

2022.10.14

테마

가상자산 규제

관련 자산

비트코인, 이더리움

Bitcoin | BTC

Ethereum | ETH

작성자

정석문 | Peter Chung

peter@korbit.co.kr

최윤영 | Yoon Choy

yoonyoung.choy@korbit.co.kr

주요 자산 가격(2022.10.12)

BTC

USD \$19,145

KRW ₩27,445,000

김치프리미엄 +0.55%

ETH

USD \$1,298

KRW ₩1,859,000

국내 법인의 가상자산 시장 참여가 필요한 이유

국내에만 존재하는 행정지도에 의한 법인 차별

한국을 제외한 대부분의 주요 선진국 규제 기관은 가상자산 거래의 접근성에 대해 개인과 법인 간 차이를 두지 않는다. 그러나 현재 국내 상황은 이와 다르다. 규제 당국의 행정지도에 따라 거래소의 협업 은행들은 가상자산 거래를 위한 실명계좌를 법인에 발급하지 않고 있어 국내 기업들이 사업 진출에 필요한 가상자산을 거래소에서 취득하거나 현금화할 수 없다. 그 결과 많은 국내 기업들은 가상자산 사업 진출을 포기하거나 해외로 사업 거점을 옮기며 그 과정에서 가상자산 사업에서 파급되는 경제효과도 상실되거나 해외로 유출되어 버린다.

법인의 가상자산 시장 참여가 필요한 4가지 이유

첫째, 2030년까지 46조 원의 경제가치 창출이다. 이 수치는 경제활동의 주체인 민간 기업들의 가상자산 산업 진출을 전제로 하는 것이며 이를 위해서는 가상자산의 취득 및 현금화 지원이 필수다. 마치 1960년대 국내 수출기업에 외환 서비스 지원을 제공하는 것에 비유할 수 있다. 둘째, 2030년까지 국내에서 가상자산업계와 관련된 15만 개의 일자리가 생길 수 있다. 지금처럼 국내 기업들이 국내에서 가상자산 취득과 현금화가 불가능해서 해외를 거점으로 삼는다면 일자리 창출 기회는 상실되거나 해외로 유출될 것이다. 셋째, 투자자 보호 측면이다. 현재 국내 가상자산 시장 참여자는 개인투자자들뿐이며 그 결과 투기성 매매와 이들을 착취하려는 사기 행위가 만연한 기형적인 구조이다. 전문 자산운용사가 참여하면 가격 발견의 기능을 개선하고 루머 위주의 매매행위를 줄여 사기 행위가 발붙이기 어려운 환경을 조성한다. 넷째, 연금이 가상자산으로 자산 배분이 가능해지면서 수익률이 개선되어 인구 고령화로 인한 연금 적립금 고갈 문제 해결에 기여한다. 현대 포트폴리오 이론의 원칙에 따른 자산 배분 전략은 리스크 증가 없이 기대 수익률을 증가시킨다. 수십 년간 안정적으로 높은 수익률을 기록 중인 미국 대학 기금 운용팀들은 이미 4년 전부터 가상자산에 자산을 배분하고 있다.

선택권 차단이 최선의 정책은 아닐것

법인의 투자 손실 리스크에 대한 대응으로 정부의 개입이 필요하다면 기업 스스로 리스크 관리 능력을 갖추기 위한 교육의 의무화, 혹은 가상자산 보유량 제한 등의 방법을 생각해 볼 수 있다. 법인의 가상자산 시장 참여가 가져올 다양한 혜택들을 고려한다면 선택권 자체를 전면 차단하는 것이 진정 공익을 위한 최선의 정책은 아닐 것이다.

법적 고지문 | 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 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에게 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

“Innovation happens when people are given the freedom to ask questions
and the resources and the power to find answers.”

– Richard Branson, Virgin Group Founder

혁신을 해치는 불합리한 규제를 논할 때 단골로 등장하는 예가 영국의 Locomotive Act 1865이다. 적기조례 (Red Flag Act)라고도 알려진 이 법은 영국 정부가 19세기 중반 새롭게 등장한 자동차 기술을 규제하기 위해 만들었다. 영국 정부는 당시 ‘말 없는 마차 (horseless carriage)’라고 불리던 이 신기술이 위험하다고 판단해서 이를 규제하기 위한 법을 만들었다. ‘적기조례’라는 이름에는 이유가 있다. 이 법은 자동차를 운전할 때 지켜야 할 3가지 조건을 언급하고 있다. 그 중 하나가 자동차보다 50미터 앞서 걸어가며 빨간 깃발을 흔들며 자동차가 곧 지나갈 것을 알리는 보조자가 있어야 한다는 것이었다(Figure 1).

신기술에 대한 모든 규제가 산업 발전의 저해 요소는 아니다. 기술의 속성에 대한 깊은 이해를 기반으로 만들어진 규제는 오히려 대중화를 촉진시킨다. 문제는 적기조례와 같이 신기술의 잠재력에 대한 이해 없이 생겨나는 규제이다. 안타깝게도 현재 국내 법인들의 가상자산 시장 참여를 허락하지 않는 규제당국의 행정지도가 그러한 예이다. 본 리포트는 법인의 가상자산 거래를 둘러싼 해외와 국내의 제도적 차이점을 살펴본다. 현재 국내 법인의 가상자산 시장 참여가 시급한 4가지 이유를 차례로 분석한다. 끝으로 법인의 가상자산 시장 진출에 대한 규제 당국의 우려를 해소하기 위해 몇 가지 제안을 언급한다.

Figure 1: 근시안적 규제의 폐단

출처: www.samyoung.co.nz



전 세계 법인들의 가상자산 투자 현황

우리나라를 제외한 대부분 주요 선진국의 규제 기관들은 가상자산 거래의 접근성 측면에서 개인과 법인 간 차이를 두지 않는다. 국제자금세탁방지기구(Financial Action Task Force, FATF)의 권고안에 따라 국가별로 자금세탁방지를 위한 규제 조치를 마련하고 이를 준수하면 누구나 가상자산 거래에 참여할 수 있다. 주체가 개인이냐 법인이냐를 기준으로 차별하지 않는 것이다. 그러나 현재 국내 상황은 이와 다르다. 본 섹션에서는 법인들의 가상자산 시장 진출의 현황을 해외와 국내 사례로 나누어 비교한다.

해외: 법인명의로 가상자산 시장에 활발히 참여 중

사업상 가상자산을 다루게 되는 기업은 크게 4가지로 분류된다. 첫째, 사업 목적 자체가 가상자산 생태계 지원인 일명 ‘크립토 태생(crypto-native)’ 기업들이다. 이들은 사업 영위 과정에서 필연적으로 가상자산을 취득하게 된다. 가상자산 거래소나 채굴업체가 대표적인 예이다. 둘째, 기존 전통 산업에서 사업을 영위하는 기업이 상품 판매대금을 가상자산으로 결제하는 경우이다. 마이크로소프트, 스타벅스, 테슬라¹ 등을 예로 들 수 있다. 셋째, 기존 전통 산업의 기업이 가상자산 관련 신규 사업을 추진하는 경우이다. 전력회사의 채굴 사업 진출(TeraWulf, Stronghold),페이팔이나 블록(Block, 前 Square) 같은 회사들이 비트코인을 사용한 송금 서비스 추가, 그리고 무형자산 또는 지적자산이 중요한 사업체가 NFT 분야에 진출(예: NBA, 나이키, 프라다) 등이 그러한 예이다. 넷째, 자산운용을 위한 가상자산 취득이다. 이는 벤처캐피탈, 헤지펀드, 보험사 등 자산운용이 핵심 사업인 경우와 제조업과 같은 일반 기업이 자사의 잉여자금을 가상자산에 투자하는 경우를 모두 포함한다. 블랙록이 출시한 사모펀드가 비트코인을 매입하는 것은 전자, 테슬라나 마이크로스트레티지 재정의 일부를 비트코인에 투자하는 것은 후자의 예이다(Figure 2).

¹ 마이크로소프트는 2014년부터 비트코인 결제를 수용하고 있다. 스타벅스는 2021년부터 Bakkt와 협업으로 비트코인 결제를 시작하였다. 테슬라는 2021년 3월 24일 테슬라 차량 구매대금을 비트코인으로 결제할 것을 발표하였다. 하지만 5월 12일 이를 철회하여 현재는 비트코인을 판매대금으로 받고 있지는 않다.

Figure 2: 가상자산 사업 진출 법인 유형

출처: Bloomberg, GoBankingRates.com, bitcointreasures.net, 코빗 리서치

유형	설명	사례
크립토 고유	가상자산 생태계 성장에 필요한 인프라를 제공하는 기업들	Coinbase(거래소), FTX(거래소), Consensys(노드운영, 인프라), Genesis Trading (OTC 트레이딩), Riot (채굴업체), BlockFi(CeFi 업체)
판매대금	기존 전통 산업 기업이 자사 제품 판매 대금을 가상자산으로 결제하는 경우	Microsoft, Starbucks, Whole Foods, Home Depot, Twitch, Tesla
신규사업	기존 전통 산업 기업이 가상자산 관련 사업에 진출 하는 경우	PayPal, Block(전 Square), Visa, TeraWulf, Stronghold, NBA, Nike, Prada
자산운용	자산운용사 또는 잉여현금이 많은 기업이 가상자산에 투자하는 경우	Microstrategy, Tesla, Block, Nexon, SeeTee, Meitu, Mass Mutual, BlackRock, Pantera, a16z, Yale Univ. Endowment

가상자산의 가치제안(value proposition)을 제대로 파악한 해외 기업들은 가상자산 사업에 투자하여 기업가치를 높이고 그 과정에서 현재 많은 일자리를 창출하고 있다. 지금 가상자산 기술을 선도하고 있는 미국 내 기업들이 새롭게 창출해낸 일자리는 2021년 기준 약 45,642개²로 추정된다. 이 기업들이 사업 전개 과정에서 필요한 가상자산과 현금 간의 호환이 원활하지 않다면 이러한 경제적 가치 창출은 불가능했을 것이다.

미국과 유럽 소재 법인들은 가상자산과 법정화폐의 교환을 중앙화 거래소 혹은 OTC 트레이딩 업체를 이용한다. 한 예로 코인베이스의 분기 실적을 보면 거래량의 60~70%가 법인 고객임을 알 수 있다. 코인베이스, 크라켄, 제미니, 비트스탬프 등 미국 및 유럽 소재 주요 중앙화 거래소들은 개인 및 법인 온보딩 프로세스를 제공하여 법인들에게도 합법적인 가상자산의 취득 및 현금화의 길을 열어주고 있다.

이 거래소들은 협업 관계를 맺은 은행에 옴니버스 계좌를 설정해 이를 통해 모든 고객의 현금 입출금을 지원한다. 옴니버스 계좌란 고객의 자금이동을 처리할 수 있는 하나의 통합계좌를 뜻하며 국내에서는 일명 ‘벌집계좌’라고 표현되기도 한다. 거래소들은 고객들에 대해 자체적으로 KYC(Know Your Customer, 고객확인절차³)를 하고 이를 해당 은행들과 공유한다. 거래소 자체 KYC 절차는 개인과 법인이 다르지만 일단 거래소 내 KYC 절차에서 승인되면 웬만해서는 협업 은행이 거래소의 개별 고객을 직접 통제하지 않는다. 거래소 KYC 절차에 따라 승인을 얻으면 법인도 개인과 동일한 환경에서 가상자산을 취득하고 현금화할 수 있는 것이다.

² 미국 내 가상자산 기업의 일자리 창출(45,642개)은 bitcointreasures.net 기준 비트코인을 보유한 현지 상장 기업들의 2021년 총 임직원 수(number of employees)를 합하여 산출하였다. 다만 블랙록, 테슬라, 마이크로스트레티지 등을 제외한 순수 크립토 기업의 임직원 수만 계산하였기 때문에 실제 창출된 일자리 수는 당사의 추정치보다 높을 것으로 예상된다.

³ KYC란 금융기관이 고객의 신원을 확인하고 식별하는 과정을 말함.

이러한 제도적 뒷받침에 힘입어 해외 주요 선진국에서는 기업들의 가상자산 진출이 오래전부터 이어지고 있다. 첫번째 유형인 크립토 태생 기업들은 스타트업으로 시작했지만 이제는 모두 조 단위의 기업가치를 달성한 유니콘으로 성장하였다. 기존 제도권 대기업들도 각자 적절한 신규 비즈니스 모델을 구상하여 여러 방면으로 가상자산 시장에 진출하며 미래 성장 동력을 찾으려 하고 있다(Figure 3, 4, 5). 이 모든 경제활동은 현금과 가상자산을 이어주는 거래소 서비스 없이는 불가능하다.

Figure 3: 1,000 BTC 이상을 보유하고 있는 상장 기업들...한국 회사는?

출처: [Bitcointreasuries.net](https://www.bitcointreasuries.net)

회사명	국가	비트코인 보유량	총 발행량(2,100만 BTC) 대비
Microstrategy, Inc.	미국	฿ 130,000	0.62%
Marathon Digital Holdings	미국	฿ 10,055	0.05%
Tesla, Inc.	미국	฿ 9,720	0.05%
Block, Inc.	미국	฿ 8,027	0.04%
Hut 8 Mining Corp	캐나다	฿ 7,406	0.04%
Riot Blockchain, Inc.	미국	฿ 6,536	0.03%
Coinbase Global, Inc.	미국	฿ 4,487	0.02%
Hive Blockchain	캐나다	฿ 4,032	0.02%
Galaxy Digital Holdings	캐나다	฿ 4,000	0.02%
Bitcoin Group SE	독일	฿ 3,673	0.02%
Bitfarms Ltd.	캐나다	฿ 3,075	0.01%
Argo Blockchain PLC	미국	฿ 2,317	0.01%
NEXON Co., Ltd.	일본	฿ 1,717	0.01%
Core Scientific	미국	฿ 1,409	0.01%
Aker ASA	노르웨이	฿ 1,170	0.01%

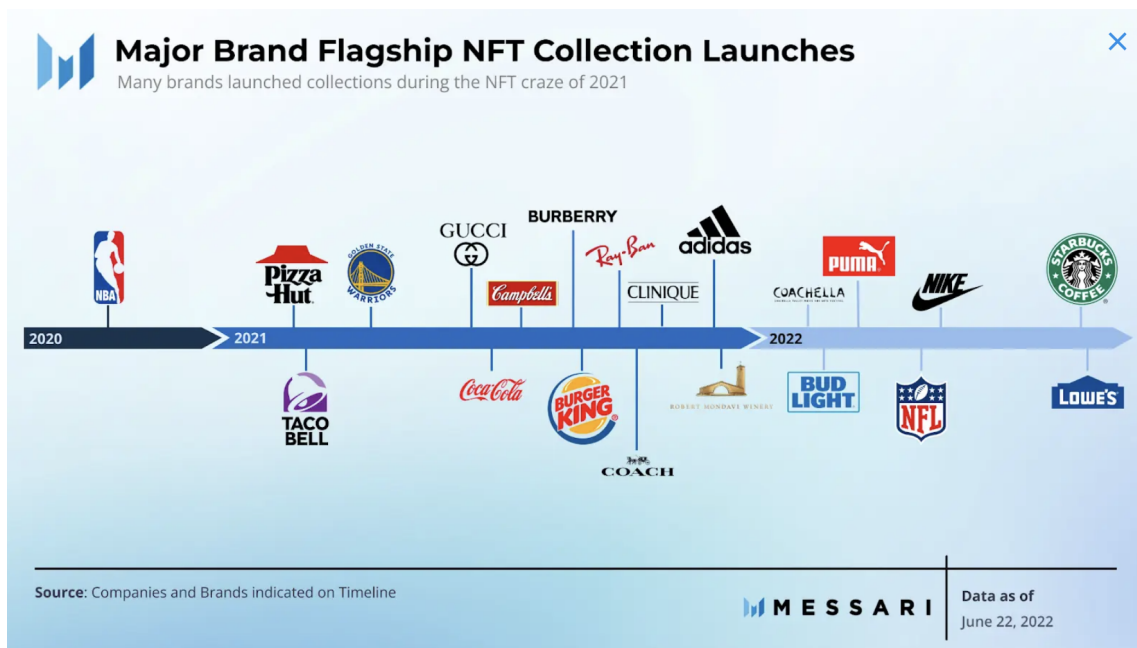
Figure 4: 주요 해외 기업의 가상자산산업 투자 현황

출처: BitcoinTREASURIES.NET

기업명	관련 내용
마이크로스트레티지 (MicroStrategy)	전세계에서 비트코인을 가장 많이 보유(10월 6일 기준 130,000 BTC 보유 중). 2021년 4분기 약 4억 1,440만 달러에 7,002 BTC 추가 매입 ⁴ (평균 매입 가격 59,187 USD).
테슬라(Tesla)	상장 기업 중 세번째로 많은 비트코인을 보유(10월 6일 기준 9,720 BTC 보유중). 2021년 3월 24일 가상자산 결제 서비스를 지원하겠다고 밝힘. 2021년 5월 12일 테슬라 CEO 일론 머스크는 테슬라의 비트코인 결제지원을 중단한다고 발표. 이후 비트코인 채굴자 중 50%가 친환경 에너지를 사용하게 된다면 다시 비트코인 결제를 지원하겠다고 밝힘.
페이팔(PayPal)	2020년 3월 페이팔 지갑 내 보유하고 있는 가상자산을 이용하여 온오프라인 매장에서 결제할 수 있는 'Checkout with Crypto' 서비스를 출시. 4월 간편송금 서비스 Venmo에서도 가상자산 거래와 결제를 지원하는 'Crypto on Venmo' 서비스를 출시. 가상자산 수탁회사인 커브(Curv)를 인수하고 자체 스테이블코인 개발을 위한 계획을 밝힘.

Figure 5: 해외 주요 브랜드의 NFT 사업 진출

출처: messari.io



⁴ Microstrategy Incorporated. [Form 8-K](#). November 29, 2021.

국내: 법인의 가상자산 시장 참여를 제한

해외 사례를 국내와 비교했을 때 나타나는 가장 큰 차이점은 은행의 역할이다. 앞서 언급했듯이 해외에서는 옴니버스 계좌를 중심으로 고객들의 현금 입출금이 진행된다. 옴니버스 계좌에서 거래되는 자금에 대한 KYC는 거래소의 자체적인 KYC 절차를 따른다. 옴니버스 계좌를 제공해주는 은행은 KYC 결과를 거래소로부터 공유받는 간접적인 방식으로 자금세탁 리스크를 관리한다. 즉, 특정 고객에 대한 현금 입출금 기능 제공 여부는 거래소가 판단하며 은행의 직접 개입은 제한적이다.

국내는 이와 다르다. 2021년 3월 25일 시행된 가상자산에 관한 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하 ‘특금법’)에 의하면 개인 및 법인 고객은 원화마켓 거래소의 경우 고객 확인 및 제휴사 은행 실명확인 입출금계좌(동일 금융회사에 개설된 가상자산사업자의 계좌와 그 가상자산사업자의 고객 계좌 사이에서만 금융거래를 허용하는 계정을 말함, 이하 ‘실명계좌’) 등록을 완료해야 원화마켓 거래가 가능하도록 규정한다. 거래소가 고객 확인 절차를 완료했다고 해도 은행이 실명계좌를 인증하지 않으면 거래를 할 수 없는 것이다(Figure 6).

Figure 6: 특금법 제7조 3항에 명시된 실명확인 입출금 계정

출처: law.go.kr

특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률 (약칭: 특정금융정보법)

[시행 2021. 12. 28.] [법률 제18662호, 2021. 12. 28., 일부개정]

- 제7조(신고)** ① 가상자산사업자(이를 운영하려는 자를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)는 대통령령으로 정하는 바에 따라 다음 각 호의 사항을 금융정보분석원장에게 신고하여야 한다.
- 상호 및 대표자의 성명
 - 사업장의 소재지, 연락처 등 대통령령으로 정하는 사항
- ② 제1항에 따라 신고한 자는 신고한 사항이 변경된 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 금융정보분석원장에게 변경신고를 하여야 한다.
- ③ 금융정보분석원장은 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에 대해서는 대통령령으로 정하는 바에 따라 가상자산사업자의 신고를 수리하지 아니할 수 있다.
- 정보보호 관리체계 인증을 획득하지 못한 자
 - 실명확인이 가능한 입출금 계정[동일 금융회사등(대통령령으로 정하는 금융회사등에 한정한다)에 개설된 가상자산사업자의 계좌와 그 가상자산사업자의 고객의 계좌 사이에서만 금융거래등을 허용하는 계정을 말한다]을 통하여 금융거래등을 하지 아니하는 자. 다만, 가상자산거래의 특성을 고려하여 금융정보분석원장이 정하는 자에 대해서는 예외로 한다.
 - 이 법, 「범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률」, 「공중 등 협박목적 및 대량살상무기확산을 위한 자금조달행위의 금지에 관한 법률」, 「외국환거래법」 및 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 등 대통령령으로 정하는 금융관련 법률에 따라 벌금 이상의 형을 선고받고 그 집행이 끝나거나(집행이 끝난 것으로 보는 경우를 포함한다) 집행이 면제된 날부터 5년이 지나지 아니한 자(가상자산사업자가 법인인 경우에는 그 대표자와 임원을 포함한다)
 - 제4항에 따라 신고 또는 변경신고가 말소되고 5년이 지나지 아니한 자
- ④ 금융정보분석원장은 가상자산사업자가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 제1항 또는 제2항에 따른 신고 또는 변경신고를 직권으로 말소할 수 있다.

이 과정에서 은행의 의사가 결정적으로 작용한다는 점이 해외 사례와의 차이점이다. 사실 특금법에는 가상자산 거래소의 법인 회원 이용을 제한한다는 내용은 명시되어 있지 않다. 실명계좌 서비스는 은행과 거래소 사이의 계약 관계를 통해 제공되는데 현재 은행들은 공식적인 법규와는 무관하게 법인에는 실명계좌를 발급하지 않는 것을 원칙으로 하고 있다. 이러한 결정은 은행들의 자주적인 사업적 판단이라기보다는 규제 당국의 소위 ‘행정지도’의 결과라는 것이 업계 정설이다. 전통적으로 한국 금융산업 전체를 지배해 온, 법적 근거 없이 행사하는 행정지도가 신생산업인 가상자산 업계에도 은행을 통해 어김없이 적용되고 있다.

실명계좌를 발급받지 못한 법인은 가상자산 거래소로 원화 입출금을 할 수 없어 가상자산 원화마켓에서 거래할 수 없으며 이는 결국 법인의 시장 진입을 저해하는 결과가 된다. 2021년 특금법 시행 이전에는 군소 거래소들의 별집계좌를 통해 법인들의 원화 입출금이 가능했다. 하지만 이러한 일부 관행은 특금법 시행 이후에는 금지되면서 국내 법인들은 가상자산 관련 사업 진출 시 필요한 가상자산 획득과 현금화의 길이 전면 차단되었다. 국내 기업들이 국내 거래소를 이용할 때 대한민국에 소재하고 있다는 이유만으로 장애물이 있는 셈이다.

이러한 제약을 피하고자 가상자산 사업 진출에 뜻을 품은 국내 기업들은 해외로 진출하고 있다(Figure 7). 대기업들은 이미 설립된 해외 지사를 이용하고 중소기업은 가상자산 사업을 목적으로 가상자산 사업 관련 규제 측면에서 덜 까다로운 해외 관할권에 법인을 설립한다. 그 결과 가상자산 사업 투자에서 파급되는 경제효과는 안타깝게도 고스란히 해외로 유출되고 만다.

한국일보

기승전 비트코인

"아이디어, 돈, 기술 다 있어도 국내선 다 불가"...탈출하는 블록체인 기업들

입력 2022.01.01 10:00

36 1

| 편집자주

디지털 기술과 금융의 결합이 어제오늘 일은 아니다. 특히 디지털 자산은 금융의 개념 자체를 다시 생각하게 하고 있다. 기반이 되는 블록체인 기술도 빠르게 발전 중이다. 기승전비트코인은 기술, 금융, 투자, 정책 등 디지털 자산 시장을 입체적으로 스캐닝한다.

| 웹3시대, 이대로 놓칠 것인가



비트코인닷컴

투기는 국내...혁신, 고용, 가치창출은 해외

국내 기업의 가상자산 시장 진출을 사실상 금지하면서 생기는 부작용은 이미 나타나고 있으며 개선되지 않는다면 그 기회비용은 시간이 흐를수록 증가할 것이다. 앞서 살펴보았듯이 국내에는 가상자산 분야에서 유의미한 가치를 창출하고 있는 기업을 찾아보기 힘들다. 국내 가상자산 시장은 투기를 쫓는 개인 투자자들이 성행하고 이들을 착취하려는 기회주의적 혹은 사기 행위가 만연한 미성숙한 시장의 형태에 머물러 있다. 가상자산 기술을 발전시키기 위한 기업들의 시장 참여는 없고 개인투자자들의 투기성 매매만 존재하는 기형적인 시장 구조는 경제적 가치, 일자리 창출에서부터 투자자 보호라는 관점에서도 많은 폐단을 낳는다. 다음 섹션에서는 국내 법인의 가상자산 시장 진입을 허용해야 하는 4가지 이유에 대해서 구체적으로 알아본다.

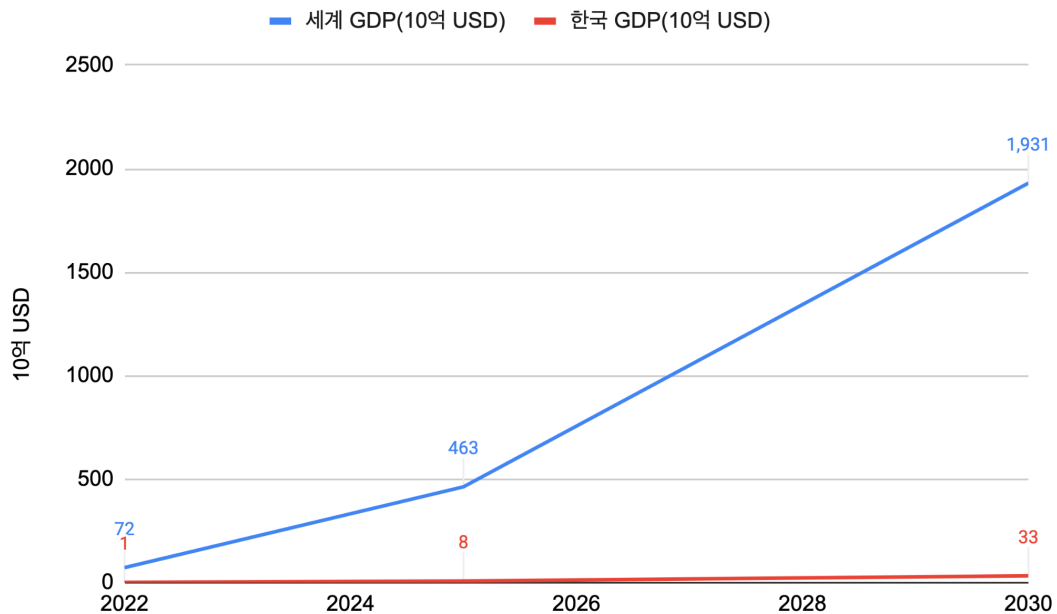
이유 1: 46조 원 경제적 가치 창출

산업성장의 파급효과를 놓치고 있다

글로벌 가상자산업계가 창출할 경제적 가치, 그리고 그 중 우리나라의 비중은 얼마일까? 당사는 PwC의 보고서⁵를 기준으로 지금부터 8년뒤인 2030년에는 세계 국내총생산(GDP)을 1조 9,310억 달러 증가시킬 수 있는 잠재력을 갖고 있다고 추정하였다⁶. 이는 2021년 기준 세계 GDP(96.1조 달러)의 약 2%에 달하는 규모이다. 한국이 세계 GDP에서 현재 기록하고 있는 점유율 1.7%를 유지한다고 가정하면 국내 GDP를 약 330억 달러(2021년 한국 GDP의 약 1.8%), 한화로 약 46조 원 증가시킬 수 있다는 계산이 나온다(Figure 8).

Figure 8: 블록체인의 가치 창출 전망(GDP 기준)

출처: PwC



⁵ PwC, “[Time for trust: The trillion-dollar reasons to rethink blockchain](#)”. October 2020.

⁶ PwC는 2019년 10월 기준 향후 블록체인산업의 경제적 기여도를 전망하기 위해 CGE 모형(실물 경제의 GDP 파급 효과를 분석할 때 자주 이용되는 방법)을 이용하였다. 당사는 2021년 말에도 블록체인 산업의 GDP에 대한 파급효과가 동일하게 유지된다고 가정하여 2021년 세계 GDP(OECD 발표치)에 PwC가 산출한 동일 가중치를 적용하여 세 전망 시점에 대한 수치를 업데이트하였다.

하지만 이 수치는 한가지 큰 전제 조건을 필요로 한다. 국내 기업들이 글로벌 추세에 맞추어 가상자산을 적극 도입한다는 전제이다. PwC는 2025년까지 대부분의 기업이 어떤 형태로든 가상자산 기술을 적용할 것으로 예상하며 경제적 이익이 가파르게 상승할 것으로 평가하였다. 따라서 국내 기업의 가상자산 기술 도입이 해외 기업 대비 뒤쳐진다면 46조 원의 경제적 혜택은 ‘그림의 떡’이다.

안타깝게도 현재 국내 기업들의 가상자산 기술 도입에는 장애물이 이미 존재한다. 법인들의 가상자산 거래를 막는 규제당국의 행정지도가 바로 그것이다. 현재 국내 기업들에는 원화마켓 거래소 사업자 신고 수리가 완료된 거래소에서도 가상자산 사업 진행에 기본적으로 필요한 가상자산 취득 및 현금화의 기회가 주어지지 않고 있다. 예를 들어 한 기획사가 소속 K-Pop 아티스트 데뷔 1년을 기념하는 NFT를 발행하였다고 가정하자. 전 세계 팬들을 대상으로 이 NFT 기념품을 판매하고 그 대금을 이더(ETH)로 수취하였을 경우 현재로서는 이를 원화로 현금화할 합법적인 방법이 없다. 또 다른 예로 최고 NFT 명품인 BAYC를 자사 브랜딩에 사용하고 싶은 국내 패션 회사가 BAYC를 글로벌 NFT 거래소 오픈시에서 구입하려고 해도 지불수단으로 사용되는 ETH를 합법적으로 취득할 방법이 없다. 행정지도에 따라 은행들이 원화 입출금을 위한 가상계좌를 개인에게만 발급하고 법인에는 발급하지 않아 기업들이 ETH를 취득하거나 현금화할 방법이 없기 때문이다.

이러한 현실 때문에 대다수의 중소기업은 가상자산 기술 도입을 포기한다. 일부 여건이 허락하는 국내 기업들은 해결책으로 해외 자회사를 가상자산 사업의 거점으로 삼는다. 그 과정에서 고용 창출, 인력 육성, 거래처에 대한 지출이 발생하는데 이러한 경제적 활동의 혜택은 국내가 아닌 해외 노동시장과 해외 기업들에 돌아간다. 현재 상황이 지속된다면 앞서 언급한 46조 원의 경제효과는 국내에서 발생하지 않고 해외로 유출될 것이다.

1960년대 수출기업의 외화벌이를 막는 행위

현재 가상자산 시장에 진출하려는 국내 기업들을 과거 외화벌이를 위해 수출 전선에 뛰어들던 기업에 비유하면 문제의 심각성을 파악하는 데 도움이 될 것이다. 1960년대 중반부터 한국경제는 수출 및 외자도입의 확대에 경제의 개방이 급속히 진행되었다. 이에 따라 당시 주요 외환업무를 총괄하던 한국은행은 수출진흥을 위한 경쟁력 있는 외환 업무 지원이 시급하다고 판단하고 외환업무 전문 특수은행인 한국외환은행을 별도 법인으로 설립하였다. 외환은행은 설립 후 10여 년 동안 수출기업의 외환 업무를 수행하며 수출시장에서 국내 기업들의 달러벌이를 지원하는 독보적인 존재였다. 1970년대 중반부터는 급성장한 수출 규모에 맞추어 외환 관련 금융지원이 다원화될 필요성이 부각되면서 일반 시중은행도 외국환 업무로 확장하기에 이른다⁷.

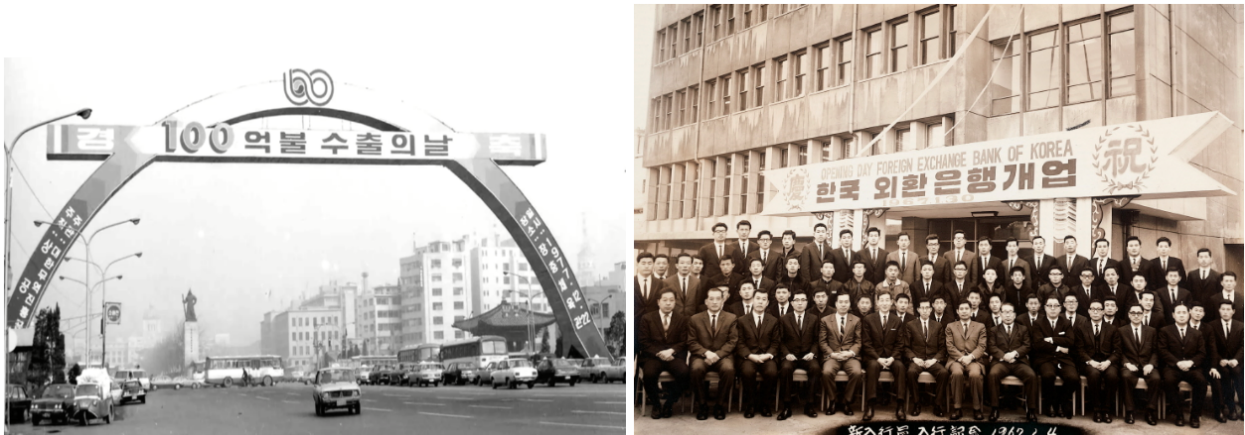
이처럼 전 세계 무역량이 증가하던 중요한 시기에 국내 기업들이 시기적절하게 수출시장에 뛰어들어 외화벌이를 할 수 있었기에 현재 세계

⁷ [한국외환은행](#), 행정안전부 국가기록원

경제 규모 10위의 대한민국이 존재할 수 있었다. 이 과정에서 만일 국내 수출기업들이 벌어들인 달러를 원화로 순조롭게 환전할 수 없었다고 상상해보자. 현재 가상자산 시장에 진출하고자 하는 국내 기업들이 가상자산과 원화 환전의 길이 막혀 있어 겪고 있는 어려움은 이와 같은 것이다. 빠르게 성장하고 있는 가상자산 시장에 국내 기업 진출이 늦어지는 것은 과거 수출시장에 국내 기업이 진출하여 성장해야 할 시기에 외환업무 지원을 제공하지 않아 기회를 놓치는 것과 같다. 지연될수록 기회비용이 더욱 커지는 이유이다.

Figure 9: 수출기업의 성장에 반드시 필요했던 외환업무

출처: 조선일보, 뉴스와이어



해외 기업들의 가치 창출 현황

해외에서는 가상자산 기술을 도입하여 경제가치를 창출하는 예를 쉽게 찾아볼 수 있다. 손쉬운 방법으로 상장된 가상자산 업체의 기업가치를 참고할 수 있다. 세계 주요국 증시에는 거래소, 채굴업체, 채굴장비업체 등이 상장되어 있다. 이 기업들의 가치만 합하여도 150억 달러 이상의 가치가 나온다(Figure 10). 이 외에도 업계에는 미상장 유니콘들이 무수히 존재한다. Blockstream, Consensys, Digital Currency Group, Binance, Circle, Strike, Yuga Labs, Dapper Labs 등이 그러한 예이다. 상장과 미상장을 모두 포함한 가상자산 산업에 유의미한 기업들의 전체 가치는 족히 1,000억 달러를 넘을 것으로 추정된다⁸. 현재 매크로 리스크로 인한 벨류에이션 디스카운트가 해소된다면 그 가치는 더욱 높아질 것이다.

⁸ 기업가치가 10억달러 이상인 스타트업을 유니콘이라고 부른다. 가상자산업계 내 평균 유니콘의 가치를 \$4bn로 가정하고 전세계 25개 이상의 유니콘이 존재한다고 가정하면 \$100bn이상의 기업가치가 존재한다는 계산이 가능하다.

Figure 10: 블록체인 주요 기업들의 시가 총액

출처: companiesmarketcap.com

순위	기업명	티커	시가총액(9월 30일 기준 USD)	국가	설립년도
1	Coinbase	COIN	148.48억	미국	2012
2	Bakkt Holdings	BKKT	5.99억	미국	2018
3	Canaan	CAN	5.53억	중국	2013
4	Core Scientific	CORZ	4.89억	미국	2017
5	Bitfarms	BITF	2.91억	캐나다	2017
6	Cipher Mining	CIFR	2.90억	미국	2021
7	Iris Energy	IREN	2.23억	호주	2018
8	TeraWulf	WULF	1.52억	미국	2021
9	Bit Digital	BTBT	1.02억	미국	2017
10	Nano Labs	NA	9,694.12만	중국	2019
11	Stronghold Digital Mining	SDIG	5,265.36만	미국	2021
12	The9	NCTY	2,205.24만	중국	2020
합계			약 177억 달러		

반면 현재 국내 기업 중 조 단위의 가치 창출을 한 기업은 사실상 두나무가 유일하다. 국내 기업들은 글로벌 가상자산 기업들과 맞먹는 경쟁력을 갖추기는커녕 비트코인 상위 보유 기업에도 포함되지 못하고 있다. 앞으로 가상자산 시장은 금융투자업뿐 아니라 일반 기업의 중요한 사업 영역으로 자리 잡을 것으로 예상한다면, 국내 기업들도 가상자산에 대한 역량 구축과 사업 전략의 마련이 필요한 시점이다. 그 출발점이 국내 기업들에 원활한 가상자산 취득 및 현금화 과정을 제공하는 것이다.

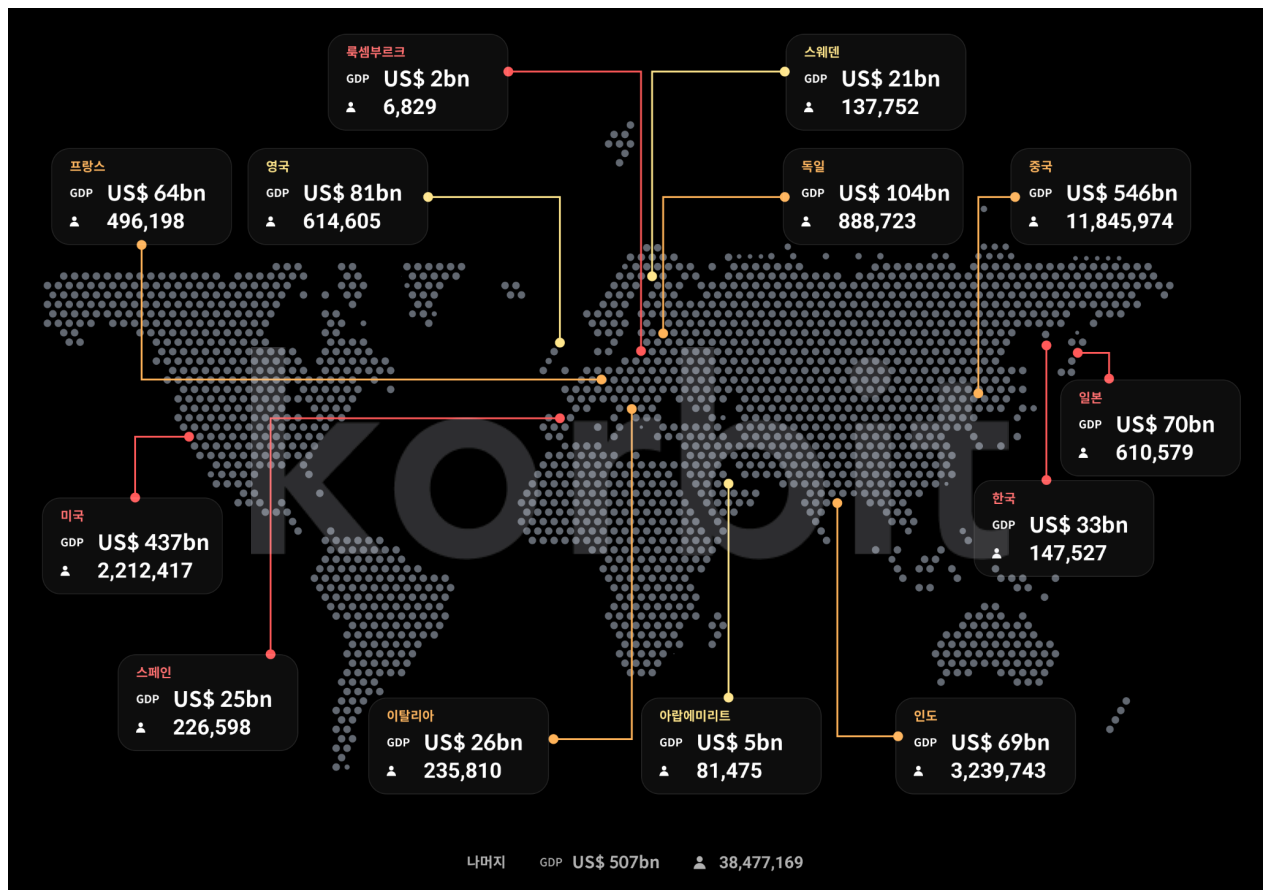
향후 가상자산 산업의 가치 창출은 어느 국가가 주도할까? PwC는 주요국 내 우호적인 정책 환경, 기술 인프라, 비즈니스 생태계 등을 고려하여 이를 산정하였고 당사는 여기에 최신 데이터([2021년 말 기준](#))를 적용하여 수치를 업데이트하였다(Figure 11). 주요 선진국의 경우 기업들의 가상자산 시장 진출을 위한 제도적 인프라를 갖추고 있기 때문에 상당 규모의 경제적 효과가 예상된다. 미국에서는 약 4,370억 달러의 경제 가치 창출을 기대하며 블록체인을 적용한 대규모 공급망(supply chain) 구축과 다양한 제품 선택에 대한 소비자 요구를 충족시키기 위한 기업들의 노력을 주요 원인으로 꼽는다. 이외에 기술 인프라와 인력 여건을 갖춘 북유럽과 서유럽 지역도 블록체인으로 인한 GDP 상승이 이루어질 것으로 예상된다. 스웨덴은 2030년까지 블록체인 덕분에 GDP가 210억 달러 늘어날 것이고 룩셈부르크와 독일은 각각 20억, 1,040억 달러가 증가할 것으로 예측된다.

한편 영국은 EU를 탈퇴한 이후 블록체인 관련 자체 의제를 추진하는 등 여러 제도적 준비를 하고 있어 향후 810억 달러가 늘어날 것으로 예상된다.

당사는 이 모든 국가에서 의도적으로 기업의 가상자산 취득이나 현금화를 금지하는 차별 정책은 확인할 수 없었다. 개인과 법인 모두 가상자산 취득과 현금화의 기회가 공정하게 주어진다. 투자자 보호를 위한 규제 프레임워크를 설립 중이지만 개인과 법인을 차별하여 법적 근거 없는 행정지도로 접근 자체를 차단하는 장애물은 존재하지 않는다.

Figure 11: 블록체인의 주요국 GDP 상승 및 누적 고용 창출 효과

(GDP: 10억 USD, 블록체인 성장에 따른 국가별 2030년 GDP 상승분; 고용: 명, 2030년 누적 고용 효과), 출처: PwC, 코빗리서치



이유 2: 고용 창출 효과

일반인들이 가장 피부로 느낄 수 있는 가상자산 산업의 경제적 혜택은 고용 증대이다. 13년 전에는 존재하지 않았던 1조 달러 신생 자산군이 등장하면서 이와 관련된 많은 기업이 생겨나고 그 과정에서 유의미한 고용이 생겨났다. 한국에서도 가상자산 산업 성장을 기반으로 고용을 창출하기 위해서는 국내 기업의 가상자산 사업 진출이 절대적으로 필요하며 그들의 발목을 잡는 요소들은 해소되어야 한다.

가상자산업계 고용 시장 트렌드

과연 가상자산 산업의 고용 창출 효과는 얼마나 될까? 신생 분야인 만큼 이와 관련된 통계가 다소 부족한 것이 사실이다. 이에 따라 당사는 신뢰도가 높다고 판단되는 학계, 채용업체, SNS 등 다양한 채널의 데이터를 사용하여 과거 수년간 국내외 가상자산 시장의 고용 트렌드를 분석하였고 그 결과 다음 3가지 유의미한 트렌드를 확인하였다.

첫째, 2022년 현재 국내 가상자산 관련 업계 종사자는 약 11,750명으로 추정된다⁹. 흥미로운 것은 전체 고용 시장에서 차지하는 비중이 미국보다 훨씬 높다는 것이다. 국내 수치는 2021년 말 국내 신규 취업자 37만명의 약 3%에 해당하며¹⁰, 동일하게 산정한 미국 고용 시장 기여도 수치인 0.7%보다 높은 수준이다¹¹. 가상자산 산업 내 신규 일자리 창출의 파급효과가 미국보다 국내에서 훨씬 클 수 있음을 보여주는 대목이다.

둘째, 가상자산 산업의 고용 시장은 경제 침체기에도 비교적 꾸준히 고용 창출에 기여한 것으로 보인다. 2018/19년에 경험한 암호화폐 윈터 기간은 가상자산 산업뿐 아니라 실물경제도 침체되어 있던 시기였으며 이로 인해 고용시장이 전반적으로 얼어붙은 상황이었다(Figure 12). 그럼에도 불구하고 업계 데이터에 의하면 가상자산 관련 일자리는 현상 유지하는 모습을 보였다. 미국 채용공고 사이트 Indeed에 따르면 2018/19년 기간에 전체 채용 공고 중 가상자산 관련 채용 공고의 비중이 같은 수준을 유지하여 암호화폐 윈터 기간에도 인력에 대한 수요가 꾸준함을 나타낸다(Figure 13).

⁹ 2022년 국내 가상자산관련 종사자 수(11,750명)는 한국블록체인협회 및 핀테크포털 상 주요 기업들의 임직원 수를 합하여 산정하였다. 그리고 가상자산 관련 주요 기업이 대부분 신생 기업임을 감안하여 2022년 가상자산 관련 종사자 수를 전체 연간 신규 취업자 수와 비교하여 신규 고용 창출에 대한 상대적 기여도를 비교하였다.

¹⁰ 통계청, [일반고용동향](#)

¹¹ 2021년 미국에서 새롭게 창출된 일자리(640만 개) 중 미국내 가상자산 관련 주요 기업들이 창출해낸 일자리(45,642개, 각주 2 참조)의 비중으로 계산.

Figure 12: 2018/19년 미국 고용시장 상황

출처: U.S. Bureau of Labor Statistics

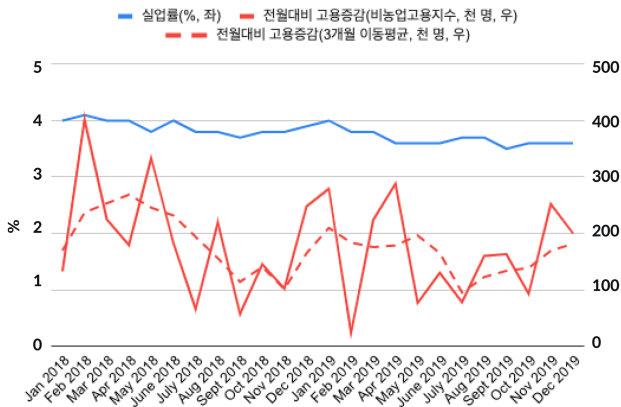
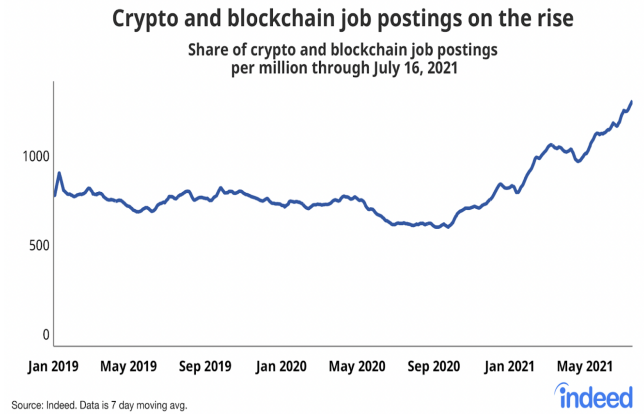


Figure 13: 암호화폐, 블록체인 업계 채용검색 증가

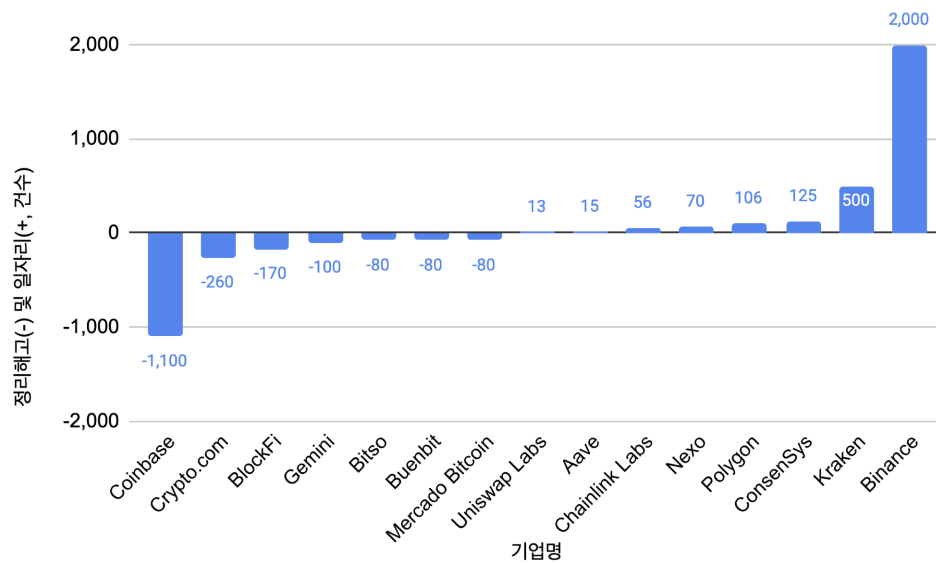
출처: Indeed



이러한 현상은 현재 2022년 암호화폐 윈터 기간에도 반복되고 있다. 코인베이스, Crypto.com, BlockFi 등 일부 업체들은 인력 감축 등을 발표하였으나 바이낸스, FTX, 크라켄 등은 오히려 인력 확충에 박차를 가하고 있어 고용 시장 전체적으로는 현상 유지할 것으로 보인다(Figure 14). 예를 들어 바이낸스는 유럽, 아시아, 남미, 중동에 걸쳐 2천 명 이상을 고용할 계획이며 크라켄, 콘센시스도 시장 여건과 무관하게 인력을 양성하고 성장시키기 위해 노력하고 있다¹². 가상자산 산업은 구조적인 성장의 초기 단계에 있어 경기 사이클의 영향을 덜 받는다. 경기가 악화하면 경기 호황 시기의 방만 경영이 표면화되며 난항을 겪거나 퇴출당하는 기업은 있을 수 있지만 반대로 이를 기회로 인재를 채용하고 내부 역량 강화에 집중하는 기업들이 다수 존재하기 때문에 산업 전체의 인력 수요는 경기 사이클에 영향을 덜 받는다.

Figure 14: 주요 기업들의 인력 감축/채용 상황

출처: CoinDesk



¹² Sage D. Young. “[Crypto Jobs: Who’s Cutting and Hiring?](#)”, July 1 2022. Coindesk.

셋째, 업계 내 채용공고를 살펴보면 소프트웨어 개발뿐 아니라 회계, 마케팅 관련 직종도 포함되어 있어 업계 내 고용 기회가 다각화되고 있음을 알 수 있다. Indeed가 공개한 데이터에 의하면(Figure 15) 2020년 대비 2021년 7월 16일 기준 채용 업무의 구성이 눈에 띄게 바뀐 것을 알 수 있다. 주된 채용 분야인 소프트웨어 개발 업무는 2020년 34.8%에서 2021년 29.7%로 감소했지만 재무, 마케팅, HR, 회계 관련 직책이 채용 공고 중 16.8%를 차지하여 2020년 점유율인 9.2%보다 약 1.8배 증가하였다. 업계 내 고용기회의 다각화는 가상자산과 블록체인 산업이 성숙해지고 있음을 보여준다. 더 이상 일부 개발자들에게만 고용의 기회가 돌아가는 틈새 산업이 아닌, 다양한 분야에서 2차, 3차의 파급효과를 발생시키는 성장의 원동력이 되는 산업인 것이다. 해외 기업들이 이미 가상자산 산업 진출을 통해 다양한 직군에서 고용수요를 창출하고 있는 것은 우리에게 시사하는 바가 크다.

Figure 15: 가상자산, 블록체인 업계 채용공고 상 직종의 다양화

출처: Indeed

채용공고 관련 섹터	2020년 7월 16일	2021년 7월 16일	%p 변화
Marketing	3.4%	6.6%	3.2
Management	7.7%	10.1%	2.4
IT operations & helpdesk	3.9%	6.3%	2.4
Human resources	1.0%	2.7%	1.7
Finance	1.5%	2.9%	1.4
Accounting	3.3%	4.6%	1.3
Sales	5.2%	5.4%	0.2
Information design & documentation	6.4%	6.3%	-0.1
Industrial engineering	5.6%	4.9%	-0.7
Software development	34.8%	29.7%	-5.1

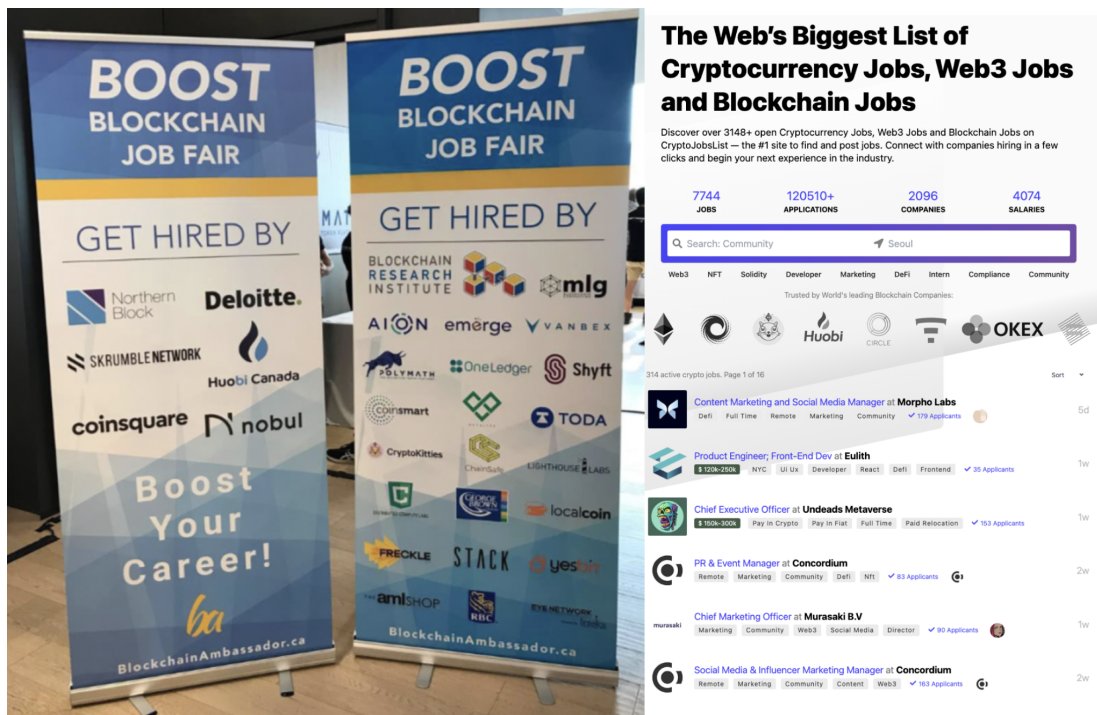
2030년까지 약 15만 명 고용 창출 예상

가상자산 산업의 향후 고용 창출은 얼마나 기대할 수 있을까? 이를 위해 당사는 이전 섹션에서처럼 PwC의 분석을 참조하였다. PwC가 산정한 2021년 말 기준 주요국 취업 인구 분석에 사용된 weight를 동일하게 반영하여 수치를 업데이트하였다. 다만 PwC에서는 블록체인 성장에 따른 한국의 고용 창출 효과를 따로 분석하지 않아 국내 별도 기관의 기존 연구 결과를 적용하였다. 그 결과 2030년까지 블록체인 산업 성장으로 기대할 수 있는 고용효과는 보수적 시나리오 하에 약 147,527명으로 추정된다¹³.

8년간 약 15만 명의 고용 창출은 단순 평균값으로 연간 18,750명이며 이는 2021년말 국내 신규 취업자 37만 명 중 약 5%에 해당하는 수치이다. 불과 10년 전 자생적으로 생겨난 신생 산업이 정부의 지원 없이 신규 일자리 창출에 5% 기여하는 것은 상당히 고무적이며 우리 사회의 고질적인 문제 중 하나인 청년 일자리 문제를 해결하는데 유의미하게 기여할 것으로 기대된다. 반면 국내 기업들이 자국에서 가상자산 획득 및 현금화의 길이 막혀 가상자산 산업 진출을 포기하거나 해외에서 사업을 진행하는 현재 상황이 지속될 경우 우리는 이러한 일자리 창출 기회를 놓치게 될 것이다.

Figure 16: 꾸준한 인력 수요를 창출하는 가상자산 업계

출처: Medium, <https://cryptojobslist.com/>



¹³ 당사는 2022년 블록체인 산업의 고용 효과를 블록체인 종사자 수인 11,750명으로 가정하였다(종사자 수에 대한 설명은 각주 7 참조). 기존 연구 결과에서 전제된 블록체인 시장 성장률 중 보수적인 전망치(연간 약 37.2%씩 성장, 한국블록체인협회, “블록체인 산업의 고용 파급효과 분석 연구(2018. 10. 20)” 참조)를 이용시 2030년 블록체인 산업의 누적 고용 효과는 $11,750 \text{명} \times (1+37.2\%)^{(8\text{년})} = \text{약 } 147,527 \text{명}$ 이 된다.

이유 3: 투자자 보호

법인 투자자, 특히 자산운용 전문 노하우를 갖춘 자산운용사의 가상자산 시장 진입은 시장 참여자의 질을 높여 개인 투자자 보호의 효과를 촉진시킨다. 우리는 한국 증시의 변천사를 통해 이를 이미 경험한 바 있다.

자산운용사 진입 후 업그레이드된 한국 증시

1956년 설립된 ‘대한증권거래소’가 모태인 한국거래소(KRX)는 1980년 중반까지는 개인투자자가 주도하는 시장이었다. 1970년대 중반부터 일반 법인 및 자산운용사가 일부 참여하였지만 전문 자산운용 노하우가 미비하여 시장 참여자들의 매매 행위는 일반 개인 투자자와 크게 다르지 않았다. 당시는 상장 기업의 실적이나 재무제표에 대한 공시 의무도 빈약했고 Investor Relations이라는 개념조차 존재하지 않았던 시절이었다. 투자자들은 대부분 ‘루머’를 근거로 매매 판단을 할 수밖에 없었고 이성보다는 집단 감정에 휩쓸려 시장은 수시로 과도한 등락을 반복하는 지금 기준으로 보면 무법의 ‘Wild West’였다. 1960년대 소위 증권파동으로 알려진 사건이 당시 한국 증시의 상황을 잘 말해준다. 국가기관이 앞장서서 개인투자자들을 상대로 주가를 조작하여 국민들에게 천문학적 규모의 손실을 입힌, 지금 기준으로 보면 믿기 힘든 희대의 사건이었다(Figure 17). 대한민국 증시 65년 역사 중 거의 절반은 지금의 가상자산 시장과 별반 다르지 않았던 환경이었다.

Figure 17: 1962년 증권파동

출처: 머니투데이, 경향신문

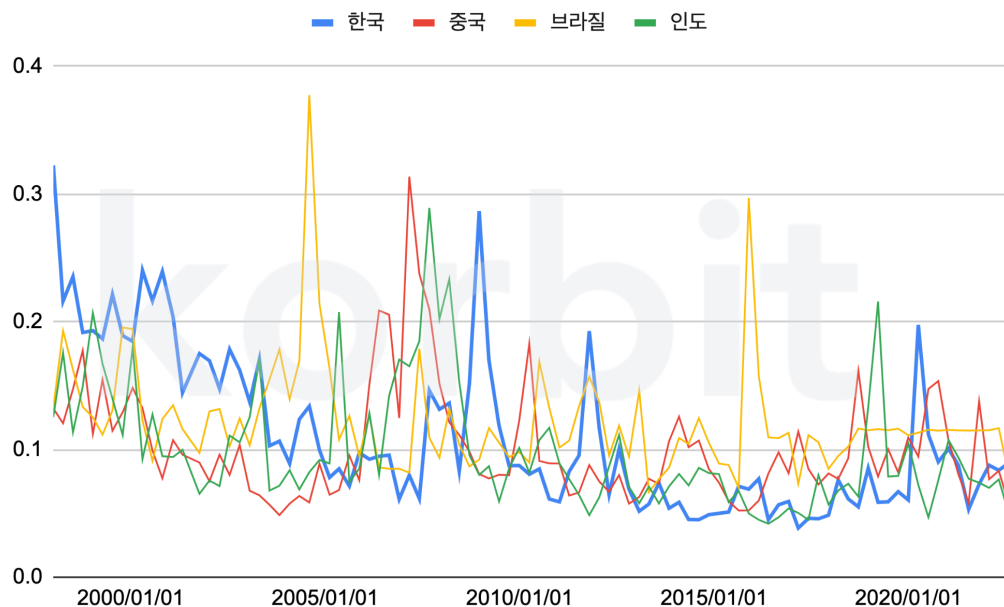


1980년대 중후반부터 한국 증시에서 비로소 전문 자산운용사들이 조금씩 존재감을 드러내기 시작한다. 1992년부터는 증시 개방과 함께 높은 자산운용 노하우를 갖춘 해외 자산운용사들이 진입하면서 한국 증시는 질적, 양적으로 성장했다. 차트 분석이 주식 분석의 전부였던 한국 증시에 PER(Price-to-Earnings)이나 ROE(Return on Equity)와 같은 개념이 소개되었다. DCF(Discounted Cash Flow)와 같은 방식을 통해 주식의 적정가치를 산정하는, 당시에는 소위 ‘선진 투자 기법’이라 불리는 금융의 기본 이론들이 국내 자산운용사들 사이에도 뿌리내리기 시작하였다. 해외 자산운용사들이 이머징마켓 주식으로 자산을 배분하면서 한국 증시에 많은 해외 자금이 유입되었고 그 결과 한국 증시의 유동성 또한 크게 개선되었다.

IMF 외환위기 이후 구조조정을 완료하고 내실을 다진 상장 기업 중 일부는 글로벌 스탠더드에 맞는 주주 중심 경영을 위해 노력하는 모습을 보이면서 소액주주 친화적인 상장 기업들도 많이 등장하였다. 투자 판단에 필요한 정보 공시가 개선되고 이러한 정보를 해석할 수 있는 금융이론 및 자산운용 지식을 갖춘 전문 투자자의 시장참여가 늘어나면서 한국 증시의 변동성도 줄어들고 공정한 가격발견 기능도 개선되었다(Figure 18). 지난 30년간 진행된 국내 주식투자자의 기관화를 통해 국내 증시 참여자들의 수준이 업그레이드되면서 유동성 증가, 변동성 감소, 상장 기업의 질적 향상과 정보 공개 개선 등을 끌어낸 것이다.

Figure 18: 타 신흥국 증시 대비 현저히 줄어든 한국 증시의 변동성

출처: 코빗 리서치, KRX, WSJ



이에 대해서는 국내 최고 자본시장 싱크탱크인 자본시장연구원에서도 동의하고 있다. 주식 시장의 변동성을 줄이기 위한 조건으로 정보거래 기반의 확대를 언급하며 이를 위해서는 기관투자자와 장기투자의 활성화가 필요하다고 주장한다. 해당 기관은 “개인투자자보다 정보력과 분석력에서 우위에 있는 기관투자자들의 참여 확대와 자산 가격의 일시적 변화가 아닌 본질 가치에 근거한 장기투자 확대가 본질 가치와 관련된 정보의 생산과 소비를 활성화할 수 있으며 이는 무정보거래와 잡음거래의 비중을 줄이는 데 기여한다”고 언급하고 있다¹⁴.

한국 증시는 아직도 개선해야 할 부분이 많다. 하지만 투자자 보호라는 관점에서는 지난 30년간 장족의 발전을 했다는 것은 부인할 수 없다. 투자자 보호의 필수 요건이 효율적인 가격 발견(price discovery)과 투자 관련 중요정보(material information)의 공정한 공시라는 점을 고려하면 더욱 그렇다. 가상자산 시장도 한국증시가 그랬듯이 시장 참여자들의 질적 향상을 도모한다면 그 과정에서 자연스럽게 투자자 보호가 용이한 환경이 형성될 것이다.

예컨대 현재 가상자산 시장의 투자자 보호를 위해 제안되고 있는 각종 규제안은 전문 지식을 갖춘 시장 참여자들이 증가할 때 파급 효과가 크다. 한국 증시에서 상장 기업이 성실히 재무제표나 손익계산서를 공시해도 이러한 정보를 이해하고 해석할 수 있는 시장 참여자들이 없다면 이러한 공시는 아무 의미가 없다. 마찬가지로 가상자산 프로젝트팀이 프로젝트 진행 상황에 대해 성실히 공시해도 이러한 정보를 해석할 수 있는 전문 지식을 갖춘 시장 참여자가 없다면 진정한 투자자 보호 효과를 볼 수 없을 것이다.

¹⁴ [한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점](#), 2013년 6월, 자본시장연구원, 김준석, 백인석

이유 4: 자산운용 수익률 개선

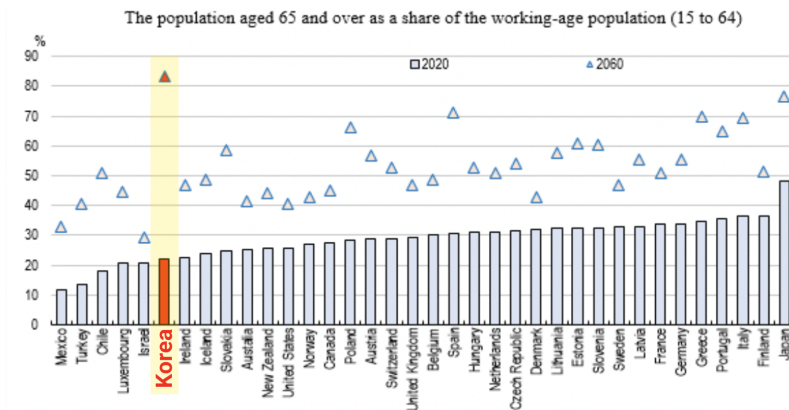
연금 고갈까지 남은 시간 불과 30년

2022년 한국 사회가 시급히 대응해야 할 난제 중 하나가 저출산으로 인한 인구 고령화이다. 인구 고령화 사회에서 나타나는 문제 중 하나는 연금 적립금 고갈이다. 대부분의 OECD 국가는 국민들의 노후 복지를 위한 연금 제도를 운용하고 있다. 문제는 한국을 포함한 여러 나라의 연금 제도가 일정 수준의 수익을 보장하는 확정급여형(Defined Benefit)의 성격이 강해¹⁵ 인구 고령화가 진행될수록 국가 채무가 늘어나는 결과를 가져온다는 것이다(Figure 19).

한국의 인구 고령화는 다른 어느 국가보다 빠르게 진행되고 있어 현재의 추세가 지속된다면 국민연금이 운영하는 916조 원 적립금은(2022년 7월 기준) 2055년에 고갈될 것으로 예상된다. 우리에게 남은 불과 30년 정도밖에 남지 않은 시간과의 싸움이다(Figure 20). 출산율 회복 혹은 이민 수용 등이 근본적인 해결책이겠지만 실천하기 위해서는 사회 전반에 걸친 가치관의 큰 변화와 더 많은 시간이 필요하다. 국민연금 보험료 인상 또한 정치적으로 민감한 사안인 만큼 선뜻 이를 책임 있게 추진하려는 정치인은 찾아보기 어렵다.

Figure 19: 35년후 고령인구 비율 OECD 최고

출처: United Nations

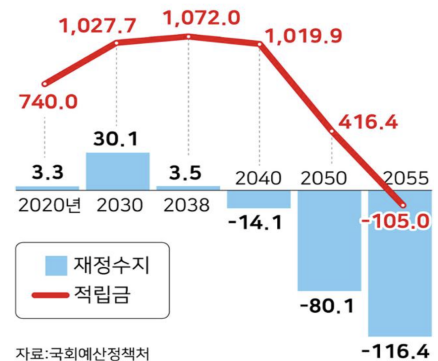


Note: Projections are based on the medium fertility variant.
Source: United Nations, Department of Economic and Social Affairs (2019), *World Population Prospects 2019*.

Figure 20: 90년대생들의 노후 책임은?

출처: 한국일보

국민연금 재정수지·적립금 전망
(단위:조 원)



자료:국회예산정책처
국민연금·재정수지·적립금·전망

¹⁵ 근로자가 지급받을 연금의 급여 수준이 사전에 결정되는 연금제도를 확정급여형(Defined Benefit)이라고 한다. 이와 상반되는 개념인 확정기여형 (Defined contribution)에서는 가입자가 부담하는 금액이 사전에 결정되고 퇴직시 급여 수준은 시장 수익률에 의해 변동된다.

리스크 증대 없이 기대 수익률을 올리는 방법

한가지 대안으로 연금의 수익률 개선을 통해 연금 고갈 시점을 지연시키는 방법을 생각해 볼 수 있다. 수익률이 개선된다면 다른 근본적인 해결책들이 성과를 보일 때까지 시간을 벌 수 있기 때문이다. 다행히 자산운용업계에는 수익률 개선을 위한 검증된 방법이 이미 존재한다. 바로 현대 포트폴리오 이론에 따른 자산 포트폴리오의 분산 투자이다. 글로벌 자산운용업계는 1980년대부터 이 이론에 따라 상관관계가 낮은 자산군을 자산 포트폴리오에 편입하면서 리스크 증대 없이 기대 수익률을 개선해왔다. 일명 자산 포트폴리오의 Efficient Frontier의 확장이다 (Figure 21). 글로벌 자산운용업계는 이 원칙에 따라 자산 배분의 범주를 채권에서 국내 주식, 선진국 해외 주식, 이머징마켓 주식, 원자재, 헤지펀드, 부동산 등으로 넓혀 왔다. 특히 자산 배분 전략을 선도한 미국 대학 기금의 자산 포트폴리오 구성의 변천사를 보면 이러한 트렌드가 선명하게 나타난다 (Figure 22). 코빗 리서치는 2022년 2월 25일 리포트 [기관투자자를 위한 가상자산 배분 전략](#)에서 이를 상세히 다뤘다.

Figure 21: Efficient Frontier의 확장

출처: 코빗리서치

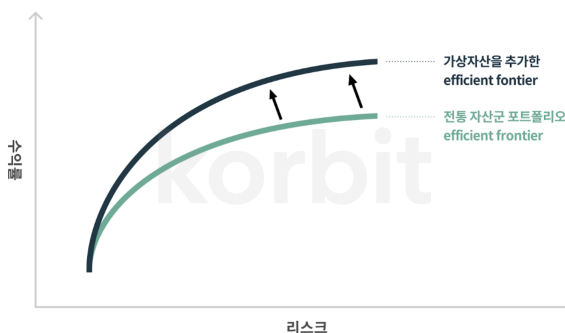
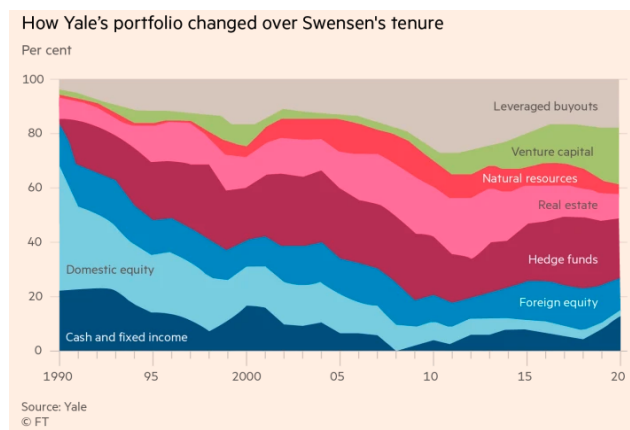


Figure 22: 자산운용업계 ‘엄친아’ 예일대 기금 자산 배분

출처: 예일대학교



이미 한국의 국민연금 1988년 설립 이래 현대 포트폴리오 이론에 따라 분산 투자를 실행해 왔다. 국민연금 설립 당시 자산 포트폴리오 대부분이 국채로 구성되어 있었지만 해마다 조금씩 국내 주식, 해외 주식, 해외 채권 등으로 자산을 배분했다. 그 결과 2021년 현재 국민연금의 포트폴리오 구성은 다음과 같다(Figure 23).

구분	2020년 말		2021년 말		2025년 말
	금액(조원)	비중(%)	금액(조원)	비중(%)	비중(%)
주식	314.8	39.6	355.7	41.9	50% 내외
국내주식	137.7	17.3	142.5	16.8	15% 내외
해외주식	177.1	22.3	213.2	25.1	35% 내외
채권	376.4	47.4	381.4	44.9	35% 내외
국내채권	332.7	41.9	322.0	37.9	25% 내외
해외채권	43.7	5.5	59.4	7.0	10% 내외
대체투자	102.9	13.0	112.3	13.2	15% 내외
금융부문 계	794.1	100.0	849.4	100.0	100%

지난 40년간 고수해온 현대 포트폴리오 이론의 원칙에 따라 리스크 증가 없이 기대 수익률을 추가로 개선하기 위해서는 상관관계가 낮은 새로운 자산군 편입이 필요하다. 가상자산은 이에 가장 적합하다. 유동성이 풍부하며 기존 자산과 상관관계가 낮을 뿐 아니라 자체적인 리스크 조정 수익률이 높기 때문이다. 현 시점에서는 이처럼 자산 포트폴리오 편입 때 가져다줄 이론적, 현실적 이점을 두루 갖춘 자산군은 찾기 어렵다. 그런데도 ‘익숙하지 않다’는 이유로 이를 실행에 옮기지 못하여 국민연금 수익률 개선을 달성할 기회를 놓치는 것은 커다란 국가적 손실이다. 참고로 위에 언급한 미국 대학 기금들은 2018년부터 가상자산 벤처캐피탈 펀드에 유한책임투자자(Limited Partner)로 참여하며 일찌감치 가상자산으로 자산 배분을 시작했으며 2020년부터는 비트코인, 이더리움 등 주요 가상자산에 직접 투자하고 있다¹⁶.

당사는 앞서 언급한 2월 26일 리포트에서 국내 주식, 미국 주식, 국채로 구성된 자산 포트폴리오에 리스크 성향에 맞는 적절한 수준으로 비트코인에 자산을 배분할 경우 샤프비율(리스크 조정 수익률)을 유의미하게 개선할 수 있음을 Mean-Variance Model을 통해 분석한 바 있다(Figure 24). 샤프비율을 개선한다는 것은 리스크 증가 없이 기대 수익률을 높인다는 뜻이다. 국민연금을 비롯한 한국의 각종 연금의 자산 포트폴리오의 구성을 가상자산에 적절한 비율로 배분하는 것은 ‘대박을 노린 투기’가 아니라 전 세계 자산운용업계가 과거 40년간 따라온 검증된 금융이론을 따르는 것이다. 인구 고령화로 인한 연금 고갈 시점을 지연시키는 데 큰 보탬이 될 방법은 이미 존재하며 이를 실행하기 위해서도 법인 명의의 가상자산 매매행위가 원활하게 이루어질 수 있어야 한다.

¹⁶ “[Harvard and Yale Endowments Among Those Reportedly Buying Crypto](#)”, Jan 26, 2021, The Bloomberg

Figure 24 : Mean-Variance Optimization에 따른 비트코인 적정 자산 배분율

출처: 코빗리서치, KRX, S&P Dow Jones Indices, Yahoo Finance, SAR, R

전통 자산군 포트폴리오 적정 배분율

	위험 성향		
	위험 회피	위험 중립	위험 선호
주식 (코스피 50%, S&P 50%)	19%	47%	89%
채권 (KTB지수)	81%	53%	11%
합계	100%	100%	100%
샤프 비율 비교	0.7	1.08	0.91

전통 자산군 포트폴리오 + 비트코인 적정 배분율

	위험 성향		
	위험 회피	위험 중립	위험 선호
주식 (코스피 50%, S&P 50%)	20%	47%	67%
채권 (KTB지수)	75%	42%	11%
비트코인	5%	11%	22%
합계	100%	100%	100%
샤프 비율 비교	0.93	1.27	1.21

끝맺으며

본 리포트는 한국 가상자산 산업의 발전을 저해하고 있는 가장 큰 요소인 법인의 가상자산 거래 금지 조치에 대해 알아보았다. 정부는 블록체인 산업을 미래 먹거리 창출을 위한 핵심 산업 중 하나로 주목하고 대선 공약 등을 통해 육성 의사를 밝힌 바 있다. 하지만 한편으로 관련 규제 기관들은 법인 명의 가상자산 취득 및 현금화의 길을 원천 차단하는 정책을 취하면서 기업들의 가상자산 사업 진출을 어렵게 하고 있다. 명확한 법적 근거 없는 이러한 제약이 ‘행정지도’라는 형태로 시중 은행을 통해 가상자산 시장에 적용되고 있다. 이러한 제약은 우리나라에만 존재하며 해외 주요 국가의 기업들에는 전혀 문제가 되지 않는 요인이어서 더욱 안타깝다.

그리고 그 결과 우리 사회는 엄청난 기회비용을 치르고 있다. 당사 리서치에 의하면 블록체인 산업 성장이 한국 경제에 가져다줄 경제 효과는 2030년까지 46조 원, 일자리 창출은 15만 개로 추정되지만, 지금처럼 국내 기업이 가상자산을 취득하고 현금화할 수 있는 길을 막고 있으면 이러한 혜택은 상실되거나 해외로 유출될 것이다. 해외, 특히 미국에서는 기업들의 활발한 가상자산 산업 진출로 인해 막대한 기업가치와 일자리 창출의 혜택을 누리고 있으며 그 과정에서 미래 성장을 위한 인재 풀도 확보하고 있다.

법인 투자자의 가상자산 시장 진출은 투자자 보호에도 도움이 된다. 현재 국내 가상자산 시장에서는 투기를 쫓는 개인 투자자들이 성행하고 이들을 착취하려는 사기 행위가 만연한 미성숙한 형태에 머물러 있다. 가상자산 기술을 발전시키기 위한 기업들이나 자산운용 노하우를 갖춘 전문 투자자의 참여는 없고 개인투자자들의 투기성 매매만 존재하는 기형적인 시장 구조이다. 반면 법인 투자자의 시장 참여는 이를 개선하는 효과가 있다. 법인 명의 거래가 가능해지면 전문 자산운용사의 시장 참여의 길이 열리면서 가상자산 시장 내 가격 발견의 기능이 개선된다. 프로젝트가 공시한 내용을 분석하고 투자하는 투자자들이 증가하여 루머 위주의 매매행위가 줄어들면서 불공정 거래행위가 발붙이기 어려운 환경을 조성한다. 우리는 이와 유사한 사례를 지난 30년간 국내 주식시장에서 이미 경험했다.

마지막으로 연금들이 가상자산으로 자산 배분이 가능해지면서 수익률이 개선되어 인구 고령화로 인한 연금 적립금 고갈 문제 해결에 기여할 수 있다. 가상자산을 자산 포트폴리오에 편입하는 행위는 ‘투기’가 아닌 40년간 글로벌 자산운용업계를 지배해온 현대 포트폴리오 이론의 원칙을 따르는 것이다. 자산 배분 전략을 선도하여 수십 년간 안정적으로 고수익률을 달성하고 있는 미국 대학 기금 운용팀들은 이미 4년 전부터 가상자산에 자산을 배분하고 있다.

한국판 적기조례가 되어서는 안 된다

법인의 가상자산 거래를 허용할 경우의 폐단은 없는걸까? 생각해 볼 수 있는 것은 가상자산의 리스크에 대한 충분한 이해없이 투자를 감행하여 큰 손실을 입는 것이다. 사실 이러한 리스크는 법인뿐 아니라 현재 가상자산 거래에 참여할 수 있는 개인에게도 적용된다. 개인 투자자는 순간적인 감정에 휩쓸려 비이성적인 판단을 할 확률이 높은 반면 법인은 조직 구성에 따라 감시가 가능하기 때문에 대체로 안전장치가 존재한다고 말할 수 있다.

사실 미국처럼 투자에 대한 책임이 스스로에게 있다는 인식이 강한 곳에서는 아예 논쟁거리로 삼지 않는다. 시장 참여자들이 올바른 투자 결정을 내리기 위한 공정한 정보공개는 정부의 공권력을 통해 의무화하지만 투자 결정에 대한 책임은 각자에 있다고 보는 것이다. 한 예로 마이크로스트레티지가 잉여자금뿐 아니라 전환사채를 발행하면서까지 비트코인 투자를 감행하는 것은 전적으로 시장원리에 따라 주주들과 채권자의 책임하에 행해지는 것이며 여기에 정부가 관여하지 않는다.

국내에서도 투자자 스스로의 책임을 원칙으로 하지만 아직 문화적으로 정착하지 않았다. 투자손실을 막기 위한 조치로 접근 자체를 차단해야 한다는 규제당국의 접근방식이 이를 방증한다. 만일 한국의 정서상 정부의 개입이 불가피하다면 기업 스스로 리스크 관리 능력을 갖추기 위한 교육의 의무화나 정해진 한도 내에서 가상자산을 보유하도록 하는 등의 방법으로 대응이 가능할 것이다. 선택권 자체를 차단하는 것이 진정 공익을 위한 최선의 정책은 아니라는 것이 당사의 의견이다.

본 리포트에서 알아보았듯이 가상자산 산업이 가져다 줄 경제적, 사회적 혜택은 방대하다. 그러나 이 산업을 근시안적인 관점으로 접근하여 경제 가치 창출의 주체인 기업들의 시장 참여 자체를 지속적으로 차단하는 것은 한국판 적기조례의 사례를 남기는 것이다. 웃픈 역사가 반복되지 않기를 바란다.

작성자

정석문 | Peter Chung

2018년 코빗 입사. 사업개발팀을 거쳐 현재 코빗 리서치센터장 역임중. 그 전에는 커리어 대부분을 홍콩과 뉴욕 금융권에 종사. Goldman Sachs, UBS, Credit Suisse, Nomura를 거치며 top-tier 글로벌 자산운용사 들을 담당하여 아시아 주식 법인 영업을 주도했다. 학업으로는 University of Pennsylvania, The Wharton School에서 Finance 전공으로 학사과정을 졸업하였다.

최윤영 | Yoonyoung Choy

2022년 코빗 입사. (現)코빗 리서치 센터 Research Analyst. (前)삼성경제연구소, 하나금융경영연구소, 서울대 증권금융연구소 근무. 서울대 경영학 박사(Finance 전공). 미시간 주립대, 스미스여대 졸업.

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.

본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.