



# Market Analysis Report

2022년 11월 21일  
코어닥스 리서치센터

## Hot Issue

---

FTX 사태로 보는 거래소 자체 발행 코인의 문제점

---

## 가상자산 시장동향

### [비트코인]

- 근 4개월 간 박스권 형성 후 횡보 추세를 보였으나, 최근 FTX 유동성 위기 사태로 인해 시세 급락
  - 기존에는 2,500만원에서 지지선이 형성되었지만, 최근 해당 지지선을 하향 돌파
- 

### [이더리움]

- 180만 원 선에서 횡보하다 소폭 상승세를 보였으나 FTX 사태의 여파로 시세 급락, 현재는 하락세가 둔화
  - 이더리움 로드맵 업데이트: "스쿼지" 단계 포함
- 

## 코어닥스 소식

---

코어닥스, 실물 예술작품 연계한 NFT 스토어 '밸류앤' 출시

---

# FTX 사태로 보는 거래소 자체 발행 코인의 문제점

신지수 연구원 (jsshin9170@coredax.com)

최근 FTX의 투자계열사인 알라메다 리서치의 재무제표 자산 대부분이 FTX의 자체 발행 토큰인 FTT로 구성되어 있어 알라메다 리서치의 자금집행 능력에 문제가 있을 수 있다는 코인데스크 보고서 이후 바이낸스는 보유중인 FTT를 전량 매도하겠다고 선언함으로써 'FTX발뱅크런'이 발생하였다. 이후 FTX의 고객자금 횡령 의혹 등이 추가되면서 가상자산거래소에 대한 신뢰는 바닥을 치게 되었고, 이로 인해 비트코인, 이더리움 등 가상자산 가격은 폭락하였다. FTX 파산의 원인은 몇 달 전에 있었던 3AC와 셸시우스 파산, 테라-루나 사태와 마찬가지로 과도한 레버리지와 자체 발행 토큰 담보 때문이다. FTX 사태로 인해 가상자산 가격의 하락세와 시장침체가 지속될 것으로 전망되며, 가상자산 투자자들은 보수적 포지션 관리 등의 철저한 위험 관리가 필요하다.

## FTX의뱅크런 여파로 인한 가상자산 시세 하락

□ FTX의 자회사인 알라메다의 재무제표 상 자산의 대부분이 FTX가 자체 발행한 FTT 토큰으로, 알라메다의 자금집행 능력에 문제가 생길 수 있다는 코인데스크US의 보도와 함께 바이낸스가 보유중인 FTT 전액을 청산하기로 결정하면서 FTT 가격이 급락하기 시작

- 11월 2일 코인데스크US 측은 알라메다 리서치가 관계사인 FTX 발행 토큰 FTT에 기반하고 있다고 언급하며 몇 가지 문제점을 제기
  - 6월 30일 기준 알라메다는 146억 달러의 자산을 확보 중이나, 이중 FTT가 36억 6,000만 달러로 단일 보유 자산 중에선 제일 비중이 높음.
  - FTT 담보물이 21억 6,000만 달러로 세 번째로 큰 자산으로 나타났으며, 락업된 FTT 또한 2억 9,200만 달러에 달하는 것으로 평가
- 이에 바이낸스 CEO 창평자오는 5억 2,900만 달러 규모의 보유 FTT 전량을 매각하겠다고 밝힘.
- 이후 바이낸스는 유동성 위기에 빠진 FTX를 인수하겠다고 발표했으나, 인수 계획을 발표한 지 하루 만에 인수 포기 선언

□ 바이낸스 CEO의 FTT 매각 및 FTX 인수 포기 발표 이후 FTT와 타 가상자산의 시세 급락

- 바이낸스는 FTX 인수 관련 기업 심사 과정에서 FTX의 유동성 문제가 감당 범위를 벗어난 것으로 확인한 후 바이낸스 인수 철회 선언
- FTX가 유동성 위기를 해결하기 위해서는 약 11조원이 필요하나, 바이낸스가 인수를 포기한 상황에서 그 만큼의 금액을 투자 받을 가능성은 매우 낮음.
- 해당 사실이 보도된 후 뱅크런 발생, 9일 기준 FTT 코인은 80% 폭락하였으며, 10일에는 50% 넘게 추락
- FTT 하락의 여파로 비트코인, 이더리움, 도지코인, 솔라나, 앵토스 등의 가상자산 또한 연이어 시세 하락

## FTX 사태와 디파이 플랫폼 파산 사태와의 유사성

□ 이번 FTT 사태는 기존 가상자산 관련 DeFi 플랫폼 파산 사태와 유사

- 변동성이 큰 가상자산 산업에서는 과도한 레버리지가 유동성 위기로 이어지기 쉽기 때문에 부채 경영은 지양해야 할 필요가 있음.
  - 부채경영에 대해 바이낸스 CEO 창펑자오는 부정적인 입장을 보였으며, "크립토 비즈니스를 운영하면서 돈을 빌리지 말고, 많은 돈을 비축하라"고 권유
  - 대표적인 예로 셀시우스는 USDT 발행사 테더로부터 받은 대출을 갚지 못해 담보금을 청산 당함.
  - FTX 또한 레버리지 거래가 유동성 위기의 큰 원인이었을 것이라는 분석
- 자체 발행 토큰을 담보로 사용하는 것은 리스크가 존재: 담보 가격이 하락할 경우 매도가 끝없이 이어지는 악순환 발생
  - FTX는 알라메다에 FTX 자체 발행 토큰인 FTT를 담보로 제공하여 알라메다 대차대조표에 FTT가 과도하게 많았다는 지적 제기: 바이낸스 CEO가 이를 계기로 FTT를 매도한 것이 FTX 파산으로 이어짐.
- 가상자산 시장의 높은 레버리지는 거래소와 관계사들의 자전거래를 통해 수익을 발생하는 구조: 높은 수익률을 통해 투자자 유인
  - 대표적으로 UST 기반 디파이 프로토콜 앵커는 20%라는 높은 이자율로 투자자들을 끌어들이었으나, 결국 테라-루나 코인이 폭락하며 앵커 프로토콜 또한 몰락
  - 특정 코인들은 알라메다와 같은 관계사가 투자하고 FTX와 같은 거래소가 자체 상장함으로써 가격을 펌핑하여 비정상적인 수익을 얻는 구조

## 거래소가 자체 토큰을 발행하는 원인과 자체 발행 토큰의 문제점

□ 거래소의 수입 구조는 크게 i) 거래, 전송 등에 따른 수수료과 ii) 자체 발행 토큰을 통한 레버리지 및 가격 상승 등을 통한 수입으로 구분할 수 있음.

- 자체 발행 토큰의 세노리지 효과: 거래소가 자체 코인을 발행하면 화폐를 발행하는 것과 유사한 화폐 주조 차익을 얻을 수 있음.
  - 발행 액면가에서 발행비용을 뺀 만큼 이익을 얻는 것으로, 가상자산의 경우 발행에 따른 비용이 없기 때문에 발행 액면가 및 토큰 거래에 따른 가격 상승 등을 통해 수익을 얻을 수 있음.
- 자체 토큰에 대한 영향력이 거래소에 있어 마음만 먹으면 시세를 조종해서 부당한 이익을 취득하는 것이 가능
- 보상이나 대가를 미끼로 거래소 이용자들을 유인 가능

□ 거래소의 자체 발행 토큰은 장기적으로 시세조작과 거래남용 등의 부작용을 일으킬 수 있으며, 이로 인해 가상자산 시장에 대한 신뢰 상실로 시장 자체를 소멸시킬 수 있음.

● 일부 거래소들의 경우 거래 수수료 및 거래소 수익을 자체 발행 코인으로 분배

➢ 사용자가 비트코인이나 이더리움 등의 가상자산으로 거래수수료를 내고 거래소 자체 코인을 지급받을 경우, 사실상 비트코인이나 이더리움으로 거래소 자체 토큰을 사는 것과 다르지 않음.

➢ 거래소 수익의 일부를 거래소 자체 토큰으로 배당하는 방식 또한 거래소 사용자가 거래소의 고위험 주식을 사는 것과 유사하며, 이를 통해 자체 토큰에 대한 거래 활성화 및 가격 펌핑을 유도함으로써 투자 리스크를 높임.

## 가상자산 시장의 투명성 확보 및 활성화를 위한 시사점

□ 주식시장과 마찬가지로 가상자산 시장은 발행사와 투자자간의 정보 비대칭성 심화로 투자 리스크가 상당히 높은 시장임.

● 또한 투자 가이드 및 안전장치가 명확히 존재하지 않는 상황에서 선물거래, 담보대출 등의 레버리지로 '고수익'을 유인하는 서비스나 플랫폼들은 외부 리스크 등의 위험요인이 발생할 경우 대규모 손실이 발생할 수 밖에 없음.

- 우크라이나와 러시아 전쟁이라는 외부충격에 따른 글로벌 경제 침체 우려에 따른 자본시장 및 가상자산 시장 하락과 함께 테라-루나 사태에 따른 시장 신뢰상실로 급락

□ 가상자산 시장의 투명성 확보 및 활성화를 위해서는 발행사, 거래소 및 투자자와의 정보 비대칭성 해소, 토큰 프로젝트 및 발행사, 거래소에 대한 공시 강화, 투자자 보호 조치 등에 대한 법제화를 통해 제도권 금융으로 포섭하여야 함.

● 또한, 거래소의 경우 자체 토큰 발행을 금지하거나 토큰 발행을 허용하더라도 상장 목적이 아닌 수수료 지불 등의 사용 목적의 유틸리티 토큰으로 제한하여야 함.

● 거래소 토큰을 활용하여 스왑, 스테이킹, 담보대출 등의 추가 서비스 또는 파생 상품 제공은 원천적으로 금지함으로써 과도한 레버리지 리스크를 방지하여야 함.

● 거래소 토큰을 활용한 서비스 또는 금융상품을 제공하고자 하는 경우 그에 맞는 100% 예치금 설정 등의 보완장치를 활용하여 리스크를 헤지함으로써 시장 신뢰를 담보하여야 함.

## 가상자산 시장 모니터 : BTC

Published on TradingView.com, Nov 14, 2022 07:43 UTC



TradingView

□ 비트코인, 근 4개월 간 박스권 형성 후 횡보 추세를 보였으나, 최근 FTX 유동성 위기 사태로 인해 시세 급락

- 1) 다우존스 및 S&P500 지수와 높은 상관관계를 보이며 동조화
- 2) 미국 연준의 11월 기준금리 75bp 인상이 예상되고 있음.
- 3) 기존에는 2500만원에서 지지선이 형성되었지만, 최근 있었던 FTX 사태로 인해 해당 지지선을 하향 돌파

### <상승 요인>

- 1) Market Data 상 거래소에서의 순유출이 최근 반 년 중 최대 규모 기록
- 2) FTX 사태 전까지 2800만원대 횡보세를 이어가며 10월 중순 이후 미 주식보다 낮은 변동성을 보임.

### <하락 요인>

- 1) FTX 유동성 위기 및 파산 사태가 가상자산 시장에 미치는 영향이 장기화될 가능성
- 2) 시카고상품거래소(CME)의 비트코인 선물시장 낙폭 확대

## 가상자산 시장 모니터 : ETH

Published on TradingView.com, Nov 14, 2022 07:52 UTC



TradingView

□ 이더리움, 180만 원 선에서 횡보하다 소폭 상승세를 보였으나 FTX 사태의 여파로 시세 급락, 현재는 하락세가 둔화

- 1) 머지 업데이트 이후 PoW에서 PoS로 변환됨에 따라 채굴이 줄어들고 있는 상황
- 2) 바이낸스의 FTX 인수 포기 선언이 있었던 11월 8일 이후 매도물량이 급격하게 증가
- 3) 다우 존스 지수 및 S&P 500 지수와의 상관관계가 0.8 이상으로 매우 높음: 동조화 현상

### <상승 요인>

- 1) 비탈릭 부테린이 업데이트된 이더리움 로드맵을 트위터를 통해 공유: 이더리움의 중앙집중화와 검열 리스크를 해소하기 위한 "스쿼지" 단계가 새로 포함됨
- 2) ETH 거래 주소 보유량이 사상 최대치를 기록: ETH 거래 물량 매집
- 3) 이더리움 순 공급량이 머지 이후 처음으로 마이너스를 기록: 이더리움 블록체인에서 새로 주조되는 토큰보다 소각되는 토큰이 더 많음.

### <하락 요인>

- 1) OBV 라인 지표가 마이너스 수치를 기록 중
- 2) FTX 유동성 위기 및 파산 사태가 가상자산 시장에 미치는 영향이 장기화될 가능성

## 가상자산 시장 모니터

### □ 2022.11.4~11.10 주요 가상자산 지표

가상자산	가격(₩)	7d%	7일 거래량(₩)	도미넌스(%)
Bitcoin (BTC)	27,258,024.44	▼18.44	1,012,858,817,415,581	38.4248
Ethereum (ETH)	1,836,584.63	▼24.63	158,481,319,502,769	17.239
Tether (USDT)	1,426.77	▼0.61	625,028,303,972,732	8.2848
BNB (BNB)	1,426.96	▼16.07	34,097,887,637,592	5.3921
USD Coin (USDC)	385,428.97	▼0.27	36,985,173,295,121	5.135
Binance USD (BUSD)	675.02	▼0.19	69,428,418,759,884	2.7392
XRP (XRP)	1,426.72	▼19.94	38,862,410,688,979	2.2097
Cardano (ADA)	534.46	▼12.11	12,321,746,231,875	1.4359
Dogecoin (DOGE)	44,002.93	▼37.67	25,173,360,176,825	1.334
Polygon (MATIC)	84.07	▼4.30	19,123,508,590,539	0.9736

자료 : CoinMarketCap, 11월 10일 16시 기준

## 코어닥스 소식

### 1 코어닥스, 실물 예술작품 연계한 NFT 스토어 '밸류앤' 출시

- 코어닥스는 대체불가토큰(NFT) 스토어 밸류앤(ValueN)을 정식 출시했다고 7일 밝힘
- 밸류앤은 실물 'K-아트'와 연계된 NFT 발행·판매에 특화된 NFT 스토어로, 밸류앤에서 NFT를 구매하면 명장의 인증서와 작품 실물이 배송