

국내 스테이블코인 규제 방향 제안: 테라-루나 사태를 중심으로

최현지* · 이승아** · 양희동***

A Proposal for the Direction of Stablecoin Regulation in Korea: Focusing on the Terra-Luna Crash

Hyun Ji Choi* · Seung Ah Lee** · Hee Dong Yang***

■ Abstract ■

Luna Coin, which ranked eighth in the global market capitalization and established itself as a super-large stablecoin, plunged overnight, shocking the market. Therefore, this study proposed the direction of Korea's stablecoin regulation, focusing on the Terra-Luna situation, starting with the question of whether the stable coin's value, 'stability', can be trusted. The whole story of the Terra-Luna incident was examined in depth and the problems were pointed out, and the direction of domestic stable coin regulation was described based on overseas cases. In the absence of any legal guidelines for stablecoin at the moment, we hope that this study will provide a minimum stabilizer in the virtual asset market and help protect investors.

Keyword : stablecoin, Terra-Luna Crash, Virtual Asset Regulation, Blockchain, Algorithm, DeFi, MiCA Regulation

1. 서 론

1.1 연구 배경 및 목적

전 세계 코인 시가총액 8위를 기록하며 초대형 스테이블코인으로 자리매김하였던 루나(LUNA)는 2022년 4월, 119.18달러까지 거래가가 상승하였으나 한 달 만에 99.99% 폭락하여 가치를 완전히 잃었다.¹⁾ 세계 최대의 코인 거래소 바이낸스(Binance)는 결국 루나를 상장 폐지하기로 하였고, 이러한 루나의 붕괴는 국내에서만 20만 명 이상의 피해자를 발생시켰으며 세계 가상자산 시장에 큰 파장을 일으켰다. 대표적으로, 루나에 2억 달러 이상을 투자했던 가상자산 헤지펀드 쓰리애로우즈캐피탈(3AC)이 파산하였으며, 이로 인해 다수의 가상자산 관련 플랫폼들이 연쇄적으로 파산의 위기를 맞게 되었다.

루나의 가치가 99.99%가량 하락하게 된 이른바 ‘루나 사태’는, 법정화폐 기반 스테이블코인 테라(UST)가 미달러화에 연동된 가치를 유지하지 못하는 언페깅(unpegging) 현상이 나타나자 발생한 것으로, 안정성을 내세우며 투자자들을 유치하였던 루나가 ‘스테이블(stable)’이라는 이름과 달리 가격을 유지하겠다는 약속을 지키지 못하고 붕괴하여 발생한 사건이다. 해당 사건은 과연 스테이블코인이 신뢰할 만한 자산인지 세계 각국의 정부와 금융기관, 투자자로 하여금 의문을 품게 하였다. 더불어, 스테이블코인과 디파이(DeFi, 탈중앙화금융)에 대한 규제가 제대로 마련되지 않은 상황에서 이러한 사태가 발생하여 붕괴에 대비할 최소한의 안전장치도 없었기에, 루나 사태 이후로 세계 곳곳에서 스테이블코인 관련 규제의 필요성에 대한 심각성이 크게 대두되었다. 그 결과로 현재 국제기구와 각국의 중앙은행, 재무부 등을 중심으로 규제 가이드라인 본격화에 대한 발표가 계속해서 나오고 있다. 우리나라 또한 법적 규제가 필요하다는 의견이 쏟아져 나오고 있지만, 아직 스테이블코인에 관련한 어떠한 법적

가이드라인도 존재하지 않는 상태이기에 ‘스테이블’이라는 이름이 무색하게 안정성이 보장되지 않고 투자자들에게 또다시 피해를 유발할 수 있다는 우려가 큰 상황이다.

따라서 본 연구는 루나 사태의 원인과 문제점을 분석한 후 개발 방안을 위하여 기업과 투자자, 정부로부터 어떤 노력이 요구되는지, 나아가 어떠한 법적 규제 제도가 필요한지 해외 사례를 통해 제안하고자 한다.

1.2 연구의 구성 및 방법론

본 연구는 총 여섯 장으로 구성되어 있다. 제1장은 서론으로, 루나 사태의 심각성과 규제의 필요성에 대하여 서술하였다. 제2장은 루나를 비롯한 스테이블코인의 개념과 더불어 루나 사태의 전개 과정, 이로 인해 발생한 피해사례를 다루었다. 제3장은 루나 사태를 통해 본 스테이블코인의 문제점을 네 가지 측면으로 나누어 분석하였다. 제4장은 현재 해외에서는 스테이블코인을 어떻게 규제하고 있는지 살펴보고 있다. 이후 제5장에서는 현재 한국에서 스테이블코인에 적용되는 법적 규제가 있는지 알아보고 앞으로 어떤 규제 방안이 필요할지 규제의 방향에 대하여 논의하였다. 마지막으로 제6장은 결론으로, 본 연구의 시사점과 한계를 정리한다.

2. 루나 사태의 이해

2.1 루나 사태의 배경

2.1.1 스테이블코인의 개념과 유형

스테이블코인은 자신의 가치를 법정화폐, 실물자산 등의 자산에 연동(페깅, pegging)시키고 둘 사이의 교환 비율을 조절하며 가격 변동성을 낮추어 비교적 안정적으로 가격이 유지가 되도록 설계된 형태의 가상자산이다(Mita et al., 2020). 기관에 따라 다르지만, 일반적으로 스테이블코인은 가격 안정 방법에 따라 크게 네 가지로 분류된다.

1) <https://coinmarketcap.com/currencies/terra-luna/> (2022.09.13. 최종방문) 참조.

첫 번째는 법정화폐 기반 스테이블코인으로, 스테이블코인의 종류 중 가장 많이 알려져 있으며 실제로도 가장 많이 발행되어 있는 유형이다. 법정화폐와 1대1의 비율로 연동이 되어있어 특정 기업이 자신의 은행계좌에 법정 화폐를 예치하면 이에 상응하는 가치의 스테이블코인을 발행받는 구조이다(백중성, 2021). 대표적으로 미달러화에 1대1로 연동되어 있는 테더(USDT)와 트루USD(TUSD), USD코인(USDC), 바이낸스USD(BUSD)가 있으며, 그밖에도 유로화에 연동되어 있는 유로코인(EUROC)과 엔화에 연동되어 있는 지엔(GYEN) 등이 있다.

두 번째는 암호자산 기반 스테이블코인으로, 이더리움과 같은 암호자산을 스마트 콘트랙트에 예치하면 프로토콜이 그에 상응하는 가치의 스테이블코인을 발행하여 대출해주는 구조를 가지고 있다. 이후 동일한 콘트랙트에 대출한 만큼의 스테이블코인을 상환하면 담보를 돌려받고, 상환된 코인은 소각되어 해당 계정은 청산된다. 대표적으로 메이커(Maker)에서 이더리움을 담보로 한 스테이블코인 다이(Dai)를 발행한다.

세 번째는 무담보 기반 알고리즘형 스테이블코인으로, 위의 두 종류와 달리 어떠한 자산도 담보로 삼지 않는다. 그 대신, 특정한 알고리즘을 기반으로 유통량을 조절하여 가격을 유지한다. 일반적으로, 기업에서 스테이블코인과 교환이 가능한 코인을 동시에 발행하여 두 자산의 공급과 수요를 조절하는 알고리즘을 통해 가격을 안정적으로 유지하는 구조를

많이 사용한다. 대표적으로 테라폼랩스에서 개발한 루나(LUNA)와 테라(UST)가 있다.

네 번째는 상품 기반 스테이블코인으로 금, 은, 다이아몬드, 석유, 원자재, 부동산 등을 담보로 하여 발행하는 유형이다. 대표적으로 금을 담보로 하는 퍼스민트 골드토큰(PMGT)와 골드코인(GLC)이 있다.

2.1.2 루나의 가격 유지 원리

무담보 알고리즘형 스테이블코인인 루나는 다른 유형의 스테이블코인과 달리 담보로 삼은 자산이 없다. 루나의 발행 주체인 테라폼랩스는 담보 역할을 하는 자산 대신 두 가지의 코인을 같이 발행하고, 그들의 유통량을 조절하며 가격을 안정적으로 유지시키는 알고리즘 방식을 개발하였다. 투자자들이 테라와 루나를 구매하여 차익거래를 하도록 유도함으로써 수요량과 공급량을 조절하고 가격의 균형을 이루는 방식이다. 1테라는 기본적으로 미달러화 1달러의 가치를 가지는데, 테라의 수요가 떨어져 1테라의 가격이 1달러보다 낮아지면 투자자들은 1달러보다 적은 금액으로 1테라를 구매하여 1달러 어치의 루나와 바꾸고 차익을 얻는다. 이때 루나와 교환된 테라는 소각되어 공급량이 줄어들고, 루나의 공급량은 늘어난다. 공급량이 감소함에 따라 테라의 가격은 1달러로 올라간다. 반대로, 테라의 수요가 늘어나 1테라의 가격이 1달러보다 높아지면 투자자들은 1달러 어치의 루나를 산 뒤 1달러가 넘는 테라와 바꾸어 차익을 얻는다. 이때 루나는 소각되어 공급량이

i. 테라의 수요가 감소하여 1테라의 가격이 1달러보다 낮아지는 경우



ii. 테라의 수요가 증가하여 1테라의 가격이 1달러보다 높아지는 경우



[그림 1] 테라와 루나의 가격 유지 원리

줄어 들고, 테라의 공급량은 늘어난다. 공급량이 늘어난 테라의 가격은 1달러로 내려간다. 테라와 루나는 이러한 알고리즘을 통해 다른 담보 자산 없이 가격을 안정적으로 유지하고자 하였다([그림 1] 참조).

2.2 루나 사태의 전개

2.2.1 루나 사태 정리

안정적으로 가치를 유지할 것이라는 믿음으로 투자자들을 유치했던 스테이블코인 루나는 단 며칠 만에 시세가 99.99%가량 폭락하였다. 이례적인 속도로 붕괴하여 가상자산 시장을 충격에 빠뜨린 루나 사태를 시간순으로 이해하기 쉽도록 그림과 표 형태로 정리하였다([그림 2]와 <부록 표 1> 참조).

2.2.2 피해사례와 규모

루나의 시가총액은 2022년 4월 초 410억 달러에서 같은 해 5월, 5.4억 달러로 급락하여 400억 달러 이상의 피해가 발생하였다. 금융위원회에 따르면, 루나의 국내 이용자는 약 28만 명에 다다르며, 이들은 700억 개 정도의 가상자산을 보유하고 있던 것으로 추정된다.

개인 투자자뿐만 아니라 루나파운데이션가드가 자금을 모집할 때 참여하였던 기업과 관련 기업들 또한 막대한 피해를 입었다. 대표적으로 가상자산 헤지펀드 쓰리에로우즈캐피탈(3AC)이 루나에 2억 달러 이상을 투자하였으나 가치가 99.9% 폭락하자 대규모 손실을 입게 되었고, 결국 파산 절차에 돌입하였다. 이로 인해 쓰리에로우즈캐피탈에 가상자산을 대출하였던 보이저디지털(Voyager Digital)이

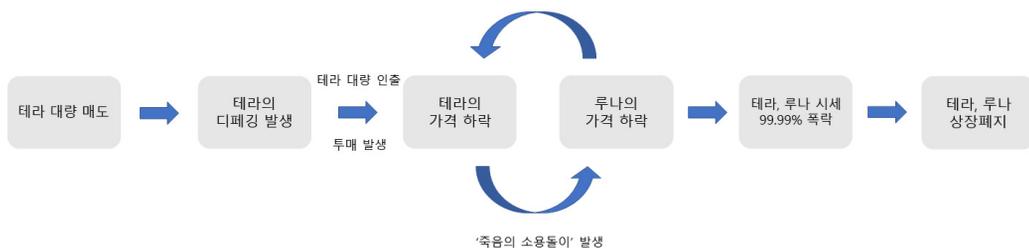
연쇄적으로 위기를 맞아 파산을 신청하였다. 그 밖에도 세계 최대 규모의 가상자산 대출 플랫폼인 셀시우스(Celsius)가 파산 신청을 하는 등 여러 가상자산 관련 플랫폼이 심각한 손해를 입어 유동성 위기를 겪게 되었다.

그 밖에도 루나 사태는 비트코인을 비롯한 다른 코인들의 시세 하락에 영향을 주는 등 국내외로 수많은 피해를 초래하였다. 이는 무담보 알고리즘형 스테이블코인과 디파이 시스템에 대한 투자자들의 불신을 촉발하여 가상자산 시장의 발전을 저해하는 결과를 낳게 된다. 더불어, 현재 대부분의 코인 거래가 스테이블코인으로 이루어지고 있기 때문에 가상자산 시장 전반에 유동성 위기를 불러올 수도 있다는 점, 그리고 금융시장에도 악영향을 줄 수 있다는 점 또한 우려된다. 이러한 이유로 ‘코인판 리먼 브라더스 사태’로 불리는 루나 사태와 같은 상황이 재발하는 것을 방지하기 위해 스테이블코인과 루나가 가지고 있던 문제점을 정확히 파악하고 이를 보완할 방안을 마련하는 것이 반드시 필요하다. 따라서, 본 연구는 루나 사태를 통해 스테이블코인의 문제점을 알아보고, 어떠한 법적 규제가 마련되어야 하는지에 대해 살펴보고자 한다.

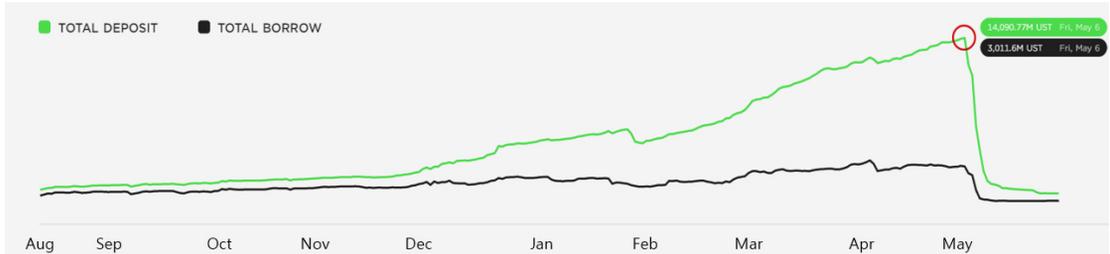
3. 루나 사태를 통해 본 스테이블코인의 문제점

3.1 앵커 프로토콜 측면의 문제

테라폼랩스는 ‘앵커 프로토콜’이라는 디파이 플랫폼을 운영하여 테라와 루나의 수요를 유지시켜 왔



[그림 2] 루나 사태의 전개 과정



주) 2021년 8월 15일부터 2022년 5월 31일까지의 앵커 프로토콜이 보유한 예치액과 담보액의 차이를 나타낸 그래프이다. 예치액과 담보액은 루나사태가 시작되기 하루 전인 2022년 5월 6일에 차이가 가장 크게 벌어졌으며, 이날 예치액은 140.9억 달러를 기록한 반면, 담보액은 30억 달러로 예치액의 21.4%에 그쳤다.
출처: 앵커 프로토콜 홈페이지(<https://app.anchorprotocol.com/#/>, 2022.09.13. 최종방문).

[그림 3] 앵커 프로토콜의 예치액과 담보액의 차이

다. 앵커 프로토콜은 테라를 예치하면 예금 이자를 지급하는 서비스와 루나를 유통화한 'bLUNA' 토큰을 담보로 하여 테라를 대출해주는 서비스를 제공하는 플랫폼이다. 앵커 프로토콜은 투자자들이 테라를 대출함으로써 지불하는 대출 이자와 담보로 맡긴 코인을 스테이킹하여 수익을 창출함으로써 얻는 담보물 이자로 수익을 얻고, 이렇게 얻은 수익으로 테라를 예치한 투자자들에게 예금 이자를 지급한다. 이와 같은 새로운 디파이 서비스로 투자자들을 끌어모은 앵커프로토콜은 크게 두 가지의 치명적인 문제점을 가지고 있어 루나가 단기간에 붕괴하게 된 원인 중 하나로 작용하게 되었다.

첫째로, 감당하기 어려운 고금리를 내세웠다는 문제가 있다. 테라폼랩스는 앵커프로토콜에 테라를 예치하면 연 20%의 예금 이자를 지급하겠다는 파격적인 조건으로 투자자들을 유치하였다. 앵커프로토콜은 루나를 담보로 대출받은 테라의 양보다 20%의 금리를 받기 위해 예치된 테라의 양이 항상 더 많은 상태여서 초기에는 그 차이가 크지 않아 약속한 예금 이자를 지급하는 데 무리가 없었다. 그러나, 투자자들이 예치한 테라가 늘어날수록 격차가 벌어지며 불균형이 심화되어 이자 지급에 차질이 생긴 것이다. 테라폼랩스는 앵커프로토콜의 수익이 투자자들에게 이자를 지급하기에 충분하지 않자 지급준비금에서 비용을 충당하여 지급하였으며, 이로 인해 테라의 준비금은 몇 달 사이에 6500만 달러가량 감

소하는 결과를 낳게 된다.

둘째로, 앵커프로토콜은 루나의 가격이 하락하면 지속되기 어려운 시스템을 가지고 있다. 앵커 프로토콜은 투자자가 앵커에 계속해서 테라를 예치함으로써 테라를 공급해야 유지될 수 있는 시스템이다. 따라서 시스템을 유지하기 위해서는 루나의 가격이 안정적으로 유지되는 것이 필수 조건이 된다. 투자자들은 주로 루나를 담보로 하여 테라를 대출하고, 대출한 테라로 루나를 구매하는 것을 반복하여 원금 이상의 테라를 만들고, 이를 예치하는 과정을 통해 앵커 프로토콜을 이용하였다. 이때 투자자들은 루나의 가격이 하락하면 루나를 담보로 대출하였던 테라를 청산하므로 앵커 프로토콜 내의 테라의 양은 급감하게 되고, 이는 결과적으로 시스템의 붕괴를 초래하게 된다. 앞서 서술한 전개와 같이 2022년 5월 테라의 디페깅 현상이 발생하며 테라뿐만 아니라 루나의 가격도 급락하여 투자자들의 대량 인출이 발생하였고, 지급준비금 또한 절대적으로 부족한 상태였기에 앵커 프로토콜은 붕괴하게 된다.

3.2 스테이블코인 구조적 측면의 문제

한국금융연구원의 보고서에 따르면 2022년 1분기 전 세계 스테이블코인 시장은 2020년 초와 비교해 34배, 2021년 초에 비해서는 5배 이상 성장한 것으로 나타났다. 스테이블코인의 시가총액 또한 2022

년 1분기 기준 약 201조원에 달하는 것으로 집계된다.²⁾ 그러나 테라와 같은 무담보 알고리즘형 스테이블코인은 ‘미래 시장 가치에 대한 기대’와 같은 무형의 담보를 바탕으로 동작하기 때문에 안정적이지 않으며, 부러지기 쉬운 영구적인 취약성이 존재한다 (Ryan Clement, 2021). 금융 역사에 비추어볼 때, 무담보 알고리즘형 스테이블코인이 본질적으로 취약할 수밖에 없는 원인은 크게 3가지로 압축할 수 있다.

첫째, 모든 무담보 알고리즘형 스테이블코인들을 이를 기반으로 이루어진 ‘가상자산 생태계가 잘 될 것’이라는 사람들의 기대감과 그에 대한 수요로 동작하는데, 만일 이 믿음과 수요가 일정 수준 이하로 떨어질 경우 생태계 내의 모든 시스템은 급작스럽게 붕괴할 가능성이 존재한다는 점이다. 그러나 금융상품에 대한 이러한 기본 또는 최저 수준의 기대감이라는 것은 영구히 보장될 수 있는 것이 아니다. 특히나 위기상황에서는 더욱 시스템 붕괴의 가능성이 높다.

둘째, 무담보 알고리즘형 스테이블코인은 소위 안정적인 가상자산 생태계를 유지하기 위해 적극적으로 차익 거래를 실행하려는 사람들을 필요로 한다. 그러나 아무런 법적 의무도 없이 자유재량에 따라 움직이는 자발적 차익 거래자들만으로 시장 가격을 안정시키는 것은 굉장히 어려운 일이다.

끝으로, 변동성과 위기가 고조되는 상황에서는 모든 정보가 불투명해지고, 군중심리에 휩쓸리기 쉬우며, 가격과 상대방이 불확실해지면서 결국 무담보 알고리즘형 스테이블코인의 토큰 경제학(token economics)과 인센티브 구조에 대한 신뢰가 약화한다. 이렇게 인센티브 구조의 기초가 되는 전제조건들이 현실에서 벗어날 때 투매가 일어나게 되며, 첫 투매가 발생하면 투매가 투매를 불러일으킴으로써 무담보 알고리즘형 스테이블코인은 급속도로 불안정화되고, 결국 실패하게 된다. 루나 사태를 예로 들어 설명하면 다음과 같다. 테라와 루나의 가치를

안정적으로 유지하는 알고리즘은 ‘테라 1개는 1달러 어치의 루나와 교환할 수 있다’는 것이다. 테라 가격이 0.9달러로 내려가면 투자자는 루나를 테라와 바꿔 0.1달러의 차익을 얻을 수 있다. 루나와 교환된 테라를 소각하면 시장에서 테라 공급량이 줄어 가격을 1달러로 조정할 수 있다. 반대로, 테라 가치가 1.1달러로 올라가면 투자자들은 1달러어치의 루나를 구매해 테라와 교환할 것이다. 시장에 공급이 늘게 되면서 테라의 가치도 1달러로 수렴할 수 있다. 하지만, 글로벌 금융위기 상황에서 두 코인의 가치가 동반으로 떨어져 알고리즘이 작동하지 않는다면, 투자자들은 루나를 구매하지 않을 것이고 테라의 가치는 반등하지 못하게 된다. 이는 다시 테라와 연동된 루나의 가치를 떨어뜨리는 연결고리를 만들게 되는데, 이로 인해 투자자들은 불안감으로 테라를 투매하게 되어 가치가 결국 폭락하게 되는 것이다.³⁾

따라서 테라-루나 생태계가 지속해서 생존하기 위해서는 스테이블코인인 테라와 거버넌스 토큰인 루나에 일정 기준 이상의 수요가 영구적으로 있어야 한다. 두 토큰 간의 충분한 차익거래활동은 물론, 해당 생태계의 네트워크 채굴 수요가 뒷받침 되어야 한다는 것이다. 정리하면, 스테이블 코인이 생존하기 위해서는 네트워크 효과가 필요하다. 테라-루나 백서의 초록을 보면, 많은 이용자를 모으는 것이 중요하다라는 점이 강조되어 있다. 새로운 투자자들이 계속해서 루나를 매입해주지 않으면, 테라의 가치를 안정적으로 유지할 수 없기 때문이다. 바로 이러한 점 때문에 ‘폰지적 성격’이라는 비난이 나오고 있는 것이며, ‘스테이블하지 않은’ 스테이블코인이라는 역설적 결과를 낳게 된다.

3.3 거래소 측면의 문제

앞서 서술한 바와 같이 테라-루나 코인 알고리즘의 근본적인 취약점에도 불구하고, 상당기간 견고하

2) 이대기, “스테이블 코인의 잠재적 위험과 규제 체계 필요성”, 한국금융연구원, 2022.

3) 정연호, “[기고] 가상자산, 투자자 보호 위해선 조속히 제도화돼야”, IT동아, 2022, <https://it.donga.com/102537/> (2022.09.13. 최종방문).

게 유지되었던 알고리즘이 붕괴된 원인은 바로 거래소의 담보에 있다. 담보를 기반으로 한 상호간의 신뢰가 깨지자, 급격한 붕괴가 일어난 것이다. 스테이블코인 발행자들은 투자자들이 원하면 투자금을 돌려주어야 하기 때문에 그들로부터 예금을 받는 셈이다. 그러나 이 예금은 디지털 자산에 대한 규제 미비로 인해 FDIC 등의 예금보험을 통한 보호에서 제외된다. 따라서 예금을 돌려받지 못할 가능성이 커지거나 혹은 투자자들이 그렇게 생각하는 경우, ‘뱅크런’의 위험이 있다. 가상자산의 뱅크런이란, 가상자산 거래소가 위험해져 투자자들이 한꺼번에 자금을 인출하는 현상을 뜻하는 것으로, 뱅크런이 발생할 경우 거래소가 지급불능 상태에 빠지게 되어 투자자들이 예금을 돌려받지 못하는 상황이 발생할 우려가 있다. 또한, 스테이블코인은 법정화폐에 가치를 연동시키기 때문에 코인 시장의 리스크가 기존 금융 시장으로 전이될 가능성이 있다는 점도 문제점으로 거론된다. 스테이블 코인의 경우 그 가치에 대한 의심은 ‘담보물(미국 국채 등)이 충분인가’와 연결되어 있는데, 불행히도 충분하지 않다.

예를 들어, 2022년 9월 1일 기준 약 520억 달러로 전 세계 스테이블코인 시가총액 2위를 달리고 있던 USDC의 발행사이자 블록체인 암호화폐 스타트업 써클(Circle)은 미국 국채 등 믿을 만한 담보를 충분히 확보해두었기에 USDC의 가치가 보장된다고 주장해왔다.⁴⁾ 코인의 가치가 떨어지더라도 담보로 충분히 보상해줄 수 있다는 의미이다. 이에 USDC의 가치와 담보의 가치가 ‘1대1’ 수준, 즉 ‘풀 리저브(full reserve)’라는 점을 마케팅의 핵심으로 내세웠다. 그러나 이들의 주장과 달리 담보 수준이 발행된 코인의 61% 정도라는 사실이 드러났다. 2022년 9월 1일 기준 약 675억 달러로 전 세계 스테이블코인 시가총액 1위를 차지한 테더(Tether)⁵⁾도 마찬가지이다. 테더는 미국 국채 등 안전자산으로만 담보를 채

웠다고 광고하던 회사이다. 그러나, 2021년 3월 31일 테더가 출시 이후 처음으로 공개한 보유자산 현황에 따르면, 이 회사의 담보 가운데 현금은 3.87%, 미국 국채는 2.94%에 불과했다.⁶⁾ 담보의 대부분을 차지하고 있는 것은 안전자산이 아닌 기업어음이었다. 이처럼 상호간 신뢰가 사라지면 ‘런’은 언제든 일어날 수 있다.⁷⁾

3.4 산업적 측면의 문제

한국의 경우, 스테이블 코인에 대한 규제는 커닝 가상자산 자체를 규정하는 기본법도 부재한 상황이다. 국내에 가상자산을 규제하는 법률은 자금세탁 방지를 목적으로 개정된 ‘특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률’이 유일하다. 가상자산의 정의, 코인 발행과 유통과정, 가상자산 사업자 승인 등 가장 기초적인 부분에 대해서도 규제 공백이 이어지고 있는 상황인 것이다. 이번 루나사태를 통해, 가상자산 시장에서 시장참여자의 정보격차와 불공정거래 취약성이 크게 드러났으며 가상자산사업자의 이용자 보호수준이 낮은 점이 확인되었다. 이러한 상황에서 최소한의 공시규제, 불공정거래규제, 사업자규제의 내용을 담은 디지털자산법의 조속한 제정이 요구되고 있다(KCMI 이슈보고서, 2022).

자본시장연구원의 보고서(2022)에 따르면, 가장 앞선 규제를 수립한 것으로 평가되는 유럽의 경우 일부 스테이블코인만 지급수단으로 사용 가능하다는 견해를 중심으로 논의가 이루어지는 중이며, 2020년 8월 발표된 가상자산 시장 법률안(Markets in Crypto-Assets: MiCA)에서 스테이블코인에 대한 규제를 포함하였다는 점을 확인할 수 있다. 해당

4) <https://coinmarketcap.com/currencies/tether/> (2022.12.21. 최종방문) 참조

5) <https://coinmarketcap.com/currencies/tether/> (2022.12.21. 최종방문) 참조

6) Yogita Khatri, “Tether reveals a breakdown of its reserves for first time since 2014 launch”, The Block, 2021, <https://www.theblock.co/post/104780/tether-usdt-reserves-breakdown-first-time-since-launch> (2022.12.21. 최종방문)

7) 이관희, “민간에서 발행한 화폐가 위험한 진짜 이유”, 시사인, 2022, <https://www.sisain.co.kr/news/articleView.html?idxno=47722> (2022.09.13. 최종방문).

법안에 따르면 유럽중앙은행(ECB)은 스테이블코인에 대한 승인을 거부할 수 있는 배타적 거부권을 보유하며, 관련 위험에 대한 대응 및 소비자 보호를 위해 스테이블코인 발행기관은 지급준비를 위한 자산 요건을 갖추고 이용자에게 대응하는 자산의 상환권을 부여하는 등의 엄격한 규제를 적용한다. 영국에서도 재무부와 영란은행이 2021년 4월 공동으로 CBDC TF를 설치하여 스테이블코인의 발행 및 유통에 대한 시나리오를 통해 규제 방안 및 모델을 논의 중이다. 일본 또한 최근 엔화 기반의 스테이블코인 도입을 앞두고 스테이블코인의 이용자 보호 및 규제 확립을 위해 금융청이 스테이블코인의 발행주체를 은행과 송금대행업체로 제한한다고 발표한 바 있다. 그러나 우리나라의 상황을 보면, 한국이 국제적 논의에서 상당히 뒤쳐져 있음을 알 수 있다.

천창민(2021)에 따르면, 그간 우리나라는 가상자산 규제와 관련하여 금지 내지 ‘노터치’ 입장을 고수하다가 최근에 들어서야 루나 사태를 신호탄으로 국회와 금융위원회가 주축이 되어 관련 법안 논의가 진행되고 있는 상황이다. 이에 스테이블코인이 야기하는 다양한 쟁점이나 규제 방법론에 대한 논의는 깊이 있게 전개되지 못하고 있다고 판단된다. 또한 현재 국회에서는 2020년 이후 가상자산과 관련한 제·개정 법안이 17건 발의되어 있다.⁸⁾ (부록 2 참조) 지금까지 발의된 법안을 살펴보았을 때, 의원입법으로 발의된 가상자산 관련 법안 모두 스테이블코인과 관련된 내용이 누락되어 있음을 확인할 수 있다. 이는 FSB 회원국인 우리나라의 위상에 맞지 않는다고 여겨진다. 한편, 일각에서는 스테이블코인을 ‘증권형 토큰’으로 보아 현행 자본시장법상 규제를 집행할 여지는 없는지에 대한 논의도 이어지고 있다. 자본시장연구원에 따르면, 현행 유가증권과 전자증권 관련 법리를 토큰화된 증권에 동일하게 적용하기 곤란하므로, 블록체인의 활용이 가능하도록 전자증권법을 정비할 필요가 있다고 지적한다. 또한, 증권형

토큰을 발행할 경우에는 발행인이 직접 소정의 요건을 갖추어 계좌관리기관이 되어야 하며, 분산원장을 활용할 때에도 기존 전자증권과 동일하게 예탁원이 전자등록기관으로써 등록심사 및 총량관리를 하는 방식으로 제도를 개선할 필요가 있다.⁹⁾

루나사태 이후 민간에서는 두나무(업비트), 빗썸, 코인원, 코빗, 스트리미(고팍스) 등 원화마켓 운영 가상자산 거래소 사업자가 뭉쳐 공동 협의체 ‘DAXA’를 출범시켰다. DAXA는 거래 지원, 시장 감시, 준법 감시 등을 다루는 거래소 공통 운영 기준을 마련하는 등 민간 주도로 가이드라인을 만들어나가고 있다. 투자자에게 충분한 정보를 제공하고, 투자 위험을 공지하는 등 중전 금융권에 준하는 가이드라인이 민간 주도로 이미 나오고 있다는 점은 고무적이다. 민간의 노력에 힘입어 정부에서도 스테이블코인에 대한 규제가 포함된 법안이 조속히 마련되어야 할 때라고 생각된다.

3.5 소결

지금까지 루나사태를 통해 스테이블코인의 문제점을 살펴보았다. 금융시장이 현재의 시스템에 이르기까지 거쳤던 과정을 보면, 가상자산 시장에서 벌어지고 있는 스테이블코인의 붕괴는 당연한 결과이다. 현재는 중앙은행, 예금보험공사 등의 장치를 두어 금융 안전망을 확보하고 있지만, 가상자산 생태계에서는 아직 규제 가이드라인이 부재한 상황이다. 또한 현재 국내에서는 가상자산 관련 법안이 다수 제출되어 있으나, 가상자산의 일종인 스테이블코인 규제에 관한 내용을 담은 법안은 발견할 수 없다. 이는 그간 우리나라가 관련 국제적 논의에서 상당히 뒤쳐져 있다는 것을 그대로 반증하는 것이라 할 수 있다(천창민, 2021). 따라서 이하에서는 해외 규제 사례를 살펴봄으로써 우리나라의 스테이블코인 규제 방향에 대해 제안하고자 한다.

8) 조세금융신문, 한국NFT콘텐츠협회, “가상자산과 NFT 시장 활성화와 규율방향 모색 국회세미나”, 2022.

9) 자본시장연구원, “증권형 토큰 발행 유통 규율체계 정비 방향”, 2022.

4. 스테이블코인 해외 규제 사례

4.1 미국

미국 규제 당국은 빠르게 성장하고 있는 스테이블코인에 대한 규제의 필요성을 강조하며, 발행기관을 은행으로 제한하는 입법을 제안하고 있다. 미 금융안정감독위원회(Financial Stability Oversight Council: FSOC)의 연례보고서에 따르면, 스테이블코인이 안정적인 가치를 유지한다는 것을 표방하고 있지만, 사실상 알고리즘 메커니즘에 따라 가치가 유지되므로 시장 상황 및 운영 리스크 등의 잠재적 위험이 존재한다고 강조한 것을 살펴볼 수 있다.¹⁰⁾ 또한, 일부 스테이블코인에 대해서는 연방예금보험공사(FDIC)가 보장하는 은행 예금으로 부분적 담보(partially collateralized)를 제공하지만 현재 법률에서는 스테이블코인의 발행기관만 보호하고 이용자는 보호하지 못하므로 담보에 대한 위험이 존재한다고 밝히고 있다.¹¹⁾ 이에 미국은 스테이블코인 발행기관에 대해 연방예금보험공사(FDIC)가 예금 보호를 제공하는 대신 스테이블코인 발행기관을 은행으로 제한할 규제 방안을 제안하였다. 또한, 구체적으로 스테이블코인 발행기관이 계좌를 가진 부보 금융기관과 동등하게 규제를 적용받아야 한다고 밝혔다. 더불어 SEC나 CFTC(Commodity Futures Trading Commission)가 스테이블코인을 증권 및 파생상품으로 간주하여 규제할 권한이 있다고 언급하기도 하였다.

4.2 EU

유럽의 경우 일부 스테이블코인만 지급수단으로 사용 가능하다는 견해를 중심으로 논의가 이루어지

는 중이며, 2020년 8월 발표된 암호자산 시장 법안(Markets in Crypto-Assets: MiCA)에서 스테이블코인에 대한 규제가 포함되었다. 이로 인해 유럽 중앙은행(ECB)은 스테이블코인에 대한 승인을 거부할 수 있는 배타적 거부권을 보유하게 되었다. 여기에 더하여 관련 위험에 대한 대응 및 소비자 보호를 위해 스테이블코인 발행기관은 지급준비를 위한 자산 요건을 갖추고 이용자에게 대응하는 자산의 반환권을 부여하는 등의 엄격한 규제가 적용되도록 하였다. 2년 후인 2022년에는 EU 정부와 유럽 의회의 승인을 통해 구체화된 가상자산 규제법(MiCA)이 통과되었다. 해당 내용을 자세히 살펴보면, 투자자 보호를 위해 스테이블코인 발행인을 제한하고, 발행 및 유통량, 활용영역, 블록체인 네트워크 구현 원리 등이 담긴 백서 발간을 의무화해야 한다는 내용이 담겨있다. 이로 인해 앞으로 EU 내 가상자산 발행사들은 투자자 보호를 위해 규제 당국에 등록을 해야 하며 가상자산 기술 관련 내용을 담은 백서를 발행해야 한다. 또한 스테이블코인 발행사는 은행과 유사한 방식으로 지급준비금을 준비해야 하고 일일 거래량에 대한 상한선 또한 설정하게 되었다.¹²⁾

4.3 영국

영국은 광범위한 가상자산 시장에서 스테이블코인 규제에 우선적으로 집중할 것을 밝히며 화폐로 사용되는 스테이블코인은 시중은행들이 제공하는 화폐와 동등한 규제를 적용할 것을 강조하고 있다. (자본시장연구원, 2022). 2021년 4월부터는 재무부와 영란은행이 공동으로 TF를 설치하여 스테이블코인의 발행 및 유통에 대한 규제방안 및 모델을 논의하였으며, 2022년 4월에는 영국을 가상자산 기술 및 투자의 글로벌 허브로 만들기 위해 스테이블코인을 유효한 지급방식으로 인정하는 법안을 도입할 계획이라고 발

10) FSOC, "Annual Report", 2021.

11) Bruce Mizrach, "Stablecoin risks spur case for central bank digital currency", Financial Times, 2021, <https://www-ft-com.ezp-prod1.hul.harvard.edu/content/ff9bcc3d-3583-4f99-8fec-ccfd8dd3f72> (2022.09.13. 최종방문).

12) EU Commission, "Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937", 2022.

표하였다. 영국 정부는 스테이블코인이 적절하게 규제된다면 보다 효과적인 지급수단을 제공할 뿐 아니라 소비자 선택의 폭을 넓힐 수 있다는 점에서 긍정적으로 바라보고 있다. 2022년 6월에는 은행만 스테이블코인을 발행할 수 있도록 하는 등 공식적으로 스테이블코인에 대한 규제 접근 방식을 제한하였다. 이 경우 은행이 가진 자산이 스테이블코인의 담보가 되므로, 은행에 적용되는 각종 건전성 규제와 예금보험 제도가 안전판 역할을 할 수 있다.

4.4 일본

일본은 2022년 6월 자금결제법을 개정하여 스테이블코인을 규제하는 법률을 도입하였다. 이로써 일본은 주요국 가운데 최초로 스테이블코인에 대한 법률을 도입한 나라가 되었다. 일본은 이번 법안을 통하여 스테이블코인을 본질적으로 디지털 화폐로 정의하고, 엔화 또는 다른 법정화폐 기반 스테이블코인만을 스테이블코인으로 인정한다. 또한, 일본 내 스테이블코인 발행주체를 정부의 허가를 받은 은행, 자금이동업자, 신탁회사로 한정하며, 발행자는 보유자가 액면가로 상환할 수 있는 권리를 보장할 수 있도록 하였다. 이러한 일본의 개정된 자금결제법에 따르면, 기존에 발행된 해외 기업들의 스테이블코인은 해당되지 않으나 앞으로 테라, 루나와 같은 무담보 알고리즘형 스테이블코인을 새롭게 발행하는 것은 불가능할 것으로 예상된다.¹³⁾

5. 국내 스테이블코인 규제 현황 및 규제 방향 제안

전 세계적으로 가상자산 시장이 성장함에 따라 수많은 코인이 난립하고 많은 피해자가 발생하며 가상자산 규제에 대한 중요성이 커져 각국의 정부와 국제기구가 규제 도입에 박차를 가하고 있다. 2022년 6월,

EU는 가상자산 시장 입법안에 대한 합의가 완료되어 이를 의회에 제출한 바 있다. 해당 입법안은 스테이블코인의 안정화 메커니즘을 비롯한 가상자산에 대한 규제 방안을 상세하게 제시하였고, 미국 행정부 또한 스테이블코인을 규제할 연방 차원의 입법을 촉구하며 입법 이전에도 기존 법제도를 통하여 강력하게 조치를 취할 것을 요구하고 있다. 또한, G7, FSB, CPMI-IOSCO, FATF 등 국제기구 차원에서도 스테이블코인 규제의 필요성에 주목하며 구체적인 규제 방안을 만들기 위한 움직임이 활발하다.

국내에서도 정부가 블록체인 산업 육성과 투자자 보호를 위하여 기존 자본시장법 정비 및 새로운 법률 도입을 검토하고 있으며, 스테이블코인 규제에 대한 구체적인 방안은 준비되지 않았으나 2022년 6월 합의된 EU의 MiCA와 2022년 하반기 발표 예정인 미국의 가상자산 규제 방안을 참고하여 마련할 것으로 예상된다. 특히 한국은행은 EU가 발표한 세계 최초의 가상자산 관련 단독 입법인 MiCA가 우리나라의 디지털자산 관련 입법에 참고가 되기를 바란다라고 밝히며 MiCA의 전문을 번역하여 책자로 발간하였다. 본 연구에서도 EU와 미국을 비롯한 해외의 스테이블코인 규제 도입 상황을 참고하여 국내에 필요한 스테이블코인 규제 가이드라인을 제안하고자 한다.

미국의 정책 현황을 보면, 스테이블코인 자체를 금지할 계획은 없으나, 스테이블코인에 대한 규제의 필요성에는 공감하는 입장이다. 또한 직접 중앙화된 스테이블코인을 발행하기 보다는 기존 금융체계에 민간 스테이블코인을 편입시켜 제도권 내에서 규제할 가능성이 크다. EU 또한 2~3%의 선행자본 보유 의무화, 일정 수준 이상의 거래액을 초과하는 가상자산의 규제 준수 의무화 등 규제안은 강경한 편이지만, 전반적으로 산업에 부정적인 방향은 아니다. 이를 종합하여 볼 때, 본 연구에서는 스테이블코인의 여러 가지 종류 중 테라-루나와 같이 '무담보 알고리즘형 스테이블코인'을 중점적으로 규제하는 것을 제안한다. 법정화폐 기반 스테이블코인이나 상품 기반 스테이블코인의 경우, 명확한 실체를 담보로

13) 김지현, "일본에선 '제2의 테라' 없다..."법정화폐 연동 스테이블코인만 인정", 뉴스1, 2022, <https://www.news1.kr/articles/?4702041> (2022.09.13. 최종방문).

두고 있으나, 무담보 알고리즘형 코인은 변동성이 클 뿐더러 그 가치의 보장이 명확화 되기 어려운 것이 그 이유다. 아래의 5.1.부터 5.5.까지는 구체적인 규제안에 대해 서술하였다.

5.1 가상자산 감독을 위한 독자적 기구의 설립 및 공식적 심사 기준의 마련

우리나라는 현재 금융위원회 산하 금융정보분석원에서 가상자산감사과를 신설하여 가상자산의 관리 감독을 하고 있으며, 최근에는 국내 사업자 미등록 상태로 영업을 하는 해외 가상자산 거래소에 대한 조사에 착수하였다.¹⁴⁾ 그러나 가상자산감사과는 가상자산 거래소에 대한 감독 및 심사, 자금세탁 행위 방지 등을 주 업무로 삼고 있어, 국내에 스테이블코인을 비롯한 가상자산을 하나부터 열까지 세밀히 감독하고 규제하는 기구는 존재하지 않는 상황이다. 따라서, 가상자산 시장이 빠른 속도로 성장함에 따라 정부에서 정규조직인 가상자산 전담 관리감독원 혹은 가상자산의 관리 감독만을 위한 정부 기관 협의체를 신설하는 것을 제안한다.

더하여, 국내에는 가상자산에 대한 공식적인 심사 기준 또한 부재한 상황이다. 이에 따라 최근 업비트, 빗썸, 코인원, 코빗, 고팍스 등 5대 가상자산 거래소가 협력하여 디지털자산 거래소 공동협의체(Digital Asset eXchange Alliance, DAXA)를 출범하고 가상자산 상장 및 폐지에 대한 공통 가이드라인을 수립하였지만, 이에 그치지 않고 정부 차원에서도 다양한 전문가 및 협의체와 논의하여 가상자산 관련 법안을 제정하고 공식적인 심사 기준을 마련하는 것을 제안한다.

EU의 경우, MiCA의 제7편 제1장에 따르면 유럽 증권시장감독청, 유럽은행감독청, ECB, 회원국의 관계당국 및 중앙은행이 감독기관 협의체를 구성하

고 업무를 분담하여 가상자산의 관리 감독에 긴밀히 협력하도록 제도화하였다.¹⁵⁾ 우리나라 또한 한국은행, 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원 등의 관계당국이 협력하여 가상자산에 관련한 법안을 제정하고 관리감독 기구 신설 및 공식적 심사 기준 마련에 힘써야 한다.¹⁶⁾

5.2 발행인의 자격과 의무의 내용 명확화

스테이블코인 발행업체는 은행과 같은 수신취급 기관이 아님에도 불구하고 실질적으로는 유사 수신행위를 하게 되어 은행 등 금융업의 영업을 침해할 우려가 있으나, 이와 관련한 규제의 틀은 아직 미비한 상황이다. 은행 등 수신금융기관의 경우 금융당국의 인가 및 규제를 받고, 예금보험 부보대상이 되는 등 부실화되지 않도록 엄격한 규제의 틀 내에서 영업을 하는 규제산업에 해당된다. 반면, 스테이블코인 발행 업체는 금융당국의 심사 및 인가 없이 유사 수신행위를 하고, 이를 토대로 자산을 운용하여 수익을 창출할 수 있으나, 이에 대한 규제는 미비한 상황이다. 이에 규제 차익이 발생할 뿐더러 소비자보호 측면도 미흡한 실정이다. 따라서 가상자산사업자의 자격과 의무의 내용을 법적으로 명확화 할 필요가 있다.

우선, 자격 측면에서 스테이블코인 발행인의 자기자본에 관한 규제가 필요하다. 2022년, 유럽에서는 암호자산 시장(Markets in Crypto-Assets)에 관한 규제안(이하 “MiCA”)이 통과된 바 있다. MiCA는 가상자산 전반에 대하여 방대한 규정안을 제시하고 있을 뿐 아니라 스테이블코인과 관련하여 초래될 수 있는 금융안정성과 통화정책에 대한 잠재적 위험에 대응할 보호장치를 마련하고 있다. 구체적으로 살펴보면, MiCA에서는 금융시스템의 안정

14) 오주현, “FIU, ‘미신고 영업’ 외국 가상자산사업자 16곳 수사기관 통보”, 연합뉴스, 2022, <https://www.ynna.co.kr/view/AKR20220818055100002?input=1195m> (2022.09.13 최종방문).

15) EU Commission, “Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937”, 제7편 1장, 2022, 103쪽.

16) 한국은행 금융결제국, “지급결제 참고자료: EU 암호자산시장 법률안”, 2022, 12쪽.

성에 대한 위험에 대응하기 위하여 준비자산의 일정 비율로 산정되는 자기자본을 충족할 것을 요구하고 있다. 이에 발행인은 35만유로와 준비자산의 2% 이상에 해당하는 자기자본을 항시 유지하여야 하며(제31조 제1항 전문), 자기자본 산정 시 기준이 되는 준비자산 금액은 최근 6월간의 매일 종료시점에서의 준비자산 금액의 평균으로 계산한다(제31조 제1항 후문). 또한 EU 회원국 규제당국은 개발사안에서 리스크 관리 수준, 복잡성 등을 감안하여 20%까지 자기자본 요건을 가감할 수 있다(제31조 제3항). 위와 같은 규제는 스테이블코인 발행 규모가 커지면 그에 상응하여 발행인이 즉시 자기자본을 증액하도록 하고 있다. 즉, 자기자본을 미리 확충하지 아니하면 스테이블코인 추가 발행을 할 수 없게 되는 것이다. 시장 수요만 있으면 사실상 무한대로 스테이블코인이 발행되고 있는 현재 상황에 비추어 볼 때, MiCA 수준의 규제를 적용할 경우, 가상자산 시장의 근본적 변화를 꾀할 수 있을 것으로 보인다. 특히 우리나라의 경우, 최근 루나 사태로 이용자의 피해가 컸던 점을 감안할 때 스테이블코인에 대해 MiCA 수준의 규제를 채택할 필요성이 제기된다.

발행인의 의무와 관련하여서는 국문 백서 발간의 의무를 부과하고, 발행인을 정부가 허가한 기관으로 제한할 필요가 있다. 백서는 가상자산 발행 주체가 작성하는 사업계획서로, 투자자들에게 있어 백서는 가상자산 발행주체가 추진하고자 하는 사업 방향을 확인할 수 있는 일종의 투자 지표 역할을 하게 된다. 그러나 현재 대부분의 가상자산 사업자들이 국문 백서를 제공하지 않아 투자자들이 제대로 된 정보를 제공받지 못하고 있는 상황이다. 따라서 백서의 의무 공시사항과 형식에 대한 법적 규제를 마련하여야 하며, 백서는 발행인과 개발 참여자들의 정보 및 블록체인 네트워크 구현원리, 상품과 관련된 위험 등을 필수로 포함할 필요가 있다. 또한 이렇게 발간한 백서가 감독 기구로부터 심사를 받은 뒤에 통과하여야만 상장할 수 있는 규정을 두어 올바른 정보를 제공하여 거래의 투명성을 확보하여야 한다. 스테이블코인 규제의 신호탄이 된 테라-루나 사태를 살펴보

면, 해당 코인 또한 백서의 원본이 영어로 되어 있을 뿐 아니라 투자 위험 고지를 담은 내용도 거의 없음을 확인할 수 있다. 이처럼 글로벌 시장을 대상으로 하는 디지털 자산 산업의 특성상 백서가 주요 영문으로 작성될 수 밖에 없어 한국 투자자들에게는 정보의 비대칭성을 야기할 우려가 있다. 최근 가상자산 거래소 업비트가 디지털 자산의 백서 전문을 국문으로 번역해 제공하겠다고 밝힌 만큼, 당국에서도 국문 백서 발간 의무를 법제화하고 발행인을 정부가 허가한 기관으로 한정지를 필요가 있다.

5.3 담보가 있는 스테이블코인만의 발행 허가 및 담보 종류의 명확화

현재 일본에서는 스테이블코인을 본질적으로 디지털 화폐로 정의하고, 엔화를 비롯한 법정화폐 기반 스테이블코인만을 인정하는 법안이 통과되었다. 국내 가상자산 거래소 코빗에서 발간한 <테라사태 이후 스테이블코인 안정성 점검> 보고서에서도 ‘스테이블코인의 안정성을 판단하기 위해서는 코인 가치가 유지되는 원리와 담보 비율을 따져보아야 한다’는 내용이 담기기도 하였다.¹⁷⁾ 해당 보고서에서는 테라의 디페깅 사태를 언급하며 해당 사태가 준 교훈 중 하나는 ‘스테이블코인은 저절로 안정적(stable)이게 되지 않는다’는 점이라고 지적했다. 이에 스테이블코인의 안정성을 판단하기 위해서는 페깅 유지 원리가 외부 충격으로부터 안전한지, 자산의 담보비율과 건전성은 어떠한지, 안정적인 이력(track record)를 가지고 있는지 등을 따져볼 필요가 있다고 이야기한다. 이처럼 스테이블코인의 안정성을 제고하기 위해서는 담보가 있는 스테이블코인만 발행을 허가하고, 담보 종류를 명확화 할 필요가 있다. 또한, 담보 자산의 종류와 비율에 대해서도 상세히 공개해야 한다. 담보가 있더라도 담보의 규모와 자산 구성 비율, 건전성에 마지막으로 문제가 있을 수 있기 때문이다. 투자자들은 해당 정보를 통해

17) 정준영, 정석문, “테라 사태 이후 스테이블코인 안정성 점검”, 코빗리서치센터, 2022.

같은 종류의 자산이라면 발행 규모 대비 담보 비율이 높을수록 자본 안정성이 높다고 판단하고, 투자에 참고할 수 있다. 또한 담보 자산의 유동성과 환금성이 낮거나 장부 상 가치에 비해 실제 회수 가치가 손상될 여지가 있다면, 건전성에 의문을 품는 등 소위 ‘깜깜이 투자’를 방지할 수 있다.

가상자산 투자사 멀티코인캐피탈은 ‘스테이블코인 트릴레마’라는 개념을 소개한 바 있다. 해당 개념은 스테이블코인의 세 가지 목표인 가격 안정성, 자본 효율성, 탈중앙성은 서로 상충하기 때문에 동시에 달성될 수 없다는 내용을 담고 있다.¹⁸⁾ 각 스테이블코인이 이 중 어떤 요소를 중시하는지에 따라 각자 차이가 있을 수 있는데, 스테이블코인이 그 이름에서 표방하는 바와 같이 ‘안정성’을 확보하기 위해서는, 자본 효율성과 탈중앙성을 잠시 내려놓아야 할 것이다. 루나 사태를 계기로 하여 시장에서도 담보의 중요성을 실감한 만큼, 앞으로는 가격안정성에 대한 가치가 부각될 것으로 전망된다.

5.4 스테이블코인의 가격 안정을 위한 제도 도입

루나의 붕괴 사례와 같이 스테이블코인이 안정성을 표방한 것과는 달리 가격이 크게 변동하는 것을 방지하기 위해, 주식 시장의 가격제한폭과 변동성완화장치 제도를 참고하여 코인 거래 중 발동하는 가격 안정 방안을 마련하는 것을 제안한다.

첫째로, 가격제한폭은 주가가 전일 증가 기준 30% 이상 오르내리지 못하도록 제한을 둔 제도이다. 가격제한폭을 참고하여 스테이블코인 또한 전일 증가 기준 30% 이상 오르내리지 못하도록 제한한다면 하루 이틀만에 스테이블코인의 가치가 폭락하여 아무런 대비도 하지 못하고 피해를 입는 상황을 조금이나마 예방할 수 있을 것이다.

둘째로, 변동성완화장치(VI)는 주가가 급등 혹은

급락할 때 투자자들에게 주가 급변 상황에 대한 주의를 환기하여 가격 변동을 완화하고자 2분 동안 단일가로만 매매할 수 있게 제한하는 제도이다. 변동성 완화장치에는 동적 VI와 정적 VI가 있는데, 동적 VI는 직전 체결가격에서 2~3% 이상 벗어나는 경우, 정적VI는 전일 증가 기준 10% 이상 변동하는 경우 2분간 단일가 매매로 전환하는 것을 의미한다. 코인 시장에 해당 제도를 도입한다면 동적 VI를 통해 단기간의 가격 급변을, 정적 VI를 통해 장기적인 가격 변동을 완화함으로써 안정적으로 가격을 유지하는데 도움이 될 뿐만 아니라, 투자자들의 피해를 감소시킬 수 있다.

다시 말해, 스테이블코인도 거래소들로 하여금 위의 두 가지 제도를 모방한 가격 안정 방안을 실시하도록 하는 법률을 도입한다면, 스테이블코인의 가격이 한순간에 큰 폭으로 변동할 위험을 억제할 수 있다. 나아가, 이는 가격의 급격한 변동으로 인한 투자자들의 불안 심리를 완화할 수 있을 것이며, 그로 인해 발생할 수 있는 코인런 현상 또한 방지하는 효과를 가져올 것이다. 루나의 경우, 하루 만에 약 97%가 급락하여 투자자들이 제대로 대비할 틈도 없이 붕괴하였다. 가격 안정 방안이 마련되어 있었다면, 이례적인 폭락은 막을 수 있었을 것이다.

5.5 불공정거래행위에 대한 규제 강화

현재 수많은 사람들이 가상자산을 투자의 대상으로 여기고 활발히 거래하고 있기에 가상자산도 다른 금융상품과 마찬가지로 다수의 불공정거래행위가 일어날 수 있다. 따라서, 가상자산 관련 규제 방안을 도입할 경우, 시세 조종, 내부자 거래 등과 같은 불공정거래행위에 대한 정밀한 규제 또한 분명히 마련되어야 한다. 현재 국제자금세탁방지기구(FATF)의 권고안에 따라 우리나라 행정부도 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(이하 특금법)」을 제정하여 가상자산 사업자를 관리 및 감독하고 있다. 그러나, 특금법은 자금세탁방지 등을 골자로 제정한 법률이기 때문에, 전반적인 가상자산

18) 김윤희, “스테이블코인, 알고리즘·담보·활용처 따져보고 사야”, ZDNET, 2022, <https://zdnet.co.kr/view/?no=20220609101830> (2022.09.13 최종방문).

관련 문제를 규제하기에는 턱없이 부족하다. EU의 경우, MiCA 제6편 「암호자산 관련 시장교란의 방지」에 내부정보의 공시, 내부자 거래 금지, 내부정보의 불법적 공개 금지, 시장조작 금지 등에 관한 규제를 자세히 나열하여 불공정거래행위를 방지하기 위한 법안을 마련하였다. 우리나라도 가상자산 관련 법률 입법 시 MiCA와 같이 내부자 거래 금지와 시장조작 금지 등 불공정거래행위에 관련된 정교한 법안을 포함하는 것을 제안한다.

또한, 우리나라는 아직 가상자산 발행 시 의무적으로 공시해야 하는 정보에 관한 법률이 없다. 이에 가상자산 발행인과 투자자 간의 정보 접근성과 전문성에 따른 정보 비대칭이 심각하고, 이러한 정보 비대칭 현상이 불공정거래행위의 원인이 될 수 있다(김갑래, 2021). 그러므로, 가상자산 발행자에게 국문 백서 발간 의무를 부과하고 백서의 의무공시사항과 형식에 대한 법적 규제를 마련하는 것 또한 불공정거래행위 방지를 위한 규제 강화에 도움이 될 것이다.

마지막으로, 한국거래소의 시장감시위원회와 비슷하게 가상자산 시장에 불공정거래행위가 발생할 경우 이를 조사하고 규제하는 기관을 마련할 것을 제안한다. 기존의 불공정거래 규제와 달리 가상자산은 ‘디지털’이라는 특성에 부합하는 집행력을 필요로 하기에 기존과는 다른 차원의 규제 기관을 설립하기 위하여 많은 예산과 인력이 필요할 것으로 예상된다(자본시장연구원, 2021). 따라서 불공정거래행위에 대한 보다 세밀한 규제를 담당하는 기관을 따로 마련할 필요가 있다.

5.6 소결

지금까지 스테이블코인 관련 규제에 대해 다섯 가지 방향을 제안하였다. 스테이블코인에 관한 자세한 규제를 위하여 정부 차원과 가상자산 시장 차원, 발행인 차원 등 여러 가지 측면에서 살펴보았으나, 이러한 규제가 전부 마련되기까지는 상당히 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 따라서, 관련 규제의 입법

이 이루어지기 전까지 기존의 체계에서는 어떻게 조치할 것인지 또한 계획해야 하는데, 이는 미국의 PWG 스테이블코인 보고서¹⁹⁾를 참고하는 것을 제의한다. PWG 보고서는 관련 입법 제정 권고와 함께, 기존의 법률이 준수되도록 SEC, 법무부 등 각 기관들이 협조하면서 권한을 행사할 수 있도록 잠정적인 조치를 제시하고 있기 때문이다. 더하여, 해당 보고서에서는 금융안정감독위원회(FSOC)가 스테이블코인 시스템을 ‘시스템적으로 중요한 지급, 청산 및 결제 행위’로 지정하며 문제 상황 대응을 위한 수단을 고안하도록 제안하고 있다.

6. 시사점 및 연구의 한계

본 연구에서는 테라-루나 사태를 기점으로 촉발된 스테이블코인에 대한 신뢰성 문제에 집중하여 법적 관점에서 그 해결방안을 모색하고자 하였다. 루나(LUNA)는 로마 신화에 등장하는 달의 여신의 이름을 차용하여 만들어진 코인으로, 그 이름에 걸맞게 ‘투더문(To the Moon)’을 외치며 가치가 하늘로 치솟았다. 전 세계 가상자산을 대략 1만개 정도로 추정하는데, 루나가 그 중 8위까지 자리매김한 것을 보면 가치 그 인기를 실감할 수 있다. 코스피 기준으로 보자면 삼성물산 정도였던 것이다. 그러나 루나의 가치가 하루아침에 휴지조각이 된 것은 불과 일주일이라는 짧은 시간이었다. 이에 본 연구는 안정성을 내세우며 투자자들을 유치하였던 루나가 표방하고 있는 ‘스테이블(stable)’이라는 가치가 과연 지켜지고 있는지에 대한 물음에서 출발하였다. 루나코인을 중심으로 스테이블코인의 문제점을 다각도로 살펴보고 미국, EU, 일본 등 해외 규제 사례를 참고하여 한국의 실정에 맞는 스테이블코인 규제 방향을 제시하였다는 점에서 그 의미가 있다.

또한 빠르게 변화하며 역사적 변동성과 혼란을 겪고 있는 가상자산 시장에서, 가상자산에 대한 규제

19) President’s Working Group on Financial Markets (PWG), “Report on STABLECOINS”, 2021.

안은 나왔지만 명확하게 ‘스테이블코인’에 대한 규제안은 없다는 점에서 본 연구는 고무적이라고 할 수 있다. 외국 사례만 하더라도 EU 집행위원회는 암호자산에 대한 포괄적인 규제입법안(MiCA)을 통해 구체적인 규제틀을 제시하고 있으며, 미국 행정부 또한 스테이블코인에 대한 규제의 필요성을 강조하며, 발행기관을 은행으로 제한하는 입법을 제안하고 있는 상황이기 때문이다. 그러나 아직 한국은 가상자산 시장을 규율하기 위한 법안이 국회에 계류되어 있으나, 특별히 스테이블코인의 문제점을 대상으로 하는 법안은 없다. G7, FSB, FATF 등 국제기구 차원에서도 글로벌 스테이블코인의 시스템적 중요성에 주목하여 구체적인 규제 기준을 마련하고자 하는 움직임이 활발히 일어나고 있는 만큼, 우리나라도 국제적 기준 마련 과정에 적극 참여하는 한편 대내적으로도 스테이블코인 규제안을 마련하기 위해 노력해야 할 것이다.

다만 본 연구는 테라-루나 사태를 바탕으로 스테이블코인 규제안을 제시하였기 때문에, 루나와 테라이외의 다른 개별적인 스테이블코인에 대해서는 검토하지 못하였다는 제한점이 있다. 이에 지급수단 및 투자수단으로서의 수용성 및 이에 따른 투자자보호 필요수준에 따라 스테이블코인을 유형별로 차등 규제할 필요성이 제기된다. 따라서 향후 후속 연구에서 암호자산 기반 스테이블코인이나 상품 기반 스테이블코인에 대해서도 면밀히 검토해볼 필요가 있다. 스테이블코인 유형별로 규제를 달리함으로써 보다 섬세한 규제안을 만들 수 있을 것이다.

현존하는 가상자산 중 수천 개는 붕괴할 것이다. 현재 19,000종 이상의 가상자산이 있으며, 기반기술인 블록체인 플랫폼의 가짓수만 하더라도 수백개에 달한다. 마치 닷컴 초기와 비슷하다. 수많은 닷컴 기업들 중 다수가 아무런 가치도 없었던 인터넷 초창기와 지금의 코인시장이 비슷한 양상을 띠고 있다는 것이다. 지금은 건실한 IT 기업만 남은 것처럼 향후 코인 시장도 규제를 통해 부실코인을 정리하고, 건전한 시장을 육성해야 한다. 다만, 과도한 규제로 인해 블록체인 및 가상자산의 혁신을 저해하지 않도록

적절하고 균형있는 접근이 필요할 것이다.

참고문헌

- 김갑래, “미국과 EU의 가상자산거래자 보호제도의 시사점”, 자본시장연구원 이슈보고서, 21-13, 2021.
- 김갑래, 김준석, “가상자산 거래자 보호를 위한 규제의 기본 방향”, 자본시장연구원 이슈보고서, 21-27, 2021.
- 김유아, “스테이블코인 시장, 2년새 34배 성장…리스크 전이 대비해야”, 연합뉴스, 2022, <https://www.yna.co.kr/view/AKR20220813044800002?input=1195m> (2022.09.13. 최종방문).
- 김윤희, “스테이블코인, 알고리즘·담보·활용처 따져보고 사야”, ZDNET, 2022, <https://zdnet.co.kr/view/?no=20220609101830>.
- 김지현, “일본에선 ‘제2의 테라’ 없다…“법정화폐 연동 스테이블코인만 인정””, 뉴스1, 2022, <https://www.news1.kr/articles/?4702041> (2022.09.13. 최종방문).
- 박정현, “유럽의 가상자산 규제안 MiCA, 2년 간의 여정 끝에 합의 도달”, 디센터, 2022, <https://decenter.kr/NewsView/268CQJEMEI/GZ03> 2022.09.13. 최종방문).
- 백종성, “암호자산의 변동성과 스테이블 코인”, *경제발전연구*, 제27권 제3호, 2021, pp. 1-32.
- 앵커 프로토콜 홈페이지 (<https://app.anchorprotocol.com/#/>), (2022.09.13. 최종방문).
- 오주현, “FIU, ‘미신고 영업’ 외국 가상자산사업자 16곳 수사기관 통보”, 연합뉴스, 2022, <https://www.yna.co.kr/view/AKR20220818055100002?input=1195m> (2022.09.13 최종방문).
- 이관휘, “민간에서 발행한 화폐가 위험한 진짜 이유”, 시사인, 2022, <https://www.sisain.co.kr/news/articleView.html?idxno=47722> (2022.09.13. 최종방문).
- 이대기, “스테이블 코인의 잠재적 위험과 규제 체계

- 필요성”, 한국금융연구원, 2022.
- 이명환, “스테이블코인의 영향과 규제 의 필요성”, 한국금융연구원 *금융브리프*, 제31권, 제4호, 2022.
- 자본시장연구원, “증권형 토큰 발행 유통 규율체계 정비방향”, 2022.
- 자본시장연구원의 보고서, “증권형 토큰 발행 유통 규율체계 정비방향”, 2022.
- 정연호, “[기고] 가상자산, 투자자 보호 위해선 조속히 제도화돼야”, *IT동아*, 2022, <https://it.dongam.com/102537/> (2022.09.13. 최종방문).
- 정준영, 정석문, “테라 사태 이후 스테이블코인 안정성 점검”, *코빗리서치센터*, 2022.
- 조세금융신문, 한국NFT콘텐츠협회, “가상자산과 NFT시장 활성화와 규율방향 모색 국회세미나”, 2022.
- 천창민, “글로벌 스테이블코인 규제 흐름과 감독기구의 역할에 대한 연구: 유럽 암호자산시장규정 (MiCAR)안을 중심으로”, *금융법연구*, 제18권 제3호, 2022.
- 한국은행 금융결제국, “지급결제 참고자료: EU 암호자산시장 법률안”, 2022.
- Bruce Mizrach, “Stablecoin risks spur case for central bank digital currency”, *Financial Times*, 2021, <https://www-ft-com.ezp-prod1.hul.harvard.edu/content/ff9bcc3d-3583-4f99-8fec-ccfd8dd3f72> (2022.09.13. 최종방문).
- Clement, R., “Built to Fail: The Inherent Fragility of Algorithmic Stablecoins”, *Wake Forest Law Review*, 2021.
- EU Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937”, 2022.
- FSOC, “Annual Report”, 2021.
- KCMI 이슈보고서, “디지털자산시장의 현황과 주요 이슈”, 2022.
- Mita, M., K. Ito, S. Ohsawa, and H. Tanaka, “What is Stablecoin?: A Survey on Its Mechanism and Potential as Decentralized Payment Systems”, *International Journal of Service and Knowledge Management International Institute of Applied Informatics*, Vol.4, No.2, 2020, 71-86.
- President’s Working Group on Financial Markets (PWG), “Report on STABLECOINS”, 2021.
- Yogita Khatri, “Tether reveals a breakdown of its reserves for first time since 2014 launch”, *The Block*, 2021, <https://www.theblock.co/post/104780/tether-usdt-reserves-breakdown-first-time-since-launch> (2022.12.21. 최종방문).

〈부 록〉

〈부록 표 1〉 루나 사태의 전개 과정

2022년 5월 7일	<ul style="list-style-type: none"> - 스테이블코인 거래소 커브 파이낸스(Curve Finance)에서 익명의 투자자가 테라를 대량 매도하여 테라의 디페깅이 발생함. - 루나파운데이션가드(LFG)가 가격 안정을 위해 루나를 조절하여 1테라의 시세를 다시 1달러로 회복시킴.
2022년 5월 9일	<ul style="list-style-type: none"> - 커브 파이낸스와 가상자산 거래소 바이낸스에서 다시 한번 테라의 대량 매도가 발생함. 그 결과 시장에 20억 달러 가치의 테라가 방출되었고, 테라는 또다시 디페깅됨. - 투자자들이 불안감에 휩싸여 앵커 프로토콜에 예치해놓았던 테라를 인출하기 시작함. - 시장에 더욱 많은 양의 테라가 방출되어 테라의 가격은 계속 떨어지게 됨. - 권도형 테라폼랩스 대표는 테라의 디페깅을 수습하기 위해 루나파운데이션가드에서 15억 달러를 투입하겠다고 발표하였으나 폐경 상태로 복구하는 것에 실패함. - 가상자산 거래소들이 루나를 유의종목으로 지정하기 시작함
2022년 5월 12일	<ul style="list-style-type: none"> - 테라의 디페깅이 가속화되어 전날 0.2998달러까지 하락하였다가 0.8달러대로 반등하는 등 크게 변동하는 양상을 보였으나, 결국 테라의 시세는 폭락함. - 테라에 연동된 루나의 가격 또한 급락하였으며, 루나의 시세 하락은 다시 테라의 가격을 떨어뜨려 결과적으로 테라와 루나가 서로를 끌어내리는 ‘죽음의 소용돌이(death spiral)’ 현상이 발생함.
2022년 5월 13일	<ul style="list-style-type: none"> - 바이낸스가 테라와 루나의 거래를 중단하고 상장폐지를 공지함.

〈부록 표 2〉 2020년 이후 국회에서 발의된 가상자산 관련 법안

구분	이용우	김병욱	강민국	권은희	민형배	배진교	윤창현
법안	제정안 (가상자산)	제정안 (가상자산)	개정안 (전금법)	제정안 (가상자산)	제정안 (디지털자산)	개정안 (전금법)	제정안 (가상자산)
용어	가상자산	가상자산	가상자산	가상자산	디지털자산	가상자산	가상자산
가상자산업 범위	매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 중개, 알선, 대행 등	매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 발행, 중개, 알선, 대행 등	매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 발행, 중개, 알선, 대행 등	가상자산 거래업 (시장개설, 운영 등)	매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 중개, 알선, 대행 등	매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 중개, 알선, 대행 등	발행, 매매, 교환, 이전, 보관, 관리, 중개, 알선, 대행 등
진입 규제	인가	거래업	매매업 중개업	거래업		가상자산사업	가상자산사업
	등록	보관관리업/ 지갑서비스업	거래업/ 보관관리업	발행업 관리업	디지털자산사업		가상자산 발행
	신고		기타 가상자산업				
사업자의무	신의성실 의무/명의 대여금지/이해상충 관리/설명의무	신의성실 의무/이해 상충관리/광고규제/약관 제·개정 시 보고·공시	설명의무	설명의무/정보공시/내부통제 기준/설명 확인/안전성 확보	신의성실/이해상충 관리/정보공시/고지의무/광고규제	공시/신의성실/고지의무/이해상충관리/안전성확보	신의성실/내부통제/고객자산 보호/정보공시/이해상충관리/설명의무
신규 가상자산	백서 공시	발행자 정보확인·공시					

구분	이용우	김병욱	강민국	권은희	민형배	배진교	윤창현
가상자산 예치금	예치+피해 보상계약	예치·신탁	예치	예치·신탁	디지털 자산예치금	예치·신탁 (피해보상 계약)	
손해배상	해킹 등	출금신청 거부 등		이용자 손해배상 절차	이용자 피해보상	손해배상 책임규정	시세조종손해/ 임의적 입출금 차단
불공정거래행 위 금지	시세조종	미공개 정보이용/ 시세조종	시세조종/ 부정거래	미공개 정보이용/ 가장매매	시세조종/ 가장매매	시세조종/ 부정거래/ 미공개 정보이용	미공개 정보이용/ 시세조종/ 부정거래/ 시장질서 교란
단체·협회	가상자산단체 설립 시 금융위 허가	가상자산업협 회의 자율규제			디지털사업자 협회, 금융위허가		가상자산사 업자단체· 금융위 허가

출처: 조세금융신문, 한국NFT콘텐츠협회, “가상자산과 NFT시장 활성화와 규율 방향 모색 국회세미나”, 2022.

◆ About the Authors ◆



최 현 지 (hyunjiewha@ewhain.net)

현재 이화여자대학교 사범대학 교육공학과에 재학 중이며, 경영대학 경영학부를 복수전공 중이다. 주요 관심분야는 핀테크, 부동산 및 블록체인 기술을 활용한 금융서비스이다.



이 승 아 (2000leesa@ewhain.net)

현재 이화여자대학교 경영대학 경영학부에 재학 중이며 사회과학대학 경제학과를 복수전공 중이다. 주요 관심분야는 금융, 핀테크, 부동산이다.



양 희 동 (hdyang@ewha.ac.kr)

현재 이화여자대학교 경영대학 교수로 재직 중이며, 서울대학교 경영학과(학사, 석사), 미국 Case Western Reserve University(MIS 박사)에서 수학하였다. 이화여대 경영전문 대학원장, 삼성 SDS 컨설턴트, University of Massachusetts, Boston 조교수, 일본 히포 쓰바시 대학, 독일 파더본 대학, 스페인 EADA, 프랑스 IESEG 방문교수 경력이 있다. 한국경영정보학회장(2022), 한국지식경영학회장(2020-2021)을 역임하였으며, 연구 분야는 인플루언서 마케팅, 클라우드 컴퓨팅, 공유경제, ICT와 금융 융합에 대한 연구를 진행 중이며, 해외 및 국내 학술지에 80여편의 논문을 게재하였다.