

2026.04.24

테마  
**수익 모델**

관련 자산

**토큰화 자산(RWA)  
가상자산(Crypto)**

작성자

강동현 | Donghyun Kang  
[donghyun.kang@korbit.co.kr](mailto:donghyun.kang@korbit.co.kr)

김민승 | Min Seung Kim  
[minseung.kim@korbit.co.kr](mailto:minseung.kim@korbit.co.kr)

주요 자산 가격(2026.04.22)

BTC	
USD	\$76,201
KRW	₩112,627,538
김치프리미엄	+0.2%

ETH	
USD	\$2,318
KRW	₩3,426,232

## 토큰화와 크립토, 두 갈래의 수익 모델

전통 금융의 블록체인 수익 모델은 토큰화 수익 모델과 크립토 수익 모델로 나뉜다. 토큰화 수익 모델은 실물자산을 블록체인 기반으로 토큰화하는 과정에서, 크립토 수익 모델은 가상자산 자체의 거래, 수탁, 결제에서 수익이 발생한다. 전자는 Sell-side 자본시장 프로세스(발행, 인프라, 유통, 결제)와 Buy-side 운용의 5개 모델, 후자는 기관 거래 및 수탁, 리테일 거래 및 결제, 크립토 파생상품의 3개 모델로 구성되며, 수익원은 발행 수수료, AUM 보수, 거래 수수료, 청산 수수료 등으로 전통 자본시장의 수수료 체계와 유사한 구조를 따른다.

## 설치 기반, 수직 통합, 거래소 진입이 만드는 시장 구조

토큰화 시장에서 가장 명확한 경쟁 우위는 기존 고객 기반과 규제 인프라를 보유한 대형 금융기관에게 있을 것으로 보인다. BlackRock은 BUIDL 출시 약 1년 만에 AUM 25억 달러를 달성했고, JPMorgan Kinexys는 누적 처리 규모 3조 달러를 돌파했다. 반면 설치 기반이 없는 INX, tZERO 등 특화 ATS는 규제 라이선스를 확보하고도 수익화에 고전하고 있어, 기술과 라이선스뿐 아니라 기존 고객 기반이 수익화의 핵심 변수임을 보여준다. 이와 함께 Securitize처럼 발행 인프라에서 유통, 펀드 관리까지 수직 통합하며 흑자 전환에 성공한 사례가 등장했으며, NASDAQ이 SEC로부터 토큰화 증권 거래 규칙 변경을 승인(2026.3)받은 것과 함께 NYSE/ICE의 OKX 전략 투자 등 전통 거래소의 본격적인 진입은 2차 시장 유동성 구조를 바꿀 변수로 주목된다.

## 투자자 수요와 수익 모델의 정합성

토큰화 수익 모델의 성패는 타겟 투자자층의 핵심 니즈와의 정합성에 좌우된다. 기관투자자의 핵심 수요는 실시간 결제, 담보 이동 효율화 등 운영 효율성에 집중되어 있으며, 고액자산가는 부분 소유권을 통한 사모시장 접근성 개선에 더 큰 관심을 보인다. 발행 및 결제 모델은 기관의 효율성 수요와, 자산 운용 모델은 기관과 고액자산가의 접근성 수요와 각각 높은 정합성을 보이는 반면, 유통 및 거래 모델은 2차 시장 유동성 부족으로 수요-공급 매칭에 가장 큰 과제를 안고 있다.

2025년 1월 트럼프 행정부 출범 이후 백악관과 SEC를 중심으로 크립토 관련 규제 개선이 빠른 속도로 진행되고 있다. 행정부는 [디지털자산 시장 대통령 실무그룹을 신설](#)하고 [전략 비트코인 준비금\(Strategic Bitcoin Reserve\) 설치](#)를 지시했으며, SEC는 [회계 기준 SAB 121을 폐지](#)하는 한편 기존의 법 집행 중심 기조에서 규칙 제정 기반으로 방향을 전환했다. 미 의회는 [지니어스법\(GENIUS Act\) 통과](#)에 이어 클래리티법(CLARITY Act) 통과도 앞두고 있다.

이에 법적 불명확성을 이유로 크립토 영역과 거리를 두어 온 전통 금융기관이 본격적으로 움직이기 시작했다. 각국의 주요 금융기관은 토큰화 펀드 발행, 수탁, 청산·결제 인프라에서 각 영역에 특화된 수익 모델을 구축해 왔다. 이로써 전통 금융의 크립토·토큰화 비즈니스는 개념 검증 단계를 지나 시장 형성 국면으로 이동하고 있다.

당사는 이러한 흐름 속에서 전통 금융기관과 전통 기업이 블록체인에서 실제로 수익을 창출하는 구조를 분석했다. 수익 영역은 크게 토큰화 수익 모델과 크립토 수익 모델로 나뉘며, 전자는 Sell-side 자본시장 프로세스(발행·유통·결제·발행 인프라)와 Buy-side 운용의 다섯 개 모델로, 후자는 기관 거래·수탁, 리테일 거래·결제, 크립토 파생상품의 세 개 모델로 구성된다. 이와 별개로 기업이 비트코인을 재무 전략 차원에서 보유하는 트레저리 모델도 보조적으로 다룬다.

반면 국내에서는 디지털자산기본법 제정이 임박한 가운데 주요 금융사가 주식 토큰 등 블록체인 기반 상품 출시를 준비하는 단계에 진입했다. [본 보고서는 해외 전통 금융기관의 블록체인·토큰화 수익 모델을 체계적으로 정리하여 국내 금융권이 신규 사업 영역을 설계하는 과정에서 참고할 수 있는 해외 선행 사례 분석을 제공하고자 한다.](#)

---

## 블록체인 수익 구조:

### 토큰화 수익 모델과 암호화폐 수익 모델

금융기관과 전통 기업의 블록체인 수익 모델은 크게 토큰화 수익 모델과 암호화폐 수익 모델로 나뉜다(Figure 1). 토큰화 수익 모델은 실물자산을 토큰화하는 과정에서 수익이 발생하는 영역이다. 이 영역은 Sell-side 자본시장 프로세스와 Buy-side 운용이라는 두 축으로 구분된다. Sell-side는 증권의 발행 및 인수에서 시작해 유통 및 거래를 거쳐 결제 및 청산에 이르는 일련의 과정이며, 여기에 발행을 기술적으로 지원하는 발행 인프라 레이어가 더해진다. Buy-side는 이미 발행된 토큰화 자산을 보유하고 운용하며 AUM 기반 수수료를 수취하는 모델로, Sell-side 프로세스와는 독립적으로 수익이 발생한다.

암호화폐 수익 모델은 자산 토큰화가 아닌 가상자산 자체를 대상으로 수익을 창출하는 영역이다. 첫째, 기관투자자와 고액자산가를 대상으로 암호화폐 현물 거래와 수탁 서비스를 제공하는 기관 거래 및 수탁 모델이다. 둘째, 리테일 사용자를 대상으로 앱 내 매매와 결제 기능을 제공하는 리테일 거래 및 결제 모델이다. 셋째, 전통 파생상품 거래소가 가상자산을 기초자산으로 한 선물·옵션 등을 상장해 기관의 헷징 수요를 흡수하는 암호화폐 파생상품 모델이다. 이와 별도로 기업이 비트코인 등을 재무 전략 차원에서 보유하는 트레저리 모델이 존재하며, 이는 영업 수익을 직접 올리는 것이 아닌 보유 자산의 가격 변동에 수익이 결정된다는 점에서 위 모델들과 성격이 다르다.

이에 이번 장에서는 토큰화 수익 모델의 Sell-side 프로세스(4개 모델)와 Buy-side 운용(1개 모델)을 먼저 다루고, 이어서 암호화폐 수익 모델 3개를 분석한다. 마지막으로 기업이 비트코인 등을 재무 전략 차원에서 보유하는 트레저리 모델을 보조적으로 다룬다.



## 토큰화 수익 모델

토큰화 수익 모델은 주식, 채권, 부동산, 펀드 등 실물자산이나 금융상품을 블록체인 기반으로 토큰화하는 과정에서 수익이 발생하는 영역으로, 뒤에서 다룰 크립토 수익 모델이 비트코인, 이더리움 등 가상자산 자체의 거래와 보관에서 수익을 창출하는 것과 구분된다. 토큰화 수익 모델의 수익원은 발행 수수료, 인프라 이용료, 거래 수수료, 청산 수수료, AUM 기반 운용보수 등으로, 전통 자본시장의 수수료 체계와 유사한 구조를 따른다.

이 영역은 Sell-side 자본시장 프로세스와 Buy-side 운용이라는 두 축으로 구분된다. Sell-side는 1) 자산의 발행 및 인수, 2) 이 과정을 기술적으로 지원하는 발행 인프라, 3) 발행된 자산의 유통 및 거래, 그리고 4) 결제 및 청산에 이르는 네 개의 모델로 구성된다. Buy-side는 이미 발행된 토큰화 자산을 보유하고 운용하며 AUM 기반 보수를 수취하는 자산 운용 모델이다. Sell-side가 거래 건수와 발행 규모에 연동되는 수수료 중심이라면,

Buy-side는 운용 자산 잔고에 연동되는 반복 매출 구조라는 점에서 수익의 성격이 다르다.

Figure 2: 토큰화 수익 모델 내 주요 수익 모델

출처: 코빗 리서치

구분	수익 모델	수익 구조	주요 고객군	주요 플레이어
Sell-side	발행 및 인수	인수 수수료 + 판매 수수료	부동산 운용사, 인프라 사업자, 은행	SBI(일본 STO 인수), Nomura/BOOSTRY(공모 발행 플랫폼)
	발행 인프라	온보딩·발행·관리 수수료(반복 매출)	Tier-1 자산 운용사, 은행, 발행사	Securitize(미국 Transfer Agent), Tokeny(유럽 ERC-3643), SDX(유럽 채권), ADDX(아시아 MAS 인가 사모)
	유통 및 거래	거래 수수료(ATS 매매 체결)	적격 투자자, 기관투자자	INX·tZERO(미국 ATS), NASDAQ(SEC 승인 거래소 통합), NYSE/ICE(OKX 연계)
	결제 및 청산	정산·청산 수수료, 담보 이동 수수료	다국적 기업 트레저리, 투자은행, 브로커딜러	Kinexys(JP Morgan 결제), DTCC(Canton 포스트트레이드)
Buy-side	자산 운용	AUM 기반 운용보수	기관투자자, 고액자산가, 패밀리오피스	BlackRock/BUIDL(토큰화 MMF), Franklin/BENJI(멀티체인 MMF), Circle/USYC(담보 연동 MMF), Hamilton Lane/SCOPE(Private Credit), KKR/HCSG II(PE)

### 발행 및 인수 모델

이 모델은 실물자산이나 금융상품을 토큰화하여 자본시장에서 자금을 조달하는 영역이다. 전통 증권사의 IPO 주관이나 채권 인수 업무와 기능적으로 유사하며, 증권사가 토큰화 자산의 발행(즉 자산의 토큰화, RWA tokenization)과 판매를 직접 주관하고 인수 수수료와 판매 수수료를 수취하는 구조다. 발행 과정에서 필요한 기술적 기반은 뒤에서 다루는 발행 인프라 제공자(Securitize, Tokeny 등)가 제공한다. 대표 사례로는 일본의 SBI 증권, Nomura(BOOSTRY)와 유럽의 HSBC, BNP Paribas가 있다.

일본 공모 STO(Security Token Offering, 토큰화 주식 초기판매) 시장의 주요 플레이어는 SBI 증권과 Nomura/BOOSTRY다. SBI 증권은 [일본 STO 협회\(JSTOA\) 설립 멤버로서 초기부터 시장 형성에 참여](#)해 왔으며, Nomura는 자회사 BOOSTRY를 통해 [ibet for Fin](#) 플랫폼을 운영하며 공모 발행의 주요 플랫폼으로 자리하고 있다. 이들이 주관하는 주요 상품은 부동산 수익권 STO와 디지털 회사채다. 일본 공모 STO 시장은 [2025 회계연도에 단일연도 1,650억 엔이 발행되어 누적 3,333억 엔에 도달](#)했으며, BOOSTRY는 2026 회계연도 발행액을 2,000억 엔으로 전망하고 있다.

유럽에서는 글로벌 투자은행들이 토큰화 채권 발행 및 인수에 참여하고 있다. HSBC는 자사 Orion 플랫폼을 통해 [유럽투자은행\(EIB\)의 디지털 파운드 채권, 홍콩 정부의 역대 최대 규모 디지털 그린본드 등 누적 35억 달러 이상의 토큰화 채권 발행을 지원하며](#) 인수에도 참여했고, BNP Paribas도 [슬로베니아](#)

[정부 등의 토큰화 채권 인수에 참여](#)하고 있다. 다만 이들은 연간 수십 건이 반복적으로 발행되는 일본 시장과는 달리 아직 체계적인 수익 모델로 나아가고 있지는 않은 상황이다.

### 발행 인프라 모델

앞서 다룬 발행 및 인수 모델이 증권사가 토큰화 자산의 발행과 판매를 직접 주관하는 영역이라면, 발행 인프라 모델은 그 과정을 기술적으로 뒷받침하는 B2B 레이어다. 자산운용사, 은행 등 금융기관이 토큰화 상품을 설계하고 발행·관리할 수 있도록 플랫폼을 제공하며, 온보딩 및 발행 수수료, 명의개서대리인(Transfer Agent) 수수료, 펀드 관리(Fund Administration) 수수료 등에서 수익이 발생하며, 반복 매출 비중이 높은 구조다. 지역별로는 미국의 Securitize, 유럽의 Tokeny와 SDX, 아시아의 ADDX로 분화되어 있으며, 주요 고객은 BlackRock, KKR, Hamilton Lane 등 Tier-1 자산운용사와 은행이다.

Securitize는 미국 SEC에 등록된 명의개서대리인으로서 토큰화 자산의 발행, 투자자 관리, 배당 처리 등 발행 인프라를 제공하고 있다. 미국 SEC 등록에 더해 2025년 11월에는 [EU의 DLT Pilot Regime 인가도 획득](#)하여, 보고서 작성 시점(2026.4) 기준 미국과 유럽 양쪽에서 규제를 준수하는 토큰화 인프라를 운영하는 유일한 플랫폼이다. 2025년 10월 SEC에 제출한 [SPAC 합병 투자자 프레젠테이션](#)에 따르면, BlackRock, KKR, Hamilton Lane 등 185개 기관이 고객으로 참여하고 있으며, 관리 중인 토큰화 자산(활성 AUM)은 46억 달러에 달한다.

Tokeny는 룩셈부르크 기반으로 ERC-3643 표준을 활용한 엔터프라이즈급 ‘토큰화 OS’인 T-REX를 제공한다. 자산운용사와 은행에 화이트라벨 형태로 토큰화 솔루션을 공급하며, Tokeny 기술을 통해 토큰화된 자산의 누적 규모는 2025년 이미 320억 달러를 넘어섰다. ERC-3643 Association에는 DTCC, Deloitte, Fireblocks 등 [140개 이상의 기관이 참여](#)하고 있다. 2025년 5월에는 관리 자산 3.5조 달러를 서비스하는 글로벌 펀드 관리 회사 [Apex Group](#)이 [Tokeny의 과반 지분을 인수](#)했으며, 2026년 3월에는 [Polygon CDK 기반의 T-REX Ledger를 출시해 멀티체인 컴플라이언스 인프라로 확장](#)했다.

SIX Digital Exchange(SDX)는 스위스를 중심으로 토큰화 채권 발행 인프라를 구축했다. SDX 플랫폼을 통한 디지털 자산 누적 규모는 [2025년 3월 기준 15억 스위스 프랑\(CHF\)을 돌파](#)했으며, [루가노 시\(市\)와 SIX Group 자체 토큰화 채권이 발행](#)되는 등 발행 빈도와 규모가 확대되고 있다. 2025년 하반기부터는 [Citi와의 프리IPO 주식 토큰화 협업도 추진](#) 중이어서 채권을 넘어 자산 범위가 넓어지는 추세다.

ADDX는 싱가포르를 기반으로 토큰화 자산 거래 및 토큰화 플랫폼을

운영한다. [MAS\(싱가포르 통화청\)로부터 인가받은 사모시장 거래소](#), SGX(싱가포르 거래소), Temasek 계열 Heliconia Capital, Hamilton Lane, 일본 정책투자은행(DBJ) 등이 투자자로 참여하고 있으며 누적 조달액은 1.4억 달러다. Partners Group, Hamilton Lane(GPA 펀드), Temasek 계열 Astrea PE 채권, Mapletree 유럽 오피스 펀드 등 [블루칩 사모시장 상품을 토큰화](#)해 왔으며, 토큰화 기업어음 발행 규모만 [19억 싱가포르 달러](#)를 넘어섰다. [최소 투자금을 1만 USD 수준으로 낮춰 사모시장 접근성을 높인 점](#)이 핵심 차별점이다.

### 유통 및 거래 모델

이 모델은 발행된 토큰화 자산이 2차 시장에서 거래되는 과정에서 수익이 발생하는 영역이다. 발행 단계가 자본 조달에 초점을 맞춘다면, 유통 및 거래 단계에서는 투자자 간 매매를 통해 거래 수수료 기반의 수익이 형성된다. 현재 토큰화 증권<sup>1</sup>의 2차 거래는 주로 미국 SEC 등록 ATS(Alternative Trading System, 대체거래소)를 통해 이루어지고 있다. 대표 사례로는 INX, tZERO 등 특화 ATS와 NASDAQ, NYSE 등 전통 거래소의 진입이 있다. 토큰화 펀드(BUIDL, USYC 등)는 승인된 참여자를 통한 발행·환매가 주 경로이며, 자산 운용 모델에서 별도로 다룬다.

INX와 tZERO가 대표적인 특화 ATS 사례다. 두 플랫폼 모두 SEC 등록 ATS로 토큰화 증권<sup>1</sup>의 2차 거래를 지원하지만, 유동성 부족으로 수익화에는 고전하고 있다. INX는 [2024년 거래 수수료가 40만 달러에 그쳤고](#), tZERO도 거래 금액이 아직 작은 편이다. 다만 tZERO는 2025~2026년에 걸쳐 [회사채, 토큰화 뮤추얼펀드](#)로 취급 자산군을 빠르게 확장하고 있으며, [tZERO Connect API를 통해 Archax 등 글로벌 파트너와 연결해 유동성 한계를 외부 연계로 보완하려는 전략](#)을 취하고 있다.

전통 거래소의 진입은 2025년 말부터 규제 기반이 마련되면서 본격화되고 있다. SEC가 [2025년 12월 DTCC의 자회사인 DTC\(Depository Trust Company\)에 '비조치의견서\(No-action letter\)'를 발행](#)하여 토큰화 증권 파일럿의 규제적 근거가 마련되었고, 이를 기반으로 전통 거래소들의 진입이 잇따르고 있다.

NASDAQ은 이 DTC 파일럿과 연계하여 [2026년 3월 SEC로부터 토큰화 증권 거래 규칙 변경을 정식 승인](#)받았다. 이에 따라 DTC 파일럿 참가 자격을 갖춘 시장 참여자는 Russell 1000 종목과 S&P 500 및 Nasdaq-100 추종 ETF를 토큰화된 형태로 거래할 수 있게 된다. 기존 증권과 토큰화 증권이 동일한 오더북에서 동일한 티커, CUSIP(미국 증권 식별번호), 주주 권리를 유지한 채 거래되는 구조로, 토큰화 자산이 별도의 시장이 아니라 기존 거래 인프라에 직접 통합되는 방식이다. 첫 토큰화 거래는 DTC 시스템 업데이트와 참가자

<sup>1</sup> 증권형 토큰, 토큰화 증권, 토큰증권, Security Token, Tokenized Security 등 여러 용어가 혼용되고 있으나, 본 보고서에서는 "토큰화 증권"으로 통일한다.

온보딩을 거쳐 2026년 하반기 중에 이루어질 것으로 예상된다. NASDAQ은 별도로 [Kraken과도 협업](#)하여 토큰화 주식의 글로벌 유통 체계도 구축 중이다.

NYSE의 모회사인 ICE(Intercontinental Exchange)도 본격적으로 움직이고 있다. ICE는 2026년 3월 크립토 거래소 [OKX에 전략 투자를 단행](#)했으며, OKX의 1.2억 사용자 기반을 활용한 토큰화 증권 및 크립토 선물 거래 플랫폼 구축을 추진하고 있다. NYSE는 [Securitize와의 협업](#)도 병행하고 있어, 토큰화 주식 발행(Securitize의 Transfer Agent 역할)과 유통(OKX 연계 글로벌 접근) 양쪽에서 인프라를 확보하려는 전략을 보이고 있다.

### 결제 및 청산 모델

이 모델은 토큰화 자산의 발행과 거래가 이루어진 뒤, 자산과 자금의 이전, 담보 이동, 사후 정산이 실제로 처리되는 영역이다. 거래 단계가 투자자 간 매매를 성사시키는 역할이라면, 결제 및 청산 인프라는 그 거래가 실제 자산 이전과 결제로 완결되도록 만드는 레일에 해당한다. 주요 고객은 다국적 기업의 트레저리 부문, 글로벌 투자은행, 브로커딜러 등이며, 수익은 정산 및 청산 수수료, 네트워크 및 플랫폼 이용료, 담보 이동에 수반되는 수수료 등에서 발생한다. 대표 사례로는 JP Morgan의 Kinexys, DTCC와 예탁·결제 자회사 DTC의 Canton Network 연계 토큰화 서비스, 그리고 SDX의 Helvetia가 있다.

JP Morgan의 [Kinexys](#)(구 Onyx)는 기관용 결제와 담보 이동을 블록체인 기반으로 재구성한 대표 사례다. Kinexys Digital Payments는 24시간 결제를 지원하는 예치금 기반 네트워크로, [2025년 12월 기준 누적 처리 규모 3조 달러를 돌파했고 일평균 거래 규모도 50억 달러를 상회](#)한다. 2025년에는 USD, EUR에 이어 세 번째 결제 통화로 [영국 파운드\(GBP\)를 추가](#)하여 결제 범위를 확장했다. 한편 [Tokenized Collateral Network\(TCN\)](#)는 머니마켓펀드 등 기존 자산을 매도하지 않고도 담보로 활용할 수 있도록 설계된 서비스로, 담보 이전을 실시간에 가깝게 처리해 정산 시간과 비용을 줄이는 구조를 선보이고 있다.

DTCC는 토큰화 증권 포스트트레이드 인프라 구축에서 결정적 진전을 이뤘다. DTCC는 앞서 언급한 SEC의 '비조치의견서(No-action letter)'를 근거로 2025년 12월 [Digital Asset 및 Canton Network와 파트너십을 발표](#)했으며, Canton Foundation의 공동 의장을 맡아 거버넌스 표준 설정에도 참여하고 있다. 실행 단계에서는 예탁·결제 자회사 DTC가 보관하고 있는 미국 국채를 Canton Network에서 토큰화할 예정이며, 2026년 상반기 중 통제된 프로덕션 환경에서 MVP를 출시하고, 하반기에는 본격적인 롤아웃을 진행할 계획이다. 이미 2025년 7월에는 [Canton Network에서 토큰화된 미국 국채를 활용한 온체인 레포 거래가 실행](#)됐으며, 주말 포함 다수의 실시간 거래가 이루어져 장외·비영업시간 자금 조달이 가능함을 실증했다.

앞서 발행 인프라 단계에서 다룬 SDX 역시 결제 영역에서 활동 중이다. SDX는 [스위스 국립은행\(SNB\)의 Helvetia 프로젝트를 통해 도매 CBDC\(wCBDC\) 기반의 DvP\(Delivery vs Payment\) 결제를 구현](#)했으며, 토큰화 자산과 대금이 동일한 인프라 위에서 원자적(atomic)<sup>2</sup>으로 처리되는 구조다. 또한 기존 wCBDC 방식 외에 BX Digital이 Ethereum 등 퍼블릭 블록체인에서 토큰화 자산을 결제하고 현금은 SIC RTGS 시스템을 통해 처리하는 경로를 추가하여 결제 경로를 이원화하고 있다. 프로젝트는 2027년 중반까지 연장, [참여 은행도 6곳에서 9곳으로 확대](#)됐다.

### 자산 운용(AUM) 모델

자산 운용 모델은 앞서 다룬 Sell-side 프로세스(발행, 유통, 결제)와 달리, 이미 발행된 토큰화 자산을 보유·운용하며 AUM 기반 보수를 수취하는 Buy-side 영역이다. 수익 구조는 전통금융 운용상품과 유사하게 관리보수 및 성과보수 위주로 구성되며, 주요 고객은 기관투자자와 고액자산가(HNWI)다. 대표 사례로는 BlackRock의 BUIDL, Circle의 USYC, Franklin Templeton의 BENJI, Hamilton Lane과 KKR, Apollo의 토큰화 사모상품 등이 있다.

토큰화 MMF 시장은 BlackRock의 BUIDL이 주도해 왔으나, 2026년 들어 Circle의 USYC가 BUIDL을 추월하며 양대 축으로 재편되었다. BlackRock의 BUIDL(USD Institutional Digital Liquidity Fund)은 Ethereum, Solana 등 다수의 체인에서 운영되며, 2024년 3월 출시 이후 2025년 11월 피크 시 AUM 25억 달러를 넘어섰다. 누적 배당은 2025년 [12월 기준 1억 달러 이상](#)이며, 온체인 일간 이자 지급과 24시간 토큰 전송을 지원한다. 2026년 2월에는 [Uniswap과 연결](#)되어 DeFi 인프라와의 직접 거래도 가능해졌다. Circle이 2025년 초 Hashnote 인수로 확보한 USYC(US Yield Coin)는 [2026년 3월 기준 약 22억 달러로 BUIDL\(약 20억 달러\)을 추월하며 1위에](#) 올랐다. Binance가 [기관 파생상품 거래의 오프거래소 담보로 USYC를 채택](#)하면서, 기관이 거래소 카운터파티 리스크 없이 거래할 수 있게 된 것이 급성장의 핵심 요인이다<sup>3</sup>. 한편 Franklin Templeton의 BENJI(OnChain U.S. Government MMF)는 2026년 4월 기준 AUM 약 10억 달러를 기록 중이다. 전체 토큰화 미국 국채 시장은 2026년 [3월 말 기준 110억 달러를 넘어서며 연초 대비 27% 성장](#)했다.

사모펀드 영역에서는 Hamilton Lane, KKR, Apollo 등이 PE 및 Private Credit 펀드를 토큰화하고 있다. Hamilton Lane은 Securitize와 협업하여 [SCOPE 펀드](#)(Private Credit)를 Ethereum, Polygon, Optimism에서 토큰화했으며, 최소 투자금을 200만 달러에서 1만 달러로 낮췄다. KKR은 2022년 [Health Care Strategic Growth Fund II](#)를 Avalanche에서

<sup>2</sup> 원자적(atomic) 결제란 자산 이전과 대금 지급이 동시에 이루어지거나, 하나라도 실패하면 둘 다 취소되는 방식으로, 두 과정 중 한 과정만 이행되는 결제 리스크를 원천적으로 제거한다.

<sup>3</sup> 오프거래소 담보(off-exchange collateral)는 기관이 거래소 외부의 제3자 수탁기관에 담보 자산을 예치하고, 그 증명을 거래소에 전달해 거래 한도를 부여받는 구조다.

Securitize를 통해 토큰화해 운영 중이다. Apollo는 2025년 1월 Diversified Credit Fund의 토큰화 펀드인 [ACRED](#)를 출시했으며, Ethereum, Solana 등 6개 체인에서 운영하고 있다. 기존 기관투자자뿐 아니라 고액자산가 및 패밀리오피스 등으로 투자자 기반을 넓히는 흐름이 나타나고 있다.

### 크립토 수익 모델

앞서 다룬 토큰화 수익 모델이 토큰화된 실물자산(RWA)을 발행, 거래, 청산하는 과정에서 수익이 발생하는 구조라면, 크립토 수익 모델은 가상자산 자체를 거래, 수탁, 결제하며 수익을 창출하는 영역이다. 가상자산의 매매 스프레드, 거래 수수료, 수탁 보수, 파생상품 청산 수수료 등에서 수익이 형성된다.

크립토 수익 모델은 고객층과 상품 유형에 따라 세 가지로 구분된다. 첫째, 기관투자자와 고액자산가를 대상으로 크립토 현물 거래와 수탁 서비스를 제공하는 기관 거래 및 수탁 모델이다. 둘째, 리테일 사용자를 대상으로 앱 내 매매와 결제 기능을 제공하는 리테일 거래 및 결제 모델이다. 셋째, 기관과 리테일 모두를 아우르는 크립토 파생상품 모델이다.

Figure 3: 크립토 수익 모델 내 주요 수익 모델

출처: 코빗 리서치

수익 모델	수익 구조	주요 고객군	주요 플레이어
기관 거래 및 수탁	거래 수수료 + 수탁 보수	기관투자자, 고액자산가	DBS DDEX(은행 주도 풀서비스)
리테일 거래 및 결제	스프레드, 결제 수수료	리테일 앱 사용자	Cash App(비트코인 매매), Robinhood(크립토 브로커리지), PayPal(결제 통합)
파생상품	계약당 거래·청산 수수료	헤지펀드, 프랍 트레이더, 기관	CME Group(규제 파생상품 거래소)

#### 기관 거래 및 수탁 모델

이 모델은 기관투자자와 고액자산가를 대상으로 가상자산의 거래 및 수탁 서비스를 제공하며, 거래 수수료와 수탁 수수료에서 수익이 발생하는 구조다. 대표 사례로는 BNY Mellon과 DBS Digital Exchange가 있다.

BNY Mellon은 2022년 3월 Circle과의 협업을 통해 [USDC 준비자산의 Primary Custodian](#)을 수임한 것을 시작으로, 스테이블코인 준비자산 수탁으로 사업 영역을 확장해 왔다. 2025년 7월에는 [Ripple의 RLUSD](#), 2025년 10월에는 [WisdomTree의 USDW](#)로 커스터디 고객을 늘렸다. 2025년 11월에는 GENIUS Act 시행을 준비하여 선제적으로 [BNY Dreyfus Stablecoin Reserves Fund\(BSRXX\)](#)를 출시했다. 이는 스테이블코인 발행사가 준비자산으로 활용할 수 있도록 설계된 정부 머니마켓펀드로, 준비자산 커스터디에 더해 리저브 운용까지 서비스 범위를 확장한 사례다.

DBS Digital Exchange(DDEX)는 싱가포르 DBS 은행이 운영하는 기관 중심 디지털 자산 거래소다. 암호화폐 현물 거래와 수탁 서비스를 제공하며, 성장세가 뚜렷하다. 2024년 첫 5개월 기준 거래 가치가 전년 대비 3배, 수탁 자산(AUC)은 80% 이상 증가했으며, 2025년 상반기에는 초고액·고액자산가 고객의 암호화폐 거래량이 2023년 대비 8배 성장했다. Euromoney는 DBS를 2026년 글로벌 디지털 자산 부문 최우수 프라이빗 뱅크로 선정했다.

DDEX는 암호화폐 현물 거래를 넘어 암호화폐 옵션, ETF 연계 노트, 수익 강화 구조화 상품 등으로 서비스를 확대하고 있다. 특히 DBS Trustee를 통해 싱가포르 최초로 비트코인 등 디지털 자산을 신탁 재산에 편입하는 서비스를 도입했으며, 수탁 자산은 100% 콜드 스토리지로 관리되고 고객 자산이 거래소 자산과 완전히 분리되는 구조를 유지한다.

### 리테일 거래 및 결제 모델

이 모델은 리테일 사용자를 대상으로 앱 내 가상자산 매매 및 결제 기능을 제공하며, 매매 스프레드와 거래 수수료, 결제 트랜잭션 수수료에서 수익이 발생하는 구조다. 사용자 기반 확대와 거래 빈도 증가가 수익에 직접 연결된다. 대표 사례로는 Block(Cash App), Robinhood, PayPal이 있다.

Block의 Cash App은 5,900만 월간 활성 사용자를 보유한 P2P 결제 앱으로, 앱 내 비트코인 매매 기능을 제공한다. 회계연도 2025년 Bitcoin Ecosystem 매출은 약 85억 달러로 전체 매출(242억 달러)의 약 37%를 차지하지만, 총이익은 약 4.2억 달러(마진 약 5%)에 그쳐 실질 수익 기여는 제한적이다. 그럼에도 Block은 2025년부터 비트코인을 독립 사업 부문(Bitcoin Ecosystem)으로 격상시켰으며, Cash App 비트코인 매매 외에 Square Bitcoin(가맹점용), Bitkey(자체 하드웨어 월렛) 등을 포함했다.

Robinhood는 주식, 옵션, 암호화폐를 통합 제공하는 리테일 플랫폼으로 리테일 사용자가 기존 주식 거래 앱에서 추가 절차 없이 암호화폐를 매매할 수 있는 구조가 강점이다. 회계연도 2025년 암호화폐 거래에서 발생한 매출은 전체 거래 기반 매출(26.3억 달러)의 약 35~40%를 차지하며, 3분기에는 2.68억 달러(전년 대비 300% 이상)로 급증했으나 4분기에는 2.21억 달러로 감소하는 등 암호화폐 시장 사이클에 따른 분기별 변동이 크다.

PayPal은 앱 내 비트코인, 이더리움, PYUSD(자체 스테이블코인) 매매 기능을 제공하며, 2025년 7월에는 Pay with Crypto 결제 서비스를 출시했다. Pay with Crypto는 100개 이상의 가상자산과 Coinbase, MetaMask 등 외부 지갑을 지원하며, 판매자에게 거래 금액의 0.99%(도입 프로모션 기준, 이후 1.5%)를 부과한다. 기존 국제 카드 수수료(1.5~3.5%) 대비 낮은 수수료 구조로 크로스보더 결제에서 경쟁력을 갖추고 있다.

## 크립토 파생상품 모델

이 모델은 전통 파생상품 거래소가 비트코인 및 이더리움 선물과 옵션을 상장해 기관투자자의 헷징 수요를 흡수하고 수익을 창출하는 구조다. 주요 고객은 기관 헤지펀드, 마켓메이커, 파생 전문 트레이더이며, 기관의 리스크 관리(헷징) 수요가 핵심 동력으로 작용한다. 수익 구조는 계약당 거래 수수료, 청산 수수료, 마켓 데이터 및 서비스 접속 수수료로 구성된다. 대표 사례로는 CME Group이 있다.

CME Group은 비트코인 및 이더리움 선물·옵션과 Micro 계약을 제공하며, 2025년에는 [솔라나\(SOL\) 선물을 추가](#)하는 등 상품군을 확대했다. CME에서의 [2025년 연간 디지털 자산 파생상품 일평균 거래량\(ADV\)은 27.8만 계약](#)(명목 가치 일평균 120억 달러)으로 전년 대비 139% 증가했으며, 4분기에는 ADV가 37.9만 계약까지 급등했다. 아직 CME 전체 ADV(2,810만 계약) 대비 약 1%에 불과하지만, 전체 성장률(6%)을 크게 상회하는 속도다.

2026년 들어서도 성장세가 이어지고 있다. [2026년 2월 기준](#) ADV는 40.7만 계약으로 전년 동기 대비 46% 증가했다. CME는 [2026년 5월부터 크립토 파생상품 전 상품군의 24시간 거래를 도입할 예정](#)이며, 같은 달 아발란체(AVAX)와 수이(SUI) 선물도 신규 상장한다. 이미 확립된 청산 인프라와 규제 준수 체계를 갖추고 있어 기관 자금이 별도의 신뢰 검증 없이 진입할 수 있다는 점이 크립토 네이티브 거래소 대비 차별점이다.

## 보조 사례 - 트레저리 모델

이와 별도로, 기업이 디지털 자산을 재무 전략 차원에서 활용해 수익을 창출하는 모델도 존재한다. 금융 인프라나 발행 및 운용 사업과 달리, 기업이 현금성 자산의 일부를 비트코인 등 디지털 자산으로 대체 보유함으로써 자본 이득과 기업 가치 제고를 도모하는 구조다. 수익은 보유 자산의 가격 변동에 따른 평가 이익과 매각 차익, 그리고 일부 기업의 경우 파생상품 전략을 통한 비트코인 수량 증대로 구성된다. 주요 고객은 주주(투자자)로, 이 전략의 성과와 위험을 공유하는 구조다. 엄밀히 말하면 '투자 및 재무 수익'에 가깝지만, Strategy나 Metaplanet 같은 기업에게는 사실상 핵심 비즈니스 모델이 되었다<sup>4</sup>.

Strategy는 비트코인 트레저리 전략의 원조이며 비트코인 트레저리 기업 중 압도적 1위를 차지하고 있다. 2026년 [4월 기준 약 80만 BTC 이상을 보유](#)하고 있으며, 수수료 포함 총 취득 비용은 약 600억 달러 이상이다. 2025년에만 [253억 달러를 자본시장에서 조달](#)하며 미국 최대 주식 발행자가 되었고, [비트코인 트레저리 기업 보유량의 약 76%](#)를 단독으로 차지하고 있다. 다만 트레저리 전략이 사실상 단일 기업에 집중된 구조가 되어, 이 모델의 확산 가능성에 대해서는 유보적 시각도 존재한다.

<sup>4</sup> 트레저리 모델을 활용하는 기업들에 대한 자세한 내용에 대해서는 코빗 리서치 "[비트코인, 기업의 자산이 되다: 보유 전략부터 비즈니스 모델까지](#)" 참조.

일본의 Metaplanet은 비트코인 투자를 핵심 전략으로 내세우며, [2026년 3월 말 기준 약 4만 BTC를 보유](#)하여 글로벌 기업 비트코인 보유 순위 3위에 올랐다. 앞서 리테일 거래 모델에서 다룬 Block은 비트코인 매매 서비스 외에도 자체 재무 전략으로 BTC를 매입하고 있으며, [2025년 12월 말 기준 8,883 BTC를 보유](#)하고 있다. [Tesla는 11,509 BTC를 보유](#)하고 있으며, 시가 변동에 따라 분기별 손익을 재무제표에 반영하고 있다.

---

## 전략적 시사점: 승자와 패자, 트렌드

### 설치 기반(Installed Base) 우위: BlackRock/JPM/DBS

전통 금융상품 토큰화 시장에서 가장 명확한 경쟁 우위는 기존 고객 기반과 인프라를 보유한 대형 금융기관들에게 있다. BlackRock, JPMorgan, DBS 등은 토큰화 과정에서 별도의 고객 획득 비용 없이 기존 관계를 활용하여 신속하게 시장 점유율을 확보했다.

BlackRock은 [약 14조 달러\(2025년 기준\) 이상의 AUM을 운용](#)하는 세계 최대 자산운용사로, BUIDL은 출시 후 약 1년 만에 AUM 10억 달러를 돌파했고 [2025년 11월에는 약 25억 달러를 달성](#)하며 토큰화 국제 시장 최대 펀드로 성장했다. BlackRock의 경쟁 우위는 1) 기존 기관 고객에 대한 즉각적 접근성, 2) Aladdin 등 대규모 운용 인프라의 활용, 3) 규제 당국과의 오랜 신뢰 관계에서 비롯된다. 나아가 [BlackRock은 2024년 Securitize에 전략 투자를 단행](#)하며 토큰화 인프라까지 수직 통합하는 방향으로 확장하고 있어, 이는 단순한 상품 출시를 넘어 자본시장 프로세스 전반에서 영향력을 확대하려는 전략으로 해석된다.

JPMorgan은 Fortune 500 기업들과의 기존 관계를 활용하여 JPM Coin과 Kinexys 플랫폼을 빠르게 확산시키고 있다. 또한 기존 인프라를 이미 이용하는 고객들이 있기 때문에 새로운 고객을 설득할 필요 없이 기존 고객에게 “더 빠르고 효율적인 결제 방식”을 제안하는 것이 가능하다. 일례로 [Siemens](#)는 2021년부터 Kinexys(당시 Onyx)를 글로벌 트레저리 운영에 통합했으며, 블록체인 예금 계좌와 프로그래머블 결제를 도입한 최초의 고객이기도 하다. 이는 기존 주거래 은행 관계가 온체인 결제 서비스로의 전환을 자연스럽게 만든 사례다. 앞서 다룬 DBS 역시 싱가포르와 동남아시아 최대 은행 네트워크를 기반으로 기존 프라이빗 뱅크 고객들을 DDEX로 유도했으며, 은행의 신뢰도와 규제 준수 인프라가 고객자산가들의 디지털 자산 진입 장벽을 낮추는 데 기여한 것으로 보인다.

반면 설치 기반이 없는 신규 플레이어들은 고객 획득에 막대한 비용을 투입해야 한다. INX와 tZERO는 SEC 규제를 준수하는 ATS 라이선스를 보유하고 있지만, 실제 수익화에는 어려움을 겪고 있다. INX는 [2025년 상반기 거래 수수료가 전년 동기 대비 오히려 후퇴](#)하며 약 10만 달러에 그쳤다. 비상장사인 tZERO도 [디지털 증권 ATS 중 거래량 기준 1위를 차지](#)하고 있으나, 절대적인 규모는 크지 않을 것으로 추정된다. 두 플랫폼 모두 규제 라이선스와 기술 인프라를 확보했음에도 성과가 미미한 것은 BlackRock이나 JPMorgan처럼 즉시 전환이 가능한 기존 고객 기반이 없기 때문이다. 결국 토큰화 증권 시장에서는 기술과 라이선스뿐 아니라 고객 확보가 수익화의 핵심 변수로 남아 있다.

토큰화 시장은 "zero-based" 시작이 아니라 기존 금융 인프라 위에 새로운 레이어를 얹는 방식으로 진화하고 있으며, 이는 기존 대형 금융기관에게 압도적으로 유리한 구조다. 신규 플레이어가 경쟁하려면 대형 금융기관이 커버하지 않는 틈새 자산군이나 지역을 공략하거나, Securitize처럼 대형 기관의 인프라 파트너로 포지셔닝하는 우회 전략이 필요할 가능성이 높다. 독자적으로 고객과 유동성을 동시에 확보해야 하는 정면 승부는 현 시점에서 현실적이지 않은 것으로 판단된다.

## 규제 및 자본 우위: SBI/Nomura/SDX

규제와 자본 요건은 토큰화 시장에서 또 다른 결정적 진입장벽이다. 토큰화 증권은 기술적으로는 블록체인 위에서 발행되지만, 법적으로는 각국 증권법의 적용을 받는다. 이에 따라 발행 주관, 유통, 결제 각 단계에서 해당 국가의 금융 라이선스가 요구되며, 청산이나 예탁 영역에서는 대규모 자기자본과 규제 당국의 별도 승인까지 필요하다. SBI, Nomura, SDX, DTCC 등 기존 금융기관은 이러한 요건을 이미 충족하고 있어 신규 진입자 대비 구조적으로 유리한 위치에 있다.

일본 STO 시장에서 SBI와 Nomura가 주도권을 확보할 수 있었던 배경에는 규제 구조가 있다. [일본 금융청\(FSA\)은 증권 토큰 발행\(STO\)을 제1종 금융상품거래업으로 규제하며, 증권 인수 및 판매에는 기존 증권사 라이선스가 필수다.](#) SBI와 Nomura는 이미 수십 년간 축적된 증권업 라이선스, 자기자본, 컴플라이언스 인프라를 보유하고 있어 STO 주관사로 즉시 전환할 수 있었다. 반면 핀테크 스타트업이나 블록체인 기업이 동일한 라이선스를 취득하려면 [최소 5억 엔의 자본금](#)과 컴플라이언스 체계 구축이 요구된다.

SIX Digital Exchange는 스위스 금융시장감독청(FINMA)의 승인을 받은 규제 거래소이자 중앙예탁기관(CSD)이다. SDX는 모회사 SIX Group의 자본력과 스위스 금융 시스템 내 지위를 활용하여 World Bank, 스위스 국립은행(SNB)과의 협업을 이끌어냈다. 특히 위에서 언급한 바와 같이 Helvetia 프로젝트에서 중앙은행 차원의 도매 CBDC 기반 DvP 결제를 실현한 것은 SDX가 단순한 민간 플랫폼이 아니라 국가 금융 인프라의 일부로 인정받은 사례다. SNB는 이후 Helvetia를 2027년 중반까지 연장하는 등 범위를 지속적으로 넓히고 있으며, 이러한 지위를 신규 진입자가 단기간에 확보하기는 사실상 어렵다.

규제 자본 우위는 특히 결제 및 청산 영역에서 두드러진다. DTCC는 미국 증권 결제의 사실상 독점 기관으로, 앞서 다룬 바와 같이 2025년 12월 SEC '비조치의견서(No-action letter)'를 획득하고 Canton Network와의 파트너십을 통해 미국 국채 토큰화를 추진하고 있다. DTCC는 Euroclear와 함께 Canton Foundation의 공동 의장을 맡아 글로벌 토큰화 결제 인프라의

거버넌스까지 주도하고 있으며, NASDAQ의 토큰화 주식 거래 역시 자회사 DTC 파일럿을 통해 결제되는 구조로 승인됐다. 신규 진입자가 DTCC와 경쟁하려면 1) SEC와 FINRA로부터 청산 기관 승인, 2) 수십억 달러의 자본금, 3) 증권사 네트워크와의 연결이 필요한데 이를 확보하기에는 많은 시간과 노력이 필요하다. 결제 및 청산 영역은 규제 및 자본 요건이 가장 높은 만큼, 기존 금융 인프라 기관의 우위가 가장 공고한 영역으로 남을 가능성이 높다.

## 기술 표준화 경쟁: 미국의 Securitize, 유럽의 Tokeny

토큰화 인프라 영역에서는 기술 표준을 둘러싼 경쟁이 진행되고 있다. Securitize, Tokeny, Polymath 등이 각자의 표준을 제시해 왔으며, 2026년 현재 Securitize가 미국 시장에서, Tokeny가 유럽 시장에서 각각 사실상 표준으로 자리잡아가는 추세다.

Securitize는 [BlackRock, KKR, Apollo 등 Tier-1 자산운용사 185곳이 채택한 토큰화 플랫폼](#)으로, 미국 시장에서 가장 넓은 고객 기반을 확보하고 있다. 기술 표준 측면에서는 자체 개발한 [DS Protocol](#)(Digital Securities Protocol)을 사용한다. DS Protocol은 ERC-20을 확장해 KYC/AML 검증, 양도 제한, 강제 이전 등 규제 대응 로직을 토큰 레벨에 내장한 구조다. 여기에 [2024년부터 Wormhole 프로토콜을 통합](#)하여 크로스체인 배포까지 지원하며, [BUIDL을 Ethereum 포함 8개 블록체인에서 운용](#)할 수 있게 했다. 복수의 Tier-1 고객이 이러한 인프라에 락인(lock-in)되면 후발 주자가 동일한 고객을 전환시키기 어려워지는 만큼, Securitize의 미국 내 표준 지위는 점차 공고해지고 있는 것으로 보인다.

유럽 시장을 타겟으로 한 Tokeny는 ERC-3643 표준을 기반으로 한 T-REX 프레임워크를 제공한다. ERC-3643은 컴플라이언스 규칙을 스마트 컨트랙트에 내장하여, 토큰 자체가 투자자 자격 검증, 양도 제한, 규제 보고를 자동으로 처리하도록 설계됐다. 유럽의 UCITS 및 AIFM 규제 환경에 최적화되어 있으며, 120개 이상의 토큰화 프로젝트에서 채택됐다. 2025년 5월 Apex Group이 Tokeny 지분을 인수한 것은 T-REX가 엔터프라이즈 시장에서 검증된 표준으로 인정받은 사례로 해석된다.

Polymath는 2017년 토큰화 증권의 개척자로 출발했으나, 시장 선점에는 이르지 못했다. 기관투자자의 토큰화 수요가 본격화되기 훨씬 전인 2017년에 시장에 진입한 탓에 타이밍이 맞지 않았고, Securitize나 Tokeny와 달리 Tier-1 자산운용사를 고객으로 확보하지 못했다. 이후 Polymath는 [자체 블록체인인 Polymesh로 전환](#)했으나, 대형 금융기관들이 Ethereum 등 기존 퍼블릭 체인 생태계를 활용하는 방향을 택하면서 오히려 고립됐다. 그로 인해 2023년 이후 Polymath의 시장 내 존재감은 크게 축소된 것으로 보인다.

결국 기술 표준화 경쟁의 핵심은 “누가 가장 많은 Tier-1 고객을 확보하는가”다. 대형 운용사들이 특정 플랫폼을 선택하면, 다른 운용사들도 상호운용성을 위해 동일한 표준을 따라가게 되며, Polymath의 사례는 이 흐름에서 이탈했을 때의 결과를 보여준다. 현재로서는 Securitize가 미국 시장에서, Tokeny가 유럽 시장에서 각각 Tier-1 고객 기반을 확보하고 있어, 향후 글로벌 시장은 양대 표준 체제로 정리될 가능성이 높을 것으로 보인다.

## 복수 수익 모델의 결합: Securitize/ADDX/SBI

토큰화 시장이 성숙해지면서 자본시장 프로세스 상 복수의 수익 모델을 하나의 조직 내에서 통합하려는 추세가 나타나고 있다. 시장이 아직 초기 단계인 만큼 단일 기능만으로는 충분한 거래량과 수익성을 확보하기 어렵고, 인접 레이어까지 확장해 고객 락인과 반복 수익을 동시에 확보하려는 전략으로 해석된다. Securitize, ADDX, SBI가 대표적인 사례다. Securitize는 발행 인프라에서 출발해 유통·거래, 펀드 사무관리까지 단일 플랫폼 내 풀스택을 구축했고, ADDX는 발행 인프라와 유통 및 거래 모델을 결합했으며, SBI는 그룹사 및 외부 파트너 간 역할 분담을 통해 발행, 인프라, 유통, 결제에 걸쳐 수익 접점을 넓히고 있다.

Securitize는 발행 인프라 모델에서 출발하여, Securitize Markets를 통해 유통 및 거래 모델까지 통합했다. 2025년 4월에는 [MG Stover 인수](#)를 통해 펀드 관리(Fund Administration) 기능까지 추가하며 사업 영역을 확대했다. 이를 통해 Securitize는 발행 시점에는 온보딩 및 구조화 수수료가, 발행 이후에는 ATS 거래 수수료, 펀드 관리 보수, 플랫폼 이용료를 반복적으로 얻을 수 있다. 2026년 3월에는 [NYSE와의 MOU 체결](#)을 통해 토큰화 주식 명의개서대리인(transfer agent) 역할까지 확장하며 전통 거래소 레이어와의 접점을 넓히고 있다. 이러한 수직 통합 전략은 [상업적 성과](#)로도 나타나고 있다. 회계연도 2025 매출은 6,900만 달러로 전년 대비 267% 성장했고, EBITDA 1,700만 달러(마진 24%)로 흑자 전환에 성공했다. 2026년에는 AUM 90억 달러, 매출 1.1억 달러를 전망하고 있어, 수직 통합 모델의 수익 확장성이 검증되고 있는 단계다.

Securitize가 미국 시장에서 풀스택을 추구한다면, ADDX는 아시아 사모시장에 특화된 결합 모델을 운영하고 있다. ADDX는 싱가포르 MAS 규제 하에서 발행 인프라 모델과 유통 및 거래 모델을 하나의 플랫폼에서 결합한 사례다. ADDX는 사모시장 자산의 토큰화와 적격 투자자 간 2차 거래를 동일 플랫폼 내에서 처리하며, 발행 초기 인프라 수수료와 이후 거래 과정의 수익을 함께 수취하는 구조다. 2024년에는 MAS Project Guardian 하에서 ANZ와 함께 토큰화 기업어음의 발행부터 상환까지 전 과정을 단일 플랫폼에서 처리하는 [파일럿을 수행](#)했으며, 플랫폼 [누적 거래 규모는 SGD 20억 이상](#)에 달한다.

SBI는 그룹 내 기능과 외부 파트너십을 조합해 복수의 수익 모델에 관여하는 사례다. SBI 증권이 발행 및 인수를, 그룹사 산하 [ODX START](#)가 유통 및 거래를 각각 담당하며, Nomura의 BOOSTRY(ibet for Fin) [지분 투자 및 생태계 참여](#)와 [DCJPY 결제 실증](#)을 통해 발행 인프라, 결제 및 청산 영역으로도 접점을 넓히고 있다. Securitize나 ADDX가 단일 플랫폼 내에서 기능을 통합하는 방식이라면, SBI는 그룹사 및 외부 파트너 간 역할 분담을 통해 유사한 효과를 추구하는 구조다. 일본 STO 시장이 성장할수록 SBI는 발행, 유통, 결제 각 단계에서 수수료를 수취할 수 있어, 단일 기능에 의존하는 플레이어 대비 수익 기회가 넓을 것으로 보인다.

## 리스크 요인: 유동성, 규제, 인프라 폐쇄성

최근 토큰화 시장의 급격한 성장에도 불구하고, 여러 구조적 리스크 요인들이 여전히 존재한다. 규제 불확실성, 이에 따른 2차 시장 유동성 부족, 그리고 인프라 파편화(fragmentation)가 대표적이며, 이 세 가지 과제의 해소 여부가 토큰화 시장이 본격적인 상업화 단계로 진입할 수 있을지를 결정할 것으로 보인다.

**규제 불확실성**은 특히 미국 시장에서 두드러졌으나, 2025~2026년 들어 빠르게 해소되고 있다. 앞서 다룬 바와 같이 SEC는 NASDAQ의 토큰화 증권 거래를 승인했고, DTC에 토큰화 서비스 '비조치의견서(No-action letter)'를 발급했다. 일본에서도 세제 불확실성으로 회계연도 2024년에 STO 발행이 급감했으나, [2024년 12월 세제 개편안 확정 이후 회계연도 2025년에는 전년 대비 3.6배 반등](#)했다. 다만 토큰화 MMF가 기존 머니마켓펀드 규제를 온전히 충족하는지, 블록체인 기반 자동화된 펀드 운영이 기존 투자자문업 규제 대상에 해당하는지 등은 아직 해석이 갈리는 영역이다.

이러한 규제 불확실성은 **2차 시장 유동성 부족**으로 직결되어 왔다. 토큰화의 핵심 약속 중 하나는 24시간 거래와 글로벌 투자자 접근을 통한 자산 유동성 개선이었지만, 2026년 현재 이는 대부분 실현되지 않고 있다. 앞서 다룬 바와 같이 INX의 2025년 상반기 거래 수수료는 약 10만 달러에 그쳤고, tZERO 역시 절대적인 거래 규모는 제한적인 수준이다. 토큰화 자산이 1차 발행 시장에서는 성과를 내고 있지만, 2차 거래 시장은 아직 초기 단계에 머물러 있는 셈이다. 다만 NASDAQ과 NYSE의 토큰화 증권 시장 진입은 이 문제를 근본적으로 바꿀 수 있는 변수다. 토큰화 자산이 기존 거래소의 오더북에 직접 통합되면, 별도의 ATS에서 유동성을 처음부터 만들어야 하는 구조적 한계가 해소될 수 있다.

**인프라 파편화**는 장기적으로 가장 주목해야 할 리스크다. 현재 토큰화 시장은 각 플랫폼과 체인, 관할권별로 고립된 구조를 보인다. IMF 역시 [2026년 4월 보고서](#)에서 토큰화 시장의 파편화를 핵심 리스크로 지적하며, 상호운용성 표준 확립을 정책 과제로 제시한 바 있다. 체인 수준에서는 특정 블록체인에서

발행된 토큰화 자산이 다른 체인에서 유통되기 어렵고, 플랫폼 수준에서는 Securitize, Tokeny 등 각 발행 플랫폼 간 자산 이동이 제한적이다. 이는 단기적으로 각 플랫폼의 고객 락인에 유리하지만, 장기적으로는 시장 전체의 유동성을 제약할 수 있다. 다만 이 문제에 대한 대응도 진행 중이다. 체인 간 상호운용성은 Securitize의 Wormhole 통합이나 Tokeny의 T-REX Ledger(멀티체인 컴플라이언스 레이어)가, 플랫폼 간 상호운용성은 DTCC가 Canton Foundation 공동 의장으로서 표준 설정에 나서고 있다.

# 투자자 수요와 수익모델의 정합성

## 기관투자자 관점: 유동성·효율성·투명성 (EY-Parthenon/Coinbase 설문 기반)

기관투자자들이 토큰화 증권을 선호하는 이유는 유동성 개선과 기존 증권 대비 운영 효율성에 있다. [EY-Parthenon과 Coinbase가 2026년 1월 350명 이상의 글로벌 기관투자자를 대상으로 실시한 설문](#)에서 응답 기관의 63%가 토큰화 자산에 "매우 관심 있다"고 답했으며 이는 전년(57%)보다 상승한 수치다. 자산운용사에 한정하면 자사 자산의 토큰화에 관심 있다는 응답이 64%로, 전년(40%)대비 급증했다. 73%의 기관이 2026년 디지털 자산 배분을 확대할 계획이라고 답했고, 61%가 향후 3~5년 내 블록체인 레일 거래, 청산, 결제에 유의미하게 통합될 것으로 전망했다. 다만 기관들이 토큰화 자산 투자의 주요 장벽으로 지목한 것은 규제 불확실성(67%), 통합 과제(59%), 2차 시장 유동성 부족(38%)이었다.

별도로 [EY-Parthenon이 2025년 실시한 설문](#)에서는 기관투자자들이 토큰화 자산 투자에 관심을 갖는 가장 큰 이유로 포트폴리오 다각화(65%)가 꼽혔고, 부분 소유권을 통한 최소 투자금 인하(48%), 즉시 결제(42%) 등이 뒤를 이었다. 한편 자산운용사를 대상으로 한 별도 문항에서는 자사 자산 토큰화의 동기로 즉시 결제(54%), 유동성 향상(51%), 부분 소유권 제공(42%)이 상위에 올랐다. 이는 2024년 [JPMorgan과 Bain & Company가 실시한 대안 자산 투자자 설문](#)에서 대안 자산 투자자의 59%가 유동성 향상을 최우선 동기로 꼽은 바 있어, 유동성과 접근성 개선이 토큰화 수요의 핵심 동인임을 확인할 수 있다.

이러한 설문 결과가 시사하는 기관투자자 수요의 핵심은 운영 효율성(Operational Efficiency)이다. 백오피스 비용 절감, 실시간 결제, 담보 이동 효율화가 기관 입장에서 토큰화의 실질적 가치이며, 앞서 다른 JPMorgan Kinexys가 Siemens 같은 대기업에 채택된 배경이기도 하다. 실시간 결제와 담보 이동은 결제 과정에서 묶이는 자금을 줄이고, 자금 유희 시간을 최소화하여 직접적인 재무 성과로 연결된다. 2026년 설문 기준 스테이블코인을 이미 사용 중이거나 관심을 표명한 기관은 86%에 달했으며, 주요 용도는 T+0 결제, 내부 자금 관리, 외환 효율화였다.

## 고액자산가(HNWI) 관점

[EY-Parthenon 설문\(2023, 고액자산가 251명·기관 78명 대상\)](#)에 따르면, 고액자산가의 토큰화 자산에 대한 관심은 기관보다 전반적으로 높았다. 2023~2024년 내 투자 계획 비율은 고액자산가 61%, 기관 37%였으며, 2026년까지 포트폴리오 배분 의향도 각각 8.6%와 5.6%로 고액자산가가 앞섰다. 자산 클래스별로는 토큰화 부동산(고액자산가 65% vs 기관

32%)과 토큰화 채권(64% vs 33%)에서 고액자산가의 투자 의향이 기관 대비 2배 가까이 높았다. 규제 불확실성을 주요 장벽으로 인식하는 비율도 기관(49%)에 비해 고액자산가(24%)가 낮아, 상대적으로 빠른 진입 의향을 보였다.

이러한 차이는 토큰화가 제공하는 접근성 개선에 기인하는 것으로 보인다. 전통 사모펀드나 부동산 투자는 최소 투자 금액이 수백만~수천만 달러로 설정되어 있어, 고액자산가라 하더라도 복수의 전략에 분산 배분하기가 어려웠다. 앞서 다룬 ADDX가 Partners Group 펀드의 최소 투자금을 1만 달러로 설정한 사례처럼, 토큰화는 부분 소유권(Fractional Ownership)을 통해 최소 투자금을 1만~10만 달러 수준으로 낮추며 이러한 제약을 완화하고 있다.

## 수요 공급 매칭: 수익 모델과의 연계

앞서 분석한 수익 모델과 투자자 수요 사이에는 뚜렷한 정합성이 존재한다. 발행 및 인수, 결제 및 청산 모델은 본질적으로 기관 전용이며, 실시간 결제와 담보 이동의 경제적 효익이 대규모 자본에 특히 더 유의미하기 때문이다. 반면 자산 운용(AUM) 모델은 기관과 고액자산가 수요가 교차하는 영역으로, BlackRock BUIDL 같은 기관 전용 상품과 Hamilton Lane, KKR 같은 고액자산가 개방형 상품이 공존한다.

유통 및 거래 모델은 현재 가장 큰 과제를 안고 있다. INX, tZERO 등 전용 ATS는 기관과 고액자산가 양쪽을 타겟했으나 기존 거래소와 분리된 별도 플랫폼에서 참여자 기반을 처음부터 구축해야 하는 구조적 한계로 충분한 거래량을 만들어내지 못했다. NASDAQ과 NYSE의 토큰화 증권 시장 진입은 이 구도를 근본적으로 바꿀 수 있는 변수로, 기존 거래소 오더북에 토큰화 자산이 통합되면 이 시장의 유동성 고갈 문제가 근본적으로 해결될 가능성이 열릴 것으로 보인다.

토큰화 시장에서 수익 모델의 성패는 타겟 투자자층의 핵심 니즈와의 정합성에 크게 좌우되는 것으로 판단된다. BUIDL이 빠르게 성장한 것은 BlackRock의 설치 기반과 기관의 효율성 수요가 맞아떨어진 결과이며, INX와 tZERO의 부진은 수요-공급 매칭의 실패를 보여주는 사례다. 향후 NASDAQ, NYSE 등 전통 거래소의 본격적인 진입이 이 매칭 구조를 어떻게 변화시킬지가 토큰화 시장의 다음 단계를 결정할 핵심 변수가 될 것으로 보인다.

## 작성자

### 강동현 | Donghyun Kang

2023년 코빗 입사. (現)코빗 리서치 센터 Research Analyst.

(前)Xangle 리서치 애널리스트. 서울대 소비자아동학부 졸업 및 동 대학원 석사 과정 수료.

### 김민승 | Min Seung Kim

2021년 코빗 입사. (現)코빗 리서치센터장.

블록체인과 가상자산 생태계에서 벌어지는 복잡한 사건과 개념을 쉽게 풀어 알리고, 다른 관점을 가진 사람들이 서로를 이해하도록 돕는다. 블록체인 프로젝트 전략 기획, 소프트웨어 개발 등의 경력 보유.

## 법적 고지서

본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 아니라 투자자들의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나 오차가 발생할 수 있으며, 당사는 어떠한 경우에도 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.

따라서 본 자료를 이용하시는 분은 자신의 판단으로 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정을 하시기 바랍니다. 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

본 자료에 나타난 정보, 의견, 예측은 본 자료가 작성된 날짜 기준이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 과거 실적은 미래 실적에 대한 지침이 아니며 미래 수익은 보장되지 않습니다. 경우에 따라 원본의 손실이 발생할 수도 있습니다. 아울러 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자의 개인적인 견해로, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다. 본 자료에 나타난 견해는 당사의 견해와 다를 수 있습니다. 따라서 당사는 본 자료와 다른 의견을 제시할 수도 있습니다.

당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자 개인적 견해로서, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다. 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에게 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.