

가상자산 시장과 제도화⁽¹⁾

서울대학교 경제학부 김소영

최근 미국과 이란 간 긴장이 고조될 때마다, 또 향후 금리 변화에 대한 예상이 변할 때 마다, 주식시장을 비롯한 주요 자산 가격은 즉각적으로 반응하며 큰 폭의 변동을 보이고 있다. 사실 이러한 급격한 가격변동은 미국-이란 전쟁 훨씬 전부터 가상자산 시장에서 많이 나타났었다. 트럼프 대통령의 재임과 더불어 강한 상승 추세를 보이며 지난해 하반기 1억 7천만 원대까지 치솟았던 비트코인 가격은 올해 초 그 절반에도 못 미치는 8천만 원대로 폭락하였다가, 종전 가능성이 제기되면서 다시 반등해 5월 초 1억 2천만 원에 달하였다. (그림 1) 최근 금리 인상 가능성 등이 제기 되면서 다시 9천만 원 대로 급락하였다. 반년 정도 사이에 절반으로 무너졌다가 다시 절반 가까이 끌어올리고 이후 다시 급락한 것으로 상당한 가격 변동성이라 할 수 있다.

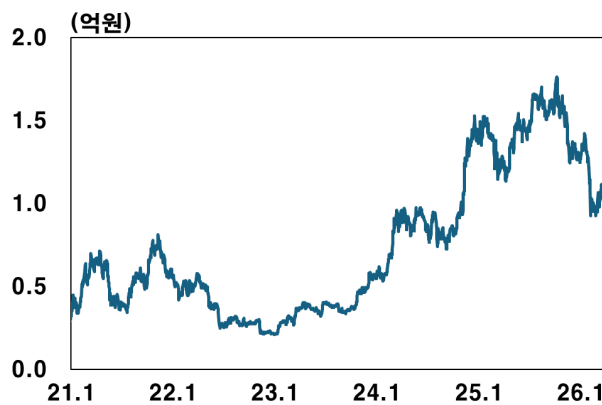
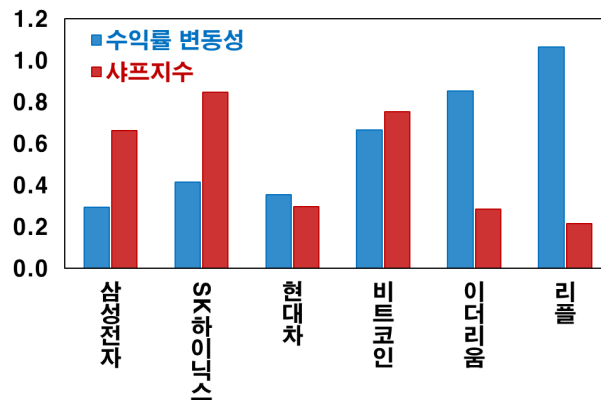


그림 1. 비트코인 원화 가격 추이

(1) 본 원고는 2026년 5월 15일 중앙일보 사설을 수정, 확장한 원고이다.



자료: Yahoo Finance

주: 1) 2016.1.2.일부터(이더리움과 리플은 2017.11.12.일부터) 2026.4.30.일까지 기준

2) 샤프지수에 사용한 무위험수익률은 CD91일물 기준

그림 2. 수익률 변동성과 샤프지수

일반적으로 가상자산 가격의 변동성은 주식 가격의 변동성보다 훨씬 큰 수준이다. 2016년부터 지금까지 10년 정도 기간 동안 삼성전자, SK하이닉스, 현대차 주식 일일 수익률의 표준편차의 평균은 각각 0.294%, 0.414%, 0.355% 였음에 비해, 비트코인, 이더리움, 리플(이더리움과 리플은 2017년 11월 12일부터 계산)의 경우 (원화 환산) 각각 0.666%, 0.853%, 1.065%로 훨씬 더 크다 (그림 2).

왜 가상자산 가격은 주식 가격에 비해 크게 변동하는 것일까? 더 근본적으로 가상자산 가격은 어떻게 결정이 되는 것일까? 가상자산의 가장 큰 특징은 그 가격을 좌우하는 펀더멘탈(fundamental)이 명확하지 않다는 것이다. 삼성전자 주식을 소유한다면 삼성전자라는 회사를 소유한 것과 마찬가지로 삼성전자가 향후 얼마나 잘 될 것인가에 따라 그 가격이 달라질 것이다. 하지만 비트코인을 소유한다면 과연 비트코인을 가지고 있다는 것 자체 외에 어떤 의미가 있을까? 흔히 가상자산 소유와 관련하여 오해하는 부분은, 가상자산을 소유하면 가상자산에 내재된 기술을 소유하게 된다고 생각하는 것이다. 가상자산에 내재된 기술은 그 가상자산을 만든 사람이 가지고 있는 것이고, 단순히 그 가상자산을 소유한다고 내재된 기술 자체가 본인 소유가 되지는 않는다.

가상자산은 내재적 가치(intrinsic value)가 없지만, 기존 연구들에 의하면 다양한 이

유로 가치가 발생할 수 있다고 한다. (Ahn and Kim, 2026a 참조) 첫째, 가상자산은 일반 화폐와 비교하여서는 제한이 있을 수 있지만 교환의 매개로써의 역할을 할 수 있고, 이에 따른 효용이 있을 수 있다는 것이다. 둘째, 가상자산은 다른 자산과 비슷하게 가치의 저장 수단으로써 활용할 수 있고, 인플레이션에 대한 헷지 수단으로 활용될 수 있다는 것이다. 이러한 측면에서 디지털 금이라고 불리기도 한다. 셋째, 가상자산 가격은 가상자산 생산비에 의존하고, 특히 한계 생산 비용에 수렴한다는 주장도 있다. 넷째, 가상자산의 가치는 그 가상자산을 보유, 활용하고 있는 네트워크 가치에 비례한다고 한다. 네트워크 참여자가 많아질수록 가치가 올라간다는 것이다. 다섯째, 자금 세탁을 하거나 자본 통제를 우회하는데 가상자산이 활용될 수 있고, 그러한 측면에서 가치가 발생할 수 있다는 것이다.

이렇듯 가상자산의 가치가 발생할 수 있는 다양한 이유를 들고 있지만, 어떤 것이 맞다는 정확한 결론을 내리기는 쉽지는 않다. Ahn and Kim (2026a, 2026b)의 연구에서는 가상자산 소유의 다양한 동기를 비교해본 결과 다양한 동기 중 자금 세탁과 자본 통제 우회 수요가 가상자산 가치에 많은 영향을 미쳤을 가능성이 크다고 한다. 또한 Ahn and Kim (2026a)에 따르면 가상자산 가격에도 다른 자산 가격들과 비슷하게, 펀더멘털과 상관없이, 단지 가격이 오를 것이라는 기대 때문에 버블(bubble) 현상이 나타날 수도 있는데, 특히 가상자산은 펀더멘털의 불확실성, 서킷브레이커 부재, 공급의 비탄력성, 대중성과 투자자 관심도에 더 강하게 반응하는 특성 등으로 인해 다른 자산에 비해 버블이 크게 나타날 가능성이 높다고 한다.

가상자산의 펀더멘털이 명확하지 않아 가격 예측이 어렵고 변동성이 크다는 것이라는 것 이외에도, 가상자산은 일반적인 금융 상품과 다른 측면이 있어 투자할 때 유의해야 할 점이 있다. 첫째, 거래 비용이 전통 금융시장보다 커서 단기 매매를 많이 하면 거래 비용이 축적되어 장기적으로 수익을 얻기 어려울 가능성이 크다. 가상자산의 거래 비용 구조는 전통 금융시장과 다르다. 표면적인 거래 수수료만 보면 주식 시장과 큰 차이가 없어 보일 수도 있으나, 실제로는 스프레드(매수가격과 매도가격의 차이)와 슬리피지(예를 들어 시장가 주문할 때 의도한 주문가격과 실제 체결가격의 차이)가 큰 경향이 있고, 국내가격이 해외보다 높게 형성되는 김치프리미엄도 시간에 따라 변동하여 투자자의 비용으로 이어질 수 있다. 특히 변동성이 확대되는 국면에서는 이러한 비용들이 더욱 증가할 가능성이 크다. 내기 당구를 계속하다가 보면 당구장 주인이 다 따간다는 말이 있듯이, 큰 거래 비용 하에서 단기 매매를 많이 하다

보면 거래 비용이 점점 불어나서 유능한 투자자들도 장기적으로 수익을 올리기 쉽지 않을 수 있다. 국내 가상자산 시장의 시가총액은 2025년 말 기준 국내 주식시장 대비 3% 정도 수준이지만, 거래 규모는 국내 주식시장과 비슷한 정도에 달했던 적도 있었고, 2025년 일평균 기준 35% 정도 수준으로, 주식시장 투자자에 비해 가상자산 투자자들이 훨씬 더 자주 거래를 하고 있다. 투자자들도 전반적인 거래비용이 크다는 것을 잘 인지하여야 하고, 정부도 투자자들을 위해 이러한 비용을 줄이는 방안을 강구해 보는 것이 필요하다.

둘째, 가상자산의 역사는 짧기에, 과거 자료만 보고 먼 미래를 계획하기에 불확실성이 크다. 과거 자료를 분석하여 비트코인과 같은 대표적인 가상자산들이 우량주보다 우월하다는 의견을 제시하는 사람들이 있다. 예를 들어 지난 2016년 이후 일일 자료를 사용해 계산한 샤프지수(Sharpe Ratio, 초과수익률/수익률 표준편차)는 비트코인의 경우 0.753으로 삼성전자(0.664), SK하이닉스(0.849)와 비슷하다 (그림 2). 이런 면을 고려하여 일부 합리적인 투자자들도 비트코인 등 대표적인 가상자산들을 포트폴리오에 포함시켜왔다. 하지만 이러한 분석은 10여 년 정도의 상대적으로 짧은 기간 동안의 자료에 의존한다. 2009년 1월 첫 비트코인이 생성되었고, 가상자산의 역사는 아직 20년도 안 되었다. 앞으로 몇 년 정도는 지금과 비슷하게 움직일 수 있지만, 향후 10년, 20년, 그 이후에 가상자산 가격이 어떻게 움직일지는 불확실하고, 장기 투자에는 상당한 불확실성이 있다. 금은 이미 오랫동안 안전자산의 지위를 지켜왔기에, 금을 장기간 묻어 두어 두는 것도 인플레이션을 헛지 하는 등 가능한 투자 방안이라고 할 수 있지만, 가상자산의 미친한 역사를 고려할 때 비트코인과 같은 가상자산이 장기적으로 안전한 디지털 금이라고 하기에는 불확실성이 상당히 크다.

또한 비트코인 등 대표적인 가상자산은 무수히 많은 가상자산 중에 살아남은 몇 안 되는 가상자산이다. 비트코인의 높은 수익률을 생각하면서 (특히 비트코인 초기의 높은 수익률) 나온지 얼마 안 된 알트코인에 투자하는 사람들도 있겠지만, 기존에 발행되었던 대부분의 알트코인들처럼 조만간 흔적도 없이 사라질 수 있다는 점도 충분히 고려하여야 한다.

한국에서 가상자산은 천천히 제도화의 길을 가고 있다. 2010년대 후반 정부가 가상자산의 화폐, 금융 상품적 성격을 부인하며, 가상자산 거래소 폐쇄도 검토하며 강력히 대응한 적도 있었지만, 2020년대 초반 가상자산에 대한 법적 정의를 도입하고, 가상자산거래소에 대한 신고제가 도입되었고, 고객 확인, STR, 트래블룰 등 자금세탁을

방지하기 위한 규제장치를 도입하였다.

2023년 7월 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률이 제정되었고, 이러한 소위 1단계 법안이라고 불리는 가상자산 이용자 보호에 초점을 맞춘 법률이 2024년 7월 19일부터 시행되었다. 이용자의 예치금과 가상자산 보호, 시세 조종 등 불공정 거래행위 규제, 금융당국의 가상자산사업자 등에 대한 감독, 검사, 제재 권한 및 불공정거래행위자에 대한 조사, 조치 권한을 규정하는 등, 이용자 보호를 위한 필수 사항들이 포함되어 있다.

1단계 가상자산 법안의 시행은 가상자산 이용자 보호는 상당히 시급한 문제이고, 가상자산을 본격적으로 제도화하는 첫 번째 단계라는 측면에서 상당한 의미가 있다. 하지만 향후 종합적이고 체계적인 가상자산 제도화를 위해 2단계 입법이 필요하다. 가상자산사업자 측면에서는 진입과 영업 행위에 관한 규제를 정비해야 하는데, 불건전 영업행위 규제, 내부 통제 기준 마련 등도 포함된다. 가상자산 거래와 관련해서 상장 기준, 절차, 주요사항 공시 등도 필요하고, 스테이블 코인과 관련한 규제들도 필요하다.

가상자산 시장의 실체는 작지 않다. 2025년 말 기준 국내 가상자산 시가총액은 87.2조 원, 이용자 계정 수는 1,113만 개에 이른다. 한국인 다섯 명 중 한 명 정도가 이미 가상자산 시장에 한 발을 들여놓고 있다는 것이다. 기본적인 이용자 보호를 넘어, 가상자산 사업자의 건전한 행위와 건전한 시장 조성이 필요하다. 또한 가상자산 투자자와 규모가 증가하고 금융 시장과의 연계성이 증가함에 따라 금융 안정 이슈도 중요해지고 있는 상황에서, 향후 가상자산 제도화는 필수적이다. 다만 좋지 않은 제도를 무리해서 도입하는 것은 안 하는 것만도 못하다. 최근 주식시장 활황으로 가상자산에 대한 관심이 줄어들었기는 하지만, 오히려 이를 여러 측면에서 충분히 고려하여 가상자산 제도화를 위한 정확한 방향을 숙고해보는 기회로 삼아야 할 것이다.

김소영

서울대학교 경제학부 교수

주소: 서울시 관악구 관악로 1 16동

전화: (02) 880-2689

E-mail: soyoungkim@snu.ac.kr

참고문헌

Soyeon Ahn, Soyoung Kim, 2026a, “The Effects of Monetary Policy on Bitcoin Prices” Working Paper.

Soyeon Ahn, Soyoung Kim, 2026b, “Determinants of the Crypto Shadow Premium” Working Paper.