

KIWOOM Digital Asset Issue

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

[#STO] 5. 토큰 증권 가이드라인 살펴보기

• 금융위, 토큰 증권 가이드라인 공개

- 금융위는 증권은 자본시장법 규율을 적용 받는다는 점을 강조. 현재 모든 유형의 증권은 토큰 증권으로 발행 가능하며, 투자계약증권의 경우 증권성 여부가 모호한 만큼 이에 대한 기준 제시
- 또한 발행과 유통 규제는 토큰 증권의 장점과 투자자 보호라는 요소를 균형있게 추진하는 것을 목표로 시행할 예정. 토큰 증권 유통은 장외거래와 KRX 디지털자산시장으로 나눌 것으로 발표

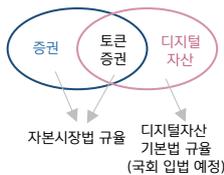
• 토큰 증권 시장, 향후 주목해야할 내용은?

- 금융위의 토큰 증권 가이드라인 공개는 향후 시장의 구조와 방향을 예측해볼 수 있다는 측면에서 긍정적. 물론 인프라 구축과 법제화 과정으로 시장 활성화에 시간은 소요될 것으로 예상. 향후 주목해야할 내용은 일반 투자자의 연간 투자금액 제한 수준과 법안 마련 속도로 판단

금융위, 토큰 증권 가이드라인 공개

지난주 자료를 통해 미국의 토큰증권 시장과 한계에 대해서 살펴보았다. 주요국 중 미국이 토큰증권 발행 사례가 가장 많은 것으로 발표되었으며, 이는 디지털 자산 시장에 대해 적극적으로 증권법을 적용한 결과로 보인다. 미국 내 토큰증권 시장의 성장이 규제 준수, 전용 거래소 내 거래 등으로 인해 기대보다는 더딘 것이 사실이나, SEC에 등록된 토큰 증권의 발행, STO를 통한 자금 조달도 발생하고 있다는데 주목할 필요가 있다.

*토큰증권과 디지털 자산의 규율 체계 도식화



*현재 증권에 적용되는 규율

- 공시, 인·허가 제도, 불공정거래 금지 등

국내에서도 2월 6일 금융위 홈페이지를 통해 토큰 증권 가이드라인이 공개되었다. 금융위는 ①증권성 판단 원칙 공개, ②토큰 증권 발행·유통 규율체계로 나누어서 토큰 증권 시장의 기본 방향을 제시했다. 우선 금융위가 증권성 판단 원칙을 공개하는 배경은 토큰 증권에만 적용되는 새로운 증권의 개념이 있다거나 기존 증권의 범위를 확대·축소하기 위한 것은 아니고 디지털 자산의 증권 여부 판단에 어려움이 많다는 점을 고려한 것으로 보인다. 발행 형태와는 별개로 모든 증권은 자본시장법의 규율을 따라야 하는 만큼 토큰 증권은 기존의 증권과 동일한 규제를 적용 받고, 비증권형 디지털 자산은 향후 국회에 입법될 디지털 자산 기본법을 적용 받는다. 다만, 규제당국은 증권성 판단의 기준을 제시하는 것이고, 증권성 판단은 이해관계인 등이 자율적으로 점검하는 것을 언급했다.

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 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.

증권의 종류

구분	정의	
채무증권 (채권)	국채증권, 지방채증권, 특수채증권(법률에 따라 직접 설립된 법인이 발행한 채권을 말함), 사채권(「상법」 제469조제2항제3호에 따른 사채의 경우에는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제7항제1호에 해당하는 것으로 한정), 기업어음증권(기업이 사업에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행한 약속어음으로서 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제4조에 따른 요건을 갖춘 것을 말함), 그 밖에 이와 유사한 것으로서 지급청구권이 표시된 것	
정형적 증권	지분증권 (주식)	출자증권, 「상법」에 따른 합자회사·유한책임회사·유한회사·합자조합·익명조합의 출자지분, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 출자지분 또는 출자지분을 취득할 권리가 표시된 것
	파생결합증권 (ELS)	기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전등이 결정되는 권리가 표시된 것
	증권예탁증권 (DR)	위의 증권을 예탁받은 자가 그 증권이 발행된 국가 외의 국가에서 발행한 것으로서 그 예탁받은 증권에 관련된 권리가 표시된 것
최근 등장한 비정형적 증권	투자계약증권 (비금전신탁) 수익증권	특정 투자자가 그 투자자와 타인(다른 투자자를 포함) 간의 공동사업에 금전등을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리가 표시된 것 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제110조의 수익증권, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제189조의 수익증권, 그 밖에 이와 유사한 것으로서 신탁의 수익권이 표시된 것

자료: 금융위원회, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

투자계약증권 해당 여부를 판단하는 기준

***증권에 해당할 가능성이 낮은 경우(예시)**

- 발행인이 없거나, 투자자의 권리에 상응하는 의무를 이행해야 하는 자가 없는 경우
- 지급결제 또는 교환매개로 활용하기 위해 안정적인 가치유지를 목적으로 발행되고 상환을 약속하지 않는 경우
- 실물 자산에 대한 공유권만을 표시한 경우로서 공유목적물의 가격·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여에 대한 약속이 없는 경우

구분	내용
공동사업	- 수평적 공동성 또는 수직적 공동성이 있는 경우 공동사업에 해당 • 수평적 공동성: 2인 이상 투자자 간의 수익 관련성이 있는 경우 • 수직적 공동성: 투자자와 발행인 간의 수익 관련성이 있는 경우
금전 등을 투자	- 투자되는 금전 등은 반드시 법정통화(금전)일 필요는 없으며, 법정 통화와의 교환 가능성, 재산적 가치의 유무 등을 종합적으로 고려
주로 타인이 수행	- 타인(발행인)의 노력이 부정할 수 없을 정도로 중대하고 사업의 성패를 좌우하는 필수적인 경영상의 노력이어야 함 - 발행인이 모든 사업을 직접 수행하지 않더라도, 투자자 외에 사업 주체의 공동적·집단적 노력이 있는 경우를 포함 - 발행주체와 사업주체가 형식적으로만 상이한 경우 공동 발행인으로 볼 수 있음 - 투자자가 사업 일부를 수행하는 경우에도 사업의 대부분의 사항에 대한 정보 비대칭성이 있는 경우 주로 타인이 수행한 것으로 볼 수 있음
공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리	- 장래 일정 시점이 도래하거나 일정한 객관적 조건(예: 매출액 목표)이 달성될 경우 사업 결과에 따른 손익을 귀속 받기로 계약한 경우도 포함될 수 있음 - 투자자의 권리가 스마트계약을 통해 이행되나 그 스마트계약의 구현을 계약으로 약속한 발행인이 있다면 발행인에 대한 계약상 권리로 해석 가능 - 발행인 등이 투자자의 금전 등으로 사업을 수행하고, 수행한 사업의 성과에 따른 수익을 귀속시키기로 약속한 경우 해당함. 특히 약속한 수익이 사업에서 발생한 매출·이익과 비례관계에 있거나, 사업에서 발생한 매출·이익을 환산하여 분배하기로 약속한 경우 공동사업의 결과에 따른 손익에 해당 - 발행인이 투자자에게 사업 수익을 직접 분배할 것을 명시적·묵시적으로 약속하거나, 발행인이 제3자와의 계약 등을 바탕으로 해당 제3자가 투자자에게 사업 수익을 분배할 것을 약속하는 등 투자자와 발행인 간 계약에 따른 수익 청구권이 인정되어야 함
이익 획득 목적	- 투자자는 투자 이익을 목적으로 금전 등을 투자하였어야 함

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

한편, 금융위가 계획하는 토큰 증권 발행 및 유통 규율 체계는 다양한 권리의 증권화, 비정형적 증권 유통과 같은 토큰 증권 장점과 투자자 보호를 균형있게 추진하는 것을 목표로 하고 있다. 이를 위해 ①토큰 증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용하고, ②직접 토큰 증권을 등록하고 관리하는 발행인 계좌관리기관을 도입하고, ③현재 투자계약증권 및 수익증권에 대한 장외거래중개업을 신설해 유통 제도를 만들 예정이다.

***디지털 증권 시장 상장요건 및 공시의무(案)**

- (발행인) 직전 회계연도 감사의견 적정
- (발행규모) 종목별 3억원 1만주 이상
- (공시) 공모발행 (증권신고서·소액공모공시 서류 제출), 유통공시(사업보고서)
- (지정자문인) 투자계약증권은 지정자문인필 (단, 기업현황보고서·LP 의무 미적용)

***다자간 상대매매**

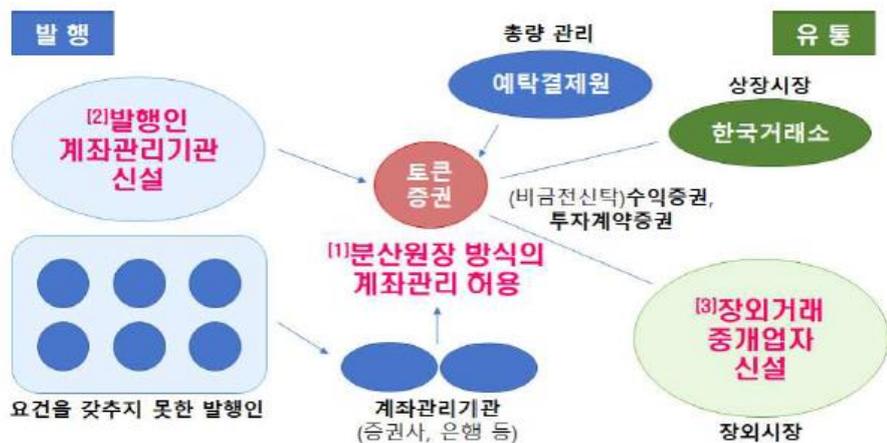
- : 매수·매도호가 일치시 매매 체결

우선 발행 요건을 살펴보면, 토큰증권으로 발행 가능한 증권의 유형은 정형적, 비정형적 증권 모두 포함되는 것으로 보이며, 기존의 전자증권 달리 토큰 증권은 발행인이 증권을 전자 등록할 수 있다. 물론, 이는 발행인이 일정 수준 이상의 자기자본 등의 요건을 충족하는 경우에 한정하며, 만약 요건을 갖추지 못한 발행인은 기존의 전자증권처럼 증권사 등의 금융 기관을 통해 토큰 증권을 발행할 수 있다.

유통 측면에서 주목할 점은 현재 유통이 제한된 수익증권과 투자계약증권에 증권 유통 제도를 적용하여 유통시장이 마련된다는 점이다. 가이드라인에 따르면, 유통 시장은 장외거래와 상장시장으로 나누어질 예정이다. 상장시장은 KRX 내 신설되는 디지털증권시장을 의미한다. 만약 토큰 증권이 KRX에 상장되는 경우에는 이를 전자증권으로 전환해 상장하고 기존의 매매 거래 및 결제 인프라를 적용할 예정이며, 상장 요건과 공시 등은 기존의 상장 시장에 비해 완화될 것으로 발표되었다.

장외시장의 경우 일정 요건을 충족하여 장외거래업 인가를 받은 장외거래중개업자가 다자간 상대매매 방식으로 중개하는 것을 의미한다. 일정 요건을 충족할 경우 공시예외가 적용되고 소규모 유통시장인 만큼 일반투자자에 대해서 투자한도를 제한해 운영할 예정이다. 이때 투자 한도는 아직 제시되지 않았으나, 투자자 보호를 위해 투자위험이 높은 투자계약증권의 경우 투자 한도를 더 낮게 설정할 것으로 발표했다.

토큰 증권 발행 및 유통 구조



자료: 금융위원회 재인용

토큰 증권 발행·유통 규율체계 정비

구분	내용
전자증권제도	<p>토큰 증권을 제도적으로 수용해 투자자 재산권 보호</p> <ul style="list-style-type: none"> - 토큰 증권을 전자증권법상 효력이 부여되는 전자증권으로 수용 - 증권사 연계 없이도 토큰 증권을 발행할 수 있도록 허용 - 전자등록 대상 증권에 공모 발행 투자계약증권을 추가 (기대효과)조각투자 등 다양한 권리의 증권화를 지원하고 분산원장 기술을 활용한 기존 증권 발행·거래의 효율성·편의성 개선
발행	<p>공모규제는 일부 완화하되 규제 회피 시도는 최대한 차단</p> <ul style="list-style-type: none"> - 투자자 피해 우려가 적은 증권 발행은 공시 부담 없이 시도할 수 있도록 사모와 소액공모 제도를 적극 활용 <ul style="list-style-type: none"> • 전문투자자 사모: 청약자가 모두 전문투자자인 경우 사모로 인정 • 소액공모 상향: 소액공모 한도를 10억원에서 30억원으로 상향 • 소액공모 II 신설: 현행 소액공모에 비해 투자자 보호장치를 강화하되 최대 100억원 한도인 소액공모 Tier II 도입 - 다만 유통성이 높은 토큰의 특성이 공모 규제의 회피수단으로 활용되지 않도록 토큰 증권은 공모 발행 간주 (기대효과) 소규모 자산과 다양한 현금흐름 등을 유통화·증권화 하는 투자상품을 제도적으로 지원
투자계약증권	<p>자본시장법상 증권 유통제도 적용</p> <ul style="list-style-type: none"> - 유통제도: 투자중개·매매업 인가, 거래소 허가, 유통공시(공모·상장시 사업보고서), 불공정 거래 등 (기대효과) 비정형적 권리의 유통을 제도적으로 허용하고 규율
유통	<p>투자계약증권·수익증권의 유통플랫폼 제도화</p> <ul style="list-style-type: none"> - 투자계약증권과 수익증권의 장외거래 중개 인가단위를 신설하여, 일반 소액투자자 대상 다자간 상대매매 중개업무를 허용 - 채권중개전문회사 요건 등을 감안해 증권 유형별로 인가 요건을 정할 것이며, 필요시 보안 요건을 추가 요구 - 이해상충을 방지하기 위해 발행·인수·주선한 증권의 중개를 제한하고, 자기계약은 금지 <ul style="list-style-type: none"> - 장외거래중개업자를 통한 소액투자자 거래에 매출 규제 예외 인정 (기대효과) 다양한 권리를 거래하는 소규모 유통시장 형성
상장시장	<p>투자계약증권·수익증권의 대규모 거래 인프라 마련</p> <ul style="list-style-type: none"> - 투자계약증권과 수익증권을 거래하는 KRX 디지털 증권 시장 개설 <ul style="list-style-type: none"> • 발행인 건전성, 발행 규모 등 투자자 보호를 위한 상장 요건과 중요정보 공시 등을 적용하되 기존 상장시장에 비해 완화 • 다수 투자자가 참여하는 상장시장인 점을 감안, 기존 전자증권으로 전환하여 상장하고 기존 매매거래·결제 인프라 적용 (기대효과) 검증된 인프라를 활용해 새로운 증권 유통의 규율 확립

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

토큰 증권 시장, 향후 주목해야할 내용은?

이번 금융위의 토큰 증권 시장 가이드라인 공개는 향후 국내 토큰 증권 시장이 어떻게 구성될 예정인지 보여주었다. 증권성 검증과 같은 부분은 미국 SEC의 규제와 유사한 반면, 발행과 유통에서는 일부 차이가 있는 것으로 보인다. 미국의 경우 토큰 증권은 전용 거래소를 통해 발행하고 유통되며 전용 거래소가 발행과 유통을 겸업할 수 있는 것으로 보이나, 국내의 경우 제도권 하의 금융기관이 이를 진행하고 투자자 보호를 위해 발행과 유통은 분리될 예정이다.

토큰 증권이 KRX 디지털 증권 시장에 상장되는 경우 기존의 금융 인프라를 활용해 유통할 것으로 발표한 만큼 일반 투자자 입장에서 토큰 증권 시장에 대한 접근성은 미국보다 높을 것으로 보이며 이는 시장 성장에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다. 물론 상장을 위한 인프라 마련과 법제화, 상장 시 토큰 증권을 기존의 전자증권으로 전환해야 하는 만큼 유통이 활성화 되는데 시간이 소요될 것으로 보이지만, 이를 바탕으로 시장이 꾸준히 성장한다면, 제도권하의 금융기관과 관련 인프라 구축을 위한 기술 업체의 수혜를 기대해볼 수 있다.

그러나, 투자자의 시장 접근성이 높다는 점이 적극적인 투자로 연결되는지 여부를 확인하기 위해서는 일반 투자자의 연간 투자금액 한도가 중요할 것으로 보인다. 이번 가이드라인에서 일반 투자자의 연간 투자금액 한도가 공개되지는 않았으나, 연간 투자금액이 낮게 형성될 경우 투자 수요가 약화될 수 있기 때문이다. 현재 혁신금융서비스 지정을 받은 조각투자에 대한 일반 투자자의 연간 투자금액한도는 1,000만원~2,000만원이다. 만약, 이보다 낮은 수준으로 장외시장 토큰 증권 거래 금액이 제한될 경우 시장의 관심이 계속해서 이어지기는 어려워 보이고, 이는 결국 관련 시장의 더딘 성장, 수익성 기대 약화로 연결될 가능성이 높다

또한 토큰 증권 시장이 자리잡기 위해서는 법개정이 뒤따라야 한다. 현재 가이드라인에 언급된 법 개정을 위한 법안 제출 시기는 2023년 상반기이며 법 개정에는 시간이 소요되는 가운데 거래소 등 인프라 구축 방향과 토큰 증권 발행과 관련된 기술적 부분도 결정되어야 할 것이다. 이에 연내 기대해볼 수 있는 것은 혁신금융서비스로 지정된 투자계약증권이나 수익증권의 발행과 유통 활성화 등일 것으로 예상된다. 따라서, 단기적인 측면에서 가이드라인 공개 이후 새로운 토큰 증권이 발행되고 이를 통한 자금조달이 사례가 빠르게 등장하기 보다는 토큰 증권과 유사한 성격을 가진 조각투자 상품이 다양해질 가능성이 높을 것으로 보인다.

토권 증권 시장의 정식 제도화를 위한 법안 제출 일정

구분	과제	요조치사항	추진일정
발행	토권 증권 수용	전자증권법 개정	'23 상반기 법안제출
	발행인 계좌관리기관 도입	전자증권법 개정	'23 상반기 법안제출
	전문투자자 사모	자본시장법 개정	'23 상반기 법안제출
	소액공모 한도 확대	자본시장법 시행령 개정	'23년 내
	소액공모 II 도입	자본시장법 개정	'23 상반기 법안제출
	토권 증권 공모 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정	전자증권법 개정 후속
유통	투자계약증권 유통제도 적용	자본시장법 개정	'23 상반기 법안제출
	장외거래중개 인가 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
	소액투자자 매출공시 면제	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
	디지털 증권시장 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터