

디지털자산

토큰증권, 열린다더니 조금 열어줌



Crypto/Fintech 김세희 6195/ say@eugenefn.com

- “ **9/4 「토큰증권 정책방향」: 조각투자에서 주식·채권·펀드로 확대** 금융위원회는 민·관 합동 토큰증권 협의체 3차 회의를 통해 「토큰증권 정책방향」을 발표했다. 지난 2월 개정된 전자증권법에 따라 2027년 2월 4일부터 토큰증권 제도가 본격 시행되는 데 앞서, 발행·유통 인프라와 단계별 적용 범위를 구체화한 후속 정책이다. 이번 발표의 핵심은 조각투자 제도를 정비하는 데 그치지 않고, 주식·채권·펀드를 포함한 기존 증권시장 전체를 토큰화의 대상으로 확장했다는 점이다. 금융위는 이를 단계적으로 추진할 계획으로, 2027년 2월 기관전용 사모 MMF·사모사채와 비상장주식부터 시작해, 이후 공모증권과 스테이블코인 기반 온체인 결제로 확대할 예정이다.
- “ **토큰증권 = 새로운 형태 (≠ 새로운 자산)** 이를 이해하기 위해서는 ‘토큰증권’의 정의를 명확히 할 필요가 있다. 금융위가 정의하는 토큰증권은 새로운 금융상품이 아닌 기존 증권의 새로운 발행·관리 방식이다. **주식·채권·펀드 같은 기존 증권을 전자등록 방식이 아니라 분산원장에 기록하면 토큰증권이 되는 구조로, 토큰증권은 실물증권·전자증권과 마찬가지로 증권이 어떠한 방식으로 기록되고 관리되는지를 구분하는 개념이다.**
- “ 예를 들어 조각투자 상품이 기존 전자증권 방식으로 발행된다면 토큰증권에 해당하지 않지만, 기존 상장주식이 분산원장을 이용해 발행될 경우 토큰증권이 될 수 있다. 따라서 토큰증권의 시장성은 기존 논의되던 조각투자 등 새로운 상품 관점보단 기존 자본시장에서 얼마나 많은 자산이 토큰화된 방식으로 전환되는지로 판단해야 한다. 결국 이번 정책의 의미는 자본시장 인프라 전환이다.
- “ **중장기 수혜는 증권사(?)** 금융위는 별도의 토큰증권 라이선스를 만들지 않고 기존 투자매매·중개 인가 범위에서 토큰증권 취급을 허용하기로 했다는 점에서 기존 증권업의 업무가 토큰증권 인프라로 이전되는 방향에 가깝다. 예탁결제원의 역할 확대가 가장 직접적이나 투자대상이 아니기에 국내 주식시장에서는 증권사가 가장 현실적인 중장기 수혜 업종으로 판단된다. 특히 기존 증권사의 토큰증권 취급을 허용한 현 제도 아래에서는 신규 플랫폼이 독자적인 유통·라이선스 프리미엄을 확보하기 쉽지 않을 것으로 예상되기 때문이다.
- “ **토큰증권 투자전략: 중장기 접근이 유효** 기존 인가와 기관 네트워크를 보유한 증권사가 1차 수혜 가능성이 높지만 수익성을 기대하기는 어렵다. 초기 상품이 기관전용 사모상품에 한정되고, 현재의 폐쇄형 원장 구조에서는 수익기회가 발행·중개에 제한될 가능성이 높기 때문이다. 오히려 증권사별로 KSD 연계 혹은 내부통제나 백오피스 등 시스템 구축 비용이 먼저 발생할 가능성이 높다. 동시에 공통된 시장 인프라를 사용하는 만큼 ‘국내 최초’ 등의 초기 발행 실적이 장기적인 고객 락인이나 기술적 진입장벽으로 이어질 가능성도 크지 않다고 판단한다. 따라서 현 단계의 토큰증권은 향후 증권업을 영위하기 위해 필요한 인프라 전환에 가깝게 봐야 한다. 시장 선점 보다는 향후 시장 확대 시점에 맞춰 즉시 확장할 수 있는 운영 경험과 인프라 선택권을 확보하기 위한 차원에서 이에 대한 경험을 확보하는 접근이 유효하다고 판단한다. 즉, 토큰증권의 단기 수익성은 매우 제한적이나, 향후 시장 참여를 위해서는 대응하지 않을 수 없는 변화로 판단한다.

- “ **토큰화, 한국과 미국의 다른 Approach** 이러한 관점에서 한국과 미국의 차이는 단순히 퍼블릭 체인 허용 여부에 있지 않다. 토큰화의 법적 기준점을 어디에 두고, 서로 다른 권리구조를 하나의 제도 안에서 어떻게 수용하느냐의 차이로 볼 수 있다. 미국 SEC는 2026년 1월 토큰화 증권을 하나의 구조로 규정하지 않았다. 크게 발행인 또는 대리인이 자신의 증권을 토큰화하는 Issuer-Sponsored와 제3자가 기존 증권을 토큰화하는 방식을 구분하고, 후자를 다시 원증권 또는 security entitlement에 대한 권리를 제공하는 Custodial과 원증권에 대한 직접적인 권리 없이 경제적 성과를 추종하는 Synthetic 방식으로 나눴다.
- “ 최근 DTC-Coinbase-Robinhood의 사례는 이러한 차이를 잘 보여준다. DTC는 기존 중앙예탁 인프라를 유지하면서 그 위에 토큰화 레이어를 추가하는 방식이다. DTC에 보관된 증권을 tokenized form으로 전환해 참가자 지갑으로 이전할 수 있도록 하되 기존 DTC 체계가 기준점이다. 2026년 7월에는 퍼블릭 체인을 포함해서 실제 production 거래를 진행했으며, 10월 정식 서비스 출시를 앞두고 있다. 기존 인프라를 대체하기보다 토큰화 자산의 이동과 담보·Repo·대차 등 기관 활용도를 높이는 데 초점을 둔 것으로 판단한다. Coinbase와 Robinhood는 투자자에게 제공하는 권리부터 다르다. Coinbase는 실제 주식을 1:1로 파산절연 custody에 보관하고, 이에 대한 beneficial claim을 Base 위 토큰으로 발행한다. 반면 Robinhood Stock Token은 Robinhood Assets가 발행한 토큰화 채무증권으로, 기초주식의 경제적 성과는 추종하지만 투자자는 해당 기업의 주주가 아니며 기초주식에 대한 법적·수익적 권리도 갖지 않는다. 전자는 실제 주식에 대한 권리를 온체인으로 옮기는 Custodial 모델, 후자는 주식 익스포저를 새로운 증권으로 만드는 Synthetic 모델에 가깝다.
- “ **KSD vs. DTC: 같은 예탁 인프라, 다른 출발점** 반면, 한국은 분산원장 자체를 법적 효력이 있는 증권계좌부로 편입하는 접근으로, 토큰과 증권 권리의 연결을 강하게 설계했다. 미국의 DTC가 기존 장부와 권리체계를 유지한 채 그 위에 토큰화된 권리의 이동·활용 레이어를 추가하는 방식이라면, 예탁결제원(KSD)은 분산원장상의 기록 자체가 실제 증권 권리와 정확히 일치하도록 관리하는 역할에 가깝다. 따라서 한국에서는 원장 간 이동이 단순한 기술적 전송이 아니라 권리의 소멸·이전·최종성을 함께 관리해야 하는 문제가 되며, 초기 단계에서 원장 참여자와 시스템 안정성, 기록의 정합성을 강하게 통제하는 접근은 이러한 제도적 차이에서 비롯된 것으로 판단한다. 따라서 한국의 보수적인 초기 설계는 제도적 구조에서 비롯된 합리적인 선택으로 볼 수 있다. 다만 문제는 이러한 초기 안전장치가 장기적인 시장 구조로 고착될 경우다.
- “ 1단계에서 원장 안정성을 우선하는 접근은 불가피해 보인다. 다만 미국은 DTC의 기존 권리체계를 유지한 채 복수 네트워크로 자산의 이동성과 담보·Repo·대차 활용을 빠르게 넓히고 있는 반면, 한국은 분산원장 자체가 법적 권리장부라는 점에서 외부 네트워크와의 연결 난이도가 더 높다. 따라서 현재의 폐쇄적 구조가 장기화될 경우 토큰화의 효용이 발행·권리관리에 머물 가능성이 있으며, 향후 다른 원장과 연결할 수 있는 확장성을 초기 설계부터 확보할 필요가 있다. 결국 토큰증권의 성패는 발행건수보다 기존 주식·채권·펀드 중 얼마나 많은 자산이 토큰화 인프라로 전환되고, 이후 결제·담보 등에 얼마나 활용되는지에 달려 있다고 보이기 때문이다. 현 단계에서 증권사 실적에 기여하는 부분은 매우 제한적이나, 이러한 활용도가 확대될 경우 IB·기관영업·자기자본·후선 인프라를 함께 보유한 대형 증권사가 중장기적으로 가장 유리한 위치를 차지할 것으로 전망한다.

표준요건 구성

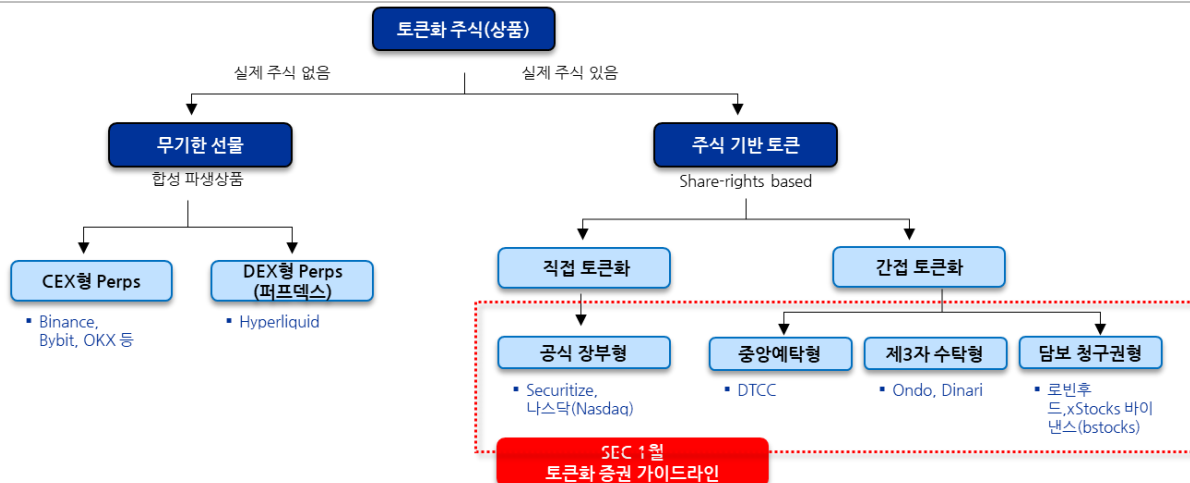
KSD 한국예탁결제원

분산원장 표준요건	기술·인프라 요건	A. 분산원장 참여자	참여자 범위(2)
		B. 분산원장 구성 및 운영	참여 방법(2)
		C. 분산원장 인프라	노드 구성(3)
	전자등록업무 요건	D. 전자등록업무 기능	권한관리(2)
		E. 전자등록업무 데이터관리	합의알고리즘(3)
			스마트컨트랙트 구현(4)
			기타 운영(4)
			인프라 보안(4)
			지갑 및 키(Key) 관리(2)
			전자등록기관 참여(3)
			업무기능(3)
			계좌·종목관리기능(3)
			기타 운영(2)
			전자등록계좌부 기재 정보(2)
			전자등록정보 보존(1)

※ 대분류(2개) - 중분류(5개) - 소분류(15개) - 40개 세부 요건. () 는 소분류 영역별 세부 요건 수를 의미

자료: 예탁결제원, 유진투자증권

SEC의 토큰화 증권 가이드라인에 따른 토큰화 주식 유형 구분



자료: 예탁결제원, 유진투자증권

참고) 美 DTCC 토큰화 주식 서비스의 토큰화·이전·상환 구조



자료: DTCC, 유진투자증권

미국 자본시장 인프라 전환



자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)