

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

[#STO] 1. 증권형 토큰, 정체는?

• 증권형 토큰(Security Token)이란?:

부동산과 같은 실물이나 금융자산을 작게 나누고 이를 블록체인 기반의 토큰에 연동하여 거래될 수 있도록 만드는 수단

• IPO vs ICO vs STO?

STO는 증권형 토큰을 활용한 자금 조달 방법으로 주식 시장의 IPO와 가상자산 시장의 ICO의 중간 성격을 보이는 특징

• STO를 통한 자금 조달의 이점은?:

IPO 대비 비용과 시간의 효율성 제고, ICO와 달리 높은 투자자 보호 수준, 소액 투자 접근성 확대에 따른 유동성 증가 기대

* 토큰(Token)

: 통상적으로 최소 단위, 대용 화폐 (상품권, 교환권 등), 정보를 지닌 물리적·가상적 물체 등을 의미

증권형 토큰(Security Token)이란?

증권형 토큰(Security Token)이 새로운 형태의 투자 자산인 만큼 이에 대해 획일화된 정의는 아직 부재하다. 일반적으로는 실물·금융 자산을 기반으로 발행된 토큰을 의미하지만, 증권성을 가진 모든 디지털 자산을 증권형 토큰으로 보는 시각도 있다. 현재 국내에서 주로 언급되는 증권형 토큰의 사례가 전자에 가깝고 아직 토큰의 증권성 판단 기준이 명확하게 발표되지 않았다는 점을 고려해, 본 자료에서 언급되는 증권형 토큰은 실제 가치가 있는 자산을 기반으로 발행된 토큰으로 정의하고자 한다.

이를 바탕으로 증권형 토큰을 정리해보면, 부동산과 같은 실물이나 금융 자산을 작게 나누고 이를 블록체인 기반의 토큰에 연동하여 거래될 수 있도록 만드는 것이다. 이에 따라 토큰의 소유는 토큰과 연동된 자산의 소유를 의미한다. 또한 이때 발행되는 토큰은 증권성의 성격을 가지기 때문에 전통적인 증권이 받고 있는 규제도 적용 받게 된다. 이러한 증권형 토큰의 특징은 결제 토큰이나, 유틸리티 토큰과의 가장 큰 차이점으로 언급되고 있다.

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

영국 금융행위감독청(FCA)가 정의한 토큰의 종류와 규제의 정도

종류	정의	규제의 정도
교환토큰 (Exchange Token)	유통·교환을 목적으로 발행된 가상자산 교환토큰은 대체가능한 교환단위라는 점에서 가상화폐(virtual currency)로 불리기도 함	자금세탁방지 등의 규제 새로운 법을 통해 거래자 보호 규제의 공백 해소 필요
“순수”유틸리티 토큰 (Utility Token)	네트워크상의 재화 또는 용역에 접근할 수 있게 하는 권한을 부여한 가상자산	순수 유틸리티 토큰에 한해 규제 대상에서 제외
증권토큰 (Security Token)	자본시장 규제체계의 적용 대상이 되는 증권으로서, 특정 투자에 관련된 권리와 의무를 수반하는 가상자산	자금세탁방지 등의 규제 기존 증권법 체계의 강한 규제 적용

자료: 자본시장연구원, FCA, 키움증권 리서치센터

유틸리티 토큰과 증권형 토큰의 차이점

종류	유틸리티 토큰	증권형 토큰
차이점	ICO를 통해 투자자들로부터 프로젝트의 초기 개발 자금을 모집하고 그 대가로 자산을 발행 이때 발행된 자산은 <u>프로젝트의 성공에도</u> <u>일부를 분배 받을 권리는 부재</u>	토큰을 발행하는 주체의 사업 과정에서 발생하는 <u>수익의 일부를 배분받거나</u> <u>배당받는 권리 부여</u>
공통점	블록체인 상에서 발행되고 스마트컨트랙트를 통해 관리	

자료: 업비트, 키움증권 리서치센터

IPO vs ICO vs STO?

* ICO

(Initial public offering)

: 블록체인 프로젝트가
실제로 런칭 되기 전
프로젝트 런칭을 위해
자금을 조달하는 방법 중
하나로, 가장 대표적인
사례는 이더리움이 꼽힘

STO(Security Token Offering)은 앞서 언급한 증권형 토큰으로 자본을 조달하는
방식이다. STO라는 개념은 2018년 ICO 참여 수요는 증가하나 법적 규제는 부재한 환경
속에서 ICO 투자자 피해가 발생하고 미국의 증권거래위원회(SEC)가 ICO를 규제하면서
등장했다. 이에 STO를 ICO의 한 종류로 보는 시각도 존재한다. 또한 STO와 ICO 통해
발행되는 토큰의 성격은 다르지만, 두 가지 모두 스마트 컨트랙트 등 블록체인 기술을
이용한다는 공통점을 가진다는 점도 STO를 ICO의 한 종류로 보는 이유로 들 수 있다.

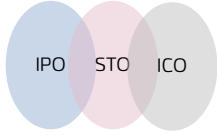
* 스마트컨트랙트

(Smart Contract)

: 계약 당사자가 사전에
협의를 한 내용을 미리
프로그래밍하여 전자계약서
문서 안에 넣어두고, 이
계약 조건이 모두 충족되면
자동으로 계약 내용이
실행되도록 하는 시스템

한편, 자본시장연구원은 STO를 불특정 다수의 투자자에게 토큰화된 증권의 취득 청약을
권유하는 행위를 의미하는 것으로 정의하고 있다. STO가 다수의 투자자에게 증권 취득
청약을 권유하고, 규제를 적용 받는다는 측면에서 IPO와 유사한 부분도 있다. 이를
종합해서 살펴보면, STO를 IPO와 ICO의 교집합으로 정리해 볼 수 있다.

* IPOvsSTOvsICO 도식화



IPO, ICO, STO 비교

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

자료: 자본시장연구원, Cointelegraph, 키움증권 리서치센터

STO의 종류

구분	내용
증권발행형 STO	자금 조달의 목적이 비즈니스 모델 구현일 때 사용하는 방법 : 이 경우 실질적으로 투자자들에게 이익 지급이 가능한 비즈니스 모델이 존재해야 함
자산유동화형 STO	부동산, 미술품 등 자산유동화, 분산 소유 등을 목적으로 토큰을 발행하고 공개하는 방법

자료: 해시넷, 키움증권 리서치센터

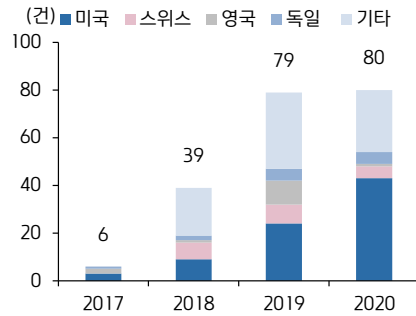
STO를 통한 자본 조달의 이점은?

STO가 기존의 자금 조달 방식과 유사한 측면이 있지만, IPO나 ICO와 비교했을 때 STO가 가지고 있는 장점은 분명하다. STO의 장점으로 주로 언급되는 내용을 살펴보면, 우선 전통적인 증권 발행을 통한 자본 조달에 비해 시간과 비용이 절감된다는 점이다. 이는 STO가 스마트 컨트랙트 기술을 기반으로 진행되는 만큼 중개인의 개입이 전통 금융시장에 비해 줄어들고 배당, 자금세탁방지, 공시와 같은 업무들도 자동화될 수 있기 때문이다.

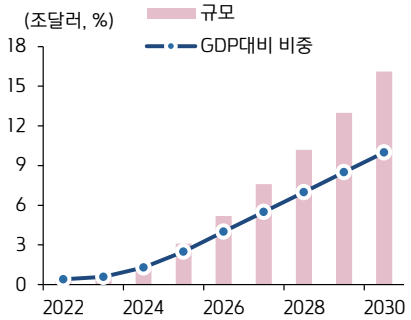
자산의 지분을 쪼개 팔 수 있다는 점도 STO의 장점으로 꼽힌다. 자금을 조달하는 주체는 자산을 쪼개서 팔 수 있는 만큼 STO를 활용할 시 유동성을 상대적으로 쉽게 창출할 수 있다. 투자자의 관점에서 접근해보면 소액으로 다양한 자산에 대한 투자 접근이 가능해 다변화된 포트폴리오를 구축할 수 있다.

또한 STO는 공시, 불공정거래와 같은 규제의 적용을 받는다. 즉 규제 수준이 상대적으로 낮은 ICO와 달리 투자자에게 법적 보호 장치를 제공할 수 있다는 점도 STO의 장점으로 볼 수 있다. 이 외에도 거래 과정이 블록체인 상에 저장됨에 따라 높아지는 투명성, 결제 시간 단축, 24시간 시장 거래 가능 등이 언급되기도 한다.

국가별 STO 건수



비유동자산의 토큰화 전망



자료: Cointelegraph, 키움증권 리서치센터

자료: Boston Consulting Group, 키움증권 리서치센터

국내의 경우 2017년 이후 STO도 ICO와 함께 금지된 상황이나, 지난해 하반기부터 금융위원회가 STO에 대해서는 가이드라인을 제공할 것이라는 점을 언급하면서 점진적으로 이를 허용하려는 움직임을 보이고 있다. 이러한 변화는 블록체인을 기반으로 새로운 유형의 자산이 나오기 시작한만큼 이를 관리할 기술이 필요하다는 점도 있겠지만, STO의 이점을 바탕으로 향후 꾸준한 성장성이 기대되는 영역으로도 언급되고 있기 때문이다. 실제 해외의 경우 2017년 이후 STO 건수가 꾸준히 늘어나고 있고, 향후 글로벌 시장 내 비유동성 자산의 토큰화 규모도 2022년 3천억 달러에서 2030년 16조 달러까지 늘어날 것이라는 전망이 제시되고 있다.

최근 금융위원회는 증권형 토큰 가이드 라인을 1월 중 공개할 것으로 발표했다. 가이드라인이 발표된다면 국내 증권형 토큰의 범위나 증권성 판단 기준 등이 이전보다 명확해질 것으로 보이며, 이는 디지털 자산 시장의 성장성을 더욱 기대하게 만드는 요인이 될 것이다.

가이드라인 공개를 앞두고 본 자료를 통해 증권형 토큰이 무엇인지, 이를 활용한 자금 조달 방식과 기존의 자금 조달 방식의 공통점과 차이점, STO의 장점에 대해 간략하게 정리해 보았다. 다음 자료에서는 이를 바탕으로 국내외 STO 시장과 관련된 동향을 살펴보고자 한다.