

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
| RA 김현정 huun.k@kiwoom.com

[#STO] 8. 미국 토큰 증권 시장의 특징은?

- 발행부터 유통까지 가능한 미국 토큰 증권 거래소
 - 미국의 토큰 증권은 기존의 증권과 동일하게 발행, 거래, 결제, 청산이라는 단계를 거치게 됨
 - 미국은 토큰 증권의 발행과 유통을 한 사업자를 통해 진행할 수 있다는 특징을 가지고 있으며, BCAP 토큰과 INX 토큰이 대표적 사례
- 미국의 토큰 증권 거래소 운영 규정은?
 - 미국의 주요 토큰 증권 거래소인 tZERO, INX, Securitize Market은 모두 SEC에 등록된 ATS 및 브로커-딜러. 미국 ATS는 거래기록 보존 의무, SEC에 대한 보고 의무 및 수검 의무를 부여 받음

발행부터 유통까지 가능한 미국 토큰 증권 거래소

지난주 자료를 통해 일본의 토큰 증권 발행과 유통 현황에 대해 살펴보았다. 일본은 제도적 기반을 바탕으로 제도권 금융기관이 주식, 회사채 등 전통적인 증권을 토큰 증권의 유형으로 발행한 사례가 다수 존재하고, 공모에 가까운 형태로 발행되었다는 특징을 가지고 있다. 다만, 다양한 발행 사례와 달리 아직 일본 내에서 중앙화된 토큰 증권 유통 시장은 형성되지 못했다는 한계점이 존재한다.

지난 2월 6일 금융위원회의 ‘토큰 시장 발행·유통 가이드라인’ 발표 이후 관련 내용을 해석하기 위한 세미나 등이 진행되었고, 일부 세미나에서는 가이드라인에 대한 질의응답이 진행되기도 했다. 주로 언급된 질문 중 하나는 토큰 증권의 장외시장에 대한 것이다. 현재 가이드라인에서 언급된 장외시장 관련 내용을 살펴보면, 투자자 보호를 위한 발행과 유통의 분리 원칙 적용, 투자 금액 제한 등이 언급되어 있기는 하나 이와 관련해 상세한 설명은 부재했기 때문이다.

특히 일각에서는 토큰 증권의 발행과 유통 분리가 국내 토큰 증권 시장의 성장 동력을 약화시킬 수 있다는 의견을 제시하기도 한다. 이에 토큰 증권 시장이 이미 형성되어 있는 미국의 사례를 통해 발행·유통 분리 여부, 토큰 증권 거래소 운영 방안을 살펴보려고 한다.

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.

지난 1월 ‘[#STO] 2. 미국이 증권형 토큰을 바라보는 시각’에서 언급했듯이, 미국 증권거래위원회(이하 SEC)는 디지털 자산이 증권 성격의 성격을 가지고 있다면 기존 증권과 동일한 것으로 보고 있어 토큰 증권도 전통 증권처럼 발행, 거래, 결제, 청산이라는 단계를 동일하게 거치게 된다. 코스콤에 따르면, 발행 단계에서 미국의 토큰 증권 발행은 발행인이 선택한 발행플랫폼이 주관하고, 유통 단계에서 발행플랫폼은 거래플랫폼으로 토큰을 이전해 거래가 가능하게 만든다. 이후 거래플랫폼은 토큰 상장과 관리의 역할을 담당한다.

***BCAP 토큰 보유 시 혜택**
 : Blockchain Capital이 운영하는 펀드 수익 일부에 대한 권리 부여

***INX 토큰 보유 시 혜택**
 : INX one의 연간 순영업현금흐름 40% 분배 권리 부여

미국의 경우 한 회사가 발행플랫폼과 거래플랫폼을 모두 제공하는 사례가 있으며, 토큰 증권의 발행과 유통이 동일한 회사에서 진행되기도 한다. 예를 들어 Blockchain Capital이 발행한 BCAP는 Securitize가 발행플랫폼을 제공하고 Securitize가 운영하는 거래플랫폼인 Securitize Market에서 거래되고 있다. 또한 미국 최초로 SEC에 등록된 토큰 증권인 INX도 INX에서 발행과 유통이 모두 이루어지는 등 한국의 발행·유통 분리 원칙과는 다소 다른 모습을 보인다.

미국의 전통 증권과 토큰 증권의 유통 시장 및 청산 과정 비교

단계		전통적인 증권	토큰 증권
유통 시장	주문 체결	투자자: 거래소에 상장된 증권을 브로커-딜러 통해 주문	발행인·발행플랫폼: 발행플랫폼에서 거래 플랫폼으로 토큰 이전 거래플랫폼: 토큰 상장 및 관리 투자자: 원하는 토큰이 상장된 ATS에서 (브로커-딜러 통해) 토큰 주문
청산		중앙청산소를 통한 청산, <u>소유변동내역 장부에 기록</u>	중앙청산소를 통한 청산, <u>소유변동내역 분산 원장(DLT)에 기록</u>

자료: 코스콤, 키움증권 리서치센터

미국의 토큰 증권 거래소 운영 규정은?

미국의 토큰 증권 거래소 또한 SEC의 규제 대상이다. 발행플랫폼 제공 시 등록면제 조항이나 각 주의 증권법에 따라 브로커-딜러 인가가 필요하지 않은 경우도 있다. 그러나 유통플랫폼 제공을 위해서는 SEC에 ATS 인가를 받아야 하고, 이를 위해서는 브로커-딜러로도 등록해야 한다. 현재 tZERO, INX, Securitize Market은 모두 SEC에 등록된 ATS 및 브로커-딜러라는 점을 명시하고 있다. 미국의 ATS는 거래기록 보존 의무, SEC에 대한 보고 의무 및 수검 의무가 있어, 미국 토큰 증권 거래소에는 이러한 의무가 적용되는 것으로 해석해볼 수 있다.

미국 토큰 증권 거래플랫폼 운영사가 이렇게 SEC에 ATS로 등록할 수 있는 이유는 미국은 별도의 ATS 설립 요건이 부재하고, 매매체결대상 상품에 대한 규정이 별도로 명시되지 않기 때문인 것으로 보인다. 가이드라인 발표 이후 일부 기사에서는 토큰 증권의 장외거래에 ATS를 활용하는 방안이 언급되기도 했지만, 미국과 달리 국내는 ATS 설립 시 금융위 인가 및 자기자본요건 기준을 충족해야 하고 매매체결대상도 한정된다.

***ATS(Alternative Trading System)**
 : 대체거래시스템으로 정규 증권거래소의 매매체결 기능을 대체하는 다양한 형태의 증권거래시스템. 정규거래소 외 다양한 형태의 증권거래 시장을 말함



또한 지난해 9월 금융위가 ATS에서는 주식 거래가 먼저라는 입장을 언급했던 만큼, ATS가 국내 토큰 증권 시장의 플레이어로 자리잡기 위해서는 ATS에서 거래 가능한 자산의 범위가 확대될 필요가 있다.

미국의 ATS 규제 법령 현황

규제 법령	내용
Regulation ATS	<p>1998년 제정, 정규거래소가 아닌 매매체결 시설들을 모두 ATS에 포함하여 규제 원칙 마련</p> <ul style="list-style-type: none"> - ATS는 브로커·딜러로 등록할 수 있으며, ATS 업을 수행하기 위하여 SEC에 등록된 증권회사(registered broker-dealer)는 영업개시 20일 전까지 영업개시신고를 제출 - ATS의 매매체결대상상품 및 매매가격체결방법에 대하여는 별도 명시 규정 없음 - 주문의 공시 의무 및 시장점유율에 따른 시장공정성의무 및 건정성(integrity), 수용능력(capacity), 안정성(security) 확보를 위한 조치 필요 - SEC 감독규정상 ATS 거래수수료에 관한 규정은 없고, ATS의 거래기록 보존의무, SEC에 대한 보고의무 및 수검의무가 있음
<p>*NMS(National Market System) : 미국 내 다양한 시장을 포괄하는 전국시장시스템</p> <p>*최선집행의무(Best Execution) : 고객이 가장 유리한 호가로 거래가 가능한 경우 최선집행의무가 충족된 것으로 봄. 이 원칙의 핵심은 Order Protection Rule과 Access Rule</p>	<p>2005년 제정, 전체 NMS시장의 모든 주문에 대한 최선집행의무(Best Execution) 원칙 준수</p> <ol style="list-style-type: none"> ① Order Protection Rule(Trade-through Rule): 투자자에게 최선집행의무를 보장해 주는 범위는 다수의 시장에서 거래되는 NMS 주식의 자동호가에 한정하여 적용 ② Access Rule: 시장참여자가 시장에서 제시한 NMS 주식의 NBBO(National Best Bid and Offer, 최우선호가)에 공정하고 효율적으로 접속할 수 있는 기준을 확립하는 규정 ③ Sub-Penny Rule: 모든 시장참여자들에게 1달러 이상의 호가에 대하여는 1센트 미만의 가격조정을 금지하는 규정 ④ Market Data Rule: NMS 주식의 시장정보를 효과적으로 전체 시장에 통합·배분·제시할 수 있도록 시스템을 개선하고 관련 SRO(Self-Regulatory Organization, 자율규제기구)에게 정보수수료를 할당하는 방식을 개선하기 위하여 'SRO Joint Industry Plan'을 개정한 규정

출처: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

국내 다자간매매체결회사(ATS) 제도

규제 법령	내용
진입규제	<p>금융위원회 인가 및 최저 자기자본금 200억원(자기매매 포함 시 300억원)을 충족</p> <ul style="list-style-type: none"> - ATS 주주는 법상 예외 조항을 제외하고는 발행주식 총수의 15%를 초과하여 소유할 수 없음
거래상품 및 시장제도	<p>ATS의 매매체결대상상품은 상장주권 및 주권관련 증권예탁증권이며, 매매가격의 결정방법은 경쟁매매, 거래소 가격을 이용하는 방법, 다자간 상대매매방법</p> <ul style="list-style-type: none"> - 경쟁매매 시에는 과거 6개월간 평균 거래량이 증권시장 전체 평균거래량의 15% 이내 및 특정 개별종목 평균거래량이 30% 이내 - 비경쟁매매 방법에 의한 거래가 일정 기준을 넘는 경우에는 추가 조치 의무사항이 있음 <p>매매수량단위, 최소 호가단위, 거래시간 등은 자율적으로 운영이 가능하나 업무기준마련 및 보고 등의 의무사항에 대한 준수 의무가 있음</p>
최선집행 의무	<p>증권회사에 투자자의 청약 또는 주문이 최선의 거래조건으로 집행될 수 있도록 최선집행의무(Best Execution)를 부여, 적용대상은 상장증권 및 증권예탁증권</p> <ul style="list-style-type: none"> - '최선집행기준'을 마련할 시에는 '금융투자상품의 가격, 투자자가 부담하는 수수료, 주문 규모, 매매체결 가능성 등'을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 그 이유 등이 포함되어야 함
시장 감시 및 심리·감리	<p>거래소는 ATS에 대한 시장감시, 이상거래에 대한 심리 또는 거래참가자에 대한 감리업무 수행</p>
청산업무	<p>법상 유일한 청산기관인 거래소가 담당</p>

출처: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터