

OPINION

선임연구위원
김갑래

2025년 소득세법 개정안에 따른 가상자산 소득 과세에 대한 소고*

현행 소득세법은 2027년 1월 1일부터 가상자산 기타소득 과세 제도의 시행을 예정하고 있으나, 가상자산 대여에서 발생하는 이익, 에어드랍, 하드포크, 채굴, 스테이킹 등 다양한 형태의 가상자산 관련 소득에 대한 세부 규정과 가이드라인은 아직 부족하다. 그럼에도 불구하고, 지난 9월 3일 정부가 국회에 제안한 소득세법 개정안은 가상자산 과세제도의 중요한 개선에 관한 내용이 거의 없었다.

본고의 분석 결과에 따르면, 지금까지 세 차례에 걸친 가상자산 기타소득 과세 유예의 중요한 원인 중 하나인 과세 제도 미정비 문제는 현재 해소되지 못한 실정이다. 이로 인해 제4차 가상자산 과세 유예 가능성을 배제할 수 없게 되었다. 제4차 과세 유예 사태를 막고, 2027년 1월 1일 예정대로 가상자산 개인소득 과세를 시행하기 위해서는 다음과 같은 조치가 필요하다.

가상자산 개인소득 과세 제도의 안정적 시행을 위해, 관련 과세 공백을 해소하고 과세 인프라를 조속히 구축해야 한다. 무엇보다 가상자산 개인소득 과세에 있어, 과세대상, 과세방식, 과세시기 등을 소득 유형별로 명확히 규정해야 한다. 또한 과세 당국은 거래정보 수집과 신고에 있어 효율적인 과세시스템을 구축하고, 가상자산 거래소 및 개인 지갑과 연동되는 효율적 세무서비스 플랫폼의 활성화를 지원하여야 한다.

이러한 과세 제도 정비 과제를 달성하기 위해, 과세 당국은 가상자산 과세 제도 정비 TF를 구성하고 과세 시행에 필요한 세부적 방안과 계획을 조속히 마련해야 한다. 국회는 가상자산이용자보호법의 제정 선례에 따라, 가상자산 과세 제도 정비에 관한 과세 당국의 구체적 결과물을 국회 소관 상임위에 보고하도록 하는 부대의견을 2025년 소득세법 개정안에 추가하는 방안을 논의할 필요가 있다.

서언

대한민국 가상자산시장은 꾸준한 성장세를 이어가며 국내 투자자산시장의 한 축으로 자리매김하고 있다. 특히 2025년 상반기 기준, 가상자산 거래소에서 고객확인(KYC)을 완료해 거래가 가능한 상태인 이용자 수는 1,000만 명을 넘어 1,077만 명에 이르렀다.¹⁾ 한편, 2024년 12월 결산 기준 상장법인의 주식을 보유한 투자자는 약 1,423만 명으로 집계되었다.²⁾ 이러한 수치와 가상자산시장의 확산 속도를 감안할 때, 가상자산시장이 더욱 성장할 가능성도 충분히 예상된다.

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

1) 금융위원회, 2025. 10. 1, '25년 상반기 가상자산사업자 실태조사 결과, 보도자료.

2) 한국예탁결제원, 2025. 3. 17, 2024년 12월 결산 상장법인 주식 소유자 현황, 보도자료.

대한민국 가상자산시장은 개인투자자를 중심으로 양적 확대와 질적 고도화를 동시에 이루며 성장하고 있다. 이에 따라 소득세법상 가상자산 거래로 인해 발생하는 개인소득 과세에 대한 제도적 정비가 시급한 상황이다. 특히 현행 소득세법은 2027년 1월 1일부터 가상자산 기타소득 과세 제도의 시행을 예정하고 있으나, 가상자산 대역에서 발생하는 이익, 에어드랍³⁾, 하드포크⁴⁾, 채굴⁵⁾, 스테이킹 등 다양한 형태의 가상자산 관련 소득에 대한 세부 규정과 가이드라인은 아직 부족하다. 그럼에도 불구하고, 지난 9월 3일 정부가 국회에 제안한 소득세법 개정안(이하 '2025년 소득세법 개정안')은 가상자산 과세제도의 중요한 개선에 관한 내용이 거의 없었다. 이로 인해 지금까지 세 차례에 걸친 '가상자산의 양도 및 대역로 인한 개인소득에 대한 과세 유예'(이하 '가상자산 과세 유예')의 중요한 원인 중 하나인 과세 제도 미정비 문제가 여전히 해소되지 못하고 있으며,⁶⁾ 결과적으로 제4차 가상자산 과세 유예 가능성을 배제할 수 없게 되었다. 본고에서는 대한민국 가상자산 과세 유예의 연혁을 검토하고, 가상자산 개인소득 과세제도의 정비 상태를 점검한 후, 향후 제도 개선 방향을 제시하고자 한다.

가상자산 과세 유예의 연혁

가상자산 개인소득 과세는 2020년 12월 29일 소득세법 개정(법률 제17757호)을 통해 제도화되었다. 해당 과세 제도는 가상자산의 양도 또는 대역로 발생하는 소득을 기타소득으로 분류하여 과세하는 특징이 있다. 해당 과세 제도는 현재까지 세 차례 시행이 유예되었다.

최초로 입법화된 가상자산 기타소득 과세제도는 2022년 1월 1일 시행이 예정되었다. 그러나 2021년 가상자산시장이 급락했고, 많은 가상자산거래소가 신고 요건을 충족하지 못하고 폐업했으며, 브이글로벌 등 대형 가상자산 투자 사기 사건이 발생했다. 가상자산 투자자 보호 제도와 가상자산 과세제도를 정비한 후 가상자산 개인소득 과세를 시행해야 한다는 여론이 형성되었다. 정치권은 이러한 과세 유예 여론을 반영해 가상자산 과세 1년 유예안에 여야 합의했다. 결국 2021년 12월 8일 가상자산 소득에 대한 과세 시행 시기를 2022년 1월 1일에서 2023년 1월 1일로 변경하는 소득세법 개정안이 법률 제18578호로 공포되었다.⁷⁾

- 3) 가상자산의 에어드랍(airdrop)이란 마케팅 등을 목적으로 기존 가상자산 보유자의 지갑 주소로 가상자산을 배분하는 행위를 의미한다. 김갑래, 2022, 『국내 가상자산 소득과세에 있어서의 주요 쟁점 및 개선 방향』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-23, p. 18.
- 4) 하드포크(hard fork)란 블록체인 네트워크의 통신규약 즉 프로토콜(protocol)을 근본적으로 변화시켜 새로운 분산원장(new ledger)과 이전 분산원장(legacy ledger)의 호환이 불가능하게 만드는 소프트웨어 업그레이드이다. 앞의 글, p. 17.
- 5) 채굴(mining)이란 가상자산의 거래를 검증하고 해당 거래가 기록된 블록을 생성하는 기능을 하는 분산원장 프로토콜상의 절차를 의미한다. OECD, 2020, Taxing Virtual Currencies, p. 12.
- 6) 세 번의 가상자산 과세 유예 기간 동안 “인프라가 부족하다는 이야기는 매번 반복됐지만, 정작 유예 기간 동안 인프라에 대한 제대로 된 논의는 부족했다.” 디지털타임스, 2024. 12. 1, 가상자산 과세 결국 2년 뒤로...유예기간 풀 속제는?
- 7) 해당 과세 유예 여야 합의에 참여한 한 국회의원은 “가상자산 과세를 1년 유예해서 시장도, 정부도 잘 준비해 시스템을 완비한 후 시행하는 것이 과세 수용성과 형평성, 공정 과세의 원칙에 부합한다고 보고 여야가 합의했다”며 “1년 동안 시스템을 잘 준비해서 가상자산이 제대로 뿌리내릴 수 있도록 하려는 취지”라고 설명하였다. Korea IT Times, 2021. 11. 30, 가상자산 과세, 2023년 까지 1년간 유예 “비과세 한도 상향 필요”

그러나 국회에서 부여한 1년 과세 유예 기간 동안 가상자산 개인소득 과세제도의 정비는 충분히 이루어지지 않았다. 이로 인해 2022년 말 국회에서 또다시 가상자산 과세 유예 논쟁이 벌어졌다. 2023년 도 과세 시행에 대한 국내 가상자산 투자자들의 거센 반발과 과세 인프라가 구축되지 않았다는 현실적 상황을 고려하여 국회에서 여야 국회의원은 가상자산 과세 2년 유예안에 동의하게 된 것이다. 결국 2022년 12월 31일 소득세법(법률 제19196호) 부칙 개정을 통해, 가상자산소득에 대한 과세 규정의 시행 시기는 2023년 1월 1일에서 2025년 1월 1일로 변경하였다.

2023년 이후 2년의 과세 유예 기간 동안에도 가상자산 개인소득 과세시스템 구축과 제도적 선진화 노력은 제대로 이루어지지 않았다. 2023년 7월 18일 가상자산이용자보호법이 제정됨에 따라, 가상자산 관련 소득에 관한 납세자 보호 없이 과세만 하느냐는 비판은 완화되었다. 그러나 여전히 가상자산 기타소득 과세를 위한 소득세법령 정비는 제대로 이루어지지 않았다. 가상자산시장 이용자들의 반발과 함께 1차 유예와 2차 유예의 원인이었던 과세 인프라 및 제도 미비가 여전히 지적되면서, 2024년 12월 31일 소득세법(법률 제20615호) 부칙 개정을 통해, 가상자산 기타소득 과세 시행 시기를 2025년 1월 1일에서 2027년 1월 1일로 변경하였다.

이러한 세 차례에 걸친 가상자산 과세 유예는 글로벌 주요국에서 전례를 찾기 어려운 초유의 상황이었다. 제3차 과세 유예 당시 여당뿐 아니라 야당(현재 여당)에서도 “추가적인 제도 정비가 필요하다”⁸⁾는 점을 강조하였다. 그러나 이후 과세 당국이 가상자산 과세 공백을 진단하고 대안을 마련하는 실효성 있는 민관 합동 TF를 운영한다거나 ‘국세행정 운영방안’⁹⁾에 가상자산 과세 인프라 구축 등을 포함시키는 등의 가상자산 과세체계 정비를 위한 공식적이고 구체적인 조치는 거의 없었다. 이는 2023년 7월 18일 가상자산이용자보호법이 제정된 이후, 금융 당국이 관련 시행 방안의 국회 보고¹⁰⁾, 전담 조직 설치, ‘가상자산감독 업무계획’ 수립, 신속한 하위 법령 제정 등을 통해 가상자산 제도를 정비한 사실과 대비된다.

가상자산 개인소득 과세제도의 미정비

위에서 살펴본 바와 같이 가상자산 개인소득 과세의 제도 및 인프라 미정비는 지난 세 차례에 걸친 가상자산 기타소득 과세제도 시행 유예의 주요 사유 중 하나였다. 그러나 정부의 2025년 소득세법 개정안은 가상자산 과세제도에 관한 중요한 개선 사항이 없이 2024년 12월 31일 과세 유예 당시의 가상자산 과세제도를 거의 그대로 유지하고 있다. 따라서 현행 가상자산 개인소득 과세제도가 2027년 1월

8) 동아일보, 2024. 12. 2, 민주 “가상자산 과세 2년 유예 동의” 급선회.

9) 국세청의 2025년 국세행정 운영방안은 가상자산에 관하여 “해외 코인공개(ICO) 수익 탈루, 수출대금의 가상자산 수취·온라인 등 나날이 지능화되는 변칙탈세에 대한 검증 강화”의 내용만을 담고 있다.

10) 국회는 가상자산이용자보호법 제정 과정에서 연구용역 발주와 소관 상임위 보고에 관한 ‘부대의견’을 붙여 금융위원회에 용역 발주를 요구하고 용역 결과를 보고 받았다.

1일 시행이 가능할 정도로 정비되어 있는지를 반드시 점검하여야 한다.

가상자산 양도에 의해 발생한 소득에 대한 과세는 현재 상대적으로 규제 체계가 잘 정비되어 있는 가상자산거래소의 원천징수를 통해 어느 정도 시행이 가능하다. 그러나 비거주자에 대한 과세, 국내 장내거래 이외의 거래(탈중앙화 서비스, 해외 거래소, P2P 거래)에 대한 과세, 취득가액 산정 기준, 과세 시점 등에 있어 여전히 법적 불명확성이 존재한다. 우리 대법원이 가상자산 과세에 있어 엄격한 조세법률주의를 취한다는 점에서¹¹⁾, 가상자산 양도로부터의 소득에 대한 과세 공백은 가상자산시장에 큰 혼란을 초래할 수 있다.

가상자산 대여에서 발생하는 소득에 대한 과세를 위해, 과세당국이 기타소득 과세대상인 대여행위를 유형화하거나 구체적 과세 방안에 관한 가이드라인을 시장참여자에게 알리지 않고 있다. 또한 가상자산 대여에서 발생하는 소득에 대한 납세대상자 파악 및 대상자 고지 등에 관한 과세시스템은 아직 구축되지 않은 실정이다.¹²⁾ 가상자산의 대여에서 발생하는 소득은 주로 가상자산의 렌딩(lending) 등의 거래로부터의 소득을 의미하는 것으로 추정된다. 그런데, 가상자산 대여의 개념에 지분증명 방식의 스테이킹(staking)이 포함되는지의 여부, 가상자산 대여와 스테이킹의 구분 기준 등에 대해 과세 당국의 입장이 불명확하다. 반면 미국은 가상자산 대여를 신용거래(credit transaction)로 간주하고, 가상자산 스테이킹을 블록 형성을 위한 서비스 제공(service provision)으로 간주하며 세제적 구분을 명확히 하고 있다.¹³⁾

블록체인 검증(POW 채굴, POS 밸리데이션)의 대가에 대한 소득 과세에 있어, 다음의 표와 같이 글로벌 주요국과 비교하여 국내 과세제도의 불명확성은 매우 크다.

〈표 1〉 블록체인 검증 대가에 대한 소득과세 국제 비교

	대한민국	미국	일본	영국	독일
사업소득과 비사업소득의 구분	불명확	명확	명확	명확	명확
비사업적 검증 대가에 대한 과세	불명확	일반소득	잡소득	잡소득	기타소득

자료: 김갑래(2022)¹⁴⁾

11) 대법원 2024. 12. 26. 선고, 대법원 2024두53727 판결 참조.

12) 과세기간 중에 가상자산 기타소득이 있는 거주자는 다음 연도 종합소득세 신고기간(5월 1일부터 5월 31일)에 해당 기타소득의 과세표준을 납세지 관할 세무서장에게 신고하여야 한다. (소득세법 제70조제1항)

13) IRS, 2023. 8. 13, Rev. Rul. 2023-14.

14) 해당 비교표는 '김갑래, 2022, 『국내 가상자산 소득과세에 있어서의 주요 쟁점 및 개선 방향』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-23, p. 17'의 비교표를 바탕으로 2025년 11월 1일 기준으로 관련 과세 법령을 재확인하여 작성하였다.

가상자산에 고유한 과세 상황이라고 할 수 있는 에어드랍 및 하드포크에 대한 소득 과세에 있어서도, 다음 표와 같이 글로벌 주요국과 비교하여 국내 과세제도의 불명확성은 매우 크다.

〈표 2〉 하드포크와 에어드랍에 대한 소득과세 국제 비교

	대한민국	미국	일본	영국	독일
에어드랍으로 취득한 가상자산에 대한 과세	증여세 or 기타소득 (기준 모호)	일반소득	잡소득	유상성 또는 사업성: 과세 무상성: 비과세	유상성: 과세 무상성: 비과세
하드포크로 취득한 가상자산에 대한 과세	증여세 (기준 모호)	일반소득	잡소득 (취득가액 0엔)	비과세 (양도시 취득가액 조정)	비과세 (양도시 1년미만 보유 과세)

자료: 김갑래(2022)¹⁵⁾

종합적으로 평가하면 현행 소득세법상 가상자산 기타소득 과세체계는 2027년 1월 1일 시행하기에는 미정비된 부분이 너무 크다.

결어

지난 세 차례의 유예기간 동안 충분한 시간이 주어졌음에도 가상자산 개인소득에 대한 과세 제도가 미정비되었다는 사실은 과세 당국 및 과세 정책에 대한 국민적 신뢰도 저하, 과세 불명확성으로 인한 시장참여자의 혼란 등의 큰 문제를 야기할 수 있다. 내년도 가상자산 시장 상황이 좋지 않아 과세에 대한 시장참여자의 저항감이 큰 경우, 과세 제도 미정비는 또 다른 유예 여론의 빌미가 될 수 있다. 만약 제4차 과세 유예를 하자는 여론이 형성되는 상황이 발생하면 향후 과세가 어려울 정도의 조세 저항을 부를 위험이 있다. 이러한 제4차 유예 사태를 막고, 2027년 1월 1일 예정대로 가상자산 개인소득 과세를 시행하기 위해서는 다음과 같은 조치가 필요하다.

단기적으로 가상자산 개인소득 과세 제도의 안정적 시행을 위해, 관련 과세 공백을 해소하고 과세 인프라를 조속히 구축해야 한다. 무엇보다 가상자산 개인소득 과세에 있어, 과세대상, 과세방식, 과세 시기 등을 소득 유형별로 명확히 규정해야 한다. 또한 과세 당국은 거래정보 수집과 신고에 있어 효율적인 과세시스템을 구축하고, 가상자산 거래소 및 개인 지갑과 연동되는 효율적 세무서비스 플랫폼의 활성화를 지원하여야 한다. 이러한 과세 제도 정비 과제를 달성하기 위해, 과세 당국은 가상자산 과세 제도 정비 TF를 구성하고 과세 시행에 필요한 세부적 방안과 계획을 조속히 마련해야 한다. 국회는 가상자산이용자보호법의 제정 선례에 따라, 가상자산 과세 제도 정비에 관한 과세 당국의 구체적 결과물을

15) 해당 비교표는 '앞의 글, p. 21'의 비교표를 2025년 11월 1일 기준으로 관련 과세 법령을 재확인하여 작성하였다.

국회 소관 상임위에 보고하도록 하는 부대의견을 2025년 소득세법 개정안에 추가하는 방안을 논의할 필요가 있다.

장기적으로 가상자산의 양도 및 대여에서 발생하는 소득을 기타소득으로 체계화하는 것이 바람직한지에 대한 근본적인 논의가 필요하다. 가상자산이 투자자산으로서의 자리매김을 하고 있는 현 상황에서, 가상자산의 특성을 고려하여 손익통산, 이월공제, 금융투자소득과의 과세 형평성, 건강보험료 부과(분류과세 쟁점) 등에 대한 심도 깊은 논의가 필요하다.

OPINION

선임연구위원
이석훈

최근 일본의 공시 활성화 노력과 시사점*

지난해 도입한 밸류업 공시는 대기업 중심의 주주환원 확대 성과를 냈지만, 중장기 경영계획을 통한 투자자와의 소통에 있어서는 여전히 미흡하다. 일본은 오래전부터 중기경영계획 공시를 발전시켜 현재는 보편화되어 있다. 특히 일본 정부는 가치 공동창출 가이드라인을 통해 이러한 공시를 지원하고 있다. 일본에서 2023년 도입된 밸류업 공시는 중기경영계획 공시의 연장선상에서 고품질의 실천계획을 제공하고 있다. 여기에 무형자산의 투자와 지속가능성에 관한 공시 정책을 추가하여 기업의 가치창출 스토리에 관한 공시를 강화하고 있다. 신기술과 산업 재편이 가속화되는 시기에 투자자들은 기업이 보유한 무형자산 가치와 성장 가능성을 점점 더 중시하고 있다. 이 점에서, 우리나라에서도 기업의 무형자산 투자나 중장기 경영계획에 관한 공시의 활성화와 양질의 공시를 위한 정책적 지원이 필요하다.

우리나라는 지난해 기업가치 제고를 위한 밸류업 공시를 도입하였다. 밸류업 공시 정책은 대기업을 중심으로 주주환원이 확대되는 성과가 있었지만, 아직 많은 상장기업의 참여를 이끌어내지 못하고 있다. 기업의 설득력 있는 중장기 가치창출 스토리는 투자자의 장기투자 결정에서 핵심적 역할을 하기 때문에 기업가치 제고에 있어 중요하다. 그런데 밸류업 공시의 시행에도 이러한 경영계획에 기반한 투자자와의 소통은 여전히 미흡해 보인다. 최근 일본은 우리와 유사한 밸류업 공시 외에도 중기경영계획과 무형자산 투자와 활용에 관한 공시를 활성화하는 정책을 추진해왔다. 본고는 일본의 사례를 살펴보고 우리나라 공시 개선의 필요성을 제안하고자 한다.

일본의 중기경영계획 공시

2014년 Ito Review가 발표된 이후, 일본은 기업의 자본효율성 향상, 기업지배구조 개선, 주주와의 소통 강화를 일관되게 추진하고 있다. Ito Review는 주주와의 소통 강화와 관련하여 기업의 성장계획에 관한 정보 제공과 이에 기반한 투자자와 기업 가치의 공동 창출을 강조하였다. 2015년 제정된 일본의 기업지배구조코드 원칙 4.1과 5.2에서 중기경영계획의 수립과 공시를 요구한 것은 이러한 점이 반영된 결과로 보인다.

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

두 원칙은 이사회가 경영전략 및 경영계획을 수립하고 이를 공표할 때 수익성과 자본효율 등의 목표와 이를 실현하기 위한 실천계획과 자본정책의 방침을 설명하도록 요구한다. 그리고 중기경영계획이 목표에 미달할 경우, 그 원인을 분석하여 대응방안을 주주에게 설명하고 다음 계획에 반영해야 한다. 이러한 원칙은 ‘준수 또는 설명(Comply or Explain)’의 방식으로 기업의 자율적 판단에 맡겨져 있기 때문에, 실행 수준을 일률적으로 판단하기는 어렵다. 그럼에도 2022년 1월 조사에서 일본 상장기업 1,074개사 중 70%가 중기경영계획을 공표하고 있었고 추가로 14.9%는 비공표 형태로 계획을 수립하고 있는 것으로 나타났다. 실제로 일본 기업들의 중기경영계획은 기업지배구조보고서, 별도 공시, 통합보고서, IR 자료 등에서 쉽게 확인할 수 있다.

공시 정책의 또 다른 특징은 공시 가이드라인의 마련이다. 중장기 경영계획은 재무제표와 달리 기업의 경영 철학과 사업 포트폴리오 전환 방향 등 미래 성장계획을 담아야 하며, 나아가 기업 경쟁력 향상으로 연결되어야 한다. 2017년 공표된 ‘가치 공동창출 가이드라인(価値協創ガイダンス)’은 이러한 목적으로 공시를 지원하고 있다. 이 가이드라인은 기업의 철학, 사업모델, 전략, 성과 지표 등을 하나의 가치창출 스토리로 담는 정보 프레임워크로 중장기 관점에서 기업가치를 평가하고 스튜어드십 활동에도 활용될 수 있도록 설계되었다. 2020년 개정된 2.0 버전에서는 ESG, 지속가능성, 무형자산, 자본효율성 등이 더 강조되며 시장의 변화를 반영하고 있다. 정부가 이러한 가이드라인을 통해 기업들의 중기경영계획, 통합보고서, IR 자료 작성을 지원함으로써 자율 공시에서도 공시 품질과 정보 전달의 실효성을 높이고 있다.

자본비용과 주가를 고려한 경영 실현을 위한 대응 방안 공시

일본거래소그룹(JPX)은 2023년 ‘자본비용 및 주가를 고려한 경영 실현을 위한 대응 방안’ 공시를 도입하였다. 이는 우리나라의 밸류업 공시와 유사한 제도로, 2021년 기업지배구조코드 원칙 5.2 개정에서 강조한 ‘자본비용’의 정확한 인식을 구현하고 있다. 이 공시는 상장기업들이 주주의 자본비용을 제대로 파악하고 이에 기반하여 자본효율성과 PBR을 개선하며 주주환원과 시장과의 소통을 강화할 것을 요구한다. 앞서 논의한 중기경영계획 공시를 한 단계 발전시킨 제도로 볼 수 있다.

실제로 일본 상장기업들은 중기경영계획과 밸류업 공시를 각각 제공하기도 하고, 통합보고서에서 함께 제공하거나 중기경영계획 공시에 덧붙여 밸류업 정보를 제공하고 있다. 주주가치 향상은 경영 철학, 중장기 전략, 성과 지표와 밀접하게 연결되어 있기 때문에, 밸류업 공시가 완결성을 갖추려면 중장기 경영 방향과 이를 실천하기 위한 구체적인 중기 실천계획이 필수적이다. 우리나라 기업들이 밸류업 공시에서 주주환원을 더 강조하는 현상은 일본과 달리 중기경영계획 공시가 충분히 자리 잡지 못한 배경과도 관련이 있어 보인다.

지식재산(권)(Intellectual Property)과 무형자산 공시

일본 정부는 2021년 기업지배구조코드에 인적자본 및 지식재산의 투자를 구체적으로 공개할 것을 추가하였다(보충원칙 3-1③, 4-2②). 그 배경에는 기업들을 지식재산과 무형자산에 적극 투자하고 활용하도록 유도하려는 정책적 목적이 있다. 그리고 일본 정부는 무형자산 투자 계획이 단순한 정보 전달이 아닌 기업의 가치창출 스토리로 연결되어 전달되어야 한다고 보고, 이를 위한 방안으로 ‘지식재산 및 무형자산의 투자·활용 전략 공개와 거버넌스에 관한 가이드라인(2.0 버전)’을 마련하였다. 한편, 이 가이드라인이 앞서 제시한 가치 공동창출 가이드라인과 연계된 것을 보면 기업의 중기 경영계획 공시를 보완하고 있음을 알 수 있다.

〈표 1〉 일본의 기업지배구조코드와 자율 공시

구 분	중기경영계획 공시	자본비용과 주주가치를 고려한 경영실현 공시	지식재산(권)과 무형자산 공시
기업지배구조코드	원칙 4-1, 5-2, 보충원칙 5-2①	원칙 5-2, 보충원칙 5-2①	보충원칙 3-1③, 4-2②
가이드라인	가치 공동창출 가이드라인	JPX(2023)	지식재산·무형자산 거버넌스 가이드라인
공시 방식	기업지배구조보고서, 별도 공시, 통합보고서 등	기업지배구조보고서, 별도 공시, 통합보고서 등	기업지배구조보고서, 별도 공시, 통합보고서 등

의무 공시: 유가증권보고서

일본은 우리나라 사업보고서에 해당하는 유가증권보고서에 대해서도 변화를 추진해왔다. 2019년에는 비재무정보를 전달하는 기술(記述) 섹션을 원칙중심 방식으로 전환하여 형식보다는 실질적인 사업 내용을 담도록 하였다. 예컨대, 기업이 중장기적으로 기업가치를 어떻게 창출할지에 대한 경영 방침과 전략을 설명하도록 하여 투자 판단에 필요한 정보를 한층 더 요구하고 있다. 2023년에는 ‘지속가능성에 관한 개념과 대처’ 섹션을 신설하여 지속가능성 관련 거버넌스, 전략, 리스크 관리, 지표·목표, 종업원 관리 등을 새롭게 공개하도록 요구하였다. 유가증권보고서의 이러한 변화는 자율 공시와 별도로 중장기 경영 방침과 지속가능 성장과 같은 기업의 미래 전략을 투자자들이 알아야 할 중요한 공시로 인식하고 있음을 보여준다.

맺는 말

이상에서 살펴본 바와 같이, 최근 일본은 투자자와의 대화를 향상하여 기업의 경쟁력 강화를 촉진하는 방안으로 자율 공시와 의무 공시를 개선하는 정책을 펼쳐왔다. 특히 공시의 활성화뿐 아니라 그 내용과 공시 품질의 향상을 위한 방안을 통해 투자자의 올바른 투자 판단을 지원하고 기업과 투자자가 가치 창출을 함께 도모할 수 있도록 유도하고 있다.

기업의 중장기 경영계획, 무형자산 투자, 지속가능성에 관한 공시는 갈수록 중요해지고 있다. 기술 혁신이 빠르게 진행되면서 과거와 달리 재무성과나 현재의 시장 지배력이 기업의 미래를 보장하지 않고 있다. 이러한 환경에서, 투자자들은 기업의 중장기 사업 포트폴리오와 성장 방향을 이해하고 공감할 때 비로소 장기투자에 나설 수 있고 시장은 기업을 평가할 때 무형자산의 투자 및 전략이나 기업의 지속가능성을 위한 대응 노력과 같은 기업의 미래 성장에 관한 경쟁력 요인을 더욱 중시하고 있다. 결과적으로, 기업가치 제고에 있어 기업이 이러한 내용의 공시를 통해 자신의 성장계획을 알리고 투자자와 건설적으로 대화하는 것이 점점 중요해지고 있다. 그러나 이러한 공시는 해당 정보를 정형화된 서식에 따라 단순 나열하거나 서술하기보다 공시 기업에 맞는 최적의 스토리로 전달할 때 투자자를 설득할 수 있다. 즉 기업은 투자자의 관점을 잘 반영한 가치창출 스토리를 제공할 수 있어야 한다. 이러한 점에서, 기업의 중장기 경영계획에 관한 공시의 활성화를 위한 노력과 함께 양질의 공시를 위한 공시 가이드라인과 같은 정책적 지원이 필요하다.

ZOOM
-IN

가상자산 현물 ETF의 국내외 동향과 시사점

- 미국, 홍콩 등이 가상자산을 기반으로 한 현물 ETF를 승인하면서 우리나라도 가상자산 현물 ETF 도입 가능 여부에 대한 논의의 필요성이 부각되고 있으나, 현재 가상자산 현물 ETF 거래는 금지되어 있음
 - 현재 국회에 계류 중인 자본시장법 개정안은 가상자산 현물 ETF 도입을 자본시장 혁신을 위한 전략으로 접근하며, 이를 통해 국내 ETF 시장의 구조적 경쟁력을 높여 글로벌 자금 유치의 통로로 활용하고자 함
 - 이러한 입법 논의 과정에서 해외 여러 국가의 각기 다른 규제 사례는 우리나라의 가상자산 현물 ETF 도입에 중요한 정책적 시사점을 제공하며, 도입 시 고려해야 할 여러 법적 과제를 검토하는 근거가 될 수 있음
-
- 미국, 홍콩 등이 가상자산을 기반으로 한 현물 ETF를 승인하면서 가상자산 기반의 ETF 제도 도입과 그에 따른 법적 과제에 대한 논의가 본격화되고 있음
 - 가상자산 현물 ETF는 ETF 상품을 직접 운용하는 집합투자업자가 비트코인이나 이더리움과 같은 가상자산을 실제로 보유하고 이를 기초로 구성되는 ETF를 말함
 - 비트코인과 이더리움 등 주요 가상자산은 상당한 규모의 기관 및 개인 투자자 수요를 유인하는 독자적인 자산군(asset class)으로 성장했고, 이러한 상황에서 ETF는 가상자산과 전통 금융 시스템을 잇는 결정적인 교량 역할을 수행할 수 있음
 - 투자자는 ETF를 매수함으로써 해당 가상자산을 간접적으로 보유하는 효과를 얻지만, 직접 가상자산 지갑을 관리하거나 보안리스크를 부담하지는 않음
 - 투자자들은 ETF를 통해 기존 증권 계좌에서 손쉽게 가상자산에 투자할 수 있으며, 이는 직접 보유 시 발생하는 복잡한 기술적 문제와 미규제 거래소 이용에 따르는 보안 위험을 해소하는 핵심적인 해결책으로 부상
 - 우리나라도 가상자산 현물 ETF 도입 가능 여부에 대한 논의의 필요성이 부각되고 있으나, 현재 가상자산 ETF의 경우 가상자산 현물 ETF 거래는 금지

— 자본시장법상 상장지수집합투자기구(Exchange Traded Fund, 이하 ETF)는 기초자산의 가격 또는 기초자산의 종류에 따라 다수 종목의 가격수준을 종합적으로 표시하는 지수의 변화에 연동하여 운용하는 집합투자기구로서, 거래소에서 일반 주식처럼 상장되어 거래되는 것을 말함 (자본시장법 제234조 및 시행령 제246조)

- 현물 ETF는 기초자산의 현재 가치에 직접 투자하는 상품인 반면, 선물 ETF는 선물 계약을 통해 미래 가치에 투자하는 상품

— 가상자산 현물 ETF의 발행이나 해외 가상자산 현물 ETF를 증개하는 것은 자본시장법 위배 소지가 있어 허용하지 않고 있음¹⁾

- ETF는 기초자산으로 구성된 기초지수를 추종해야 하는데, 자본시장법 제4조 제10항에 따르면 기초자산으로는 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험, 기타 등이 있음

- 금융위원회는 가상자산이 자본시장법상의 기초자산에 해당하지 않으므로 자본시장법에 위배될 소지가 있어 가상자산 현물 ETF 거래는 금지하고 있으나, 가상자산 선물 ETF는 가상자산을 실제 보유하지 않고 단순 계약에 기반한 것으로 허용

□ 미국 등 여러 국가에서 가상자산 현물 ETF 승인 이후 제도권 금융에 편입되고 있는 상황에서, 현행 법상 가상자산 현물 ETF 거래가 금지되어 있어, 국내자금의 해외 유출 등 국내 디지털자산 시장의 경쟁력에 영향을 미칠 우려가 있음

— 가상자산이용자보호법에 의하여 가상자산 거래가 이미 제도화되어 있는 현 상황에서 가상자산 현물 ETF 도입에 관한 구체적인 검토가 필요한 시점

- 이를 통해 법적 불확실성을 해소하고 글로벌 기준에 발맞춘 디지털자산시장 경쟁력 강화 필요성이 대두

— 상당한 국내 투자 수요에도 불구하고 제도적 기반이 부재함에 따라 해외 시장으로의 자본 유출이 가시화되고 있으며, 이는 명확하고 견고한 국내 규제 프레임워크 마련의 시급성을 방증

- 다만, 가상자산 현물 ETF 도입으로 인해 금융시장과 가상자산 시장 간의 연계에 따른 위험 및 실물경제에 미치는 영향 등도 고려하여야 함

□ 현재 국회에 계류 중인 가상자산 현물 ETF 도입을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하, 자본시장법) 개정안은 혁신, 투자자 보호, 그리고 글로벌 경쟁력이라는 가치 사이에서 최적의 균형점을 찾기 위해 가상자산의 제도권 편입이라는 목표를 향하고 있음²⁾

— 발의된 법안에서는 가상자산 현물 ETF 도입을 단순히 투자 수단 확대를 넘어 자본시장 혁신을 위한 전략으로 보아 블록체인 생태계를 확장하고, 제도화된 투자 경로를 제공하여 시장의 투명성과 신뢰를 높일 수 있다는 점을 강조

1) 금융위원회, 2024. 1. 15, 비트코인 현물 ETF 발행 및 증개에 대한 입장, 보도자료.

2) 민병덕 의원 대표발의안(의안번호 11117), 송석준 의원 대표발의안(의안번호 10909), 정성국의원 대표발의안(의안번호 90000)

- 또한, 이미 가상자산이용자보호법이 시행되어 가상자산 거래에 대한 법적 불확실성이 해소된 만큼, 전통 자산과 낮은 상관관계를 가진 가상자산을 활용한 분산투자 효과를 제공하고 국내 ETF 시장의 구조적 경쟁력을 높여 글로벌 자금 유치의 통로로 활용하려는 목표를 제시

□ 발의된 자본시장법 개정안의 주요 내용은 다음과 같음

- ‘기초자산’ 정의 개정 (제4조 제10항): 가상자산 현물 ETF의 법적 요건을 충족시키기 위한 가장 결정적인 조치로, ‘기초자산’의 범위에 ‘금융위원회가 정하여 고시하는 가상자산’을 포함
 - 이는 가상자산의 가격을 추종하는 ETF 상품의 설정을 법적으로 가능하게 하는 핵심 조항
- 신탁재산 허용 (제103조 제1항): 신탁업자가 수탁할 수 있는 신탁재산의 범위에도 가상자산을 포함하여, 신탁업자가 가상자산을 수탁할 수 있도록 법적 근거를 마련
 - 가상자산 현물 ETF라는 구조물의 가장 핵심적인 기반이 되는 ‘수탁(Custody)’ 문제에 집중하여, 현물 ETF는 운용사가 기초자산인 가상자산을 실제로 매입하여 보관해야 하므로, 신탁 회사가 이를 법적으로 수탁할 수 있는 근거가 필수적
 - 현행법은 수탁 가능 재산을 금전, 증권, 부동산 등으로 한정적으로 열거하고 있어 가상자산 수탁에 대한 법적 불확실성이 존재하는데 개정 법안은 이러한 불확실성을 해소하여 신탁업자가 가상자산을 안전하게 보관·관리할 수 있는 제도적 기반을 마련
 - 현행법상 투자신탁재산의 경우 제103조의 적용이 배제되어 가상자산 수탁이 명시적으로 금지된 것은 아니지만, 신탁업 인가 단위 자체가 제103조에 열거된 재산을 기준으로 설계되어 있어 사실상의 제약으로 작용
 - 따라서 이 법안은 신탁업 인가 체계에 가상자산 수탁 업무를 포함시키기 위한 명확한 법적 근거를 제공함으로써, 향후 ETF 상품 설계의 가장 큰 걸림돌 중 하나를 제거하는 역할
- 수탁업무 위탁 특례 (제109조의2 신설): 신탁업자가 일정한 요건 하에 해당 업무를 전문성을 갖춘 가상자산사업자(VASP)에게 수탁업무를 위탁할 수 있도록 하는 특례 조항을 신설
 - 신탁업자의 특례조항을 신설하여 가상자산을 신탁재산으로 하는 경우 가상자산의 보관 또는 관리 등의 업무를 가상자산사업자에게 위탁할 수 있고, 이 경우 신탁업자는 수탁 VASP에 대한 실사, 감독 및 보고 의무 등 엄격한 관리 책임을 부담
- 파생상품 시장 근거 마련 (제166조의2 신설): ETF의 유동성 공급자(AP) 및 시장조성자들이 리스크를 헤지(Hedge)할 수 있도록, 가상자산을 기초로 하는 파생상품이 장외에서 ‘경쟁매매’ 방식으로 거래될 수 있는 근거를 마련
 - 가상자산을 기초로 하는 파생상품을 선물, 옵션, 선도, 스왑 등 다양한 형태로 장외에서 다수의 매수·매도자가 가격을 경쟁하는 방식인 경쟁매매방식을 허용
- ‘특별자산집합투자기구’가 투자할 수 있는 ‘특별자산’의 범위에 가상자산을 명시적으로 포함(제229조): 현행법상 특별자산집합투자기구는 자산 총액의 40%를 초과하여 증권과 부동산을 제외한 특별자산에 투자할 수 있는데, 개정안은 가상자산을 그 대상에 포함시켜 법적 명확성을 부여

□ 미국은 2024년 1월 증권거래위원회(SEC)가 비트코인 현물 ETF를 승인, 2024년 5월에는 이더리움 현물 ETF 거래를 승인³⁾

— SEC는 2013년 첫 비트코인 현물 ETF 신청서가 제출된 이후, 10년 넘게 증권거래법(Exchange Act) 제6조(b)(5)항에 따라 거래소 규칙이 ‘사기 및 조작 행위를 방지’하도록 설계되어야 하는데, 비트코인 현물 시장은 대부분 규제되지 않아 가격 조작에 취약하며, 이를 감시할 적절한 수단이 없다고 판단하여 비트코인 현물 ETF 상장 신청을 일관되게 불승인해 왔음⁴⁾

• 이 기간 동안 SEC는 비트코인 ‘선물’ ETF는 승인했는데, 선물 상품은 규제된 시카고상품거래소(CME)에서 거래되므로, CME와의 시장감시공조약정(surveillance-sharing agreement)을 통해 사기 및 조작 행위를 방지할 수 있다는 이유였음⁵⁾

— 2023년 8월, 미국 연방항소법원의 ‘그레이스케일 인베스트먼트 대 SEC(Grayscale Investments, LLC v. SEC)’⁶⁾ 소송 판결에서 법원이 그레이스케일의 비트코인 신탁상품(GBTC)을 현물 ETF로 전환하려는 신청을 SEC가 거부한 것이 ‘자의적이고 변덕스러운(arbitrary and capricious)’ 결정이라고 판시하면서 가상자산 현물 ETF의 도입에 촉매제가 되었고, 2024년 1월 10일 블랙록(BlackRock) 등 11개 자산운용사의 비트코인 현물 ETF 상장을 승인(Release No. 34-99306)⁷⁾

• 가상자산 현물 ETF를 거래하려는 거래소와 가상자산 선물이 거래되는 제도권 거래소 간의 시장감시공조약정(surveillance-sharing agreement)의 체결이 유효하게 작용하며, SEC의 승인을 이끌어 냄

— 2024년 5월 SEC는 거래소들이 이더리움 현물 ETF를 상장하고 거래하는 데 필요한 규칙 변경 신청(19b-4 서류)을 승인하고⁸⁾, 2024년 7월에는 개별 발행사들의 증권신고서(S-1 서류)가 순차적으로 효력을 발생하면서 실제 거래가 시작되었음⁹⁾

— 2025년 9월 SEC는 3개 주요 증권 거래소(NYSE, Nasdaq, Cboe)가 제안한 ‘상품 기반 신탁 주식(Commodity-Based Trust Shares)’에 대한 ‘일반 상장 기준(Generic Listing Standards)’을 승인¹⁰⁾

• 이는 가상자산을 포함한 상품 ETF의 상장 절차를 획기적으로 간소화하는 조치로 과거에는 비트코인이나 이더리움과 같이 새로운 기초자산에 기반한 ETF를 상장할 때마다, 거래소는 SEC의 재량적 판단에 의존하는 개별 규칙 변경 승인(Rule 19b-4) 절차를 거쳐야 했음

3) www.congress.gov/crs-product/IF12573

4) SEC, 2024. 1. 10, Statement on the approval of spot bitcoin Exchange-Traded Products.

5) www.congress.gov/crs-product/IF12573

6) Grayscale Investment, LLC v. SEC, 82 F.4th 1239(D.C. Cir. 2023)

7) Congressional Research Service, 2024. 1. 19, SEC approves bitcoin Exchange-Traded Products (ETPs).

8) www.sec.gov/files/rules/sro/nysearca/2024/34-99306.pdf

9) www.sec.gov/files/rules/sro/cboebzx/2024/34-101233.pdf

10) SEC, 2025. 9. 18, SEC approves generic listing standards for commodity-based trust shares.

- 그러나 이 ‘일반 상장 기준’의 승인으로, SEC가 정한 특정 요건(예: 미국 규제 선물 시장과의 시장감시공조약정)을 충족하는 상품은 더 이상 SEC의 개별 심사를 거치지 않고 ‘규칙 기반(rules-based)’으로 상장할 수 있음¹¹⁾
- 2025년 10월에는 비트코인과 이더리움을 넘어 주요 알트코인으로 본격 확대되면서, 솔라나(Solana) 현물 ETF가 공식적으로 승인되고 거래가 시작

□ **홍콩 증권선물위원회(SFC)는 2024년 4월 비트코인 현물 ETF와 이더리움 현물 ETF 발행을 동시에 승인**

- 증권선물위원회(SFC)는 2023년 ‘가상자산에 투자하는 SFC 인가 펀드에 관한 지침(Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets)’을 발표하고, 이 지침은 현물 ETF를 포함한 모든 가상자산 펀드에 대한 포괄적인 규제 요건을 명시¹²⁾
 - 적격 기초자산(Eligible underlying virtual assets): 펀드는 SFC로부터 허가받은 가상자산 거래 플랫폼(virtual asset trading platforms: VATP)에서 일반 투자자가 거래할 수 있는 가상자산에만 투자할 수 있음. 이는 기초자산 자체를 SFC의 규제 감독 범위 내에 두어, 통제된 생태계를 구축하는 핵심적인 장치
 - 수탁 의무: 자산 수탁은 반드시 SFC 인가를 받은 VATP 또는 홍콩 금융관리국(HKMA)의 인가를 받은 금융기관에 위임해야 함. 자산의 분리 보관을 의무화하고, 해킹 위험을 최소화하기 위해 자산의 대부분을 오프라인 상태의 콜드월렛(Cold Storage)에 보관하도록 강제
 - 운용사 자격 기준: 펀드 운용사는 우수한 규제 준수 기록을 보유해야 하며, 가상자산 운용에 대한 실증적인 경험을 갖춘 전문 인력을 확보해야 함
- 2024년 4월 SFC는 비트코인과 이더리움 현물 ETF를 동시에 승인¹³⁾
 - 2024년 4월 24일 ChinaAMC 등 운용사들은 SFC로부터 최종 승인을 받았다고 발표했으며, 4월 30일부터 홍콩 증권거래소(HKEX)에서 거래가 시작
- 미국 SEC가 비트코인 현물 ETF를 현금 거래만 허용하는 것과 달리, ETF를 비트코인 및 이더리움으로 매매가능하게 하는 현물 설정·환매(in-kind) 방식을 허용
 - 구조적 차별점: 홍콩이 미국과 다른 가장 큰 차별점은 현물 방식의 설정 및 환매(in-kind)를 허용한다는 점인데, 이는 지정참가회사(Authorized Participant: AP)가 ETF 지분을 설정하거나 환매할 때 현금 대신 실제 비트코인이나 이더리움을 펀드에 직접 납입하거나 수령할 수 있음을 의미

11) SEC, 2025. 9. 17, A special generic: Statement on commission approval of generic listing standards for commodity-based ETPs.

12) Circular on SFC-authorized funds with exposure to virtual assets(SFC)

13) ChinaAMC(HK), 2024. 4. 24, ChinaAMC (HK)'s spot bitcoin and ether ETFs receives approval from SFC.

- 시장 효율성: 현물 방식은 AP가 가상자산을 직접 거래함으로써 거래 비용이 절감되고, 기초 자산과 ETF 가격 간의 추적 오차가 최소화되며, 시장의 유동성이 향상됨. 반면, 미국의 현금 (Cash-Create) 방식은 펀드 운용사가 현금을 받아 다시 가상자산을 매매해야 하는 추가적인 단계를 거치므로, 시간 지연과 거래 비용이 발생하여 궁극적으로 투자자에게 전가될 수 있음

□ 영국 금융행위감독청(FCA)은 2024년 5월 비트코인 및 이더리움 현물 ETN을 승인

- FCA는 ETF가 아닌 ETN이라는 다른 상품 구조를 채택하고, 전문 투자자에게 먼저 시장을 개방한 후 소매 투자자로 대상을 확대하는 점진적인 방식을 도입
- 2020년 10월, FCA는 가상자산을 기초로 하는 파생상품 및 상장지수증권(ETN)의 판매, 마케팅, 유통을 소매 투자자에게 금지하는 규정을 발표했으며, 이 조치는 2021년 1월 6일부터 발효¹⁴⁾
 - FCA는 가상자산을 기초로 하는 파생상품 및 상장지수증권(ETN)이 신뢰할 수 있는 가치 평가를 할 수 없으며, 시장 남용 및 금융범죄의 위험성이 있고, 극심한 가격변동으로 인한 투자자의 손실 위험과 이에 대한 소매 투자자의 불충분한 이해도 등을 이유로 소매 투자자에게 부적합하다고 판단
- 2024년 3월, FCA는 런던증권거래소(LSE)와 같은 공인된 투자거래소(Recognised Investment Exchanges: RIEs)가 전문 투자자만을 대상으로 하는 가상자산 ETN 상장 시장을 개설하는 것에 반대하지 않겠다는 입장을 발표¹⁵⁾
 - 이에 따라 비트코인 및 이더리움 ETN 상품들이 2024년 5월부터 런던증권거래소(LSE)에서 거래되기 시작했고, 런던증권거래소(LSE)는 '전문 투자자 전용'으로 특별히 지정된 세그먼트에서 거래를 위한 ETN을 허용하는 절차에 대한 팩트시트를 발표¹⁶⁾
 - ETN은 반드시 실물 기반(Physically-backed)이어야 하며, 레버리지를 사용해서는 안되고, 공개적으로 이용 가능한 신뢰할 수 있는 시장 가격 등 엄격한 기준을 충족해야 함. 기초 가상 자산은 '콜드 스토리지'(Cold Storage) 또는 이에 상응하는 곳에 보관되어야 하며, 발행자는 수탁 및 자금세탁방지(AML) 규정을 준수해야 함
 - 런던증권거래소(LSE)는 2024년 4월 8일부터 상장 신청을 받기 시작했으며, 2024년 5월 28일부터 비트코인 및 이더리움 기반 ETN의 거래가 공식적으로 시작되었고, 기준을 충족하더라도 ETN 가입 신청을 거부할 재량권을 보유
- 2025년 6월, FCA는 2025년 10월 8일부터 소매 투자자에 대한 ETN 판매 금지 조치를 해제하는 방안에 대한 의견 수렴(Consultation Paper CP25/16)을 시작한다고 발표¹⁷⁾

14) FCA, 2020. 10. 6, FCA bans the sale of crypto-derivatives to retail consumers.

15) FCA, 2024. 3. 11, FCA updates position on cryptoasset Exchange Traded Notes for professional investors.

16) Crypto ETN Admission Factsheet(LSE)

17) FCA, 2025. 6. 6, FCA to lift ban on crypto ETNs to support UK growth and competitiveness.

- 의견 수렴 절차를 거쳐 FCA는 2025년 8월 1일, 소매 투자자에 대한 ETN 접근 금지를 해제하기로 최종 결정했다고 발표¹⁸⁾
- 2025년 10월 8일부터 소매 투자자들은 FCA가 승인한 영국 내 공인된 투자거래소(RIE)에 상장된 가상자산 ETN에 투자가 가능
- 금지 해제와 함께 다음과 같은 강력한 투자자 보호 장치가 적용¹⁹⁾
 - 엄격한 금융 광고 규제: 해당 상품은 ‘제한된 대중 투자 상품(Restricted Mass Market Investments: RMMIs)’으로 분류되어, 부적절한 투자 유인 제공 금지, 명확한 위험 경고, 투자자 적합성 평가 등 엄격한 금융 광고 규제를 준수해야 함
 - 소비자 의무(Consumer Duty) 적용: 금융회사는 소매 투자자에게 좋은 결과를 제공하고 예측 가능한 피해를 방지해야 하는 ‘소비자 의무’ 원칙을 준수해야 함
 - 금융서비스보상제도(FSCS) 미적용: 투자자는 ETN 투자로 손실이 발생할 경우 금융서비스보상제도(FSCS)의 보호를 받을 수 없다는 점이 명확히 고지되어, 이는 상품의 고위험성을 투자자에게 각인시키는 역할을 함
 - 가상자산 파생상품 금지 유지: 소매 투자자에 대한 가상자산 ‘파생상품’ 판매 금지는 여전히 유효

□ 미국, 홍콩, 영국의 각기 다른 규제는 우리나라의 가상자산 현물 ETF 제도 도입에 중요한 정책적 시사점을 제공

- 국내 감독기관은 가상자산 현물 ETF에 대해 자본시장법상 ‘기초자산’에 비트코인과 같은 가상자산이 해당하지 않는다는 이유로 가상자산 현물 ETF에 대해 회의적 또는 유보적인 입장을 취하고 있고, 가상자산 현물 ETF 도입을 위해서는 기존의 ETF 구조에서 기초자산으로 가상자산을 직접 보유한다는 점에서 여러 가지 법적 과제를 고려하여야 함
 - 운용사, 수탁기관, 시장조성자, 거래소, 공시기관 등의 이해관계자 간 상호작용과 운용의 투명성, 공정한 가격 체계 형성 등 다양한 제도적 요소를 고려해야 함
 - 영국이 가상자산 ETN을 허용함에 있어 실물 기반, 레버리지 사용 금지 등의 조건을 두고 있는 것은 상품의 실질적 위험을 평가하여 전문 투자자와 소매 투자자를 차등 규제하기 위함인데 반해, 우리나라의 경우는 법률상 자산분류에 부합하는지 여부가 정책 결정의 전제가 된다는 점에서 시사점이 될 수 있음
- 미국과 홍콩이 ETF를 직접 도입한 반면, 영국은 발행사의 신용 위험이 존재하는 ETN을 선택했는데, 이는 ETN이 발행사의 재무 상태에 귀속되는 채무증권이므로, 규제 당국이 자본건전성 등을 감독하기 용이하다는 장점이 있음
 - 현재 국내 개정안들은 모두 ETF 도입을 전제로 논의되고 있는데, 영국 사례와 같이 ETN을 우선 도입하는 것이 더 신중하고 실행 가능한 첫 단계가 될 수도 있음을 시사

18) FCA, 2025. 8. 1, FCA opens retail access to crypto ETNs.

19) FCA, 2025. 10. 27, Information for firms looking to offer crypto exchange traded notes.

- 또한, 영국은 전문투자자에게 시장을 먼저 개방하고 약 1년 5개월간의 운영 기간을 거친 후, 시장 인프라와 상품의 안정성을 검증한 뒤 소매 투자자로 대상을 확대하였는데, 초기에는 전문투자자로 대상을 한정하여 시장을 개설하고, 운영상 발생할 수 있는 문제들을 해결한 후 점진적으로 개인투자자에게 문을 여는 방식은 시장 충격을 최소화하는 현명한 로드맵이 될 수 있음
- 미국의 ETF 승인은 규제된 선물 시장과의 시장감시공조약정에 기반하며, 홍콩은 ETF의 기초자산이 반드시 SFC 인가를 받은 현물 거래소(VATP)에서 거래되도록 하여 시장 전체를 직접 감독
 - 이는 자본시장법 개정안 내용 중 장외 파생상품 경쟁매매 허용에 있어, 한국거래소(KRX) 내에 규제된 선물 시장을 개설을 고려하거나, 투자자 보호를 위해 가상자산 거래소에 대한 인가제 수준의 강력한 규율 체계를 마련이 필요할 수 있다는 점에서 시사점이 될 수 있음
- 홍콩은 신탁회사가 SFC로부터 인가받은 전문 가상자산 거래소(VATP)에 수탁 업무를 위임할 수 있도록 허용함으로써 수탁기관을 SFC의 엄격한 규제 감독하에 두어 안정성을 확보
 - 자본시장법 개정안에서 ‘가상자산사업자(VASP)에 대한 수탁 위임’ 조항은 홍콩과 유사하지만, 국내 VASP는 인가제가 아닌 신고제로 운영되어 규제 수준이 낮다는 지적이 있음
 - 따라서 홍콩 모델을 참고하여, 수탁 업무를 위임받는 VASP에 대해서는 신탁회사에 준하는 수준의 자본금, 내부통제, 보안 요건 등을 부과하는 별도의 인가 또는 지정 제도를 마련하는 등의 측면을 고려해 볼 수 있음
- 미국은 현금으로만 설정·환매(Cash-Create)하는 방식을 채택한 반면, 홍콩은 실제 가상자산으로 직접 교환하는 ‘현물 설정·환매(In-Kind)’ 방식을 허용하여 거래 비용을 절감하고 ETF와 기초자산 간의 가격 추적 오차를 줄이는 데 더 유리한 것으로 평가되고 있음²⁰⁾
 - 향후 국내 ETF 시장에서 국내 투자자와 시장조성자에게 더 효율적인 시장을 제공하기 위해서는, 현물 설정·환매 방식 도입도 검토해 볼 필요가 있음

선임연구원 신경희

20) 조선비즈, 2024. 4. 15, 홍콩, 비트코인·이더리움 현물 ETF 승인… 2차 ‘가상자산 중심지’로 성장 전망.

ZOOM
-IN

미국 노동시장 냉각과 경기침체 우려

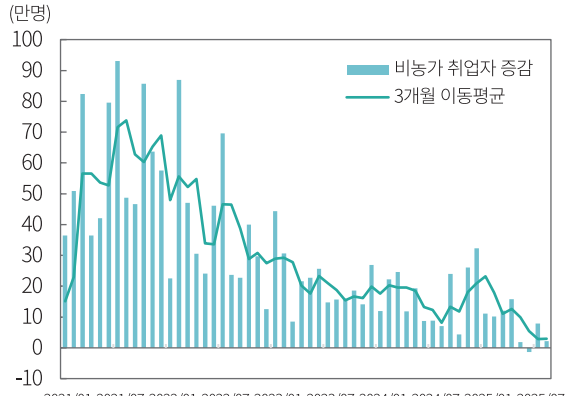
- 최근 미국의 각종 고용지표가 크게 악화되며 노동시장이 급속히 냉각되고 있음을 시사
- 이러한 노동시장 냉각은 트럼프 행정부의 정책적 영향과 인공지능 확산으로 인한 노동 수요 위축 등의 결과가 복합적으로 작용한 것으로 평가
- 또한, 미 연방정부 섯다운의 장기화로 대규모 인력 감축 절차가 추진됨에 따라 노동시장에 추가 타격이 불가피할 것으로 판단
- 노동시장 냉각에 시장에서는 경기침체에 대한 우려가 고조되고 있으며, 고용지표의 잇따른 부진은 미 연준의 금리정책에도 큰 영향을 미치므로 미국 시장 동향을 면밀히 주시하고 이에 대응할 전략을 마련할 필요

□ 최근 미국의 각종 고용지표가 크게 악화되며 노동시장이 급속히 냉각되고 있음을 시사

- 최근 3개월간 월평균 고용 증가(+2.9만명)가 작년 동기간(+8.2만명) 수준을 크게 밑도는 등 둔화세가 뚜렷한 모습
 - 3개월 평균 기준 고용 증가폭은 2.9만명에 불과해 경제학자들이 제시한 break even 고용 증가폭(실업률을 안정적으로 유지하기 위해 매달 필요한 최소한의 고용 증가분)의 하한 수준인 5만명에도 미달¹⁾
 - 특히 6월 고용 증가폭은 -1.3만명으로, 취업자 증가폭이 전월대비 감소한 것은 2020년 12월 이후 4년 6개월 만에 처음
- 제조업, 경기민감 부문인 건설업 등에서 부진한 모습을 이어가고 있으며 전문기업서비스도 감소세가 지속
 - 취업자수는 제조업(2025년 6월 -1.7만명 → 7월 -0.2만명 → 8월 -1.2만명), 건설업(-0.2만명 → -0.1만명 → -0.7만명), 도소매업(-1.7만명 → -0.1만명 → -0.1만명), 전문기업서비스(-2.4만명 → -1.0만명 → -1.7만명) 등에서 3개월 연속 감소세 시현
- 실업률 또한 2023년 4월(3.4%) 저점을 기준으로 이후 상승 추세를 시현하고 있으며 2025년 8월 4.3%까지 상승

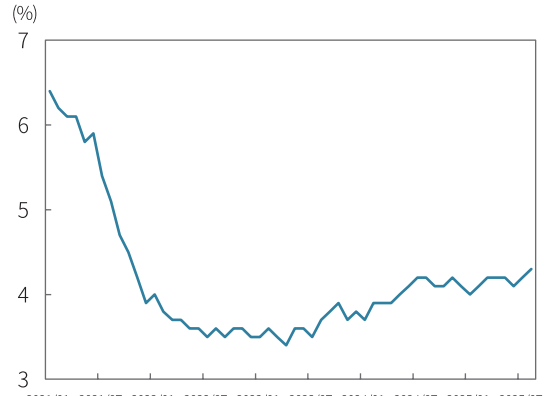
1) 한국은행, 2025. 9. 5, 美 2025.8월 고용지표 내용 및 뉴욕 금융시장 반응.

〈그림 1〉 미국 비농가 고용 증감



자료: FRED

〈그림 2〉 미국 실업률



자료: FRED

— 미국 노동통계국의 9월 및 10월 고용지표 통계는 미국 연방정부의 섯다운(일시 업무정지)으로 인해 공개가 중단됐으나 민간의 고용 관련 대체 자료를 통해 노동시장 부진 흐름이 지속되고 있음을 확인

- 미국 상원에서 FY2026 임시예산안 통과가 최종 부결되며 10월 1일을 기점으로 연방정부는 트럼프 1기 행정부 섯다운(2018년 12월 22일~2019년 1월 25일) 이후 처음으로 섯다운 상태에 돌입
- 이에 따라 필수 서비스 외 모든 정부의 재량적 기능이 중단되며 고용보고서, CPI, GDP 등 주요 경제지표 발표도 연기
- 미국 고용정보업체 오토매틱데이터프로세싱(ADP)은 9월 민간부문 일자리가 전월대비 3.2만개 감소한 것으로 집계하였고, 10월에는 거래·공공사업 부문이 전체 고용 증가를 견인하며 일자리가 4.2만개 증가했으나 올해 초와 비교하면 고용이 상대적으로 완만해진 모습이라고 평가²⁾
- 미국 고용정보업체 챌린저, 그레이 앤드 크리스마스(CG&C)에 따르면 미국 기업들의 9월까지 2025년 누적 해고 규모는 94.6만명에 달하며, 이는 팬데믹 시기인 2020년 이후 가장 높은 수치³⁾
- 미국 구인·구직 사이트 인디드(Indeed)의 미국 구인공고지수(2020.2.1=100)는 10월 31일 기준 101.7(전년동기대비 -6.5%)로 하락하며 2021년 2월 이후 최저 수준을 기록⁴⁾

2) ADP Media Center, 2025. 10. 1, ADP National employment report: Private sector employment shed 32,000 jobs in September; Annual pay was up 4.5%.

ADP Media Center, 2025. 11. 5, ADP national employment report: Private sector employment increased by 42,000 jobs in October; Annual pay was up 4.5%.

3) Challenger, Gray & Christmas, 2025. 10. 2, September job cuts fall 37% from August; YTD total highest since 2020, lowest YTD hiring since 2009.

4) <https://data.indeed.com/#/postings>

□ 이러한 노동시장 냉각은 트럼프 행정부의 정책적 영향 및 인공지능 확산으로 인한 노동 수요 위축 등의 결과가 복합적으로 작용한 것으로 평가

- 트럼프 행정부의 고율 관세 부과 및 이민 단속 강화 등 정책의 부정적 영향이 점차 가시화
 - 관세 인상 조치 이후 핵심 원자재 가격 상승 등에 따른 비용 상승 부담과 관세율, 수출입 규제에 대한 불확실성으로 인해 기업들의 투자 심리가 위축됐고, 신규 고용도 감소⁵⁾
 - 트럼프 행정부의 불법이민 억제, 국내 거주중인 불법이민자 대규모 추방 계획 등 공격적인 이민 단속 강화가 노동력 부족 문제를 더 심화시킨다는 지적⁶⁾
 - 관세에 민감한 제조업과 이민자 노동력에 큰 영향을 받는 건설업 등 특정 업종의 고용이 마이너스 흐름을 지속하며 둔화세가 확인
- AI 확산이 전체 노동시장에 미치는 영향은 아직 뚜렷하지 않으나, 일부 지식집약적 직군의 고용 부진이 AI 확산에서 기인했을 가능성 제기⁷⁾
 - 테크 부문은 생성형 AI 확산, 팬데믹 기간 과잉채용에 대한 조정이 맞물리며 고용점유율이 하락해 최근 장기 추세를 하회하기 시작했으며, 여타 AI 활용도가 높은 마케팅 컨설팅, 그래픽 디자인, 소프트웨어 개발 등 일부 업종도 고용 증가율이 마이너스 전환
 - 다만, 연준 주요 인사, 뉴욕 연준 등은 AI가 노동시장에 미치는 영향이 아직 불명확하다는 입장을 견지

□ 또한, 도널드 트럼프 행정부가 연방정부 셧다운을 계기로 정책 우선순위에 맞지 않는 부처에 대해 예산 삭감 및 대규모 인력 감축(RIF) 절차를 추진함에 따라 노동시장에 추가 타격이 불가피할 것으로 판단

- 10월 10일 4,000명 이상의 직원에게 해고 통보를 시작한 가운데 향후 해고 인원이 더 늘어날 것으로 예상⁸⁾
 - 해고 대상에는 보건복지부, 에너지부, 국토안보부, 교육부, 재무부, 상무부, 주택도시개발부 등이 포함되었으며, 가장 많은 감원이 이뤄지는 곳은 재무부로 약 1,446명이 해고 통보를 받았고, 보건복지부도 약 1,100명의 인력이 감원 대상
 - 러셀 보트 백악관 예산관리국 국장은 셧다운으로 지금까지 해고 통보를 받은 연방 공무원 4,000여명은 일부에 불과하다고 밝히며 감축 인원은 더 크게 늘어나 “1만명 이상이 될 것”이라고 언급

5) CNN, 2025. 9. 9, Tariff-exposed industries are losing jobs.

6) Bloomberg, 2025. 9. 6, Deportations are creating a workforce crisis.

7) 한국은행, 2025. 10. 16, AI 확산이 美 노동시장에 미칠 영향에 대한 시장참가자 평가.

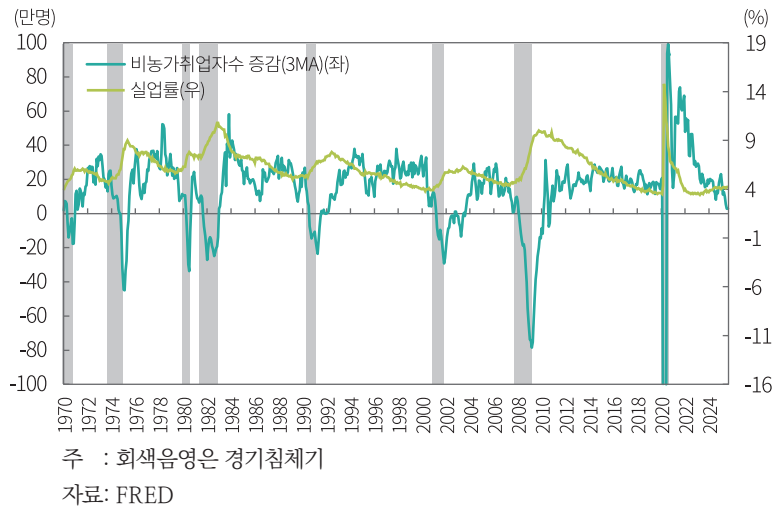
8) BBC, 2025. 10. 12, Trump administration starts laying off thousands of workers.

CNBC, 2025. 10. 15, Trump admin federal job cuts likely to be ‘north of 10,000,’ Vought says.

□ 노동시장 부진이 심화됨에 따라 시장에서는 경기침체에 대한 우려가 점증

- 고용 증가세 둔화와 실업률 상승은 가장 분명한 경기침체 신호에 해당⁹⁾
 - 미국 고용지표가 뚜렷하게 반전될 가능성이 낮을 것으로 보이며 고용-소득-소비 순환이 동반 위축되며 경기둔화 압력이 높아질 전망

〈그림 3〉 미국 경기침체 국면과 고용증감 및 실업률 추이



- 무디스 애널리틱스 마크 잔디 수석 이코노미스트는 노동시장 침체가 경제 전반으로 번질 조짐이 있는지 예의주시하고 있다고 밝히며, 8월 말 기준 미국 20개 주 이상이 경기침체 상태이거나 침체에 진입할 위험이 높은 것으로 분석¹⁰⁾
 - 경기침체 상태이거나 침체 위험이 높은 것으로 평가된 주는 일리노이, 조지아, 워싱턴, 뉴저지, 매사추세츠, 버지니아 등이 포함되며, 정부 일자리 감축 여파로 워싱턴 D.C. 지역이 특히 두드러지는 것으로 분석
- 바클레이즈는 미국의 경제성장 속도가 둔화돼 경기침체에 취약한 수준까지 내려왔다고 지적하며, 취약성이 높아진 상황에서 향후 2년 내 경기침체가 발생할 가능성을 50%수준으로 산출¹¹⁾
- 반면, 현재의 미국 노동시장 상황에 대해 기업의 고용흡수 여력은 약화되긴 했으나 노동시장 전반의 안정성은 유지되고 있으며 고용시장이 급격하게 침체할 가능성이 크지 않다는 의견도 상존¹²⁾

9) 흥국증권, 2025. 9. 8, 미국 고용둔화 추세 재확인.

10) Business Insider, 2025. 9. 6, 'Edge of the cliff': A top economist says the US is in a full-blown labor recession that risks spilling into the rest of the economy.

Fox Business, 2025. 10. 10, Over 20 state economies are in or near recession, Moody's finds.

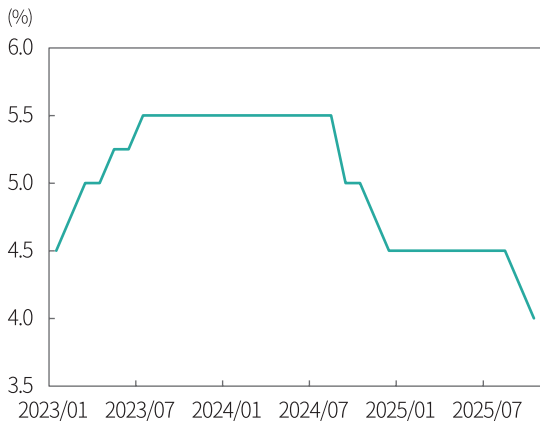
11) Yahoo Finance, 2025. 8. 25, Barclays: U.S. economy in stall state, 50% recession risk in 2 years.

12) 한국은행, 2025. 10. 23, 경제상황 평가(2025년 10월) - 미국 고용지표 둔화 요인과 현노동시장 상황 평가.

□ 고용지표의 잇따른 부진은 미 연준의 금리정책에 큰 영향을 미침에 따라 미국 시장 동향을 면밀히 주시하고 이에 대응할 전략을 마련할 필요

- 미 연준은 그동안 인플레이션 우려에 기준금리를 동결해 왔으나 9월 FOMC에서 고용시장 부진 흐름을 이유로 올해 첫 금리 인하를 단행했고, 10월 FOMC에서도 노동시장 둔화에 대한 선제적인 대응 차원으로 9월에 이어 2회 연속 기준금리를 인하(11월 현재 기준금리 3.75~4.00%)
 - 연준의 ‘물가 안정’과 ‘완전 고용’이라는 두 가지 목표 가운데 정책 초점이 ‘인플레이션의 상방 리스크’에서 ‘노동시장의 하방 리스크’로 이동
 - 10월 FOMC는 연방정부 섣다운에 따른 공식 경제지표 부재로 ADP 등 민간 기업이 발표하는 데이터를 참고해 노동시장에 대한 방향성을 파악
 - 연준은 현재의 노동시장에 대해 노동 수요·공급이 모두 둔화되면서 점진적으로 냉각되었으며 실업률이 상승하고 노동시장 하방 리스크가 확대된 것으로 평가하나 노동시장의 약세가 가속화되고 있지는 않은 것으로 판단¹³⁾
- 가파른 해고 증가, 급격한 실업률 상승 등 노동시장의 하방 리스크가 확대될 경우 연준이 금리 인하 의지를 더욱 강화하게 되어 금리 인하 강도에 보다 힘이 실릴 수 있다는 견해

〈그림 4〉 미 기준금리 추이



주 : 금리 상단 기준
자료: Bloomberg

〈표 1〉 주요 IB 기준금리 전망

	(단위: %)				
	'25 4Q	'26 1Q	'26 2Q	'26 3Q	'26 4Q
BNP Paribas SA	3.75	3.5	3.25	3.25	3.25
Barclays PLC	3.75	3.5	3.25	3.25	3.25
Goldman Sachs & Co LLC	3.75	3.5	3.25	3.25	3.25
Bloomberg Economics	3.75	3.5	3.25	3	3
Nomura Securities Co Ltd	3.75	3.5	3.25	3	3
Commerzbank AG	3.75	3.25	2.75	2.5	2.5
KPMG LLP/DE	3.75	3.5	3.25	2.75	2.25

주 : 금리 상단 기준, 2025. 10. 24. 전망
자료: Bloomberg

선임연구원 장효미

13) 한국은행, 2025. 10. 29, 10월 FOMC 회의결과에 대한 시장참가자들의 평가 및 금융시장 반응.