



증권형 토큰 규율체계 정비 방향

2022. 9

자본시장연구원
선임연구위원 김갑래

목 차

I 배경

II 증권성 판단기준

III 발행·유통 체계

IV 결어

|

배경

배 경

- [정책방향] “증권형 토큰은 자본시장법 규율 정비를 통해, 그 외 디지털자산은 기본법 마련을 통해 일관된 규율체계 확립” (금융위 업무보고, 2022. 8. 8)
 - ▶ 가상자산의 경제적 실질에 따라 ‘증권형’과 ‘비증권형’(유틸리티, 지급결제 등)으로 규제 체계 마련
 - ▶ 증권형 토큰은 투자자 보호장치가 마련된 「자본시장법」 규율체계에 따라 발행될 수 있도록 시장여건 조성 및 규율체계 정비
- [증권성 판단] 자본시장법 규율 적용에 대한 시장의 예측가능성을 제고하기 위하여 증권성 판단에 대한 가이드라인 제시 필요
- [발행·유통 인프라] 자본시장법은 토큰 형태의 발행과 비정형적 권리의 유통을 예정하고 입법화되지 않았기 때문에, 디지털자산시장의 특성을 반영한 발행과 유통의 제도적 인프라 정비 필요
- [T/F] 2022년 5월부터 유관기관 T/F를 구성하여 정책방향 검토

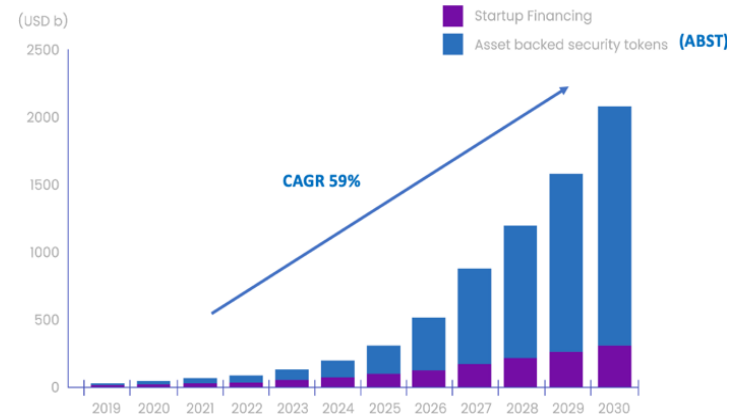
국내외 증권형 토큰시장 현황

○ [해외] 전세계적으로 발행된 증권형 토큰의 시가총액은 약 23조원 (약 179억USD, 2022년 7월 기준, SecurityTokenMarket)

- ▶ 미국·유럽·싱가포르 등은 증권형 토큰에 공모규제 등 기존 증권규제를 적용*하고 있으며, 증권법에 따른 발행을 허용

 - 美 SEC의 사이버유닛(Crypto Assets and Cyber Unit)은 2017년 설립된 이후로 2022년 5월까지 증권형 토큰 80건 이상에 대해 증권신고서 미제출, 불공정거래 등에 대한 제재조치를 취함
- ▶ 해외 증권형 토큰 전문 분석기관은 글로벌 증권형 토큰시장의 규모가 향후 크게 확대될 것으로 전망

<그림 1-1> 증권형 토큰 시장 규모



* CAGR은 연평균성장률(Compound Annual Growth Rate)

자료: IX Swap, 2021

○ [국내] 2017년 정부의 ICO 금지방침에 따라 STO(Security Token Offering) 금지

- ▶ 그러나 신정부는 “투자자 보호장치가 마련된 「자본시장법」 규율체계에 따라” STO를 허용할 방침 (윤석열 정부 110대 국정과제, 2022. 5)
- ▶ 현재는 일부 조각투자 사업자가 규제샌드박스를 이용하여 수익증권을 토큰화하여 발행하고 이를 분산원장 네트워크에서 유통시키는 수준

II

증권성 판단기준

증권형 토큰의 개념

- 증권형 토큰(Security Token: ST)은 블록체인기술을 활용해 토큰 형태로 발행한 증권
 - › 자본시장법은 증권의 증서성(證書性)을 요구하지 않고 표시하는 권리에 따라 규율하기 때문에, 증권성이 있다면 증권으로 간주
 - ※ “증권형 토큰 ”이라는 명칭은 여러 시장참여자들에 의해 쓰이는 용어이기 때문에 본 발표문에서도 사용하지만, 해당 명칭이 토큰 형태의 증권을 지칭하는 법령상의 용어는 아니며 향후 법제화를 통해 다른 명칭으로 불릴 수 있음
- 이론적으로는 자본시장법상 모든 증권이 토큰 형태로 발행 가능

증서형태	지분증권	채무증권	수익증권	파생결합증권	투자계약증권
	↓	↓	↓	↓	↓
토큰형태	지분ST	채무ST	수익 ST	파생결합ST	투자계약ST

*  시장 내 유통 관련 자본시장법 제도 정비가 필요

자본시장법상 “증권”

- [자본시장법] 증권은 “금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것” (동법 제4조제1항)
 - ▶ 금융투자상품은 “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖에 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(투자성)이 있는 것”(동법 제3조제1항)
 - ▶ 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6가지로 구분되며, 집합투자를 수행하기 위한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 집합투자증권으로 규정
 - ▶ 이 중 가장 포괄적인 투자계약증권은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것”(동법 제4조제6항)으로서 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있음에 유의

증권성 판단원칙

- [증권성 판단] 기본적으로 조각투자 가이드라인에서 제시한 증권성 판단 원칙은 가상자산 또는 토큰에도 동일하게 적용
 - ▶ 증권에 해당하는지 여부는 권리를 표시하는 방법과 형식, 특정 기술 채택 여부에 관계없이 그 권리의 실질적 내용을 기준으로 함
 - ▶ 명시적 계약 내용 외에도 묵시적 계약, 사업의 구조, 수수료·보수 등 비용 징수와 수익배분의 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고·권유의 내용 등 제반사항을 종합적으로 감안하여 사안별로 판단
 - ▶ 기존 규제를 의도적으로 우회하는 시도에 대해서는 자본시장법의 규제 취지와 일반투자자들의 사기 피해 가능성을 감안해 적극적으로 해석·적용
 - ▶ 증권성 판단에 앞서 자본시장법 또는 여타 금융업법상 인·허가·등록이 필요한 행위인지, 자본시장법 외 여타 법률상 허용되는 행위인지 여부도 별도로 검토·확인 필요

증권형 토큰 가이드라인 마련방향

- [적용례] 특정 가상자산 또는 토큰의 증권성은 사안별로 개별적으로 판단해야 하나, 법 적용의 예측가능성을 위해 가이드라인에 증권에 해당할 가능성이 높은 경우와 낮은 경우에 대한 예시를 포함해야 할 필요
 - › 증권에 해당할 가능성이 높은 경우 (예) : 투자자가 사업의 손익에 대한 권리를 갖는 경우로서 투자자 모집 과정에서 사업자의 노력·경험과 능력을 통한 해당 사업의 성과와 연계된 수익, 가치·가격상승 또는 투자손실 방지에 대해 합리적 기대를 갖도록 하는 경우
 - › 증권에 해당할 가능성이 낮은 경우 (예) : 발행인이 없거나, 발행인에게 행사할 수 있는 투자자의 권리 (순수한 서비스 이용권 제외)가 없는 경우
- [정책방향] 조각투자 가이드라인에서와 같이 증권형 토큰의 발행·유통체계에 대한 향후 정책방향과 금융규제 샌드박스 등 증권형 토큰을 발행하려는 경우 또는 증권형 토큰과 관련된 사업을 영위하려는 경우 참고할 사항을 함께 안내

증권형 토큰에 대한 자본시장법 규제

자본시장법 체계

○ 공시 규제

- ✓ **발행공시**
 - 공모에 해당하는 경우, 백서가 아닌 증권신고서 제출
- ✓ **유통공시**
 - 상장법인의 경우 사업보고서(정기공시), 주요사항보고서 제출 의무
 - 증권형토큰 거래소의 수시공시 규정 필요
- ※ 투자계약증권의 경우, 증권신고서(매출규제 포함), 온라인 소액투자중개업자 특례 적용

○ 불공정거래 규제

- ✓ **일반 사기죄의 특별규정인 불공정거래 규제를 적용 받음**
 - 시세조종 금지
 - 미공개중요정보이용행위 금지
 - 부정거래행위 금지
- ※ 투자계약증권의 경우, 부정거래행위 금지 및 관련 배상책임 조항의 적용을 받음 (부정거래행위의 포괄주의적 특성에 따라 시세조종 등도 사실상 금지)

○ 사업자 규제

- ✓ **증권형 토큰에 대해 매매, 중개, 자문 등을 하는 경우 금융투자업자로서의 규제를 받음**
 - 진입규제
 - 지배구조규제
 - 건전성규제
 - 영업행위규제
- ※ 금융규제샌드박스제도를 활용하여 증권형 토큰에 특화된 금융투자업자의 건전한 육성

III

발행·유통 체계

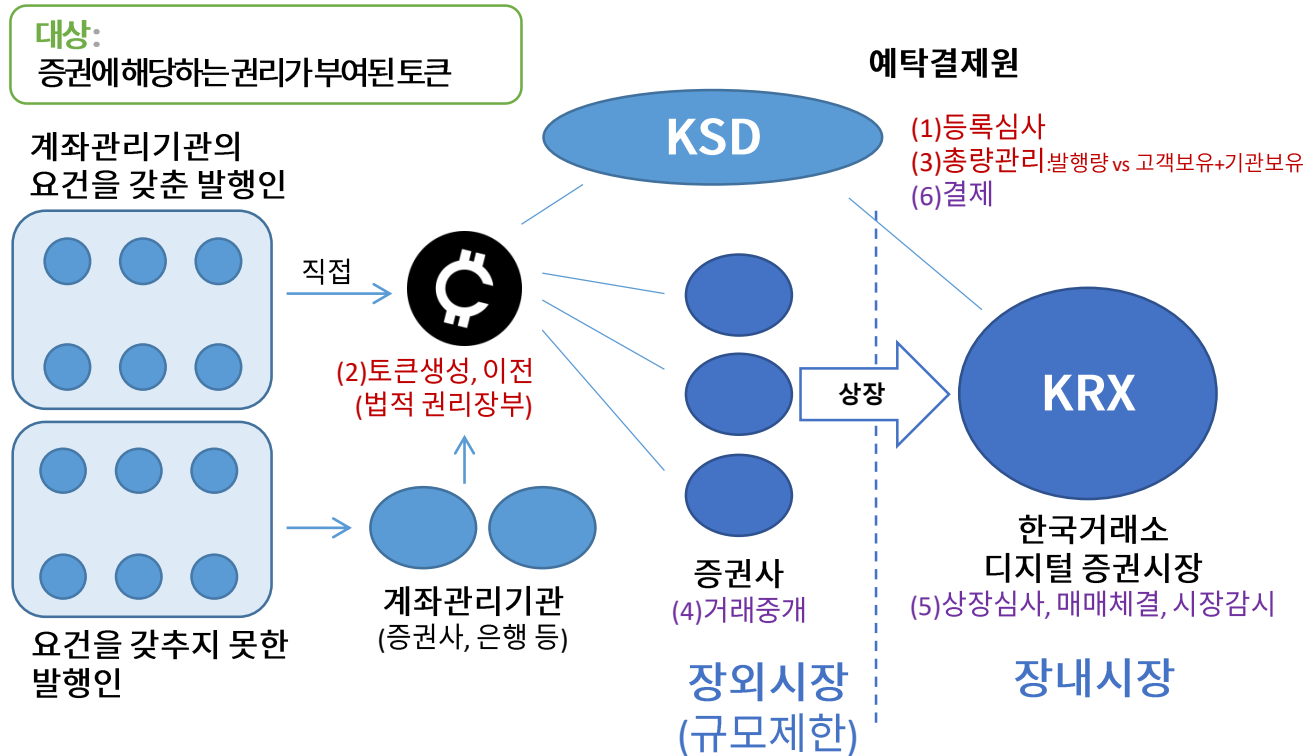
증권형 토큰 평가 및 정책방향(안) I

- 증권형 토큰의 혁신성은 ①저비용·맞춤형 증권 발행과, ②비정형적 권리의 유통으로 집약될 수 있음
 - ▶ **[발행]** 스마트계약을 이용해 저비용으로 다양한 권리를 토큰의 형태로 발행할 수 있고 기존증권 대비 안전한 매매가 가능
 - ▶ **[유통]** 토큰의 활발한 유통성을 이용하여 기존에 거래가 어려웠던 조각투자 등 비정형적 권리도 거래
- 그러나, 제한 없는 공모발행, 독립적이지 않은 시장운영에 따른 거래 편의 등은 가상자산에 대한 규제 미적용에 따른 것으로 혁신으로 인정하기 어려움

⇒ 증권발행시 블록체인 기술을 수용하고, 유통 체계는 기존 인프라를 최대한 활용하여 증권형 토큰의 장점과 투자자 보호 문제를 균형 있게 추진할 필요

- ① **[발행]** 발행인이 기존 계좌관리기관을 통해 또는 직접 계좌관리기관이 되어 발행하도록 하고, 예탁원이 증권형 토큰 발행 관리
- ② **[유통]** KRX에 디지털증권 시장을 추가 개설하고, 증권사가 장외거래를 중개하되 규모 제한 및 자기발행 증권 중개금지

증권형 토큰 평가 및 정책방향(안) II



- * **발행:** (1)예탁원 등록심사 → (2)발행인 · 계좌관리기관의 토큰생성 · 이전 → (3)예탁원 총량관리
- 유통:** (4)장외시장 - 증권사 중개 / (5)장내시장 - KRX 디지털 증권시장 및 (6)예탁원 결제

발행시장: 현황 및 제도 개선방향(안) I

현황

- 현행 유가증권·전자증권 관련 법리를 **토큰화된 증권에 동일하게 적용 곤란**
 - [증권제도] 증권거래의 안정성을 위해 유가증권·전자증권 제도 운영
 - 유가증권 점유 또는 전자증권 계좌부 기재를 통해 권리가 양도되며, 이 경우 권리 소유의 추정력 및 제3자 대항력이 생김
 - [토큰] 가상자산의 물건성과 점유 관계에 관한 법적 논란이 크고, 토큰화된 증권은 중앙화된 계좌부 기반이 아니므로 전자증권에도 미해당



개선

- 당분간 **미러링** → 블록체인 활용이 가능하도록 **전자증권법 정비**
 - [임시] 전자증권법 개정전에는 분산원장과 별도로 계좌부 전자증권을 발행 (법상 권리장부)하는 미러링 방식을 활용
 - [법 개정] 증권형 토큰을 전자증권제도로 포섭해 제도적 기반 마련

발행시장: 현황 및 제도 개선방향(안) II



개선

○ [법 개정] 증권형 토큰을 발행할 경우에는

- ① 증권사 등 기존 계좌관리기관*을 통해 증권법상 권리의 효력을 부여(계좌관리기관 계좌부기재) 받거나,
* 전자증권법상 고객계좌부를 관리할 수 있는 자로, 현재는 증권사, 은행, 보험사, 특수법인, 사모운용사 (자기운용 사모펀드의 집합투자증권 판매시에 한함) 등 한정
- ② 발행인이 직접 소정의 요건(마련예정)을 갖추어 계좌관리기관이 되어 본인이 발행한 증권형 토큰에 권리를 부여

○ [발행관리] 분산원장 활용시에도, 기존 전자증권과 동일하게 예탁원이 전자등록기관으로써 발행시 등록심사* 및 총량관리**

* 등록심사: 양도가능성 및 대체가능성, 권리자의 권리행사 가능성, 적법성 심사

** 총량관리: 계좌관리기관이 관리하는 고객계좌의 총량이 기재된 고객관리계좌, 계좌관리기관 등의 자기보유분, 전체 증권 발행량을 기록·대조하여 총량을 관리

○ [기대효과]

- › 자산에 대한 조각투자 등 토큰을 기반으로 한 다양한 증권 출현
- › 증권 제도에 분산원장 기술을 허용하여 인프라 측면의 혁신성 제고

○ [조치사항] 전자증권법 개정

- › 발행인 계좌관리기관 요건 신설, 분산원장 계좌부 신설

유통시장: 현황 및 제도 개선방향(안) I

현황

- 증권형 토큰의 유통플랫폼이 구축되어 있지 않음
- 블록체인 네트워크를 활용하여 기존에 유통성이 제약된 투자계약증권 등의 거래가 활성화될 수 있음
- 개인투자자간 증권형 토큰 장외거래 수요가 증가할 수 있음



개선

- [기본방향] 투자자 보호와 규제차익 방지를 위해, 증권형 토큰에도 기존 증권과 동일한 유통체계 적용하는 것이 바람직
 - ▶ 증권은 증권사가 매매를 중개하며, KRX가 장내시장을 운영하는 체계
 - 장외시장에서의 일대일 상대매매, 금투협 K-OTC 시장(단, 주식에 한정) 및 증권사의 중개(종투사의 내부주문집행)를 통한 매매 가능
 - ▶ 향후 ATS제도 개선 등 증권 유통제도 개선이 이루어질 경우, 증권형 토큰에도 동일하게 적용

유통시장: 현황 및 제도 개선방향(안) II

장 내 시장

- **KRX 디지털증권 시장** 개설, 상장시 기존 전자증권 형태로 전환 불가피
 - ▶ 증권형 토큰 등의 발행이 예상되는 비정형적 증권*의 장내시장이 부재하므로, KRX에 (가칭) “디지털증권 시장” 개설
(**先선드박스 → 後법제화**)
 - * 투자계약증권, 비금전신탁 수익증권 (발행 허용 後)
 - ▶ 대규모 거래시 거래 안정성이 무엇보다 중요한 상장시장에는 기존 전자증권 형태로 전환하여 상장
 - 블록체인은 다수가 참여하는 대규모 거래 기록에 한계가 있고, 기술이 표준화되어 있지 않다는 지적
 - ▶ **[기대효과]** 검증된 기존 인프라를 활용해 일반 국민이 참여하는 증권형 토큰 시장의 규율과 거래안정성을 확보하고, 투자자 보호 도모

장 외 시장

- **증권사를 통한 장외시장 거래 허용, 시장형성 초기에는 우선 규모를 제한**
 - ▶ 증권사 중개를 통한 장외시장 거래를 허용하되, 발행과 유통의 분리를 위해 자기발행 증권형 토큰의 장외시장 거래 중개는 제한
 - ▶ 장외시장은 당분간 시장질서 확립을 위해, 거래규모와 투자한도를 제한하고 일정규모 이상은 상장 유도
 - ▶ **[기대효과]** 발행인과 증권사의 협업을 통해 다양한 형태의 권리 유통시장 형성
 - ▶ **[조치사항]** 자본시장법 개정
 - 투자계약증권에 유통규제 적용, 장외거래 한도 규율 등

IV

결 어

증권형 토큰시장의 성공적 구축을 위한 고려 사항

○ **[STO 생태계]** 자산의 디지털화를 위한 기반시설, 중개기관, 블록체인기술 기반의 솔루션서비스 등

- 국내 신뢰성 있는 자본시장 인프라 기관이 블록체인 기술을 적극 활용하여 STO 생태계를 구축

○ **[규제]** 디지털화의 특성 반영, 국제 공조 및 표준화 체계 구축 등

- 금융규제 샌드박스제도를 활용하여 증권형 토큰 거래제도를 시험·검증하며 규제체계 구축

성공요소

○ **[거래시설 신뢰성]** 증권형 토큰시장 활성화의 전제 조건으로 거래의 효율성과 안정성이 보장된 신뢰성 있는 거래시설 필요

- 투자자보호 수준과 거래 안정성이 높은 장내거래 중심으로 증권형 토큰시장 육성하고 장외거래는 거래규모 제한

○ **[투자자 교육]** 금융투자상품에 대한 이해와 더불어 디지털화의 특성과 위험에 관한 투자자 교육이 추가적으로 필요

- STO 생태계내의 인프라 기관 및 관련 금융투자업자를 통해 투자자 교육 강화



Thank You!