

# KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀  
| 디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com  
| RA 조재환 idirection@kiwoom.com

## [#STO] 7. 일본의 토큰 증권 동향(2)

### • 일본의 토큰 증권 시장, 다양한 발행 사례

- 일본에서는 토큰 증권 시장에 대한 법적 기반을 바탕으로 제도권 금융기관을 중심으로 시장 형성
- 채권, 주식과 같은 전통적인 증권이 토큰 증권의 유형으로 발행된 사례가 존재한다는 점에 주목

### • 일본 토큰 증권 시장의 한계점은?

- 발행에 비해 유통시장은 활성화되지 않은 것으로 보임. 오사카디지털거래소(ODX)에서 토큰 증권 거래를 가능하게 할 것으로 발표되었으나 아직 진행된 사례가 없고, 도쿄증권거래소의 디지털증권 거래소 출범은 2025년 4월로 언급되고 있음. 이에 일본 내 중앙화된 토큰 증권 유통시장이 형성되기 위해서는 시간이 소요될 것으로 예상

### 일본의 토큰 증권 시장, 다양한 발행 사례

지난주 자료를 통해 일본 정부의 토큰 증권 시장에 대한 규제 동향을 살펴보았다. 일본은 이미 2016년, 2019년 두번의 법안 개정을 통해 제도적 기반을 마련했고, 디지털자산의 증권성 여부에 따라 근거법을 달리 적용한다는 측면에서 한국의 토큰증권 규제와 유사하다고 볼 수 있다.

일본의 경우 토큰 증권 시장에 대한 법적 기반이 어느정도 마련된 만큼 제도권하의 금융기관을 중심으로 시장이 형성되고 있다. 일본의 토큰 증권 시장에서 주목해야할 부분은 크게 두 가지이다. 우선, 주식과 채권과 같은 전통적인 증권이 토큰 증권 유형으로 발행되고있다. 발행 사례를 살펴보면, SBI 그룹은 SBI e-sports의 보통주를 토큰증권으로 발행했고 마루이 그룹, 미즈호 은행은 채권을 토큰 증권의 형식으로 발행했다.

또한 토큰 증권이 공모에 가까운 형태로 발행되었다는 점도 주목해야할 부분으로 보인다. 미국의 토큰 증권 발행 사례를 살펴보면, SEC 등록 면제 조항으로 발행되는 경우가 많아 공모 형태로 발행된 사례는 INX 거래소의 INX Limited 하나뿐이다. 반면, 일본의 경우 토큰 증권 발행은 고객이나 임직원으로 한정하는 경우가 있기는 하나, 공모의 형태로 진행되고 있으며 개인투자자를 대상으로 토큰 증권을 홍보하고 있다.

### • 일본 토큰 증권 규제 근거법

일본의 토큰증권은 금융상품 거래법에서 규율하고 지급결제성 토큰은 자금결제법을 기반으로 규율

#### Compliance Notice

- 당사는 3월 7일 현재 보고서의 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.

일본 토큰증권 발행 현황

시기	회사명	내용
2020년 2월	미즈호 은행	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 패밀리마트, 야마다 전기 등 일반 기업에 대한 채권을 토큰 증권으로 발행하는 실증실험 실시</li> <li>- 발행된 토큰 증권은 미즈호 증권을 비롯한 4개의 증권사가 개인 투자자를 대상으로 판매</li> <li>- 단, 개인투자자는 채권 발행기업의 임직원으로 한정</li> </ul>
2020년 10월	SBI 그룹	<ul style="list-style-type: none"> <li>- e스포츠 자회사인 SBI e-sports의 보통주를 토큰 증권으로 발행</li> <li>- SBI증권 이용 고객 대상 제3자 배정 유상증자 방식으로 토큰증권 1,000개를 개당 5만엔에 발행(총 5,000만엔 규모)</li> <li>- 투자자에게는 구매한 토큰 수량에 따라 가상자산 리플 제공</li> </ul>
2021년 3월	미쓰이스미토모 신탁은행	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 스타트업 '시큐리티이즈(Securitize)'와 제휴해서 토큰 증권 방식을 통한 자산유동화 진행</li> <li>- 신용카드 채권을 기초자산으로 하는 토큰 증권을 미쓰이 스미토모 신탁은행이 시큐리티이즈의 블록체인 플랫폼을 이용해 발행하는 구조</li> <li>- 토큰증권 기반 유동화 상품 최초로 신용평가기관으로부터 '투자적격등급 (A-1)'을 취득</li> </ul>
2021년 7월	미쓰비시 UFJ 신탁은행	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2021년 7월에 부동산자산운용사인 '케네디스'와 협업해 부동산을 기초자산으로 하는 토큰증권 발행</li> <li>- 케네디스가 제공한 부동산자산을 유동화. 임대 부동산에서 발생하는 수익에 대해 투자자들이 분배를 받는 구조. 자사 블록체인 네트워크인 'Progmatic'을 통해 공모방식으로 투자자 모집</li> <li>- 케네디스는 2022년 2월에 한번 더 부동산 토큰 증권 발행</li> </ul>
2021년 11월 2022년 2,6월	미쓰이 물산	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 물류시설, 온천 시설, 거주용 부동산 등 각종 부동산을 기초로 토큰 증권 발행</li> <li>- SBI 증권이 판매</li> </ul>
2022년 6월	마루이 그룹	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 회사채를 토큰 증권의 형태로 발행</li> <li>- 마루이 그룹이 발행한 토큰 증권은 그룹 내 신용카드 회원을 위한 회사채</li> <li>- 금리 0.3%외에 카드 포인트를 통해 우대금리 0.7% 제공</li> </ul>

자료: 한국블록체인협회, 일본종합연구소(JRI), 우리금융경영연구소, 키움증권 리서치센터

일본 토큰 증권 시장의 한계점은?

그러나 다양한 발행 사례와 비교했을 때 일본 또한 유통 시장은 활성화되지 않은 것으로 보인다. 지난 2021년 3월 SBI 홀딩스와 미쓰이스미토모 파이낸셜 그룹이 공동으로 출자하여 설립한 대체거래소인 오사카 디지털 거래소(ODX)에서 2023년 중 토큰 증권을 취급할 것으로 발표했으나, 명확하게 거래 가능 시기가 발표되지 않았고 아직 실제로 진행된 사례는 없는 것으로 알려졌다.

또한 도쿄 증권거래소의 경우 토큰 증권 거래소 출범을 발표했으나, 그 시기는 2025년 4월로 발표되었다. 물론 현재 발행된 토큰 증권은 증권사 매장을 통해 거래할 수 있어 유통이 불가능한 것은 아니지만, 일본 내에서 중앙화된 유통시장이 형성되기 위해서는 시간이 좀 더 필요할 것으로 보인다.

**\*일본 거래소 해킹 사례**

: '14년 마운트곡스  
 피해액 4억 73000만 달러  
 '18년 코인체크&자이프  
 피해액 각 580억엔, 67억엔  
 '21년 리퀴드  
 피해액 9700만 달러

일본 토큰 증권 유통 시장 형성 지연의 배경 중 하나로 언급되는 것이 일본 내에서 대형 가상화폐 거래소의 해킹이 세 번이나 발생되었다는 점이다. 특히 2018년에 가상자산 거래소인 코인체크(Coincheck)와 자이프(Zaif)에서 발생한 해킹은 2019년의 법개정에서 규제 강도를 높이는 데에 결정적인 역할을 했다. 당시 일본 규제 당국의 법 개정 내용을 살펴보면, 법 개정의 목적은 이용자 보호 강화였던 것으로 보인다. 다만, 그 이후 일본의 가상자산 시장은 정체된 모습을 보이고 있다. 실제로 체이널리시스 (Chainalysis)의 2022년 리포트에 따르면 일본 가상자산 중앙화 거래소의 거래량은 1000억 달러에 못 미치는데, 이는 1800억 달러에 달하는 국내 가상자산 중앙화 거래소의 거래량에 비하면 턱없이 적은 수치다.

**일본의 암호자산 관련 주요 법안 개정 내용**

시기	구분	내용
2016년	자금결제법	<b>가상통화 교환업에 대한 정의 및 감독/의무 규정</b> - '가상통화 교환업' 정의에 가상통화를 엔화 등의 법정화폐와 교환하는 것과 다른 가상통화로 교환하는 것 모두 포함 - 가상통화 교환업의 등록제 시행 - 이용자 정보 보호에 필요한 조치 의무화 - 이용자 보호를 위하여 이용자의 재산을 교환업자의 재산과 분별 관리 및 감사 의무 - 가상통화에 대한 설명 및 이용자 고충 처리 대응 관련 체계 정비 의무화 - 업무에 관한 장부 작성 및 감사보고서 제출 의무 (기대효과) 가상통화 교환업등록제를 통하여 가상통화 교환업의 신뢰성을 구축하고 이용자의 고충 처리 대응을 의무화함으로써 이용자 자산에 대한 보호 강화
	범죄수익 이전 방지법	<b>이용자의 특정 사항 확인 업무 및 기록의 보존, 감사 업무 의무화</b> - 특정 이용자들의 사항 확인 및 관리 의무 · 가상통화 교환 및 매매를 지속적으로 하거나 가상통화의 교환 등에 관하여 이용자 의 금전 또는 가상통화 관리를 수행하는 것으로 계약을 체결한 경우 · 200만엔 이상의 가상통화를 교환하거나 고객의 요청에 따라 10만엔이 넘는 가상통화를 이전하는 경우 - 거래에 대한 기록을 작성 및 보존의 의무 - 자금세탁 혐의가 있는 경우 즉시 신고 의무 (기대효과) 가상통화 교환, 매매 등 거래 시 범죄 이용 가능성을 낮춤
2019년	암호자산 교환업무 관련	<b>암호자산 교환업 범위 확대 및 규제 강화</b> - 암호자산 교환업 정의에 암호자산 수탁 업무 포함 - 암호자산 교환업 등록 거부 사유 및 등록신청서에 기재한 내용 변경 시 사전 신고 - 광고 시 허위표시 혹은 성격 등에 대해 오인 시킬 수 있는 행위 금지 - 이용자의 예치금 등의 금전에 대한 신탁 의무화 (기대효과) 교환업무의 규제 강화로 이용자 보호 확대
	금융상품법	<b>암호자산 파생상품 관련업 제1종 금융상품업 등록 의무</b> (기대효과) 암호자산 관련 거래 안전성 강화

출처: 일본 암호자산 법제도와 그 시사점에 관한 연구, 키움증권 리서치센터

이는 현재 국내 규제 당국의 토큰 증권 시장 제도화 과정에서도 직면할 이슈로 보인다. 새롭게 출범하는 신규 시장인 만큼 투자자의 높은 관심과 활성화 여부가 초기 시장의 성장을 결정할 것으로 예상하나, 규제 당국은 투자자 보호를 통해 시장의 안정성과 신뢰성도 확보해야 하기 때문이다. 혁신금융서비스 지정을 받은 조각투자 규제 사례를 살펴보면, 국내 규제 당국은 투자자 보호의 수단 중 하나로 투자자의 투자 금액 상한을 설정하고 있다.

이러한 정책 스탠스는 향후 제도화될 토큰 증권의 장외 시장에도 동일하게 적용될 예정이다. 지난 2월 발표된 금융위의 토큰 증권 가이드라인을 살펴보면, 장외 시장에 대해 연간 투자 금액 한도를 설정할 것으로 시사했기 때문이다. 그러나 투자 금액 제한이 예상보다 낮게 형성될 경우 투자자의 관심 하락과 초기 유동성 유입이 제한될 수 있다는 우려가 계속해서 언급되고 있다. 따라서 추후 금융위에서 발표하는 연간 투자 금액 제한 규모가 시장의 활성화 여부를 가늠하는 주요 포인트 중 하나로 언급될 것으로 보이는 만큼 관련 내용에 주목해야 할 것으로 판단한다.

주요 조각투자에 대한 금융위 규제 정리

	뮤직카우	카사
혁신금융서비스 지정일	2022년 09월 07일	2019년 12월 18일
거래방식	다자간 상대매매 방식	다자간 상대매매 방식
규제특례	자본시장법 상 인허가 규정, 신탁 수익증권 발행 규정 등에 대한 특례 ex) 플랫폼 내 매매 시 매출신고서 제출 면제 특례, 청약일 전일까지 정정신고서 제출 면제 특례	부동산신탁계약에 의한 수익증권 발행 허용, 투자중개업·거래소 인허가를 받지 않더라도 증권거래 중개 가능하도록 특례 제공
연간 투자한도	일반 투자자 1천만원, 소득적격투자자 3천만원	일반 투자자 2천만원, 소득적격 투자자 4천만원
매매회전율	투자자 1인당 1일 100% 이하	투자자 1인당 1일 100% 이하
투자광고 및 영업방식 제한	타사 플랫폼과의 제휴를 통한 영업, 금융회사 창구판매, 오프라인 투자설명회, 전화, 이메일 등을 통한 투자권유 금지 ex) 카카오페이 머니로 뮤직카우의 플랫폼에서 투자하는 행위 등	오프라인 투자 설명회 및 전화, 이메일 등을 통한 투자권유 금지, 카카오페이 등 타사 플랫폼과의 제휴를 통한 영업 및 금융회사 창구 판매 금지
기타	동일 수익증권에 대한 투자자 일인당 연간 투자한도를 일반 투자자 3백만원, 소득적격 투자자 1천만원으로 제한	총 유동화증권 발행규모를 혁신서비스 지정 기간 내 5천억원으로 한정

출처: 금융위원회, 키움증권 리서치센터