

# KIWOOM Digital Asset Issue

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

## [#STO] 2. 미국이 증권형 토큰을 바라보는 시각

### • 증권형 토큰 (Security Token) 등장 배경은?

2017~2018년 이더리움 가격 상승 등으로 ICO 관심 및 사례가 늘어났으나 법적 규제 공백 속 투자자 피해가 발생하자 이에 대한 규제가 언급되면서 관련 용어가 나오기 시작

### • 미국 증권거래위원회(SEC) 토큰의 유형을 판단하는 기준은?

미국은 토큰이 증권적 속성을 가지고 있을 경우 증권형 토큰으로 분류. 토큰의 유형을 명확하게 분류하기 어려우나 미국은 하위테스트(Howey Test), 구체적인 상황 등을 고려해 판단

### • 미국의 증권형 토큰은 어디에서 거래될까?

증권형 토큰의 거래는 증권형 토큰 플랫폼에서 이루어지며, 플랫폼 또한 SEC의 규제 범위에 포함. 미국 내 대표적인 증권형 토큰 거래소는 INX 등이 있음

### 증권형 토큰의 등장 배경은?

지난주 자료를 통해 언급했듯 증권형 토큰(Security Token)과 증권형 토큰 공개(Security Token Offering)이라는 개념이 처음 등장했던 시기는 가상자산 시장 내에서 ICO(Initial Coin Offering)가 활발하게 진행되던 2017~2018년이다. 이더리움의 성공적인 ICO와 가격의 상승은 이에 대한 관심을 높였고, 이 과정에서 많은 ICO가 진행되고 투자도 늘어나는 계기가 되었다. 그러나 당시 각국의 ICO 관련 규제가 부재했던 만큼 2018년 실제 모집된 ICO 프로젝트 중 약 80%는 사기로 밝혀졌으며 관련 투자자들의 피해도 발생했다.

이에 미국 증권거래위원회(SEC)는 2017년 7월 ICO 투자의 위험성을 경고하는 자료에서 개별 ICO를 통해 제공되거나 판매되는 가상자산은 증권일 수 있다는 점을 언급했다. SEC는 만약 증권으로 판명될 경우 ICO를 통한 가상자산의 제공 및 판매는 연방 증권법을 적용 받게 될 것이라는 점을 기재했고 이러한 과정에서 증권형 토큰이라는 개념이 나오기 시작했다. 이후 영국, 스위스 등에서 ICO 관련 가이드라인이 만들어지고 가상자산의 유형이 분류되면서 증권형 토큰이라는 단어도 활발하게 사용되기 시작했다.

### \* 영국 금융시장감독청이 정의한 토큰(Token)의 종류

- 교환토큰 (Exchange Token)  
: 유통 및 교환을 목적으로 발행된 가상 자산
- 유틸리티 토큰 (Utility Token)  
: 네트워크상의 재화 또는 용역에 접근할 수 있는 권한을 부여하는 가상 자산
- 증권형 토큰 (Security Token)  
: 특정 투자에 관련된 권리와 의무를 수반하는 가상 자산

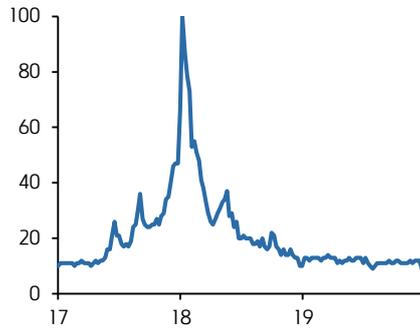
### Compliance Notice

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

### 고지사항

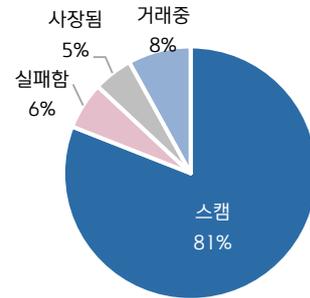
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

2017~2019년 Google Trend ICO 검색 추이



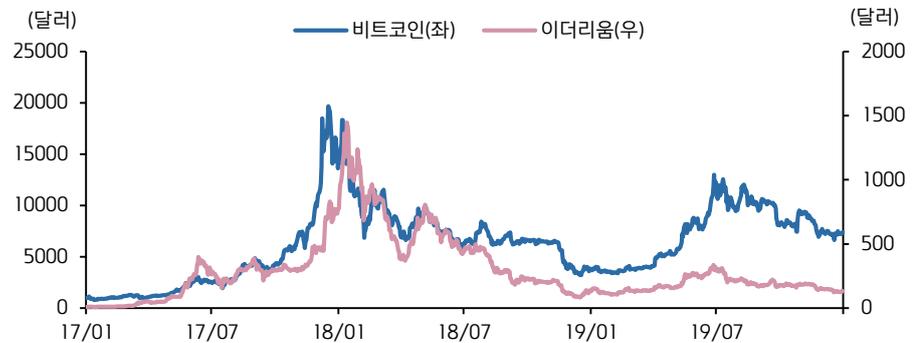
자료: Google Trend, 키움증권 리서치센터

2018년 ICO프로젝트 중 스캠(사기)의 비율



자료: Bitcoin.com, 키움증권 리서치센터

2017~2019년 이더리움 및 비트코인 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 토큰의 증권성을 판단하는 기준은?

**\*증권의 사전적 정의**

: 주식이나 채권 등  
재산적인 가치가 있는 문서

**\* 하위테스트(Howey Test)**

: 어떤 거래가 투자에  
해당하는지 여부를  
판단하기 위한 테스트

**\* DAO**

(Decentralized  
Autonomous  
Organization)

: 사람의 개입없이 미리  
프로그래밍화된 규칙에  
의해 의사결정이  
이루어지는 탈중앙화된  
가상자율 조직. 현재는  
보통명사처럼 쓰이고 있음

일부 국가에서 ICO 가이드라인이 발표되고 토큰의 유형을 분류하기 시작했으나, 실제 거래가 되는 가상자산이 어떤 유형의 토큰인지 명확하게 정의하는 것은 여전히 어렵다. 그러나 발행되는 토큰의 성격에 따라 자금 조달 방식, 규제 적용여부가 크게 달라질 수 있어 디지털자산 시장에서 토큰의 증권성 여부 판단은 상당히 중요한 이슈로 언급되어 왔다.

현재 미국은 기본적으로 하위 테스트(Howey Test)를 가상자산에 적용해 토큰이 증권인 성격을 띄는지 여부를 판단하고 있다. 물론 실제 토큰의 증권성 여부를 판단하기 위해 구체적인 상황도 파악하는 만큼 하위 테스트가 절대적인 기준이 아니고 하위 테스트를 진행하더라도 명확하지 않은 부분은 존재하나, 토큰의 성격을 정의하는 대표적인 방법으로 언급되고 있다. 미국은 증권인 성격을 가지는 토큰을 증권형 토큰으로 정의하고 있으며, 만약 토큰이 하위 테스트의 항목에 해당될 경우 일종의 투자계약 증권으로 판단하고 SEC의 규제 범위에 포함된다. 가장 대표적인 사례로 언급되는 것이 DAO 토큰이며 SEC가 DAO 토큰 사례 분석 보고서를 발표한 것을 미국 ICO 규제의 시작으로 보기도 한다.

미국 SEC의 하위테스트(Howey Test) 내용

구분	내용
금전 투자 (A party invests money)	- 금전적 가치가 있는 대가를 지불해 획득했는지 여부
공동사업 (In a common enterprise)	- 특정한 목적을 이루기 위해 자산을 모으는 투자자 집단인지 여부 : 가상자산 보유자의 수익성은 거래자 상호간에 서로 연결되어 있거나, 개발자 등과 같은 적극적 참가자가 행하는 노력의 성공 여부에 달려있는 것으로 볼 수 있다는 측면에서 공동사업 요건을 충족할 가능성이 높은 것으로 평가
타인의 노력에 의존 (Based on the effort of a third party)	- 투자자가 경영을 담당하는 프로모터, 스폰서 등 적극적 참가자의 노력에 의존하는 것을 합리적으로 기대할 수 있는지 여부 - 또한 이러한 노력이 "사업의 성패에 영향을 줄 정도로 명백하게 중요한 핵심적인 경영 노력"인지 여부 - 일반적으로 탈중앙화 되어있을수록 적극적 참가자의 역할은 축소, 2018년 SEC 기업재무국장은 비트코인이 탈중앙화된 네트워크에서 운영되기 때문에 투자계약인 증권이 아니라는 취지의 발언을 남긴 사례가 있음
투자수익의 합리적 기대 (With the expectation of profiting)	- 수익이란 일반적으로 사업체 성장의 결과 발생하는 자산평가 이익, 투자자금을 활용한 결과 발생하는 이익 등을 의미 - 투기적 수요 증가와 같은 해당 공동사업의 외적인 시장수급 상황의 변동에 따른 가격 상승은 Howey 기준 상 투자 수익으로 보기는 어려움 - SEC 는 예시로 적극적 참가자의 노력으로 네트워크의 기능과 가치가 증가하거나 가상자산의 평가 이익 증가에 따른 수익 기대 등을 언급

자료: 자본시장연구원, 코스콤, 키움증권 리서치센터

SEC의 DAO 토큰에 대한 판단 논리

구분	내용
금전 투자 (A party invests money)	- DAO가 토큰 발행을 통한 크라우드 세일 진행, 약 1,200만 이더리움 조달 - 투자자들이 이더리움을 투자했으나, 과거 사례를 통해 Money의 개념이 현금에 국한되지 않는 것으로 판단
공동사업 (In a common enterprise)	- 별다른 이견의 부재로 검토 생략
타인의 노력에 의존 (Based on the effort of a third party)	- 분산원장기술 프로젝트의 선별 과정에서 투자자 의결권은 제한적이고 형식적이었던 반면 큐레이터의 역할은 지배적 - 즉, DAO를 구성한 Slock.it과 공동설립자들, DAO 큐레이터의 노력이 핵심적이었다는 측면에서 타인의 노력에 의존한 것으로 판단
투자수익의 합리적 기대 (With the expectation of profiting)	- DAO는 영리단체로서 구성된 목적이 투자자의 투자를 통해 프로젝트에 투자하고 그 이익을 실현하는 것을 제시하며 자금을 모집 - 그리고 투자자들은 이러한 잠재적 수익을 공유하는 방식이었다는 점에서 요건 충족

자료: 한국은행, 코스콤, 키움증권 리서치센터

## 미국의 증권형 토큰은 어디에서 거래될까?

### \*대체 거래시스템 (Alternative trading system)

: 유가증권시장이나 코스닥  
시장과 같은 기존 증권  
거래소를 통하지 않고  
별도로 주식을 사고팔 수  
있는 시스템으로  
증권거래소와는 달리 시장  
규제와 상장 기능은 없고  
주식거래만 가능

과거 SEC 가 발표한 자료에 따르면 증권형 토큰은 증권형 토큰 거래 플랫폼에서 가능한 것으로 볼 수 있으며, 증권형 토큰 거래소도 SEC 의 규제 대상에 포함된다. 당시 SEC 는 거래소의 정의에 부합할 경우 SEC 에 등록하거나 대체 거래시스템(Alternative Trading System, ATS)을 운영하는 등의 이유로 등록을 면제받아야 한다는 점을 언급했다.

현재 미국 내 대표적인 증권형 토큰 거래소로 tZERO, INX, Securitize Markets 가 주로 언급되고 있다. 이 중 INX 는 2020 년 미국 SEC 에 등록된 STO 를 진행했으며, 2021 년 3 월까지 8 개월간 INX 자체 토큰을 통해 8,500 만 달러 상당의 자금을 모았다. 현재 INX 에서 거래가 가능한 증권형 토큰은 INX 자체 토큰을 포함해 2 종류의 토큰이 거래되고 있으며 추후 4 종류의 토큰 거래가 추가될 예정이고, Security Markets 에서 거래 가능한 증권형 토큰은 현재 8 종류이다.

이제 형성되는 시장인 만큼 주식 등 전통자산이나 기존의 가상자산 거래소에 비해 거래할 수 있는 대상은 한정적이긴 하나, 미국 내 STO 및 실제 거래소 거래가 진행되고 있다는 점은 주목해야할 부분으로 보인다. 국내의 경우 2017 년 ICO 와 더불어 STO 도 금지되어 있고, 토큰의 성격을 구분할 기준도 부재한 상황이다. 다만, 최근 일부 조각투자 업체들이 증권형 토큰의 사례로 언급되고 있어 다음 자료에서는 국내 증권형 토큰과 관련된 과거 이슈를 바탕으로 국내 동향을 살펴볼 예정이다.