

Digital Asset Security

디지털 자산 증권 시장 분석

DATE JAN 24 2019

ISSUE NO. 1

DAS.Finance Research Team

DAS.
Finance

Table of Contents

I. 규제를 준수하는 적절한 암호화폐, 디지털 자산 증권

II. 디지털 자산 증권 생태계

1. 생태계 요약
2. 발행
3. 유통
4. 서비스
5. ICO vs DASI 생태계 비교

III. 해결되어야 하는 것들

1. 국경 없는 투자를 위한 탈중앙화된 KYC 필요
2. 유동성 확보를 위한 기술적, 제도적 한계 극복
3. 전통 금융 전문가들의 유입 필요

IV. DAS의 미래를 지금 판단하는 건 이르다

I. 규제를 준수하는 적법한 암호화폐, 디지털 자산 증권

2018년 11월, 미국 증권거래위원회(SEC)는 “디지털 자산 증권 발행 및 거래에 관한 성명”에서 증권의 성격을 띠는 모든 암호화폐를 디지털 자산 증권(DAS; Digital Asset Security)으로 정의하면서, 본격적인 디지털 자산 증권 시대의 개막을 알렸다.

디지털 자산 증권이란 주식, 채권, 펀드, 부동산 등의 현실 자산을 블록체인 기반의 토큰과 연동한 디지털 자산을 의미한다. 증권형 토큰, 스마트 시큐리티 등 이를 부르는 유사한 여러 명칭이 있지만, 본 보고서에서는 증권의 토큰화를 넘어서 모든 실물 자산의 증권화까지 포괄하는 디지털 자산 증권(Digital Asset Security, 이하 DAS)으로 명칭을 통일하고, 증권형 토큰 발행, STO(Security Token Offering)의 명칭 또한 디지털 자산 증권 발행(Digital Asset Security Issuance, 이하 DASI)으로 통일한다.

DAS에 대한 뜨거운 관심에 비해 투자자들과 기업들의 이해도는 턱없이 부족하다. DAS에 대해 투자를 하거나, 관련 사업을 준비하려고 해도 어디서부터 시작해야 할지 몰라 난관을 겪는 분들이 대다수다. 이는 인터넷을 통해 국내외 자료들을 검색해 보아도 충분한 정보를 얻기 어렵고, 아직 투자 및 사업에 대한 명확한 가이드라인이 존재하지 않기 때문이다. DAS는 ICO와 다르게 발행에서부터 투자, 유통, 거래까지의 과정에서 따라야 할 규제가 많고, 관련 법령이 국가별, 자산별로 상이하다. 또한, DAS를 발행하기 위해서는 법률 자문, 보안, KYC/AML, 금융 등 다양한 분야에 특화된 기업들이 서로 밀접하게 연결되고 협력하여야 하므로, 전체 DAS 생태계의 구조를 한번에 파악하기 쉽지 않다.

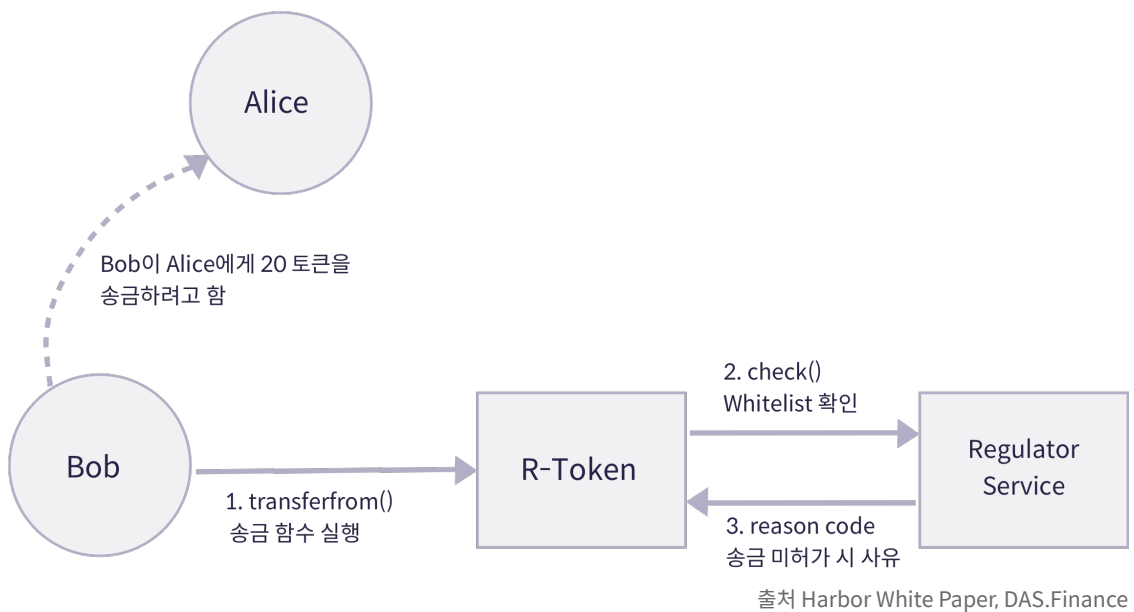
이에 본 리서치팀은 지속적으로 국가별 규제, 선택한 규제안, 자산의 종류 등의 기준에 따라 다양한 생태계 지도를 만들어가고자 한다. 이는 DAS에 특화된 다양한 시장 참여자들의 역할과 차이점을 이해하는 데 도움을 줄 것이다.

위 보고서에서는 발행, 유통, 서비스 측면에서 디지털 자산 증권의 생태계 지도를 정리하고 초기 인프라 구축에 필요한 핵심 문제점을 제시한다. 본 리서치팀은 현재 디지털 자산 증권의 인프라 구축을 위해 해결해야 할 점으로 1. 국경 없는 투자를 위한 탈중앙화 된 KYC 2. 유동성 확보를 위한 기술적, 제도적 한계 3. 부족한 전통 금융 전문가를 제시한다.

2. 발행

우선 발행 측면에서 달라진 점을 살펴보자. 각국의 대다수 증권법은 허가를 받은 적격투자자만이 증권에 투자할 수 있도록 규정하고 있다. 하지만 그동안 무수히 많은 ICO를 가능하게 했던 이더리움 ERC-20의 경우, 지갑 주소의 익명성 때문에 지갑 소유자를 알 수 없어 DAS에 적합하지 않다. 따라서 디지털 자산 증권에 특화된 발행 플랫폼들이 새롭게 생겨났다. Securitize, Polymath 등의 DAS 발행 플랫폼들은 사전에 신원이 확인된 적격 투자자들의 지갑 주소 Whitelist를 확보하고, 그 Whitelist에 등록된 투자자 외에는 토큰을 보유할 수 없도록 네트워크 상에서 제한하는 프로토콜(DS, ST-20 등)을 제공한다. 프로토콜 별로 방식에는 차이가 있지만, 이를 가능하게 하기 위해 KYC/AML 업체들이 플랫폼 상에서 투자자들의 신원을 확인하고 Whitelist를 제공하여 거래를 승인하는 역할을 한다. 예를 들어 Harbor가 만든 R-Token 프로토콜의 경우, 토큰 송금 시 보내는 사람과 받는 사람 모두 Whitelist에 등록되어 있는지 확인하는 Check() 함수가 실행된다. 외부의 KYC 등의 규제 서비스 제공자가 Whitelist를 업데이트하는 역할을 해준다. 현재 ERC-20을 기반으로 한 프로토콜들은 비슷한 방식으로 토큰 송금 시 Whitelist를 체크하여 허가 받은 지갑 주소만 해당 토큰을 보유할 수 있도록 제한한다.

Fig 2. R-Token 프로토콜을 사용한 송금 예시



또한, DAS 발행 시 국가별, 자산별로 해당 되는 증권 관련 규제를 모두 준수하여야 한다. 대부분 국가에서는 주식, 채권 등의 기능을 가진 DAS를 유가증권으로 분류하고, 관련 기구의 규제안을 따르도록 규정하고 있다. DAS 가이드라인과 규제 발표에 앞서고 있는 미국에서는 다양한 SEC 등록 면제 조항을 통해 DAS를 발행할 수 있다. 국내에서 DAS를 발행할 경우, 아직 정부에 의해 명확한 가이드라인은 발표되지 않았지만 ‘자본 시장과 금융투자업에 관한 법률’을 준수해야 할 것이다. 그뿐만 아니라 전자 통신 방법으로 매매를 진행하는 DAS의 특성상 전자금융감독규정, 자금세탁방지, 금융실명법, 개인정보보호법 등을 모두 따라야 한다. 이외에도 자산별로 해당하는 법령도 모두 다르므로 적용되는 규제가 무엇인지 확인해야 한다. 예를 들어, 주식의 경우 주식 · 사채 등의 전자등록에 관한 법률을 고려해야 하며, 부동산의 경우 주택법 및 부동산 거래신고에 관한 법률을 준수해야 한다.

Fig 3. 국가별 디지털 자산 증권 규제 현황

국가	DAS 관련 법
미국	Regulation D, Regulation A+, or Regulation S, Regulation CF적용 Regulation D: SEC 등록 면제 조항으로, 적격 투자자만을 대상으로 자금을 모집할 수 있다. Regulation A+: Tier에 따라 2천만 달러 ~5천만 달러로 모금액이 제한되지만, 재판매 제한이 없어 유동성 확보 가능하고 적격투자자일 필요가 없다. Regulation S: 미국 외에 있는 기업, 즉 SEC의 영향 범위 밖에 있는 경우에 해당하는 면제 조항이다. Regulation CF: 12개월동안 크라우드 펀딩을 통해 총 1.07만 달러까지 조달 가능. 1년간 재판매 금지.
유럽 연합 (EU)	새로 발행 된 디지털 자산에 유가 증권이 특징이 있다면 판매 시 EU의 범 유럽 증권법에 명시된 규제와 안내를 따라야 한다. 발행 기관은 사업 계획서의 초안을 작성하고 각 국의 금융 감독원의 승인을 받아야 한다.
스위스	스위스의 금융 감독원의 FINMA에 따르면, 회사의 자산, 미래 수입 또는 미래 현금 흐름에 대해 약속하는 디지털 자산은 스위스 법에 따라 유가 증권으로 분류된다. 여기에는 회사, 채권, 또는 다른 유형의 비 파생 금융 증권을 나타내는 DAS가 포함된다.
싱가폴	싱가폴의 통화청(MAS)에 의해 DAS발행 가이드가 발표 되었다. 싱가포르 증권 선물 거래법(SFA)을 따른다.
한국	ICO를 통한 모금은 전면 금지되어 있다. STO는 현행 자본시장법으로 다룰 수 있는 여지가 있으나 가이드라인은 없다.
홍콩	증권 선물 위원회(SFC)에 따라 주식, 채권과 같이 기능하는 DAS는 유가 증권으로 간주되어 규제한다. 사업 활동이 홍콩 국민을 대상으로 하는 한, 관련 당사자가 홍콩에 있는지 여부와 관계 없이 SFC에 등록해야 한다.
중국	2018 년 12 월 1 일에 열린 자산 관리 포럼에서 STO는 불법이라고 선언하였다. 중국의 7 개 규제 당국은 모든 DAS를 통한 모금을 즉시 중단하고, 모금 된 모든 현금을 투자자에게 반환되어야 한다고 요구하는 회람을 발표했다.
일본	유형 1 혹은 유형 2에 속하는 증권의 발행 시 규제가 적용된다. 유형 1 증권은 국채, 주식 및 사채, 유형 2 증권은 파트너십 또는 CIS 지분을 포함한다. 그러나 DAS가 증권인지 여부와 일본 증권 규제의 범위에 해당하는지 여부는 사례별로 결정된다.
몰타	몰타 정부는 DAS에 우호적이다. 몰타금융서비스기구(MFSA)는 투자 성격이 아닌 ICO에 대해 별도의 인허가가 필요하지 않으며, 증권의 성격을 가질 경우 EU의 금융상품 투자지침 MiFID의 규제를 받는다. 따라서 MiFID 요건에 맞는 사업 계획서를 MFSA에 제출 후 인증을 받아야 한다.
에스토니아	에스토니아 금융 감독 당국(EFSA)는 DAS가 증권 시장법 (SMA) 제 12조에 따라 증권으로 간주되는 경우, EFSA에 별도의 투자 설명서를 등록할 것을 요구한다.

출처 DAS.Finance

3. 유통

유통 측면에서 가장 크게 달라진 점은, Whitelist에 등록된 적격투자자끼리만 DAS 거래가 가능하다는 점이다. 초기 투자자가 이후에 새로운 투자자와 DAS를 거래하고 싶다면, Whitelist에 새로운 투자자의 지갑 주소를 업데이트하는 작업이 필요하다. 이는 거래소에서 DAS를 거래할 때에도 해당되기 때문에, 거래소 측에서 자신의 고객 목록을 지속해서 발행 플랫폼의 Whitelist에 업데이트해주어야 한다. 거래소와 플랫폼의 프로토콜이 잘 연동되어 Whitelist를 빠르게 공유할 수 있어야 고객 간의 거래에 차질이 생기지 않을 것이다. DAS 발행 플랫폼인 Securitize는, 자체 백서에서 토큰 거래 방식을 P2P 송금, 분산형 거래소, 투자자 별 지갑을 제공하는 중앙화 거래소, 그리고 거래 시 공용 지갑을 사용하는 중앙화 거래소까지 총 4가지로 분류하였다. 그리고 각각의 경우에 대해 어떻게 자신들의 DS 프로토콜과 거래가 연동될 수 있을지 분석하였다. 아직 어떤 프로토콜이 거래 시 원활하게 투자자들을 연결할 수 있을지는 검증할 수 있는 활성화 된 시장이 없으므로, 이를 앞으로 지켜보아야 할 것이다.

Fig 4. 토큰 거래 방식별 DS 프로토콜 연동 방법

토큰 거래 방식	DS 프로토콜과의 연동
P2P 직접 송금	<ul style="list-style-type: none"> 송금 받는 투자자를 Whitelist에 별도로 등록하는 절차를 거쳐야 한다.
분산형 거래소 (Distributed Exchange)	<ul style="list-style-type: none"> 거래소가 투자자로부터 KYC 및 적격투자자 여부를 확인한다. 거래소가 프로토콜의 투자자 등록 함수를 이용하여 이들을 Whitelist에 추가해준다.
중앙화 거래소 - 투자자 별 지갑 제공	<ul style="list-style-type: none"> 거래소가 투자자로부터 KYC 및 적격투자자 여부를 확인한 뒤, 투자자들에게 개인 별로 지갑을 생성해준다. 거래소가 지갑 주소들을 프로토콜을 통해 Whitelist에 추가한다.
중앙화 거래소 - 거래 시 공용 지갑 사용 (Offchain 거래)	<ul style="list-style-type: none"> 공용 지갑을 사용하는 방식은 의결, 배당의 문제 때문에 증권형 토큰 거래에 적합하지 않다. 미리 허가된 n명의 투자자들만 공용 지갑에서 거래를 할 수 있게 제한하는 등의 방법을 사용할 수는 있다.

출처 Securitize White Paper, DAS.Finance

거래소 운영 방식에도 큰 변화가 있다. 기존 유틸리티 토큰 거래소와 달리, 증권형 거래소는 DAS 거래를 중개하기 위해 국가로부터 각종 라이선스를 취득해야 한다. 예를 들어, 미국에서 거래소를 운영하기 위해서는 대체거래소(ATS) 라이선스를 취득하고 SEC에 Broker-Dealer로 등록을 해야 한다. 이는 투자자를 보호하고 사기와 조작을 막기 위한 것으로, 라이선스 취득에 소요되는 시간과 비용이 크기 때문에 사기성 거래소들이 우후죽순 생겨나는 것을 방지할 수 있다.

성공적인 자금 모집과 시장 유동성 확보를 위해 거래소 뿐만 아니라 Broker-Dealer, 유동성 공급자의 역할도 중요해졌다. Broker-Dealer는 브로커로서 고객에게 증권을 사고 팔며, 딜러로서 유가 증권을 매매하는 역할을 맡는다. 한편 유동성 공급자는 유동성이 매매가 활발하지 않은 종목에 지속적으로 매도·매수호가를 제시해 안정적인 가격 형성을 유도한다. 이들은 각자의 역할을 수행해 DAS 발행 시장 및 세컨더리 시장의 자금 모집과 거래를 촉진시킬 것이다.

4. 서비스

DAS에 특화된 새로운 서비스 시장의 역할도 중요하다. 특히 주식을 토큰화한 DAS의 경우, 기업의 매출에 따른 배당권과 의사 결정을 위한 의결권이 주주들에게 주어져야 한다. 따라서 해당 기능을 Dapp 등으로 구현한 주주들만의 투표, 의결 플랫폼이 필요할 것이다. ICO 때에는 토큰 홀더 커뮤니티에서 프로젝트에 대한 피드백이나 방향 제시보다는 단기 토큰 가격 상승을 위한 논의가 주로 이루어졌고, 시장에 악영향을 끼쳤다. DAS 투자자들은 VC와 같은 역할을 하며 기업의 장기적인 성공을 위해 생산적인 논의와 의사 결정 권한을 행사할 플랫폼이 필요하다.

정보 제공 플랫폼 및 객관적인 Rating 서비스의 역할도 중요해졌다. ICO 열풍 때는 객관적인 비즈니스의 평가보다는 일부 전문가라고 주장하는 업체들의 코인 Rating만 보고 투자가 이루어졌고, 이들이 매기는 별점이 시장 가격을 컨트롤할 수 있었다. 하지만 대형 기관들이 DAS 시장에 진출하기 위해서는 데이터를 기반으로 한 프로젝트의 객관적인 가격 평가가 이루어져야 한다. 프로젝트 평가에는 전통적인 비즈니스 분석 방법 뿐만 아니라 블록체인 기업 평가에 적합한 기술적 분석이 동반되어야 한다. 최근 Coinbase 및 DCG(Digital Currency Group)가 암호화폐 평가 회사인 Flipside Crypto 스타트업에 50억에 상당하는 시드 투자를 진행했으며, 세계 최대 거래소 그룹인 인터컨티넨털익스체인지(ICE)에서 설립한 Bakkt는 최근 트윗에서 가격평가(Price discovery)를 위한 통제된 양식을 준비 중이라고 밝혔다. 이는 DAS 생태계 내, 데이터 기반 Rating 서비스의 중요성을 시사한다.

염두에 두어야 할 점은, DAS 생태계가 반드시 이 형태에 국한될 필요가 없다는 것이다. 아직 시장에서 증명된 것은 아무것도 없다. 이더리움이 아닌 DAS를 위한 전용 블록체인이 등장하여 상용화 될 수도 있고, 편리성을 위해 지금 존재하지 않는 새로운 서비스들이 필요할 것이다. 국가별 규제안이 아직 확립되지 않은 만큼, 어떤 것이 좋은 프로젝트이고 바람직한 생태계의 모습인지 선불리 단정 지을 수 없다.

5. ICO vs DASI

Fig 5. ICO vs DASI 생태계 비교

분야	ICO	DASI
발행	<ul style="list-style-type: none"> • 별도의 투자 자격이 필요하지 않음 • ICO 금지 국가 외에 발행에 큰 제한 없었음 	<ul style="list-style-type: none"> • Whitelist에 등록된 적격투자자만 투자 가능 • 발행 시 자본시장법, 전자금융거래법 등 각국의 증권 관련 법령을 따름
유통	<ul style="list-style-type: none"> • Lock-up 기간 이후에는 자유로운 거래 가능 • 거래소 운영에 허가/등록이 필요하지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> • Whitelist에 등록된 적격투자자끼리만 증권 거래 가능 • DAS 거래소 운영하기 위한 ATS, Broker-Dealer 등 라이선스 필요
서비스	<ul style="list-style-type: none"> • 토큰 홀더들이 의사 결정에 거의 참여하지 않음 • 사업 계획서(백서) 기반의 비즈니스 평가만 이루어짐 	<ul style="list-style-type: none"> • Dapp 등으로 구현한 주주들의 투표, 거버넌스 플랫폼 필요 • 정보 제공 플랫폼 및 객관적인 Rating 서비스의 중요성 강조 됨

출처 DAS.Finance

앞서 분석한 디지털 자산 증권 발행(DASI; Digital Asset Security Issuance)은 ICO와 발행, 유통, 서비스 면에서 차이점을 지닌다. ICO에서 변화한 점을 비교해 DASI 생태계 이해를 돕고자 한다.

III. 해결되어야 하는 것들

1. 국경 없는 투자를 위한 탈중앙화 된 KYC 필요

만약 당신이 큰 돈을 들여서 미국에 있는 부동산 DAS를 구매하려고 한다고 가정해보자. 미국에 있는 부동산 DAS 거래소에서 거래를 위해 미국 증권법에 기초한 KYC 자료를 요구할 것이다. 투자자들은 이름, 여권 번호, 사진, 집 주소 등 거의 모든 종류의 민감한 개인정보를 타국의 이름 모를 KYC업체에게 제출해야 한다. 하지만 이 개인정보가 해킹으로부터 안전하게 관리될 것이라고 그 누구도 장담할 수 없다.

보안은 경제학이다. 데이터의 가치가 올라가면 그만큼의 보안 수준이 확보되어야 한다. KYC 업체들은 다수의 개인정보를 가지고 있지만 보안은 취약한 경우가 많기 때문에 해커들에게 최고의 먹잇감이다. 이들은 전세계 부자나 유명인들의 재산 정보와 연락처, 집 주소까지 쉽게 확보할 수 있다. 일반적으로 개인정보를 복호화 할 수 있는 프라이빗 키는 업체가 모두 가지고 있기 때문이다. 2011년, 3,500만 고객의 개인정보가 해킹 당해 충격을 주었던 네이트 사건도 관리자 개인 PC에 있던 프라이빗 키가 유출되어서 발생한 사건이다. 이렇게 해킹당한 KYC 데이터는 다크웹에서 비싼 가격에 거래된다. DAS 발행 시 미 SEC 등록 면제 조항인 Reg D 506(c)를 따를 경우, 2년간 연소득이 최소 20만 달러인 적격투자자만이 투자에 참여할 수 있다. 주요 투자자들의 소득 수준이 중산층 이상인만큼, 이들의 개인정보의 가치는 상당하다. 실제로 2019년 초 다크웹에서 거래소의 KYC 정보들을 판매하던 일당이 적발되었다.¹

궁극의 보안은 프라이빗 키를 여러 곳에 분산시키는 것이다. 소수의 사람이 다수의 개인정보를 보유하고 있는 상황에서는 아무리 보안 수준을 높여도 한계가 있다. 따라서 투자자들 각자가 자신의 프라이빗 키를 가지고 있어야 한다. 개인정보가 필요할 때마다 투자자의 승인을 받고 영지식증명(ZKP; Zero-Knowledge Proof) 기술로 업체들이 평문 데이터를 보지 않고도 신원 증명을 할 수 있어야 한다. ZKP란, 실제 정보를 드러내지 않고서도 그 정보가 사실임을 두 당사자가 증명할 수 있는 암호화 방법이다. 예를 들어, 나이가 정확히 28세임을 밝히지 않아도 20세 이상인지 이하인지를 판단할 수 있는 영지식증명 알고리즘이 필요한 것이다. Zcoin Project와 Ernst & Young과 같은 회사들은 이더리움에서 ZKP를 구현하는 방법을 모색 중이다. 또한 자금세탁방지(AML; Anti-Money Laundering)를 위해 여러 기관들의 개인키가 서명되어야만 데이터를 열람할 수 있게 하는 멀티 시그니처(Multi-Signature) 기술도 필요하다. 이러한 기술들의 집합체가 탈중앙화 된 KYC라고 할 수 있다.

¹ <https://www.ccn.com/hacked-customer-data-from-world-leading-cryptocurrency-exchanges-for-sale-on-the-dark-web/>

2. 유동성 확보를 위한 기술적, 제도적 한계 극복

DAS의 대표적인 장점은 자산의 유동성 증가를 통해 그 가치를 높일 수 있다는 것이다. 하지만 DAS 시장에 대한 관심도가 높아진다고 해도, 기술적 한계와 관련 법규의 미비로 인해 시장에 충분한 유동성이 공급되기에는 부족한 점들이 많다.

우선, 현존하는 블록체인의 기술적 한계로 인해 유동성 확보에 어려움을 겪을 수 있다. 앞에서 서술한 바와 같이, 현재 존재하는 발행 플랫폼들은 대부분 기존의 이더리움 체인 위에 적격투자자 확인 기능만을 추가한 프로토콜을 이용한다. 현재 많은 유틸리티 토큰 거래소에서는 온 체인(On-chain) 상에서 실제로 트랜잭션을 일으켜 매수매도를 처리하지 않고, 빠른 거래 처리를 위해 공용 지갑을 사용하며 오프 체인(Off-chain)에 거래를 기록하는 방식을 택한다. 하지만 매수매도 시 토큰과 함께 배당과 의결권 등이 넘어가야 하는 DAS의 특성 상, 위와 같이 공용 지갑을 사용하는 오프 체인 상의 거래 처리는 적합하지 않다. 결국 매수매도가 이뤄질 때마다 트랜잭션을 발생시켜 실제로 토큰이 한 지갑에서 다른 지갑으로 이동해야 하는데, 이러한 거래의 규모가 커지면 블록체인에 큰 부담을 준다. 이더리움의 트랜잭션 처리 속도로는 초당 수백억 번의 거래가 이뤄지는 규모의 거래들을 감당하지 못 할 가능성이 크다.

이는 디지털 자산 증권 거래를 위한 전용 체인이 만들어지고 상용화된다면 해결될 수 있다. Securitize를 출시 한 SPiCE VC의 공동 창립자 Ami Ben-David는 최근 DAS에만 초점을 맞춘 블록체인 인프라를 제공하는 새로운 프로젝트인 Ownera를 소개하였다. 이 DAS 전용 블록체인은 거래 승인 속도에 초점을 맞춰 나스닥과 같은 거래소 수준의 거래량도 처리할 수 있도록 설계될 예정이다. Ownera의 블록체인 상에서는 승인된 Whitelist 관리자들이 Primary node가 되어 트랜잭션을 빠르게 검증할 수 있다. 물론 새로운 블록 체인이 이더리움보다 안정적으로 자리잡기까지는 오랜 시간이 소요될 것이다. 이외에도 기관 투자자들의 시장 유입을 위한 신뢰할 수 있는 보안 기술과, 프라이빗키 분실 시 신원확인 후 토큰을 재발급해주는 기술, 거래소와 Whitelist를 공유할 수 있는 Exchange API 연동 기술, 의결권의 전환을 자동화 해줄 블록체인 기술 등이 뒷받침 되어야 한다.

기술적인 문제 뿐만 아니라 국경없는 DAS 거래 시장을 조성하기 위한 국가 간 협력이 시급하다. 현재 유동성 문제의 가장 큰 핵심은 미비한 규제다. 현재 자산군 별로 따라야 하는 법도 다양하고 각 국가마다 자산을 규제하는 법안이 다르기 때문에 법 개정까지 오랜 시간이 걸릴 것이다. 이에 선행해 DAS를 위한 범국가적인 샌드박스 조성 및 관련 법안 개정에도 속도를 내야 한다.

아직 각국의 규제가 제대로 확립되지 않은 상태다. 기관들은 법적 리스크 때문에 쉽게 시장에 진입하지 못하고 있다. 시장에 유동성을 가져다 줄 기관들이 부재하면, DAS에 참여해도 법적으로 매매할 수 있는 플랫폼이 없어서 매매 자체가 불가능할 수 있다. 예를 들어, A라는 증권형 토큰을 세일 단계에서 구매하더라도 토큰을 팔 수 있는 DAS 거래소가 없거나 1:1로 거래할 수 있는 타 Whitelist 명단이 제대로 마련되어있지 않는다면, A 토큰을 보유하고 있지만 누구에게도 팔 수 없는 상황이 벌어질 수 있다.

3. 전통 금융 전문가들의 유입 필요

DAS는 주식, 채권, 부동산 등 전통 자산들과 블록체인 기술의 융합으로 탄생한 만큼, 시장 참여자들의 전통 금융에 대한 충분한 이해가 바탕이 될 때에만 건강한 생태계를 구축할 수 있다. 따라서 DAS 시장의 발전을 위해 전통 금융 전문가들의 유입이 필요하다.

투자자 보호를 위한 전문가들의 프로젝트 검토가 시급하다. 가이드라인 미비로 규제 적용이 낮은 틈을 타서 이를 악용하는 경우, 피해자들이 속출할 수 있다. 예를 들어 본 리서치팀에서 작성하였던 Medium 글 [DX.Exchange의 아마존 토큰은 증권형 토큰일까?](#)를 통해 언급한 DXexchange의 경우, 나스닥에 상장된 주식들을 토큰화하고 합법적으로 유통시키고 있다고 주장했지만 실제로는 증권에 해당하는 토큰들을 증권 거래에 필요한 라이선스를 취득하지 않고 유통시키고 있다. 그 밖에도 후순위 채권과 같이 위험한 투자 상품을 디지털 자산으로 엮고 포장하여 가치를 부풀린 상품들도 시장과 투자자들에게 심각한 위협이 된다. 전문가들의 프로젝트에 대한 적극적인 검토가 DAS 시장 양성화에 큰 도움이 될 것이다.

이처럼 어떻게 DAS 프로젝트가 전통 금융 자산과 효과적, 효율적으로 결합될 수 있을지에 대한 전문가들의 고민을 바탕으로 한 DAS 프로젝트들만이 상용화될 수 있을 것이다. 하지만 현재 인기를 얻고 있는 발행 플랫폼들은 기술력보다는 마케팅 능력을 바탕으로 막대한 자금을 모집하고 사업을 운영하고 있다. 마케팅보다는 자산군의 성격을 고려해 자산군별로 실제 적용할 수 있는 프로토콜 개발에 집중해야 한다.

거래소 상장 심사에도 전문가들의 깊이 있는 접근이 필요하다. ICO 열풍 때와 같이 단순 사업 계획서만으로 비즈니스를 평가하고 코인에 가치를 매기던 시대는 이제 끝났다. 비즈니스와 리스크를 제대로 분석할 수 있는 전문가 또는 전문 회사가 시장에 함께 참여를 해야 한다. 신뢰도를 더 부여하기 위해 기업이 정규거래소의 공시 제도처럼 의무적으로 기업의 정보를 공개해야 한다. 블룸버그 Terminal과 같이, 실시간으로 DAS 보유자들에게 기업의 재무회계, 인력, 기술 등의 데이터가 투명하게 공개될 때 금융의 디지털 혁신과 함께 신뢰가 바탕이 된 DAS산업을 만들어갈 수 있다.

IV. DAS의 미래를 지금 판단하는 건 이르다

DAS는 파괴자들과 기득권들이 만나야하는 시장이다. 비트코인, 이더리움 등을 제외한 ICO 프로젝트들을 모두 증권형 토큰으로 간주한다는 제이 클레이튼 SEC 의장의 발언에 따르면, 기존에 ICO를 진행했던 업체들은 발행한 토큰들을 DAS로 전환하고 규제를 준수하기 위해 노력할 수밖에 없을 것이다. 또한 IPO를 하기 위한 최소 요건인 3년 이상의 영업 기간과 300억 이상의 자기자본금, 1~2년 이상의 상장 대기 기간 등을 충족하지 못해 포기했던 기존 기업들도 DAS를 통한 자금 조달 방안을 모색할 것이다.

이처럼 ICO와 IPO 사이에 자리잡은 DAS가 당연한 과제는 기존 금융과 규제에 무조건 순응하는 것이 아니라, 이해관계자들이 지속해서 소통하여 규제를 혁신할 방안을 모색하는 것이다. 그렇기에 전통 금융을 포함한 기득권과 혁신을 이루고 싶은 파괴자의 상호 협력이 필수적이다. 전통 금융이 가지고 있는 비효율 중 DAS를 활용하여 효과적으로 해결될 수 있는 부분들을 연구하고, 그것이 기업과 국가에 가져다 줄 이익을 분석해 볼 수도 있다. 아직 DAS 발행 및 유통에 부족한 부분이 많은 만큼, 전체 프로세스를 전통 금융과 디지털 자산 전문가들과 함께 그리며 단계별로 필요한 제도의 혁신 방안을 모색해야 한다.

만약 기존 금융과 규제의 틀을 깨지 못하고 DAS의 실제 사용 사례를 만들어내지 못 한다면, ICO 불처럼 스캠 프로젝트들이 DAS를 제 2의 먹거리로 사용하고, 또다시 불신이 가득해진 시장에 침체기가 찾아올 것이다. 현재 규제와 인프라가 확립되지 않은 상황에서 DAS와 유틸리티 토큰을 동시 발행하는 업체들이 많은데, 이를 단순히 마케팅 용도로써 사용하고 트렌드에 편승하려는 프로젝트들이 대부분이라 안타까운 상황이다. 매출과 비즈니스 모델이 존재하지 않는 기업이 DAS를 발행하겠다는 것은, 부실한 상품을 그럴 듯한 말로 포장하여 투자자들의 환심을 사겠다는 아주 위험한 발상이다.

차후 보고서에서 분석하겠지만, 앞으로 얼마나 많은 기업들이 적합한 실물 자산을 DAS로 전환하는지에 따라 DAS 시장은 인류 역사상 가장 큰 파이로 성장할 가능성이 있다.

다만 그 황금빛 미래가 당장 코앞에 와있는 상황은 아니다. DAS는 ICO 열풍 때처럼 단기간 안에 수백배 이상의 가격 상승이 일어나기를 기대해서는 안된다. DAS는 주식과 같은 실물 자산에 직접 연동된만큼, 뚜렷한 비즈니스 모델을 가지고 안정적으로 수익을 내고 있는 기업들에게 먼저 적용이 되어야 한다. 시장이 커지기 위해서는 기관 투자자들이 적극적으로 진출을 해야하며, 이들은 고위험 고수익보다는 안정적으로 리스크를 관리하며 지속적인 수익을 가져다 줄 시장을 원한다. 이에 지금은 DAS가 가장 효과적으로 적용될 수 있는 자산군을 찾고, 인프라가 부족한 부분을 발전시키며 시장이 건전하게 성숙하는데에 집중해야 한다.

본 리서치 팀에서는 1. Privacy가 보장된 KYC 2. 유동성 확보를 위한 기술적 한계 극복 3. 전통 금융 전문가들과의 실현 가능한 DAS 모델 구축이라는 3가지 문제 해결에 집중하고자 한다. 이를 위해 디지털 자산 증권 시장에 대한 분석과 기술적 분석에 초점을 맞춰 앞으로 리서치를 진행할 계획이다.



About Us

DAS.Finance는 디지털 자산 증권(DAS)의 시장과 기술을 연구하는 단체입니다. DAS 시장 전문가와 개발자들이 함께 공부하고 토론한 결과물을 공유합니다. 시장 동향과 기술적 관점에서 DAS의 미래를 조망하는 보고서를 주기적으로 발간하고 있습니다. 시장 조사 뿐 아니라, 규제와 검열저항성 사이에서 영지식증명과 같은 Privacy 기술의 위치를 고민하고 제품을 개발합니다. 이메일 구독으로 DAS.Finance의 보고서를 즉시 받아볼 수 있습니다. 최신 시장 트렌드 정보와 투자 기회를 놓치지 마세요.

HOMEPAGE

<https://das.finance>

NEWSLETTER

<https://dasfinance.typeform.com/to/ihdLEh>

RESEARCH ANALYST

Soojin Lim

Ki Young Ju

Mason

이 리포트는 정보 제공 및 교육 목적으로만 제공됩니다. 이 리포트는 금융 상품 또는 유가 증권의 매매에 대한 제안이나 권유를 목적으로 하지 않으며, 투자 추천이나 조언으로 보거나 의존해서는 안 됩니다. 이 리포트에서 제공하는 모든 정보와 내용은 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이지만 오차가 발생할 수 있고, DAS.Finance는 위 정보의 완전성이나 정확성을 보장하지 않습니다. DAS.Finance는 어떠한 경우에도 리포트의 활용으로 인해 발생한 직접적, 간접적 손해에 대해 책임지지 않습니다. 본 자료의 저작권은 DAS.Finance에 있으며 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.