





Summary

정부의 금융혁신 추진 1년을 맞아 생산적 금융과 자본시장 혁신 정책의 추진 성과와 시장 영향을 살펴봤습니다. 정책이 구체화되면서 시장의 관심도 초기의 '정책 규모와 기대'에서 '실제 집행과 기업가치 전이'로 이동하고 있습니다. 향후에는 정책자금 집행이 기업의 투자와 이익 증가, 후속 민간자본 유입으로 이어지는지가 핵심입니다. 특히 9월 이후 디지털자산 제도화, 국민성장펀드 추가 공급, 코스닥 제도개편 등 주요 정책의 실행이 집중되는 만큼, 정책 실행이 시장과 기업가치에 어떻게 반영되는지 주목할 필요가 있습니다.

I. 국민성장펀드, 자금의 흐름을 바꾸다

국민성장펀드를 중심으로 부동산·가계대출에 집중됐던 자금을 AI·첨단산업 등 성장산업으로 이동시키는 생산적 금융의 Money Move가 구체화되고 있습니다. 200조원이라는 펀드 규모 자체보다 정책자금이 실제 기업의 CAPEX 확대와 수주 증가, 실적 개선으로 이어지는지가 시장 영향을 좌우하는 핵심입니다. 향후 비상장 성장기업의 Scale-up과 IPO, 후속 민간·기관자금 유입으로 연결되는 선순환이 형성될 경우 정책 수혜의 범위도 기존 상장기업에서 새로운 성장기업으로 점차 확대될 수 있습니다.

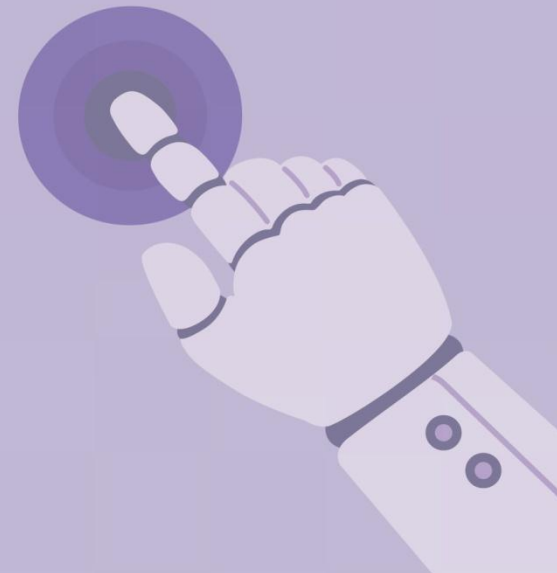
II. 디지털자산, 금융시장의 경계를 넓히다

디지털자산은 가상자산 시장의 성장을 넘어 기존 금융시장의 투자대상과 거래·결제 경로를 확장하는 금융 인프라의 변화라는 관점에서 볼 필요가 있습니다. 현물 ETF와 원화 스테이블코인의 제도화는 다소 지연되고 있지만, 토큰증권은 2027년 시행을 앞두고 MMF·사채·비상장주식 등으로 적용 범위가 구체화되면서 제도권 금융과 디지털자산의 연결이 가시화되고 있습니다. 향후 자산 토큰화가 확대되면 투자 접근성이 높아지고 발행·유통·결제 방식도 변화하면서 새로운 투자시장과 사업기회가 형성될 가능성이 있습니다.

III. 코리아 프리미엄이 만들어 내는 리레이팅

자본시장 제도 개선과 기업의 주주환원 확대가 맞물리면서 낮은 주주환원과 지배구조 문제로 형성됐던 코리아 디스카운트가 완화되고, 코리아 프리미엄으로 전환될 수 있는 기반이 강화되고 있습니다. 특히 실적 전망 상향에도 멀티플 확장이 제한되는 국면에서는 이익과 FCF 성장을 배당과 자사주 매입·소각으로 연결하는 '성장의 주주 현금화'가 기업가치 재평가의 중요한 기준으로 부상하고 있습니다. 이익·현금흐름 개선과 주주환원 확대를 동시에 확보한 반도체를 비롯해 자동차·은행·증권 등 기존 저PBR 업종이 향후 코스피 리레이팅을 이끄는 핵심 축으로 부상할 가능성이 높습니다.

I. 국민성장펀드, 자금의 흐름을 바꾸다



- ▶ 2025년 9월 123대 국정과제 확정 이후 1년을 맞아, 핵심 경제정책인 금융혁신의 추진 성과를 점검하고 생산적 금융·자본시장 혁신 정책이 증시에 미친 영향을 평가할 필요
- ▶ 시장 판단의 초점은 '정책 규모와 기대'에서 '실제 집행과 기업가치 전이'로 이동
- ▶ 향후에는 정책자금의 본격적인 집행이 기업의 투자·이익 증가와 민간자본 유입으로 이어지는지가 증시 영향의 핵심 체크포인트
 - 9월 이후 디지털자산 제도화, 국민성장펀드 추가 출시, 코스닥 제도개편 등 주요 금융혁신 정책의 실행 일정이 집중

2026년 하반기 금융혁신 주요 정책 일정

시기	주요 일정	주요 내용
2026. 9월 중	디지털자산 제도화	토큰증권 세무 요건 공개(9/4, 금융위), 디지털자산기본법 국회 심사
9/30~10/15	2차 국민참여형 국민성장펀드 출시	6,000억원 모집 예정, 비상장·코스닥 기술특례기업 등에 투자
9/28~10/16	Korea Premium Weeks 2026	국내외 기관 대상 자본시장 정책·기업 IR, 증시 프리미엄 제고 및 자본시장 활성화 방안 논의
9월 말~10월 초	코스닥 승강제 구체안 발표 예상	우량 혁신기업 별도 세그먼트 도입 추진, Korea Premium Weeks 전후 발표 가능
10월~연말	초장기기술투자펀드 본격화	금융위·산업은행 중심 8,800억원 규모, 최대 16년 장기투자

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

02.

금융혁신, 성장산업으로의 자금 이동과 자본시장 선순환을 추진

- ▶ 123대 국정과제는 AI·첨단산업·에너지 등 실물경제의 성장동력 확충과 함께, 이를 뒷받침하기 위한 금융의 역할 전환을 핵심 정책축으로 제시
- ▶ 특히 생산적 금융·디지털자산·자본시장 혁신을 금융혁신의 주요 축으로 추진하며, 성장산업으로의 자금 이동 → 투자·조달시장 확대 → 기업 성장과 자본시장 활성화의 선순환을 지향
- ▶ 금융혁신은 단순한 유동성 공급보다 '자금배분 변화 → 시장 확대 → 기업가치 재평가'에 초점. 향후 정책 집행이 본격화될수록 증시 수급뿐 아니라 업종별 투자기회와 중장기 주도주 변화에도 영향을 미칠 전망

금융혁신 3대 축과 증시 영향

	생산적 금융		디지털자산 생태계		자본시장 혁신
핵심 변화	Money Move		Market Expansion		Re-rating
정책 방향	자금의 흐름을 바꾼다		금융시장의 외연을 넓힌다		기업가치 평가를 바꾼다
주요 내용	국민성장펀드·기업금융·모형자본 확대	▶	디지털자산 제도화·STO / RWA·스테이블코인	▶	주주환원·자사주·일반주주 보호·시장제도 개선
시장 영향	KOSPI: 첨단산업·인프라 투자 확대 → CAPEX·기업이익 증가 KOSDAQ: 벤처·기술기업 성장자금 확대 → 성장기업 육성·자본시장 활성화		지급결제·토코화·거래·수탁 등 신규 금융시장 확대 신규 시장 확대 → New Growth		주주환원·자본효율 개선을 통한 저평가 해소 ROE 개선·할인 축소 → Re-rating

자료: 정부, 키움증권 리서치센터

03.

생산적 금융, Money Move가 만드는 자본시장 선순환

- ▶ 'Money Move'가 주식시장으로 전달되는 경로에 주목
 - 단순 유동성 공급보다 '자금배분 변화 → 기업 성장 → 자본시장 활성화'의 선순환이 핵심
- ▶ 생산적 금융은 부동산·대출 중심의 자금배분을 기업·위험자본 중심으로 전환해, 성장기업 육성 → IPO → 민간·기관자금 유입으로 이어지는 자본시장 선순환을 강화
- ▶ 국민성장펀드는 단순한 경기부양 수단이 아니라 성장산업·기업으로의 자금 이동을 촉진하는 '생산적 금융'의 핵심 실행수단

기존 금융과 생산적 금융의 자금배분 구조 비교

구분	기존 금융	생산적 금융	주식시장 의미
자금 흐름	부동산·가계대출 중심	기업·첨단산업 중심	성장산업으로 자금배분 확대
금융 방식	담보·대출 중심	투자·위험자본 확대	기업의 자본조달 경로 다변화
투자 대상	안정·성숙기업 중심	혁신·성장기업 중심	성장기업 투자기회 확대
기업 단계	상장·성숙기업 중심	비상장 → 성장 → 상장	IPO Pipeline 및 상장기업 기반 확대
공급 주체	은행 중심	정책금융 + 민간 + 기관	민간·기관자본 참여 확대

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ AI 등 미래전략산업과 에너지 인프라에 투자하는 민·관 합동 대규모 펀드 조성
 - 당초 150조원 규모에서 200조원으로 확대, 연간 운용규모도 현 30조원에서 '27년 40조원으로 확대 예정
- ▶ 국민성장펀드 확대는 첨단산업·성장기업으로의 자금배분 전환을 반영. 향후 본격적인 집행이 CAPEX 확대 → 기업 실적 개선 → 기업가치 재평가로 이어지는지가 증시 영향의 핵심

국민성장펀드 주요 구조 및 특징

구분	주요 내용
정책 성격	생산적 금융 전환을 위한 민관 합동 성장투자 플랫폼
조성 규모	5년간 200조원 — 100조원(목표) → 150조원('26초 출범시점) → 200조원('26.7.15)으로 단계적 확대
재원 구성	첨단전략산업기금 + 민간 금융권·연기금·국민자금 등을 활용한 민관 공동 자금 조성
정책 목적	부동산·가계대출 등에 집중된 시중자금을 기업·첨단전략산업·혁신기업으로 유도, 생산적 금융 확대
주요 투자대상	AI·반도체·바이오·로봇·방산·미래차·이차전지·수소·디스플레이 등 첨단산업에서 우주항공 등 미래전략산업까지 확대
지원 대상	대규모 전략산업 프로젝트와 관련 인프라부터 벤처·기술기업의 성장단계 자금까지 지원
지원 방식	직접 지분투자·간접투자·인프라 투융자·저리대출 등 다양한 방식으로 자금 공급
투자 특징	민간이 단독으로 부담하기 어려운 장기·대규모·고위험 투자에 정책자금이 마중물 역할, 민간자금 유입 유도
핵심 의미	부동산·가계 중심 → 기업·첨단산업 중심으로 자금 이동, 성장산업에 대한 장기 자본공급 기반 강화

자료: 금융위원회·기획재정부 등 정부 발표자료, 키움증권 리서치센터

05.

국민성장펀드, 증시 영향은 규모보다 자금의 전달경로가 중요

- ▶ 국민성장펀드는 대규모 정책자금이 빠르게 집행될 수 있는 구조이나, 저리대출·인프라 투융자 비중이 높아 증시로 직접 유입되는 유동성 효과는 제한적
 - 기존 정책성 펀드와 달리 간접투자뿐 아니라 직접투자·인프라 투융자·저리대출을 병행해, 간접투자 중심의 과거 정책성 펀드보다 자금 집행 속도가 빠를 가능성
 - 다만 저리대출 50조원과 인프라 투융자 50조원이 전체의 상당 부분을 차지해, 펀드 전체 규모 대비 직접적인 증시 수급 효과는 제한적
 - 직접·간접투자 역시 비상장·유상증자·PE/VC 등을 중심으로 집행되며, 상장시장과 상대적으로 직접 연결되는 국민참여형 펀드의 비중은 제한적
 - 따라서 증시 영향을 판단할 때는 '얼마나 집행되는가'보다 '어떤 방식으로 기업에 전달되는가'가 중요

국민성장펀드 지원방식별 자금 배분안(150조원 기준)



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

2026년 국민성장펀드 운용 방안(민관합동자금 30.6조원)

방식	2026년 규모 (비중)	주요 특징
초저리대출	10조(32.7%)	기업 대상 저리 여신
인프라 투·융자	10조(32.7%)	프로젝트 금융 중심
직접투자(지분)	3조원(9.8%)	비상장기업·유상증자 중심
간접투자(펀드)	7.6조원(24.8%)	민간운용 펀드 PE·VC 등을 통한 출자
간접투자 - 국민참여형 공모펀드	1.2조원(3.9%)	코스닥 기술특례 기업 30% 이상 투자
합계	30.6조원	국민성장펀드 규모

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

주: 국민참여형 공모펀드는 재정 2,400억원의 후순위 출자를 더해 총 1조 4,400억원 규모로 조성할 계획

- ▶ 국민성장펀드는 2026년 연간 30조원 공급 목표 중 8월까지 31건·17.9조원의 자금지원 승인, 연간 목표의 약 60%를 달성. 연내 30조원 이상 승인·펀드 결성 목표의 조기 달성이 예상되나, 간접투자 부문의 8월 기준 진도율은 20%대로 상대적으로 낮아 민간운용 펀드 결성은 다소 지연
- ▶ 전체 집행은 순항하고 있으나, 증시와 직접 연결되는 자금 유입은 아직 초기 단계

국민성장펀드 누적승인 실적(1~8월)

구분	직접투자(지분)	간접투자	인프라투자	저리대출	합계
지원 목표액	3조 원	7조 원	10조 원	10조 원	30조 원
승인 금액 (목표대비 승인율)	2.83조 원 (94.3%)	1.59조 원 (22.7%)	6.87조 원 (68.7%)	6.59조 원 (65.9%)	17.9조 원 (59.7%)
운용주체	기금	민간운용사(다수)	기금	기금	
지원 기업·사업	- 리벨리온, 퓨리오사AI (AI·반도체) - 업스테이지 (AI) - 리가캠바이오 (바이오) - 원이로보틱스 (로봇)	- 간접투자펀드 결성 중 (20개 이상) - 국민참여펀드 모집완료 (7,200억 원) - K-콘텐츠펀드 (1,500억 원) - LIG D&A (방산) - CJ 포디플렉스 (콘텐츠)	- 신안우이 해상풍력, 영양 육상풍력(인프라) - 국가시 컴퓨팅센터 (AI) - 스마일게이트 데이터 센터(AI·인프라)	- 삼성전자, TKG솔믹스, 두산테스나, 샘씨엔에스·후성·심텍·테크윙 (반도체) - 이수스페셜티케미컬, 퓨처그래프, 엘앤에프플러스, LG에너지솔루션 (이차전지) - 네이버 (AI) - 비티젠, 경보제약 (바이오) - SK바이오사이언스 (백신) - LS전선, 근우 (인프라) - LG디스플레이 (디스플레이) - 삼동 (미래형운송수단)	26개 기업 4개 인프라 사업 1개 부처협업펀드 (K-콘텐츠 펀드)

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

주: 첨단전략산업기금운용심의회(「한국산업은행법」) + 민간자율참여

- ▶ 국민참여성장펀드는 국민자금으로 모펀드를 조성해 다수의 자펀드에 투자하는 사모재간접 공모펀드 구조
 - 재정 1,200억원과 자펀드 관리는 한국성장금융이 담당하고, 국민자금 모집은 미래에셋·삼성·KB자산운용 3개사가 담당
 - 2차 국민참여형 공모펀드는 일반 국민을 대상으로 6,000억원을 모집하며, 9월 30일 출시해 10월 15일까지 10영업일간 선착순 판매 예정

국민참여형 공모펀드 주요 내용

구분	주요 내용	세부 사항
펀드 구조	총 7,200억 원 규모	국민 투자금 6,000억 원(선순위) + 정부 재정 1,200억 원(후순위) / 일반국민들로부터 모집하는 자금 6,000억원은 금번에 선정된 10개의 자펀드에 분산 출자되며, 각 자펀드의 투자전략에 따라 운용
국민 투자금	6,000억 원	선순위 투자
정부 재정	1,200억 원	후순위 투자(손실우선부담 목적의 재정)
1차 판매 실적	5영업일 만에 완판	5월 22일 판매 개시 / 첫날 87% → 2일차 97.5%
2차 판매 계획	6,000억 원	3분기 예정 / 서민 배정 비중 20% → 50%
의무 투자비율	결성액의 60% 이상 주목적 투자	이 중 30% 이상 비상장·코스닥 기술특례 투자 / 코스피는 10% 이내
세제 혜택	투자금액에 따른 소득공제	투자금의 40~10% 소득공제 / 배당소득 9% 분리과세 (지방세 포함 9.9%)
손실 보전 구조	정부 재정·운용사 자금이 후순위로 손실 부담	각 자펀드별로 20%의 범위에서 손실을 우선 부담하는 구조
만기·환매	5년 폐쇄형	중도환매 불가
핵심 특징	코스닥 관련 투자 유도	코스피 노출이 규약으로 제한되어 코스피 재료보다는 코스닥·기술특례 관련 재료로서의 성격이 상대적으로 큼

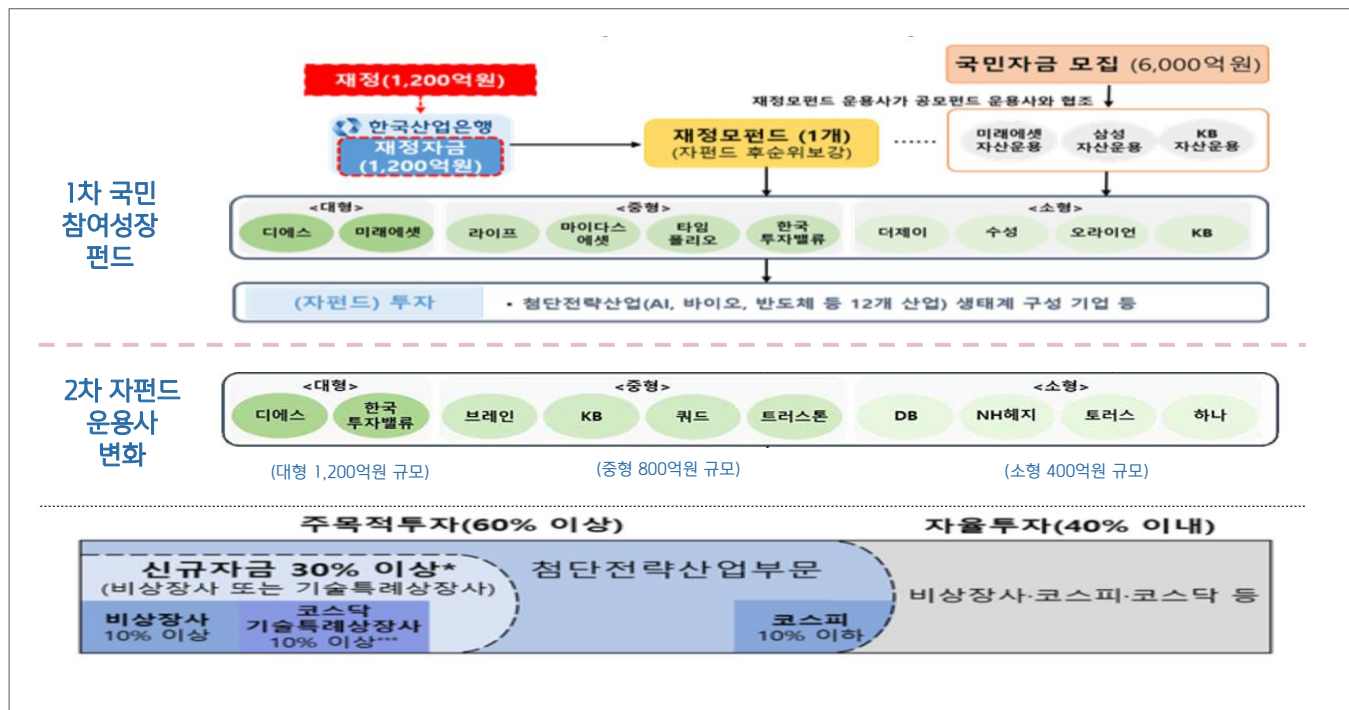
자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

주: ① 국민 모집액 6천억원에는 공모운용사(3개사)의 책임운용을 위한 자기재산 투자(시딩투자)분 총 6억원 포함

② 모집액이 미달될 경우 첨단전략산업기금이 300억원 한도 내에서 출자할 예정

- ▶ 올해 국민참여형 공모펀드는 국민 모집액 1.2조원과 재정 후순위 출자 2,400억원을 합해 총 1조 4,400억원 규모로 조성되나, 전액이 상장주식에 유입되는 구조는 아니어서 지수 전반의 직접적인 수급 효과는 제한적
- 자펀드는 60% 이상 주목적 투자, 이 중 30% 이상을 비상장·코스닥 기술특례에 투자, 코스피 투자는 규약상 10% 이내
- ▶ 코스닥·기술특례·성장기업에 투자 집중 → 개별 종목 중심의 유동성·수급 효과 확대 가능

국민참여성장펀드 상품 구조도와 투자 대상 및 투자방법



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

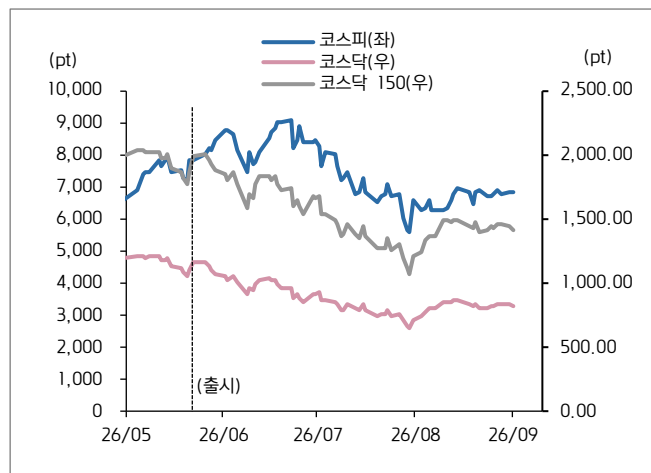
주: ① 국민참여성장펀드의 주목적투자대상은 첨단전략 12개 산업의 기업과 그 관련기업으로 국민성장펀드의 투자대상과 동일

② 관련기업은 첨단전략산업기업의 생산·운영에 필요한 장비를 공급하거나 관련 설비·인프라를 구축하는 기업 등

③ 기업에 대한 주목적투자 중 절반 이상을 신규자금 유입 형태(유상증자 등 신규자금 투자), 메자닌(세컨더리 제외)에 한정

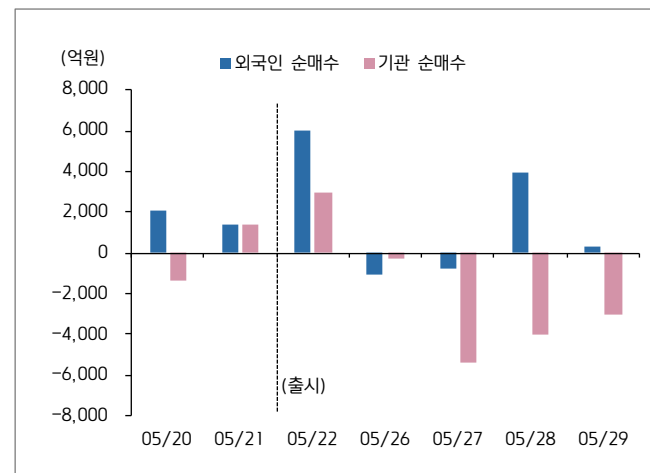
- ▶ 국민참여형 펀드 출시는 코스피보다 코스닥·성장주에 강한 정책 모멘텀으로 작용했으나, 이후 상승분을 빠르게 반납하며 정책 기대만으로는 주가 효과의 지속성에 한계가 있음을 확인
- ▶ 출시 당일 코스닥 +4.99% 급등과 빠른 완판은 성장투자 정책에 대한 높은 관심을 보여줬지만, 실제 펀드자금 유입보다는 정책 기대와 수급 선반영의 영향이 컸던 것으로 해석
- ▶ 향후 2차 판매 역시 단기 이벤트 효과보다 실제 투자 집행과 후속 민간자금 유입 여부가 주가 효과의 지속성을 좌우할 전망

국민성장펀드 출시 전후 주가 지수 추이



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

국민성장펀드 출시 전후 코스닥 수급 변화



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국민참여형 자금의 직접적인 장내 유입은 전체 거래대금 대비 미미해 지수 수급 영향은 제한적. 다만 첨단산업·중소형 성장주에 투자가 집중될 경우 개별 종목의 수급 효과는 확대 가능
- ▶ 국민성장펀드의 핵심은 단기적인 주식 매수보다 대규모 정책자금 집행이 CAPEX 확대 → 수주·매출 증가 → EPS 개선으로 이어지는 중장기 실적 효과
- ▶ 비상장 성장기업의 Scale-up → 우량 IPO → 민간·기관자금 후속 유입으로 이어질 경우, 상장시장의 투자대상 확대와 기업가치 재평가로 연결 가능
- ▶ 결국 증시 효과의 핵심은 ‘얼마나 주식을 사느냐’보다 ‘얼마나 기업이익과 새로운 투자대상을 만들어내느냐’

국민성장펀드의 주식시장 영향 경로

증시 효과	전달경로	영향 시계	주요 대상
수급 효과	상장주 직접투자 → 종목별 수급 개선	단기	코스닥·성장주
실적 효과	투자·CAPEX 확대 → 수주·매출 증가 → EPS 개선	단·중기	기존 상장기업
IPO 효과	비상장 투자 → Scale-up → 우량 IPO	중장기	신규 상장기업
민간자금 유입 효과	정책자금 → 민간·기관자금 후속 유입	중장기	성장기업 전반
재평가 효과	기업 성장 → ROIC·ROE 개선 → 기업가치 상승	장기	성장주·시장 전반

자료: 정부, 키움증권 리서치센터

11. 정책 수혜보다 중요한 EPS Revision

- ▶ 국민성장펀드의 정책투자가 확대되면 기업의 CAPEX 증가를 통해 장비·소재·부품 등 관련 상장기업의 수주와 매출 증가로 점차 전이될 가능성에 주목
- ▶ 단순한 '정책 수혜기업' 발굴보다 정책자금 유입과 수주 확대가 매출 증가 → EPS·FCF 개선으로 실제 연결되는 기업을 선별하는 것이 중요
- ▶ 정책 발표에 단기 반응하는 '1차 수혜주'보다 실적 추정치 상향 → 이익 가시성 확대 → 밸류에이션 재평가로 이어지는 '2차 수혜주'에 주목할 필요

정책자금의 기업실적·기업가치 전이 경로

단계	확인 변수	주식시장 체크포인트
① 투자 승인	국민성장펀드 투자 프로젝트·규모	실제 승인 및 집행 여부
② CAPEX 집행	설비·인프라 투자액·시점	CAPEX 본격화 여부
③ 발주·수주	장비·소재·부품 발주	수주잔고 증가
④ 매출 전이	수주 → 매출 인식	매출 추정치 상향
⑤ 이익 전이	매출 증가·영업레버리지	EPS 추정치 상향
⑥ 현금흐름 개선	이익 증가 → FCF 개선	재무건전성·투자여력 확대
⑦ 기업가치	ROIC 개선·ROIC > WACC	밸류에이션 재평가

자료: 금융위원회, 국민성장펀드 관련 발표, 키움증권 리서치센터

정책 투자축별 2차 수혜기업 체크포인트

정책 투자축	1차 투자 영역	2차 수혜 업종·기업군
AI·반도체	컴퓨팅·Fab·데이터센터	장비·소재·전력·냉각
전력·에너지	전력망·발전·ESS	전력기기·전선·건설
방산·로봇	생산능력 확대·자동화	부품·센서·전자장비
바이오	R&D·생산시설	CDMO·장비·소재

자료: 금융위원회 등 정부 발표자료, 키움증권 리서치센터

12.

국민성장펀드, Scale-up → IPO로 이어지는 증시 효과

- ▶ 정책자금의 장기 증시 효과는 비상장기업 육성에 그치지 않고, 우량 IPO와 상장 후 기관자금 유입까지 이어지는지가 핵심 (비상장기업 → 성장자본 → Scale-up → Pre-IPO → IPO)
- ▶ 국민성장펀드는 상장주를 직접 매수하는 자금보다 비상장 성장기업의 Scale-up을 지원해 향후 증시에 진입할 기업을 육성하는 성장자본이라는 관점이 중요
- ▶ 이 과정에서 BDC 등 민간 성장자본이 정책자금과 IPO·상장 후 기관자금을 연결할 경우, 우량 IPO 확대와 함께 신규 투자기회 및 기관투자 대상 확대 가능

비상장 성장기업의 IPO·상장시장 전이 경로

단계	자금·기업 변화	주식시장으로의 연결
① 비상장 투자	국민성장펀드·VC 성장자금 공급	유망 성장기업 발굴·육성
② 스케일업	상용화·CAPEX·매출 확대	기업규모 확대·IPO 가능성 제고
③ Pre-IPO	민간·기관 후속투자 유입	IPO Pipeline 확대
④ IPO	공모자금 조달·증시 상장	신규 성장기업 투자기회 확대
⑤ 상장 후 성장	추가 투자·매출·이익 성장	기관자금 유입·시가총액 확대
⑥ 기업가치 재평가	ROE·ROIC·이익 성장	시장 질적 개선·Re-rating

자료: 금융위원회 등 정부 발표자료, 키움증권 리서치센터

13. 국민성장펀드의 단계별 증시 파급효과

- ▶ 국민성장펀드는 코스피 대형 선도기업에서 코스닥 혁신·밸류체인 기업까지 수혜가 확산되는 구조로 접근
 - 코스피: 대형 첨단산업 기업의 투자 확대 → CAPEX 증가 → 실적 개선 → 기업가치 재평가
 - 코스닥: AI반도체 등 성장기업 직접투자 + 대기업 CAPEX 확대에 따른 밸류체인 수주 증가 → EPS·밸류에이션 개선
 - 비상장 → 증시: 유망 성장기업 투자 → Scale-up → 후속투자 → IPO → 신규 성장기업 유입

국민성장펀드 지원형태·주요기업별 증시 파급경로

지원 형태	승인 규모	주요 산업	승인된 주요 기업·사업	상장시장	증시 파급 경로
직접투자	2.83조원	AI·반도체·바이오·로봇	리벨리온, 업스테이지, 퓨리오사AI, 리가켄바이오, 원익로보틱스	코스닥·비상장	성장자금 → R&D·사업화 → 성장주 가치 제고 및 IPO 기대
간접투자	1.59조원	첨단산업·방산·콘텐츠	20개 이상 자펀드, 국민참여펀드, K-콘텐츠펀드, LIG D&A, CJ포디플렉스	코스피·코스닥·비상장	자펀드 → 다수 성장기업 투자 → 민간자금 유입·수혜 확산
인프라투융자	6.87조원	AI·데이터센터·에너지	국가AI컴퓨팅센터, 스마일게이트 데이터센터, 신한우이 해상풍력, 영양 육상풍력	관련 상장사 전반	인프라 구축 → 장비·전력·부품 발주 → 관련 밸류체인 수혜
저리대출	6.59조원	반도체·AI·이차전자·바이오	삼성전자, NAVER, LG에너지솔루션, SK바이오사이언스, LS전선, 두산테스나 등	코스피·코스닥	금융비용 ↓·CAPEX ↑ → 실적 개선 → 대형주·소부장 동반 수혜
종합	17.9조원	첨단산업 전반	26개 기업·4개 인프라 사업·1개 부처협업펀드	코스피·코스닥·비상장	기업 성장 + 밸류체인 확산 + IPO → 증시 전반 파급

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터
주: 승인규모는 8월말 현재

14. BDC, 정책자금과 IPO를 잇는 연결고리

- ▶ BDC의 관건은 민간·기관자금을 유입시켜 정책자금과 IPO 사이의 성장자금 공백을 메우는 데 중점
 - 기업성장집합투자기구(BDC)는 올해 3월 시행된 제도로, 비상장 벤처기업 등에 60% 이상 투자하는 상장 공모펀드
 - 정책자금 → BDC·민간 성장자본 → Scale-up → Pre-IPO → IPO → 기관투자의 연결고리 역할 기대
- ▶ BDC는 아직 시장 초기 단계로, 민간 성장자본의 본격적인 유입 통로로 평가하기에는 이른 상황
 - 기관자금 유입과 우량 투자처 확보, 운용 트랙레코드 축적이 향후 시장 안착의 핵심 과제
 - 현재 출시 상품이 제한적인 가운데, 개인투자자 참여 유인을 높일 배당소득 9% 분리과세 등 세제지원 입법도 지연

BDC1호 신한혁신기업성장투자신탁제1호

구분	신한혁신기업성장투자신탁제1호
운용사	신한자산운용
출시	2026년 4월 22일
성격, 규모 및 구조	국내 1호 BDC, 약 300억원, 5년 만기 폐쇄형
초기 투자자	기관·전문투자자 중심
핵심 투자	혁신·성장기업 + 세컨더리 투자
투자 비중	자산의 60% 이상을 혁신기업 투자 및 LP지분 유동화 중심 세컨더리에 배분
투자 전략	초기 스타트업보다는 일정 수준 검증된 성장기업 중심 벤처 세컨더리 외에 직접대출·인수금융·메자닌 등 크레딧 전략도 병행
일반투자자	제도·세제 기반 마련 후 참여 및 상장 확대 추진

자료: 신한자산운용, 키움증권 리서치센터

- ▶ 일본 JIC는 장기 정책자본을 마중물로 민간 위험자본 유입과 성장기업 투자·기업재편을 촉진, 기업 경쟁력과 기업가치 제고를 통한 중장기 자본시장 발전에 초점
- ▶ JIC 사례는 정책자금의 성과가 단기 지수 수급보다 성장기업 육성 → 민간 위험자본 유입 → 기업가치 제고로 이어지는 선순환에 있음을 시사

한국 국민성장펀드와 일본 JIC 비교

구분	한국 국민성장펀드	일본 JIC (Japan Investment Corporation, 산업혁신투자기구)
출범	2025년 12월	2018년 9월 (전신 INCJ 2009년 설립)
운용기간	2026년부터 5년간 자금 공급	법 개정을 통해 2050년 3월까지 연장
정책 목적	첨단산업 육성·생산적 금융 전환	산업경쟁력 강화·위험자본 공급 확대
자금 구조	정책금융 + 민간·연기금·국민자금	정부 출자 중심 + 민간자금 유도
투자 방식	직접·간접투자 + 인프라 + 저리대출	자체 운용펀드 + 민간펀드 출자
주요 대상	AI·반도체·바이오·로봇 등 첨단전략산업	전략산업·스타트업·벤처·기업재편
시장 역할	첨단산업으로 대규모 자금 이동	공공자금이 민간 위험자본의 마중물
증시 직접 영향	국민참여형 등을 통해 일부 직접 연결, 아직 초기 단계	주요 지수에 대한 직접 수급 효과 제한적
주된 증시 경로	성장기업 투자 → Scale-up·IPO·상장시장 활성화	성장투자·기업재편 → 기업가치 개선·IPO/M&A
핵심 키워드	산업으로의 자금 이동	위험자본 선순환

자료: 금융위원회, Japan Investment Corporation(JIC), 키움증권 리서치센터

16.

JIC의 시사점, IPO 전후를 잇는 연속적인 성장자본

- ▶ JIC는 IPO 전 성장자금뿐 아니라 기존 투자자의 지분 회수와 상장 후 후속투자까지 연결해 성장기업의 자본공급 단절을 완화
 - JIC는 VGF1·2를 통해 IPO 전 성장자금을 공급하고, OPF1의 Secondary(구주 거래) 투자로 회수경로를 마련하는 한편 상장 이후에도 후속 성장자금을 공급
- ▶ JIC 사례는 정책자금의 증시 효과도 단기 지수 상승보다 민간 위험자본 유입 → 성장기업 육성 → 우량 IPO → 상장 후 기업가치 제고로 이어지는 선순환에 주목할 필요가 있음을 시사

JIC의 성장단계별 자본공급 체계

단계	JIC의 구체적 펀드	규모	역할
Growth	Venture Growth Fund No.1 (VGF1)	1,200억엔	성장·후기 스타트업에 대규모 자금 공급 → IPO 전 Scale-up 지원
Growth 확대	Venture Growth Fund No.2 (VGF2)	2,000억엔	Series B 이후 성장기업 중심 → 딥테크·생명과학 등 지원 확대
Secondary	Opportunity Fund No.1 (OPF1)	400억엔	기존 VC·주주 지분 인수 → 회수경로 제공·성장기간 확보
Aftermarket	Opportunity Fund No.1 (OPF1)	위 400억엔 내	상장 후 성장기업에 추가 자금 공급 → IPO 이후 성장 지원

자료: JIC, 키움증권 리서치센터

17. 집행에서 기업가치 성장으로

- ▶ 국민성장펀드의 중장기 성과는 ‘얼마나 빠르게 집행하느냐’를 넘어 ‘어떤 기업을 성장시키고 민간자본을 얼마나 끌어들이느냐’가 핵심
 - 초기에는 집행 규모·속도가 중요하지만, 중장기 증시 효과는 민간자금 유입 → Scale-up → 우량 IPO → 상장 후 기업가치 성장의 선순환 구축 여부가 결정
- ▶ 일본은 JIC의 위험자본 공급과 TSE Growth 상장유지 기준 강화를 병행해 기업 성장과 시장의 질적 개선 유도
 - TSE Growth는 2030년부터 시가총액 기준을 ‘상장 10년 후 40억엔 → 상장 5년 후 100억엔’으로 강화
- ▶ 국민성장펀드 역시 집행 확대 → 민간자본 유입 → 우량기업 육성 → 상장 후 성장으로 성과를 확장하고, 기업 선별·퇴출을 병행해야 코스닥 질적 개선과 기관투자 기반 확대 가능

일본 JIC 사례의 자본시장 시사점

구분	일본 JIC 사례	시장 의미
정책 역할	민간투자가 부족한 영역에 위험자본 공급	자본시장 저변 확대
성장 지원	Growth 단계 Scale-up 자금 공급	우량 IPO 후보 확대
회수 구조	기존 투자자 지분 회수 지원 → 조기 IPO 압력 완화	IPO 질 개선
상장 이후	상장 후 후속 성장자금 공급	상장 후 기업가치 성장
민간 참여	정책금융을 매중물로 민간·기관자금 유입	기관투자 기반 확대
시장 규율	Growth 시장 상장유지 기준 강화 병행 (자금공급과 기업 선별·퇴출 병행, 거래소 개혁)	성장시장 질적 개선
성과 평가	집행액보다 민간자금 유입·후속 성장에 초점	지수보다 기업가치에 초점

자료: JIC, JPX, 키움증권 리서치센터

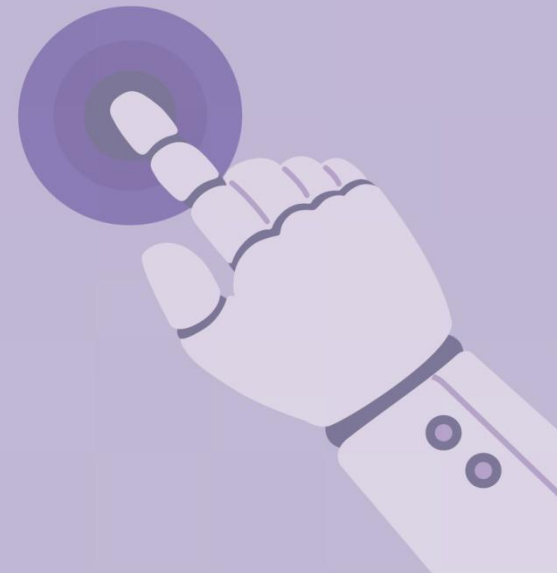
- ▶ 단기 지수 상승보다 국민참여형 자금이 집중되는 중소형 성장주의 종목별 수급 효과에 주목
- ▶ 중기적으로는 정책자금이 수주·실적 개선과 우량 IPO로 실제 전이되는지를 핵심 투자기회로 판단
- ▶ 장기적으로 민간·기관자금의 후속 유입 → 성장자본 선순환이 형성될 경우 성장주·코스닥의 구조적 Re-rating 가능
- ▶ 국민성장펀드의 증시 효과는 단기 수급보다 기업 실적 개선과 성장기업 육성, 민간자본 유입으로 이어지는지가 핵심

국민성장펀드의 증시 영향과 투자전략 포인트

구분	투자전략 포인트	증시 시사점
① 지수 영향은 제한적	국민참여형의 직접 장내유입은 지수 전체보다 중소형 성장주의 종목별 유동성에 더 큰 영향	지수보다 종목별 수급 효과에 주목
② 실적 개선과 IPO가 핵심	기존 상장기업의 수주·EPS 개선과 비상장 성장기업의 Scale-up → IPO를 투자기회로 추적	실적 개선 + 우량 IPO가 핵심 투자기회
③ 민간자본 유입의 재평가의 조건	JIC처럼 Growth → Secondary → Post-IPO의 자금공백을 메우고 민간·기관자금의 후속 참여를 유도	자금 선순환이 형성될 때 구조적 Re-rating 가능

자료: 키움증권 리서치센터

II. 디지털자산, 금융시장의 경계를 넓히다



- ▶ 정부의 주요 국정과제 중 하나인 디지털자산 생태계 구축은 최근 글로벌 금융시장에서 활발하게 논의되는 사안
- ▶ 글로벌 디지털자산 정책은 가상자산(Crypto) 규율을 넘어 블록체인을 기존 금융 인프라에 접목하는 방향으로 확대
- ▶ 국내에서 디지털자산과 관련하여 논의되어 온 분야는 크게 ①비트코인 등 가상자산 현물 ETF 허용, ②원화 기반 스테이블코인 발행, ③토큰증권 등 분산원장 시스템의 금융시장 도입 등으로 구분
 - 각각 ①새로운 투자자산의 제도권 금융시장 편입, ②화폐·지급결제 인프라의 디지털화, ③기존 금융자산의 거래·결제 방식 변화를 의미
 - 결과적으로 투자대상과 경로를 넓혀 금융상품과 시장 인프라의 외연 확대, 거래 접근성 및 효율성 개선으로 연결

현 정부의 국정과제 중 디지털자산 관련 내용

구분	내용
과제 목표	- 디지털자산 규율체계 마련 및 디지털자산 현물 ETF·토큰 증권 관련 제도 정비 - 블록체인 산업 경쟁력 강화를 위한 혁신로드맵과 「블록체인기본법」 마련
주요 내용	① 디지털자산 규율체계 마련 - 디지털자산 상장·공시, 사업자 유형별 영업행위 규제 마련 등을 통한 건전한 시장기반 조성 - 스테이블코인 발행·유통 관련 이용자 보호, 글로벌 정합성, 통화·외환정책 영향 등을 고려한 규율체계 신속 마련
	② 디지털자산관련 상품 제도화 - 금융·디지털자산 시장과 연계 리스크, 실물경제 영향, 투자자 편익 등을 감안하여 현물 ETF 도입 추진 - 가상자산 현물 ETF, 스마트 컨트랙트 기반 토큰증권 발행·유통 제도 도입
	③ 블록체인 산업 지원 강화 - 블록체인 산업 안정적 성장 지원을 위해 「블록체인산업 경쟁력 강화방안」, 「블록체인기본법」 마련 - 혁신적 블록체인 서비스 자유로운 테스트 환경 조성 - 기업 성장 촉진 및 인프라 확충, 블록체인 특구 신설 방식 제고
기대효과	- 건전한 디지털자산·블록체인 생태계 조성을 통한 디지털자산 산업 성장 및 투자자 편익 제고 - 통화 자산의 디지털화 추세에 선제적 대응, 송금 등 지급결제 편의 향상

자료: 법제처, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 하반기 경제성장전략에서도 블록체인과 디지털자산을 금융 인프라 혁신의 주요 수단으로 제시
 - 국채 토큰화 및 CBDC 연계, 스테이블코인, 블록체인 기반 국경간 결제 등으로 활용 범위 확대 등의 내용을 언급
 - 관련 내용은 '원화 국제화 로드맵' 내 디지털 결제 인프라 구축 관련 내용에도 언급
- ▶ 다만 실제 사업화를 위해서는 디지털자산기본법과 자본시장법 등 관련 제도 정비가 선행될 필요
 - 해외 디지털자산 규제를 살펴보면, 토큰의 정의나 토큰에 따라 적용되는 근거법 등이 이미 명시되어 있으나 우리나라의 경우 디지털자산과 관련된 사업을 금지하는 방향으로 규제를 해온 만큼 뚜렷한 기준 부재

2026년 하반기 경제성장 전략 중 디지털자산 관련 내용

구분	내용
블록체인 산업	- 블록체인 및 디지털자산 생태계의 혁신 성장을 위한 대형실증사업, 선도기술 확보 등 산업경쟁력 강화방안 추진
국채 토큰화	- 국채의 블록체인 기반 토큰화 통해 금융인프라 혁신 본격화 • 한은 기관용 CBDC와 연계한 국채 토큰화 실증 시범사업 추진 • 한은 CBDC 인프라와 여타 블록체인 간 연계 위한 상호운용성 확보 방안 검토
디지털자산 기본법 입법 추진	- 디지털자산업 세분화, 영업행위 규제 및 스테이블코인 제도를 위한 디지털자산기본법 입법 추진 • 2단계 입법과 연계해 국경간 스테이블코인 거래 등 제도화 방안을 마련하고, 현물ETF 관련 자본시장법 개정안 입법 지원
탄소크레딧	- 국제기구(UNFCCC, GGGI) 등과 협력하여 GVCМ* 탄소 크레딧을 생성하고, 블록체인 기반으로 관리·거래하는 방안 마련 * Global Voluntary Carbon Market Aligned with the Paris Agreement

자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

원화 국제화 로드맵 중 디지털자산 결제 인프라 관련 내용

구분	내용
스테이블코인 제도화	- 원화 스테이블 코인(SC)의 발행·유통·거래 근거를 마련하고, 국경간 유출입에 대해서도 제도화 • '디지털자산기본법'제정에 맞추어 '외국환거래법' 등 개정 추진('27년)
국채 토큰화	- 한은 기관용 CBDC와 연계한 국채 토큰화 실증 시범사업 추진('27년)
디지털 국제결제	- 블록체인·CBDC 기반으로 디지털 국경간 지급결제시스템을 구축하는 프로젝트 아고라*에 정식멤버로 참여 • 표준체계 구축 과정에서 한국은행의 블록체인 기반 기관용 CBDC 및 예금 토큰 인프라인 프로젝트 한강 추진 경험 등 공유 • 아고라 상용화 과정에서 국내 금융기관의 적정 사업기회 발굴

자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국내 디지털자산 제도화 시기가 불확실한 상황이나, 주요 금융기관들은 미국의 사례를 참고하여 관련 사업을 미리 준비 중
- 은행은 스테이블코인과 관련한 인프라 확보를 중점으로 PoC를 진행 중이며, 증권사는 토큰증권 발행·유통 인프라 구축을 시작으로 최근 일부 증권사는 가상자산 거래소 지분 매입을 진행

2025년 9월 이후 국내 금융회사의 디지털자산 관련 사업 준비 현황

업권	업권별 핵심 방향성	금융회사	주요 내용
은행	스테이블코인 결제·송금·수탁 인프라 확보	KB금융	- Circle과 스테이블코인 발행·관리 PoC, KG이니시스 등과 결제·정산·해외송금 실증
		NH농협은행	- 글로벌 사업자와 스테이블코인 활용 테스트펀드 PoC, 토큰증권 청약·결제·정산 활용 실증
		신한금융	- Visa와 스테이블코인 발행·송금·상환 및 결제 인프라 실증
		우리은행	- 쿠팡과 스테이블코인 결제·정산 PoC, 은행계좌와 디지털월렛을 연결하는 온·오프랜프 구축
		카카오뱅크	- 원화 스테이블코인 관련 상표권 확보, 발행·유통 사업 진출 공식화
		하나금융	- 디지털자산 TF 및 원화 스테이블코인 컨소시엄 구성, 두나무 지분 투자 및 BitGo Korea 연계 커스터디 기반 확보
증권	가상자산 거래소 지분 확보 및 토큰증권 발행·유통 인프라 구축	KB증권	- Canton Network 등과 DLT 기반 금융상품 및 토큰화 자산 인프라 구축 추진
		NH투자증권	- 코스콤 STO 플랫폼 참여 및 정형증권 토큰화 추진
		미래에셋증권	- 그룹 차원의 코빗 인수, DTCC 토큰화 워킹그룹 참여 등 글로벌 토큰화 사업 확대
		삼성증권	- 삼성 계열사와 두나무 지분 투자, STO 발행·유통 및 가상자산 서비스 협력
		신한투자증권	- STO 얼라이언스 기반 토큰증권 발행·유통 및 조각투자 플랫폼 사업화 준비
		한국투자증권	- 코인원 지분 투자, 토큰증권·스테이블코인 등 디지털금융 신사업 추진
		한화투자증권	- 디지털월렛·토큰화 사업 추진, 두나무 지분 확대를 통한 거래소 연계 강화
자산운용사	펀드·ETF 등 금융상품의 토큰화	미래에셋자산운용	- 글로벌 ETF·블록체인 사업 확대, ETF 토큰화 클래스 도입 등 토큰화 금융상품 사업화

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2024년 미국의 비트코인 현물 ETF 승인 이후 국내에서도 가상자산 현물 ETF 도입 논의가 진행되었으나 상품 출시를 위한 제도적 기반이 아직 부재
 - 현행 자본시장법상 ①가상자산의 ETF 기초자산 편입 근거가 부재하며, 현물 ETF 운용에 필요한 ②가상자산의 신탁재산 편입 및 전문기관을 통한 수탁·보관 체계 역시 마련되지 않은 상황
 - '25년 가상자산의 기초자산·신탁재산 편입과 전문기관 수탁을 허용하는 자본시장법 개정안이 발의됐으나 현재까지 계류 중
- ▶ 금융회사의 가상자산 직접 취급에 대해 금융당국의 신중한 기조가 지속되고, 가상자산 법인 시장 개방도 지연
 - 현재 비영리법인·거래소의 현금화 목적 매도(1단계)만 시행 중. 상장사·전문투자자 등록법인 매매(2단계)는 당초 '25년 하반기 시행 예정이었으나 현재까지 시행 일정 미정

국내 비트코인 현물 ETF 출시 제약 요인

구분	내용
기초자산 문제	- 현행 자본시장법상 가상자산을 ETF의 기초자산으로 명확히 인정할 근거가 미비 - 2025년 가상자산을 금융투자상품의 기초자산 범위에 포함하는 자본시장법 개정안이 발의됐으나, 이후 입법 진전은 제한적
수탁 및 운용 인프라 문제	- 현물 ETF 운용을 위해서는 운용사의 실제 가상자산 보유와 전문기관을 통한 수탁·보관 체계가 필요 - 현행 제도에서는 가상자산의 신탁재산 편입, 전문 가상자산사업자에 대한 보관·관리 위탁 등의 법적 근거가 충분히 정비되지 않은 상황. 관련 내용이 2025년 자본시장법 개정안에 포함됐으나 계류 중
금융회사 가상자산 취급 제한	- 금융당국의 기존 금융-가상자산 분리 기조는 여전히 유지 - 2025년 발표된 '법인의 가상자산시장 참여 로드맵'에 따라 단계적 시장 개방을 추진하고 있으나, 금융회사는 법인 시범거래 대상에서 제외 - 더욱이 법인의 매매 거래도 여전히 불가능한 만큼 금융회사의 직접 취급 논의까지는 추가적인 제도 정비 필요

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

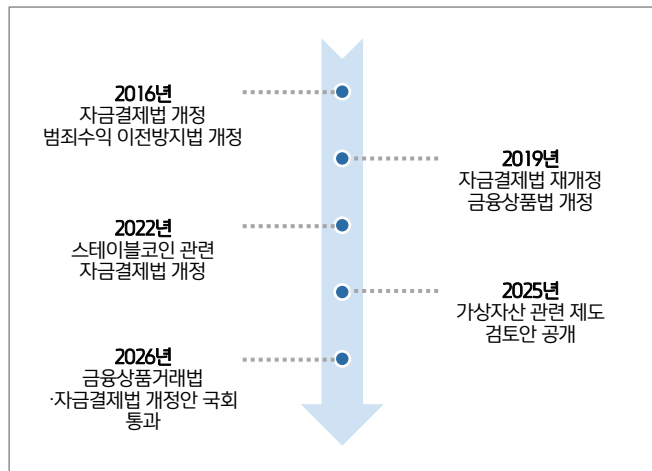
법인의 가상자산시장 참여 로드맵(2025년 금융위 발표)

허용 범위	허용 대상	보완장치	현황
(1단계) 매도 거래	법집행기관	-	가능
	지정기부금단체·대학교 학교법인	수령 및 현금화 기준·절차 마련	
	가상자산 거래소	이용자 이해상충방지	
(2단계) 매매 거래	상장회사·전문투자자 등록법인(금융회사 제외)	자금세탁방지 보완 등	불가능
(3단계) 매매 거래	일반 법인	외환·세제 등 관련 제도 정비	불가능

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 일본은 최근 가상자산을 기존 금융시장 내 투자상품으로 편입하는 방향으로 정책 기조를 변화하는 중
 - 일본은 2016년부터 가상자산 규제체계를 마련했으나, 자금결제법을 중심으로 가상자산을 규제해 투자상품으로의 금융시장 편입에 한계
 - 또한 가상자산이 투자신탁의 주된 투자대상인 '특정자산'에 포함되지 않아 일본 내 현물 ETF도 부재
- ▶ '26년 7월 금융상품거래법·자금결제법 개정을 통해 가상자산 거래 규율을 금융상품거래법 중심으로 재편하고, 공시·업규제·불공정거래 등 투자자 보호체계를 확대. 동시에 ETF·세제 등 금융상품 관련 제도도 함께 정비
 - 금융청은 투신법 시행령 개정을 통해 가상자산 ETF 조성을 허용하는 방향으로 제도를 마련 중

일본의 디지털자산 규제 동향



자료: 한국금융연구원, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

일본 디지털자산 규제 개편의 의미

구분	기존 규제	규제 개편
가상자산 규율	- 자금결제법 중심	- 금융상품거래법(金商法) 중심으로 전환
가상자산 법적 성격	- 결제·교환 중심 규율	- 유가증권과는 구별되는 금융상품으로 규율
금융업의 가상자산 활용	- 금융회사 취급 제한적	- 투자운용·투자자문 등 금융상품 규율 적용 확대
ETF 투자대상	- 투신법상 특정자산에 미포함 → 조성 불가	- 투신법 시행령 개정을 통해 ETF 조성 허용 추진
과세	- 암호자산 종합과세 중심	- 일정 요건 충족 시 20% 분리과세 체계로 전환 추진

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

06.

원화 스테이블코인 지연, 정책 이벤트에 좌우되는 관련주의 주가

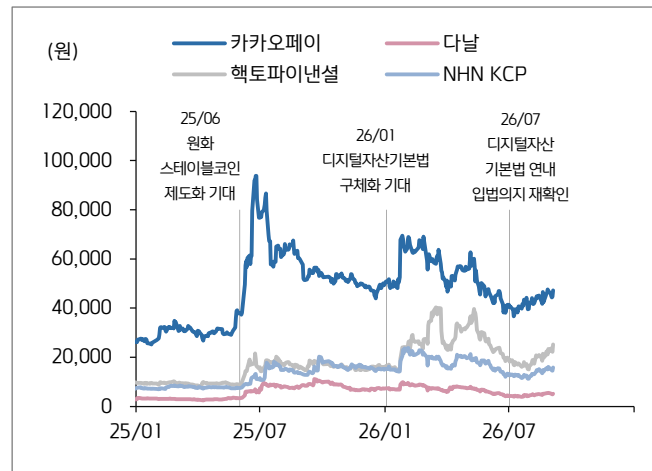
- ▶ 원화 스테이블코인도 제도적 기반 부재 속 도입 지연. 스테이블코인 발행주체나 감독체계 등 주요 쟁점에 대한 합의가 여전히 진행 중이기 때문
 - '25년 6월 미국에서 USDC 발행사인 서클이 상장하고, 같은 해 7월 GENIUS Act도 대통령 서명을 거치면서 국내에서도 원화 스테이블코인 제도화 논의를 시작
- ▶ 이에 스테이블코인 관련 사업 진행 의지를 보인 기업들의 주가는 펀더멘털보다 정책 이벤트에 민감하게 반응
 - 준비자산 운용과 스테이블코인 결제·정산·송금 등 신규 수익원 기대가 주가 상승으로 연결
 - 그러나 이는 실제 사업성과보다는 법안 발의·정부 정책 등 제도화 기대가 주가 상승의 주요 동력으로 작용한 결과
 - 이에 관련주 주가는 정책 이벤트 전후로 급등한 뒤 되돌림이 나타나는 모습

디지털자산기본법 입법 논의 타임라인

구분	내용
2025.06	- 민주당 민병덕 의원 등 37인 '디지털자산기본법안' 발의 - 디지털자산 발행·공시·사업자 인가, 스테이블코인 규율 포함
2025.07	- 민주당 안도걸 의원 등 10인, 스테이블코인 특화 법안 발의 - 국민의힘 김은혜 의원 등 10인 스테이블 코인 특화 법안 발의 - 원화 스테이블코인 발행, 준비자산, 상환 규율 쟁점화
2025.09	- 국민의힘 김재섭 의원 등 10인 디지털자산시장 통합법안 발의 - 디지털자산 개념, 사업자 인가 및 등록, 이용자보호, 스테이블코인 발행 및 상환 등을 포괄
2026년 상반기	- 은행 중심 스테이블코인 발행, 거래소 자본 제한, 해킹 책임 등을 두고 정부·여야 업계 간 이견 지속 - 정부위 법안심사1소위 안전에서 디지털자산기본법 제외되며 상반기 논의 무산 - 민주당 디지털자산 TF, 하반기 디지털자산 법안 추진 의지 재확인

자료: 키움증권 리서치센터

스테이블코인 테마주로 언급되는 기업의 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 다만 입법 지연에도 원화 스테이블코인을 향후 금융·결제 인프라에 활용하려는 정책 방향은 유지
 - 주요국은 스테이블코인 규율체계를 마련하고 자국통화 기반 디지털머니의 발행도 가능해, 달러 스테이블코인 확산에 대응할 수 있는 제도적·상품적 기반을 확보. 반면 국내는 관련 법적 부족으로 이러한 기반 부재
 - 정부는 '원화 국제화 로드맵'을 통해 원화 스테이블코인의 발행·유통·거래 및 국경간 지급결제 제도화 추진 계획을 밝힘
- ▶ 9월 중 관련 법안이 다시 추진될 경우 주식시장에서는 '스테이블코인 테마' 자체보다 최종 제도 설계에 따른 실제 사업 참여 여부가 중요, 특히 결제·정산·수탁 등 유통 인프라 참여 여부에 따라 기업별 수혜가 차별화될 전망
 - 발행주체가 은행 중심으로 결정될 경우 준비자산 운용 등 직접 수익은 발행기관인 은행에 집중될 가능성. 다만 준비자산 현금 비중과 운용 가능 자산 범위, 원화 스테이블코인의 발행 규모 등에 따라 발행사의 실제 수익성 역시 달라질 수 있음

주요국 스테이블코인 규제 현황

	한국	미국	일본	싱가포르	캐나다
스테이블코인 규제체계	X	O	O	O	O
	영국	프랑스	독일	이탈리아	스위스
	O	O	O	O	O
소관법령	한국	미국	일본	싱가포르	캐나다
	X	GENIUS Act	자금 결제법	MAS SRF	주 정부 증권 규제
	영국	프랑스	독일	이탈리아	스위스
	FSMA 2023	MiCA	MiCA	MiCA	FMIA

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

국내 스테이블코인 규제의 주요 쟁점과 논의 현황

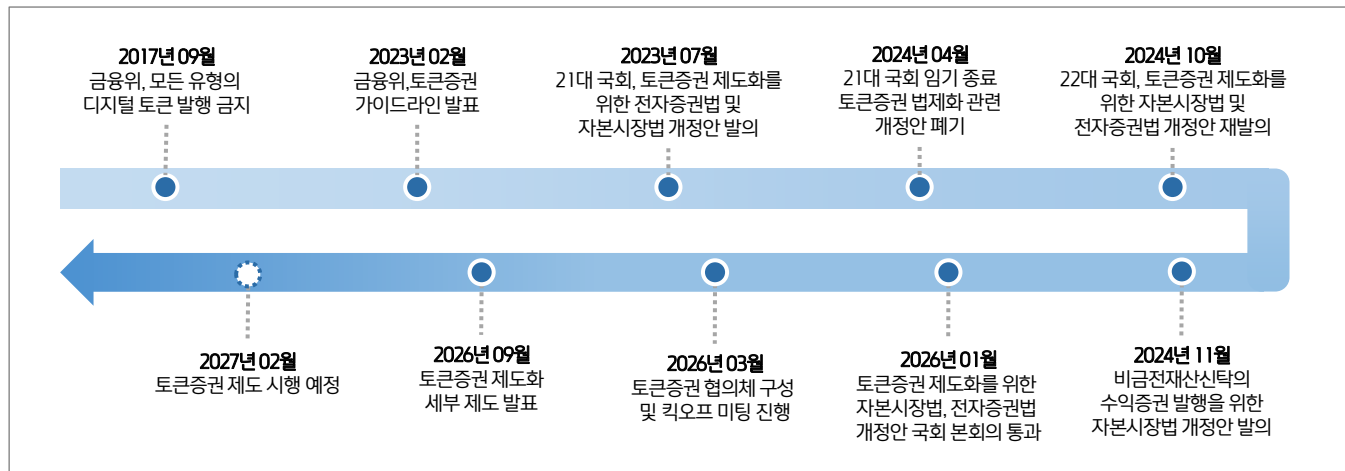
구분	내용	현황
발행주체	은행+핀테크 컨소시엄 방식이 유력하나 은행 50%+1주(51%를)여부가 최대 쟁점	X
발행인가 및 감독	금융위 인가 체계를 기본으로 하되 한은의 참여·견제 장치 필요성 논의	X
준비자산	현금·예금·단기 국공채 등 고유동성 안전자산 100% 수준 보유 방향	O
상환	보유자의 액면가 상환청구권 보장, 준비자산 분리보관	O
이자·리워드 지급	지급결제형 스테이블코인의 예금 대체·머니마켓화 방지를 위해 제한하는 방향이 강함	△
해외 스테이블코인 규제	USDT·USDC 등 국내 유통 시 국내 규제체계 편입 필요성에는 공감	△
거래소와 발행사 관계	발행·유통의 이해상충 방지 필요, 거래소가 직접 발행하거나 계열 발행사를 밀어주는 문제	X

자료: 금융위원회, 한국은행, 국회입법조사처, 키움증권 리서치센터

*O: 원칙 합의, △: 기준 조정, X: 논의 지속

- ▶ 국내 디지털자산 정책 중 제도화가 가장 앞서 있는 분야는 토큰증권. 2026년 1월 15일 전자증권법·자본시장법 개정안의 국회 본회의 통과로 국내 토큰증권 시장의 제도적 기반 마련
- ▶ 법 시행 시기는 공포 후 1년으로 관련 법은 2027년 2월 시행 예정이며, 현재 세부 인프라 구축 단계 진입
 - 금융위원회는 법 시행과 동시에 국내 토큰증권 시장이 시작될 수 있도록 토큰증권 협의체를 구성하고 미팅을 통해 세부적인 내용을 꾸준히 논의
 - 토큰증권 협의체는 ①기술·인프라, ②발행, ③유통, ④결제 4개의 분과를 구성하여 운영 중

국내 금융당국과 정부의 토큰증권 규제 및 정책 동향 타임라인



자료: 금융위원회, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 9월 공개된 세부 제도의 가장 큰 변화는 초기 토큰화 범위가 조각투자 중심에서 MMF·비상장주식 등 일부 정형증권으로 확대된 점
 - 2023년 가이드라인에서도 주식·채권 등 정형증권의 토큰화 가능성은 제시했으나, 실제 규제 당국의 관련 논의는 조각투자 등 비정형증권을 중심으로 진행
 - 그러나 금융위가 발표한 세부 제도에서는 기관 전용 MMF·사채와 비상장주식 등 전통 증권이 1단계 토큰화 대상에 포함된다는 점을 언급

2023년 토큰증권 가이드라인 vs 2026년 토큰증권 세부 요건

구분	2023년 가이드라인	2026년 세부 제도와 방안	주식시장 측면의 의미
① 토큰증권 적용범위 확대	주식·채권 등 정형증권도 토큰화 가능하다는 원칙적 방향 제시. 실제 시장은 조각투자·비정형증권 중심	기관전용 사모 MMF·사채 → 비상장주식 → 공모증권으로 단계적 토큰화 로드맵 구체화	토큰증권이 조각투자 중심의 별도 시장에서 기존 자본시장 상품 전반으로 확대
② 비상장주식 토큰화	비상장주식 토큰화 가능성은 제시했으나 구체적인 구현방식·도입시점은 불명확	'27.2월부터 기존 비상장주식을 신탁하고 신탁수익증권을 토큰 형태로 발행하는 방식 추진	비상장주식에 대한 소액 투자 및 유통 편의성 제고, 투자자 접근성 확대 가능
③ 공모·상장증권 토큰화	토큰증권은 실질적으로 비상장·장외시장 활용에 초점. 상장 시 기존 전자증권 인프라 활용을 상정	1단계 검증 이후 공모증권 토큰화로 확대, KRX 중심 상장주식 토큰화 모델 검증·시범사업 병행	토큰증권의 활용범위가 비상장·장외시장에서 기존 상장 주식시장까지 확대될 가능성
④ 결제 인프라 온체인화	분산원장은 증권 권리기록에 활용하고 결제는 기존 현금·증권결제 인프라 이용	초기에는 기존 결제체계를 유지하되, 장기적으로 스테이블코인 등을 이용한 온체인 결제 추진	증권의 발행·유통뿐 아니라 결제까지 디지털화, 자본시장 인프라 전반의 온체인 전환 가능성

자료: 금융위원회, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1단계 토큰증권 시장은 기존 증권 인프라를 블록체인으로 전면 대체하기보다 현행 전자증권 체계와 블록체인 인프라를 결합하는 방식으로 출발
 - 이는 토큰증권의 안정성·효율성, 기존 시장 인프라와의 결합 가능성을 확인하는 과정
- ▶ 토큰화 가능한 정형증권은 기관 전용 사모 MMF와 비상장주식 등으로 한정. 이는 권리 관계와 거래구조가 비교적 명확하기 때문
 - 기관전용 사모 MMF의 경우 예탁원이 발행심사·총량관리 등 기존 전자등록기관 역할을 수행
 - 비상장주식은 의결권·배당·신주인수권 등 주식 자체의 권리는 기존 전자증권 시스템에서 관리하고, 토큰증권 인프라는 이러한 기존 권리체계 위에서 수익증권의 발행·유통과 권리관리를 담당하는 구조

1단계 정형증권 토큰화 대상 및 방식(2027년 2월 도입)

시기	기관전용사모 MMF	비상장주식
대상	기관투자자 전용 사모 MMF	전자증권으로 발행된 비상장주식
토큰화 방식	사모 MMF 수익증권을 토큰증권 형태로 발행·유통	비상장주식을 예탁원·신탁업자에 신탁한 뒤 '비상장주식 신탁 수익증권'을 토큰증권으로 발행
투자자범위	기관투자자 한정	자료상 기관투자자 한정 규정 없음
권리관리	예탁원은 발행심사·총량관리 등 전자등록기관 역할 수행, 펀드 운용지시·투자재산 관리 등은 참여 금융회사 담당	의결권·배당·신주인수권 등 주식 권리는 기존 전자증권 시스템에서 관리, 토큰증권 인프라에서는 수익증권 권리 관리
추진방향	기관투자자 대상 발행·유통을 우선 테스트한 뒤 일반투자자 대상 공모로 확대	국내주식 소수단위 거래와 유사한 구조를 활용해 비상장주식 토큰화 추진
정책상 의미	정형증권 토큰화를 기관시장부터 검증하고, 안정성·효율성·시장수요 점검 후 공모시장으로 확대	비상장주식의 소수단위 투자 기반 마련 및 권리관리 효율화
향후 계획	2단계에서 일반투자자 대상 공모 MMF 등으로 확대	별도로 KRX 중상장주식 토큰화 모델 검증·시범사업 추진

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1단계를 통해 기존 자본시장과 블록체인의 결합 가능성을 검증하고, 2단계에서는 공모·상장증권으로 적용범위를 순차적으로 확대
 - 한국거래소를 중심으로 기존 상장주식의 토큰화 모델 검증과 시범사업도 병행하면서, 토큰증권의 활용범위를 비상장·장외시장에서 기존 상장시장으로 넓히는 방향
- ▶ 장기적으로는 스테이블코인 등 결제자산까지 온체인에서 연결해 증권의 거래·결제 인프라 자체를 디지털화
- ▶ 온체인 결제 구현으로 금융자산과 결제자산 간 전환이 실시간에 가까워질 경우, 결제 대기성 현금과 단기 유희자금을 줄일 가능성

국내 토큰증권 단계별 로드맵

구분	1단계('27년 2월 법 시행)	2단계	3단계
기존 정형증권	- [펀드] 기관투자자 전용 사모MMF 토큰화 - [채권] 기관투자자 전용 사모사채 토큰화 - [주식] 신탁방식을 이용한 비상장주식 토큰화	- 1단계 토큰화의 안정성·효율성·시장수요 점검 후 공모 증권 토큰화 등으로 인프라 확충	- 스테이블코인 등을 결제수단으로 하는 온체인(On-chain) 결제 인프라 구축
신종 비정형증권	- [조각투자] 공모 조각투자증권 토큰화 - 상대적으로 권리 관계가 단순하고 규모가 크지 않아 시스템 구축에 용이 - 단 조각투자는 투자자 보호 측면에서 기초자산의 적격성 등 관련 별도 모범규준 적용		

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터 / * 스테이블코인은 추후 '디지털자산법'의 국회 논의를 거쳐서 도입될 예정

- ▶ 국내 디지털자산 제도화가 진행되는 가운데, 제도 정비 이후 금융시장이 어떻게 확장되는지 확인하기 위해 미국 사례에 주목
- ▶ 트럼프 행정부 출범 이후 미국의 디지털자산 정책은 제도화와 산업 육성 방향으로 전환
 - GENIUS Act 제정 이후 CLARITY Act 입법이 지연되고 있으나 미국 내 '디지털자산 규제 명확성 확보'라는 큰 틀에 변화 부재
 - SEC의 Project Crypto와 SEC·CFTC 공동 해석지침 등을 통해 현행법상 디지털자산 관련 규제 기준을 구체화했기 때문
- ▶ 이에 미국 내에서 디지털자산의 법적 성격과 금융기관의 사업 가능 범위가 점차 명확해지는 중

2025년 이후 현재까지 미국 디지털자산 규제 관련 타임라인

시기	내용	시사점
2025.01	- 트럼프 디지털자산 행정명령 및 SEC Crypto Task Force 구성, SAB 121 폐지	- 미국 내 가상자산 규제 기초가 제재·차단에서 제도화·육성으로 전환
2025.03	- Operation Choke Point 2.0 해체(OCC·FDIC·Fed)	- 은행권의 가상자산 사업 참여를 제한했던 감독상 장벽 완화
2025.07	- CLARITY Act, Anti-CBDC Act의 하원 통과 및 GENIUS Act 제정 - SEC, Project Crypto 출범	- 미국 디지털자산 규제의 법률적 기본 틀 마련 - GENIUS Act: 스테이블코인의 발행·준비자산·상환 규율 법제화 - Project Crypto: 기존 증권법을 기반으로 디지털자산 시장 규제 현대화 착수
2026.03	- SEC·CFTC 디지털자산 공동 해석 지침 발표	- 토큰의 법적 성격과 SEC·CFTC 관할 기준을 보다 명확하게 정립
2026.08	- SEC의 Regulation Crypto Assets 제안 - CLARITY Act 상원 심사 지속	- Regulation Crypto Assets: 토큰 발행·자금조달 규칙 구체화 - CLARITY Act 포괄적 시장구조 입법 논의 지속

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ CLARITY Act는 크립토 3법 중 가장 중요한 법안으로 판단. 디지털자산의 규제 불확실성 해소가 기대되기 때문
- 해당 법안은 상원 심사 및 대통령 서명을 거쳐야 하고, 세부 규정도 마련되어야 해 실제 법안 통과 및 시행에 시차 존재

미국 '크립토(Crypto) 3법' 주요 내용

법안	내용
Clarity Act	(디지털자산의 법적 성격 및 감독권 명확화) - 디지털 상품과 증권형 토큰을 구분하고 각 유형별로 명확한 감독 권한 부여 - 디지털 상품은 상품선물거래위원회(CFTC), 증권형 토큰은 증권거래위원회(SEC), 허가된 스테이블코인은 지니어스법상 감독 기관이 감독 - 디지털 상품은 일정한 기술적·거버넌스 기준을 충족하는 '성숙한 블록체인 시스템'(mature blockchain system) 상에서 운영되는 디지털 자산 • 성숙한 블록체인 시스템 요건: 탈중앙화, 분산거버넌스, 임의제한 불가성, 투명성, 오픈네트워크, 비집중적 소유구조 기술 인증 - 상세정보 사전 공개, 투자자보호조치 등 일정 요건을 충족하는 경우에 한하여 SEC 등록 없이 디지털 자산 발행 가능 (최초 발행일부터 연간 최대 7,500만 달러 상당) • 다만, 4년 이내 해당 네트워크가 '성숙한 블록체인 시스템'으로 인정받지 못할 경우 해당 디지털 자산은 증권법상 '투자계약'에 해당하는 자산으로 간주. 이에 과거에 적용되었던 등록 면제가 소급하여 철회될 수 있음
GENIUS Act	(스테이블코인 발행 및 감독체계 수립) - 발행인 인허가제 도입 및 발행인 자격 기준 마련 • 스테이블코인 발행인 유형: 1)연방예금보험이 적용되는 예금기관(은행 등의 자회사로서 연방감독기관의 승인을 받은 자 2)통화감독청(OCC)의 인가를 받은 비은행 금융회사, 3)주(州) 정부의 인가를 받은 사업자로서, 연방예금보험이 적용되는 예금기관(또는 그 자회사)이 아니고, 총 발행 물량이 100억 달러 이하인 자 - 1:1 지급준비 의무 및 준비자산 요건(현금, 단기 국채 등 고유동성 자산) 제시 - 공시 및 외부감사, 자금세탁방지 준수 의무 - 통화감독청(OCC), 미 연준, 연방예금보험공사(FDIC) 등 연방 감독기관이 인허가 및 감독 권한 행사 - 스테이블코인 발행인의 업무 범위 제한: 예치이자 지급, 고수익·고위험 금융 활동을 영위할 수 없음 - 수탁 요건 및 소비자 보호 의무 - 시행 예정일 및 유예기간: 법 제정일(2025년 7월 18일)로부터 18개월 또는 주요 연방 스테이블코인 감독기관(연준, OCC, FDIC 등)이 하위 시행규정을 공포한 후 120일 중 빠른 날 시행. 발행인 요건을 충족하지 못한 스테이블코인의 판매 제한은 법 제정일로부터 3년 후(2028년 7월 18일)부터 적용
Anti-CBDC Act	(미 연준의 CBDC 발행 및 운영 전면 금지) - 미 연준의 직접·간접 CBDC 발행 금지, CBDC 연구·시험 및 통화정책 사용 전면 금지 - 민간 스테이블코인에 대한 예외: '달러화'로 표시되고, 개방형, 무허가형(Open, Permissionless) 구조를 가지며, 현금 수준의 프라이버시를 보장하는 디지털 화폐'에 대해서는 본 법이 적용되지 않음을 명시

자료: 법무법인 세종, congress.gov, 키움증권 리서치센터

주: GENIUS Act는 대통령 서명까지 마무리되어 2026년 8월부터 규제 당국의 시행 규칙이 발표되는 중

- ▶ 2025년 7월 미 증권거래위원회(SEC)는 '프로젝트 크립토'를 통해 미국 내 디지털자산 규제 현대화와 함께 금융시장의 온체인 활용 확대 방향을 제시

SEC가 발표한 프로젝트 크립토(Project Crypto) 내용

구분	내용
가상자산 온쇼어링 (Onshoring Crypto)	- 미국 내 명확한 규제 프레임워크를 마련하여 가상자산의 발행 및 유통 촉진 - 대부분의 가상자산은 증권이 아니며, 명확한 가이드라인을 통해 분류 가능하도록 추진 - 만약 가상자산이 증권으로 분류된다면, 맞춤형 공시, 예외 규정 등을 도입하여 미국 내에서 네트워크 보상 등이 합법적으로 진행될 수 있도록 지원
커스터디 및 거래소 선택권 확대 (Enhancing Freedom)	- 셀프 커스터디(Self-Custody) 권리 강화, SEC 등록 중개업자의 수탁 규제 완화를 통해 수탁 옵션 다양화 추진
슈퍼앱 허용 (Facilitating Super-Apps)	- 하나의 라이선스로 가상자산·증권·스테이킹·대출 등 다양한 서비스를 한 플랫폼에서 제공 가능하도록 제도화 - 비증권/증권형 토큰의 동시 거래가 가능한 환경 조성
온체인 소프트웨어 시스템 허용 (Unleashing U.S. Markets)	- 탈중앙화 금융(DeFi: Decentralized Finance), 자동화 시장 조성자(AMM: Automated Market Maker) 등의 온체인 시스템이 미국의 증권시장 안에서 운영될 수 있도록 규제 완화 - 토큰화 증권의 온체인 거래를 위한 규제 개정 등을 검토
혁신 면제 추진 (Fostering Innovation)	- 기존의 규제 맞지않는 신기술이나 서비스에 대해 최소한의 요건만 적용하는 등 새로운 사업 모델의 빠른 시장 출시를 허용하기 위한 방안 마련

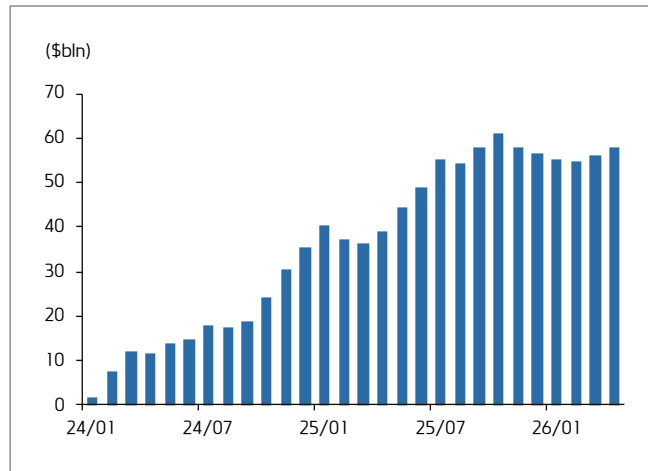
자료: SEC, 키움증권 리서치센터

13.

미국 디지털자산 제도화, TradFi와 Crypto 간 투자경로 확대

- ▶ 미국의 제도화 이후 가장 먼저 나타난 변화는 전통 금융시장과 가상자산 시장 사이의 투자 접근경로 확대
 - 전통 금융시장 투자자는 현물 ETF를 통해 기존 증권계좌에서 가상자산에 투자할 수 있게 된 반면, 가상자산 투자자는 RWA(Real World Assets)를 통해 국채, 상품, 주식 등 전통 금융자산에 접근
- ▶ 이는 전통 금융권(TradFi)과 가상자산 업권(Crypto)이 별개의 금융시장으로 성장하기보다 서로의 자산과 인프라를 활용하는 방향으로 융합되고 있음을 시사

미국 비트코인 현물 ETF 누적 자금 유입 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 RWA 프로젝트

구분	종류	기초자산	TVL
전통 금융회사	BlackRock (BUIDL)	Treasury Bills	\$2.9b
	Franklin Templeton(BENJI)	Treasury Bills	\$0.9b
	WisdomTree(WTGXX)	Other Fixed Income, Onchain Equity, MMF	\$1.0b
가상자산 업권	Tether Gold(XAUT)	Commodities	\$3.3b
	Paxos Gold(PAXG)	Commodities	\$2.2b
	Ondo(USDY)	Treasury Bills, Other Fixed Income	\$1.4b
	Centrifuge(JTRSY)	Treasury Bills	\$1.4b
	Spiko(EUTBL)	Treasury Bills	\$1.0b
	Maple(syrupUSDT)	Private Credit	\$0.6b

자료: DefiLlama, 키움증권 리서치센터
주: 26/09/03 기준

- ▶ 디지털자산 산업의 성장과 제도화는 가상자산 투자상품 확대뿐 아니라 기존 증시에서는 보기 어려웠던 새로운 사업모델을 상장기업 형태로 투자할 수 있는 기회로 연결
- ▶ 과거 디지털자산 관련 상장주는 거래소와 채굴기업을 중심으로 구성되었으나 최근에는 스테이블코인 발행, 토큰화 서비스, 디지털자산 운용 및 인프라 제공 등으로 다변화
 - 이는 디지털자산 산업의 성장이 글로벌 주식시장의 투자가능 유니버스를 어떻게 넓히고 있는지 보여주는 사례로 보임

미국 디지털자산 관련 상장 주식 분류

분류	종목티커	회사	주요 사업모델
거래소·수탁	COIN	Coinbase	거래·수탁·Prime·온체인 인프라
스테이블코인	CRCL	Circle Internet	USDC·결제·Stablecoin Infrastructure
토큰화/RWA	SECZ	Securitize	토큰화 증권·Transfer Agent
시장 인프라	BLSH	Bullish	기관용 가상자산 거래소·토큰화 증권 거래
디지털 금융	GLXY	Galaxy Digital	기관 거래·수탁·운용·투자·인프라
리테일 플랫폼	HOOD	Robinhood	주식·Crypto·Tokenized Assets
BTC Treasury	MSTR	Strategy	BTC 보유·자본시장 조달
Mining / Digital Infra	MARA	MARA	BTC 채굴·에너지·Compute
	CLSK	CleanSpark	BTC·전력·데이터센터

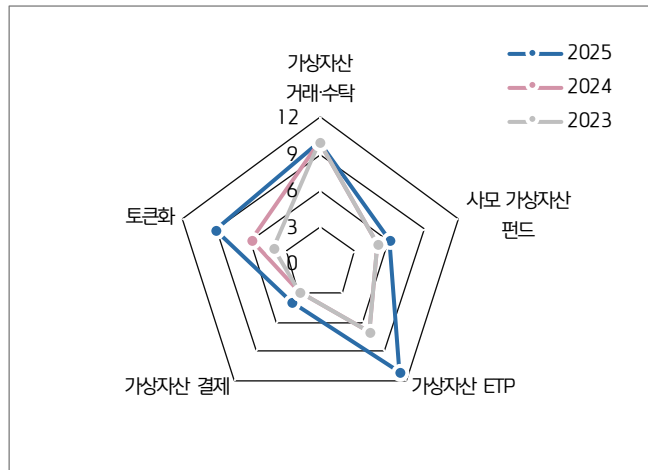
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15.

미국 금융기관, 디지털자산 관련 사업영역 확대

- ▶ 미국 주요 금융기관들은 최소 한 가지 이상의 디지털자산 관련 서비스를 검토·운영 중이며 관심 범위도 확대 추세
- ▶ 초기에는 가상자산 거래·수탁 및 ETP 등 투자상품을 중심으로 접근했으나, 최근으로 갈수록 결제, 토큰화 등 금융 인프라 영역까지 관심 범위가 넓어지는 중
 - '23년: ETF 승인 기대와 기관투자자 수요를 반영한 거래·수탁 및 투자상품 출시가 핵심 축
 - '24년: 비트코인 현물 ETF 출시를 계기로 자산운용사와 증권사를 중심으로 본격적인 시장 참여 시작
 - '25년: 스테이블코인 결제, 온체인 정산, MMF·채권·예금의 토큰화 등 금융 인프라 영역으로 전략 범위 확장

'23, '24, '25 미국 금융기관 디지털자산 관련 관심 변화



자료: Bitwise, 키움증권 리서치센터
 주: 2023년 14개사, 2024년 15개사, 2025년 16개사 기준

'25년 미국 금융기관의 디지털자산 관련 관심 영역

기관	가상자산 거래·수탁	사모 가상 자산 펀드	가상자산 ETP	가상자산 결제	토큰화
은행권	●	●	●	●	●
수탁은행	●		●		●
자산운용사	●	●	●		●
증권사	●		●		
결제사				●	●
시장운영사	●		●		●

자료: Bitwise, 키움증권 리서치센터
 주: Bitwise 보고서는 2025년 9월 30일 기준 작성

16.

미국 대형 금융사, 블록체인·토큰화를 통한 사업모델 확장

- ▶ 미국 대형 금융사의 디지털자산 전략도 가상자산 투자상품 제공에서 기존 금융서비스의 온체인화로 확대
 - JPMorgan은 결제·예금·담보, Goldman Sachs는 발행·사모시장, BlackRock은 자산운용·MMF를 중심으로 각자의 기존 금융사업에 온체인 인프라를 결합
 - 이에 디지털자산 사업의 수익모델도 거래·ETF 수수료 중심에서 결제·발행·운용 등 기존 금융서비스의 수익원으로 확장되는 모습

기관별 디지털자산 관련 사업 현황 정리

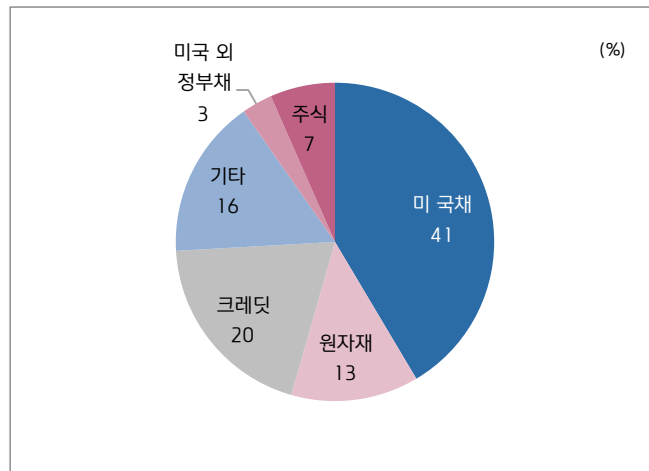
기관	JPMorgan	Goldman Sachs	BlackRock
주요 전략	Kinexys 기반 기관 결제·예금·담보·토큰화 추진 기관 대상 BTC·ETH 현물 트레이딩 출시	토큰화 발행 플랫폼(GS DAP) 운영 BTC·ETH ETF 자산 매입·중개	가상자산 현물 ETF 출시와 BUIDL을 통한 ETF 및 MMF 사업 확대
주요 서비스	기관 결제, 예금, 담보, FX, 국경 간 결제	디지털 채권 발행, 사모시장 토큰화	가상자산 현물 ETF, 토큰화 MMF
최근 동향	온체인 결제 네트워크 운영 확대	발행시장 수수료 확대 및 신규 딜 확보	IBIT 대규모 자금 유입, BUIDL 성장
기대효과	결제 비용 절감 및 24시간 유동성 운영	디지털 채권 프로젝트 다수 수행	ETF 이후 온체인 운용시장 선점
사업성과	비용 절감 및 기관 고객 락인	프로젝트성 수수료 일부 발생	ETF 운용 보수

자료: 언론사 정리, 각 사, 키움증권 리서치센터

17. 자산토큰화, 채권에서 주식으로 확대

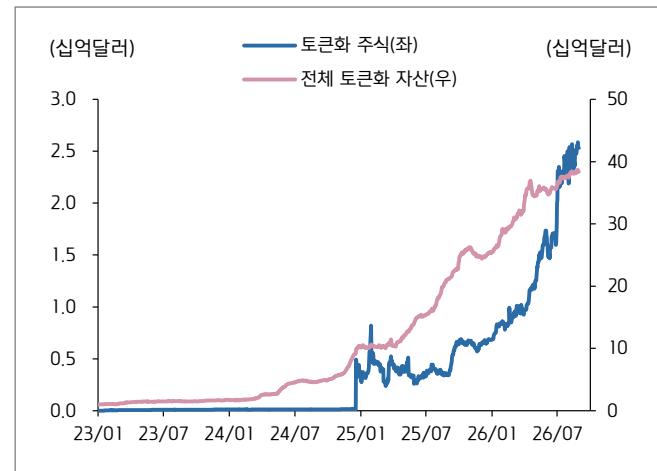
- ▶ 자산토큰화는 국채 중심에서 주식으로 영역을 넓혀 기존 증권시장과의 접점을 확대
 - 현재 토큰화 자산은 미국 국채 비중이 가장 높으나, 최근 주식 토큰화 시장도 빠르게 성장
 - 초기 토큰화 주식은 Crypto-native 사업자가 비미국 투자자를 대상으로 제공하는 간접발행형 상품 중심으로 형성
간접발행형의 경우 투자자가 주가 변동에 따른 경제적 이익만 취하는 구조. 24/7 거래, 즉시 결제, 고레버리지, 소수점 매매 등의 서비스를 제공한다는 점이 장점이나, 상품 구조 상 거래상대방 위험, 유동성 리스크를 내재
- ▶ 최근에는 Nasdaq·NYSE 등 기존 시장운영사도 기존 주주권을 유지하는 토큰화 증권 도입을 추진하면서 관련 시장의 범위가 확대

RWA 시장 내 자산별 비중



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

전체 토큰화 자산과 토큰화 주식 규모



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국에서는 개별 금융회사의 디지털자산 사업 확대를 넘어 예탁원(DTC)·거래소 등 증권시장 인프라 자체의 온체인 전환으로 확대
 - 나스닥의 토큰화 주식 관련 규칙 변경과 DTC의 토큰화 서비스 추진 등을 통해 기존 상장증권을 블록체인 기반으로 거래·관리할 수 있는 제도적·기술적 기반이 순차적으로 구축
 - DTC는 2026년 7월 DTC 보관증권을 토큰화하여 실제 거래를 처리했으며, 10월 기관 참여사를 대상으로 한 정식 플랫폼 출시 예정
 - JP Morgan·나스닥·NYSE 등 TradFi 기관과 Circle·Ondo Finance·Ripple Prime 등 Crypto-native 사업자가 워킹그룹에 참여해 기존 금융시장과 온체인 인프라의 연결을 공동 검증

미국 주식 토큰화 서비스 관련 타임라인

구분	내용
2025년 12월	- DTC, SEC 규제 절차를 거쳐 토큰화 서비스 추진 기반 확보 - Russell 1000 구성 종목, 주요 ETF, 미국 국채를 대상으로 3년 한시 운영 허가
2026년 3월	- Nasdaq, SEC로부터 토큰화 주식 거래 규칙 변경 승인
2026년 4월	- NYSE, 토큰화 증권 거래 규칙 변경안 제출 및 즉시 효력 발생
2026년 5월	- DTCC, 토큰화 서비스 로드맵 공식 발표. TradFi·DeFi 50개 이상 기관으로 구성된 산업 워킹그룹 출범 공개 - Stellar 네트워크 연동 계획 발표. 2027년 상반기 라이브 배포 목표
2026년 7월	- Russell 1000·주요 ETF·미국 국채 대상 제한적 실거래 개시. 기술·운영 워크플로우 검증 목적
2026년 10월	- 플랫폼 정식 출시 예정. DTC 참여기관이 토큰화 장부 관리를 표준 서비스로 선택 가능
2027년 상반기	- Stellar 네트워크 연동 라이브 배포. DTC 수탁 증권의 퍼블릭 체인 첫 거래 개시

자료: DTCC, SEC, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 나스닥의 주식 토큰화는 기존 상장시장과 투자자 권리를 유지하면서 블록체인 기반 이전·결제 기능 추가 방식
 - 나스닥은 이를 위해 2025년 9월 주식 토큰화 도입을 위해 SEC에 규정 변경을 신청, 2026년 3월 승인 완료
 - 토큰화 증권은 기존 주식과 동일한 CUSIP과 주주권을 유지하며 기존 시장 규칙·가격정보·투자자 보호체계 안에서 거래
- ▶ 나스닥은 별도의 토큰화 시장을 만드는 것보다 기존 증권시장에 블록체인 레이어를 결합해 결제 효율성과 담보 이동성을 높이는 데 초점

나스닥의 토큰화 제출 관련 Q&A

질문	답변
나스닥의 SEC 규정 변경 신청 내용	- 회원사와 투자자들이 나스닥 증권시장에서 거래하는 주식 및 상장지수상품 (ETPs)을 토큰화할 수 있도록 SEC(미국 증권거래위원회)에 규정 변경 제안
토큰화 증권이 현행 규칙 안에서 거래 가능하다고 생각하는 이유	- 전통적 주식과 토큰화 주식은 동일한 CUSIP 번호를 공유하며, 두 주식 모두 동일한 주주 권리와 특권을 보장 - 두 형태의 주식은 동일한 나스닥 주문장(Order Book)에서 동일한 실행 우선순위로 거래 - 즉, 거래 단계에서는 차이가 없으며, 결제 시점에 참여자가 선택할 경우에만 토큰화
토큰화 증권 거래 가능 시기*	- SEC가 제안을 승인한 이후, 업계 이해관계자들과의 조율을 거쳐 안정성·공정성·투자자 보호가 보장되는 적절한 시점에 시행될 예정
기존 증권 거래 방식 대비 실질적인 장점	- 상장 증권을 토큰화하여 세계적으로 가장 신뢰받고 유동성이 풍부한 시장 규칙과 보호 장치 속에서 거래할 수 있도록 만들 - 이는 유동성 분산을 방지하고, 더 빠르고 효율적인 결제, 담보 이동성, 강화된 시장 접근성 등 미래 혁신의 플랫폼 제공 가능
증권 토큰화 권한을 가지는 주체	- 미국 예탁결제원(DTC)이 토큰 형태로 거래를 청산 및 결제하는 방식을 사용할 예정
토큰화된 증권의 시장 데이터 배포 방법	- 현행 시장 규칙에 따라, 토큰화된 증권도 전통 증권과 동일한 가격·사전 거래 데이터 인프라를 사용 - 별도의 데이터 피드나 가격 체계는 없으며, 모든 가격 정보는 기존 나스닥 데이터 피드를 통해 배포되어 완전한 투명성을 유지
투자자나 발행사가 토큰화된 증권의 결제 위치를 확인하는 방법	- 발행사와 투자자는 스마트 계약 주소와 거래 내역을 통해 소유권 이력을 추적 가능

자료: Nasdaq, 키움증권 리서치센터

*주: SEC 규정 변경 승인 완료. 실제 거래 개시는 DTC 토큰화 서비스 및 후속 시장 인프라 구축과 연동

- ▶ NYSE는 기존 시장 인프라를 활용하는 나스닥과 달리, 24/7 거래와 블록체인 기반 즉시결제를 지원하는 별도 토큰화 플랫폼 구축을 추진. 현재 개발 및 규제 협의 단계에 머무르고 있음
 - NYSE는 '26년 1월 토큰화 증권 플랫폼 개발 계획을 발표하고 Securitize와 협력을 위한 MOU 체결
 - NYSE가 추진하는 토큰화 주식은 기존 주식과 동일한 주주권을 보장하되, 달러 단위·소수점 거래와 On-chain DvP, 실시간 자산 이전 등을 목표
 - 또한 증권의 거래뿐 아니라 결제자산까지 온체인으로 연결하는 구조를 지향. BNY·Citi 등과 토큰화 예치금 및 스테이블코인 기반 자금 인프라를 검토하고 있기 때문

NYSE 토큰화 주식 서비스 개요

구분	내용
대상자산	- 상장 주식 및 ETF 등 기존 NYSE 상장 종목 토큰화 - 향후 네이티브 디지털 증권 포함 가능성
투자자 권리	- 의결권, 배당권, 청산 시 잔여재산청구권 동일 보장 등 기존 주식과 동등한 권리 - 전통 주식과 상호 전환 가능(Fungible)
거래 방식	- 24시간 7일 거래 목표 - 달러 단위 주문 및 소수점 단위 매매 가능 - NYSE Pillar 매칭 엔진 활용
청산·결제	- 블록체인 기반 즉시결제(Instant Settlement) 지향 - On-chain DvP 및 실시간 자산 이전 체계 구축 목표
자금 인프라	- 스테이블코인 기반 자금 예치 검토 - 멀티체인 결제 인프라 구축 추진
시장 인프라	- 디지털 담보관리 기능으로 확장 가능성 - 글로벌 투자자 접근성 강화

자료: NYSE, 키움증권 리서치센터

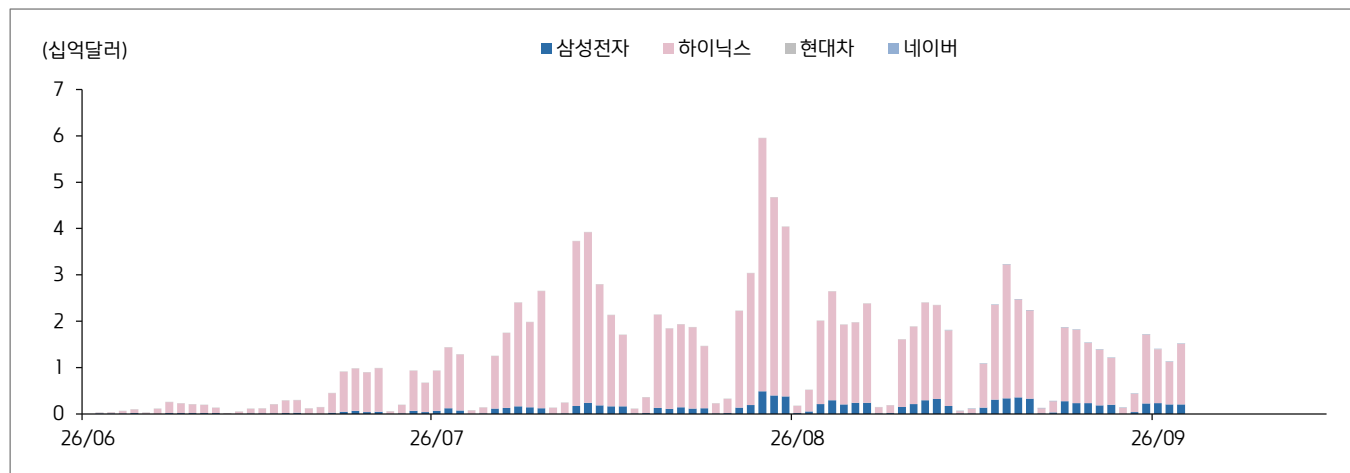
나스닥과 NYSE 토큰화 주식 서비스 비교

구분	나스닥	NYSE
대상 자산	- 상장 주식 및 ETF 토큰화(기존 상장증권 기반)	
투자자 권리	- 토큰화 주식에 대해 의결권·배당권·청산 시 잔여재산청구권 등 기존 주식과 동등한 권리 보장	
규제 프레임워크	- 기존 시장 규칙·투자자 보호 체계 내에서 거래되도록 설계	
접근방식	- 기존 인프라 + 블록체인 레이어	- 토큰화 전용 신규 플랫폼
결제	- T+1, DTC 유지	- 즉시결제(Instant Settlement)
거래 시간	- 기존 운영시간	- 24시간 7일 목표
자금 인프라	- 기존 활용	- 스테이블코인·멀티체인

자료: Nasdaq, NYSE, 키움증권 리서치센터

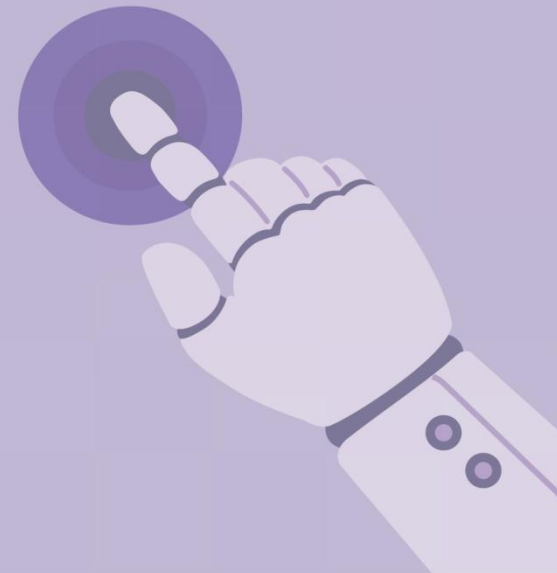
- ▶ 주식 토큰화는 단순한 결제 효율화에 그치지 않고, 거래시간과 글로벌 투자자의 접근 경로를 확대하는 방향
이는 글로벌 디지털자산 플랫폼의 전통자산 연계 상품에서 이미 등장
 - 최근 Binance에서는 삼성전자·SK하이닉스·현대차·NAVER·KODEX200 ETF 등을 기초로 한 무기한선물 거래를 지원
 - 해당 상품은 국내 상장주식의 직접 거래나 토큰화 주식과는 구분되지만, 기존 국내 증권시장 밖에서 한국 주식에 접근할 수 있는 새로운 투자접점
- ▶ 향후 디지털자산 인프라 확대는 한국 주식의 글로벌 투자경로를 넓히는 요인이 될 것으로 전망
 - 실제 외국인 자금 유입과 기업가치 재평가로 이어지기 위해서는 국내 자본시장 자체의 투자매력 개선이 전제되어야 함

바이낸스 국내 주식-USDT 일일 거래량 추이



자료: Binance, 키움증권 리서치센터

III. 코리아 프리미엄이 만들어 내는 리레이팅

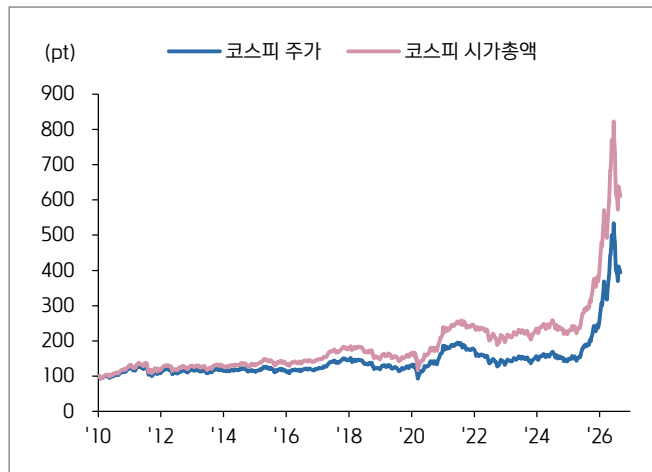


01.

코리아 디스카운트의 정당성, 낮은 주주환원율에서 주로 기인했던 상황

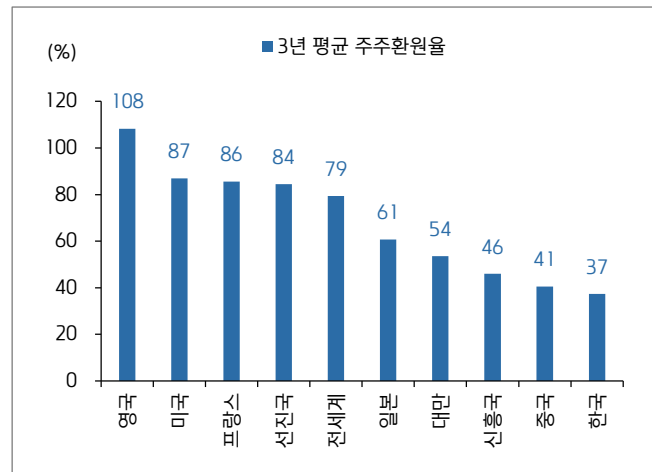
- ▶ 그동안 코스피 지수 상승률과 시가총액 증가율 사이의 격차가 확대된 데에는 신규 상장, 증자 등 주식 공급 증가가 영향을 미쳤음. 이 격차만으로 기존 주주의 가치 희석을 단정할 수는 없지만, 시장 전체의 규모 확대가 기존 주주의 투자 성과 개선과 반드시 일치하지는 않음을 보여주는 대목
- ▶ 한국의 3년 평균(2023~2025년) 주주환원율은 37%로 미국(87%), 선진국 평균(84%), 대만(54%), 중국(41%) 등을 하회. 기업이 창출한 이익이 배당과 자사주 매입, 소각을 통해 주주에게 돌아가는 비중이 상대적으로 낮았다는 점은 코리아 디스카운트의 주요 배경으로 지목됐던 상황

코스피 주가와 시가총액 격차 변화(2010년 이후)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 3년 평균 주주환원율 비교(2023~2025년)



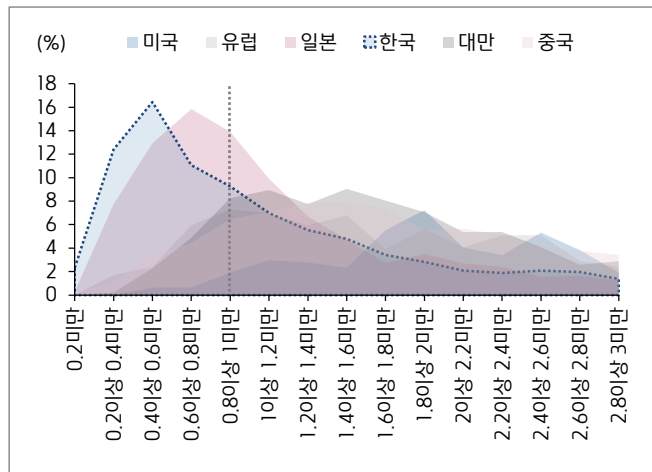
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

달리 말하면, 주주환원 업사이드 잠재력이 여타 증시 대비 높음을 시사

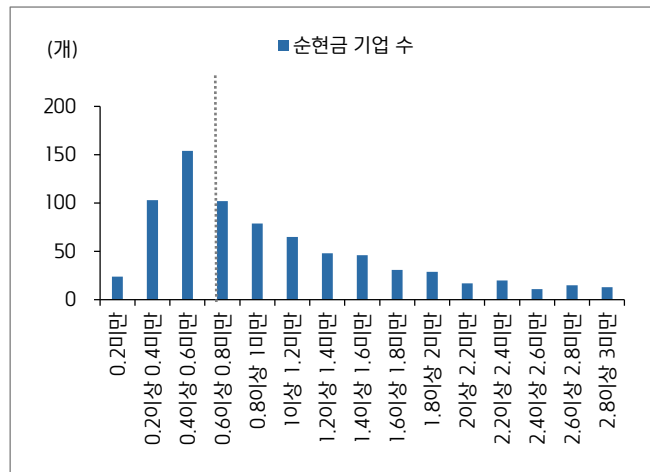
- ▶ 코스피, 코스닥 합산 PBR 1배 미만 기업 비중은 전체 상장사 대비 51%로 주요국 대비 높은 수준이며, PBR 1배 미만 기업 중 순현금 기업의 비중은 50.1%로 절반을 상회
- ▶ 달리 해석해보면, 여타 증시에 비해 이 같은 순현금을 주가 리레이팅을 위한 주주환원 확대에 사용하라고 요구할 기업이 늘어날 수 있음을 시사
- ▶ 최근에는 거버넌스 개선에 대한 사회적 공감대가 형성됨에 따라 국내 증시의 취약한 기업 지배구조는 국내 상장사를 대상으로 기업 가치제고를 요구할 명분으로 작용하는 흐름
- ▶ 결국 할인 해소의 핵심은 이익 증가와 함께 해당 이익이 주주가치 개선으로 연결된다는 신뢰를 높이는 데에 있다고 판단

주요국 PBR 구간별 기업 비중



자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 PBR 구간별 순현금 기업 수

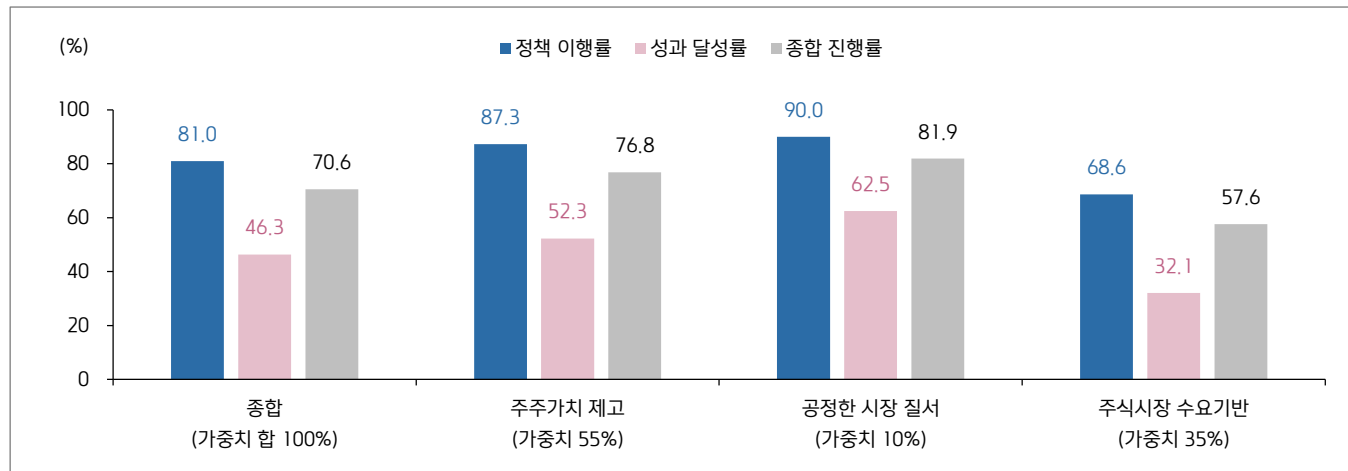


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 순현금 = 현금성자산 - 차입금

- ▶ 정부의 '코리아 프리미엄' 정책은 현재 이행을 기준 약 81%까지 진행. 이사의 주주 충실의무, 자사주 원칙적 소각, 중복상장 규제 등 코리아 디스카운트 해소 정책들은 상당 부분 입법, 시행 단계에 진입.
- ▶ 다만 실제 시장 성과 달성률은 약 46%로, 정책 이행 속도에는 미치지 못하는 상황. 정책 실패라기보다 '제도를 만드는 단계'에서 '기업과 기관투자자의 행동을 바꾸는 단계'로 넘어가고 있음을 의미.
- ▶ 특히 자사주 소각 확대 등 주주환원에서는 초기 성과가 확인되고 있지만, 기관투자자의 적극적인 관여, MSCI가 요구하는 외국인 시장 접근성 개선, IPO, 코스닥으로의 장기자금 유입 등은 아직 초기 단계
- ▶ 결국 향후 코리아 프리미엄의 성공 여부는 추가적인 상법 개정보다 이미 마련된 제도가 실제 ROE 개선, 자사주 소각, 배당 확대와 장기 기관, 외국인 자금 유입으로 이어지는지에 달려 있을 전망

코리아 프리미엄을 향한 자본시장 혁신, 진행률



자료: 키움증권 리서치센터

▶ 계산식

- 정책 이행률: 세부과제 가중치 X 정책 단계 점수 / 성과 달성률: 세부과제 가중치 X 성과 점수

▶ 핵심 가정

- 정책 이행 가중치 : 70%, 법, 제도, 규정이 실제로 얼마나 구축 및 시행됐는지
- 성과 달성 가중치 : 30%, 기업 행동, 대외평가 등에서 실제 변화가 확인되는지

▶ 시장 영향 가중치

- 주주가치 제고 가중치: 55%, 코리아 디스카운트 핵심인 지배구조, 자본 배분
- 공정한 시장 질서 가중치: 10%, 리스크 프리미엄, 시장 신뢰도
- 주식시장 수요기반 가중치 : 35%, 외국인 접근성, 기관 수요

정책 단계 점수 로직

정책 단계 점수	점수	판정 기준	예시
미착수	0	공식 조치 없음	국정과제 문구만 존재
검토	20	정부, 당국이 검토 또는 방향성 제시	검토 착수
발표/로드맵	40	대책, 로드맵, 가이드라인 초안 발표	정책 방향 공식화
입법/규정 추진	60	법안 발의, 입법예고, 공청회, 규정개정 절차 진행	제도화 절차 진입
통과/승인	80	법안, 규정 통과 또는 승인, 완전 시행 전	공포 후 시행 대기
시행/운영	100	법, 규정이 실제 시행되고 운영 중	시장 적용 단계

자료: 키움증권 리서치센터

성과 점수 로직

성과 점수	점수	판정 기준
미확인	0	측정 가능한 변화 없음
초기 신호	25	일부 기업, 기관의 행동 변화
초기 성과	50	복수의 지표/사례에서 정책 효과 확인
정책 단계	75	시장 전반에 행동 변화가 확산
목표 달성	100	구조적 변화가 정착되거나 최종 외부평가 목표 달성

자료: 키움증권 리서치센터

05.

코리아 프리미엄 세부 진행 상황, 주주가치 제고 중심으로 진행

코리아 프리미엄 세부 진행 상황

대분류	세부과제	현재 진행 상황	가중치	정책단계 점수	성과 점수	종합점수	정책기여도	성과기여도	종합기여도
주주가치 제고	이사의 주주 충실의무	상법 개정으로 이사는 회사 및 주주를 위해 충실히 직무를 수행한 의무가 명문화. 시행 단계.	15.0%	100.0	50.0	85.0	15.0	7.5	12.8
	자사주 원칙적 소각	신규 자사주는 원칙적으로 취득 후 1년 내 소각. 공시 강화도 추진.	15.0%	100.0	75.0	92.5	15.0	11.3	13.9
	합병, 분할 및 중복상장 일반주주 보호	중복상장 원칙금지(예외허용) 시행. 합병 공정가액 자본시장법 개정안은 국회 통과. 다만 의무공개매수, 신주우선배정은 미완결	15.0%	80.0	50.0	71.0	12.0	7.5	10.7
	스튜어드십 코드 내실화	2026년 상반기 개정안 마련 및 6월 공청회까지 진행. 기관투자자의 실제 행동 변화는 아직 초기.	10.0%	60.0	25.0	49.5	6.0	2.5	5.0
공정한 시장질서	불공정거래 원스트라이크 아웃	합동대응체제와 강화된 제재수단이 실제 집행 단계로 이동	5.0%	100.0	75.0	92.5	5.0	3.8	4.6
	AI 시장감시, 거래소 감시역량 확충	개인기반 감시체계, AI 활용 고도화 등 운영체계 강화. 다만 장기적 억제효과는 추가 검증 필요	5.0%	80.0	50.0	71.0	4.0	2.5	3.6
주식시장 수요기반	MSCI 선진국 편입, 외국인 접근성	MSCI 선진 지수 편입은 원화 역외거래, 옴니버스계좌, 결제, 공매도 운영부담 등 핵심 접근성 이슈가 미해결이라고 평가.	10.0%	60.0	25.0	49.5	6.0	2.5	5.0
	코스닥벤처펀드 활성화	공모주 우선배정 해택 연장·확대 및 관련 펀드 활용이 진행. 수요기반 확충 효과는 초기 확인 단계.	10.0%	80.0	50.0	71.0	8.0	5.0	7.1
	주식시장 재구조화 (코넥스-코스닥-코스피 재구조화)	코스닥 상장, 퇴출 제도 개선이 진행 중. 시장 간 역할 재정립 성과는 아직 진행형.	10.0%	60.0	25.0	49.5	6.0	2.5	5.0
	IPO 장기기관 수요, 의무부유 강화	자본시장법 개정안 국회 통과. 공모 6개월 후 시행 예정이라 성과는 아직 제한적.	5.0%	80.0	25.0	63.5	4.0	1.3	3.2

자료: 키움증권 리서치센터

06.



PBR의 기본 관계식

$$PBR = PER \times ROE$$

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE}}{(\text{COE} - g)}$$

밸류에이션 레벨업 조건

* **이익 성장** : 업황, 매크로

* ROE 개선 : 실적, 제도

* COE 하락 : 지배구조, 제도

정치 지형 & 투자 문화

주주가치 제고
& 거버넌스 개선

상법 개정안, 배당소득 분리과세

투명성 및
예측 가능성 향상
(신호이론, CAPM)

자본 비용(COE) 하락

밸류에이션 리레이팅 구조적 진행

상법 개정안, 자사주 소각 의무화

효율적인 자본 활용 & 의사 결정

밸류에이션 추정 불확실성 및 디스카운트 해소

ROE 개선 & 이익 성장률(g) 제고 & 주주 환원 여력 상승

~~기존 코스파
하단 PBR 0.8배~~

하단 PBR
레벨 상향

- ▶ 법적 강제성을 지닌 Hard Rule 중심의 상법 개정안은 대주주 견제 및 소수주주 의결권을 강화
- 특히, 집중투표제, 3%를 강화 등으로 비지배주주의 이사회/감사위원회 진입이 가능할 것으로 전망. 실효성 있는 제도가 뒷받침됨에 따라, 향후 소액주주 및 기관투자자 중심의 주주행동주의 확대될 전망

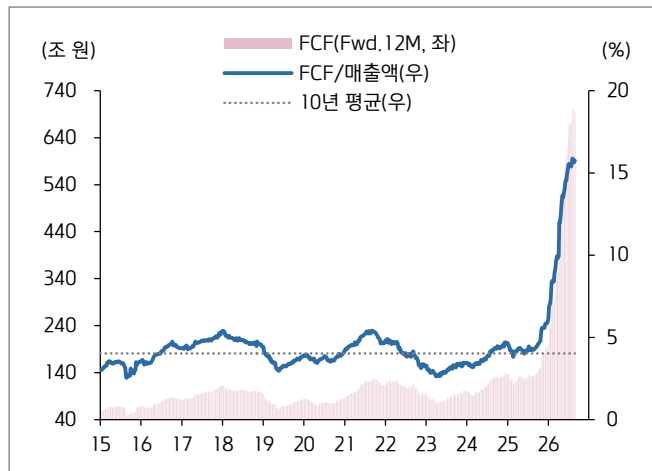
상법 개정안 주요 내용

항목	개정 내용	시행	기대효과
이사의 충실의무 확대	• 이사는 회사 뿐 아니라 '주주'에 대해서도 직무를 충실하게 수행 • 주요 변경 사항: 1) 총 주주 이익 보호: 개별주주가 아닌, 주주 전체를 하나의 집단으로 보고 집합적으로 이익 보호 2) 전체 주주의 공평 대우: 특정 주주나 지배주주에 치우치지 않고, 모든주주의 이익을 균등하게 고려	25년 7월 22일	일반주주 권리 보호 강화, 경영투명성 제고
독립이사 제도	• 상장사의 사외이사 '독립이사'로 명칭 변경하고, 의무선임 수 증원 • 주요 변경 사항: 1) 독립이사로 명칭 변경: 사내이사, 집행임원, 업무집행 지시자로부터 독립적으로 기능하는 이사 2) 선임기준: - 상장회사(자산2조미만): 이사총수의 1/3 이상 독립이사선임(기존 1/4) - 대규모상장회사(자산2조이상): 독립이사3명이상, 이사 총수의 과반수 확보	26년 7월 23일	소수주주의 권한 강화 및 경영참여 확대
감사위원 선임시, 3%를 확대	• 사외이사 감사위원 선임 또는 해임시 최대주주 의결권 3% 제한 적용 • 주요 변경 사항: 1) 사외이사가 아닌 감사위원 선임에만 적용된 최대주주 3% 합산률을 감사위원 전원에도 적용	26년 7월 23일	감사위원회 독립성 강화, 소수주주 권한 확대
전자주주총회 도입	• 상장사 전자주주총회 개최 허용 및 전자주주총회 참석시 소집지에 출석한것으로 간주 • 주요변경사항: 1) 현장 병행형 방식: 현장개회는 필수이며, 전자방식은 보조 형태로 운영 2) 개최 의무: 일반상장사는 이사회결의로 전자주주총회 개최가능하며, 시행령으로정하는 상장사는의무 개최	27년 1월 1일	주주 참여 확대
집중투표제	• 자산총액 2조원 이상 대규모 상장 회사의 100분의 1 이상주주의 청구가 있는 경우 집중투표제 실시 의무화	공포일 기준 1년 후	소수주주의 선임권강화, 기업지배구조개선
감사위원 분리 선출 정원 확대	• 대규모 상장회사의 경우, 의무적으로 분리 선출 해야하는 인원을 1인에서 2인으로 확대	공포일 기준 1년 후	감사 독립성 강화, 투자자신뢰향상
자사주 소각 의무화	• (법 시행 이후 예외 규정 외 새로 취득하는 자사주 원칙적으로 소각. 기존 자사주 또한 시차를 두고 소각을 원칙	2026년 3월	주주환원 강화, 지배구조 투명성 개선

자료: 국가법령정보센터, 키움증권 리서치센터

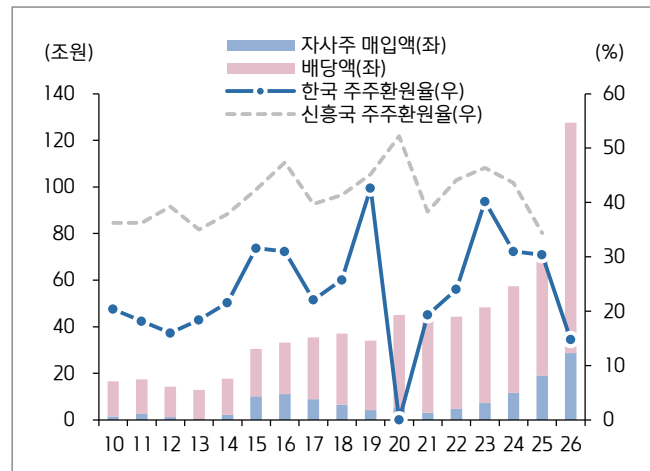
- ▶ 국내 상장사 증익 사이클 도래 속 주주환원의 원천인 잉여현금흐름(FCF) 여력도 개선되고 있는 추세
 - '26년 8월 말 기준, 코스피 12개월 선행 매출액 대비 FCF는 15%대로 지난 10년 평균치인 4.0%를 상회하는 수준
 - 향후 상장사 이익 전망 상황이 지속될 수 있다는 점을 감안한다면, 주주환원 확대 여력은 보다 더 개선될 전망
- ▶ '21년도 이후 상장사의 주주환원 금액은 꾸준히 증가하고 있으나, '26년 8월말 기준 주주환원율은 14%로 신흥국(24%)을 여전히 하회하고 있는 상황
 - 밸류업 정책, 세법 개정, 행동주의 활성화 속 주주환원 확대 압력으로 향후 유의미한 주주환원율 증가 예상

코스피 잉여현금흐름 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

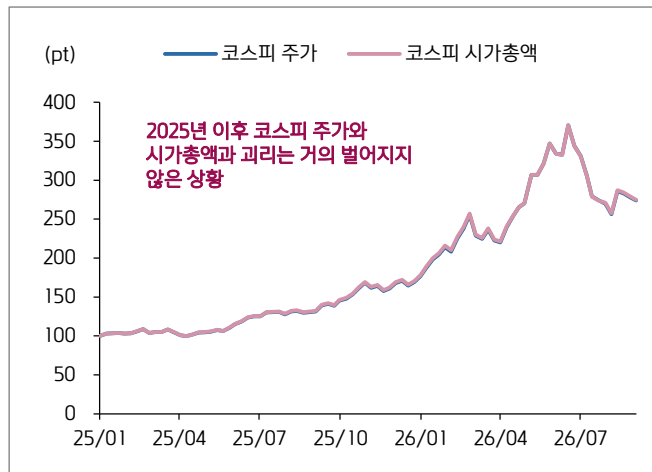
국내 상장사 주주환원 추이



자료: FnGuide, Infomax, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

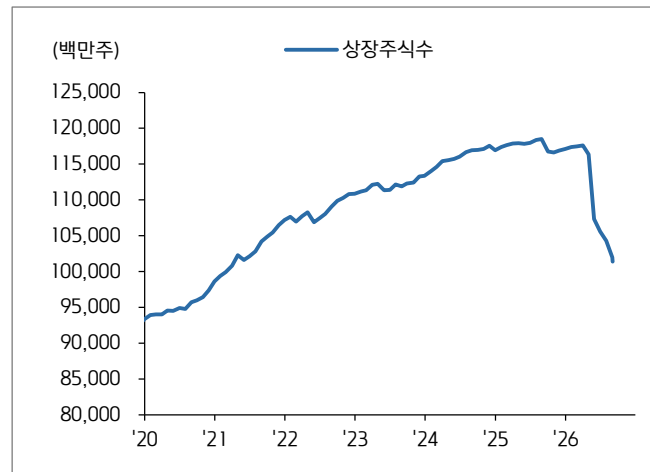
- ▶ 이 같은 자사주 매입 후 소각과 같은 주주환원 추세 강화에 힘입어, 최근 2년동안 코스피의 주가와 시가총액 괴리는 거의 벌어지지 않은 채 동조화된 흐름을 보이고 있는 상황
 - 코스피, 코스닥 합산 전체 기업 주식수는 2024년 말 1,169억주에서 2026년 9월 현재 1,014억주로 약 13% 감소
- ▶ 케이뱅크, 무신사, SK에코플랜트 등 향후 조단위 규모의 IPO가 예정되어 있는 만큼, 주식 공급 물량 증가 가능성이 있으나, 향후 기업들의 자사주 소각 물량 증가가 신규 상장 및 증자 물량을 상쇄해 나갈 것으로 예상

코스피 주가와 시가총액 격차 변화(2025년 이후)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피, 코스닥 합산 상장주식수 변화



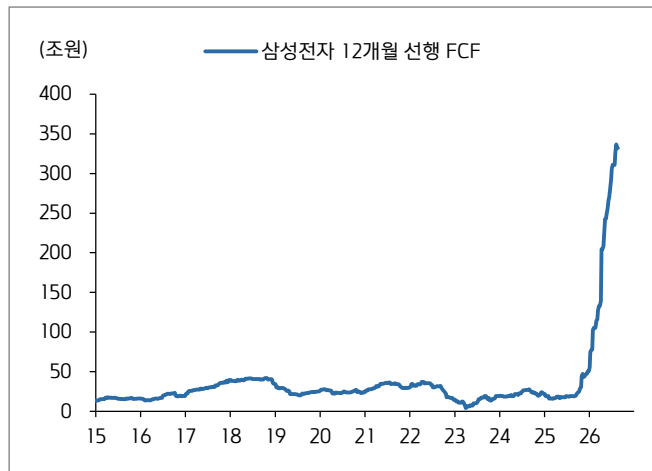
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

10.

반도체 업종의 대규모 주주환원, 논란은 있지만 긍정 우위

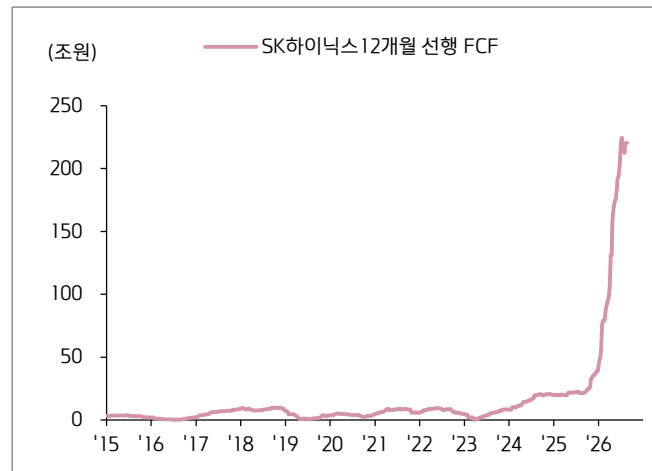
- ▶ 최근 주주환원을 발표한 삼성전자의 경우, 메모리 업황이나 이익 전망 훼손보다 주주환원 발표 이후 셀은 영향이 큰 것으로 판단. 90~110조원이라는 절대 환원 규모는 크지만, 시장이 기대했던 것은 배당 확대보다 대규모 자사주 매입 후 소각이었고, SK하이닉스에 비해 주주환원의 강도가 약했다는 평가가 존재(삼성전자 FCF 50% vs SK하이닉스 FCF 50% 이상).
- ▶ 하지만 메모리 가격, 실적 추정치 등 펀더멘털 악화보다는 자본배분 기대감의 되돌림 과정으로 해석하는 것이 적절.
- ▶ 중요한 점은 자사주 매입 후 소각으로 "유통주식수 감소에 따른 EPS 개선", "자기자본 감소에 따른 ROE 상승"이라는 효과가 발생할 수 있으며, 이는 주가 하방 경직성을 높여줄 수 있다는 것임. 주주환원이라는 의사결정 자체가 향후 메모리 사이클 및 이익 창출력에 대한 자신감의 신호로 보는 것이 적절
- ▶ 이 같은 요인들은 시장 참여자들이 주도주로서 반도체의 지배력이 아직 유효하다는 전제를 가져가야 함을 시사

삼성전자 12개월 선행 FCF



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 선행 FCF



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

11.

삼성전자, SK하이닉스 자사주 매입의 시사점, 수급 안전판 강화

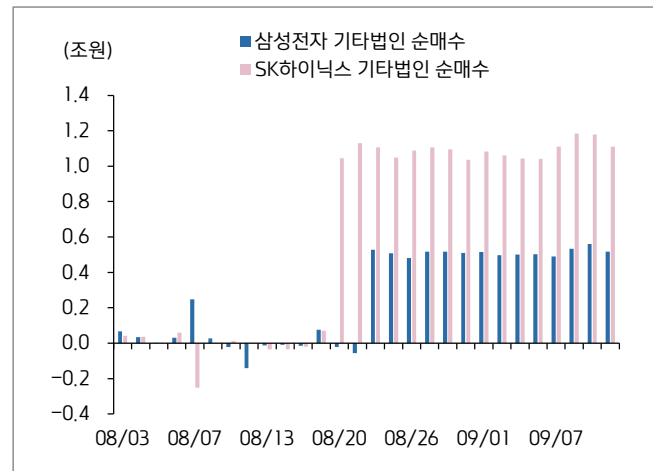
- ▶ 실제로 최근 순매수가 급증한 기타법인의 성격은 삼성전자와 SK하이닉스의 자사주 매입으로, 이들 기업의 자사주 매입이 매도 물량을 받아내면서 지수 하단을 방어해주는 역할을 하고 있는 상황
- ▶ 현재 삼성전자가 전체 자사주 매입 신청 물량(200만주)의 약 47.8%(7.2조원 vs 잔여물량 7.8조원)를 집행했으며, SK하이닉스(65만주)는 약 43.7%(17.5조원대 vs 잔여물량 22.5조원)를 집행한 것으로 추정.
- ▶ 현재 자사주 매입 속도를 유지한다고 가정 시, 3분기 실적시즌 전까지(10월 중순) 한달 정도의 수급 안전판을 갖고 갈 수 있다는 점을 긍정적으로 볼 필요(현재 주가 및 일간 매수량 유지 시 삼성전자 자사주 매입 종료일은 10월 8일, SK하이닉스는 10월 19일로 추정).

삼성전자, SK하이닉스 자사주 매입 현황(9월 10일)

구분	내용	삼성전자	SK하이닉스
공시	자사주 매입 신청수량	200만주	65만주
	자사주 매입 총금액	15조원	40조원
	공시 상 만료일	11월 21일	11월 19일
실제	자사주 집행 추정금액	7.2조원	17.5조원
	잔여 금액	7.8조원	22.5조원
	경과기간	14거래일	16거래일
	금액기준 진행률	47.8%	43.7%
	현재 주가 및 일간 매수량 유지 시 예상 만료일	10월 8일	10월 16일

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스 기타법인 순매수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

12.

상법 개정 다음은 스튜어드십 코드 개정을 통한 코리아 프리미엄 강화

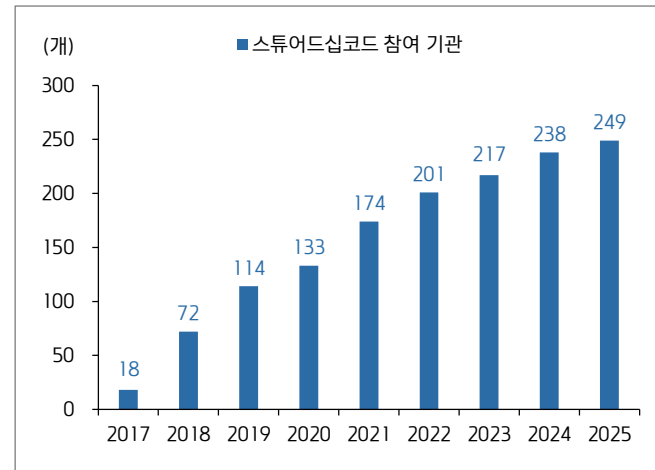
- ▶ 상법 개정 이후 다음은 연기금, 기관투자자의 적극적인 주주활동을 장려하는 스튜어드십코드 개정이 될 전망
 - '16년 국내 스튜어드십코드 도입 이후 약 9년 간 개정된 적이 없어 자산군 확대, 지속가능성 요소 반영 등의 시장 변화를 충분히 반영하지 못하고 있다는 지적
 - 이에 따라 스튜어드십코드에 참여하는 기관은 '17년 18개 → 현재 249개로 대폭 증가했지만, 스튜어드십코드 도입에 따른 실효성은 낮다는 평가
 - 이에 정부는 제도 이행에 대한 정기적 점검 체계, 권고적 주주제안 도입, 지속가능성요소 및 자산군 확대 관련 스튜어드십 개정을 추진할 것이라고 언급

국정운영 과제 내 주식시장 관련 추진 계획

실행 전략	추진 기한					
	'25	'26	'27	'28	'29	'30
주주 충실의무 등 [상법] 개정						
합병·분할 등 관련 제도 개선						
스튜어드십 코드 내실화						
자사주 원칙적 소각 제도화 검토						
불공정거래 원스트라이크 아웃						
금융회사 임직원 불공정거래 제재 가중						
부실기업 신속 퇴출						
미공개정보 이용 사전 예방						
ESG 공시 인프라 고도화						
해외자본 유입여건 조성						
정책펀드, 연기금 투자 확대 촉진						
벤처·중소기업 성장자금 공급						
주식시장 역할 재정립						

자료: 국정기획위원회, 키움증권 리서치센터

연도별 스튜어드십코드 참여 기관 추이



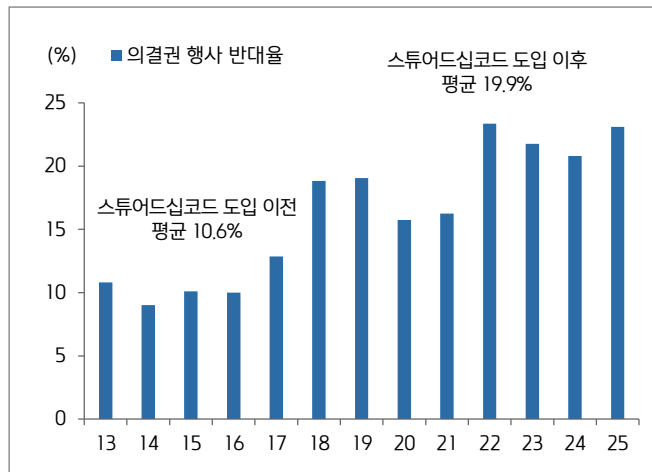
자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

13.

캐스팅 보트로서의 연기금 영향력 확대도 주주환원과 직결

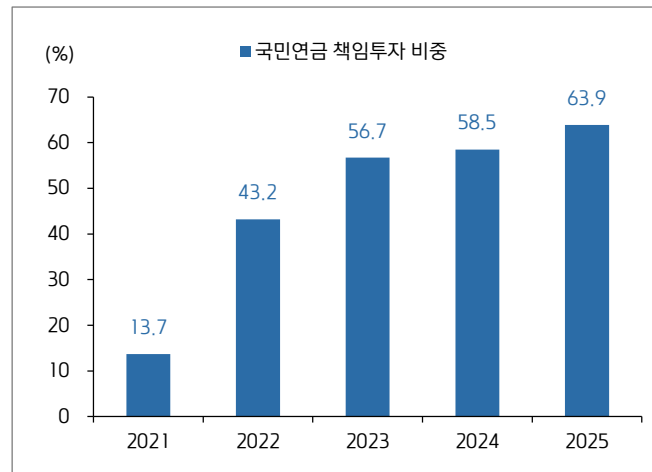
- ▶ 기업 거버넌스 개선, 소액주주 보호를 중심으로 한 정부 정책 기조 속 공적 연기금의 주주권 행사 압력 확대
- ▶ 특히, 집중투표제, 3%를 등으로 최대주주 외 기타주주의 영향력이 강화된 가운데 향후 주주총회에서 국민연금을 비롯한 공적 연기금의 캐스팅 보트 역할을 강화될 전망
- ▶ 스튜어드십 코드 개정될 경우 국민연금의 행동주의 측면의 주주제안도 강화될 것으로 판단. 실제로, 국민연금의 의결권 행사 반대율은 스튜어드십코드 도입 이전 10.6% → 이후 19.9%로 증가

국민연금 의결권 행사 반대율 추이



자료: 국민연금공단, 키움증권 리서치센터

국민연금 자산군 내 책임투자 적용 비중 추이

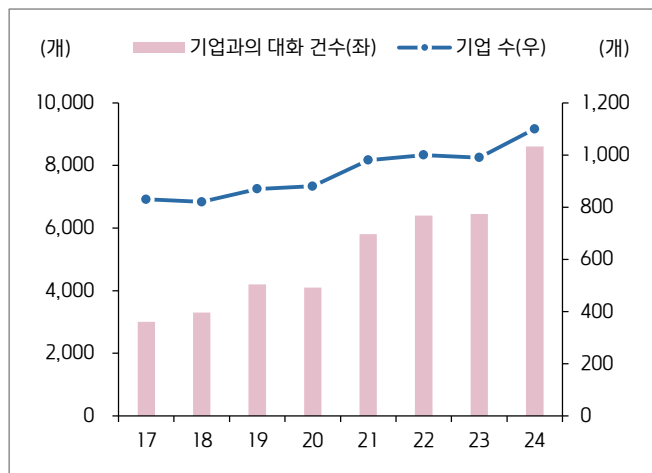
자료: 국민연금공단, 키움증권 리서치센터
주) 국내의 주식, 채권 기준

14.

일본 사례에서 본 기관투자자의 주주관여 확대

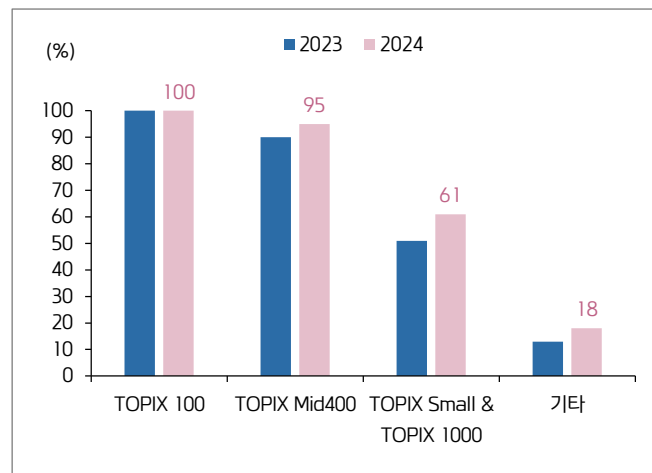
- ▶ '14년 2월, 일본 성장전략의 일환으로 기관투자자의 7가지 행동 규범을 규정한 '스튜어드십 코드' 도입
 - '17년, '20년 개정을 거듭하며 수탁자책임 활동을 강화함으로써, 일본계 기관투자자의 적극적인 의결권 행사를 지원
 - 투자자 행동원칙인 '스튜어드십코드'와 기업 행동원칙인 '기업지배구조코드'의 조화를 통해 투자자와 기업 간 대화의 기반을 구축(투자자와 기업 간 대화 가이드라인, 스튜어드십 코드와 기업지배구조코드의 부속 지침)
- ▶ 스튜어드십 코드 도입으로 인해 일본 최대의 공적연금인 GPIF는 위탁운용사들의 주주활동을 장려
 - GPIF의 운용사 선정 과정에 스튜어드십 코드 도입 및 성과에 가점을 부여하는 방식을 채택하며 주주관여 증가세

연도별 GPIF 위탁운용사와 기업 간 대화 추이



자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

일본 기업 규모별 대화 비율

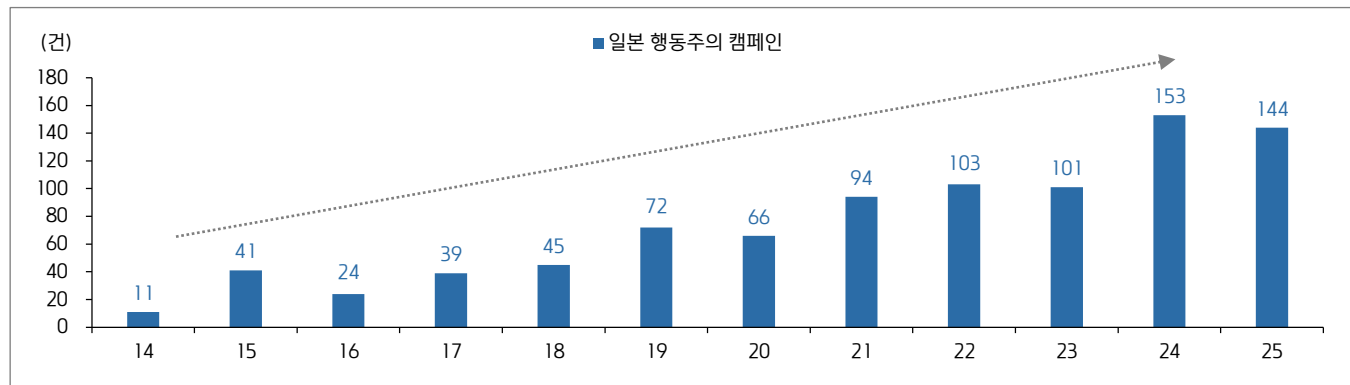


자료: GPIF, 키움증권 리서치센터

15.

일본, 거버넌스 개혁과 맞물린 주주행동주의 활성화

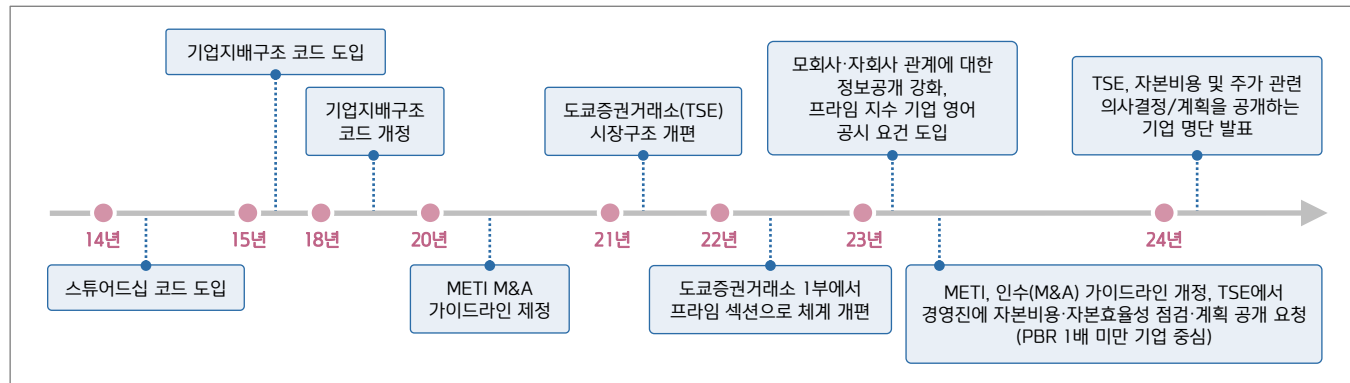
일본 내 행동주의 캠페인 건수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) '25년은 10월 말 기준

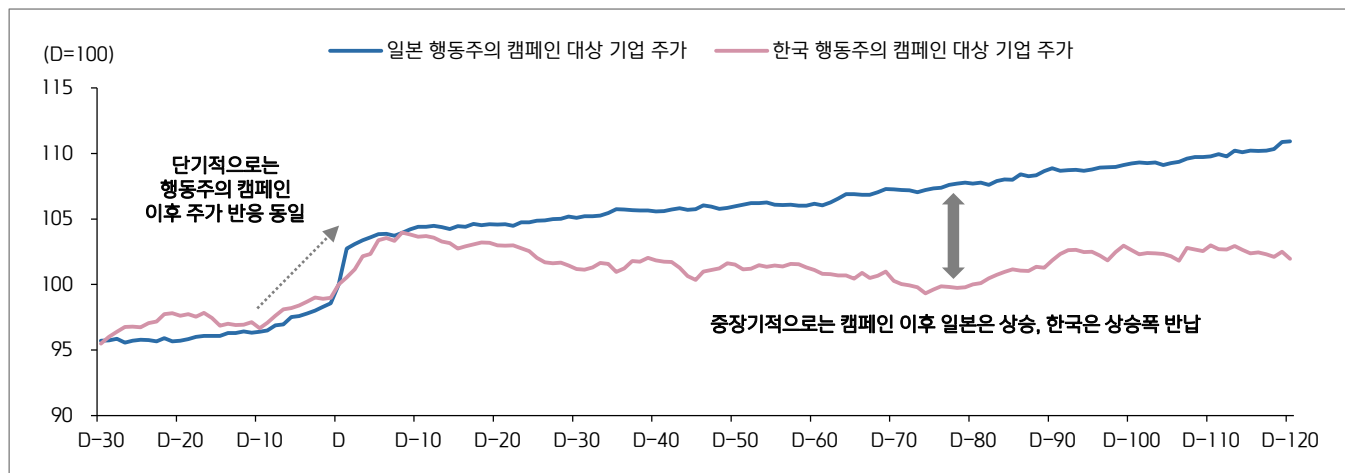
일본 거버넌스 개혁 로드맵



자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 수익률 측면에서 일본과 한국의 행동주의 캠페인 성과를 비교해보면,
 - 일본과 한국 모두 평균적으로 단기 주가 상승이 관찰. 다만, 중장기 시계열로 비교해보면, 일본 캠페인 대상 기업은 지속적으로 우상향한 반면, 국내 캠페인 대상 기업은 상승폭을 대부분 반납하는 흐름을 연출
 - 즉, 일본은 행동주의펀드가 기업의 구조적인 거버넌스 개선과 이에 따른 기업 가치제고를 이끌었으나, 한국 내에서는 행동주의 전략이 아직까지 기업의 구조적인 변화로 이끌지는 못하고 있음을 방증
 - 다만, '24년 밸류업 정책, '25년 상법 개정을 기점으로 한국은 이제 거버넌스 개혁 초입부에 진입
- 거버넌스 개혁 속 행동주의 전략이 초과수익률을 창출한 일본의 사례와 같이, 새 정부 정책 기조 속 향후 국내 증시도 행동주의에 따른 초과수익률의 기회가 커질 것으로 전망

일본과 한국 행동주의 캠페인 대상 기업 주가 추이

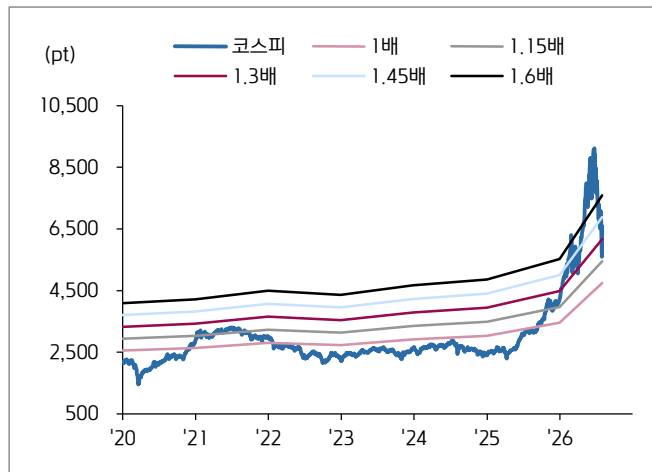


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 2021년 이후 행동주의 캠페인 대상이 일본, 한국 기업 대상, D = 행동주의 캠페인 개시일

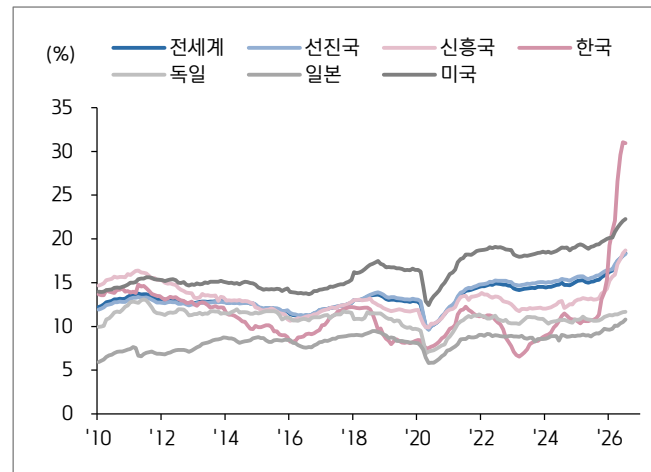
- ▶ 이처럼 2025년 이후 저PBR 정책, 밸류업 정책 등 코리아 디스카운트 해소 정책이 소기의 성과를 달성하면서, 코스피의 리레이팅은 단계적으로 현실화되고 있는 모습
- ▶ PBR은 ROE가 자본비용을 얼마나 초과하는지($ROE - COE$ spread)의 함수이며, 현재 코스피의 ROE는 30%로 2010년 이후 평균치(11%)를 크게 웃돌고 있는 등 “ROE 개선 + PBR 하락”의 조합이 나타나고 있는 상황
- ▶ 과거와 달리 조정 국면에서도 PBR 1배 이상의 평가가 유지됐다는 점은 밸류에이션 하단 상향 가능성을 시사. 다만 구조적 변화로 확인하기 위해서는 향후 이익 정상화 과정에서도 ROE와 주주환원 수준이 유지되는지 점검할 필요.

코스피 선행 PBR 밴드



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요국 증시의 선행 ROE



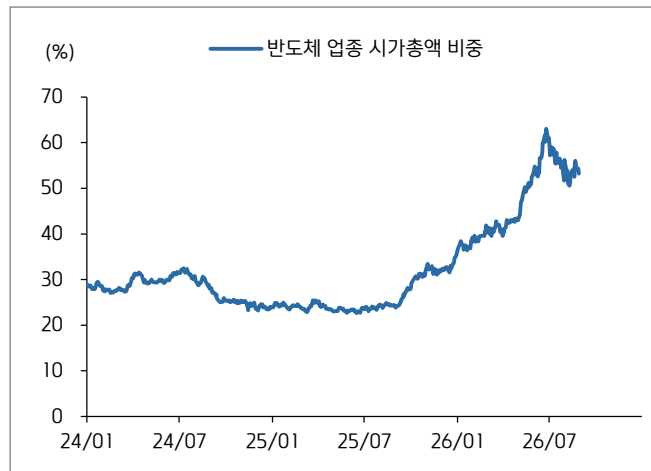
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

18.

코스피 지수 방향성 측면에서는, 지수 회복력을 유지시킬 수 있는 요인

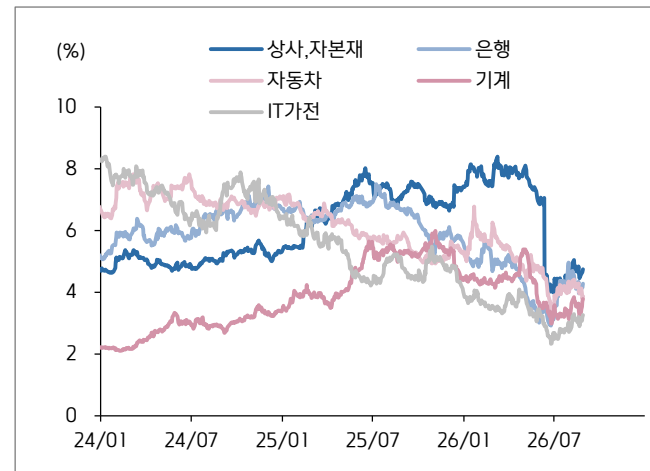
- ▶ 현재 코스피는 7,000pt 부근에서 저항을 받고 있기는 하지만, 긍정적인 것은 반도체, 금융, 자동차 등 코스피 시가총액 상위 업종들을 중심으로 주주환원 추세가 강화되고 있다는 것임
- ▶ 그동안 경기민감 업종에서는 호황기에 이익이 급증하더라도, 해당 이익이 대규모 투자와 다음 불황기의 손실로 소진될 것이라는 우려가 밸류에이션 상단을 제한해왔던 상황
- ▶ 그러나 업황 호황기 현금흐름의 일부가 배당과 자사주 매입으로 주주에게 귀속되는 구조가 정착된다면, 실적 개선의 성과가 주주에게 돌아가는 신뢰성이 높아지는 효과를 낼 수 있다고 판단
- ▶ 이들 업종은 최근 들어 순이익 대비 주주환원율, FCF 대비 주주환원율 개념을 도입하고 있다는 점도 긍정적인 변화

반도체 업종의 코스피 전체 시가총액 내 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

반도체 제외 시가총액 상위 업종의 코스피 내 비중



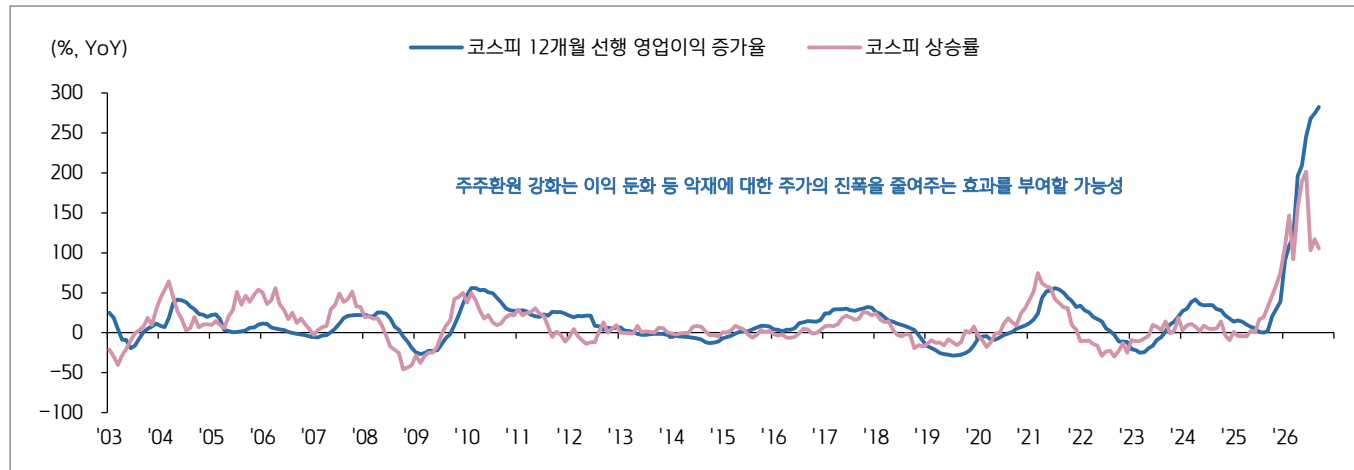
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

19.

아직 시클리컬 성격의 주식시장이지만, 과거에 비해 지수의 진폭이 낮아질 전망

- ▶ 전형적인 시클리컬 성격을 가진 국내 주식시장 특성상, 최근처럼 이익 증가에 대한 시장의 신뢰성이 떨어지는 구간에서는 주가 모멘텀이 정체가 되는 현상이 반복될 소지가 있음
- ▶ 그러나 상기 언급한 주력 업종들의 이익이 배당과 자사주 매입으로 연결되는 구조가 강화될 시, 자본 배분의 효율성이 개선되는 경로가 생성될 수 있다는 점도 주목할 필요. 호황기 이익이 배당과 자사주 매입으로 주주에게 귀속될수록, 해당 이익이 다음 불황에 소진될 것이라는 우려와 밸류에이션 할인이 줄어들 수 있기 때문
- ▶ 이를 고려 시, 주주환원 강화는 '이익 사이클 자체의 진폭'보다 '이익 변화에 주가가 과도하게 반응하는 진폭'을 줄이는 효과를 만들어 낼 수 있다고 판단. 더 나아가 이들의 과거 사이클처럼 이익을 낸다고 하더라도, 과잉투자과 위험자산 확대를 억제한다면, 중장기적으로 이익 사이클의 진폭 축소도 가능할 전망

코스피 주가와 이익 증가율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 그동안 한국은 실적시즌에서 매출과 영업이익 중시한 반면, 미국은 주당순이익(EPS)과 가이드언스를 중시하는 차이점이 존재. 이는 주주환원 문화뿐 아니라 경기민감 업종 비중과 실적 공시 관행에서 기인. 한국은 제품 가격과 판매량이 반영되는 영업이익이 유용한데, 순이익에는 환율, 지분법, 일회성 손익 등이 실적을 왜곡할 수 있기 때문.
- ▶ 결국, 영업이익 중심의 실적시즌 문화를 문제로 보기보다는, 시장의 평가 범위가 주주 성과까지 확장되고 있는지에 주목할 필요. 국내에서도 이러한 평가 방식이 확산된다면 코리아 디스카운트 해소에 기여할 가능성. 외형과 영업이익을 늘리는 투자라도 자금조달 비용과 희석을 감안해 기존 주주의 가치를 높이는지 검증하고, 이익 증가가 예측 가능한 배당과 합리적인 자사주 매입으로 연결되는지를 평가하게 되기 때문.
- ▶ 또 증자, 합병, 자회사 상장 등 주요 의사결정에서도 기존 주주에게 돌아가는 경제적 효과를 중시한다면, 기업의 성장과 주주가치 사이의 괴리에 대한 우려를 완화해갈 수 있다고 판단

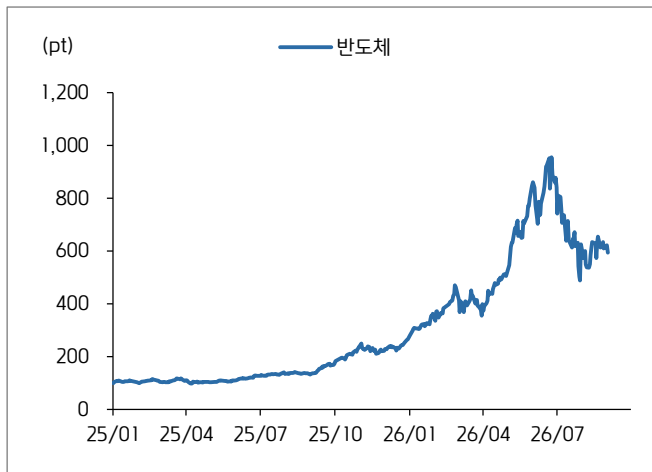
한국 주식시장과 미국 주식시장의 실적시즌 관련 포인트 차이

구분	한국	미국
중요 실적 항목	매출, 영업이익	매출, EPS(주당순이익), 가이드언스
평가 기준	애널리스트 영업이익 컨센서스 대비 (10% 안팎 웃돌면 서프라이즈)	회사 EPS 가이드언스와 애널리스트 EPS 추정치 대비, 가이드언스 상향 여부
핵심 질문	“본업에서 얼마나 벌었나?”	“주식 한 주에 귀속되는 이익이 얼마나 늘었나?”
실적 전망 초점	업황, 판매량, 가격, 원가, 영업이익률	매출 성장, 마진, EPS 가이드언스
주식 수	자사주 소각 부진으로 주식수 고정	자사주 매입, 소각으로 매년 감소
총주주환원율(순이익 대비)	30% 내외	90% 내외

자료: 키움증권 리서치센터

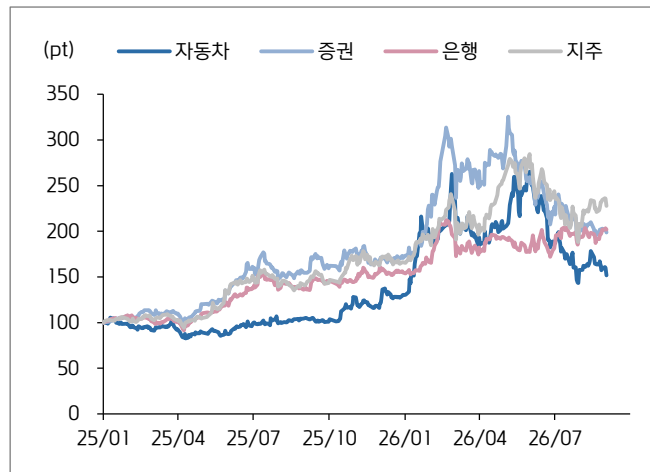
- ▶ 정부의 자본시장 혁신 정책과 맞물린 기업의 주주환원 확대가 코리아 프리미엄을 이끄는 동력을 만들어 내고 있다고 판단. 이는 코스피가 과거의 밸류에이션 할인에서 벗어나, 개선된 수익성에 걸맞은 평가를 받을 수 있는 여건이 조성되고 있음을 시사
- ▶ 최근처럼 실적 전망 상향에도 멀티플 확장이 제한되는 국면에서는 “성장의 주주 현금화”가 중요한 기준이 될 전망. 이런 측면에서 반도체, 금융, 자동차 등 시총 상위 업종에서 순이익, FCF에 연동한 환원정책이 확산있다는 점에 주목할 필요. 주주환원 업종이 지난해처럼 시장 지배력을 다시 확보해 나갈 가능성을 내포
- ▶ 이번에는 제도 변화 기대를 넘어 실제 환원 규모와 집행의 지속성이 확인되는 기업을 중심으로 주도력이 형성될 것으로 판단. 이익, 현금흐름 개선과 주주환원액 증가를 동시에 확보한 반도체, 금융, 자동차에 초점을 맞출 필요. 향후 이익 성장의 성과를 주주가치로 연결하는 기업들이 코스피 리레이팅의 중심에 설 것으로 예상

2025년 이후 반도체 업종 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2025년 이후 주주환원 업종 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 09월 11일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.