

# 디지털자산시장의 최근 동향과 이슈

---

박선영

2022.5.24

# UST-Luna Analysis

“the largest destruction of wealth in this amount of time in a single project in crypto’s history”(CryptoCompare).

# Stablecoin 분류

- Stablecoin 등장배경: Bitcoin의 가격변동이 심하기때문에 지불수단으로 부적절
  - › 블록체inkin기반 코인은 **cross-border transaction**이 매우 용이
  - › 가격을 \$1에 고정한 블록체인기술을 이용한 코인을 발행
  - › 단, **Redeemability**를 어떻게 보장하느냐에 대한 설계의 차이
- Stablecoin의 종류
  - › ① **법정화폐기반**: Tether(USDT), USD Coin(USDC), Binance USD(BUSD)
    - 자산을 단기채권 등에 투자하는 것으로 알려져있음
    - 발행사의 담보관리에 대한 신뢰가 필요, 발행사는 탈중앙화가 아님
  - › ② **가상자산기반(DAI)**: 스마트컨트랙에 예치된 ETH, BTC 등 가상자산basket을 담보로 발행, 담보가치 150% 이상
    - Defi lending과 유사: 담보비율, 이자율은 MakerDAO에서 결정
    - Governance token은 MKR
    - 발행주체가 없으므로, 커뮤니티에서는 탈중앙화라는 지지를 받음
    - 발행량보다 많은 담보로 자본의 효율성이 낮으며, 가격폭락시 연쇄청산 발생
  - › ③ **무담보 알고리즘기반**
    - 목표: 탈중앙화+과잉담보가 없고+가격이 안정된 **programmable money**
    - 과거: Basis cash(권대표 참여한 것으로 알려짐), Empty Dollar Set 등 모두 실패
    - 2021년 Terra-Luna의 급격한 성장으로 유사 모델 등장

# Trigger and Vulnerabilities의 구분

---

- Bernanke(2012): *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response*
  - › In its analysis of the crisis, my testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission drew the distinction between triggers and vulnerabilities. The **triggers** of the crisis were the particular events or factors that **touched off the events** of 2007-09--the proximate causes, if you will. Developments in the market for subprime mortgages were a prominent example of a trigger of the crisis. In contrast, the **vulnerabilities** were the **structural, and more fundamental, weaknesses in the financial system and in regulation and supervision that served to propagate and amplify the initial shocks.**
  - › **The distinction between triggers and vulnerabilities** is helpful in that it allows us to better understand why the factors that are often cited as touching off the crisis seem disproportionate to the magnitude of the financial and economic reaction. Consider subprime mortgages, on which many popular accounts of the crisis focus.

# Vulnerabilities in Defi

## ○ Vulnerabilities in Defi and Blockchain Tech

- › 탈중앙화특성상 **UST-Luna알고리즘(최대공급량 상한)**과 **BTC담보**도 공개되어 있는 상황→해킹, 알고리즘을 역산한 공매도, 카피캣으로 인한 고객유출
- › **구제금융할 주체(중앙은행)** 혹은 **신용보장을 해줄 주체(예금자보호기구)**가 없었기 때문에 빠르게 붕괴
- › Death spiral보다 금융의 일반적인 procyclicality 특성
  - Procyclicality of the financial system and financial stability, BIS

## ○ 금융서비스에 적용될 수 있는 부분이 제한적: 자본시장에 적합

- › 은행중심의 시장과 자본시장중심의 시장에서 정보를 다루는 방식이 다르게 진화
  - 자본시장은 가격자체가 중요정보(Analysist를 통한 정보생성)
  - 은행중심의 시장의 지불수단은 **par value유지**를 위해 정보를 보호하는 방식으로 진화
- › The development of opacity in U.S. Banking, Gorton, Yale Journal of Regulation
- › **Banks Secret Keepers**, Dang, Gorton, Holmstrom and Ordóñez, AER, 2017

# Prospects and Policy Response

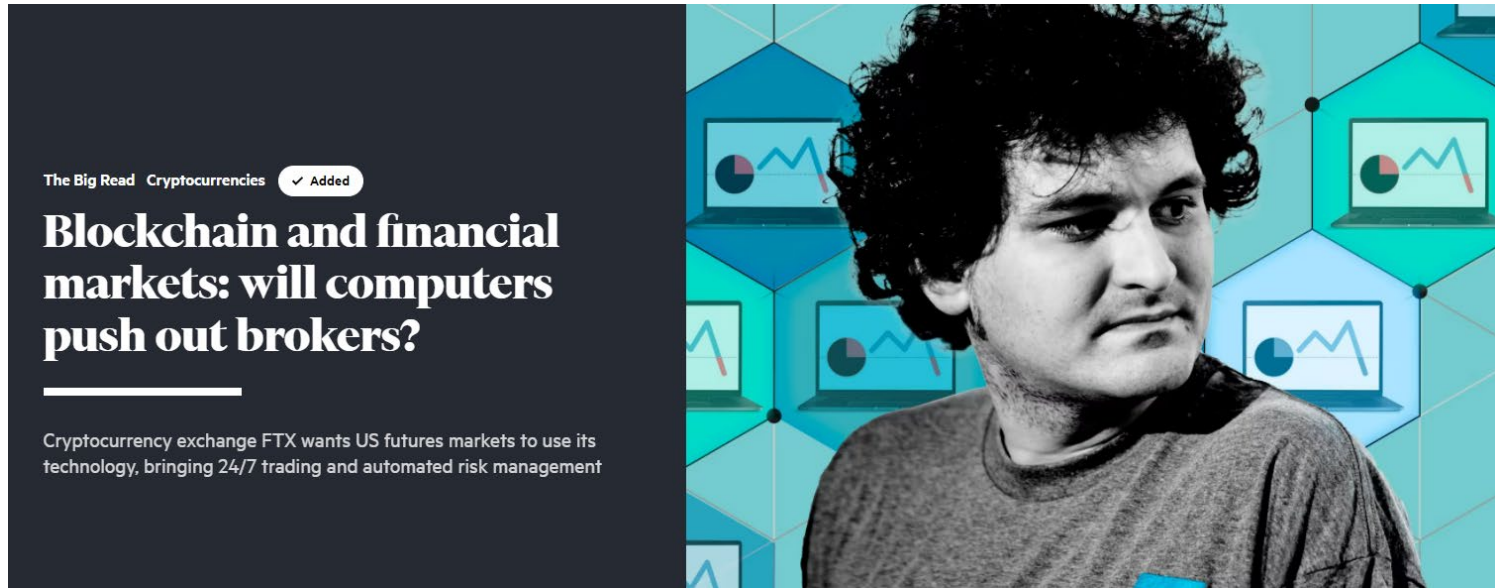
- 이번 사태가 디지털자산시장 전체의 발전양상을 대변하지는 않으며, 균형잡힌 관점에서 국가경쟁력 차원에서 디지털자산시장에 대한 정책방향을 논의할 필요
  - › 테라루나사태가 예상외로 디지털자산시장에 시스템리스크를 유발하지 않은 것으로 판단(디지털자산생태계가 초기단계이기때문에 독립적으로 운영)
  - › 현재까지 디지털자산시장은 글로벌금융시장과 동조화되어 움직임
- 이번 사건으로 설계의 한계가 증명된 알고리즘 스테이블코인은 새로운 구조가 나올때까지 당분간 유의미한 규모로 성장하기는 어려울 것으로 판단
  - › 스테이블코인에 대한 규제도입 속도가 빨라질 전망(legislation should require stablecoin issuers to be insured depository institutions, PWG report, '21.12)
- 해외 가상자산거래소(gatekeeper)에 대해서도 상장관리에 관한 문제점을 지적

Sam Bankman-Fried(FTX founder) said **most tokens out there have no obvious value and as few as 50 crypto coins appear to have real value.** Binance chief executive Changpeng Zhao has said **he would like to see regulators provide guidelines on token listings.** (22/5/20, The FT)

# The Current Status of Digital Asset Market

The future has already here. It's just not evenly distributed.  
-William Gibson-

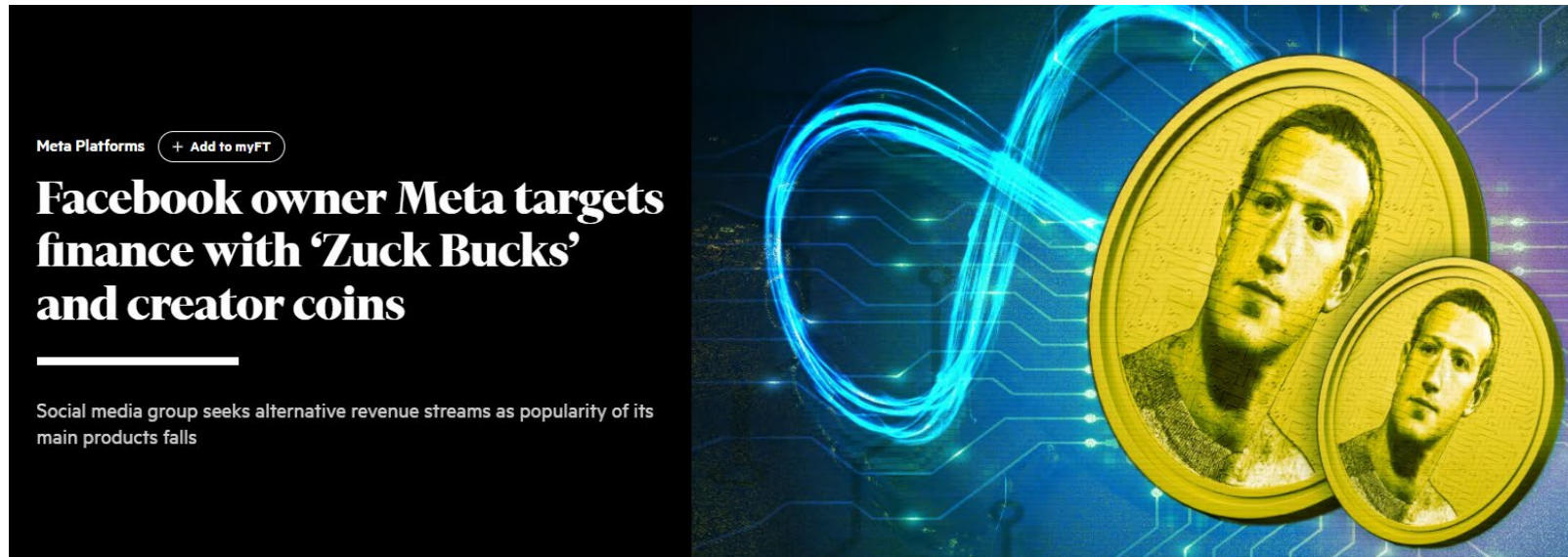
# ①Crypto Player의 전통금융시장의 진출



- FTX chief takes stake in **online brokerage Robinhood**. Sam Bankman-Fried(SBF)'s disclosure **of \$648mn(7.6%) in share purchases** sends company's stock soaring (source: 2022.5.13, The FT)
- FTX is seeking to bypass the brokers and use an approach that has evolved in the do-it-yourself, 24/7 crypto trade. In this world, digital assets move on computer networks that have no opening or closing times, or any of the traditional gatekeepers that were required by older technologies. (source: 2022.4.5, The FT)



## ②Big Tech의 crypto도입



- The company, led by chief executive Mark Zuckerberg, is seeking alternative revenue streams and new features that can attract and retain users, as popularity falls for its main social networking products such as Facebook and Instagram — a trend that threatens its \$118bn-a-year ad-based business model.

(Source: 2022/4/7, The FT)

# ③Crypto Player+Financial Player Convergence

## Larry Ellison, Binance and Sequoia back Elon Musk's \$44bn Twitter bid

Tesla chief raises \$7bn from investors to help fund takeover of social media platform



Elon Musk has been engaged in a whirlwind effort to secure outside backing to join his audacious bid for Twitter © Brendan Mcdermid/Reuters

- Elon Musk has raised \$7.14bn of funding for his \$44bn buyout of Twitter from investors including Oracle co-founder Larry Ellison, **crypto exchange Binance** and asset management groups Fidelity, Brookfield and Sequoia Capital (source: 2022/5/5, The FT)

## ④ Competition for Global Hub of Crypto

### Binance's warm welcome in France draws stark divide with UK

Crypto exchange's chief Changpeng Zhao says he met Emmanuel Macron in effort to court French support



Changpeng Zhao: '[Macron] just said look, we want to welcome you here. Please apply for a licence' © Reuters

- **France has warmly welcomed Binance's bid to put down roots in one of Europe's top financial centres**, drawing a deep divide with watchdogs in the UK that rejected the crypto giant. The group's success in convincing French financial supervisors to allow one of its subsidiaries to act as a registered digital assets service provider followed a months-long effort by Binance to court local politicians and regulators. (Source: 2022/5/6, The FT)

# ⑤Crypto VC Investments record high: 현재 글로벌은 VC위주로 Crypto 투자 진행 중

- In 2021, venture capital firms **poured \$32.8 billion** into startups in the crypto and blockchain technology sector, a figure that was higher than all prior years combined
- In 2021, **deal count** also stood at an all-time high of more than **2,000**, almost twice as many as the year before.
- **early-stage crypto firms** began to draw more attention toward the end of the the year. In fact, they **accounted for more than 60 percent of all crypto VC investments in the fourth quarter**.
- The average vintage size of crypto funds reached roughly **\$300 million** in 2021, 2021, double the figure for 2020.
- The Galaxy report also noted that **the maturing crypto space** might bring more companies in the ecosystem to the public markets.

## Where Did VC Money Go in 2021? Crypto Startups.

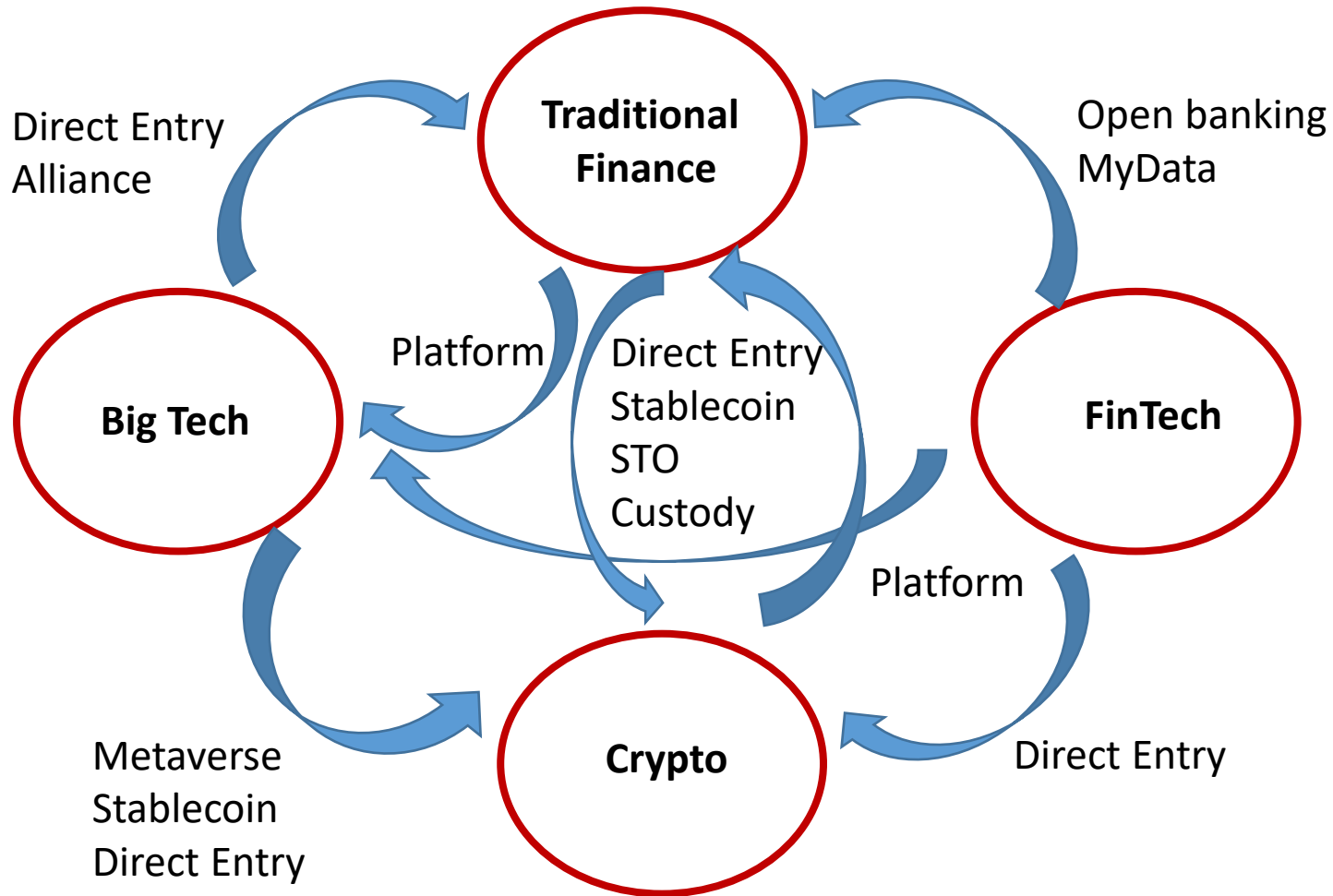
New crypto and blockchain technology businesses drew \$32.8 billion in funding from venture capital in 2021, according to Galaxy Digital.

<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1w6r1v3pjpg15s/Where-Did-VC-Money-Go-in-2021-Crypto-Startups>

## ⑥ 금융회사들의 디지털자산사업 진출 tapping

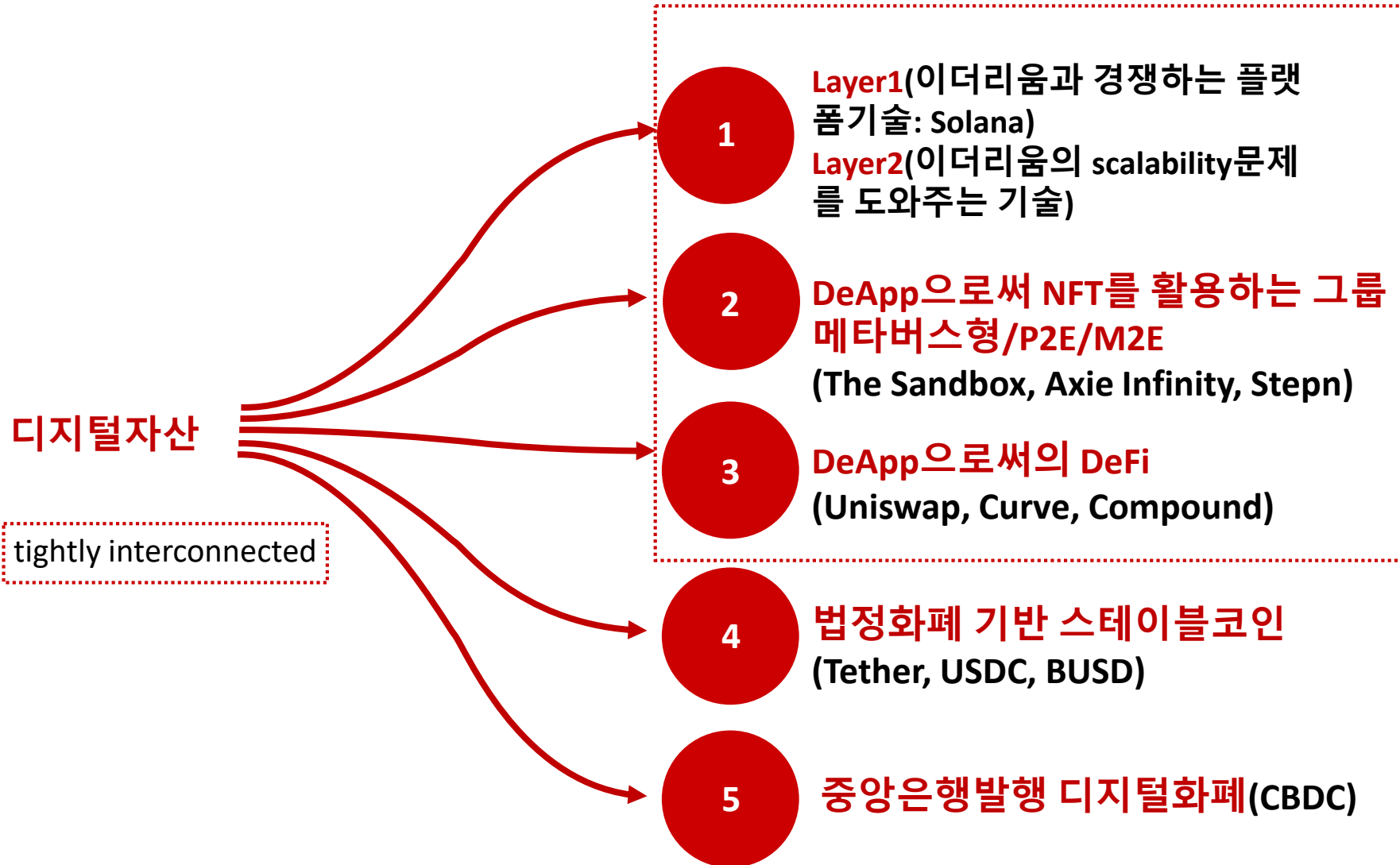
- 신한금융지주는 현재 가상자산거래소 코빗의 지분투자를 검토 중
  - ▶ 2018년부터 신한은행이 실명계좌를 발급해주며 신뢰 관계를 구축
  - ▶ 신한은행은 지난해 디지털자산 위탁관리 시장에 진출하고자 디지털자산 수탁 전문기업 **한국디지털자산수탁(KDAC)**에도 코빗과 함께 지분투자를 단행
- KB금융지주는 자회사를 통해 가상자산거래소 **고팍스**에 약 100억 원을 투자
  - ▶ 국민은행은 2020년 블록체인 투자사 해시드와 공동으로 가상자산 수탁사 **한국디지털에셋(KODA)**을 설립했고
  - ▶ 가상자산 거래소 업비트 운영사 **두나무의 자회사 람다256**과 함께 블록체인 플랫폼을 개발 중
- NH농협금융지주의 자회사 농협은행도 가상자산 수탁사 **카르** 운영
  - ▶ 가상자산거래소 빗썸·코인원과의 제휴로 일찌감치 이 시장에 뛰어들은 농협은행은 실명계좌 발급을 통해 잠재 고객 발굴에 적극적
- 한화투자증권은 두나무 지분 **6.14%**를 인수해 시장에 뛰어들었고, **SK증권**은 코인거래소 지닥을 운영하는 피어테크와 가상자산 수탁서비스 협약을 체결

# Convergence of Finance Scene in the Digital Economy



# **The Trend of Global and Korean Digital Asset Market**

# 디지털자산의 구분



(\*There are many more types, but for convenience of understanding, they are simply schematized)



# 글로벌 디지털자산시장의 특징

1. 가상자산생태계가 **세분화**를 통한 **질적성장**을 경험
2. 2020~2021년 글로벌 가상자산시장의 성장을 주도한 것은 **DeFi**와 **stablecoin**
3. VC, 기관투자의 증가로 **DeFi-CeFi-TraFi(Traditional Finance)**의 연계성 증가
  - › 2021년 글로벌VC의 가상자산생태계투자는 40조원, 2000여건 이상을 기록

Category	Protocols	Example	Combined TVL (unit: \$billion)	Description
Dexes	444	Curve, Uniswap	\$36.9	Swap/trade
Lending	143	AAVE, Compoud	\$22.8	Borrow/lend
Bridge	22	WBTC	\$16.2	Bridge token
Yield	319	Convex	\$10.8	Reward for staking
NFT lending	4	BendDAO	\$123.2 million	Collateralize NFT
NFT market	7	LooksRare	\$53.2million	Buy/sell/rent NFT
Gaming	19	The Sandbox	\$13.5	Game componets

# 국내 디지털자산시장의 특징

1. 국내 가상자산시장은 글로벌에서도 유일하게 **CeFi+개인투자자 위주의 시장**
  - 디파이와 용어상의 구분을 두기 위해서 가상자산거래플랫폼이라는 중개기관을 통한 거래를 CeFi(centralized finance)라고 부르기도 함
  - '21년 하반기 기준 **623개의 가상자산이 거래되고 있음**
  - FIU신고수리 이후에도 여전히 업비트(80~85%), 빗썸(10%), 코인원+코빗(10~5%), 고팍스의 4강구도가 형성
    - 가상자산거래소는 **기본적으로 플랫폼사업**으로 네트워크효과에 따라 많은 투자자들이 거래를 하는 곳의 유동성이 풍부하기 때문
    - 고팍스는 전북은행과의 제휴로 기업가치를 3500억원을 평가받고, 원화마켓에 진출
2. 최근 국내 가상자산플랫폼의 거래에서 **알트코인 비중이 과거에 비해 감소**
  - FIU 신고수리, 거시환경의 변화, 투자자들의 수준향상, 정보생성기관의 등장 등 시장이 성숙해지고 있는 것으로 판단
3. 국내 프로젝트들은 주로 **게임기반 P2E모델, NFT를 활용한 비즈니스모델**이 많으며, Layer1/2에서 global presence를 보이는 프로젝트는 찾기 어려움

# Conclusion:

## 투자자보호+Value Creation을 함께 고민할 때

- 21년 하반기 기준 623개 거래→**시장점유율 경쟁하기 보다 거래지원에 대한 책임을 고민할때**

“I think the **whole industry needs to set a high bar** when it comes to evaluating whether they list or invest in stablecoins that are backed by things like algorithms,” said Lennix Lai, director of financial markets at OKX, a crypto exchange.

- 美 행정명령의 6개의 카테고리 중 우리나라 상황에 따라 우선순위를 고민할 필요
  - › ① **consumer and investor protection: 규제의 정도에 대한 사회적 합의가 필요**
  - › ② **financial stability**: 현재는 개인투자만으로 전통금융시장과 분리되어 있으나, 향후 기관진출은 시간문제이므로 이에 대한 정책적 대비 필요
  - › ③ **illicit finance**: 국내 AML/CFT 적용은 global 최고 수준
  - › ④ **U.S. leadership in the global financial system and economic competitiveness**: 원화의 글로벌위상을 고려했을때 현재는 부차적인 문제
  - › ⑤ **financial inclusion**: 국내 디지털 소매금융서비스는 global 최고수준. 오히려 디지털금융확산이 노약자/취약계층에 대한 금융소외현상이 될 수 있는 상태
  - › ⑥ **U.S. Central Bank Digital Currency (CBDC)**: 글로벌 채택 트렌드, 글로벌CBDC네트워크에 대한 참여여부에 대한 의사결정, 제도적/기술적 준비는 필요
- 우리나라 디지털자산시장의 특성을 고려하여
  - › ① **Crypto→TraFi**: 블록체인기술을 전통금융시장에 적용시킬 수 있는 방안(ex: STO, 자산유통화, 송금, CBDC, 스테이블코인, 신탁, 주주명부관리),
  - › ② **Domestic Crypto→Global Crypto**: 블록체인생태계에서 국내프로젝트가 글로벌경쟁력이 있다면 육성방안 등에 대한 논의가 필요