

OPINION

선임연구위원
김한수

국경간 암호화 자산 거래의 확산과 시사점*

최근 암호화 자산을 통한 국경간 거래가 빠르게 확대되고 있다. 국경의 구분이 직접적으로 적용되지 않는 블록체인 네트워크를 통해 이루어지는 암호화 자산 거래는 기존 국경간 결제 인프라에 비해 높은 효율성과 접근성을 바탕으로 성장하고 있으며, 특히 최근에는 스테이블코인을 중심으로 거래 확대가 두드러지고 있다. 2024년 말 기준 글로벌 국경간 암호화 자산 거래 규모는 약 2.5조 달러 수준으로 추정되며, 전통적 자본흐름 대비 상대적 비중 또한 빠르게 확대되는 추세를 보이고 있다. 국경간 암호화 자산 거래는 신흥국의 참여도와 비중이 크고 다양한 국가로 분산되는 구조적 특징을 지닌다. 이는 국경간 암호화 자산 거래가 기존 국제결제체계 대비 속도와 비용 측면에서 효율적인 대안적 자금이동 수단으로 기능하는 한편 일부 경우에는 제도권 자금이동 경로를 보완하는 대체적 이전 경로로 활용되고 있음을 시사한다. 나아가 이러한 네트워크 기반 가치 이전 방식의 확대는 은행 중심 결제망을 전제로 설계된 외환 및 자본거래 관리체계에 대한 재검토를 요구한다. 이에 따라 한국 역시 스테이블코인 확산과 디지털 결제 인프라 변화에 대응하여 외환제도의 적합성을 점검하는 동시에 이를 활용한 국경간 결제 효율성 제고 및 유동성 관리 전략을 중장기적으로 검토할 필요가 있다.

암호화 자산을 매개로 한 국경간 거래는 국제 자본 이동과 결제 구조 전반에 영향을 미치는 새로운 흐름으로 빠르게 확산되고 있다. 블록체인 네트워크를 기반으로 한 암호화 자산의 국경간 이전은 중앙화된 금융기관을 경유하는 기존 거래체계와 달리 분산된 네트워크 상에서 처리되며, 이에 따라 자본 이동의 경로·속도·중개 구조 측면에서 기존과는 다른 특징을 보인다. 그러나 이러한 거래는 기존 자본이동 통계 체계로는 충분히 포착되기 어렵고, 거래 규모와 구조를 체계적으로 파악하는 데에도 상당한 제약이 존재한다. 이에 본고에서는 국경간 암호화 자산 거래의 구조적 특성과 최근 동향을 정리하고 그 경제적 함의를 살펴보았다.¹⁾

암호화 자산의 국경간 거래 개념 및 특징

분산원장기술(DLT)을 기반으로 발행·유통되는 암호화 자산은 거래 기록과 소유권 이전이 물리적 국경과 무관하게 이루어진다는 점에서 개념적으로 '무국적 자산'의 성격을 지닌다. 전통적 금융자산이

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

1) 본고는 자본시장연구원 이슈보고서(김한수·이승호, 2026, 『국경간 암호화 자산 거래 현황 및 시사점』(2026년 2월 27일 출간 예정)을 바탕으로 주요 내용을 요약·재구성하여 작성하였다.

중앙집중형 거래·결제 시스템을 통해 소유권이 이전되는 것과 달리, 암호화 자산의 소유권과 거래 기록은 분산 네트워크 참여자에 의해 검증되며 이러한 블록체인 상 주소나 거래 경로에는 물리적 국경 개념이 직접적으로 적용되지 않는다. 다만 국제수지 및 자본 이동 분석에서는 자산이 저장된 지갑의 위치가 아니라 해당 자산을 실질적으로 통제하는 경제주체의 거주성(residency)을 기준으로 국경간 거래 여부를 판단한다. 따라서 블록체인 기반 암호화 자산이라 하더라도 거주자와 비거주자 간 소유권 이전이 발생할 경우 경제적 실질 측면에서는 국경간 자본 이동으로 해석된다.

암호화 자산의 국경간 거래는 자산 유형에 따라 경제적 성격과 해석이 상이하다. 비트코인과 같은 작업증명(PoW) 기반 암호화 자산은 이론적으로 국내 채굴 및 유통만으로 거래가 가능하나, 실제로는 국가간 전력 비용 및 규제 환경 격차 등으로 인해 우리나라를 포함한 다수 국가에서는 해외에서 채굴된 자산이 국경간 거래를 통해 유입되는 구조가 형성되어 있다.²⁾ 반면 스테이블코인과 같은 가치연동형 자산은 채굴을 통해 내생적으로 생성될 수 없으며, 해외 발행기관의 중앙집중적 발행 메커니즘에 의존하기 때문에 국내 보유·거래 과정에서 국경을 넘는 토큰 유입이 필연적으로 수반된다. 두 유형 모두 온체인상에서는 블록체인 주소 간 전송이라는 동일한 방식으로 이전되지만, 스테이블코인은 발행자에 대한 상환 청구권을 수반한다는 점에서 기타 암호화 자산과 구별된다.

공개 원장에 기반한 분산원장 방식의 특성상 암호화 자산의 거래기록은 온체인상에 기록되어 추적 및 관측이 가능하다.³⁾ 그러나 이러한 기록은 자산 이동의 기술적 흔적에 불과하며, 블록체인 주소에 거주성 및 신원 정보가 내재되어 있지 않아 온체인 거래 데이터만으로는 경제통계상 요구되는 소유권 변동이나 거주자·비거주자 간 자본 이동을 식별하는 데 한계가 있다. 이러한 한계를 보완하기 위해 주요 수탁기관의 소재국, 주소 클러스터링⁴⁾, AML·KYC 정보⁵⁾, 네트워크 분석 등 온체인·오프체인 정보를 결합한 다양한 추론 기법이 활용되고 있으나, 이는 본질적으로 확률적 식별에 기반하고 있어 통계적 불확실성을 수반한다. 이에 따라 현재의 국경간 암호화 자산 거래 통계는 국가별 자본 이동 규모를 정밀하게 측정하기보다는 글로벌 흐름의 방향성과 상대적 규모를 파악하는 데 보다 적합한 지표로 활용되고 있다. 본고에서는 IMF 및 BIS 등 주요 국제기구가 추정한 거래량 자료를 토대로 국경간 암호화 자산 거래의 전반적인 현황을 정리하였다.

2) 2018년 기준 비트코인 채굴 비용 조사에 따르면, 한국은 조사 대상 115개국 가운데 채굴 비용이 가장 높은 국가로 나타났다 (Investopedia, 2018, Bitcoin Mining Cost by Country).

3) 온체인(on-chain)이란 블록체인에 직접 기록되는 거래기록을 의미하나, 해당 기록에는 소유자의 거주성이나 신원 정보가 내재되어 있지 않다. 반면 오프체인(off-chain)은 거래소·수탁기관 등의 내부 기록 등 블록체인 외부 정보를 의미하며, 일반적으로 관련 법규에 따라 AML·KYC 규정 준수를 위해 계정 소유자의 신원 정보 등을 포함한다.

4) 주소 클러스터링(address clustering)이란 하나의 경제적 주체가 관리하는 것으로 추정되는 다수의 블록체인 주소를 거래 패턴, 입력·출력 구조, 공통 서명 사용 여부 등 온체인 정보에 기반해 통계적으로 묶는 기법을 의미한다.

5) 암호화폐 거래소 등 중앙화된 암호화 자산 서비스 제공자는 관련 법·규제에 따라 자금세탁방지(Anti-Money Laundering) 및 고객확인(Know Your Customer) 절차를 의무적으로 이행한다.

국경간 암호화 자산 거래 현황

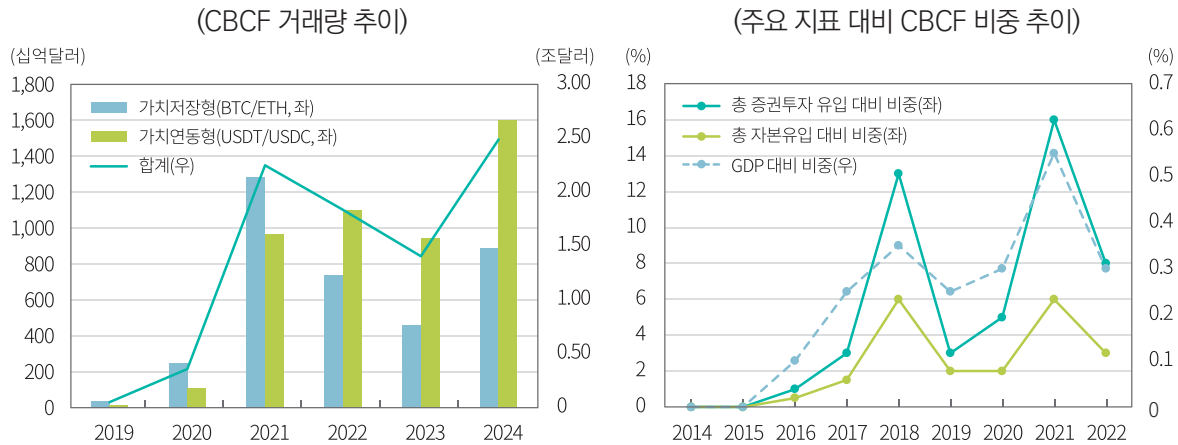
국경간 암호화 자산 거래(Cross-border Crypto Flows: CBCF) 규모는 2024년 말 기준 약 2.5조 달러 수준으로 추정된다. CBCF 거래량은 2019년 이후 점진적으로 확대되다가 2021년을 정점으로 급증하였으며, 2022년에는 시장 조정의 영향으로 거래 규모가 일부 감소한 이후 최근 다시 증가세로 전환되고 있다. 특히 2022년 이후 USDT·USDC 등 주요 스테이블코인의 국경간 거래 규모가 비트코인·이더리움 등 기타 암호화 자산의 거래 규모를 크게 상회하면서, 최근 CBCF 거래량 확대를 견인하는 양상이 나타나고 있다. 이는 비(非)연동형 암호화 자산⁶⁾의 거래가 가격 변동성과 투자 사이클에 크게 좌우되는 반면, 스테이블코인은 시장 조정 국면에서도 비교적 안정적인 수요가 유지되며 국경간 거래 확대의 중심으로 작용하고 있기 때문으로 해석된다.

이와 같은 국경간 암호화 자산 거래(CBCF)의 확대는 전통적 자본 이동과의 상대적 규모 비교를 통해 보다 분명하게 드러난다. 외국인 포트폴리오투자 순유입 대비 CBCF 거래량 비중은 2021년 기준 약 16%에 달하는 것으로 추정되며, 총 자본유출입 대비 비중 역시 약 6% 수준으로 나타난다.⁷⁾ 해당 비중은 2014~2017년까지는 미미한 수준에 머물렀으나, 2018년 이후와 특히 2021년을 전후로 급격히 상승하였는데, 이는 암호화 자산 시장의 확대와 국경간 활용 범위의 확장이라는 구조적 변화에 기인한 결과로 해석된다. 또한 CBCF의 글로벌 GDP 대비 비중도 2021년 기준 약 0.5% 수준으로 추정되며, 이는 암호화 자산을 통한 국제적 자금 이동이 일부 국가에서는 이미 거시경제적으로 무시하기 어려운 규모에 도달했음을 보여준다.

6) 법정통화나 실물자산 등 특정 기준자산에 가치가 연동(pegged)되지 않고 시장의 수요·공급에 의해 가격이 형성되는 암호화 자산을 의미한다.

7) 국제수지상 증권투자 흐름은 유입·유출을 상계한 순액 기준으로 집계되는 반면, 암호화 자산 거래는 총거래량(총유출입) 기준으로 산정됨에 따라 양자의 직접 비교에는 해석상 유의가 필요하다.

<그림 1> 국경간 암호화 자산 거래량 및 비중 추이



주 : 국경간 암호화폐 총량은 Crystal 데이터베이스 기준 전 세계 자산·거래소 간 모든 거래의 연간 합으로 산정되었으며 동일 국가에 등록된 거래소 간 거래는 제외됨. 연간 금융 흐름 및 GDP는 188개국 자료의 연간 합으로 산정되었음
 자료: 김한수·이승호(2026)

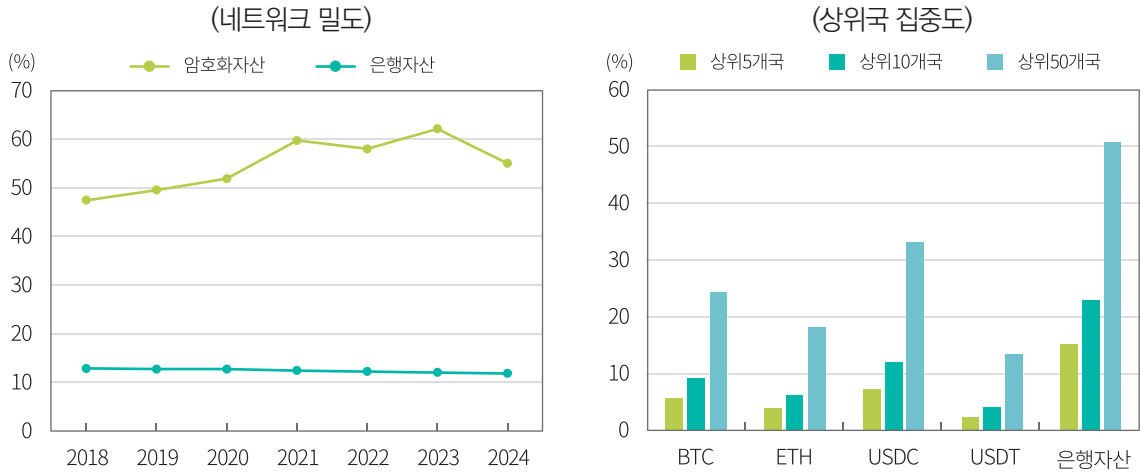
국경간 암호화 자산 거래의 지리적 분포는 전통적인 금융자산 거래와는 상이한 특징을 보인다. 즉, 전통적 금융자산 거래가 미국 등 주요 선진국을 중심으로 형성되는 것과 달리 암호화 자산의 국경간 거래는 신흥국으로의 자본흐름이 상대적으로 큰 비중을 차지한다. 특히 2020년 이후 신흥국의 비중이 빠르게 확대되는 양상이 나타나고 있으며, 스테이블코인 거래의 경우에는 터키·러시아·베트남 등 신흥국의 비중이 선진국을 상회하는 것으로 나타난다.⁸⁾ 이러한 패턴은 신흥국에서 높은 환율 변동성, 물가상승 압력, 자본유출 위험과 더불어 국내 금융시스템 접근성의 구조적 제약이 결합되면서 암호화 자산을 활용한 비공식적 외화 확보 및 대체적 결제 수단에 대한 수요가 확대된 결과로 해석된다.

또한 암호화 자산의 국경간 거래는 국제거래 네트워크의 연결 밀도와 집중도 측면에서도 기존 금융 자산과 뚜렷한 차이를 보인다. 국경간 거래의 방향성을 기준으로 한 네트워크 연결 밀도는 암호화 자산의 경우 50%를 상회하는 수준으로 은행자산 대비 현저히 높게 나타나며, 상위 5개 양방향 국가쌍 기준으로 측정된 네트워크 집중도 역시 전통적 금융자산보다 상대적으로 낮은 수준을 보인다.⁹⁾ 이는 암호화 자산을 통한 국제 자금 이동이 기존 금융 구조보다 광범위한 국가 간에 분산적으로 연결되어 있으며, 국경간 거래가 특정 소수국에 집중되기보다는 다양한 국가군으로 분산되는 경향을 보이고 있음을 의미한다. 즉, 국제거래 네트워크의 구조와 자금 이동 경로가 전통적 금융자산과는 상이하게 전개되고 있으며, 이러한 특성은 암호화 자산의 국경간 흐름이 단순한 투자 목적의 변동성을 넘어 신흥국의

8) 해당 국가별 분포에 관한 분석은 '김한수·이승호, 2026, 『국경간 암호화 자산 거래 현황 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 (2026년 2월 출간 예정)'에 제시되어 있다.
 9) 네트워크 연결 밀도는 이론적으로 가능한 모든 국가 간 방향성 거래 링크 중 최소 1건 이상의 양(+)의 거래가 관측된 링크의 비중으로 정의되며, 네트워크 집중도는 상위 양방향 국가쌍이 전체 거래량에서 차지하는 비중으로 측정된다.

거시경제적 충격과 금융 접근성 격차를 조정·완충하는 새로운 형태의 국제금융 흐름으로 기능하고 있음을 시사한다.

〈그림 2〉 네트워크 집중도



주 : 암호화 자산은 BTC, ETH, USDC, USDT 등 4개 자산 기준이며, 은행자산은 국경간 은행자산 청구권(Cross-border Interbank Claims) 기준임
 자료: 김한수·이승호(2026)

시사점

국경간 암호화 자산 거래(CBCF)의 확대는 단순한 거래 규모 증가를 넘어 국제 자본 이동과 결제 구조의 작동 방식에 변화를 초래하고 있다. CBCF는 자산 유형과 활용 목적에 따라 상이한 결정요인에 의해 형성되며, 최근에는 스테이블코인을 중심으로 한 실사용 목적의 거래가 두드러지고 있다. 이는 글로벌 금융사이클과 위험선호 변화에 민감한 전통적 증권투자 중심의 자본 이동과는 달리, 국경간 자금 이동에서 새로운 경로와 동인이 하나의 축으로 자리 잡고 있음을 의미한다.

이와 함께 블록체인 기반 국경간 거래는 글로벌 은행의 중개 기능에 의존해 온 기존 결제·정산 인프라를 보완하거나 일부 우회하면서, 보다 직접적이고 네트워크 기반의 가치 이전 방식을 확산시키고 있다. 그 결과 자본 이동의 경로와 속도에 변화가 나타나고 있으며, 은행 중심 결제망을 전제로 설계된 외환·자본거래 관리 체계의 적용 범위와 유효성에 대한 재검토 필요성도 제기되고 있다. 특히 은행을 경유하지 않는 거래에 대해서는 기존 규제의 적용 가능성이 약화되는 반면, 거래 식별·보고 및 사후 통제를 중심으로 한 정보 기반 관리 방식의 중요성은 점차 확대될 것으로 전망된다.

한편 민간 주도 국경간 암호화 자산 거래 확산과 더불어 최근에는 공공부문 차원에서도 국경간 디지털 결제·정산 인프라를 제도권 내로 포섭하려는 논의가 본격화되고 있다. 국제결제은행(BIS)이

제시한 통합 원장(unified ledger) 개념과 프로젝트 아고라(Project Agora)는 토큰화 예금, 도매형 CBDC, 민간 디지털 자산을 단일 결제·정산 레이어에서 상호운용하는 구조를 지향하며, 민간 블록체인 네트워크가 제공하는 효율성과 중앙은행이 보장하는 지급 확정성을 결합하려는 시도로 평가된다. 이러한 구조가 정착될 경우 국경간 결제 비용과 결제 리스크가 축소되는 한편, 외환거래 역시 중개은행 중심의 전통적 구조에서 네트워크 기반의 실시간 유동성 교환 구조로 일부 전환될 가능성이 있다.

이러한 변화는 외환시장 스프레드, 유동성 공급자 구성, 결제 리스크 관리 방식 등 외환시장 미시구조 전반에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 즉 실시간 결제·정산 환경의 확산은 거래 비용과 스프레드 축소로 이어지는 한편, 전통적 은행 외에 비은행 참여자 및 네트워크 기반 유동성 공급자의 역할을 강화할 가능성이 있다. 이에 따라 향후 외환시장 관리 체계는 기존의 사전적·은행 중심 규율 방식에서 벗어나, 거래 정보의 실시간 파악과 사후적 위험 관리, 그리고 다양한 참여자를 포괄할 수 있는 제도적 준비를 중심으로 재편될 필요가 있다.

한국의 관점에서 이러한 변화는 기존 외환 및 자본거래 규율체계의 정합성에 대한 전략적 재검토를 요구한다. 암호화 자산을 통한 비공식적 국경간 자금 이동 확대는 외환시장 변동성과 금융안정 측면에서 추가적 정책 고려를 필요로 하며, 기존 외환건전성 관리 체계가 변화된 거래 구조를 충분히 반영하고 있는지에 대한 점검도 요구된다. 동시에 도매형 CBDC와 토큰화 예금의 상호운용 구조, 나아가 원화 가치에 연동된 디지털 자산의 활용 가능성은 국경간 외환결제의 효율성과 안전성을 제고하는 한편 국내 금융기관의 해외 결제·송금 기능과 글로벌 역할을 확장할 수 있는 선택지를 제공한다. 이에 따라 한국의 대응은 국제 디지털 유동성 네트워크의 진화 속에서 원화 기반 디지털 자산의 역할과 한계를 포함한 중장기적 전략 검토로 이어질 필요가 있다.

OPINION

연구위원
황현영

자기주식 제도 개선의 필요성과 상법 개정안의 주요 쟁점*

자기주식 취득과 소각은 기업 성과를 주주와 나누는 대표적인 주주환원 수단이다. 그러나 우리나라 상장회사들은 자기주식 보유 및 활용에는 적극적인 반면, 정작 주주가치 제고로 직결되는 소각에는 소극적이었다. 2025년 말 기준 전체 상장회사의 약 66%가 자기주식을 보유하고 있으며, 처분 과정에서 최대주주 또는 특수관계인에게 이전되는 방식으로 지배구조에 영향을 미치는 수단으로 기능한 사례가 있다. 그런데 현행 법제는 취득 단계에서는 엄격한 자원 규제와 절차를 부과하면서도, 처분 단계에서는 주주 보호 장치가 미흡하여 주주 간 부의 이전이나 불공정한 지배권 강화를 충분히 통제하지 못하는 구조적 한계가 있다.

이러한 문제의식 하에 자기주식 제도 개선의 필요성이 지속적으로 제기되어 왔으며, 최근 자기주식의 원칙적 소각 및 처분 절차 강화를 위한 상법 개정안이 발의되어 국회 본회의 통과를 앞두고 있다. 개정안의 핵심은 네 가지이다. 첫째, 자기주식이 ‘자산’이 아님을 명확히 하여, 담보 활용 및 교환 사채 발행을 금지하며, 처분 절차를 신주발행에 준하여 규율한다. 둘째, 자기주식의 보유·처분에 관한 결정권을 이사회에서 주주총회로 이전하되, 주주총회가 승인한 계획에 따른 활용은 허용하고 처분 사유는 신주발행과 동일하게 제한한다. 셋째, 의무 위반 시 과태료 부과, 신탁계약 방식 취득에 대한 동일 규제 적용, 불공정 처분에 대한 주주의 유지청구권 및 무효의 소 인정 등 편법적 활용을 방지하기 위한 안전장치를 마련한다. 넷째, 입법 취지는 살리되 기업의 특수한 상황을 고려하여, 특정 목적으로 취득한 자기주식은 이사회 결의로 소각할 수 있도록 하고 외국인 지분 규제 적용 업종에 대해서는 자기주식 소각으로 인한 법령 위반을 방지하기 위한 예외 규정을 마련하였다.

자기주식 제도의 개선은 기업 활동을 제약하는 것이 아니라 시장의 공정성을 회복하고 주주의 권리를 실질적으로 보호하기 위한 조치로, 현행 개정안은 재무 유연성과 주주 보호 간의 균형을 도모하고 있다. 이와 함께 세법·자본시장법 등 후속 입법 정비와 기업의 자발적 소각 노력이 뒷받침될 때, 우리 자본시장의 신뢰와 기업가치가 함께 높아질 것으로 기대한다.

자기주식 취득과 소각은 기업 성과를 주주와 공유하는 대표적인 주주환원 수단이다. 그러나 우리나라 상장회사들은 자기주식 보유 및 활용에는 적극적인 반면, 정작 주주가치 제고로 직결되는 소각에는 소극적이었다. 더욱이 자기주식이 처분 과정에서 지배구조에 영향을 미치는 수단으로 활용되어 온 사례가 적지 않으며, 이러한 왜곡된 활용은 자본시장의 신뢰를 저해하는 요인으로 지적되어 왔다. 이러한 문제의식 하에 자기주식 제도 개선의 필요성이 지속적으로 제기되어 왔으며, 최근 상법 개정

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

논의로 이어지고 있다. 이하에서는 상장회사의 자기주식 활용 현황과 현행 법제의 문제점을 살펴보고, 이를 토대로 제도 개선의 필요성을 짚은 후, 현재 발의된 상법 개정안의 주요 내용과 향후 과제를 검토하고자 한다.

국내 상장회사의 자기주식 현황과 문제점

2025년 12월 말 기준 전체 상장회사의 약 66.2%인 1,723개사가 자기주식을 보유하고 있으며, 이중 자기주식 비율이 10% 이상인 기업도 8.4%에 달한다(〈표 1〉 참조).

〈표 1〉 국내 상장회사의 자기주식 보유 현황(25.12월 말 기준)

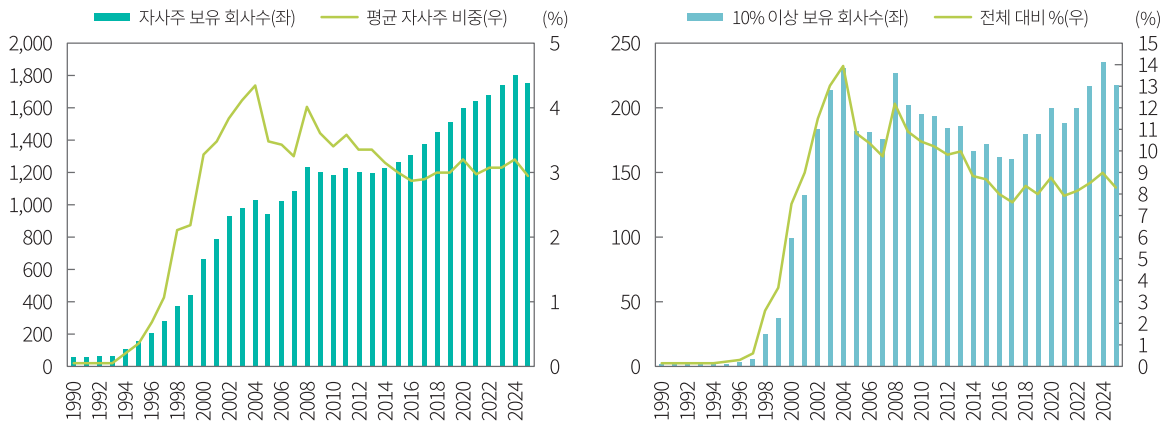
구분	유가증권시장		코스닥시장		전체	
	기업수	비중	기업수	비중	기업수	비중
미보유	192	23.6%	686	38.3%	878	33.8%
5% 미만	406	50.0%	829	46.3%	1,235	47.5%
5% 이상 10% 미만	97	11.9%	173	9.7%	270	10.4%
10% 이상 15% 미만	54	6.7%	56	3.1%	110	4.2%
15% 이상 20% 미만	24	3.0%	25	1.4%	49	1.9%
20% 이상	39	4.8%	20	1.1%	59	2.3%
합계	812	100%	1,789	100%	2,601	100%

자료: FnGuide

이러한 자기주식 보유 현상은 일시적인 것이 아니라 장기간 지속되어 온 구조적 특성이다(〈그림 1〉 참조).¹⁾

1) 1994년 증권거래법 개정으로 발행주식총수 10% 이내 배당가능이익으로 취득이 허용되었으며, 1998년 개정으로 10% 취득 한도가 삭제되었다. 또한 2011년 개정 상법에서는 자기주식에 대한 소각 및 처분 의무를 완화하였고, 이러한 취지에 따라 자본시장법도 개정되면서 회사는 자유롭게 보유할 수 있게 되었다.

〈그림 1〉 국내 상장회사의 연도별 자기주식 보유 현황

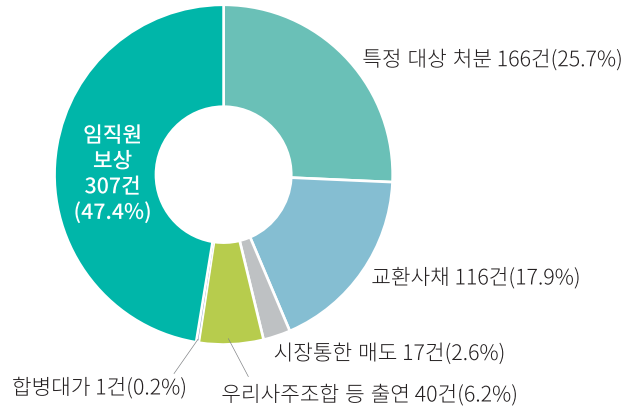


자료: FnGuide

문제는 이와 같이 보유된 자기주식이 어떠한 방식으로 처분되는가에 있다. 처분의 목적과 대상에 따라 지배구조 왜곡 또는 주주가치 훼손이 발생할 수 있기 때문이다. 2025년 1월부터 12월까지 상장 회사의 자기주식 처분 공시는 총 647건으로, 유가증권시장 245건, 코스닥시장 402건이다. 처분 유형 별로는 임직원 보상이 47.4%로 가장 높은 비중을 차지하였고, 특정인·특정회사 대상 처분이 25.7%, 교환사채 발행이 17.9% 순이었다. 특정 대상 처분에는 최대주주, 최대주주의 직계비속, 특수관계인 및 계열회사를 상대로 한 사례가 포함되어 있다. 임직원 보상을 목적으로 자기주식을 처분하거나, 합병대가로 신주 대신 자기주식을 교부하는 것은 주주가치 훼손의 문제가 발생하지 않는다. 자기주식을 우리사주조합에 출연하는 것 역시 특정 주주의 지배력 강화와는 구별된다. 그러나 최대주주 본인이나 계열사 등 특수관계인에게 자기주식을 처분하는 경우는 명백히 문제가 있다. 특히 최대주주의 자녀에게 자기주식을 처분한 경우는 경영권의 편법적 승계라는 문제가 발생한다. 특정인 대상 처분임에도 불구하고 처분 대상을 구체적으로 공시하지 않은 사례, 교환사채 발행이나 자기주식 교환을 통해 우호주주를 형성한 사례도 문제가 될 수 있다. 교환사채의 경우 이후 교환가액 조정으로 인해 교부되는 자기주식이 증가할 수 있다는 점도 간과할 수 없다.²⁾

2) D사는 2024년 12월 교환사채 발행시 처분 예정 자기주식이 688,073주라고 공시했으나, 불과 4개월 뒤인 2025년 4월에 교환가액 조정으로 교환대상 주식이 785,751주로 증가했다고 공시했다.

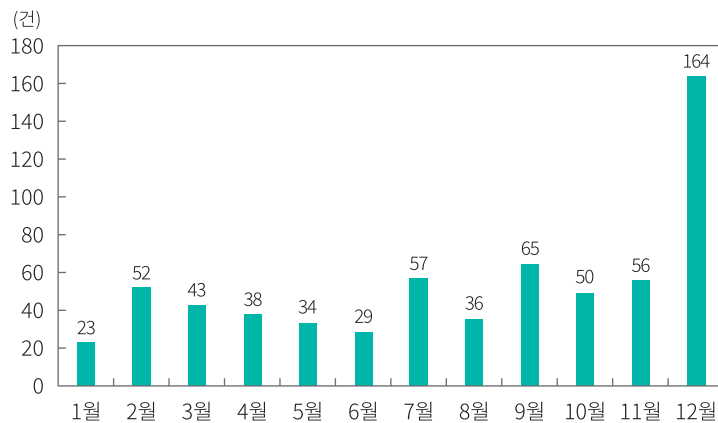
〈그림 2〉 2025년 국내 상장회사 자기주식 처분 공시 현황(처분 목적)



자료: DART

주목할 점은 자기주식 소각 의무화 법안의 통과 가능성이 높아지자 자기주식 처분이 급증했다는 사실이다. 2025년 12월 한 달에만 164건의 자기주식 처분 공시가 이루어졌는데, 이는 연간 전체 공시의 25.3%에 해당하는 수치이다.³⁾ 특히 12월 중 특정 대상 처분 비중은 55.5%로, 연간 평균(25.7%)의 2배를 상회하였고, 교환사채 발행도 23건이나 있었다. 이는 제도 변화에 앞서 자기주식을 지배권 안정 또는 승계 구조 정비에 활용하려는 유인이 상당하였음을 방증한다.

〈그림 3〉 2025년 국내 상장회사 자기주식 처분 공시 현황(월별 공시 건수)



자료: DART

3) 2023년 12월에 29건, 2024년 12월에 43건의 처분공시가 있었음에 비추어 볼 때, 2025년 12월에 4배 가까이 급증했음을 확인할 수 있다.

현행 법제의 문제점과 개선 필요성

기업들이 자기주식을 이처럼 자유롭게 활용할 수 있는 데에는 현행 법제의 구조적 문제가 자리하고 있다. 2011년 개정 상법은 자기주식의 소각·처분 의무를 완화하여 보유의 자유를 허용하였고, 2015년 개정 상법은 자기주식의 활용 범위를 한층 확대하였다. 그러나 이러한 보유 자율성의 확대는 당초 입법 취지인 재무적 유연성 확보를 넘어, 주주 보호 장치가 결여된 상태에서 지배권 강화 수단으로 남용되는 문제를 낳았다. 이는 2011년 및 2015년 상법 개정의 취지에도 부합하지 않는다.

2011년 개정 상법은 자기주식 취득을 배당과 다르지 않다고 보아 절차와 재원을 규제함으로써 주주평등원칙이 엄격히 준수되도록 하였다.⁴⁾ 주주평등원칙을 위반한 자기주식 취득은 무효이며,⁵⁾ 이사의 손해배상책임도 인정된다.⁶⁾ 그런데 이러한 원칙이 처분 단계에는 적용되지 않아, 주주 간 부의 이전이나 불공정한 지배권 강화 문제가 발생할 수 있다.

2015년 개정 상법은 자기주식을 신주발행에 준하여 활용할 수 있도록 하였다. 자기주식의 처분은 경제적 관점에서 신주발행과 동일한 효과를 가지며, 주주 구성의 변화를 통해 기존 주주의 이익에 영향을 미친다는 점에서도 다르지 않다. 그런데 현행법상 신주발행과 자기주식 처분에 적용되는 규제의 강도는 현저히 다르다. 신주를 제3자에게 배정하는 경우, 상법은 신기술 도입·재무구조 개선 등 경영상 목적을 엄격히 요구하고, 사전 공시와 주주의 유지청구권 등 다양한 보호 수단을 보장한다. 반면 자기주식의 제3자 처분은 이사회 결의만으로 가능하며, 특별한 경영상 목적 없이도 지배권 방어 등에 활용될 수 있다. 이러한 규제 차익은 기업들이 신주배정에 적용되는 엄격한 규제를 우회하여 자기주식을 특정 이해관계자에게 처분하는 유인으로 작용한다.

〈표 2〉 신주 제3자 배정과 자기주식의 제3자 처분 규제 비교표

구분	신주 제3자 배정	자기주식 제3자 처분
의사결정	이사회 (정관으로 정하면 주주총회)	이사회
목적	신기술 도입, 재무구조 개선 등 경영상 목적 (경영권 방어 목적 X)	X (경영권 방어 목적 가능)
사전 공시	기준일 2주 전 (상장회사 1주 전)	X
주주 규제수단	유지청구권	X
	신주발행무효의 소	
	불공정한 가액으로 인수한 자의 책임	

4) 법무부, 2012, 『상법 회사편 해설서』, 도서출판 동강.

5) 대법원 2021. 10. 28, 선고 2020다208058 판결.

6) 대법원 2021. 7. 15, 선고 2018다298744 판결.

해외 주요국에서도 자기주식을 보유하도록 자율권을 주고 있지만 회사 입장에서 자기주식을 보유하여 활용할 실익이 크지 않다. 캘리포니아 주 등 미국 일부 주와 독일에서는 자기주식 보유에 제한이 있으나,⁷⁾ 미국 델라웨어주, 영국, 일본 등에서는 자유로운 보유를 허용한다. 그러나 해외 주요국에서는 자기주식에 배당권·의결권이 인정되지 않을 뿐만 아니라, 합병·분할 시 신주배정도 금지되는 등 권리가 전혀 인정되지 않아 활용이 제한적이다. 특히 자기주식 처분에 관해서는 해외 주요국의 주주 보호 수준이 우리나라보다 현저히 높다. 영국과 독일은 자기주식 처분에도 주주의 우선권을 인정하며, 제3자에게 처분하려는 경우에는 주주총회 결의 등 별도의 절차를 요한다. 미국과 일본은 신주발행·자기주식 처분 모두에서 주주의 우선권을 인정하지 않으나, 주주에게 별도의 구제수단을 보장하여 자기주식이 제3자에게 임의로 처분되어 지배권 강화에 활용되는 것을 방지하고 있다.⁸⁾

개정 상법의 입법 취지, 해외 주요국의 입법례, 우리나라 상장회사의 자기주식 처분 실태를 종합적으로 고려할 때, 자기주식 제도의 개선 필요성은 충분히 인정될 수 있다.

상법 개정안의 주요 내용과 의의

현재 발의된 상법 개정안은 다음과 같은 네 가지 주요 내용을 담고 있다. 첫째, 자기주식이 ‘자산’이 아님을 명확히 하고, 자기주식의 처분을 신주발행에 준하여 규제한다. 자기주식의 성격이 ‘미발행주식’인지 ‘자산’인지에 대해서는 오래된 논쟁이 있었으며, 우리나라의 입법과 판례가 이러한 논쟁에 원인을 제공한 측면이 있다. 우리 상법은 자기주식에 대해 미발행주식과 같이 의결권·배당권을 인정하지 않으면서도, 자산과 같이 담보로 활용하거나 교환사채의 대가로 사용하는 것은 허용하고 있다. 회계상으로는 자기주식을 자본의 차감항목으로 처리하고, 취득·처분·소각에 따른 손익은 당기손익으로 인식하지 않는다. 반면 세법은 자기주식의 처분을 손익거래로 보아 과세하고 있으며, 법원도 자기주식의 본질을 ‘자산’으로 파악하는 입장을 취하고 있다.⁹⁾ 이는 자기주식의 처분을 회사의 일반 재산 처분과 동일시하는 취지이다. 이에 개정안은 자기주식이 ‘자산’이 아닌 ‘미발행주식’의 성격임을 분명히 하고, ‘자산’처럼 활용할 수 있도록 한 규정들을 정비하였다. 구체적으로 자기주식에 아무런 권리가 없음을 명문화하고, 합병·분할 시 자기주식에 대한 신주배정을 금지하였다. 아울러 자기주식의 담보 활용을 금지하고, 자기주식으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채의 발행도 금지하였다. 또한 자기주식의 처분 절차 및 사유를 신주발행에 준하여 규정하되 처분의 성격을 고려한 탄력적 적용이 가능하도록 하였다.

7) 캘리포니아 주 등 미국 모범회사법을 따르는 주에서는 취득한 자기주식을 미발행주식으로 간주하여 의무 소각과 동일한 효과가 있고, 독일에서는 자본금의 10%를 초과하는 자기주식은 처분해야 하며 처분하지 못할 경우 소각해야 하는 의무가 있다.

8) 해외 입법례에 대한 자세한 내용은 다음의 보고서를 참조하기 바란다(황현영·정수민, 2024, 『주주가치 제고를 위한 자기주식 제도의 개선과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-13).

9) 대법원 2010. 10. 28, 선고 2010다51413 판결.

둘째, 자기주식의 소각·보유·처분에 관한 결정권한을 주주에게 부여하였다. 개정안은 자기주식의 무조건적 소각을 강제하는 대신, 주주가 보유 또는 처분을 승인한 경우 이를 활용할 수 있도록 하는 예외규정을 마련하였다. 종전에는 처분 대상과 목적을 이사회가 임의로 결정하였으나, 개정안에 따르면 자기주식보유처분계획을 수립하여 주주총회의 승인을 받고, 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 보유·처분하여야 한다. 처분 허용의 예외사유는 신주발행에 준하여 규정하였으며, 자기주식을 소각하고 신주발행을 할 수 있는 경우에는 처분도 허용된다. 여기에는 주주균등처분, 임직원 보상, 우리사주출연, 합병대가 지급 등이 포함된다. 경영상 목적에 의한 처분의 경우에도 신주의 제3자 배정과 동일하게 '신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위한 경우'로 제한된다.

셋째, 자기주식의 편법적 활용을 방지하고 주주를 보호하기 위한 안전장치를 마련하였다. 상장회사가 신탁계약 방식으로 자기주식을 취득하는 경우에도 소각 의무 및 처분 규제가 동일하게 적용된다. 신탁업자는 신탁계약 존속 기간 중 자기주식을 처분할 수 없으며, 신탁 취득 자기주식에 대해서도 1년 이내 소각 또는 주주총회 승인에 따른 보유·활용 규제가 적용된다. 이사회가 소각 의무를 위반하거나 주주총회 승인 없이 자기주식을 보유·처분한 경우, 이사 개인에게 상법상 최대 과태료인 5,000만원을 부과한다. 불공정한 자기주식 처분에 대해 주주는 유지청구권 행사 및 자기주식처분무효의 소 제기가 가능하며, 불공정한 가액으로 자기주식을 인수한 자는 공정한 발행가액과의 차액을 회사에 지급할 책임을 진다.

넷째, 입법 취지는 살리되 기업의 특수한 상황을 고려한 합리적 대안을 마련하였다. 상법 제341조의2에 따라 합병·주식매수청구권 행사 등 특정 목적으로 취득한 자기주식을 소각하려면 주주총회 특별결의와 채권자 보호절차를 거쳐야 하므로, 이를 소각 의무 대상에서 제외해 달라는 요청이 있었다. 이에 소각 의무화와 보유·처분 등 활용을 위한 주주총회 승인이라는 법 취지는 유지하되, 특정 목적으로 취득한 자기주식도 이사회 결의만으로 소각할 수 있도록 관련 규정을 정비하여 기업의 소각 절차 부담을 완화하였다. 아울러 항공안전법·방송법·전기통신사업법 등 외국인 지분 규제가 적용되는 업종의 경우, 자기주식 소각으로 외국인 지분율이 상승하면 법령 위반이 발생할 수 있다는 우려가 제기되었다. 이에 자기주식 소각으로 법률을 위반하게 될 경우에는 소각 의무를 유예하여 3년 이내에 처분하거나, 매년 주주총회 승인을 거쳐 보유 또는 처분할 수 있도록 하였다.

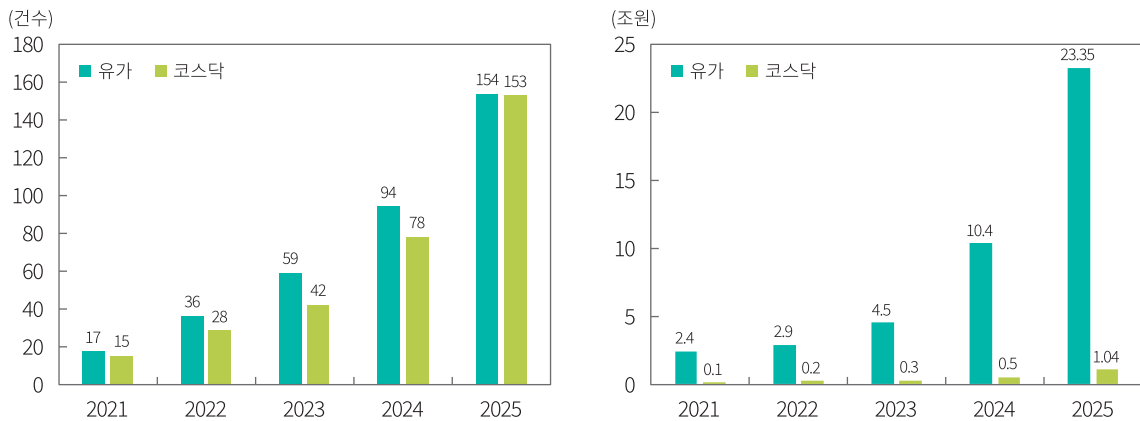
향후 과제

상법 개정안이 국회 본회의를 통과할 경우, 자기주식과 관련하여 다양한 제도 개선이 이루어지는 만큼 후속 입법도 뒤따라야 한다. 먼저 자기주식을 '자산'으로 전제하여 그 처분을 손익거래로 취급한 법인세법 관련 규정의 개정이 필요하며, 합병으로 취득한 자기주식을 소각하는 경우의 처리 문제 등

세법 전반에 대한 검토도 요구된다. 또한 간접취득과 관련하여 신탁업자에 대한 자기주식 처분 금지 등 의무 규정을 마련하고, 주식매수청구권으로 취득한 자기주식을 5년 이내에 처분하도록 한 규정을 삭제하는 등 자본시장법 관련 규정의 정비도 필요하다. 아울러 2025년 개선된 자기주식 보유현황·처리계획 공시 제도가 개정안상 주주총회 승인 대상인 ‘자기주식보유처분계획’과 정합성을 갖출 수 있도록 재정비할 필요가 있다.

무엇보다 중요한 것은 기업의 자발적인 자기주식 소각을 통한 주주가치 제고 노력이다. 2024년부터 자발적 소각이 증가하는 추세인 만큼(그림 4) 참조), 기업 스스로 자기주식 소각을 통해 주주가치 제고에 보다 적극적으로 나설 것이 요청된다.

〈그림 4〉 국내 상장회사 자기주식 소각 건수 및 금액



주 : 회사가 자기주식 소각 예정으로 공시한 건수와 금액임
 자료: DART

개정안이 통과될 경우 신규 취득 자기주식뿐 아니라 기보유 자기주식에 대해서도 개정 상법이 적용되므로,¹⁰⁾ 기업들은 이에 대한 사전 검토가 필요하다. 법 시행 이후 모든 처분은 주주총회 승인을 거쳐야 하므로, 올해 처분하려면 정기주주총회 또는 임시주주총회에서 자기주식보유처분계획에 대한 승인을 받아야 한다. 또한 경영상 목적으로 자기주식을 처분하려는 경우에는 신주 제3자 배정과 마찬가지로 정관에 근거 규정을 마련하여야 하므로, 주주총회 특별결의가 필요하다. 주주총회에서는 1년 단위의 계획을 승인받고, 개별 처분 시에는 승인된 범위 내에서 이사회 결의로 처분하되, 개정안에 따르면 처분 1주 전에 사전 공시하여야 한다는 점도 유의할 필요가 있다(상법 제418조 제4항, 자본시장법 제165조의9).

10) 국회 법제사법위원회를 통과한 개정안에서는 직접 취득은 이 법의 시행일로부터 6개월이 경과한 날로부터 1년 이내 소각, 질권 설정 자기주식은 이 법 시행 이후 질권이 해제된 날로부터 1년 이내 소각, 교환/상환 사채는 이 법 시행 이후 채권이 소멸된 날 또는 교환/상환 기간이 도과한 날로부터 1년 이내 소각, 간접취득은 이 법 시행 이후 회사가 수탁자로부터 반환받은 날로부터 1년 이내 소각하도록 부칙에서 정하고 있다.

나가며

자기주식 제도의 개선은 자본시장의 공정성과 투명성 제고를 위해 반드시 필요하고, 현재 발의된 상법 개정안은 기업의 재무 활동 유연성과 주주 보호 간의 균형을 도모하는 접근을 취하고 있다. 자기주식의 법적 성격을 명확히 하고, 주주에게 결정권한을 귀속시키며, 편법적 활용을 방지하기 위한 안전장치를 마련한 것이다. 동시에 기업의 합리적인 재무 운용을 위한 예외규정을 충분히 마련하고 있다는 점에서 그 균형성을 인정할 수 있다. 따라서 개정안은 기업 활동을 불필요하게 제약하는 것이 아니라, 시장의 공정성을 회복하고 주주의 권리를 실질적으로 보호하기 위한 필수적인 조치이다. 이를 통해 우리 자본시장의 신뢰가 제고되고, 궁극적으로는 기업가치 향상으로 이어지기를 기대한다.

ZOOM
-IN

미국 토큰화 주식 도입 및 시사점

- 토큰화 주식(Tokenized stocks)은 상장 주식 또는 ETF에 대한 발행·유통 내역을 블록체인 기술을 활용하여 기록하는 디지털 증권으로, 상품 구조에 따라 직접발행과 간접발행 유형으로 분류
- 최근 글로벌 토큰화 주식 시장 규모가 확대되는 가운데, 간접발행 방식의 토큰화 주식이 전체 시장에서 큰 비중을 차지
- 간접발행 방식의 토큰화 주식은 파생상품 성격으로 거래상대방 위험 등이 존재하는 한편, 이러한 한계점으로 미국을 제외한 EU/EAA 지역에서 제공되는 사례가 존재
- 이에 최근 미국 증권 시장에서는 기존의 증권법을 준수하고, 전통적인 주식과 동일한 성격의 토큰화 주식 서비스 출시를 본격화
- 국내 증권 시장에서도 인프라 고도화와 시장 건전성 강화를 목표로, 블록체인을 활용할 수 있는 방안을 현행 규제 체계 내에서 단계적으로 모색할 필요

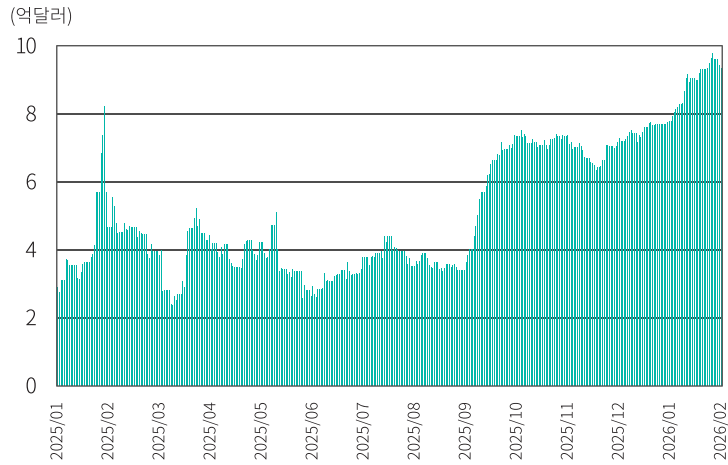
- 토큰화 주식(Tokenized stocks)은 상장 주식 또는 ETF에 대한 발행 및 유통 내역 등을 블록체인 기술을 활용하여 기록하는 디지털 증권으로, 상품 구조에 따라 직접발행과 간접발행 유형으로 분류할 수 있음¹⁾
 - 토큰화 주식은 증권 시장에서 거래되는 상장 주식 또는 ETF를 대상으로 발행 또는 유통과 관련된 모든 내용을 블록체인상에 기록
 - 직접발행 유형은 전통적인 주식과 동일한 자산 성격으로 소유권·의결권 등 모든 주주 권리가 투자자에 귀속
 - 현재 발행 및 유통 중인 종목 중 Securitize사에서 출시된 Exodus Movement, Inc.가 대표적
 - 간접발행 유형은 투자자가 기초 자산의 가격변동에 의한 경제적 이익만을 취하는 파생상품계약 형태로 주주 권리는 발행사에 귀속
 - 블록체인 기반 플랫폼 Ondo Global Market의 Ondo, Backed Finance의 xStocks, Robinhood Europe의 Robinhood ST, Dinari의 Dshares 등이 대표적

1) 현재 미국 SEC의 토큰화 증권(Tokenized Securities) 분류상 직접발행 유형은 Issuer-Sponsored Tokenized Securities 특성과 유사하며, 간접발행 유형은 합성토큰화증권(Synthetic Tokenized Securities)의 Security-Based Swap 특성과 유사 (SEC, 2026. 1. 28, Statement on tokenized securities. 참고)

□ 최근 글로벌 토큰화 주식 시장 규모가 확대되는 가운데, 간접발행 방식의 토큰화 주식이 전체 시장에서 큰 비중을 차지

— 토큰화 주식의 시장 규모는 2026년 1월 말 기준 9.6억 달러 수준

〈그림 1〉 토큰화 주식 시장 규모 추이 : Total Value 기준

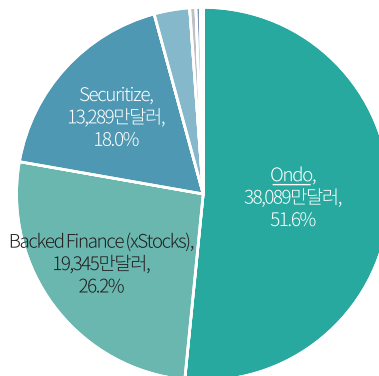


자료: rwa.xyz

— 주요 플랫폼의 토큰화 주식이 전체 시장의 90% 이상의 점유율을 차지하고 있으며, 해당 상품은 주로 간접발행 유형으로 분류됨

- Ondo의 토큰화 주식이 3억 8,089만 달러(51.6%) 수준으로 점유율 1위에 위치해 있으며, 그 뒤로 Backed Finance의 xStocks(26.2%)와 Securitize(18.0%) 순
- Ondo 및 xStocks는 주주 권리를 제외한 기초자산의 성과에 따른 수익만이 투자자에게 귀속되는 파생상품계약 형태

〈그림 2〉 토큰화 주식 점유율 : Total Value 기준



주 : 2025.12월말 기준

자료: rwa.xyz

□ **간접발행 방식의 토큰화 주식은 상품 구조상 거래상대방 위험 등이 존재하는 한편, 최근 기업의 동의 없이 비상장 주식이 토큰화되어 제공되기도 함**

— 간접발행 유형의 토큰화 주식은 기초자산의 경제적 이익만이 투자자에게 귀속되는 파생상품 성격

- 고객이 발행사에 토큰화 주식을 주문한 경우, 발행사가 블록체인상에 발행 내역을 기록하고, 발행사에서 실제 주식을 매수하여, 발행사 또는 지정 수탁기관에 보관하여 담보 형태로 보유
- 투자자는 토큰화 주식의 기초자산이 되는 실제 주식가격의 변동에 대한 차액만큼 수익을 취할 수 있음
- 의결권 등 주주 권리는 투자자가 아닌 실제 주식을 매수한 토큰화 주식 발행사에 귀속
- 배당금이 지급된 경우, 발행사에서 스테이블코인 등으로 지급하거나, 기초자산에 재투자하는 형식으로 반영

— 이러한 상품 구조상 발행사와 관련된 거래상대방 위험(counterparty risk), 유동성 및 거래 중단 위험 등이 존재

- 발행사의 파산 또는 채무 불이행 시, 투자자는 발행사로부터 투자자금을 회수하지 못하는 거래상대방 위험이 존재
- 또한 간접발행 유형의 토큰화 주식은 발행사를 통해서만 환매(소각)가 가능하므로 낮은 유동성으로 전통적인 주식과 같이 즉각적인 현금화가 어려워질 수 있음

— 한편, 비상장 기업 주식의 토큰화 거래로 논란이 제기되기도 함

- 지난해 6월 토큰화 주식 서비스를 도입한 Robinhood사는 내부자 등에게 한정된 비상장 기업 주식(OpenAI 및 SpaceX)을 EU 지역 고객에게 토큰화 주식 상품으로 제공²⁾
- 이에 대해 해당 기업(OpenAI)은 토큰화 주식 발행 과정과 무관하다는 입장을 발표³⁾

□ **이러한 한계점으로 간접발행 방식의 토큰화 주식은 미국을 제외한 EU/EEA 지역을 중심으로 제공되는 사례가 존재**

— 미국의 경우 토큰화 주식에 대해서도 기존 증권법상의 규제 원칙을 동일하게 적용하고 있으며, 이에 따라 간접발행 방식의 토큰화 주식 서비스 제공은 허용되지 않음⁴⁾⁵⁾

- 미국의 경우 토큰화 주식은 발행·유통·청산 전 단계에 걸쳐 전통적인 주식과 동일한 규제와 공시 의무를 충족해야 함
- 또한 간접발행 방식의 토큰화 주식은 주주 권리가 없어 개인투자자의 장외거래가 불가능한 상품으로 분류됨

2) CNBC, 2025. 6. 30, Robinhood gives out tokens of OpenAI and SpaceX in Europe. Stock hits record.

3) Reuters, 2025. 7. 3, OpenAI says it has not partnered with Robinhood for stock tokens.

4) SEC, 2025. 7. 9, Enchanting, but not magical: A statement on the tokenization of securities.

5) SEC, 2025. 4. 10, Offerings and registrations of securities in the crypto asset markets.

- 반면 EU 지역의 경우 토큰화 주식을 기존 금융 상품의 디지털 표현 방식으로 인식하여, EU 내에서 간접발행 방식의 토큰화 주식의 서비스 제공이 허용
 - 간접발행 토큰화 주식의 경우 파생상품 성격의 금융 상품으로 분류되어, 증권 공모·상장 (Prospectus Regulation)이 미적용 되거나 면제 대상이 됨⁶⁾

〈표 1〉 간접발행 토큰화 주식의 특징

구분	주요 내용
상품 성격	장외파생계약(OTC derivative)
기초 자산	미국 주식 및 ETF (토큰화 주식 : 기초자산 = 1:1)
투자자 권리	주주 권리 없음 배당은 기초자산에 재투자, 또는 스테이블코인 등으로 발행사에서 지급
주요 위험	거래상대방 위험 유동성 및 거래 중단 위험
거래 지역	미국 제외 EU/EEA 지역 중심
주요 상품	Ondo, Robinhood ST, xStocks, dshares 등

자료: 주요 플랫폼 상품 내용 정리

- 이에 최근 미국의 주요 거래소 및 가상자산 플랫폼에서는 직접발행 유형의 토큰화 주식 서비스 출시를 본격화
 - NASDAQ은 2025년 9월 NASDAQ 상장 주식 및 상장지수상품(ETP)을 대상으로 토큰화하고, 거래 가능한 규정 변경안을 SEC에 제출⁷⁾
 - NYSE는 2026년 1월 토큰화 주식을 포함한 증권 거래 및 온체인 결제 플랫폼 구축 계획을 발표하고, 이에 대한 규제 당국 승인을 추진⁸⁾
 - 또한 가상자산 플랫폼인 Securitize Inc.는 자체 발행한 토큰화 주식을 온체인(on-chain) 상에서 거래할 수 있도록 준비 중⁹⁾
 - SEC 등록 브로커-딜러(SEC-registered broker-dealers)와 ATS 승인을 받고 2026년 1분기 중 자체 토큰 기반 주식 거래소를 출범할 예정

6) REGULATION (EU) 2022/858.

7) SR-NASDAQ-2025-072.

8) ICE, 2026. 1. 19, The New York Stock Exchange develops tokenized securities platform.

9) Securitize, 2025. 12. 17, Stocks on securitize: Real stocks. Real ownership. Trading onchain.

- 특히 NASDAQ에서는 기존의 증권법을 준수하고, 전통적인 주식과 동일한 성격의 토큰화 주식 서비스를 제공하기 위해 추진
 - NASDAQ에서 준비 중인 토큰화 주식 서비스는 기존의 NASDAQ 거래 시스템 체제를 유지하는 측면에서 NYSE와 차별화
 - NYSE의 경우 별도의 디지털 증권 거래 플랫폼을 구축할 계획
 - NASDAQ은 분산 원장 기술을 활용하여, 기존의 국가 시장 시스템(National Market System: NMS) 내에서 토큰화 주식을 발행·유통하고자 함
 - 또한 전통 주식과 동일한 가치·권리와 식별 체계를 유지하면서, 블록체인을 통해 투자자가 직접 소유권을 보유하되 기존 주문서·청산 인프라(DTC)를 활용해 거래·결제가 이루어지도록 설계
 - 전통적인 주식과 동일한 가치, 권리, 식별 번호(CUSIP)를 적용하고, 전통적인 주식과 상호 대체(fungible)가능
 - 분산 원장 또는 블록체인 기술을 활용하여 주식의 소유권과 권리를 디지털 방식으로 표현
 - 주주 권리가 투자자에게 귀속되는 구조로 해당 주식의 단순 권리증서가 아닌 직접적인 소유권을 투자자가 보유
 - 거래 시 주문서(order book)에서 동일한 우선순위로 거래되며, 청산기관(DTC)을 통해 청산 및 결제가 이루어짐

〈표 2〉 NASDAQ 토큰화 주식 서비스 특징

구분	주요 내용
대상 자산	· 상장 주식 및 ETP
법적 성격	· 기존 증권법상 증권(security)으로 분류 · 전통적인 주식과 동일한 규제 체계 적용
식별 체계	· 전통 주식과 동일한 식별번호(CUSIP) · 상호 대체성(fungibility) 충족
주주 권리	· 의결권, 배당권, 청산 시 잔여재산 청구권 등 모든 주주 권리가 투자자에게 귀속
거래 방식	· 최선매수·매도호가(NBBO) · 국가 시장 시스템 규정(Reg NMS) · 전통적인 주식과 동일한 주문서(order book) · 동일한 우선순위 체결 방식
청산·결제	· DTC(Depository Trust Company)를 통해 청산·결제 · 청산·결제 시 DTC 규칙 및 절차를 따름 · 결제 주기(T+1) 유지
시장 인프라	· 시장 감시, 위험관리, 운영시간, 수수료 체계 등 기존 나스닥 시장 인프라 전면 유지

자료: SR-NASDAQ-2025-072 주요 내용 정리

- NASDAQ은 블록체인 기술로 인한 토큰화 주식이 증권 시장의 주문·거래·시장 투명성 등 증권 시장 전반의 효율성을 제고할 것으로 평가
- 국내 증권 시장에서도 인프라 고도화와 시장 건전성 강화를 목표로, 블록체인을 활용할 수 있는 방안을 현행 규제 체계 내에서 단계적으로 모색할 필요

선임연구원 이정은

ZOOM
-IN토큰화 담보 허용을 위한 미국의 디지털자산
파일럿 프로그램 출범과 기대효과

- CFTC는 파생상품 시장에서 디지털자산 담보 활용을 허용하는 파일럿 프로그램을 개시하고 관련 가이드언스를 제시하는 한편, 구(舊) 가이드라인을 철회함
- 가이드언스는 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 5대 핵심사항을 제시하며 파생상품 업계가 준수해야 할 세부 원칙을 담고 있음
- 파일럿 프로그램의 초기 3개월 간 허용된 디지털자산은 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인이며, FCM이 Staff Letter 조건을 충족하는 한, CFTC는 해당 건으로 위원회에 집행조치를 권고하지 않겠다는 No-action 입장을 발표
- CFTC의 이번 조치는 기존 증거금·담보 규율과 정합적인 틀 안에서 디지털자산을 수용한 데 의의가 있으며, 향후 자본 효율성 제고, 결제 리스크 완화, 토큰화 자산 활용 확대 등 긍정적 변화를 촉진할 것으로 기대

- 2025년 12월 8일 미국 상품선물거래위원회(U.S. Commodity Futures Trading Commission: CFTC)는 파생상품 시장에서 디지털자산 담보 활용을 허용하는 파일럿 프로그램을 개시하고 이와 관련된 가이드언스를 제시하는 한편, 구(舊) 가이드라인을 철회함¹⁾
 - 이번 발표는 크립토 스프린트(Crypto Sprint) 추진 과정에서 출범한 토큰화 담보 이니셔티브의 후속 조치로 볼 수 있음
 - 최근 미국 내 비규제 크립토 시장에서 대규모 투자자 손실이 잇달아 발생하면서 크립토 자산 거래를 제도권에 포함해 투자자 보호를 강화해야 한다는 공감대가 형성
 - 이에 2025년 7월 GENIUS 법 제정으로 결제용 스테이블코인에 대한 연방 차원의 규제틀이 마련되었고, 대통령 직속의 디지털자산 시장 워킹그룹 보고서²⁾가 발표됨
 - CFTC는 위 보고서의 권고사항을 이행하기 위해 2025년 8월 크립토 스프린트라는 신속 이행 패키지를 시작³⁾

1) CFTC, 2025. 12. 8, Acting Chairman Pham announces launch of digital assets pilot program for tokenized collateral in derivatives markets, Release Number 9146-25.

2) The White House, 2025. 1. 23, Strengthening American leadership in digital financial technology.

3) CFTC, 2025. 8. 21, Acting Chairman Pham announces next crypto sprint initiative, Release Number 9109-25.

- CFTC는 2025년 12월 8일 ① 특정 디지털자산을 파생상품 시장에서 담보로 사용할 수 있도록 하는 디지털자산 파일럿 프로그램의 출범, ② 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 가이드라인 발표, ③ GENIUS 법 제정 등으로 더 이상 불필요해진 기존 가이드라인을 철회
 - 이번 조치는 모두 CFTC Staff Letter 형식으로 발행됨(가이드라인은 No. 25-39, 파일럿 프로그램과 관련된 No-action 조치는 No. 25-40⁴⁾, 구 요건 철회는 No. 25-41⁵⁾)
 - 해당 세 가지 조치를 일괄적으로 발표함으로써, 기술중립(technology-neutral) 원칙에 기반해 디지털자산을 기존 규제 틀에 편입하려는 방향을 명확히 함
- 적용되는 주요 대상 기관은 FCM(Futures Commission Merchants), DCO(Derivatives Clearing Organizations), Swap Entities임
 - FCM은 선물 및 옵션 등의 거래 주문을 권유·수리하고, 해당 거래를 위해 고객으로부터 증거금이나 담보를 수령하는 등록 중개기관을 의미
 - DCO는 각 거래의 증거금 관리, 디폴트 처리, 결제 보증 등을 담당하는 파생상품 청산기관을 의미
 - Swap Entities는 Swap Dealer(SD)와 Major Swap Participant(MSP)를 의미

□ 가이드라인은 토큰화된 자산을 파생상품 거래 담보로 활용할 때 고려해야 할 5대 핵심사항을 제시하며 파생상품 업계가 준수해야 할 세부 원칙을 담고 있음⁶⁾

- 공통적으로, 어떠한 토큰화 자산 또는 토큰화 구조이든 사안별(case-by-case) 분석을 통해 필수 규제 요건과 각 기관의 정책 및 절차 충족 여부를 확인할 것을 장려함
 - 분산원장기술을 사용해 자산을 토큰화한다고 해서 그 자산의 근본적 특성이 반드시 달라질 필요는 없으나, 서로 다른 토큰화 방식은 토큰 보유자에게 다른 권리를 부여하거나 보호 수준이 달라질 수 있음
- ① 적격 토큰화 자산 요건) 토큰화 담보 허용 자산을 현재의 규제 마진(regulatory margin)을 충족시키는 자산 중심으로 검토할 것을 권고
 - DCO는 초기증거금(initial margin)으로 수취하는 자산에 대해 신용·시장·유동성 위험이 최소인 자산으로 제한해야 함
 - 특히 유동성이 높고, 확립된 헤어컷(haircut)이 존재하며, 금융 스트레스 상황에서도 가치를 유지할 수 있는 기초자산의 토큰화 버전에 초점을 둘 것을 장려

4) Staff Letter 25-40의 경우 일부 수정되어 2026년 2월 6일에 Staff Letter 26-05로 재발행됨

5) Staff Letter 25-39는 '토큰화 자산(tokenized asset)'에 대해 미국 국채 또는 정부기관채, 회사채, MMF 지분, 주식 등 실물자산을 디지털 토큰 형태로 블록체인에 기록한 디지털 표상(digital representation)으로 정의함. 반면, Staff Letter 25-40의 '디지털자산'은 비트코인, 이더리움과 같은 비증권형 크립토 자산이나 결제형 스테이블코인을 주로 가리키므로 두 용어가 의미하는 대상 자산에 차이가 있음. 본문에서는 각 서한의 목적에 따라 사용된 용어를 구분하여 설명하고자 함

6) CFTC, 2025. 12. 8, Tokenized collateral guidance, CFTC Letter No. 25-39.

- 또한 초기증거금으로 받는 자산이 특정 자산에 과도하게 쏠리지 않도록 집중도 제한 또는 부담을 적용해야 함
 - (② 법적 집행 가능성) 토큰화된 자산을 담보로 수용할 때 발생하는 권리관계는 법적으로 구속력이 있고 집행 가능해야 함
 - DCO는 상계(netting) 약정, 담보에 대한 권리, 결제 최종성 등을 포함해 견고하고, 투명하며, 집행 가능한 법적 프레임워크에 따라 운영되어야 함
 - Swap Entities도 규제 마진 요건을 적용 받으며, 법적으로 유효·구속력·집행가능한 수탁계약에 따라 초기증거금을 보유해야 함
 - (③ 분리, 수탁 및 통제 요건) 토큰화 담보도 기존 고객자산과 마찬가지로 철저한 수탁·보관 및 분리 관리가 이루어져야 함
 - 즉, 담보에 대한 실질적 통제(예: 접근권한, 이전 통제 등)를 확보해 담보권이 유효하고 완전하게 작동하도록 해야 함
 - FCM, DCO, Swap Entities가 마진으로 보유하는 담보는 분리 보관 및 수탁 요건의 적용을 받으며, 적격 수탁기관에 의해 보유되어야 함
 - FCM은 분리 보관 자금으로 보유되는 모든 증권 또는 기타 비현금 자산의 유동성, 시장성, 시가평가를 평가하기 위한 정책 및 절차를 유지해야 함
 - Swap Entities는 시장 및 유동성 리스크를 다루도록 설계된 정책 및 절차를 마련해야 함
 - DCO는 각 청산회원에 대한 신용노출을 최소 일 1회 측정하고, 초기증거금 요건의 적정성을 일별로 검토해야 함
 - (④ 헤어컷 및 가치평가) 토큰화 자산에도 기존 기초자산과 같이 위험기반 헤어컷 및 평가 원칙을 적용하되, 결제 시간의 차이 또는 신용·시장·유동성 위험 등 추가적인 요인을 반영해야 함
 - 이와 관련해 DCO는 최소 월 1회 헤어컷 적정성을 평가해야 함
 - (⑤ 운영 리스크 관리) 블록체인 기반 신기술 도입에 따른 사이버 및 운영 리스크를 식별하고 대응책을 마련해야 함
 - 잠재적 사이버보안, 접근·인가, 네트워크 전반 위협 등에 대응하기 위한 조치의 식별을 포함해 적절한 운영 준비요건(필요한 기술적 역량 및 전문성 포함)을 갖출 것을 권고
- 파일럿 프로그램의 초기 3개월 간 허용된 디지털자산은 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인이며, FCM이 Staff Letter 조건을 충족하는 한, CFTC는 해당 건으로 위원회에 집행조치를 권고하지 않겠다는 No-action 입장을 발표⁷⁾⁸⁾

7) CFTC, 2025. 12. 8, Staff no-action position regarding digital assets accepted as margin collateral, CFTC Letter No. 25-40.

8) CFTC, 2026. 2. 6, Staff no-action position regarding digital assets accepted as margin collateral, CFTC Letter No. 26-05.

- 본 No-action letter는 원칙적으로 등록된 DCO 및 요건을 충족하는 해외 청산기구가 담보·결제 목적으로 수용하는 비증권형 디지털자산, 또는 등록된 DCM(Designated Contract Market) 상장 선물의 기초자산인 디지털자산을 전제로 함
 - 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인 외 추가 디지털자산 수용을 위해서는 사전에 리스크관리 정책·절차 개정 내용을 MPD에 제출해야 함
- MPD의 No-action 조치의 대상이 되는 결제용 스테이블코인(payment stablecoin)은 다음을 의미
 - GENIUS 법의 효력발생일 이전에는, 미 달러 표시 스테이블코인으로서 (a) 주(州) 규제하의 송금업자 또는 신탁회사 또는 국립신탁은행이 발행하고⁹⁾, (b) 준비자산을 현금, 미국 국채, 또는 익일물 미국 국채 환매조건부매매에 대한 직접 또는 간접 투자로 한정하여 유지하며, (c) 준비자산의 구성 및 준비자산으로 보유한 자산의 공정가치가 유통 중인 스테이블코인 수량과 동일한지 여부에 관하여 월별 인증을 공표하는 것을 의미
 - GENIUS 법의 효력발생일 이후에는, GENIUS 법상의 결제용 스테이블코인 정의에 포함된 요건을 충족하고, 해당 발행자에게 적용되는 GENIUS 법상의 요건을 준수하는 허용 결제용 스테이블코인 발행자 또는 외국 결제용 스테이블코인 발행자가 발행한 스테이블코인을 의미
- CFTC 시장참가자부(MPD)는 FCM이 디지털자산을 고객 증거금(마진 담보)으로 받을 때, (i) 해당 디지털자산 담보의 가치를 규제상 계산에 반영하는 방식과 (ii) FCM이 자체 스테이블코인으로 고객 분리계정을 채워 넣는 즉, 잔여 이자(residual interest)로 넣는 방식에 대해 서한에 적힌 사실관계와 조건을 지키는 한, MPD가 해당 건으로 제재(enforcement action)할 것을 위원회에 권고하지 않겠다(no-action)는 입장¹⁰⁾을 발표
- 이러한 No-action 조치를 적용 받기 위해 FCM이 충족해야 할 핵심 조건은 아래와 같음
 - (디지털자산 가치 반영) FCM이 디지털자산을 담보로 받을 때 (i) 고객계정의 증거금 부족(undermargined) 여부 판단과 (ii) 분리예치(segregation) 계산에 그 담보 가치를 반영하는 것을 허용하되, 관련 담보 가치 산정·헤어컷 적용 규칙을 따르도록 함
 - (잔여이자 예치) FCM이 보유한 자체 결제용 스테이블코인을 고객 분리계정에 잔여이자(residual interest)로 예치할 수 있도록 하되, 그 가치에 대해 자본부담을 반영하고, 유동성이나 가격변동 등의 위험을 평가하도록 함
 - (사전 신고) No-action 조치 활용 의사 및 적용일(reliance start date)을 사전 제출해야 함
 - (초기 3개월 디지털자산 제한) No-action 조치 적용일부터 3개월 동안 비트코인, 이더리움, 결제용 스테이블코인에 한해 담보로 활용 가능하고, 잔여이자로 예치 가능한 자산도 자체 결제용 스테이블코인으로 제한

9) CFTC는 2026년 2월 6일 Letter 25-40을 재발행하면서 스테이블코인 발행 허용 기관에 '국립신탁은행(national trust bank)'을 포함시킴

10) 완전히 제재를 하지 않겠다고 해석하기보다는, 서한에서 제시한 조건을 지키는 범위에서 MPD가 위원회에 '이 건으로 제재를 시작하라고 권고하지 않겠다'는 조건부 감독상 입장이라고 해석할 필요

- (주간 보고) No-action 조치 활용 의사를 제출한 시점의 다음 달부터 3개월 동안 매주 마감 시점 기준으로 선물·청산스왑·고객계정 클래스별 디지털자산 보유 총액을 자산 종류별로 분리해 보고해야 함
- (즉시 통지) No-action 조치 적용일로부터 3개월 동안 디지털자산 담보 활용에 영향을 미치는 중대한 이슈가 발생할 경우 신속히 서면으로 통지해야 함

□ 끝으로 CFTC는 디지털자산 및 토큰화 담보 활용을 둘러싼 시장·제도 환경이 크게 변화한 점을 반영해 기존 Staff Advisory 20-34를 전면 철회함

- 2020년 10월 CFTC 시장참가자부(MPD)는 FCM이 고객의 가상통화를 수용·보유하는 경우 적용되는 고객자금 자본요건 및 분리보관(segregation) 요건 등에 관한 지침(리스크관리 고려 사항 포함)을 제시
- 이후 2025년 9월 CFTC는 파생상품 시장에서 스테이블코인을 포함한 토큰화 담보 사용을 위한 이니셔티브를 출범
- 결제용 스테이블코인에 대한 규제 프레임워크를 정립하는 GENIUS 법이 서명 및 제정되면서, 이전 권고문(Staff Advisory 20-34)은 구식(outdated)이며 더 이상 관련성이 없다고 판단되어 즉시 철회 결정
 - 해당 권고문은 분리보관 계정 내에서 FCM의 가상통화(virtual currency) 취급을 제한함

□ CFTC의 이번 조치는 기존 증거금·담보 규율과 정합적인 틀 안에서 디지털자산을 수용한 데 의의가 있으며, 향후 자본 효율성 제고, 결제 리스크 완화, 토큰화 자산 활용 확대 등 긍정적 변화를 촉진할 것으로 기대

- 관련 업계에서는 이번 조치가 제도권 금융 내에서 디지털자산을 인정하는 신호이자, 적절한 시장 규제하에서 디지털자산 채택이 확대되는 데 중요한 계기가 될 것으로 기대¹¹⁾
- 특히 파생상품 투자자와 기관들은 보유중인 디지털자산을 직접 증거금으로 활용함으로써 자금 운용 효율을 높일 수 있을 것
 - 예를 들어, 펀드가 이미 비트코인을 보유하고 있는 경우 지금까지는 파생상품 거래를 위해 비트코인을 매도해 현금(또는 기존 적격 담보)으로 바꾼 뒤 증거금으로 예치해야 했으나, 디지털자산을 증거금으로 인정하게 되면 이러한 절차 없이 보유 중인 비트코인을 그대로 담보로 활용해 즉시 포지션을 설정 및 유지할 수 있게 됨¹²⁾
- 또한 토큰화 자산을 담보로 사용하게 되면 증거금의 이동과 결제 처리가 거의 실시간으로 가능해져, 기존 금융시스템의 결제 지연 리스크가 상당 부분 줄어들 것으로 예상

11) COINCU, 2025. 12. 9, CFTC unveils pilot program for digital assets in derivatives market.

12) 토큰포스트 플러스, 2025. 12. 10, “디지털 자산이 금융 규제 중심부로”...멕시벤처스, CFTC의 BTC·ETH·USDC 담보 수용 분석.

— 규제의 명확성이 뒷받침되면서 앞으로 실물자산의 토큰화가 더욱 촉진될 것으로 전망되며, 금융 기관들이 전통자산을 블록체인 상에서 운용하는 방안에 대해 적극적으로 모색할 것으로 기대¹³⁾

선임연구원 정지수

13) JDSUPRA, 2025. 12. 11, CFTC issues guidance on tokenized collateral and other crypto sprint developments.