

# STO 관련 실무상 주요 이슈 및 개선사항 검토\*

강 현 구

(법무법인(유) 광장 파트너 변호사(디지털금융팀 공동 팀장))

## 【초 록】

암호화폐를 재산적 가치가 있는 자산의 성격에 초점을 맞추어 우리나라에는 2020. 3. 24. 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」을 개정하여 암호화폐를 '가상자산', 즉 "경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함)"로 정의하게 되었다. 따라서 암호화폐라는 용어는 거의 사라졌고 지금은 가상자산이라는 표현이 일반적으로 통용되고 있다.

그런데 가상자산은 발행과 유통을 하게 될 경우 이에 대한 규제법 없이 발행을 하였고 또한 가상자산거래소에 유통되어 왔기 때문에 가상자산 이용자 측면에서 보호를 받을 수 없는 문제가 발생하였다. 이를 해결하기 위하여 2023. 7. 18. 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」이 제정되어 가상자산 이용자의 보호에 중점을 두어 규제를 마련하였으나, 가상자산거래소에서 발생하는 불공정거래 규제에 중점을 두었을 뿐, 가상자산 발행 및 유통에 대한 뚜렷한 규제는 마련하지 못하였다.

이러한 상황에서 증권적 성질을 띠는 가상자산 또는 토큰에 대한 규제의 경우 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」 적용은 어렵고, 기존 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 적용이 필요하게 되었으나, 여전히 그 적용 관련 이슈가 제기되고 있다.

따라서 증권적 성질을 갖고 있는 가상자산 또는 토큰의 발행 및 유통의 경우 어떠

\* 이 글은 2023. 5. 20. 한국증권법학회 정기세미나에서 발표한 자료를 논문 형식으로 작성한 것이며, 본건 검토 내용은 발표자가 소속된 기관의 공식 견해가 아닌 개인적 견해임을 밝힙니다.

한 이슈가 제기되고 있는지 검토 필요성이 대두되었고, 특히 STO(Security Token Offering)라는 용어가 등장하면서 이에 대한 개념 및 법적 과제 등에 대해 살펴 볼 필요성이 생겼다. 따라서 본 논문에서는 STO의 의의와 법적 과제는 무엇이고, 특히 증권적 성질을 띠고 있는 토큰의 증권성 판단기준은 어떠한지, 그리고 토큰증권 발행 및 유통과 관련하여 어떠한 실무상 문제점이 있는지 살펴 본 후, 그 개선사항에 대해서도 검토해 보고자 한다.

---

주제어: 토큰증권 / STO / 분산원장 / 전자등록 / 투자계약증권 / 수익증권 / 발행 및 유통

논문투고일: 2023. 8. 12 / 논문심사일: 2023. 8. 23 / 게재확정일: 2023. 8. 29.

## 【차례】

I. 서 론	3. 이슈 및 개선사항 검토
II. STO의 의의와 법적 과제	IV. 토큰증권의 발행 관련 이슈 및 개선사항 검토
1. STO의 개념	1. 토큰증권 가이드라인의 내용
2. STO의 장점	2. 이슈 및 개선사항 검토
3. STO의 법적 과제	V. 토큰증권의 유통 관련 이슈 및 개선사항 검 토
III. 증권 여부 판단원칙 관련 이슈 및 개선사항 검토	1. 토큰증권 가이드라인의 내용
2. 토큰증권의 개념 및 판단기준 관련 해외 사례	2. 이슈 및 개선사항 검토
	VI. 결 론

## I. 서 론

2008. 10. 31. 사토시 나카모토(Satoshi Nakamoto)가 “Bitcoin: A Peer to Peer Electronic Cash System”이라는 논문을 발표한 것이 블록체인 기술의 시초인바, 비트코인 블록체인에서는 기존의 중앙집중화된 기록관리 방식과는 달리 네트워크상의 모든 노드가 정보를 공유하며, 정보의 기록 유지에 대한 보상으로 비트코인을 지급하게 되었다. 그 이후 2015년 등장한 이더리움은 스마트계약을 지원하며 이더리움과 호환 가능한 새로운 토큰(Token)을 발행할 수 있는 플랫폼 기능을 제공함으로써 암호화폐의 생태계를 구축하게 되었다.<sup>1)</sup>

이러한 암호화폐는 자금조달의 수단으로 기능함과 동시에 가상자산거래소에서 거래되며 일정한 시세를 형성하게 되었고 일종의 투자 대상으로서 주식과 유사한 모습을 띠게 되었다. 그러나 암호화폐의 법적 성질에 대하여 많은 논란이 있었고, 이에 대한 규제는 그 법적 성질에 따라 나뉠 필요가 생겼다.

암호화폐를 재산적 가치가 있는 자산의 성격에 초점을 맞추어 우리나라에는 2020. 3. 24. 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하 ‘특금법’)을 개정하여 암호화폐를 ‘가상자산’, 즉 “경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함)”로 정의하게 되었다.

1) 김승래, “블록체인과 비트코인의 법적 규제와 한계”, 『과학기술법연구』, 제24집 제3호, 한남대학교 과학기술법연구원(2018), 96면 참조.

따라서 암호화폐라는 용어는 거의 사라졌고 지금은 가상자산이라는 표현이 일반적으로 통용되고 있다.

그런데 가상자산은 발행과 유통을 하게 될 경우 이에 대한 규제법 없이 발행을 하였고 또한 가상자산거래소에 유통되어 왔기 때문에 가상자산 이용자 측면에서 보호를 받을 수 없는 문제가 발생하였다. 이를 해결하기 위하여 2023. 7. 18. 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」(이하 '가상자산법')이 제정되어 가상자산 이용자의 보호에 중점을 두어 규제를 마련하였으나, 가상자산거래소에서 발생하는 불공정거래 규제에 중점을 두었을 뿐, 가상자산 발행 및 유통에 대한 뚜렷한 규제는 마련하지 못하였다.

이러한 상황에서 증권적 성질을 띠는 가상자산 또는 토큰에 대한 규제의 경우 가상자산법 적용은 어렵고, 기존 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법') 적용이 필요하게 되었으나, 여전히 그 적용 관련 이슈가 제기되고 있다.

따라서 증권적 성질을 갖고 있는 가상자산 또는 토큰의 발행 및 유통의 경우 어떠한 이슈가 제기되고 있는지 살펴 볼 필요성이 대두되었고, 특히 STO(Security Token Offering)라는 용어가 등장하면서 이에 대한 개념 및 법적 과제 등에 대해 살펴 볼 필요성이 생겼다. 따라서 이하에서는 STO의 의의와 법적 과제는 무엇이고, 특히 증권적 성질을 띠고 있는 토큰의 증권성 판단기준은 어떠하며, 그리고 토큰 발행 및 유통과 관련하여 어떠한 실무상 문제점이 있는지 살펴 본 후, 그 개선사항에 대해서도 검토해 보겠다.

## II. STO의 의의와 법적 과제

### 1. STO의 개념

최근 STO(Security Token Offering)란 용어가 등장하면서 이에 대한 개념도 여러 가지로 설명되고 있다. 이와 유사한 용어로 ICO(Initial Coin Offering) 개념이 이미 도입되었는데, 통상 "일정한 권리가 포함된 디지털 코인 또는 토큰을 발행하는 대가

로 자금을 조달하는 수단”을 의미한다.<sup>2)</sup> 즉 ICO는 증권이 아닌 가상자산 또는 토큰의 발행을 통하여 자금을 조달하는 수단으로 이용되고 있다. 그런데 가상자산 또는 토큰의 경우 그 법적 성질 여하에 따라 자본시장법상 증권의 성질을 보유할 가능성 이 있는데, 이 경우를 대비한 개념으로 STO가 등장하게 되었다.

즉 STO란 “불특정 다수의 투자자에게 토큰화된 증권의 취득 청약을 권유하는 행위”를 의미한다.<sup>3)</sup> 이는 자본시장법상 증권의 발행을 통하여 자금을 조달한다는 측면에서 IPO(Initial Public Offering)와 유사한 성질을 가지고 있다. 그러나 IPO는 기업공개를 통한 자금조달 수단인 반면, STO는 블록체인 기술에 기반한 탈중앙화, 거래자동화의 특성을 보인다는 점에서 IPO와 차이가 있다.

## 2. STO의 장점

국내의 경우 후술하는 바와 같이 STO가 법제화되어 있지 않아 아직 본격적으로 STO를 통하여 사업이 진행되지 않은 상황이라 장점을 단정적으로 논할 수 없지만,<sup>4)</sup> 해외 사례의 경우 이미 STO가 시행되고 있기 때문에 STO의 장점을 어느 정도 짐작해 볼 수 있다.

먼저 자금을 조달하는 발행인 측면에서 살펴보면, 미국의 경우 2021년까지의 STO 현황을 분석한 결과, STO 소요기간은 24주(6개월)에서 56주(14개월) 정도 소요되고, 비용은 조달 규모에 따라 18만 달러에서 75만 달러인데, 비용 내역은 법률상담(USD 5만~35만 달러), 기술개발자(1만~5만 달러), 자본조달 사무비용(1만~5만 달러), 금융서비스 공급자(1만~5만 달러), 거래소 상장비용(10만~25만 달러) 등으로 구성되어 있다고 한다.<sup>5)</sup> 반면 Statista Research가 발표한 투자은행이 요구하는 2020년 기준 기업공개(IPO) 비용은 조달 규모가 5억 달러에서 10조 달러인 경우 평균 5.4%이며 통상 12개월에서 18개월이 소요된다고 한다.<sup>6)</sup> 따라서 양자를 비교하면, STO 비용

2) 김갑래, “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향”, 『이슈보고서 22-13』, 자본시장연구원, 2022, 2면.

3) 위의 보고서, 12면.

4) 물론, 법제화 이전에 「금융혁신지원특별법」에 따라 혁신금융서비스로 지정받은 경우 사업 시행은 가능하므로, 현재 조각투자의 방식으로 혁신금융서비스 지정을 받아 사업을 영위하는 사례들이 있다. 즉 카사코리아, 루센트블록의 경우 부동산, 뮤직카우의 경우 음악, 테사, 투게더아트의 경우 미술품, 스타키퍼의 경우 축산 등의 조각투자 사업으로 혁신금융서비스 지정을 받아 영업을 하고 있다.

5) 김홍배, “증권형 토큰의 편의과 발전방향”, 『금융공학연구』, 제21권 제4호(2022. 12), 180면.

6) Statista Research Department, Apr. 13, 2022.

은 조달 규모 대비 최대 2.9%에서 최소 0.6% 정도로서 IPO 대비 1/2 이하의 수준을 보이고 있고, 기간도 평균 5개월 정도 짧다고 하는바, STO는 IPO 대비 소요기간 및 비용면에서 효율적이라고 볼 수 있다.<sup>7)</sup>

또한 투자자 측면에서 살펴보면, 먼저 투자대상이 확대되고 간소화된 투자방식으로 고수익에 대한 기대를 가질 수 있다는 점이다.<sup>8)</sup> 즉 거액의 투자만 가능했던 부동산, 미술품 등에 대하여 조각투자 방식의 소액 투자로도 수익을 기대할 수 있게 되었다는 점이다. 그리고 발행 및 유통 플랫폼을 통하여 24시간 간결하고 신속하게 투자가 가능하게 되었다. 즉 전통적인 증권시장에서는 제한된 시간에만 거래가 가능하므로 시차가 다른 지역 간의 거래는 용이하지 않았으나, STO를 통한 토큰증권<sup>9)</sup> 거래는 전통적인 시장과는 달리 요일과 시간상 제약 없이 항상 거래가 가능하게 되었다는 점이다.<sup>10)</sup>

### 3. STO의 법적 과제

현행 자본시장법 및 「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」(이하 '전자증권법')은 토큰증권이 발행, 유통될 수 있는 명시적 규정을 두고 있지 않으므로, 규제의 불확실성에 놓여 있다. 즉 블록체인 기술의 특성을 반영한 토큰증권 발행과 유통에 관한 절차규정 및 세부 규제가 없으며, 현재 국내의 경우 「금융혁신지원특별법」에 따라 혁신금융서비스의 지정을 받아야만 사업이 가능하다. 따라서 자본시장법 및 전자증권법 개정을 통하여 STO가 법제화될 수 있도록 해야 하는 과제가 있다.

현재까지 우리 정부는 행정지도를 통하여 모든 형태의 ICO를 금지하여,<sup>11)</sup> 가상자산의 국내 유통은 발행자가 싱가포르 등 해외에서 가상자산을 발행한 후 이해관계자 등을 대상으로 일부 사모로 발행하고, 국내 가상자산거래소에 상장하여 유

7) 김홍배, 앞의 논문, 180면.

8) 최지웅, "증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안", 『경제법연구』, 제19권 제2호(2020), 11면.

9) STO는 가상자산이 아닌 자본시장법상 증권의 성질을 갖고 있는 토큰의 발행을 통하여 자본을 조달한다는 측면에서 해당 증권의 명칭을 어떻게 부를 것인지 논란이 있다. '증권형 토큰'으로 부르거나 '토큰증권'으로 부르기도 한다. 후술하는 바와 같이 금융당국은 '토큰증권'이라는 개념을 사용하고 있음을, 따라서 본 논문에서는 '토큰증권'이라는 용어를 사용하도록 하겠다.

10) 박준선, "증권형 토큰에 대한 규제 가능성 검토", 『상사법연구』, 제40권 제4호(2022), 5면.

11) 2017. 9. 27. 금융위원회가 보도자료를 통하여 모든 형태의 ICO를 금지하겠다고 발표한 이후 지금까지 그 기조가 유지되고 있다.

통시키는 우회적 방법을 동원하였다. 그런데 2022년 5월 출범한 신정부는 투자자 보호장치가 확보되는 방식으로 ICO를 허용하고 STO를 위한 시장여건을 조성하여 규율체계 확립을 하겠다고 약속하여 가상자산의 발행 및 유통에 대해서는 가칭 디지털자산기본법 제정 방향으로 가닥을 잡았고,<sup>12)</sup> STO에 대해서는 2023년 2월 금융위원회는 「토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안」(이하 '토큰증권 가이드라인')을 마련하여 STO 법제화의 기본틀을 발표하였다.

따라서 토큰증권 법제화를 위한 준비 단계에 있는 만큼, 현재 진행되고 있는 STO 제도화의 실무상 문제점을 파악해 보고, 개선방향을 논해 보는 것은 매우 의미 있는 일이라고 생각된다. 이하에서는 지금까지 발표한 금융당국의 토큰증권 가이드라인을 살펴보고, 크게 1) 증권 여부 판단원칙, 2) 토큰증권 발행, 3) 토큰증권 유통으로 나누어 문제점을 파악해 본 후 개선방향에 대해 논해 보도록 하겠다.

### III. 증권 여부 판단원칙 관련 이슈 및 개선사항 검토

#### 1. 토큰증권 가이드라인의 내용

##### (1) 조각투자 가이드라인에서 제시한 판단원칙과 기본적으로 동일

금융위원회는 2022년 4월 29일 「조각투자등 신종증권 사업 관련 가이드라인」(이하 '조각투자 가이드라인')을 발표하면서, 자본시장법상 증권성 판단의 원칙을 제시하였다. 그런데 토큰증권 가이드라인에서도 동 조각투자 가이드라인에서 제시한 원칙과 동일하게 증권인지 여부는 제반 사정<sup>13)</sup>을 종합적으로 감안하여 권리의 실질적 내용을 기준으로 개별 사안별로 판단하며, 권리의 내용이 증권에 해당한다면 현행 증권 규제가 전면적으로 적용된다고 하였다.<sup>14)</sup>

12) 이에 따라 1단계 법안 마련으로 2023. 7. 18. 「가상자산법」이 먼저 제정되었고, 2024. 7. 19. 시행될 예정이다.

13) 제반 사정은 명시적 계약·약관·백서의 내용 외에도 묵시적 계약, 스마트계약에 구현된 계약의 체결 및 집행, 수익배분 내용, 투자를 받기 위해 제시한 광고·권유의 내용, 여타 약정 등을 말하는 것으로 금융위원회는 발표하고 있다.

14) 금융위원회, "토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안", 보도자료, 2023. 2. 6, 5면.

그리고 증권인지 여부를 판단하여 만일 토큰증권에 해당할 경우에는 증권 규제를 준수할 책임은 토큰증권을 발행·유통·취급하려는 당사자에게 있다고 하면서, 자본시장법을 의도적으로 우회하려는 시도에 대해서는 증권 규제의 취지와 투자자 보호 필요성을 감안하여 적극적으로 해석·적용할 것임을 밝혔다. 따라서 시중에서 거래되고 있는 가상자산 등이 증권으로 판명될 경우에는 자본시장법을 위반한 것이므로 원칙적으로 제재대상이 된다고 표명하였다.<sup>15)</sup>

#### (2) 증권 판단의 예시와 투자계약증권 요건 등에 대한 구체적 설명 제공

금융위원회는 동 가이드라인에서 증권 판단의 적용례를 제시하면서, 적용례를 통해 증권의 개념이 확대·축소되거나 토큰 형태만 적용되는 새로운 증권 개념이 생겨나는 것은 아니며, 이는 이해관계인의 자율적 판단을 지원하기 위한 지침일 뿐임을 밝혔다. 그리고 디지털자산이라는 형태적 특성을 고려하여 투자계약증권의 각 요건에 대한 설명을 추가 보완하여 증권에 해당할 가능성이 높은 경우를 예로 들었다. 즉 1) 사업운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영 성과에 따른 배당권 또는 잔여 재산에 대한 분배청구권을 갖게 되는 경우, 2) 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우에는 증권에 해당할 가능성이 높다고 하였다.<sup>16)</sup>

## 2. 토큰증권의 개념 및 판단기준 관련 해외 사례

#### (1) 미국

미국은 토큰증권 개념을 별도로 입법하지 않았으며, 단지 미국 증권규제당국인 SEC(The Securities and Exchange Commission)가 증권 여부에 대한 판단기준으로 Howey Test를 이용하고 있다. 즉 Howey Test는 ① 금전 투자, ② 공동사업성, ③ 투자자 이익의 합리적 기대, ④ 타인 노력에의 의존이라는 4가지 요건을 요구하고 있다.<sup>17)</sup>

그런데 발행인이 증권성 자산을 의도적으로 토큰화한 경우는 증권성 판단이 문제되지 않지만, 발행인의 의도와 무관하게 미국 증권법상 투자계약으로 분류될 수

15) 위의 보도자료, 5면.

16) 위의 보도자료, 6면.

17) 김지환, “STO 관련 해외 입법례 및 정부 규제 방향”, 『디지털금융법연구』, 제1권 제1호(2023. 6), 80면.

있는 가상자산에 대해서는 해당 자산의 증권성 판단이 이슈가 된다.<sup>18)</sup> 현재 미국 규제당국과 증권성 여부를 두고 법적 다툼을 벌이는 대표적인 예가 SEC v. Ripple Labs, Inc.(이하 ‘리플’) 간 소송이다. 즉 SEC는 리플이 발행하고 유통한 가상자산인 XRP가 증권의 하나인 투자계약에 해당함에도 리플은 연방증권법에 의한 공모 절차를 거치지 않고, 투자자들에게 XRP를 불법적으로 유통했다고 주장하면서 2020년 12월 22일 리플을 상대로 소송을 제기였고, 최근 1심 판결이 선고되었다.<sup>19)</sup> 또한 SEC는 바이낸스 USD(BUSD)를 미등록 증권으로 간주하고, 발행사인 팍소스트러스 트를 증권투자자보호법 위반 혐의로 소송을 진행하고 있다. 따라서 미국의 경우에도 증권성 판단기준의 추상성으로 인하여 법적 다툼이 증가하고 있다.

한편, 미국에서는 발행사가 SEC에 비조치질의서(no-action inquiry)를 보내 비조치의견서(no-action letter)를 받는 경우도 있는바, 2019년 SEC는 Turnkey Jet이 발행한 TKJ토큰의 비증권성을 확인한 비조치의견서를 발급하였다. 이는 SEC로부터 비조치의견서를 받게 되면 제재를 받지 않는다는 확인을 미리 받은 것이기 때문에 법적 불확실성이 제거되는 효과가 있다.<sup>20)</sup>

## (2) 일 본

일본은 2019년 「금융상품거래법」(이하 ‘금상법’) 개정(2020년 5월 시행)으로 ‘전자기록이전권리’라는 법률 용어로 토큰증권을 정의하고 있다. 즉 법령상의 토큰증권 개요를 살펴 보면, 먼저 ① 금상법상 유가증권의 성질을 가진 권리, 즉 집단투자스 킴지분<sup>21)</sup> 등 이른바 간주유가증권으로서 유가증권으로 분류되는 권리와 ② 그 외에 주권이나 사채권과 같은 전통적인 유가증권으로 표시되는 권리[유가증권표시권리(금상법 제2조 제2항 주서도 포함)]도 포함하여, 블록체인기술 등을 활용한 토큰(전자정보 처리조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치)에 표시되는 권리를 ‘전자기록이전유

18) 정석문·최윤영, “STO 시리즈1: 블록체인과 유통시장 활성화”, 『코빗 리서치』, 2023. 2. 3, 19면.

19) 최근 뉴욕지방법원은 2023년 7월 13일 이에 대한 약식판결을 내렸는바, 기관투자자들을 대상으로 판매·유통된 XRP는 증권성을 인정한 반면, 거래소에서 일반투자자들을 대상으로 판매·유통된 XRP 및 리플 직원 및 제3자에게 지불된 XRP는 증권성을 부인하는 판결을 내렸다. 이에 대해서는 여러 가지 평가가 나오는 것 같다.

20) 정석문·최윤영, 앞의 보고서, 19면.

21) 금상법상 ‘집단투자스킴지분’이란 출자자가 출자 또는 출연한 금전으로 행사하는 사업(출자대상사업)에서 생기는 수입배당 또는 해당 출자대상사업에 관련한 재산의 분배를 받을 수 있는 권리를 말하며, 유가증권으로 간주된다.

가증권표시권리등'으로 정의하고(금상업등부령), 이러한 권리에 대해서 각종 공시규제나 업규제 등을 하고 있다. 따라서 일본에서는 토큰증권이라는 용어는 일반적으로 금상법에 규정된 '전자기록이전권리' 또는 「금융상품거래업 등에 관한 내각부령」(금상업부령)에서 규정된 '전자기록이전유가증권표시권리등'을 가리킨다.<sup>22)</sup>

일본은 토큰증권을 ICO의 한 유형으로 보고 이에 대한 투자자 보호 방안을 함께 도입함으로써, 권리라는 측면을 강조하여 '전자기록이전권리'라는 용어를 금상법에 도입한 것으로 이해된다.

### (3) 독일

독일은 2021년 6월 10일부터 시행된 전자증권법(eWpG)을 통해 '암호증권'이라는 용어를 법률에 도입하였는데, 전자증권을 '중앙등록부증권'과 '암호증권'으로 분류하였고, 이 중 토큰증권은 '암호증권'이라는 용어로 정의하였다. 즉 '중앙등록부증권'은 중앙증권등록부에 등록된 전자증권이고, '암호증권'은 암호증권등록부에 등록된 전자증권으로서, 두 증권의 차이는 중앙증권등록부에 등록되었는지, 암호증권등록부에 등록되었는지에 따라 '중앙등록부증권'과 '암호증권'으로 나뉜다. 암호증권등록부라는 용어는 기술적 개방성을 위해 선택되었다고 입법 이유에서 밝히고 있는데, 현재 기술 수준으로 볼 때 블록체인으로 대표되는 분산원장기술에 기반한 기록시스템이 고려되고 있다고 한다.<sup>23)</sup>

따라서 독일은 블록체인 기술에 기반한 기록시스템을 '암호증권등록부'로 인정하여 토큰증권을 '암호증권'으로서 전자증권의 일종으로 규율하는 것으로 이해된다.

### (4) 스위스

스위스는 2021년 2월, 일부는 8월부터 시행된 「분산원장기술법」(DLT Act)의 제정을 통하여 「채무법」(Obligationsrecht)에 '분산원장증권'(Registerwertrechte)이라는 법률용어를 도입하였다. '분산원장증권'이란 당사자의 약정에 의하여 분산원장에 등록된 권리를 말하는데(채무법 제973d조 제1항),<sup>24)</sup> 스위스도 토큰증권을 '분산원장증권'이라는 법적 개념으로 규율하여 채무법에 법적 기반을 마련한 것으로 이해된다.

22) 이효경, "일본 증권형 토큰 관련 규제방식과 시사점", 『기업법연구』, 제36권 제4호(2022. 12), 237면.

23) 안성포, "증권형 토큰과 전자등록제도와의 정합성", 『상사법연구』, 제35권 제4호(2022. 12. 31), 78면.

24) 위의 논문, 78-79면.

### 3. 이슈 및 개선사항 검토

#### (1) 법률상 토큰증권 개념 필요성 여부

##### 1) 이슈

금융위원회는 '토큰증권'은 본질적으로 자본시장법상 증권이므로, '토큰증권'에만 적용되는 새로운 증권 개념을 제시할 필요가 없다는 입장으로 보인다. 그런데 ① 분산원장 방식의 토큰증권은 형식 측면에서 기존 실물증권, 전자증권과 다른 차별성이 존재하는바, 즉 중앙집중식 전자등록 방식과 다른 분산원장 등록방식이므로, 그 책임규제가 다를 수 있다는 점, ② 현행 전자증권법에서 수용하지 못하는 토큰증권(예를 들어 투자계약증권)이 존재한다는 점, ③ 자본시장법상 일반 증권 규제를 그대로 토큰증권에 적용할 수 없다면 토큰증권의 개념을 명확히 할 필요가 있다는 점, ④ 앞서 살펴 본 바와 같이 일본, 독일, 스위스의 경우 토큰 개념을 법률상 정의하고 있다는 점 등의 이슈가 제기될 수 있다.

##### 2) 개선사항 검토

분산원장 기술을 활용하여 발행하는 토큰증권의 경우 기존 전자증권 및 실물증권과 비교하여 규제의 정도를 달리한다면, 처음부터 법적 개념을 명확히 할 필요성이 있다고 본다.

즉 토큰증권은 실물증권과 전자증권에 이은 증권의 새로운 발행 형태라는 점에서 적어도 전자증권법에서는 토큰증권의 개념을 명확히 할 필요성이 있다. 따라서 현행 전자증권법은 전자등록계좌부에 전자등록된 주식등을 '전자등록주식등'이라고 정의하고 있는바, 이에 대칭되는 개념으로 분산원장에 등록되는 주식등을 '분산등록주식등'이라고 정의할 필요가 있다고 생각된다.

또한 토큰증권의 경우 자본시장법상 공모규제를 완화하기 위하여도 자본시장법에서 토큰증권의 개념을 명확히 할 필요가 있다. 즉 후술하는 바와 같이 토큰증권 가이드라인상 토큰증권 유통 시 소액투자자 매출공시 면제를 도입하고 있는바, 이러한 면제가 가능한 토큰증권에 대해서 자본시장법상 개념 정의를 할 필요가 있다고 생각된다.

## (2) 증권성 판단의 법적 불확실성 해소 필요성 여부

### 1) 이 슈

자본시장법상 증권 개념의 포괄성 및 추상성으로 인하여 발행인의 의도와 무관하게 증권(특히 투자계약증권)으로 분류될 수 있는 가상자산에 대하여 증권 여부 판단이 쉽지 않은 것이 현실이다.

즉 앞서 살펴 본 바와 같이 미국의 경우에도 증권성 여부 판단을 두고 SEC와 발행인 간 법적 다툼이 증가하고 있고, 또한 국내의 경우에도 가상자산거래소에 상장된 많은 가상자산의 경우 해당 백서 내용을 보았을 때, 증권(특히 투자계약증권)에 해당할 가능성이 존재하는바, 만일 금융당국이 현재 가상자산거래소에 상장된 가상자산을 증권으로 판단하게 되면 가상자산 발행인 및 가상자산거래소에 대한 형사조치, 가상자산 투자자의 피해 등 법적 혼란이 크게 발생할 것으로 우려된다.

### 2) 개선사항 검토

현재 토큰증권 가이드라인의 증권 여부 판단 원칙은 예시에 불과하고 또한 그 요건의 추상성으로 인하여 발행인등 이해관계자가 쉽게 증권성 여부를 판단할 수 있는 상황이 아니다. 따라서 가상자산 발행인등이 자신이 발행한 가상자산이 증권으로 판단될 경우 자본시장법 위반으로 제재 대상이 되는 만큼, 법적 불안전성을 제거할 수 있도록 미국의 사례를 참고하여, 금융당국의 비조치의견서를 적극적으로 활용할 수 있도록 할 필요성이 있다고 본다.

다만, 형사벌칙의 경우 검찰·법원의 판단과 금융당국의 판단이 달리 나올 가능성을 배제할 수 없으므로, 비조치의견서를 받은 발행인등의 경우 사법당국의 형사 판단에서 이를 고려해 줄 수 있는 제도적 뒷받침이 필요하다고 본다.

## IV. 토큰증권의 발행 관련 이슈 및 개선사항 검토

### 1. 토큰증권 가이드라인의 내용<sup>25)</sup>

#### (1) 토큰증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용

금융위원회는 분산원장 요건을 충족하는 토큰증권을 전자증권법상 증권의 전자등록 방식으로 수용한다고 밝혔다. 즉 분산원장 기술을 증권의 권리 발생·변경·소멸에 관한 정보를 기재하는 별상 공부의 기재방식으로 인정하고, 분산원장의 안정성을 확보하고 투자자의 권리 보호를 위해 아래의 요건이 요구될 예정이다.

- ① 권리자 정보 및 거래정보가 시간 순서대로 기록되고, 사후적인 조작 변경이 방지될 것
- ② 분산원장에 기록된 권리자 정보 및 거래정보와 실제거래내역 사이의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것
- ③ 권리자 정보 및 거래정보가 복수의 분산된 장부에 동일하게 기록할 것
- ④ 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장을 확인할 수 있을 것
- ⑤ 권리자 및 거래정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것
- ⑥ 분산원장으로 기록하기 적합한 권리를 등록할 것(상장증권, 상장DR, 파생결합증권 제외)
- ⑦ 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

한편, 분산원장으로 발행된 토큰에는 기존 전자증권과 동일한 전자증권법상 투자자 보호 장치를 둘 예정인바, 즉 토큰증권에도 전자증권법에 따른 권리추정력과 제3자 대항력을 부여하고, 전자등록기관(KSD)<sup>26)</sup>이 증권의 외형적 요건을 갖추었는지 심사하며, 전자등록기관이 발행 총량을 관리할 예정이다.

그런데 금융위원회는 전자증권법 개정 전에는 기존 방식의 전자증권을 발행하여 전자증권 거래를 토큰 이동과 연계하고, 소유권 추정력 등을 전자증권을 기준으

25) 앞의 금융위원회 보도자료(2023. 2. 26), 8-9면.

26) 한국예탁결제원이 전자등록기관의 역할을 할 예정이다.

로 하는 이른바 ‘미러링’을 활용한다고 한다. 즉 만일 「금융혁신지원특별법」상 혁신 금융서비스로 STO를 하려면 토큰증권에 대하여 현행 전자증권법상 효력을 부여하는 것은 규제특례가 불가능하므로, 토큰과 1:1 매칭되는 전자증권을 별도로 발행해야 한다는 것이다.

#### (2) 일정 요건을 갖춘 발행인이 토큰증권을 직접 발행할 수 있도록 허용

금융위원회는 일정한 요건을 갖춘 발행인은 직접 발행한 증권의 권리내용과 권리자등에 대한 정보를 분산원장에 기재할 수 있도록 허용해 주겠다고 밝혔다. 즉 일정한 요건<sup>27)</sup>을 갖춘 발행인은 계좌관리기관이 되어 증권사등을 통하지 않고 직접 토큰증권을 발행할 수 있다고 한다.

만일 요건을 갖추지 못한 발행인은 기존 전자증권과 동일하게 증권사등을 통해서만 발행이 가능하다고 한다.

#### (3) 전자등록 대상 증권에 투자계약증권을 추가

현행 전자증권법에는 전자등록 가능한 대상 증권에 투자계약증권이 제외되어 있는데, 향후 투자계약증권도 전자등록이 가능하도록 할 예정이다.

#### (4) 공모규제의 일부 완화

금융위원회는 2019년 10월 ‘사모 및 소액공모 제도 개편방안’을 발표하였는바, 다양한 권리를 토큰증권으로 발행할 때에도 소액공모 제도를 적극 활용할 수 있도록 하겠다고 한다. 즉 ① 청약자가 모두 전문투자자인 경우 사모로 인정하고, ② 현행 소액공모(Tier 1) 한도를 10억원에서 30억원으로 상향하며, ③ 현행 소액공모보다 투자자 보호장치를 강화한 100억원 한도 소액공모 Tier 2를 신설하겠다고 한다. 다만 이와 같은 공모규제 일부 완화는 토큰증권 외에도 기존 전자증권, 실물증권 등 증권 형태에 관계없이 적용하겠다고 한다.

27) 해당 요건은 다음과 같다. 즉 ① 분산원장 요건을 충족할 것, ② 의견수렴을 거쳐 추후 자기자본, 물적 설비, 대주주, 임원 요건을 확정할 예정, ③ 법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인, ④ 투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립, ⑤ 최초 발행, 발행수량 변동, 일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관에 통보(필요 시 전자등록기관이 비교 검증).

### (5) 비금전재산 신탁의 수익증권 발행 허용

금융위원회는 현행 자본시장법은 비금전재산 신탁의 수익증권 발행이 허용되지 않는데, 향후 부동산 등 비금전재산 신탁의 수익증권 발행이 허용될 수 있도록 자본시장법을 개정하겠다고 밝혔다.

## 2. 이슈 및 개선사항 검토

### (1) 전자증권법상 블록체인 운영방식 검토 필요

#### 1) 이슈

금융당국은 분산원장의 요건으로 폐쇄형 블록체인만을 인정하려고 한다. 즉 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인 등 한정된 노드만 인정하는 강한 폐쇄형 블록체인만을 인정하려고 하는데, 그 이유는 증권거래는 발행, 유통, 권리 행사에 이르기 까지 오류 수정 등 공적 권위에 의한 관리 필요성과 퍼블릭 블록체인의 경우 다수 노드 참여에 의한 처리속도의 자연 가능성 때문으로 추정된다.

그러나 중앙집중식이 아닌 분산원장의 탈중앙화 측면에서 강한 폐쇄형만 고집하는 것이 바람직한지, 또한 국내 조각투자 거래가 일반 상장 주식 거래와 달리 빈번한 거래가 이루어지지 않으므로 처리속도도 크게 문제되지 않을 것이라는 이슈가 있다.

#### 2) 개선사항 검토

먼저 분산장부 방식의 장점을 살릴 수 있는 운영방식의 채택이 고려되어야 할 것이다. 즉 분산장부의 장점은 해킹 방지에 있다. 다만 공적 권위에 의한 관리 필요성 측면도 부인할 수 없으므로, 전면 공개된 퍼블릭 블록체인 방식보다는 전자등록기관, 금융기관, 발행인 등 외에도 신뢰성 있는 여러 노드가 참여할 수 있는 컨소시엄 블록체인 방식을 고려해 볼 만하다. 이 경우 노드에 대하여 자격요건을 요구할 수 있고, 분산원장 이용상의 권한에 따라 책임을 지울 수 있을 것으로 본다. 예를 들어 단순한 거래기록 보유 역할만 수행하면 선관주의의무만을 요구하고, 반면 거래기록 생성·수정 및 거래기록의 검증 역할까지 수행할 경우에는 고의 또는 과실로 인한 오기재에 법률상 책임을 부여하는 것이다.<sup>28)</sup>

28) 안성포, 앞의 논문, 88면 참조.

## (2) 혁신금융서비스를 이용한 토큰증권 발행의 경우 미러링 방식 요부

### 1) 이 슈

금융당국은 전술한 바와 같이 혁신금융서비스의 경우에도 토큰증권을 발행할 경우 이와 매칭되는 전자증권을 별도로 발행해야 한다는 입장이다. 따라서 실무상 발행인등은 분산장부 방식으로 토큰증권을 발행하고, 더불어 전자증권법상 전자증권으로 인정받기 위한 절차를 수행해야 하는 번거러움이 있다.

따라서 만일 「금융혁신지원특별법」상 규제특례로서 토큰증권에 전자증권법상 권리추정력, 양도 가능성 등을 인정할 수는 없을지 이슈가 있다.

### 2) 개선사항 검토

「금융혁신지원특별법」 제16조는 “혁신금융서비스에 적용되는 기준·요건등이 금융관련법령<sup>29)</sup>에 없거나 관련 규정을 혁신금융서비스에 적용하는 것이 적합하지 아니한 경우(제1호), 혁신금융서비스의 허용 여부가 불명확하거나 혁신금융서비스를 영위할 수 있는 근거가 되는 금융관련법령이 없는 경우(제2호)”에는 해당 혁신금융서비스를 영위할 수 있다고 규정하고 있고, 동법 제17조 제1항은 “혁신금융사업자가 지정기간 내에 영위하는 혁신금융서비스에 대해서는 사업 또는 사업자의 인허가·등록·신고, 사업자의 지배구조·업무범위·건전성·영업행위 및 사업자에 대한 감독·검사와 관련 있는 금융관련법령의 규정 중 특례가 인정된 규정은 적용하지 아니한다”고 규정하고 있다.

그런데 전자증권법 제35조 제1항, 제2항은 전자등록의 효력규정으로 전자등록 주식등에 권리추정력, 양도 가능성을 규정하고 있는바, 분산장부 방식의 토큰증권 발행은 전자증권법에 없는 전자등록 발행이고, 허용 여부가 불명확한 발행이므로, 「금융혁신지원특별법」 제16조 요건에 해당할 가능성이 있어 보인다.

한편, 「금융혁신지원특별법」 제17조는 혁신금융서비스의 경우 진입규제, 영업 규제 등 일정한 금지 규정을 적용하지 않겠다는 취지인바, 전자증권법 제35조 제1항, 제2항은 이러한 금지규정이 아니므로 특례 적용이 어렵다는 반론은 충분히 있을 수 있으나, 국회 정무위원회 검토보고서에 따르면 「금융혁신지원특별법」의 제정 취지는 금융관련법령상 관련 규제가 불비한 영역에서도 해당 혁신금융서비스를 영위

29) 전자증권법이 포함된다.

할 수 있도록 하는 것이라고 하므로, 「금융혁신지원특별법」 제16조 및 제17조의 규범 조화적 해석으로 반드시 금지규정의 예외만을 인정한 것은 아니라고 해석될 가능성이 있다고 본다.

따라서 혁신금융서비스를 이용한 토큰증권 발행의 경우에는 전자증권법상 규제가 불비한 영역으로서 분산장부 등록 방식으로 토큰증권 발행을 허용해 주고, 해당 토큰증권에 대해서도 전자증권법 제35조 제1항 및 제2항의 효력을 인정해 주는 방향으로 운용할 필요가 있다고 생각된다.

### (3) 토큰증권 발행 절차의 간소화 필요성

#### 1) 이슈

토큰증권 발행인이 발행에 따른 절차가 까다롭다고 판단하게 될 경우에는 STO 제도 도입의 효과가 미미해질 가능성 있다. 즉 발행인 계좌관리기관의 요건, 특히 자기자본, 물적 설비, 대주주, 임원 요건 등을 엄격하게 할 경우에는 발행인이 토큰증권 발행을 꺼려할 가능성이 있고, 또한 소액공모 제도를 활용할 수 있도록 제도 개선을 하겠다고 하나, 기존 실물증권 및 전자증권 발행 방식과 비교하여 절차적 배려가 없다면 굳이 토큰증권을 발행할 이유가 없다는 이슈가 제기된다.

#### 2) 해외 사례

##### (가) 미국

STO는 전통적인 공모 절차로는 시간과 비용이 많이 들기 때문에, 증권법에 있어서 사모 규정인 Regulation D에 의하여 발행하는 것이 다수이다. Regulation D의 유형은 506(b), 506(c), 504가 있는데, 이 중에서 STO는 발행한도에 제한이 없고 권리대상이 전문투자자인 Rule 506(c)가 많이 이용된다. 그 외에 2019년 Regulation A에 의한 STO도 활용되고 있는바, Regulation A는 2012년 JOBS법(Jumpstart Our Business Startup Act)을 계수하여 확충된 소액공모규정이고, 조달금액에 상한이 가해져 있어도(연간 2천만 달러 또는 50만 달러) 간이한 등록절차로 전문투자자 이외의 개인투자자에게도 권리가 가능하기 때문이다.<sup>30)</sup>

다만, 미국 STO 시장은 ICO 시장에 비하면 비교적 소규모라고 한다.

30) 김지환, 앞의 논문, 85면.

### (나) 일 본

토큰증권인 ‘전자기록이전권리’는 금상법 제1항 유가증권으로서 50명 이상 일 반투자자에게 권리와 동시에 발행액 1억엔 이상인 경우 발행인은 공시의무가 있다. 이때 ‘전자기록이전권리’는 특정유가증권에 해당하므로, 모집 시 제출하는 유가증권 신고서에는 토큰의 성질상 기재해야 할 내용을 정한 서식을 제출하고, 이른바 백서 도 첨부해야 한다.<sup>31)</sup>

### 3) 개선사항 검토

먼저 발행인 계좌관리기관 요건 중 자기자본, 물적 설비, 대주주, 임원 요건을 금융기관처럼 너무 엄격하게 규정할 경우 진입 장벽으로서 STO 활성화에 지장을 줄 염려가 있으므로, 금융기관보다는 낮은 요건을 정하는 것이 타당하다고 본다.

그리고 미국의 경우에도 STO를 통한 자금조달이 ICO와 대비하여 절차가 까다롭고 규제가 많다고 인식되어 활성화에 한계가 있다고 지적되는 만큼, 발행절차가 까다롭지 않도록 섬세한 배려가 필요할 것으로 보이며, 특히 토큰증권은 실물증권 및 전자증권과 차별화하는 공모규제 완화가 필요하다고 본다. 즉 ① 토큰증권의 경우 발행한도에 제한이 없고, 전문투자자에게만 청약하는 경우에는 사모로 인정하고, ② 토큰증권에만 적용되는 소액공모 Tier II를 도입하며(예를 들어 최대 200억원 한도의 소액공모 인정 등), ③ 발행 증권신고서 양식의 경우 토큰증권 성질에 맞는 부분만 기재할 수 있도록 간소화할 필요가 있다고 본다.

## V. 토큰증권의 유통 관련 이슈 및 개선사항 검토

### 1. 토큰증권 가이드라인의 내용<sup>32)</sup>

#### (1) 투자계약증권·수익증권의 유통플랫폼 제도화

금융위원회는 투자계약증권과 수익증권의 장외거래 중개 인가단위를 신설하여

31) 위의 논문, 92-93면.

32) 앞의 금융위원회 보도자료(2023. 2. 26), 10면.

일반 소액투자자 대상 다자간 상대매매 중개업무를 허용하겠다고 밝혔다. 즉 ① 채권중개전문회사 요건 등을 감안하여 증권 유형별로 인가요건을 정하고 토큰증권의 특성을 감안하여 필요시 보안요건을 추가 요구하기로 하였고, ② 이해상충을 방지하기 위하여 발행·인수·주선한 증권의 중개를 제한함은 물론 자기계약은 금지하기로 하였으며, ③ 일반 투자자를 보호하기 위하여 연간 투자한도를 설정하기로 하였다(투자계약증권에 더 낮은 한도를 적용).

그리고 장외거래증개업자를 통한 소액투자자 거래에 자본시장법상 매출 규제<sup>33)</sup>의 예외를 인정해 주기로 하였다.

### (2) 투자계약증권·수익증권의 대규모 거래 인프라 마련

금융위원회는 투자계약증권과 수익증권을 거래하는 한국거래소(KRX) 디지털 증권시장을 개설한다고 밝혔다. 즉 발행인 전전성, 발행 규모 등 투자자 보호를 위한 상장요건과 중요정보 공시 등을 적용하되, 기존 상장시장에 비하여 완화해 주기로 하였고, 다수 투자자가 참여하는 상장시장인 점을 감안하여 기존 전자증권으로 전환하여 상장하고 기존 매매거래·결제 인프라를 적용하기로 하였다.

## 2. 이슈 및 개선사항 검토

### (1) 장외거래증개업 인가요건에 보안요건 추가 시 적절한 수준의 규제 필요

금융당국은 채권전문증개회사 수준을 감안하여 물적 요건을 추후 확정할 예정이라고 하였는바, 전자금융감독규정상 보안요건 수준을 요구할 경우에는 신중할 필요가 있다.

즉 현행 전자금융감독규정상 보안성 기준은 규제 수준이 높고 준수하기 매우 어려우므로, 이러한 보안요건 수준을 강요할 경우 높은 진입장벽이 될 수 있다. 따라서 전자금융감독규정상 보안요건 추가는 신중히 고려해야 할 것이고, 만일 해킹 방지 등을 위하여 보안요건이 필요하다면, 현행 전자금융감독규정상 보안성 기준을 완화하여 적용하는 것이 필요하다고 본다.

33) 50인 이상의 투자자에게 이미 발행된 증권의 매도의 청약을 하거나 매수의 청약을 권유하는 것으로, 매출 시에는 발행인의 증권신고서를 금융당국에 제출해야 한다.

### (2) 일반 투자자의 투자한도는 현실에 맞게 정할 필요

투자계약증권, 수익증권 유통을 위한 장외거래중개업의 경우 일반 투자자에게 연간 투자한도를 설정할 예정이라고 하였는바, 과거 증권형 크라우드 펀딩 업체가 자본시장법상 온라인소액투자중개업자로서 규제 영역에 들어 왔으나, 발행한도와 투자한도의 규제 때문에 활성화에 실패한 것으로 알려져 있다.

즉 자본시장법상 온라인소액투자중개업의 경우 연간 투자한도가 동일 발행인에 대해서는 500만원 또는 1,000만원, 그리고 누적 투자의 경우에는 연간 투자한도가 1,000만원 또는 2,000만원이므로, 투자 활성화에 실패하였다는 평가가 있다.

따라서 투자계약증권, 수익증권 유통을 위한 장외거래중개업의 경우 온라인소액투자중개업처럼 엄격한 투자한도를 두는 것보다는 사업성을 살릴 수 있도록 투자한도를 현실에 맞게 정할 필요가 있다고 본다.

### (3) KRX 상장 시 토큰증권을 기준 전자증권으로 전환하는 것의 타당성

만일 금융당국이 발표한 것처럼 KRX 상장 시 토큰증권을 기준 전자증권으로 전환한다면 더 이상 토큰증권이 아니므로, 토큰증권의 존재 의미가 없어질 것이다.

따라서 분산원장 방식의 토큰증권이라면 전술한 바와 같이 블록체인 방식의 장점을 등을 고려하여 KRX 상장의 경우에도 토큰증권 거래가 가능하도록 다시 한 번 고려해 볼 필요가 있다고 생각된다.

## VI. 결 론

지금까지 STO 관련 실무상 주요 이슈 및 개선사항에 대하여 살펴 보았다. 즉, 금융당국이 최근 발표한 토큰증권 가이드라인을 분석하면서 크게 세 가지, 즉 1) 증권 여부 판단 원칙과 관련하여, 2) 토큰증권 발행과 관련하여, 그리고 3) 토큰증권 유통과 관련하여 실무상 이슈되는 주요 사항 및 그 개선방안에 대해 살펴 보았다.

아직 우리나라는 STO가 법제화되지 않은 상태이고, 다만 「금융혁신특별법」상 혁신금융서비스 지정을 받아 영업 실행이 가능할 뿐이다. 따라서 STO가 활성화되기

위해서는 제도적 뒷받침이 필요하므로, 금융당국은 자본시장법 및 전자증권법 등의 개정 작업을 서두르되, 다만 현실적 측면을 고려하여 합리적인 제도화가 될 수 있도록 노력해야 할 것이다.

앞에서 살펴 본 이슈 및 개선방안 검토는 아직 STO가 제도화되지 않았고, 또한 혁신금융서비스로 지정 받아 활발하게 영업을 하는 상황은 아니라서, 너무 선부른 판단이 될 수도 있으나, 한편에서는 아직 제도화되지 않은 만큼, 미리 고민을 함으로써 현실적이고 합리적인 제도화에 이바지할 수도 있다는 작은 소망을 가져 본다.

**■ 참고문헌**

- 블록체인법학회, 『특정금융정보법 주제』, 박영사, 2022.
- 김갑래, “국내 ICO 시장과 STO 시장의 당면 과제와 발전 방향”, 『이슈보고서 22-13』, 자본시장연구원, 2022.
- 김승래, “블록체인과 비트코인의 법적 규제와 한계”, 『과학기술법연구』, 제24집 제3호, 한남대학교 과학기술법연구원, 2018.
- 김지환, “STO 관련 해외 입법례 및 정부 규제 방향”, 『디지털금융법연구』, 제1권 제1호, 2023.
- 김홍배, “증권형 토큰의 편익과 발전방향”, 『금융공학연구』, 제21권 제4호, 2022.
- 박준선, “증권형 토큰에 대한 규제 가능성 검토”, 『상사법연구』, 제40권 제4호, 2022.
- 안성포, “증권형 토큰과 전자등록제도와의 정합성”, 『상사법연구』, 제35권 제4호, 2022.
- 이경자·정민기, “STO (Security token offering)”, 『SECTOR UPDATE』, 삼성증권, 2023.
- 이효경, “일본 증권형 토큰 관련 규제방식과 시사점”, 『기업법연구』, 제36권 제4호, 2022.
- 정석문·최윤영, “STO시리즈 1: 블록체인과 유통시장 활성화”, 『코빗 리서치』, 2023.
- 최지웅, “증권형 토큰 발행·유통 현황 및 합리적 규제방안”, 『경제법연구』, 제19권 제2호, 2020.
- 금융위원회, “조각투자 등 신종증권 사업 관련 가이드라인”, 보도자료, 2022. 4. 29.
- \_\_\_\_\_, “토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안”, 보도자료, 2023. 2. 6.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 24, No. 2, 2023

## Review of Key Issues and Improvements to STOs in Practice

Kang, Hyun Koo

### ABSTRACT

Focusing on the nature of cryptocurrency as an asset with property value, Korea amended the Act on the Reporting and Use of Specified Financial Transaction Information on March 24, 2020, to define cryptocurrency as a “virtual asset,” or “an electronic representation (including any rights related thereto) that can be traded or transferred electronically as something with economic value.” Therefore, the term cryptocurrency has almost disappeared, and the expression virtual asset is now commonly used.

However, since virtual assets have been issued and distributed without regulatory laws, and have been distributed on virtual asset exchanges, there has been a problem that users of virtual assets have not been able to receive protection. To solve this problem, the Act on the Protection of Virtual Asset Users was enacted on July 18, 2023, and provided regulations focusing on the protection of virtual asset users, but it only focused on the regulation of unfair transactions occurring on virtual asset exchanges, and did not provide clear regulations on the issuance and distribution of virtual assets.

In this situation, it is difficult to apply the Act on the Protection of Users of Virtual Assets, etc. to regulate virtual assets or tokens that have a securities nature, and it has become necessary to apply the existing Act on the Capital Market and Financial Investment Business, but there are still issues regarding its application.

Therefore, it has become necessary to examine what issues are being raised in the case of issuing and distributing virtual assets or tokens with securities properties, and in particular, with the emergence of the term STO (Security Token Offering), it has become necessary to examine the concept and legal issues. Therefore, this paper will examine the significance and legal issues of STO, especially the criteria for judging the securities of tokens with securities properties, and what practical problems are related to the issuance

and distribution of token securities, and then examine the improvements.

**Key Words:** Token Securities, STO, Distributed Ledger, Electronic Registration, Investment Contract Securities, Revenue Securities, Issuance and Distribution