

MULTICOIN CAPITAL

(BLITZSCALING)

바이낸스의 블리츠스케일링 전략



By Spencer Applebaum,
Tushar Jain, & Kyle Samani

멀티코인 캐피탈은 세계 경제를 재편하는 토큰과 블록체인 프로젝트에 투자하는 철학을 토대로 활약하는 이론기반 크립토 펀드입니다. 자사는 블록체인 프로토콜, 프로젝트 팀, 시장 기회를 세밀하게 연구하여 벤처캐피탈식 투자를 진행하지만 시장의 특수성을 이용하여 유동성 역시 확보하고 있습니다.

목차

1. [개요](#)
2. [바이낸스의 실행력](#)
 - a. [현물 거래에서의 지배적 시장 지위](#)
 - b. [급격한 제품군 확장](#)
 - c. [크로스셀링\(Cross-selling\)의 파급력](#)
 - d. [트레이더 우선 정책](#)
3. [도전하는 신규 거래소의 등장\(토큰\)](#)
 - a. [주저하지 않고 경쟁자들을 모방하는 바이낸스](#)
 - b. [경쟁 구도](#)
4. [거래소 토큰 방정식](#)
 - a. [BNB 토큰의 가치 확보 효율성](#)
 - b. [거래소에서 창출하는 가치가 토큰 가치 확보 효율성보다 중요한 이유](#)
5. [결론](#)

고지사항

멀티코인은 본사의 투자활동과 관련된 이해관계의 충돌을 식별하고 효과적으로 관리하기 위한 정책 및 절차를 수립하고, 유지하며 시행합니다. 멀티코인 캐피탈은 BNB 토큰을 보유하고 있습니다. 멀티코인 캐피탈은 본 리포트 발간 이후 72시간 동안 해당 암호자산을 거래하지 않는 “매매 제한 정책(No Trade Policy)”을 준수합니다.

개요

바이낸스(Binance)의 네이티브 토큰인 바이낸스 코인(“BNB”)은 2017년도에 ICO를 통해 발행되었으며, 이후 바이낸스는 세계 최대 규모의 현물 거래소로 성장하였다. 멀티코인은 2018년 4분기에 BNB에 대한 롱 포지션(Long Position)을 취했으며, 2019년 2월에 [바이낸스 코인 \(BNB\) 분석 및 가치평가](#)를 발간하였다. 당시 BNB의 시가는 \$10.06였다. 이후 자사는 2019년 3월에 Laura Shin이 진행하는 Unchained 팟캐스트에 [출연하여](#) 해당 투자 철학에 대해 심층적으로 토의하고, 바이낸스의 성과 및 바이낸스 체인(Binance Chain)의 내재적 가치에 대해 이야기했다.

이후 바이낸스 팀은 혁신적인 속도로 신사업에 진출해 왔으며, 그 속도를 늦출 기미 또한 보이지 않는다. 뿐만 아니라 전세계의 모든 주요 암호자산 거래소와 경쟁하기 위해 확장에 주력하고 있는데, 이러한 움직임은 바이낸스가 구축한 아래 서비스를 통해 확인할 수 있다.

1. 중국 시장을 두고 후오비(Huobi)의 P2P 거래 시스템과 직접적으로 경쟁하는 [P2P 결제 방식](#)
2. 미국 트레이더들을 대상으로 코인베이스(Coinbase)와 직접적으로 경쟁하는 [Binance.US](#)
3. 비트멕스(BitMEX), OKEx 등의 파생상품 거래소와 직접적으로 경쟁하는 [바이낸스 퓨처스\(Binance Futures\)](#)
4. 기존에 P2P 거래소 대줄 시장을 독과점 해온 비트파이넥스(Bitfinex), 폴로니엑스(Poloniex)와 직접적으로 경쟁하는 [대출](#) 및 [마진 트레이딩](#) 기능
5. 제미니(Gemini, [GUSD](#)), 잇비트(itBit, [PAX](#)), 비트파이넥스(Bitfinex, [USDT](#)), 코인베이스(Coinbase, [USDC](#)) 등의 스테이블 코인과 경쟁하는 바이낸스 스테이블코인([BUSD](#))
6. 다양한 국가별 법정화폐-암호화폐 거래소들과 직접적으로 경쟁하는 [법정화폐로 암호자산을 매매할 수 있는 서비스](#)

바이낸스는 현재 [블리츠스케일링\(blitzscaling\)](#) 중이다. Reid Hoffman과 Chris Yeh는 블리츠스케일링을 아래와 같이 [설명한다](#).

“블리츠스케일링이란, 보다 신속한 대응능력을 확보하기 위해 잘못된 결정을 내릴 리스크와 상당한 운영 비효율을 자진해서 감수하는 것을 뜻한다. 이러한 리스크와 비효율이 용인되는 이유는, 지나치게 느린 대응이 가져오는 위험성이 훨씬 크기 때문이다.”

바이낸스 팀은 이러한 전략을 통해 모든 암호자산 기반 경제활동의 허브가 되고자 하는 의지를 공개적으로 드러내고 있다. [스테이킹](#), [임대](#), [대출](#), [옵션 거래](#), [선물 거래](#), [자산 발행](#), [벤처 투자](#), [현물 거래](#), [주권화폐의 토큰화\(sov​er​eign currency tokenization\)](#) 등의 서비스들을 제공하고자 하는 것이다. 바이낸스는 경쟁사들의 추격이 불가능할 정도의 굉장히 빠른 속도로 서비스를 구축하고 있다.

바이낸스는 현재 암호자산 생태계에서 사업성이 압도적으로 뛰어난 거래소이다. 경쟁사들보다 훨씬 높은 거래량과 더욱 다양한 서비스를 제공하면서도 가장 낮은 수수료를 부과하고 있다. 여타 거래소 토큰들이 더 매력적인 토큰 경제학을 갖춘 경우들은 있지만, 바이낸스는 토큰 설계에 지속적으로 관심을 기울여 BNB에 다양한 기능을 추가할 것으로 예상된다. 바이낸스가 타 거래소에서 최선의 토큰 경제학 모델을 모두 가져와 적용할 수 있듯, 각 토큰의 기능이 손쉽게 복제 가능한 것은 사실이다. 하지만 바이낸스의 네트워크 효과는 쉽게 복제될 수 없다. 뿐만 아니라 바이낸스는 올해 BNB에 아래와 같은 기능을 추가하여 BNB 가치를 향상시켰다.

1. 월별 투표에 따른 커뮤니티 코인 [갱신](#)
2. BNB 토큰 보유량에 따라 차등적으로 BNB 토큰 [에어드롭](#)
3. 바이낸스 Launchpad 추첨 시스템 [출시](#)
4. 바이낸스 체인의 베이스 레이어 토큰으로 BNB [활용](#)
(멀티코인은 해당 기능을 통해 조만간 스테이킹 보상을 얻을 수 있을 것으로 판단)
5. Binance.com에서 BNB로 결제 시 수수료 25% 감면 이벤트 기간 [연장](#)
6. 바이낸스 팀의 BNB 공급량 [소각](#)

다른 거래소들도 [거래소 토큰](#), [IEO 플랫폼](#), [네이티브 DEX 체인](#), [상장](#)에 대한 [투표](#) 등 바이낸스의 혁신적인 서비스들을 그대로 구현하려고 시도했으나, 상당수는 크게 성공하지 못했다.

그 이유는, 바이낸스가 구축한 네트워크 효과와 시장 지배력은 쉽게 복제될 수 없기 때문이다. 일례로, 바이낸스에서는 같은 플랫폼에서 마진거래와 파생상품 거래가 가능하기 때문에, 트레이더는 본인이 바이낸스 계정으로 보유한 예치금으로 두 서비스의 마진 요건을 동시에 충족시킬 수 있다. 또한 예치된 토큰을 [Binance Staking](#)에 스테이킹해 추가적인 이자수익을 내는 것도 가능하다. 이처럼 바이낸스의 서비스들은 상호 연관성이 없는 것처럼 보이지만, 실제로는 서로 연결되어 플랫폼의 네트워크 효과를 더욱 강화하는 역할을 한다.

멀티코인의 이전 리포트에서도 확인할 수 있듯, 바이낸스 팀은 강력한 대기업 효과(conglomerate effect)를 형성하고 있다. 바이낸스는 업계를 선도하기 위해 직접 개발한 베이스 레이어 [바이낸스 체인](#), 토큰 판매 플랫폼 [Launchpad](#), 시장 선두주자인 [거래소](#), [바이낸스 DEX](#), [벤처 펀드](#), 미국 지사인 [Binance.US](#)와 그 외 다양한 국가의 법정화폐로 암호자산을 구매할 수 있는 서비스 등을 출시해 왔다. 새롭게 발표되는 BNB의 다양한 효용성 측면을 살펴보면, BNB가 바이낸스가 구축하고 있는 대기업 체계의 많은 가치를 반영할 수 있을 것이라는 자사의 기존 논지가 보다 명확해진다.

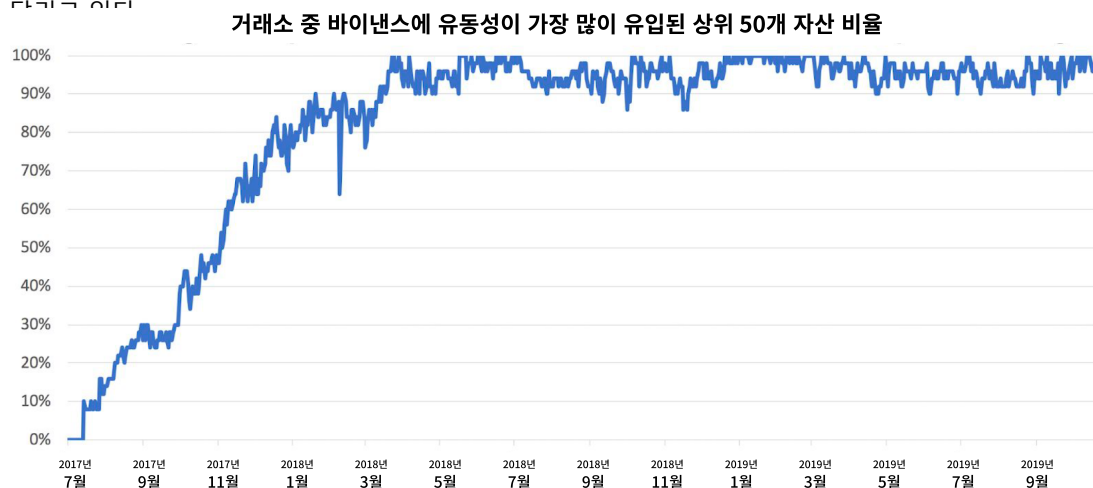
바이낸스의 실행력

이번 장에서는 현물 거래에서의 바이낸스의 지배적인 지위, 올해 2월 바이낸스 관련 멀티코인 리포트 발간 이후 바이낸스의 급격한 서비스 확장, 바이낸스표 금융 상품 크로스 셀링(cross-selling)의 파급력에 대해 알아본다. 또한 지난 5월에 있었던 해킹 피해를 배상하고 트레이더의 예치금 보장 펀드를 조성하기 위해 초기 자본을 할당했던 사례에서 볼 수 있듯, 트레이더를 우선시하는 바이낸스 정책에 대해 설명한다.

현물 거래에서의 지배적 시장 지위

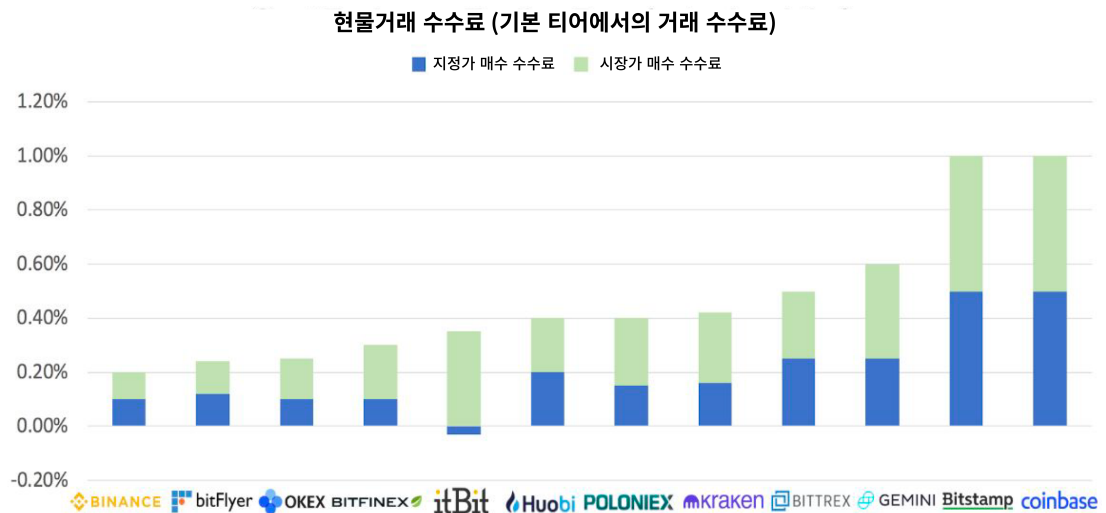
2019년 3월, 비트와이즈(Bitwise)는 암호화폐 거래소들의 거래량에 대한 상세한 리포트를 [발간했다](#). SEC와도 공유된 이 리포트에 따르면, 바이낸스는 시중 거래소 중 가장 신뢰성 높은 유동성을 갖췄을 뿐 아니라, 업계 2위 거래소와 3배 정도의 거래량 차이가 난다.

멀티코인에서 2월에 리포트를 출시한 이후, 바이낸스는 암호화폐 현물 거래량 선두를 유지해왔다. 바이낸스는 현재 시가총액 상위 50개 토큰 중 98%에 대해 가장 유동적인 거래소이다. 즉, 상위 50개 토큰 중 49개는 바이낸스에서의 일일 현물 거래량이 여타 [“상위 10 개\(Real 10\)”](#) (Bitfinex, Bitflyer, Bitstamp, Bittrex, Coinbase Pro, Gemini, itBit, Kraken, Poloniex) 거래소 보다 더 높다는 것을 의미한다. 유일한 예외는 바이낸스에서 2019년 4월에 상장폐지한 Bitcoin SV(\$BSV)이다. 아래 그래프에서 볼 수 있듯이 바이낸스의 유동성은 2017년 4월 거래소 출범 이래 급격히 성장했으며, 현재까지 시장 선두를 차지하고 있다.



출처 : [CoinAPI](#)

이와 같은 현물 거래에서의 독점적 지위를 통해 바이낸스는 주요 거래소 중 가장 낮은 거래 수수료를 부과할 수 있으며, 이를 통해 경쟁우위는 더욱 향상되고 있다. 바이낸스 팀은 아마존의 “당신 회사의 이익률은 우리에게겐 기회이다.” (Your margin is my opportunity) [전략](#)을 훌륭하게 이행하고 있다.



출처 : Exchange Websites, [The Block](#)

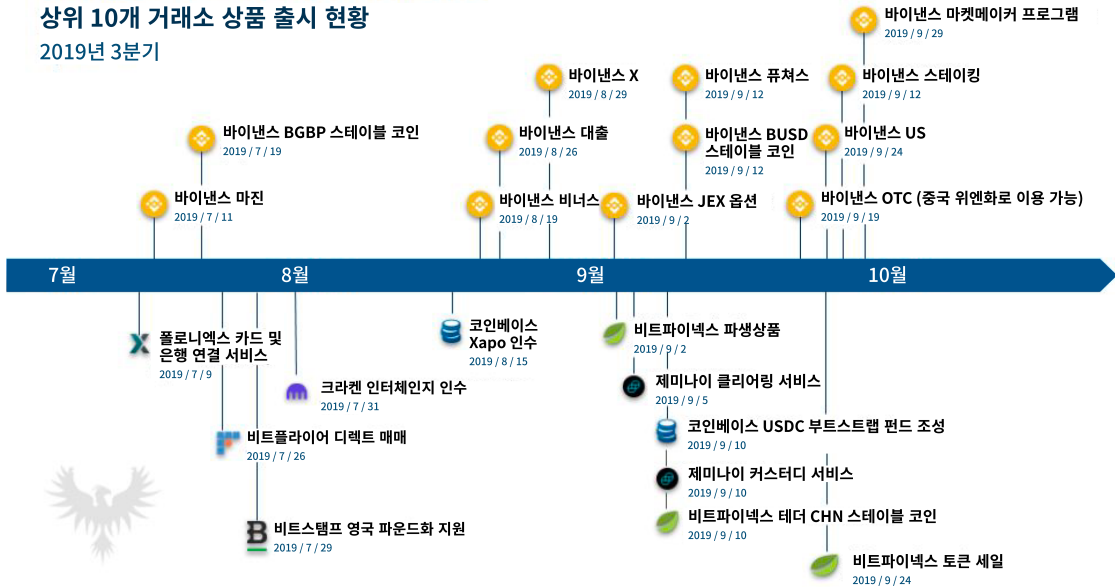
반면, 바이낸스의 주요 경쟁자들의 시장 점유율은 [하락세](#)이며 매출 유지를 위해 불가피하게 수수료를 크게 올리고 있는데, 이로 인해 트레이더들 사이에서 바이낸스의 상대적인 매력이 높아지는 추세이다. 한편 바이낸스는 아래와 같이 계속해서 수수료를 낮추고 있다.

1. 바이낸스는 거래 수수료를 BNB로 지불하면 25%를 할인해주는 행사를 1년 더 [연장했다](#).
(기존 계획상으로는 할인율을 2019년 7월에 12.5%로 내렸어야 한다)
2. 바이낸스 DEX는 중앙화 거래소보다 낮은 수수료로 [출시되었다](#).
3. 바이낸스 퓨처스는 3개월간 수수료에 대해서 50% 할인율을 [제공하고](#) 있다.
4. Binance.US는 10월까지 거래 수수료 면제를 제공하여 유동성에 대한 인센티브를 [제공하고](#) 있다.
5. 바이낸스 퓨처스는 청산 수수료를 청산 액면가의 0.5%에서 0.3%로 [내렸다](#).

급격한 제품군 확장

바이낸스는 현물 거래 시장의 선두를 유지하고 있음에도 불구하고 지속적으로 신규 제품 또는 서비스를 출시하고 있으며, 회사 규모에 비해서 상당히 신속하게 움직이고 있다. 3분기에만 상위 10개 거래소들의 신제품 출시를 합친 것보다도 많은 제품을 출시했다.

상위 10개 거래소 상품 출시 현황 2019년 3분기



출처 : Kraken blog, Coinbase blog, Bitfinex Blog, Gemini blog, Bittrex News and Announcements, Poloniex blog, itBit blog, Binance blog, Bitstamp News and updates, bitFlyer USA blog, CoinDesk, The Block

1. [바이낸스 퓨처스](#) (단기간에 2번째로 가장 유동성이 높은 선물 시장 달성)
2. [대출](#)
3. 중국 트레이더들이 위안화로 암호자산을 거래할 수 있도록 하는 [OTC 상품](#)
4. [마진 거래](#)
5. [스테이킹 지원](#) (소비자 차원에서 소요되는 사항은 없음)
6. [더 많은 마켓메이커를 유입하기 위한 프로그램](#)
7. [영국 파운드](#)와 [미국 달러](#)로 표시되는 스테이블 코인
8. [Binance.US](#): 미국 규제 하에 있는 바이낸스의 미국 지사
9. [바이낸스 X](#)
10. [비너스](#) : 페이스북 리브라 프로젝트에 대한 대응책으로, 바이낸스 체인에서 고유 자산을 발행할 수 있는 플랫폼

바이낸스의 서비스 확장 전략에 있어서 가장 중요한 요소는 탈중앙화와 구성원들의 자율성이다. 바이낸스는 탈중앙화된 조직으로, 팀원들이 신속하게 신제품을 출시 및 통합할 수 있는 구조를 가지고 있다. 바이낸스의 최고경영자(CEO) 창펑 자오(CZ)는 이전에 바이낸스가 전 세계적으로 분산된 소규모 자율 조직으로 구성되어 있다고 공개적으로 [밝힌 바](#) 있다.



“바이낸스의 모든 팀은 비교적 독립적이며 자급자족이 가능한 구조이기 때문에 지금까지 상당히 잘해주고 있습니다. 하지만 저는 개인적으로 바이낸스가 진행중인 사업 대부분에 개입하고 있지 않고, 실제로 회사에서 어떻게 일이 진행되는지 상세한 모든 것을 알고 있지도 않습니다. 고위급 의사결정사항은 제가 관여하는 편이지만, 일상적인 업무는 각 팀이 독자적으로 진행하고 있습니다.”

가장 인상적인 것은 바이낸스가 빠른 속도로 제품을 출시하는 와중에도 그 어떤 제품 하나 악용되거나 공격을 받지 않았다는 점이다. 이에 반해 타 거래소들에서는 [가격설정 알고리즘](#)(pricing algorithm) 공격으로 인한 트레이더들의 불공정한 청산, 대출 기관들에 손해를 끼친 마진 시장의 [급격한 폭락](#), [잘못된 방식](#)으로 거래한 레버리지 토큰 등의 사례가 있다. 바이낸스 상품이 이러한 공격을 받았다는 증거는 없으며, 트레이더들 또한 모든 바이낸스 서비스의 기능에 상당히 만족하고 있다. 이는 바이낸스가 내부적인 품질관리에 주력하고 있다는 것을 강력하게 입증하는 것이다. 특히, 9월 12일 첫 출시 당시 2.8%에 불과하던 바이낸스 퓨처스 시장 점유율이 한달만에 16.2%까지 5.8배 넘게 증가한 사례를 보면 투자자들의 높은 신뢰도를 확인할 수 있다.



크로스셀링(Cross-selling)의 파급력

창립 후 2년에 걸쳐 바이낸스가 가장 높은 이익률을 기록한 사업부문은 여느 거래소와 마찬가지로 현물 거래 사업이다. 또한 바이낸스가 제공하는 수많은 서비스를 크로스셀링해서 창출하는 가치가 엄청나기 때문에, 가속해서 신제품을 출시하고 있다. 예를 들어, 트레이더들이 한 거래소에서 현물, 마진, 파생상품 등을 거래한다면 강력한 락인(lock-in) 효과가 창출되어 다양한 포지션이 취해진 자산들에 대한 교차 마진이 가능해진다. 아직 지원되는 기능은 아니지만, 멀티코인이 예상하기에 바이낸스는 곧 이를 출시하여 생태계 네트워크 효과를 더욱 강화시킬 것으로 보인다.

또 다른 간단한 예시로 스테이킹(staking)을 들 수 있다. 바이낸스 트레이더는 자산을 락업(lock-up)하지 않고도 거래소 계정에 예치해 둔 자산에서 이자수익을 창출할 수 있다. 따라서 암호자산 시장에서 발생한 외부 요인 때문에 자산을 매각하고자 한다면, 그 즉시 실행에 옮길 수 있는 것이다. 그렇게 되면 아래 절차에 소요되는 대기 시간이 없어진다.

1. 자산 스테이킹 해제
2. 블록체인에서 거래 요청
3. 해당 거래소가 예치금을 승인할 때까지 대기
4. 자산 판매

바이낸스에서 제공하는 해당 스테이킹 서비스는 트레이더들이 바이낸스에 자산을 예치할 인센티브를 제공하고, 빠르게 거래할 수 있도록 하며 거래 유동성을 높인다.

또한, 유동성 풀이 점점 더 커지면서 거래소들이 새로운 금융상품을 제공하기 최적의 조건을 가지게 된다. 바이낸스는 우리가 지금껏 보지 못했던 방식으로 자본을 축적하고 있다. 단일 인터페이스와 유동성 풀, 낮은 수수료까지 제공하는 바이낸스를 두고 트레이더들이 굳이 아래 서비스와 플랫폼을 계속해서 이용할 이유가 없는 것이다.

1. 마진 거래를 위한 폴로니엑스
2. 대출을 위한 비트파이넥스
3. 무기한스왑계약(perpetual swap contract)를 거래하기 위한 비트맥스
4. 선물 거래를 위한 OKEx
5. 옵션을 거래하기 위한 데리빗
6. IEO에 투자하기 위한 비트렉스
7. OTC 거래를 위한 FTX
8. 스테이블 코인을 위한 제미나이
9. 미국 달러화로 암호자산을 구입하기 위한 코인베이스
10. 유로화로 암호자산을 구입하기 위한 비트스탬프
11. 중국 위안화로 암호자산을 구입하기 위한 후오비

바이낸스는 업계 내 가장 높은 수익률과 규모의 경제를 통해 그 어떤 경쟁사도 내놓지 못하는 수많은 금융상품을 하나의 통합된 패키지로 제공할 수 있다. 이는 스테이킹, DEX 체인, IEO, P2P OTC, 스테이블 코인 등 암호자산에 특화된 금융 서비스부터 대출, 옵션, 선물 등 기존의 금융 서비스 상품까지 포함한다.

바이낸스 분기별 순이익 및 현물 거래량			
분기	순이익	현물 거래량	수익 대비 현물 비율
2017년 3분기	\$ 7,395,000	\$ 4,094,243,794	0.18 %
2017년 4분기	\$ 200,010,143	\$ 78,763,349,302	0.25 %
2018년 1분기	\$ 150,093,226	\$ 227,813,686,148	0.07 %
2018년 2분기	\$ 163,484,787	\$ 149,451,960,088	0.11 %
2018년 3분기	\$ 84,994,076	\$ 104,592,795,347	0.08 %
2018년 4분기	\$ 47,334,295	\$ 71,442,494,437	0.07 %
2019년 1분기	\$ 77,967,978	\$ 66,650,384,697	0.12 %
2019년 2분기	\$ 119,189,647	\$ 161,813,743,638	0.07 %
2019년 3분기	\$ 185,982,298	\$ 112,536,558,490	0.17 %
총 계	\$ 1,036,451,450	\$ 977,159,215,941	0.11 %

출처 : [CoinAPI](#), [The Block](#)

바이낸스의 2019년 3분기 수익을 보면 신규상품이 전체 비즈니스에서 얼마나 중요한지를 알 수 있다. 3분기에 바이낸스는 3,710만 달러에 이르는 BNB를 소각해 18,590달러 규모의 수익을 창출했다. 이는 2017년 버블 때의 최고수익과 비슷한 수준으로, 바이낸스가 두 번째로 큰 수익률을 달성한 분기이기도 하다. 바이낸스는 타 거래소들과 비교했을 때 그렇게 특출할 정도의 현물거래량이 없었음에도 불구하고 이러한 수익률을 달성하였는데, 이는 바이낸스의 신규상품이 유의미한 매출 신장 및 수익 창출에 기여하고 있음을 의미한다.

트레이더 우선 정책

2019년 5월 7일, 바이낸스는 [해킹 공격](#)으로 인해 약 7,000 BTC(당시 시가 약 4,000만 달러)를 도난당했다. 바이낸스는 즉시 해당 사실을 고객들에게 알리고 인출 서비스를 중단했으며, 이후 며칠 내에 어떤 고객도 해킹으로 인해 본인의 예치금을 잃지 않을 것임을 분명히 밝혔다. 대신 손실을 매우기 위해 바이낸스에서 발생하는 모든 거래 수수료의 10%를 예치해 둔 보험 펀드인 [SAFU fund](#)를 이용할 계획을 발표했다.

암호자산 업계에서 해킹은 종종 발생하지만, 해킹에 대해 거래소가 어떻게 대응하는지가 매우 중요하다. 과거에 해킹 공격을 당한 거래소들은 [셋다운](#)되어 고객들에게 손실금을 배상하기 위한 [시도](#)로 주식 토큰(equity token)을 발행하였으나 [결과는 처참했고](#), 결국 [파산신청](#) 할 수밖에 없었다. 해킹 이외의 공격에도 타 거래소들은 트레이더를 보호하는데 실패했다. 예를 들어, CLAM 토큰의 마진 거래 서비스를 제공하던 폴로니엑스는 해당 자산의 가치가 [급락](#)했을 때 이 모든 손해를 폴로니엑스 플랫폼의 대출 기관에게 고스란히 떠넘겼다. 대출 기관들이 떠안은 손해는 약 1,800 BTC(1,450만 달러 상당)에 달했고 아직까지도 이 중 오직 [10%](#)만이 손실금을 배상 받았다. OKEx 또한 2018년 8월에 4,600만 달러가 한번에 [현금화](#)되어 발생한 손실을 다른 기관들에게 떠넘긴 바 있다.

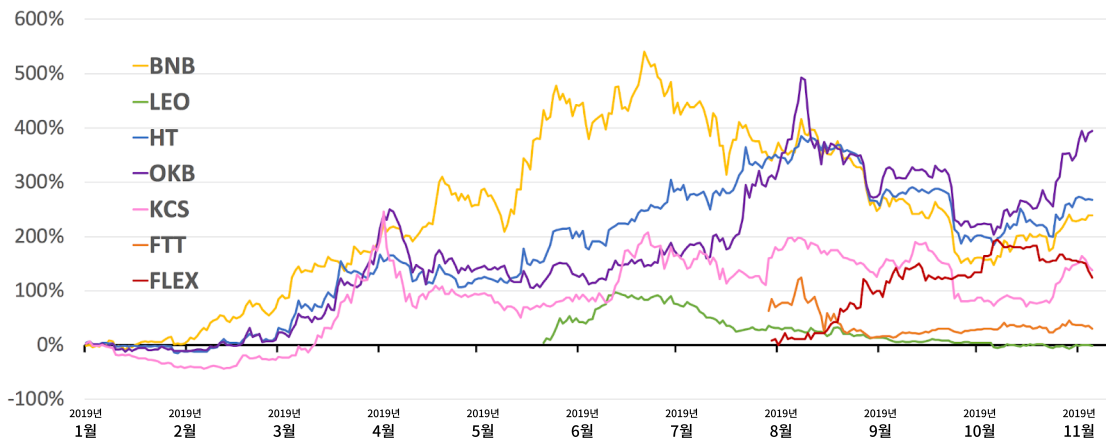
마지막으로, 바이낸스는 선물 거래 서비스에 대한 보험 펀드의 [초기 자본](#)을 공급해 펀드를 조성한 것으로 보인다. 선물 거래 플랫폼에 대한 보험 펀드는 거래소들이 환수금에 대한 손실을 떠넘겨서 이득을 본 트레이더들이 수익금의 일부를 손해본 트레이더들에게 희생해야 하는 상황을 피할 수 있도록 한다. 멀티코인은 현재 바이낸스가 선물 거래 플랫폼에서 트레이더들을 보호하기 위해 대차대조표상의 자본을 랍업해 놓은 것이라고 판단한다. 바이낸스는 수익성이 높기에 트레이더들에게 개런티를 약속할 수 있을 만한 안정적인 자본을 보유하고 있기 때문이다.

도전하는 신규 거래소의 등장(토콘)

2019년도에 들어와 상당수의 안정적인 회사들이 신규 거래소 출시에 나섰다. [CoinFLEX](#)는 물리적으로 거래되는 선물 거래소를, [Alameda Research](#)는 암호자산 파생상품 거래소인 [FTX](#)를 출시했다. 또한 지갑/익스플로러 기업인 [Blockchain.com](#)은 [THE PIT](#)을 출시했다.

2018년 후반에는 비교적 잠잠했던 신규 거래소 런칭 소식이 2019년에 들려오기 시작하는 이유로는 몇 가지 요소를 꼽을 수 있다. 우선, 거래소는 암호자산 업계 역사상 가장 높은 수익성이 검증된 사업으로, 모든 시장 참가자들은 거래소를 통해 큰 경제적 기회를 잡을 수 있다. 거래소 토큰 부문만 해도 2019년도의 누계 대비 증감율(YTD)은 거래소 평균 159%로 수익성이 상당히 높으며, 거래소 토큰의 상승장 또한 새로운 거래소 출시의 유인요소가 되고 있다. 그 결과, 새로운 거래소 토큰을 발행하는 업체 또한 증가 추세이다.

2019년도 거래소 토큰 수익 누계 대비 증감율 (YTD)



출처 : [CoinGecko](#)

뿐만 아니라, 기존 금융기관들 또한 암호자산 업계로 진입하여 암호자산에 특화된 금융 서비스를 제공하기 시작했다. 일례로 백트(Bakkt)는 이번 9월에 물리적으로 선물 거래를 정산하는 서비스를 개시했으며, CME는 2020년 1분기에 옵션 상품 출시를 앞두고 있다. 이러한 발전 방향은 암호자산 업계에 당위성을 부과하고, 신규 거래소들의 자금 마련과 경쟁 기반을 제공한다.

주저하지 않고 경쟁자들을 모방하는 바이낸스

“훌륭한 예술가들은 모방한다. 위대한 예술가들은 훔친다.” - 스티브 잡스

멀티코인도 이에 [동의하는 바이다](#). 바이낸스 퓨처스의 출시에서 볼 수 있듯이, 바이낸스는 모든 경쟁자의 최선의 상품을 모방하는 것을 두려워하지 않음을 계속 보여주고 있다. 바이낸스는 비트맥스의 무기한 스왑 계약을 [말 그대로 모방했고](#), 이 때문에 비트맥스의 CEO가 CZ를 [공개적으로 비난](#) 했을 때 [그는 눈 하나 깜짝하지 않았다](#).

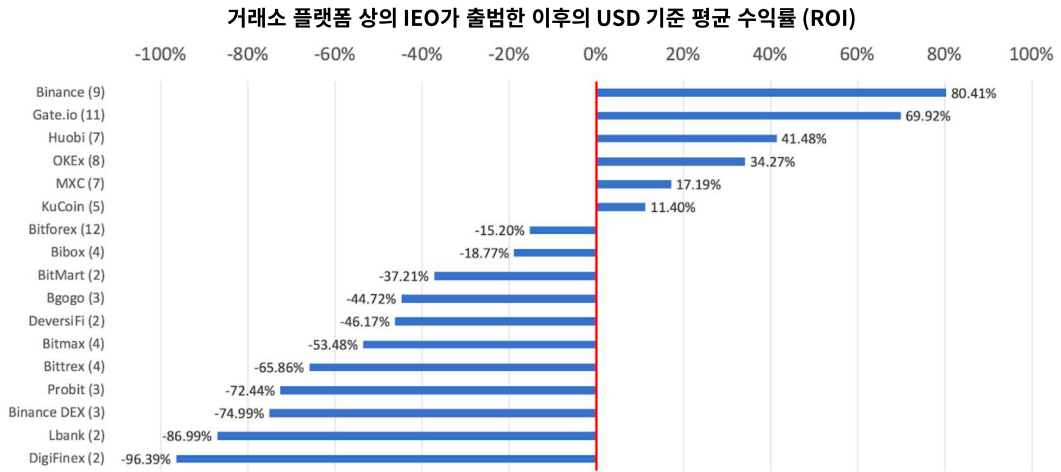
따라서 바이낸스가 앞으로도 사람들의 관심을 끄는 경쟁 거래소의 신상품을 모방할 것이라는 점을 예측할 수 있다. 이렇게 되면 경쟁사들의 빠른 확장에 제동이 걸린다. 예를 들면, 비트파이넥스는 최근 매력적인 [협력프로그램](#)을 발표했다. 논리적으로 봤을 때 바이낸스는 이와 유사한 협력프로그램을 출시할 것이다. 또한 경쟁사들은 앞다투어 [레버리지 토큰](#), [선물 방식의 토큰 공개\(IFO\)](#) 등 혁신적인 상품들을 내놓고 있기에, 해당 상품들의 반응이 좋으면 바이낸스 또한 유사 상품을 통해 직접 경쟁에 뛰어들 것으로 예상된다.

발 빠르게 움직이는 바이낸스의 전략은 이미 빛을 발하고 있다. 바이낸스 퓨처스는 출시된지 불과 2주만에 전세계에서 유동성이 [두 번째로](#) 높은 파생상품 거래소로 자리매김했다. 8월 말 바이낸스 대출 서비스가 [출시](#)되었을 때는 16초만에 모든 BNB 토큰에 대한 대출 신청이 마감되었다. USDT 신청 마감이 3분, ETC 신청 마감은 9분이 소요되었다. CZ는 바이낸스 3분기 BNB 보고서에서 P2P OTC 플랫폼 첫 개시 이후 24시간 동안 총 150만 달러 규모의 거래가 중개되었음을 [공개했다](#).

경쟁 구도

물론, 바이낸스가 타 거래소들을 모방할 수 있듯이 경쟁사들 또한 바이낸스의 혁신을 따라할 수 있다. 하지만 바이낸스처럼 효과적으로 모방하기란 불가능하다. 아래의 일부 핵심 영역을 통해 자세히 설명한다.

1. **거래소 토큰을 고유 자산으로 한 DEX 체인 구축** - 바이낸스 체인 메인넷은 2019년 3월에 런칭했다. 이후 경쟁 거래소들 또한 직접 구축한 거래소 블록체인 출시 및 거래소 토큰들을 해당 체인으로 포팅할 계획을 공개했다. 하지만 바이낸스를 제외한 그 어떤 거래소도 아직까지 블록체인을 런칭하거나 이에 대해 구체적인 일정을 제시한 바가 없다.
2. **거래소공개(IEO) 서비스 촉진** - 2017년이 ICO의 시대였다면 2019년은 IEO의 시대였다. 바이낸스는 2019년 1월 바이낸스 Launchpad를 통해 토큰을 공개하는 IEO 방식을 [공식화](#)했다. 이후 [비트파이넥스](#), [비트렉스](#), [쿠코인\(KuCoin\)](#), [OKEx](#), [후오비](#) 등 수많은 거래소들이 자체적인 IEO 플랫폼을 출시하기 시작했다. 지배적인 시장 점유율을 자랑하는 바이낸스에 상장을 지원하는 팀은 훨씬 많다. 따라서 바이낸스는 더 선별적으로 상장할 프로젝트를 결정할 수 있고, 그 결과로 바이낸스 Launchpad의 [투자수익률](#)이 여타 거래소 플랫폼보다 높았던 것이다.
3. **추가 상장** - 시장 점유율과 매출이 점차 감소하는 것을 인지한 타 거래소들은 바이낸스와 마찬가지로 상장하는 자산의 범위를 확장했다. 예를 들어 코인베이스는 2017년 상승장 당시 BTC, ETH, LTC 이 세 자산만 상장했었으나 2018년 11월과 12월 한 달 사이에 13개 자산을 추가 상장했다. 이와 같은 경쟁 거래소들의 추가 자산 상장 움직임에도 불구하고, 바이낸스는 해당 자산들에 있어서 가장 높은 유동성을 제공하는 거래소라는 지위를 유지하고 있다.



출처 : [CryptoRank](https://cryptorank.io)

Note: this calculation takes the total return of each IEO (price Oct. 20 vs. IEO price) on every exchange platform and averages the ROIs of each project

요약하자면, 바이낸스는 암호자산 업계에서 가장 지배적인 거래소임이 분명하다. 모든 경쟁자들보다 더 빠르게 상품을 출시할 뿐만 아니라, 누군가 혁신적인 상품으로 먼저 시장에 진출하면 신속하게 이에 대응해 경쟁하고자 하는 의지를 가지고 있기 때문이다. 한편 바이낸스의 혁신적인 상품을 모방하려다 실패한 사례들은 다수 존재한다.

거래소 토큰의 방정식

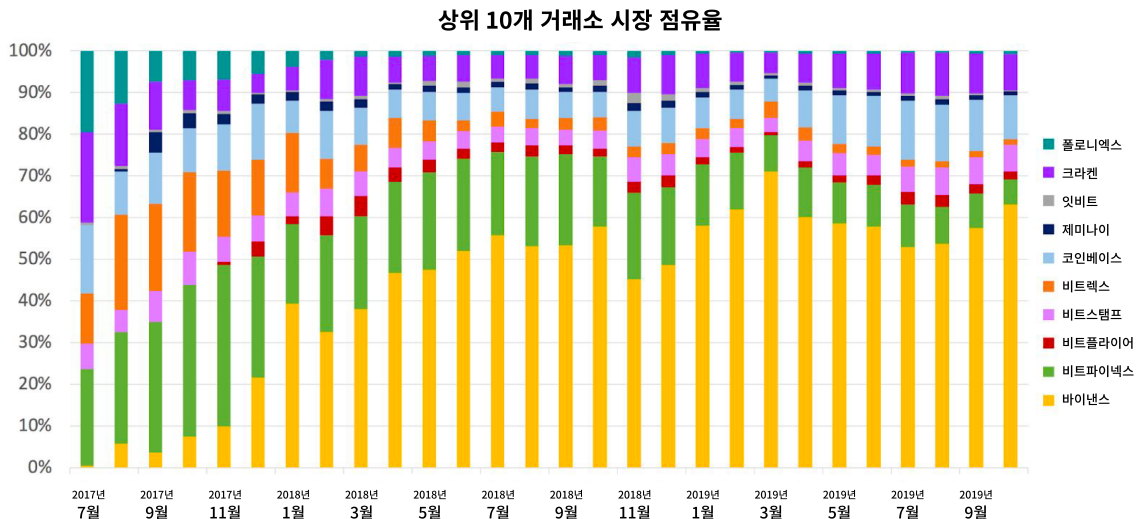
멀티코인은 거래소 토큰을 상당히 매력적인 분야로 판단하고 해당 토큰들을 벤치마킹하는데 큰 시간과 노력을 투자했다. 거래소 토큰에 대한 멀티코인의 기본 전제는, 해당 토큰들이 거래소들이 창출해내는 가치를 증가하는 비율로 확보해낼 것이라는 점이다. 거래소 토큰의 가치는 아래 두가지 차원에서 평가될 수 있다.

1. 거래소가 창출한 가치
2. 거래소 토큰이 해당 가치를 확보하는 정도

거래소 토큰의 가치확보가 상기 두 변수에 의해 결정된다고 가정해 보자. 멀티코인은 이를 거래소 토큰의 방정식이라고 부른다. 물론, $MV=PQ$ 와 같은 방정식을 이야기하고자 하는 것은 아니다.

$$\text{거래소 토큰 네트워크 가치} = \text{거래소가 창출한 가치} * \text{거래소 토큰의 가치확보 효율성}$$

여기서 '거래소가 창출한 가치'란 거래소 자체의 성공을 의미한다. 예를 들면, 바이낸스가 ZB와 같은 거래소보다 높은 '거래소가 창출한 가치'를 가지는 것이다. 이를 측정할 수 있는 지표로는 매출, 일일 사용자 수, 웹사이트 트래픽, 제공하는 상품의 범위, 커뮤니티 신뢰도, 거래량, 유동성, 경영능력 등이 있다. 이 요소들의 대부분은 수치화가 불가능하나, 멀티코인이 판단하기에 현재 시장에서 바이낸스보다 더 큰 가치를 창출한 거래소는 없으며, 심지어 비슷한 수준의 가치를 가진 거래소도 존재하지 않는 상황이다.



출처 : [CoinAPI](#), [CryptoCompare](#)

거래소 토큰의 가치확보 효율성은 거래소의 시장 점유율이 성장하면서 해당 토큰의 가격이 상승하는 정도를 의미한다. 가치확보 측면에서 멀티코인은 효율성을 평가할 수 있는 일곱가지 지표를 식별하고, 해당 지표에 따라 각 거래소 토큰의 순위를 매겼다. 가장 높은 평가가 1, 가장 낮은 평가가 7이다.

가치확보 효율성 순위								
거래소 토큰	일일 거래량 (24h)	바이백 및 소각	현금 흐름	유통 속도 감소 체계	거래 수수료 할인	투표권한	소각 대비 가격 비율 (현재 유통량)	인플레이션 및 분배
BNB	현물 : \$ 1,660,508,767 파생상품 : \$ 1,292,305,293	7	3	5	4	2	4.68 %	1
LEO	현물 : \$ 148,807,665 파생상품 : \$ 406,358	2	2 (콜옵션)	3	7	7	2.53 %	4
HT	현물 : \$ 271,203,988 파생상품 : \$ 3,656,516,133	6	1	1	1	1	17.57 %	5
FTT	현물 : \$ 18,941,368 파생상품 : \$ 292,506,752	1	6	2	2	4	8.14 %	7
FLEX	현물 : \$ 976,138 파생상품 : \$ 469,186,081	3	5	7	6	3	34.31 %	6
OKB	현물 : \$ 127,418,459 파생상품 : \$ 4,462,726,793	4	7	5	5	5	8.19 %	3
KCS	현물 : \$ 34,401,478 파생상품 : \$ 11,705,536	5	4	4	3	6	2.44 %	2

출처 : [CoinGecko](#), Exchange Websites, [Coinfi](#)

- 바이백 및 소각** - 소각의 빈도(매시간, 매일, 매 분기 등), 사용되는 매출/수익의 비율, 소각 전 거래소의 해당 토큰 구매 여부 등 여러가지 요소들이 고려된다.
- 직접적인 현금 흐름** - 거래소 토큰 보유자들이 수익을 얻는 방법으로는 거래소 매출 배당, 스테이킹/위임 보상, DEX 체인 상의 검증인 보상 등이 있다.
- 유통 속도 감소 체계** - 할인이나 레퍼럴 수수료를 통해 토큰 스테이킹을 유인하는 것을 말한다. 또한 에어드롭 (바이낸스 JEX 토큰, 후오비 DPOS 보상 참고), 선물 담보와 여타 락업 인센티브 등도 포함된다.
- 거래 수수료 할인** - 등급별로 차등 할인을 적용하는 것이 토큰으로 지불했을 때 일괄적으로 거래 수수료를 할인해주는 것보다 가치 확보 측면에서 더 효과적일 것으로 판단된다. 예를 들면, LEO를 더 많이 보유한 트레이더일수록 비트파이넥스에서 더 큰 할인 혜택을 제공받는다. 따라서 BNB를 더 많이 보유한 사용자가 바이낸스에서 받는 혜택 또한 더 크다.
- 투표 권한** - 이 지표는 거래소에서 개선이 가능할 것으로 판단된다. 다량 토큰 보유자들에게 신규 상장 투표권을 주면 토큰을 다량으로 보유할 실질적인 가치가 생긴다. 최대 규모이면서 가장 유동적인 거래소인 바이낸스의 경우 특히 그렇다. 현재로서 가장 좋은 투표권한을 제공하는 거래소는 후오비다.
- 소각 대비 가격 비율** - 가장 중요한 지표로, '미 달러화 기준 연간 소각 금액 / 해당 시점의 시가총액'으로 계산한다. 거래소에서 시가총액을 조정할 수는 없기 때문에 소각 메커니즘을 바꾸지 않는 이상 이 비율을 조정하는 것은 불가능하다.
- 인플레이션 / 분배** - 거래소 구성원들 토큰 가격이 상승함에 따라 인센티브를 받는가?(즉, 토큰 다량 보유 여부) 인플레이션이 토큰 가격을 억제하는가? 초기 투자자에 대한 락업은 어떤 양상인가?

BNB 토큰의 가치 확보 효율성

다른 거래소 토큰과 BNB를 비교해보면 일부 토큰의 경제 구조가 BNB보다 낫다는 것이 명확해진다.

1. 바이낸스는 공모 시장의 토큰을 바이백해서 소각하지는 않는다. 대신 토큰은 매 분기 금고에서 소각된다. 바이낸스는 지불된 거래 수수료를 공모 시장에서 판매하는 것이 아니기 때문에 이와 같은 소각 방식과 바이백 방식은 다르지 않다. 최근 [9번째 BNB 소각 보고서](#)를 통해 CZ도 이에 대한 의견을 공유했다.

“바이낸스는 소각을 위해 BNB를 바이백하지 않습니다. 몇몇 다른 커뮤니티에서는 바이백을 시행하는 것이 낫다고 얘기하고 있습니다. 하지만 생각해봅시다. 특정 플랫폼의 주요 수익은 해당 플랫폼 토큰에 이미 반영되어 있어야 하며, 바이백을 하기 위한 현금을 마련하려면 먼저 토큰을 판매해야 합니다. 즉, 바이백을 하려면 먼저 가지고 있는 토큰을 팔고, 판매한 토큰을 다시 사야하는 것입니다. 저희가 판단하기에 이런 방식은 전혀 메리트가 없습니다. 단지 바이백을 실행하는 플랫폼들이 자체적인 고유 토큰이 없다는 사실만 강조되어 보일 뿐이죠.”

2. BNB에는 몇 개의 현금 흐름 요소가 있다. 바이낸스 JEX 에어드롭 프로그램과 레퍼럴 수수료 프로그램이 그 두가지이다. 바이낸스가 향후 1년 안에 바이낸스 체인 상에서 BNB 스테이킹을 출시하는 것이 합리적인 수준일 것으로 판단된다.
3. 바이낸스는 다른 거래소와 동일한 유통 속도를 줄이는 체계를 가지고 있다. BNB를 다량으로 보유한 경우 거래 수수료의 할인을 받는 것이다. 멀티코인은 바이낸스가 BNB를 선물 계약 담보로 활용할 수 있도록 하여 해당 체계를 강화해야 한다고 판단한다. BNB는 가치를 보존하고, 높은 시가 총액 및 유동성(특히 다른 자산의 기축 쌍으로서)을 유지한 오랜 이력이 있기 때문에 담보로 적격이다. 또한 다수의 대규모 트레이더들이 이미 수수료 할인을 위해 BNB를 보유하고 있기 때문에 BNB를 담보로 활용할 수 있도록 하면 자본의 효율성을 증진시켜 다른 거래소가 아닌 바이낸스 선물을 사용하도록 하여 유동성을 높일 수 있을 것이다.
4. 바이낸스는 최근 ‘이 달의 커뮤니티 코인’ 투표 프로그램을 재도입했다. BNB 보유자들은 바이낸스 DEX 상장에도 투표권을 행사한다. 좋은 시작점이지만, 투표권한이 확대될 필요가 있다. BNB 보유자들에게 바이낸스 브랜드의 법정화폐-암호화폐 거래소(Binance Jersey, Binance Singapore, Binance.US)에 투표할 수 있는 권한도 주어진다면 흥미로운 시너지효과를 기대할 수 있을 것이다.

거래소에서 창출하는 가치가 토큰 가치 확보 효율성보다 중요한 이유

다른 거래소와 비교했을 때, 바이낸스가 BNB에 있어서 최고의 가치 확보 체계를 갖추고 있지는 않다. 지난 6개월에 걸쳐 아래와 같이 경쟁 거래소들이 독창적인 경제학을 갖춘 토큰들을 잇따라 출시하며 명확해진 사실이다.

1. 거래량 가중 평균 가격(VWAP)을 활용하여 실시간으로 LEO 토큰을 소각하는 비트파이넥스
2. FTT를 선물 담보로 제시하는 FTX
3. 거래 기반 채굴로 유동성에 인센티브를 제공하는 CoinFLEX
4. PoS에 스테이킹하여 토큰을 락업한 HT 보유자들에게 현금 흐름을 제공하는 후오비
5. 매일 KCS 보유자에게 거래 수수료 매출의 일부를 제공하는 쿠코인

위의 각 플랫폼은 BNB의 독자적인 특성에 착안하여 자체 코인의 개선안을 도출했으며, 그 결과 많은 거래소 토큰이 오늘날 BNB보다 더 매력적인 가치 확보 체계를 갖추고 있다.

바이낸스가 토큰 경제학을 발전시키는 편이 다른 거래소가 바이낸스의 성공을 따라잡기보다 훨씬 더 쉬울 것으로 보인다. 당장 내일이라도 바이낸스는 아래와 같은 일들을 실현할 수 있다.

1. BNB를 선물 담보로서 활용
2. 바이낸스 체인에 작업 보상 토큰 모델 적용
3. 스테이킹 보상 수령 요구조건으로 BNB 토큰 보유를 추가
4. 신규 트레이더들의 BNB 보유를 인센티브화하는 제휴 프로그램 출시

반면 다른 거래소들이 당장 내일 암호자산 업계에서 독점적인 지위에 오르기는 불가능하다. 바이낸스는 앞으로 다른 거래소들이 선구적으로 시도한 최선의 기능들을 활용하여 BNB의 효율성을 증진시킬 것으로 예상된다.

결론

바이낸스는 지난 2월 멀티코인에서 [바이낸스 코인 \(\\$BNB\) 분석 및 가치평가](#) 공개 이후 비약적으로 성장했다. 기존에 현물 거래만 다루던 거래소에서 이제는 선물, 마진, 대출, 옵션까지 다양하게 취급하는 거래소로 성장했다. 또한 스테이킹, 스테이블코인, 바이낸스 체인 등 블록체인을 통해서만 구현할 수 있는 금융 상품도 출시하기 시작했다. 바이낸스와 같은 금융 서비스 플랫폼이 신규상품과 서비스를 이처럼 빠른 속도로 출시하는 것은 전례 없는 일이다. 가치 이전(value transfer) 과정이 복잡하고, 느리며, 비용이 많이 들고, 고도로 파편화되었던 기존 체계와는 반대로, 가치 이전이 전세계적으로 간편하게 개방된 API에서 이루어지기에 가능해진 현상이다.

바이낸스의 신제품 출시 능력, 그리고 모든 부문에서 타의 추종을 불허하는 실행력은 상당히 인상적이다. 빠른 제품 출시 능력도 물론이지만 출시된 제품 대부분, 혹은 전부가 시장에서 성공했다는 사실 또한 감탄을 자아낸다.

1. 바이낸스 퓨처스는 [전세계적으로 두 번째로 유동적인 파생상품 거래소이다](#).
2. 바이낸스 대출은 출시 첫 단계에서 10분만에 구독 할당량을 [채웠다](#).
3. 중국에서의 바이낸스 P2P 거래는 출시 첫 날 150만 달러의 거래량을 [증가했다](#).
4. Binance U.S은 출시한지 얼마 안 돼 지속적인 성장을 기록해 [일일 거래량 3200만 달러](#) 이상을 달성하였다. 출시 한 달만에 잇비트와 제미니의 일일 거래량을 [추월](#)하였다.
5. 바이낸스 Launchpad IEO들은 여타 IEO 플랫폼보다 높은 평균 80.41%(10월 20일 기준)의 [수익률](#)을 달성하였다.
6. 바이낸스 DEX는 존재하는 [다른 모든 DEX](#)보다 높은 거래량을 자랑한다.

바이낸스의 2019년 3분기 수익은 1억 8,590만 달러로 현물 거래량이 31% 감소했음에도 불구하고 바이낸스 역사상 두 번째로 높은 수익률을 기록했다. 바이낸스의 신제품 출시 능력이 실질 수익으로 이어진다는 점이 증명된 것이다. 결과적으로 바이낸스는 더 열정적이고 빠른 속도로 새로운 제품 및 서비스를 지속 출시할 것으로 예상된다.

당사가 2월에 리포트를 출간한 이후, 거래소 토큰 시장은 급격하게 변화했다. 경쟁사들이 폭발적으로 증가했으며, BNB와 직접적인 경쟁 관계의 거래소들이 토큰 출시에 뛰어들었다. 새로운 거래소들 중 매력적인 토큰 경제학을 보여주는 곳들도 있으나 바이낸스와 실질적으로 경쟁하기에는 어려울 것으로 판단된다.

바이낸스의 네트워크 효과 및 시장 지배적 지위는 매일같이 성장하고 있다. 만약 바이낸스가 교차 마진 포지션을 추가하면 네트워크 효과가 한층 더 심화될 것으로 판단된다. 그렇게 되면 바이낸스는 신제품을 출시하고, 기존 서비스를 개선하면서 BNB 토큰에 지속적으로 새로운 기능을 추가할 것이다. 뿐만 아니라 경쟁사들이 토큰 경제학에 혁신을 일으키고 기발한 기능을 출시하면 바이낸스는 즉시 이러한 요소들을 모방할 가능성이 높다.

거래소 토큰 시장의 현황, 바이낸스의 시장 선도적 지위와 경쟁 상품들을 모방하려는 적극적인 의지, 그리고 바이낸스가 토큰 보유자에게 더 많은 가치를 부여하기 위해 BNB의 토큰 경제학을 수정했던 이력 등을 종합적으로 고려하면, 현재가격에서 BNB는 상당히 저평가되어 있다고 판단된다. 본 리포트 출시 시점에 BNB의 시가총액은 3,216,288,747(약 32억 1천 600만)달러이며, 시가총액 기준 USDT를 제외하고는 7위이다.