

## OPINION

연구위원  
홍원구

## 퇴직연금 수익률 제고와 TDF의 역할\*

퇴직연금 수익률이 낮은 원인으로 원리금보장형 상품에 대한 높은 의존도가 지적되고 있다. 그러나 단순히 실적배당형 상품의 비중을 확대하는 것만으로는 수익률 문제가 해소되기 어렵다. 퇴직연금 수익률 문제의 핵심은 위험자산 비중 조정뿐만 아니라 투자 의사결정 구조에 있다. 개인이 투자 의사결정을 주도하는 현재의 자산운용 체계에서는 장기적인 자산배분 전략을 일관되게 유지하기 어렵기 때문이다.

이러한 점에서 생애주기에 따라 자산배분이 자동적으로 조정되는 TDF(Target Date Fund)는 개인 중심 투자 구조의 한계를 보완할 수 있는 중요한 대안이 될 수 있다. 특히 자산운용에 적극적인 일부 가입자들이 ETF 투자를 확대하는 상황에서, 자산운용에 소극적인 가입자에게는 자동 자산배분 구조를 제공하는 TDF가 보다 적합한 대안이 될 수 있다.

국내 TDF 시장은 빠르게 성장하고 있으며, 퇴직연금 자산운용 체계에서 그 역할이 점차 확대되고 있다. 퇴직연금 수익률 제고를 위해서는 디폴트 옵션 제도의 개선 등을 통해 TDF 활용을 더욱 강화할 필요가 있다.

2025년말 기준 퇴직연금 적립액이 500조원을 넘어섰다.<sup>1)</sup> 퇴직연금 적립액이 증가하고, 확정급여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금과 개인형 퇴직연금(Individual Retirement Pension: IRP)의 비중이 늘어남에 따라 퇴직연금 수익률에 대한 관심도 더욱 높아지고 있다. 퇴직연금 수익률 제고는 제도 도입 이후 지속적으로 제기되어 온 중요한 정책 과제이다. DC형과 IRP형 퇴직연금 가입자는 투자 위험을 직접 부담하면서 자산을 운용해야 한다. 최근 가입자 수의 증가와 운용 성과 개선 등에 따라 DC형과 IRP형 퇴직연금의 적립금 규모가 빠르게 확대되고 있어, 퇴직연금 수익률 제고는 더욱 중요한 과제로 부각되고 있다.

한편 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금의 경우 퇴직급여가 임금 상승률에 따라 결정되기 때문에 가입자의 퇴직급여는 퇴직연금 운용 수익률의 영향을 직접적으로 받지 않는다. 그러나 DB형 퇴직연금을 도입한 기업의 경우 운용 수익률이 임금 상승률보다 낮으면 그 차이를 기업이 추가적으로 부담해야 한다. 따라서 DB형 퇴직연금에서 낮은 운용 수익률은 도입 기업의 재무적 부담을 증가시키며,

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

1) 2025년말 42개 퇴직연금 사업자의 적립액 496.8조원과 근로복지공단의 퇴직연금 적립액 4.5조원(2024년말 기준)을 합친 금액이다(금융감독원 통합연금포털 판매회사별 적립금).

장기적으로는 임금 상승 여력에도 영향을 미칠 가능성이 있다. 이러한 구조적 차이를 고려할 때 퇴직연금 수익률 문제는 DC·IRP형 퇴직연금뿐 아니라 DB형 퇴직연금에서도 중요한 정책 과제가 된다.

퇴직연금 수익률 제고를 위해 기금형 퇴직연금의 확대 도입 등 다양한 방안이 모색되고 있다. TDF(Target Date Fund)는 퇴직연금 가입자가 자산을 운용하는 과정에서 겪는 어려움을 완화하기 위해 도입된 상품으로, 디폴트 옵션 제도의 도입을 계기로 더욱 확대되고 있다. 향후 기금형 퇴직연금 도입 여부와 관계없이 현행 TDF의 개선과 확대는 퇴직연금 수익률 제고에 중요한 역할을 할 수 있다. 본 글에서는 국내 TDF 시장의 동향과 성과를 살펴보고, 지속적인 성장을 위한 개선 방향을 검토한다.

### 퇴직연금 수익률 현황

2025년말 퇴직연금 적립금은 496.8조원으로, 2024년말(427.2조원) 대비 16.3% 증가하였다.<sup>2)</sup> DC형 퇴직연금 적립금은 2024년말 113.9조원에서 2025년말 137.0조원으로 20.3% 증가하였으며, IRP형 퇴직연금 적립금은 2024년말 98.2조원에서 2025년말 130.9조원으로 33.2% 증가하였다. 반면 DB형 퇴직연금 적립금은 같은 기간 214.6조원에서 228.9조원으로 6.7% 증가에 그쳤다. 퇴직연금 적립금의 대부분은 원리금보장형 상품으로 운용되고 있지만, DC형 퇴직연금과 IRP를 중심으로 실적배당형 상품의 비중이 높아지고 있다. 2025년말 기준 전체 적립금 496.8조원 중 373.6조원(75.2%)이 원리금보장형 상품으로 운용되고 있으며, 123.2조원(24.8%)이 실적배당형 상품으로 운용되고 있다.<sup>3)</sup> 실적배당형 상품의 비중이 전년 대비 7.4%p 증가하였다.

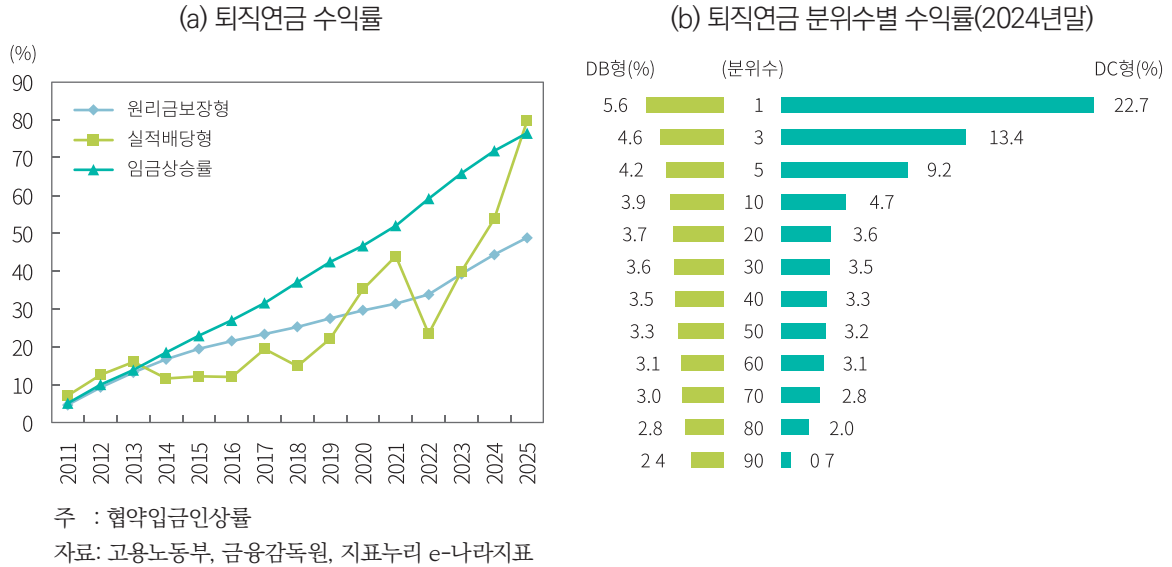
2024년 실적배당형 상품의 수익률이 원리금보장형 상품의 누적 수익률을 다시 앞섰으며, 2025년 임금상승률보다 높아졌다(〈그림 1〉 (a) 참조). 다만 기간별로 보면 실적배당형 상품의 수익률이 원리금보장형 상품의 수익률을 하회한 시기도 존재했다. 2024년 DC형 퇴직연금의 분위수별 수익률을 보면, 상위 20%의 수익률이 평균 임금 상승률(3.6%)보다 높았다(〈그림 1〉 (b) 참조).<sup>4)</sup> 즉 전반적인 수익률은 양호했으나, 상당수 가입자의 수익률은 임금 상승률에 미치지 못했다. 이러한 수익률 격차는 실적배당형 상품의 수익률에서 개인별 편차가 매우 크다는 것을 의미한다. DB형 퇴직연금 수익률도 DC형 퇴직연금 수익률보다 격차의 정도는 작지만, 상당한 격차를 보이고 있다.

2) 2025년말 기준 42개 퇴직연금 사업자의 적립액을 기준으로 하였으며 근로복지공단의 적립금은 제외하였다. 한편 근로복지공단의 2024년말 적립액은 4.5조원인데, 42개 퇴직연금 사업자의 DC형 퇴직연금 적립금 증가율만큼 증가한다고 가정할 경우 2025년말 적립액은 5.5조원에 이를 것으로 추정된다(금융감독원 통합연금포털 판매회사별 적립금).

3) 퇴직연금 유형별로 보면 DB형 퇴직연금 적립금 228.9조원 중 18.6조원(8.1%), DC형 퇴직연금 적립금 137.0조원 중 46.5조원(34.0%), IRP형 퇴직연금 적립금 130.9조원 중 58.0조원(44.4%)이 실적배당형 상품으로 운용되고 있다.

4) 고용노동부·금융감독원, 2025, 「2024년도 퇴직연금 적립금 운용현황 분석」

〈그림 1〉 퇴직연금 수익률과 임금 상승률



퇴직연금 수익률이 낮은 원인으로 가장 자주 지적되는 것은 원리금보장형 상품에 대한 높은 의존도이다. 실제로 국내 퇴직연금 자산의 상당 부분이 예금이나 보험과 같은 원리금보장형 상품에 투자되어 있다. 이러한 자산 구성은 단기적인 안정성 측면에서는 장점이 있지만, 장기적인 자산 형성을 목적으로 하는 퇴직연금의 성격을 고려하면 기대수익률을 낮추는 요인이 될 수 있다.

그러나 단순히 원리금보장형 상품의 비중을 낮추고 실적배당형 상품의 비중을 확대하는 것만으로 퇴직연금 수익률 문제가 해결되는 것은 아니다. 실적배당형 상품의 수익률 역시 국내 주가의 장기 횡보 등으로 인해 크게 높지 않았던 기간도 있었다. 또한 실적배당형 상품은 수익률 변동성이 크기 때문에 자산운용 과정에서 상당한 전문성과 운용 역량이 요구된다. 특히 개인이 직접 투자 의사결정을 하는 구조에서는 이러한 운용 역량을 확보하기 어렵다는 문제가 존재한다.

현재와 같이 개인이 투자 의사결정을 주도하는 퇴직연금 자산운용 체계에서는 가입자가 장기적인 자산배분 전략을 수립하고 이를 지속적으로 유지하기 어렵기 때문이다. 금융지식의 차이, 정보비용, 그리고 투자 행동 편향 등으로 인해 개인 투자자는 장기 투자 원칙을 일관되게 유지하기 어려운 경향이 있다.

따라서 퇴직연금 수익률 문제를 해결하기 위해서는 단순히 위험자산의 비중을 확대하는 접근을 넘어, 투자 의사결정 구조 자체를 개선할 필요가 있다. 이러한 관점에서 생애주기에 따라 자산배분이 자동적으로 조정되는 TDF는 개인 중심 투자 구조의 한계를 보완할 수 있는 중요한 대안으로 주목받고 있다.

퇴직연금 수익률 제고를 위해 기금형 퇴직연금 도입이 검토되고 있다. 그러나 기금형 퇴직연금이 도입되더라도 제도의 안정적 정착과 활성화까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 예상되므로, 현행 자산운용 체계의 지속적인 개선 역시 중요하다. 이러한 관점에서 현행 계약형 퇴직연금 체제에서도 활용할 수 있는 자산운용 방식으로 TDF가 중요한 역할을 할 수 있다.

### TDF 시장의 현황과 성과

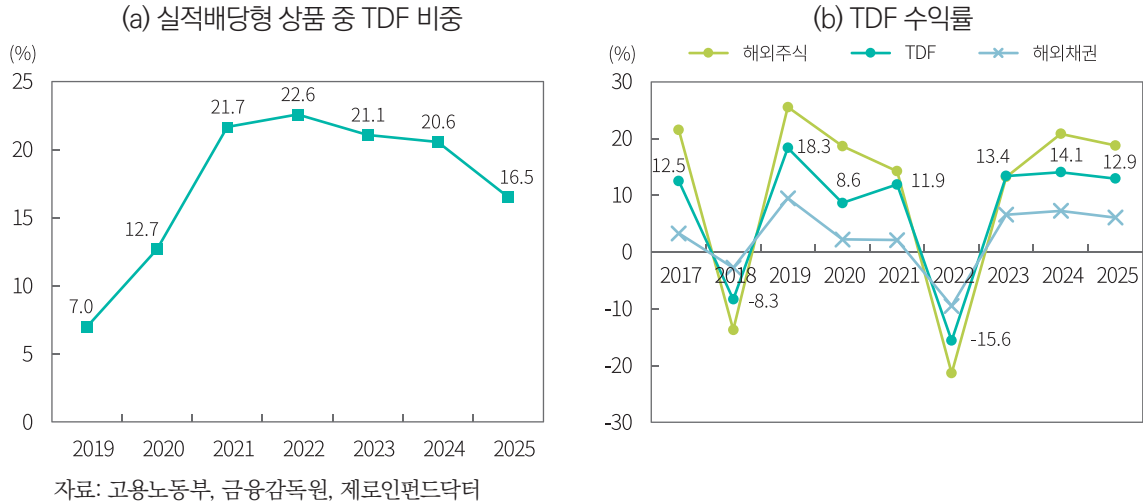
TDF는 생애주기에 따라 자산배분 비중이 자동적으로 조정되는 투자 상품으로, 장기 투자에 적합한 구조를 갖는다. 일반적으로 투자 초기에는 주식과 같은 위험자산의 비중을 높게 유지하다가 은퇴 시점이 가까워질수록 채권 등 안정자산의 비중을 점차 확대하는 방식으로 운용된다. 이러한 구조는 장기 투자에서 중요한 자산배분 전략을 자동적으로 적용할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 장기 투자 관점에서 TDF는 원리금보장형 상품에 비해 높은 기대수익률을 제공할 수 있는 구조를 갖고 있다. 또한 TDF는 자산배분 전략을 자동적으로 조정하는 구조를 통해 개인 투자자의 투자 행동 편향을 완화할 수 있다는 장점도 갖는다.

국내 퇴직연금 시장에서도 이러한 특징은 중요한 의미를 갖는다. 앞서 살펴본 바와 같이 퇴직연금 투자에서는 개인이 직접 자산배분을 결정해야 하는 경우가 많다. 그러나 모든 가입자가 장기적인 투자 전략을 설계하고 지속적으로 관리하기는 어렵다. 이러한 상황에서 TDF는 개인 투자자의 자산운용 부담을 완화하면서 장기적인 자산배분 전략을 적용할 수 있도록 하는 대안이 될 수 있다.

국내 TDF 시장은 2016년 도입 이후 지속적으로 성장해 왔다. 2025년말 기준 TDF 설정액은 16.5조원, 순자산액은 25.5조원에 이르렀다. 2022년 주식 시장의 침체로 TDF 순자산액이 0.4조원 감소하기도 하였으나, 2020년말 기준 5.2조원에서 2025년말 25.5조원으로 약 5배 성장하였다.

실적배당형 상품 중 TDF의 비중은 2022년 22.6%로 높아졌다가, ETF 확산 등의 영향으로 2023년 21.1%, 2024년 20.6%, 2025년 16.5%로 낮아졌지만, TDF는 여전히 퇴직연금 자산운용에서 중요한 역할을 하고 있다(〈그림 2〉 (a) 참조). 2025년말 기준 TDF에 투자된 퇴직연금 자산은 20.3조원으로 실적배당형 상품에 투자된 퇴직연금 자산 123.2조원의 16.5%에 해당한다. 2022년 크게 하락했던 TDF의 수익률은 2023년 이후 10%를 상회하는 수익률을 유지하며, 퇴직연금 투자 상품으로서의 유효성을 보여주고 있다(〈그림 2〉 (b) 참조).

〈그림 2〉 퇴직연금 자산운용과 TDF의 역할



이와 함께 최근에는 자산운용에 상대적으로 적극적인 퇴직연금 가입자들이 ETF 투자 비중을 확대하는 경향도 나타나고 있다. 이러한 변화는 퇴직연금 자산운용 방식이 점차 다양화되고 있음을 보여준다. 다만 모든 가입자가 직접 자산배분 전략을 설계하고 관리하기는 어렵다는 점에서, 자동화된 자산배분 구조를 제공하는 TDF의 역할은 여전히 중요하다.

### TDF 역할 확대를 위한 정책 과제

퇴직연금 제도 내에서 TDF가 보다 효과적으로 활용되기 위해서는 디폴트 옵션 제도의 운영 방식, 상품 경쟁력 강화, 그리고 퇴직연금 도입 기업의 역할 강화 등에 대한 지속적인 개선이 필요하다.

첫째, 디폴트 옵션 제도의 개선을 통해 TDF 활용을 확대할 필요가 있다. 디폴트 옵션 제도는 가입자가 별도의 투자 의사결정을 하지 않더라도 장기적인 자산배분 전략이 적용될 수 있도록 하는 장치이다. 이 과정에서 TDF는 생애주기 기반 자산배분 전략을 제공하는 대표적인 투자 상품으로 활용될 수 있다. 따라서 디폴트 옵션 제도의 안정적인 운영과 함께 TDF의 활용도를 높이는 정책적 노력이 필요하다. 무엇보다 현재처럼 가입자들에게 디폴트 상품을 선택하도록 유도하는 것이 아니라 기업과 퇴직연금 사업자가 디폴트 상품을 선택하도록 해야 한다. 정보가 부족한 가입자들이 적절한 선택을 하기 어렵다.

둘째, TDF 상품의 경쟁력을 개선할 필요가 있다. 특히, ETF가 등장하면서 TDF의 비용이 부각되고 있으므로 비용 개선에 대한 노력이 있어야 한다. 비용 절감을 위해 직접 운용 펀드를 확대하거나, ETF 중심의 TDF 확대 등이 검토될 수 있다.

마지막으로 사용자의 역할을 강화하여 가입자의 선택 환경을 개선해야 한다. 국내 퇴직연금 제도에서는 가입자의 합리적 선택을 강조하는 구조가 유지되어 왔으나, 실제로는 정보 비대칭과 금융 이해도의 한계로 인해 가입자가 적극적으로 운용 결정을 내리기 어려운 상황이 지속되고 있다. 이러한 환경에서는 가입자 개인에게 책임을 전가하는 방식보다, 사용자(사업주 및 퇴직연금 사업자)의 역할을 제도적으로 강화하는 방향이 보다 현실적이고 효율적인 대안이 될 수 있다. 디폴트 옵션과 표준 선택지 설정에 대한 사용자 책임을 확대하고, 이에 상응하는 면책과 지원 체계를 마련할 경우, TDF를 중심으로 한 자동 자산배분 구조는 퇴직연금 수익률 제고에 보다 실질적인 기여를 할 수 있을 것이다.

## 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.<sup>1)</sup> 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.<sup>2)</sup> 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 제도도입이 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 제도도입의 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 조각투자의 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.<sup>3)</sup> 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 주목할 수 있다. 오랜 기간 우리나라 증권규제 체계는 종이위에 권리내용을 기재한 실물증권방식과 중앙집중식 전자등록부에 권리내용을 기재하는 전자증권방식만을 허용해 왔다. 이번의 법 개정으로 기존의 방식에 추가해서 블록체인의 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 유지를 위한 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.<sup>4)</sup>

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.

ZOOM  
-IN

## 디지털 위안화 2.0의 출범과 국경 간 결제 확대

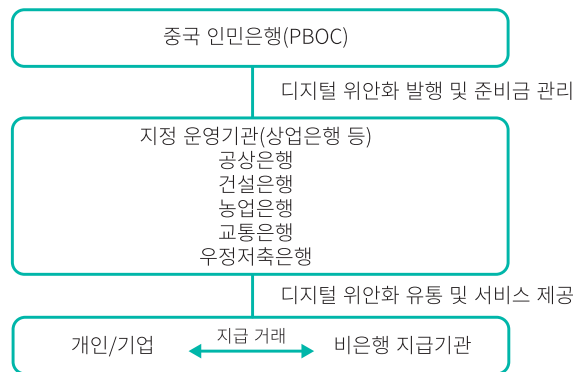
- 중국은 2026년부터 중앙은행 디지털화폐인 디지털 위안화를 디지털 현금에서 이자 지급형 예금화폐로 격상시키는 ‘디지털 위안화 2.0’ 체계를 공식화
- 이와 더불어 디지털 위안화를 국내 결제수단을 넘어 mBridge 프로젝트를 통해 국경 간 결제 인프라로 확대하려는 전략을 추진
- 이러한 국경 간 결제 인프라 구축은 단순한 결제 효율성 개선을 넘어, 위안화의 국제적 사용 확대와 통화 영향력 강화를 위한 전략과 밀접하게 연결됨
- 한편, 중국 당국은 국가 규제망 밖에서 작동하는 달러 표시 스테이블코인을 중대한 위협으로 인식하고 있으며, 디지털 위안화를 이에 대한 대응 수단으로 활용
- 결과적으로 디지털 위안화 2.0 체계는 CBDC 도입 과정에서 제기되는 은행 예금 유출 위험을 완화하면서 기존 금융 시스템과의 공존을 추구하는 제도 설계로 평가됨

- 중국은 2026년부터 중앙은행 디지털화폐(Central Bank Digital Currency: CBDC)인 디지털 위안화(e-CNY)를 디지털 현금에서 이자 지급형 예금화폐로 격상시키는 ‘디지털 위안화 2.0’ 체계를 공식화
  - 디지털 위안화는 중국 인민은행이 발행하는 디지털 형태의 법정 화폐로, 2014년 연구가 시작된 이후 현재 세계 최대 규모의 실제 운영 CBDC 시스템으로 발전
    - 2025년 11월말 기준 디지털 위안화의 누적 거래액은 16.7조위안(약 2조 3,700달러)을 기록했으며, 약 35억건의 누적 거래 발생<sup>1)</sup>
    - 이는 2023년 6월 기준 거래액(1조 8,000억달러) 대비 약 800% 이상 증가한 수준으로, 디지털 위안화의 사용이 빠르게 확대되고 있음을 보여줌
    - 중국은 국내 시스템 개발과 인프라 관리를 담당하는 베이징 디지털 위안화 운영관리센터(2024년 10월 설립)와 국경 간 결제 사용 사례에 집중하는 상하이 국제운영센터(2025년 9월 설립)를 운영
  - 2026년 1월 1일부터 실명 인증된 지급 잔액에 대해 상업은행 보통예금 수준의 이자를 지급하며, 해당 잔액은 상업은행 대차대조표에 포함되어 예금자 보호 대상에 포함

1) The State Council of the People's Republic of China, 2025. 12. 29, China to enhance digital yuan management with deposit features starting 2026.

- 또한 금융안정성 확보를 위해 지정 운영기관(상업은행)은 디지털 위안화 잔액에 상응하는 지급준비금을 보유해야 하며, 알리페이, 위챗 등의 비은행 지급기관은 관리 잔액에 대해 100% 준비금을 예치
- 디지털 위안화는 이중 운영체계(two-tier system)로 운영
- 중앙은행은 디지털 위안화의 업무 규칙과 기술 표준을 제정하고, 인프라 구축과 통화의 발행·회수 및 총괄 관리를 담당
  - 상업은행은 개인 및 기업을 위해 디지털 위안화 지갑을 개설하고, 보안 관리, 결제 및 유통 서비스 제공과 함께 규제 준수 및 자금세탁 방지 책임을 수행
  - 한편, 비은행 지급기관은 상업은행과 연계하여 디지털 위안화 지갑 서비스를 제공하며, 고객의 은행 예금을 디지털 위안화로 전환하는 과정에 참여

**<그림 1> 디지털 위안화의 이중 운영체계**



□ 이와 더불어 디지털 위안화를 국내 결제수단을 넘어 mBridge 프로젝트를 통해 국경 간 결제 인프라로 확대하려는 전략을 추진

- mBridge는 중국, 홍콩, 태국, 아랍에미리트 중앙은행과 국제결제은행(BIS)이 협력하여 추진한 다자간 CBDC 기반 결제 플랫폼으로, 2024년 중반 최소실행제품(Minimum Viable Product: MVP) 단계에 도달<sup>2)</sup>
- mBridge 플랫폼은 분산원장기술(DLT)을 기반으로 중앙은행과 상업은행이 참여하는 다중 CBDC 구조로 설계되어 즉시성 있는 국경 간 결제와 외환거래를 지원
  - 기존 환거래은행(correspondent banking)을 거치는 국제결제 시스템 대비 mBridge는 중개 단계를 축소하여 결제 속도와 비용을 크게 개선
  - 또한 기존 국제은행간통신협회(SWIFT) 기반 결제 시스템을 우회할 수 있는 대안적 결제 경로를 제공 가능

2) BIS, 2024. 11. 11, Project mBridge reached minimum viable product stage.

- 2024년 10월 BIS가 공식 철수한 후 mBridge는 중국 주도의 대안적 국제 결제 인프라로 발전
  - 사우디아라비아 중앙은행이 2024년 참여하면서 에너지 거래에서 위안화 사용이 확대
  - Atlantic Council에 따르면 2025년 11월말 기준, mBridge는 4,000건 이상의 국경 간 거래를 처리하며 누적 거래액 554.9억달러를 기록했고 거래의 95% 이상이 디지털 위안화로 이루어짐<sup>3)</sup>
- 도매형(wholesale) CBDC 중심의 mBridge와 함께 소매형(retail) 국경 간 결제도 확대
  - 홍콩, 마카오 및 싱가포르를 포함한 동남아 주요 관광지에서 QR 기반 디지털 위안화 결제를 시범 운영
  - 이는 디지털 위안화가 무역·에너지 거래뿐 아니라 관광·소비 영역으로도 확장될 가능성을 시사

□ 이러한 국경 간 결제 인프라 구축은 단순한 결제 효율성 개선을 넘어, 위안화의 국제적 사용 확대와 통화 영향력 강화를 위한 전략과 밀접하게 연결됨

- 디지털 위안화를 활용한 국경 간 결제 인프라 구축은 달러 중심 국제통화 질서를 직접 대체하기 보다는 기존 결제 시스템과 병렬적으로 작동하는 대안적 디지털 결제 인프라(parallel settlement infrastructure)를 구축하려는 전략으로 해석<sup>4)</sup>
  - 중국은 달러 중심 금융 시스템에 대한 의존도를 낮추고 자국 통화의 국제적 활용을 확대하는 전략을 추진
  - 디지털 위안화는 금융제재와 SWIFT 배제 위협에 대한 헤지수단이며, 기존 시스템이 차단될 경우 사용할 수 있는 대체 결제망 구축
  - 일대일로(BRI) 참여국을 중심으로 공급망 금융 확대, 에너지 거래 결제 다변화, 지역 결제 인프라 구축 등의 디지털 위안화 기반 결제 네트워크 확장
- 또한 자본 계정을 전면 개방하지 않더라도, 스마트 계약 기반의 프로그래머블(programmable) 기능을 도입하여 위안화의 국제적 사용을 단계적으로 확대하는 전략을 추진<sup>5)</sup>
  - 디지털 플랫폼의 스마트 계약이 자금의 용도와 국경 간 흐름을 실시간으로 검증함으로써, 전면적인 자본 자유화 없이도 특정 무역 거래에 한해 유동성을 공급하는 방식

□ 또한, 중국 당국은 국가 규제망 밖에서 작동하는 달러 표시 스테이블코인을 중대한 위협으로 인식하고 있으며, 디지털 위안화를 이에 대한 대응 수단으로 활용<sup>6)</sup>

- 중국 본토에서는 암호화폐 거래와 채굴이 금지되어 있으나 달러 기반 스테이블코인은 글로벌 디지털 자산 시장에서 유동성 공급 및 국경 간 결제 수단으로 빠르게 확산(〈그림 2〉)

3) Atlantic Council, 2026. 1. 15, What to watch as China prepares its digital yuan for prime time.

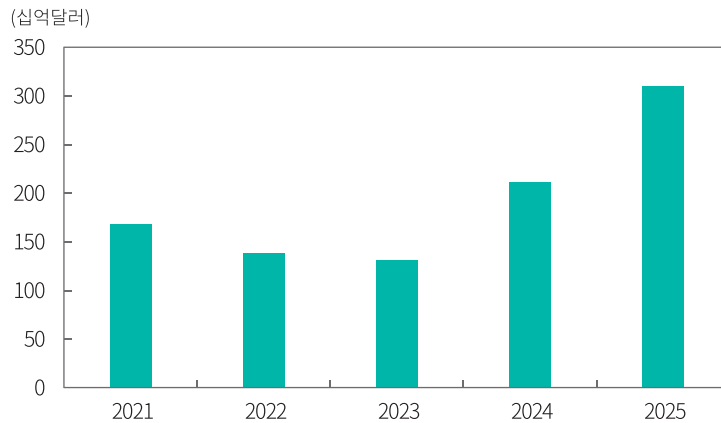
4) Atlantic Council, 2026. 1. 15, What to watch as China prepares its digital yuan for prime time.

5) 헤럴드경제, 2026. 2. 10, 디지털 위안화와 통화 권력의 新지형[지안루카 베니그노].

6) Council on Foreign Relations, 2025. 8. 21, Why China is spooked by dollar stablecoins and how it will respond.

- 중국 당국은 이러한 스테이블코인을 국가의 직접적 규제·감시 체계 밖에서 작동하는 민간 디지털 화폐로 인식
  - 이에 대한 대응으로 디지털 위안화를 개발하고, 특히 거래 속도, 프로그래머빌리티, 실시간 결제 등 스테이블코인의 장점을 제도권 금융 시스템 내에서 구현
- 디지털 위안화의 이자 지급 기능은 이러한 전략의 핵심 요소로 디지털 위안화를 단순한 결제 수단이 아니라 예금과 유사한 기능을 갖는 디지털 금융 자산으로 발전시키려는 시도로 평가
- 이는 민간 스테이블코인이 제공하는 기능을 흡수하면서도 국가 통제 하의 공식 금융 시스템 내 경쟁력을 확보하려는 전략으로 해석<sup>7)</sup>

〈그림 2〉 글로벌 스테이블코인 시장 규모



자료: CoinGecko

- 결과적으로 디지털 위안화 2.0 체계는 CBDC 도입 과정에서 제기되는 은행 예금 유출 위험을 완화하면서 기존 금융 시스템과의 공존을 추구하는 제도 설계로 평가됨<sup>8)</sup>
- 이자 지급형 디지털 화폐가 널리 확산될 경우 통화정책 전달력이 강화되는 장점이 있는 반면, 은행 예금과 경쟁 관계가 형성될 가능성이 있음
    - 특히 설계가 미흡할 경우 금융 불안 상황에서 자금이 은행 예금에서 중앙은행 디지털 화폐로 빠르게 이동하는 위험도 존재
  - 이에 따라 중국은 디지털 위안화를 중앙은행이 직접 보유하는 디지털 현금 형태가 아니라 상업은행의 대차대조표 내에서 관리되는 디지털 예금 형태로 설계함으로써 은행의 자금 조달 기반을 유지하고 금융 시스템 안정성을 확보하려는 정책 방향을 채택
    - 이러한 구조에서는 상업은행이 디지털 위안화 지급 잔액을 관리하고 해당 자금을 대출 및 투자에 활용할 수 있어 기존 금융 중개 기능이 유지되는 장점이 있음

7) Atlantic Council, 2026. 1. 15, What to watch as China prepares its digital yuan for prime time.

8) Martin Chorzempa, 2026. 2. 10, China gives up on state-backed digital cash: The US and Europe should take note—for different reasons, Peterson Institute for International Economics (PIIE).

- 중국의 이러한 정책 방향은 은행 시스템을 유지하면서 디지털 결제 기술을 도입하려는 ‘토큰화된 예금(tokenized deposits)’ 접근 방식으로 이동하고 있는 글로벌 정책 흐름과도 맞닿아 있음
- 이는 한국의 ‘프로젝트 한강’과 같이 토큰화된 예금을 중심으로 디지털 통화 구조를 실험하는 국가들에 은행 기반 금융 시스템과의 공존 모델을 제시하는 사례로 평가됨

선임연구원 김은화

ZOOM  
-IN

## 일본의 암호자산 규제 근거법의 전환

- 일본은 암호자산의 근거법을 자금결제법에서 금융상품거래법 중심으로 재배치하는 방향을 추진하며 공시규제, 진입규제 및 행위규제, 불공정거래 등 암호자산 전반의 규제를 재설계
- 근거 법령을 전면 전환함으로써 자금결제법과 금융상품거래법의 이중규제를 통합하고, 금융상품거래법상의 투자자 보호원칙을 전면 적용
- 암호자산을 단순한 결제 수단에서 투자성 금융상품으로 법적 지위를 격상시켜 자본시장의 주요 구성 요소로 공식화한 것으로, 우리나라의 디지털자산기본법안 수립 과정에 시사점을 줄 것으로 사료됨

□ 2025년 12월 10일 일본 금융청은 암호자산의 근거법을 자금결제법(資金決済に関する法律)에서 금융상품거래법(金融商品取引法) 중심으로 전환 추진<sup>1)</sup>

- 일본은 2016년 자금결제법 개정(2017년 시행)을 통해 세계 최초로 암호자산 관련 규제를 도입하였고, 이후 지속적인 법 개정을 통해 제도 보완을 추진해 왔음
  - 초기 규제의 주된 목적은 암호자산을 ‘결제수단’으로 정의하고, 이용자 자산의 분리 관리 및 보안 강화를 통해 이용자를 보호하는데 집중되어 있었음
  - 그러나 암호자산 시장이 급격히 성장하며 투자대상으로서의 성격이 짙어지고, 기존의 자금결제법 체계만으로는 시장의 공정성 확보와 투자자 보호 목적을 충족하기에 한계가 발생
  - 2026년 3월 기준 일본 내 암호자산 교환업자(암호자산 거래소)<sup>2)</sup> 계좌 수는 약 1,393만 개에 달하고, 이용자 예탁금 잔액이 5조 엔을 넘어서는 등 암호자산 거래의 투자 목적 수요가 급증하며 이용자 보호에 대한 환경 정비가 시급해짐<sup>3)</sup>
- 이에 자금결제법과 금융상품거래법의 이중규제를 금융상품거래법으로 통합하고, 암호자산을 투자상품과 동일한 규제를 적용함으로써 이용자 보호를 강화하는 방향으로 조정되는 해당 근거법의 전환은 2026년 2월 3일 해당 내용이 공식 승인됨
  - 규제 대상 범위는 현행 자금결제법상의 암호자산을 대상으로 하며, NFT나 스테이블코인은 제외

1) 금융청 금융심의회, 2025. 12. 10, 암호자산 제도에 관한 워킹그룹(WG) 보고서([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/angoshisanseido\\_wg/gijishidai/20251126/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/angoshisanseido_wg/gijishidai/20251126/03.pdf))

2) 일본의 암호자산 교환업자(암호자산 거래소)는 자금결제법 및 금융상품거래법에 따라 금융청에 등록이 필요하며, 자금세탁 방지·이용자 설명·자산분리 등 이용자 보호 의무를 준수해야 함

3) <https://jvcea.or.jp/cms2026/wp-content/uploads/2026/02/202601-KOUKAI-01-FINAL.pdf>

- 공시규제, 업 규제(진입규제 및 행위규제), 불공정거래 등 암호자산 전반의 규제를 재설계
- 금융상품거래법은 가격 변동을 통한 수익을 기대하는 금융상품을 폭넓게 규제하는 투자자 보호 중심 법체제로 가격 변동성이 큰 암호자산을 규제 대상으로 포함하는 것이 합리적이라는 판단
- 암호자산은 투자 대상 자산으로 활용되는 경우가 많고, 암호자산 교환업자의 내부 관리 체계 미비로 인한 대규모 유출 사건이 발생 및 과도한 광고와 사기적 권유로 사회적 문제가 대두되면서 기존 결제 중심 규정만으로는 이용자 보호가 어렵다는 판단이 반영된 조치
- 근거 법령을 전면 전환함으로써 암호자산의 법적 성격을 ‘결제수단’에서 ‘투자성 강한 금융상품’으로 명확히 하고, 금융상품거래법상의 투자자 보호원칙이 전면 적용
- 금융상품거래법 내에서도 암호자산은 유가증권과는 별개의 카테고리 분류되지만, 투자성이나 거래 방식이 유사하므로 금융상품거래법 규제 틀을 차용
- 암호자산 규제가 금융상품거래법으로 이행되더라도 결제 수단으로서의 이용이 금지되는 것은 아니며, 오히려 강화된 투자자 보호장치로 인해 이용자에게 신뢰를 주는 인프라로 작용할 것을 기대

□ (정보 제공 규제(공시제도)의 고도화) 정보의 비대칭성은 암호자산 시장에서도 심각한 문제 중 하나로 지적되어온 바, 암호자산에 관해서도 유가증권과 마찬가지로 일반 이용자와 암호자산의 기술 등에 익숙한 전문가, 중앙집권적 관리자<sup>4)</sup> 등과의 사이에 정보의 비대칭을 해소하기 위해 이용자 정보 제공 의무가 도입

- 일반 투자자는 복잡한 소스 코드를 이해하기 어렵고 발행자가 배포한 백서의 내용과 실제 기술적 구현 사이의 괴리를 확인하기가 거의 불가능하기 때문에, 중앙집권형 암호자산과 비중앙집권형 암호자산으로 구분하여 공시 의무 주체와 내용을 이원화
- 첫째, 중앙집권형 암호자산 중 발행자(중앙집권적 관리자)가 암호자산 판매를 통해 자금을 조달하는 경우, 발행자는 암호자산의 기능·기술·공급량·위험뿐 아니라 발행자 정보, 자금 사용 목적, 프로젝트 내용, 보유 상황 등 추가 정보를 공개해야 함
  - 이 경우 발행자는 정보 작성 및 공시 의무를 부담하고, 교환업자는 해당 정보를 투자자에게 제공할 의무를 가짐
- 둘째, 비중앙집권형 암호자산의 경우 발행자가 존재하지 않거나 자금 조달을 수반하지 않기 때문에, 교환업자가 정보 작성 및 공시 의무의 중심 주체
  - 교환업자는 투자 권유 이전에 관련 정보를 공개하고 투자자에게 제공해야 함
- 셋째, 공시규제는 공시 방식과 지속적 정보 제공 의무도 포함

4) 중앙집권형 암호자산은 발행자(중앙집권적 관리자)가 존재해 자금조달·프로젝트 운영 등 가치의 원천을 통제할 수 있는 암호자산을 의미. 중앙집권적 관리자는 암호자산 가치의 원천을 컨트롤하는 관리자로서 중앙집권적 관리자의 활동에 의해 암호자산의 가치 변동이 가능하기 때문에, 중앙집권적 관리자의 정보, 조달 자금 사용내역, 대상 프로젝트 정보, 암호자산 보유 현황 등 관련 정보는 투자자에게 제공될 필요가 있음(금융감독원, 2025. 10. 30, 일본 금융청의 최근 암호자산 공시제도 도입 검토·논의 진행사항, 조사자료)

- 정보는 발행자 또는 거래소의 웹사이트를 통해 공개되며, 가격에 영향을 미칠 수 있는 사건이 발생한 경우 적시 공시와 정기적 정보 제공이 요구됨
- 넷째, 정보의 정확성과 객관성 확보를 위해 허위 기재 및 중요 사실 누락을 금지하고, 발행자가 공시 의무를 위반 할 경우 해당 암호자산의 거래소 취급이 중단될 수 있음
- 허위 공시나 미공시를 한 발행자에 대해서는 유가증권 수준의 형사처벌, 과징금, 민사 배상 책임을 부과하고, 교환업자와 자율규제기관의 심사·감시 기능이 강화됨
- 다섯째, 투자자 보호를 위해 투자 한도 설정, 이해상충 방지, 내부자 매도 제한(락업) 등의 조치가 도입

**〈표 1〉 암호자산 이용자에 대한 정보제공 규제**

구분	중앙집권형 암호자산(유형①)	비중앙집권형 암호자산(유형②)
	발행자가 자금조달을 수반하는 경우	발행자가 자금조달을 수반하지 않는 경우
정보 제공 내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 암호자산의 성질·기능, 공급량, 기반기술, 부수되는 권리·의무, 내재된 리스크 등</li> <li>• 중앙집중적 관리자에 관한 정보(해당자의 정보, 조달자금의 사용처 정보, 대상 프로젝트에 관한 정보, 암호자산 보유 상황 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 암호자산의 성질·기능, 공급량, 기반기술, 부수되는 권리·의무, 내재된 리스크 등</li> </ul>
정보제공 규제 대상	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 발행자: 정보 작성·제공(공시) 의무</li> <li>• 교환업자: 발행자가 작성한 정보 제공 의무</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 교환업자: 정보 작성·제공(공시) 의무</li> </ul>
규제 대상 행위	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 발행자에 의한 암호자산 판매를 통한 자금 조달</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 교환업자에 의한 암호자산 취급(판매소·거래소 운영 등)</li> </ul>
적용 제외	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사모·소수에 해당하는 경우 (49인 이하·전문투자자 대상)</li> </ul>	-
정보제공 방법 및 시점	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 발행자·교환업자는 웹사이트에 공시</li> <li>• 투자 권유 전에 투자자에게 정보 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 교환업자 웹사이트에 공시</li> <li>• 투자 권유 전에 투자자에게 정보 제공</li> </ul>
지속적 정보 제공 (수시공시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 법령에 따른 적시 정보 제공(1회)</li> <li>• 법령에 따른 정기 정보 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 법령에 따른 적시 정보 제공</li> <li>• 자율규제에 따른 정기 정보 제공</li> </ul>
정보 정확성 확보	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 허위 기재, 중요사실의 미기재, 허위 공시 금지</li> <li>• 발행자의 정보 제공 의무 위반시 일본 내 모든 거래소에서 취급 중지</li> <li>• 교환업자 및 자율규제기관의 점검 기능 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 동일</li> </ul>
모집·매도시 투자자 보호	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식투자형 크라우드펀딩과 유사하게 이용자의 투자 한도 설정</li> <li>• 교환업자에 의한 발행자와의 이해상충 방지 및 이용자에 대한 이익 설명</li> <li>• 상장 전 매도에 대해 특정인에 대한 유리 발행 원칙 금지, 내부자 매각 금지(Lock-up)</li> </ul>	-

자료: 金融庁, 2025. 12. 10, 金融審議會 暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告, 資料3

□ (업 규제 강화) 암호자산의 매매 등을 업으로 하는 경우 제1종 금융상품거래업<sup>5)</sup>과 동일한 수준의 규제가 적용하고, 기존 자금결제법상의 암호자산 특성을 고려한 강화된 규정을 금융상품거래법 내에 새롭게 규제를 마련

— 첫째, 진입 규제 및 재무적 건전성 강화

- 최저 자본금을 현행 1,000만 엔에서 5,000만 엔으로 상향하고, 자기자본비율 준수, 해킹에 의한 유출에 대비한 책임준비금 적립 의무화 등 금융기관 수준의 재무 규제 도입
- 이용자로부터 암호자산을 빌려 운영하고 보상을 주는 서비스인 스테이킹(Staking) 운영자에게 재대출 및 스테이킹에 대한 위험 관리 체계를 구축하고, 고객에게 명확한 위험을 고지하도록 의무화

— 둘째, 업무 관리 체계 및 내부통제 규제 강화

- 업무 관리 체계 구축, 광고 규제, 계약 전 정보 제공 의무, 최선집행의무, 투자자 적합성 원칙 등 투자자 보호 중심의 규제 확대
- 교환업자는 취급하는 암호자산 심사 체계를 구축하고, 투자자 위험 감수 능력을 확인하여 거래심사를 하여야 하며, 발행자가 규정을 위반한 경우 해당 암호자산의 취급을 중단해야 함

— 셋째, 시장 공정성 확보를 위한 행위 규제 강화

- 허위 표시 금지, 부당 권유 금지, 시세조작 거래 금지 등 시장 질서 유지 규제가 포함
- 지갑(월렛) 개발사 등 중요 시스템 공급 업체도 규제 대상(사전신고제, 시정명령 등)에 포함

— 넷째, 자금세탁방지 및 거래 투명성 규제가 유지·강화

- 거래 확인 의무(KYC/AML)와 함께 암호자산 이전 시 송금자와 수취자 정보를 공유하는 트래블 룰(Travel Rule)을 적용 유지<sup>6)</sup>

— 다섯째, 동시에 암호자산의 특성을 고려하여 고객 자산 분리 관리, 이행보증 암호자산 제도<sup>7)</sup> 등 기존 암호자산 특화 규제는 유지

5) 일본 금융상품거래법상 금융거래업은 유가증권 및 파생상품 취급에 따라 제1종 금융상품거래업(증권사 등), 제2종 금융상품거래업(집합투자증권 등), 투자운용업, 투자자문업 등으로 분류되며, 내각총리대신의 등록이 필요. 제1종 금융상품거래업은 유가증권의 매매, 위탁매매, 인수 등 위험이 높은 증권업무를 영위, 제2종 금융상품거래업은 집합투자증권(펀드), 신탁수익권 등 비교적 위험이 낮은 유가증권을 취급

6) 일본의 암호자산 트래블룰(Travel Rule)은 FATF(국제자금세탁방지구) 권고에 따라 암호자산 이전 시 송수신인의 정보를 교환하는 규제로 암호자산 교환업자(거래소)는 자산 이전 시 송금인과 수취인의 이름, 주소 등을 상대 거래소에 전달하도록 하여 암호자산을 통한 불법 자금 흐름을 추적함으로써 안전성을 강화

7) 일본의 이행보증 암호자산은 암호자산 교환업자가 이용자 자산을 보호하기 위해 보유하는 암호자산을 말하며, 법령상 이용자 자산과 구분해 관리·보관해야 함(자금결제법 제63조의11 제2항, 제63조의11의2)

〈표 2〉 업 규제 적용 범위 변화

주요 규제		현행	방향성
암호자산 교환업자 (거래소)	규제 수준	자율규제 중심	제1종 금융상품거래업 수준 적용
	자본금 규제	1천만 엔	5천만 엔
	자기자본비율 규제	없음	도입
	업무 규제	일부	강화
	상장심사 및 취급 심사	자율규제	법제화
	고객자산 관리	일부 규정	강화(보완·지갑 관리 포함)
	업무관리 체계	일부	강화(취급심사, 정보제공 체계 등)
	책임준비금(유출 대응)	없음	도입 검토
	주요 주주 규제 및 이사·임원 겸직 및 겸업 관련 규제	없음	도입
	외부감사	없음	도입
자율규제기관		일본암호자산거래협회	일본암호자산거래협회 (권한 강화 검토)

자료: 金融庁, 2025. 12. 10, 金融審議會 暗号資産制度に関するワーキング・グループ報告, 資料3

□ (불공정거래 규제) 일본의 암호자산 불공정거래 규제에 있어 내부자거래 규제를 도입

- 일본의 암호자산 불공정거래 규제에서는 시세조종이나 사기적 행위에 대해서는 금융상품거래법을 준용하였으나, 내부자 거래에 대한 직접적인 처벌 규정이 없었음
  - 규제 대상 암호자산은 일본 내 암호자산 교환업자가 취급하고 있거나 상장 신청을 한 암호자산을 대상으로 함
  - 규제 대상자는 발행자의 임직원, 주요 주주, 계약 체결 상대방 등 중요 사실에 접근할 수 있는 특별한 지위에 있는 자와 이들로부터 정보를 받은 제1차 정보 수령자를 내부자의 범위에 포함
  - 중요 사실의 범위는 중앙집권형 암호자산 발행자의 업무 관련 사항(파산, 중대 보안 리스크 발생)과 교환업자의 취급 관련 사항(신규상장·상장폐지, 해킹), 발행량의 20% 이상의 대규모 매매 등에 관한 정보를 중요 사실의 범위로 열거하고 포괄 조항을 통해 보완
  - 중요 사실에 해당하는 정보가 거래소나 자율규제기관 웹사이트에 공식 게재되어야 공표된 것으로 인정(SNS 게시글은 조작 용이성 등의 이유로 법적 공표로 인정하지 않음)
- 규제의 실효성을 높이기 위해 형사 처벌 외에도 과징금 제도를 신설
  - 금융청 산하 증권거래등감시위원회(SESC)는 암호자산 불공정거래에 대해 압수·수색 등 강제 조사 권한을 갖게 되며, 위반자에 대해 부당 이득 환수 성격의 경제적 제재를 가할 수 있음

- 일본의 암호자산 규제 체계 전환은 암호자산을 단순한 결제 수단에서 투자성 금융상품으로 법적 지위를 격상시켜 자본시장의 주요 구성 요소로 공식화한 것으로, 현재 우리나라가 가상자산이용자보호법 2단계 즉, 디지털자산기본법안의 수립 과정에서 시사점을 줄 것으로 사료됨
- 우리나라의 가상자산 2단계 입법 과정에서 디지털자산의 금융투자상품성 인정 여부, 전통 금융기관의 진출 범위 설정, 강력한 이용자 보호 등의 측면에서 건전한 투자 생태계를 구축하는데 시사점을 주고 있음
    - 발행·공시 체계의 이원화 구조와 내부자 거래에 있어 중요사실의 객관적 기준을 마련하고 SNS 공표를 배제하는 등의 실효성 있는 규제 등은 향후 국내 입법 논의 및 규제 정비 과정에서도 참고 자료가 될 수 있음
  - 우리나라도 가상자산(디지털자산)을 별도 법체계로 다루고 있으나, 일본처럼 금융상품으로 완전히 포섭할 것인지에 대한 논란이 있을 수 있으며, 또한 디지털자산을 금융상품으로 볼 경우 자본시장법과의 관계 설정 측면에서도 중요한 시사점을 제공할 수 있음
  - 일본이 금융상품거래법으로 암호자산을 편입하면서 법적으로 금융투자상품이 되어 비트코인 현물 ETF 등의 승인이 법리적으로 용이해짐에 따라 현재 국내에서 허용되지 않는 비트코인 현물 ETF 허용에 대한 정책적 판단에 유용한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대

선임연구원 신경희