

2026년 04월 13일 | 키움증권 리서치센터

Encoding Finance

: 0과 1로 그려지는 새로운 금융

Economist 김유미 디지털자산/원자재 심수빈 보험/증권/지주 안영준





목차

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| SUMMARY | 3 |
| I. 미국, 규제 안에서 진행되는 온체인 금융 | 4 |
| 가상자산 조정 국면 속 지속되는 산업 변화 | 4 |
| 미국, 온체인 금융 체계 전환 가속 | 6 |
| II. 토큰화 금융이 K-규제를 만나면? | 15 |
| 한국, 신종증권 중심의 테스트베드 구축 | 15 |
| 토큰화와 지급결제 시스템 | 21 |
| 결제수단 3축 구조: CBDC, 예금토큰, 스테이블코인 | 23 |
| 한국형 실증 모델: 프로젝트 한강 | 26 |
| 주요국 비교와 한국 모델의 차별성 | 31 |
| III. 규제 밖에서 확산되는 토큰화 금융 | 35 |
| 토큰화된 상장주식의 거래는 이미 진행 중 | 35 |
| 왜 토큰주식인가? - 거래 시간 확대와 레버리지의 활용 | 40 |
| 토큰주식의 한계 - 거래상대방위험과 유동성 부족 | 42 |
| 시사점 - 거래소는 구조적 전환 중, 향후 시장 선점이 가장 중요 | 45 |

Compliance Notice

- 당사는 04월 13일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 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 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.

Encoding Finance:

0과 1로 그려지는 새로운 금융



Executive Summary

I. 미국, 규제 안에서 구현되는 토큰화 금융

미국 내 디지털자산 명확성 법안인 CLARITY Act는 스테이블코인 보상 지급 여부, 탈중앙화 전환 요건 등을 두고 이해관계자 간 이견 지속. 이에 해당 법안이 통과되는데 시간이 소요될 것으로 예상하나, 최근 SEC와 CFTC의 공동 토큰 분류 해석 발표가 미국 내 디지털자산 규제에 대한 공백을 일정 부분 완충. 이에 전통 금융기관의 가상자산 접근성 개선 기대. 또한 주요 자산운용사를 시작으로 최근 나스닥·뉴욕증권거래소 등 전통 거래소 또한 토큰화 금융 도입을 발표하는 등 온체인 금융 전환을 시도 중

II. 토큰화 금융이 K-규제를 만나면?

국내 토큰증권의 경우 조각투자를 중심으로 시작될 것으로 예상하나 글로벌 추세를 고려했을 때 중장기적인 관점에서 채권, 주식 등 정형적 증권의 토큰화가 필요할 것으로 예상. 이 경우 기존 금융시스템을 대체할 수 있는 이점이 분명해야 하는 만큼 결제 수단의 토큰화 고민 필요. 현재 한국은행도 이러한 흐름에 대비하고 있으며, 한국형 토큰화 금융은 CBDC·예금토큰·스테이블코인이 역할을 분담하는 다층 구조로 발전할 가능성이 높아 보임. 프로젝트 한강을 통해 “예금토큰 거래 + CBDC 정산” 모델의 구현 가능성이 확인

III. 규제 밖에서 확산되는 토큰화 금융

규제의 손길이 닿지 않는 영역에서는 이미 금융자산 토큰화와 증권 거래 시장의 구조적인 변화가 진행 중. 상장주식 중 9억달러가 넘는 규모가 토큰화되었으며, 삼성전자, SK하이닉스, 현대차 등 국내 주식에 대한 토큰도 이미 암호화폐 거래소에서 거래 가능. 현재 일부 거래소에서는 무기한 선물계약으로 해당 자산들에 대해 레버리지를 활용한 거래 서비스 제공. 이렇듯 토큰주식 시장은 거래시간 확대와 레버리지 활용 가능이라는 절대적인 경쟁 우위를 바탕으로 빠르게 성장. 자산 토큰화는 증권 거래 시장의 구조를 새롭게 재편하고 있으며, 토큰주식 거래소는 네트워크 효과가 강한 특징을 갖고 있어 독과점 구조가 될 것으로 예상되는 바 시장 선점을 위해 치열한 경쟁 예상

I. 미국, 규제 안에서 진행되는 온체인 금융

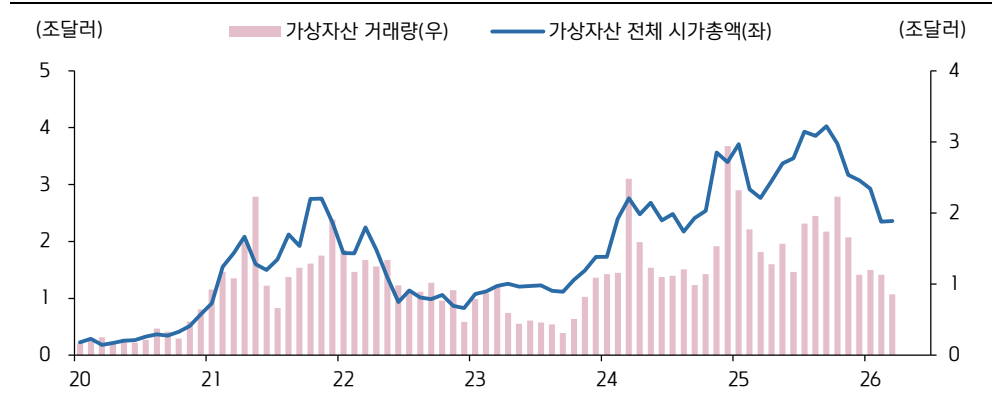
가상자산 조정 국면 속 지속되는 산업 변화

비트코인은 2025년 10월 120,000달러 선에서 고점을 기록한 이후 가격이 하락세로 전환되어 현재 70,000달러 수준에서 거래되고 있다. 이에 가상자산 시장은 약세 국면에 진입한 것으로 판단되나 관련 산업에 대한 관심은 지속되고 있다. 과거 가상자산 시장의 위축 국면과 현재를 비교해보면, 가장 큰 차이 중 하나가 스테이블코인의 활용 범위다. 스테이블코인의 사용처가 가상자산 거래를 넘어 전통 금융과의 접점으로 확대되면서, 전통 금융과 가상자산 시장 간의 경계가 약화되고 있기 때문이다.

2023년부터 관심이 높아지기 시작한 실물자산토큰화(Real World Assets, RWA) 시장 또한 이러한 흐름을 반영한다. 가상자산 업권에서 스테이블코인을 활용해 주식, 채권 등 전통적인 자산에 대한 투자 서비스를 제공하기 시작하면서, 스테이블코인을 법정화폐로 환전하지 않아도 다양한 자산에 대한 투자가 가능해졌기 때문이다. 또한 블록체인 상에서 진행되는 거래는 시간과 비용의 효율성이 높은 만큼, 전통 금융기관도 기존 금융상품에 대한 소유권 정보를 블록체인 인프라에 올리는 시도를 이어온 가운데, 최근에는 스테이블코인을 활용해 증권의 발행·유통·지급·결제·청산 전 과정을 블록체인 상에서 처리하려는 움직임도 나타나고 있다. 미국 주요 금융기관의 이러한 시도는 트럼프 행정부 하에서 디지털자산 규제 불확실성이 완화되고, 미국 증권거래위원회(SEC)가 온체인 금융으로의 전환 의지를 보인 것이 영향을 주었을 것으로 보인다.

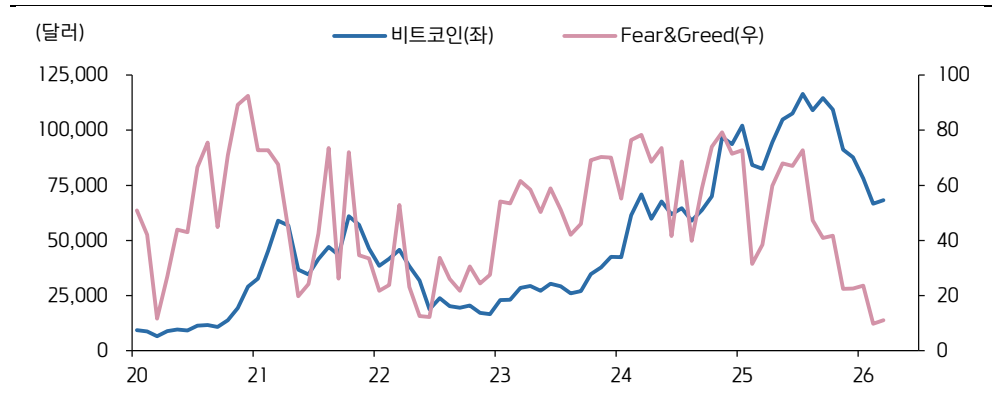
국내 또한 디지털자산 규제에 대한 관심이 높아지고 있다. 디지털자산 관련 제도 마련은 현 정부의 주요 국정 과제 중 하나로 언급되었다. 실제로 지난 1월 전자증권법과 자본시장법 개정안이 본회의를 통과하면서 국내 토큰증권 시장 형성을 위한 규제가 정비되었고, 원화 스테이블코인과 가상자산 현물 ETF 도입의 필요성도 꾸준히 언급되고 있다. 이러한 흐름은 미국의 디지털자산 규제 정비, 전통 금융기관의 블록체인 인프라 도입, 크립토 업권의 투자 서비스 확대 등의 영향을 받은 것으로 보인다. 이에 현재 미국의 디지털자산 명확성과 관련된 규제인 CLARITY Act의 주요 내용과 현황을 살펴보고, 국내 디지털자산 규제 및 시장 구성과 크립토 업권의 주요 동향을 함께 검토하고자 한다.

가상자산 시가총액과 가상자산 거래소 월간 거래량



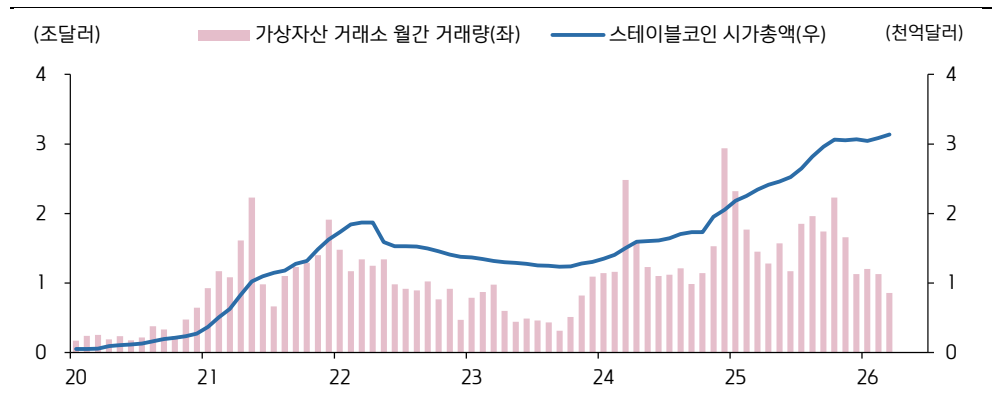
자료: Bloomberg, The Block, 키움증권 리서치센터

비트코인과 가상자산 투자심리 지수 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

가상자산 월간 거래량과 스테이블코인 시가총액



자료: The Block, DefiLlama, 키움증권 리서치센터

미국, 온체인 금융 체계 전환 가속

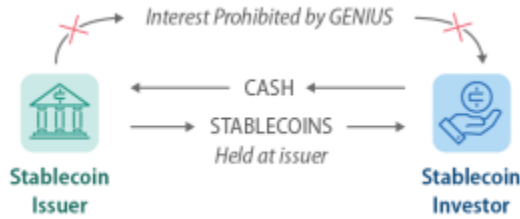
2025년 7월 미국 스테이블코인 규제 법안인 GENIUS Act가 대통령 서명까지 마무리된 후 시장의 관심은 CLARITY Act에 집중되었다. 이는 미국 디지털자산 규제 명확성을 높이는 법안인 만큼 전통 금융기관과 크립토 관련 사업자 모두에게 영향을 줄 수 있기 때문이다. 관련 법안은, 2025년 7월 하원을 통과한 이후 상원 심의 단계로 넘어갔으나, 아직 상원 본회의 표결에는 상정되지 않았다. 1월 중 상원 은행위원회가 수정안을 발표할 이후 브라이언 암스트롱 코인베이스 CEO가 법안 지지를 철회하는 등 이해관계자들 간 갈등이 확대되었다. 당시 코인베이스 대표가 언급했던 내용을 바탕으로 살펴보면, Clarity Act 관련 주요 쟁점은 탈중앙화 요건, Defi(Decentralized Finance) 관련 규제, 스테이블코인 이자 지급 금지로 나누어 볼 수 있다.

물론, 스테이블코인의 직접적인 이자 지급 금지는 이미 GENIUS Act에서 규정되고 있다. 다만 CLARITY Act에서 논의되는 스테이블코인 이자 지급 이슈는 성격이 다소 다르다. GENIUS Act는 스테이블코인 발행사가 보유자에게 직접 이자를 제공하는 행위를 제한하는 데 초점이 맞춰져 있는 반면, CLARITY Act는 스테이블코인을 기반으로 한 패시브(passive) 형태의 수익 제공을 어디까지 허용할 것인가가 핵심 쟁점으로 부각되고 있다. 즉, 가상자산 거래소 등에서 이용자에게 제공하는 리워드·예치 수익·간접 보상 구조까지 규제 범위에 포함할 것인가가 논의의 중심이다.

예를 들어 코인베이스는 자사 플랫폼 내에서 USDC를 보유하는 이용자에게 약 3.35% 수준의 리워드를 제공하고 있으며, 일부 국가에서는 유료 구독 서비스인 Coinbase One 가입자에 한해 추가 리워드를 지급하고 있다. 이용자 입장에서 이러한 구조는 은행의 예금성 상품과 유사하게 인식될 수 있다. 이에 따라 미국 은행권은 가상자산 거래소를 통한 스테이블코인 보상 지급이 확대될 경우, 예금이 은행권 밖으로 이동할 수 있다는 우려를 제기하고 있다.

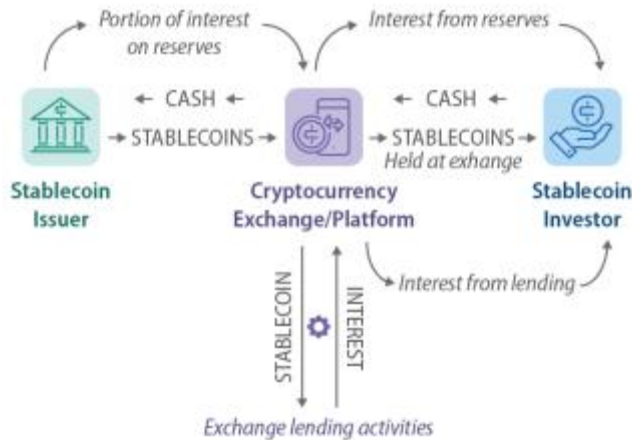
반면, USDC 발행사인 Circle 측은 이러한 우려가 과도하다는 입장이다. Circle의 CEO는 올해 초 다보스포럼에서, 과거 머니마켓펀드(MMF)가 등장했을 당시에도 예금 유출 우려가 제기됐으나 실제로 은행 시스템 전반의 예금 기반이 붕괴하지는 않았다는 점을 언급하며, 스테이블코인 역시 기존 금융 시스템과 공존할 수 있다고 주장한 바 있다.

스테이블코인을 통한 이자 지급 유형①: Two-Party Model



자료: CRS, 키움증권 리서치센터

스테이블코인을 통한 이자 지급 유형②: Three-Party Model



자료: CRS, 키움증권 리서치센터

한편, CLARITY Act의 최근 쟁점으로는 스테이블코인 보상 지급 여부가 주로 부각되고 있으나, 중장기적으로는 탈중앙화 요건과 DeFi 관련 조항이 보다 핵심적인 의미를 가질 가능성이 높다. 법안의 본래 목적이 디지털자산 시장 전반의 규제 기준을 정립하는 데 있기 때문이다. 특히 탈중앙화 전환 요건과 DeFi 개발자 면책 범위는 향후 DeFi 생태계가 작동하는데 큰 영향을 줄 수 있는 요인이다.

2025년 7월 하원을 통과한 CLARITY Act에 따르면, 토큰 발행 초기 단계에서는 투자계약으로 간주되더라도, 일정 요건을 충족할 경우 SEC 등록 의무가 완화된다. 이후 해당 네트워크가 탈중앙화 요건을 충족하면 증권에서 디지털상품으로 전환될 수 있다. 이는 DeFi 프로토콜이 법적 불확실성 없이 다룰 수 있는 디지털자산의 범위를 확대한다는 점에서 DeFi 생태계 성장과 직접적으로 연결된다. 그러나 탈중앙화를 측정하는 기준이 아직 확정되지 않은 만큼, 상원 심의 과정에서 주요 쟁점으로 남아 있다.

또한 DeFi 프로토콜 개발자에 대한 규제 기준도 주요 쟁점으로 언급되고 있다. 핵심은 탈중앙화 프로토콜에서 누가 책임 주체가 되느냐의 문제다. 하원 원안에 따르면, 고객 자산을 직접 보관하거나 통제하지 않는 비수탁(non-custodial) 개발자는 SEC 등록 의무 및 자금이체업자 등록 의무에서 면제된다. 그러나 상원 은행위원회 초안은 프로토콜을 '통제'하는 주체에게 공시·기록보관·자금세탁방지 준수 의무를 부과하는 방향을 제시하고 있다. '통제'의 정의에 따라 DeFi 프로토콜 관련 행위자의 규제 적용 범위가 달라지는 만큼, '통제' 주체의 정의는 상원 심의 과정에서의 핵심 쟁점이다.

추가 논의가 진행되면서 코인베이스 등이 제공하는 형식의 이자 지급은 패시브성 이자 지급의 범위로 포함될 가능성이 높을 것이라는 전망이 우세한 반면, 디파이 규제에 대해서는 당초 언급된 내용보다 완화적일 것이라는 소식이 보도되고 있다. 그러나 현재 디파이 서비스 내 통제의 범위를 어디까지 포함시킬 것인지 명확하게 정리가 어려운 만큼 논쟁이 지속될 가능성은 여전히 높은 상황이다. 따라서 법안 통과에 시간이 소요될 것으로 보이고, 만약 통과되더라도 세부 규정이 마련되는 과정에서 업권간 충돌은 지속될 수 있다.

가상자산 업계 내부에서도 이해관계에 따라 법안에 대한 입장 차이가 나타나고 있다. 코인베이스의 경우 스테이블코인 보상 지급 제한, DeFi 규제 강화, 토큰화 주식 관련 조항이 직접적인 수익 구조와 연결된다. 이에, 법안 내용에 따라 비즈니스 모델 자체가 달라질 수 있어 법안 논의 내용에 민감하게 반응하고 있다. 반면 리플랩스는 XRP가 이미 법원 판결을 통해 증권이 아닌 것으로 확인된 만큼, 코인베이스와 비교했을 때 CLARITY Act와 직접적인 이해관계가 상대적으로 낮다. 오히려 법안 통과 시 미국 금융기관의 가상자산 참여가 확대될 수 있고, XRP의 실제 결제·송금 수단으로서의 활용도가 높아질 수 있다는 점에서 간접적 수혜를 기대해볼 수 있는 상황이다.

미국 CLARITY Act 법안의 주요 내용(2025년 7월 하원 통과 내용)

| 구분 | 내용 |
|-------|---|
| 법안 목적 | <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 |
| 주요 내용 | <p>(‘성숙한 블록체인 시스템’의 개념 도입)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 디지털 상품은 일정한 기술적·거버넌스 기준을 충족하는 ‘성숙한 블록체인 시스템’*(mature blockchain system) 상에서 운영되는 디지털 자산 - 성숙한 블록체인 시스템 요건: 탈중앙화, 분산거버넌스, 임의제한 불가성, 투명성, 오픈네트워크, 비집중적 소유구조 기술 인증 <hr/> <p>(토큰 발행 단계에서의 조건부 SEC 등록면제)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 상세정보 사전 공개, 투자자보호조치 등 일정 요건을 충족하는 경우에 한하여 SEC 등록 없이 디지털 자산 발행 가능 (최초 발행일부터 연간 최대 7,500만 달러 상당). - 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 |

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

CLARITY Act의 상원 핵심 쟁점

| 구분 | 주요 내용 | 제도의 취지 | 상원 논의의 핵심 쟁점 |
|----------------------|---------------------------------|---|---|
| 자산분류 (탈중앙화 기준) | 일정 수준 탈중앙화 시 증권에서 상품으로 전환 가능 | 충분히 탈중앙화된 블록체인에 대한 증권 규제 완화 | <ul style="list-style-type: none"> - 탈중앙화 판단 주체(SEC) 문제 - 법률상 요건 충족 시 자동 면제 vs. 인증·사후 검증 구조 - 성숙도 상실 시 규제 재개 가능성 |
| 투자계약으로 판매 가능한 자산의 개념 | 초기 토큰 판매(ICO 등)를 투자계약으로 인정할지 여부 | 토큰과 투자 계약을 분리해 단계별 규제 | <ul style="list-style-type: none"> - 1차 판매 이후 증권성 소멸 시점 - 2차 시장에서 SEC vs. CFTC 관할 - 지속 공시 의무 범위 |
| DeFi 및 개발자 책임 | 탈중앙 프로토콜에서 책임 주체 정의 | 코드 작성과 금융 중개 행위 구분 | <ul style="list-style-type: none"> - 오픈소스 개발자를 금융중개인으로 봐야하는지 여부 - 프론트엔드 운영 주체 규제 범위 - KYC·AML 적용 대상 범위 |
| 스테이블코인 이자(리워드) 지급 | 스테이블코인 이자/리워드 허용 여부 | 결제 혁신과 금융 안정성 간 균형(예금 대체 가능성에 따른 금융 안정성 리스크 관리) | <ul style="list-style-type: none"> - 보상이 예금자인지 여부 - 예금 유출 위험 - GENIUS Act와의 정합성 |

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

이해관계자들 간 입장 차이가 명확하고, DeFi 프로토콜에 대한 규제 적용 범위 또한 확정되지 않은 만큼, CLARITY Act의 상원 통과까지는 상당한 시일이 소요될 가능성이 높다. 이는 미국 내 디지털자산에 대한 규제 불확실성이 지속될 수 있다는 것을 시사한다. 그러나 최근 SEC와 CFTC가 공동으로 발표한 토큰 분류 체계 및 규제 기준에 관한 해석이 CLARITY Act 지연에 따른 규제 공백을 일부 메워줄 것으로 전망된다. SEC도 이번 발표로 향후 가상자산에 대한 접근 방식이 명확해질 것으로 기대한다는 점을 언급했다.

SEC와 CFTC가 공동으로 발표한 내용은 ①토큰의 정의, ②투자계약 증권 성립 및 해제 기준, ③가상자산 시장에서 제공되는 서비스의 증권 인정여부로 나누어 볼 수 있다. 먼저 토큰의 정의부터 살펴보면, SEC는 디지털자산을 디지털 상품, 디지털 수집품, 디지털 도구, 스테이블코인, 디지털 증권으로 분류하고 있으며, 이 중 디지털 증권을 제외한 네 종류의 디지털자산은 증권으로 간주되지 않는다. 이를 통해 대부분의 디지털자산이 SEC의 증권 규제 대상에 포함되지 않는다는 기준이 마련되었다.

다음으로 디지털자산의 투자계약 증권 성립 및 해제 기준을 살펴보면, 투자계약 증권 성립 기준보다는 해제 기준에 주목해볼 필요가 있다. SEC는 디지털자산 발행사의 필수적 경영 노력이 완료되거나 영구적으로 종료된 경우, 해당 자산은 투자계약에서 벗어날 수 있다고 명시했다. 이는 초기 발행 단계에서 증권으로 간주되었던 디지털자산이 일정 기준을 충족하는 경우 증권 규제 대상에서 벗어날 수 있는 법적 근거를 처음으로 공식화했다는 점에서 의미가 있다.

마지막으로 가상자산 시장에서 이루어지는 주요 서비스나 활동의 증권법 적용 여부도 명시되어 있다. 에어드롭, 프로토콜 마이닝, 프로토콜 스테이킹, 비증권 자상의 래핑 등은 Howey Test를 기준으로 살펴봤을 때 증권법 적용 대상에 해당하지 않는다고 판단했다.

물론 SEC의 발표가 규제 불확실성을 완전하게 해소시켰다고 보기는 어렵다. 디지털자산의 투자계약 여부를 판단하는 기준은 여전히 Howey Test를 근거로 하고 있고, 디지털 상품을 중개하더라도 판매 행위 자체가 투자계약에 해당되는 경우 투자계약의 적용 대상이 될 수 있기 때문이다.

SEC의 디지털자산 분류 체계

| 구분 | 종류 | 정의 |
|-------------------|-----------------------------------|--|
| 증권이 아닌 디지털자산 | 디지털 상품 (Digital Commodities) | - 기능적인 블록체인 시스템의 작동과 수요/공급에 의해 가치가 결정 - 타인의 노력에 따른 수익 기대가 없음 |
| | 디지털 수집품 (Digital Collectibles) | - 수집 또는 사용을 목적으로 설계된 자산 - 예술, 음악, 게임 아이템, 밈이나 캐릭터 등 |
| | 디지털 도구 (Digital Tools) | - 실질적인 기능을 수행하는 자산 - 멤버십, 티켓, 신분인증, 소유권 증명 등 |
| | 스테이블코인 (Stablecoins) | - GENIUS Act 기준을 충족하는 결제용 스테이블코인 |
| 증권에 해당하는 디지털자산 | 디지털 증권 (Digital Securities) | - 기존 증권 정의에 포함되는 금융상품을 가상자산 형태로 표현한 것 - 소유권 기록이 하나 이상의 블록체인 네트워크에서 관리 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

투자계약증권 성립 및 종료 기준

| 구분 | 정의 |
|---------------|--|
| 투자계약 성립 기준 | - 자금 투자 유도, 공동사업, 발행자의 핵심적인 관리 노력 약속, 투자자가 이익을 기대할 수 있는 구조 - 혹은 약속이나 표현의 출처, 전달방식, 제공되는 정보의 수준 |
| 투자계약 종료 기준 | - 발행자가 약속을 이행한 경우나 이행하지 못한 경우 - 계약관계 자체가 종료되면 해당 자산은 더 이상 투자계약 대상이 아님 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

가상자산 실무상 주요 활동이 증권법을 적용 받지 않는 경우

| 구분 | 정의 |
|--------------------------------------|---|
| 프로토콜 채굴(mining), 스테이킹(staking) | - 프로토콜 채굴(mining)과 스테이킹(staking)에서 발생하는 수익은 타인의 본질적인 경영상 노력에 따른 이익이 아니라, 참여자가 직접 수행한 서비스에 대한 대가에 해당. 이에 증권법 규제 대상에 해당하지 않음 |
| 가상자산 래핑 (wrapping) | - 가상자산 래핑 (Wrapping)은 단순히 자산을 1:1로 변환하는 행위에 불과 - 발행인이 추가적인 수익이나 이자, 배당을 약속하지 않으며, 래핑 토큰은 예치된 자산을 증명하는 기능 수행 - 또한 래핑으로 발생하는 수익이 있더라도 이는 발행인의 경영상 노력에 따른 것이 아니므로 증권법 규제 대상에 해당하지 않음 |
| 에어드랍(Airdrops) | - 무상 에어드랍의 경우 Howey Test의 첫 번째 요건인 '자금의 투자'에 해당하지 않아 투자계약 및 증권에 해당하지 않음 |

자료: SEC, 키움증권 리서치센터

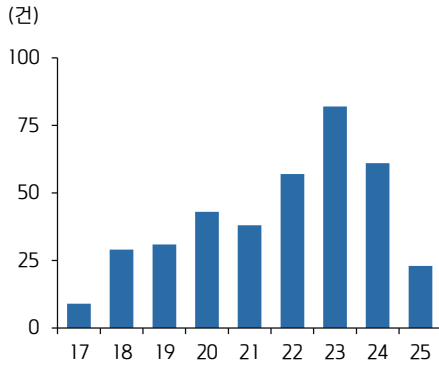
그러나 과거 SEC가 가상자산 시장에 대해 집행을 통한 관리를 했던 만큼, 가상자산 시장의 핵심 활동이 SEC의 규제 대상에서 벗어날 수 있는 명확한 기준이 제시되었다는 점은 분명 의미가 있다. 전통 금융기관이 가상자산 취급 시 발생할 수 있는 SEC 소송 리스크가 실질적으로 완화되었기 때문이다. SEC 발표 이후 찰스슈왈브는 가상자산을 직접 거래할 수 있는 계좌를 출시할 것으로 발표했다. 이를 고려했을 때, 미국 내 전통 금융회사들의 가상자산 취급은 점차 확대될 가능성이 상존한다. 실제로 미국 본토 기관을 대상으로 거래서비스를 제공하는 EDX Market에서 거래가 가능한 가상자산의 수는 계속해서 늘어나고 있다. 2025년을 기점으로 미국 내 디지털자산 규제 불확실성이 완화된 만큼 규제 이슈가 제공 서비스 확대에 영향을 준 것으로 보인다.

미국 주요 금융기관의 디지털자산 전반에 대한 관심은 점차 확대되고 있다. Bitwise가 2025년 9월을 기준으로 작성한 보고서를 살펴보면, 미국의 주요 금융기관들이 적어도 한 가지 이상의 디지털자산 서비스에 관심을 가지고 있다는 점을 알 수 있다. 2023년부터 2025년 3분기까지 미국 주요 금융기관의 디지털자산 전략을 살펴보면, 초기에는 가상자산 거래·수탁 및 ETP 등 투자상품 중심의 접근이 두드러졌으나, 최근으로 갈수록 결제 및 토큰화 영역까지 관심이 확대되는 모습이다.

즉, 2023년에는 ETF 승인 기대와 기관투자자 수요를 반영해 거래·수탁 및 투자상품 출시가 핵심 축이었다면, 2024년에는 비트코인 현물 ETF 출시를 계기로 자산운용사와 증권사를 중심으로 시장 참여가 본격화되었다. 2025년 들어서는 단순 투자상품 제공을 넘어 스테이블코인 결제, 온체인 정산, MMF·채권·예금의 토큰화 등 금융 인프라 영역으로 전략 범위가 확장되고 있다. 특히 토큰화는 은행권, 자산운용사, 시장운영사 전반에서 공통적으로 관심이 높아지고 있으며, 이는 디지털자산이 새로운 자산군을 넘어 기존 금융 시스템의 효율화를 위한 기술 인프라로 인식되기 시작했음을 시사한다.

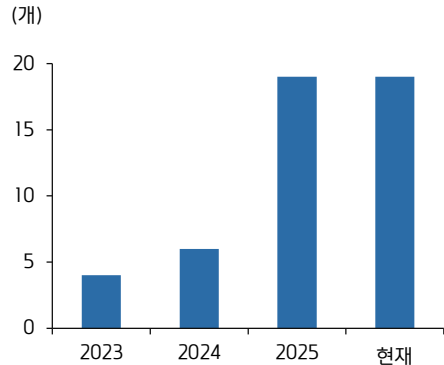
업권별로는 은행권이 가장 폭넓은 영역에서 대응하고 있으며, 자산운용사는 ETP·펀드 중심, 결제사는 스테이블코인 기반 결제, 시장운영사는 거래상품과 토큰화 시장 구축에 집중하는 등 본업에 따라 전략이 차별화되는 모습이다. 종합하면 미국 금융권은 디지털자산을 단순 투기 자산으로 보기보다, 디지털자산의 근간이 되는 블록체인 까지 차세대 금융 서비스의 일부로 편입시키는 방향으로 움직이고 있는 것으로 평가된다.

SEC의 가상자산 관련 전체 집행 건 수



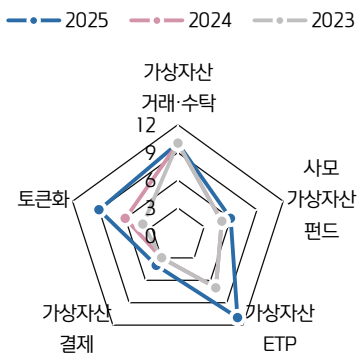
자료: Cornerstone Research, 키움증권 리서치센터

EDX Market에서 거래 가능한 가상자산 수



자료: EDX Market, 키움증권 리서치센터

'23, '24, '25 미국 금융기관 디지털자산 관련 관심 변화



자료: Bitwise, 키움증권 리서치센터
주: 2023년 14개사, 2024년 15개사, 2025년 16개사 기준

'25년 미국 금융기관의 디지털자산 관련 관심 영역

| | 가상자산 거래·수탁 | 사모 가상자산 펀드 | 가상자산 ETP | 가상자산 결제 | 토큰화 |
|-------|------------|------------|----------|---------|-----|
| 은행권 | ● | ● | ● | ● | ● |
| 수탁은행 | ● | | ● | | ● |
| 자산운용사 | ● | ● | ● | | ● |
| 증권사 | ● | | ● | | |
| 결제사 | | | | ● | ● |
| 시장운영사 | ● | | ● | | ● |

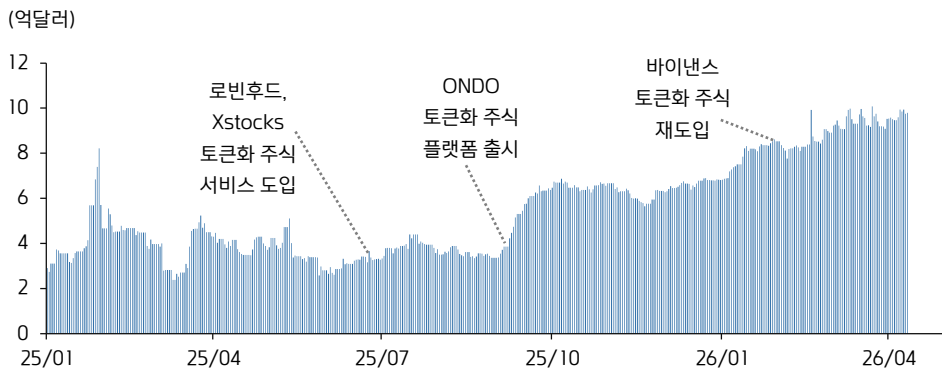
자료: Bitwise, 키움증권 리서치센터
주: Bitwise 보고서는 2025년 9월 30일 기준 작성

한편, 자산 토큰화 분야에서 최근 가장 주목받는 영역은 주식 토큰화다. RWA.xyz에 따르면 토큰화 주식 규모는 2024년 말 약 2.9억 달러에서 2026년 3월 말 8.9억 달러로 성장했다. 현재 주식토큰화 상품을 제공하는 주체는 대부분 가상자산 업권이다. 이들이 제공하는 토큰화 주식은 주주권리가 부여되지 않으며, 투자자는 주가 변동에 따른 경제적 이익만 취하는 구조다.

이러한 흐름 속에서 나스닥과 뉴욕증권거래소 등 전통 거래소는 직접 발행 유형의 토큰화 주식을 추진하기 시작했다. 나스닥은 2025년 9월 SEC에 주식 토큰화를 위한 규제 승인을 요청했으며, SEC는 2026년 3월 이를 허용했다. 초기 토큰화 거래 대상은 러셀 1000 지수 편입 종목과 S&P 500, 나스닥 100 등 주요 벤치마크를 추종하는 ETF로 제한된다. 아울러 나스닥은 가상자산 거래소 크라켄의 모회사와 파트너십을 체결하고 2027년 초까지 주식 및 ETF의 토큰화 버전 도입 계획을 발표했다. 뉴욕증권거래소 또한 토큰화 증권 시장 진출을 위해 시큐리티이즈와 MOU를 체결하며 관련 준비에 나서고 있다.

이는 지난해 SEC가 발표했던 미국의 온체인 금융 전환이 실제로 시작되었음을 의미한다. 현재의 CLARITY Act 지연 등 규제 환경이 변화의 속도에 영향을 줄 수 있으나, 금융 기관들이 공식적으로 블록체인 기반 금융 인프라로의 전환에 동참하고 있다는 점에서 이러한 흐름은 지속될 가능성이 높다.

토큰화 주식 규모



자료: RWA.xyz, 키움증권 리서치센터

토큰화 주식의 유형: 간접발행 방식 vs. 직접발행 방식

| 간접발행 방식의 토큰화 주식 | 직접발행 유형의 토큰화 주식 |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - 투자자가 기초 자산의 가격변동에 의한 경제적 이익만을 취하는 파생상품계약 형태 - 주주 권리는 발행사에 귀속 - 현재 출시된 대부분의 토큰화 주식은 간접발행 유형에 해당 - 블록체인 기반 플랫폼 Ondo Global Market의 Ondo, Backed Finance의 xStocks, Robinhood Europe의 Robinhood ST, Dinari의 Dshares 등이 대표적 | <ul style="list-style-type: none"> - 전통적인 주식과 동일한 자산 성격 - 소유권·의결권 등 모든 주주 권리가 투자자에 귀속 - 현재 발행 및 유통 중인 종목 중 Securitize사에서 출시된 Exodus Movement, Inc.가 대표적 - 또한 Nasdaq, NYSE가 추진하는 토큰화 주식도 직접발행 유형에 해당 |

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

II. 토큰화 금융이 K-규제를 만나면?

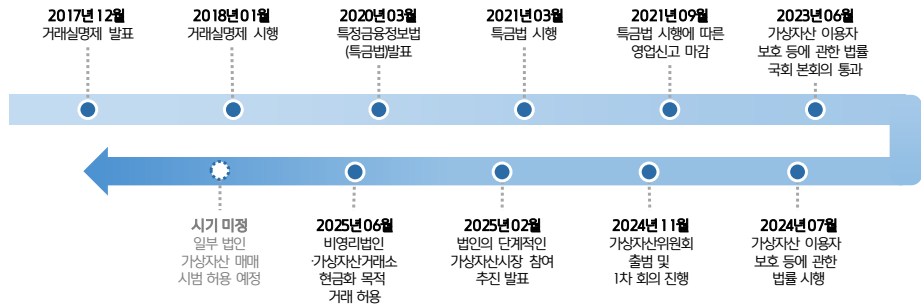
한국, 신종증권 중심의 테스트베드 구축

국내 디지털자산 규제 현황을 살펴보면, 분야별로 진행 속도에 차이가 나타나고 있다. 금융시장 내 분산원장 시스템 도입 관련 논의가 가장 먼저 이루어진 만큼, 이 분야의 규제 불확실성이 가장 먼저 해소되었다. 지난 1월 국내 토큰증권 제도화에 필요한 전자증권법과 자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과했기 때문이다. 개정된 법안은 1년 뒤 시행될 예정이며, 현재 세부 규정 마련을 위한 논의가 시작되었다.

반면 토큰증권을 제외한 디지털자산 관련 제도는 여전히 불확실하다. 스테이블코인 발행 등의 내용이 담길 예정이었던 디지털자산기본법 제정은 금융당국의 구체적인 입법안 제출 부재 속 늦어지고 있다. 더욱이 법인의 가상자산시장 참여도 지연되고 있다. 지난해 발표된 내용에 따르면 2025년 하반기 중 상장회사·전문투자자 등록 법인의 투자 및 재무 목적 가상자산 매매거래가 허용될 예정이었으나, 구체적인 일정이 발표되지 않은 상황이다. 디지털자산기본법과 법인의 가상자산 매매 허용 지연은 가상자산 현물 ETF나 스테이블코인 관련 논의가 지연될 수 있다는 점을 의미하는 만큼, 가상자산의 국내 제도권 편입을 위해서는 시간이 더 필요할 것으로 예상된다.

이러한 상황 하에서 3월 초 가상자산위원회 회의가 진행되었다. 이번 회의에서는 디지털자산기본법의 필요성과 정부 검토안의 주요 내용을 두고 의견 교환이 이루어진 것으로 알려졌다. 가상자산위원회에 따르면 ①가상자산 용어 정비, ②디지털자산 사업자 규율 체계 마련 및 안전장치 도입 필요성, ③스테이블코인 발행 구조, ④가상자산 거래소 지배구조 규제 등이 논의되었다. 가상자산위원회 회의에서 디지털자산기본법 제정의 필요성이 재차 강조된 만큼 관련 논의는 지속될 것으로 보이나, 정부안 발표 시기 등이 여전히 정해지지 않은 점을 고려했을 때 국내 가상자산 관련 규제는 시간이 더 소요될 것으로 보인다. 이에 국내 금융기관의 가상자산에 대한 접근 제한 기조도 당분간 유지될 것으로 보인다.

국내 정부의 가상자산 규제 변화



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 언급되어 있음

2026년 1차 가상자산위원회 주요 논의 내용

| 주요 논의 주제 | 논의 내용 |
|---------------|--|
| 가상자산 용어 정비 | - '가상자산' 용어를 글로벌 정합성 등에 맞게 변경 |
| 디지털자산 사업자 규율 | - 다양한 사업 모델이 가능하도록 디지털 사업자에 대한 규율 체계 필요성 지적 - 시장신뢰·투명성이 제도적으로 담보될 수 있도록 거래소 안전장치 도입 필요 : 거래소 내부통제기준 및 전산·보안기준 마련, 무과실 손해배상책임 부과 등 |
| 스테이블코인 발행 구조 | - 은행 중심(지분 50%+) 스테이블코인 발행 구조 검토 |
| 가상자산 거래소 지배구조 | - 가상자산거래소에 대한 소유 분산 기준 필요성 등에 대한 논의 진행 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

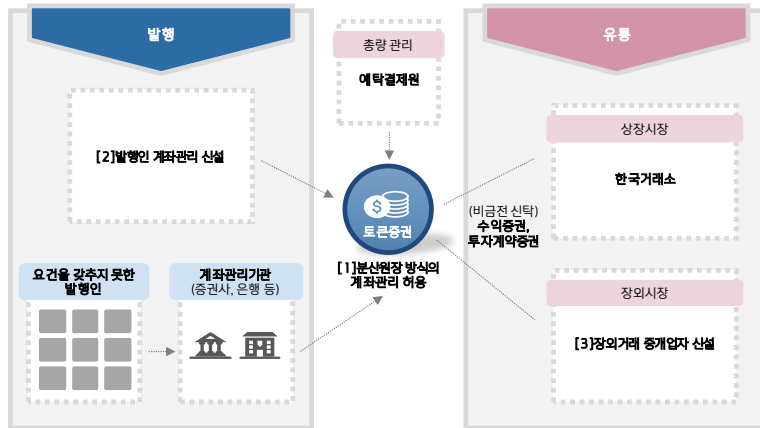
한편, 토큰증권의 경우 전자증권법·자본시장법 개정안 통과에 따라 후속 작업이 본격화되고 있다. 특히 전자증권법 개정안에는 분산원장의 정의, 분산원장에 증권 발행·유통 등에 대한 정보 기재 허용 등의 내용이 담겨 있어, 국내 자산 토큰화 논의의 법적 기반이 마련된 것으로 볼 수 있다. 3월 초에는 세부 제도 논의를 위한 협의체 구성과 킥오프 미팅이 진행되었다. 협의체는 기술·인프라, 발행, 유통, 결제의 4개 분과로 구성되었으며, 이는 1월 금융위가 발표한 3개 분과에서 결제 분과가 추가된 형태다. 이번 협의체 구성에서 결제 분과가 신설된 것은 주목할 만하다. 결제 분과 신설은 토큰증권 시장이 단순 발행·유통을 넘어 결제 인프라까지 블록체인으로 전환하는 중장기적 방향을 염두에 둔 것으로 볼 수 있기 때문이다.

전자증권법·자본시장법 개정안 주요 내용

| 구분 | 전자증권법 개정 | 자본시장법 개정 |
|------|---|---|
| 목적 | - 토큰증권 도입 | - 증권사를 통한 투자계약증권의 유통 허용 |
| 주요내용 | - 분산원장의 개념을 정의하고 분산원장 기반의 토큰증권 발행 및 관리 허용 | - 토큰증권 방식으로 활성화가 기대되는 투자계약증권의 유통을 허용 : 다른 증권과 마찬가지로 투자계약증권도 증권사를 통한 중개 대상이 될 수 있음 |
| 기대효과 | - 분산원장 기반 증권 계좌 관리 가능 - 블록체인 기반 증권 인프라 구축 - 스마트컨트랙트 활용 확대 : 수익 분배, 인센티브 제공 등 비정형 권리 구조 구현에 효과적일 것으로 예상 | - 투자계약증권의 투자 접근성 제고 - 투자정보 제공 및 유통 투명성 개선 - 중소기업·소상공인도 다양한 프로젝트를 증권화하여 자본시장을 통한 사업자금 조달이 가능해질 것으로 기대 - 직접 규정은 없으나, 토큰증권 방식 유통과 결합 가능할 것으로 예상 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

국내 토큰증권 발행 및 유통 구조(2023년 금융위 발표 내용 기준 작성)



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

그러나 공개된 협의체의 논의 사항과 이억원 금융위원장의 모두발언을 고려했을 때, 국내 토큰증권 시장은 미국과 다른 방향으로 시작될 것으로 예상된다. 미국이 기존 주식·채권 등 전통 증권을 블록체인 인프라 위에 올리는 방식으로 자산 토큰화를 추진하는 반면, 금융위 가이드라인에 따르면 국내 토큰증권 발행·유통 제도화의 목표는 다양한 기초자산을 통한 새로운 투자 대상 제공에 무게를 두고 있다. 따라서 국내 자산토큰화는 조각투자로 대표되는 비정형적 증권을 중심으로 시작될 것으로 예상된다.

이러한 접근 방식은 투자자에게 새로운 자산군에 대한 접근성을 높인다는 점에서 의미가 있으나, 동시에 시장 성장의 제약 요인이 될 수 있다는 점도 간과하기 어렵다. 비정형적 증권의 발행과 유통은 기존 전자증권 제도 하에서도 구현 가능한 만큼, 블록체인 기술 도입 여부가 중요하지 않다. 또한 기초자산 확대에 무게를 두고 정책이 추진되는 만큼 얼마나 다양한 기초자산이 제도권 내에서 허용되느냐가 초기 시장 규모를 결정하는 핵심 변수가 될 가능성이 높다.

국내 토큰증권 제도화의 3대 정책방향

| 정책 추진 목적 | 정책 추진 방향 |
|---|--|
| 다양성과 확장성을 갖춘 디지털 혁신금융 생태계 조성 | 다양하고 혁신적인 토큰증권이 등장할 수 있도록 발행·유통·공시 등 제도 전반을 함께 정비 - 최근 자본시장의 저변 확대. 투자자가 개인적 관심을 기반으로 구체적인 기초자산 및 프로젝트에 투자하고 수익을 배분 받을 수 있는 신종증권이 늘어나고 있기 때문 * 발행 예시: 음원, 예술품, 한우·한돈 축산사업, 부동산 등 - 토큰증권을 도입할 시 블록체인 기반 스마트컨트랙트 활용을 통해 신종증권의 다양한 비정형적 권리, 맞춤형 인프라를 효율적으로 구현할 수 있을 것 |
| 블록체인 기술적 특성을 반영한 맞춤형 투자자 보호체계 구축 | 기존의 규제를 단순 적용하지 않고 토큰증권의 특성에 맞는 투자자 보호 시스템 마련 - 토큰증권의 본질은 증권이며, 투자자 보호는 자본시장 규율의 기본 원칙. 현재 '자본시장법'은 투자자 보호를 위해 금융투자업 인가 및 업무기준, 증권신고서 등 공시, 불공정거래, 거래소·장외거래 제도 등을 규율 - 현재의 투자자 보호장치가 토큰증권에 부합하는지를 세부적으로 점검하고 보완해 나갈 필요 |
| 온체인 결제(On-chain payment) 등 증권 결제 시스템의 미래 준비 | 토큰증권 제도·인프라 설계 시 스테이블코인*과의 연계성 및 미래확장성 고려 - 해외 일각에서는 토큰증권을 스테이블코인으로 결제하는 시스템을 통해 증권의 24시간, T+0 결제를 지원하는 시도 진행 - 온체인 결제(증권과 결제수단이 동일하게 블록체인 위에서 지급·결제되는 것)를 통해 결제 효율성을 극대화 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터 / *스테이블코인은 추후 '디지털자산법'의 국회 논의를 거쳐서 도입될 예정

토큰증권 협의체 운영 계획

| 구분 | 분과 | 분과장 | 참여기관 | 분과별 주요 논의 사항(안) |
|-------------|--------------|-----|--|---|
| 토큰증권 협의체 | 기술·인프라 분과 | 예탁원 | 금융위, 금감원, 보안원, 금투협, 핀산협, 정보통신기술협회, 학회·연구계 | <ul style="list-style-type: none"> - 안정적인 토큰증권 발행·유통 관리를 위한 블록체인 기술 요건 - 다양한 스마트컨트랙트 활용도 제고 - 기존 증권시스템과 연계성 - 글로벌 경쟁력·접근성 및 결제 효율성 제고 |
| | 발행 분과 | 금감원 | 금융위, 금투협, 핀산협, 학회·연구계, 법조계 | <ul style="list-style-type: none"> - 신종증권 발행시 업무기준 및 증권신고서 서식 (기존 조각투자·투자계약증권 관련 모범규준·가이드라인 정비) - 중소혁신기업·소상공인의 원활한 발행 지원 - 발행인 계좌관리기관 제도 준비 |
| | 유통 분과 | 금융위 | 금융위, 예탁원, 금투협, 핀산협, 학회·연구계, 법조계 | <ul style="list-style-type: none"> - 토큰증권 장외거래소 인가체계 및 인가정책 - 비정형적증권 유통공시 제도 정비 - 법상 거래한도 설정, 결제안정성 제고, 불공정거래 예방 등 |
| | 결제 분과 | 예탁원 | 금융위, 금감원, 보안원, 금투협, 핀산협, 정보통신기술협회, 학회·연구계 | <ul style="list-style-type: none"> - 스테이블코인 도입 시 결제시스템 변화 준비 |

열린 민간 자문단 다양한 전문가·시장플레이어로 자문단 Pool 구성(수시로 추가·조정)
 → 자문단이 분과위원으로 참여하여 제도의 전문성, 현실성 제고 지원

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

다만 이러한 상황을 부정적으로만 바라볼 필요는 없다. 초기 시장이 신종 증권을 중심으로 시작되더라도, 발행과 유통, 결제와 청산까지 블록체인 상에서 진행되는 사례가 누적된다면, 토큰증권 제도·인프라·투자자 보호 체계를 실제 시장에서 검증하는 테스트베드로서 의미가 있다. 이는 향후 정형적 증권으로 확대될 때 중요한 기반이 될 수 있다. 실제로 금융위원장은 킥오프 회의에서 투자자 보호 체계를 토큰증권의 기술적 특성에 맞게 정교하게 고도화해 나가겠다고 강조한 바 있다. 신종증권의 토큰화 과정에서 투자자 보호 체계와 유통 인프라가 충분히 검증된다면, 정형적 증권으로의 확대도 보다 안정적으로 이루어질 수 있을 것으로 기대된다.

물론 국내 토큰증권 시장의 장기적인 방향성은 정형적 증권까지 확장되어야 할 것이다. 싱가포르·스위스 등 선제적으로 디지털자산 규제를 구축한 국가들은 채권·등 정형적 증권의 토큰화 시도하고 있다. 실제로 글로벌 토큰화 시장에서 가장 빠르게 성장하고 있는 자산군은 국채 등 정형적 증권이다. RWA.xyz에 따르면 토큰화 국채 시장 규모는 2026년 3월 기준 90억 달러를 상회하며 전체 토큰화 자산 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

따라서 국내 토큰증권 시장이 글로벌 흐름을 따라가기 위해서는 결국 정형적 증권으로의 확대가 불가피할 것으로 보인다. 만약 국내 토큰증권 생태계가 비정형적 증권에서 정형적 증권으로 확대될수록 온체인 결제 인프라의 필요성은 더욱 커질 수 있다. 이는 기존 증권 거래 시스템을 대체할 분명한 이점이 존재해야 하기 때문이다. 해외의 경우 토큰화 채권 등을 거래 시 주요 이점으로 거래 시간 제약의 부재, 즉시 결제 등이 언급되고 있으며, 이를 위해서는 결제 수단의 토큰화가 동반되어야 한다.

한국은행 역시 이러한 흐름에 대비하고 있다. 2026년 3월 프로젝트 한강 2단계 추진 계획을 발표하면서, 토큰화 채권·주식 등 토큰화 증권에 예금 토큰이 결제 수단으로 활용될 수 있도록 기술 개발을 점검하겠다고 밝혔다. 이러한 상황 하에서 국내 결제수단의 토큰화가 어떤 방식으로 진행될 수 있는지 다음 장에서 살펴보고자 한다.

자산의 생애주기별 토큰화의 유용성

| 구분 | 전통금융시스템 | 토큰화 적용 |
|----|--------------------------|-----------------------|
| 발행 | - 수작업, 긴 준비기간, 고정된 발행 단위 | - 스마트계약, 자동 발행, 분할 발행 |
| 유통 | - 지역 및 시간 제약, 브로커 중개 | - 글로벌 24시간/7일 거래 |
| 결제 | - T+2, 복잡한 대사 과정 | - T+0 즉시, 원자적 결제 |
| 보관 | - 중앙 수탁계좌 | - 분산원장, 전자지갑 |

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

토큰화와 지급결제 시스템

2026년 1월, 토큰증권 도입 및 투자계약증권 유통을 위한 전자증권법과 자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과하였다. 2023년 7월 법안 발의 이후 본회의 통과까지 상당한 시간이 소요되었으나, 이번 개정은 국내 토큰증권 제도화가 실질적인 시행 단계에 진입했다는 점에서 의미가 크다. 해당 법안은 분산원장 기반의 증권 계좌관리 인프라 신설과 투자자 보호 장치 정비 등을 포함하고 있으며, 공포 1년 후인 2027년 2월 4일부터 시행될 예정이다.

이번 제도화의 의미는 단순히 증권을 디지털 형태로 발행할 수 있게 되었다는 데 그치지 않는다. 토큰화는 자산의 전자화 수준을 넘어, 거래·청산·결제를 하나의 프로세스로 통합하는 금융 인프라의 구조적 변화를 수반한다. 기존 금융시장에서는 거래 이후 청산과 결제가 분리되어 있어 결제 지연, 중개 비용, 담보 비효율이 발생했지만, 블록체인 기반 토큰화 환경에서는 동시결제가 가능해진다. 이를 통해 결제 기간은 기존 T+2 구조에서 T+0 수준으로 단축될 수 있으며, 거래 비용 절감, 중개기관 의존도 축소, 유동성 개선, 담보 이동성 확대 등의 효과를 기대할 수 있다. 다만 이러한 구조는 사전 자금 조달 필요성 증가 등 유동성 운영 방식의 변화를 수반할 수 있다는 점도 함께 고려해야 한다.

결국 토큰화의 핵심은 자산의 디지털화 자체에 있다기보다, 해당 자산이 어떤 결제 구조와 결합되는가에 있으며, 장기적으로는 결제 인프라가 시장 경쟁력의 핵심 요소로 작용할 가능성이 높다. 토큰증권의 제도화는 자산 발행 방식의 변화인 동시에, 이러한 결제 인프라 혁신의 출발점으로 볼 수 있다.

토큰증권 결제시스템의 구조 변화

| 구분 | 기존 증권시스템 | 토큰증권 결제시스템 |
|---------------|--------------------------|---------------|
| 구조 | 증권 이전과 대금 결제가 분리된 이원화 구조 | 블록체인 기반 통합 구조 |
| 결제 방식 | 순차적 처리 | 동시결제(DvP) |
| 결제 기간 | T+2 (결제 지연 존재) | T+0 (즉시 결제) |
| 리스크 | 결제불이행 리스크 존재 | 동시결제로 리스크 최소화 |
| 자금 효율성 | 자금 묶임 및 운용 비효율 발생 | 자금 효율성 극대화 |
| 기술 기반 | 중앙집중형 시스템 | 분산원장(블록체인) 기반 |
| 평가 | 전통적 안정성 중심 | 효율성·혁신 중심 대안 |

자료: 금융위원회, 한국은행, 키움증권 리서치센터

이와 관련해 금융위원회는 법 시행과 동시에 토큰증권 생태계를 본격적으로 구축하기 위해 민관 합동의 ‘토큰증권 협의체’를 구성하고 지난 3월 킷오프 회의를 개최하였다. 협의체는 기술·인프라, 발행, 유통, 결제의 4개 분과로 구성되며, 디지털 금융 표준과 세부 제도 설계를 추진하고 있다.

기술·인프라, 발행, 유통 부문은 그동안 지속적으로 논의되어 온 영역이지만, 최근 들어 상대적으로 중요성이 커진 분야는 결제 부문이다. 특히 협의체의 주요 정책 방향 중 하나로 온체인 결제(On-chain payment)를 포함한 차세대 증권결제 시스템 구축이 제시되고 있다는 점은 시사하는 바가 크다. 온체인 결제는 증권과 결제수단이 동일한 블록체인 상에서 동시에 이전되는 구조로, 토큰증권 시장의 거래 효율성 개선을 유도할 수 있다.

해외에서는 이미 스테이블코인을 활용해 토큰증권 결제를 처리하고, 이를 통해 24시간 거래와 T+0 결제를 구현하려는 시도가 이어지고 있다. 이에 따라 국내에서도 단순히 토큰증권을 발행·유통하는 수준을 넘어, 어떤 디지털 결제수단을 통해 결제 안정성과 효율성을 동시에 확보할 것인가에 대한 논의가 활발해질 것으로 예상된다.

토큰증권 협의체와 결제 부문 시사점

| 분과 | 주요 역할 | 시사점 |
|--------|-----------------------|-----------------|
| 기술·인프라 | 블록체인 기술 요건, 시스템 연계 | 제도 시행의 기반 |
| 발행 | 발행 기준, 신고서 서식, 발행 인프라 | 상품 공급 체계 구축 |
| 유통 | 장외거래소, 공시, 불공정거래 방지 | 시장 질서 형성 |
| 결제 | 온체인 결제, 차세대 증권결제 시스템 | 토큰증권 시장의 핵심 경쟁력 |

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

결제수단 3축 구조: CBDC, 예금토큰, 스테이블코인

현재 금융시장에서는 중앙은행 디지털화폐(CBDC), 예금토큰, 스테이블코인이 주요 디지털 결제수단으로 거론되고 있다. 이들 수단은 기능적으로 상호보완적 관계에 있으나, 규제 환경과 시장 선택에 따라 일부 영역에서는 경쟁 관계가 형성될 가능성도 존재한다.

CBDC는 중앙은행이 발행하는 디지털 법정화폐로서 최종 결제자산의 역할을 수행한다. 중앙은행의 신용을 기반으로 하기 때문에 신용 리스크가 없으며, 은행 간 결제 및 금융시장 인프라의 최종 정산 수단으로 활용될 수 있다는 점에서 가장 높은 수준의 안정성을 갖는다. 이러한 특성은 디지털 금융 환경에서 신뢰의 중심축으로 기능할 가능성을 시사한다.

예금토큰은 상업은행 예금을 기반으로 발행되는 디지털 화폐로, 기존 예금의 디지털 확장 형태로 볼 수 있다. 이용자 간 거래 및 자산 매매 과정에서 실질적인 결제수단으로 활용될 수 있다는 점에서 거래용 결제수단의 성격이 강하며, 기존 은행 시스템과의 연계성과 규제 체계 내 운영 가능성 측면에서 제도권 금융 환경에 적합하다.

스테이블코인은 민간이 발행하는 디지털 자산으로, 법정화폐 또는 기타 자산에 가치를 연동함으로써 가격 변동성을 최소화한 것이 특징이다. 높은 기술적 유연성과 플랫폼 확장성을 바탕으로 글로벌 거래 및 다양한 서비스 생태계에서 활용될 수 있으나, 발행 주체 신뢰와 규제 체계 측면에서는 여전히 불확실성이 존재한다.

이러한 특성을 종합하면 CBDC는 최종 정산, 예금토큰은 실거래 결제, 스테이블코인은 확장성과 플랫폼 연결을 담당하는 구조로 이해할 수 있다. 다만 이러한 역할 분담 구조는 고정된 형태라기보다 정책 방향과 시장 효율성에 따라 특정 모델로 수렴할 가능성도 있다.

디지털 결제수단의 유형과 역할

| 구분 | CBDC | 예금토큰 | 스테이블코인 |
|-----------|---------------|------------|--------------------|
| 발행 주체 | 중앙은행 | 상업은행 | 민간(기업/은행 등) |
| 법적 성격 | 법정화폐 | 예금(은행 부채) | 디지털자산 (규제에 따라 상이) |
| 기본 역할 | 최종 결제 자산 | 거래용 결제수단 | 보조적·확장형 결제수단 |
| 안정성 | 매우 높음 (국가 신용) | 높음 (은행 신용) | 상대적으로 낮음 (발행주체 의존) |
| 활용 범위 | 주로 정산(백엔드) | 실거래(프론트) | 플랫폼·글로벌 활용 |
| 기술 특징 | 중앙은행 인프라 기반 | 은행 연계 블록체인 | 퍼블릭 블록체인 중심 |
| 한국에서의 방향성 | 은행 간 정산 수단 | 핵심 거래 수단 | 예금토큰과 유사하게 수렴 가능 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

결제수단 3축의 역할 분담



자료: 키움증권 리서치센터

금융위원회 분과 논의에서는 스테이블코인이 결제 수단으로 언급되고 있으며, 미국 역시 토큰화 자산 결제에서 스테이블코인을 핵심 수단으로 활용하는 방향에 무게를 두고 있다. 그러나 한국은 미국과 달리 CBDC, 예금토큰, 스테이블코인이 공존하는 구조로 전개될 가능성이 있다.

이는 각 결제수단이 해결하는 문제가 서로 다르기 때문이다. CBDC는 안정성과 공공성을 제공하지만, 민간 서비스 환경에서의 사용성은 제한적일 수 있다. 예금토큰은 은행권 고객 기반과 제도권 금융의 신뢰를 활용할 수 있으나, 글로벌 플랫폼 확장성 측면에서는 한계가 있을 수 있다. 반면 스테이블코인은 확장성과 유연성이 뛰어나지만, 제도적 신뢰 확보가 핵심 과제로 남는다.

한국은행 자료(1차 실거래 파일럿 결과보고서)에 따르면, 예금토큰과 스테이블코인은 분산원장 기술 기반으로 각각 예금과 선불충전금을 토큰화한다는 점에서 기능적으로 유사하다고 평가된다. 예금토큰은 은행만 발행할 수 있으며, 허가형 분산원장에서 유통되고 부분지급준비와 예금자 보호를 통해 가치 안정성이 보장된다. 반면 스테이블코인은 비은행도 발행할 수 있고 퍼블릭 블록체인 기반으로 유통되며, 준비자산을 100% 이상 확보하는 방식으로 가치 안정을 유지한다. 두 수단은 법적 성격과 규제 체계에서 차이를 보이지만, 결과적으로 상호 보완적인 구조로 공존할 가능성이 높다.

한국의 경우 금융안정성을 중시하는 규제 환경과 은행 중심의 금융 구조를 고려할 때, 향후 스테이블코인 역시 은행 주도형 또는 은행형 스테이블코인 형태로 발전할 가능성이 있다. 이는 은행의 신용을 기반으로 안정성을 확보하면서도 블록체인 플랫폼에서의 활용성을 동시에 추구하는 하이브리드 모델로 볼 수 있다.

이 경우 구조적으로 예금토큰과 상당한 유사성을 가지게 되며, 기능적으로도 중첩이 확대될 가능성이 있다. 실제로 싱가포르 통화청(MAS)은 스테이블코인 규제 체계에서 은행이 발행한 예금 토큰을 단일 통화 스테이블코인의 범주에 포함되는 것으로 간주하고 있다.

결국 한국형 모델에서는 예금토큰이 금융기관 중심의 안정적인 거래 환경에서 핵심 결제 수단으로 기능하고, 스테이블코인은 플랫폼 간 연계, 디지털 자산 시장, 글로벌 거래 등 보다 확장된 영역에서 보완적 역할을 수행하는 다층적 구조가 형성될 가능성이 있다.

예금토큰 vs 스테이블코인 vs 은행형 스테이블코인 비교

| 구분 | 예금토큰 (Tokenized Deposit) | 일반 스테이블코인 | 은행형 스테이블코인 |
|--------|--------------------------|--------------------|-----------------|
| 발행 주체 | 상업은행 | 민간 기업 (테더, USDC 등) | 상업은행 |
| 기반 자산 | 은행 예금 | 법정화폐·자산 담보 | 은행 예금 또는 법정화폐 |
| 법적 성격 | 예금 (은행 부채) | 디지털자산 | 디지털자산 (예금과 유사) |
| 예금자 보호 | 적용 가능 | 없음 | 제한적 또는 불명확 |
| 규제 체계 | 기존 금융규제 | 규제 불확실 | 별도 규제 (금융당국 관리) |
| 신뢰 기반 | 은행 + 금융시스템 | 발행사 신뢰 | 은행 신용 |
| 사용 범위 | 금융기관 중심 | 글로벌·DeFi·거래소 | 플랫폼 + 금융권 |
| 접근성 | 제한적 (은행 고객) | 매우 높음 | 중간 수준 |
| 기술 기반 | 허가형 블록체인 | 퍼블릭 블록체인 | 하이브리드 가능 |
| 핵심 역할 | 안정적 거래 수단 | 글로벌 유통·확장 | 금융+플랫폼 연결 |
| 리스크 | 낮음 | 상대적으로 높음 | 중간 수준 |
| 핵심 한계 | 제한적 확장성 | 신뢰, 규제 리스크 | 제도 설계 필요 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국형 실증 모델: 프로젝트 한강

이러한 구조의 현실적 구현 가능성을 검증하는 대표 사례가 한국은행의 디지털화폐 실증사업인 ‘프로젝트 한강’이다. 해당 사업은 CBDC와 예금토큰이 실제 경제 환경에서 결제수단으로 작동할 수 있는지를 검증하고, 향후 상용화를 위한 기반을 마련하는 데 목적이 있다.

프로젝트 한강 1단계는 2023년 10월부터 2024년 8월까지 진행되었으며, 디지털화폐와 예금토큰이 결제 시스템 전반에서 안정적으로 작동하는지를 점검하는 데 중점을 두었다. 이 과정에서 예금토큰은 지급결제 수단으로 활용되어 세븐일레븐, 교보문고, 이디야커피 등 다양한 온·오프라인 가맹점에서 실제 결제 서비스가 이루어졌다. 또한 제조, 발행, 유통, 환수, 폐기 등 전 과정을 검증함으로써 디지털화폐 인프라의 안정성과 기술적 구현 가능성을 확인했다는 점에서 의미가 있다.

다만 1단계는 기술적 가능성을 입증했다는 점에서 성과가 있었지만, 실제 상용화를 논하기에는 여러 한계도 드러났다. 실험이 일부 가맹점과 제한된 환경에서 진행되어 실제 경제 전반에서의 적용 가능성을 평가하기에는 범위가 제한적이었고, 개인 간 송금이나 자유로운 자금 이전이 허용되지 않아 화폐로서의 기본 기능도 충분히 구현되지 못했다.

또한 전자지갑 개설, QR코드 결제 등 별도의 절차가 요구되면서 사용자 경험 측면에서도 제약이 존재했다. 참여 은행과 사용자 범위 역시 제한적이었고, 스테이블코인이나 외부 디지털 자산 생태계와의 연계도 부족해 확장성 검증에도 한계가 있었다. 나아가 예금토큰의 발행·유통이 실증사업 범위 내에서만 허용된 만큼, 상용화 단계에 필요한 법적·제도적 틀 역시 여전히 정비가 필요한 상황이다.

그럼에도 불구하고 프로젝트 한강 1단계는 “예금토큰 기반 거래 + CBDC 기반 정산”이라는 구조가 실제로 구현 가능하다는 점을 보여주었다는 데 의미가 있다. 이는 토큰증권 결제 시스템에 필요한 현실적인 결제 모델을 제시한 것으로 평가할 수 있다.

CBDC 활용성 테스트 계획('23.10.05 한은, 금융위, 금감원) 중 주요 관련 내용

| 구분 | 내용 |
|---------|--|
| 목적 | 기관용 CBDC 를 기반으로 디지털통화의 다양한 활용 가능성 점검 |
| CBDC 유형 | 기관용 CBDC (지급준비금과 유사, 금융기관 간 자금거래 및 최종 결제 활용) |
| 핵심 구조 | CBDC + 예금토큰 결합 모델 |
| 주요 내용 | 은행이 예금토큰 발행- 일반 국민이 직접 사용 가능- 실거래 기반 테스트 수행 |
| 활용 방식 | 디지털통화를 실제 결제수단으로 사용하여 효용 체감 |
| 추진 방향 | 테스트 기간 동안 예금토큰 발행·유통을 은행 업무로 허용 검토 |

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

프로젝트 한강 1단계 주요 내용과 평가

| 구분 | 내용 |
|-------|--|
| 사업 목적 | 디지털화폐(CBDC) 및 예금토큰이 실제 경제 환경에서 결제수단으로 작동 가능한지 검증 |
| 추진 기간 | 2023년 10월 ~ 2024년 8월 |
| 핵심 목표 | 디지털화폐 인프라의 안정성 및 기술적 구현 가능성 검증 |
| 결제 실증 | 예금토큰을 활용한 실제 결제 수행 |
| 사용처 | 세븐일레븐, 교보문고, 이디야커피, 현대홈쇼핑 등 온·오프라인 가맹점 |
| 검증 범위 | 제조 → 발행 → 유통 → 환수 → 폐기 전 과정 점검 |
| 참여 주체 | 정부, 유관기관, 참여 은행 공동 참여 |
| 주요 성과 | 실거래 결제 가능성 확인, 시스템 안정성 점검- 기술적 구현 가능성 확보 |
| 한계 1 | 일부 가맹점 중심의 제한적 실험 |
| 한계 2 | 개인 간 송금 등 핵심 화폐 기능 미흡 |
| 한계 3 | 사용자 경험과 확장성 검증 부족 |
| 의의 | 예금토큰 기반 거래 + CBDC 기반 정산 구조의 현실 가능성 제시 |

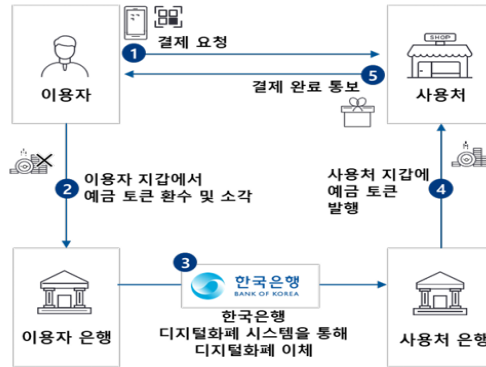
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

예금토큰 이용 과정 (단계별 흐름)

| 단계 | 과정 | 주요 내용 |
|------------------|--------|---|
| ① 전자지갑 개설 | 사용자 준비 | - 이용자: 모바일 앱 통해 개설 - 사업자: 은행 방문 후 개설 - 본인확인(KYC) 필수 |
| ② 예금토큰 발행 | 토큰 생성 | - 이용자가 발행 요청 - 은행이 예금/현금을 토큰으로 전환 - 전자지갑에 저장 |
| ③ 지급-결제 | 실제 거래 | - QR 코드 등으로 결제 - 이용자 → 사업자 지갑으로 토큰 이동 |
| ④ 은행 간 정산 (CBDC) | 최종 결제 | - 서로 다른 은행일 경우 CBDC 로 정산 - 중앙은행 화폐로 최종 결제 완료 |

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

예금토큰 결제 처리 절차



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

현재 추진 중인 프로젝트 한강 2단계는 단순한 실증을 넘어 상용화 준비 단계로 전환되는 중요한 분기점이다. 2단계에서는 참여 은행과 사용처가 확대되었고, 개인 간 송금 기능, 생체인증 기반 접근, 자동 입출금 기능, 부족 금액의 자동 전환 기능 등이 도입되면서 사용자 편의성이 강화되고 있다. 이는 디지털화폐가 기존 전자지급수단에 비해 실질적인 사용 편의를 제공할 수 있는지를 검증하는 단계로 볼 수 있다.

특히 주목할 부분은 프로그래머블 머니 기능의 확장이다. 기존에는 청년문화패스, 장학금, 도서관 바우처 등에 제한적으로 적용되었던 기능이 2단계에서는 전기차 충전 인프라 구축과 같은 정부 국고금 집행 사업까지 확대될 예정이다. 대표 사례인 전기차 충전시설 구축 사업에서는 정부 보조금 지급 과정에 디지털화폐가 적용되며, 한국은행이 발행하는 기관용 CBDC를 기반으로 시중은행이 발행한 예금토큰을 지급 수단으로 활용하는 구조가 도입된다.

이는 단순한 결제 효율화 차원을 넘어 정책 집행 및 공공 재정 집행 수단으로서 디지털화폐의 활용 가능성을 검증하는 첫 사례라는 점에서 의미가 있다. 예금토큰에 사용 조건을 내장함으로써 특정 목적에만 사용되도록 제한할 수 있고, 자금 이동 경로를 실시간으로 추적할 수 있어 집행의 투명성과 효율성을 높일 수 있다. 동시에 중앙은행은 CBDC를 통해 정산 인프라를 제공하고, 은행은 예금토큰을 실제 지급 수단으로 활용하는 역할 분담도 가능하다.

이러한 구조는 토큰증권 결제시스템과도 높은 적합성을 가진다. 토큰증권 시장에서는 블록체인 기반 환경에서 증권과 결제수단이 동시에 교환되는 동시결제(DvP) 구조가 요구되며, 이를 위해서는 거래 효율성과 결제 안정성을 동시에 확보할 수 있어야 한다.

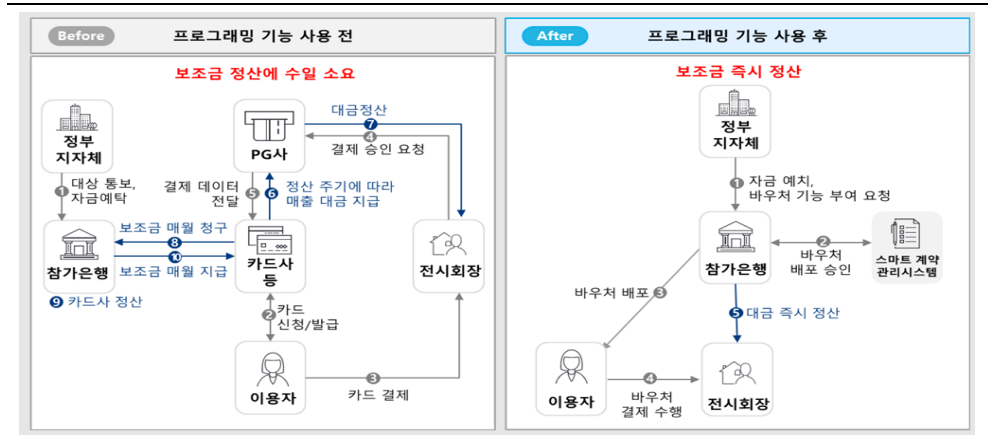
프로젝트 한강에서 검증된 구조는 거래 단계에서는 예금토큰이 사용되고, 은행 간 최종 정산은 CBDC를 통해 이루어진다는 점에서 토큰증권 결제시스템의 현실적인 대안으로 제시될 수 있다. 다만 개방형 생태계에서의 확장성과 네트워크 효과를 확보할 수 있는지 여부는 여전히 검증이 필요한 영역이다.

프로젝트 한강 2단계 주요 내용

| 구분 | 내용 |
|------------|--|
| 사업 단계 | 2 단계 (상용화 준비 단계) |
| 핵심 목표 | 디지털화폐 및 예금토큰의 실제 도입 및 상용화 기반 마련 |
| 추진 방향 | 1 단계 실증 결과를 바탕으로 서비스 확장 및 사용자 경험 개선 |
| 참여기관 확대 | 기존 7 개 은행 + 경남은행, 아이엠뱅크 추가 참여 |
| 사용처 확대 | 다양한 온·오프라인 가맹점 및 활용 영역 확장 |
| 이용자 기능 개선 | 개인 간 송금 기능- 생체인증 기반 접근- 자동 입출금 기능 - 부족 금액 자동 전환 (예금 → 토큰) |
| 프로그래밍 기능 | 스마트컨트랙트 기반 기능 고도화 |
| 디지털 바우처 확대 | 청년문화패스·장학금 → 전기차 충전 등 국고금 집행 사업으로 확장 |
| 정책·제도 준비 | 외부 컨설팅 통한 제도 개선 및 운영 방안 구체화 |
| 의의 | 실증 단계를 넘어 실제 금융 인프라 도입 단계로 전환 |

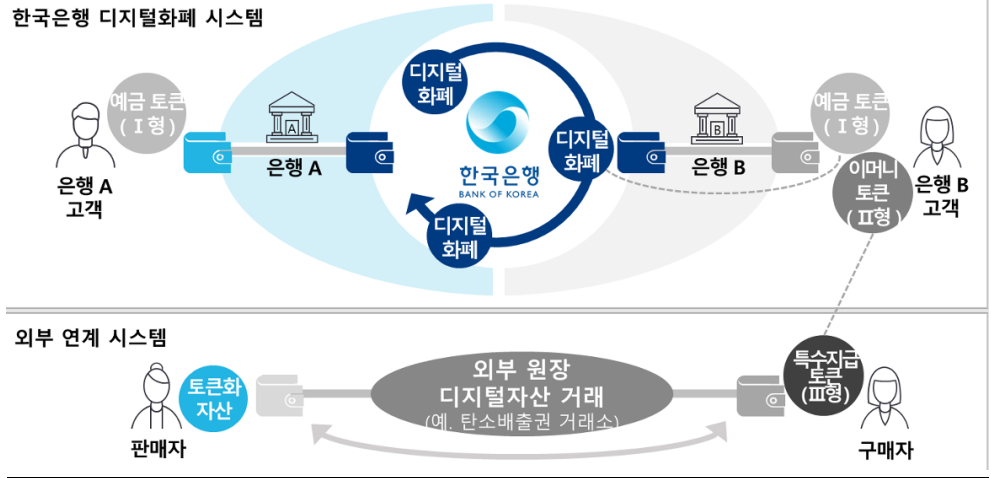
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

예금 토큰 프로그래밍 기능의 유용성(예시)



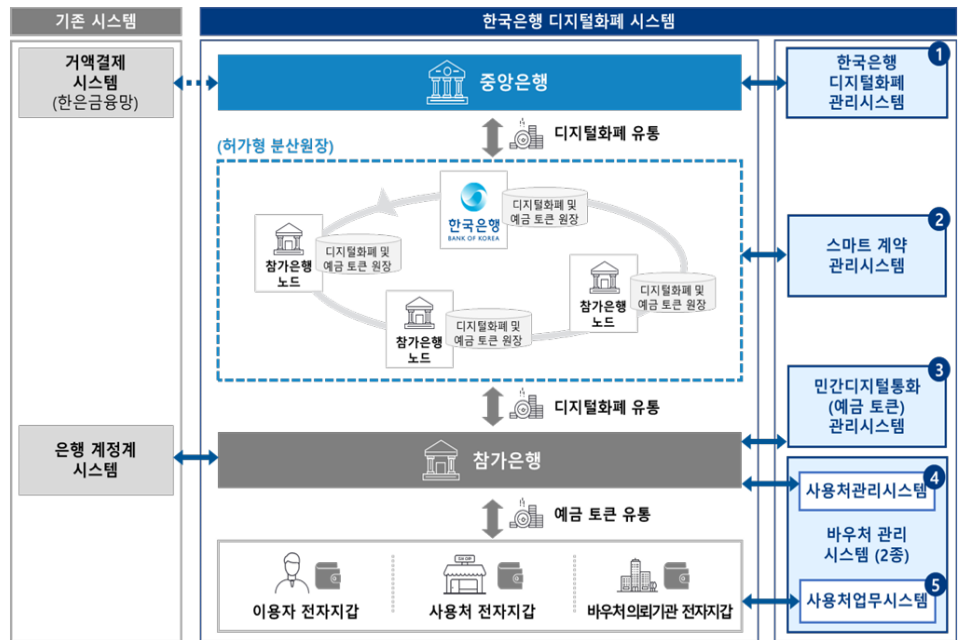
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

디지털화폐 네트워크 구성도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

분산원장 기반의 한국은행 디지털화폐 시스템 구성 개념도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주요국 비교와 한국 모델의 차별성

주요국의 CBDC 추진 방향을 보면 국가별 정책 목표와 금융 시스템 구조에 따라 전략이 뚜렷하게 갈린다. 유럽중앙은행은 디지털 유로 도입을 위한 제도화 단계에 진입하며 가장 적극적인 행보를 보이고 있다. 유로존은 결제 통합과 통화 주권 강화를 핵심 과제로 설정하고 있으며, 민간 결제수단에 대한 의존도를 낮추고 디지털 환경에서도 공공 화폐의 역할을 유지하려는 전략을 추진 중이다.

반면 미국은 CBDC 도입에 대해 신중한 입장을 유지하고 있다. 이미 달러 중심의 금융 지배력을 확보하고 있는 만큼, CBDC가 금융중개 기능과 민간 금융기관, 그리고 민간 혁신에 미칠 영향을 면밀히 검토하는 데 초점을 두고 있다. 이 때문에 미국은 CBDC보다는 민간 스테이블코인과 기존 결제 인프라의 공존 가능성에 상대적으로 더 무게를 두는 모습이다.

일본은 현금 사용 비중이 여전히 높은 국가적 특성을 반영해 보수적이고 단계적인 접근을 취하고 있다. CBDC를 기존 결제수단의 대체재보다는 보완재로 인식하며, 기술적 안정성과 운영 가능성을 실증 실험을 통해 검토하는 전략을 유지하고 있다.

이에 비해 한국은 실증 기반의 적용 가능성을 상대적으로 적극적으로 검증하고 있다는 점에서 차별적이다. 특히 프로젝트 한강을 통해 CBDC와 예금토권을 결합한 구조를 실제 결제 환경에서 구현하고 있으며, 이를 토큰증권 결제 시스템과 같은 자본시장 인프라 혁신으로 연결하려는 정책 방향을 분명히 하고 있다.

즉, 한국은 CBDC를 독립적인 결제 수단으로 도입하기보다 은행 시스템과 연계된 구조 속에서 금융 안정성과 효율성을 동시에 확보하고, 이를 자본시장 개편과 연결하려는 전략을 취하고 있다. 이는 단순한 디지털화폐 도입을 넘어 금융시장 구조 전반의 재편 가능성을 실험하고 있다는 점에서 의미가 있다.

주요국 CBDC 추진 현황 비교

| 구분 | 한국 | 유로존 | 미국 | 일본 |
|---------|----------------------|-----------------------|-----------------|---------------|
| 주관 기관 | 한국은행 | 유럽중앙은행 | 연방준비제도 | 일본은행 |
| 추진 단계 | 실증 및 상용화 준비 | 제도화 추진 | 연구 중심 | 단계적 실증 |
| 핵심방향 | CBDC+예금토큰 결합) | 디지털 유로 도입 | 민간 중심 공존 | 보완적 수단 |
| CBDC 유형 | 도매형 중심 + 혼합형 | 소매형 중심 | 미정 (신증 검토) | 소매형 중심 |
| 진행 상황 | 1 단계 완료, 2 단계 상용화 준비 | 디지털 유로 도입 검토 및 법제화 진행 | 공식 도입 계획 없음 | 파일럿 실험 진행 중 |
| 정책 방향 | 금융 인프라 혁신 + 토큰증권 연계 | 현금 대체 + 디지털 결제 강화 | 금융안정 및 민간 혁신 우선 | 현금 보완 + 기술 검증 |
| 특징 | 토큰증권 결제와 연계 | 적극적 제도화 | 신증 접근 | 보수적 접근 |

자료: 한국은행, FRB, BOJ, ECB, 키움증권 리서치센터

토큰화와 온체인 결제가 가져올 변화는 단순한 효율성 개선만으로 설명되기 어렵다. 최근 IMF가 공개한 토큰화 금융 보고서에서 지적하듯, 토큰화는 시장 분절, 시스템 리스크, 규제 불확실성이라는 새로운 과제를 동시에 수반한다.

특히 플랫폼 간 상호운용성이 충분히 확보되지 않을 경우 유동성이 분산될 가능성이 있으며, 스마트계약 기반 자동화 구조는 충격 발생 시 리스크 전파 속도를 높일 수 있다. 또한 즉시결제 구조는 결제 리스크를 낮추는 동시에 유동성 부담 증가와 가격 변동성 확대를 초래할 가능성도 존재한다. 이와 함께 토큰의 법적 소유권, 책임 소재, 투자자 보호, 수탁 체계 등 제도적 기반 역시 여전히 정비가 필요한 영역으로 남아 있다.

BIS 역시 앞으로 토큰화 금융이 거래·청산·결제를 하나로 통합하는 통합원장(unified ledger, 토큰화된 화폐와 자산이 프로그래밍 가능한 공통 플랫폼 상에서 발행·유통되는 새로운 금융시장 인프라) 구조로 발전할 것으로 보고 있으며, 이 과정에서 CBDC가 최종 결제 수단으로서 핵심적인 역할을 수행해야 한다고 강조한다. 이때 CBDC는 중앙은행이 발행하는 무위험 자산으로서 최종 결제의 신뢰를 보장하는 기준 역할을 한다. 즉, 민간에서 다양한 토큰 거래가 이루어지더라도 전체 시스템의 안정성과 신뢰를 유지하는 중심 축으로 작동하는 것이다.

또한 BIS는 이러한 구조가 민간의 기술 혁신과 공공의 신뢰를 결합하는 방향으로 발전해야 한다고 보며, 민간 토큰과 중앙은행 화폐가 함께 작동하는 2계층 구조가 현실적인 대안이라고 분석하고 있다.

따라서 한국의 토큰화 금융은 민간 혁신만으로 완성되기 어렵고, 상호운용성 표준, 결제자산의 법적 지위, 플랫폼 책임 범위, 수탁 구조, 투자자 보호 장치 등 공공 인프라와 규제 체계가 병행적으로 구축될 필요가 있다. 특히 금융 안정과 통화 주권을 중시하는 정책 환경을 감안할 때, 단기적으로는 민간 스테이블코인의 독자적 확산보다는 CBDC와 예금토큰을 중심으로 한 제도권 모델이 우선 형성될 가능성이 높다. 다만 중장기적으로는 규제 방향과 시장 수요에 따라 결제 수단 간 역할 재편 또는 특정 구조로의 수렴 가능성도 배제하기 어렵다.

결국 토큰화 금융의 핵심은 무엇을 토큰화하느냐를 넘어, 해당 자산이 어떤 결제 구조와 결합되는가에 있다. 이는 시장 구조와 정책 환경에 따라 다양한 경로로 전개될 수 있다. 한국의 경우 현재로서는 예금토큰과 CBDC가 안정성 축을 형성하고, 스테이블코인이 확장성과 사용성을 보완하는 구조가 유력한 시나리오로 평가된다. 다만 이는 고정된 형태라기보다 정책 선택과 시장 경쟁에 따라 변화 가능한 구조로 이해할 필요가 있다.

특히 프로젝트 한강은 1단계를 통해 기술적 구현 가능성을 확인하고, 2단계를 통해 상용화 기반을 확대하고 있다는 점에서 의미가 있다. 다만 해당 실증이 제한된 환경에서 이루어진 만큼, 동일한 구조가 실제 시장 전반에서도 작동할 수 있는지에 대해서는 추가적인 검증이 필요하다. 이에 따라 “예금토큰 기반 거래 + CBDC 기반 정산” 모델은 유력한 대안으로 평가되지만, 최종적인 시장 표준으로 정착할지는 정책 방향과 생태계 형성 여부에 좌우될 가능성이 크다.

이와 더불어 향후 한국형 스테이블코인이 보완적 결제수단으로 결합될 경우, 금융기관 중심의 안정성과 플랫폼 기반 확장성을 동시에 확보하는 구조로 발전할 수 있다. 다만 예금토큰과 스테이블코인은 법적·제도적 차이를 가지지만, 한국의 규제 환경에서는 은행 주도형 스테이블코인이 확산될 경우 기능적으로 유사한 형태로 수렴할 가능성이 있다. 이에 따라 두 결제수단이 거래·송금 등 유사한 기능을 수행하게 되면 사용자 관점에서의 대체 가능성이 높아지고, 기능 중첩에 따른 경쟁도 심화될 수 있다..

이러한 경쟁이 네트워크 효과와 플랫폼 확장성을 중심으로 전개될 경우, 초기에는 복수의 결제수단이 공존하더라도 장기적으로는 사용성과 확장성이 높은 특정 결제 모델을 중심으로 시장 구조가 재편될 가능성이 있다.

토큰증권 결제시스템 내 디지털 화폐 역할 구조

| 구분 | 예금토큰 | CBDC | 스테이블코인 |
|-------|----------------|--------------|------------------|
| 역할 | 기본 거래 수단 | 최종 정산 수단 | 확장·연계 결제 수단 |
| 기능 | 투자자 간 증권 거래 결제 | 은행 간 최종 결제 | 플랫폼 간 연계 및 외부 거래 |
| 활용 영역 | 금융기관 중심 시장 | 금융 인프라 (백엔드) | 디지털 자산·글로벌·플랫폼 |
| 특징 | 안정적·규제 기반 | 신뢰성·안정성 최고 | 유연성·확장성 |
| 위치 | 프론트 (거래) | 백엔드 (정산) | 확장 레이어 |

자료: 키움증권 리서치센터

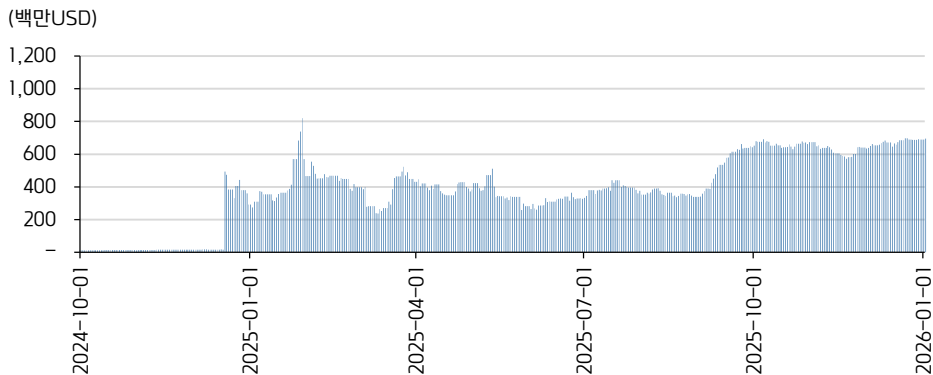
III. 규제 밖에서 확산되는 토큰화 금융

토큰화된 상장주식의 거래는 이미 진행 중

주식 토큰화는 더 이상 미래의 일이 아니다. 암호화폐 거래소에서는 이미 엔비디아, 테슬라 등 미국 주요 기업들의 주식은 물론 금, 은, 원유 등 원자재와 다양한 ETF까지 토큰화되어 활발히 거래되고 있다. 최근에는 글로벌 투자자들의 국내 증시에 대한 관심이 높아지면서 삼성전자와 SK하이닉스 등 국내 기업의 주식도 토큰화되어 거래소에 상장되기도 했다. 토큰화된 주식은 통상 파생계약으로 분류되어 아직까지 거래가 허용되는 국가가 많지 않으나, 자산 토큰화 및 거래가 법적으로 허용되는 국가에 본사를 둔 기업들은 우선적으로 사업에 진출하여 서비스를 제공 중이다.

실물자산 토큰화 데이터 플랫폼인 rwa.xyz에 따르면, 2026년 3월 말 기준 토큰화된 상장주식의 총 가치는 9.4억달러에 달한다. 약 60조달러 이상으로 알려진 미국 주식시장 시가총액의 규모와 비교하면 아직은 극히 적은 비중이지만, 최근 나스닥과 바이낸스 등 제도권 거래소와 대규모 암호화폐 거래소가 주식 토큰 거래를 지원할 계획임을 밝히면서 시장 규모는 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

가상자산 시가총액과 가상자산 거래소 월간 거래량



자료: Bloomberg, The Block, 키움증권 리서치센터

토큰주식은 발행자(Issuer)인 토큰화 기업이 증시에 상장된 주식을 기초자산으로 발행한 토큰으로, 발행된 토큰은 해당 기초자산의 가격을 추종하도록 설계된다. 투자자는 암호화폐 지갑을 통해 보유하고 있는 스테이블코인을 발행자의 블록체인 주소와 스왑하며 해당 물량만큼의 토큰주식을 획득할 수 있으며, 혹은 발행자와의 파트너십을 기반으로 거래 서비스를 지원하는 암호화폐 거래소를 통한 구매도 가능하다.

다만 발행자별 토큰주식의 형태는 법적으로 차이가 있는데, Ondo가 발행하는 토큰주식은 기초자산의 가치 변동에 따른 수익을 지급하도록 보장한 구조화 채권(Structured Note)의 형태인 반면 Backed Finance가 발행한 토큰주식은 ETF와 유사하게 특정 지수를 추종하도록 설계된 추적형 증권(Tracker Certificate)이다. 미국 등 주요 국가에서의 규제로 인해 토큰주식의 법적 형태는 아직 명확히 규정되지는 않은 상황이다.

Ondo Finance가 엔비디아를 기초자산으로 발행한 토큰주식 NVDAon에 대한 설명

| 1. WHAT IS THIS PRODUCT? | |
|-----------------------------------|---|
| Type: | Open-ended tracker certificate in the form of Ledger-Based Securities (<i>Registerwertrechte</i>) according to Art. 973d et seqq. Swiss Code of Obligations (" CO ") under Swiss law. |
| Term | The Product (as defined below) does not have a fixed maturity date. |
| Objectives: | <p>NVDAon (hereinafter the "Product") is a tracker certificate issued on the Ethereum Mainnet and other blockchain networks which the Issuer may choose to issue on in its sole discretion, a Securities Ledger supported by the Product. The Product is engineered to mirror the price movements of the ordinary shares of NVIDIA Corporation ("Underlying"). The fundamental investment goal of the Product is to replicate the return performance of the Underlying, after the relevant fees and expenses. The Product offers several key advantages, such as faster transaction speeds compared to traditional securities, and it is specifically developed for offering the Investors exposure to the performance of the Underlying while simultaneously leveraging the advantages of the blockchain technology such as enhanced transparency, security, and ease of transfer. Below, the information on the Underlying:</p> <ul style="list-style-type: none"> • issuer: NVIDIA Corporation; • name: NVIDIA Corporation; • ISIN: US67066G1040; and • Ticker NVDA. <p>The denomination of the Product is US Dollar ("USD"), and the base currency referred to the Underlying is USD.</p> <p>The Product can be transferred freely to other investors only via wallets and the relevant Securities Ledger and is collateralized by the Underlying and any Additional Collateral to fulfil the payment obligations of the Issuer.</p> |
| Intended retail investors: | <p>Retail investors who have the following characteristics</p> <ul style="list-style-type: none"> • have sufficient financial resources and liquidity to be able to bear a total loss of the amount invested; • are seeking a speculative investment opportunity that is accompanied by the expectation that the Underlying will gain sufficient value over time to exceed any fees; • have only limited technical capabilities or lack the relevant technical expertise and therefore, instead of investing directly in the Underlying and its ecosystem, with the aid of debt securities with a value based on the Underlying price without having to hold Underlying themselves during the holding period of the Product; • have the ability to make an informed investment decision through having sufficient knowledge and experience to make a meaningful evaluation of the Product, the merits, and risks of investing in the Product and the information contained in the Base Prospectus and Final Terms; and • have a minimum investment horizon of the recommended holding period specified below. |

자료: Ondo Finance, 키움증권 리서치센터

Backed Finance가 발행한 엔비디아의 토큰주식 NVIDIA xStock에 대한 설명


Factsheet NVDAx

This is an advertising material.
Data as of March 27, 2026



NVIDIA xStock

Tokenized Equities

Investment Objective

NVIDIA xStock (NVDAx) is a tracker certificate issued as Solana SPL and ERC-20 tokens. NVDAx tracks the price of NVIDIA Corp (the underlying).

NVDAx is designed to give eligible cryptocurrency market participants regulatory-compliant access to the stock price of NVIDIA Corp, whilst maintaining the benefits of blockchain technology.

Key Benefits

Nvidia is building the AI-powered future - a more intelligent, automated, and efficient technological landscape driven by artificial intelligence. The company started in 1993 with the radical idea that graphics processing units (GPUs) could revolutionize computing. Today, Nvidia offers a trusted and powerful platform for accessing the broader AI ecosystem, empowering businesses and individuals to harness the transformative power of artificial intelligence.

NVDA (NASDAQ)
Data as of March 27, 2026



자료: Backed Assets (JE) Limited

Product Details

| | |
|---------------------------|---|
| Issuer | Backed Assets (JE) Limited |
| Name | NVIDIA xStock |
| ISIN | CH1436219195 |
| Symbol | NVDAx |
| Management Fee | The tracker charges no management fee at present. A fee of up to 0.25% per year may be introduced in the future |
| Issuance / Redemption Fee | Up to 0.50% of your investment's value when entering and exiting the investment |
| Issuance Volume | 100,000,000 CHF |
| Blockchains | Ethereum (0xc845...e0849d) Ink (0xc845...e0849d) Solana (Xsc9gv...mx90Eh) Ton (EQCva...dBoa88) |

Underlying Information

| | |
|--------|---|
| Issuer | The issuer of the Underlying is NVIDIA Corporation, 251 Little Falls Drive, Wilmington, DE 19808, USA. LEI: 54930054KFLTLO7GSQ80. |
| Name | NVIDIA Corporation |
| ISIN | US67066G1040 |
| Symbol | NVDA |

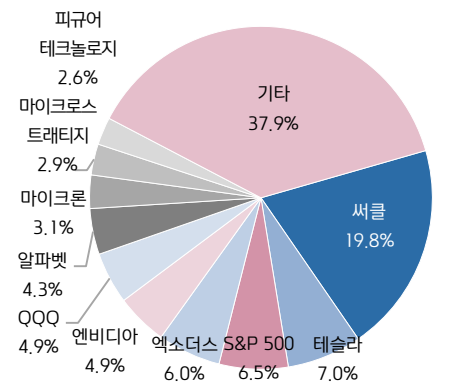
Service Providers

| | |
|----------------|--|
| Tokenizer | Backed Finance AG |
| Broker | Alpaca Securities LLC InCore Bank AG Maerki Baumann & Co. AG |
| Custodian | Alpaca Securities LLC InCore Bank AG Maerki Baumann & Co. AG |
| Security Agent | Security Agent Services AG |

토큰화 규모가 가장 큰 주식은 달러 스테이블코인 USDC의 발행사 씨클로, 전체 토큰화된 주식 중 약 19%가 씨클을 기초자산으로 한다. 그 뒤로는 테슬라, S&P 500 지수, 엑소더스 무브먼트(암호화폐 지갑 솔루션 기업), 엔비디아 등의 주식을 기초자산으로 하는 토큰들의 비중이 뒤를 이었다. 현재까지는 미국 내 암호화폐 관련 상장기업들을 중심으로 주식 토큰화가 이루어진 모습이다.

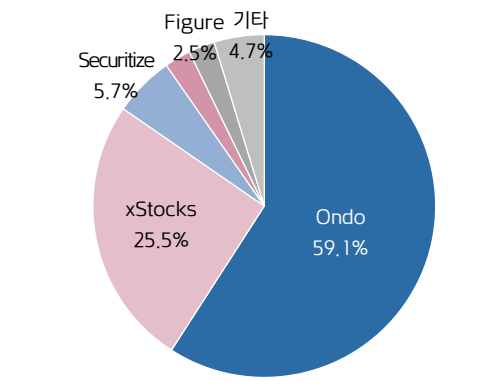
토큰주식의 발행 주체로는 제도권 금융사와 밀접한 연관이 있는 것으로 알려진 미국계 RWA 플랫폼 Ondo Finance가 두드러진다. Ondo의 시장 점유율은 59%에 달하며, 미국에 상장된 263개의 기업과 ETF 등에 대한 토큰화 서비스를 제공 중이다. 뿐만 아니라 바이낸스, OKX와 같은 글로벌 중앙화 암호화폐 거래소는 물론 탈중앙화 거래소와 암호화폐 지갑과도 파트너십을 유지하고 있어 범용성도 가장 높다고 볼 수 있다.

토큰주식의 기초자산 구성 비중



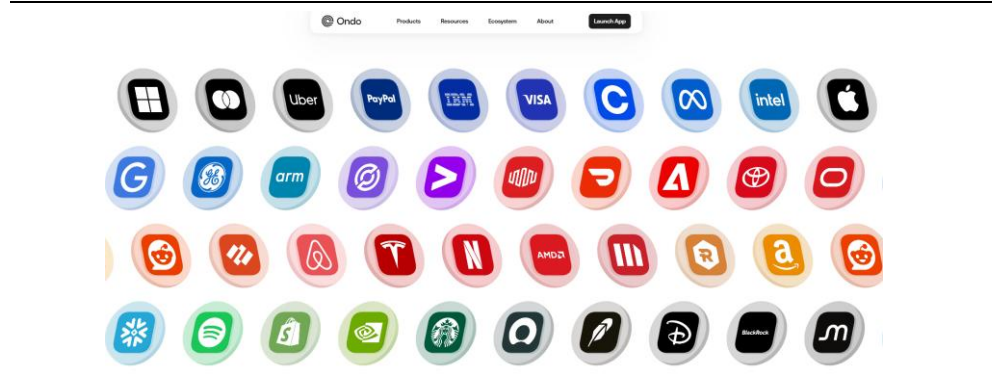
자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

토큰주식의 발행 주체 구성 비중



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

Ondo Finance가 발행한 토큰주식의 기초자산이 되는 기업들의 로고



자료: Ondo Finance, 키움증권 리서치센터

우리나라와 미국 등 주요 국가에서는 토큰주식 발행과 매매 등에 대해 법적으로 규제를 하고 있으나, 다른 나라의 기업이 우리나라 혹은 미국 증시에 상장된 주식을 기초자산으로 하여 토큰주식을 발행할 수 있는 권리까지 제한할 수는 없다. 이에 따라 발행자와 암호화폐 거래소들은 투자자들의 관심이 높은 자산에 대해 자유롭게 토큰주식을 발행하고 거래를 제공할 수 있다. 관심도가 높은 자산의 거래를 제공하는 것은 유동성 확보 및 슬리피지(Slippage) 축소로 이어지며, 이는 곧 거래소의 경쟁력과 직결되는 요인이다. 최근에는 국내 증시에 대한 글로벌 투자자의 관심도가 높아지면서 암호화폐 거래소들은 삼성전자, SK하이닉스, 현대차 등에 대한 토큰주식을 발행하여 상장하기도 했다.

SK하이닉스 토큰주식의 거래를 지원하는 trade.xyz

| Markets | Last Price | 24h Change | Volume | Open Int. | Funding |
|--------------------------------|------------------------|-------------------|----------|-----------|-------------------------|
| 16 GOOGL-USDC xyz 10x ₩ | 314.81 Oracle -0.17 | -0.460 / -0.15% | \$14.36m | \$21.85m | -0.0011% APR -9.44% |
| 17 PLTR-USDC xyz 10x ₩ | 141.11 Oracle +0.01 | -14.200 / -9.14% | \$9.68m | \$3.30m | +0.0006% APR +5.48% |
| 18 EURUSD xyz 50x ₩ | 1.1658 | -0.00200 / -0.17% | \$9.18m | \$10.62m | -- |
| 19 PLATINUM-USDC xyz 20x ₩ | 2,025.6 Oracle -0.3 | -1.10 / -0.05% | \$8.34m | \$3.29m | -0.0040% APR -35.14% |
| 20 COIN-USDC xyz 10x ₩ | 173.77 Oracle +0.03 | -10.900 / -5.90% | \$8.34m | \$5.11m | +0.0006% APR +5.48% |
| 21 BABA-USDC xyz 10x ₩ | 125.38 Oracle -0.01 | -0.170 / -0.14% | \$7.68m | \$4.15m | +0.0017% APR +14.48% |
| 22 [SKHYNIX-USDC] xyz 10x ₩ | 680.94 Oracle +1.24 | +8.290 / +1.23% | \$7.32m | \$9.72m | +0.0090% APR +78.52% |
| 23 MSTR-USDC xyz 10x ₩ | 127.14 Oracle -0.01 | -3.140 / -2.41% | \$6.34m | \$9.30m | +0.0003% APR +2.96% |
| 24 META-USDC xyz 10x ₩ | 614.44 Oracle +0.06 | +15.640 / +2.61% | \$5.15m | \$4.40m | +0.0006% APR +5.48% |

자료: trade.xyz, 키움증권 리서치센터

왜 토큰주식인가? -거래 시간 확대와 레버리지의 활용

STO(토큰증권)는 전통적인 금융자산이 커버하지 못하는 상품에 대한 투자를 가능하게 해주었으나, 해당 기초자산에 대한 투자 수요 부족으로 시장의 성장이 제한적이었다. 반면 토큰주식과 같이 전통 금융자산을 토큰화하는 것은 투자자의 효용 증가로 이어지며, 이에 따라 브로커리지 시장에 구조적인 변화를 불러올 가능성이 높을 것으로 예상된다.

금융자산을 토큰화할 경우 투자자에게 예상되는 효용은 1) 거래시간 증가와 2) 레버리지의 활용이다. 암호화폐는 이미 연중무휴 24/7 거래가 가능하나, 주식시장은 매매 체결 이후 거래소와 예탁결제원 등을 거치며 청산 및 결제가 이루어져야 하기 때문에 매매 시간 제한과 결제 주기(T+2)를 두고 있다. 토큰주식은 전통적인 결제 시스템을 거치지 않아 거래 시간을 제한할 필요가 사라진다. 현재는 유동성과 가격 추종 등의 문제로 토큰주식의 거래 시간도 제도권 주식시장을 따르고 있기는 하나, 토큰주식 매매가 활성화된다면 장외 가격 변동이 보다 유의미해질 가능성이 높다. 이 경우 투자자 입장에서도 자신의 판단을 보다 빠르게 행동으로 옮길 수 있는 토큰주식 거래소를 채택할 유인이 커질 것으로 예상된다.

Ondo Finance가 제시한 토큰주식의 차별점 - 24/7 거래 가능

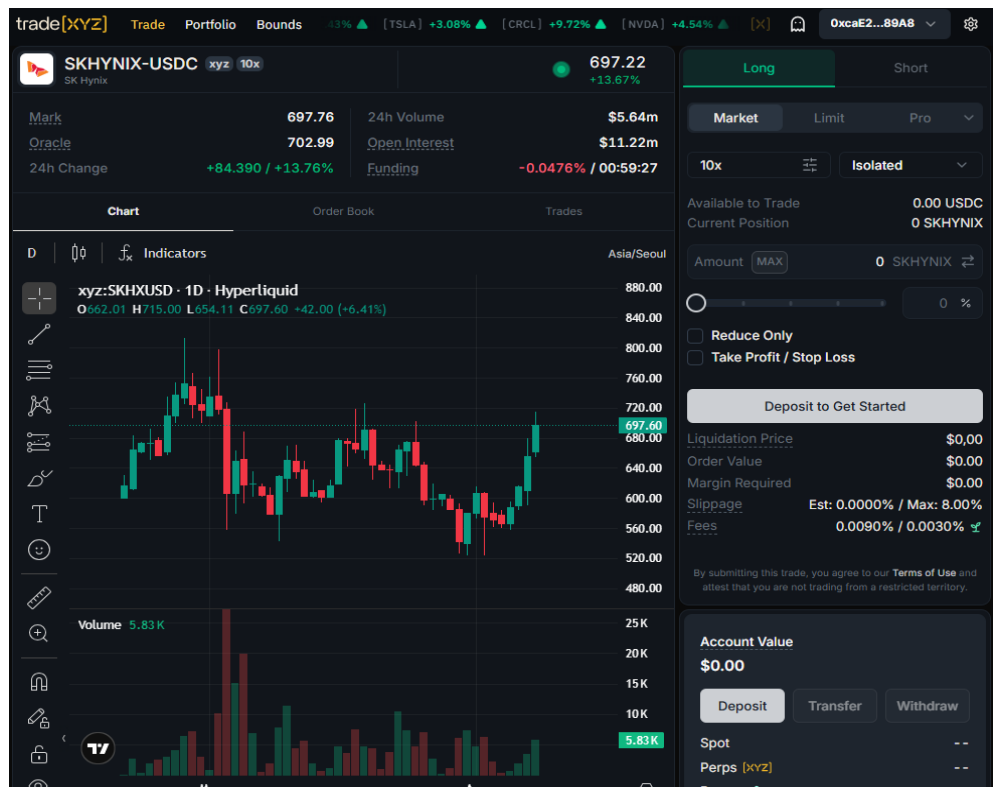
| Features: | Ondo Tokenized Stocks | Other Tokenized Stocks | Traditional Brokers |
|--------------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|
| Available 24/7 | ● | ● | ✗ |
| Transferable | ● | ● | ✗ |
| DeFi Compatible | ● | ● | ✗ |
| Easy Access | ● | ● | ✗ |
| Clear Asset Backing | ● | ● | ● |
| Strong Investor Protections | ● | ✗ | ● |
| Enforceable Redemption Rights | ● | ✗ | ● |
| Instant Mint & Redemption | ● | ✗ | ● |
| Traditional Exchange Liquidity | ● | ✗ | ● |

자료: Ondo Finance, 키움증권 리서치센터

암호화폐 시장은 무기한 선물(Perpetual Futures)이 거래의 상당 부분을 차지한다. 무기한 선물은 만기가 없는 선물 계약으로, 증거금만 유지된다면 롤오버 없이 포지션을 유지할 수 있다. 무기한 선물은 레버리지를 통해 적은 자금으로도 높은 변동성을 추구할 수 있다는 점에서 투자자에게 매력적이며, 유동성 확보에도 용이하다.

토근주식 역시 암호화폐처럼 무기한 선물 및 레버리지 거래가 가능하다. 전통 금융시장에서 진입장벽이 높았던 개별 종목의 선물 거래도 큰 제약 없이 이루어진다. trade.xyz에서는 삼성전자와 SK하이닉스 등 국내 주식에 대해서도 최대 10배 레버리지를 사용할 수 있으며, 기초자산의 가격이 10% 상승할 경우 무기한 선물 매수 포지션은 100%의 수익을 거둘 수 있다. 이러한 높은 레버리지와 변동성은 투자자에게 큰 유인 요소로 작용할 가능성이 높다.

SK하이닉스에 대해서도 최대 10배까지 레버리지 활용 가능



자료: trade.xyz, 키움증권 리서치센터

토큰주식의 한계 -거래상대방위험과 유동성 부족

전통 금융자산이 토큰화되기 시작한 시점은 대략 2023년 전후이나, 토큰화의 여러 이점에도 불구하고 수 년 간 시장은 정체되어 있었다. 그 이유는 토큰주식의 매매를 제공하는 거래소의 명확한 한계 때문인데, 1) 거래상대방위험과 2) 유동성 부족이다.

거래상대방위험(Counterparty risk)이란 금융거래에서 상대방이 계약을 이행하지 않을 위험으로, 제도권 주식시장에서는 해당 위험은 법적 규제에 기반한 중앙청산소와 증거금 제도 등을 통해 통제되고 있다. 그러나 토큰주식의 경우 토큰이 주식과 동등한 가치를 가지고 있다는 전제는 오롯이 발행자의 신용에 근거해야 하며, 거래를 할 때에도 해당 거래소가 계약을 이행할 것이라는 신용이 있어야 한다. 그간 토큰주식은 주요 국가에서 법적으로 허용되지 않아 규모가 큰 사업자들이 진출하지 않았는데, 이는 곧 시장에 대한 낮은 신뢰도로 이어졌다.

다만 이러한 거래상대방위험은 대규모 사업자들이 본격적으로 진입하면서 급격하게 줄어들 것으로 예상된다. 미국 거래소인 나스닥은 지난 3월 SEC로부터 토큰화된 주식 거래 및 결제에 대한 승인을 획득했으며, 인베스터 데이를 통해 토큰화에 대한 강한 의지를 내비치기도 했다.

나스닥, 자산 토큰화를 통한 시장 효율성 제고 계획 발표



자료: Nasdaq, 키움증권 리서치센터

글로벌 최대 암호화폐 거래소인 바이낸스 역시 2021년 규제 이슈로 중단했던 토큰주식 거래 서비스를 올해 1월부터 재개했다. 바이낸스는 과거 자체적으로 발행한 달러 연동 스테이블코인 BUSD를 통해 테슬라 등 미국주식의 토큰을 거래할 수 있도록 한 바 있으나, 주요국 금융당국의 조사 등으로 해당 서비스를 중단했다. 그러나 이후 금융자산 토큰화에 대한 개념이 점진적으로 정립되는 동시에 규제 완화 기조가 형성되었으며, 이에 따라 5년 만에 토큰주식 거래 서비스를 재개한 것이다.

바이낸스는 글로벌 최대 토큰화 플랫폼인 Ondo Finance와 협력하여 토큰주식 거래 서비스는 물론 해당 자산에 대한 무기한 선물 거래도 지원하고 있다. 지난 3월에는 미국 시장에 상장된 국내 주요 기업의 주가를 추종하는 ETF인 EWY(iShares MSCI South Korea ETF)에 대한 거래도 지원하기 시작했다. 바이낸스에 따르면 금융자산 토큰화 서비스 이후 가장 거래가 활발하게 이루어지는 금의 경우 일일 최고 거래량은 76억달러에 달하기도 했다.

바이낸스의 EWY 토큰 거래 지원



자료: Binance, 키움증권 리서치센터

금융자산 토큰화 서비스 런칭 이후 주요 자산의 거래 현황

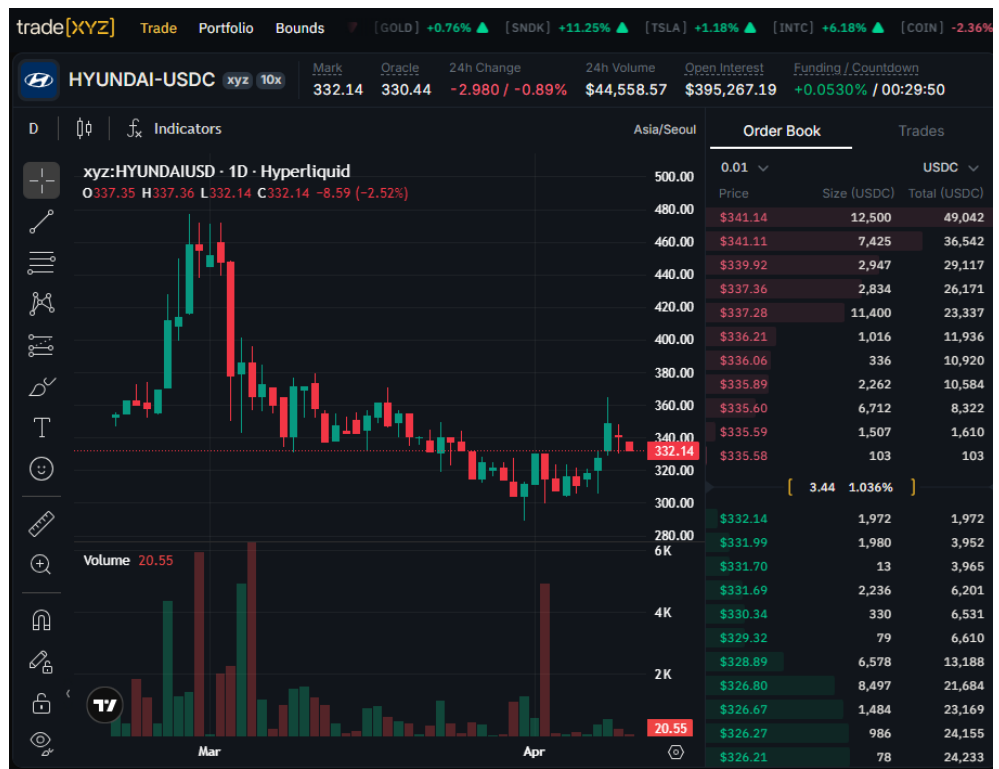
| PRODUCT | BINANCE DAILY VOLUME AT PEAK | TRADITIONAL MARKET BENCHMARK | BINANCE AS % OF TRADFI |
|-----------|------------------------------|-------------------------------|------------------------|
| Gold | \$7.6B | COMEX GC - \$100B/Day | 3%-8% |
| Silver | \$6.4B | COMEX SI - \$25B/Day | 10%-21% |
| US Oil | \$760M | NYMEX WTI - \$56B-\$112B/Day | 1% |
| Brent Oil | \$360M | ICE Brent - \$32B-\$54B/Day | 1% |
| CRCL | \$256M | NYSE CRCL - \$1.4B/Day | 10%-12% |
| TSLA | \$190M | Nasdaq TSLA - \$15B-\$20B/Day | 0.5%-1% |
| HSTR | \$60M | Nasdaq HSTR - \$2.5B/Day | 2%-3% |

자료: Binance, 키움증권 리서치센터

슬리피지란 매매주문 시 발생하는 체결오차로, 시장에 유동성이 충분하지 않아 원하는 가격에 주문이 체결되지 않는 현상이다. 통상 금융자산의 가격인 매수자가 지불하려는 최고 가격인 매수호가와 매도자가 판매하려는 최저 가격인 매도호가만 만나는 지점에서 가격이 결정되는데, 매수호와 매도호가의 가격이 벌어질수록 해당 자산을 매매할 때 발생하는 비용이 커지게 된다.

주식시장의 경우 유동성 공급자(Liquidity Provider)가 슬리피지가 일정 수준 이상 발생하지 않도록 돕는 역할을 하고 있으나, 토큰주식 혹은 암호화폐 시장에서는 법적인 규제가 없어 매수호와 매도호가의 차이가 상대적으로 크며 이에 따른 체결오차가 크게 발생한다. 투자자 입장에서 불필요한 거래비용은 해당 거래소의 매력도를 현저히 저하시키는 요인이다.

trade.xyz에서 현대차의 호가창(Order Book), 약 1%의 호가 스프레드 발생



자료: trade.xyz, 키움증권 리서치센터

시사점 - 거래소는 구조적 전환 중, 향후 시장 선점이 가장 중요

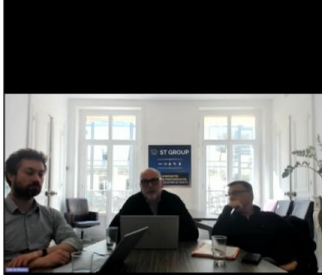
프랑스의 항공/방산 부품 제조 기업 ST Group은 자사 주식을 기존 증권거래소가 아닌 온체인 거래소에 상장할 계획이다. 4월 9일부터 20일까지 청약을 통해 Lise라는 거래소에 상장될 예정으로, 주당 가격은 18.25유로이며 상장 이후 예상 시가총액은 약 180억원이다.

ST Group의 상장 관련 IR 자료 및 경영진 설명

Modalités de l'opération (1/3)

| | |
|---|---|
| COTATION | <ul style="list-style-type: none"> • SNR DLT opéré par Lise • Code ISIN: FR0040127044, Code mnémotechnique: STGRP |
| PRIX D'ÉMISSION | <ul style="list-style-type: none"> • 18,25 € par action |
| CAPITAL SOCIAL AVANT OPÉRATION | <ul style="list-style-type: none"> • 439 058 actions ordinaires, incluant 43 898 actions nouvelles en rémunération de l'appart des actions de la société ST Liseur à ST GROUPO, sous condition suspensive du règlement définitif de l'offre |
| VALORISATION | <ul style="list-style-type: none"> • Pré money: 8,0 M€ • Post money: 10,6 M€ (hors clause d'extension) |
| PRINCIPALES MODALITÉS DE L'OFFRE | <ul style="list-style-type: none"> • Offre au public en France sous la forme d'une émission d'actions ordinaires nouvelles au porteur sous forme de Titres Tokenisés • Emission de 142 960 actions ordinaires nouvelles d'une valeur nominale 0,50 euro • Augmentation de capital d'un montant total de 2,6 M€, prime d'émission incluse |
| CLAUSE D'EXTENSION | <ul style="list-style-type: none"> • Clause d'extension d'un maximum de 15 % du nominal en cas de forte demande des investisseurs, portant l'émission totale à 164 392 actions ordinaires (soit 21 442 actions supplémentaires) • Augmentation de capital, susceptible d'être portée à 3,1 M€, prime d'émission incluse |
| CONDITIONS DE RÉALISATION | <ul style="list-style-type: none"> • L'augmentation de capital ne sera pas réalisée et l'offre sera annulée si les souscriptions recueillies sont inférieures à 75 % du montant initial de l'augmentation de capital, soit un montant inférieur à 1,95 M€, prime d'émission incluse |

ST GROUP



ST GROUP

자료: ST Group, Youtube, 키움증권 리서치센터

거래소인 Lise는 프랑스의 핀테크 기업으로, 'Lightening Stock Exchange'를 의미한다. EU의 분산원장 샌드박스 규제인 'DLT Pilot Regime'에 따라 운영되는 최초의 법적 규제를 준수하는 온체인 증권 거래소로, BNP파리바와 프랑스의 공공투자은행 Bpifrance 등과 파트너십을 맺고 있다. Lise는 증권거래소 상장이 어려운 1,200만유로(약 210억원) 미만의 중소기업(SMEs, Small and Midium-sized Enterprise)을 대상으로 주식 토큰화 및 상장을 통한 자금조달을 지원한다.

ST Group의 상장 관련 IR 자료 및 경영진 설명

An on-chain market

DLT (Distributed Ledger Technology, or blockchain) is the foundation of our infrastructure

Tokenisation

Full dematerialisation of securities to optimise trading and registry traceability

Atomic settlement

Simultaneous transfer of securities (shares) and cash (euros) in a single operation, eliminating settlement failure and all counterparty risk

Permissioned DLT

Lise uses a Hyperledger Besu blockchain. Access to registry data and node validation is strictly limited to Lise and regulatory authorities.

자료: Lise, 키움증권 리서치센터

ST Group에 대한 상장 주식 청약 화면

ST GROUP
 Aerospace and Defense | Eligible IR PME | FIP | ISO-0 B tier

Active offering: €402,430.75 subscribed

Subscription period: 09 Apr - 21 Apr
 Unit price: €18.25
 Threshold (75%): €1,956,637.25
 Extension (15%): €3,000,154.00

Base offer: €2,608,837.50

Offer period + extension: 10 days + 5 days

€18.25 per share
 Action ST GROUP

Operation: Number of shares: 10 → €182.50

1 STGRP = €18.25

Sign up for the offer

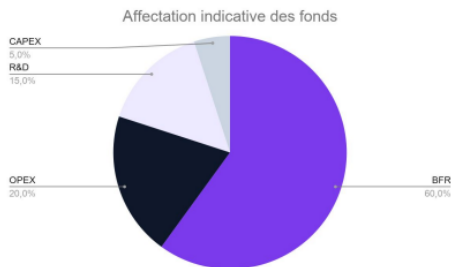
자료: Lise, 키움증권 리서치센터

ST Group의 청약 안내서

Profil de l'entreprise



Usage des fonds



La levée de fonds est dédiée à la croissance sur les marchés aéronautique, défense et spatial

Elle doit contribuer au financement de la montée en charge industrielle et de l'innovation, avec des besoins d'investissements supplémentaires limités.

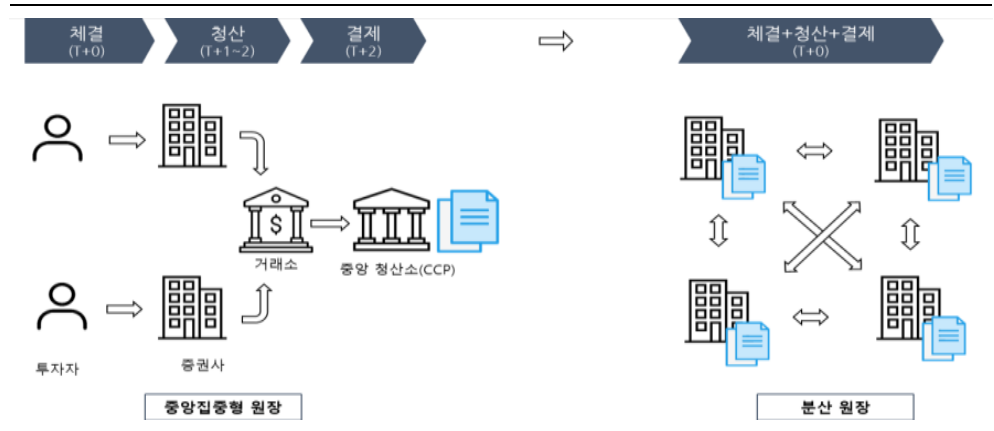
자료: Lise, 키움증권 리서치센터

Lise는 기존 증권거래소와 별도로 운영되며, 분산원장 기술을 활용하여 24시간 연중무휴로 운영되는 동시에 결제 주기(T+2) 없이 매매에 따른 즉각적인 결제가 이루어진다. 상술한 토큰주식의 이점 중 거래시간 확대의 이점이 법적인 규제를 받는 거래소에서 발현되는 것이다.

결제 주기 단축 못지 않게 중요한 것은 증권을 거래하는 과정에서 더이상 중앙 거래소와 청산소가 필요하지 않게 된다는 것이다. 현재 시스템은 중앙 거래소와 청산소에서 각 증권사의 매매 정보를 취합한 후 이를 상계하여 주식의 실질적인 양수도 및 대금을 결제하는 역할을 하며, 이에 따라 자금도 중앙 거래소와 청산소를 거쳐 흐르게 된다.

반면 토큰주식 거래소는 즉각적인 결제가 이루어져 중앙 거래소와 청산소에 매매와 관련된 자금을 유통할 필요가 없으며, 이에 따라 토큰주식 거래소가 온체인 네트워크에 확보한 유동성은 유출되기 전까지 온전히 자신들의 몫으로 활용할 수 있다. 결론적으로 토큰주식 거래소는 기존 증권사에 비해 구조적으로 유동성을 확보하기 매우 유리하며, 유동성 확보는 곧 자금 운용 등을 통한 수익의 증가를 의미하는 바 경쟁우위를 점할 가능성이 높다.

현행 및 토큰화 기반 증권거래 과정



자료: 국제금융센터 - '주요국의 토큰화 도입 현황 점검'

증권 거래소는 하나의 플랫폼으로 네트워크 효과가 강하게 작용한다. 시장 참여자가 많아질수록 거래소의 유동성이 풍부해지며, 이는 곧 슬리피지 감소라는 시장 참여자의 효용 증가로 이어지기 때문이다.

이는 유통시장 뿐 아니라 발행시장도 마찬가지다. 기업이 상장을 통해 자금을 조달하는 경우 해당 시장의 유동성 규모가 중요한데, 시장의 유동성이 많아야 자금 조달이 원활한 것은 물론 높은 기업 가치를 인정받기에도 유리하기 때문이다. 또한, 풍부한 유동성을 확보한 거래소가 있을 경우 네트워크 효과를 더욱 극대화하기 위해 시장의 관심도가 높은 기업과 상장을 독점하고자 할 가능성이 높다.

종합해보면, 토큰주식 시장은 아직까지는 미미한 수준이나 긴 거래시간과 레버리지 활용이라는 명확한 이점이 있으며, 시장 성장에 걸림돌이 된 거래상대방 위험과 유동성 부족은 대형 사업자들이 참여하면서 대부분 해소될 것으로 예상되는 바 투자자들을 기존 증권 거래소로부터 빠르게 흡수할 가능성이 높다.

상위 사업자들은 상술한 네트워크 효과를 기반으로 시장 대비 성장이 더욱 가파를 것이며, 1) 투자자 효용 증가 및 위험의 효과적 통제 등 인프라 구축, 2) 다양한 토큰화된 기존 자산군 확보, 3) 거래소로의 투자자 유치 및 대규모 유동성 유입, 4) 발행시장에서의 협상력 확대, 5) 증권 발행/유통 시장에서의 독점적 지위 구축의 성장 구조를 기대할 수 있다.