

# 증권형 토큰(Security Token:ST) 판단기준 정립 및 제도권 내 시장 개설

지난 6일 금융위원회는 금융감독원, 한국거래소, 한국예탁결제원, 자본시장연구원과 '증권형 토큰(Security Token:ST) 발행·유통 규율체계 정비 방향' 정책 세미나를 열고, 증권형 토큰의 규율체계 초안을 공개했습니다.

'증권형 토큰'이란 증권성 있는 권리를 블록체인기술을 활용해 토큰 형태로 발행한 것인데, 금융당국이 밝힌 규율체계 초안에 따르면 향후 가상자산은 그 경제적 실질에 따라 증권형 토큰과 비증권형 토큰(유틸리티 토큰, 지급결제 토큰 등)으로 구분되고, 증권형 토큰의 경우 자본시장법의 규제 내에서 발행과 유통이 이루어질 수 있도록 규율체계가 마련될 것으로 보입니다.

## 자본시장법상 증권, 증권형 토큰

증권형 토큰은 자본시장법상 증권을 토큰 형태로 발행한 것이고, 토큰의 증권성 여부에 따라 그 규율방식이 달라질 것이므로 자본시장법상 증권이 무엇인지, 어떠한 토큰이 증권형 토큰인지의 구분이 중요할 것입니다.

먼저 자본시장법상 "증권"은 '금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 아니하는 것(투자원금 이상의 손실이 발생하지 않는 것)'을 의미합니다(자본시장법 제4조제1항). 증권의 전제가 되는 개념인 "금융투자상품"이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖에 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(투자성, 즉 원본손실 위험)이 있는 것을 의미하고(동법 제3조제1항), 금융투자상품 중 추가지급의무를 부담하지 않는 것인 증권은 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권의 6가지로 구분되고 있습니다.

자본시장법은 증권의 증서성을 요구하지 않고 권리의 내용에 따라 증권 해당 여부를 규율하기

때문에, 증권성이 있다면 증권으로 간주될 수 있고 자본시장법상의 모든 증권이 증서(證書)가 아닌 토큰 형태로 발행되는 것이 가능합니다.

## 증권성 판단의 원칙

어떠한 가상자산이 증권에 해당하는지 여부의 판단은 권리를 표시하는 방법, 형식, 특정 기술의 채택 여부에 관계없이 가상자산이 표창하는 권리의 실질적인 내용을 기준으로 합니다. 증권성 판단에 있어 백서 등 투자자와의 명시적인 계약 내용 외에도 묵시적인 계약내용, 사업구조, 수수료나 보수 등 비용징수와 수익분배의 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고, 권유내용 등 제반사항이 종합적으로 고려되며 각 사안에 따라 개별적으로 증권성 판단이 이루어질 것입니다.

금융위원회는 올해 4분기 중 「증권형 토큰 가이드라인」을 마련하여, 증권형 토큰에 대한 자본시장법규 적용가능성 판단에 필요한 사항과 발행 및 사업화에 필요한 고려사항을 추가로 안내할 것임을 밝혔습니다. 증권형 토큰 관련 사업의 영위를 고려하실 경우, 가이드라인을 통해 토큰이 증권에 해당하는 것으로 해석될 것인지 여부를 판단해 보고, 기타 사업에 필요한 참고사항을 확인하여 사업에 차질이 없도록 준비하여야 할 것입니다.

## 자본시장 제도 개선방향

증권형 토큰의 혁신성은 발행면에서는 스마트계약을 이용해 저비용으로 다양한 권리를 토큰의 형태로 발행할 수 있고, 유통측면에서 기존에 거래가 어려웠던 조각투자 등 비정형적 권리도 거래할 수 있다는 점에 있습니다. 금융당국은 이러한 혁신성을 활용하되 투자자를 보호하기 위하여, 증권발행에 블록체인 기술을 수용하고 유통체계는 기존 인프라를 최대한 활용하는 방향으로 관련제도를 개선해나갈 것임을 밝혔습니다.

### 1) 발행시장

현행 제도 하에서 유가증권을 점유하거나 전자증권 계좌부에 기재하는 방식으로 권리의 추정 및 권리의 이전이 인정되고 있습니다. 그러나 가상자산이 민법상 물건에 해당하는지, 그 점유를 어떻게 인정할 것인지에 관하여 법적논란이 많고, 증권형 토큰은 중앙화된 계좌부를 기반으로 한 것이 아니어서 전자증권법상 전자증권에 해당한다고 보기도 어려운 등 기존의 유가증권·전자증권 관련 법리를 증권형 토큰에 그대로 적용하기는 어려움이 있습니다.

이에 금융당국은 전자증권법 개정 전에는 임시로 분산원장과 계좌부(법률상의 권리장부)를 병행하여 운영하는 미러링 방식을 활용하고, 향후 전자증권법의 개정을 통해 증권형 토큰을 전자증권제도로 포섭하는 제도적 기반을 마련할 것으로 보입니다.

또한 증권형 토큰을 발행하려는 자는 증권사 등 기존 계좌관리기관<sup>1)</sup>을 통하거나, 발행인이 직접 계좌관리기관으로서의 요건을 갖추어 증권법상 권리의 효력을 부여하는 방식을 취하고, 한국예탁결제원이 기존의 전자증권과 동일하게 전자등록기관으로서 증권형 토큰 발행시 등록심사<sup>2)</sup> 및 총량관리<sup>3)</sup>를 수행하도록 할 예정입니다.

## 2) 유통시장

증권형 토큰의 유통에는 기존 증권과 동일한 유통체계를 적용한다는 방침입니다. 현재로서는 비정형적 증권을 거래할 수 있는 장내시장이 부재하므로, 한국거래소가 디지털증권 시장(가칭)을 개설하여 운영할 것이고, 장외시장의 경우 증권사 중개를 통한 거래를 허용하되, 발행과 유통의 분리를 위해 자기발행 증권형 토큰의 경우 장외시장 거래중개를 제한할 것으로 보입니다. 금융당국은 장외시장의 경우는 당분간은 시장질서 확립을 위해 거래규모와 투자한도를 제한하고 일정규모 이상 거래되는 증권형 토큰은 상장하도록 유도할 것이라는 입장을 밝혔습니다. 이러한 유통체계는 금융규제 샌드박스를 활용해 테스트가 이루어진 이후에 정식제도화 절차를 거쳐 확립될 것입니다.

## 향후계획

위에서 살펴본 것과 같이, 금년 4분기 내에 가이드라인 제시를 통해 증권형 토큰과 비증권형 토큰을 구분하는 판단기준이 정립될 예정이고, 내년부터는 전자증권법 제도 개선 및 디지털증권시장 시범운영 등 후속조치가 순차로 진행될 것으로 예상됩니다. 증권시장의 기존 인프라를 활용하여 증권형 토큰을 제도권 내로 포섭함에 따라 가상자산 사업 영위 및 규제에 관하여 어느 정도 예측가능성을 확보할 수 있을 것으로 보입니다.

1) 전자증권법상 고객계좌부를 관리할 수 있는 자로, 현재는 증권사, 은행, 보험사, 특수법인, 사모펀드운용사(자기운용 사모펀드의 집합투자증권 판매시에 한함) 등에 한정되어 있습니다.  
2) 양도가능성, 대체가능성, 권리자의 권리행사 가능성, 적법성 심사  
3) 계좌관리기관이 관리하는 고객계좌의 총량이 기재된 고객관리계좌, 계좌관리기관 등의 자기보유분, 전체 증권 발행량을 기록·대조하여 총량을 관리