

OPINION

선임연구위원

황세운

토큰증권 제도 도입과 향후 시장변화*

우리나라 자본시장은 2026년 2월 '전자증권법' 및 '자본시장법' 개정안의 공포를 통해 토큰증권의 제도권 편입이라는 기술적 전환점을 맞이했다. 이번 제도 도입의 가장 본질적인 의미는 블록체인 기반의 분산원장(DLT)을 법적 권리력이 있는 증권계좌부로 인정함으로써 증권의 발행형태를 혁신적으로 확장했다는 점에 있다. 기존의 중앙집중식 전자등록 방식을 넘어 기술 진보를 활용해 발행시스템의 투명성을 높이고, 다양한 투자자산에 대한 접근성을 높이는 계기가 될 것으로 예상된다. 토큰증권은 기술적으로 스마트계약을 활용하여 배당·이자 지급, 담보관리와 같은 다양한 권리 행사를 자동화하고, 거래와 결제 과정을 통합하여 중개 단계와 비용을 유의적으로 낮출 수 있는 강점이 있다. 소수점 단위의 분할 소유와 24시간 거래가 가능한 인프라를 구축할 수 있어 자산의 유동성과 투자자 접근성을 유의적으로 개선할 잠재력도 가진다.

토큰증권 제도의 성공적인 안착을 위해서는 실질적인 인프라 준비가 선행되어야 한다. 발행인 계좌관리기관의 등록 기준(자기자본, 기술 표준 등)을 명확히 설정하여 시스템 보안과 시장투명성을 확보해야 하며, 예탁결제원을 중심으로 노드관리 시스템, 총량관리 시스템, 자기계좌부 작성 시스템 구축도 필요하다. 또한, 시장의 분절화를 막기 위해 서로 다른 메인넷 간의 표준화와 상호운용성을 확보해야 할 것이다. 투자계약증권 등을 위한 장외거래중개업 인가 체계를 정밀하게 설계함과 동시에 투자자 보호체계도 정비해야 할 것이다.

토큰증권은 부동산, 미술품, 지식재산권 등 비정형 실물자산의 조각투자를 활성화하여 투자 대상을 다변화할 것으로 예상된다. 이는 일반 투자자에게 새로운 투자자산 접근가능성을 부여함과 동시에, 중소기업이나 특정 프로젝트 기반 사업자들에게는 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있는 새로운 경로를 제공할 것으로 보인다. 토큰증권은 단순한 기술 도입을 넘어 자본시장의 구조적 효율화를 촉진하는 촉매제가 될 것이다. 초기 시장의 신뢰 확보를 위해 규제 당국과 시장 참여자가 협력하여 인프라와 투자자 보호 체계를 지속적으로 고도화한다면 토큰증권은 디지털 경제 시대에 걸맞은 혁신적인 증권발행 방식으로 자리매김할 것이다.

토큰증권(Security Token) 제도 도입에 대한 시장의 관심이 높다. 금융계에서는 오래전부터 토큰증권 제도 도입의 필요성이 꾸준히 제기되어 왔는데, 토큰증권 제도 도입을 위한 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(이하 전자증권법) 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 개정안이 2026년 1월 15일에 국회를 통과하였고, 2026년 1월 23일 정부로 이송된 후 2월 3일 공포됨으

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

로써 토큰증권 제도 도입이 현실화되었다.

토큰증권은 블록체인 기술을 기반으로 토큰화(tokenization)된 분산원장(distributed ledger)에서 발행 및 유통이 가능한 자본시장법상의 증권을 말한다.¹⁾ 정부는 증권발행 및 유통과정에서 분산원장 기술을 활용하고자 하는 시장수요가 증가하고 있음을 파악한 후 2023년부터 토큰증권 제도 도입을 위한 준비작업에 착수하였다. 정부는 우선적으로 디지털자산 발행 과정에서 법 위반 가능성을 방지하고 투자자 보호를 충실히 하기 위해 디지털자산의 증권성 판단 기준을 제시하였다. 그리고 토큰증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용하며, 직접 토큰증권을 등록·관리하는 발행인 계좌관리기관을 신설함과 동시에 투자계약증권·수익증권에 대한 장외거래중개업을 신설할 계획을 발표했다.²⁾ 이러한 계획에 따라 전자증권법 개정안과 자본시장법 개정안이 의원입법의 형태로 수차례에 걸쳐 국회에 발의되었으나 통과가 불발되었는데, 개정안들의 내용을 종합적으로 검토한 최종안이 2025년 12월 4일에 제안되었고, 본회의에서 통과됨으로써 토큰증권을 발행·유통시킬 수 있는 제도적 기반이 마련되었다.

디지털경제의 확장과 더불어 토큰증권이 가진 증권발행 및 유통수단으로서의 유용성에 시장은 상당한 관심을 보이고 있다. 토큰증권이 가진 기술적 장점으로 인해 주식이나 채권같은 정형적인 증권의 발행에 있어서도 활용도가 증가할 가능성이 예상되지만, 비금전신탁의 수익증권이나 투자계약증권처럼 최근에 등장한 비정형적인 증권의 발행에 우선적으로 활용될 가능성이 높아 보인다. 이에 본고는 토큰증권 제도로 도입이 가지는 의미를 살펴보고, 토큰증권이 안정적으로 발행되어 유통되기 위해서 필요한 추가적인 인프라 정비 요소를 파악한 후, 토큰증권 도입 이후 나타날 수 있는 시장변화에 대해서 전망해 보고자 한다.

토큰증권 제도로 도입의 의미

기존의 전자증권법과 자본시장법은 DLT에 기반한 토큰증권이 증권의 발행유형으로 활용될 수 있다는 사실을 고려하기 어려운 시기에 제정되었기 때문에 토큰증권을 합법적인 증권의 발행유형으로 인식하지 못했다. 그러나 해외를 중심으로 조각투자 영역에서 토큰증권의 발행시도가 활발해졌고, 국내에서도 유사한 시도가 나타나기 시작했다. 그런데 기존의 법체계로는 토큰증권의 발행 및 유통이 사실상 불가능했기에 과도기적인 상황을 감안해서 정부는 금융규제 샌드박스제도를 통해 블록체인 기반의 조각투자 서비스를 허용하였다.³⁾ 그럼에도 불구하고 금융규제 샌드박스를 통한 토큰증권의 발행은 임시적인 규제특례의 성격이 강해 법적인 권리추정력에 한계가 있었고, 발행인에 의한 계좌관리도

1) 김갑래, 2024, 『토큰증권 발행·유통 제도 구축에 있어서의 주요 이슈 및 발전 방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-12.

2) 금융위원회, 2023. 2. 6, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 보도자료.

3) 카사코리아, 루센트블록, 펀드블록, 에이판다, 갤럭시아머니트리 등이 대표적인 사례이다.

어려워서 토큰증권제도의 효율적인 운영에 제약이 많았다. 이에 전자증권법과 자본시장법의 개정이 추진되었고, 토큰증권이 발행·유통될 수 있는 포괄적인 제도적 기반이 갖추어 졌다.

토큰증권 제도도입의 가장 핵심적인 의미로 DLT를 활용하여 증권 발행형태를 확장했다는 점을 지목할 수 있다. 오랜 기간 우리나라 증권규제 체계는 종이위에 권리내용을 기재한 실물증권방식과 중앙집중식 전자등록부에 권리내용을 기재하는 전자증권방식만을 허용해 왔다. 이번의 법 개정으로 기존의 방식에 추가해서 블록체인 기반의 분산원장이 법적 권리력을 가진 새로운 증권계좌부로 인정받게 되었다. 토큰증권은 블록체인 기술에 기반하여 거래기록이 모든 노드(node)에 분산되어 저장되므로 데이터의 임의 수정이나 해킹에 의한 정보 조작이 사실상 불가능하다. 증권발행에 있어 위변조가 대단히 어렵다는 것은 발행수단이 갖추어야 할 매우 중요한 요건이라 할 수 있는데, 블록체인이 가지는 이러한 특성을 제도적으로 수용하는 것은 발행시스템의 효율화를 위해 기술진보를 활용한 자연스러운 제도진화 방향이라 평가할 수 있다.

토큰증권 제도도입은 자본시장 인프라의 효율성을 높이는 데 있어서도 중요한 의미를 가진다. 토큰증권은 분산원장기술에 기반하여 증권 발행·유통·보관을 일원화시키게 되는데, 이는 증권발행부터 거래와 청산, 결제에 이르는 전과정이 통합될 수 있음을 시사한다. 전통적인 방식의 증권거래에서는 거래, 청산, 결제가 절차상 분리되어 있고, 독립적인 주체들이 각각 해당 업무를 수행하는 방식으로 구조가 설계되어 있는 경우가 일반적이다. 이에 반하여 토큰증권은 증권거래의 후선업무까지 통합할 수 있는 기술적 기반을 가지고 있으며, 디지털 결제수단과 연계될 경우 후선업무가 일괄적으로 처리되면서 실시간총액결제(RTGS)도 가능해진다. 중개기관의 확인절차가 생략될 수 있기 때문에 거래비용이 낮아질 것으로 예상되며, 거래결과가 분산원장에 실시간으로 반영되고 시장참가자들이 이를 확인할 수 있어서 시장투명성과 거래정보의 확인 및 검증이 유의적으로 개선될 것이다. 시장접근성을 개선하는 데에 있어서도 긍정적인 효과가 기대되는데, 중앙집중화된 플랫폼에 대한 의존도를 완화시킬 수 있기 때문에 운영시간에 대한 제한도 축소될 수 있다. 이를 통해 증권거래가 24시간 자동으로 이루어지고 결제까지 가능한 시장인프라의 구축이 가능해진다.

토큰증권의 업무통합 특성은 기본적으로 스마트계약(Smart contract) 기술에 기반한다. 스마트계약은 일정한 조건이 충족되면 결과가 자동적으로 실행되는 프로그램으로 이해할 수 있다. 사전적으로 정의된 조건이 만족될 경우 제3자의 개입없이 계약내용이 실행된다. 스마트계약 코드는 블록체인 네트워크에 참여하는 모든 참가자가 계약의 조건과 실행과정을 확인할 수 있기 때문에 계약의 투명성을 확보하고 있으며, 원하는 방식으로 프로그래밍이 가능해서 발행된 증권과 관련된 다양한 권리관계를 이행하는 데에 상당히 효율성이 높다고 평가할 수 있다. 예를 들어 토큰증권에서 배당이나 이자와 같은 수익이 발생했을 때 스마트계약은 자동적으로 해당 권리자에게 지급되어야 할 수익을 계산해서 권리의 지갑으로 수익금을 즉시 이체하는 것이 가능하다. 공시 및 보고에 있어서도 스마트계약은 정보

흐름의 효율성을 높일 수 있다. 투자자에게 알릴 필요가 있는 중요 공시정보가 발생할 경우 스마트계약을 통해 관련 정보를 투자자를 비롯한 이해당사자들에게 자동적으로 통지하거나 분산원장에 기록하여 정보접근성을 확보할 수 있을 것이다.

토큰증권 제도 시행을 위한 인프라 정비 필요성

입법과정을 통해 토큰증권 제도도입을 위한 법률적 기반이 마련되었지만, 실제로 토큰증권의 발행과 유통이 원활하게 이루어지기 위해서는 실질적인 인프라 환경의 정비와 더불어 분산원장 운영 및 유지에 관한 관련 시스템의 구축이 필요하다. 토큰증권이 새로운 증권발행 형태로 시장에 무리없이 안착하기 위해서는 진보된 기술의 도입과 더불어 증권 발행·유통·보관·청산·결제에 이르는 전 과정에서 기존의 자본시장 인프라와 정합성을 확보하는 것이 중요하다. 이를 위해 토큰증권 발행을 위한 블록체인 인프라를 구축하고, 발행 및 유통 규율체계를 정비해야 할 것이다.

토큰증권 제도가 성공적으로 운영되기 위해서는 발행 및 계좌관리 인프라가 안정적으로 구축되어야 한다. 토큰증권의 발행공시는 기본적으로 기존의 전자증권 및 실물증권에 적용되는 규제체계가 동일하게 적용되어야 할 것이다. 다만 투자자 피해 우려가 적은 증권 발행의 경우에는 공시부담 없이 시도할 수 있도록 사모와 소액공모 제도를 활용하도록 유도하되, 유통성이 높은 토큰의 특성이 공모규제의 회피수단으로 활용되는 것은 엄격히 차단해야 할 것이다.⁴⁾

한편 개정된 전자증권법은 발행인이 직접 토큰증권을 등록·관리할 수 있는 발행인 계좌관리기관 제도를 도입하고 있다. 이는 중앙집중식 전자등록 발행체계에서 예탁결제원을 중심으로 운영되던 계좌관리 방식과 비교할 때 상당히 유의적인 환경변화라고 평가할 수 있다. 발행인이 직접 계좌관리를 수행하는 경우 시스템 보안, 투자자 권리관리, 기록의 정확성 확보 등 다양한 측면에서 문제가 발생할 수 있다. 따라서 발행인 계좌관리기관에 대한 자기자본 요건, 기술적 표준, 보안 기준, 내부통제 체계 등을 명확하게 설계하여 등록기준을 마련함으로써 토큰증권의 발행에 대한 시장의 우려를 해소해 나가야 할 것이다.

토큰증권 생태계에서 예탁결제원의 역할도 매우 중요하다. 예탁결제원은 분산원장의 전자등록 업무 수행 적합성을 적절히 심사할 수 있는 노드관리 시스템을 구축하고, 토큰증권의 발행총량과 유통총량이 항상 일치되고 있는지를 관리하는 총량관리 시스템을 마련해야 할 것이다. 또한 계좌관리기관 등 자기계좌부에 직접 전자등록하는 방식으로 자기계좌부 작성 시스템도 완비할 필요성이 있다.

분산원장의 표준화와 상호운용성(interoperability) 확보도 고려해야 할 부분이다. 다양한 기업들이 각자 다른 유형의 메인넷을 활용해서 토큰증권의 발행을 추진할 가능성이 존재한다. 이럴 경우 시

4) 금융위원회, 2023. 2. 6, 토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안, 보도 별첨자료.

장의 분절화가 이루어질 수 있고 유통상의 제약이 발생할 수 있다. 서로 다른 플랫폼에서 발행된 토큰 증권이 원활하게 교환되고 통합해서 관리될 수 있도록 표준 가이드라인을 마련하고, 플랫폼간의 상호 운용성을 충분히 확보해야 할 것이다.

토큰증권과 관련된 유통시장 인프라의 정비도 중요하다. 개정된 자본시장법은 투자계약증권과 수익증권을 중심으로 장외거래중개업 제도를 도입하여 토큰증권 유통을 제도적으로 허용하고 있다. 토큰증권의 유통시장은 기존 증권거래소 시장과는 다른 특성을 가질 가능성이 예상된다. 예를 들어 조각 투자 성격의 자산이 토큰화되는 경우 거래 규모가 작고 투자자 구성도 개인 중심이 될 가능성이 높기 때문에 유통시장의 가격발견 기능과 투자자 보호 장치가 충분히 마련되어야 할 것이다. 투자계약증권과 수익증권의 다자간상대매매 중개업무를 수행할 수 있는 인가단위를 신설하고, 인가요건은 현행 채권 장외거래 투자중개업 수준을 참고하여 자기자본 및 인적·물적 요건을 설정할 수 있을 것이다.

투자자 보호를 위해 위험관리능력을 감안하여 적절한 수준에서 일반투자자의 투자한도를 설정하고, 토큰증권 거래 플랫폼의 공정한 운영, 시세조종 방지 장치, 투자자 정보공시 체계 등도 세밀하게 설계해야 할 것이다. 토큰증권은 기술적으로 새로운 증권발행 형태이지만 자본시장법상 증권에 해당하므로 기존의 투자자 보호 원칙이 동일하게 적용되어야 한다. 다만 블록체인 기반의 발행 및 유통 과정에서 전통적인 규제방식이 효율적으로 적용되지 못하는 사각지대가 나타날 수 있다. 예를 들어 스마트계약을 통한 권리행사 자동화, 분산원장 기반의 권리기록, 글로벌 플랫폼을 통한 거래 가능성 등은 기존 규제체계에서 충분히 반영되지 않았던 새로운 영역이다. 금융당국과 시장참여자들이 협력하여 기술표준, 공시체계, 투자자 보호 장치를 지속적으로 발전시켜 나갈 필요가 있다.

전통적인 청산 및 결제 인프라와의 호환성 확보도 해결해야 할 과제이다. 토큰증권은 기술적으로 거래와 결제가 동시에 이루어지는 형태의 유통구조를 구현할 수 있다는 장점이 있다. 그렇지만 토큰증권 이외의 증권발행 및 유통에 있어서는 여전히 다양한 이해관계자와 후선업무 처리 절차가 존재하기 때문에 실시간 결제 구조를 구현하기에 아직까지 한계가 있다. 따라서 토큰증권 거래가 기존 금융 인프라와 충돌하지 않도록 증권결제 시스템, 대금결제 시스템, 증권예탁구조와의 연계 방안을 마련해야 할 것이다.

토큰증권 제도 도입에 따른 시장변화

토큰증권 제도의 도입은 단순히 새로운 증권 발행·보관·결제 방식이 등장했다는 의미만을 가지는 것이 아니라 자본시장의 구조와 기능에 다양한 변화를 가져올 가능성이 있음을 시사한다. 자산의 디지털화와 거래 인프라의 변화는 투자방식, 시장참여자 구성, 금융투자업의 경쟁 구조 등에 장기적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

가장 먼저 예상되는 변화는 자산 토큰화를 통한 투자 대상의 다변화이다. 현재까지 자본시장은 주식과 채권 같은 전통적인 금융자산 중심으로 발전해 왔다. 그러나 토큰증권은 부동산, 미술품, 지식재산권, 인프라 자산 등 다양한 실물자산을 증권 형태로 토큰화하여 발행하는 것을 가능하게 한다. 이러한 자산들은 기존에는 건당 투자금액이 큰 반면 시장유동성은 낮아 일반투자자가 접근하기 어려웠지만, 토큰화를 통해 소액 단위로 분할되어 거래될 수 있기 때문에 투자접근성이 유의적으로 개선된다. 이로 인해 일반 투자자들은 보다 다양한 자산에 대한 접근이 가능해지고, 분산투자의 수준을 높임으로써 위험대비 수익률을 개선시킬 수 있을 것이다.

기업의 자금조달에 있어서도 비용절감이나 조달방식 다양화와 같은 긍정적인 변화가 나타날 가능성이 있다. 기존의 자본시장에서는 기업이 주식이나 채권을 발행하기 위해 일정수준의 비용과 절차를 감수해야 했으며, 주로 대규모 기업 중심의 자금조달 구조가 형성되어 있다. 토큰증권의 경우 상대적으로 낮은 비용으로 다양한 자산을 구조화하여 투자자에게 제공할 수 있기 때문에 중소기업이나 프로젝트 기반 사업의 자금조달 수단으로 활용될 가능성을 가진다. 특히 부동산 개발, 콘텐츠 제작, 신재생 에너지 프로젝트 등 특정 자산이나 프로젝트에서 발생하는 현금흐름을 기반으로 한 토큰증권 발행이 활발하게 시도될 가능성이 예상되며, 이러한 사업진행에 있어 자금조달 경로가 확대되고 비용이 절감되는 결과가 나타날 것이다.

금융투자업의 경쟁구조에도 변화가 예상된다. 토큰증권 시장에서는 전통적인 증권사뿐만 아니라 블록체인 기술을 기반으로 하는 핀테크 기업, 플랫폼 기업 등이 새로운 시장 참여자로 등장할 수 있다. 특히 토큰증권의 발행 플랫폼, 거래 플랫폼, 자산관리 서비스 등 다양한 영역에서 새로운 사업모델이 등장할 가능성이 있다. 이러한 변화는 기존 금융회사에게 새로운 성장 기회를 제공하는 동시에 기술 기반 기업들과의 경쟁을 촉진하는 요인으로 작용할 것이다.

시장운영 방식의 디지털화도 가속화될 것으로 예상된다. 토큰증권은 스마트계약을 활용하여 배당·이자 지급, 담보관리 등 다양한 권리행사를 자동화할 수 있다. 이러한 기능은 자본시장 운영의 효율성을 크게 개선할 수 있으며, 장기적으로는 증권의 발행·유통·결제 구조를 변화시키는 요인으로 작용할 수 있다. 실시간 거래 확인과 투명한 블록체인 원장 구조는 시장 감시와 규제 효율성 측면에서도 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, 시장의 투명성을 강화하고 신뢰수준을 높이는 결과를 가져오게 될 것이다.

토큰증권은 자본시장의 기능을 강화하고 투자자들에게 새로운 투자경로를 제공하는 효율적인 금융 인프라로 자리 잡을 가능성이 크다. 제도 도입 초기에는 다소간의 시행착오가 나타날 수 있겠지만, 시장 참여자와 금융당국이 협력하여 인프라와 규제체계를 지속적으로 개선시켜 나간다면 토큰증권은 자본시장의 혁신을 촉진하는 중요한 촉매가 될 수 있을 것이다.