



# 토큰증권 발행·유통제도 구축에 있어서의 주요 쟁점

2023. 10. 25.

선임연구위원 김갑래

# Contents

01

제도 개요

02

증권성 이슈

03

전자증권법 개정 이슈

04

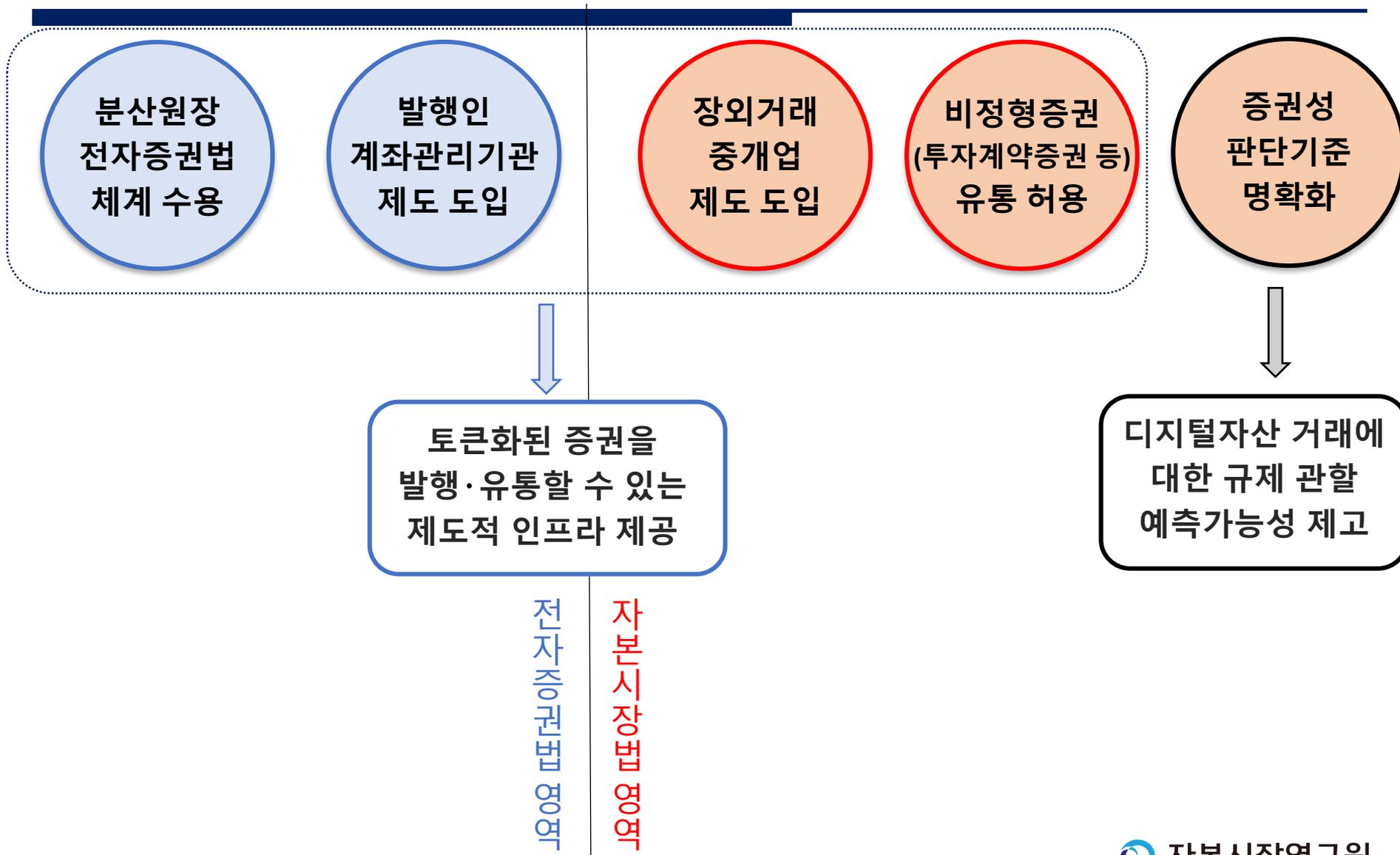
자본시장법 개정 이슈

05

과세 이슈

# 1 제도 개요

# 토큰증권 발행·유통 제도화의 의의



# 토큰증권 분산원장의 법적 효력 인정

## ● 주요 내용 ●

- ▶ 전자증권법을 개정하여, 토큰증권 양수인이 분산원장 계좌부에 등록된 경우에 권리추정력 인정

## ● 개정안 ●

- ▶ “분산원장등록주식등”이란 분산원장인 전자등록계좌부에 전자등록된 주식등을 말한다. (전자증권법 개정 윤창현안 제2조제4의2호)
  - ※ 전자등록의 효력: “전자등록계좌부에 전자등록된 자는 해당 전자등록주식등에 대하여 전자등록된 권리를 적법하게 가지는 것으로 추정한다.” (전자증권법 제35조제1항)

## ● 기대 효과 ●

- ▶ 분산원장에 대한 권리추정력을 인정하게 되면, 토큰증권의 발행인, 투자자, 감독당국 모두에 큰 효용이 발생
  - ▶ 발행인은 탈중앙화, 탈중개인화된 증권 유통망을 통해 자금조달 비용을 낮출 수 있음
  - ▶ 투자자는 다양한 자산에 대한 조각투자가 가능해지기 때문에 투자자산 선택의 폭을 넓힐 수 있음
  - ▶ 금융감독당국은 토큰증권시장의 투명성과 스마트계약을 통한 자동화된 의무이행을 바탕으로 높은 수준의 규제 준수율을 보장받을 수 있음

# 발행인 계좌관리기관 제도 도입

## ● 주요 내용 ●

- ▶ 전자증권법 개정을 통해, 계좌관리기관 역할을 맡은 **발행인이** 자신이 발행한 토큰증권의 권리 내용과 권리자 등에 대한 정보를 분산원장에 기재하고 해당 **분산원장을 직접 관리**할 수 있도록 함
  - ▶ 투자자보호를 위해 **신뢰성·전문성·안정성** 요건을 충족하는 발행인에게만 계좌관리기관의 지위를 부여

## ● 개정안 ●

- ▶ “발행인 계좌관리기관”이란 분산원장을 이용하여 자신이 발행하는 주식등을 전자등록하려는 자로서 제19조의2에 따라 등록한 자를 말한다. (전자증권법 개정 윤창현안 제2조제8호)
  - ※ 동 개정안 제19조의2는 발행인 계좌관리기관의 등록 요건 규정: 주식회사, 10억 자본자본, 인적·물적 설비, 분산원장 적합성, 대주주 및 임원 적격성, 사회적 신용, 이해상충방지체계 등의 요건

## ● 기대 효과 ●

- ▶ **중개기관** 확보가 어려운 발행인이 **자금조달** 비용을 줄이고 혁신적 기업의 자본시장 접근성을 높일 수 있음

# 신금융투자상품의 다자간 장외거래 허용

## 주요 내용

- ▶ 자본시장법 개정을 통해,
  - ▶ 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 유통이 허용
  - ▶ 다양한 종류의 토큰증권을 다자간 상대매매 방식으로 유통시킬 수 있는 **장외거래중개업** 인가제도가 도입

## 개정안

- ▶ 투자계약증권 등에 대한 자본시장법 적용 제한에 관한 단서조항 삭제 (자본시장법 개정 윤창현안 제4조)
- ▶ 장외거래중개업자를 통한 다자간 상대매매 허용 근거규정 (동 개정안 제166조제1항제2호)
  - ※ 일반투자자의 투자한도를 투자목적, 재산상황, 투자경험 등을 고려하여 제한 (동 개정안 제166조제4항)

## 기대 효과

- ▶ 다양한 형태의 기초자산과 권리가 **토큰증권화** 되어 발행·유통됨에 따라 증권시장의 수요와 공급이 **다변화**되고 **활성화**
- ▶ 토큰화된 증권을 다양하게 거래할 수 있는 소규모 장외거래시설이 다수 운영됨에 따라, 우리 자본시장의 **경쟁과 혁신**이 더욱 촉진됨

## 2 증권성 이슈

# 토큰증권의 개념

- 지난 2월 6일 금융위원회는 “**토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안**”을 발표하며 증권성 판단기준을 제시
  - › “토큰 증권(Security Token)이란, 분산원장 기술(Distributed Ledger Technology)을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화(Digitalization)한 것을 의미” (금융위, 토큰증권 관련 보도자료, 2023. 2. 6)
- 자본시장법은 증권의 증서성(證書性)을 요구하지 않고 표시하는 권리에 따라 규율하기 때문에, 증권성이 있다면 증권으로 간주
  - › 토큰증권에서 ‘토큰’은 투자상품의 **형식**을, ‘증권’은 투자상품의 **실질**을 의미함
  - › 따라서 “토큰증권 발행(STO) 허용은 새로운 **그릇**을 만들어, **음식** 특성에 잘 맞는 그릇을 선택할 수 있도록 허용하는 것임” (금융위, 2023. 2. 6. 보도자료)
- 자본시장법상 토큰증권과 특금법상 가상자산의 개념상 경계가 모호한 부분은 특히 **투자계약증권**에서 나타남
  - › 자본시장법상 증권은 **채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권**의 6가지로 구분되며, 집합투자를 수행하기 위한 기구에 대한 수익권이나 출자지분이 표시된 것은 별도로 **집합투자증권**으로 규정
  - › 이 중 가장 포괄적인 **투자계약증권**은 “특정 투자자가 그 투자자와 타인 간의 **공동사업에 금전등을 투자**하고 주로 타인이 수행한 공동사업의 결과에 따른 **손익을 귀속받는 계약상의 권리**가 표시된 것” (동법 제4조제6항)으로서 적용범위가 폭넓게 인정될 수 있음에 유의

# 증권성 판단 기준

- 지난 2월 6일 금융위원회는 “토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안”을 발표하며 증권성 판단기준을 제시
- 자본시장법상 투자계약증권의 개념은 금융투자상품 **포괄주의**라는 자본시장법 원칙을 반영한 것이기에, 디지털자산의 증권성 여부는 구체적 타당성을 바탕으로 사안별로(case-by-case) 결정됨
  - › 사안별로 증권성 여부를 판단함에 있어 다음과 같이 금융당국이 제시한 가이드라인 참조

## ※ 증권에 해당할 가능성이 높은 경우 (예시)

- 사업 운영에 대한 지분권을 갖거나 사업의 운영 성과에 따른 배당권 또는 잔여재산에 대한 분배 청구권을 갖게 되는 경우
  - 발행인이 투자자에게 사업 성과에 따라 발생한 수익을 귀속시키는 경우
    - 투자자에게 지급되는 금전등이 형식적으로는 투자자 활동의 대가 형태를 가지더라도, 실질적으로 사업 수익을 분배하는 것에 해당하는 경우
- \* 조각투자자의 경우에는 공동사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리임을 전제하고 있으나, 디지털자산은 이에 대해 별도의 판단 필요

vs.

## ※ 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 공유 목적물의 가격·가치상승을 위한 발행인의 역할·기여에 대한 약속이 없는 경우

# 증권성 관련 미국 판례의 시사점 I

- 국내 자본시장법상 투자계약증권 조항이 미국의 **Howey 기준을 계수(繼受)**하였고 미국 디지털자산시장이 세계에서 **가장 큰 시장**이라는 점에서, 미국 연방법원의 디지털자산 증권성 관련 판례는 해석론적, 금융정책적 관점에서 국내 자본시장법 체계에 시사점을 줌
  - › 국내 자본시장법상 투자계약증권의 구성요건은 미국 Howey 기준과 비교하여 **i) 공동사업, ii) 금전 등의 투자, iii) 타인의 노력** 요건에 있어서는 같음
  - › 다만 미국 Howey 기준은 투자자가 **"이익의 기대"**를 갖는 것만으로 충족됨에 반하여, 국내 투자계약증권 요건은 **"손익을 귀속받는 계약상의 권리"**가 있어야 충족됨
- 최근 미국 연방법원의 디지털자산 증권성 관련 판례의 주요 내용 중 국내 자본시장법상 투자계약증권 조항의 해석에 있어 큰 시사점을 주는 내용은 다음과 같음
  - › 미국 연방 증권법상 가상자산이 투자계약증권인지의 여부를 파악하기 위해서는 구체적 사실관계를 전체적으로 파악하여(*totality of circumstances*), 해당 디지털자산의 **'판매행위'**가 Howey 기준상의 **'투자계약'**에 해당하는지를 따져야 함
    - 따라서 구체적이고 전체적인 사실관계에 기반한 거래의 **경제적 현실(economic reality)**을 고려하여야 함 (*United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 65 (1979))
  - › 디지털자산의 증권성 이슈는 일차적으로 **상품**에 대한 규제가 아닌 **판매행위**에 대한 규제 (공시, 불공정거래 등)
  - › 투자계약증권의 **기초자산**이 증권이 아니더라도 판매계약이 투자계약의 법정 요건에 해당하는 경우, 해당 **판매행위**가 투자계약증권의 판매행위가 될 수 있음
    - 미국에서는 비트코인 자체는 증권이 아닌 상품이지만, 비트코인을 신탁재산으로 하는 투자계약의 체결을 투자계약증권의 판매로 보고 증권법상의 불공정거래조항을 적용하여 관련 폰지사기를 증권법에 따라 처벌하는 경우도 있음 (*SEC v. Shavers et al.* (E.D. Tex. 2013))
  - › *SEC v. Ripple* 사건에서 연방법원은 XRP라는 가상자산 자체는 증권이 아니라고 판결하였고, SEC도 이에 대해 인정 (*SEC v. Ripple Labs, Inc.*, 2023. 8. 18, Document 893)

# 증권성 관련 미국 판례의 시사점 II

- ④ [최근 미국 판례 동향] 미국 SEC의 디지털자산에 대한 증권법 조항의 확장적 적용에 대해 미 연방법원이 제동을 걸고 있음
  - › 게리 갠슬러 SEC 위원장은 취임 초기부터 "다수의 암호화된 토큰이 실질적으로 증권이다" 라고 발언하며, 매우 확장적으로 Howey 기준을 디지털자산에 적용함
    - 불공정거래에 연류되지 않은 소송 여력이 없는 발행인에 대해 화해(settlement)를 통해 금전적 부담을 가중시키며 해당 프로젝트의 개발과 운용을 저해 한다는 비판이 있음
  - › 이러한 SEC의 증권 개념 확대에 대해 미국 연방법원이 제동
    - Ripple XRP 사건 등
  - › Coinbase 사건 등 디지털자산의 증권성 관련 주요 사건에서 증권성 논란이 있는 자산의 판매행위가 Howey 기준상의 투자계약증권으로 인정되기 위해서는 투자계약에 기초한 **권리의무 관계**가 있어야 한다는 주장이 확산
    - SEC v Coinbase 사건에서 Coinbase는 디지털자산의 판매계약에 따라 경영진이 투자자에 대해 "강제력 있는 의무"(enforceable obligation)를 부담하지 않는 경우, 해당 행위는 단순한 자산의 판매행위에 불과하다고 주장
    - 국내 투자계약증권 요건은 '손익을 귀속받는 계약상의 권리'가 있어야 충족되는 반면, 미국 Howey 기준은 투자자가 '이익의 기대'를 갖는 것만으로도 충족된다고 이해되고 있었으나,
    - 향후 연방 대법원이 Howey 기준에 권리의무관계(계약관계) 요건을 요구할지에 대해 살펴볼 필요가 있음
- ④ [자본시장법상 금융투자상품 포괄주의] 미국 증권성 판단 법리와 같이, 국내 자본시장법상 금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성은 사안별(case-by-case)로 판단되어야 함
  - › 또한 국내 자본시장법상 발행공시(증권신고서 제출 등) 규정이 **상품**에 초점을 둔 것이 아니라 **증권**의 모집 또는 매출이라는 **판매행위**에 초점을 두고 있는 것도 미국 증권 규제와 같음

# 디지털자산의 증권성 관련 주요 고려사항

## 가상자산 발행인

- ❖ 가상자산 프로젝트 설계시 **증권성 법적 자문 강화**
  - 발행인이 해당 “사업의 성패에 영향을 줄 정도로 명백하게 중요한 핵심적 경영 노력”을 하는 사실과 관련 내용을 강조한 마케팅은 증권성을 높임
  - 명시적·묵시적으로 투자자에게 손익을 귀속시키는 의무를 부담하거나 관련 내용을 강조한 마케팅은 증권성을 높임

## 가상자산거래업자

- ❖ 가상자산거래업자는 상장된 가상자산에 대한 **증권성 심사 절차 강화**
  - 최근 가상자산 증권성 논란이 국제적으로 크게 문제되고 있기 때문에, 가상자산거래업자는 증권성 관련 주의의무의 수준을 높일 필요가 있음
  - 상장심사시 제출하는 증권성 관련 법률의견서를 백서 등 관련 서류와 함께 면밀히 검토

## 증권성 논란 완화

- ❖ 투자성이 높은 알트코인 투자에 있어 **증권성 관련 법률 리스크 주의**
  - 증권성이 인정된 경우, 해당 가상자산은 가상자산 거래소에서 유통될 수 없음
    - 토큰증권에 대한 가상자산거래소의 호가제시는 공모(매출) 행위에 해당할 수 있음
  - 증권성이 인정된 경우, 이전의 공시 위반, 불공정거래에 관해 자본시장법상 처벌 규정 적용

- ❖ 토큰화된 자산에 대한 자본시장법 적용에 관한 시장의 **예측가능성을 제고**하기 위하여 증권성 판단 절차를 제도화하고 증권성 가이드라인을 구체화

## 가상자산 투자자

## 금융당국

# 3 전자증권법 개정 이슈

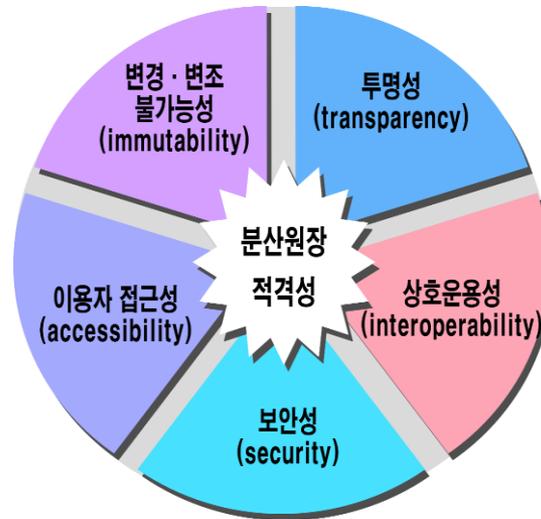
# 허가형 vs 개방형 네트워크

- 지난 2월 6일 금융위 보도자료(별첨)에 따르면 분산원장 거래정보 기록을 위해 가상자산을 필요로 하지 않아야 한다는 점에서, 제도 시행 초기에는 토큰증권거래 분산원장이 **허가형(permissioned)**으로 개발되어야 함
  - › 이더리움 등 퍼블릭, 비허가형(permissionless) 분산원장은 블록생성에 대한 보상으로 가상자산을 지급해야 하는 구조
  - › 블록생성에 대한 가상자산 보상 없이 합의 알고리즘을 활성화시키고 보안성을 유지하는 신뢰성 있는 비허가형 분산원장을 개발하기는 현실적으로 어려움
  - › 우리 정부의 “투자자 보호장치가 확보된” 디지털자산시장 혁신정책이나 미국 등의 “책임 있는 혁신” 정책에 비추어 허가형 블록체인 방식으로 토큰증권거래시장을 육성한 후 장기적으로 퍼블릭 블록체인 사용을 허가하는 접근 방법이 문제가 있다고 보기 어려움
    - 기술중립성 원칙은 투자자보호 및 시장안정성 확보와 함께 고려되어야 함
    - 퍼블릭 블록체인상의 DvP(토큰증권과 CBDC 등) 결제방식이 허용되는 시기와 맞물려 논의할 수 있음 (wCBDC의 지급결제시스템은 허가형 블록체인)
  - › **(장단점)** 제도 시행 초기 토큰증권거래 분산원장을 허가형으로 한정하는 경우, 다음과 같은 장단점이 있음
    - **장점:** 노드(node) 수 한정으로 인한 빠른 거래 처리속도, 노드 참여가 통제됨에 따라 시스템 교란 행위 방지, 높은 거래정보 보호 수준, 규제체계에 특화된 설계가 용이함
    - **단점:** 시스템 구축·관리·보안을 위한 고비용 구조, 중앙화된 권한의 남용 가능성, 외부의 혁신 기술 및 아이디어의 수용 가능성이 낮음
  - › 허가형 분산원장의 단점을 극복하기 위해 다음과 같은 정책적 고려 필요
    - 중소형 규모의 혁신성 있는 토큰증권 발행인의 시장 진입을 용이하게 하기 위한 공공성 있는 토큰증권 분산원장 시스템 개발
    - 제도 시행 초기 분산원장 노드 참여기관(계좌관리기관, 검증기관 등)의 남용가능성 진단 및 감독 강화
    - 토큰증권 분산원장 시스템간의 경쟁 촉진을 통한 혁신성 제고

# 토큰증권 분산원장의 적격성

- 토큰증권 분산원장의 적격성은 정량적으로 정해지는 것이 아니라, 아래와 같은 여러 적격성 요건을 실질심사하여 전문평가기관에 의해 정성적으로 판단되어야 함

분산원장 적격성 요소



- [분산성 요건]** 전자등록기관(총량관리기관), 계좌관리기관 등 상호 이해관계가 없는 다수의 노드(node)가 분산원장 거래 기록을 확인하여야 함
  - 전자등록기관이 참여하는 노드의 형태(full node, light node, archive node 등)는 전자등록기관이 분산원장 시스템에서 가지는 **법적 책임**(총량관리, 초과분 해소의무 등)의 경중에 따라 달라질 수 있음
  - 불건전한 노드 참여자 또는 검증인이 분산원장상의 거래내역을 조작하는 행위를 방지하기 위해 노드 참여자 분산 요건 필요
    - 허가형 블록체인에 있어 51%어택 등의 조작행위가 발생할 가능성은 적음
    - 단, 노드가 적을수록 상호 견제 기능이 감소하여 장부조작의 동기부여가 커질 위험성도 염두에 두어야 함

# 토큰증권 분산원장의 혁신성



**RTGS**

**Cross-Border**

**결제수단의  
토큰화**

- ✓ 분산원장기술과 스마트계약을 활용하여 기존 금융결제망을 거치지 않고 토큰증권 거래의 실시간총액결제 (RTGS)가 가능함으로써,
- ✓ 거래의 신속성, 상대방 위험 및 시스템 위험 최소화, 거래의 확장성·투명성·효율성 제고 등의 효과 발생

- ✓ 토큰증권 분산원장 네트워크를 통해 국경간 증권거래가 활발해짐
- ✓ 국내 중앙집중적 거래 및 청산결제시스템이 국경간 거래에서 작동하기 어려운 반면,
- ✓ 분산원장 네트워크상에서 국가간 합의를 프로그램화하고 스마트계약을 통해 불이행 위험을 줄임으로써 증권의 국경간 거래를 활성화

- ✓ 스테이블코인 또는 CBDC를 활용하여 분산원장 시스템상의 DVP(증권대금 동시결제)를 자동화하게 되면 토큰증권 거래시스템의 효율성과 효과성이 극대화됨
- ✓ 현재 국제결제은행(BIS)을 통해 다수 국가들이 증권 청산결제 wCBDC 사업을 진행

## 4 자본시장법 개정 이슈

# 발행·유통 분리의 원칙

- 발행과 유통을 겸업하였을 때 발생하는 이해상충이 커서 내부통제만으로 컨트롤하기 어렵기 때문에, 제도시행 초기에는 발행과 유통을 엄격히 분리하여 투자자 신뢰를 유지하는 것이 중요
  - 자본시장법에 따르면, 금융투자업자는 “이해상충이 발생할 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우에는 매매, 그 밖의 거래를 하여서는 아니 된다.” (동법 제44조제3항)
  - 그간 디지털자산시장에서 발행인이 유통시장을 운영함으로써 다양한 **이해상충 문제** 발생
    - 가상자산거래소가 자기발행 코인을 자사가 운영하는 거래플랫폼에서 유통시키는 경우 이러한 이해상충 문제가 극대화되는 문제점(FTX 사태 등)이 유사한 형태로 토큰증권시장에서 발생할 가능성
- 발행·유통 분리에 대한 **명확한 기준제시 필요**
  - 발행·유통 분리 원칙에 있어 발행과 유통(시장운영)의 개념적 정의를 명확히 하여야 함
    - 발행시장 공모증권 배정 내역을 계좌관리기관이 ‘분산원장에 기록’하는 행위를 발행행위로 보아 발행·유통 분리 원칙을 확장적으로 적용할 위험은 없는가?
    - 인수업무와 유통업무의 분리에 있어, 발행업무 종료 후 주관사 고객계좌를 통해 해당 토큰증권을 유통시킬 수 있는가? 유통을 위한 중개업무가 시장운영은 아니지 않은가?
  - 발행과 유통의 분리는 장외거래중개업자와 계좌관리기관의 기능 분리를 의미하는 것은 아님
- 장기적으로 주선·유통 분리 등에 관한 **단계적 규제완화 논의**
  - 토큰증권 발행·유통제도가 잘 정착되고 관련 이해상충 문제가 통제가능하다는 시장의 신뢰가 쌓이는 경우,
  - 규제 완화는 주선·유통 분리 완화, 인수·유통 분리 완화의 순으로 단계적으로 이루어지는 것이 바람직

# 토큰증권 투자시장의 건전성 및 안정성 확보 I

- ④ **[저가증권의 투기성 방지]** 조각투자 시장이 투기성 저가증권(penny stock 등) 시장으로 전락하는 것을 막기 위해 관련 금융투자업자의 투자권유준칙 등을 강화할 필요
  - › 장외에서 거래되는 투기성 저가 토큰증권에 대한 중개업자의 정보제공의무 강화, 적합성·적정성 원칙의 엄격한 적용이 필요
    - 투자권유가 없는 토큰증권 다자간 매매시스템에서도 적정성 원칙 적용
  - › 미국의 경우, 조각투자증권에 대해 엄격한 Penny Stock Rule 적용 (17 CFR §240.15g-9)
  - › 일반투자자의 투자 한도를 제한하여 투기적 수요 억제
- ④ **[중개기관 책임성]** 조각투자 설계에 있어 금융투자업자(신탁업자, 집합투자업자)의 참여도가 높은 수익증권 또는 집합투자증권으로 설계가 가능한 경우, 발행비용을 낮추기 위해 해당 조각투자증권을 투자계약증권으로 발행하여 결과적으로 중개기관 책임성을 낮추는 행태는 지양해야 할 것
  - › 투자계약증권 관련 민법상 대항요건 특례에 관한 마땅한 해결 방안이 없는 경우, 관련 조각투자를 투자계약증권화하기 보다는 수익증권화하도록 정책적으로 유도하는 것이 바람직
- ④ **[사업건전성 확보]** 자산의 토큰화(tokenization)가 과거 자산유동화(securitization)가 야기한 부작용을 발생시키지 않도록 대상자산 평가의 적정성을 확보하고 자산부실위험의 전이 방지
  - › 조각투자의 대상인 기초자산에 대한 적정하고 공정한 평가를 위해, 인수인 및 평가기관의 실사(due diligence) 책임을 강화
  - › 정보투명성, 거래건전성, 신용평가 품질제고, 자금조달 비용경감 등 기존의 자산유동화 규제 방안을 자산토큰화의 특성을 반영하여 적용하는 것을 고려

# 토큰증권 투자시장의 건전성 및 안정성 확보 II

- ④ **[공시체계 정비]** 토큰증권 유통이 장외거래를 통해서만 허용된다는 점에서 매출규제를 완화할 필요가 있음
  - › 단기적으로 K-OTC에서 시행하는 소액출자자 매출 특례와 유사한 소액투자자 매출 특례 제도를 시행
  - › 장기적으로 주요주주 및 특수관계인(affiliates)을 제외한 일반투자자가 장외거래 시장에서 전매기준에 해당하지 않는 증권을 매도하는 경우, 매출 개념에서 제외하는 내용의 입법적 논의 필요
  - › **(투자위험 공시)** 토큰화된 투자계약증권의 발행·유통에서 발생하는 기초자산 공유지분에 관한 법적 불확실성은 투자위험요소로서 투자설명서(증권신고서)에 기재하여야 함
- ④ **[일반투자자 투자한도 제한]** 토큰증권 투자자의 보호, 토큰증권시장의 유동성 확충, 관련 사업자의 수익성 확보 등을 고려하여 판단
  - › 적격투자자에 대해서는 종목별 및 연간 보유한도를 일반투자자보다 높여야 함
  - › 전문투자자에 대해서는 보유한도 제한이 없는 것이 바람직
  - › 특정 토큰증권이 다수의 중개업자 플랫폼에서 유통되는 경우 플랫폼별 투자한도 정보를 통합하여 관리할 필요가 있음
  - › 보유한도 이외에 매매회전율에 대한 제한도 필요할 수 있음
- ④ **[Evidence-based Scale-Up]** 토큰증권 발행·유통시스템의 안정성과 투자자 신뢰성을 검증해 가며 토큰증권 시장을 활성화

# 5 과세 이슈

# 토큰증권 양도차익 과세 방향 I

- ④ **[비정형증권에 대한 일반 증권 취급]** 현재 의원입법으로 추진되는 자본시장법 개정안은 자본시장법상 투자계약증권, 수익증권 등에 대한 자본시장법 단서 조항 삭제(자본시장법 제4조제1항)
  - › 따라서, 투자계약증권, 비금전신탁 수익증권 등 비정형증권도 다른 증권과 동일하게 총칙적 규정의 적용을 받음
- ④ **[토큰증권 양도차익 과세의 기본원칙]** 소득세법상 토큰증권은 구체적 권리관계에 따라 자본시장법상 6종의 증권(또는 집합투자증권)으로 분류되고 관련 과세 조항의 적용을 받음
  - › 토큰은 '토큰은 그릇, 증권은 음식'이라는 원칙이 과세에 있어 실질과세 원칙으로 적용
- ④ **[금융투자소득 과세체계와의 정합성]** 토큰화된 비정형증권도 실질은 증권이라는 점에서 금융투자소득 과세체계와의 정합성 필요
  - › 현행 소득세법상 투자계약증권의 양도로 발생하는 소득은 금융투자소득 (소득세법 제87조의6제1항제3호, 단 2025년 1월 1일 시행)
  - › 대통령령으로 정하는 집합투자증권의 환매·양도 등으로 발생한 이익도 금융투자소득 (동법 제87조의6제1항제4호, 단 2025년 1월 1일 시행)

# 토큰증권 양도차익 과세 방향 II

- ④ **[투자계약증권에 관한 양도차익 과세]** 2025년 1월 1일 이후 금융투자소득 과세제도 시행에 따라 투자계약증권의 양도차익은 금융투자소득으로 과세
  - › 다른 금융투자상품(주식, 채권, 투자계약증권, 집합투자증권, 파생결합증권 등)과 손익통산이 가능하며 통산 후 결손금도 이월
  - › 금융투자소득세제 시행 이전에 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해서는 비과세가 바람직
    - 소득세법을 확장적으로 해석하여 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해 배당소득세 등을 부과하고 손익통산과 이월공제를 허용하지 않게 되면 혁신적 성격의 토큰증권 상품이 활발히 출시되고 유통되는 것을 막는 부작용이 발생할 수 있음
- ④ **[비금전신탁 수익증권에 관한 양도차익 과세]** 집합투자기구에 해당하지 않는 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 유형별 포괄주의를 확장적으로 적용하여 과세하는 법해석론적 해법보다는 소득세법 개정을 통한 입법론적 해법이 보다 적절
  - › 소득세법 개정을 통해 금융투자소득세 과세대상에 집합투자증권에 해당하지 않는 수익증권의 양도차익을 포함하는 방안을 입법정책적으로 논의해야 함
  - › 투자계약증권인 토큰증권과 수익증권인 토큰증권의 과세 방식을 달리하는 경우, 손익통산 불가 등의 이유로 시장이 위축되고 분산투자가 위축될 수 있음
    - 도산절연과 금융투자업자의 관여도 측면에서 수익증권이 투자계약증권보다 투자자 보호 수준이 높다는 점에서, 토큰화된 수익증권을 토큰화된 투자계약증권보다 불리하게 과세하는 것은 바람직하지 않음



Thank You!

The World's Leading Capital Markets **Think Tank**