

KIWOOM Digital Asset Issue

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

[#STO] 6. 일본의 토큰 증권 동향(1)

• 일본은 토큰 증권을 어떻게 정의하고 있나?

- 일본은 2016년, 2019년 두 번에 걸쳐 자금결제법과 금융상품거래법 등을 개정하여 토큰 증권을 규율할 법적 근거를 마련
- 2019년에 '가상통화'라는 용어에서 '암호자산'이라는 용어로 변경한 것이 특이사항

• 토큰 증권에 대한 일본의 규제 분석

- 한국과 일본은 모두 증권성 여부를 기준으로 가상자산의 근거법을 나누고 있으며, 현재 일본은 관련 협회 규제를 통해 시장을 관리·감독

• 일본의 토큰 증권 규제에서 얻을 수 있는 시사점

- 선제적인 제도 마련으로 불확실성 리스크 완화. 이에 제도권 금융기관을 중심으로 다양한 토큰 증권 발행 사례 존재

일본은 토큰 증권을 어떻게 정의하고 있나?

지난주 자료에서는 음원저작권료 참여 청구권에 대한 조각투자 상품인 뮤직카우와 뮤직카우에 대한 규제 당국의 증권성 판단 사례를 살펴보았다. 현재 규제 당국이 발표한 가이드라인에 따르면, 이해관계인 등이 자율적으로 증권 여부를 판단에 나서야하나, 국내의 경우 토큰증권 발행 사례가 아직 없어 증권으로 인정된 조각투자 상품의 사례를 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

국내는 토큰 증권 가이드라인 공개를 통해 시장에 접근하기 시작한 반면, 일본은 이미 디지털자산에 대한 규제가 마련되어 있다. 관련 내용을 살펴보면, 일본은 2016년과 2019년 두 번에 걸쳐 자금결제법과 금융상품거래법 등을 개정했다. 구체적으로는 2019년 자금결제법 개정으로 가상통화의 명칭을 '암호자산'으로 변경했고, 금융상품거래법 개정으로 토큰증권의 발행을 규율했다.

* 가상자산의 명칭

일본은 2019년 법개정을 통해 가상자산을 '암호자산'이라는 명칭으로 통일.
한국은 특정금융정보법에서 '가상자산'이라는 명칭을 쓰고 있음.
본 리포트에서는 '가상자산'이라는 표현을 기본으로 하되, 일본의 가상 자산은 '암호자산'으로 구별하여 표기하고자 함.

Compliance Notice

- 당사는 2월 28일 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.

*** 가상자산을 지칭하는 용어의 구별**

: 가상자산을 지칭하는 용어는 가상자산을 결재수단으로 보는지 아니면 자산으로 보는지, 그리고 분산 원장 기술을 강조하는지 여부에 따라 크게 네 가지로 구분

결재수단	자산
가상통화	가상자산(한)
암호화폐	암호자산(일)

자료: 국회입법조사처

여기서 가상자산을 지칭하는 용어로 ‘가상통화’ 대신 ‘암호자산’이라는 용어를 채택한 것은 ‘자산’이라는 특징과 ‘분산원장’ 기술을 강조한 것으로 해석할 수 있다. 2016년의 법개정 당시 일본은 ‘가상통화’라는 용어를 채택했는데, 이는 당시 일본이 비트코인 등의 코인이 지니는 ‘통화’적 기능에 관심을 가졌다는 것을 의미한다.

그 당시 일본은 높은 현금사용비율로 고민이 많았던 만큼, 2020년 도쿄 올림픽을 앞두고 현금사용비율을 낮추는 대안으로 ‘가상통화’를 고려한 것으로 보인다. 그러나 이후 가상자산 시장이 발달하며 높은 변동성이 지속적으로 지적되는 등 통화로서는 부적절하다는 비판이 이어졌다. 이에 일본 또한 이런 점을 고려하여 2019년 가상자산의 명칭을 ‘암호자산’으로 변경하였다. 한국의 경우 국제자금세탁방지기구(FATF)와 동일하게 ‘가상자산’이라는 용어를 사용하고 있다.

***집단투자스킴**

: 투자신탁이나 투자법인을 제외하고, 모집형태에 상관없이 투자자로부터 자금을 모아 운용하는 구조를 광범위하게 포괄하는 것으로 미국의 투자계약과 유사

일본의 토큰증권 정의

항목		내용
광의의 토큰증권	일반적 토큰증권	- 토큰화된 유가증권의 표시권리 ex) 주식, 회사채 등의 제1항 유가증권을 토큰화한 것 - 전자기록이전권리에서 제외된 것 ex) 집단투자스킴 등의 제2항 유가증권을 토큰화한 것
		- 부동산특정공동사업법에 의거한 출자지분을 토큰화한 것 ex) 부동산 소액화 상품을 토큰화한 것 - 상기 이외의 자산(권리)을 토큰화한 것 ex) 회원권, 금전채권 등의 권리를 토큰화한 것

자료: 한국금융연구원, 일본 STO 협회, 키움증권 리서치센터

일본의 암호자산 관련 주요 법 개정

시기	내용
2016년 법개정 요약	- 자금결제법, 범죄수익이전방지법에 대한 개정 - 가상통화로 정의되기 위한 요건 규정 - 가상통화 교환업무에 관한 등록제 도입 - 가상통화 교환업자의 업무에 관한 규제 - 가상통화 교환업체에 대한 감독
2019년 법개정 요약	- 자금결제법, 금융상품거래법 등에 대한 개정 - 가상통화를 암호자산으로 명칭 변경 - 암호자산의 교환, 관리에 관한 업무에 대한 대응 - 암호자산을 이용한 새로운 거래, 불공정 행위에 대한 대응 - 기타 정보통신 기술의 진전에 따른 대응

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

토큰 증권에 대한 일본의 규제 분석

일본의 토큰증권 규제는 디지털자산의 증권성 여부에 따라 규제를 위한 근거법이 달라진다. 일본은 금융상품거래법에서는 토큰 증권을, 그리고 자금결제법에서는 지급결제성 토큰을 규율하는 등 증권성 여부를 기준으로 근거법을 세분화하고 있다. 이는 한국의 규제 방향과 매우 유사하다. 2월 6일 금융위가 발표한 토큰증권 가이드라인 내용을 살펴보면, 증권성을 지니는 가상자산, 즉 토큰증권은 자본시장법에서 증권이 받는 규제를 받을 예정이며, 증권성이 없는 가상자산은 추후 제정될 디지털자산기본법을 통해 관리될 것으로 발표했기 때문이다.

또한 일본에는 금융상품거래법 제78조 제1항에 따라 ‘공인 금융상품거래협회’로 인정받은 일본STO협회(JSTOA)와 일본가상 화폐거래소협회(JVCEA)가 존재한다. 이에 일본은 규제 당국이 직접 토큰증권을 발행하는 주체를 개별적으로 관리하기 보다는 정부는 협회를 감독하고, 협회는 개별 플레이어들을 관리하는 방식으로 시장을 관리 및 감독하고 있다.

일본의 사례와 국내 조각투자 규제 사례를 비교해보면, 국내의 경우 규제 당국이 직접적으로 시장을 관리, 감독한다고 볼 수 있다. 물론 이는 시장 상황 차이에서 기인한 것으로 보이나, 국내의 경우 관련 협회가 없고 규제 당국이 개별 업체에 대해 증권성 여부를 판단해 사업 재편 조건을 제시하고 있기 때문이다.

한국과 일본의 토큰증권 규제 및 유통 시장 비교

항목	한국	일본
규제	<ul style="list-style-type: none"> - 자본시장법의 규제를 토큰증권에 대입 토큰증권 제도화를 위해 자본시장법이 개정될 예정 - 증권성이 없는 가상자산은 이후 제정될 디지털자산기본법에서 규율 	<ul style="list-style-type: none"> - 지급결제 토큰은 자금결제법, 증권토큰 발행은 금융상품거래법에서 규율 - 2016년, 2019년 두 번의 법 개정 이후 JVCEA와 STO 협회를 통한 자율규제
유통시장	<ul style="list-style-type: none"> - 추후 두 유형의 플랫폼이 형성될 예정 1. 장외거래증개업자 신설을 통한 장외거래 2. KRX에 '디지털 증권시장' 개설을 통한 상장시장 운영 예정 	<ul style="list-style-type: none"> - 2021년 4월 1일 토큰증권 PTS 운영을 목적으로 오사카 디지털 증권거래소(ODX) 설립. 2023년에 토큰증권 취급 예정

자료: 코스콤, 키움증권 리서치센터

일본의 토큰증권 규제에서 얻을 수 있는 시사점

일본은 2019년까지 가상자산과 관련한 법과 제도를 선제적으로 갖추었다. 그 결과 일본STO협회와 JVCEA 등의 단체가 설립되어 법적, 제도적 안정성이 확보되었고, 불확실성 리스크가 완화됨에 따라 제도권 금융기관을 중심으로 토큰 증권을 이용한 회사채 발행 등 여러 실험적인 시도들이 가능했다.

이를 통해 한국도 불확실성 리스크가 완화되면 시장이 더 성장할 수 있음을 유추할 수 있다. 국내에서도 자본시장법이 개정되고, 디지털자산기본법이 제정된다면, 다양한 토큰 증권이 발행될 수 있는 법적, 제도적 기반이 마련되기 때문이다. 전세계적으로 토큰증권 시장의 규모가 아직 크지 않지만 추후 관련 시장의 성장성에 대한 기대는 전반적으로 높다. 이에 지금 법과 제도를 정비한다면, 향후 전세계적으로 토큰 증권 시장이 성장할 때 한국의 토큰 증권 시장 또한 그 흐름에 탑승할 수 있을 것으로 기대한다.

따라서 다음주 자료에서는 일본 내에서 발행된 토큰 증권의 사례를 중심으로 발행과 유통 현황을 살펴보고, 이에 따른 시사점을 도출해보고자 한다.