

ZOOM  
-IN

## 국내 증권토큰발행(STO) 현황 및 시사점

- 국내 STO는 규제 샌드박스 적용을 받는 일부 조각투자사에 의해 제공되는 투자상품에만 제한적으로 허용되고 있으며, 최근 조각투자에 대한 수요가 증가하면서 규제 논의가 함께 진행
- 미국, 일본 등 해외 주요 국가에서는 STO에 대한 규제를 정립하고 제도적 인프라를 형성 중
- 금융위원회는 금융규제혁신회의에서 '증권토큰의 발행·유통 규율체계'를 규제 혁신 안건으로 심의하고 국내 STO의 제도권 편입을 위한 계획을 발표
- 국내 증권업계에서는 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가하고 있으며 STO 플랫폼 개발, 업무 협약 체결을 통해 사업 진출을 준비 중
- 향후 STO를 활용한 다양한 투자상품이 개발 및 제공됨에 따라 조각투자 시장 확대 및 신규 사업자들의 참여에 따른 경쟁도 증가가 예상되며, 국내와 유사한 방향으로 규제를 정립 중인 해외 사례를 참고하여 제도를 보완해 나갈 필요가 있음

- 국내 STO는 규제 샌드박스 적용을 받는 일부 조각투자사에 의해 제공되는 투자상품에만 제한적으로 허용되고 있으며, 최근 조각투자에 대한 수요 및 관심이 증가함에 따라 조각투자 시장에 대한 규제 논의가 진행
  - 증권토큰발행(Security token offering: STO)은 부동산, 미술품 등 실물 및 금융 자산을 블록체인 기반의 토큰에 연동한 디지털 자산인 증권토큰으로 발행하는 것으로 비용 절감 및 높은 유동성을 제공하는 특징이 있음
    - 증권토큰은 스마트 컨트랙트 방식으로 발행·유통되므로 중개자 역할이 최소화되고 공시 업무의 자동화 등을 통해 시간과 비용이 절감
    - 거래 장소 및 시간적 제약을 받지 않고 매우 작은 단위의 거래도 가능하기 때문에 토큰화를 통해 부동산과 같은 실물자산의 유동성을 높일 수 있음
  - STO가 법제화되지 않은 국내에서는 금융규제 샌드박스를 적용받는 일부 기업이 블록체인 기술을 활용하여 부동산 기반 증권토큰의 발행·유통 서비스를 제공하는 방식으로 개인 투자자에게 부동산 조각투자 기회를 제공하고 있으며, 지정기간 만료에 따른 리스크가 존재
    - 카사·비브릭·펀블·소유는 금융규제 샌드박스 적용을 통해 상업용 부동산 실물자산을 수익증권으로 디지털화하여 발행하고 일반 투자자도 거래가 가능한 거래 플랫폼 서비스를 제공<sup>1)</sup>

1) 현행 자본시장법에 따르면 금전신탁에 한해서만 수익증권 발행이 가능하였으나 금융위원회의 혁신금융서비스로 '분산원장 기반

- 금융규제 샌드박스는 혁신금융서비스로 지정됨에 따라 금융법상 인허가, 영업행위 등에 대한 규제의 유예 및 면제가 최대 4년간 가능한 구조로<sup>2)</sup> 지정기간 만료 전까지 규제면제 입법화 여부에 따른 사업 리스크가 존재
- 최근 조각투자에 대한 수요 및 관심이 증가함에 따라 국내 조각투자에 대한 규제 정립 논의가 진행 중이며 STO의 제도권화가 시행되면 조각투자 시장 확대의 제도적 기반이 마련
  - 디지털 생태계에 익숙한 MZ세대를 중심으로 투자행태가 다양해지면서 소액으로도 투자가 가능하여 진입 장벽이 낮고 다양한 자산군에 투자가 가능한 조각투자에 대한 수요가 증가
  - 국내 조각투자 시장은 음원·부동산·미술품을 중심으로 활성화되었으며 2020년을 기준으로 대폭 성장하여 2022년초 기준 누적 공모금액은 약 2천억원 규모를 기록<sup>3)</sup>
  - 증권선물위원회가 뮤직카우가 발행한 저작권료 참여청구권의 증권성을 인정하고, 뮤직카우에 투자자 보호장치 마련을 조건으로 자본시장법에 따른 제재 절차를 보류하는 조치안을 의결<sup>4)</sup> 하면서 운영 중인 조각투자의 증권성 판단 및 규제 정립에 대한 논의가 진행
  - 금융위원회는 조각투자 관련 상품을 발행·유통하는 사업화 행위가 증가하고 있는 만큼 일반투자자를 대규모로 유치하면서 해당 규제위험을 확산시키는 사태를 막고, 조각투자 사업의 법적 안정성 및 시장 예측가능성을 높이기 위해 2022년 4월 ‘조각투자 증권 등 신종증권 사업 관련 가이드 라인’을 발표<sup>5)</sup>

## □ 미국, 일본 등 해외 주요 국가에서는 STO에 대한 규제를 정립하고 제도적 인프라를 형성 중

- 일본은 STO에 금융상품거래법을 적용하여 제도권에 편입시켰으며 STO 시장 활성화를 위한 업계 주도의 STO 자율규제 기관이 존재
  - 2019년 5월, 2020년 5월 두 번에 걸친 개정을 통해 STO에는 금융상품거래법이 적용되었으며 증권토큰은 금융상품거래법 제2조 제1항에 따라 주식이나 회사채 같은 유가증권(제1항 유가증권)을 전자기록 이전 유가증권 표시권리에 따라 발행한 것을 의미하고 주식발행과 동등한 규제가 적용<sup>6)</sup>
  - 일본STO협회(Japan Security Token Offering Association: JSTOA)는 2019년 10월 일본 대형 증권사 6개사에 의해 설립되었으며 2020년 4월 일본 금융청으로부터 정식 허가를 받아 STO와 관련된 업계 규칙과 지침을 제정하는 역할을 수행<sup>7)</sup>

부동산 유통화 유통 플랫폼 서비스가 지정됨에 따라 카사·루센트블록·핀플 3개사에게는 부동산 신탁계약에 의한 수익증권 발행이 허용되는 등 특례가 적용되었고, 세종텔레콤은 중소벤처기업부의 실증특례 구역 지정에 따라 수익증권 거래를 위한 시장개설 및 금융투자업 영입에 대한 특례를 적용받음

2) 금융위원회 금융혁신기획단, 2019. 4. 1, 금융규제 샌드박스 운영방향.

3) 뮤직카우는 제외한 금액으로 미술품 조각투자 누적 공동구매 규모 '22.5월초 약 963억원(아트엔가이드, 아트투게더, 소투, 테사), 부동산 조각투자 총공모액 653억원(카사 5개 건물, 비브리 1개 건물), 뱅카우 누적펀딩액 '22.4월 35억원, 핀더플 누적 펀딩금액 '21.3월말~'21년말 167.5억원(하나금융경영연구소, 2022, 조각투자 이해하기, 하나 Knowledge 2022년 6월 3일 제 14호)

4) 금융위원회, 2022. 4. 20, 저작권료 참여청구권의 증권성 여부 판단 및 (주)뮤직카우에 대한 조치, 보도자료.

5) 김갑래, 2022, 조각투자 가이드라인의 의의와 후속 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-11.

6) 여필림, 2021, 일본의 증권토큰발행(STO) 현황과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-19.

7) 일본STO협회에는 2023년 1월 기준으로 14개 기업이 주요 멤버로, 60개 기업이 찬조 멤버로 참여하고 있음

- 미국은 STO를 통해 발행된 디지털자산이 증권에 해당될 경우 증권과 동일한 규제를 부과하고 있으며 토큰의 증권성 판단을 위해 투자계약 요건 기준인 Howey Test를 이용
  - Howey Test는 금전투자, 공동사업, 투자자에 따른 수익 기대, 제3자의 노력에 대한 수익 발생이라는 네가지 요건으로 구성
  - 증권법상의 투자계약을 일률적으로 정의하기는 어렵기 때문에 특정 가상자산이 투자계약에 해당하는지 여부는 구체적 상황을 고려하여 개별적으로 판단하도록 하고 있으며 2019년 SEC는 가상자산에 대한 투자계약 가이드를 제공<sup>8)</sup>
- 미국은 증권토큰발행 시 연방증권법에 따라 SEC(Securities and Exchange Commission)에 등록하거나 증권법상 면제 규정을 적용 받으며 증권토큰의 유통은 SEC의 규제에 따라 기존 증권거래소와 유사하게 운영
  - 1993년 증권법에 따라 증권토큰발행의 경우 증권과 동일한 제재가 부과되며 Regulation D(사모 발행), Regulation A(소액 모집), Regulation CF(클라우드 펀딩) 등의 등록면제 규정이 적용<sup>9)</sup>
  - 증권토큰 거래플랫폼은 ATS(Alternative Trading System) 인가를 받아 SEC와 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에 브로커-딜러로 등록
  - 증권토큰 거래소는 상장된 증권토큰의 관리, 수탁 서비스, KYC(Know Your Customer) 및 적격 투자자 관리 등의 서비스를 제공
  - 증권토큰을 유통시키는 거래플랫폼 사업에는 기존 금융업자와 신흥 가상자산업자가 모두 참여하고 있으며, 은행(HSBC 등), 증권거래소(Swiss Exchange 등), 가상자산 거래플랫폼(Binance 등), 탈중앙화거래소(UNISWAP 등), 증권토큰거래소(tZERO 등)가 증권토큰 거래 플랫폼 산업에서 경쟁<sup>10)</sup>

□ 금융위원회는 2023년 1월 금융규제혁신회의에서 ‘증권형토큰의 발행·유통 규율체계’를 규제 혁신 안건으로 심의하고 국내 STO의 제도권 편입을 위한 계획을 발표<sup>11)</sup>

- 증권토큰의 수요를 제도적으로 포용할 필요성에 따라 그간 국내 법제 하에서는 허용되지 않았던 증권토큰의 발행을 허용하고 안전한 유통체계를 마련하는 것이 목적
- 새로운 증권 발행 형태인 증권토큰에 대한 자본시장법 적용의 예측 가능성을 제고하기 위해 증권성 판단원칙을 제시<sup>12)</sup>

8) 김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-13.

9) SEC 등록면제 규정은 조달금액, 투자권유의 자율성, 적격투자자 확인 의무 등에 따라 Regulation D 506(b), Regulation D 506(c), Regulation 504, Regulation A Tier1, Regulation Tier2, Regulation CF로 구분되며 Regulation D 506(b) 규정에 따라 면제가 적용되는 경우가 많고 Regulation D 506(b)로 발행되는 경우 공인 투자자(credited investor)만 투자가 가능하나 연간 자금조달 금액에 상한이 없음

10) 김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-13.

11) 금융위원회, 2023. 1. 19, 제6차 금융혁신회의 개최, 보도자료.

12) 증권토큰의 증권성 판단은 2022년 4월에 공표한 ‘조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인’의 증권성 판단과 동일한 원칙이 적용

- 증권성은 계약 내용, 이용 약관 등 투자 및 거래 관련 제반 사항을 금융당국이 종합적으로 고려해 사안별로 판단하며 방법·형식·기술과 관계없이 표시하는 권리의 실질적 내용을 기준으로 함
  - 투자자가 얻게 되는 수입에 사업자의 전문성이나 사업 활동이 중요한 역할을 하는 경우 투자계약증권 인정 가능성이 상대적으로 높으며 소유권 등을 직접 분할하거나 개별적으로 사용·수익·처분이 가능한 경우에는 증권에 해당할 가능성이 상대적으로 낮음
- 증권토큰을 전자증권법상 증권의 디지털화 방식으로 수용함으로써 토큰증권의 발행·유통에 대한 법적 효력을 부여하고 증권토큰의 발행·유통을 허용하는 규율 체계에 대한 계획 제시<sup>13)</sup>
- 전자증권법에 발행인 계좌관리기관을 도입함으로써 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 증권 토큰을 단독 발행할 수 있도록 허용
  - 자본시장법에 투자계약증권·신탁수익증권 장외거래증개업을 신설함으로써 투자계약증권·수익증권의 장외 유통플랫폼을 제도화

□ 국내 증권업계에서는 사업 다각화 및 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가하고 있으며 시장 선점을 위해 STO 플랫폼 개발, 조각투자사와의 업무 협약 체결 등 STO 관련 사업 진출을 준비 중

- 2022년 금리 상승 및 경기 침체에 따른 영업환경 악화로 국내 증권업 수익은 크게 감소하였으며 긴축 기조 및 경기 침체의 지속이 예상되는 상황에서 새로운 수익원으로서 STO 관련 사업에 대한 관심이 증가
- 순영업수익은 2016년 이후 2021년까지 지속적으로 증가하였으나 2022년 약 18조원을 기록하여 전년 대비 25%의 대폭 감소를 보임
  - ROE는 2021년 11.5%까지 증가하였으나 2022년 7%를 기록하며 전년 대비 4.6%p 감소
- 국내 증권사는 STO 제도권 편입 시기가 가까워짐에 따라 STO 플랫폼 개발 및 조각투자사와의 업무 협약 체결 등을 통해 증권토큰의 발행·유통 사업 진출을 준비 중
- KB증권은 STO 플랫폼 서비스를 위한 핵심기능 개발 작업과 테스트를 마쳤고 유관 부서 실무자로 구성된 TF팀을 운영 중이며 향후 발표될 STO 가이드라인에 따른 보완 사항을 반영하여 올해 상반기 서비스를 실시할 예정
  - 신한투자증권은 합자법인 에이판다파트너스와 함께 추진한 STO 플랫폼 서비스가 혁신금융 서비스로 지정됨에 따라 '블록체인 기반의 금전채권 수익증권 플랫폼 서비스'를 올해 하반기 출시할 예정이며 STO를 활용하여 다양한 조각투자 서비스를 제공하는 종합 플랫폼 사업을 위한 자체 블록체인 인프라도 구축 중
  - 키움증권은 한국정보인증, 블록체인 전문기업 페어스퀘어랩과 업무협약을 체결하고 STO와 유통 플랫폼 구축을 위해 협업 중이며 STO 가이드라인의 허용 여부에 따라 기존 MTS앱에서 올해 중으로 증권토큰 거래 서비스를 제공하는 방안도 준비 중

13) 증권토큰의 발행·유통 규정을 담은 구체적 가이드라인은 2023년 2월 중순 발표할 예정

- SK증권은 부동산 조각투자 기업인 편블 및 미술품 공동구매 서비스 업체인 열매컴퍼니 등과 STO 관련 업무를 협업 중이며 디지털 자산 플랫폼을 기반으로 한 STO를 위해 디지털 자산 수탁 회사인 인피닛블록에 지분을 투자
- 한국투자증권과 하나증권은 부동산 조각투자 플랫폼 루센트블록에, NH투자증권은 수집품 조각투자 플랫폼 트레저러에 투자 및 협업 중

□ 향후 STO 가이드라인이 발표되고 STO 규제가 시행되면 STO를 활용한 다양한 투자상품이 개발 및 제공됨에 따라 조각투자 시장 확대 및 신규 사업자들의 참여에 따른 경쟁도 증가가 예상되며, 국내와 유사한 방향으로 규제를 정립 중인 해외 사례를 참고하여 제도를 보완해 나갈 필요가 있음

- STO 규제가 시행되면 증권업을 중심으로 STO를 활용한 다양한 조각투자 상품과 STO 플랫폼 서비스가 출시되고 증권사 이외의 참여자들 확대로 STO 시장 경쟁도는 증가할 것으로 예상
  - 국내 증권사는 조각투자사와 업무 협약을 기초로 STO 플랫폼 개발 및 투자를 진행해 왔으며 제휴 조각투자사에 따라 부동산, 음악 저작권, 미술품 등 다양한 분야의 조각투자 서비스 상품을 제공
  - 금융규제 샌드박스 적용을 받은 STO 플랫폼 기업의 경우도 지정기간 만료 후 사업의 지속성에 대한 리스크가 감소하고 제도권 내에서 서비스 제공이 가능
  - 일정 요건을 갖춘 경우 증권사를 통하지 않고 증권 토큰을 단독 발행할 수 있는 제도적 기반이 마련됨에 따라 증권사 이외의 기업들의 참여 확대로 STO 시장 경쟁도 증가가 예상
- 미국 및 일본도 증권토큰에 증권과 같은 규제를 적용하고 있으며 실질적으로 자본시장법상 증권 개념에 해당하면 해당 투자상품을 증권으로 선언하는 접근방식인 기술중립성 원칙을 채택하고 있으므로 국내 증권토큰의 증권성 판단에서 관련 규정 참조가 가능
  - 국내 증권토큰의 증권성은 권리의 실질적 내용을 기준으로 계약 내용 등 투자 및 거래 관련 제반 사항을 종합적으로 고려하여 판단
  - 증권토큰에 해당되는 투자계약증권은 적용 범위가 폭넓게 인정될 수 있고 국내의 경우 규제 시행 초기에는 적용례가 많지 않으므로 STO 가이드라인과 함께 기술중립성 원칙을 채택하고 있는 미국 등의 사례를 보완적으로 활용할 수 있음
- STO 규제 시행과 함께 일본의 일본STO협회와 같은 STO 자율규제 기구를 설립하고 보완적으로 활용하여 사업 참여자의 의견 반영 및 제도의 실효성을 높이는 방안도 고려해 볼 필요가 있음
  - 현재 일본에서 STO 사업에 관여하는 기업은 대부분 일본STO협회 소속으로 사업 운영의 경험을 반영하여 가이드라인을 만들고 금융당국과 조율하기 때문에 실무 영역이 부족한 규제 기관의 규제 제정 사이의 공백을 보완하는 역할을 수행

선임연구원 한아름