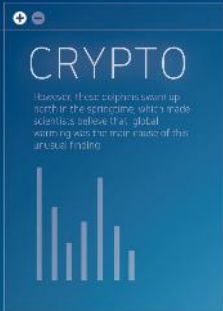


2025년 09월 22일 | 키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

크립토 3법 이후의 시장: 비트코인 도미넌스 하락과 국내 규제 동향



디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com





목차

| | |
|--|-----------|
| SUMMARY | 3 |
| I. 미국, 친(親)디지털자산 정책 본격화 | 4 |
| 미국 크립토(Crypto)3법 하원 통과, 그 이후 | 4 |
| 비트코인/이더리움 비율 하락의 배경과 지속성 점검 | 9 |
| 트럼프 행정부 2기, 친(親)디지털자산 의지 공식화 | 14 |
| 트럼프 대통령, 401(k) 퇴직연금에 비트코인 등 디지털자산 투자 허용 | 20 |
| SEC, 디지털자산 규제 접근 방향 전환 | 24 |
| II. 한국, 미국에 발 맞추기 | 29 |
| 국내 금융당국의 디지털자산 규제 동향①: 가상자산 | 29 |
| 국내 금융당국의 디지털자산 규제 동향②: 조각투자자 와 토큰증권 | 34 |
| 비트코인부터 스테이블코인까지 디지털자산 제도화 시작 | 36 |
| 제도권 금융 자산으로 도약하고 있는 디지털자산 | 43 |

Compliance Notice

- 당사는 09월 22일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 의견 이 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 책 임도 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.

크립토 3법 이후의 시장:

비트코인 도미넌스 하락과 국내 규제 동향



Executive Summary

I. 미국, 친(親)디지털자산 정책 본격화

미국 크립토 3법의 하원 통과, SEC의 '프로젝트 크립토'는 미국의 친 가상자산 정책 기조를 보여줌. 특히 가상자산의 투자 자산 편입을 넘어, 기존 금융 시스템에 블록체인 기술을 도입하려는 점에 주목할 필요가 있음. 이러한 흐름 속에서 최근 가상자산 시장에서는 비트코인보다 이더리움에 대한 관심 확대. 이더리움은 네트워크 사용료로 활용. 이에 실질적인 네트워크 수요가 중요한 가운데 탈중앙화 금융(DeFi)이나 달러 기반 스테이블코인에서 이더리움 네트워크의 사용 비중이 높다는 점은 이더리움에 대한 긍정적인 전망을 뒷받침

한편, 트럼프 행정부 2기는 백악관 차원의 디지털자산 정책 전략 보고서를 공개하며 제도화 의지를 공식화함. 트럼프 대통령은 401(k) 퇴직연금에 디지털자산 투자를 허용하는 행정명령에도 서명함. 이러한 가운데 SEC는 과거 소송 중심의 사후 규제에서 벗어나, 규제 프레임워크 구축에 집중하고 있음. 실제로 리플랩스를 비롯한 주요 기업들과의 소송을 종결했으며, 이에 미국 내 가상자산의 증권성 논쟁도 마무리되는 국면. 이는 전통 금융기관의 가상자산 시장 진출이 본격화될 수 있다는 점을 시사

II. 한국, 미국에 발 맞추기

상반기 국내 금융시장과 정책 당국의 관심은 가상자산에 집중. 6월 비영리법인과 가상자산 거래소의 매도까지 가능해지면서 상반기 중 법인의 가상자산 시장 참여는 순조롭게 진행. 따라서 하반기에는 전문투자자의 가상자산 매매가 주요 이슈로 부각될 것으로 예상하며, 안정적으로 진행될 시 국내에서도 가상자산이 하나의 투자 자산으로 자리매김하는 계기가 될 것으로 예상

디지털자산에 대한 관심이 지속되는 가운데, 22대 국회에서는 디지털자산기본법과 3건의 스테이블코인 관련 법안이 발의됨. 금융당국 역시 하반기 중 디지털자산 2단계 법안과 토큰증권 제도화를 추진할 계획임. 물론 조각투자 제도화 추진은 토큰증권 시장에 긍정적인 이슈이나, 시장의 관심이 가상자산에서 토큰증권으로 전환되기 위해서는 법제화가 중요. 국내 금융당국의 디지털자산 관련 정책 기조를 살펴보면, 토큰증권 법제화가 가상자산보다 우선순위에 있는 것으로 보이는 만큼 긍정적인 변화 기대.

I. 미국, 친(親)디지털자산 정책 본격화

미국 크립토(Crypto)3법 하원 통과, 그 이후

트럼프 행정부 출범 이후 미국은 디지털자산과 관련한 규제를 구축하고 있다. 이 때의 규제는 금지를 목적으로 하는 것이 아니라 법적인 정의를 명확하게 하는 것을 목표로 하는 만큼, 관련 시장이 성장하는데 큰 도움을 줄 것이라는 기대가 높다. 지난 7월에는 크립토(Crypto)3법으로 불리는 Clarity Act, GENIUS Act, Anti-CBDC Act라는 세 법안이 미국의 하원을 통과했다. 이 중 대통령 서명까지 마무리한 법안은 스테이블코인 관련 법안인 GENIUS Act이며, 나머지 두 법안은 상원 심사 및 대통령 서명이 남아 있다.

미국의 디지털자산 규제에 있어 가장 중요한 법안은 Clarity Act로 보인다. 미국 금융회사들이 디지털자산에 대해 높은 관심을 보이면서도 적극적으로 접근하지 못했던 이유 중 하나로 바이든 행정부의 규제 불명확성이 언급되어 왔기 때문이다. 2020년 말부터 2025년 8월까지 진행되었던 리플랩스와 미국 증권거래위원회(SEC) 간의 소송을 통해 알 수 있듯이, 미국에서 디지털자산의 증권성 논쟁은 미국에서 꾸준히 제기되어온 문제였다.

Clarity Act는 디지털자산의 법적 성격과 감독권을 명확하게 하는 내용을 담고 있다. 내용에 따르면, ‘성숙한 블록체인 시스템(mature blockchain system)’이라는 기준을 충족하는 블록체인 상에서 운영되는 디지털자산은 디지털 상품에 해당된다고 정의하고 있으며, 디지털 상품은 상품선물거래위원회(CFTC)가 감독하게 된다. 이에 해당 법안이 통과된다는 것은 미국 내 디지털자산의 증권성 논쟁이 해소된다는 것을 의미한다. 또한 일정 요건을 충족한다면 SEC 등록 없이 디지털자산 발행이 가능하다는 점도 포함된 만큼, 미국 내에서 블록체인 관련 산업이 성장하는 배경으로 작용할 가능성도 있다.

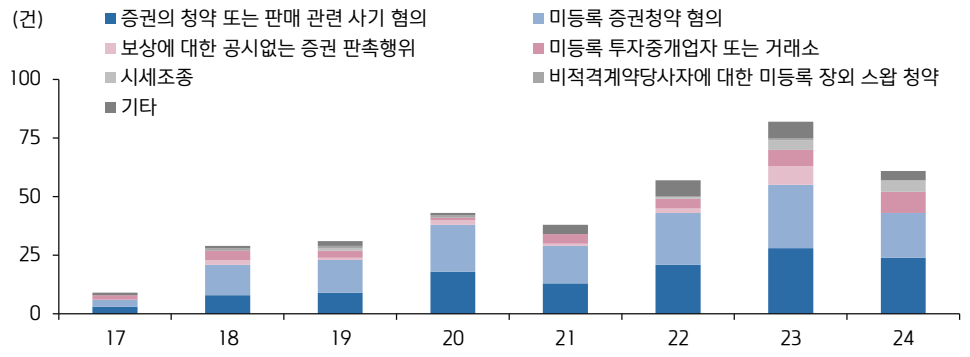
최근 해당 법안의 통과 가능성이 높다는 전망이 우세하나, 상원의 심사와 대통령 서명을 거쳐야 하고 세부 규정도 마련되어야 한다. 이를 감안하면, Clarity Act를 기반으로 미국에서 디지털자산의 증권성 논쟁이 해소되기 위해서는 생각보다 긴 시간이 소요될 것으로 보인다. 현재 대통령 서명까지 완료한 GENIUS Act도 세부 규정 마련, 의견 수렴 등의 이슈로 실제 시행되기 위해서는 1년 이상 소요될 것이라는 분석이 나오고 있다.

미국 하원을 통과한 Crypto 3법

| 법안 | 내용 |
|---------------|---|
| Clarity Act | <p>(디지털자산의 법적 성격 및 감독권 명확화)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 디지털 상품과 증권형 토큰을 구분하고 각 유형별로 명확한 감독 권한 부여 - 디지털 상품은 상품선물거래위원회(CFTC), 증권형 토큰은 증권거래위원회(SEC), 허가된 스테이블코인은 지니어스법상 감독 기관이 감독 - 디지털 상품은 일정한 기술적-거버넌스 기준을 충족하는 '성숙한 블록체인 시스템'(mature blockchain system)' 상에서 운영되는 디지털 자산 <ul style="list-style-type: none"> • 성숙한 블록체인 시스템 요건: 탈중앙화, 분산거버넌스, 임의제한 불가성, 투명성, 오픈네트워크, 비집중적 소유구조 기술 인증 - 상세정보 사전 공개, 투자자보호조치 등 일정 요건을 충족하는 경우에 한하여 SEC 등록 없이 디지털 자산 발행 가능 (최초 발행일로부터 연간 최대 7,500만 달러 상당). <ul style="list-style-type: none"> • 다만, 4년 이내 해당 네트워크가 '성숙한 블록체인 시스템'으로 인정받지 못할 경우 해당 디지털 자산은 증권법상 '투자계약'에 해당하는 자산으로 간주. 이에 과거에 적용되었던 등록 면제가 소급하여 철회될 수 있음 |
| GENIUS Act | <p>(스테이블코인 발행 및 감독체계 수립)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 발행인 인허가제 도입 및 발행인 자격 기준 마련 <ul style="list-style-type: none"> • 스테이블코인 발행인 유형: 1)연방예금보험이 적용되는 예금기관(은행 등)의 자회사로서 연방감독기관의 승인을 받은 자 2)통화감독청(OCC)의 인가를 받은 비은행 금융회사, 3)주(州) 정부의 인가를 받은 사업자로서, 연방 예금 보험이 적용되는 예금기관(또는 그 자회사)이 아니고, 총 발행 물량이 100억 달러 이하인 자 - 1:1 지급준비 의무 및 준비자산 요건(현금, 단기 국채 등 고유동성 자산) 제시 - 공시 및 외부감사, 자금세탁방지 준수 의무 - 통화감독청(OCC), 미 연준, 연방예금보험공사(FDIC) 등 연방 감독기관이 인허가 및 감독 권한 행사 - 스테이블코인 발행인의 업무 범위 제한: 예치이자 지급, 고수익·고위험 금융 활동 등을 영위할 수 없음 - 수탁 요건 및 소비자 보호 의무 <ul style="list-style-type: none"> • 시행 예정일 및 유예기간: 법 제정일(2025년 7월 18일)로부터 18개월 또는 주요 연방 스테이블코인 감독기관(연준, OCC, FDIC, OCC 등)이 하위 시행규정을 공포한 후 120일 중 빠른 날 시행. 발행인 요건을 충족하지 못한 스테이블코인의 판매 제한은 법 제정일로부터 3년 후(2028년 7월 18일)부터 적용 |
| Anti-CBDC Act | <p>(미 연준의 CBDC 발행 및 운영 전면 금지)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 미 연준의 직접·간접 CBDC 발행 금지 - CBDC 연구·시험 및 통화정책 사용 전면 금지 <ul style="list-style-type: none"> • 민간 스테이블코인에 대한 예외: '달리화로 표시되고, 개방형, 무허가형(Open, Permissionless) 구조를 가지며, 현금 수준의 프라이버시를 보장하는 디지털 화폐'에 대해서는 본 법이 적용되지 않음을 명시 |

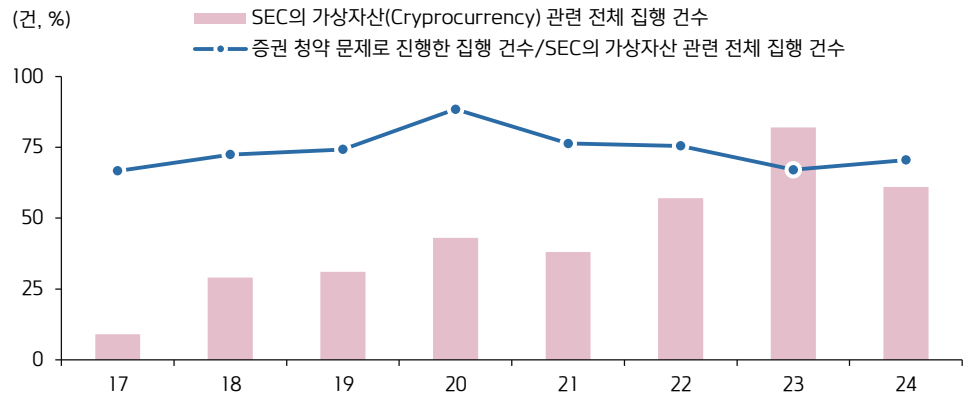
자료: 법무법인 세종, 키움증권 리서치센터.

SEC의 가상자산(Cryptocurrency) 관련 집행 조치 건수



자료: Cornerstone, SEC, 키움증권 리서치센터

SEC의 가상자산 관련 집행조치 중 증권 청약 관련 문제로 진행된 집행 건수의 비중



자료: Cornerstone, SEC, 키움증권 리서치센터

주: 증권 청약 문제로 진행된 집행 건 수는 '증권의 청약 또는 판매 관련 사기 혐의' 및 '미등록 증권청약 혐의'의 합

그러나 Clarity Act가 통과되는데 시간이 소요되더라도 미국 내에서 가상자산의 증권성 이슈는 마무리된 것으로 보이며, 미국의 금융 회사들은 블록체인 인프라 도입이나 관련 비즈니스 확대에 속도를 낼 것으로 예상된다. 폴 앳킨스 SEC 위원장이 미국 금융 시장의 온체인(On-Chain) 전환을 시사하며 '프로젝트 크립토(Project Crypto)'를 발표했기 때문이다. SEC의 발표 내용을 살펴보면, 대부분의 가상자산은 증권이 아니라는 내용을 담고 있다.

또한 향후 미국 내 전통 금융업권과 가상자산 업권의 사업 경계가 빠르게 약화될 수 있다는 점을 시사하는 내용도 담겨있다. 슈퍼앱 허용, 온체인 소프트웨어 시스템 허용이 이에 해당되며, 실제로 SEC가 프로젝트 크립토를 발표한 이후 각각의 주체들이 이와 관련된 프로젝트를 발표하고 있다. 대표적인 사례로 코인베이스를 들 수 있다. 코인베이스는 자산토큰화, 주식, 등 모든 자산을 거래할 수 있는 거래소(Everything Exchange)를 구축할 것으로 계획을 밝혔다. 또한 22일(현지시간)에는 미국의 기술주와 가상자산 현물 ETF를 결합한 상품도 출시할 예정이다. 이 외에도 갤럭시 디지털은 나스닥에 상장된 갤럭시 디지털 주식을 솔라나 블록체인 상에서 토큰화했고, 나스닥은 SEC에 토큰화 주식과 ETF 거래 승인을 요청했다.

한편, SEC는 디지털자산 등 현물 상품을 보유한 ETF의 상장 기준 변경을 발표하기도 했다. 코인텔레그래프에 따르면, 이는 미국 내 가상자산 현물 ETF의 상장 절차 간소화를 의미하는 만큼 추후 가상자산 현물 ETF 승인 과정이 더 빠르게 진행될 것으로 보고 있으며, 추후 다양한 알트코인 현물 ETF가 출시될 가능성이 높아졌다. 현물 ETF 출시가 가상자산의 가격 상승을 보장하는 이벤트는 아니지만, 가상자산이 전통 금융 시장에 편입된다는 것을 의미한다는 점에서 계속해서 금융시장은 새로운 가상자산 현물 ETF 출시 여부에 관심을 가질 것으로 예상된다.

SEC가 발표한 프로젝트 크립토(Project Crypto)

| 구분 | 내용 |
|---|--|
| 가상자산 온쇼어링 (Onshoring Crypto) | <ul style="list-style-type: none"> - 미국 내 명확한 규제 프레임워크를 마련하여 가상자산의 발행 및 유통 촉진 - 대부분의 가상자산은 증권이 아니며, 명확한 가이드라인을 통해 분류 가능하도록 추진 - 만약 가상자산이 증권으로 분류된다면, 맞춤형 공시, 예외 규정 등을 도입하여 미국 내에서 합법적으로 네트워크 보상 등이 합법적으로 진행될 수 있도록 지원 |
| 커스터디 및 거래소 선택권 확대 (Enhancing Freedom) | <ul style="list-style-type: none"> - 셀프 커스터디(Self-Custody) 권리 강화, SEC 등록 중개업자의 수탁 규제 완화를 통해 수탁 옵션 다양화 추진 |
| 슈퍼앱 허용 (Facilitating Super-Apps) | <ul style="list-style-type: none"> - 하나의 라이선스로 가상자산·증권·스테이킹·대출 등 다양한 서비스를 한 플랫폼에서 제공 가능하도록 제도화 - 비증권/증권형 토큰의 동시 거래가 가능한 환경 조성 |
| 온체인 소프트웨어 시스템 허용 (Unleashing U.S. Markets) | <ul style="list-style-type: none"> - 탈중앙화 금융(Defi: Decentralized Finance), 자동화 시장 조성자(AMM: Automated Market Maker) 등의 온체인 시스템이 미국의 증권시장 안에서 운영될 수 있도록 규제 완화 - 토큰화 증권의 온체인 거래를 위한 규제 개정 등을 검토 |
| 혁신 면제 추진 (Fostering Innovation) | <ul style="list-style-type: none"> - 기존의 규제 맞지 않는 신기술이나 서비스에 대해 최소한의 요건만 적용하는 등 새로운 사업 모델의 빠른 시장 출시를 허용하기 위한 방안 마련 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터.

나스닥의 토큰화 제출 관련 Q&A

| 질문 | 답변 |
|------------------------------------|---|
| 나스닥의 SEC 규정 변경 신청 내용 | <ul style="list-style-type: none"> - 회원사와 투자자들이 나스닥 증권시장에서 거래하는 주식 및 상장지수상품(ETPs)을 토큰화할 수 있도록 SEC(미국 증권거래위원회)에 규정 변경 제안 |
| 토큰화 증권이 현행 규칙 안에서 거래 가능하다고 생각하는 이유 | <ul style="list-style-type: none"> - 전통적 주식과 토큰화 주식은 동일한 CUSIP 번호를 공유하며, 두 주식 모두 동일한 주주 권리와 특권을 보장 - 두 형태의 주식은 동일한 나스닥 주문장(Order Book)에서 동일한 실행 우선순위로 거래. 즉, 거래 단계에서는 차이가 없으며, 결제 시점에 참여자가 선택할 경우에만 토큰화 |
| 토큰화 증권 거래 가능 시기 | <ul style="list-style-type: none"> - SEC가 제안을 승인한 이후, 업계 이해관계자들과의 조율을 거쳐 안정성·공정성·투자자 보호가 보장되는 적절한 시점에 시행될 예정 |
| 기존 증권 거래 방식 대비 실질적인 장점 | <ul style="list-style-type: none"> - 상장 증권을 토큰화하여 세계적으로 가장 신뢰받고 유동성이 풍부한 시장 규칙과 보호 장치 속에서 거래할 수 있도록 만들. 이는 유동성 분산을 방지하고, 더 빠르고 효율적인 결제, 담보 이동성, 강화된 시장 접근성 등 미래 혁신의 플랫폼 제공 가능 |
| 증권 토큰화 권한을 가지는 주체 | <ul style="list-style-type: none"> - 미국 예탁결제원(DTC)이 토큰 형태로 거래를 청산 및 결제하는 방식을 사용할 예정 |
| 토큰화된 증권의 시장 데이터 배포 방법 | <ul style="list-style-type: none"> - 현행 시장 규칙에 따라, 토큰화된 증권도 전통 증권과 동일한 가격·시전 거래 데이터 인프라를 사용 - 별도의 데이터 피드나 가격 체계는 없으며, 모든 가격 정보는 기존 나스닥 데이터 피드를 통해 배포되어 완전한 투명성을 유지 |
| 투자자나 발행사가 토큰화된 증권의 결제 위치를 확인하는 방법 | <ul style="list-style-type: none"> - 발행사와 투자자는 스마트 계약 주소와 거래 내역을 통해 소유권 이력을 추적 가능 |

자료: Nasdaq, 키움증권 리서치센터.

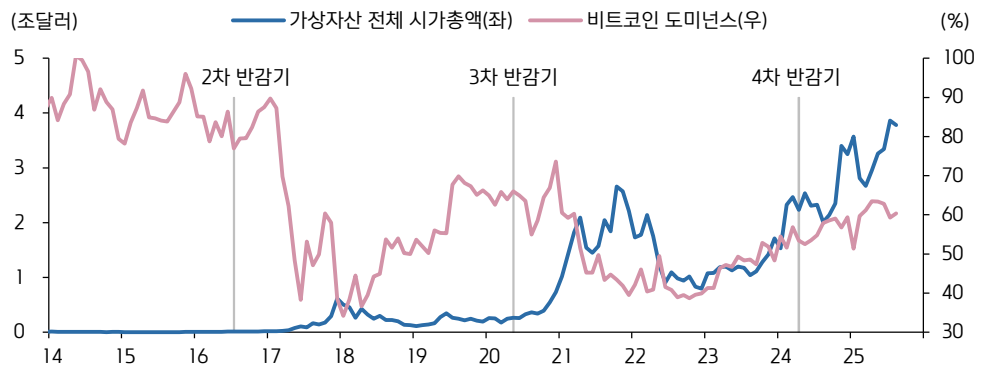
비트코인/이더리움 비율 하락의 배경과 지속성 점검

트럼프 행정부의 친가상자산 기조와 미국 내 가상자산 규제 명확화 등 다양한 호재가 진행되는 과정 속에서 가상자산 가격도 상승세를 보였다. 2024년 10월부터 2025년 8월까지 가상자산 시장의 전체 시가 총액은 약 61% 늘어났으며, 비트코인 가격은 약 75% 상승했다. 다만, 동기간 비트코인 도미넌스가 꾸준히 상승한 점은 다소 이례적이다. 과거 가상자산 가격 추이를 살펴보면, 비트코인 반감기를 거치면서 알트코인도 강세를 보이고 그 결과 비트코인 도미넌스도 낮아졌다. 그러나 4차 반감기 이후에도 비트코인 도미넌스가 꾸준히 상승했다는 점은 상대적으로 알트코인의 상승은 제한적이었다는 점을 시사한다.

비트코인과 알트코인 간 가격이 차별화된 이유로 비트코인 현물 ETF 출시가 주로 언급되어왔다. 실제로 비트코인 현물 ETF 출시를 전후로 비트코인과 주요 알트코인 간 상관계수를 살펴보면, 이전과 다른 양상을 보인다는 점을 확인할 수 있다. 미국에서 비트코인 현물 ETF가 출시되기 전에는 비트코인과 주요 알트코인 간 상관계수가 모두 1에 가까운 모습을 보였던 반면, 비트코인 현물 ETF가 출시된 이후의 상관계수를 살펴보면 일부 알트코인과 비트코인의 상관계수는 마이너스(-)로 바뀌었다. 이에 이번 비트코인 강세는 알트코인까지 확대되지 않고 마무리될 것이라는 전망이 나오기도 했다.

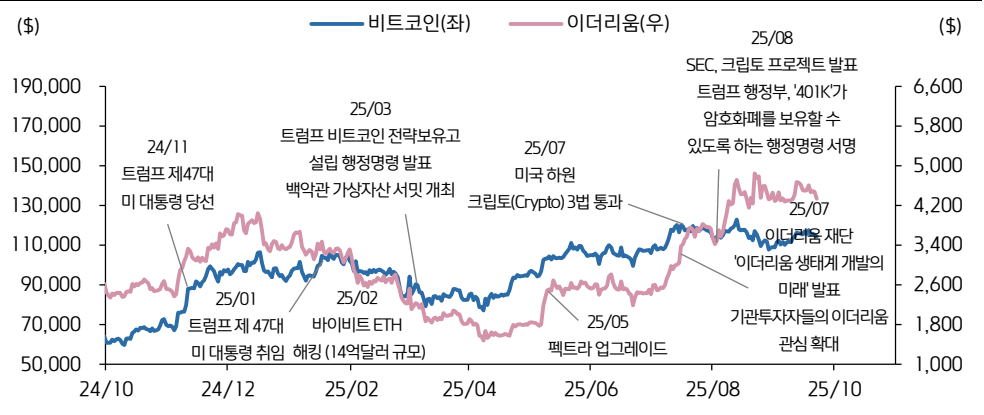
그러나, 3분기 들어 가상자산 시장에 변화가 발생했다. 가상자산 전체 시가총액이 올라가는 동안 비트코인 도미넌스는 다소 떨어지는 흐름을 보였기 때문이다. 3분기 비트코인이 \$110,000선에서 횡보하는 반면, 이더리움은 \$2,500 선에서 \$4,500 선 내외로 올라오며 급격한 상승세를 보였다.

가상자산 전체 시가총액과 비트코인 도미넌스 변화



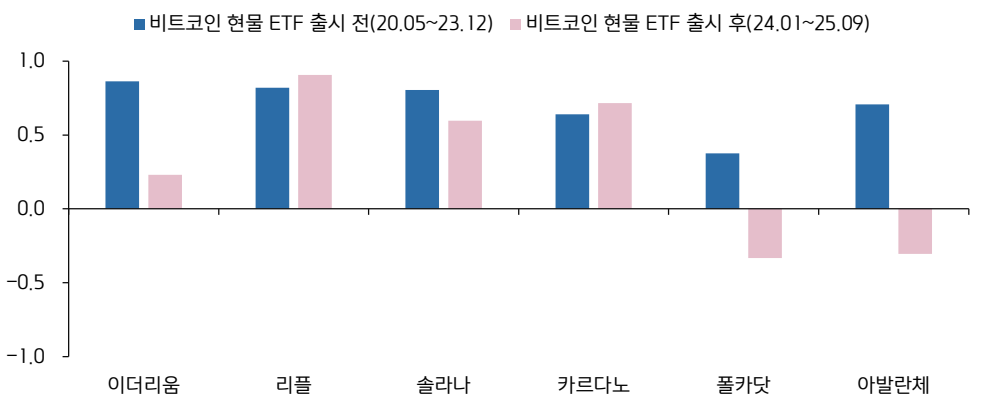
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 이더리움 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인 현물 ETF 출시 전후로 주요 가상자산과 비트코인간 상관관계수 변화

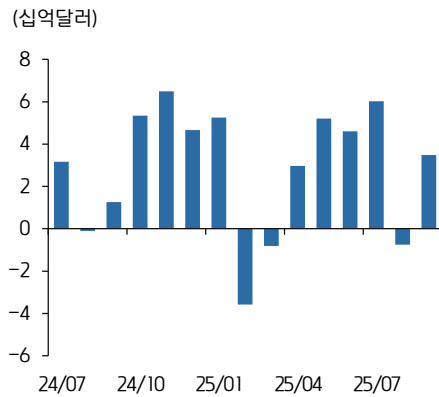


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근의 이더리움 가격 상승을 이더리움 수요 측면에서 접근해보면, 3분기 미국의 이더리움 현물 ETF의 자금 유입과 일부 상장기업의 이더리움 전략 자산 매입이 상승에 영향을 준 것으로 보인다. 이는 비트코인 가격 상승과 유사한 측면이 있다. 비트코인 가격이 역사적 고점을 기록하는 동안 스트레티지 등 기업의 비트코인 매수, 현물 ETF를 통한 기관들의 비트코인 투자를 동반했기 때문이다. 현재 미국 등 상장 기업의 비트코인 보유량은 전체 비트코인 공급량 중 4.48%를 차지하고 있다.

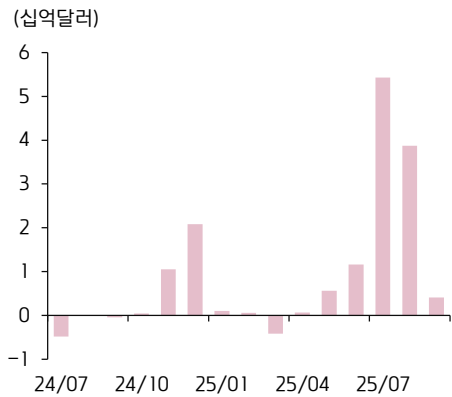
미국 상장 기업의 이더리움 매입의 대표적 사례로 샤프링크와 비트마인을 들 수 있다. 이들 기업은 각각 5월과 6월 이더리움 매입 계획을 발표했다. 코인게코에 따르면 샤프링크와 비트마인이 매입하여 보유 중인 이더리움은 약 300만 개 정도이고 이는 이더리움 공급량의 약 2%를 차지한다.

미국 비트코인 현물 ETF 자금 유출입 변화



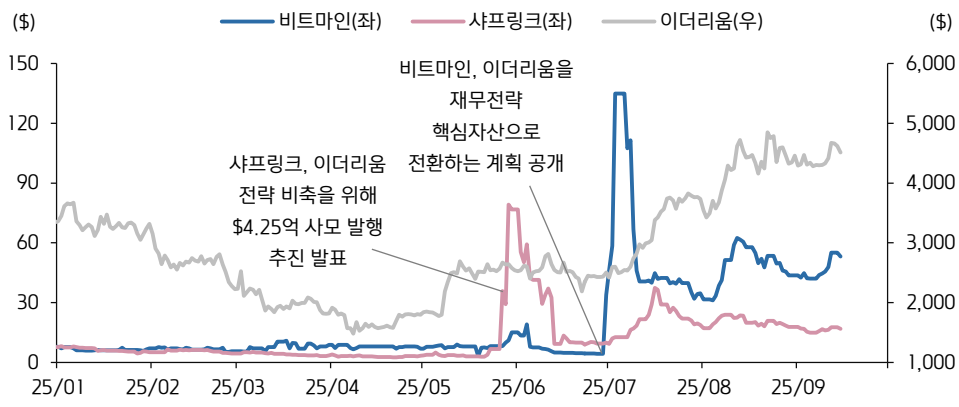
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 이더리움 현물 ETF 자금 유출입 변화



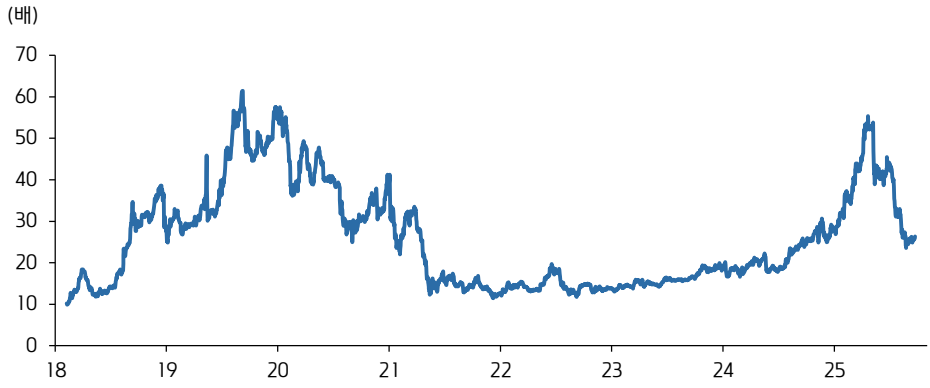
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이더리움과 비트마인, 샤프링크 주가 추이



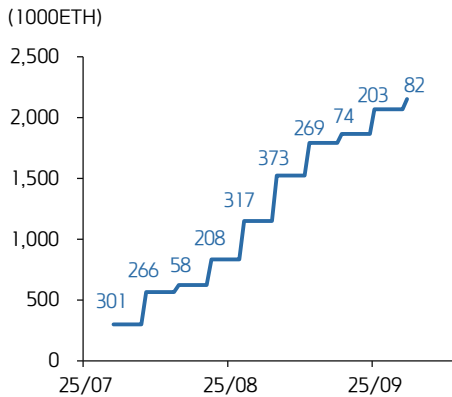
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 이더리움 교환 비율



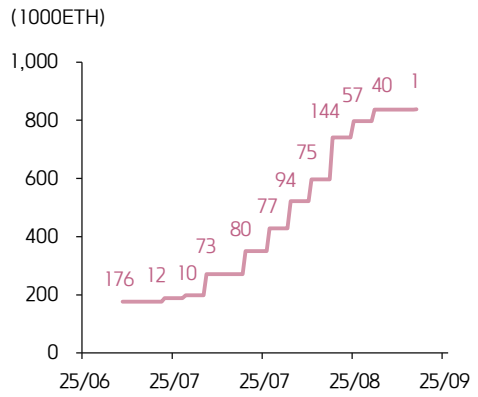
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트마인 이더리움 매입량 추이



자료: Strategic ETH Reserve, 키움증권 리서치센터
주: 숫자는 각 시점의 매입 규모

샤프링크 이더리움 매입량 추이



자료: Strategic ETH Reserve, 키움증권 리서치센터
주: 숫자는 각 시점의 매입 규모

이더리움의 발행량은 비트코인과 달리 무한하기 때문에, 일부 기업의 이더리움 매입이 가격의 추가 상승에 미치는 영향은 크지 않을 수 있다. 더욱이 이더리움이 역사적 고점을 기록한 이후 비트마인과 샤프링크의 이더리움 매입이 둔화되고 있다는 점도 부담이다. 이는 기업들의 이더리움 매입이 비트코인 대비 낮은 가격에서 기인했다는 점을 시사하기 때문이다. 비트코인 가격이 상승하는 동안 이더리움 가격은 내려가면서 2분기 비트코인과 이더리움의 교환 비율은 2020년 초 수준인 55배까지 상승했지만, 최근의 이더리움 상승으로 비트코인/이더리움 비율은 25배 정도로 내려오면서 연초 수준을 회복했기 때문이다.

그러나, 이더리움과 비트코인의 차이를 고려했을 때, 기업들의 이더리움 매입 둔화가 이더리움 가격 하락을 시사한다고 보기도 어렵다. 이더리움 블록체인은 스마트 계약이나 다양한 어플리케이션을 구축하는 플랫폼의 역할을 하고 있고, 이에 이더리움은 이더리움 네트워크를 사용하기 위한 이용료의 역할을 하기 때문이다. 이더리움 네트워크를 사용하고자 하는 사람들이 늘어난다면, 이더리움 수요가 꾸준히 유입된다는 점을 의미한다.

이런 가운데 최근 미국의 가상자산 관련 정책 기조를 고려했을 때, 이더리움 네트워크에 대한 수요는 이어질 가능성이 높다. DefiLlama에 따르면 탈중앙화 금융에서 이더리움 네트워크가 차지하는 비중은 60% 이상이며, 대표적인 RWA 프로젝트인 블랙록의 BUIDL의 경우 다양한 블록체인을 사용하고 있기는 하나 이더리움 사용 비중이 압도적으로 높다. 더욱이 미국의 금융 시장을 블록체인 상으로 가져오기 위해서 꼭 필요한 USD Coin(USDC)와 같은 스테이블코인의 발행도 이더리움 네트워크 사용 비중이 가장 높다. 물론 최근의 가파른 상승으로 장기간 이더리움을 보유하고 있었던 사람들이 수익 실현에 나서고 있다는 소식이 보도된 점을 감안했을 때, 당분간 가격의 추가 상승은 제한될 수 있다. 그러나 미국의 금융시장이 블록체인으로 올라오는 과정 하에서 이더리움 네트워크에 대한 수요는 지속될 가능성이 높아 보이며, 이는 이더리움의 장기적인 가격 흐름에 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망한다.

비트코인과 이더리움 비교

| | 비트코인 | 이더리움 |
|-----------------------|--|---|
| 네트워크 비전 | - 중앙기관 없이 온라인에서 직접 결제 가능한 P2P 전자화폐 구현 | - 스마트 계약 및 dApp 실행 플랫폼 - 공식 비전: 스케일러블*, 보안성, 탈중앙성을 동시에 추구하는 블록체인 인프라 |
| 네이티브 자산의 역할 | - BTC = 디지털 화폐(희소 자산) 겸 네트워크 수수료 지불·보안 인센티브 - 공급은 프로토콜 규칙에 따름 | - ETH = 네트워크 연료(가스)로 연산 및 저장에 필수 |
| 발행 기준 | - 최대 2,100만 개로 설계, 약 4년마다 반감기를 통해 신규 발행 감소 | - 고정된 상한선은 없지만, 네트워크 사용량에 따라 공급이 늘거나 줄도록 설계 |
| 핵심 가치 및 생태계 목표 | - 보안성, 희소성, 검열 저항성 - 강한 보안과 검열 저항의 글로벌 가치 네트워크 | - 검열 저항성, 오픈소스, 프라이버시 보호, 보안성 - 개발자·사용자 플랫폼으로 확장(자산·앱 경제의 기반 레이어) |

자료: 비트코인, 이더리움, 키움증권 리서치센터.

*스케일러블: 네트워크가 이용자 수와 트랜잭션이 폭발적으로 증가해도 성능(속도·처리량)을 유지 확장할 수 있는 특성

트럼프 행정부 2기, 친(親)디지털자산 의지 공식화

디지털자산 시장은 지난 8월 비트코인과 이더리움이 최고가를 경신하며 강세를 보였다. 물론 관세 불확실성, 경기 침체에 대한 우려 등으로 디지털자산 시장은 변동성을 보이기도 하였다. 다만, 트럼프 행정부가 친(親)디지털자산 정책을 본격적으로 추진하고 있다는 점에 주목한다면, 그 어느때보다 디지털자산 시장에 우호적인 환경이 조성되고 있다는 사실에는 변함이 없다.

실제로 지난 7월 미국 하원은 크립토 위크(Crypto Week)를 개최하며 스테이블코인 규제를 담은 GENIUS Act를 포함한 3건의 디지털자산 관련 법안을 통과시켰다. 특히 이 중 GENIUS Act는 미국 최초로 스테이블코인 관련 연방법으로 승인되며, 디지털자산에 대한 시장의 관심을 급격히 끌어올리는 계기가 된 바 있다. 이러한 상황 속에서 8월 백악관은 디지털자산 전략보고서 전문을 공개하였고, 여기에 이어 트럼프 대통령은 401(k) 퇴직연금에 디지털자산을 포함한 대체 자산 투자 허용을 검토하는 행정명령에 서명하였다.

트럼프 행정부 2기의 디지털자산 정책 움직임이 본격화된 만큼 관련 기관들도 친(親) 디지털자산 정책을 적극적으로 추진하는 모습이다. 대표적으로 미국 증권거래위원회 (SEC)는 미국 금융 시장 내 디지털자산 및 블록체인 도입을 통한 현대화를 목표로 한 Project Crypto를 발표하였다. 이와 더불어 디지털자산의 증권성 판단 기준과 관련하여 핵심 쟁점이 되었던 리플랩스(Ripple Labs)와의 소송을 종결하며, 디지털자산 시장 내 규제 불확실성을 완화시키는 모습을 보여주기도 했다. 이처럼 연내 디지털자산 시장과 밀접하게 연관된 주요 이슈가 연이어 발생하고 있다. 이에 따라 다음에서는 주요 이슈들의 세부 내용과 이에 따른 디지털자산 시장 내 변화 흐름에 대해 살펴보고자 한다.

2025년 비트코인·이더리움 가격 변화 및 주요 이슈

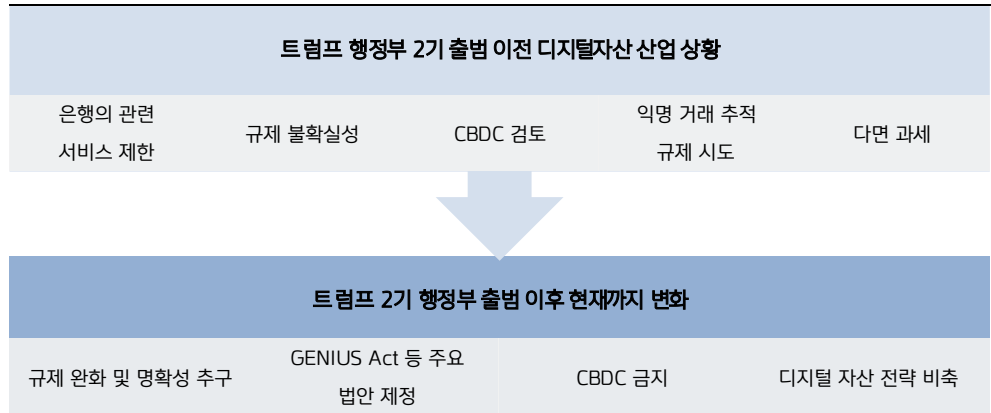


자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터

지난 7월 30일(현지시간) 트럼프 대통령의 행정명령 일환으로 작성된 디지털자산 전략보고서 전문이 공개되었다. 발표 직전 시장은 지난 3월 행정명령에 확인되었던 미국 정부의 비트코인 등 디지털자산 전략 비축 계획이 담겼는지 여부에 높은 관심을 보였다. 그러나 시장의 기대와 달리 보고서에는 미 정부가 몰수한 디지털자산을 특별한 사유 없이 매각하지 않겠다는 내용만 분명히 했을 뿐, 디지털자산의 추가 매수나 비축에 관한 구체적인 계획은 포함되지 않았다. 이에 따라 시장은 보고서에 다소 실망하는 분위기이다.

그럼에도 불구하고, 이번 디지털자산 전략 보고서는 미국 정부가 디지털자산 시장에 대해 처음으로 정책적·제도적 친화 의지를 공식화했다는 점에서 의미를 가진다. 실제로 보고서는 트럼프 행정부 2기 출범 이전과 이후의 정책 기조 변화를 짚으며, 디지털자산의 미래를 긍정적으로 전망하고 있다. 또한, 디지털자산에 대한 향후 정책 방향과 함께 주요 감독기관에 시장 활성화를 위한 규제 정비 및 방안 마련을 권고하는 내용도 포함되었다. 결국, 이번 보고서는 디지털자산에 대한 규제 명확화와 제도권 편입을 통해 시장을 적극적으로 육성하려는 트럼프 행정부의 의지가 명확하게 반영되었다고 볼 수 있다.

트럼프2기 행정부 출범 전 후 디지털자산 관련 정책 변화



자료: Whitehouse.com, 보험연구원, 키움증권 리서치센터

디지털자산 전략 보고서



자료: whitehouse.com

디지털자산 전략 보고서 핵심 내용

| | |
|-------------|---|
| 명칭 | 디지털 금융 기술에서의 미국 리더십 강화 (STRENGTHENING AMERICAN LEADERSHIP IN DIGITAL FINANCIAL TECHNOLOGY) |
| 목적 | - 혁신을 허용하면서도 명확한 규제 기반을 마련하여 디지털자산이 미국 경제 내에서 책임 있게 성장할 수 있게 하고, 미국의 금융 리더십과 국가 안보 확보 |
| 주요내용 | - 디지털자산과 블록체인 기술 혁신을 통해 미국이 세계 금융 혁신의 중심이 되도록 리더십 확립 - 기술 중립적(technology-neutral) 규제 틀을 마련하여 디지털 자산 생태계의 혁신을 촉진하면서도, 이용자 보호와 금융 안정성 확보 - 은행, 결제 시스템 등 전통적 금융 인프라와 디지털자산 생태계가 통합되도록 방향성 제시 - 자금세탁(AML), 테러자금 조달(CFT), 제재 회피 등의 리스크를 줄이고 국가 안보 보호 - 디지털자산 관련 소득(채굴, 스테이킹, 보상 등)에 대한 세제 처리, 회계 처리 명확화 - GENIUS, CLARITY 등 관련 입법 제정 촉진 |

자료: Whitehouse.gov, 키움증권 리서치센터

보고서는 ①디지털자산 시장 구조 ②은행 관련 분야 ③스테이블코인 ④불법행위 대응 및 과세에 대한 정책 추진 등의 방향성을 제시하며, 주제 별 관련 기관에 지침 등 권고안 마련을 요청하고 있다. 이와 관련한 주요 내용을 살펴보면, 첫째 '디지털자산 시장 구조'에서는 디지털자산을 증권형(Security Token), 상품형(Commodity Token), 상업용(Tokens for commercial and consumer use)으로 분류하고, 유형별 규제 관할권을 명확히 한다는 내용을 담고 있다.

쉽게 이야기해서 증권형 토큰은 SEC의 감독 대상이 되지만, 상품형 토큰은 미국 상품거래위원회(CFTC)의 관할로 두어야 한다는 것이다. 이러한 내용은 지난 7월 하원을 통과한 CLARITY Act와도 맞닿아 있다. 여기서 CLARITY Act는 일정한 기술적 거버넌스 기준을 충족하는 성숙한 블록체인 시스템 상에서 운영되는 디지털자산을 상품으로 정의하고, 이에 대한 CFTC의 감독권을 보장하는 법안이다.

CLARITY Act 법안 주요 내용

| | |
|-------------|--|
| 목적 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 시장 구조 규제 법안으로 SEC와 CFTC의 관할권을 명확히 나누고, 디지털자산의 분류, 거래, 자본 조달 등 디지털자산 시장 전반에 대한 규제 프레임워크 제공 |
| 주요내용 | <ol style="list-style-type: none"> 1. SEC와 CFTC의 역할 분담 <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산을 자산 유형에 따라 분류하여 증권성 여부에 따라 규제 기관의 관할을 명확히 함 - 증권성 없는 디지털상품(Digital Commodity)은 상품거래위원회(CFTC)가 감독, 증권성이 있는 디지털자산 (Security Token)은 증권거래위원회(SEC)가 관할. 스테이블코인은 GENIUS Act 적용 2. 성숙한 블록체인 시스템 개념 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산을 일정한 기술적·거버넌스 기준을 충족하는 성숙한 블록체인 시스템(mature blockchain system) 상에서 운영되는 경우에는 디지털상품으로 분류 - 성숙한 블록체인 시스템은, 특정 개인이나 집단에 의해 실질적으로 통제되지 않고 분산된 참여자에 의해 유지되는 개방적이고 중립적인 네트워크 의미 3. 발행 단계 시 조건부 SEC 등록 면제 조항 <ul style="list-style-type: none"> - 백서, 리스크 공시 및 이해상충 방지 체계 등을 포함한 상세 정보를 공개하고, 투자자 보호 조치를 마련하였다는 가정 하에 최초 발행일로부터 연간 최대 7,500만 달러 상당의 디지털자산을 SEC의 등록 없이 발행 가능. 다만, 발행일로부터 4년 이내 성숙한 블록체인 시스템으로 인정받지 못할 경우 등록 면제 조건 철회 |

자료: 법무법인 세종, Congress.gov, 키움증권 리서치센터

보고서는 두번째로, 은행들이 디지털자산 수탁, 스테이블코인 준비금 관리 등과 같이 디지털자산 관련 활동을 보다 명확하고 예측 가능한 규제 환경에서 수행할 수 있어야 함을 강조한다. 이를 위해 관련 기관들에게 은행들의 디지털자산 산업 활동 절차와 범위에 대한 규제 마련을 촉구함과 동시에 이전 정부의 오퍼레이션 초크 포인트 2.0 (Operation choke point 2.0) 정책을 경계해야 한다고 지적하고 있다.

오퍼레이션 초크 포인트 2.0은 바이든 행정부 당시 전략으로 은행들이 디지털자산 관련 서비스 혹은 산업을 지원할 경우 연방예금보험공사(FDIC), 연준(Fed), 미국 통화감독청(OCC)으로부터 사전 통지 및 승인을 받아야 하는 내용 등이 포함되어 있다. 따라서 오퍼레이션 초크 포인트 2.0 전략 하에 과거 은행들은 디지털자산 관련 산업·서비스로 확장이 어려웠으며, 더 나아가 디지털자산 업권에 은행 서비스를 제공하는 것에도 신중한 태도를 보여왔다.

보고서에 이러한 바이든 정부의 전략을 강하게 비판하고 있는 만큼 트럼프 대통령은 임기 기간 내 전통 금융 시장에서 디지털자산을 수용할 수 있는 환경 마련에 중점을 둘 것으로 보인다. 또한, 여기에 더해 디지털자산 업권에서의 전통 금융 시장 서비스 확대로 이어질 경우 전통 금융 시장과 디지털자산 시장 간의 융합도 예상 가능하다.

트럼프 행정부 2기 이후 SEC · CFTC 규제 변화

| SEC | CFTC |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 산업군을 대상으로 한 소송 제기 등과 같은 사후 규제 방법 종료 - 디지털자산 태스크포스(TF) 설립 - 디지털자산 수탁업체에 과도한 규제 부담으로 작용했던 SAB121 폐지 * *SAB121: 고객을 대신해 디지털자산을 보유한 금융회사가 자산을 대차대조표에 부채로 보고하도록 요구하는 규정 - 밌코인·스테이블코인·채굴·스테이킹 활동 등에 지침 제시 - FINRA와 공동으로 발표했던 브로커-딜러의 디지털자산 증권 수탁 관련 성명 * 철회 *FINRA 성명: 브로커 딜러가 디지털자산 증권을 취급 혹은 보관하기 위해서는 FINRA의 승인·협의 필수 - 바이든 행정부 시절 SEC가 제안했던 가상자산 관련 규칙 제정안(거래소의 정의 확대, 수탁 규정 강화 등) 철회 | <ul style="list-style-type: none"> - 집행 중심 규제를 중단하고 사기·피해자 지원에 집중 - Crypto CEO Forum 개최 - 미국 디지털자산 분류 체계 및 비현금 담보 토큰화에 관한 작업 진행 - 무기한 파생상품과 24시간 주 7일 거래 도입 및 의견 수렴 - 선물·스왑 활동의 미국 내 소재지 및 미국인 정의 지침 제시 - 가상자산 파생상품 청산 관련 자문 문건 * 을 철회하며 규제 완화 * 디지털자산 관련 DCO(파생상품 청산기관)들이 직접 고객 상호작용 하는 구조의 위험성을 검토하는 CFTC Staff Advisory No.23-07 문건 |

자료: Whitehouse.gov, 키움증권 리서치센터

세번째로 보고서는 최근 시행을 앞둔 스테이블코인 법안인 GENIUS의 충실하고 신속한 이행을 위해서 모든 기관들이 협력해야 함을 언급하고 있다. 이와 더불어 함께 논의되었던 미국 내 CBDC 도입을 금지하는 법안인 Anti CBDC Act 추진이 이루어질 수 있도록 장려하는 내용도 담겨 있다. 참고로, Anti CBDC Act는 앞서 언급한 CLARITY Act와 함께 지난 7월 하원을 통과하여 현재 상원의 논의 단계를 밟고 있다. 이 외에도 보고서는 자금세탁방지 등의 불법행위를 효과적으로 방지할 수 있는 규제 준비의 필요성과 디지털자산에 친화적인 방향으로 과세 방침 논의가 이루어져야 한다고 주장한다.

결론적으로 미 백악관의 보고서에서 디지털자산 시장에서 기대했던 비트코인 등 디지털자산의 추가 매입 등에 대한 계획은 확인되지 않았으나, 트럼프 행정부의 디지털자산에 대한 친화적인 정책 방향성을 뚜렷하게 보여주었다고 생각한다. 따라서 관련 내용을 통해 추후 미 정부의 정책 방향성을 가늠해 본다면, 디지털자산 시장에 긍정적인 시각을 유지할 필요가 있다고 판단한다.

GENIUS Act • Anti CBDC 주요 내용

| 법안명 | 주요 내용 |
|------------|--|
| GENIUS Act | <ul style="list-style-type: none"> - 지급 스테이블코인(Payment Stablecoin) * * 결제 및 자산 수단으로 사용되거나 사용되도록 설계한 디지털자산을 규제하기 위한 법안 - 발행 자격, 규제 체계, 준비자산 요건, 이자지급 금지 및 금융범죄 방지 등에 대한 내용 규정 - 지급 스테이블코인 발행은 허가된 발행자로 한정 - 발행자는 발행된 지급 스테이블코인 발행 잔액과 최소 1:1 비율에 해당하는 준비자산 보유 - 자금세탁방지, 금융범죄 규제 등 준수 의무 - 스테이블코인 발행량 및 준비자산 규모, 구성 등이 포함된 주요 정보 공시 |
| Anti CBDC | <ul style="list-style-type: none"> - 미국 연방준비제도이사회(FRB) 및 연준 산하 은행(Federal Reserve Banks)이 중앙은행 디지털화폐(CBDC)를 직접 또는 간접적으로 발행하거나 이를 통해 통화정책을 수행하는 것을 금지하는 법안 - CBDC를 허용할 경우 중앙은행이나 정부가 국민의 거래 내역을 실시간 추적·통제할 수 있다는 점에서 프라이버시 침해 우려 - 연준 이사회와 연방공개시장위원회는 CBDC의 실험·연구·개발·구현 등의 업무를 수행할 수 없음 |

자료: 법무법인 세종, Congress.gov, 키움증권 리서치센터

디지털자산 전략 보고서 주요 내용 정리

| 주제 | 주요 내용 |
|-------------------------------------|--|
| 디지털자산 시장 구조 | <ul style="list-style-type: none"> - 미국 디지털자산 시장이 세계에서 가장 깊고 유동성이 있는 시장이 될 수 있도록 정책입안자들과 시장 규제 당국이 토대를 마련할 것 - SEC와 CFTC의 감독권 및 규제관할권 명확화 - 증권형토큰(Security Token), 상품형토큰(Commodity Token), 상업용 토큰(Token for commercial and consumer use)로 분류 - CLARITY 법안 마련의 필요성 강조 - 투자자들이 탈중앙화 금융을 선택할 수 있도록 세부적인 규제 마련 필요 |
| 기존 은행의 디지털자산 시장 참여 확대 | <ul style="list-style-type: none"> - 오퍼레이션 초크 포인트 2.0(Operation Choke Point 2.0) 철폐 - 크립토 디빙킹 철폐 - 은행의 디지털자산 관련 활동에 대한 명확한 규제 마련 강조 - 디지털자산 기업의 기존 은행 서비스 이용 보장 |
| 스테이블코인을 활용한 결제시스템 혁신 | <ul style="list-style-type: none"> - GENIUS Act 시행을 위한 규제 당국 간 협력 강조 - 실시간 결제 시스템 인프라 구축 - CBDC는 개인 금융 정보에 대한 정부 통제를 강화하므로 금지 |
| 불법 자금조달 방지 및 과세 체계 명확화 | <ul style="list-style-type: none"> - 자금세탁방지 등 의무 명확화 - 불명확한 과세 방침의 구체화 - 디지털자산에 적용할 수 있는 기존 세금 규칙 개정 |
| 비트코인 전략적 비축을 통한 디지털자산업에서의 미국 리더십 강화 | <ul style="list-style-type: none"> - 비트코인 비축량과 재고는 재무부에서 관리 - 디지털자산은 미국 정부가 소유한 자산으로 인정 - 비축하고 있는 비트코인은 일반적으로 판매하지 않고, 미국의 준비자산으로서 유지 - 재무부와 상무부는 세금을 이용하지 않는 선에서 비트코인 추가 확보를 위한 전략을 모색할 예정 |

자료: Whitehouse.gov, 키움증권 리서치센터

트럼프 대통령, 401(k) 퇴직연금에 비트코인 등 디지털자산 투자 허용

백악관의 디지털자산 전략 보고서 발표 이후 미국 내 디지털자산 제도권 편입이 가속화될 것으로 예상됨에 따라 트럼프 대통령은 디지털자산에 관한 새로운 행정명령을 추가로 발표했다. 이번에 추가된 행정명령은 사모펀드·부동산·디지털자산 등 대체 자산을 401(k) 퇴직연금의 자산으로서 활용 가능성을 검토하는 내용으로, '401(k) 투자자들을 위한 대체 자산 접근성 확대(Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors)'라는 명칭으로 공개되었다.

트럼프 대통령 401(k) 퇴직연금 행정명령 서명



By the authority vested in me as President by the Constitution and the laws of the United States of America, it is hereby ordered:

Section 1. Purpose. Many wealthy Americans, and Government workers who participate in public pension plans, can invest in, or are the beneficiaries of investment in, a number of alternative assets. Yet, while more than 90 million Americans participate in employer-sponsored defined-contribution plans, the vast majority of these investors do not have the

자료: Whitehouse.com

401(k) 행정명령 주요 내용

| 구분 | 내용 |
|-------|--|
| 목적 | - 상당 수의 미국인들이 참여하고 있는 고용주 후원형 확정기여형 연금은 대체 자산 투자에 참여할 수 없음. 따라서 이를 허용함으로써 수익을 다각화 기회 제공 가능 |
| 주요 내용 | - 은퇴를 준비하는 모든 미국인들이 대체 자산(부동산, 디지털자산, 사모펀드 등)에 대한 투자 접근성 허용할 수 있도록 할 것 - 이를 위하여 현재 지침을 재검토하고 대체 자산 투자를 포함하는 자산 배분 펀드 제공과 적절한 수탁에 대한 규제 및 절차 명확화 |
| 향후 일정 | - 180일 이내 1974년 근로자 퇴직소득보장법(ERISA) * 재검토 * ERISA: 민간 부문 근로자의 퇴직연금·복지 플랜을 포괄적으로 규율하는 연방법 - 노동부의 사모펀드 보고서 * 의 폐지 여부 검토 * 사모펀드 포함 자산은 신중하게 접근해야 한다는 내용 - 수탁 절차 명확화 - 재무부 장관, SEC 및 기타 연방 규제 기관과 협의하여 정책 목표 수행 검토 - SEC, 퇴직연금 참여자의 대체 자산 투자 접근성 향상을 위한 방안 검토 |

자료: Whitehouse.com, 키움증권 리서치센터

401(k) 퇴직연금은 가입자가 운용 상품과 비중을 직접 선택하는 확정기여형(DC) 퇴직연금의 대표적인 제도이다. 현재 약 7천만 명의 근로자가 가입되어 있으며, 2025년 1분기 기준 운용 자산은 약 8.7조 달러로, 미국 확정기여형 퇴직연금 전체에서 대략 71.3%를 차지한다. 이처럼 401(k) 퇴직연금 제도는 미국 내 퇴직연금 시장에서 절대적인 비중을 차지하고 있다.

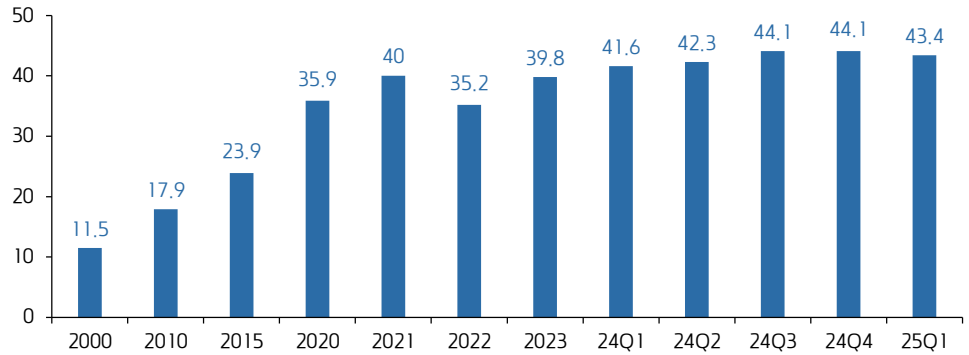
401(k)와 같은 퇴직연금은 안정적이면서 장기적인 수익을 추구하는 만큼, 투자 가능한 자산은 저비용·고유동성 중심의 상장 주식이나 인덱스 펀드 등으로 한정된다. 따라서 사모펀드, 부동산, 디지털자산 등 대체 자산 편입은 제도 취지와 맞지 않는다는 우려가 존재한다. 특히 디지털자산은 여전히 변동성이 높은 자산으로 분류되기 때문에 퇴직연금 투자 자산으로서 적합성 논란은 더욱 크다. 이와 관련하여 일부 전문가들은 변동성과 위험성이 높은 디지털자산을 포함한 연금 상품 개발 자체가 쉽지 않을 것이라는 견해를 내놓고 있기도 하다.

그럼에도 불구하고 미국 내 디지털자산 투자 수요가 높아지고 있고, 트럼프 대통령이 디지털자산 친화 정책을 적극 추진하고 있다는 점에서 퇴직연금 자금이 디지털자산 시장에 유입될 가능성을 완전히 배제할 수 없다. 실제로 이미 미국 일부 주(州)의 연기금이 비트코인 현물 ETF를 통해 간접적으로 투자에 참여하고 있으며, 노동부는 행정명령 발표 이후 퇴직연금에서 사모펀드 접근을 신중해야 한다는 보고서의 내용을 폐지하기도 했다.

또한, 호주에서는 개인이 직접 운용하는 SMSF(Self-Managed Super Fund) 퇴직연금에서 주식·채권·부동산·귀금속과 함께 디지털자산 투자 접근을 허용하고 있기도 하다. 물론 상당수의 국가들은 퇴직연금의 자산으로서 디지털자산을 허용하는 것에 대해서 신중한 태도를 유지하는 모습이다. 그러나 만일 미국에서 이번 행정명령을 계기로 퇴직연금에 디지털자산을 포함하게 된다면, 국가들의 입장 변화가 이어질 가능성이 높다. 따라서 행정명령의 일환으로 향후 180일 이내에 발표될 미국 노동부의 대체 자산 투자 관련 입장과 기존 지침 및 규정 변화 그리고 SEC의 퇴직연금에서 대체 자산 투자 촉진 방법 제시 여부 등에 관심을 가져야 한다.

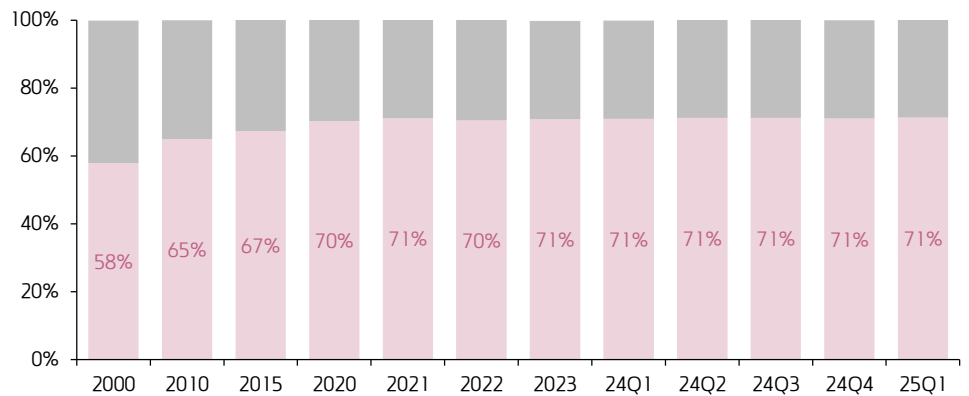
미국의 퇴직연금 시장 전체 규모 변화

(조 달러)



자료: Investment Company Institute, 키움증권 리서치센터

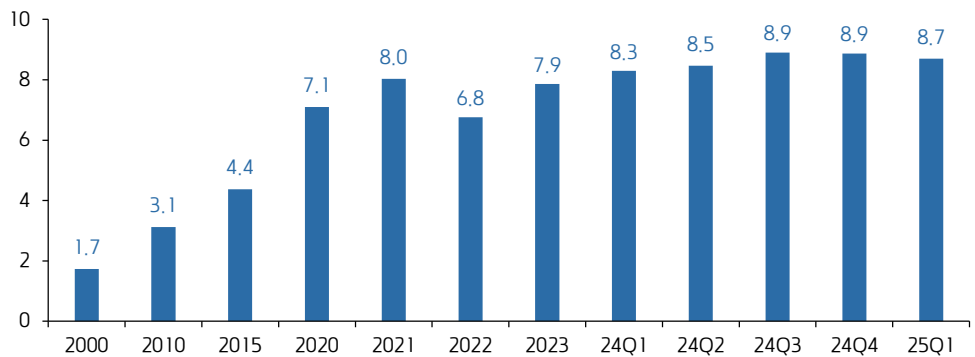
미국 확정기여형(DC) 퇴직연금 전체 규모에서 401(k)가 차지하는 비중 변화



자료: Investment Company Institute, 키움증권 리서치센터

401(k) 퇴직연금 자금 규모 변화

(조 달러)



자료: Investment Company Institute, 키움증권 리서치센터

2024년 미국 주 연금기금의 비트코인 현물 ETF 보유 현황

| 기금명 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 |
|-------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 미시간주 퇴직연금제도 | - | 6,597,800 달러 | 6,981,700 달러 | 9,327,000 달러 |
| 위스콘신주 투자위원회 | 162,854,998 달러 | 98,939,461 달러 | 104,388,639 달러 | 321,501,621 달러 |

자료: SEC, 보험연구원, 키움증권 리서치센터

이처럼 트럼프 2기 행정부에서 디지털자산에 대한 긍정적이고 적극적인 정책 추진 검토가 이어지고 있는 만큼 관련 기관들도 여기에 발맞춰 움직이고 있는 것으로 보인다. 일례로 지난 바이든 행정부 시절 디지털자산에 대한 관할권을 놓고 갈등 상황에 놓였던 미국 증권거래위원회(SEC)와 미국 상품거래위원회(CFTC)가 최근 디지털자산에 대한 중복 규제를 전면 철폐하고 협력적인 규제 운영을 지향할 것에 합의한 바 있다.

여기서 특히 SEC의 변호에 주목할 필요가 있는데, 과거 SEC는 다수의 가상자산을 증권으로 간주하며 광범위한 집행 조치를 이어왔다. 실제로 리플랩스(XRP)·코인베이스·바이낸스 등 주요 관련 기업들을 증권법 위반 혐의로 제소하며 소송으로서 규제를 시행했다. 그러나 트럼프 행정부 2기 출범 이후 친(親)디지털자산 성향의 폴 앳킨스(Paul Atkins)가 위원장으로 취임하면서 SEC의 정책 기조는 급변하였다.

폴 앳킨스(Paul Atkins)의 디지털자산 관련 발언

| 시기 | 디지털자산 관련 발언 내용 |
|---------------------------------|---|
| 지정청문회 (Confirmation Hearing) | - 디지털자산 분야의 불명확하고 규제가 미비한 상황은 시장의 불확실성을 높이고 혁신을 저해함. 따라서 규제의 기초를 확립할 필요가 있음 |
| SEC 컨퍼런스 (SEC Speaks) | - 혁신을 수용하고 장려할 것이며, 과거와는 달리 열린 규제 강조 |
| 프로젝트 크립토 출범 발표 | - 대부분의 디지털자산은 증권이 아니다. |
| OECD 라운드테이블 | - 대부분의 디지털자산은 증권이 아니며, SEC는 그 경계를 분명히 할 것 - 공격적인 단속 기조 폐지 |

자료: 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

SEC, 디지털자산 규제 접근 방향 전환

현재 SEC는 과거의 소송을 중심으로 한 사후규제에서 벗어나 디지털자산을 위한 명확한 규제 프레임워크 구축에 집중하는 모습이다. 이에 진행 중이던 다수의 디지털자산 관련 기업들과의 소송을 취하하거나 합의로 종결한 바 있다. 실제로 지난 2월 SEC는 코인베이스와의 소송에서 공동합의안을 제출해 소송을 기각 시켰고, 이보다 앞서서는 디지털자산 관련 기업인 컨센시스(Consensus), 유니스왑(Uniswap)과의 소송도 취하한 바 있다. 이러한 상황 속에서, 시장은 SEC와 리플랩스(Ripple Labs)의 소송 종료 가능성에 주목했다. 이는 해당 소송이 리플(XRP)를 비롯한 대다수 알트코인의 증권성 여부를 가늠하는 기준으로 작용할 수 있었기 때문이다.

SEC와 리플랩스의 법적 다툼은 2020년 12월 SEC가 리플랩스를 약 13억 달러 규모의 무허가 증권 판매 혐의로 제기한 것에서부터 시작된다. 이후 치열한 법정 공방이 이어지다 2023년 7월 뉴욕남부지방법원의 첫 판결문이 등장한다. 해당 판결문에서 법원은 리플랩스가 발행한 리플(XRP) 그 자체에 대한 증권성을 판단하기 보다 유통 및 판매 구조가 증권의 성질을 가지는지에 주목하였다.

이에 법원은 리플랩스가 직접 기관 투자자를 대상으로 판매한 것에 대해서는 증권성을 인정한 반면, 거래소 등 2차 시장에서 일반 투자자를 대상으로 판매한 행위에 대해서는 증권에 해당하지 않는다고 판시하였다. 이처럼 법원이 2가지 판매 방식에 대해 상반된 판결을 내린 배경에는 미 연방의 증권성 판단 기준인 하위테스트(Howey Test) 적용에서 타인의 노력에 의한 이익 기대 요건이 핵심으로 작용한 것으로 보인다.

우선 하위테스트는 미국 연방 법원의 증권성 판단 기준으로 ①금전이 투자되고 ②그 금전이 공동의 사업에 쓰이게 되고 ③투자에 따른 이익을 기대할 수 있으며 ④그 이익은 타인의 노력으로 발생될 경우 증권으로 간주한다. 이를 다시 리플랩스 사건에 대입해 보면, 기관 투자자를 대상으로 한 리플(XRP) 판매는 이 4가지 요건을 모두 충족하였다고 본 것이다. 그에 반해 일반 투자자를 대상으로 판매한 경우 이익을 기대하긴 하나, 리플 발행사인 리플랩스의 노력을 기대하지는 않았다는 점에서 ④요건이 결여되어 있다고 판단한 것이다.

SEC, 코인베이스 소송 기각 결정 발표

SEC Announces Dismissal of Civil Enforcement Action Against Coinbase

FOR IMMEDIATE RELEASE | 2025-47

Washington D.C., Feb. 27, 2025 — The Securities and Exchange Commission today announced that the Commission has filed a joint stipulation with Coinbase Inc. and Coinbase Global Inc. to dismiss the ongoing civil enforcement action against the two entities.

On January 21, 2025, the Commission announced the formation of the Crypto Task Force, which is dedicated to helping develop a comprehensive and clear regulatory framework for crypto assets. Given the pending work of the [Crypto Task Force](#), the Commission is dismissing this matter.

자료: SEC

하위테스트(Howey Test) 요건

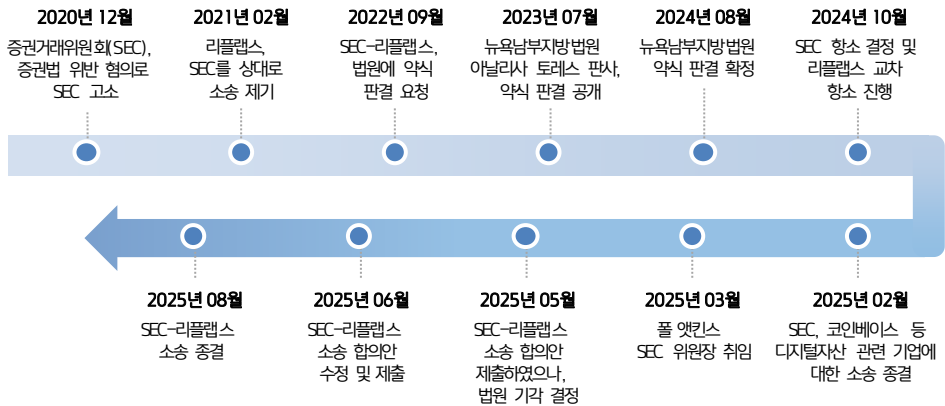
| 요건 | 내용 |
|---------------|--|
| 금전의 투자 | - 금전은 현금뿐만 아니라 대가 지불이 가능한 금전적 가치가 있는 것을 포함 |
| 공동사업 | - 다수의 투자자들이 특정한 목적을 이루기 위하여 자산을 모집하는 행위에 해당 여부 |
| 타인의 노력에 의존 | - 적극적 참가자의 노력에 의존하는 것을 기대할 수 있는지 여부와 적극적 참가자의 노력이 사업의 성패에 영향을 줄 수 있는지 여부를 판단 |
| 투자 수익의 합리적 기대 | - 자산평가 이익, 투자자금을 활용한 결과 발생하는 이익 등에 투자자의 합리적 기대가 있는지 여부 |

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

판결이 공개된 이후 SEC는 이에 불복하며 2024년 8월 항소를 제기하였고, 리플랩스 역시 교차 항소 의사를 보이며 소송은 계속되었다. 그러나 친(親) 디지털자산 성향이 강한 트럼프 행정부 2기 출범 이후 상황은 급변하였다. 두 당사자간은 소송을 종결하는 것에 대한 합의문을 법원에 제출하였으며, 이후 지난 8월 최종적으로 합의문이 승인되면서 소송은 끝이 났다. 이로 인해 디지털자산 증권성에 대한 법원 판단은 뉴욕지방법원의 약식 판결로 확정되었다. 따라서 일반 투자자를 대상으로 거래소에서 판매되고 있는 알트코인에 대한 증권성 리스크는 상당 부분 해소되었다고 볼 수 있다.

SEC의 리플 소송 종결은 미국 디지털자산 시장이 소송을 이용한 사후규제에서 규제 프레임워크를 구축 하는 사전규제 체계로 변화 되었음을 분명히 보여준다. 특히 소송 종결 이전부터 SEC는 디지털자산 규제 프레임워크 마련을 위해 Crypto Task Force(TF)를 구성하여 코인베이스, 리플랩스, 서클 등의 디지털자산을 대표하는 기업과 JP모건, 로빈후드 등의 기관과의 회의를 통해 협력을 강화한 바 있다. 따라서 추후 디지털자산에 대한 규제 프레임워크는 SEC를 중심으로 점차 구체화될 것으로 예상되며, 이를 통해 미국 내 관련 시장의 건정성과 신뢰성은 향상될 것으로 기대된다.

SEC-리플랩스 소송 타임라인



자료: SEC, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

SEC의 Crypto TaskForce(TF) 3Q25 주요 회의 리스트

| 날짜 | 회의 참여자 | 논의 내용 |
|-------|---|---|
| 07.01 | Ethena Labs | - Ethena Labs의 USDe에 대한 소개 및 설명 - 기존 스테이블코인 규제 프레임워크의 미흡함 지적 - USDe와 같은 형태의 자산에 대한 명확한 규제 지침과 혁신을 수용할 수 있는 규제 필요 강조 |
| 07.14 | Coalition of cooperative Blockchain Organization | - Safe harbor 규정 제안 논의 - DAO 법적 지위 명확화 - 협동조합 형태를 온라인 분산원장 환경에 맞게 법제화하는 과정 필요성 언급 - Howey 테스트 등 기존 증권법 해석 위주가 아닌 기술 중립적 규제 접근 도입에 대한 논의 |
| 08.27 | Blockchain Association | - 디지털자산을 다루는 투자자문업자(RIA)에 대한 규제 부담 완화 요구 - 전통 자산 중심으로 설계된 규제를 디지털자산 환경에도 맞도록 기능중심·기술 중립적인 규제 촉구 |
| 09.02 | Robinhood Markets | - 디지털자산이 기존 증권법 적용 대상이 되는지, 전혀 다른 방식의 규제가 마련되는 것이 적합한지 여부 - 토큰화 자산이 기존 제도 범위에도 포함되는지 여부. 혹은 다른 규제 적용 가능성에 대한 의문 - 전통적인 증권 규정을 배제할 수는 없으나, 그 모달을 디지털자산에 그대로 적용하는 것에 대한 한계점 지적 |
| 09.10 | Securities Industry and Financial Markets Association | - 기술적 변화가 있더라도 기존의 투자자 보호장치와 시장 매커니즘 투명도 등의 규제는 토큰화 시장에도 동일하게 적용 - 수탁 시에도 고객 자산 분리, 금융 활동의 분리, 적절한 통제 기준 유지 필요 - 토큰화된 증권의 정의와 분류 명확화 필요 - 기존 규제를 일정 부분 유연하게 적용하기 위한 샌드박스 도입 주장 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

지난 8월 SEC는 ‘디지털 금융 혁신에서의 미국 리더십’이라는 콘퍼런스에서 디지털자산 규제 체계 전면 개편을 위한 작업으로 ‘Project Crypto’를 발표하였다. 본 프로젝트는 디지털자산의 증권성 판단 지침과 유형별 규제 기준을 제시하면서 혁신적 활동을 지원하는 것에 무게를 둔다. 이는 앞서 언급한 백악관의 디지털자산 전략 보고서와 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

더 나아가 SEC의 Project Crypto에는 미국 금융 시장이 온체인으로 전환될 수 있도록 전통 금융 시장 내 블록체인 기술 도입을 지원하는 방안도 포함되어 있다. 주요 내용을 살펴보면, 우선 하나의 플랫폼에서 전통 금융상품과 디지털자산을 함께 제공할 수 있도록 인·허가 체계를 검토하는 이른바 ‘슈퍼앱’ 프로젝트가 있다. 만일 해당 프로젝트가 성공적으로 안착될 경우 전통 금융과 디지털자산을 아우르는 차세대 금융 플랫폼의 등장도 기대되는 상황이다.

또한, 프로젝트는 탈중앙화 금융(DeFi)이 미국 시장에서 발전할 수 있도록 제도적 기반 마련을 위한 ‘온체인 소프트웨어 시스템 허용’이라는 방안도 함께 제시한다. 이와 같은 접근은 SEC가 기존에 디지털자산과 전통 금융을 엄격히 구분하던 정책 기조에서 벗어나, 디지털자산 및 블록체인을 적극적으로 수용하려는 태도로 해석할 수 있다. 그리고 이를 통해 두 시장의 연결성을 강화하고, 미국 금융 시장의 효율성과 투명성을 제고하는 데 집중하고 있음을 엿볼 수 있다.

정리하면, 현재 미국은 트럼프 대통령의 친(親)디지털자산 정책 기조 아래 규제 프레임워크 마련에 초점을 맞추고 있다. 이에 따라 미국 의회는 스테이블코인 관련 법안(GENIUS Act)을 통과시켰으며, 디지털자산 증권성 판단 기준과 그에 따른 규제 기관 및 관할권을 명확히 규정하는 법안 논의도 이어지고 있는 중이다.

여기에 이어 관련 기관들 역시 디지털자산에 대한 새로운 정책 추진으로 이를 뒷받침한다. 대표적으로 SEC는 Project Crypto를 발표하며 금융 시장에서 디지털자산이 적극 수용될 수 있도록 기반을 다지고 있다. 또한, 기존에 디지털자산 기업을 상대로 제기했던 소송들을 종결하며 사후 규제 방식에서 사전 규제 방식 전환을 통해 관련 기업들의 사법 리스크를 완화하고 있다.

SEC의 Project Crypto 주요 내용

| 주제 | 주요 내용 |
|------------------|---|
| 은소어링 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 증권성 판단 기준 마련을 위한 지침 개발 - 미국 내에서 디지털자산 시장이 번창할 수 있도록 하는 규제 체계의 필요성 강조 - ICO, 에어드랍 등 목적에 맞는 공시, 면제, 예외(Safe harbor)제한 필요 - 토큰증권 활성화를 위한 규제 체계 필요 |
| 자유 강화 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 관련 산업 분야에 여러 참여자들이 들어올 수 있도록 하는 규제 체계 마련의 필요성 강조 - 디지털자산을 수탁할 곳을 정할 때 최대한의 선택권을 갖도록 SEC가 보장할 것 - 시장 참여자들이 투자자를 적절히 보호하는 규제 체계를 선택할 수 있는 자유를 부여할 것 |
| 슈퍼앱 | <ul style="list-style-type: none"> - 증권 등의 중개업체는 단일 라이선스로 광범위한 상품과 서비스를 제공할 수 있어야 함 - SEC 규제 플랫폼에서 디지털자산, 증권, 토큰화 증권, 스테이킹 및 대출 등 다방면의 상품과 서비스를 제공할 수 있도록 허용하는 프레임워크 개발 검토 - 하나의 거래소(플랫폼)에서 모든 자산을 거래하고 서비스를 누릴 수 있도록 효율적인 인-허가 체계 - 기업들이 불필요하게 여러 규제 기관이나 제도의 적용을 받아서는 안되며, 규제 기관은 투자자를 보호하면서 기업의 발전을 위한 최소한의 효과적인 규제를 제공할 것 |
| 온체인 소프트웨어 시스템 허용 | <ul style="list-style-type: none"> - 탈중앙화 금융, 자동화된 시장 조성자 등 온체인 시스템이 미국 시장 안에서 구축될 수 있도록 체계 마련 - 분산형 시스템과 중개자 운영이라는 두 가지 시스템 모두 금융시장에서 자리를 잡아야 함을 강조 - 디파이 등 시스템에 대한 중개활동과 비중개활동을 구분하는 기준을 마련 - 규제를 위하여 강제로 중개자를 두는 것은 지양 |
| 혁신을 위한 규제 면제 | <ul style="list-style-type: none"> - 혁신적인 활동을 촉진할 수 있도록 규제 면제 고려 - 번거롭고 획일화된 절차와 규칙으로 기업을 제약하기 보다 격려할 것 - 기존 규율로 다루기 어려운 새로운 사업모델과 서비스는 일정 부분 규제 면제도 고려 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

이처럼 미국 내 디지털자산 규제 환경이 변화함에 따라 국내에서도 이를 대응하려는 움직임이 가속화되고 있다. 이미 미국의 GENIUSA Act 통과 이후 원화 스테이블코인 도입 필요성에 대한 논의가 꾸준히 제기되고 있으며, 금융시장 전반에 블록체인 기술 도입을 고민해야 한다는 의견도 확산되고 있다. 이러한 흐름 속에서 금융위원회는 빠른 시일 내에 디지털자산 관련 규제 체계 확립하겠다는 계획을 밝히기도 하였다.

결국 미국의 디지털자산 정책 변화는 국내 관련 시장에 직접적인 영향력을 미치고 있는 것으로 보여진다. 따라서 우리 정부 역시 이에 발맞춘 정책을 조속히 마련해야 할 상황에 직면하였다. 그러므로, 현재 우리 정부가 디지털자산 제도화에 어떻게 대응하고 있는지 검토해볼 필요가 있다.

II. 한국, 미국에 발 맞추기

국내 금융당국의 디지털자산 규제 동향①: 가상자산

미국의 디지털자산 규제는 가상자산을 주요 투자 자산으로 편입하는 데서 끝나는 것이 아니라, 기존의 금융 인프라에 블록체인 기술을 도입하여 금융 시스템 전반에 변화를 주겠다는 점을 시사한다. 이러한 트럼프 미 대통령의 가상자산 관련 정책 기조 하에서 글로벌 금융시장에서 전통금융과 가상자산 시장의 경계는 점점 더 약화될 것이라는 전망이 강화되고 있다.

이에 국내에서도 디지털자산과 관련한 법제화가 필요하다는 주장이 꾸준히 나오고 있다. 지난 자료(‘온오프: 금융과 가상자산 시장이 만난다’, 2025/08/06 발간)에서 언급했듯이 현재 국내에서 디지털자산과 관련한 관심 주제는 크게 ①비트코인 등 가상자산 현물 ETF 허용, ②원화 기반 스테이블코인 발행, ③블록체인 등 분산원장 시스템의 금융시장 도입 등으로 나누어 볼 수 있으며, 이재명 정부가 발표한 123개의 국정과제 중 디지털자산과 관련한 내용에 이러한 부분들이 담겨있다.

이재명 정부의 국정과제 중 디지털 자산 관련 내용

| 구분 | 내용 |
|--------------|--|
| 과제 목표 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 규율체계 마련 및 디지털자산 현물 ETF·토큰 증권 관련 제도 정비 - 블록체인 산업 경쟁력 강화를 위한 혁신로드맵과 「블록체인기본법」 마련 |
| 주요내용 | <p>① 디지털자산 규율체계 마련</p> <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 상장·공시, 사업자 유형별 영업행위 규제 마련 등을 통한 건전한 시장기반 조성 - 스테이블코인 발행·유통 관련 이용자 보호, 글로벌 정합성, 통화·외환정책 영향 등을 고려한 규율체계 신속 마련 |
| | <p>② 디지털자산관련 상품 제도화</p> <ul style="list-style-type: none"> - 금융·디지털자산 시장과 연계 리스크, 실물경제 영향, 투자자 편익 등을 감안하여 현물 ETF 도입 추진 - 가상자산 현물 ETF, 스마트 컨트랙트 기반 토큰증권 발행·유통 제도 도입 |
| | <p>③ 블록체인 산업 지원 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> - 블록체인 산업 안정적 성장 지원을 위해 「블록체인산업 경쟁력 강화방안」, 「블록체인기본법」 마련 - 혁신적 블록체인 서비스 자유로운 테스트 환경 조성 - 기업 성장 촉진 및 인프라 확충, 블록체인 특구 신설 방식 제고 |
| 기대효과 | <ul style="list-style-type: none"> - 건전한 디지털자산·블록체인 생태계 조성을 통한 디지털자산 산업 성장 및 투자자 편익 제고 - 통화 자산의 디지털화 추세에 선제적 대응, 송금 등 지급결제 편의 향상 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

국내 금융당국과 정부의 디지털자산 관련 규제 및 정책 동향

| 가상자산 | 시기 | 토큰증권(조각투자) |
|--|-----|---|
| - (09월) 금융위원회, 국내 모든 유형의 디지털토큰 발행 금지 발표 | '17 | |
| - (01월) 가상자산 거래 실명제 시행 | '18 | |
| | '19 | - (05월) 카사코리아 혁신금융서비스 지정 |
| | '20 | - (10월) 비브릭 규제자유특구 실증사업 지정 |
| - (03월) 특정금융정보법(특금법)시행 | '21 | - (04월) 루센트블록 혁신금융서비스 지정 - (05월) 편블 혁신금융서비스 지정 |
| | '22 | - (04월) 금융위원회 조각투자 가이드라인 발표 - (09월) 음원저작권 청구권 조각투자 혁신금융서비스 지정 - (12월) 신탁업 혁신방안 발표 블록체인기반 금전채권 신탁수익증권 거래 플랫폼 서비스의 혁신금융서비스 지정 |
| | '23 | - (02월) 토큰증권 가이드라인 발표 - (07월) 21대 국회 전자증권법 및 자본시장법 개정안 발의 - (08월) 투자계약증권 증권신고서 개정안 발표 - (12월) KRX, 신종증권의 장내거래를 위한 혁신금융 서비스 지정 신탁수익증권 기초자산 요건 가이드라인 발표 |
| - (01월) 금융당국, 비트코인 현물 ETF 발행 및 중개 불가능 방침 발표 - (07월) 가상자산 이용자보호 등에 관한 법률 시행 - (11월) 가상자산 위원회 출범 및 1차 회의 진행 | '24 | - (04월) 21대 국회 임기 종료에 따라 토큰증권 법제화 관련 개정안 폐기 블록체인 기반 항공기 엔진 리스 관련 신탁수익증권 투자 플랫폼의 혁신금융서비스 지정 - (07월) 투자계약증권 투자자 보호 모범 기준 마련 - (10월) 22대 국회, 토큰 증권 제도화를 위한 자본시장법과 전자증권법 개정안 발의 - (11월) 비금전재산신탁의 수익증권 발행을 위한 자본시장법 개정안 발의 |
| - (02월) 법인의 단계적 가상자산시장 참여 추진안 발표 - (03월) 22대 국회, 자산운용사의 투자 대상에 가상자산을 포함하는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 발의 - (06월) 22대 국회, 디지털자산기본법안 발의 가상자산을 금융투자상품의 기초 자산과 신탁 재산의 범위로 편입하는 자본시장법 개정안 발의 비영리법인 및 가상자산 거래소 현금화 목적의 거래 허용 - (09월) 가상자산 매매 및 중개업의 벤처기업 신청 가능 - (하반기) 일부 법인 가상자산 매매 시범 허용 예정 | '25 | - (02월) 조각투자 샌드박스 제도화 발표 - (09월) 조각투자 장외거래소(유통플랫폼) 제도 도입 발표 |

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터.

*가상자산 거래 실명제: 가상자산 거래를 위해 은행 실명 계좌를 의무적으로 사용해야하는 법안

**특정금융정보법: 가상자산사업자에 자금세탁방지 의무 부과 목적. 이와 더불어 고객 예치금 분리 보관이나 거래정보 보관 등도 언급

국내 디지털자산에 대한 관심이 높은 상황이나, 현실적으로 국내에서 관련 안건이 빠르게 현실화되기는 어렵다. 디지털자산과 관련해 금융당국과 관련 업계, 전통 금융기관 등이 함께 논의해야 할 내용이 많고 국내 또한 규제를 마련해야하기 때문이다. 특히 국내는 2017년 금융위원회가 국내에서 모든 유형의 디지털토큰 발행을 금지한 이후, 디지털자산과 관련해 구체적으로 논의된 바가 없다. 22대 국회에서 디지털자산관 관련한 법안이 꾸준히 발의되고 있지만, 발의 이후 추가적인 논의는 부재하다. 이는 국내에서 관련 시장이 열리는데 어려움으로 작용하고 있다.

국내의 디지털자산 관련 규제 및 정책 관련 소식을 살펴보면, 가상자산 파트에서 새로운 이슈가 더 많이 나왔다. 이는 2024년 미국의 비트코인과 이더리움 현물 ETF 출시에 이어 미국 트럼프 행정부의 친 가상자산 기조가 영향을 준 것으로 보이며, 국내 규제 당국의 관심도 가상자산 쪽에 좀 더 집중되었다는 것을 시사한다.

금융위의 가상자산 관련 규제는 지난해 연말부터 점진적으로 변화하기 시작했다. 금융위는 가상자산위원회를 결성해 국내 가상자산 시장과 관련한 현안을 정기적으로 논의했고, 이를 기반으로 2025년 2월에는 법인의 단계적 가상자산 참여 방안을 발표했다. 이에 2021년 특정금융정보법(특금법) 시행 이후 불가능했던 법인의 가상자산 거래가 단계적으로 진행 중이다. 지난해 11월 법집행기관을 시작으로 6월에는 비영리법인과 가상자산 거래소의 가상자산 매각까지 가능해졌다.

비영리법인과 가상자산 거래소의 가상자산 매각 가이드라인

| | 비영리법인 | 가상자산거래소 |
|---------------------|--|--|
| 허용대상 | - 외감법인이면서 5년 이상 업력 요건을 충족하는 비영리법인 | - 「특금법」 상 가상자산사업자로 신고한 가상자산 거래소 |
| 가상자산 종류 | - 3개 이상 원화거래소에서 거래지원 하는 가상자산 | - 5개 원화거래소 시가총액 상위 20개 가상자산 |
| 주요 규율 목적과 내용 | - 내부통제장치 확보 내부 심의기구를 통해 기부 의 적정성, 현금화 계획 등 사전검토 | - 매도시 시장영향 최소화 매도 목적 제한(운영경비 확보) 및 일일 매도 한도 도입 등 ex) 두 개 이상 원화거래소에 분산 매도, 자기 거래소 매도 불허 등 |
| 자금 세탁 방지 | - 은행·거래소·법인이 중첩하여 기부금 관련 고객확인 등 수행 | - 매도 목적 제한 및 사전·사후 공시의무 부과 |
| 기대효과 | - 기부금의 원활한 현금화 지원과 건전한 가상자산 기부문화 확립 | - 수수료로 받은 가상자산의 현금화 및 가상자산 이용자 이해상충 방지 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

가이드라인을 기준으로 실제 가상자산 매도에 나선 원화 거래소도 존재한다. 8월 초 코인원은 인건비 등 운영경비 충당을 위해 비트코인, 이더리움 등의 가상자산 매도를 발표했다.

상반기 일정이 밀리지 않고 예정대로 시행된 만큼 하반기 일정도 잘 진행될 가능성이 높아졌다. 하반기 중에는 금융회사를 제외한 전문 투자자 등의 가상자산 매매가 추진될 예정이다. 물론 2025년 2월 금융위는 전문투자자 등의 가상자산 매매거래를 위해서는 자금세탁방지 보완이 필요하다는 점을 언급해왔으나, 비영리법인과 가상자산 거래소의 가상자산 매각을 진행하면서 자금세탁방지 목적의 고객 확인 강화 등이 이미 진행되어온 만큼 일정이 지연되지 않을 것으로 전망한다.

한편, 가상자산위원회가 제시했던 계획대로 법인의 가상자산 참여가 순조롭게 진행되는 가운데 국내 가상자산 거래소는 사업 영역 다각화에 대한 관심이 높아진 것으로 보인다. 일부 가상자산 거래소가 가상자산 거래소가 가상자산이나 예치금을 담보로 이용자에게 가상자산을 대여해주는 ‘가상자산 대여 서비스’를 출시했기 때문이다. 통상적으로 국내 가상자산 거래소의 수익은 가상자산 현물 매매에 따른 수수료로 한정되었으나, 해당 서비스를 통해 가상자산 대여 수수료 등을 추가적으로 얻을 수 있게 되었다. 물론 서비스 출시 초반에는 이용자 보호의 문제 등으로 잠정 중단되기도 했다. 그러나 금융당국과 디지털자산거래소 공동협의체(DAXA) 등이 관계기과 TF 구성하고, 회의를 통해 9월 초 가이드라인을 발표하며 DAXA 의 자율 규제 하에서 해당 서비스는 재개되었다.

가상자산 거래소의 가상자산 대여 가이드라인

| | 구분 | 내용 |
|---------------|----------------|---|
| 대여 서비스 범위 명확화 | 제한 대상 | <ul style="list-style-type: none"> - 레버리지 서비스: 담보가치를 초과한 가상자산 대여 - 금전성 대여 서비스: 원화가치로 상환하는 형태 (대부업법 위반 소지) * 코인베이스 등 대부분의 제도권 가상자산 거래소들은 레버리지 서비스를 기관 중심으로 운영하고, 개인 대상 레버리지는 제한 |
| | 운영 원칙 | <ul style="list-style-type: none"> - 사업자의 고유재산 활용이 원칙 - 제3자 협력·위탁 통한 간접 대여는 제한 (규제 우회 방지) |
| 이용자 보호 | 교육 및 적격성 테스트 | - 최초 이용자 대상 DAXA 주관 온라인 교육 및 적격성 테스트 이수 여부 확인 |
| | 대여 한도 설정 | <ul style="list-style-type: none"> - 주식시장 공매도와 유사하게 대여서비스 이용 경험 및 거래 이력 기반으로 이용자별 대여한도 설정 * 공매도 개인 대주 한도와 유사하게 최대한도를 3천만원/7천만원 등 단계적으로 설정하고, 해당 한도 내에서 사업자별 내규로 규정 |
| | 강제청산 관련 조치 | <ul style="list-style-type: none"> - 강제청산 우려 시 사전 고지 의무 부여 * 대여한 가상자산의 가격이 당초 예상과 다르게 변동하여 증거금 손실 및 대역상환 종료 - 강제청산을 방지하기 위해 이용자가 추가 담보 제공하는 경우 이용자별 대여 한도 내에서만 허용 |
| | 수수료 제한 | - 최고 이율 연 20% 이내로 제한 |
| | 공시 의무 | - 수수료 체계, 가상자산 종목별 대역 현황 (실시간), 강제청산 현황 (월 단위) |
| 시장 안정 | 대여 가능 자산 기준 제시 | <ul style="list-style-type: none"> - 시가총액 20위 이내 또는 3개 이상 원화 거래소에서 거래 지원 중인 가상자산 - 거래유의 종목, 이상거래 의심 종목 등은 대여·담보 활용 제한 - 대여 서비스를 제공하는 거래소는 대여 가능 종목 및 잔고, 담보 현황 등 홈페이지에 공시 예정 |
| | 시장 변동성 통제 | - 특정 가상자산에 대한 대역 수요 집중 등으로 과도한 시세 변동이 발생하지 않도록 시장 변동성 관리를 위한 내부 통제 장치 구축 의무 규정 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

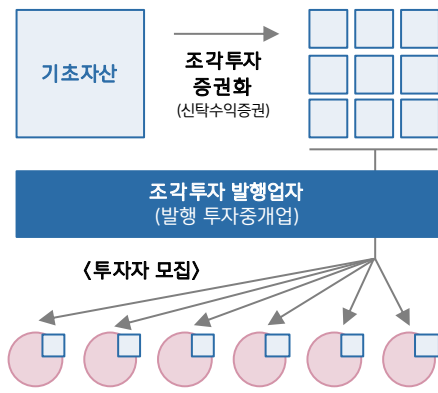
국내 금융당국의 디지털자산 규제 동향②: 조각투자자 토큰증권

한편, 토큰증권과 관련한 새로운 소식도 존재했다. 전자증권법, 자본시장법 개정이 지연되고 있어 규제 불확실성은 여전히 남아 있지만, 조각투자 제도화가 진행되고 있다는 점은 토큰증권에 있어서 긍정적인 소식으로 볼 수 있다. 특히, 일부 조각투자 회사는 혁신금융서비스 지정이 완료되며 관련 사업에 대한 불확실성에 직면했기 때문이다. 조각투자자 토큰증권은 분명 다른 개념이지만, 국내 초기 토큰증권 시장의 주요 참여자로 조각투자자가 언급되고 있다는 점을 감안하면 조각투자자 토큰증권을 별개로 살펴보기는 어렵다.

금융위가 발표한 조각투자 제도화 방안을 간략하게 살펴보면, 기존에 혁신금융서비스와 같이 샌드박스를 통해 진행되던 조각투자 사업을 제도권으로 편입하는 것을 목표로 한다. 이를 위해 금융위는 발행과 유통에 필요한 라이선스, 업무 기준 등을 발표했으며, 현재 조각투자 발행의 경우 6월 중 제도 정비가 마무리되었고, 9월 중에는 유통 플랫폼 제도화까지 추진할 예정이다.

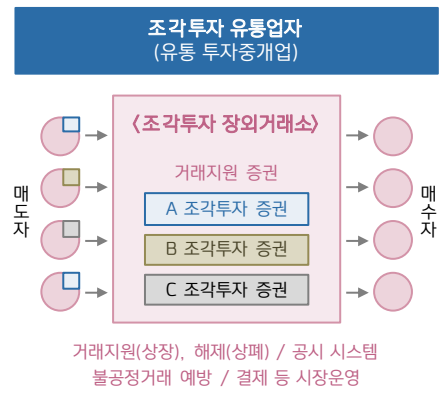
다만, 앞서 언급했듯이, 조각투자 상품이 토큰증권으로 전환되기 위해서는 결국 전자증권법과 자본시장법 개정이 동반되어야 한다. 이에 토큰증권은 하반기 중 실제로 토큰증권 제도화가 추진되는지 여부에 따라 디지털자산 시장의 관심이 가상자산에서 토큰증권으로 넘어올 수 있을 것이다. 최근 이억원 신임 금융위원장이 토큰증권에 대해서 적극적인 입장을 피력했고 최근 미국의 규제 또한 금융 인프라에 블록체인 기술을 도입하는 쪽으로 집중되고 있다. 따라서 하반기 중 국내 토큰증권 제도화에도 긍정적인 변화가 발생할 가능성을 열어둘 필요가 있다.

조각투자 발행 중개업 도식화



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

조각투자 유통 중개업 도식화



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

금융위원회 조각투자 제도화 방안

| 구분 | 내용 |
|------------|--|
| 수익증권 투자중개업 | <ul style="list-style-type: none"> - (인가 신설) 조각투자 발행플랫폼은 기초자산을 신탁한 후 신탁업자가 발행하는 수익증권을 투자자에 권유하는 주선 업무 수행하는 것으로 유통화 수익증권 투자중개업 인가 신설 - (샌드박스) 법령 개정시 조각투자를 정식으로 영위할 수 있으므로, 현행 구조의 수익증권 관련 샌드박스 심사지정은 중단 <ul style="list-style-type: none"> · 단, 새로운 구조의 혁신적 서비스가 있는 경우 예외적으로 심사 · 기존 샌드박스 업체의 경우 샌드박스 만료시점에 맞추어 발행과 유통 중 주력 업무를 선택하고 인가를 준비할 필요. 이에 법령정비기간에 해당하는 혁신금융사업자는 금융혁신지원 특별법(§10-25)에 따라 법령 개정시 지체 없이 인가 신청 필요 · 그 외 혁신금융사업자는 남아있는 '2년+2년'의 지정기간 동안 샌드박스가 유지되나, 희망 시 조기에 인가 전환 가능 - (샌드박스와의 차이) 부가조건에 따른 제한이 적용되지 않으나, 기존 증권사와 동일한 규제 및 발행-유통 분리 원칙 적용 <ul style="list-style-type: none"> · 수익증권에 대해 인가를 취득하므로, 다양한 기초자산 취급 가능 |
| 비금전신탁 수익증권 | <ul style="list-style-type: none"> - (발행근거) 자산유동화법상 수익증권 발행 근거를 활용해 발행 - (발행감독) 증권신고서 심사를 통해 투자자 보호장치 적용(투자계약증권도 동일, '24. 7월 금감원 '투자계약증권 투자자보호 모범규준' 참조) <ul style="list-style-type: none"> · 기초자산: 신탁 수익증권 기초자산 가이드라인에 따라 심사. 샌드박스 사례가 있는 동산, 부동산, 무체재산권을 우선 고려 · 투자자 보호: 신탁재산 관련 수사·정기 공시, 기초자산의 가치 평가, 적절한 청약한도 설정 등 투자자 보호 장치 마련 필요 · 보유의무: 자산유동화법에 따른 위탁자 5% 보유의무 적용 |
| 유통플랫폼 | <ul style="list-style-type: none"> - (발행-유통 분리) 시장운영자로서의 이해상충을 방지하기 위해 발행·인수·주선한 증권의 유통플랫폼 운영은 제한 <ul style="list-style-type: none"> · 단, 시장운영자 역할을 하지 않는 1:1 협의매매는 가능(매도·매수 의향만을 공개적으로 게시하고, 구체적 가격은 매수자·매도자가 개별 협의) - (유통플랫폼 제도화) 현 샌드박스 구조를 기초로 수익증권의 장외 다자간 상대매매를 수행하는 투자중개업 인가단위 신설, 신규인가는 최대 2개로 제한 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

조각투자 유통플랫폼 업무기준

| 구분 | 내용 |
|------------------|--|
| 거래·체결 | - 매수·매도 호가를 공개하고, 가격이 일치하는 주문간 거래 체결 |
| 공시 | - 투자자에게 기초자산 운용현황·수익·수수료 등 정보(조각투자)를 정기적으로 공시 |
| 이해상충 방지 | - 본인 및 특수관계인과 이해관계 있는 증권의 거래지원 제한 |
| 불건전영업행위 | - 매도 운영, 특정 증권을 대상으로 하는 조사분석 자료 제공, 투자계시판 등에 게재된 의견의 임의적 삭제·수정 등은 불건전 영업행위로 금지 |
| 세부 운영 기준 마련 및 보고 | - 외거래소는 거래대상 지정·해제 요건, 정기·수시·조회 공시기준, 불공정거래 예방·감시·조치 방법 등 세부적인 시장운영 기준을 마련하여 금융위원회에 보고 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

비트코인부터 스테이블코인까지 디지털자산 제도화 시작

국내의 경우 2024년 7월 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률(가상자산 이용자보호법) 시행 이후 제도적 큰 변화는 아직 나타나지 않았다. 그러나 올해 새롭게 출범한 이재명 정부가 디지털자산 제도화에 적극적인 태도를 보이고 있는 만큼 향후 변화에 대한 기대감은 유효하다. 실제로 지난 8월 공개된 국정운영 5개년 계획안에는 가상자산 2단계 법 제정 추진, 투자자 보호 환경 조성, 산업 육성 기반 마련 등이 구체적으로 언급되었다.

더욱이 앞서 살펴본 바와 같이 미국 등 글로벌 시장에서는 이미 디지털자산의 제도권 편입이 가속화됨에 따라 국내 정부 역시 이에 발맞춘 대응이 필요한 상황이다. 이에 지난 6월 국회에서 디지털자산 업권의 정의와 인·허가 제도, 스테이블코인 규제 방안 등이 담긴 디지털자산기본법이 발의되었다. 이어 7월과 8월에는 스테이블코인을 중점적으로 다룬 3건의 별도 법안도 국회에 제출된 바 있다.

특히 시장은 6월 발의된 디지털자산기본법에 관심을 보였다. 이 법안은 가상자산 업권의 정의와 전반적인 제도 내용을 담고 있는 것이 핵심이다. 다만 미국 내 스테이블코인 법안인 GENIUS Act의 통과가 가시화된 가운데, 국내에서 처음으로 스테이블코인 관련 조항이 담겨 있다는 것이 시장의 이목을 끌었다. 이에 해당 법안 이후 여·야를 막론하고 국회에 원화 스테이블코인 관련 언급이 연이어 등장했다.

이재명 정부 국정운영 5개년 계획안 내 디지털자산 관련 내용

| | |
|-------------|--|
| 과제목표 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 규율체계 마련 및 디지털자산 현물 ETF·토큰증권 관련 제도 정비 - 블록체인 산업 경쟁력 강화를 위한 혁신로드맵과 블록체인기본법 마련 |
| 주요내용 | <ul style="list-style-type: none"> - 디지털자산 상장·공시, 사업자 유형별 영업 행위 규제 마련 등을 통한 건전한 시장 기반 조성 - 금융·디지털자산 시장 간 연계에 따른 리스크, 실물경제 영향, 투자자 편익 등을 감안하여 현물 ETF 도입 추진 - 블록체인 생태계 안정적 성장 지원을 위해 블록체인 산업 경쟁력 강화 방안(혁신로드맵), 블록체인기본법 마련 |
| 기대효과 | <ul style="list-style-type: none"> - 건전한 디지털자산·블록체인 생태계 조성을 통해 디지털자산 산업 성장 및 투자자 편익 제고 - 통화의 디지털화 추세에 선제적으로 대응하고, 송금 등 지급결제 편의 향상 |

자료: 국정기획위원회, 키움증권 리서치센터

디지털자산기본법 주요 내용

| 분류 | 내용 | |
|-------------------------|-------------|--|
| 디지털자산 정의 | 디지털자산 | - 디지털자산은 '분산원장에 디지털 형태로 표시되는 경제적 가치를 지닌 자산으로서 거래 또는 이전될 수 있는 자산으로 자산연동형과 일반형으로 나뉨 |
| | 자산연동형 디지털자산 | - 원화 또는 외국 통화의 가치와 연동되면서 환불이 보장되어 있는 것 |
| | 일반 디지털자산 | - 자산연동형 디지털자산을 제외한 디지털자산 |
| 디지털자산업 유형별 인가·등록·신고제 적용 | 인가 | - 디지털자산매매업, 디지털자산중개업, 디지털자산보관업 |
| | 등록 | - 디지털자산 집합관리업, 디지털자산 지갑관리업, 디지털자산 일임업, 디지털자산 자문업 |
| | 신고 | - 디지털자산 주문전송업, 디지털자산 유사자문업 |
| 디지털자산 발행 및 유통 | 발행 | - 자산연동형 디지털자산의 경우 인가제로 내국법인, 자기자본 5억원 이상, 전문인력 및 전산설비 등 구비, 환불 및 사업 계획 등의 요건을 충족 - 일반디지털자산의 경우 신고제로 발행신고서에 발행인, 기술적정보, 이용자 보호계획 등을 기술하여 제출 |
| | 유통 | - 한국디지털자산협회 산하 거래지원적격평가위원회를 두고 디지털자산의 상장과 상장폐지 관리 <i>*한국디지털자산협회: 업무질서 유지 및 공정한 거래를 확립하고 이용자를 보호하며 디지털자산업의 건전한 발전을 위한 협회</i> - 디지털자산거래소는 특정 자산을 거래지원하기 위해서는 거래지원적격성평가위원회에 신청 필수 |
| 디지털자산 공시 및 불공정거래 규제 | 공시 | - 발행공시와 유통공시 체계화 - 발행공시의 경우 금융위원회에 디지털자산 발행 시 제출한 발행신고서가 공시되는 것을 의미 - 유통공시는 디지털자산거래소가 디지털자산의 주요 내용, 상품설명서 등의 내용을 공시하는 것을 의미 |
| | 불공정거래 | - 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위, 시장질서 교란행위 금지 |

자료: 의안정보시스템, 법무법인 세종, 키움증권 리서치센터

디지털자산기본법을 제외하고 현재까지 국회에 발의된 스테이블코인 법안은 총 3건이다. 이들 법안은 공통적으로 스테이블코인 및 분산원장(블록체인)의 정의, 발행사의 요건, 준비자산 규율, 관리·감독 체제 등을 담고 있으나, 세부 조항에서는 일부 차이가 존재한다. 예를 들어 안도걸 의원이 발의한 '가치안정형 디지털자산 발행 및 유통에 관한 법률안'은 일정 비율 이상을 현금, 예금으로 준비자산을 구성해야 하고, 이자 지급을 금지하고 있다. 반면, 같은 날 발의된 김은혜 의원의 '가치고정형 디지털자산을 활용한 지급 혁신에 관한 법률안'은 안전한 자산으로 준비자산을 구성하고 최소 100% 담보 비율을 유지해야 함을 규정하고 있음에도 현금, 예금의 준비자산 비율, 이자 지급 금지 등의 내용은 확인되지 않는다.

그래도 현재까지 발의된 스테이블코인 법안이 전반적으로 금융 안정성을 고려하여 앞서 발의된 디지털자산기본법 보다 발행인 요건을 강화하고 세분화된 기준을 제시하고 있다. 이를 고려해 보았을 때, 국내 스테이블코인 규제 마련과 관련하여서는 금융 안정성, 이용자 보호 등이 규제 핵심이 될 것으로 예상된다. 따라서 규제 마련까지 이를 위한 발행인 요건, 준비자산 허가 범위, 준비자산의 운영 방법 등의 부분에 대한 충분한 논의가 필요하므로 실제 규제 마련 및 시행까지는 다소 시간이 필요할 것으로 전망한다.

한편, 금융위원회는 다가오는 10월 스테이블코인을 포함한 디지털자산 시장 전반을 포괄하는 2단계 정부안을 발표할 예정이라고 밝혔다. 구체적인 내용은 아직 확인하기 어렵지만 1단계 법안이 주로 이용자 보호에 중점을 두었던 것과 달리 2단계 법안은 사업자 - 시장 - 이용자를 아우르는 종합적인 규율이 담길 예정이라고 금융위원회에서 언급한 바 있다. 따라서 하반기 윤곽이 드러날 디지털자산 2단계 법안에는 스테이블코인을 포함한 디지털자산에 대한 정의와 더불어 가상자산사업자의 유형별 분류와 그에 따른 허가 절차, 가상자산 거래소 상장·공시 요건 등 산업 전반의 규제 체계를 가능할 수 있을 것으로 기대된다.

스테이블코인 3건 법안 주요 내용 비교

| 법안명칭 | 가치고정형 디지털자산을 활용한 자금 혁신에 관한 법률안 | 가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안 | 가치안정형 디지털자산 발행업 등에 관한 법률안 |
|--------|--|--|---|
| 발행인 요건 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법에 따른 주식회사이거나 대통령령이 정하는 금융기관 - 50억원 이상으로서 대통령이 정하는 금액 이상의 자기자본 - 이용자 보호 - 충분한 인력과 전산설비·물적설비가 갖추어져 있을 것 - 보안 기준 충족 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법에 따른 주식회사이거나 대통령령이 정하는 금융기관 - 50억원 이상으로 대통령이 정하는 금액 이상의 자기자본 - 사업계획이 타당하고 건전할 것 - 이용자 보호 - 충분한 인력과 전산설비·물적설비가 갖추어져 있을 것 - 보안 기준 충족 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법에 따른 주식회사이거나 대통령령으로 정하는 금융기관 - 50억원 이상의 자기자본을 갖출 것 - 사업계획이 타당하고 건전할 것 - 충분한 인력과 전산설비·물적설비가 갖추어져 있을 것 |
| 준비자산 | <ul style="list-style-type: none"> - 발행금액과 최소 100% 담보 유지 - 은행 등 대통령령으로 정하는 금융기관의 요구불예금 - 만기 1년 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 기간 이내 국채 또는 외국채 등 - 안전한 자산으로서 대통령이 정하는 자산 | <ul style="list-style-type: none"> - 한국은행이 발행한 은행권과 주화 - 은행 등 대통령령으로 정하는 금융기관의 요구불예금 - 1년 이내의 범위에서 대통령이 정하는 기간 이내에 만기가 도래하는 국채증권, 지방채증권, 특수채증권 등 - 대통령이 정하는 일정 비율 이상을 은행권 및 주화, 요구불예금으로 구성할 것 - 대통령이 정하는 안전한 자산 | <ul style="list-style-type: none"> - 한국은행이 발행한 은행권과 주화 - 만기가 1년 이내 범위에서 대통령령으로 정하는 기간 이내 만기가 도래하는 국채증권, 지방채증권, 특수채 증권 등 - 취득 당시 만기가 3개월 이내의 범위에서 만기가 도래하는 집합투자상품 등 - 그 밖에 손실 발생 가능성이 낮은 자산으로서 대통령령으로 정하는 자산 |
| 이자지급 | - 이자 지급 금지 조항 부재 | - 이자 지급 금지 | - 이자 지급 금지 |

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

스테이블코인, 금융 시장의 디지털자산 시장 도입, 국내 스테이블코인 및 2단계 법안 마련 등이 시작되면서 분산원장(블록체인)에 대한 정의 및 공적 장부로서의 인정 등의 내용을 담고 있는 토큰증권 법제화에 대한 필요성도 함께 부각되고 있다. 그러나 지난 2023년 2월 금융위원회가 토큰증권에 대한 가이드라인을 일찍이 발표하였음에도 여전히 토큰증권 법제화는 제자리 걸음이다. 물론 지난 국회에서 법안이 폐기된 이후 다시 현 국회에서 재 발의되어 법안 추진 가능성은 높지만, 여전히 다른 법안에 밀리면서 지지부진한 상황이다.

상황이 이러한 만큼, 토큰증권에 대한 관심은 점차 악화되고 있다. 특히 초기 시장으로 형성되었던 조각투자에 대한 시장의 관심이 크게 떨어졌다. 이는 토큰증권 법제화 처리가 지연되면서 혁신금융서비스를 통해 운영되고 있던 조각투자사업자들의 사업 지속 가능성에 대한 우려가 높아졌기 때문이다. 이에 금융위원회는 자본시장법 시행령 및 시행규칙 등을 개정하며 토큰증권 법제화 전 조각투자 시장을 제도권 내에서 운영할 수 있는 방안을 마련하였다.

이와 관련하여 2025년 2월, 조각투자 발행 제도화를 위한 투자중개업 신설을 예고하였다. 현재 조각투자는 일반적으로 비금전신탁수익증권을 발행하는 경우와 투자계약증권을 발행하는 경우로 나뉜다. 여기서 투자계약증권은 증권신고서를 제출하여 발행할 수 있지만, 비금전신탁수익증권은 발행 근거가 제한되어 있어, 혁신금융서비스로서 발행하는 것만 허용된다. 따라서 이번 투자중개업 신설은 비금전신탁수익증권을 발행하는 조각투자사업자가 혁신금융서비스 기간 종료 이후에도 사업을 지속할 수 있도록 한 조치이다.

이어서 금융위원회는 5월 조각투자 유통플랫폼을 위한 시행령 개정안 입법도 예고하였다. 현재 조각투자 형태인 투자계약증권과 비금전신탁수익증권의 경우 자본시장법상 유통 규제 적용이 명확하지 않은 관계로 유통 시장 형성이 어려웠고, 이는 시장 성장의 걸림돌로 작용했다. 이러한 문제점을 개선하기 위하여 금융위원회는 유통 플랫폼 인가 단위를 신설하였고, 연내 조각투자 증권의 장외거래소 유통 플랫폼을 최대 2곳까지 인가할 계획임을 알렸다.

토큰증권 법제화 주요 내용

| 대상 법률 | 구분 | 내용 | |
|-----------|-------------------|----------------|---|
| 전자등록법 개정안 | 분산원장을 이용한 전자증권 도입 | 분산원장 정의 | - 분산원장 기술을 법적으로 도입하기 위한 정의 규정 |
| | | 분산원장의 이용과 책임 | - 분산원장을 허용하면서 요건·방법을 정하고 분산원장의 기재·관리의 법적 책임 주체 규정 |
| | | 파기의무 특례 | - 기재정보의 물리적 파기가 불가능한 분산원장의 특수성을 고려한 개인신용정보 파기의무 특례 |
| | 발행인 계좌관리기관 신설 | 제재처분 | - 분산원장의 요건, 이용방법 등 위반시 제재 처분 |
| | | 발행인 계좌관리기관 등록제 | - 발행인 계좌관리기관의 등록의무, 등록요건, 등록절차, 등록요건 유지의무 등 |
| | | 분산원장 이용 의무 | - 발행인 계좌관리기관은 항상 분산원장 이용 |
| 자본시장법 개정안 | 장외거래중개업 신설 | 감독 및 제재 | - 초과분 해소의무 이행을 위한 재원 적립의무, 등록 말소제도, 분산원장 의무이용 등 위반 시 제재 |
| | | 투자계약증권 유통규제 | - 유통 관련 규제 공백 해소를 위해 투자계약증권 등에도 자본시장법상 유통 규제제도 전면 적용 |
| | | 장외거래중개업자 | - 장외거래중개업자가 중개하는 장외시장 허용 |
| | | 일반투자자 투자한도 | - 과도한 고위험 투자로부터 일반투자자를 보호하기 위해 장외시장 투자한도 제한 |

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

국내 토큰증권 발행·유통을 위한 입법 사항과 기대 효과

| 개정 사항 | 자본시장법 개정사항 | | 전자증권법 개정 사항 | |
|-------|--|--|--|---|
| | 비정형증권 유통 허용 | 장외거래중개업 제도 도입 | 분산원장을 전자증권법 체계에 수용 | 발행인 계좌관리기관 제도 도입 |
| 기대 효과 | 다양한 형태의 기초자산과 권리가 토큰화 되어 발행·유통 됨에 따라 증권시장의 수요와 공급이 다변화되고 활성화 | 토큰화된 증권을 다양하게 거래할 수 있는 소규모 장외거래시설이 다수 운영됨에 따라, 국내 자본시장의 경쟁과 혁신이 더욱 촉진됨 | 발행인은 자금조달 비용을 낮출 수 있고, 투자자는 투자자산 선택의 폭을 넓힐 수 있고, 금융감독당국은 규제 효율성을 높일 수 있음 | 중개기관 확보가 어려운 발행인이 자금조달 비용을 줄이고 혁신적 기업의 자본시장 접근을 높일 수 있음 |

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

발의된 토큰증권 법안 정보 및 현황

| 의안번호 | 법률안 명 | 발의자 | 발의일 |
|---------|----------------------------|--------------|------------|
| 2204919 | 자본시장법과 금융투자법에 관한 법률 일부 개정안 | 김재섭 의원 등 11인 | 2024.10.25 |
| 2204921 | 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정안 | | |
| 2205681 | 자본시장법과 금융투자법에 관한 법률 일부 개정안 | 민병덕 의원 등 10인 | 2024.11.19 |
| 2205683 | 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정안 | | |
| 2209210 | 자본시장법과 금융투자법에 관한 법률 일부 개정안 | 강준현 의원 등 15인 | 2025.03.21 |
| 2209208 | 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정안 | | |

자료: 의안정보시스템, 키움증권 리서치센터

조각투자 샌드박스 제도화 방안

| 제도화 방안 | 내용 | |
|---------------|-----------|--|
| 수익증권 투자중개업 | 인가신설 | - 조각투자 발행플랫폼은 기초자산을 신탁한 후 신탁업자가 발행하는 수익증권을 투자자에게 권유하는 주선 업무 수행 - 자기자본 요건은 펀드 중개업자와 같은 10억원(전문투자자 5억원)으로 하며, NCR 등 규제는 기존 증권사와 모두 동일하게 적용 |
| | 샌드박스와의 차이 | - 기존 증권사와 동일한 규제 및 발행-유통 분리 원칙 적용 - 수익증권에 대한 인가 취득 시 다양한 기초자산 취급 가능 - 선 매입 한도는 NCR등 건전성 규제에 대체되며 광고·판매 등과 관련한 금소법상 투자자 보호 규제를 전면 적용 |
| 비금전신탁 수익증권 | 발행근거 | - 자산유동화법상 수익증권 발행 근거를 활용해 발행 ①원(原) 보유자가 금융회사·공기업·상장사 등의 경우 바로 신탁 가능하며, ②그 외의 경우 조각투자 업체가 선(先)매입 후 신탁하여 발행 |
| | 발행감독 | - 증권신고서 심사를 통해 투자자 보호장치 적용 - 신탁 수익증권 기초자산은 2023년 12월 발표된 신탁 수익증권 기초자산 가이드라인 적용 - 신탁재산 관련 수시·정기 공시, 기초자산의 가치 평가, 적절한 청약한도 설정 등 투자자 보호 장치 마련 필요 - 자산유동화법에 따른 위탁자 5% 보유의무 적용 |
| 유통플랫폼 | 발행-유통 분리 | - 시장운영자로서 이해상충을 방지하기 위해 발행·인수·주선한 증권의 유통플랫폼 운영은 제한. 단, 시장운영자 역할을 하지 않는 1:1 협의매매는 가능 |
| | 유통플랫폼 제도화 | - 현재의 샌드박스 구조를 기초로 수익증권의 장외 다자간 상대매매를 수행하는 투자중개업 인가 단위 신설 예정 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

이처럼 조각투자가 제도권 안으로 포섭되면서 사업 지속이 보장된 만큼, 정부 차원의 시범 운영도 추진되는 모습이다. 우선 서울시의 경우 파출소 등과 같은 저이용 공공부지를 기초자산으로 비금전신탁수익증권 발행을 검토하고 있음을 알렸다. 또한, 한국 해양진흥공사는 보유하고 있는 선박을 기초자산으로 한 조각투자 상품 발행을 계획하고 있다고 언급하였다. 물론, 아직 시범운영에 대한 구체적인 일정이 공개된 것은 아닌 만큼 조각투자 시장에 큰 영향력을 주고 있다고 보긴 어렵다.

더군다나 이번 제도화 과정을 통해 조각투자 발행 및 유통이 규제 안에서 가능해지면서 토큰증권 법제화 필요성이 낮아졌다고 생각할 수도 있다. 그러나 이번 조각투자 제도화는 분산원장(블록체인) 기반의 증권 발행을 허용하는 내용을 담을 수 없어, 조각투자에 기존 전자증권의 내용을 적용한 것에 불과하다. 따라서 실질적으로 블록체인 기술을 활용한 증권 발행 및 금융 시장 내 디지털자산 시장 도입 등의 부분은 여전히 한계로 남아있다.

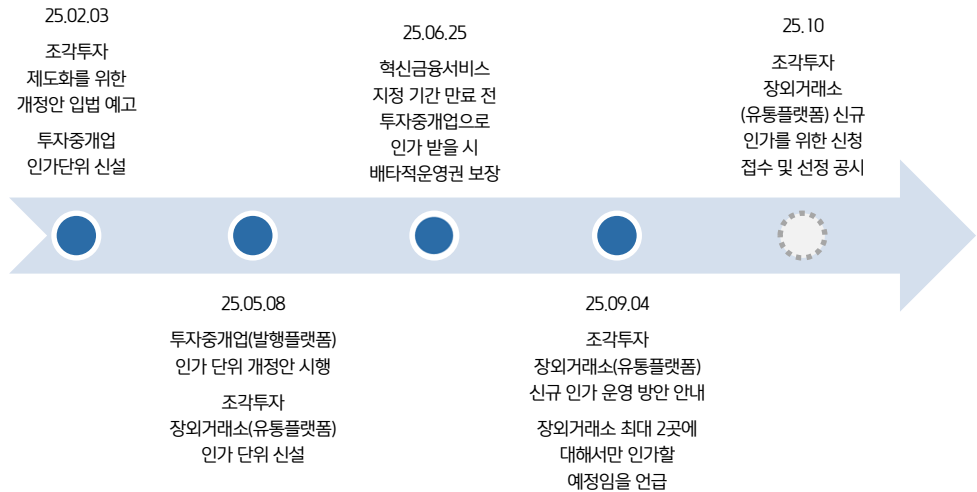
이처럼 조각투자 제도화는 한계를 가지고 있는 만큼, 금융위원회 역시 토큰증권 법제화를 위한 법 개정도 지속적으로 추진할 것임을 언급하며 그 필요성을 강조하고 있다. 그러므로 조각투자 제도화는 토큰증권 법제화 전 관련 사업자들을 보호하여 해당 시장이 유지될 수 있도록 하는 것에 중점을 두었다고 볼 수 있다. 따라서 제도권 내로 들어온 조각투자 시장의 형성 및 성장과 함께 토큰증권 법제화 추진에 대한 관심은 지속되어야 한다.

샌드박스 vs, 유동화법 특례(제도화 방안) vs. 자본법 개정 이후 조각투자 변화 비교

| 샌드박스 | 유동화법 특례 | 향후 자본법 개정시 |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 자산보유자 제한 없음 (선매입 불필요) • 광고·영업 방법 제한 • 지정된 특정 기초자산만 취급 • 발행-유통 겸영 • 부가조건에 투자자 보호 반영 (정보제공, 가치평가 등) | <ul style="list-style-type: none"> • 자산보유자 제한 (일반적으로 선매입 필요) • 금소법 전면 적용 • 증권신고서를 통해 기초자산 심사 • 발행-유통 분리 • 증권신고서에 투자자 보호 반영 (정보제공, 가치평가 등) | <ul style="list-style-type: none"> • 자산보유자 제한 없음 (선매입 불필요) • 금소법 전면 적용 • 법령상 제한, 증권신고서 심사 • 발행-유통 분리 • 투자자 보호장치 법제화 (정보제공, 가치평가, 운용규제 등) |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

조각투자 제도화 추진 타임라인



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

제도권 금융 자산으로 도약하고 있는 디지털자산

특정 지역에 국한되지 않고 전 세계적으로 거래되는 특징을 가진 디지털자산이 미국을 중심으로 주요 국가들에게서 제도권으로 편입되며 하나의 금융자산으로 인정 받고 있다. 이에 국내 역시 이러한 글로벌 추세 흐름에 맞추어 디지털자산 제도권 편입을 본격화 하고 있음을 확인할 수 있었다.

실제로 금융당국은 토큰증권 법제화에 앞서 조각투자 제도화를 추진하였으며, 다가오는 하반기 내 스테이블코인을 포함한 디지털자산 2단계 법안에 대한 정부안을 발표할 예정이라고 밝힌 바 있다. 이로 인해 시장에서는 연내 국내 디지털자산 법안 방향성에 대한 윤곽이 어느정도 드러날 것이라는 기대감이 높아지고 있는 모습이다.

다만, 이미 법안을 마련한 주요 국가들의 경우 디지털자산 정의를 위한 논의, 샌드박스를 통한 시범적 운영 등 제도 마련까지 상당 시간과 과정이 소요되었음이 확인된다. 이에 국내 역시 단기간 내 관련 제도가 마련되기는 쉽지 않을 것으로 예상되며, 이는 과거 토큰증권 법제화 사례에서도 확인된 바 있다.

그럼에도 불구하고 현 정부가 디지털자산 법제화의 중요성을 인식하고 있는 가운데 여야 간 이견이 크지 않다는 점에서 연내 디지털자산 제도권 구축을 위한 노력을 이어갈 것으로 전망한다. 이러한 흐름을 종합해보면, 결국 디지털자산은 국내를 비롯한 국제사회에서 점차 제도권 밖의 위험 자산이 아닌 관리·감독이 가능한 금융 자산으로서 빠른 속도로 편입 되고 있다.

따라서 현재는 디지털자산이 과거 제도권 밖의 단순한 투기적 영역을 넘어 현재는 신뢰할 수 있는 제도권 금융으로 도약하고 있는 시점이라고 정리할 수 있다. 그러므로 지금의 시장에서는 디지털자산 관련 글로벌 규제의 변화, 기존 금융 시스템 내 디지털자산 편입 사례와 국내 제도화 속도 및 방향성에 관심을 기울이고 이에 따른 변화에 기민하게 대응해야 할 시점이라고 생각한다.