

한부연 2025-06

부동산 조각투자시장 현황 및 제도 개선에 관한 연구

권현진

한부연 2025-06

부동산 조각투자시장 현황 및 제도 개선에 관한 연구

저 자 권 현 진
발 행 인 이 원 재
발 행 처 한국부동산연구원
주 소 (06705) 서울시 서초구 방배로 52, 3층
전 화 02) 520-5000
발 행 2025년 7월 31일
출판등록 제2001-000189호
I S B N 979-11-5579-110-3(비매품)

©2025, 한국부동산연구원

- 본 보고서에 제시된 견해는 집필자 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝힙니다.
- 무단전재 및 복제를 금합니다.

연구진

권현진	한국부동산연구원 연구위원
-----	---------------

연구심의위원

박성규	한국부동산연구원 연구실장
주용범	한국부동산연구원 연구위원
정형준	한국부동산연구원 부연구위원
박상일	(주)이루티 부대표

연구자문

지현배	한국감정평가사협회 정책기획실 실장
-----	--------------------

서 문

디지털 기술의 발전과 함께 부동산 조각투자는 기존 부동산 투자의 높은 진입장벽을 낮추고, 소액 투자자들의 접근성을 높이는 새로운 투자방식으로 주목을 받고 있습니다. 2019년 「금융혁신지원 특별법」 시행 이후 규제 샌드박스를 통해 도입된 부동산 조각투자는 불과 몇 년 사이에 총 29개 상품, 936억원의 발행 규모를 기록하며 새로운 부동산 간접투자 시장을 형성하고 있습니다.

그러나 제도 시행 초기인 현재 법적 불안정성, 소규모 자산 중심, 투자자장치 미흡 등 문제점이 나타나고 있고, 투자자의 신뢰성 확보를 위해 객관적인 자산가치 평가체계의 중요성도 더욱 부각되고 있습니다. 또한 현재 부동산 조각투자자와 관련된 선행연구는 제한적이며, 특히 감정평가사의 역할 및 감정평가업계 관점에서 바라본 연구는 부족한 실정입니다.

이에 본 연구는 현재 부동산 조각투자 시장에 참여하고 있는 다양한 업계전문가들의 의견을 청취하고, 부동산 조각투자제도의 개선방향 및 관련 이슈를 파악하였습니다. 해외 주요국의 토큰증권(STO) 시장 사례를 분석하여 정책적 시사점을 도출하였고, 특히 실제 발행된 조각투자 상품들의 감정평가액, 공모발행총액, 배당수익률 등을 비교 검토하였습니다.

또한 부동산 조각투자 시장의 현황 및 실태를 정확히 파악하기 위해 문헌 조사 외에도 조각투자 플랫폼 운영사, 자산운용사, 신탁사 등과의 개별 자문을 진행하고, 연구기간 중 업계 실무자와 전문가들의 의견을 폭넓게 수집하였습니다. 이를 바탕으로 부동산 조각투자 시장 활성화와 투자자 보호 측면에서 개선방안을 제시하였습니다.

다루기 쉽지 않은 새로운 투자상품인 조각투자의 제도 및 시장 상황에 대한 연구를 성실히 수행해 준 권현진 연구위원의 노고에 감사드립니다. 또한 내·외부 심의위원들께 감사드리며, 이름을 밝힐 수 없지만 귀중한 의견을 주신 조각투자 플랫폼 관계자 및 리츠(REITs) 자산운용사 등 전문가분들께 진심으로 감사의 말씀을 전합니다.

2025. 7.
한국부동산연구원 원장
이 원 재

요 약

제1장 서론

- 최근 디지털 자산시대를 맞이하여 부동산에서도 패러다임이 변화하고 있음.
- 전통적인 부동산 투자인 직접 투자는 초기 자본 투입 비용이 크고 관련 규제가 복잡하며 낮은 유동성으로 인해 일반 투자자들에게 높은 진입장벽으로 작용했음.
- 그러나 금융기술의 발전과 함께 이러한 한계를 벗어나는 부동산 조각투자라는 새로운 투자방식이 주목받고 있음.
- 2019년 「금융혁신지원 특별법」 시행을 통해 금융규제 샌드박스를 도입하면서 부동산 조각투자 서비스 허가를 시작하였고 2022년 4월 ‘조각투자 등 신종증권 사업관련 가이드라인’, 2022년 10월 ‘신탁업 혁신방안’, 2023년 12월 ‘신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인’ 등 관련 제도를 추가 정비하고 있음.
- 또한 2030세대를 중심으로 부동산 등 조각투자 상품을 자신의 스타일에 맞게 포트폴리오화할 수 있는 새로운 방식의 투자를 선호하고 있음.
- 이에 본 연구는 변화하는 디지털 자산시대에서 부동산 조각투자시장에 관하여 ① 조각투자 개념 및 유형, 타 간접투자상품과의 차이를 검토한 후 ② 관련 법제도의 현황 및 문제점을 파악하고, ③ 실제 발행상품 사례를 분석하여 시장활성화 측면 및 투자자 보호 측면에서 개선점을 제시하고자 함.
- 연구의 시간적 범위는 2019년 이후부터이며, 공간적 범위는 국내 조각투자시장으로 한정하였고, 제도 부분은 일본, 홍콩, 미국, 독일에 대한 자료를 구분하여 검토하였음.
- 내용적 범위는 부동산을 기초자산으로 하는 디지털 자산화 상품으로 한정하였고, 다양하게 사용

되는 상품의 명칭 중 국내 규제에서 주로 사용하는 ‘조각투자’ 및 ‘토큰증권(STO)’을 동일 개념으로 보고 연구를 진행함.

제2장 부동산 조각투자의 개념 및 유형

1. 조각투자와 토큰증권(STO)의 개념 및 유형

○ ‘조각투자’란, 소액으로도 다수의 투자자가 고액인 하나의 실물자산을 여러 개의 조각으로 나누어 사고 파는 투자 방식을 말하며 ① 고가의 실물자산 소유권을 조각으로 쪼개어 취득하는 형태로 투자하는 방식, ② 현재 금융샌드박스의 일환으로 금융위원회의 가이드라인을 통해서 한시적으로 「자본시장법」을 적용함.

- 전통적인 증권과 조각투자상품인 토큰증권(Security Token Offering: STO)은 겉보기에는 다른 형태를 보이고 있으나, 실질적인 성격에서는 유사한 특징을 가지며 비교하면 표와 같음.

〈요약표 1〉 전통적인 증권과 토큰증권의 비교

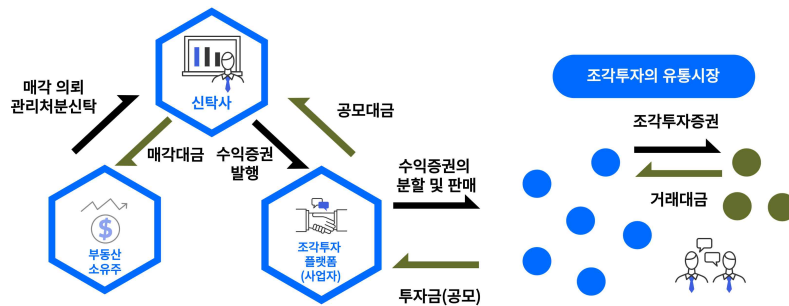
구분	전통적인 증권	토큰증권(STO)
개념	기존에 시장에서 인정하는 실물증권 및 전자증권 형태의 증권	블록체인 기술(분산원장 기술)을 활용하여 디지털 자산 형태로 발행하는 증권
형태	실물증권 : 종이에 기재 전자증권 : 중앙집중식 계좌부에 기재	원칙 : 블록체인 상에 분산원장에 기재
법적성격	자본시장법상 규정된 증권	자본시장법상 ‘증권’의 요건을 갖춘 디지털자산
기술적 기반	중앙화된 기관에서 관리 시스템	블록체인 기술 기반의 분산원장

자료 : 공태인(2022) 내용 수정 후 재편집

○ 현재 부동산 조각투자의 사업구조는 수익권 취득구조로, 투자자산을 신탁한 후 수탁자가 소유권을 보유하고 투자자는 신탁의 수익자로서 수익에 관한 권리를 취득하는 형태임.

- 「자본시장법」에서는 신탁업자의 수익증권 발행을 금전신탁에만 허용하고 있는데, 부동산 조각

투자의 경우 금융위원회의 혁신금융서비스(금융샌드박스) 지정을 통해서 한시적으로 사업이 가능하도록 허용하였음.



〈요약그림 1〉 부동산 조각투자 발행 및 유통 구조

2. 전통적 투자상품의 비교

○ 부동산의 간접투자방식의 상품은 리츠(REITs), 부동산펀드, 부동산 P2P, 그리고 최근 등장한 조각투자(STO)로 구분할 수 있음.

- 각 상품은 서로 다른 법적 근거와 투자구조, 수익구조를 가지고 있으며 투자자에게 제공하는 권리와 보호 수준도 상이함

○ 부동산 조각투자(토큰증권)는 「자본시장법」의 개정안과 금융위원회의 “조각투자 가이드라인”에 법적인 근거를 두고 있고, 플랫폼 안에서 일부 기초자산의 유형에 따라 토큰의 거래가 가능하므로 위 상품들과 비교 시 중간정도의 유동성을 지님.

- 블록체인 기술을 활용해 부동산을 디지털 증권으로 토큰화하여 소액으로 투자할 수 있게 한 상품이며, 가장 큰 차별화 요소는 개별 부동산 자산에 직접 투자할 수 있다는 점임.

○ 리츠(REITs)나 부동산펀드가 여러 부동산을 포트폴리오로 구성하여 투자하는 것과 달리, 조각투자는 투자자가 특정 부동산을 선택하여 투자할 수 있음.

- 또한 부동산 외에도 미술품, 음원 등 실물 및 무형자산까지 투자 대상을 확대할 수 있는 유연성을 제공함.

- 투자 접근성 측면에서도 리츠(REITs)는 주식 단위로 투자해야 하고 부동산펀드는 주로 기관투자자 중심이며, P2P는 대출 형태로 제한되지만 조각투자는 소액 단위로도 투자가 가능하여 일반 투자자의 접근성을 크게 높임.

제3장 부동산 조각투자의 현황 및 제도

1. 국내 부동산 조각투자 생태계

- 2020년 12월 카사코리아의 역삼 런던빌 공모를 시작으로 국내 부동산 조각투자 시장이 열림.
- 2024년 말 기준 총 29개 상품이 발행되어 약 936억원의 누적 발행금액을 기록하였음.
- 개별 상품의 평균 규모는 333.1억원으로 일반 개인투자자도 접근 가능한 중소형 부동산 중심의 시장 구조를 형성함.
- 발행된 부동산 조각투자 상품의 규모별 분포를 살펴보면, 조각투자의 기초자산인 개별 부동산의 규모는 10-30억원 범위가 14개(48.3%)로 가장 많았고, 30억원 미만이 전체 상품의 약 70%를 차지함.
- 상품별 기초자산인 부동산의 유형은 업무시설(37.9%), 근린생활시설(27.6%), 숙박시설(17.2%) 순이며 지역별로 수도권 중심(24개, 77.4%)으로 나타남.
- 전체 상품의 17.2%가 3년 이내 조기 매각을 통해 투자 회수를 완료하였으며, 매각 완료 상품의 연환산 수익률은 2.42%-10.76% 범위로 편차를 보임.
- 발행 전 감정평가액 및 공모 발행 총액을 비교하면, 할인 공모 55% 및 프리미엄 공모 45%의 비중을 보였고 일반적으로 초기 감정평가는 2개 평가법인에서 수행하였으나 일부 발행사는 1개 법인을 통해 평가가 이루어짐.
- 또한 개별 상품 투자설명서에서 재평가 관련 조항을 명시하고 있고, 실제 재평가가 이루어진 상품은 총 6개이며, 대부분 2년 주기로 재평가가 이루어짐.

2. 제도적 기반의 구축

- 조각투자 상품의 시장 출시로 인해 금융위원회에서는 관련 규제 가이드라인을 크게 3번에 걸쳐 발표하였음.
- 각 가이드라인은 조각투자 상품의 증권성 판단, 부동산 등 실물자산을 기반으로 유동화한 조각투자 상품과 관련 신탁 활용에 대한 요건에 중점을 두었음.
- 금융위원회는 2025년 2월 3일 「자본시장법 시행령」 개정안을 입법예고하였으며, 샌드박스로 운영중인 조각투자 유동화 수익증권 발행플랫폼이 정식 제도화될 예정임.
- 주요국의 부동산 조각투자 관련 법제화 현황을 보면, 일본은 2020년 「금융상품거래법」 개정을 통해 토큰증권을 “전자기록이전 유가증권표시권리 등”으로 정의하여 법적 지위를 명확히 하였음.
- 독일은 2021년 「전자증권법」 제정으로 암호증권을 전통적 증권과 동등한 법적 지위를 부여하였으며, 미국은 기존 「증권법」 체계에서 토큰증권을 규율하였음.
- 특히 시장에서는 통합된 유통시장 구축이 조각투자 시장 활성화의 핵심 요소로 작용하고 있으며 일본의 오사카디지털거래소(ODX)는 2023년 토큰증권 유통시장 START를 개설하여 통합 플랫폼 내에 거래가 이루어지게 함.
- 독일은 시장조성자 제도를 통해 지속적인 유동성 공급을 보장하고 있고, 미국은 다양한 STO 플랫폼들이 발행 및 거래 서비스를 제공하고 있음.
- 반면 국내에서는 발행 플랫폼별로 개별 유통 구조를 갖고 있어 유동성이 분산되고 있는 차이점이 있음.

제4장 부동산 조각투자의 문제점 및 개선 필요 사항

1. 투자자 보호 및 시장 활성화 측면에서 구조적 문제

○ 국내 부동산 조각투자 상품의 현황을 분석한 결과, 발행구조상에서 발행하는 문제와 유통시장에서의 유동성 부족 문제, 자산가치 관리의 문제, 수익성 및 규제 환경의 문제가 주요 구조적 한계로 나타남.

- 발행구조상 문제는 ① 발행구조의 복잡성, ② 추가 비용 발생 문제이며, 유통시장의 한계는 ① 운용사별 상품간 호환되지 않는 플랫폼 문제, ② 거래방식의 폐쇄성 문제, ③ 가격 시세 추적의 어려움 등이 있음.

- 자산가치 관리의 문제는 ① 자산 선정 및 관리에서의 위험, ② 부동산 규모가 소규모로 한정되어 자산 선택권의 제약, ③ 자산가치의 재평가 문제임.

- 수익성 및 규제 환경의 문제는 ① 다른 자산 대비 낮은 투자매력도, ② 유사 투자상품 대비 엄격한 규제가 시장 활성화 부정적인 영향을 주고 있음.

〈요약표 2〉 부동산 조각투자 상품의 문제점 종합

대분류	중분류	세부문제	내용	영향
1. 발행구조상 문제점	㉠ 발행구조의 복잡성	간접소유구조	신탁기반의 수익증권 형태로 실질 소유권은 아님	○
		복잡한 의사결정체계	위탁자·수탁자·플랫폼·투자자 4자 구조	○
		우량자산 확보 어려움	차입 제한으로 매수 경쟁력 부족	◎
	㉡ 추가 비용 발생	선매입 방식 비용	취득세 등 이전비용 및 금융비용 추가	○
		중복 투자 비용	신탁계약 + 매매계약 이중 거래구조	○
		플랫폼별 중복 운영	독립적 발행·거래 시스템 구축으로 인한 시스템 개발 및 운영비 추가	△
2. 유통시장 문제점	㉠ 플랫폼 호환 부재	시장 분절화	29개 상품이 4개 플랫폼에 분산	◎
		유효수요 제약	플랫폼 간 상품 거래 불가능	◎
		투자자 이동 불가	플랫폼 간 상품 거래 불가능. 유동성 저하	○
	㉡ 거래방식의 폐쇄성	일대일 상대매매 한계	매수자·매도자 직접 협상 방식	◎
		가격 협상의 어려움	원하는 시간 내 협상 완료 어려움	○
		비공개 거래	거래가격 및 추세 파악의 어려움 시장 왜곡 초래 가능성	△
		낮은 거래량	개별 상품당 거래량 미미	◎
	㉢ 가격 발견 매커니즘 부재	실시간 시세 부재	현재 시장가치 파악의 어려움	○
		시장지수의 부재	시장 전체 성과 측정 어려움. 투자 판단에도 영향	△
		시장조성자의 부재	유동성 공급자 지정 제도 부재	△
3. 자산가치 관련 문제점	㉠ 자산 선정 및 관리 위험	단일 임차인 의존	64.7% 상품이 단일 임차인 의존	◎
		플랫폼별 편차	플랫폼별 리스크 관리 수준 상이	△
		소규모로 인한 제약	평균 33.1억원, 차입 100% 금지	◎
		우량 자산 접근 제한	중소형 자산 위주 포트폴리오 구성 불가피	○
	㉡ 재평가 제도 문제	플랫폼별 제도 불일치	2년/3년 주기, 단순/복수평가 혼재	○
		재평가 운영방식 차이	동일 회사 내에서도 상품별 재평가 주기 차이	○
4. 수익성 및 리스크 관리 문제점	㉠ 투자매력도 부족	타 자산 대비 낮은 수익률	유사 상품 배당수익률 대비 열위	◎
		리스크 대비 부적절한 수익률	높은 위험에 상대적으로 낮은 수익률	◎
		안전자산과 경쟁력 부족	기준금리 3.0% 대비 1% 프리미엄	○
	㉡ 규제 제약	샌드박스 임시적 지위	영구적 사업 기반 부재, 법적 근거 미흡	◎
		차입 제한	다른 상품 대비 차입 불가	◎

주 : 시장 및 투자자의 영향 정도에 대한 순위를 "◎ 매우 높음, ○ 높음, △ 중간"으로 표현하였으며 정책 결정 또는 제도 개선이 필요한 우선 순위에도 연관

2. 개선 필요사항

① 단계별 개선의 필요성

- 분석된 세부 문제들은 상호 연관성을 가지고 순환 구조를 형성하고 있으며, 가장 시급한 개선이 필요한 과제는 차입 제한 해소(→ 다중 효과의 기대), 시장 통합(→ 유동성 개선의 촉매), 법적 기반 구축(→ 근본적인 안정성 확보)임
- 이러한 문제들은 상호 연관되어 있는 만큼 개별적 접근보다는 패키지 형태의 종합적 개선방안이 요구되며, 단계별로 우선순위를 설정하여 검토하여야 할 것임.

② 핵심 문제별 우선 순위

- 시장 참여자의 의견과 부동산 조각투자 상품의 사례 분석을 통해서 볼 때 최우선 과제는 조각투자제도의 법적 기반 구축임.
- 차입 제한 문제는 상품 발행 단계에서의 구조적 한계로 판단하며 2가지 개선방향 중, ① 현재 대출 불가인 상태에서 단계적으로 제한적 차입을 허용하여 시장의 반응을 살펴보고 위험 관리 체계를 검토하는 방법, ② 리츠(REITs)와 유사한 수준의 레버리지 활용이 가능하도록 개선하고 해당 상품 수준에서 엄격한 리스크 관리 기준을 적용하도록 하는 방법이 있음.
- 통합 유통 플랫폼은 일본 거래소의 사례에서 확인하듯 유통시장의 통합 필요성은 바로 투자자의 편의성을 높이는 데에 있음.
- 다만 분절된 플랫폼을 통합하기 위해서는 ① 기존의 증권거래소와 같이 이미 구축된 거래소 형태를 활용하여 상품을 상장하는 방안과 ② 암호화폐 시장과 같이 독립적인 거래소를 새롭게 만들어 운영하는 방안 등 근본적인 검토가 필요함.

3. 감정평가업계에서의 대응 자세 및 개선 필요사항

① 부동산 조각투자시장에서 감정평가업계의 현재 역할 및 한계

○ 부동산 조각투자시장에서 감정평가는 ① 상품 발행 전 시점, ② 발행 후 재평가 시점, ③ 청산 시점에서 이루어지고 있음.

- 운용사에서 투자 여부를 결정하는 것뿐만 아니라 감정평가는 투자자 보호 차원에서도 중요한 역할을 담당함.

○ 현행 체계 중 감정평가업계에도 영향을 주는 문제로는 ① 플랫폼별 상이한 감정평가기준 적용, ② 재평가 부재 및 정보의 비대칭, ③ 평가기준의 표준화 미흡으로 크게 구분할 수 있음.

② 제도 개선 이후 감정평가업계의 대응 방향

○ 향후 법 개정 및 제도 개선이 이루어질 경우, 감정평가업계에서는 부동산 조각투자시장의 신뢰성을 확보하고 투자자 보호를 위한 핵심 주체로서 ① 증권화 부동산 평가에 대한 지침 개선 또는 개발, ② 투자자 보호를 위한 정보 공시의 강화 및 적극적 참여가 필요함.

■ 주제어 : 조각투자, 토큰증권, STO, 증권형 토큰, RWA

목 차

서문	i
요약	iii

제1장 서론 1

1. 연구의 배경 및 목적	1
2. 연구의 범위 및 방법	3
1) 연구의 범위	3
2) 연구의 방법	3

제2장 부동산 조각투자의 개념 및 유형 9

1. 조각투자와 토큰증권(STO)의 개념 및 유형	9
1) 정의 및 개념 비교	9
2) 사업구조	11
2. 전통적 투자상품의 비교	13

제3장 부동산 조각투자의 현황 및 제도 19

1. 국내 부동산 조각투자 생태계	19
1) 국내 시장 규모 및 참여 주체	19
2) 상품 특성 및 투자 성과	21
2. 제도적 기반의 구축	28
1) 규제 샌드박스에서 제도화 과정	28
2) 자본시장법 개정 추진 현황	32
3. 해외 주요국의 부동산 조각투자 관련 시장 및 규제	36

1) 아시아 지역	36
2) 유럽 및 북미 지역	44
3) 정책적 시사점	53

제4장 부동산 조각투자의 문제점 및 개선 필요 사항----- 55

1. 투자자 보호 및 시장 활성화 측면에서 구조적 문제	55
1) 발행 및 유통시장의 한계	55
2) 자산가치 관리의 문제	59
3) 수익성 및 규제 환경의 문제	62
4) 소결	66
2. 개선 필요사항	68
1) 단계별 개선의 필요성	68
2) 핵심 문제별 우선순위	69
3) 투자자 권리 및 보호측면에서 개선 방향	71
3. 감정평가업계에서의 대응 자세 및 개선 필요사항	73
1) 부동산 조각투자시장에서 감정평가업계의 현재 역할 및 한계	73
2) 제도 개선 이후 감정평가업계의 대응 방향	74

제5장 결 론----- 79

1. 연구의 요약	79
2. 연구의 한계 및 정책적 시사점	80

참고문헌----- 83

부록----- 87

[부록1] 조각투자(부동산 중심)관련 주요 보도자료 정리	87
[부록2] 22.04 조각투자 관련 가이드라인(신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인)	90

[부록3]	22.03.13. 신탁업 혁신방안(종합재산관리 및 자금조달기능 강화를 위한 신탁업 혁신방안)	91
[부록4]	25.02.03. 조각투자 샌드박스 제도화를 위한 자본시장법 시행령 개정안 요약..	92
[부록5]	24.11.11. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등 일부개정법률안 (김상훈 의원 대표발의) 내용 및 정무위원회 검토(25.02.) 요약	93
[부록6]	24.11.19. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등 일부개정법률안 (민병덕 의원 대표발의) 내용 정무위원회 검토(25.02.) 요약	95
[부록7]	발행사별 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 상세 비교	97
[부록8]	부동산 전통적 간접투자상품의 감정평가관련 법령 및 규칙	111
[부록9]	관련 주요 기사	116

표목차

〈요약표 1〉 전통적인 증권과 토큰증권의 비교	iv
〈요약표 2〉 부동산 조각투자 상품의 문제점 종합	ix
〈표 1-1〉 제안 배경 및 연구 목적	2
〈표 1-2〉 토큰증권(STO) 및 RWA의 비교	5
〈표 1-3〉 연구 수행을 위한 방법적 검토	6
〈표 1-4〉 연구의 흐름 및 목차 구성	6
〈표 2-1〉 전통적인 증권과 토큰증권의 규율체계 및 특징 비교	10
〈표 2-2〉 조각투자상품별 구조 및 법적 권리 특징	12
〈표 2-3〉 전통적인 부동산 간접투자상품과 조각투자상품의 비교	14
〈표 2-4〉 리츠(REITs)의 감정평가관련 법령 및 규정 요약	15
〈표 2-5〉 부동산펀드의 감정평가관련 법령 및 규정 요약	16
〈표 2-6〉 부동산 P2P의 감정평가관련 법령 및 규정 요약	17
〈표 3-1〉 부동산 조각투자 플랫폼별 특징 비교	21
〈표 3-2〉 조각투자 토큰증권 상품별 발행총액 규모 분포	22
〈표 3-3〉 조각투자 토큰증권 상품별 기초자산의 용도 특징	23
〈표 3-4〉 조각투자 토큰증권 상품별 기초자산의 지역별 분포	23
〈표 3-5〉 조각투자 토큰증권 상품별 배당수익률 비교	24
〈표 3-6〉 조각투자 토큰증권 상품별 감정평가액과 공모발행총액 비교	26
〈표 3-7〉 조각투자 토큰증권 매각 완료 상품의 총수익률	26
〈표 3-8〉 조각투자 토큰증권 재평가 실시 상품 개요	27
〈표 3-9〉 금융위 주요 가이드라인 비교	28
〈표 3-10〉 「자본시장법」 개정 발의안 비교	34
〈표 3-11〉 일본 토큰증권(STO)화 가능성이 높은 자금조달시장 규모	36
〈표 3-12〉 일본 토큰증권(STO) 발행 현황	37
〈표 3-13〉 일본 발행 토큰(ST)의 기초자산별 비중	40
〈표 3-14〉 일본 토큰증권(STO)의 종류 및 규제	41
〈표 3-15〉 발행 단계별 부동산 토큰증권(STO) 수행 과정 및 전문 서비스	43

〈표 3-16〉 미국 부동산 토큰증권(STO) 주요 발행 사례	50
〈표 3-17〉 미국 토큰증권(STO)관련 등록 면제 규정	52
〈표 4-1〉 단일 임차인 의존 부동산 조각투자 상품	60
〈표 4-2〉 부동산 간접투자상품의 평균 수익률 비교	62
〈표 4-3〉 부동산 간접투자상품 및 직접투자의 규제관련 비교	63
〈표 4-4〉 부동산 조각투자 상품의 문제점 종합	67
〈표 4-5〉 리츠(REITs)의 공시·보고·제출 목록 및 조각투자상품의 적용	76
〈부록표 1〉 루센트블록의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교	97
〈부록표 2〉 카사코리아의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교	102
〈부록표 3〉 비브릭 및 펀블의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교	107

그림목차

〈요약그림 1〉 부동산 조각투자 발행 및 유통 구조	v
[그림 2-1] 부동산 조각투자 발행 및 유통 구조	9
[그림 4-1] 부동산 조각투자 상품의 사업구조 비교	55
[그림 4-2] 집합투자증권 형태의 부동산 조각투자 사업구조	57
[그림 4-3] 문제점별 상호 연관성 및 악순환 구조	70



1. 연구의 배경 및 목적

최근 디지털 자산 시대에 부동산 조각투자가 새로운 투자 방식으로 주목받고 있다. 이는 기존 부동산 투자의 한계를 극복하고자 하는 시장의 요구와 금융기술의 발전이 결합된 결과로 보인다. 부동산은 직접 투자하기 어려운 여러 요인들이 존재한다. 부동산 관련 규제 및 세금 중과, 높은 투자금액 요구, 낮은 유동성 등은 주식 등 다른 투자상품과 비교했을 때 진입장벽을 높이는 요소들이다.

이러한 상황에서 부동산 간접투자 상품의 종류가 다양해졌다. 기존의 리츠(REITs), 부동산펀드 외에도 부동산 조각투자, RWA(Real World Asset), 부동산 P2P 등 새로운 형태의 부동산 간접투자상품이 등장하고 관련 제도화가 진행되고 있다. 특히 2019년 4월 「금융혁신지원 특별법」 시행 이후 금융규제 샌드박스의 일환으로 부동산 조각투자 서비스가 허가되기 시작했으며, 2022년 4월 '조각투자 등 신종 증권 사업 관련 가이드라인', 2022년 10월 '신탁업 혁신방안', 2023년 12월 '신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인' 등 관련 제도가 지속적으로 정비중이다.

그러나 기존 리츠(REITs) 및 부동산펀드의 경우 투자자들의 불신 및 우려가 증대되고 있는 상황이다. 2018년 12월 "부동산투자회사 공모·상장 활성화 방안" 발표 이후 상장 리츠 및 부동산펀드가 다수 설정되었으나, 일부 상품을 제외하고는 공모가를 넘어가는 경우가 드물고 거래량이 작아 유통에 어려움을 겪고 있다. 특히 스폰서 리츠의 경우 초기 자산군과 상이한 자산을 무리하게 편입하여 주가 급락을 경험하기도 했으며, 해외 부동산에 투자한 상품들은 대출금리 인상, 공실 증대 등으로 청산 위험에 직면하고 있음에도 적절한 자산가치 평가가 이루어지지 않는 문제점을 안고 있다(조선비즈, 2025.02.11.; 매일경제, 2025.02.04.; 국민일보, 2025.01.28.).

이와 달리 2030세대를 중심으로 해외 직접투자나 디지털 자산 투자 경험이 많은 투자자들은 다양한 부동산 유형별 조각투자 상품을 자신의 스타일에 맞게 포트폴리오화할 수 있는 새로운 방식의 투자를 선호하고 있다.¹⁾ 투자금 규모가 크지 않은 젊은 세대에게 부동산 직접투자는 어려우나, 해외 주식,

ETF, 디지털 자산 거래 경험을 바탕으로 이와 유사한 거래 형태의 자산에 대한 관심이 높아지고 있다.

본 연구는 변화하는 디지털 자산시대에서 부동산 조각투자시장에 관하여 다음과 같은 연구 목적을 가진다.

첫째, 부동산 조각투자의 개념과 유형을 정리하고 기존 부동산 간접투자 상품과의 차이점을 분석하였다. 특히 토큰증권(STO), 조각투자, RWA 등 다양한 형태로 불리는 디지털 자산화된 부동산 투자상품의 법적 지위와 특성을 명확히 파악하고자 하였다.

둘째, 부동산 조각투자 관련 법제도 현황 및 문제점을 파악하고 국내 조각투자 관련 법 개정안, 해외 주요국의 규제를 검토한 후 비교·분석하여 시사점을 종합적으로 살펴보고자 하였다.

셋째, 부동산 조각투자 상품의 사례를 검토하고 시장 활성화 측면에서의 문제와 함께 투자자 보호 측면에서 필요한 개선점을 제시하고자 하였다. 2025년 6월까지 발행된 부동산 조각투자 상품에 대한 공시 자료를 파악하여 분석하였고 문제점 및 해결 방향을 검토하였다.

넷째, 부동산 조각투자 시장의 지속가능한 발전을 위한 제도적 개선사항을 제안하고자 하였다.

이를 통해서 부동산 조각투자상품 및 시장이 건전하게 발전할 수 있는 토대를 마련하고 투자자 보호를 위한 개선 등 새로운 역할과 방향성을 제시하고자 하였다.

〈표 1-1〉 제안 배경 및 연구 목적

구분	제안
배경 및 목적	■ (부동산 직접투자의 한계) 부동산을 개인이 직접투자하기에는 부동산관련 규제 및 세금 중과, 높은 투자금과 유동성의 부족 문제로 주식 등 다른 투자상품보다 투자의 한계가 큼
	■ (부동산 투자상품 증대) 기존의 부동산 증권화 상품인 부동산펀드, 리츠 외에 최근 부동산 조각투자, RWA(Real World Asset), P2P 등 부동산의 간접투자상품이 다양해지고 제도화가 진행되었음
	■ (투자자 보호를 위한 평가의 중요성) 디지털 자산화된 부동산에 대한 가치평가의 필요성이 증대되고 있으나 투자자 보호를 위한 객관적인 가치평가 체계 요구가 늘어나는 상황임 - 기존의 체계를 적용하기에 괴리가 있고 해당 상품의 일부는 감정평가관련한 내용도 부재
	■ (선제 대응책 및 제도 개선 필요) 제도권 금융과 비교하여 새로운 부동산 투자상품에 대한 이해와 함께 디지털 자산의 특성을 고려한 개선 방향 및 기준 정립이 필요함
주요 내용	■ 부동산 디지털 투자상품의 현황 및 특성 - 전통적 투자상품(펀드, 리츠 등) / 새로운 투자상품의 등장 - 조각투자, RWA, P2P 등 투자상품의 구조 및 특징, 시장 규모

1) 부동산 조각투자 플랫폼 소유를 운영하는 루센트블록에서 발표한 리포트에 따르면, 투자자 중 MZ세대의 비율이 70% 이상을 차지하였다(ZD NET Korea, 2023.12.20.).

2 ■ 부동산 조각투자시장 현황 및 제도 개선에 관한 연구

구분	제안
	■ 현행 법제도 및 투자상품별 평가체계, 한계점 ■ 부동산 조각투자 상품의 실제 사례 조사 및 문제점 분석 ■ 문제점 해결을 위한 우선순위 개선방향 제시 ■ 신상품 시장 출현에 따른 감정평가적 인식과 감정평가사의 대응

자료 : 저자 작성

2. 연구의 범위 및 방법

1) 연구의 범위

(1) 시간적 범위

국내에서 부동산 디지털 증권화관련 서비스는 2019년도 이후(금융위원회 보도자료, 2019.04.01.)로 금융규제 샌드박스의 일환으로 본격적으로 시작하였다. 이에 본 연구는 2019년 이후부터 현재까지를 주된 연구기간으로 설정한 후 검토하였다.

(2) 공간적 범위

연구 배경을 참고하여 주된 공간적 범위는 국내 조각투자시장으로 한정하였다. 이 중 선행연구 및 대표 서비스에 있어서 적절한 국외 문헌 및 제도 등 사례가 있고 관련 제도가 활발한 지역 중 일본, 홍콩, 미국, 독일을 아시아 지역 및 북미 유럽 지역으로 구분하여 검토하였다.

(3) 내용적 범위

디지털 자산화 상품 중 기초자산이 부동산인 상품, 서비스, 제도에 사용하며 유사 개념으로 사용하는 용어들은 증권형 토큰, 토큰증권, STO(Security Token Offering), RWA(Real World Asset), 조각투자, 부동산 토큰 등이 있다. “토큰증권(Security Token Offering; STO)”이란, 실물자산을 블록체인 기술을 활용하여 증권의 성격을 가진 디지털 토큰의 형태로 발행하는 방식을 말한다. 이 때 실물자

산의 범위는 부동산, 채권, 주식 등이며 기존 전통적인 증권의 성격과 비슷한 권리를 제공한다. 번역에 따라서는 “증권형 토큰”이라고도 부른다.

“RWA(Real World Asset)”는 실물자산을 디지털화하여 블록체인상에서 거래 가능하게 만든 토큰을 뜻한다. 부동산, 예술품, 귀금속, 지적재산권 등 모든 형태의 실물자산을 발행할 수 있으며, 특히 거래가 어려웠던 실물자산 유형의 유동성을 높이는 수단으로 활용할 수 있으며 실물자산의 성격에 따라서 규제도 달라질 수 있다.

“조각투자(Fractional Investment)”란 고가의 자산을 소액 단위로 분할하여 여러 투자자가 공동으로 투자하는 방식을 뜻한다. 하나의 자산을 다수의 지분으로 나누어 투자자들이 투자한 만큼의 지분정도로 해당 자산의 소유권 및 수익권을 가지는 형태이다. 증권 발행 또는 집합투자의 형태로 법적 규제를 하며 부동산, 미술품, 고가의 와인 등 상품, 음원 저작권 등 디지털기술을 활용하여 권리관계를 명확히 하고 지분단위의 거래를 가능하도록 한다.

“부동산 증권형 토큰”, “부동산 토큰증권”, “부동산 토큰”은 모두 부동산을 기초자산으로 블록체인 등 다양한 기술을 통해 소액, 소규모로도 부동산을 투자할 수 있도록 만든 금융상품 또는 서비스 형태를 의미한다.

이 중 “부동산 토큰(Real Estate Token)”은 셋 중 가장 광의의 개념으로 부동산을 토대로 만들어진 모든 디지털 토큰을 의미하며, 해당 기초자산인 부동산을 이용하거나 특정 장소의 접근 권한 등 실제 서비스를 기반으로 하는 토큰과 같이 반드시 증권의 성격을 지니지 않은 토큰²⁾도 포함한다.

“부동산 증권형 토큰(Real Estate Security Token)”, “부동산 토큰증권(Real Estate Token Securities)”은 유사한 개념으로 부동산을 기초자산으로 하여 블록체인 기술 등을 사용하여 증권형태로 디지털화한 토큰이다. 실물자산에 대한 소유권 또는 수익권에 대해서 일정한 작은 단위로 쪼개어 토큰화하고 투자자들이 거래할 수 있고, 법적으로는 기존 증권의 규제를 적용하므로 배당, 의결권 등 증권과 유사한 권리를 가진다.

본 연구에서는 국내 규제에서 주로 사용하고 있는 용어인 “조각투자”, “토큰증권(STO)”을 동일 개념으로 보았으며 RWA는 내용 범위에 포함하지 않았다.

2) 유틸리티 토큰, 멤버십 토큰, 리워드 토큰, 거버넌스 토큰, 액세스 토큰 등이 여기에 해당한다. 각각의 토큰은 투자의 성격보다는 해당 자산 유형에 대한 접근, 이용 권한, 서비스 이용 시 받게되는 보상 또는 마일리지, 해당 자산 유형의 처분 및 플랫폼 이용 등과 관련한 의사결정 등을 목적으로 한다.

〈표 1-2〉 토큰증권(STO) 및 RWA의 비교

구분	토큰증권(STO)	RWA
개념	주요 금융 증권(주식, 채권 등)을 디지털 토큰으로 발행하는 방식	다양한 실물자산을 디지털 토큰으로 표현
발행 목적	주요 기업의 자금조달 목적	- 실물자산의 유동성 증대 - 투자 접근성 향상
범위	금융 증권(주식, 채권 등), 증권성 자산으로 한정	부동산, 예술품, 귀금속 등
규제	대부분의 국가에서 엄격한 증권법 규제	토큰화되는 자산의 성격에 따라 규제 상이
거래 방식	증권거래소 또는 인가된 거래 플랫폼 사용	다양한 거래 방식 허용
투자자 보호	법적 보호장치 존재	자산 유형에 따라 보호수준 상이
발행 절차	엄격한 법적 절차 필요	자산 특성에 따라 절차가 유연하게 적용

자료 : 저자 작성

또한 조각투자자의 경우 부동산 외에도 다른 자산들을 기초자산으로 편입할 수 있다. 실물자산으로는 미술품, 희소성이 큰 귀금속, 와인, 한우 등을 기초로 디지털화할 수 있으며 음원, 저작권, 특허권 등 보이지 않는 지식재산권도 가능하다. 본 연구에서는 부동산을 기초자산으로 하는 조각투자를 주된 내용적 범위로 하되 연심회, 자문 등 의견 수렴을 통해서 그 외 자산에 대한 검토가 필요할 경우 보고서의 주된 내용을 벗어나지 않는 범위에서 일부 수록하였다.

2) 연구의 방법

본 연구는 문헌 및 자료 조사, 조각투자 관련 전문가의 개별 심층 자문 및 의견 수렴으로 구분하여 연구를 진행하였다.

문헌 및 자료 조사 중 국내 선행연구는 주로 ① 조각투자 관련 법제 필요성 및 규제 개선안, ② 국외 사례 비교 및 시장 현황 등으로 크게 분류할 수 있다. 선행연구가 많지 않으므로 본 연구에서는 제2장에서 제도 정비 및 보도자료, 기사 등 내용을 중심으로 정리하되 문헌 연구 외에 전문가 자문 및 의견 청취도 함께 진행하였다.

〈표 1-3〉 연구 수행을 위한 방법적 검토

구분	내용
문헌 연구	국내 선행연구 또는 관련 기사, 보도자료 검토
	해외 STO 또는 부동산 증권형 토큰관련 자료 조사
자문 청취	조각투자 발행관련 전문가 의견 수렴
↓	
방법의 구체화	① 외부 전문가 개별 자문 ■ K자산운용사, N리츠운용사, L운용플랫폼, Z상품평가업체 등
	② 감정평가사 개별 자문 ■ Y감정평가사(미술품), K감정평가사(부동산)

자료 : 저자 작성

위의 내용을 조합하여 본 연구의 흐름을 재정리하면 〈표 1-4〉와 같다.

〈표 1-4〉 연구의 흐름 및 목차 구성

구분	내용	수행방법
제1장 서론	1. 연구의 배경 및 목적	-
	2. 연구의 범위 및 방법	
	1) 연구의 범위	
	2) 연구의 방법	
↓		
제2장 부동산 조각투자의 개념 및 유형	1. 조각투자와 토큰증권(STO)의 개념 및 유형	■ 문헌연구 ■ 관련 기사 및 유관기관 보도자료 검토 ■ 선행연구 검토
	1) 정의 및 개념 비교	
	2) 사업구조	
	2. 전통적 투자상품의 비교	
↓		
제3장 부동산 조각투자의 현황 및 제도	1. 국내 부동산 조각투자 생태계	■ 문헌연구 ■ 관련 기사 및 유관기
	1) 국내 시장 규모 및 참여 주체	

구분	내용	수행방법
	2) 상품 특성 및 투자 성과	관 보도자료 검토 ■ 전문가 자문 청취
	2. 제도적 기반의 구축	
	1) 규제 샌드박스에서 제도화 과정	
	2) 자본시장법 개정 추진 현황	
	3. 해외 주요국의 부동산 조각투자 관련 시장 및 규제	
	1) 아시아 지역	
	2) 유럽 및 북미 지역	
	3) 정책적 시사점	
↓		
제4장 부동산 조각투자의 문제점 및 개선필요사항	1. 투자자 보호 및 시장 활성화 측면에서 구조적 문제	■ 문헌연구 ■ 관련 기사 및 유관기관 보도자료 검토 ■ 전문가 자문 청취
	1) 발행 및 유통시장의 한계	
	2) 자산가치 관리의 문제	
	3) 수익성 규제 환경의 문제	
	4) 소결	
	2. 개선 필요사항	
	1) 법제도 정비 필요성	
	2) 투자자 보호 강화 방안	
	3) 기술의 안정성 및 호환성	
↓		
제5장 결 론	1. 연구의 요약 및 한계	-
	2. 정책적 제언	

제2장

부동산 조각투자의 개념 및 유형

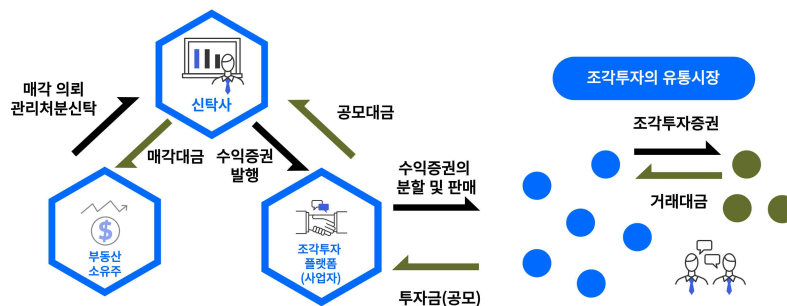
1. 조각투자자와 토큰증권(STO)의 개념 및 유형

1) 정의 및 개념 비교

조각투자란 소액으로도 다수의 투자자가 고액인 하나의 실물자산을 여러 개의 조각으로 나누어 사고 파는 투자 방식을 말한다. 이 때 실물자산을 지분으로 쪼개어 소유권을 여러 명이 취득하거나 자산을 통해서 얻을 수 있는 수익 등 권리를 나누어 투자 및 거래가 가능하다.

조각투자상품은 2가지 방식으로 크게 구분할 수 있다. 첫 번째는 고가의 실물자산 소유권을 조각조각 쪼개어 취득하는 형태로 투자하는 방식, 두 번째는 투자하려는 실물자산에 대해서 발생하는 수익을 투자자의 지분만큼 청구권을 가지는 방식이다. 첫 번째 방식은 민법 및 상법상 일반적 상거래로 공유, 합유의 형태와 유사하다.³⁾ 두 번째 방식은 현재 금융샌드박스의 일환으로 금융위원회의 가이드라인을 통해서 한시적으로 자본시장법을 적용하고 있다. 이 중 현재 국내에서 부동산을 기초자산으로 하는 조각투자 방식은 투자자 지분만큼 부동산에서 발행하는 수익에 대하여 청구권을 가지는 형태이며 발행 후 유통시장을 통해서 공급-수요에 따라 하나의 조각투자당 시장가격에 의해 거래 가능하다.

[그림 2-1] 부동산 조각투자 발행 및 유통 구조



자료 : 저자 작성

3) 일부 첫 번째 방식의 조각투자서비스도 금융위원회 가이드라인 적용 중이다.

조각투자와 토큰증권(STO)은 서로 다른 개념이지만 방식은 밀접하게 연결되어 있다. 조각투자는 고가의 실물자산을 소액으로 분할하여 투자하는 방식 자체를 의미하는 포괄적인 개념이며, 여러 기술적인 방법으로 구현할 수 있다. 이와 달리 토큰증권(Security Token Offering; STO)은 여러 가지 기술적인 방법 중 블록체인 기술을 활용하여 증권의 성격을 지닌 디지털 토큰을 발행하는 방식을 의미한다. 이러한 점에서 토큰증권은 조각투자를 구현하는 하나의 기술적 방식이라고 볼 수 있다.⁴⁾

전통적인 증권과 조각투자상품인 토큰증권(STO)은 겉보기에는 다른 형태를 보이고 있으나, 실질적인 성격에서는 유사한 특징을 가진다. 일부 토큰증권(STO) 서비스는 금융샌드박스 기한으로 한시적이기는 하나 두 유형 모두 「자본시장법」상 증권으로 분류하며, 투자자에게 법적 권리 및 보호를 제공해야 한다. 두 증권 유형은 모두 부동산 또는 기업 지분, 영업이익 등 기초자산에서 발생하는 가치의 상승이나 배당수익을 투자자들에게 분배한다. 이렇게 토큰증권(STO)은 실물자산에 대해 새로운 보안기술을 활용하여 발행하고, 거래방식에서 전통적인 증권과 유사한 발행 체계를 보이며 유통시장에서 투자자간의 거래를 통해 시장가격이 형성되는 특징을 가진다. 그러나 아직까지 토큰증권의 유통시장은 전통적인 증권 유통시장에 비해 활성화되어 있지 않다.

〈표 2-1〉 전통적인 증권과 토큰증권의 규율체계 및 특징 비교

구분	전통적인 증권	토큰증권(STO)
개념	기존에 시장에서 인정하는 실물증권 및 전자증권 형태의 증권	블록체인 기술(분산원장 기술)을 활용하여 디지털 자산 형태로 발행하는 증권
형태	실물증권 : 종이에 기재 전자증권 : 중앙집중식 계좌부에 기재	원칙 : 블록체인 상에 분산원장에 기재
법적성격	자본시장법상 규정된 증권	자본시장법상 '증권'의 요건을 갖춘 디지털자산
적용법률	자본시장법, 상법, 전자증권법 등	현재 명확한 법적 근거는 없으나 자본시장법 규율 대상
규제내용	공시, 인·허가 제도, 불공정 거래 금지 등	자본시장법상 증권 규제가 적용 예정

4) 국내 관련 규정에서는 조각투자, STO, 토큰증권, 증권형 토큰 등 용어를 혼용하여 사용하는 경우가 많으며 이와 달리 국외 규정에서는 STO를 주로 사용한다.

구분	전통적인 증권	토큰증권(STO)
법제현황	기본 법제에서 규율	자본시장법 개정 및 가상자산법(안)의 제정 추진
거래시장	정규 거래소(KRX, NXT)	토큰거래 플랫폼 및 장외시장
기술적 기반	중앙화된 기관에서 관리 시스템	블록체인 기술 기반의 분산원장

자료 : 공태인(2022) 내용 수정 후 재편집

2) 사업구조

이영경(2022)에 따르면, 조각투자의 거래구조는 ① 채권적 청구권 취득구조, ② 소유권 지분 취득구조, ③ 수익권 취득구조로 구분할 수 있다. ① 채권적 청구권 취득구조는 투자자가 자산 자체의 소유권을 취득하는 것이 아니라 사업자에 대한 채권적 청구권만 보유하는 형태를 말한다. 국내에서 음원 저작권 투자는 뮤직카우 사례가 대표적이며 사업구조에서 투자자는 저작권 자체를 소유하지 않는다. 즉 뮤직카우에셋이 저작권을 매입하여 저작권협회에 신탁하고, 뮤직카우는 뮤직카우에셋으로부터 저작권료 참여청구권을 부여받아 투자자에게 판매하는 구조이다. 문제는 투자자는 법적으로 단순한 채권자이므로 사업자가 도산할 경우 투자자의 법적 지위가 취약하다는 점이다. 2022년 4월 금융위원회에서 뮤직카우의 저작권료 참여청구권을 자본시장법상 투자계약증권으로 인정하였다.

② 소유권 지분 취득구조는 투자자가 실물자산의 소유권 지분을 직접 취득하는 방식으로 민법상 공유 또는 조합을 통한 경우와 유사하며, 합유 형태로 소유권이 분산된다. 국내 사례로는 투자자가 미술품의 소유권의 분할 지분을 취득하는 형태(테사, 아트앤가이드), 투자자가 송아지의 지분을 취득하고 농가가 사육 후 수익을 배분하는 형태(뱅크우), 투자자들이 조합원으로 희귀 차량의 소유권 일부를 취득하는 형태(트위그), 투자자가 명품시계 또는 희귀와인 등의 소유지분을 취득하는 형태(트레저리) 등이 있다. 이들 구조는 투자자가 소유자로서 물권적 권리 행사가 가능하며, 사업자 도산 시 환취권 행사하여 투자물을 반환받을 수 있으나 조합 형태의 투자(합유)는 민법상 조합의 출자지분으로 보아 자본시장법상 증권에서 배제된다고 보았다.

③ 수익권 취득구조는 투자자산을 신탁한 후 수탁자가 소유권을 보유하고 투자자는 신탁의 수익자로서 수익에 관한 권리를 취득하는 형태이다. 「자본시장법」에서는 신탁업자의 수익증권 발행을 금전신탁

에만 허용하고 있는 데, 부동산 조각투자자의 경우 금융위원회의 혁신금융서비스(금융샌드박스) 지정을 통해서 한시적으로 사업이 가능하도록 허용하였다. 이때 법적으로는 투자자가 신탁법상 수익자 권리를 강행적으로 보호하며 수탁자에게는 선관주의 및 충실의무 등을 부과한다. 이 구조는 ① 채권적 청구권 취득구조의 투자자보다는 투자자산에 대한 권리가 강력하며 수탁자 감독권한 및 신탁운영 참가권 등 다양한 권리를 가질 수 있다. 다만 「자본시장법」의 개정을 통해서만 부동산 조각투자자의 운영이 근본적으로 해결할 수 있고, 비금전신탁의 사업을 이어나갈 수 있다는 문제가 있다.

〈표 2-2〉 조각투자상품별 구조 및 법적 권리 특징

구분	① 채권적 청구권 취득구조	② 소유권 지분 취득구조	③ 수익권 취득구조
대상	음원 저작권 등	미술품, 한우, 자동차, 와인, 명품 등	부동산, 미술품 등
증권유형	투자계약증권	투자계약증권	수익증권
기본구조	• 운영사(플랫폼)가 투자대상 자산을 선정 후 SPC 설립 • SPC가 자산 취득 및 소유권 보유 후 투자자가 SPC의 채권적 청구권 취득	• 투자자가 실물자산의 소유권 지분 직접 취득 및 공동소유 • 공유(민법상 공유) 또는 합유(조합을 통한 경우) 형태로 소유권이 분산 • 지분등록부 또는 블록체인 기술을 통한 소유권 관리	• 투자자산 신탁 후 수탁자가 소유권 보유 • 수익권을 소액으로 분할하여 투자자에게 판매 • 투자자는 신탁의 수익자로 수익권 취득 • 신탁구조, 펀드구조, SPC 등 활용하여 수익권 구조화
투자자 권리	• 투자비용에 따른 배당금 수령권 • 자산 매각 시 매각대금에 대한 청구권 • 계약에 따른 일부 의사결정 참여 및 정보 수령 가능	• 자산의 직접 소유권(지분비율) • 소유자로서 물권 행사 가능 • 소유물반환청구권, 소유물방해 제거 및 방해예방청구권 등 • 사업자 도산 시 환취권 행사	• 단순 채권자보다는 수익자는 강력한 권리 보유(수익채권) • 수탁자 감독권한, 신탁운영 참가권, 수탁자 해임권, 신탁위반행위관련 구제수단(원상회복, 손해배상 청구권) • 만기 시 원금 상환 청구권
법적 보호	• 자본시장법상 투자계약증권으로 인정 • 자본시장법에 따른 투자자 보호 규정 • 금융소비자보호법에 따른 설	• 조합 형태는 자본시장법상 증권에서 배제 • 소유권 공적 증명(등기, 공증)이 중요 요소 • 투자계약서 및 공유지분계약	• 사업자 도산위험에서 보호 • 신탁법상 수익자 보호 규정 • 자본시장법상 투자자 보호 • 수탁자의 충실의무, 선관주의 의무 등 엄격한 의무 부과

구분	① 채권적 청구권 취득구조	② 소유권 지분 취득구조	③ 수익권 취득구조
	명의무 이행 • 자산 관리 및 평가의 독립성 확보 장치 필요	서를 통한 권리 명시 • 증권형 토큰(STO) 발행 시 자본시장법 적용	• 수익자총회를 통한 의사결정 • 금융소비자보호법에 따른 보호 규정 적용
한계점	• 실물자산의 직접 소유권이 없이 채권적 권리만 보유하여 법적 지위 취약 • 단순 채권자로서 사업자 신용 위험에 직접 노출 • 2차 시장의 미발달로 투자 환금성 제약 우려 • 현행 전자증권법은 '투자계약 증권'을 적용대상으로 명시하지 않음	• 소유권 직접 취득구조는 증권성 인정 가능성 낮음 • 투자 보호를 위해 투자계약증권으로 적극 해석하여 규제 필요 • 다수의 공유자로 인한 의사결정의 복잡성 • 지분 양도 시 공유자의 동의가 필요할 수 있음 • 2차 시장의 미발달로 투자 환금성 제약 우려	• 자산 자체 소유권이 없어서 처분권한의 제한 발생 • 운용사 또는 신탁사의 역량에 의존 • 만기 전 중도 환매 시 불이익 발생 가능 • 부동산 등 비금전신탁은 샌드박스 우회적 서비스 중 • 운영자(플랫폼)은 투자중개업자로서 금융투자업 인가 필요 • 자본시장법 개정 필요

자료 : 이영경(2022) 등 내용을 토대로 수정 후 재편집

2. 전통적 투자상품의 비교⁵⁾

부동산의 간접투자방식의 다양한 상품 및 유형을 리츠(REITs), 부동산펀드, 부동산 P2P, 그리고 최근 등장한 조각투자(STO)를 중심으로 비교 분석하였다. 리츠(REITs)는 「부동산투자회사법」에 근거하며 주식시장의 상장을 통해서 상품의 유동성이 비교적 높다. 특히 임대수익 등 발생하는 이익의 90% 이상을 의무 배당해야 하고, 투자자는 주주로서 의결권을 가지는 특성이 있다. 이와 달리 부동산펀드는 「자본시장법」에 의한 간접투자상품이며, 주로 사모펀드로 폐쇄된 형태로 운영하므로 설정된 기간이 끝나기 전까지 유통이 제한적이다. 부동산 P2P는 「정보통신법」 등 일반법률에 의해 온라인 플랫폼을 통해서 부동산 관련 대출을 중개하는 방식이다. 부동산 조각투자(토큰증권)는 「자본시장법」의 개정안과 금융위원회의 “조각투자 가이드라인”에 법적인 근거를 두고 있고 플랫폼 안에서 일부 기초자산의 유형에 따라 토큰의 거래가 가능하므로 위 상품들과 비교 시 중간정도의 유동성을 지닌다. 다만 아직 법률적인 명확한 근거가 마련되어 있지 않고 규제 샌드박스를 통해 가이드라인으로 한시적인 기간(2년) 동

5) 각 상품별 가장 큰 차이를 주식시장과 비교한다면, 부동산 조각투자 상품은 개별 자산이 하나의 상품이므로 1개의 주식이라 볼 수 있고 리츠(REITs)는 여러 개의 부동산들을 모아 하나의 유형 또는 특성에 따라 분류하여 상장시킨 ETF 집단이라고 보면 된다. 부동산펀드의 경우 일정 기간동안 폐쇄적으로 운용되는 경우가 많은데 하나의 부동산일 수도 있고 여러 개 부동산에 대한 투자일 수도 있다.

안 가능하도록 허가가 이루어지고 있는 점에서 제도적 안정성에 대한 보완이 필요하다.

〈표 2-3〉 전통적인 부동산 간접투자상품과 조각투자상품의 비교

구분	리츠(REITs)	부동산펀드	부동산 P2P	조각투자(STO)
개념	다수의 투자자로부터 자금을 모아 부동산에 투자하고 운용수익을 배당하는 회사	자산운용사가 설정한 펀드를 통해 다수의 투자자(주로 기관투자자) 자금을 모아 부동산에 투자하는 간접투자 상품	온라인 P2P 플랫폼을 통해 부동산 개발, 매입, 임대 등에 필요한 자금을 대출해주는 상품	블록체인 기술을 활용해 부동산을 디지털 증권으로 토큰화하여 소액으로 투자할 수 있게 한 상품
법적근거	부동산투자회사법	자본시장법	정보통신법 등 일반법률	자본시장법(개정) 및 조각투자 가이드라인
유동성	높음 (상장리츠는 주식시장에서 실시간 거래)	낮음 (환매금지형 또는 장기 운용으로 제한적)	낮음 (만기까지 상환 불가 원칙)	중간 (플랫폼 내 토큰거래 가능성. 법상 제한적)
투자구조	• 상장 또는 비상장주식 • 수익 90% 이상 배당 의무	• 주로 사모펀드 중심 • 공모펀드는 설정 후 90 일 이내 수익증권상장	• 플랫폼을 통한 개인 간 직접 대출 • 주로 프로젝트 현금흐름 담보	• 블록체인 기반 토큰 발행
수익구조	임대 수익 + 자본 이득	임대 수익 + 자본 이득	대출 이자 수익	임대 수익 + 자본 이득
투자위험	• 시장 변동성 리스크 • 임대수익 감소	• PF 투자 사업은 실패 시 원금 소실	• PF 실패 시 원금 상환 불능 위험, 담보 부실 가능성	• 토큰 가치 평가 불확실성 • 규제 미비로 인한 법적 분쟁 가능성
투자대상	다양한 부동산 포트폴리오 (상업용 부동산, 리테일 시설 등)	다양한 부동산 포트폴리오 (오피스빌딩, PF 대출, 개발사업 등)	부동산 담보 대출 또는 PF 대출 (부동산 개발사업)	개별 부동산 자산 (부동산 외 미술품, 음원 등 실물 및 무형자산)
가치평가	• 회사 내 부동산 포트폴리오 자산 가치 및 주가 반영	• 개별 부동산 자산가치 및 수익성 평가	• 대출 대상 부동산의 담보가치 및 개발사업의 채무상환능력	• 기초 부동산의 시가, 수익성 검토 • 토큰 거래의 시장가
가치 변동성	실물 부동산의 가치 + 주식시장의 영향	실물 부동산의 가치 + 프로젝트의 성과(대출 및 임대)	실물 부동산의 가치 + 대출 위험 및 시세 변동성	실물 부동산의 가치 + 토큰시장의 수급 변동성
투자자권한	주주로서 의결권 보유	수익자로서 의결권 제한적	없음(채권자 지위)	제한적(매각 의결권)
투명성	상장사로서 공시 의무	정기보고서 공개	플랫폼별 정보 공개 상이	블록체인 기반

자료 : 저자 작성

위의 각 부동산상품의 기초자산에 대한 감정평가관련 법령 및 규정 내용을 살펴보았다. 우선 리츠(REITs)는 「부동산투자회사법(리츠법)」 제9조, 제19조, 제30조 및 동법 시행령 제8조, 제15조, 제16조, 제27조에서 부동산의 가치 및 감정평가 내용을 수록하고 있다. 특히 리츠(REITs)가 부동산을 취득 또는 양도할 때 2인 이상의 감정평가법인 등으로부터 감정평가를 받아야 한다. 취득가액 또는 처분가액은 특별한 사유가 있지 않은 한 감정평가액을 기준으로 하였다. 이렇게 감정평가의 결과는 자산가치 산정, 투자자에게 공시, 리츠의 운용전략을 수립하는 근거가 된다.

〈표 2-4〉 리츠(REITs)의 감정평가관련 법령 및 규정 요약

구분	법령 및 규정	조항	주요 내용
리츠	부동산투자회사법	제9조 6항	• 영업인가 시 감정평가법인등의 사업대상 부동산 감정평가 결과 제출 의무
		제19조 4항	• 현물출자 재산: 감정평가법인등 2인 이상이 평가한 금액 적용
		제30조 3항	• 상장리츠 부동산 매매 시 2인 이상 감정평가법인등의 감정평가액 기준 매매가격 산정 • 매도가격은 높은 금액 이상, 매수가격은 낮은 금액 이하로 설정
	부동산투자회사법 시행령	제8조 2항	• 투자대상 검토를 위한 감정평가 및 재무분석 포함
		제15조 1항 가목	• 부동산 자산가치 산정: 감정평가법인등이 산정하는 방법 적용 • 취득 후 1년 이내는 취득가액 기준 가능
		제16조 2항	• 현물출자 재산 평가: 수익환원법 적용 원칙
		제16조 3항	• 수익환원법 적용 불합리 시 감정평가준칙에 따라 평가
		제16조 4항	• 감정평가법인등은 해당 리츠의 감사인 선임 불가
		제16조 5항	• 감정평가법인등 선정 시 이사 전원 동의 필요
		제16조 6항	• 현물출자 재산에 한해 평가일로부터 1년 지날 때까지 현물출자가 이루어지지 않았을 경우 재평가 의무
		제27조 3항	• 부동산 자산가액: 취득가액 원칙, 취득 후 1년 경과 시 감정평가액 적용 가능

자료 : 법령 및 규정자료 토대로 저자 작성

부동산펀드에서 기초자산인 부동산의 감정평가는 투자자 보호 및 자산가치의 적정성을 검토하는 핵심 사항이다. 부동산펀드의 감정평가관련 법령 및 규정은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」, 금융위원회 고시의 「집합투자기구 자산평가 및 기준가격 산정에 관한 규정」, 금융투자협회의 「대체투자펀드 리스크관리 모범규준」에서 찾을 수 있다. 「자본시장법」 제94조에서는 특히 집합투자기구에서 부동산개발사업을 투자할 경우 사업계획서를 작성하여 감정평가법인으로부터 적정성 검토를 받고 공시하도록 하였다. 「간접투자자산 평가 및 기준가격 산정 등에 관한 규정」에서는 주기적 자산 평가 의무를 명시하였는데, 부동산 취득 후 1년 경과 후 2인 이상 감정평가업자가 산정한 가액으로 평가하도록 하였다. 또한 「대체투자펀드 리스크관리 모범규준」에서는 특히 해외자산 투자 시 법률실사, 세무·재무실사, 물리실사, 감정평가 등을 외부전문가로부터 받도록 규정함으로써 거래 상대방과 독립된 전문가를 선정하고 선정 과정을 문서화하는 등 이해상충 방지 및 객관성을 가지고자 하였다.

〈표 2-5〉 부동산펀드의 감정평가관련 법령 및 규정 요약

구분	법령 및 규정	조항	주요 내용
부동산펀드	자본시장법	제94조 3항	• 부동산 취득·처분 시 현황, 거래가격 등이 포함된 실사보고서 작성·비치 의무
		제94조 4항	• 부동산개발사업 투자 시 감정평가법인등으로부터 사업계획서 적정성 확인 및 공시 의무
	간접투자자산 평가 및 기준가격 산정 규정	제3조 16항	• 가격정보제공기관에 감정평가업자 포함
		제59조 1항	• 부동산 평가: 취득가격 원칙, 취득 후 1년 경과 시 2인 이상 감정평가업자 평가가액 적용
	대체투자펀드 리스크관리 모범규준	제5조의2	• 해외자산 투자 시 독립된 외부전문가로부터 감정평가 등 실사 의무 • 전문가 선정 정책·절차 문서화
		제9조 2항	• 실물 부동산은 감정평가업자의 평가가격 등 외부 전문가 평가 우선 고려
		제9조 4항	• 공정가치 평가 최소 연 1회 이상 주기적 실시, 평가 계획 문서화
		제9조 7항	• 부동산 PF 관련 자산은 매분기별 사업성 평가
		제9조 8항	• 공정가치평가는 운용부서와 독립적으로 실시

자료 : 법령 및 규정자료 토대로 저자 작성

부동산 P2P는 부동산 조각투자가 활성화되기 전 대체투자 수단으로 부상한 상품으로 투자자와 부동산 담보자금 수요자를 온라인 플랫폼을 통해서 연결하는 금융중개방식이다. 금융당국은 부동산 P2P 투자의 안정성과 투명성을 확보하기 위해서 「온라인투자연계금융업 및 이용자 보호에 관한 법률(온라인투자연계금융업법)」 및 관련 규정을 통해 담보물 감정평가에 관한 법적 내용을 규정하였다. 「온라인투자연계금융업법」에서는 온라인투자연계금융업자가 투자자에게 담보가치, 담보가치의 평가방식 등에 대한 사항을 정리하였으며 동법 제22조제4항에서 해당 상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 누락하거나 거짓 또는 왜곡된 정보를 제공하는 것을 금지하였다. 담보물의 평가와 관련해서는 온라인투자연계금융업 감독규정 시행세칙 제11조에서는 부동산 상품의 유형에 따라 추가적인 정보 제공 요구사항을 명시하고 있다. 특히 부동산 개발사업(PF) 연계대출 및 투자상품의 경우 사업대상 부동산의 가치평가 등 사업성 평가자료와 담보설정 내용 및 담보물에 대한 감정평가서 등 담보물의 가치평가에 대한 객관적 자료를 제공하도록 규정 중이다. 또한 이러한 내용들에 대해서 감정평가사 등의 전문가 확인이 필요함을 명시하였다.

〈표 2-6〉 부동산 P2P의 감정평가관련 법령 및 규정 요약

구분	법령 및 규정	조항	주요 내용
부동산 P2P	온라인투자연계금융업법	제22조 1항	• 담보 존재 시 담보가치, 평가방법, 담보설정 방법 등 정보 제공 의무
		제22조 4항	• 투자판단에 중대한 영향을 미치는 사항 누락, 거짓·왜곡 정보 제공 금지
	온라인투자연계금융업 감독규정 시행세칙	제11조 1항 가목	• 부동산 PF 연계상품: 프로젝트 완료시 부동산 가치평가 등 사업성 평가 자료 제공
		제11조 1항 나목	• 부동산 PF 연계상품: 담보물 감정평가서 등 가치평가 객관적 자료, 담보처분계획 제공
		제11조 1항 자목	• 부동산 PF 연계상품: 회계사·변호사·감정평가사 등 전문가 확인사항 제공
		제11조 2항 가목	• 부동산 담보 연계상품: 담보물 감정평가서 등 가치평가 객관적 증빙 제공
		제11조 3항 가목	• 기타 담보 연계상품: 담보물 감정평가서 등 가치평가 객관적 자료 제공

자료 : 법령 및 규정자료 토대로 저자 작성

이에 반해 부동산 조각투자상품(토큰증권)의 기초자산에 대한 가치 및 평가에 관한 규정은 명확하게 규율되지 않았다. 다만 현 샌드박스 제도 체제 하에서 금융위 가이드라인 중 “신탁업 혁신방안”에서 부동산 신탁자산에 대한 가치 및 평가에 관한 내용을 일부 수록하고 있다.



1. 국내 부동산 조각투자 생태계⁶⁾

1) 국내 시장 규모 및 참여 주체

한국은행과 통계청이 발표한 ‘2024년 국민대차대조표(잠정)’에 따르면 지난해 말 기준 국민순자산 중 부동산 자산(토지+건물 시가총액)은 1경 7,165조원에 달하였고 이 중 주택 시가총액은 7,158조원이었다(한국은행·통계청, 2025.07.07.).

같은 해 2024년 상업용 부동산(오피스, 리테일, 호텔 등)의 시장 거래 규모는 약 22조원이며(CBRE 코리아, 2025), 이는 2015년 이후 최대치이다. 2017년 이후 매년 증가하던 상업용 부동산의 거래 규모는 전 세계적인 팬데믹(Covid-19) 이후 통화량의 증가, 저금리 기조 정책으로 2021년 21조원으로 최대치를 경신한 이후 부동산 PF 부실 및 건설사 연쇄 부도 위험 가능성이 증가하면서 감소하였다.

2020년 12월 카사코리아의 역삼 런던빌 공모를 시작으로 국내 부동산 조각투자 시장이 개화되었다. 2024년 10월 기준으로, 총 22건의 부동산 조각투자 공모가 완료되었으며, 누적 공모금액 1,000억원을 돌파하였다. 또한 한 건당 평균 공모금액은 약 50억원 수준이다. 즉 토크화 대상은 주로 200억원 이하의 중소형 부동산이 중심을 이루고 있다.

금융당국으로부터 규제 샌드박스를 통해 혁신금융서비스로 지정받은 주요 부동산 조각투자 플랫폼은 카사코리아, 루센트블록, 펀블, 비브릭 등이며, 이들이 시장 선점을 위한 경쟁을 벌이고 있다. 카사코리아는 국내 최초 부동산 토크증권을 발행한 이후 공모 완료 건수는 8건이며 역삼 런던빌, 역삼 한국기술센터, TE물류센터 등 총 3건을 매각 완료하였다. 2024년 4월 부동산 선매입 방식의 승인을 획득하였다. 루센트블록은 가장 많은 10건의 부동산 토크증권 공모에 성공하였다. 30억원 미만 소형 부동산 중심을 조각투자 상품화하였다. 이 회사의 특징은 해당 상품의 투자자들에게 소유주데이 개최 등

6) 각 가이드라인, 시행령 개정안, 법 개정 발의안에 관한 자세한 내용은 부록을 참조하기 바란다.

비금전적 혜택을 제공하였다는 데 있다. 편블은 3건을 공모하고 1건을 매각 완료하였고 추가적으로 또 다른 1건에 대해서 매각 및 처분 계약을 8월 4일 기준으로 체결하였다. 이 회사는 또한 2024년 5월 공모가 미달된 후 소형 부동산을 대상으로 한 상품으로 전략을 수정하였다. 또한 미국 리알토 마켓츠(Rialto Markets)와 MOU를 체결하여 글로벌 진출을 모색하였다. 비브릭은 2022년 B.SQUARE 타워 1건 완판하였고 신한은행과 파트너십을 체결하였다.

2024년 말 기준 국내 부동산 조각투자 시장의 누적 현황을 살펴보면, 총 29개 상품이 발행되어 약 936억원의 누적 발행금액을 기록하였다. 이는 2020년 12월 첫 상품 출시 이후 약 4년간 꾸준한 성장세를 보인 것이다. 개별 상품의 평균 규모는 33.1억원으로, 일반 개인투자자도 접근 가능한 중소형 부동산 중심의 시장 구조를 형성하고 있다. 특히 주목할 점은 총 29개 발행 상품 중 5개 상품이 조기 매각을 통해 투자 회수를 완료했다는 것이다. 이는 전체 상품의 17.2%에 해당하는 비율로, 평균 보유기간이 20년 내외로 설정된 점을 고려할 때 상당히 높은 조기 회수율을 보이고 있다. 설정 후 2-3년 내 높은 매각 비율이 바로 다른 유사 부동산 투자상품과의 차별성이다. 매각 완료된 상품들의 연환산 수익률은 2.42%~10.76% 범위로 나타나, 시장 여건과 자산 특성에 따른 편차를 보였다.

연도별 발행 추이를 살펴보면, 2020년 1개 상품으로 시작된 시장은 2021년 3개, 2022년 8개, 2023년 12개, 2024년 5개 상품이 발행되면서 2023년까지 꾸준한 성장세를 보였다. 그러나 2024년 발행량이 전년 대비 감소한 것은 부동산 시장 조정과 금리 상승 등 대외 여건 변화의 영향으로 분석된다.⁷⁾ 발행금액 기준으로는 2022년 158억원, 2023년 402억원, 2024년 276억원을 기록하여 2023년을 정점으로 일시적인 조정 국면을 보인다. 이는 부동산 시장의 불확실성 증대와 투자자들의 관망세가 반영된 결과로, 향후 시장 안정화와 제도적 기반 강화가 국내 부동산 조각투자 상품시장의 지속적인 성장의 관건이 될 것으로 예상된다.

7) 국민일보(2024.06.10.)의 기사 내용을 보면 조각투자 플랫폼 중 하나인 편블이 1년 6개월에 내놓은 공모 건물이 2024년 5월 청약률 약 85%에 그치며 그동안 20건가량 공모를 진행한 부동산 조각투자업계의 첫 청약 미달 사례가 되었다.

〈표 3-1〉 부동산 조각투자 플랫폼별 특징 비교

구분	카사(KASA)	비브릭(BBric)	소유(루센트블록)	펀블(FUNBLE)
운영기업	카사코리아	세종텔레콤 컨소시엄	루센트블록	펀블주식회사
혁신금융사업자 지정	2019.12.18.(금융위)	부산 블록체인특구(중기부)	2021.04.14(금융위)	2021.05.26(금융위)
1호 상품 출시년도	2020.11.25.	2022.04.25.	2022.06.09.	2022.08.16.
투자유치단계	Series B, 대신증권 인수	Seed(관계사)	Series A	Series A
모회사	대신파이낸셜그룹(2023)	-	-	-
상품 지역	전국	부산 특화	전국	전국
상품분류	유동화증권(ABS)	신탁형 부동산펀드(REF)	유동화증권(ABS)	유동화증권(ABS)
발행상품	12개	2개	11개	4개
총 발행총액	약 530억원	약 218억원	약 170억원	약 18억원
평균 발행총액	약 44.2억원	약 109억원	약 15.5억원	약 4.5억원
주요 투자대상	오피스, 물류센터, 호텔	상업용 부동산	F&B, 숙박, 문화예술, 오피스	레지던스 등
협력 증권사	키움증권, 미래에셋증권, 대신증권(인수)	키움증권	하나증권, 한국투자증권	SK증권
유동성위험	거래량이 주식시장 대비 적어 매도 시 어려움			
환금성 제약	매각 조건 충족 시에만 자산 처분 가능			

자료 : 각 사 홈페이지 내용을 토대로 저자 작성

2) 상품 특성 및 투자 성과⁸⁾

다음 표들은 부동산 조각투자 플랫폼에서 발행한 상품별 기초자산 특징, 상품의 발행 및 수익률 등을

8) 보다 자세한 상품별 사례 비교는 <부록표>를 참조하기 바란다.

정리한 것이다. 상품의 특징을 비교하면 기초자산인 부동산의 전체 규모가 상품 1개당 최소 3.8억원에서 최대 170억원까지 다양한 금액 크기의 부동산을 투자하고 있었다.

조각투자의 기초자산인 개별 부동산의 규모는 10-30억원 범위(14개)가 발행 상품의 48.3%를 차지하였고, 10억원 미만인 경우(7개, 24.1%)를 포함하면 전체 상품의 약 70%가 30억원 미만이었다. 상품의 평균 금액으로 보면 1개 상품당 평균 33.1억원 규모의 부동산에 투자한다고 볼 수 있으며, 이는 자금 규모가 큰 개인이 접근 가능한 금액대로 볼 수 있다.

〈표 3-2〉 조각투자 토큰증권 상품별 발행총액 규모 분포

구분	세부 항목	개수	비율	특징
발행총액 규모별	10억원 미만	7개	24.1%	대표 : 대전 하나스타트업파크(9.95억)
	10-30억원	14개	48.3%	대표 : 성수 코오롱타워1호(17.6억)
	30-50억원	4개	13.8%	대표 : 서초 지웰타워(40억)
	50억원 초과	4개	13.8%	대표 : B.SQUARE 타워(170억)

자료 : 각 사의 개별 상품별 공시자료를 토대로 저자 작성

상품별 기초자산인 부동산의 유형은 오피스, 상업시설, 숙박시설, 물류센터 등으로 다양하였다. 이중 업무시설(37.9%)이 가장 높은 비중을 차지하였으며 근린생활시설(27.6%), 숙박시설(17.2%)순으로 나타났다. 기초자산이 업무시설인 상품의 경우, 공실 및 임대료 연체 등의 문제 발생 위험을 줄이기 위해서 안정적인 임대수요가 밀집되어 있는 교통 요충지 및 업무지구(에 위치한 건물로 설정하였고, 우량한 임차인과 장기 임대차계약을 하는 경우가 많았다. 또한 일부 상품의 경우 세일앤리스백(Sale and Leaseback) 형태로 계약⁹⁾을 진행하여 시장보다 유리한 계약을 하거나 기존의 소유자가 임차인이 되어 안정적인 임대수익을 얻을 수 있었다.

9) 주로 기업이 소유하고 있던 자산을 외부에 매각한 뒤, 동일한 자산을 장기 임차로 계약하여 사용하는 거래 구조 형태이다. 이 경우 자산에 묶여있었던 대규모 현금을 유동화할 수 있으면서 해당 공간 또는 자산을 활용하여 기존과 동일하게 사업을 운영할 수 있다는 장점이 있다.

〈표 3-3〉 조각투자 토큰증권 상품별 기초자산의 용도 특징

구분	세부 항목	개수	비율	특징
용도별	업무시설(오피스)	11개	37.9%	· 입지 특성 : 강남, 여의도 등 서울의 주요 업무지구 · 임대 구조 : 장기임대(3-8년) 및 안정적 임대료 추구 · 대표 사례 : 압구정 커머스빌딩(167억), 역삼 런던빌(101.8억) 등
	근생시설(매장용)	8개	27.6%	· 업종 특성 : 음식점, 상가 등 · 임대 구조 : 매출연동 임대료 상품 일부 포함 · 대표 사례 : 이태원 베리베리베리머치(68억), 안국 다운타운(53억) 등
	숙박시설	5개	17.2%	· 입지 특성 : 관광지, 도심 접근성이 우수한 지역 · 운영 방식 : 위탁 운영, 매출 배분 형태 · 대표 사례 : 수원행궁 뉴스뮤지엄(28.9억), 해운대 엘시티(28.5억)
	물류시설	2개	6.9%	· 대표 사례 : 천안 물류센터(120억원)
	기타	3개	10.3%	· 대표 사례 : 지식산업센터 1개 호실, 상업용 오피스텔 1개 호실 등

자료 : 저자 작성

지역별로는 수도권 중심(24개)의 부동산을 기초자산으로 발행하는 경우가 81% 이상으로 대부분을 차지하였다. 특히 수도권 중 서울(70.9%)에 위치한 부동산을 활용하여 조각투자 상품을 발행하였는데, 서울 내에서도 구로구(4개), 강남구(3개), 영등포구(2개) 및 종로구(2개) 순으로 나타나 직장인들이 많은 업무지구에서 위치한 부동산을 중심으로 기초자산이 설정된 것을 알 수 있다.

〈표 3-4〉 조각투자 토큰증권 상품별 기초자산의 지역별 분포

구분	세부 항목	개수	비율	특징
지역별	서울	22개	70.9%	· 강남권(6개) : 평균 발행총액 82.8억원, 프리미엄 입지 및 설정금액이 큰 상품에 집중 · 여의도/영등포(4개) : 평균 발행총액 24.6억원, 업무지구로 안정적 임대 상품 · 종로/중구(4개) : 평균 발행총액 41.2억원, 5대 궁궐 등 역사문화지구에서 위치하여 관광 수요에 맞는 상품 개발 · 구로/신도림(5개) : 평균 발행총액 15.8억원, 교통 요충지 및 소형 오피스 중심의 상품
	부산	3개	10.3%	· 동구, 사하구, 해운대구 : 평균 발행총액 85.4억원, 설정금액이 큰 상품, 관광과 업무의 복합
	경기	2개	6.9%	· 수원시, 고양시 : 관광 특화 상품 또는 지식산업센터
	대전	2개	6.9%	· 유성구 : 평균 발행총액 9.5억원으로 소형 상품 및 창업 주거
	전북	1개	3.4%	· 전주 : 관광 특화 상품
	충남	1개	3.4%	· 천안 : 물류 특화 상품

자료 : 저자 작성

상품별 배당주기 및 배당수익률을 살펴보았다. 배당수익률은 특별한 사유로 일부 상품의 경우 1기 배당일이 정해진 배당주기보다 짧은 기간에 해당할 경우, 정기 배당 기준과의 비교를 위해 2기 배당 정보를 기준으로 조사하였다. 별도 사유가 없는 한, 1기 배당과 최초 공모가격을 비교하여, 이를 기준으로 연환산 수익률을 산출하였다. 먼저 배당주기는 월배당, 분기배당, 반기배당 상품들로 구분하였으며 이는 발행회사, 즉 조각투자 상품 플랫폼의 운영방식에 따른 것이다.¹⁰⁾ 배당주기별로는 분기배당(12개)이 가장 많았으며, 월배당(7개), 반기배당(2개) 순이었다. 이는 국내 증권거래소에 상장된 일반 주식 또는 리츠(REITs)의 배당주기가 연 1회인 점과 비교하면, 상대적으로 짧은 주기의 배당으로 상품의 차별성을 보여준다.

서울과 그 외 지역을 구분하여 배당수익률을 살펴보았다. 서울 외 지역(4.59%)의 상품들이 서울(4.01%)보다 평균 0.58% 높은 배당수익률을 보였다. 상품별 배당성향은 서울 외 지역(표준편차 1.48%)이 서울(1.32%) 기반의 상품보다 다소 높은 변동성을 보였다. 이렇게 지역별 배당수익률의 차이가 나타나는 이유는 서울을 기반으로 한 상품의 배당수익률은 자산가치가 높아서 그 외 지역보다 낮지만 입지에서의 우위 및 추가적인 자본이득 가능성이 더 높기 때문으로 보인다.

〈표 3-5〉 조각투자 토큰증권 상품별 배당수익률 비교

구분	세부 항목	개수	평균 배당률(연환산)	특징
주기별	월배당	7개	4.98%	높은 배당률, 안정적인 현금흐름
	분기배당	12개	3.25%	중간 수준의 배당 빈도, 관리의 효율성
	반기배당	2개	3.75%	대형 부동산 중심
지역별	서울	22개	4.01%(2.28~6.06%)	넓은 배당률 스펙트럼, 서울 내 권역별 차이 존재
	서울 외	7개	4.59%(2.45~6.77%)	서울보다 다소 높은 배당률 범위
용도별	업무시설	11개	3.68%(2.41~6.06%)	장기계약 기반으로 배당의 안정성 높음
	근린생활시설	8개	4.12%(2.28~6.77%)	영업성과에 의존한 임대료 변동 계약 추세
	숙박시설	5개	4.54%(3.34~5.73%)	관광수요 등에 따라 계절적 추이 변동 존재

자료 : 저자 작성

10) 일종의 회사별 마케팅 전략과도 연계되며 해당 회사에 근무 중인 전문가들을 인터뷰한 결과 부동산을 소유한 임대인의 느낌을 주기 위해 임대료 느낌을 주거나, 일반적인 국내 주식의 배당주기(연 1회)보다는 자주 배당금을 주는 형태 등의 의견을 제시하였다.

기초자산의 유형별, 즉 건물용도별 배당수익률 차이를 살펴보았다. 배당수익률 순위를 보면 지식산업센터(6.77%) > 숙박시설(4.54%) > 근린생활시설(4.12%) > 물류시설(4.02%) > 업무시설(3.68%) 순으로 나타났다. 임대수익이 높을 것이라는 예상과 달리 업무시설의 배당수익률이 낮게 나타났는데, 이는 서울의 강남, 여의도 등 중심업무지구에 위치한 건물의 매입가격이 높고 자산의 안정성이 뛰어나 시장 내 리스크 프리미엄이 상대적으로 낮게 형성되어 있기 때문으로 보인다. 또한 우량 임차인과의 장기 임대계약을 일반적인 구조로 구성하여, 임대수익을 기반으로 한 배당수익률이 타 유형에 비해 낮은 수준을 보였다. 다만, 일부 상품의 매각 사례에서는 자본이득 가능성이 높게 나타나 배당수익률과 자본차익을 합한 총수익률 측면에서는 다른 유형 대비 경쟁력이 있는 것으로 보인다.¹¹⁾ 근린생활시설은 다양한 업종이 입점한 복합형 자산으로, 수익성 편차가 크게 나타났고 일부 상품은 임차인의 영업성과에 따라 임대료가 변동하는 매출연동형 임대계약 구조를 채택하였다. 이에 따라 배당수익률의 최고·최저 간 편차가 크게 나타났으며 평균 배당수익률은 상대적으로 중간 수준에 머물렀다. 숙박시설은 전체 유형 중 두 번째로 높은 배당수익률을 기록하였다. 관광지 중심의 입지 특성과, 위탁운영을 통한 매출 배분 구조가 높은 배당수익률을 가능하게 한 주된 요인으로 판단된다. 또한 가장 높은 배당수익률을 보인 자산 유형은 지식산업센터이다. 이는 지식산업센터의 개별 호실이 소형 상품으로 구성되어 있어 매입 단가가 낮고, 서울 배후 신도시에 위치해 상대적으로 저렴한 가격에 매입이 가능했기 때문으로 보인다.

조각투자 토큰증권 상품별 감정평가액과 공모 발행 총액을 비교하였다. 감정평가액은 상품 발행 이전에 기초자산에 대해 산정된 감정평가가격을 의미한다. 감정평가액이 공모 발행 총액보다 큰 경우, 해당 상품은 ‘할인 발행’으로 간주되며, 할인율에 해당하는 평가 차익을 투자자가 확보할 수 있다는 점에서 투자자에게 유리한 구조로 해석된다. 현재까지 발행 완료한 조각투자 토큰증권 상품별 할인 공모 및 프리미엄 공모의 비중은 할인 공모 55%, 프리미엄 공모 45%이다. 반면, 공모 발행 총액이 감정평가액을 초과한 상품들은 서울 강남, 여의도 등 희소성이 높은 프리미엄 입지에 위치하거나, 향후 자산가치 상승 가능성이 높은 물건들로 구성되어 있었다.

11) 업무시설 중 매각이 완료된 역삼 한국기술센터의 경우 초기 배당률 3.37%, 매각수익률 10.06%이었고, 역삼 런던빌은 초기 배당률 3.01%, 매각수익률 10.76%로 나타났다.

〈표 3-6〉 조각투자 토큰증권 상품별 감정평가액과 공모발행총액 비교

구분	할인 공모	프리미엄 공모	평균 할인율	할인율 - 프리미엄 최대 범위
루센트블록	7	4	(-)11.3%	(-)18.5% - (+)14.2%
카사코리아	6	6	(-)4.8%	(-)18.5% - (+)14.2%
비브릭	1	1	(-)4.1%	(-)8.46% - (+)4.6%
편블	2	2	(-)2.1%	(-)7.6% - (+)3.75%

주1 : 공모하기 전 실시한 기초자산의 감정평가액과 공모발행총액과 비교한 비율로 할인 공모는 "감정평가액 > 공모발행총액"을 의미하고 프리미엄 공모는 "감정평가액 < 공모발행총액"을 의미

주2 : 평균 할인율은 할인 발행 상품들의 평균 할인 정도를 의미

자료 : 저자 작성

업계 전문가들은 해당 조각투자 상품들이 대부분 샌드박스 제도 하에서 부동산시장 호황기(매도자 우위 시장)에 출시되었기 때문에, 대출 없이 공모금액만으로 자산을 매입해야 하는 구조상 거래 협상에서 불리할 수밖에 없었다는 점을 지적하였다. 이로 인해 일부 상품은 감정이 대비 높은 가격에 공모된 '프리미엄 발행' 형태로 진행되었으나, 이 중 일부는 예정된 보유 기간보다 조기에 매도·청산되면서 투자자의 기대 수익률을 일정 수준 보전하였다.

〈표 3-7〉 조각투자 토큰증권 매각 완료 상품의 총수익률

상품명	초기 배당수익률	매각수익률
역삼 한국기술센터	3.37%	10.06%
역삼 런던빌	3.01%	10.76%
롯데월드타워 시그니엘 1호	3.46%	5.56%
압구정 커머스빌딩	2.64%	2.50%
TE물류센터	4.02%	2.42%
더코노서 여의도 1호	5.73%	5.26%

주1 : 초기 배당수익률은 1기 기준(1기의 기간이 정기보다 짧을 경우 2기) 연환산 배당수익률

주2 : 매각수익률은 매각배당금과 최초 공모가격에 대한 세전 이익률

자료 : 저자 작성

부동산 조각투자 상품의 특징 중 하나는, 유사한 구조를 가진 국내 리츠(REITs)가 재평가에 대한 명확한 주기 규정을 두지 않는 것과 달리, 개별 상품 투자설명서에 재평가 관련 조항을 명시하고 있다는 점이다.¹²⁾ 현재까지 발행된 총 29개 부동산 조각투자 상품 중, 실제로 재평가가 이루어진 상품은 총 6개였다. 이 중 일부 상품을 제외하면 대부분 2년 주기로 재평가가 이루어졌으며, 일부는 3년 주기를 적용하였다.

발행 전 초기 감정평가는 일반적으로 2개 감정평가법인이 공동 수행하였으나, 일부 발행사는 물리적 실사, 법적 실사, 감정평가를 구분하여 부동산펀드 구조에 준해 평가를 진행했고 이 경우 1개 감정평가법인을 통해 평가가 이루어졌다. 재평가의 경우, 특정 발행사는 2개 감정평가법인을 통해 정기적인 감정평가를 실시하였으며, 일부 업체는 상품별로 복수 평가 또는 단수 평가를 병행 적용하는 등 운용 방식에 차이를 보였다.

〈표 3-8〉 조각투자 토큰증권 재평가 실시 상품 개요

상품명	발행 전 감정가액	재평가액	재평가 주기	가격 상승률	특징
B.SQUARE 타워	387억원	435억원	3년	(+) 12.4%	부산 대형건물 단수평가
서초 지웰타워	39.1억원	46.3억원	2년(1,2차)	(+) 18.5%	서울 강남권 2차 재평가
부티크호텔	21.3억원	24.2억원	2년	(+) 13.5%	도심 숙박시설
여의도 익스콘벤처타워	16.4억원	17.2억원	2년	(+) 5.1%	업무지구
대전 창업스페이스	9.1억원	9.5억원	2년	(+) 4.6%	대전 소형건물
안국 다운타운	49.1억원	48.6억원	2년	(-) 1.0%	목조 노후화

자료 : 저자 작성

12) 개별 상품 투자설명서별로 해당 내용을 수록하고 있고 운용보고서에서도 그 내용을 주석으로 명시하고 있다. 롯데월드타워 시그니엘 1호 제1기 운용보고서에서는 "※ 신탁부동산에 대한 감정평가는 2년 주기로 진행 계획이며, 평가결과는 투자자에게 제공될 예정입니다."라고 명시하였다. 역삼 한국기술센터 상품 투자설명서에서는 "제2부 II. 3. 추후 부동산 물건 가치의 평가"에서 "회사는 2년 주기로 감정평가법인에 신탁부동산에 대한 감정평가 의뢰를 진행할 예정이며, 결과는 투자자에게 제공할 예정입니다."를 명시하였다. 또한 이를 공시할 의무에 대한 조항도 있는 데 "제4부 I. 3. 나. 수시공시"에서 "(15) 신탁재산을 사용하여 신탁대상 부동산의 재평가가 이뤄진 경우"에서 재평가관련 공시 의무를 명시하였다. 이와 함께 감정평가액 변동 시 처분 절차에 대해서도 부동산관리 처분신탁계약서 제10조에서 "수탁자가 선정한 2개 이상의 감정평가 전문기관의 신탁부동산에 관한 감정평가액의 산술평균액이 수익증권 발행 시의 신탁부동산의 감정평가액 대비 상하 10% 이상 변경된 경우" 수탁자와 플랫폼 운용수익자가 신탁부동산의 처분에 관한 의사결정 절차를 개시할 수 있도록 하였다.

2. 제도적 기반의 구축

1) 규제 샌드박스에서 제도화 과정

(1) 개요

조각투자 상품의 시장 출시로 인해 금융위원회에서는 관련 규제 가이드라인을 크게 3번에 걸쳐서 발표하였다. 2022년 4월 '조각투자 신종증권 사업관련 가이드라인', 2022년 10월 '신탁업 혁신방안', 2023년 12월 '신탁수익증권 발행을 위한 기초요건 등 가이드라인'이 대표적이다. 각 가이드라인에서는 조각투자 상품의 증권성 판단, 부동산 등 실물자산을 기반으로 유동화한 조각투자 상품과 관련한 신탁 활용에 대한 요건에 중점을 두었다.

〈표 3-9〉 금융위 주요 가이드라인 비교

구분	조각투자 신종증권 사업 관련 가이드라인	신탁업 혁신방안	신탁수익증권 발행을 위한 기초요건 등 가이드라인
발표일	2022.04.28.	2022.10.13.	2023.12.13.
증권성판단	- 포괄적 증권성 판단 '투자계약증권' 가능성 중점 검토	실물자산 유동화를 위한 신탁 활용방안 및 제도 기반 마련	증권성 판단보다 기초자산 요건에 중점
기본 원칙	- 증권에 해당할 경우 → 자본시장법 준수 - 예외적으로 금융규제 샌드박스 활용	신탁업 제도 정비 및 비금전신탁 활성화를 통한 자산 유동화 기반 마련	'보충성의 원칙' → 기존의 투자기구 우선 활용, 안될 경우만 신탁수익증권 발행
가치평가	특정 언급 없음	신탁자산의 적절한 가치평가 체계 구축	객관적 가치 측정 + 평가가 가능해야 함
자산구성	특정 언급 없음	다양한 실물자산의 신탁 허용 검토	복수 자산 x, 단일 자산 ○
규제특례	- 차별성, 혁신성 요건 필요 - 규제특례(2년이내) 적용 및 심사 후 연장 가능	- 차별성, 혁신성 요건 필요 - 신탁업 규제 개선 및 샌드박스 활용 촉진	차별성, 혁신성 요건 필요
기타사항	- 금융당국의 의견 제시로 법원 기속력 없음 - 시장 상황에 따라 수정·보완 가능	자본시장법 개정을 통한 비금전신탁 수익증권 발행 근거 마련 및 개선	- 혁신위의 중점 심사기준으로 활용 - 시장 상황에 따라 수정·보완 가능

자료 : 금융위 보도자료 내용을 토대로 저자 작성

(2) 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인(2022.04.28.)

가. 도입배경

조각투자는 실물자산 등을 분할하여 투자 또는 거래하는 신종 투자방식으로 대부분의 투자자들이 해당 자산 소유권의 일부를 보유하고 있다고 생각하나, 실제로는 자산의 수익에 대한 청구권 형태인 경우가 대부분이다. 이로 인해서 투자자의 법률적 지위가 불명확하였고 조각투자 상품에 따라서 증권성 성격을 띤 상품이 있음에도 해당 사업자가 「자본시장법」상의 증권 발행 및 유통과 관련한 규제를 준수하지 않을 가능성이 높았다. 이러한 점에서 금융위원회가 해당 사업들에 대한 법규 적용관련 가능성, 투자자의 보호 토대를 마련하고자 “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인(약칭: 조각투자 가이드라인)”을 도입하였다.

나. 주요내용

금융위원회는 “조각투자 가이드라인”을 통해서 현재 조각투자 상품에 대해 ① 증권성 판단 기준, ② 조각투자 증권 처리원칙, ③ 금융규제 샌드박스 활용방안, ④ 발행시장과 유통시장 분리원칙에 대해서 정리·발표하였다. 가이드라인에서는 조각투자의 증권성 판단에 대해서 방법, 형식, 기술에 관계없이 권리의 실질적인 내용 기준으로 판단을 하도록 하였다. 이 중 사업자의 역할이 수익 배분이나 손실 회피에 중요한 경우, 유통시장의 성패가 수익에 큰 영향을 미치는 경우, 사업자의 노력 및 능력을 통한 가격 상승 기대가 합리적인 경우에 투자계약증권에 해당 가능성이 높다고 보았다.

또한 가이드라인에서는 조각투자 상품이 「자본시장법」 및 관련 법령을 준수할 의무가 있으며 제공 서비스에 따라서 투자중개업, 집합투자업, 거래소관련 규제 적용 여부의 확인이 필요하다고 보았다. 조각투자 상품을 판매하는 사업자들의 경우 혁신성 및 필요성이 특별히 인정되고 투자자 보호체계와 발행·유통시장 분리를 갖춘 경우에 한해 금융규제 샌드박스를 통해 한시적으로 규제특례를 적용받을 수 있으며, 이에 설명자료, 광고 기준 및 절차를 마련하는 등의 투자자 보호체계 구축의 필요성을 가이드라인에 명시하였다. 특히 동일한 사업자가 상품의 발행과 유통을 분리하는 것을 원칙으로 하여 조각투자 상품의 적절한 유통시장이 형성되면 이를 엄격히 적용할 것으로 보인다. 이와 함께 자본시장법규의 개정을 통해서 현 가이드라인 및 샌드박스의 운영 결과를 반영하여 제도화하도록 기반을 마련하고자 하였다.

(3) 신탁업 혁신방안(2022.10.13)

가. 도입배경

금융당국이 2022년 10월 발표한 “신탁업 혁신방안(종합재산관리 및 자금조달기능 강화를 위한 신탁업 혁신방안)”은 금융선진국을 중심으로 신탁이 가계 재산의 종합관리 및 기업의 자산유동화 수단으로 활용되고 있는 데 반해 국내 신탁시장은 그렇지 못하고 금전신탁(50%)과 부동산신탁(35%)에 편중되어 있다. 이는 최근 조각투자 관련 서비스가 부상하면서 비금전재산 신탁의 수익증권 발행 수요가 증가했지만 현행 제도상에서는 이를 뒷받침할 수 없어서 금융규제 샌드박스를 통해서 한시적으로 규제를 풀고 있는 것이 현실이다. 또한 채무 및 담보에 관한 권리 등 신탁이 가능한 재산이 한정적이며 신탁업자와 비금융 전문기관 간의 업무 위탁도 제약이 많아 다양한 서비스 제공이 어렵다는 것도 본 방안을 도입하게 된 이유 중 하나이다.

나. 주요내용

신탁업 혁신방안은 먼저 비금전신탁을 활성화하기 위해 신탁가능재산의 범위를 확대하고 다양한 실물자산과 권리의 신탁을 허용하고자 하였다. 「자본시장법」 개정을 통해서 비금전신탁 수익증권 발행의 법적 근거를 마련하고, 객관적이고 투명한 신탁재산 가치평가 체계 구축이 필요하다고 제시하였다. 본 방안에서 우선 투자자 보호 측면에서는 신탁재산 운용 및 관리에 관한 정보 제공을 강화하고, 신탁수익권 전자등록제도 활성화를 통한 권리관계가 명확해야 한다고 제안하였다. 수탁자의 책임을 강화하고 이해상충을 방지하는 장치를 마련하는 한편, 자산보유자(위탁자)의 신탁수익권의 일부를 의무 보유하도록 하여 이해관계를 일치하는 방안도 포함하였다. 또한 신탁업 진입규제 합리화를 위해 전문 신탁업자의 진입요건을 정비하고 특화된 신탁사 설립을 활성화하는 방안을 제시하였으며, 신탁업 인가 체계 개선을 통한 시장 경쟁 촉진도 도모하였다.

제도적 기반 구축 측면에서는 신탁재산 유동화 활성화를 위한 법적 기반 마련과 함께 신탁수익증권 거래시장의 활성화 방안, 디지털 신탁서비스 발전을 위한 규제 개선 방안을 제시하였다. 조각투자 지원 관련으로는 실물자산 조각투자를 위한 신탁수익증권의 발행 및 유통 체계 구축, 금융규제 샌드박스를 통한 혁신적 비즈니스 모델 실험 지원, 투자자 보호와 자산 안정성을 고려한 조각투자 가이드라인 정비

방안을 제안하였다.

(4) 신탁수익증권의 기초자산 요건 등에 대한 가이드라인(2023.12.13)

가. 도입배경

금융당국이 「금융혁신지원 특별법(약칭: 금융혁신법)」에 의해 조각투자 상품 서비스에 대해서 규제 특례로 신탁수익증권을 발행하고자 하는 경우, 기초자산인 신탁재산에 대한 요건을 담은 가이드라인이 필요하다고 보아 발표하였다. 특히 비금전신탁인 부동산을 자산으로 하는 조각투자 상품은 신탁을 통해 수익권을 증권화하여 투자자에게 판매하는 구조이므로 이에 대한 가이드라인이 필요하였다.

나. 주요내용

금융위원회는 “신탁수익증권의 기초자산 요건 등에 대한 가이드라인(약칭 : 신탁수익증권 가이드라인)”에 대해 「자산유동화법」에 따른 조각투자 수익증권 발행 시에도 적용 가능하다고 보았다. 신탁수익증권 가이드라인에서 핵심 요건은 조각투자 사업자가 기존 제도화된 투자기구(「자산유동화법」에 따른 유동화, 크라우드펀딩, 집합투자기구 등)를 활용하여야 하며 기존 방식이 곤란한 경우에만 금융혁신법에 따른 규제특례로 신탁수익증권을 발행할 수 있다는 점이다. 이는 무분별하게 특례요건으로 조각투자 상품의 발행을 막기 위함으로 보인다.

또한 신탁재산의 요건으로 조각투자로 활용할 기초자산이 객관적인 가치측정 및 평가가 가능해야 함을 발행조건으로 보았다. 발행인은 신탁재산 가치평가를 통해 발행조건 산정하고 투자자가 가치평가 결과를 명확히 알 수 있어야 한다. 이 때 관계법령에 의해 해당자산에 대한 평가원칙, 평가방식이 있다면 법령 등에 의거하여 독립적이고 객관적인 제3의 가치평가주체¹³⁾가 있을 경우 가이드라인에서 말하는 객관적인 가치평가로 인정받을 수 있다. 또한 정부 또는 산하 공공기관 등이 제공하는 표준화된 공시가격이 있는 경우, 법령상의 근거는 미비하나 개설된 거래시장에서 다수의 참여자에 의해 충분한 매매거래가 이루어져 사실상 시세(시장가격)가 존재하는 것으로 보는 경우도 이에 해당한다고 서술하였다. 신탁재산 가치의 평가는 수익증권의 공모가격, 조각투자의 수량 등에 중요한 영향을 주기 때문에

13) 가치평가의 주체는 가이드라인에서 명시적으로 “회계법인, 감정평가법인 등”으로 표현하였다.

사업자가 내부에서 자체적으로 산출하는 방식보다는 신뢰할 수 있는 독립적인 평가주체를 활용할 것을 권장하였다. 단 혁신금융사업자의 자체평가도 내부 평가모형의 객관성과 전문성이 입증된다면 인정할 수 있도록 하였다.

조각투자의 모체인 신탁재산의 객관적인 가치평가가 필수요건으로 규정되면서, 제3의 가치평가주체로서 감정평가업계의 역할이 확대될 것이다. 특히 부동산, 미술품 등과 같이 현재 신탁수익증권으로 활용되거나 신유형의 자산(한우, 저작권 등)에 대해 평가의 전문성 확보가 필요할 것이다. 이와 함께 신탁수익증권 발행 시 증권신고서 제출, 주기적인 공시 의무가 부여됨에 따라 지속적이고 정기적인 재평가시장이 형성되거나 모니터링관련 업무도 필요할 것이다. 또한 혁신금융사업자의 자체평가에 대한 단서조항에 따라서 감정평가업계가 해당 사업자와의 협업 가능성이 있을 것이다.

2) 「자본시장법」 개정 추진 현황

(1) 「자본시장법」 시행령 개정안(2025)

가. 개요

금융위원회가 현재 운용 중인 조각투자 가이드라인을 구체화하여 「자본시장법」 개정안을 2025년 입법예고하였다. 현재 금융규제 샌드박스로 조각투자업체의 신규 서비스 심사 및 지정이 중단된 상황이다. 이에 기존 샌드박스가 적용되는 조각투자사업자들은 특례 만료시점에서 제도화된 규정에 따라 새로운 체계로 전환해야 한다. 이러한 이유로 금융위원회는 2025년 2월 3일 「자본시장법 시행령」 개정안을 입법예고 하였으며, 샌드박스로 운영 중인 조각투자 유동화 수익증권 발행플랫폼이 정식 제도화 될 예정이다.

나. 주요 내용

① 조각투자 사업자 규율을 위한 유동화 수익증권 투자중개업 신설

조각투자의 사업자인 발행플랫폼은 신탁할 기초자산을 확보한 후 수익증권 발행을 주선하여 투자자

에게 판매를 하는 업무를 수행하는데, 이를 위해 「자본시장법」상의 집합투자증권을 제외하고 수익증권에 한정한 투자중개업 인가 단위(스몰라이센스)를 신설하여 따로 규율할 예정이다. 이와 관련하여 스몰라이센스는 최저자기자본 요건을 펀드 등 투자중개업 등과 동일한 10억원으로 하되¹⁴⁾ 건전성 규제, 「금융소비자보호에관한법률」에 따른 투자자 보호 관련 규제 등은 모두 일반증권사(투자중개업자)와 동일하게 적용할 예정이다.

② 자산유동화법에 따른 비금전신탁 수익증권 발행 활용

비금전신탁 수익증권의 발행관련 조항에 대해서는 「자본시장법」 개정안(2024. 11. 김상훈 의원안)이 국회에 계류 중이므로, 개정 전까지는 「자산유동화법」상 발행 근거를 활용하였다. 「자산유동화법」 제2조 제3호에서는 유동화 대상 자산을 채권, 지식재산권, 그 밖의 재산권으로 폭 넓게 규정하고 있으며 동법 제32조 제2항에서 자산유동화계획에 근거한 수익증권 발행 시 「자본시장법」 제110조 적용을 배제하였다. 또한 조각투자 사업자가 수익증권 투자중개업 인가를 받으면 「자산유동화법」에 의해 자산보유자 자격을 취득하고 투자대상 자산 선매입 후 신탁하여 수익증권 발행이 가능하다. 공모 발행 시 자본시장법에 따라 증권신고서 제출 의무를 유지하며 증권신고서 심사를 통해서 투자자 보호장치를 적용한다.

③ 발행 및 유통 분리 원칙

수익증권의 발행과 유통을 분리하여 운영하고 조각투자 사업자가 발행, 인수, 주선한 증권이 유통 플랫폼의 동시 운영을 제한하여 이해 상충을 방지하고자 하였다. 2025년 9월경 수익증권의 장외 다자간 상대매매를 수행하는 투자중개업 인가 단위를 신설할 예정이다. 또한 현행 샌드박스 구조를 기초로 조각투자의 유통방식을 제도화할 예정이다.

(2) 자본시장법 개정 발의안 검토¹⁵⁾

최근 발의된 조각투자와 관련한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안은 금융시장의 디지털

14) 단, 전문투자자만을 대상으로 하는 인가는 5억원이다.

15) 각각의 발의안에 대한 자세한 내용은 부록을 참조하기 바란다.

혁신, 자산 유동화를 촉진하기 위한 제도적 기반을 마련하기 위한 목적을 가지고 있다. 이 중 김상훈 의원 대표 발의안(24.11.11), 민병덕 의원 대표 발의안(24.11.19)을 중심으로 유사점 및 차이점을 검토하였다.

김상훈 의원안은 개정 배경 및 목적에서 고령화 사회로 접어들고 있고 재산 축적이 늘어남에 따라 종합적으로 재산 관리 수요가 증가하고 있고 이를 대응하기 위해 비금전재산신탁의 수익증권 발행을 제도화하는 데 중점을 두고 있다. 현행 신탁제도가 금전신탁과 비금전신탁 중 부동산신탁 위주로 발달한 한계를 극복하고, 혁신기업 및 중소기업이 보유한 다양한 비금전재산을 활용하여 자금 조달을 지원하는 것을 제안 이유로 삼았다. 이를 새로 시행하기 위해서는 신탁업자의 신탁 가능 재산 범위를 확대하고, 전문기관에 신탁업무 중 일부를 위탁할 수 있도록 하는 등의 개정사항을 함께 다루었다.

민병덕 의원안은 투자계약증권 등 비정형적 증권의 유통시장을 형성하는 데에 초점을 두었다. 디지털거래 플랫폼의 발전으로 다양한 비정형 자산의 거래가 가능해졌고, 이를 제도적으로 뒷받침하기 위한 법적 기반을 마련하고자 하였다. 특히 분산원장 기술을 활용한 토큰증권의 발행·유통 체계를 구축하기 위한 세부 규정들을 포함하였다.

〈표 3-10〉 「자본시장법」 개정 발의안 비교

구분	김상훈 의원 대표발의안(24.11.11)	민병덕 의원 대표발의안(24.11.19)
주요 목적	비금전재산신탁의 수익증권 발행 제도화	투자계약증권 등 비정형적 증권의 유통시장 형성
배경 및 제안이유	- 고령화와 재산축적 증가로 종합적 재산관리 수요 증가 - 현재 신탁은 금전신탁과 부동산신탁 중심으로 발달 - 혁신기업과 중소기업의 비금전재산을 활용한 자금조달 지원 필요	- 투자계약증권 등 비정형적 증권은 내용이 비정형적이어서 전통적 유통시장에서 거래 어려움 - 온라인 및 디지털 거래 플랫폼 발전으로 다수 투자자 간 거래 가능한 유통시장 형성 가능성 증대 - 정부의 관련 정책 '토큰증권 발행·유통 규율 체계 정비방안' 추진

구분	김상훈 의원 대표발의안(24.11.11)	민병덕 의원 대표발의안(24.11.19)
주요 개정내용	1. 신탁업자의 수탁 가능 재산 범위 확대(담보권 등) 2. 전문기관에 신탁업무 일부 위탁 허용 3. 비금전재산신탁의 수익증권 발행 제도화 4. 수익증권 발행요건, 등록의무, 발행한도 등 규정 마련 5. 수익증권 판매 규제 및 계열사 판매 한도 설정 6. 수익자 보호를 위한 공시, 보고서, 수익자집회, 투자 설명서 관련 규정 마련 7. 위탁자의 증권 발행인으로서의 책임 강화	1. 투자계약증권 등 비정형적 증권의 유통 관련 제도를 다른 증권과 동일하게 적용 2. 협회, 종합금융투자사업자, 장외거래중개업자를 통한 다자간 장외거래 허용 3. 장외거래중개업자에 대한 불필요한 규제 면제 4. 장외거래 시 일반투자자의 투자한도 제한을 통해 보호 장치 마련
기타법률 연계개정	• 전자등록 의무 대상에 자본시장법 제110조에 따른 수익증권발행신탁의 수익증권 추가 • 한국주택금융공사법 개정 • 자산유동화에 관한 법률 개정	• 분산원장 주식 등 전자등록업무 개념 도입 • 발행인 계좌관리기관 등록제 신설 • 분산원장 이용한 전자등록 및 관리 가능 • 발행인 계좌관리기관의 책임, 금융위 감독 및 처벌규정 마련
검토의견	• 「신탁법」과 「자본시장법」의 수탁가능재산 대상 불일치 해소 • 신탁업무의 전문기관 위탁은 금융업 인허가 규제체계 예외 신설 • 비금전재산의 가치평가 객관성 확보 중요 • 수익증권 발행금액 10% 보유 의무화는 비례성 검토 필요 • 전자등록 의무 부과는 법률 간 정합성 측면에서 필요	• 토큰 증권 발행·유통의 기대효과와 우려사항 종합 고려 필요 • 시장 안정화를 위한 하위법령 입법, 가이드라인 보완 필요 • 분산원장 용어 정의는 특별한 문제 없음 • 투자계약증권의 전자등록 대상 포함 바람직 • 발행인 계좌관리기관 관련 규정은 수정·보완 필요
주요 특징	신탁업 확대 및 비금전재산 활용	토큰증권의 유통시장 형성

자료 : 각 의원 발의안 내용을 토대로 저자 작성

이렇게 두 법안 모두 새로운 유형의 금융상품 및 기술의 도입에 따라 발생할 수 있는 투자자 보호 문제를 중요하게 검토하고 전자등록제도와 연계성을 통해서 제도의 일관성을 이어나가고자 하였다.

3. 해외 주요국의 부동산 조각투자 관련 시장 및 규제

1) 아시아 지역

(1) 일본

① 시장 현황

일본에서는 블록체인 기반 STO를 통해 회사채, 비상장주식, 부동산 유동화, 신탁 수익권 등을 기초 자산으로 토큰을 발행하고 있다. 부동산 유동화의 경우 일본의 초저금리 기조 및 투자 다각화 수요, 2020년 개정된 「금융상품거래법」으로 부동산 유동화 및 조각투자 시장이 빠르게 성장 중이다. 물론 일본에는 J-REITs(상장 부동산 투자신탁) 외에도 GK-TK(합동회사-익명조합), TMK(특정목적회사) 등 다양한 사모형 구조를 통한 부동산 유동화가 활발하다. 그러나 일본의 전체 부동산 시장은 2,600조 엔 규모이며 J-REITs시장은 약 26조엔으로 약 1% 수준이므로 아직도 토큰증권 등 부동산 증권화를 통한 성장 가능성이 크다고 보았다.

〈표 3-11〉 일본 토큰증권(STO)화 가능성이 높은 자금조달시장 규모

상품(구조)	발행액 또는 취득자산
회사채	• 총 발행액 : 15조 487억 엔 • 이 중 소매채권(retail bonds) : 684억 엔
부동산 증권화	• 리츠(J-REITs, 사모 REITs) : 1조 699억 엔 • 사모펀드(TMK, GK-TKs) : 1조 947억 엔 • 특정 부동산 공동 사업(Specified joint real estate ventures): 291억 엔

자료 : 일본 국토교통성 자료를 토대로 한 Kodai Sato, 2021: 2

일본은 J-REITs시장이 활성화되어 있음에도 불구하고, 국외 부동산 투자자들이 일본 부동산시장에 투자함에 있어서 정보의 투명성 및 수집의 부족함을 토로하고 있다고 보았다. 딜로이트재팬 외(2019)에서 발행한 보고서에 따르면, 일본의 부동산시장이 “부동산 거래”에 대한 기록 즉 데이터 자료가 부족하며 이로 인해서 일본 부동산 펀드 관리자들은 부동산 투자 전에 정보 수집에 대한 노력을 기울인다고

대답하였다.¹⁶⁾ 이러한 이유로 부동산 토큰증권 상품이 확대된다면 거래의 투명성과 데이터의 안전, 신뢰도를 높일 수 있으므로 부동산 거래량과 회전율을 늘릴 수 있고, 일본의 사모 부동산펀드 및 투자 시장에서 유동성을 증가시킬 수 있다고 보았다.

또한 일본에서는 J-REITs 상품과 비교하여 부동산 토큰증권의 상품을 부각시키고 있다. 즉, J-REITs보다 적은 금액 단위로 발행하므로 소액 투자자의 접근성이 좋고, 쿠폰 및 포인트 등 비금전적 보상을 설정할 수 있다는 점을 부동산 토큰증권의 장점으로 보았다. 일례로 미쓰이물산디지털에셋매니지먼트가 발행한 쿠사츠온천 료칸 담보 토큰증권은 보유계좌 수에 따라 온천시설 이용권을 제공하여 투자자들의 높은 관심을 받았다. 또한 일본 도쿄 도심의 초고층 레지던스¹⁷⁾의 신탁수익권을 토대로 한 2023년 발행한 부동산 토큰증권은 10년간 양도 제한을 포함하고 있으나 구매한 토큰의 수에 따라 해당 부동산에 위치한 매장 및 호텔의 식사권, 숙박권을 제공하여 다양한 혜택과 금융상품을 결합하는 추세이다.

일본 부동산 토큰증권(STO)의 투자대상은 아파트, 물류시설, 호텔 등 숙박시설, 리테일 아울렛 등으로 확대되고 있으며 최근에는 벤처캐피탈, 재생에너지 발전설비 등으로 다양화가 이루어지고 있다. 아래 표에서 일본 토큰증권(STO)의 발행 현황을 보면 부동산 외에도 보통주를 토큰증권으로 발행하거나 회사채를 토큰증권 형식으로 발행하였으며 고객 또는 임직원에 한정하여 발행하는 경우도 있었으나 주로 공모 형태로 진행하였다.

〈표 3-12〉 일본 토큰증권(STO) 발행 현황

시기	회사명	내용
2020년 2월	미즈호 은행	- 패밀리마트, 아마다 전기 등 일반기업에 대한 채권을 토큰증권으로 발행하는 실증실험 실시 - 발행된 토큰 증권은 미즈호 증권을 비롯한 4개의 증권사가 개인투자자를 대상으로 판매 - 단, 개인투자자는 채권 발행기업의 임직원으로 한정

16) 이는 JLL의 글로벌 부동산 투명성 지수의 항목에서도 확인할 수 있다. 2018년 JLL 조사에서는 “전체”합계에서는 조사대상 100개국에서 일본이 19위를 차지하였으나, “거래”항목에서는 35위를 차지하였다. 이러한 한 점에서 볼 때 부동산 토큰증권을 통해 시큐리티 토큰 생태계가 도입될 때 데이터의 안전 및 투명성이 증가할 것이라고 보았다.

17) 2023년 8월 미즈호신탁은행, 노무라 유카쿠, 미즈호은행에서 컨소시엄형태의 블록체인 기반 부동산 STO인 케네딕스 리얼티 토큰 츠키시마-리버시티 21 이스트 타워스 II로 10년의 운영기간동안 양도 제한을 포함하였다. 또한 일정 주수의 토큰을 투자할 경우 숫자에 따라서 호텔 레스토랑 점심식사권, 저녁식사권, 숙박권으로 구분하여 혜택을 제공하였다(노무라증권 홈페이지, www.nomuraholdings.com).

시기	회사명	내용
2020년 10월	SBI 그룹	• <u>e스포츠 자회사인 SBI e-sports의 보통주를 토큰 증권으로 발행</u> • SBI증권 이용고객을 대상으로 제3자 배정 유상증가방식으로 토큰 증권 1,000개를 개당 5만엔에 발행(총 5,000만엔 규모) • 투자자에게 구매한 토큰수량에 따라 가상자산 리플 제공
2021년 3월	미쓰이스미토모 신탁은행	• 미국 스타트업 '시큐리타이즈(Securitize)'와 제휴해서 토큰증권방식을 통한 자산유동화 진행 • <u>신용카드 채권을 기초자산으로 하는 토큰증권을</u> 미쓰이스미토모신탁은행이 시큐리타이즈의 블록체인 플랫폼을 이용해 발행하는 구조 • 토큰증권 기반 유동화 상품 최초로 신용평가기관으로부터 '투자적 격등급(A-1)'을 취득
2021년 7월	미쓰비시 UFJ 신탁은행	• 2021년 7월에 <u>부동산자산운용사인 '케네덱스'와 협업해 부동산을 기초자산으로 하는 토큰증권 발행</u> • 케네덱스가 제공한 부동산자산을 유동화, 임대부동산에서 발생하는 수익에 대해 투자자들이 분배를 받는 구조로 자사 블록체인 네트워크인 'Progmatt'를 통해 공모방식으로 투자자 모집 • 케네덱스는 <u>2022년 2월에 또한번 부동산토큰증권 발행</u>
2021년 11월 2022년 2,6월	미쓰이 물산	• <u>물류시설, 온천시설, 거주용 부동산 등 각종 부동산을 기초로 토큰 증권 발행</u> SBI증권이 판매
2022년 6월	마루이 그룹	• <u>회사채를 토큰증권의 형태로 발행</u> • 마루이 그룹이 발행한 토큰증권은 그룹 내 신용카드 회원을 위한 회사채 • 금리 0.3%외 <u>카드 포인트</u>를 통해 우대금리 0.7% 제공
2023년 12월	케네덱스	• 자산규모 89억엔 <u>호텔을 기반으로 토큰증권 발행</u> • 오사카디지털거래소(ODX)가 운영하는 토큰증권 유통을 위한 새로운 거래시스템인 START에서 거래되는 최초 증권 중 하나 • 오사카디지털거래소를 통해 <u>2차 유통시장 거래 허용</u>

자료 : 키움증권 리서치, 2023: 2 재인용; Kenedix, 2025

또한 오사카디지털거래소(ODX)가 일본 최초 토큰증권 유통시장인 START를 개설하였고 일본 거래소그룹(JPX)은 기관투자자를 위한 발행시장 오픈을 목표로 유통 인프라를 육성 중이다. 그러나 키움증권 리서치(2023) 자료에 따르면 일본의 토큰증권(STO)은 발행된 사례는 여러 차례였으나 유통시장은 아직 활성화되지 않은 것으로 나타났다. 2021년 3월 SBI홀딩스, 미쓰이스미토모 파이낸셜 그룹이 공

동으로 출자하여 대체거래소인 오사카디지털거래소(ODX)에서 2023년 중 토큰증권을 취급할 것으로 발표하였으나 명확하게 거래가능시기를 밝히지는 않았다. 이와 함께 도쿄증권거래소 역시 토큰증권거래소 출범을 발표하였으나 그 시기는 2025년 이후로 계획하고 있다. 보고서는 이렇게 지연되고 있는 이유로 일본 내 대형 가상화폐거래소에서 해킹이 여러 번 발생했다는 점을 들며, 이러한 상황이 토큰증권의 중앙화된 유통시장 형성이 늦어지고 있는 배경인 것으로 파악하였다.¹⁸⁾

일본의 민간 토큰증권(STO) 기관인 부스트리(BOOSTRY)에서 취합한 2024년 일본 시큐리티 토큰(ST) 및 RWA의 발행 실적¹⁹⁾을 살펴보았다. 2024년도 일본 시큐리티·토큰 시장은, 신탁세제 개정 움직임²⁰⁾에 영향을 받아 공모 발행액은 2023년도 대비 약 47% 수준에 그쳤으나 누계 발행금액은 1,682억엔으로 시장의 성장세가 지속되었다. 특히 총 발행액 464억엔에서 약 89%(417억엔)가 부동산을 기초자산으로 발행하였으며, 부동산 유형으로는 레지던스, 호텔·여관, 상업 시설, 물류 시설을 기반으로 증권화하였다. 발행한 토큰 중 6건은 2023년 12월에 개설한 오사카거래소 START에 상장하여 2차 유통거래가 이루어지고 있다.²¹⁾ 토큰상품의 종류로는 수익증권(39건), 회사채(12건), 익명조합출자(5건), 합동운용지정금전신탁(2건)순으로 나타났다..

2021년 4월부터 2025년 3월까지 발행한 토큰(58개)에 대한 기초자산별 비중을 살펴보았다. 기초자산이 부동산 유형인 경우 40건으로 전체의 약 69%를 차지하였고 그 외 대출채권(8건), 태양광 발전설비(6건)이 뒤를 이었다.

18) 일본 가상화폐거래소 해킹 사례로는 2014년 마운트곡스 피해액 4억 7,300만 달러, 2018년 코인체크&자이프 피해액 각 580억엔 및 67억엔, 2021년 리쿠드 피해액 9,700만 달러가 대표적이다. 특히 2018년에 가상자산 거래소인 코인체크(Coincheck)와 자이프(Zaif)에서 발생한 해킹은 2019년의 법개정에서 규제 강도를 높이는 데에 결정적인 역할을 했다(키움증권 리서치센터, 2023; 3).

19) 일본의 부스트리 사이트에서는 토큰증권(STO) 또는 조각투자라는 용어보다 보안토큰(Seturity Token; ST), 부동산 보안토큰(부동산 ST), 보안토큰 오퍼링(Security Token Offering; STO)으로 구분하여 사용하였다. “보안토큰(ST)”이란 블록체인으로 대표되는 디지털 기술을 활용하여 발행·관리되는 금융상품(유가증권)을 가리키고, 금융상품거래법에 있어서 규정되고 있는 「전자기록유가증권표시권리 등」에 해당하는 것이다. 이와 달리 “STO”는 보안토큰을 투자자에게 발행하여 실시하는 자금 조달을 가리키며, 금융상품거래법의 규제에 근거하여 이루어지는 것을 말한다. “부동산 ST”는 보안토큰 중 부동산 관련 자산을 기초로 발행하는 것을 말하며, STO된 경우는 “부동산 STO”로 구분하였다. 실질적으로 발행한 토큰의 실적 역시 “ST” 중심으로 집계하였다.

20) 2024년 9월에 금융청으로부터 재무성에의 영화(令和) 7년도 세제 개정 요망 「신탁 협회에 있어서의 수익 증권 발행 신탁 계산 규칙의 개정을 받은 과세 관계의 명확화(信託協会における受益証券発行信託計算規則の改正を受けた課税関係の明確化)」의 공표를 받아 각 금융기관에 있어서 수익증권 발행신탁의 세제 개정에 있어서의 업무나 시스템에의 영향을 판별할 필요성이 생겼기 때문에 일시적으로 시큐리티·토큰의 발행을 보류하는 움직임이 퍼진 것이 배경에 있다고 보았다(www.boostry.co.jp).

21) 부스트리에서는 2025년도 공모 발행액 1,900억엔 정도로 예측하고 있다.

〈표 3-13〉 일본 발행 토큰(ST)의 기초자산별 비중

구분	건수	구분	건수
부동산 레지던스	18	부동산 기타	2
부동산 오피스	8	태양광 발전설비	6
부동산 호텔	5	음식점	2
부동산 상업시설	4	대출채권	8
부동산 물류시설	3	유가증권	2

자료 : 일본 부스트리(www.boostry.co.jp) 내용 편집 후 수정

② 연관 법제

일본의 토큰증권 규제는 디지털자산의 증권성 여부에 따라 근거법이 다르다. 일본은 2020년 5월 개정된 「금융상품거래법」 시행을 통해 조각투자 즉 토큰증권(STO)의 법적 근거를 마련하였다. 법에서는 토큰증권을 “전자기록이전 유가증권표시권리 등”으로 정의하였고, 제2항 유가증권이 아닌 제1항 유가증권으로 분류하였다. 이로써 금융상품거래업자나 등록금융기관에서 토큰증권(STO)을 취급할 수 있게 되었다. 또한 2021년 6월 「산업경쟁력강화법」을 개정하면서 GK-TK(합동회사-익명조합) 구조의 토큰화가 가능해졌으며, 제3자 대항요건에 관한 특례 도입으로 전자적 통지를 통한 권리 이전이 가능해졌다.²²⁾ 이와 달리 「자금결제법」에서는 증권성이 없는 지급결제성 토큰을 규율한다. 국내 토큰증권의 법체계 방향을 금융위 가이드라인의 내용을 토대로 보면 증권성 성격을 지닌 토큰증권은 자본시장법상 증권의 규제를 적용하고 증권성이 없는 가상자산에 대해서는 추후 「가상자산법」 또는 「디지털자산기본법」을 제정하여 규율할 예정이다. 이렇게 증권성 여부에 따라 법을 달리 규율하는 점은 일본의 법체계와 유사하다 볼 수 있다.

일본의 부동산 증권화 체계는 GK-TK, TMK(특정목적회사), 부동산 특정공동사업 등 다양한 구조를 통해 이루어지고 있으며, 이들이 STO 플랫폼과 결합하며 시장 확대를 주도하고 있다. 2020년 이전에

22) 「전자기록이전유가증권표시권리등」은 토큰화 유가증권(주식, 회사채, 투자신탁 등), 전자기록이전권리(집단투자증권 지분, 신탁수익권 등), 적용제외전자기록이전권리(유통성 등을 감안해 취득자 및 양도를 제한한 것으로 전자기록 이전권리에서 제외된 권리) 등 세 가지로 분류한다. 이 때 제1종 금융상품거래업은 등록 시 최저자본금 5,000만 엔, 자기자본비율 모니터링 등 높은 수준의 규제를 받는 반면 제2종의 경우 최저자본금은 1,000만엔, 자기자본 규제를 받지 않는 등 낮은 강도의 규제가 적용된다(이병관, 2024; 21).

는 부동산 토큰화에 법적 장애물이 존재했으나, 현재는 이러한 장벽이 대부분 제거되어 시장 활성화의 제도적 기틀을 마련하였다.

〈표 3-14〉 일본 토큰증권(STO)의 종류 및 규제

주요 대상	공시 규제	업무 규제	자율규제기관
토큰화 유가증권	주식·회사채	제1항 유가증권	제1종 금융상품거래업
전자기록이전권리	신탁수익권(부동산 포함) 집단투자(부동산 포함)	제1항 유가증권	제1종 금융상품거래업
적용제외 전자기록이전권리	지분	제2항 유가증권	제2종 금융상품거래업

자료 : 일본 SBI 금융경제연구소(www.sbiferi.co.jp) 내용 추가 후 수정

③ 토큰증권 및 기초자산의 가치 및 평가

일본의 토큰증권의 기초자산에 대한 가치 및 평가에 관한 규정을 구체적으로 자세하게 표현하고 있지는 않으나 각각의 기초자산의 가치 및 평가에 관한 기본법 또는 규정을 준수하고 있는 것으로 판단한다. 토큰증권의 발행실적을 보면 일본의 경우 부동산을 기초자산으로 하는 경우가 대부분으로 그 이유로 ① 감정평가액이 명확하고 가격의 변동성이 상대적으로 낮다는 점, ② 부동산의 가격 상승에 의한 개발 요구 및 자금 수요가 많은 점 등 발행주체의 내부 선호, ③ 저금리 기조 하에 투자자의 기대이율을 충족시킬 수 있는 부분 등을 들었다(村松健, 2023; 2). 이러한 점에서 볼 때 감정평가액이 부동산 토큰증권 발행의 중요한 요소 중 하나로 보고 있다.

부동산 토큰증권(STO) 가치 및 평가에 관한 규정을 명시하고 있지는 않으나 이와 유사한 상품인 J-REITs에서 감정평가관련 규정을 참고할 수 있다.²³⁾ 법적 근거 및 기본 규정에서 J-REITs는 「투자신탁 및 투자법인법」, 「자산유동화법」에 따르면 기초자산이 부동산인 경우 부동산 감정평가가 법적으로 요구되었다. 이 때 일본 “부동산감정평가기준”에 의해 감정평가가 수행되어야 하며, 일본 정부에 의해 법적으로 면허와 등록이 유일한 부동산 감정사에 의해 J-REITs 관련 부동산 감정평가가 이루어져야 한다고 서술하였다. 리츠(REITs)가 부동산 물건을 취득할 때 감정평가를 기준으로 물건취득가격을 결정하고 있으므로²⁴⁾ 부동산 감정사의 역할이 크다 볼 수 있다.

23) 일본 부동산감정사협회 홈페이지에 게시된 일본 국토교통성이 2008년 작성한 “summary of real estate appraisals system in japan”의 내용 및 해당 협회 홈페이지 기타 게시내용에서 참고하였다.

24) https://www.fudousan-kanteishi.or.jp/archive/a_column/fsago-column01

2014년 일본 국토교통성에서 발표한 “증권화 대상 부동산의 감정평가에 관한 실무지침”에서는 증권화 부동산(J-REITs, 부동산펀드 등의 기초자산인 부동산)의 감정평가가 적정성을 결여할 경우 불특정 다수의 투자자에게 손해를 끼칠 우려가 있으므로 해당 감정평가에 대해서 자료 수집, 대상 부동산의 확인, 가격형성요인의 분석, 감정평가방법의 적용 등 감정평가 각 절차 및 단계에서 유의하여야 하고 수익을 정확히 반영하여 적정한 시장가치 또는 투자수익가치를 나타내는 감정평가액을 구해야 한다고 서술하였다.²⁵⁾ 또한 해외 부동산이 기초자산일 경우에는 일본 감정사와 해외 현지 감정평가사가 협업 또는 공동 작업 등을 통한 감정평가가 필요하며 정기적으로 부동산의 재평가가 필요함에 대해서도 서술하였다. 이를 통해서 볼 때 일본의 부동산 토큰증권(STO)도 이와 유사한 규정을 따를 것으로 추정한다.

(2) 홍콩²⁶⁾

국제적으로 볼 때 부동산을 기초자산으로 조각투자 상품의 성공적인 발행 사례가 늘어나면서 딜로이트 컨설팅에서는 홍콩에서의 경험을 중심으로 부동산 토큰증권(STO) 백서를 2021년, 2022년 발간하였다. 특히 부동산 토큰증권 발행 시 전체의 과정을 ① 사전 발행 단계(Pre-issuance), ② 발행 단계(Issuance), ③ 발행 후 단계(Post-issuance)로 구분하였다. 이 과정은 전통적인 증권 발행과정과 유사하나 기초자산인 부동산의 특징에서 투자자 보호를 위한 전문서비스가 필요함을 명시하였다.

특히 ① 사전 발행 단계(Pre-issuance)에서 가치의 평가(Valuation)가 필요한 전문가의 서비스이며 이 때 “부동산 순자산(Net Asset Value; NAV)에 대한 평가”, “채무 증권용 신용등급”에 대해서 평가가 필요함을 강조하였다.

이와 함께 토큰증권에서 자산평가보고서(Asset valuation reports)는 블록체인에 동기화하고 STO 거래소에서 데이터를 효율적으로 가져와 시장의 자산이 더욱 투명하고 실시간 평가가 가능하게 되었고 보았다.²⁷⁾ 특히 분기별 부동산 순자산(NAV) 보고서, 월간 송금 및 임대수익 보고서와 같이 부동산

25) 해당 규정 7p의 윤리 부분으로 원본 내용은 다음과 같다.

(証券化対象不動産の鑑定評価が適正を欠いた結果、投資法人等の運営の健全性を害した場合には、これにより不特定多数の投資家に多大の損害を与えるおそれがあることに留意し、証券化対象不動産の鑑定評価に当たっては、資料の収集、対象不動産の確認、価格形成要因の分析、鑑定評価手法の適用等、鑑定評価の手順の各段階において常に最大限の配慮を行い、詳細な調査に基づいて対象不動産の収益力を的確に反映した適正な市場価値又は投資採算価値を表わす鑑定評価額（正常価格又は特定価格）を求める必要がある。）

26) Deloitte China(2021), Deloitte China(2022)를 토대로 요약·정리하였다.

27) 13p 내용은 다음과 같다. "In a security token offering, a fund administrator continues to play an essential role in accounting, asset valuation, data transferring and managing investor relations. While the asset valuation reports will be synchronized on the blockchain, we also see great

자산의 성과 보고서를 블록체인과 동기화시켜서 투자자들이 성과보고서를 공개된 자료실에서 완전하고 투명하게 접근할 수 있다는 점도 하나의 중요한 장점으로 보았다.²⁸⁾ 또한 부동산 토큰증권을 활용할 경우 전통적인 레버리지 구조에서 홍콩에서 부동산 정책 규제로 LTV의 비율(50% 이하)을 엄격하게 적용되었던 한계를 개선할 수 있다고 보았다.

〈표 3-15〉 발행 단계별 부동산 토큰증권(STO) 수행 과정 및 전문 서비스

구분	활동	전문 서비스의 제공
사전발행단계	발행사가 금융자문사(Financial Adviser; FA)를 참여	금융자문사
	발행사에 대한 실사(due diligence) 수행	
	상품 구조화 • 기본: 총량(총 공급/발행 금액) • 경제: 지불 조건/수익(주식, 부채 CIS에 따라 다름) • 토큰 기능: 추가 권리(경제적/유틸리티/소유권)	금융자문사, 기술자문사
	법적 구조 • 역외 vs 국내 기구(vehicle) • 펀드: 엠브렐러형, 마스터/피더 구조 • 자산 및 부채 분리 • 규제 고려사항 / 문서화	법률 고문
	평가(valuation) • 순자산 가치평가(부동산 NAV) • 신용 등급(채무 증권의 경우)	부동산 감정평가사
	펀드로 구조화된 경우 평가(valuation) • 순자산 가치평가(부동산 NAV) • 펀드 회계 및 데이터 관리	펀드 관리자
	과세 • 인지세(토큰증권 및 기초 부동산 자산) • LAT(토지평가세) / 인수를 통한 재산 이전세	세무사

potential for a more transparent and real-time valuation of private market assets via streamlined data pulling from STO exchanges."

28) 20p 내용은 다음과 같다. "c. Disclosure of performance report

All relevant asset performance reports (e.g. quarterly NAV, monthly remittance report) can be synchronized on the blockchain (as a hashed document store in a distributed manner). Investors can enjoy full and transparent access to performance reports and related disclosure. The blockchain infrastructure further enables the ability to track the underlying asset performance data on chain e.g. records of rental revenue collection, to provide a truly transparent disclosure."

구분	활동	전문 서비스의 제공
	자산 보유 SPV(특수목적법인)에 대한 소득세	
	기술 자문 - 블록체인의 선택 - 스마트 계약 설계 - 보관 솔루션 / 디지털 자산에 대한 보험	기술 제공업체(토큰화, 보관)
발행 단계	플랫폼: 토큰화 및 시장 조성 토큰화(IT 구현) - 블록체인 프로토콜 선택 - 스마트 계약 배포 - 보안규정(IT감사) - 토큰증권의 보관 로드쇼 및 북빌딩: 투자자 청약, 배분 및 설계	기술 제공업체, 금융자문사 등
발행 후 단계	발행자 도구 - 배당금 및 쿠폰 분배 - 투자자 커뮤니케이션 - 성과보고(분기별 NAV 보고서) - 자본금 요청 거래소 24시간 7일 시장 접근 - T+0 day 결제	기술 제공업체 펀드 관리자 규제된 디지털자산 거래소

자료 : Deloitte China, 2022; 6-7

2) 유럽 및 북미 지역

(1) 독일²⁹⁾

① 시장 현황

독일의 토큰증권(STO) 시장은 블록체인 기술과 디지털 자산에 대한 관심이 높아지면서, 부동산 등

29) 법제처 세계법제정보센터의 2020년 12월 9일 개정된 독일 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz) 영어 및 독일어 원문(https://world.moleg.go.kr/web/wli/lgsInfoReadPage.do?CTS_SEQ=12926&AST_SEQ=69)을 참고하였다.

비유동자산을 토큰화하여 소액 투자와 유동성 확대를 도모하고 있으며 유럽 내에서 상대적으로 활발한 움직임을 보이고 있다. 2021년 독일 정부는 「전자증권법(Gesetz über elektronische Wertpapiere; eWpG)」을 시행하면서 토큰증권(STO, 전자증권) 발행을 법적으로 허용하였고 시장의 제도적 기반을 마련하였다. 이후 2023년 독일 대기업 지멘스(Siemens)는 폴리곤 블록체인을 활용해 6,000만 유로(약 821억 원) 규모의 디지털 채권을 발행하는 등, 실물자산 기반 디지털 증권 발행이 본격적으로 시작되었다. 부동산 토큰증권(STO)의 사례로는 펀다멘트 그룹(Fundament Group) 부동산 STO, 블랙 만타 캐피탈 파트너스(Black Manta Capital Partners) 등이 대표적이다. 독일의 펀다멘트 그룹(Fundament Group)은 독일연방 금융감독청(BaFin)으로부터 최초로 부동산 토큰증권(STO) 시행 인가를 받았으며 유로, 이더리움을 기반으로 투자자금을 유치하였다. 이 상품은 독일 내 부동산 포트폴리오의 투자 실적에 따라서 매년 정기적으로 배당을 받는 후순위 채권의 성격의 토큰증권이다(와이드경제, 2019.08.28.). 독일 블랙 만타 캐피탈 파트너스(Black Manta Capital Partners)는 독일 부동산 기업인 Tigris Immobilien과 공동으로 1,200만 달러가 넘는 베를린 부동산 아파트에 대한 토큰증권(STO)을 2020년 5월 발행하였고, 토큰증권 상품은 매출이익의 20% 수익을 분담하도록 하였다(파이낸셜포스트, 2020.05.03.).

② 연관 법제

독일의 경우 2020년 12월 「전자증권법(eWpG)」을 도입하였고 같은 해 「증권유통법(WpHG)」을 개정하면서 토큰화 자산을 전통증권과 동등한 법적 지위를 부여하였다. 「증권유통법(WpHG)」의 개정은 디지털화된 증권, 특히 블록체인 기술을 활용한 토큰증권의 법적 기반을 마련하고자 하였다. 「증권유통법(WpHG)」의 토큰증권관련 개정 조항으로는 ① 암호화 자산의 정의 및 법적 범위에 관한 조항, ② 투자자 보호관련 조항, ③ 시장 감독 및 규제 조항, ④ 자금세탁방지관련 조항,³⁰⁾ ⑤ 거래 플랫폼 관련 조항 등이 있다.

30) 「자금세탁방지법(GwG)」상 암호화자산 이전을 수행하는 자에게 강화된 고객확인(실사) 의무를 부과하며, EU 자금 이체규정의 일부 조항을 암호화자산 이전에도 적용하도록 한다. 적용 대상에는 독일 내 신용기관, 금융서비스기관, 외국계 지점 등이 포함하였다.

(The KryptoWTransferV stipulates enhanced due diligence requirements for certain obligated parties pursuant to the GwG that carry out transfers of crypto-assets and orders that, at national level, certain provisions of the EU's Funds Transfer Regulation (Regulation (EU) 2015/847 - FTR) apply to the transfer of crypto-assets. The scope of the KryptoWTransferV covers German credit and financial services institutions as well as domestic branches and branches of foreign institutions.)

먼저 금융상품의 정의를 확정하여 분산원장기술에 기반한 토큰증권 정의에 “암호증권(Kryptowertpapiere)”이라는 개념을 포함하였다. 제2조 용어의 정의³¹⁾에서 “암호증권등록부에 전자등록된 유가증권”으로 정하였다. 토큰증권(STO)은 전통적 유가증권과 동일하거나 유사한 권리를 내포한 것으로 유사한 권리는 주식 및 채무증권 등에서 발생하는 자산에 대한 회원권 또는 계약상 청구권도 포함한다. 이 때 전자증권을 “물건(Sache)”으로 보았기 때문에 법에서 암호증권 역시 물건으로 판단하였고 전통적인 증권과 동등하게 취급하였다. 이는 독일 민법상 증권의 물권적 성격을 디지털 환경에서도 유지하기 위한 것이며, 이에 따라 암호증권의 소유권 이전은 기존 증권과 같은 법적인 효력을 보장하였다.

투자자 보호관련 조항³²⁾으로는 토큰증권(STO)의 발행기관이 「증권유통법(WpHG)」 §63a에 따른 공시 의무 이행, 시장조작·내부자거래 금지 규정(WpHG §20 및 §14)을 확대하여 행동규칙을 강화하였다. 특히 금융서비스 제공자는 암호증권의 특성과 위험성에 대해 투자자에게 충분히 정보를 제공하도록 하였다.

시장 감독 및 규제³³⁾와 관련해서는 「증권유통법(WpHG)」 §15 및 §16에서 암호증권의 발행 및 유통에

31) 증권형 토큰(Security token)은 전통적 유가증권과 동일하거나 유사한 권리를 내포한 토큰을 의미한다. 여기서 ‘유사한 권리’란 주식, 채무증권 등에서 발생하는 자산에 대한 회원권 또는 계약상 청구권을 포함한다. 이러한 토큰은 EU 증권청약규정(EU Prospectus Regulation), 독일 「증권청약법(WpPG)」, 「증권유통법(WpHG)」상 ‘증권’으로 간주되며, 「은행법(KWG)」, 「투자회사법(WpIG)」상 ‘금융상품’으로도 분류될 수 있다.

(Security tokens are tokens that embody rights that are the same as or comparable to conventional securities, for example. Rights comparable to securities is understood to mean membership rights or contractual claims involving assets, similar to the rights associated with shares or debt instruments. Such tokens then generally constitute securities within the meaning of Regulation (EU) 2017/1129 (EU Prospectus Regulation), the German Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) and the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) or financial instruments within the meaning of the German Banking Act (Kreditwesengesetz – KWG) and the German Investment Firm Act (Wertpapierinstitutsgesetz – WpIG.)

32) 증권형 토큰에 대한 규제는 다음과 같은 투자자 보호 장치를 유발할 수 있다:

(1) 투자설명서(Prospectus) 작성 및 공시 의무(EU 증권청약규정, WpPG 등),
(2) 발행자 및 유통·중개자에 대한 인가(라이선스) 의무,
(3) 토큰 보관·관리 서비스 제공자에 대한 인가 의무 등

(The regulation of security tokens may trigger:

a prospectus requirement or another publication requirement (for instance, as securities under EU Prospectus Regulation and the WpPG; as investment fund under the KAGB; as investment instrument under the VermAnlG; as PRIIPs under the Regulation (EU) Number 1286/2014) and/or;

a licensing requirement for the issuer; and/or

a licensing requirement for persons trading or acting as intermediaries in the trade of the security tokens or offering the safeguarding and/or administration thereof.)

33) 증권형 토큰은 독일법상 금융상품(KWG, WpIG, WpHG 적용)으로 분류된다. 토큰의 발행(1차 시장), 중개(2차 시장)는 은행업 또는 금융서비스업으로 간주될 수 있으며, 2차 시장 거래는 투자중개, 투자자문, 다자간거래소 운

관한 내용을 다루고 있는데 독일은 연방금융감독청(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; BaFin)이 암호증권 시장을 감독하는 권한을 가진다. 토큰증권의 유통에 대해서는 토큰증권의 발행(1차 시장) 및 중개(2차 시장)는 은행업 또는 금융서비스업으로 간주될 수 있으며, 2차 시장 거래는 투자중개, 투자자문, 다자간거래소 운영, 포트폴리오 운용, 자기매매 등 다양한 금융서비스로 규율하였다.

또한 거래 플랫폼과 관련한 조항³⁴⁾으로는 암호증권의 거래 플랫폼의 운영자는 「증권유통법(WpHG)」 §2(2) 6항에 의거하여 다자간매매체결회사(Multilateral Trading Facility) 라이선스 취득 필요하다. 또한 「증권유통법(WpHG)」 §58 및 §59에서 암호증권의 거래플랫폼에 대한 요건을 규정했다. 이들 플랫폼도 전통적인 증권거래소와 같이 공정하고 투명한 가격을 형성할 수 있도록 해야 한다고 명시했다. 「증권유통법(WpHG)」은 「증권유통법(WpHG)」과 함께 '발행인'이 직접 증권등록부의 관리자가 될 수 있는 법적 근거를 마련했다는 점에서 혁신적인 조치라고 볼 수 있다.

이와 함께 독일은 EU 연합의 회원국으로서 EU의 규제 체계와의 연계가 필요한데 토큰증권(STO)을 자산연계형 토큰(Asset-Referenced Token)으로 분류하고 EU 전역 유통을 위한 사전 승인제 도입하였다. 이로써 토큰증권(STO)의 발행과 유통에 대한 법적 근거를 마련하였고 디지털 자산시장을 활성화 시키고자 하였다.

③ 토큰증권 및 기초자산의 가치 및 평가에 관한 규정

독일의 부동산 토큰증권(STO)의 가치 및 평가에 관한 별도의 특별 조항을 찾기는 어려우며, 기존의 증권법 또는 부동산평가에 관한 법규의 틀 안에서 부동산 금융상품 또는 부동산 투자 상품과 같은 일반

영, 포트폴리오 운용, 자기매매 등 다양한 금융서비스로 규율된다.

(Security tokens are financial instruments under German law (the KWG, the WpLG and the WpHG). ... The offering of tokens (primary market) as well as the brokering of tokens (secondary market) can qualify as banking business or financial service under the KWG or, as investment service under the WpLG. The trading of tokens on the secondary market may constitute a banking business as a principal broking service ... or as a financial service, in particular investment brokerage, investment advice or contract brokerage, operation of a multilateral trading facility, operation of an organized trading facility, placement business, contract broking, portfolio management, proprietary trading or asset management.)

34) 토큰의 2차 시장 거래는 다자간거래소(MTF) 또는 조직화된 거래소(OTF) 운영으로 간주될 수 있다. 독일 내에서 투자서비스 또는 관련 부수서비스를 영업적으로 제공하려면 BaFin(연방금융감독청)의 사전 서면 인가가 필요하다.

(The trading of tokens on the secondary market may constitute ... operation of a multilateral trading facility, operation of an organized trading facility ... Anyone wishing to conduct investment services, certain ancillary investment services or ancillary services within the meaning of the WpLG in Germany commercially ... needs prior written authorisation from BaFin).

적인 원칙을 적용하는 것으로 보인다. 독일의 부동산 감정평가는 공인된 자격을 갖춘 전문가인 감정평가사(Immobilien Sachverständiger, 또는, Immobiliengutachter)가 수행하며 관련 주요 규정으로는 「건축법(Baugesetzbuch; BauGB)」과 「부동산 가치평가 규정(Immobilienwertermittlungsverordnung; ImmoWertV)」에 의한다.

토큰증권의 핵심 감독기관은 독일연방 금융감독청(BaFin)으로 공모형태로 부동산 토큰증권 발행을 진행할 경우 「증권투자설명서법(WpPG, EU 증권공개설명서 규정 Regulation (EU) 2017/1129를 독일법으로 전환)」에 따라 투자설명서 제출 및 승인이 필요할 수 있고 기초자산인 부동산에 대한 상세한 정보가 포함되어야 한다. 이 때 「증권공개설명서 규정(Regulation (EU) 2017/1129, Prospectus Regulation)」의 부속서류(Annexes)에서는 전문가(감정평가사 등)의 보고서 요약 포함 요구 가능성(Annex 1, Item 10.-10.3), 자산유동화증권(토큰증권 해당 가능)의 경우 기초자산 풀에 대한 상세 정보 요구(Annex 12.)에서 가치 및 평가의 중요성에 관한 내용이 포함되어 있다.

■ 독일 EU 증권공개설명서 규정 중 ABS 일부

· 「Regulation (EU) 2017/1129의 부속서 XII (Annex XII) 중 자산유동화증권(ABS)」 부분 중 일부

4. 기초자산 풀(UNDERLYING ASSET POOL)

- 4.1. 발행을 뒷받침하는 자산 풀에 대한 일반적인 설명 (자산의 법적 성격 및 유형, 풀의 규모 및 구성, 자산에 적용되는 법적 관할권(들) 포함).
- 4.2. 기초자산의 중요한 특성에 대한 정보. 자산 유형에 따라 관련성이 있는 경우 다음을 포함해야 함:
 - 지역적 분포.
 - 만기 또는 잔여 기간.
 - 대출/모기지의 경우: 원금 잔액, 이자율, 담보인정비율(LTV) (최초 실행 시 및 잠재적으로 업데이트된 비율), 점유 유형(부동산의 경우), 연체 상태.
 - 자산 취득(origination) 시 사용된 가치 평가 방법 및 해당되는 경우 가장 최근의 가치 평가일. (부동산 등 실물자산 가치평가 관련 핵심)

... 후략 ...

10. 제3자 정보 및 전문가 보고서(THIRD PARTY INFORMATION AND EXPERTS' REPORTS)

- 10.3. 전문가(예: 감정평가사)로서 활동하는 사람에게 귀속되는 진술 또는 보고서가 투자설명서에 포함되거나 언급되는 경우, 해당 전문가 및 그들의 동의에 대한 정보, 그리고 잠재적으로 가치 평가 방법론 및 주요 가정을 포함한 보고서 요약을 제공해야 함.

(2) 미국³⁵⁾

① 시장 현황

미국 내 부동산 토큰증권(STO)은 초기의 과대광고 단계를 지나 유동성을 강화하고 투자자의 접근성을 확장하는 단계로 나아가고 있다.

에스펜(Aspen Digital Inc.)은 에스펜 코인(ASPEN COIN)이라는 증권형 토큰을 발행했으며, 이는 최초의 부동산 토큰증권으로 알려져 있다(디센터, 2021.10.07.).

해당 토큰증권을 구매한 사람은 미국 콜로라도주에 위치한 세인트 레지스 에스펜 리조트(St. Regis Aspen Resort)의 지분을 구매하는 것과 동일한 권리를 지닌다.³⁶⁾ 미국의 부동산 토큰증권 발행은 초기에는 개별 상징적인 부동산의 토큰화가 주목을 받았다면 이후 자산운용사, 부동산 전문 개발회사 등이 참여하면서 주택 단지, 물류센터, 주택 임대사업 등 다양한 부동산 유형의 자산을 대상으로 토큰 발행을 추진하는 경향이 나타났다. 그럼에도 불구하고 부동산 토큰증권 시장은 전체 미국 부동산 거래 시장 및 리츠(REITs) 시장 규모에 비하면 여전히 작은 규모의 틈새시장이며, 2차 시장 거래 플랫폼이 있음에도 대부분의 부동산 토큰증권의 거래량이 활발하지 않다는 점 등 다른 국가와 비슷한 고민거리를 안고 있다.

35) 박선호(2021: 17-19); 삼일경제경영연구원(2024: 29-31)를 토대로 요약·정리하였다.

36) 에스펜의 2018.10.25.자 Form D 서류를 통해 에스펜이 예외규정 중 Reg D Rule 506(c)를 따르고, 전체 토큰 발행액인 \$18,000,000를 전부 판매하여 모금을 성공시킨 바 있다. 이후 2019. 2. 7.자 Form D 서류를 확인하면 추가적인 증권형 토큰의 발행이 이루어졌음을 확인할 수 있는데, 이 때에는 Reg D Rule 506(b)를 따르고, \$125,000를 발행해 전부 판매하며 2차에 거친 STO를 성공시켰음을 알 수 있다(디센터, 2021.10.17.).

〈표 3-16〉 미국 부동산 토큰증권(STO) 주요 발행 사례

구분	기초자산	구조 및 특징	발행 시기
Aspen Digital	St. Regis Aspen Resort	• 토큰=지분권에 해당 • 총 \$1,800만 규모 토큰화 • Reg D 규정 준수 • 토큰 보유자 리조트 혜택 등	2018년
RealT	미국 디트로이트 주거용 부동산	• 최소 투자금 \$50부터 참여 가능 • 이더리움 블록체인 기반 토큰화 • 부분 소유권 제공 및 임대수익 배분	2019년
Harbor	고급 학생 주거단지	• 최소 투자금 \$21,000부터 참여 가능 • 토큰을 통한 부분 소유권 제공 • SEC 규정 준수	2018년 말
Fundrise eREIT	다양한 상업 및 주거용 부동산	• 엄밀히 말하면 STO는 아니나 유사한 개념 • 최소 투자금 \$500부터 참여 가능 • 온라인 플랫폼을 통한 사모 부동산 투자 • REG A+ 규정 활용	2015년
Propy	미국 버몬트주 부동산	• 미국 최초 블록체인 기반 부동산 거래 • 토큰화된 부동산 판매 플랫폼 • 스마트 계약을 통한 부동산 거래 자동화 • 부동산 등기과정 효율화	2017년

자료 : 시큐리티즈(www.securities.io/harbor-tokenizes-real-estate), RealT(www.realt.co), 포브스 Tokenized Real Estate(www.forbes.com/sites/forbesrealestatecouncil/2019/04/01/tokenizing-real-estate-creating-new-investing-and-financing-channels/), Coindesk(www.coindesk.com/markets/2018/10/09/st-regis-aspen-hotel-ownership-shares-sold-through-tokenized-offering/), 프로피(propy.com) 등 내용을 토대로 수정 후 재편집

아직 전체 부동산 거래 시장 규모에 비하면 Regulation A+에 의한 토큰증권 플랫폼들의 상업용 및 주거용 부동산에 대한 지분 투자가 늘어나고 있다. 특히 초기에는 호텔을 중심으로 발행되었으나 최근에는 상업용 부동산, 주택단지 개발 및 임대사업 등 기초자산이 다양화되고 있는 추세이다. 이와 함께 Securitize, tZERO, Vertalo, SolidBlock, Red Swan, Lofty AI 등 다수의 플랫폼이 부동산 토큰 발행 및 거래 서비스를 제공하면서 시장의 활성화를 도모하고 있다. 그럼에도 불구하고 증권거래 위원회(SEC)의 규정(Regulation D, A+, S, CF 등)을 준수하며 토큰증권을 발행하고 유통하는 과정은 여전히 복잡하며 발행시장에 비해 유통시장에서 거래량이 많지 않아 기대했던 유동성 효과가 충분히 나타나지 않고 있다는 점도 문제로 지적되었다.

② 연관 법제

미국에서는 토큰을 경제적인 재화인지에 대한 성격을 구분하여 투자성을 가진 증권(Security Token), 서비스 제공에 관한 계약(Utiliy Token), 지급결제 수단(Payment Token)으로 보며, 증권성 성격을 가진 토큰만 전통적인 증권과 동일하게 규제한다. 토큰증권(STO)을 발행할 경우 ① 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록하거나 ② 「연방증권법(Federal Securities Law)」 §1933의 등록면제 규정에 근거하여 발행한다. 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록 시 토큰증권(STO)은 자금조달의 한도가 없고 일반 개인에게도 판매 가능하며 투자권유 광고가 자유롭다. 대신 신고에 필요한 시간이 길게 소요되고 공모에 고액의 비용이 들며 증권과 동일한 정보공개 의무가 부과된다.

토큰증권(STO)을 발행에서 증권거래위원회(SEC)의 등록면제 규정은 Regulation D506(c)에 의한다. Regulation D506(c)에서는 증권의 판매처 및 투자권유 대상이 적격투자자로 한정되는 반면 연간 발행 한도에는 제한이 없다. 이 규정을 통해 발행자는 일반 대중을 대상으로 광고와 투자권유가 가능하며, 투자자의 자격 확인을 위한 합리적인 조치를 취해야 한다. 또한 발행자는 Form D를 SEC에 제출해야 하며, 「증권법」 Section 4(a)(2)에 따른 사모 발행 면제의 안전항(safe harbor)으로 기능한다. 이 규정은 다른 면제 규정인 Regulation A+나 Regulation CF와 달리 SEC의 사전 심사가 필요 없고 공시 요건이 완화되어 토큰증권 발행자들이 선호하는 방식이다.

증권거래위원회(SEC)의 등록은 토큰증권(STO)이 하위(Howey) 테스트³⁷⁾를 충족할 경우 증권으로 간주하나 증권거래위원회(SEC)의 등록 등을 통한 방법이 어려움이 있으므로 토큰증권(STO) 상품 발행 시 두 번째 방법인 「증권법(Jumpstart Our Business Startups Act; JOBS법)」을 적용한다. 이 때 「증권법」에서 토큰증권(STO)이 아래 등록 면제 규정에 해당하는 경우 증권거래위원회(SEC)의 등록을 하지 않을 수 있다. 이 때 면제 규정을 활용하더라도 주별로 적용하는 「블루스카이법(Blue Sky Laws)」을 고려해야 한다. 또한 토큰증권 발행 시에는 스마트 계약에 규제 요건(투자자 자격 검증, 보유 기간

37) 하위테스트(Howey Test)란 미국 대법원에서 네 가지 기준에 해당할 경우 투자로 보고 「증권법」을 적용하도록 하는 테스트이며 가상자산에 대해서도 미국 금융감독당국인 증권거래위원회(SEC)가 증권성 여부를 판단하는 기준으로 사용한다. 하위 테스트란 용어는 1933년 미국 플로리다에서 대규모 오렌지 농장을 운영하던 '하위 컴퍼니(Howey Company)'라는 회사가 진행한 농장 분양 사건에 대해 미국 정부가 투자 여부를 판단하기 위해 만든 테스트 기준에서 유래되었다. 하위 테스트는 크게 네 가지 기준으로 돈이 투자되고(Investment of money) 그 돈이 공동의 사업에 쓰이게 되고(In a common enterprise) 투자에 따른 이익을 기대할 수 있으며(Withanexpectationofprofits) 그 이익은 타인의 노력으로 발생될(From the efforts of others) 경우 증권으로 본다(연합인포맥스 홈페이지, <https://news.einfomax.co.kr>).

제한, 전송 제한 등)을 프로그래밍하여 규정 준수를 기술적으로 보장하는 방법을 주로 사용한다.

〈표 3-17〉 미국 토큰증권(STO)관련 등록 면제 규정

구분	내용
Regulation D	• 506(b): 인가된 투자자에게만 판매 가능, 일반 권유 및 광고 금지 • 506(c): 인가된 투자자에게만 판매 가능하나 일반 권유 및 광고 허용 • 504: 최대 1천만 달러까지 12개월 내 증권 발행 가능
Regulation A+	• Tier 1: 연간 최대 2천만 달러 한도까지 발행 가능, SEC 심사 필요 • Tier 2: 연간 최대 7천5백만 달러까지 발행 가능 • 비인가 투자자도 참여 가능하며, 일반 권유 및 광고 허용
Regulation S	• 미국 외 지역에서만 증권을 판매하는 경우 적용 • 미국인에게 판매하지 않는다는 조건
Regulation CF	• 연간 최대 5백만 달러까지 크라우드펀딩으로 발행 가능, 일반 투자자 참여 가능 • 등록된 중개업체를 통해 판매해야 함
Rule 144A	• 적격기관투자자(QIB)에게만 판매 가능한 사모 발행 증권 • 유통시장에서의 재판매에 대한 제한 완화

자료 : 증권거래위원회(SEC)의 등록면제 규정 등 내용을 토대로 저자 작성

③ 토큰증권 및 기초자산의 가치 및 평가에 관한 규정

미국의 토큰증권(STO)관련 규제는 주로 미국 증권거래위원회(SEC) 소관으로 기존 「증권법」의 틀 안에서 이루어진다. 증권거래위원회(SEC)의 규정은 토큰증권의 발행 시 특정한 기초자산별 구체적인 가치 평가에 대한 내용을 명시적으로 규정하고 있지는 않다. 다만 미국 「증권법」에서는 ‘완전하고 공정한 공시(Full and Fair Disclosure)’를 원칙으로 하고 있으며 이는 토큰증권(STO)에서도 동일하게 적용된다.

만약 토큰증권(STO)의 기초자산이 실물자산인 부동산, 미술품, 비행기 등에 해당할 경우 기초자산별 가치 및 감정평가와 관련한 일반적인 접근이나 통상적인 공시 요구사항에서 감정평가를 포함하는 전문가가 공모서류 또는 특정보고서, 평가서를 작성하였거나 인증할 것을 명시하였다. 특히 복잡한 상업용 부동산 또는 토큰화가 이루어지는 부동산은 대부분 공인 일반 감정평가사(Certified General Appraiser)의 평가가 필요하며, 이에 부동산을 기초자산으로 할 경우 가치에 관한 평가는 「통일부동산 감정평가기준(Uniform Standards of Professional Appraisal Practice; USPAP)」을 준수하여 이루

어진다.

■ 미국 증권거래위원회(SEC)의 공시서류

· 「Regulation A+에 따른 공시서류인 Form 1-A의 작성 지침(Instructions)」

Form 1-A, Part II (Offering Circular), Item 6: Description of Property의 지침

11. 동의서 -

(a) 전문가: 다음에 해당하는 전문가의 서면 동의서:

(i) 공모 서류(Offering Statement)에 해당 문서의 일부를 작성 또는 인증(certified)하였거나, 혹은 해당 공모 서류와의 관련 사용 여부와 관계없이 특정 보고서나 평가서(evaluation)를 작성 또는 인증한 것으로 이름이 기재된, 모든 회계사, 법률 자문(counsel, 변호사 등), 엔지니어, 지질학자, 감정평가사(appraiser) 또는 그들의 직업(전문성)상 자신이 작성한 진술(statement)에 권위를 부여하는 모든 사람.

... 후략 ...

3) 정책적 시사점

(1) 법제화 모델 적용 필요성

주요국의 부동산 조각투자 시장을 살펴보면 일본의 경우 2020년 「금융상품거래법」 개정을 통해 토
큰증권의 법적 지위를 명확히 하였고, 독일은 2021년 「전자증권법」 제정으로 디지털 자산의 제도적
기반을 구축하였다. 미국은 부동산 조각투자 상품을 위한 독립 법을 마련하지는 않았으나 기존의 증권
법 및 규정에서 적용하도록 하여 제도권 내 상품으로 출시하였다. 국내의 경우 현재 규제 샌드박스를
통한 한시적 운영에서 「자본시장법 시행령」 개정을 통해 제도화가 추진 중이다. 이는 일본의 추진 경로
와 유사하다 볼 수 있다. 다만 사업 구조에 있어서 국내는 신탁 중심의 구조를 채택하고 있어서 독일,
미국의 직접적인 증권화 모델과는 차이를 보인다. 향후 제도 발전 방향을 검토하는 과정에서 현 구조의
효율성과 함께 직접적인 소유 구조에 대한 검토 또한 필요할 것으로 생각한다.

(2) 시장 구조의 개선 방향

해외 시장 사례를 보면, 결국 통합된 유통시장을 구축하는 것이 조각투자 시장의 활성화의 핵심 요소
중 하나로 볼 수 있다. 예를 들어 일본의 오사카디지털거래소(ODX), 미국의 다양한 STO 플랫폼들은
발행 및 운용사별로 따로 유통 플랫폼이 있는 구조가 아닌 통합된 플랫폼 내에서 거래가 이루어져서
유동성을 확보하고 있다. 또한 독일의 경우 시장 조성자 제도를 통해서 지속적으로 유동성 공급을 보장

하고 있고, 홍콩은 24시간 거래 시스템을 통해 유동성 및 투자자 편의성을 높이려고 하였다. 이러한 다양한 제도적 장치들을 단계적으로 도입하여 현재 국내에서도 2차 유통시장의 개선이 필요하다.

(3) 투자자 보호 장치 강화

해외 사례를 보면 모두 투자자 보호에 있어서 엄격한 제도 및 체계를 갖추고 있었다. 미국의 경우 적격투자자 제도를 통해서 투자자를 분류하였고, 독일의 경우 상품의 포괄적 공시 의무를 부과하였다. 일본은 독립적 감정평가 체계를 명시하여 기초자산의 가치 평가에 대한 객관성을 담보하였다. 이와 달리 국내의 경우 현재 자율 공시 체계에 의존하고 있다. 향후 법제화와 제도 기반이 갖춰지면, 투자자 보호를 위해 정기 공시, 공시 양식 통일, 업계 표준을 마련해야 한다.

제4장

부동산 조각투자의 문제점 및 개선 필요 사항

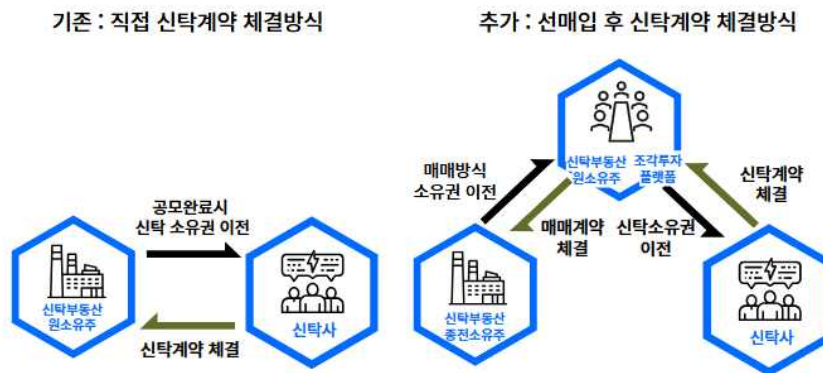
1. 투자자 보호 및 시장 활성화 측면에서 구조적 문제

1) 발행 및 유통시장의 한계

국내 부동산 조각투자 상품의 현황을 분석한 결과, ① 발행구조상에서 발생하는 문제, ② 유통시장에서의 유동성 부족과 관련한 문제들을 주요 문제점으로 들 수 있다.

첫째, 발행구조상에서 발생하는 문제는 ㉠ 발행구조의 복잡성, ㉡ 추가 비용 발생을 들 수 있다. ㉠ 발행구조의 복잡성은 부동산 자산을 토큰증권화하는 과정에서 신탁을 기반으로 하는 간접소유 구조를 채택하기 때문이다. 많은 수의 투자자들이 공유 형태로 부동산을 소유할 경우 법적, 실무상 문제로 인해 운영상 한계가 발생할 수 있다.³⁸⁾ 이로 인해 부동산 조각투자 상품들은 신탁구조로 채택하였으며, 투자자는 기초자산에 대한 실질적인 소유권을 보유하지 못한다. 대신 수익증권 형태로 임대수익 및 처분 이익을 배분받는 구조이다.

[그림 4-1] 부동산 조각투자 상품의 사업구조 비교



자료 : 카사코리아 북촌 월하재 투자설명서(2024: 30) 내용 수정 후 편집

38) 이해관계와 입장이 다양하므로 의견 조율이 어렵고 분쟁 소지가 높아지며, 부동산의 관리, 처분 등 중요 사안에 대한 결정이 지연되거나 어려워진다. 일부 지분 매각 등으로 인해 실질 소유주 파악이나 전체 관리가 어려우며 각 종 세금 납부 책임이 분산되어 미납 등 문제가 발생할 가능성이 높다.

이는 ‘부동산의 공동 소유’라는 개념과는 본질적 차이가 있다. 또한 발행구조의 복잡성과 차입의 한계로 인해 부동산 조각투자 플랫폼들이 투자대상을 구입하는 데 있어 우량하고 투자가치가 높은 부동산을 선점하는 데에 어려움이 있다. 이로 인해 최근 플랫폼들은 기존의 부동산 소유자와 신탁사의 계약 방식에서 신탁대상 부동산의 취득가격 협상력 제고를 위해 선매입 방식 기반의 신탁구조로 변경하는 추세이다.³⁹⁾ 이러한 사업구조는 위탁자인 부동산 소유주, 신탁사인 수탁자, 부동산 조각플랫폼 운용사, 투자자가 참여하는 복잡한 의사결정 체계로 인해 문제 발생 시 책임 소재가 불분명해지거나 이해상충이 발생할 가능성이 있다.

이러한 문제를 해결하기 위한 또 다른 방법으로는 집합투자기구와 유사한 형태로 운영하는 상품들도 있다. 해당 조각투자 상품들은 다른 조각투자 상품보다 상대적으로 규모가 큰 부동산을 대상으로 투자하며 매입가의 일부 자금을 차입하고 실사보고서를 포함하며 폐쇄형으로 운영되거나 K-OTC 장외 주식시장에서 거래하는 다자간 상대매매방식을 따라 유통 거래한다.⁴⁰⁾

또 하나는 ㉠ 추가 비용 발생 즉, 운용 및 신탁사의 불필요한 수수료 증가 가능성이다. [그림 4-1]과 같이 기존 사업구조에서는 신탁대상인 부동산 원소유주와 신탁사 간에 직접 신탁계약을 체결하는 방식이므로 수익증권의 공모 결과에 따라 부동산 매각 여부가 결정된다. 또한 공모 완료 후에도 원소유주는 위탁자로서의 지위를 유지하게 되는데 이러한 사업구조를 이해하지 못하거나 생소함으로 인해 조각투자 플랫폼 운용사들은 투자 부동산의 물건 확보 어려움과 매매가격 협상에서도 불리하게 작용한다는 의견을 주었다. 이는 결과적으로 발행하는 상품의 투자 매력도가 감소하는 문제로 귀결되었다.⁴¹⁾ 이로 인한 문제를 새로운 사업방식인 선매입 방식으로 변경하면서 자본 차입이 현 제도에서는 어려워므로 투자자는 추가 비용을 부담하게 되었다. 카사코리아 북촌 월하재 투자설명서(2024)에 따르면 선매입

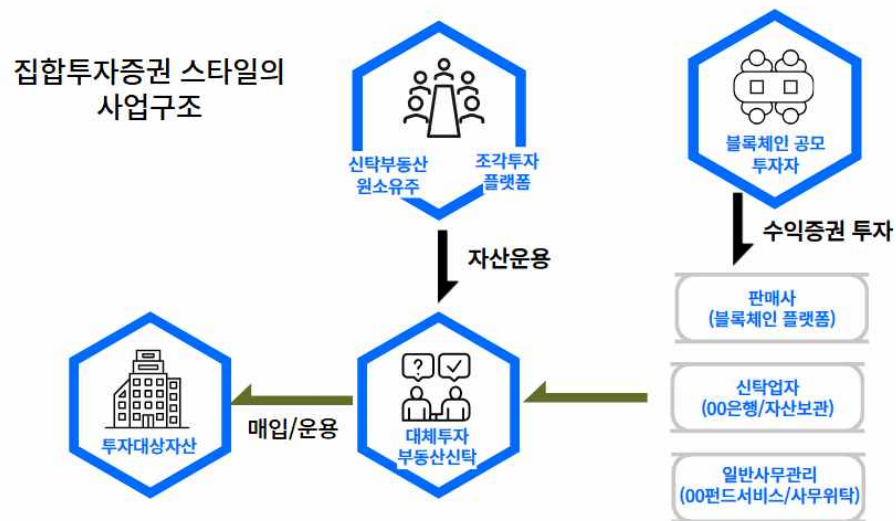
39) 기존 부동산 원소유주와 신탁사와의 계약 체결방식은 신탁사가 수탁자로서 투자 대상인 부동산을 관리하며 투자자에게는 수익증권을 발행하는 형태이다. 이에 대해 카사코리아 북촌 월하재 투자설명서(2024: 30-32)에서는 기존 방식인 일반적인 부동산 매매방식에 따라 매매가격을 협상하는 과정에서 여타 매수경쟁자 대비 가격 협상력의 불리한 점이 있었는데 다소 생소한 사업방식으로 인해서 부동산 원소유주가 부동산이 매각되더라도 신탁계약에 따른 위탁자로서 지위를 유지하는 점에 대한 부분이라고 설명하였다. 이에 새로운 방식으로 투자 부동산을 선매입 후 신탁계약 체결하는 방식을 제안하였고 금융위원회 또한 혁신금융서비스 지정내용 변경 신청을 수용('24.04.03.)함에 따라서 새로운 상품 출시부터 사업구조를 변경하였다.

40) 비브릭에서 발행한 회원감천빌딩 투자설명서(2024)에 따르면, 상품명은 “하나대체투자부동산구분투자신탁1호”이며 하나대체투자자산운용이 집합투자업자로 자산운용에 참여하고 있다. 또한 집합투자의 관리는 신탁업자의 지위로서 부산은행이 진행하였다. 또한 B.SQUARE 타워(2022)는 매입시점에서 건물의 감정평가액이 387억원이었으나 이 중 절반 가까운 170억원을 조각투자로 발행하였고 남은 금액인 약 217억원은 차입자금으로 조달하였다. 이는 금융위원회의 가이드라인에 따르는 타 플랫폼들의 발행상품들과는 큰 규모 및 다른 자금조달형태로 조각투자상품보다는 부동산펀드에 가까운 형태를 띠다고 볼 수 있다.

41) 조각투자 플랫폼에 종사한 경험이 있거나 다니고 있는 전문가의 의견에서도 위의 내용을 애로사항으로 밝혔으며, 해당 구조로 발행된 상품 설명서에도 이러한 골자의 내용이 담겨있다.

방식은 ㉠-1) 신탁부동산의 원소유주이자 조각투자 플랫폼과 신탁사간의 신탁계약 거래와 ㉠-2) 해당 부동산을 종전에 소유했던 자와 조각투자 플랫폼 사이의 매매계약에 따른 소유권 이전 거래가 추가되므로 취득세(법인 12.4%) 등 이전비용, 위탁수익금 조달을 위한 금융비용이 추가되었으며 그 비용은 공모가의 10.5%(약 1억 2백만원)를 차지하였다.⁴²⁾ 만약 투자물건의 임대수익률 및 예상되는 매각차익에서의 매력도가 시장 벤치마크 대비 상대적으로 높다면 새로운 사업방식으로 변경하면서 추가되는 비용을 무시할 수 있을 것이다. 그러나 다른 부동산 간접투자상품 대비 기대수익률의 경쟁력이 떨어진다면 이 비용은 시장 활성화를 저해하는 또 하나의 위험으로 작용할지도 모른다.

[그림 4-2] 집합투자증권 형태의 부동산 조각투자 사업구조



자료 : 비브릭 회원감천빌딩 투자설명서(2024) 내용 수정 후 편집

둘째, 유동성 부족 문제는 ㉠ 운용사별 상품간 호환되지 않는 플랫폼, ㉠ 거래방식의 폐쇄성에 기인하고 ㉠ 가격 시세 추적의 어려움에도 영향을 주며, 이는 국내 부동산 조각투자 상품의 2차 유통시장 구조와 직접적으로 관련되어 있다.

㉠ 운용사별 상품간 호환되지 않는 플랫폼이란, 최근까지 발행되었던 29개 부동산 조각투자 상품들이 해당 상품들을 발행한 회사에서 운용하는 해당 플랫폼에서만 거래할 수 있다는 의미이다. 즉 각각

42) 예를 들어 법인 기준 취득세, 등록세(0.8-2.0%), 중개수수료(0.5-0.9%), 금융비용(연 5-7%)으로 관련 비용이 공모가의 8-12% 수준이다.

독립된 플랫폼에서만 거래할 수 있으므로 조각투자시장은 분절되어 있고 이로 인한 문제점으로 ㉠-1) 2차 시장에 참여할 수 있는 유효수요자들이 플랫폼 이용자로 한정된다는 점,⁴³⁾ ㉠-2) 개별 플랫폼 운용 및 관리에 따른 비용 증가를 들 수 있다. 특히 플랫폼 간 발행한 상품을 거래하고 투자자들이 이동하는 것이 불가하므로 유통 거래량이 감소할 수 밖에 없는데 이는 부동산이라는 고정 자산의 유동성을 높이기 위해 간접투자상품들을 개발하게 된 배경 및 초기 의도와도 상충한다.

또 하나는 개별 플랫폼의 운용 및 관리에 따른 비용 증가 문제이다. 각 플랫폼이 독립적으로 발행 청약 시스템, 거래 시스템을 만들고 운영해야 하므로 중복 투자 및 비효율성이 발생한다. 이는 부동산 조각투자사업 자체가 금융위원회의 샌드박스로 인한 규제 제외를 일정 기간 받은 후 기한 연장을 받으며 운영하기 때문에 사업 자체의 영속성을 알 수 없으므로 거래소와 같이 통합된 플랫폼을 상장시키는 데에 위험 부담이 있기 때문으로도 판단한다. 그럼에도 불구하고 유동성의 부족은 합리적 투자자들이 부동산 조각투자상품을 선택하는 데에 장애물로 작용하며 기관투자자 참여의 제약으로 이어진다.

㉠ 거래방식의 폐쇄성 문제는 ㉠-1) 일대일 상대매매의 한계, ㉠-2) 실시간 시세 추적의 어려움, ㉠-3) 낮은 거래회전율 및 거래량 부족의 문제로 세분화할 수 있다. ㉠-1) 일대일 상대매매는 특정한 매수자와 매도자 사이에 사전에 가격 및 수량을 제시하고 직접 거래를 하는 방식으로 우리에게서는 중고거래 플랫폼인 “당근” 앱에서의 거래방식으로 익숙하다. 해당 거래방식은 일부 부동산 조각투자 플랫폼에서 적용하는 방식⁴⁴⁾이며, 매수자 및 매도자는 자신이 원하는 호가, 수량을 제시하고 플랫폼 내 1:1 대화 등의 협상을 통해서 거래가 이루어진다.⁴⁵⁾

일대일 상대매매의 단점 중 하나는, 거래가 성사되기까지 원하는 시간 내에 가격 협상이 원활하게 이루어지기 어렵고, 설사 협상이 완료되더라도 장기간이 소요될 가능성이 높다는 점이다. 특히 비공개 거래이기 때문에, 거래가 이루어진 가격 자체 및 그 가격의 추세와 이력을 파악하기 어렵다는 점, 그리고 시장 외부 충격에 따른 가격 반응이 즉각적으로 나타나지 않는다는 점에서, 시장 왜곡을 초래할 수 있다. 이러한 점은 ㉠-2) 실시간 시세 추적의 어려움과도 연결된다. 또한 ㉠-3) 낮은 거래 회전율과 부족한 거래량의 문제로 이어질 수 있다. 다만, 낮은 거래 회전율 및 적은 거래량은 일대일 상대매매 외의 다른 플랫폼이나 상품에서도 공통적으로 고민되는 부분⁴⁶⁾이다.

43) 이는 결국 유동성 풀(Pool)이 협소하다는 의미이다.

44) 카사코리아는 이전까지 플랫폼에서 장외주식시장 형태(일반적인 주식거래소에서의 거래와 유사)로 거래를 하였으나, 복촌 월하재 상품의 설명서부터 “플랫폼 내 일대일 상대매매 방식으로 현금성 제약 가능성”을 명시적으로 언급하였다.

45) 해당 업체에서는 이를 “호가거래”와 “채팅거래”로 구분하고 있다.

46) A 업체의 관계자에 의하면 “일 거래량 수천만원~수억원 수준”이라고 밝혔으나, 이는 해당 플랫폼 내 상품 전체의 거래량으로 개별 상품당 거래량은 매우 미미한 수준이다. 이는 투자자가 원하는 시점에 매도가 거의 불가능함

㉔ 가격 시세 추적의 어려움은 실시간 시세 정보를 파악하기 어려울 뿐만 아니라, 부동산 조각투자 시장 전체의 성과를 측정할 수 있는 지수 또는 벤치마크가 존재하지 않아 투자자들이 시장 전반의 흐름을 효과적으로 파악하기 어렵게 만든다. 이로 인해 투자자 개인이 자신이 투자한 지분의 현재 가치를 추정하기 힘들어 전체 투자 포트폴리오의 관리를 어렵게 하며, 풍부한 현금을 보유한 신규 투자자들의 유입을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 이러한 발행 및 유통상의 구조적 한계는 자산가치 관리와도 밀접한 연관을 가진다.

또한 매각 완료된 상품 외에 운영 중인 상품 중 일부는 폐쇄형 펀드의 구조로 신탁기간 중 중도 매매가 불가능한 경우도 있다.⁴⁷⁾ 이렇게 거래할 수 있는 상품의 경우도 각 플랫폼 운영사마다 다른 토큰 체계로 되어 있고 공식 거래소가 아닌 개별 회사의 운영 플랫폼에서 거래하거나 일부 상품⁴⁸⁾은 플랫폼 내 1:1 거래만 가능하다. 이는 가지고 있는 조각투자상품을 신탁기간 완료 이전에는 기초자산인 부동산이 매각되지 않을 경우 원하는 만큼 현금화되기 어려우며, 신탁기간이 상대적으로 길다는 점에서 유동성이 제약된다는 문제가 있다. 특히 2차 유통시장에서 증권거래소 상장이 불가하여 공식 거래소가 없다는 점, 실시간 시세 확인이 어렵다는 점에서 가격 형성의 투명성 측면에서 한계를 가지고, 기초자산인 부동산 투자 고유의 유동성 부족 문제를 해소하지 못했다는 점이 가장 큰 구조적 한계로 지적된다. 이는 결국 유동성 공급자(Market Maker)를 지정하여 항상 매수-매도 호가를 제공할 의무를 부여하고 거래 가능성을 보장하도록 하여 시장 생태계의 경쟁력을 구조적으로 확보하는 쪽으로 제도 및 운영이 개선되어야 할 것이다.

2) 자산가치 관리의 문제

국내 부동산 조각투자 상품의 사례 통해서 분석한 결과 자산가치 관련 문제는 ① 자산 선정 및 관리에서의 위험, ② 소규모 투자로 인한 자산 선택권 제약, ③ 자산가치의 재평가를 들 수 있다. 발행된 조각투자 상품 사례들을 보면, 발행 규모가 평균 33.1억 원 수준의 소액 중심으로 형성되어 있어서 기관투자자가 참여하는 데에 구조적 한계가 존재한다. 부동산 입지의 지역적 편중(서울 75.9%)과 용도 편중(업무시설 37.9%)도 뚜렷해, 투자 포트폴리오의 다양성이 부족하다는 점 또한 한계로 지적된다.

을 의미한다.

47) 비브릭에서 발행한 상품들이 여기에 해당한다.

48) 카사코리아의 경우 복촌 월하재 등 상품부터는 1:1 상대매매만 가능하다. 1:1 상대매매는 매도자가 원하는 수량과 매도호가를 제시하고 매수자의 원하는 수량과 매수호가를 제시하여 중고거래플랫폼인 당근에서의 거래방식처럼 거래가 이루어진다.

이러한 점으로 볼 때 조각투자 시장의 자산 편중이 있으며, 위험 관리가 필요하다고 할 수 있다.

① 자산 선정 및 관리에서의 위험

발행된 부동산 조각투자 상품을 분석한 결과,⁴⁹⁾ 64.7%(11개 상품)가 단일 임차인에 의존하고 있어서 임차인 집중 위험이 높은 상황이다. 이 경우 임차인의 관리가 편리할 수 있으나, 만약 임차인의 신용 위험이 발생하였을 때 계약 갱신 위험이 있고 전체 공실로 이어질 수 있다. 실제로 서초 지웰타워의 경우 서울 강남권의 대규모 홍수로 인한 침수로 인해 임대료가 30% 삭감된 사례가 있고, TE 물류센터의 경우 복수의 임차인 중 1군데의 임대차 계약이 조기 종료되어 예상 배당수익보다 낮은 수준에서 배당이 이루어지기도 하였다.

〈표 4-1〉 단일 임차인 의존 부동산 조각투자 상품

구분	카사코리아	편블	루센트블록	비브릭
단일임차인 상품	5개	3개	3개	0개
특징	-	소형 부동산 특화로 인한 단일 임차인	상대적으로 단일, 복수 임차인 상품 분산	펀드에 가까운 상품 형태 대형 부동산으로 복수 임차인

자료 : 저자 작성

단일 임차인의 비율이 높은 이유는 부동산 조각투자 개별 상품의 규모가 작기 때문인 것으로 분석된다. 부동산 조각투자상품의 기초자산인 부동산의 평균 규모가 33.1억원 수준이고 상대적으로 소규모 부동산인 이유는 100% 자기자본으로 발행해야 상품 허가가 나오는 구조이기 때문이다. 이와 달리 리츠(REITs)의 경우 자기자본의 200%(특별결의 시 자기자본의 1,000%)까지 차입이 가능하므로 조각투자 상품과 동일한 자기자본일 경우에도 더욱 큰 규모의 부동산에 투자하여 다양한 임차인을 구성할 수 있다.

49) 임차인 관계를 파악한 17개 상품 중 단일 임차인인 경우 11개, 복수 임차인이 6개로 나타났다. 소형 규모의 상업용 부동산을 기초자산으로 설정하는 경우가 많아 단일 임차인이 될 확률이 높다. 일부 계약에서 임차인 요청으로 조기 계약 종료되거나 임대료를 제 때 납부하지 않을 경우 이로 인한 배당 수익의 문제 및 지연 리스크가 발생할 수 있다.

② 소규모 투자로 인한 자산 선택권 제약

차입제한으로 인한 소규모 투자는 우량 자산을 선택할 수 있는 권리를 제한하는 결과로 이어진다.. 부동산 조각투자 상품 분석 결과를 보면 최소 3.8억원(더 코노서 여의도 1호)에서 최대 170억(B.SQUARE 타워)⁵⁰⁾까지 편차를 보이고 있으나 대부분 상품은 30억원 이하로 우량 대형 자산이라고 보기 어렵다. 실제로 전체 상품 중 48.3%가 10-30억원 구간에 집중되어 있어 중소형 자산 위주의 포트폴리오 구성이 불가피한 상황이다. 이로 인해 플랫폼들은 프리미엄 자산보다 중소형 자산 위주로 조각투자 상품을 구성할 수 밖에 없고 이는 결과적으로 배당수익률의 경쟁력 및 임대차 안정성에서 한계를 보일 수 있다.

③ 자산가치의 재평가 문제

자산가치 재평가 제도와 관련해서 다음과 같은 문제들이 있다. 부동산 조각투자 상품들은 재평가 제도를 온전히 상품설명서의 규정에 일임함에 따라 동일한 조각투자 상품임에도 불구하고 어디에 속한 플랫폼인가에 따라 재평가 제도 시행이 다르게 적용된다는 점이 문제로 볼 수 있다. 일부 발행회사의 경우 일정 기간이 지난 상품의 기초자산의 가치를 투자자들에게 공시하지 않는 경우도 있었고, 상품에 따라서 2년 또는 3년 주기로 재평가를 실시하는 경우도 있었다.⁵¹⁾ 뿐만 아니라 같은 발행회사일지라도 내부 정책의 변경으로 인해 개별 상품에 따라 재평가 주기가 다르거나, 재평가 시 복수 법인 또는 단수 법인 채택 등의 기준이 상이하였다. 특히 재평가 시점이 상품별로 다르기 때문에 동일한 투자 상품임에도 불구하고 다른 적용이 된다는 점은 개선이 필요할 것이다.⁵²⁾

재평가 운영 방식에 대한 검토도 필요하다. 현재는 플랫폼이나 상품에 따라 단수평가 또는 복수평가가 각기 다르게 적용되고 있으며, 이에 대한 통일된 기준이나 원칙은 부재한 상황이다. 단수평가와 복수평가 중 어떤 방식을 선택할지는 운용사에 전적으로 일임되고 있으나, 단순히 선택에 맡기기보다는 각 방식의 비용, 운영 효율성, 신뢰성 등의 장단점을 종합적으로 분석한 후 보다 통일되고 적합한 운영

50) 차입금 제외한 공모발행총액을 의미한다.

51) A회사의 경우 2년 주기 단수평가(일부 상품 복수 평가)를, B회사는 2년 주기 복수평가를, C회사는 부정기 재평가를, D회사의 상품은 3년 주기를 채택하고 있다.

52) 한국 리츠(REITs)의 경우, 재평가에 관한 명확한 규정이 부재하다는 점과 비교하면, 소형·개별 자산을 기초자산으로 하는 조각투자에서는 일부 재평가가 이루어진다는 사실 자체가 의미 있다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고, 미국 리츠(REITs)는 분기별로 NAV(순자산가치) 공시가 의무화되어 있으며, 독립적인 평가기관의 검증을 거쳐 투자자에게 실시간 정보를 제공하고 있다. 일본의 리츠(J-REITs) 역시 반기별 자산가치 평가와 외부 전문가의 검증을 통해 평가의 객관성을 확보한다는 점에서, 국내 관련 규정 및 투자자 보호 수준이 국제적 기준에 비해 낮은 수준임을 확인할 수 있다. 따라서 투자자 보호 강화를 위해 국내 조각투자 및 리츠 관련 자산의 재평가 체계 개선이 필요하다.

(안) 채택이 필요하다. 이를 바탕으로 향후 재평가 방식에 대한 업계의 표준을 정립하고, 투자자 보호와 평가의 객관성을 제고할 수 있도록 검토가 필요하다.

3) 수익성 및 규제 환경의 문제

수익성 및 리스크 관리, 규제 환경관련 문제로는 ① 다른 자산 대비 낮은 투자매력도, ② 유사 상품 대비 엄격한 규제를 들 수 있다.

① 다른 자산 대비 낮은 투자매력도

부동산 조각투자 상품의 낮은 투자매력도는 상대적으로 낮은 배당수익률에서 기인하며, 이는 다른 자산 대비 경쟁력이 부족하다는 점을 의미한다. 앞서 살펴본 바와 같이 2022년부터 2025년 사이 발행된 국내 부동산 조각투자 상품의 평균 배당수익률은 연환산 기준 약 4.1% 수준으로 나타났다. 같은 기간 한국은행 기준금리⁵³⁾는 2022년 1월 1.25%에서 2023년 1월 3.5%까지 상승하였고, 이후 2024년 11월 기준 3.0% 수준에서 유지하고 있다. 또한 3년 만기 국고채 금리 2024년 3.11%였으며, 2025년 1월 기준 전국 공시지가 상승률이 2.93%, 서울은 3.92%인 점을 고려할 때 조각투자 상품의 배당수익률은 기준금리 및 안전자산 대비 약 1% 내외의 리스크 프리미엄만을 제공하고 있다.

〈표 4-2〉 부동산 간접투자상품의 평균 수익률 비교

구분	부동산 조각투자	리츠(REITs)	부동산펀드	P2P 대출
배당수익률	평균 4%대('24년) • 매각수익률 5-18% (연환산)	평균 5.7%('24년) • CR리츠 8.4% • 위탁관리리츠 5.0% • 상장리츠 7.5%	평균 4%대('24년이후) 9%대('22년10월까지)	플랫폼별 상이(4~12%)
한국은행 기준금리	3.0% (‘24년11월기준)	공시지가 상승률	전국 2.93%, 서울 3.92% (‘25년1월기준)	
국고채 금리	3.11% (3년 만기, ‘24년 평균)	주택 공시가격 상승률	공동주택 전국 3.65% 개별주택 전국 1.96% (‘25년1월기준)	

자료 : 부동산 조각투자 플랫폼별 공시자료; 한국리츠협회(www.kareit.or.kr); 권민경(2024.11.18.); 온라인투자연계금융협회(www.mla.or.kr) 및 각 회사사; e-나라지표(www.index.go.kr); 국토교통부(www.molit.go.kr)

53) 동기간 2022년 1월 14일 1.25%에서 2023년 1월 13일 3.5%까지 1년간 기준금리는 2% 상승하였다. 이후 소폭 하락 중이다.

또한 다른 유사 자산군인 리츠(REITs)의 2024년도 평균 배당 수익률은 5.2%⁵⁴⁾보다 낮은 수준이다. 리츠(REITs)뿐만 아니라 기준금리에 일정 수준의 프리미엄을 부여하는 시중은행 정기예금과 비교할 때에도 부동산 조각투자 상품의 투자 매력도가 높다고 보기 어렵다. 특히 문제가 되는 것은 높은 리스크임에도 불구하고 상대적으로 낮은 수익률을 제공하는 사례가 있다는 점이다. 일부 상품의 경우 단일 임차인, 10억 이하 소형 상품, 수도권 외 입지 등 여러 개의 위험 요인을 한꺼번에 가지고 있음에도 높지 않은 배당수익률을 제공하고 있으므로 이를 해결하기 위한 근본적인 원인을 해소할 수 있고 투자자를 보호할 수 있는 규정이 필요할 것이다.

② 유사 투자상품 대비 엄격한 규제

유사 투자상품 대비 엄격한 규제로 인한 문제도 있다. 부동산 조각투자 플랫폼 A사, B사의 전문가 인터뷰에 따르면 샌드박스의 임시적 지위를 가장 큰 제약으로 지적하였다.

〈표 4-3〉 부동산 간접투자상품 및 직접투자의 규제관련 비교

구분	주요 법적 근거	공시의무	실물 자산 권리	규제 특징
부동산 조각투자	샌드박스 체제 하에 금융위 가이드라인, 자본시장법 일부	자율 공시	신탁수익증권 형태 (직접 소유는 아님)	• 명확한 법적 근거 부재 • 가이드라인에 의한 규제
리츠(REITs)	부동산투자회사법	분기, 반기, 연간 등 공시 의무	실물 간접소유	• 국토부 산하의 규제 • 부동산 자산군의 형태로 구성하므로 완전 청산은 쉽지 않음
부동산펀드	자본시장법	설정, 운용, 청산 시 보고 의무 + 분기 보고서	신탁, 펀드의 소유	• 자본시장법 적용, 집합투자업자 등록 의무 • 주식형, 채권형 펀드와 달리 폐쇄형 중심의 매매 불가
부동산 직접투자	민법, 부동산등기법	공시의무 없음 (개인투자 특성)	직접 소유, 자기 책임	• 공실, 세금, 자본 손실 등의 위험 • 투자금액 단위 큼

54) 배당금은 직전 결산기에 대한 연환산 배당수익률이며, 한국리츠협회(www.kareit.or.kr) 발표를 참고하기 바란다.

구분	주요 법적 근거	공시의무	실물 자산 권리	규제 특징
P2P 대출	온라인투자연계금융업법	플랫폼별 일부 공시	대출채권 형태	- 온라인투자연계금융업법 적용 - 투자자 보호기금 의무 - 부동산담보 대출채권 투자

자료 : 저자 작성

임시적 지위로 인해 사업의 지정기간이 정해져 있으며 법적 지위가 부여되지 않아 영구적 사업 기반이 부재하다는 의미이다. 이는 대규모 투자를 유치하거나 장기 사업 계획을 수립하기 어려우며, 이와 달리 다른 유사 부동산 투자상품인 리츠(REITs) 및 부동산펀드가 법적 근거를 가지고 안정적으로 운영 가능하다는 점에서 부동산 조각투자 상품이 시장에서 경쟁력을 갖기 어렵다.

부동산 조각투자 플랫폼 A사, B사의 인터뷰에서 제기한 또 하나의 문제는 바로 초기 제약사항으로 투자용 부동산을 취득 시 담보대출이 금지되어 있고 100% 자기자본에서 매입을 해야 한다는 점이다. 이 점은 경쟁력있는 부동산을 매입하기에 어려움이 있으며 다른 상품에 비해 경쟁력이 약화되어 투자 수익률에도 좋지 않은 결과를 초래할 수 있다.

이와 달리 리츠(REITs)는 현행 법규(「부동산투자회사법」 제29조)에서 원칙상 자기자본의 2배까지 차입 및 사채 발행을 허용하며 주주총회 특별결의를 한 경우에는 10배까지 가능한 점에서 부동산 조각 투자 상품의 제약과 상당한 차이가 있다(국토교통부, 2023.09.; 22). 부동산펀드도 부동산 집합투자기구의 금전차입을 순자산의 200% 이내로 허용하며 부동산집합투자기구가 아닌 일반 펀드의 경우 부동산 평가액의 100% 이내에서 금융위원회 고시 비율 내에서만 가능하다(「자본시장법」 시행령 제97조).

■ 부동산 상품 차입한도의 법적 근거 및 조항

· 부동산펀드 : 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」 제94조(부동산의 운용 특례)

- ① 집합투자업자는 제83조제1항 각 호 외의 부분 본문에 불구하고 집합투자재산으로 부동산을 취득하는 경우(제229조제2호에 따른 부동산집합투자기구는 운용하는 경우를 포함한다)에는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입할 수 있다.
- ② 집합투자업자는 제83조제4항에 불구하고 집합투자재산으로 부동산개발사업을 영위하는 법인(부동산신탁업자, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자를 포함한다)에 대하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금전을 대여할 수 있다.

... 중략 ...

⑥ 제1항 및 제2항에 따른 금전 차입과 금전 대여의 한도, 차입한 금전의 운용 제한 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

■ **부동산펀드 : 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령(자본시장법 시행령)」 제97조(부동산의 운용 특례)**

① 법 제94조제1항에서 “대통령령으로 정하는 방법”이란 집합투자업자가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 금융기관 등에게 부동산을 담보로 제공하거나 금융위원회가 정하여 고시하는 방법으로 금전을 차입하는 것을 말한다. 다만, 집합투자자총회에서 달리 의결한 경우에는 그 의결에 따라 금전을 차입할 수 있다.

… 중략 …

⑦ 집합투자업자가 법 제94조제1항에 따라 금전을 차입하는 경우에 그 차입금 한도는 다음 각 호와 같다.

1. 부동산집합투자기구의 계산으로 차입하는 경우: 그 부동산집합투자기구의 자산총액에서 부채총액을 뺀 가액의 100분의 200. 다만, 집합투자자총회에서 달리 의결한 경우에는 그 의결한 한도

2. 부동산집합투자기구가 아닌 집합투자기구의 계산으로 차입하는 경우: 그 집합투자기구에 속하는 부동산 가액의 100분의 100의 범위에서 금융위원회가 정하여 고시하는 비율. 이 경우 부동산 가액의 평가는 법 제238조제2항에 따른 평가위원회(이하 “집합투자재산평가위원회”라 한다)가 같은 조 제3항에 따른 집합투자재산평가기준에 따라 정한 가액으로 한다.

… 후략 …

■ **리츠(REITs) : 「부동산투자회사법」 제29조(차입 및 사채 발행)**

① 부동산투자회사는 영업인가를 받거나 등록을 한 후에 자산을 투자·운용하기 위하여 또는 기존 차입금 및 발행사채를 상환하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 자금을 차입하거나 사채를 발행할 수 있다.

② 제1항에 따른 자금차입 및 사채발행은 자기자본의 2배를 초과할 수 없다. 다만, 「상법」 제434조의 결의 방법에 따른 주주총회의 특별결의를 한 경우에는 그 합계가 자기자본의 10배를 넘지 아니하는 범위에서 자금차입 및 사채발행을 할 수 있다.

■ **리츠(REITs) : 「부동산투자회사법 시행령」 제33조(외부 차입)**

① 법 제29조제1항에 따라 부동산투자회사가 자금을 차입하려는 경우 다음 각 호의 금융기관 등으로부터 차입해야 한다. 다만, 부동산투자회사의 정관이나 「상법」 제434조에 따른 주주총회의 특별결의로 달리 정하는 경우에는 그에 따라 차입할 수 있다.

… 중략 …

② 부동산투자회사가 부동산을 취득하면서 해당 부동산에 담보된 부채를 인수하는 경우는 제1항에 따른 차입으로 본다.

③ 법 제29조제1항에 따라 부동산투자회사가 사채를 발행하는 경우에는 부동산투자회사의 정관이나 「상법」 제434조에 따른 주주총회의 특별결의에 따른다

4) 소결

국내 부동산 조각투자 상품의 문제점을 토대로 종합 분석한 결과 4개의 주요 문제점 영역에서 27개의 세부 문제들을 확인하였으며 시장 및 투자자의 영향 정도에 대한 순위를 “◎ 매우 높음, ○ 높음, △ 중간”으로 표현하여 작성하였다. 이 중 영향 정도가 매우 높은 세부 문제(◎)들은 총 11개였으며 시장 확대 및 발전을 저해하고 있는 핵심 요인으로 파악하였다.

발행구조상 문제점에서는 발행구조가 복잡하고 차입 제한으로 우량자산을 확보하기 어려운 문제가 시장에서 투자 매력도를 저하시키는 요인으로 판단하였다. 유통시장에서는 개별 플랫폼 간 호환성 부재로 인해 시장이 분절화되고, 유효 수요 제약, 일대일 상대매매의 한계, 낮은 거래량 등의 문제가 복합적으로 발생하여 2차 시장의 유동성에 악영향을 미치고 있다. 특히 현재 발행된 29개의 상품들은 각각 4개의 운용플랫폼에 분산되어 유통되므로 일일 거래량이 작을 수 밖에 없다. 자산가치관련 문제점에서는 단일 임차인에 의존, 소규모 부동산으로 인한 제약을 영향이 큰 위험요인으로 보았다.

경쟁 상품에 비해서 우량 대형 자산의 접근이 어려우므로 결과적으로 임대차 안정성, 수익률 경쟁력에서도 한계를 보인다. 수익성 및 리크스 관리 문제점에서는 낮은 배당수익률, 리스크 대비 부적절한 수익률, 샌드박스 임시적 지위, 차입 제한 등이 시장에 부정적인 영향을 주고 있었다. 특히 법적인 지위를 확보하지 못한 채 샌드박스를 통해서 금융위원회의 가이드라인을 통해 기한이 연장되는 것은 사업 자체의 영속이 어렵고 새로운 상품을 개발하는 데도 제한 요소로 남아있다.

이렇게 분석된 세부 문제들은 상호 연관성을 가지고 순환이 되고 있었다. 자기자본으로만 투자가 이루어지고 차입이 제한되면, 결과적으로 소규모 자산으로 구성된 상품이 될 수밖에 없다. 이러한 상품은 단일 임차인으로 구성될 가능성이 높아 임대차 리스크가 크게 증가하며, 투자자들에게 매력도가 떨어진다. 이는 결국 시장 전체에도 부정적인 영향을 미친다.

〈표 4-4〉 부동산 조각투자 상품의 문제점 종합

대분류	중분류	세부 문제	내용	영향
1. 발행구조상 문제점	㉠ 발행구조의 복잡성	간접소유구조	신탁기반의 수익증권 형태로 실질 소유권은 아님	○
		복잡한 의사결정체계	위탁자-수탁자-플랫폼-투자자 4자 구조	○
		우량자산 확보 어려움	차입 제한으로 매수 경쟁력 부족	◎
	㉡ 추가 비용 발생	선매입 방식 비용	취득세 등 이전비용 및 금융비용 추가	○
		중복 투자 비용	신탁계약 + 매매계약 이중 거래구조	○
		플랫폼별 중복 운영	독립적 발행·거래 시스템 구축으로 인한 시스템 개발 및 운영비 추가	△
2. 유통시장 문제점	㉢ 플랫폼 호환 부재	시장 분절화	29개 상품이 4개 플랫폼에 분산	◎
		유효수요 제약	플랫폼 간 상품 거래 불가능	◎
		투자자 이동 불가	플랫폼 간 상품 거래 불가능하므로 유통 거래량 감소 및 유동성 저하	○
	㉣ 거래방식의 폐쇄성	일대일 상대매매 한계	매수자-매도자 직접 협상 방식	◎
		가격 협상의 어려움	원하는 시간 내 협상 완료 어려움	○
		비공개 거래	거래가격 및 추세 파악의 어려움 시장 왜곡 초래 가능성	△
		낮은 거래량	개별 상품당 거래량 미미	◎
	㉤ 가격 발견 매커니즘 부재	실시간 시세 부재	현재 시장가치 파악의 어려움	○
		시장지수의 부재	시장 전체 성과 측정이 어려우며, 투자 판단에도 영향	△
		시장조성자의 부재	유동성 공급자 지정 제도 부재	△
3. 자산가치 관련 문제점	㉥ 자산 선정 및 관리 위험	단일 임차인 의존	64.7% 상품이 단일 임차인 의존	◎
		플랫폼별 편차	플랫폼별 리스크 관리 수준 상이	△
		소규모로 인한 제약	평균 33.1억원, 차입 100% 금지	◎
		우량 자산 접근 제한	중소형 자산 위주 포트폴리오 구성 불가피	○

대분류	중분류	세부 문제	내용	영향
4. 수익성 및 리스크 관리 문제점	㉠ 재평가 제도 문제	플랫폼별 제도 불일치	2년/3년 주기, 단수/복수평가 혼재	○
		재평가 운영방식 차이	동일 회사 내에서도 상품별 재평가 주기 차이	○
	㉡ 투자매력도 부족	타 자산 대비 낮은 수익률	유사 상품 배당수익률 대비 열위	◎
		리스크 대비 부적절한 수 익률	높은 위험에 상대적으로 낮은 수익률	◎
		안전자산과 경쟁력 부족	기준금리 3.0% 대비 1% 프리미엄	○
	㉢ 규제 제약	샌드박스 임시적 지위	영구적 사업 기반 부재, 법적 근거 미흡	◎
		차입 제한	다른 상품 대비 차입 불가	◎

주 : 시장 및 투자자의 영향 정도에 대한 순위를 “◎ 매우 높음, ○ 높음, △ 중간”으로 표현하였으며 정책 결정 또는 제도 개선이 필요한 우선 순위에도 연관

자료 : 저자 작성

2. 개선 필요사항

1) 단계별 개선의 필요성

가장 시급한 개선이 필요한 과제는 차입 제한 해소(→ 다중 효과의 기대), 시장 통합(→ 유동성 개선의 촉매), 법적 기반 구축(→ 근본적인 안정성 확보)이다. 이들 문제는 영향도가 매우 높으면서(◎) 다른 문제들의 근본 원인이 되고 있어, 우선적 해결 시 연쇄적 개선 효과를 기대할 수 있다.

특히 차입 허용(LTV 60-70% 수준)은 상품 규모 확대, 우량자산 접근성 제고, 임차인 분산, 수익률 개선 등 다중 효과를 가져올 수 있는 핵심 과제이다. 또한 플랫폼 통합을 통한 유동성 개선은 투자자 접근성을 근본적으로 개선하여 시장 활성화의 촉매 역할을 할 것으로 예상된다.

국내 부동산 조각투자 시장은 현재 구조적 한계와 규제 제약으로 인해 본래 목적인 '부동산 투자 접근성 확대'와 '유동성 제고'를 달성하지 못하고 있다. 근본적이고 종합적인 개선 없이는 지속 가능한 시장 발전이 어려우며, 특히 영향도가 매우 높은 핵심 문제들에 대한 우선순위 기반의 단계적 해결 방안이 시급히 필요한 상황이다.

다만, 이러한 문제들이 상호 연관되어 있는 만큼 개별적 접근보다는 패키지 형태의 종합적 개선 방안

이 요구되며, 단계별로 우선순위를 설정하여 검토하여야 할 것이다. 이를 통해 부동산 조각투자가 진정한 대안적 투자수단으로 자리잡을 수 있을 것으로 판단한다.

2) 핵심 문제별 우선 순위

(1) 법적 기반의 구축

앞서 분석한 문제점들의 상호 연관성과 영향도를 바탕으로 검토하였다. 시장 참여자인 전문가들의 의견과 부동산 조각투자 상품의 사례 분석을 통해서 볼 때 최우선 과제는 조각투자제도의 법적 기반 구축이다. 현재 샌드박스 체제 하에서 운영이 되고 있는 부동산 조각투자 시장은 임시적이고 한시적으로 허용된 것이므로 사업 허가를 지속적으로 연장한다고 할지라도 근본적인 한계를 가지고 있다. 사업의 영속성, 지속성에 대한 근본적인 불확실성은 사업주체가 장기적인 목표를 가지고 운영하고 상품을 개발하는 데에도 어려움이 있으며, 대규모 자본의 유치 또는 다른 기관투자자들의 참여에도 제약 요인이 될 수 있다. 법적 기반을 구축하는 것은 단순히 규제의 불확실성만 해소하는 것이 아니라 시장 전체에서의 신뢰성 측면에서 필수적이다. 특히 투자자 보호를 위해 제도를 체계적으로 구성하고, 시장의 유효한 투자 수요를 넓혀 활성화하기 위해서는 명확한 법적 근거가 마련되어야 할 것이다.

현재 부동산 조각투자를 포함한 조각투자 상품의 법제화는 「자본시장법」의 일부 조항의 추가 및 개정을 통해 추진 중이다. 첫 번째 단계에서는 2025년 중으로 의원입법안으로 추진 중인 「자본시장법 시행령」 개정을 통해 부동산 조각투자를 법의 테두리안에서 정식으로 제도화하여야 할 것이다. 시행령 및 시행규칙, 각종 규칙 등을 통해서 다른 유사 상품인 리츠(REITs), 부동산펀드 수준에서 유사한 제약 및 허용을 검토하여야 할 것이며 이를 통해서 어려움으로 지적되고 있는 차입 허용 근거 마련, 투자자 보호 장치의 법제화, 통합된 플랫폼 이용 또는 운용에 대한 내용을 논의해야 할 것이다. 두 번째 단계로는 전용 법령의 제정 추진 검토이다. 독일의 경우 독립적인 법령을 통해서 조각투자 상품에 대한 특성에 맞는 규율을 하고 있다. 다만 본 보고서에서 검토한 다른 국가(일본, 미국 등)에서는 기존의 법률에서 조항을 추가하거나 활용하여 조각투자 상품을 규율하고 있다. 이에 해외 다른 국가들의 사례를 충분히 분석한 후 국제법 비교를 통해서 독립적인 법률을 필요성을 검토하고 채택하여야 할 것이다.

[그림 4-3] 문제점별 상호 연관성 및 악순환 구조



자료 : 저자 작성

(2) 차입 제한 해제

차입 제한 문제는 현재 부동산 조각투자 시장 체제 하에서 상품 발행 단계에서의 구조적 한계로 판단한다. 100% 자기자본으로 부동산을 매입하고 공모를 하는 과정에서, 경쟁력 있고 우량한 자산을 다른 경쟁 수요자들보다 신속하게 확보하는 것은 근본적으로 어렵다. 이 문제는 연쇄적인 개선 파급 효과가 큰 항목이며, 조각투자 사업을 운영하고 상품을 개발하는 사업주체들이 개선해야 할 중요한 과제로 인식하고 의견을 제시하였다. 다만 차입의 허용에 대해서 다른 유사 상품들과 비교할 때 어디까지 할 것인가에 대한 기준과 한계에 대한 검토가 필요하다. 일부 전문가들은 정부가 발표한 가계부채관리 수준에서 개인들이 주택을 매입할 때 사용하는 LTV 규제 수준이면 큰 무리가 없을 것이라는 의견도 제시하였다.⁵⁵⁾

이 경우 2가지 개선방향으로 검토할 수 있는 데, ① 현재 대출 불가인 상태에서 단계적으로 제한적 차입을 허용하여 시장의 반응을 살펴보고 위험 관리 체계를 검토하는 방법과 ② 리츠(REITs)와 유사한 수준의 레버리지 활용이 가능하도록 개선하고 해당 상품 수준에서 엄격한 리스크 관리 기준을 적용하도록 하는 방법이 있다. 이들 방안 모두 업계 및 전문가들의 개선 회의를 통해서 선제적으로 검토 후 정책을 시행하여야 할 것이다.

55) 2025년 6월 27일 금융위원회에서 발표한 “「가계부채 관리 강화 방안」 발표” 보도자료에 따르면 처분조건 1주 택자 및 무주택자의 경우 수도권 규제지역 LTV 50%, 비규제지역 LTV 70%이다.

(3) 통합 유통 플랫폼

현재 샌드박스 체제 하에서 29개의 발행 상품들은 4개의 플랫폼에 분산된 채 거래가 이루어지고 있다. 실제 상품을 청약하고 소유한 경험이 있는 투자자들은, 분절된 플랫폼과 제한된 거래 수요로 인해 상품의 거래량과 회전율이 극도로 낮다는 점을 체감하고 있다. 상품 설명서나 홍보에서는 부동산을 적은 금액으로 소유할 수 있고 자유롭게 거래할 수 있다는 내용이 강조되나, 실제로는 공모 이후 해당 자산이 매각되기 전까지 상당 기간 원하는 시점에 상품을 유동화하기 어렵다는 점이 단점으로 작용한다. 특히 부동산은 본질적으로 유동성이 낮은 자산이며, 이를 보완하기 위해 증권화·유동화 과정을 거쳐 간접투자상품으로 발행된다. 그러나 이러한 상품들의 유동성마저 낮다면, 상품화의 목적과 방향이 훼손된다고 볼 수 있다.

일본 거래소의 사례에서 확인하듯 유통시장의 통합 필요성은 바로 투자자의 편의성을 높이는 데에 있다. 통합 운영되는 플랫폼에서 투자자들은 다양한 부동산 조각투자 상품을 한 곳에서 비교하고 거래할 수 있으므로, 투자 선택권이 확대되고 발행사 간 건전한 경쟁을 촉진하여 전체 시장이 발전할 수 있을 것이다. 다만 분절된 플랫폼을 통합하기 위해서는 ① 기존의 증권거래소와 같이 이미 구축된 거래소 형태를 활용하여 상품을 상장하는 방안과, ② 암호화폐 시장과 같이 독립적인 거래소를 새롭게 만들어 운영하는 방안 등 근본적인 검토가 필요하다. 이 과정에서 현재 운영 중인 플랫폼의 의견도 수렴하여 통합 여부의 검토가 필요하다. 또한 해외 사례를 참고하여, 통합 운영과 함께 역외 투자자의 투자 참여 허용 및 해외 자산을 기초로 하는 조각투자 상품화 가능성 등 장기적인인 목표를 설정하고 방향성을 마련하는 것이 중요하다.

3) 투자자 권리 및 보호측면에서 개선 방향

부동산 조각투자상품은 부동산이라는 실물자산을 기초로 투자하는 만큼, 거시경제상황 및 부동산 시장의 다양한 위험에 영향을 받는다. 특히 2023년부터 시작된 국내 중대형 건설사의 부도 위기와 PF(프로젝트 파이낸싱) 개발사업의 대출 부실 위험이 연쇄적으로 확산되면서, 금융권 전반의 리스크 관리를 강화하였고 부동산 시장이 전반적으로 위축되는 현상이 나타났다.

이러한 시장 위기는 부동산 간접투자상품 전반에도 상당한 영향을 주었다. 리츠(REITs) 및 부동산 조각투자상품에서도 1개월이라는 짧은 기간동안 2차 유통시장에서 거래 호가 및 거래 가격이 30% 이

상 하락하는 급격한 변동 현상이 발생하였다.⁵⁶⁾ 이는 부동산 간접투자상품이 부동산이라는 기초자산에 얼마나 영향을 받고 있는지를 보여주는 대표적인 예이며, 투자자의 보호체계에 대한 중요성을 다시 한번 확인할 수 있었다. 투자자 입장에서는 자산가치 변동에 대한 우려와 함께, 이에 대한 충분한 정보를 통해서 시장에 계속 남아있을 것인지 아니면 현금화할 것인지를 의사결정이 필요하다. 그런데 이러한 중요 시점에 주기적이거나 특별한 공시 자료를 제공받지 못한다면, 투자자들의 합리적 판단을 저해하고 시장의 혼란을 가중시킬 수 있다.

즉 정보 비대칭 해소를 위한 체계적인 해결 방안이 필요한 것이다. 특히 자산가치의 정보가 부족한 기초자산일수록 통일된 규율 하에 일정 주기별 정보 공시는 더욱 중요하다. 현재 부동산 조각투자 시장에서는 발행사별로 상이한 공시 기준이 적용되고 있다. 일례로 재평가 항목을 들 수 있다. 리츠(REITs)와 달리 부동산 조각투자 상품의 경우 발행사 자체적으로 2년 또는 3년 주기로 재평가를 실시하는 곳이 많다. 이는 동일한 투자 상품임에도 불구하고 발행사에 따라서 정보의 공개 및 투자자 보호의 기준이 다르다는 것을 의미한다.

재평가 제도의 실용성과 경제성을 고려할 때 현실적으로 충분히 적용 가능하다. 재평가의 경우 현재 감정평가수수료 체계상에서도 부동산가액 범위에 따라 수수료 적용 기준이 다르며,⁵⁷⁾ 실제 운용상 비용 부담이 상대적으로 크지 않아 예비비를 통해서 충당할 수 있다는 조각투자 업계 전문가 의견도 제시되었다. 재평가를 통해서 얻을 수 있는 자산가치 변동 정보는 2차 유통시장에서 상품 거래가 활발하지 않더라도 투자자들에게 중요한 방향성을 제시해준다는 측면에서 핵심적인 공시자료로 평가된다. 특히 부동산 조각투자 상품의 유동성이 제한적인 현 상황에서, 재평가 정보는 투자자들이 자신의 투자 자산 가치를 객관적으로 파악할 수 있는 지표로 볼 수 있다.

이에 업계 의견을 수렴하여 재평가 주기를 발행일 기준으로부터 통일하고 PF 위기 등과 같이 시장 리스크가 발생할 가능성이 크거나 발생한 경우에는 재평가 주기가 아니더라도 일정 기간 내 중요 정보를 의무적으로 알려 시장의 투명성 및 신뢰를 확보할 필요가 있다.⁵⁸⁾ 예를 들어 ① 해당 부동산 소재 지역의 부동산 가격지수가 3개월 연속 15% 이상 하락한 경우, ② 건물 관련 중대한 사고(화재 등) 및 자연재해(홍수 피해 등)가 발생한 경우, ③ 주요 임차인(앵커 테넌트)의 부도 위험이 발생하였거나 2개월 이상 임차료를 납부하지 않은 경우 등 중요한 이슈가 발생하였을 때 특별 공시가 필요하다는 제도가 필요할 것이다. 이를

56) SK리츠의 경우 2022년 4월 주당 7,200원에 거래되었으나 부동산 PF 위기설이 나타난 2023년 10월말에는 주당 3,700원대까지 가격이 하락하였다. ESR켄달스퀘어리츠는 2023년 10월 한달간 주당 5,191원에서 3,200원대까지 30%가 넘는 하락을 보였다.

57) 기본적으로 금액이 클수록 수수료가 커지는 체계이다.

58) 이와 함께 재평가 방식에 대해 단순평가를 할 것인가 복수평가를 할 것인가에 대한 논의도 필요해 보인다.

통해 투자자들이 신뢰할 수 있는 최신 정보를 바탕으로 투자 결정을 내릴 수 있도록 지원해야 한다.

3. 감정평가업계에서의 대응 자세 및 개선 필요사항

1) 부동산 조각투자시장에서 감정평가업계의 현재 역할 및 한계

부동산 조각투자시장에서 감정평가는 ① 상품 발행 전 시점, ② 발행 후 재평가 시점, ③ 청산 시점에서 이루어지고 있다. 상품 발행 전 시점은 조각투자상품의 발행을 위한 기초자산의 가치평가를 실행하는 시점이다. 이 과정에서 발행사의 경우 매입을 추진하고 있는 부동산에 대해 적절한 매입가격을 제시할 수 있는 시가평가도 가능하며 담보 대출이 가능할 경우 담보가치 평가를 받을 수도 있다. 또한 발행 전 감정평가는 투자자들에게 있어서 투자 의사결정을 내리는데 중요한 기준이 된다. 공모 발행 총액의 적정성을 판단할 수 있는 객관적인 근거를 제공하며, 할인 발행 또는 프리미엄 발행 여부를 검토하는 핵심 요소이다. 현재 발행된 조각투자 상품 중 할인 공모는 55%, 프리미엄 공모는 45%의 비중을 보이고 있으므로 감정평가액과 공모가격 산정과의 비교 검토가 가능하다.

발행 후 재평가 시점은 상품 유지기간(신탁기간) 중 주기적으로 기초자산의 가치 변동을 확인하는 단계이다. 현재까지 발행된 29개 상품 중 6개 상품에서 재평가를 실시하였으며, 대부분 2년의 주기로 재평가가 이루어졌다. 재평가를 수행하는 가장 중요한 이유는 투자자들에게 자신이 보유하고 있는 지분의 현재 가치를 파악할 수 있고 2차 유통시장에서 거래 시 호가의 참고가격으로 활용할 수 있는 점이다. 특히 조각투자 상품의 경우 플랫폼별로 유통이 분절되어 있기 때문에 유동성이 제한되어 있는 현 상황에서 재평가 정보는 투자자들에게 객관적으로 자산가치를 파악할 수 있는 유일한 지표가 될 수 있다.

청산 시점에서 발생하는 감정평가는 신탁기간이 만료되거나 조기 매각 시 적정한 처분가격을 산출하는 역할을 한다. 매각이 완료된 6개의 상품 사례를 보면, 초기 감정평가액과 실제 매각가격 간의 차이가 있으며 이는 투자자들의 최종 수익률에 직접적인 영향을 주었다. 청산 시점에 수행하는 감정평가는 매도 전략에 직접적인 근거 자료가 될 수 있으며, 매매 상대방이 제시한 가격에 대해서 감정평가액과 비교하여 조기 매각 여부를 결정하게 되는 중요한 요소이다.

또한 감정평가는 투자자 보호 차원에서도 중요한 역할을 담당한다. 금융위원회의 '신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인'에서는 객관적 가치측정 및 평가 가능성을 필수요건으로 규정하

고 있으며, 독립적인 제3의 평가주체로서 감정평가업계의 역할을 명시하고 있다. 이는 투자자들이 신뢰할 수 있는 정보를 바탕으로 합리적인 투자결정을 내릴 수 있도록 하는 안전장치 역할을 한다.

다만, 현행 체계 중 감정평가업계에도 영향을 주는 문제점들로는 ① 플랫폼별 상이한 감정평가 기준 적용, ② 재평가 부재 및 정보의 비대칭, ③ 평가기준의 표준화 미흡으로 크게 구분할 수 있다. 첫째, 현재 부동산 조각투자시장에서는 플랫폼별로 상이한 감정평가 수행 기준을 적용하고 있다. 이는 평가 주기의 차이(2-3년), 복수 또는 단수의 평가 수행의 차이로 나타나 시장의 통일된 기준이 부재한 상황이다. 이러한 차이는 투자자들에게 정확한 정보 제공, 상품 간 비교를 어렵게 하며, 보호 측면에서 차별적 운영으로 인한 혼란을 야기하고 있다. 동일한 투자상품임에도 불구하고 발행사에 따라 정보공개 및 투자자 보호 기준이 다르게 적용된다는 것은 시장 전체의 신뢰성을 저해하는 요인이 될 수 있다.

둘째, 현재 부동산 조각투자 상품의 재평가는 개별 상품설명서의 자율적 규정에 의존하고 있어서 법적 의무사항이 아니다. 일부 발행회사는 일정 기간이 지난 상품의 기초자산 가치를 투자자들에게 공시하지 않는 경우도 있으며, 같은 회사 내에서 내부 정책 변경으로 인해 상품별로 재평가 주기가 달라지는 문제가 발생하고 있다. 이는 투자자들이 자신의 투자자산에 대한 현재가치를 파악하기 어렵게 만들고, 특히 2023년과 같이 부동산PF 위기와 같은 시장 급변 상황에서 적절한 정보를 제공받지 못하는 문제가 발생한다.

셋째, 부동산 조각투자상품은 새로운 투자방식이며 해당 상품의 기초자산 평가에 대한 가이드라인이 부재한 것이 현실이다. 일본, 미국 등의 주요국에서는 부동산 토큰증권(STO)의 기초자산에 대한 평가 가이드라인을 다른 부동산 증권화 상품 또는 유동화 상품인 리츠(REITs), 부동산펀드 등에서 주요 내용을 차용하거나 해당 가이드라인을 그대로 적용하고 있다. 국내 평가기준 및 실무지침에는 부동산 증권화 상품의 기초자산이 되는 부동산에 대한 가이드라인이나 연구가 부족한 것이 현실이며 이에 대해서 국외 가이드라인 및 지침과 비교를 통한 검토가 필요하다.

2) 제도 개선 이후 감정평가업계의 대응 방향

향후 법 개정 및 제도 개선이 이루어질 경우, 감정평가업계에서는 부동산 조각투자시장의 신뢰성을 확보하고 투자자 보호를 위한 핵심 주체로서 ① 증권화 부동산 평가에 대한 지침 개선 또는 개발, ② 투자자 보호를 위한 정보 공시의 강화 및 적극적 참여가 필요하다.

첫째, 부동산 조각투자상품의 특성을 반영한 표준화된 평가 가이드라인이 필요하다. 이는 부동산을 기초자산으로 증권화가 이루어진 리츠(REITs)에서도 동일한 문제점으로 부각되었는데, 이영호 외(2016)의 연구보고서에서는 1-① 평가 업무의 이원화, 1-② 평가 기준의 부재, 1-③ 재무정보의 비표준화, 1-④ 시장 인프라의 부족을 들었다.

이 중 1-① 평가 업무의 이원화는 기초자산인 부동산은 감정평가사가 담당하고 리츠(REITs)의 주식 가치 평가는 증권사 애널리스트, 공인회계사, 신용평가사 등이 주로 담당하면서 기초자산과 증권화 자산 간의 자산가격 이원화가 심화되었다고 보았다. 이와 함께 1-② 평가 기준의 부재를 문제점으로 보았다. 국외와 달리 국내 「감정평가 실무기준」에서는 리츠(REITs) 및 부동산펀드 등의 간접투자상품에 대한 평가기준이나 가이드라인이 없는 점도 그 원인으로 볼 수 있다. 이영호·이소윤(2015)에서도 13개의 대형감정평가법인의 기획이사를 대상으로 한 설문에서 부동산 증권화과정에서 기초자산인 부동산의 감정평가에만 평가업무가 한정되어 있는 것(29.6%)이 금융투자시장에서 평가 업무 영역 확대가 부진한 원인으로도 보았다. 또한 이영호 외(2016)에서는 리츠(REITs) 및 부동산펀드 등과 같이 부동산 간접투자상품에 관한 평가기준이 없는 점을 문제로 들었으나 현재 시점에서도 「감정평가 실무기준」 중 [650 유가증권 등]에서 상장주식, 비상장주식, 채권, 기업가치에 관한 기준만 있는 실정이다. 이러한 점에서 보았을 때 간접투자상품에 대한 감정평가사의 가이드라인이나 매뉴얼, 또는 기초자산 외 증권화 자산에 대한 평가관점에서의 후속 연구가 필요하다.

둘째, 투자자 보호를 위한 정보 공시의 강화의 필요성이다. 리츠(REITs)의 36개 주요 공시·보고 항목 중 11개(30.6%)는 조각투자상품에서도 규정으로 명시할 가능성이 높았다. 이 중 감정평가 관련 핵심 항목은 공모 발행 전 감정평가서의 제출 및 공시, 실사보고서의 공시, 정기 재평가이다. 리츠(REITs)의 공시·보고 항목을 참고하여 부동산 조각투자상품의 공시·보고 항목에 대해 단계별 도입을 검토하여 시장 혼란을 최소화하고 발행사의 준비 기간을 확보하도록 해야 할 것이다.

〈표 4-5〉 리츠(REITs)의 공시·보고·제출 목록 및 조각투자상품의 적용

구분	공시·보고사항	조치기한	공시	보고	제출
1	구매, 경매 부동산 취득	발생 후 10일 이내		○	
2	관계 법령의 개폐로 인한 정관의 변경	"		○	
3	금융사고, 부실자산, 부실채권 발생	지체없이	○		
4	내부통제기준	"	○		
5	내부통제기준의 변경	"		○	
6	부도 및 회생절차로 부실자산 발생	지체없이	○		
7	부동산 취득, 처분시 실사보고서 제출	사전 제출			○
8	사업자 지위 확정	발생 후 10일 이내		○	
9	소송당사자가 된 사실	"		○	
10	신용평가를 받은 경우 그 결과(타법)	"		○	
11	신용평가를 받은 경우 그 결과(부투법)	"	○		○
12	실사보고서	"	○		
13	업무위탁계약서	"	○		
14	일반청약공모시 계획과 결과	발생 후 10일 이내		○	
15	임원의 자산운용전문인력의 현황	"	○		
16	임원의 변경	"		○	
17	자기자본 10%이상 자산 취득·처분 결정	지체없이	○		
18	자산운용전문인력 변경	"	○	○	
19	재무제표 및 감사보고서	발생 후 10일 이내	○		
20	정관	"	○		
21	정관의 변경	발생 후 10일 이내		○	
22	주주총회 결의 내용	지체없이	○		
23	주주총회 특별결의(상법 제434조)	"	○	○	
24	주주총회 의사록 및 이사회 의사록	발생 후 10일 이내	○		
25	처벌(법 50-53조) 받은 사실	"		○	
26	최대주주의 변경	지체없이	○		
27	최저자본금 확보사실	발생 후 10일 이내		○	
28	투자보고서	회기말 후 90일, 매3개월 후 45일	○		○
29	투자설명서	발생 후 10일 이내	○		

구분	공시·보고사항	조치기한	공시	보고	제출
30	투자설명서의 변경	지체없이	○		
31	특별관계자 등 거래(법 §22의2 ③, §30 ② 거래)	〃		○	
32	파산, 회생절차에 관한 사실	발생 후 10일 이내		○	
33	부동산투자사문회사의 평가서 제출	투자 1개월 전			○
34	합병 또는 해산시 계획과 결과	발생 후 10일 이내		○	
35	현물출자	〃		○	
36	해산	〃		○	



구분	리츠 공시·보고 항목	유형	수용여부	조각투자 적용 방안
자산 취득·처분	부동산 취득·처분시 실사보고서 제출	제출	우선 수용	발행 전 공시 의무 검토
	부동산투자회사의 평가서 제출	제출	우선 수용	감정평가서 공시 의무화
	자기자본 10% 이상 자산 취득·처분 결정	공시	우선 수용	일정 비율 이상 거래시 즉시 공시
발행관련	투자설명서	공시	우선 수용	현행 상품설명서 유지 감정평가 정보 상세화
	투자설명서 변경	공시	우선 수용	투자조건 변경 시 즉시 플랫폼 공시 (현행 유지)
	일반청약공모시 계획과 결과	보고	우선 수용	공시 의무화
거래 투명성	특별관계자 등 거래	보고	우선 수용	즉시 공개
	실사보고서	공시	우선 수용	발행 후 10일 이내 공시
리스크관리	금융사고, 부실자산, 부실채권 발생	공시	우선 수용	기초자산관련 중대사고 즉시 공시
	부도 및 회생절차로 부실자산 발생	공시	우선 수용	임치인 부도, 임대료 미납 등 즉시 공시
	소송당사자가 된 사실	보고	우선 수용	기초자산관련 소송 발생 시 공시

자료 : 국토교통부(2023; 94-96)를 토대로 내용 추가 후 수정



1. 연구의 요약

본 연구는 디지털 자산 시대에 부상한 부동산 조각투자의 현황을 분석하고, 시장 활성화와 투자자 보호 측면에서의 문제점을 도출하여 개선 방안을 제시하였다.

제2장에서는 부동산 조각투자의 개념 및 유형을 살펴보았다. 부동산 조각투자는 고가의 부동산을 소액으로 분할하여 여러 투자자가 공동으로 투자할 수 있도록 제안하는 새로운 투자 방식으로, 2019년 「금융혁신지원 특별법」 시행 이후 금융규제 샌드박스를 통해 도입되었다. 2024년 말 기준 총 29개 상품을 발행하였고 약 936억원의 누적 발행금액을 기록하였으며, 개별 상품의 평균 금액 규모는 약 33.1억원으로 중소형 부동산 중심으로 상품의 시장 구조를 형성하고 있다. 전통적으로 발행 중인 부동산 간접투자상품 중 리츠(REITs), 부동산펀드, 부동산 P2P상품과 부동산 조각투자상품, 토큰증권(STO)을 비교하여 설명하였으며 사업구조 또한 정리하였다.

제3장에서는 부동산 조각투자시장을 국내, 국외로 구분하여 현황을 분석·정리하였고 제도에 대해서도 검토하였다. 먼저 국내 조각투자 생태계를 시장 규모, 참여 주체, 상품의 특징 및 투자 성과로 구분하여 살펴보았다. 특히 국내 부동산 조각투자 상품의 특징을 분석한 결과에 따르면 지역적으로는 서울(75.9%) 중심이며, 용도별로는 업무시설(37.9%), 근린생활시설(27.6%) 순으로 나타났다. 평균 배당수익률은 연환산 기준 약 4.1% 수준이었으며, 총 6개 상품이 조기 매각을 통해 투자 회수를 완료하였다. 이는

해외 주요국의 사례를 분석한 결과, 일본은 2020년 「금융상품거래법」 개정을 통해 토큰증권의 법적 지위를 명확히 하였고, 독일은 2021년 「전자증권법」 제정으로 디지털 자산의 제도적 기반을 구축하였다. 미국은 기존 증권법 체계 내에서 토큰증권을 규율하고 있었다. 이들 국가를 통한 제도적 시사점으로는 ① 법제화 모델 적용 필요성, ② 시장 구조의 개선 방향, ③ 투자자 보호 장치 강화로 구분하여 정리하였다.

제4장에서는 부동산 조각투자의 문제점 및 개선 필요사항을 검토하였다. 본 연구에서 도출한 주요 문제점은 4개 영역에서 27개의 세부 문제로 분류되었다. 발행 및 유통시장의 한계로는 발행구조의 복잡성, 운용사별로 분절된 플랫폼으로 인한 유동성 부족이 지적되었다. 자산가치 관리 측면에서는 64.7%의 상품이 단일 임차인에 의존하는 위험과 소규모 투자로 인한 자산 선택권 제약이 문제로 나타났다. 수익성 및 규제 환경 면에서는 다른 투자상품 대비 낮은 배당수익률과 샌드박스라는 임시적 지위로 인한 제약을 주요 문제로 보았다. 개선 필요사항으로 분석된 세부 문제들이 상호 연관성을 가지고 순환 구조를 형성하고 있으므로 ① 단계별 개선의 필요성, ② 핵심 문제별 우선 순위를 설정하여 검토할 것을 제안하였다. 특히 최우선 과제는 조각투자제도의 법적 기반 구축이며 이후 차입 제한 문제, 통합 유통 플랫폼 등을 제안하였다.

이와 함께 감정평가업계에서의 대응 자세 및 개선 필요사항으로는 부동산 조각투자시장에서 감정평가업계의 현재 역할 및 한계를 검토한 후, 감정평가는 투자자 보호 차원에서도 중요한 역할을 담당함을 강조하였다. 이와 함께 현행 체계 중 ① 플랫폼별 상이한 감정평가기준 적용, ② 재평가 부재 및 정보의 비대칭, ③ 평가기준의 표준화 미흡을 문제로 보았으며, 법 제도 개선 이후 대응 방향으로 ① 증권화 부동산 평가에 대한 지침 개선 또는 개발, ② 투자자 보호를 위한 정보 공시의 강화 및 적극적 참여가 필요하다고 보았다.

2. 연구의 한계 및 정책적 시사점

본 연구는 부동산 조각투자 시장의 현황과 문제점을 종합적으로 분석하였으나, 몇 가지 한계점을 가지고 있다. 첫째, 시장 초기 단계로 인해 장기간의 투자 성과 데이터가 부족하여 투자 효과성에 대한 완전한 평가가 어려웠다. 둘째, 샌드박스 체제 하에서 운영되는 제한된 사업자와 상품만을 대상으로 분석하여 시장 전체의 다양성을 완전히 반영하지 못했다는 한계가 있다.

정책적 시사점으로는 다음과 같은 개선 방향을 제시한다.

가장 시급한 과제는 법적 기반 구축이다. 현재 추진 중인 「자본시장법 시행령」 개정을 통해 부동산 조각투자의 제도적 안정성을 확보하고, 샌드박스라는 임시적 지위에서 벗어나 영구적 사업 기반을 마련해야 한다.

차입 제한 해제가 필요하다. 현재 100% 자기자본으로만 투자가 가능한 제약을 완화하여 리츠나 부동산펀드 수준의 레버리지 활용을 허용함으로써 우량 자산에 대한 접근성을 높이고 상품의 투자 매력

도를 제고해야 한다.

통합 유통 플랫폼 구축이 시급하다. 현재 4개 플랫폼에 분산된 29개 상품의 거래를 통합하여 유동성을 개선하고, 투자자의 선택권을 확대할 필요가 있다. 일본의 오사카디지털거래소나 미국의 통합 STO 플랫폼 사례를 참고하여 국내에도 통합된 유통시장을 조성해야 한다.

투자자 보호 강화 방안으로는 재평가 주기와 방식의 표준화, 중요 사건 발생 시 특별 공시 의무화, 객관적 가치평가 체계 구축 등이 필요하다. 특히 기초자산의 가치 변동에 대한 정기적이고 투명한 정보 제공을 통해 투자자의 합리적 의사결정을 지원해야 한다.

부동산 조각투자가 기존 부동산 투자의 한계를 극복하고 투자자의 접근성을 높이는 대안적 투자수단으로 자리잡기 위해서는 이러한 구조적 문제들에 대한 종합적이고 단계적인 개선이 필요하다. 특히 법제화, 차입 허용, 플랫폼 통합이라는 핵심 과제를 우선적으로 해결하고, 투자자 보호 장치를 강화함으로써 건전하고 지속 가능한 시장 발전을 도모해야 할 것이다. 이를 위해서 감정평가업계에서는 부동산 간접투자상품들에 대한 평가 가이드라인 개발 등 후속 연구가 필요할 것이다.

참고문헌



■ 국내문헌

- 곽선호, 2021, “증권형 토큰 발행(STO) 시장 동향과 미국의 관련 규제 현황”. 금융브리프, 31(9), 17-19
- 공태인, 2022, “미국 증권형토큰 시장동향 및 정책논의 - 증권형토큰의 라이프사이클을 중심으로”, 금융투자협회
- 국토교통부, 2023.09., 리츠 업무매뉴얼
- 권민경, 2024.11.18., “공모부동산펀드의 문제점과 개선 방안: 독일 사례를 중심으로”
- 디센터, 2021.10.17., “[특별기고] 미국의 증권형토큰공개(STO) 규제 현황”
- 비브릭, 2024, 회원감천빌딩 투자설명서
- 삼일경제경영연구원, 2024.06.04., 조각투자의 이해와 STO(토큰증권 발행) 시장 전망
- 이병관, 2024, “일본의 토큰증권(ST) 시장 현황과 시사점”, 금융브리프, 33(12), 한국금융연구원.
- 이영경, 2022, “조각투자의 거래구조와 투자자 보호”, 선진상사법률연구, 99, 37-75.
- 이영호·유승동·김계홍, 2016, 부동산증권화 상품의 평가방법에 관한 연구 - REITs 및 MBS를 중심으로 -, 한국부동산연구원.
- 이영호·이소윤, 2015, 금융투자시장에서 감정평가업의 활성화 방안, 한국부동산연구원.
- 카사코리아, 2024, 북촌 월하재 투자설명서
- 키움증권 리서치센터, 2023.03.08., “[#STO] 7. 일본의 토큰 증권 동향(2)”, KIWOON Digital Asset Issue.
- 한국은행·통계청, 2025.07.07., “2024년 국민대차대조표(잠정)”
- CBRE코리아, 2025, “2025 국내 상업용 부동산 시장 전망”

■ 뉴스 기사 및 보도자료

국민일보, 2024.06.10., "[단독] 부동산 조각투자 찬물 끼얹은 'STO 법안 폐기'"

국민일보, 2025.01.28., "끝없이 추락하는 해외 오피스 펀드... 국내 오피스 시장은 '활황'"

금융위원회, 2018.12.20., 정부, '부동산투자회사 공모·상장 활성화 방안' 발표 보도자료

금융위원회, 2019.04.01., 금융혁신의 실험장, 금융규제 샌드박스 시행 보도자료

금융위원회, 2022.04.28., 조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인 보도자료

금융위원회, 2022.10.13., 종합재산관리 및 자금조달기능 강화를 위한 신탁업 혁신방안 보도자료

금융위원회, 2023.12.13., 신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인 보도자료

금융위원회, 2025.02.03., 조각투자 샌드박스 제도화를 위한 자본시장법 시행령 개정안 보도자료

금융위원회, 2025.06.27., 「가계부채 관리 강화 방안」 발표 보도자료

매일경제, 2025.02.04., "해외 부동산 투자 날벼락...리츠, 공모펀드 투자자 '눈물'"

와이드경제, 2019.08.28., "[컬럼] 부동산 블록체인 그리고 STO"

조선비즈, 2025.02.11., "상장 7개월 만에 반토막... 신한글로벌액티브리츠, "차라리 청산하자" 주장
까지"

파이낸셜포스트, 2020.05.03., "독일 기업, 베를린 부동산에 대한 증권형토큰발행(STO) 시작 VS
美 상품선물거래위원회, 미등록 파생상품 거래 조사 본격화 외 암호화폐·가상통화 뉴스와이어
[블록체인 외신 뉴스브리핑]"

ZD NET Korea, 2023.12.20., "부동산 조각투자 누가할까? ... MZ 비중 70"

■ 국외문헌

일본 부동산감정사협회, 2008, Summary of Real Estate Appraisal System in Japan.

일본 국토교통성, 2008, Summary of Real Estate Appraisal System in Japan,
https://www.fudousan-kanteishi.or.jp/archive/a_column/fsago-column01

Deloitte China, 2021, Real Estate STO Whitepaper Chapter 1.

Deloitte China, 2022, Real Estate STO Whitepaper Chapter 2.

Deloitte Japan/JSTA·Securititize, 2019, Security Tokens: Improving Real Estate

Investment in Japan; Cost Benefit Analysis.

Kodai Sato, 2021, “STO's market potential in Japan”, lakyara vol.346, 노무라연구소.

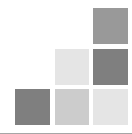
Kenedix, 2025, Sustainability Report 2025

村松健, 2023.12.22., “セキュリティ・トークンの現状と課題”, SBI 金融経済研究所

■ 관련 사이트

한국 국토교통부	www.molit.go.kr
한국 법제처 세계법제정보센터,	world.moleg.go.kr
한국 리츠협회	www.kareit.or.kr
한국 연합인포맥스,	news.einfomax.co.kr
한국 온라인투자연계금융협회	www.mla.or.kr
한국 e-나라지표	www.index.go.kr
미국 Coindesk,	www.coindesk.com/markets/2018/10/09/st-regis-aspen-hotel-ownership-shares-sold-through-tokenized-offering
미국 포브스 Tokenized Real Estate,	www.forbes.com/sites/forbesrealestatecouncil/2019/04/01/tokenizing-real-estate-creating-new-investing-and-financing-channels
미국 프로피,	propy.com
미국 RealT,	www.realt.co
미국 시큐리티즈,	www.securities.io
일본 부동산감정사협회 홈페이지,	www.fudousan-kanteishi.or.jp
일본 노무라증권 홈페이지,	www.nomuraholdings.com
일본 SBI 금융경제연구소 홈페이지,	www.sbiferi.co.jp
일본 부스트리 홈페이지	www.boostry.co.jp

부 록



■ 조각투자(부동산 중심)관련 주요 보도자료 정리

기관	일자	내용	키워드
금융위	19.05.02	9건의 혁신금융서비스 지정(4월 1일 금융혁신지원 특별법 시행 이후 총 18건의 혁신금융서비스가 지정) - 지정된 9건 중 카사코리아 부동산 유동화 수익증권 디지털화유통플랫폼 허용 - 이를 통해 수익증권 발행, 거래소 허가, 투자중개업 인가 등 특례 부여	부동산 조각투자 최초 샌드박스 지정
금융위	22.04.20	(주)뮤직카우 음악 저작권료 참여청구권을 투자계약증권으로 판단 - 투자자 피해는 없고 사업지속 기대가 있어 제재절차 보류 - 투자자 보호장치 마련을 조건으로 증권신고서 미제출에 대한 제재 면제	음악 저작권료 참여청구권 관련
금융위	22.04.28	- 증권성 판단 기준 및 원칙 제시(자본시장법 적용 가능성 안내) - 증권에 해당할 경우, 공시, 인가 등록, 불공정거래 제한 등 자본시장법 규제 준수 필요 - 발행-유통 분리 원칙 도입 및 투자자 보호를 위한 증권성 판단 시 계약내용, 이용약관, 광고 내용 등을 종합적으로 검토	조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인
금융위	22.10.13	- 기존 신탁시장의 한계를 극복하고 다양한 재산 관리 및 유동화 지원 - 조각투자 등 자산 유동화를 위한 非금전신탁 수익증권 발행 제도화 추진 - 종합재산관리, 자금조달기능 강화 및 투자자보호 장치 법규	신탁업 혁신방안 발표
금융위	22.11.29	- 뮤직카우 제재면제 의결 및 투자자 보호조치 완료 - 한우, 미술품 조각투자의 증권성 판단: 투자계약증권에 해당 - 조각투자 가이드라인 원칙 적용 - 공동소유권을 판매하는 조각투자의 경우에도 투자계약증권에 해당할 수 있음 재확인	조각투자 시장에 대한 규율의 원칙 재확인 및 투자자 보호 도모

기관	일자	내용	키워드
금융위	23.02.03	• 분산원장기술 기반의 토큰증권증권 발행·유통 규율체계를 정비 • 토큰 증권 발행을 위해 전자증권법을 개정하고, 발행인 계좌 관리기관 제도를 신설하여 직접 증권 등록 및 관리를 허용 • 투자계약증권과 수익증권의 장외거래중개업을 신설 • 투자자 보호를 위한 자본시장법의 규제를 동일하게 적용하여 혁신적인 금융서비스의 건전한 발전을 지원	토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안
금융위	23.12.13	• 투자계약증권, 비금전신탁수익증권, 부동산 등 조각투자 상품의 장내시장 개설 및 장내거래 허용 • 기존 전자증권 형태로 상장·거래로 투자자 보호 도모 • 조각투자 상품에 대한 장내투자 기회 제공 및 금융소비자 편익 증진	KRX 디지털증권시장 개설 허용
금융위	23.12.14	• 조각투자 사업자의 신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 제시 • 보충성 원칙을 적용하여 기존 투자기구 활용이 어려운 경우에만 신탁수익증권 발행 허용 • 기초자산의 객관적 가치측정, 법체계 우회 방지, 처분 용이성, 단일 재산 여부 등 투자자보호 강화방안 제시	신탁수익증권 기초자산 가이드라인
금융위	23.12.26	• 23년 총 56건 혁신금융서비스 신규 지정 및 9건의 규제개선 요청 수용 • 조각투자방식 신종증권이 장내시장으로 편입될 수 있도록 KRX 신종증권 시장 개설	금융규제 샌드박스 제도를 통해서 규제 개혁 선도
금융위	24.01.31	• 온라인투자연계금융업(온투업) 연계투자상품 비교·추천 서비스 혁신금융서비스 지정 • 다양한 온투업자의 투자상품을 비교하고 추천받을 수 있는 플랫폼 허용 • 소비자 편익 증대 및 온투업자 간 경쟁 촉진 기대	온투업 연계투자상품 비교·추천 서비스
금융위	24.02.01	• 부동산 조각투자 관련 허위 광고 및 사칭 업체에 대한 소비자 경보 발령 • 현재 혁신금융사업자로 지정된 조각투자 업체 3개사 안내 • 투자자들에게 혁신금융사업자 지정 여부 확인 및 주의 당부	혁신금융사업자 사칭 업체 소비자 경보
금융위	24.04.03	• 혁신금융서비스 지정 변경 : 부동산 유동화 수익증권의 디지털 화 및 공모서비스(카사코리아 외 4개 신탁회사) • 기존 구조 외에 카사코리아가 직접 신탁 대상 부동산을 선매입한 후 신탁회사와 계약하여 수익증권을 병행하는 방식 추가 허용 • 선매입 방식으로 가격협상력 제고 및 투자자에게 유리한 투자 물건 제공 가능	부동산 선매입 후 신탁회사 계약하는 방식 추가 허용

기관	일자	내용	키워드
금융위	24.09.27	• 혁신금융서비스 지정 변경 : 블록체인 기반 부동산 수익증권 거래 플랫폼 (루센트블록, 펀블) • 기존 구조 외에 신탁 대상 부동산을 직접 선매입한 후 신탁회사와 신탁계약을 체결하여 수익증권을 발행하는 방식의 사업구조 추가	부동산 선매입 후 신탁회사 계약하는 방식 추가 허용
금융위	24.12.11	• 12억원 초과 주택 보유자 대상 민간 주택연금 서비스 혁신금융서비스 지정 • 클라우드를 활용한 생성형 AI의 내부망 이용 서비스 허용 • 조각투자 업체들의 개별 상품 광고 확대 및 투자자 보호 조치 강화	혁신금융서비스 신규 지정
금융위	25.02.03	• 조각투자·대차중개를 위한 투자중개업 스몰 라이선스 신설 • ATS(대체거래소)의 ETF-ETN 거래 허용 • ATS 건전성 감독기준을 NCR(Net Capital Ratio)에서 자기자본 기준으로 전환 • IPO 주관사 실사 의무화, 우회상장 심사대상 확대	조각투자 샌드박스 제도화 법 규정 입법예고
금융위	25.04.08	• 자본시장 선진화 3대 축 : 시장 질서 확립, 투자자 접근성 제고, 주주가치 기업 경영 • 기업 밸류업 131개사 참여, 자사주 매입·소각 전년 대비 2배 이상 증가 • 2025년 중점: 증권업 경쟁력 제고, 조각투자 플랫폼 등 발행·유통 체계 다양화	자본시장 선진화를 위한 전략 포럼
금융위	25.05.08	• 「금융혁신법」상 혁신금융서비스(샌드박스)로 지정·운영되어 온 ①비상장주식 유통플랫폼, ②조각투자(신탁 수익증권) 유통플랫폼, ③국내주식 소수단위 거래 서비스 제도화를 위해 「자본시장법」 시행령·규정 개정 추진 • 조각투자(신탁 수익증권) 발행플랫폼, 증권 대차중개플랫폼 제도화를 위한 시행령·규정 개정은 현재 진행중(25.6월 시행 예정) • 토큰증권(STO)은 「금융혁신법」상 혁신금융서비스 대상이 아니며 「전자증권법」 개정 필요(법률 개정안 국회 계류중)	자본시장 분야 주요 혁신금융서비스의 제도화 추진

자료 : 보도자료를 토대로 저자 작성

2 22.04 조각투자 관련 가이드라인(신탁수익증권 발행을 위한 기초자산 요건 가이드라인)

1. 취지 및 기본사항

- 혁신금융사업자가 신탁수익증권 발행·유통 시 기초자산의 최소 요건을 정립
- 기존 제도화된 투자기구(자산유동화법, 크라우드펀딩, 집합투자기구 등)를 우선 활용하고, 이를 활용하기 곤란한 경우에만 신탁수익증권 발행 고려
- 신탁수익증권 발행 구조는 자본시장법상 집합투자에 해당하지 않도록 설계 필요

2. 신탁수익증권 대상자산의 기본요건

- 객관적인 가치 측정 및 평가 가능성
 - ⇒ 관계법령에 평가원칙이 존재하거나 독립적인 제3의 평가주체가 있는 경우
 - ⇒ 표준화된 공시가격이 존재하는 경우(예: 부동산 공시지가)
 - ⇒ 다수 참여자에 의한 매매거래로 시장가격이 형성되는 경우
 - ⇒ 혁신금융사업자 자체평가 시 내부 평가모형의 객관성 및 전문성 입증 필요
- 기존 법체계 우회 목적이 아닐 것
 - ⇒ 기존 유통시장에서 취득 가능한 자산의 투자형태만 변경하는 것은 허용 곤란
 - ⇒ 공모펀드 투자 가능 자산이나 일반투자자 투자 제한 자산(사모펀드 등) 불허
 - ⇒ 이미 유통성이 높은 자산(유가증권 등)은 차별성·혁신성 입증 필요
- 기초자산의 처분 용이성 및 국내법 적용
 - ⇒ 자산 처분·취득 시 외국 정부 인허가가 필요하거나 외국법 적용을 받는 경우 불허
 - ⇒ 원금회수에 지장이 생기거나 환금성이 떨어지는 자산 불허
- 단일 자산이며 불확정 사건과 무관할 것
 - ⇒ 복수재산의 집합(pooling)은 조각투자 취지와 배치되고 처분가능성 저하 우려
 - ⇒ 개발예정 토지, PF대출, 브릿지론 등 불확정 사건과 연관된 자산은 허용 곤란
- 금융시장 안정 및 사회질서 부합
 - ⇒ 부동산 정책(LTV, DSR)과 연계된 주거용 주택 유동화나 사행성 산업 관련 자산 불허
 - ⇒ 기존 특례사업 대비 차별성·혁신성 입증 필요

3. 기타사항

- 부실재산 유동화 방지를 위해 위탁자는 일정비율(후순위 5% 내외)의 신탁수익권 의무 보유
- 투자자 보호를 위해 증권신고서 제출 등 공모 관련 규율 원칙 적용
- 신탁재산 관련 가치변동 등에 대한 신탁보고서 작성 및 정기적 공시
- 본 가이드라인은 시장상황, 관련 업계와 협의 등을 고려하여 향후 수정·보완 가능

3 22.10.13. 신탁업 혁신방안(종합재산관리 및 자금조달기능 강화를 위한 신탁업 혁신방안)

1. 신탁수익증권관련 현황 및 문제점

- 해외에서는 중소기업들이 비정형적 자산을 유동화하여 자본시장에서 자금조달수단으로 신탁수익증권 활용
- 국내에서는 비금전재산 신탁의 수익증권 발행이 제한되어 중소 및 혁신기업들이 신탁을 통한 자금 조달에 한계 존재
- 최근 규제특례(샌드박스)를 통해 빌딩, 저작권 등 다양한 비금전재산을 신탁하여 수익증권을 발행하는 조각투자 서비스가 출시되었으나 법적 근거 불명확

2. 신탁수익증권 개선방안

- 비금전재산 신탁수익증권 발행 허용
 - ⇒ 중소·혁신기업 등의 자금조달 지원 및 조각투자 등 혁신 서비스 제도화를 위해 비금전재산신탁의 수익증권 발행 원칙적 허용
 - ⇒ 수익증권발행 신탁의 운용 과정에서 발생한 금전은 예금 예치 등으로 제한하여 유동화 수단으로 기능하도록 규율
- 소비자 보호를 위한 단계별 규율 정비
 - ⇒ 발행 단계: 금전 등의 신탁수익증권 발행 금지, 할증발행 금지 등
 - ⇒ 판매 단계: 신탁수익증권 투자매매·중개업 인가단위 신설, 금소법 판매규제 적용 등
 - ⇒ 운용 단계: 제3자 확인을 거쳐 자산현황 등 정기적으로 공시, 금전의 운용 제한 등
- 금전신탁 수익증권 발행 제한 유지
 - ⇒ 수익증권 발행 신탁 관련 제도개선은 "자산 유동화"에 초점
 - ⇒ 금전신탁의 수익증권 발행은 집합투자업 고유 업무와의 상충 가능성 등을 감안하여 계속 금지
- 부동산 신탁수익증권 발행은 부동산신탁사에 한정
 - ⇒ 관리·처분형 부동산신탁의 수익증권 발행은 폐쇄형 펀드와 유사하므로 원칙적으로 집합투자업 인가 필요
 - ⇒ 부동산신탁사는 자산관리회사(리츠AMC)로서 유사 업무 수행 경험이 있으므로 예외적으로 허용

3. 기대효과

- 유동화법 등 기존 제도를 통한 자산유동화가 어려웠던 중소·혁신기업의 보유자산 유동화 및 자금조달 지원
- 조각투자 등 혁신 서비스의 법적 기반 마련
- 규제특례 샌드박스를 통해 운영 중인 조각투자 서비스의 안정적 운영 가능

4 25.02.03. 조각투자 샌드박스 제도화를 위한 자본시장법 시행령 개정안 요약

1. 배경

- 금융위원회는 2025년 2월 3일 자본시장법 시행령 개정안을 입법예고
- 샌드박스로 운영 중인 조각투자 유동화 수익증권 발행플랫폼이 정식 제도화될 예정
- 2019년 12월부터 6개사에 비금전신탁 수익증권 발행에 대한 샌드박스가 지정된 상태

2. 주요 내용

- 수익증권 투자중개업 신설
 - ⇒ 비금전신탁 조각투자를 위한 스몰 라이선스인 '수익증권 투자중개업' 인가단위 신설
 - ⇒ 자기자본 요건 10억 원(전문투자자의 경우 5억 원)
 - ⇒ 기존 증권사와 동일한 건전성 규제 및 금융소비자 보호 관련 규제 적용
 - ⇒ 샌드박스와 달리 사업구조, 광고·영업 방법, 투자한도 등에 대한 제한 없음
- 비금전신탁 수익증권 발행 근거 및 감독
 - ⇒ 자본시장법 개정안(2024년 11월 김상훈 의원안)이 국회 계류 중
 - ⇒ 개정 전까지는 자산유동화법상 발행 근거 활용(자산보유자 범위: 국가·지자체·공기업, 금융회사, 상장법인, 자산 500억 원 이상 외감법인)
 - ⇒ 증권신고서 심사를 통한 투자자 보호 사항 점검
 - ⇒ '신탁 수익증권 기초자산 가이드라인(2023년 12월)'이 심사 기준으로 기능
(신탁재산관련 정기·수시 공시, 기초자산 가치 평가, 투자 한도 등 감독은 샌드박스 수준과 동일 적용)
- 발행-유통 분리 원칙 적용 및 유통플랫폼 제도화
 - ⇒ 시장운영자의 이해상충 방지를 위해 발행-유통 분리 원칙 적용(현재 조각투자 사업자는 발행+유통업무 겸영 → 발행을 주선한 증권의 유통이 제한될 예정)
 - ⇒ 1:1 협의매매(중개만 담당하고 구체적 가격은 당사자 간 협의)는 허용
 - ⇒ 수익증권 장외 다자간 상대매매 유통플랫폼도 2025년 9월 말까지 제도화 예정

3. 향후 일정

- 입법예고 기간: 2025년 3월 17일까지
- 시행 예정일: 2025년 6월 16일(가장 빠른 혁신금융사업자 법령정비기간 만료일 감안)
- 유통플랫폼은 비상장주식 플랫폼과 함께 2025년 9월 말까지 제도화 완료 예정

3. 유의사항

- 신규 조각투자 사업자는 신설되는 인가를 취득해야 함
- 기존 샌드박스 업체는 만료 시점에 맞춰 발행과 유통 중 주력 업무를 선택하고 인가 준비 필요
- 현행 구조의 비금전신탁 수익증권 관련 샌드박스 심사 및 지정은 중단 예정

5 24.11.11. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등 일부개정법률안(김상훈 의원 대표발의) 내용 및 정무위원회 검토(25.02.) 요약

1. 제안이유

- 고령화와 재산축적 증가로 종합적 재산관리 수요 증가
- 현재 신탁은 금전신탁과 부동산신탁 중심으로 발달했으나, 종합 재산관리 및 자금조달 수단으로 제한적
- 혁신기업과 중소기업의 비금전재산을 활용한 자금조달 지원 필요
 - ⇒ 금융위원회가 금융혁신지원 특별법에 따라 시행 중인 '비금전재산신탁의 수익증권 발행제도'를 자본시장법에 도입하기 위한 관련 법령 정비의 일환

2. 주요내용

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(약칭: 자본시장법) 개정안
 1. 신탁업자의 수탁 가능 재산 범위 확대 (담보권, 관련 채무 등 포함)
 2. 전문기관(병원, 세무법인, 특허법인 등)에 신탁업무 일부 위탁 허용
 3. 비금전재산신탁의 수익증권 발행 제도화
 4. 수익증권 발행 요건, 등록 의무, 발행 한도 등 규정 마련
 5. 수익증권 판매 규제 및 계열사 판매 한도 설정
 6. 수익자 보호를 위한 공시, 보고서, 수익자집회, 투자설명서 관련 규정 마련
 7. 위탁자의 증권 발행인으로서의 책임 강화
- 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 개정안
 - ⇒ 전자등록 의무 대상에 자본시장법 제110조에 따른 수익증권발행신탁의 수익증권 추가
- 한국주택금융공사법 개정안
 - ⇒ 한국주택금융공사의 주택저당증권 발행 시 적용 제외되는 자본시장법 규정에 제110조의2~7, 제111조 등 추가
- 자산유동화에 관한 법률 개정안
 - ⇒ 신탁업자의 수익증권 발행 시 자본시장법 제110조 적용을 위해 기존의 적용 제외 규정 삭제

3. 개정안의 주요검토의견

- 「신탁법」의 신탁이 가능한 대상(포괄 규율)과 신탁업에 관한 특별법인 「자본시장법」에서 열거한 수탁가능재산의 대상 불일치 및 법적 정합성 제고하려는 취지로 이해
 - ⇒ 특히 개정안은 수탁가능재산에 “신탁대상 재산과 직접적으로 관련된 채무”를 추가함으로써 주택담보대출이 포함된 주택을 신탁재산에 포함하는 등 신탁가능 범위 확대로 신탁제도 유용성 제고 기대
 - ⇒ 단, 금융위는 대통령령에서 순자산가액이 음이 되는 수준의 채무, 토지신탁의 채무 등은 제외할 예정이라는 입장
 - ⇒ 또한 이미 발생한 대출의 채권자(은행)가 위탁자가 되어 담보권을 분리신탁할 경우 담보권자(수탁자)와 채권자(은행)가 분리되는 문제가 발생하며, 이는 법리적 관점에서 보물권의 부종성(附從性) 원칙에 부합하지 않는다는 비판이 제기될 수 있다는 점을 감안할 필요
- 신탁업 인가를 받지 않은 전문기관에 대한 신탁 관련 업무의 위탁 근거 등을 마련하는 내용은 다양한 분야별 전문기관에 업무 위탁 및 유연하고 전문화된 신탁서비스 제공 기대

-
- ⇒ 국내에서는 주로 금융기관들이 신탁업을 영위하고 있어 신탁업무의 위탁은 금융회사에 한정하여 이루어질 수밖에 없는 구조
 - ⇒ 다만, 신탁업 인가를 받지 않은 전문기관에 위탁할 수 있도록 하려는 개정안은 금융업 인허가 규제체계의 중요한 예외를 신설하는 것으로 상대적으로 금융기관에 비해 금융소비자 보호 측면에서 취약할 가능성이 있는 점을 고려하여 입법정책적으로 결정 필요
 - **비금전신탁의 수익증권 제도화는 투자자의 피해를 막고 보호하기 위한 취지의 개정안이 주**
 - ⇒ 금전이 아닌 신탁재산의 수익증권 발행을 원칙적으로 허용하려는 취지이며, 참고로 금융위는 시행령에서 재산별로 발행 허용여부나 발행자 등에 관한 사항을 규율할 예정이라고 설명
 - ⇒ 개정안은 새로운 유형의 권리와 자산에 대한 객관적이고 합리적인 가치평가가 전제되지 않을 경우 발행자와 투자자 간의 정보 비대칭으로 투자자의 피해를 유발할 가능성이 있다는 점을 고려할 필요
(일부 업체들이 금감원의 관련 심사 기준을 충족하지 못해 증권신고서 수리가 연기되었으며 이에 비정형적 자산 및 권리에 대한 합리적 가치평가 기법 정착, 투자자 보호를 위한 정책적 지원 노력 지속 필요)
 - ⇒ 개정안 제111조제2항은 위탁자 등에게 수익증권 발행금액의 10%에 해당하는 범위의 수익증권 보유를 의무화하는 유동화증권의 경우 증권 발행금액의 5%이므로 비례성에 부합하는지를 고려하여 결정 필요
 - ⇒ 개정안 제7조제1호의2 및 제110조의3제1항 단서는 자기 발행 신탁수익증권을 판매하는 행위도 투자매매업으로 보고 있고 신탁수익증권발행에 대해서도 투자매매업을 규율하는 「자본시장법」상 규제를 적용할 수 있도록 하려는 취지로 이 경우 「자본시장법」에 따른 영업행위 규제⁵⁹⁾와 「금융소비자 보호에 관한 법률」에 따른 판매 규제가 적용
 - ⇒ 개정안 제110조의4, 제110조의5, 제110조의6, 제110조의7, 제123조, 제124조는 펀드의 수시공시 방법과 유사하게 규정, 주기적으로 보고서 제출 및 공시에 관한 내용으로 수익자의 권익을 보고하기 위한 제도적 장치로 특별한 문제가 없는 것으로 판단
 - **신탁수익증권 등 전자등록 발행 및 의무 부과**
 - ⇒ 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(약칭: 전자증권법)」에서는 증권시장에 상장하는 주식, 「자본시장법」에서 전자등록의 방법으로 발행하도록 규정하고 있는 투자신탁의 수익권 등은 신규 전자등록 신청 의무 부과(법률 간 정합성 측면에서 필요한 입법조치)
-

59) 자기계약의 금지(제67조), 최선집행의무(제68조), 불건전 영업행위 금지(제71조) 등

6 24.11.19. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등 일부개정법률안(민병덕 의원 대표발의) 내용 정무위원회 검토(25.02.) 요약

1. 제안이유

- 비정형적 증권 시장의 유통시장 필요성
 - ⇒ 투자계약증권 등 비정형적 증권은 내용이 비정형적이어서 전통적 유통시장에서 거래가 어려웠음
 - ⇒ 온라인 및 디지털 거래 플랫폼의 발전으로, 이제는 다수 투자자 간 거래 가능한 유통시장 형성 가능성이 높아지면서 자본시장법상 모든 증권에 대해 유통관련 제도를 동일하게 적용할 필요성 증대
- 정부의 관련 정책 추진은 23년 2월 토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안을 마련 및 발표, 23년 12월 한국거래소가 추진 중인 비정형증권 유통시장 개설건을 혁신금융서비스로 지정
- 미국, 독일 등 여러 국가에서 토큰증권 시범 및 실제 운영을 준비 중
 - ⇒ 국내에서도 투자계약증권 등 유통시장 형성, 투자중개업자를 통한 다자간 장외 거래를 허용하고 일반투자자 보호를 위한 투자 한도 규정 마련 필요

2. 주요내용

- 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(약칭: 자본시장법) 개정안
 1. 투자계약증권 등 비정형적 증권 유통 관련 제도를 다른 증권과 동일하게 적용(안 제4조제1항)
 2. 협회, 종합금융투자사업자, 장외거래중개업자를 통한 다자간 장외거래 허용(안 제166조제1항 신설)
 3. 장외거래중개업자에 대한 불필요한 규제 면제(안 제166조3항 신설)
 4. 장외거래 시 일반투자자의 투자한도 제한을 통해 보호 장치 마련(안 제166조제4항 신설)
- 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정법률안
 1. 주식 등 전자등록업무를 분산원장으로 하는 개념 도입(안 제2조)
 2. 발행인 계좌관리기관 등록제 신설(안 제19조, 제19조의2, 제19조의3 신설)
 3. 발행인 계좌관리기관의 요건 유지(안 제19조의4 신설)
 4. 금융위 직권으로 등록 말소 규정(안 제19조의5 신설)
 5. 주식 등의 전자등록 및 관리에 분산원장 이용 가능(안 제23조의2제1항 및 제2항 신설)
 6. 전자등록계좌부는 전자등록기관 또는 계좌관리기관이 작성 및 관리 책임(안 제23조의2제3항 신설)
 7. 분산원장 고객계좌부에 총량관리 업무 수행 방안 명시(안 제23조의2제4항 및 제5항 신설)
 8. 분산원장등록주식등과 전자등록주식등 간 전환(안 제23조의2제6항 신설)
 9. 개인신용정보 관리 특례 인정(안 제23조의3 신설)
 10. 발행인 계좌관리기관의 책임으로 초과분 발생 시 재원 확보 방안(안 제42조의2 신설)
 11. 금융위 권한을 금감원 외 지정 전자등록기관에 권한 위탁 확대(안 제69조)
 12. 처벌 규정(안 제73조, 제75조)

3. 개정안의 주요검토의견

- 자본시장법 개정안과 관련 토큰 증권 발행·유통이 본격화됨에 따라 토큰 증권 시장이 본격화될 경우 그 기대효과와 관련하여 다양한 의견이 존재하는 상황
 - ⇒ 개정안에 대해 토큰 증권 발행·유통의 기대효과와 우려되는 사항 등을 종합적으로 고려하여 입법정책적으로 결정해야 할 필요

-
- ⇒ 법제화된 후에도 토큰 증권 시장의 조속한 안정화를 위하여 시행령 등 하위법령의 입법, 증권성 여부 판단을 위한 가이드라인의 보완, 비정형적 자산 및 권리에 대한 합리적인 가치평가 기법의 정착 및 투자자 보호를 위한 정책적 지원 등의 노력을 지속할 필요

■ 전자증권법 개정안관련

- ⇒ 분산원장 용어에 대한 국내 입법례는 없으며 해외 입법례와의 정합성을 고려할 때 정의 규정의 특별한 문제는 없음
- ⇒ 투자계약증권을 전자등록의 대상이 되는 “증권등”에 포함하도록 법률에 명확히 규정하는 것은 바람직함
- ⇒ 일정한 요건을 갖춘 발행인이 토큰 증권을 직접 발행할 수 있도록 하기 위하여 발행인 계좌관리기관을 정의한 것에 대해 특별한 문제는 없는 것으로 보임
- ⇒ 개정안 제19조의2부터 제19조의4 및 제19조의5는 법리상 특별한 문제는 없는 것으로 판단하며 직권말소의 사유가 되는 업무 미이행 기간에 대해서는 타 입법례를 고려하여 수정 보완이 필요
- ⇒ 개정안 중 분산원장의 관리 감독 등에 대해서는 금융위의 의견을 고려하여 수정 보완이 필요하다고 판단
-

7 발행사별 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 상세 비교

〈부록표 1〉 루센트블록의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교

구분	대전 하나 스타트업파크	신도림 핀포인트타워 3호	성수 코오롱타워 1호	신도림 핀포인트타워 2호
발행플랫폼	루센트블록			
소재지	대전 유성구 궁동	서울 구로구 신도림동	서울 성동구 성수동2가	서울 구로구 신도림동
토지면적	207.4㎡	구분 건물	구분 건물	구분 건물
건물면적	323.46㎡	6개 호실	1개 호실	12개 호실
용도 및 구조	조적조 평슬래브지붕 3층 주택	철근콘크리트조 업무시설(사무실)	철근콘크리트+철골철 근콘크리트조 업무시설(사무실)	철근콘크리트조 업무시설 외
감정평가일	2024.12.20.	2024.06.17.	2024.02.16.	2024.01.12.
감정평가액	12억 2,081만 4,800원	16억 4,400 만원	18억 9천만원 19억원	25억 2천 5백만원 25억 2천 5백만원
위탁자	소유부동산에셋	-	제일저지(주)	
수탁자	신영부동산신탁	한국투자부동산신탁	한국투자부동산신탁	한국투자부동산신탁
플랫폼운영 수익자	루센트블록	루센트블록	루센트블록	루센트블록
발행총액	9.95억원 (199,000주×5,000원)	14.1억원(85.8%) (282,000주×5,000원)	17.6억원 (352,000주×5,000원)	21.3억원 (426,000주×5,000원)
할인율	18.5% (감정가 > 발행가액)	14.2% (감정가 > 발행가액)	7.1% (감정가 > 발행가액)	15.6% (감정가 > 발행가액)
투자자 배정현황	개인(94.7%), 법인(5.03%)	개인(100%)	개인(100%)	-
재평가일	-	-	-	-
재감정평가액	-	-	-	-

구분	대전 하나 스타트업파크	신도림 핀포인트타워 3호	성수 코오롱타워 1호	신도림 핀포인트타워 2호
1기 배당수익률 (연환산 기준)	-	6.06% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	5.19% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	6.06% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비
신탁기간	25.04.16~30.04.15 (신탁기간)	24.08.09-29.08.08 (신탁기간)	24.05.17.-29.05.16. (신탁기간)	24.03.15.-29.03.14. (신탁기간)
임대보증금	1,000만원	49,753,600원	3천5백만원	73,864,000원
월임대료	830만원(부가세 별도)	4,975,360원	835만원	7,386,400원
관리비	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)
매각지급기준일	-	-	-	-
매각배당금 (1DABS당)	-	-	-	-
특징	※ 25년 6월 시점 배당 입 금 시기가 되지 않았음	※ 감정평가액 대비 14.2% 할인 발행 ※ 예상 연수익률 6%대	※ 606호+607호 벽체 제거 하여 하나의 사무공간으 로 활용 ※ 성수동 프리미엄 입지	※ 구로구 신도림 교통 요충 지의 안정적 임대 구조
구분	신도림 핀포인트타워 1호	수원행궁 뉴스뮤지엄	전주 시화연풍	문래 공차
발행플랫폼	루센트블록			
소재지	서울 구로구 신도림동	경기도 수원시 팔달구	전북 전주시 완산구	서울 영등포구 문래동
토지면적	구분 건물	332㎡	519㎡	1,322.30㎡
건물면적	4개 호실	996.53㎡	895.66㎡	제1층 제107호
용도 및 구조	철근콘크리트조 업무시설 외	철근콘크리트조 숙박시설, 근생	철근콘크리트조 숙박시설	철근콘크리트조 근생(일반음식점)
감정평가일	2023.11.06.	2023.10.04.	2023.06.20.	2023.02.16. 2023.02.17.
감정평가액	1,134,000,000원 1,123,000,000원	3,063,781,500원 3,069,458,500원	1,480,271,880원 1,480,785,740원	1,280,000,000원 1,330,000,000원
위탁자	이지스제90호전문투자 형사모부동산투자 유한회사	제이스파트너스	이노디엔씨	더킴엔저스톤

구분	신도림 핀포인트타워 1호	수원행궁 뉴스뮤지엄	전주 시화연풍	문래 공차
수탁자	신영부동산신탁	신영부동산신탁	한국투자부동산신탁	한국투자부동산신탁
플랫폼운영 수익자	루센트블록	루센트블록	루센트블록	루센트블록
발행총액	9.8억원 (196,000주×5,000원)	28.9억원 (578,000주×5,000원)	14.7억원 (294,000주×5,000원)	14.9억원 (298,000주×5,000원)
할인율	13.2% (감정가 > 발행가액)	5.76% (감정가 > 발행가액)	0.71% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 14.2% (감정가 < 발행가액)
투자자 배정현황	-	-	-	-
재평가일	-	-	-	-
재감정평가액	-	-	-	-
1기 배당수익률 (연환산 기준)	6.06% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	3.34% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	5.44% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	3.36% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비
신탁기간	23.10.24.-28.10.23. (신탁기간)	23.10.24-28.10.23. (신탁기간)	23.08.11-28.05.10. (신탁기간)	23.05.12.-28.05.11. (신탁기간)
임대보증금	약 3천3백만원	5천만원	3천만원	2천만원
월임대료	약 3백3십만원	최저 960만원 또는 매장 총 매출액의 15%	735만원(VAT 별도)	최저 470만원 또는 매장 영업이익의 90% 중 큰 금액
관리비	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)
매각지급기준일	-	-	-	-
매각배당금 (1주당)	-	-	-	-
특징	※ 서울 도심 오피스 부동산 으로 입지 우수	※ 수원 팔달구 복수동 소재 뉴스뮤지엄 건물의 부동산 신탁	※ 전주 한옥마을 인근 관광 지 접근성 좋은 입지의 숙박시설	※ 안정적인 5년 장기임대차 계약 ※영업이익 연동 임대료로 상향 가능성

구분	대전 창업스페이스	이태원 베리베리베리머치	안국 다운타운너	-
발행플랫폼	루센트블록			
소재지	대전시 유성구 어은동	서울 용산구 이태원동	서울 종로구 제동	-
토지면적	220.9㎡	651㎡ 중 326.18㎡	147.8㎡	-
건물면적	433.64㎡	289.32㎡	94.87㎡	-
용도 및 구조	철근콘크리트조 조적조 및 근생	벽돌조 근생(사무소)	목조 근생(대중음식점)	-
감정평가일	22.10.06.	22.05.04.	22.04.08.	-
감정평가액	905,785,360원	66억 1,200만원 66억 4천만원	49억원 49.2억원	-
위탁자	(주) 위웅	스파크에스테이트	(주) 다운타운너	-
수탁자	교보자산신탁	교보자산신탁	하나자산신탁	-
플랫폼운영 수익자	루센트블록	루센트블록	루센트블록	-
발행총액	9.1억원 (182,000주×5,000원)	68억원 (1,360,000주×5,000원)	53억원 (1,060,000주×5,000원)	-
할인율	프리미엄 0.5% (감정가 < 발행가액)	프리미엄 2.6% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 7.9% (감정가 > 발행가액)	-
투자자 배정현황	-	-	-	-
재평가일	24.10.04.	-	24.04.05.	-
재감정평가액	947,938,640원	-	48.6억원	-
배당주기	월배당	월배당	월배당	-
1기 배당수익률 (연환산 기준)	5.29% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.28% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.65% (1 SOU : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	-

구분	대전 창업스페이스	이태원 베리베리베리머치	안국 다운타운	-
신택 또는 임대기간	22.12.23-29.12.29 (신택기간)	22.05.20-27.05.19 (임대기간)	22.05.26.-27.05.25. (신택기간)	-
임대보증금	2천만원	5천만원	3천만원	-
월임대료	4,634,000원(VAT별도)	순 매출액의 13.5%	총 매출액의 6% 24년: 월 1,744만원(공실7%) 22년: 월 2,100만원(공실15%)	-
관리비	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	실비 정산(임차인)	-
매각지급기준일	-	-	-	-
매각배당금 (1주당)	-	-	-	-
특징	※ 감정평가액 변동률 : 약 (+)4.7% ※ 토지가격은 상승하였으나 건물 노후화로 건물 가 액은 하락		※ 2년 주기로 감정평가법인 에 신탁부동산에 대한 감정평가 의뢰를 진행할 예정이며, 결과는 투자자 에게 제공 예정 ※ 목조 건물의 노후화 진행 리스크 ※ 감정평가액 변동률 : 약 (-)1%	-

자료 : 각 사 홈페이지 및 공시자료를 토대로 저자 작성

〈부록표 2〉 카사코리아의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교

구분	북촌 율하재	상암 235빌딩	서초 지웰타워	압구정 커머스빌딩
발행플랫폼	카사코리아			
소재지	서울 종로구 계동	서울 마포구 상암동	서울 서초구 서초동	서울 강남구 신사동
토지면적	66.1㎡	42.00㎡	-	250.70㎡
건물면적	29.75㎡	58.18㎡	647.14㎡(임대면적)	713.08㎡
용도 및 구조	목조 근생(숙박시설)	철근콘크리트구조 근생	철근콘크리트구조 업무시설, 근생(집합건물)	철근콘크리트구조 근생
감정평가일	24.07.29.	24.06.21.	21.4.19.	23.07.05.
감정평가액	1,042,393,500원 1,029,173,500원	1,063,295,200원 1,071,695,200원	3,911,000,000원 3,893,000,000원	16,970,313,820원 17,107,678,880원
위탁자	(주)카사코리아	(주)카사코리아	삼진피앤씨	(주)카사코리아
수탁자	한국자산신탁(주)	한국자산신탁(주)	한국토지신탁	한국토지신탁
플랫폼운영 수익자	(주)카사코리아	(주)카사코리아	(주)카사코리아	(주)카사코리아
발행총액	9.8억원 (196,000주×5,000원)	9.7억원 (194,000주×5,000원)	40억원 (800,000주×5,000원)	167억원 (3,340,000주×5,000원)
할인율	5.38% (감정가 > 발행가액)	9.1% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 2.5% (감정가 < 발행가액)	1.99% (감정가 > 발행가액)
투자자 배정현황	개인(85.19%) 법인(14.81%)	개인(80%) 법인(20%)	-	-
재평가일	-	-	(1) 23.03.15. (2) 25.03.15.	-
재감정평가액	-	-	(1) 4,561,000,000원/4,611,000,000원 (2) 4,609,000,000원/4,656,000,000원	-
배당주기	분기배당	분기배당	분기배당	분기배당
1기 배당수익률 (연환산 기준)	3.42% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.41% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.62% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.64% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비

구분	북촌 월하재	상암 235빌딩	서초 지웰타워	압구정 커머스빌딩
신탁기간	24.10.11.-44.10.10. (신탁기간)	21.6.12-44.06.11. (신탁기간)	21.06.24-41.06.23. (신탁기간)	23.07.26-43.07.25. (신탁기간)
임대보증금	2천만원	2천5백만원	1억원	4억원
월임대료	매출연동임대료 (부가세 별도)	250만원 (부가세 별도)	1,050만원(부가세별도, 최초) 1.260만원(부가세별도, 1차)	44,000,000원 (부가세 별도)
관리비	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산
매각지급기준일	-	-	-	25.03.04.
매각배당금 (1주당)	-	-	-	5,125원(세전)
특징	※ 서울 북촌 한옥마을 인근의 프리미엄 입지 ※ 월임대료는 최대 550만원을 초과할 수 없음 ※ 플랫폼 내 일대일 상대매매 방식으로 현금성 계약 가능성 ※ 2년 주기로 감정평가 의뢰 진행 예정	※ 서울 서남권 마곡지구 및 상암 DMC 인근에 양호한 입지 ※ 임대기간이 2년으로 되어 있어 향후 계약연장 시 주변 시장 분위기에 따라 임대료 상승 또는 하락 예상 ※ 2년 주기로 감정평가 의뢰 진행 예정	※ 강남업무지구에 위치한 프리미엄 입지 ※ 최초 2년 임대기간 계약 후 연장 계약 실시 ※ 감정가액이 발행총액보다 큰 프리미엄(2.5%) 발생 ※ 2년에 걸친 재평가 시행(재평가도 복수평가방식 채택) ※ 1차 재평가 17.53% 상승(초기 대비), 2차 재평가 1.03% 상승(이전 대비) ※ 폭우로 인한 지하층 침수 피해로 1개월치 임대료 30% 삭감 협의	※ 강남 핵심 상업지역 소재로 입지 우수성 보유 ※ 최초 2년 임대기간 계약 후 1년 후 매각 계약시점 임차인 요청으로 임대차 계약 종료 ※ 매각대금 172억원(계약일: 24.10.30.)으로 세전 2.5% 이익
구분	그레인바운더리 빌딩	부티크호텔	여의도 익스콘벤처타워	TE물류센터
발행플랫폼	카사코리아			
소재지	서울 서대문구 창천동	서울 중구 광희동	서울 영등포구 여의도동	충남 천안시 동남구
토지면적	89.3㎡	88.8㎡	구분건물 일부 호실	17,324㎡
건물면적	184.56㎡	167.94㎡	구분건물 일부 호실	6,533.86㎡
용도 및 구조	벽돌조 근생	철근콘크리트조 숙박시설	철골철근콘크리트조 업무시설	일반철골조 창고

구분	그레인바운더리 빌딩	부티크호텔	여의도 익스콘벤처타워	TE물류센터
감정평가일	24.01.22.	21.11.01. 21.11.03.	21.11.01. 21.11.03.	22.01.10. 22.05.13.
감정평가액	2,268,660,100원 2,242,426,600원	2,121,000,000원 2,136,000,000원	1,640,000,000원 1,632,000,000원	116억원 118억원
위탁자	이**, 이**	한국토지신탁, (주)카사코리아	우노피앤에스	삼진피앤에스
수탁자	한국자산신탁(주)	한국토지신탁	한국토지신탁	한국토지신탁
플랫폼운영 수익자	(주)카사코리아	(주)카사코리아	(주)카사코리아	(주)카사코리아
발행총액	21억원 (420,000주×5,000원)	22억원 (440,000주×5,000원)	16.4억원 (328,000주×5,000원)	120억원 (2,400,000주×5,000원)
할인율	평균 6.9% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 평균 3.36% (감정가 < 발행가액)	프리미엄 평균 0.24% (감정가 < 발행가액)	프리미엄 평균 2.6% (감정가 < 발행가액)
투자자 배정현황	개인(21.37%) 법인(78.63%)	-	-	-
재평가일	-	23.11.30.	23.11.30.	-
재감정평가액	-	2,420,000,000원 2,410,000,000원	1,730,000,000원 1,710,000,000원	-
배당주기	분기배당	분기배당	분기배당	분기배당
1기 배당수익률 (연환산 기준)	3.80% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	4.90% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	2.64% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	4.02% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비
신탁기간	24.01.22.-44.01.21. (신탁기간)	22.03.25.-42.03.24. (신탁기간)	22.02.28.-42.02.27. (신탁기간)	22.06.14.-42.06.13. (신탁기간)
임대보증금	1억원	4천만원	4천만원	5억원
월임대료	720만원 (부가세 별도)	1천만원 (부가세 별도)	470만원 (부가세 별도)	47,998,000원 (부가세 별도)
관리비	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산
매각지급기준일	-	-	-	24.05.28.

구분	그레인바운더리 빌딩	부티크호텔	여의도 익스콘벤처타워	TE물류센터
매각배당금 (1주당)	-	-	-	5,121원(세전)
특징	※ 지하철 2호선 신촌역 인근 우수한 교통여건 및 대학가 특성상 안정적 상업수요 ※ 2년 주기로 감정평가 의뢰 진행 예정	※ 서울 도심 중심부 위치로 교통 접근성 양호한 비교적 신축의 부티크 숙박시설 ※ 감정가액이 발행총액보다 큰 프리미엄(3.36%) 발생 ※ 재평가 시행(재평가도 복수평가 방식 채택) ※ 재평가 평균 13.5% 상승(초기 대비), ※ 임대차 변경 계약(승계조건)을 통해 보증금 8천만원, 월임대료 1,010만원(부가세 별도) 인상	※ 여의도 프라임 오피스 입지이나 20년 경과한 건물로 노후화 위험 ※ 8년 이상의 장기 임차 ※ 감정가액이 발행총액보다 다소 높은 프리미엄(0.24%)으로 거의 감정가 그대로 발행 ※ 재평가 시행(재평가도 복수평가 방식 채택) ※ 재평가 평균 5.1% 상승(초기 대비),	※ 20년 준공한 신축 물류센터로 7년 장기 계약한 안정적인 임대차 ※ 감정가액이 발행총액보다 큰 프리미엄(평균 2.6%) 발생 ※ 매각대금 125억원(계약일: 24.04.19.)으로 세전 2.42% 이익 ※ 부동산 매각을 통한 조기 상환으로 투자기간 단축
구분	역삼 한국기술센터	역삼 런던빌	-	-
발행플랫폼	카사코리아			
소재지	서울 강남구 역삼동	서울 강남구 역삼동	-	-
토지면적	구분건물 일부층	577.80㎡	-	-
건물면적	구분건물 일부층	1,935.4㎡	-	-
용도 및 구조	철근콘크리트조 업무시설	철근콘크리트조 근생	-	-
감정평가일	21.07.20.	20.09.23. 20.10.13.	-	-
감정평가액	8,970,000,000원 8,860,000,000원	9,501,000,000원 9,452,000,000원	-	-
위탁자	두원비디씨	한울피앤에스	-	-
수탁자	한국자산신탁(주)	한국토지신탁	-	-
플랫폼운영 수익자	(주)카사코리아	(주)카사코리아	-	-

구분	역삼 한국기술센터	역삼 런던빌	-	-
발행총액	84.5억원 (1,690,000주×5,000원)	101.8억원 (2,036,000주×5,000원)	-	-
할인율	평균 5.22% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 평균 7.42% (감정가 < 발행가액)	-	-
투자자 배정현황	-	-	-	-
재평가일	-	-	-	-
재감정평가액	-	-	-	-
배당주기	분기배당	분기배당	-	-
1기 배당수익률 (연환산 기준)	3.37% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	3.01% (1 DABS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	-	-
신탁기간	21.08.24.-41.08.23. (신탁기간)	20.11.25.-40.11.29. (신탁기간)	-	-
임대보증금	236,020,000원	3억2천만원	-	-
월임대료	23,602,000원 (부가세 별도)	3천만원 (부가세 별도)	-	-
관리비	임차인 실비정산	임차인 실비정산	-	-
매각지급기준일	-	22.06.14.	-	-
매각배당금 (1주당)	5,540원(세전)	5,538원(세전)	-	-
특징	※ 서울 강남 GBD의 업무시설 임차 수요가 많은 프리미엄 입지 ※ 설정 8개월만에 조기 매각 ※ 매각대금 93억원(매각일: 22.05.03.)으로 세전 10.06% 이익	※ PCA코리아(국제학교) 전층 임대 로 안정적 수익 창출 ※ 감정가액이 발행총액보다 큰 프리미엄(7.42%) 발생 ※ 매각대금 117억원(계약일: 22.05.27.)으로 세전 10.76% 이익 ※ 조기 매각을 통해서 투자자관점에서는 초기 프리미엄에도 불구하고 부동산 가치 상승으로 만족스러운 투자수익 성과	-	-

자료 : 각 사 홈페이지 및 공시자료를 토대로 저자 작성

〈부록표 3〉 비브리릭 및 편블의 부동산 조각투자 상품 및 기초자산 비교

구분	B.SQUARE 타워	회원감천빌딩	더 코노서 여의도 1호	현대테라타워 DMC 1호
발행플랫폼	비브리릭		편블	
소재지	부산 동구 초량동	부산 사하구 감천동	서울 영등포구 여의도동	경기도 고양시 덕양구 향동동
토지면적	1,900.6㎡	384㎡	구분건물 1개 호실	구분건물 1개 호실
건물면적	14,581.82㎡	1,723.48㎡	구분건물 1개 호실	구분건물 1개 호실
용도 및 구조	철근콘크리트조 근생	철근콘크리트조 근생	철근콘크리트구조 생활숙박시설	철근콘크리트구조 지식산업센터
감정평가일	22.03.29.	24.09.30.	24.11.01.	24.07.29
감정평가액	387억원	52억원	388,000,000원 384,000,000원	522,000,000원 517,000,000원
위탁자	엠디엠플러스	박00 외 3명	(주)건영	에스지앤(주)
수탁자	이지스자산운용 (주)부산은행	하나대체투자자산운용 (주)부산은행	코리아신탁	코리아신탁
플랫폼운영 수익자	세종텔레콤(주)	세종텔레콤(주)	편블	편블
발행총액	170억원 (17,000,000,000주×1,000원)	47.6억원 (4,760,000주×1,000원)	3.8억원 (76,000주×5,000원)	4.8억원 (96,000주×5,000원)
할인율	프리미엄 4.6% (감정가 > 발행가액)	8.46% (감정가 > 발행가액)	프리미엄 평균 1.55% (감정가 < 발행가액)	평균 7.6% (감정가 > 발행가액)
투자자 배정현황	개인, 법인별 클래스 구분	개인, 법인별 클래스 구분	개인(100%)	개인(66.14%) 법인(33.86%)
재평가일	25.03.17.	-	-	-
재감정평가액	435억원	-	-	-
배당주기	반기배당	반기배당	월배당	월배당

구분	B.SQUARE 타워	회원감천빌딩	더 코노서 여의도 1호	현대테라타워 DMC 1호
1기 배당수익률 (연환산 기준)	2개 배당 2.45% (1 브릭 : 1,000 원) 최초 공모가격 대비	5.0% (1 브릭 : 1,000 원) 최초 공모가격 대비	2기 배당 5.73% (1 DAS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	6.77% (1 DAS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비
신탁기간	22.04.28-32.04.27. (신탁기간)	24.11.25.-30.05.25. (펀드존속기간)	25.02.03.-45.02.03. (신탁기간)	24.09.20.-44.10.31. (신탁기간)
임대보증금	약 11.8억원	7.5억원	-	20,000,000원
월임대료	약 1.3억원 (부가세 별도)	2천5백만원 (부가세 별도)	단기 임대 운용 수익	2,900,000원 (부가세 별도)
관리비	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산	임차인 실비정산
매각지급기준일	-	-	-	-
매각배당금 (1주당)	-	-	-	-
담보 및 제한물권	217.7억원	-	-	-
특징	※ 부산 초량동 상성생명 사옥으로 매입가(370억원) 중 펀드 규모 170억 ※ 대출금액(217.7억원)으로 감정가액 대비 56.25%(LTV) ※ 삼성그룹 계열사 중심의 안정적인 임대구조 ※ 투자신탁 폐쇄형(중도환매 불가능) 상품이며, 단수 평가 실시(법률실사, 물리환경실사, 감정평가로 구분) ※ 25년 3월 재평가 시 435억원으로 초기 감정가액과 비교하여 12.4% 가치 상승 ※ 1기 배당은 64일로 짧은 기간 연환산 수익률 1.5%이므로 2기부터 작성	※ 부산 과정역 도보권 책임 임차인(60개월), 학세권 8천세대 주거단지 입지로 학원 특화 시설 ※ 투자신탁 폐쇄형(중도환매 불가능) 상품이며, 단수 평가 실시(법률실사, 물리환경실사, 감정평가로 구분) ※ 50만원 이상 청약 참여 시 5% 투자지원금, 청약 참여시 호캉스 기회 등 다양한 이벤트 제공 ※ 임대차 3년 차부터 매년 2% 임대료 인상 예정	※ 여의도 국회의사당 100m 초역세권 신축 건물 ※ ㈜건영의 5년간 최소 연 7% 수익 보장 약정 ※ 감정평가액보다 다소 높은 프리미엄 공모가액(1.55%) ※ 첫 운영수익 기간 단축: 신탁등기일(1/23)부터 1월 말일(1/31)까지 9일간만 운영하여 1.25%의 연환산 배당수익률이므로 2기부터 작성 ※ 일반적인 부동산 임대보증금/월세 개념과는 다른 위탁운영 수익배분 모델로 운영 ※ 2년 주기로 재평가 진행 계획	※ 서울 인근 교통요지의 신축 지식산업센터 ※ 높은 배당률을 보이지만 단일 임차인으로 의존도가 높음 ※ 2년 주기로 재평가 진행 계획

구분	해운대 엘시티	롯데월드타워 시그니엘1호	-	-
소재지	부산 해운대구 중동	서울 송파구 신천동	-	-
토지면적	구분건물 1개 호실	구분건물 1개 호실	-	-
건물면적	구분건물 1개 호실	구분건물 1개 호실	-	-
용도 및 구조	철근콘크리트구조 생활숙박시설	철골철근콘크리트구조 업무시설	-	-
감정평가일	22.09.14.	22.06.03.	-	-
감정평가액	2,755,000,000원 2,750,000,000원	6,252,000,000원 6,240,000,000원	-	-
위탁자	아이엠플러스 제1차	하남물산(주)	-	-
수탁자	우리자산신탁	우리자산신탁	-	-
플랫폼운영 수익자	편블	편블	-	-
발행총액	2,850,000,000원 (570,000주×5,000원)	6,480,000,000원 (1,296,000주×5,000원)	-	-
할인율	프리미엄 평균 3.4% (감정가 < 발행가액)	프리미엄 평균 3.75% (감정가 < 발행가액)	-	-
투자자 배정현황	-	-	-	-
재평가일	-	-	-	-
재감정평가액	-	-	-	-
배당주기	월배당	월배당	-	-
1기 배당수익률 (연환산 기준)	4.15% (1 DAS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	3.46% (1 DAS : 5,000 원) 최초 공모가격 대비	-	-
신탁기간	22.08.23.-42.08.22. (신탁기간)	22.08.23.-42.08.22. (신탁기간)	-	-

구분	해운대 엘시티	롯데월드타워 시그니엘1호	-	-
임대보증금	5천만원	1억원	-	-
월임대료	11,500,000원 (부가세 별도)	21,000,000원 (부가세 별도)	-	-
관리비	임차인 실비정산	임차인 실비정산	-	-
매각지급기준일	-	23.05.16.	-	-
매각배당금 (1주당)	-	5,278원(세전)	-	-
특징	※ 부산 해운대의 대표 랜드마크 건물로 높은 브랜드 가치를 지님 ※ 해운대 관광특구 입지로 수익률 성장성을 기대 ※ 감정평가액보다 다소 높은 프리미엄 공모가액(3.4%) ※ 2년 주기로 재평가 진행 계획	※ 서울 강남권 주요 업무지구에 위치한 국내 최고층 랜드마크 건물의 프리미엄 ※ 임차인과 3년 장기 임대차 계약 및 세일즈리스백 구조로 발행 ※ 감정평가액보다 다소 높은 프리미엄 공모가액(3.75%) ※ 매매대금 68.4억원으로 공모가액 대비 매각배당금에 대한 절대수익률은 5.56%, 연환산 수익률은 8.18%	-	-

자료 : 각 사 홈페이지 및 공시자료를 토대로 저자 작성

8 부동산 전통적 간접투자상품의 감정평가관련 법령 및 규칙

1. 리츠(REITs)의 감정평가관련 법령

· 「부동산투자회사법」 제9조(영업인가)

... 중략 ...

- ⑥ 부동산투자회사가 제1항에 따라 영업인가를 받으려는 경우에는 감정평가법인등(“감정평가 및 감정평가사에 관한 법률”에 따른 감정평가사 또는 감정평가법인을 말한다. 이하 “감정평가법인등”이라 한다)이 사업대상 부동산에 대하여 실시한 감정평가 결과를 국토교통부장관에게 제출하여야 한다. 다만, 국가·지방자치단체 또는 대통령령으로 정하는 기관으로부터 입찰·경매 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 방식으로 사업대상 부동산을 매입하는 경우에는 감정평가를 실시하지 아니할 수 있다.

- ⑦ 제6항에 따른 감정평가의 방법 및 절차 등에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

... 후략 ...

· 「부동산투자회사법」 제19조(현물출자)

... 중략 ...

- ② 부동산투자회사의 영업인가 또는 등록 후에 「상법」 제416조제4호에 따라 부동산투자회사에 현물출자를 하는 재산은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하여야 한다. <개정 2015. 6. 22., 2016. 1. 19.>

1. 부동산
2. 지상권·임차권 등 부동산 사용에 관한 권리
3. 신탁이 종료된 때에 신탁재산 전부나 수익자에게 귀속하는 부동산 신탁의 수익권
4. 부동산소유권의 이전등기청구권
5. 「공익사업을 위한 토지 등의 취득 및 보상에 관한 법률」 제63조제1항 단서에 따라 공익사업의 시행으로 조성한 토지로 보상을 받기로 결정된 권리(이하 “대토보상권”이라 한다)

... 중략 ...

- ④ 제2항에 따라 현물출자하는 재산의 가액은 다음 각 호에 따른다.

1. 제2항제1호부터 제4호까지에 따른 재산: 감정평가법인등 둘 이상이 평가한 금액
2. 제2항제5호에 따른 재산: 「공익사업을 위한 토지 등의 취득 및 보상에 관한 법률」 제68조에 따라 산정하여 토지소유자가 사업시행자로부터 토지로 보상받기로 한 금액

- ⑤ 제4항에 따른 재산의 평가 방법에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

· 「부동산투자회사법」 제30조(거래의 제한)

... 중략 ...

- ③ 제20조에 따라 상장된 부동산투자회사가 제2항제2호에 해당하는 부동산 매매거래를 하는 경우 매매가격은 대통령령으로 정하는 기관 또는 단체가 추천하는 둘 이상의 감정평가법인등으로부터 받은 감정평가액을 기준으로 산정하여야 한다. 이 경우 부동산투자회사가 매도하는 가격은 둘 이상의 감정평가액 중 높은 금액 이상으로 하고, 매수하는 가격은 둘 이상의 감정평가액 중 낮은 금액 이하로 한다.

- ④ 제3항에 따른 감정평가의 방법 및 절차 등에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다

· 「부동산투자회사법 시행령」 제8조(부동산투자회사의 영업인가)

... 중략 ...

③ 법 제9조제1항 단서에서 “부동산 취득을 위한 조사 등 대통령령으로 정하는 업무”란 다음 각 호의 업무를 말한다.

1. 법 제21조제1항제1호부터 제5호까지의 투자대상을 취득하기 위해 국토교통부장관이 정하여 고시하는 방법에 따른 양해각서 및 매매계약의 체결
2. 법 제21조제1항제1호부터 제5호까지의 투자대상에 대한 투자 여부를 검토하기 위한 법률자문, 시장조사, **감정평가 및 재무분석**
3. 「부가가치세법」 제8조에 따른 사업자등록
4. 「부동산개발업의 관리 및 육성에 관한 법률」 제4조제1항에 따른 부동산개발업의 등록
5. 「주택법」 제4조에 따른 주택건설사업 등의 등록
6. 그 밖에 부동산개발사업을 추진하기 위해 미리 이행할 필요가 있는 것으로서 국토교통부장관이 정하여 고시하는 업무

... 중략 ...

④ 법 제9조제7항에 따른 **감정평가의 방법 및 절차 등에 관하여는 제16조제2항부터 제6항까지의 규정을 준용한다.** 이 경우 “현물출자를 하는 재산” 또는 “현물출자 재산”은 “사업대상 부동산”으로, “현물출자자”는 “사업대상 부동산을 매각하는 자”로, “현물출자”는 “영업인가 또는 변경인가”로 본다.

... 후략 ...

· 「부동산투자회사법 시행령」 제15조(주식의 발행가격)

법 제18조제2항에 따른 주식의 발행가격은 청약일 전 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가(그 기간 동안 증권시장에서 거래된 해당 종목의 총거래금액을 총거래량으로 나눈 가격을 말한다)의 100분의 70 이상이어야 한다. 다만, 해당 부동산투자회사의 주식이 증권시장에 상장되지 않은 경우에는 제1호에 따라 산정된 금액 및 제2호의 사항을 고려하여 이사회가 정한다.

1. (증자를 결의한 이사회 개최일 전일을 산정기준일로 하여 다음 각 목의 방법에 따라 자산의 종류별로 산정한 개별자산의 가치합계액 - 산정기준일 현재의 부채) / 발행주식총수

가. 부동산의 경우: 「감정평가 및 감정평가사에 관한 법률」에 따른 감정평가법인등(이하 “감정평가법인등”이라 한다)이 제16조에 따라 산정하는 방법. 다만, 취득 후 1년 이내의 경우에는 취득가격을 기준으로 할 수 있다.

나. 증권의 경우: 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제260조를 준용하여 산정하는 방법. 이 경우 “평가기준일”은 “산정기준일”로 본다.

다. 금융기관에의 예치금의 경우: 원금과 산정기준일까지의 이자를 가산하는 방법

라. 그 밖의 자산의 경우: 재무상태표에 표시된 금액에 의하는 방법

2. 발행되는 주식의 종류 및 발행조건

· 「부동산투자회사법 시행령」 제16조(현물출자)

① 삭제

② 법 제19조제5항에 따라 현물출자를 하는 재산 가액의 평가는 해당 재산이 장래 산출할 것으로 기대되는 순이익 또는 미래의 현금흐름을 적정한 비율로 환원하거나 할인하여 가격시점에서의 평가가격을 산정하는 방

법(이하 “수익환원법”이라 한다)에 따른다.

- ③ 수익환원법을 적용하는 것이 불합리한 재산의 경우에는 「감정평가 및 감정평가사에 관한 법률」 제3조제3항에 따른 감정평가기준에 따라 그 재산의 특성을 고려하여 해당 재산을 평가할 수 있다.
- ④ 제2항 및 제3항에 따라 현물출자 재산의 가액을 평가한 감정평가법인등은 「상법」 제422조에 따른 해당 부동산투자회사에 대한 검사인으로 선임될 수 없으며, 해당 감정평가법인등의 가액평가를 현물출자에 대한 검사인의 조사로 갈음할 수 없다.
- ⑤ 현물출자 재산의 평가업무를 수행하는 감정평가법인등의 선정, 현물출자 재산의 가액에 대한 평가보고서의 채택, 검사인의 선임청구는 이사 전원의 동의를 받아야 한다. 이 경우 현물출자자인 이사는 의사결정에 참가할 수 없다.
- ⑥ 현물출자 재산의 가액에 대한 평가를 한 날부터 1년이 지날 때까지 현물출자가 이루어지지 아니한 경우에는 다시 평가하여야 한다.

· 「부동산투자회사법 시행령」 제27조(자산의 산정기준)

- ① 다음 각 호에 해당하는 금액은 법 제25조제1항 후단 및 제49조의2제1항에 따른 총자산의 100분의 70 이상을 구성하는 부동산(건축 중인 건축물을 포함한다)에 포함되는 자산을 산정하는 경우 그 자산에 포함되는 것으로 본다.
... 중략 ...
- ② 법 제25조제1항에 따른 자산의 가액은 다음 각 호의 구분에 따른 방법으로 산정한다.
 - 1. 부동산의 경우: 취득가액에 의하는 방법. 다만, 부동산의 취득 후 1년이 경과한 경우에는 감정평가법인등이 제16조에 따라 산정한 가액으로 할 수 있다.
 - 2. 증권의 경우: 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제260조를 준용하여 산정하는 방법. 이 경우 “평가기준일”은 “산정기준일”로 본다.
... 후략 ...

2. 부동산펀드의 감정평가관련 법령 및 규정

· 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」 제94조(부동산의 운용 특례)

- ① 집합투자업자는 제83조제1항 각 호 외의 부분 본문에 불구하고 집합투자재산으로 부동산을 취득하는 경우(제229조제2호에 따른 부동산집합투자기구는 운용하는 경우를 포함한다)에는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 집합투자기구의 계산으로 금전을 차입할 수 있다.
- ② 집합투자업자는 제83조제4항에 불구하고 집합투자재산으로 부동산개발사업을 영위하는 법인(부동산신탁업자, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자를 포함한다)에 대하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금전을 대여할 수 있다.
- ③ 집합투자업자는 집합투자재산으로 부동산을 취득하거나 처분하는 경우에는 그 부동산의 현황, 거래가격, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항이 기재된 실사보고서를 작성·비치하여야 한다.
- ④ 집합투자업자는 집합투자재산으로 부동산개발사업에 투자하고자 하는 경우에는 추진일정·추진방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항이 기재된 사업계획서를 작성하여 「감정평가 및 감정평가사에 관한 법률」에 따른 감정평가법인등으로부터 그 사업계획서가 적정한지의 여부에 대하여 확인을 받아야 하며, 이를 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.
- ⑤ 투자신탁재산으로 부동산을 취득하는 경우 「부동산등기법」 제81조를 적용할 때에는 그 신탁원부에 수익자를

기록하지 아니할 수 있다.

- ⑥ 제1항 및 제2항에 따른 금전 차입과 금전 대여의 한도, 차입한 금전의 운용 제한 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

· 「간접투자자산 평가 및 기준가격 산정 등에 관한 규정」 제1장 총칙 제3조(정의)

이 규정에서 사용하는 용어의 정의는 다음 각호에서 정한 경우 이외에는 법·령·시행규칙, 감독규정 및 회계기준서에서 정하는 바에 따른다.

... 중략 ...

16. 가격정보제공기관 : 채권평가회사, 공인회계사법에 의한 회계법인, 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률 제4조의 규정에 따라 신용평가업무에 대한 허가를 받은 자, 부동산가격공시 및 감정평가에 관한 법률에 따른 감정평가업자로서령 제82조제1항 각 호의 자산의 평가에 관한 가격정보를 제공하는 자

... 후략 ...

· 「간접투자자산 평가 및 기준가격 산정 등에 관한 규정」 제6절 기타 간접투자자산의 평가
제59조(부동산의 평가)

- ① 부동산은 취득가격에 의하여 평가한다. 다만, 부동산 취득 후 1년이 경과한 때에는 지가공시 및 토지 등의 평가에 관한 법률에 의한 2인 이상의 감정평가업자가 부동산투자회사법시행령 제16조의 규정에 따라 산정한 가액으로 평가한다.
- ② 제1항에 관한 세부적인 사항은 세칙에서 정할 수 있다.

· 「대체투자펀드 리스크관리 모범규준」

제5조의2(외부전문가 검토)

- ① 회사는 해외자산에 투자하는 경우 외부전문가로부터 법률실사, 세무·재무실사, 물리실사, 감정평가 등을 받아야 한다.
- ② 회사는 제1항의 외부전문가 선정 시 거래상대방과 독립된 전문가를 선정하여야 하며, 별표 4를 참조하여 외부전문가 선정에 대한 정책과 절차를 마련하고 이를 문서화하여야 한다.

제9조(투자대상자산에 대한 평가)

- ① 회사는 자본시장법 제238조에 따른 집합투자재산평가기준에 대체투자펀드의 투자대상자산에 대한 공정가치 평가 기준과 절차를 마련하되 평가대상 자산의 유형별로 적절한 평가방법을 선택하고 이를 일관되게 적용하여야 한다.
- ② 자본시장법시행령 제260조제2항에 따라 집합투자재산평가위원회가 공정가액을 평가하는 경우 실물 부동산 등에 대해서는 감정평가업자의 감정평가가격 등 외부 전문기관의 평가가격을 우선적으로 고려하여야 하며 외부 전문기관의 평가가 곤란한 자산의 경우에는 이를 대체할 만한 적절한 평가방법을 정하여야 한다.
- ③ 집합투자재산평가위원회가 외부 전문기관의 평가결과 또는 사전에 정한 공정가치 평가방법을 집합투자재산평가에 적용하지 않기로 결정한 경우에는 그 사유 및 의사결정 과정을 기록·유지하여야 한다.
- ④ 제1항 및 제2항에 따른 공정가치 평가는 최소 연 1회 이상 주기적으로 이루어져야 하며 회사는 대체투자펀드의 설정을 위한 사전심사시 해당 펀드에 대한 공정가치 평가방법 및 평가주기 등을 포함한 평가계획을 문

서화하여야 한다.

- ⑤ 투자대상 자산이 대출채권인 경우 주기적으로 차주의 경영 및 재무상태, 미래현금흐름 등을 감안하여 신용위험 변동상태를 면밀히 모니터링하고 대출채권의 상각 필요성 여부에 대하여 검토하여야 한다.
- ⑥ 재간접 펀드 등의 경우에는 타운용사 등의 평가정책을 확인하고 회사의 정책과 부합하는지를 판단하여야 하며 주기적으로 타운용사 등의 평가보고서를 입수하여 평가결과의 적정성을 검토하여야 한다.
- ⑦ **투자대상자산이 부동산 PF 관련 자산 등인 경우 제4항에도 불구하고 별표 7에 따라 매분기별로 부동산 PF 사업장별 사업성을 평가하여야 한다.**
- ⑧ **투자대상자산의 공정가치평가는 운용부서와 독립적으로 이루어져야 한다.**

3. 부동산P2P 감정평가관련 법령 및 규정

· 「온라인투자연계금융업 및 이용자 보호에 관한 법률(온라인투자연계금융업법)」

제22조(투자자에게 제공하는 정보)

- ① 온라인투자연계금융업자는 투자자에게 다음 각 호에 해당하는 정보를 투자자가 쉽게 이해할 수 있도록 온라인플랫폼을 통하여 제공하여야 한다.

... 중략 ...

8. 담보가 있는 경우에는 담보가치, 담보가치의 평가방법, 담보설정의 방법 등에 관한 사항

... 중략 ...

- ④ 온라인투자연계금융업자는 제1항에 따라 연계투자에 관한 정보를 제공하는 경우에는 투자자의 합리적인 투자판단 또는 해당 상품의 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항을 누락하거나 거짓 또는 왜곡된 정보를 제공하여서는 아니 된다

... 후략 ...

· 「온라인투자연계금융업 감독규정 시행세칙」 금융감독원세칙

제11조(투자자에게 제공하는 정보) 규정 제23조제1항제4호에서 "연계투자상품의 유형에 따라 금융감독원이 정하는 정보의 세부사항"은 다음 각 호와 같다.

- 1. 부동산 개발사업(부동산 프로젝트파이낸싱) 연계대출·투자상품

가. 사업 진행상의 리스크관리 및 프로젝트 완료시 사업대상 부동산의 가치평가 등 사업성 평가 자료

나. 담보설정내용 및 담보물에 대한 감정평가서 등 담보물의 가치평가에 대한 객관적 자료, 담보처분계획

... 중략 ...

자. 가목부터 아목까지의 사항에 대해 회계사·변호사·감정평가사 등 전문가로부터 확인받은 사항

... 중략 ...

- 2. 부동산 담보 연계대출·투자상품

가. 담보물에 대한 감정평가서 등 담보물의 가치평가에 대한 객관적 증빙

... 중략 ...

- 3. 기타 담보 연계대출·투자상품

가. 담보물에 대한 감정평가서 등 담보물의 가치평가에 대한 객관적 자료

... 후략 ...

9 관련 주요 기사

1. 조각투자업체 정보 공시 미흡, 자본시장법 적용 사각지대

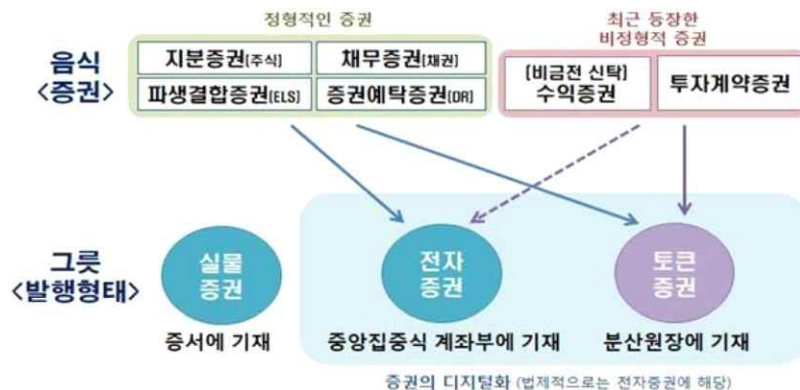
- 뉴스핌, 2023.09.19., “[불안한 토큰증권](上) 미술품·부동산 가격 공시도 없어...‘깜깜이’ 조각투자 주의보”
 - ⇒ 상업용 부동산이 대부분이라 금리 인상기에 위험 노출되어 시세가 공모가의 20% 가까이 하락
 - ⇒ 다만 증권 가격만으로 투자 성공 여부를 판단하기엔 무리며 그 이유는 거래 시세보다 건물의 매각가격이 공모총액보다 높은 금액에서 팔리면 투자자는 수익을 실현하기 때문이라는 관계자 의견도 있음

2. 공모가보다 하락한 부동산 조각증권 거래가

- 매일경제, 2023.04.30., “[부동산 라운지] 소액 투자자 인기 끌던 부동산 ‘조각투자’ 올상”
 - ⇒ 상업용 부동산이 대부분이라 금리 인상기에 위험 노출되어 시세가 공모가의 20% 가까이 하락
 - ⇒ 다만 증권 가격만으로 투자 성공 여부를 판단하기엔 무리며 그 이유는 거래 시세보다 건물의 매각가격이 공모총액보다 높은 금액에서 팔리면 투자자는 수익을 실현하기 때문이라는 관계자 의견도 있음

3. 토큰증권, 객관적 가치산정 체계 미비 및 과세 기준 상이한 문제

- 이지경제, 2023.11.03., “증권성 얻은 조각투자, 제도권 안착 과제는?”
 - ⇒ 토큰증권(조각투자)의 제도권 편입이 진행되고 있으나, 두 가지 주요 과제가 존재
 - ⇒ ① 투자대상의 객관적 가치산정 기준이 미비하여 증권신고서 제출이 어려운 상황
 - ② 투자계약증권과 수익증권 등 증권 성격에 따라 과세 방식이 달라 형평성 문제 발생
 - ⇒ 조각투자의 대상이 다중, 다양화될수록 객관적 가치 산정을 위한 감정평가법인 활용 허용 및 과세제도 정비 등이 필요하다는 의견 제시



4. 조각투자 발행 플랫폼 제도화 법규 개정안 입법예고

- 한국경제신문, 2025.02.04., “조각투자 발행 플랫폼 제도화...대체거래소서 ETF 거래 가능”
 - ⇒ 3일 금융위원회는 ① 조각투자 발행 플랫폼이 제도화, ② 대체거래소(ATS)에서 상장지수펀드(ETF)·상장지수증권(ETN)도 거래, ③ IPO 주관·인수회사의 실사 의무화 등 기준 강화를 포함하여 자본시장법 시행령·시행규칙 및 금융투자업 규정 개정안을 입법예고하였으며 국무회의 의결 등을 거쳐 오는 6월부터 시행할 예정

금융위 자본시장법 시행령 및 규정 입법예고

조각투자 샌드박스 제도화	• 유동화 수익증권 투자중개업 신설 • 비금전신탁 수익증권 발행
ATS 운영방안 후속조치	• ATS 매매체결대상 상품에 ETF·ETN 추가 • 순자본비율(NCR) 적용 면제, 자기자본 기준으로 건전성 감독
IPO 문턱 강화	• 법인 가치가 더 큰 비상장법인-상장법인 합병시 우회상장으로 판단 • IPO 인수업무 시 주관·인수회사 실사의무화

자료: 금융위원회

5. KRX 조각투자 플랫폼 개장 주요 내용

- **비즈워치, 2025.08.29., “문 여는 KRX 조각투자 플랫폼…1호 상장 상품은?”**
 - ⇒ 한국거래소, 9월 중 신종증권 시장 운영 규정 마련 후 조각투자 상품 상장 심사 개시
 - ⇒ 기존 발행사 홈페이지·앱 장외거래에서 증권사 MTS·HTS 통한 정식 장내거래로 전환
 - ⇒ 상장요건: 시가총액 30억원 이상, 상장증권 총수 10만좌 이상, 소액투자자 보유비중 25% 이상
 - ⇒ 1호 상장 후보로 갤럭시아머니트리(항공기엔진), 뮤직카우(음악저작권) 등이 유력
 - ⇒ 실제 상장 사례는 빨라야 2026년 초 가능할 것으로 전망

6. 서울시, 유휴 공공부지 활용한 부동산 조각투자 시범사업 추진

- **서울경제, 2025.09.02., “방치된 공공 부지에 시민 투자…서울시, 부동산 조각 투자 시범사업”**
 - ⇒ 서울시, 치안센터 이전으로 방치된 상도5치안센터·신사1치안센터 부지를 대상으로 부동산 조각투자 시범사업 추진
 - ⇒ 공공부지를 디지털 토큰으로 유동화하여 시민 소액투자 유치, 임대수익 배당 및 매각이익 공유 계획
 - ⇒ 루센트블록과 업무협약 체결, 올해 중 사업계획 수립 후 내년 상반기 투자자 공개모집 예정
 - ⇒ “시민참여형 동행개발 모델” 시범사업 성과를 바탕으로 다른 유휴 공공부지로 확대 적용할 방침

7. 금융위, 조각투자 유통플랫폼 제도화…신규인가 2곳 한정

- **뉴스1, 2025.09.04., 금융위, “조각투자 유통플랫폼 제도화 나선다…2곳만 신규 인가”**
 - ⇒ 금융위원회, 9월 말까지 조각투자 유통플랫폼 운영을 위한 자본시장법 시행령 및 감독규정 개정 완료 예정
 - ⇒ 시장 초기 단계(2024년 거래액 145억원 수준)임을 고려해 플랫폼 난립 방지 위해 신규인가 최대 2곳으로 제한
 - ⇒ 다수 신청 시 외부평가위원회 일괄평가로 선정, 컨소시엄 구성·중소증권사 참여·신속 서비스 개시 역량에 가점 부여
 - ⇒ 9월 25일(잠정) 시행 후 약 1달간 예비인가 신청 접수, 9월 18일 인가설명회 개최 예정
 - ⇒ 6월 발행 제도화에 이어 유통플랫폼까지 제도화되면 조각투자 관련 제도 개선 일단락

8. 연내 선박 조각투자 시범사업 완료...해운업 자본조달 다변화

- 연합뉴스, 2025.09.04., “해양진흥공사 “연내 선박 조각투자 시범사업 완료””
 - ⇒ 한국해양진흥공사, 국회 토론회에서 선박 조각투자 시범사업을 올해 안에 완료할 계획이라고 발표
 - ⇒ 현재 정책금융기관과 외국계 금융기관에 의존하고 있는 선박금융 조달방식의 다변화가 목표
 - ⇒ 관련 법률 개정안 통과 시 블록체인 방식의 선박 조각투자 사업으로 확대 추진 예정

9. 토큰증권 법제화 '골든타임'...9월 국회서 본격 논의 시작

- 문화일보, 2025.09.10., “토큰증권 법제화 퍼즐 ‘마지막 조각’...9월 국회로 쏠리는 시선”
 - ⇒ 토큰증권(STO) 법제화가 123대 국정과제와 12대 중점과제에 동시 포함되며 9월 정기국회 핵심 의제로 부상
 - ⇒ 여야 공통 공약인 '비쟁점 법안'으로 분류되어 민생경제협의회 우선 논의 대상 포함 유력
 - ⇒ 증권사·은행권이 STO 컨소시엄·테스트베드 구축 등 본격 준비에 나서며 관련 플랫폼 기업들도 사업 확장 가속화
 - ⇒ 이덕원 금융위원장 후보자가 “조속한 입법 논의 적극 지원” 입장을 밝히며 법제화 추진 동력 확보

7. 중소기업 자금조달 새 활로를 위한 비상장·조각투자 장외거래소 제도권화

- 한국경제, 2025.09.16., “비상장·조각투자 거래 제도권 진입...중소·벤처 자금조달 숨통 트이나”
 - ⇒ 정부, 16일 국무회의에서 비상장주식·조각투자 장외거래소 제도화를 담은 자본시장법 시행령 개정안 의결
 - ⇒ 기존 1:1 중개방식에서 다자간 거래소 형태 운영 허용, 서로 다른 증권사 간 거래도 가능해져 유동성 확대 기대
 - ⇒ 자기자본 60억원(전문투자자 대상 30억원) 이상 보유 시 전용 투자중개업 인가 신청 가능
 - ⇒ 투자자 보호 강화 위해 호가 공개, 정기 공시 의무화 등 제도화하고 23일부터 시행 예정