

2025.07.23

테마
디파이

관련 자산

- Uniswap | UNI
- Hyperliquid | HYPE
- Aave | AAVE
- Sky Protocol | SKY
- Spark Protocol | SPK
- Pendle | PENDLE

작성자

- 이선영 | Sunyung Lee
sunyung.lee@korbit.co.kr
- 최윤영 | Yoonyoung Choy
yoonyoung.choy@korbit.co.kr

주요 자산 가격(2025.07.21)

BTC	
USD	\$115,018
KRW	₩159,944,000
김치프리미엄	-1.63%

ETH	
USD	\$3,661
KRW	₩5,091,000

다시 쓰는 디파이 지도

디파이, 개방형 금융 혁신

디파이는 블록체인 기반 기술을 활용해 **중개기관 없이 사용자가 직접 금융 활동에 참여할 수 있도록 설계된 개방형 금융 생태계**다. 2015년 이더리움 출시 이후 스마트 계약을 기반으로 다양한 디파이 프로토콜이 등장했으며, **거래, 대출, 자산 운용의 세 가지 핵심** 섹터를 중심으로 서비스가 세분화되고 생태계 전반이 점차 확장되고 있다.

디파이 생태계의 재편: 거래·대출·자산 운용

디파이는 현재 다양한 금융 서비스가 온체인에서 자동화되어 작동하는 형태로 진화하고 있다. 디파이 생태계는 크게 세 가지 섹터로 구분된다. **거래 섹터는 자산 교환과 가격 형성의 중심 역할을 하며, 다른 디파이 기능들이 작동하는 기반 인프라로 기능한다.** **대출 섹터는 가상자산을 담보로 한 신용 창출 기능을 수행하며, 안정적인 자금 조달 수단으로 자리 잡고 있다.** **자산 운용 섹터는 예치 자산을 다양한 전략을 활용해 수익을 창출하는 구조로, 점차 복합화된 금융 모델로 확대되고 있다.** 최근에는 이들 섹터 모두에서 **실물자산 연계, 수익 분배 구조, 기관 대응 전략 등이 도입되며,** 디파이는 단순 기술 실험을 넘어 실질적인 금융 인프라로서의 기능을 강화하고 있다.

완화되는 규제, 커지는 기회

트럼프 행정부 출범 이후 미국의 가상자산 정책 기조는 기술 중립성과 혁신 장려로 전환되었으며, SEC 역시 디파이에 대해 유연한 접근을 모색하고 있다. 실제로 디파이 브로커 규정 철회 등 일부 제도 개선이 이미 이루어졌고, 일부 주에서는 제도적 기반 마련이 진행 중이다. 지난 7월 17일(현지시간) 미 하원에서는 **스태이블코인 법안(GENIUS 법안), 디지털자산 기본법안(CLARITY 법안), 반(反) CBDC 법안**이 일괄 통과되었다. 이러한 변화 속에서 Uniswap 등 주요 디파이 프로토콜들은 프로토콜 수익의 재분배 방식(예: Fee Switch)을 재논의하고 있으며, **규제 완화와 제도 수용 흐름 속에 기관의 디파이 진입 가능성도 커지고 있다.**

블록체인 기술은 기존 금융 시스템의 경계를 넘어서는 새로운 가능성을 제시하고 있다. 그 핵심이 바로 온체인 금융(on-chain finance)이다. 온체인 금융은 블록체인을 기반으로 자산의 발행, 거래, 관리 전 과정을 혁신함으로써 전통금융 시스템 자체를 재편하고 있다. 이와 같은 흐름 속에서 가장 빠르고 역동적인 변화를 만들어온 영역이 탈중앙화 금융, 즉 디파이(DeFi)다. 디파이는 중개자 없는 금융 거래, 투명성, 국경 없는(borderless) 접근성을 바탕으로 독립적인 생태계를 빠르게 확장시켜 왔다.

이러한 흐름은 올해 규제 환경의 급변과 함께 새로운 전기를 맞고 있다. 디파이를 제도권 금융과 연결하려는 시도가 미국 등 주요 국가를 중심으로 본격화되면서 디파이 생태계 내부에서도 섹터별로 규제 대응 방식과 운영 전략이 다변화되고 있다. 이제 디파이는 더 이상 ‘규제 바깥의 금융’이 아니라 제도권 내에서 기능과 책임을 시험받는 새로운 금융 인프라의 실험장이 되고 있는 것이다.

본 보고서는 이러한 인식에 기반하여 **디파이의 개념, 구조를 정리하고 주요 세부 섹터의 특징과 역할, 그리고 최근 규제 동향의 변화**가 각 생태계에 어떤 영향을 미치고 있는지를 종합적으로 고찰하고자 한다.

Figure 1: 디파이에 예치된 자산 규모 추이

출처: DeFiLlama



디파이의 개념과 역사

디파이는 블록체인 기술을 기반으로 구축된 금융 생태계로, 사용자가 은행, 보험회사 등 전통적인 중개기관 없이도 다양한 금융 활동에 직접 참여할 수 있도록 설계되어 있다¹. 디파이의 핵심 특성은 누구나 접근 가능한 개방성(openness), 모든 거래가 투명하게 기록되는 투명성(transparency), 특정 주체의 허가 없이 참여할 수 있는 퍼미션리스(permissionless)² 구조다.

디파이 서비스는 2015년 이더리움이 출시되면서 등장하기 시작했다. 개발자는 이더리움의 [스마트 컨트랙트](#)³를 활용해 단순한 P2P 자산 이전을 넘어 복잡한 금융 로직까지 구현할 수 있게 되었고, 이를 기반으로 초기 거래, 대출 서비스가 개발되었다. 이후 MakerDAO, Compound, Uniswap 등 주요 디파이 프로토콜이 잇따라 등장하면서 사용자 기반과 자금 유입이 빠르게 확대되었으며, 2020년-2021년 이른바 ‘디파이 서머(DeFi Summer)’에는 전체 프로토콜에 예치된 자산 규모가 1,000억 달러를 돌파하기도 했다.

2022년 테라-루나의 붕괴와 FTX 파산 등으로 시장이 위축되며 디파이에 예치된 자산 규모도 크게 감소했다. 그러나 이후 블록체인 인프라가 발전하고 사용자 경험 등이 개선되면서 디파이 생태계도 빠르게 회복세를 보이고 있다. 다양한 전통 금융 상품들이 온체인에 구현되며 디파이 활용 범위 또한 확장되고 있다.

디파이의 기능적 구조와 섹터

전통 금융의 다양한 기능이 디파이에 구현되기 시작하면서, 금융 시스템의 핵심 기능을 기준으로 디파이 생태계를 파악하려는 접근이 주목받고 있다. 이론적으로 디파이는 전통 금융의 주요 기능을 블록체인 기반 기술로 대체하거나 재설계할 수 있는 잠재력을 가지고 있으며, 금융 시스템이 수행하는 여섯 가지 핵심 경제 기능을 바탕으로 디파이 생태계를 분류해볼 수 있다⁴(Figure 2). 결제의 청산 및 정산 기능은 블록체인과 스테이블코인을 통해 구현되며, 자금 풀링은 토큰화된 자산 운용 프로토콜을 통해 구축될 수 있다.

¹ Fabian S. (2021). “Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-Based Financial Markets”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*

² Yan C. (2020). “Blockchain disruption and decentralized finance: The rise of decentralized business models”. *Journal of Business Venturing Insights*

³ 스마트 컨트랙트는 블록체인 상에 저장되어 사전에 정의된 조건이 충족되면 자동으로 실행되는 코드로 제3자의 개입 없이 자산 이전, 계약 조건 이행 등을 자동으로 처리한다.

⁴ Aqilina, M., Cornelli, G., Frost, J., & Gambacorta, L. (2025). “Cryptocurrencies and Decentralised Finance: Functions and Financial Stability Implications (BIS Papers No. 156). *Bank for International Settlements*.

Figure 2: 전통 금융과 디파이의 경제적 기능 및 활동 비교

출처: BIS Papers(각주 4 참조)

기능	전통 금융 사례	디파이 사례
1 가격 정보 제공	거래소, 거래 활동, 파생상품	탈중앙화 거래소, 가상자산 파생상품
2 결제의 청산 및 정산	지급결제 시스템, 예금 계좌, 전자화폐, 카드	블록체인, 스테이블코인
3 위험 통제	대출, 보험 계약, 파생상품, 헷지 전략	디파이 보험, 파생상품, 헷지 전략, 스마트 컨트랙트
4 인센티브 조율	위험 관리, 반복 거래 관계, 신뢰 기반 상호작용	스마트 컨트랙트, 초과담보
5 자원 이전	대출, 모기지, 연금 펀드, 뮤추얼 펀드	대출 프로토콜, 자산 운용 프로토콜, 스마트 컨트랙트
6 자금 풀링	주식, 채권, 뮤추얼 펀드, 상장지수펀드(ETF)	자산 운용 프로토콜, 거버넌스 토큰

이에 본 보고서에서는 위 기능 분류 체계를 바탕으로, 예치 자산 및 거래량 기준 상위 세 개 핵심 섹터(거래, 대출, 자산 운용)의 구조적 특성과 작동 방식을 분석한다(Figure 3).

Figure 3: 디파이 생태계 섹터 구분

출처: 코빗리서치

섹터	관련 전통 금융 기능	설명	주요 프로토콜
1 거래	가격 정보 제공 / 결제의 청산 및 정산	탈중앙화 거래소 및 파생상품 프로토콜은 실시간으로 가격 정보를 제공하며 거래 청산을 자동화	Uniswap , PancakeSwap, dYdX, Hyperliquid
2 대출	위험 통제 / 인센티브 조율 / 자원 이전	스마트 컨트랙트를 통한 초과담보 대출과 자동 청산 메커니즘으로 자본 이전을 구현	Aave , Compound, Sky Protocol , Syrup
3 자산 운용	자원 이전 / 자금 풀링	예치 자산에 대해 자동화된 수익화 또는 전략적 운용을 수행하며 자금 풀링 및 배분 기능을 대체	Spark Protocol , Yearn Finance, Lido, Pendle Finance

디파이 기능별 분류를 바탕으로, 다음 섹션에서는 거래, 대출, 자산 운용 세 핵심 섹터를 중심으로 대표 프로토콜의 기술 구조와 운영 메커니즘을 분석한다.

디파이의 섹터

거래 프로토콜

거래 프로토콜은 탈중앙화된 환경에서 자산 간 교환을 가능하게 하는 디파이 생태계의 핵심 인프라다. 여기에는 탈중앙화 거래소와 파생상품 프로토콜이 포함되며 전통 금융 기능의 실시간 가격 형성, 거래 체결 및 청산을 자동화한다.

거래 프로토콜 구조

거래 프로토콜의 구조는 거래 체결 메커니즘에 따라 크게 자동화된 마켓 메이커(Automated Market Maker, AMM) 방식과 오더북 방식으로 구분된다. 두 방식은 자산 가격 산정, 유동성 제공 방식, 체결 처리 구조에서 각각 다른 기술적 특성을 가진다.

자동화된 마켓 메이커는 중앙화 거래소의 오더북을 유동성 풀로 대체하고 수학 공식을 기반으로 가격을 산정하는 메커니즘이다. 가장 대표적인 예시로는 CPMM(Constant Product Market Maker) 기반 프로토콜이 있으며, 이는 유동성 풀 내 두 자산의 곱이 일정하게 유지되도록 설계된 방식이다($x * y = k$). CPMM에서 거래가 발생하면, 사용자는 매수하려는 자산의 반대 자산을 풀에 넣고 원하는 자산을 받는다. 이때 유동성 풀 내 자산 비율이 변하면서, 해당 수식을 유지하기 위해 가격이 자동으로 조정된다. CPMM의 장점은 이론적으로 모든 가격 구간에서 유동성을 제공하므로 시장 상황에 관계없이 항상 거래가 가능하다는 점이다. 그러나 유동성 규모가 작을 경우 대규모 거래 시 가격 슬리피지(slippage)⁵가 급격히 증가하는 단점이 있다. 또한, 유동성 공급자는 자산 가격 변동에 따라 원금 대비 손실이 발생할 수 있는 비영구적 손실(Impermanent Loss)⁶에 노출된다. 이러한 한계를 보완하기 위해 집중 유동성 모델(Uniswap v3) 등 다양한 구조적 개선이 도입되고 있으며, 각 거래 프로토콜은 지원 자산의 특성과 목적에 따라 적절한 가격 결정 공식을 선택해 사용하고 있다.

반면, 오더북 기반 거래 구조는 중앙화 거래소와 유사하게 매수와 매도 주문을 장부에 기록하고, 가격 조건이 일치할 때 체결하는 방식이다. 이 구조는 지정가, 시장가, 스탑로스⁷ 등 다양한 주문 방식을 지원하며, 대량 체결이나 고빈도 거래 전략에 유리하다. 그러나 탈중앙화된 환경에서 오더북을

⁵ 슬리피지는 주문 가격과 실제 체결 가격 간의 차이를 의미하며, 주로 유동성이 낮은 조건에서 대규모 거래가 체결될 때 발생한다. CPMM 모델에서는 $x * y = k$ 수식에 따라 자산 간 비율이 조정되며, 거래량이 커질수록 상대 자산의 가격이 비선형적으로 변화한다. 이로 인해 거래 규모가 클 경우 기대한 가격보다 불리한 조건에서 체결되는 현상이 나타난다.

⁶ 비영구적 손실은 유동성 제공자가 풀에 두 자산을 예치한 뒤, 시장 가격 변동으로 인해 단순 보유보다 낮은 수익을 얻게 되는 현상이다. 예를 들어, 1 ETH와 200 USDT(총 400 USDT)를 예치한 상태에서 ETH 가격이 300 USDT로 상승하면, 외부 거래자들이 상대적으로 저렴한 ETH를 매수하면서 풀의 ETH는 줄고 USDT 수량은 늘어난다. 이때 유동성을 인출하면 0.8 ETH와 240 USDT(총 480 USDT)를 받게 되며, 단순 보유(1 ETH + 200 USDT = 500 USDT) 했을 때보다 수익이 20 USDT 낮다. 다만 이 손실은 자산을 인출하기 전까지 확정되지 않으며, 가격이 원래대로 돌아오면 손실도 사라질 수 있어 '비영구적'이다.

⁷ 자산 가격이 미리 정해진 손절 기준 이하로 떨어지면 자동으로 매도되는 주문으로 손실을 제한하기 위한 리스크 관리 도구이다.

구현하려면 주문 생성, 매칭, 체결 등의 전 과정을 블록체인 상에서 처리해야 하므로, 빠른 트랜잭션 처리를 위해 블록체인 성능이 높고 가스비용이 낮아야 한다. 이를 보완하기 위해 일부 프로토콜은 주문 집계와 매칭을 오프체인에서 수행하고, 체결 결과만 온체인에 기록하는 하이브리드 구조를 채택하고 있다. 하이브리드 방식은 처리 속도와 비용 효율성 측면에서는 우수하지만, 모든 주문 내역이 온체인에 기록되지 않기 때문에 투명한 거래 추적과 독립적인 검증이 어렵다.

최근에는 이러한 하이브리드 구조의 한계를 극복하기 위해, 자체 레이어1 또는 레이어2 인프라를 활용해 온체인 체결 성능을 확보하려는 시도가 늘고 있다. 대표 사례로는 Hyperliquid가 있으며 자체 개발한 레이어1 체인 위에서 주문 생성, 체결, 청산, 기록 전 과정을 스마트 컨트랙트로 처리하고 있다.

Figure 4: 거래 프로토콜 메커니즘 비교

출처: 코빗리서치

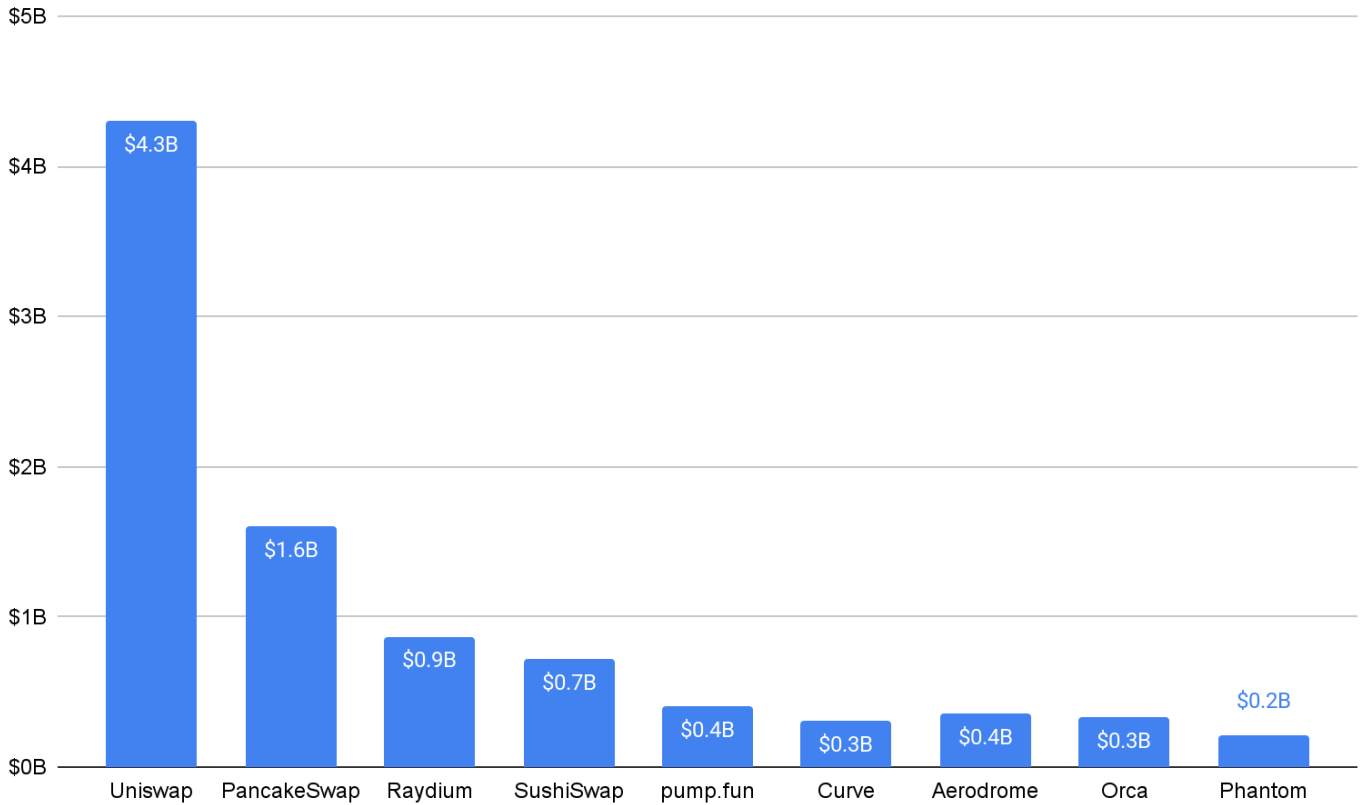
거래 메커니즘	설명	장점	단점
1 자동화된 마켓 메이커	스마트 컨트랙트 기반 유동성 풀에서 알고리즘에 따라 가격을 자동 산정	- 유동성 규모 상관 없이 항상 거래 체결 가능 - 구현 난이도가 상대적으로 낮음	- 대량 주문시 슬리피지 심화 - 비영구적 손실
2 오더북	사용자 주문을 모아 체결하는 방식으로 중앙화 거래소와 유사	- 다양한 주문 방식 제공	- 유동성이 낮은 시장에 취약 - 구현 난이도가 상대적으로 높음

대표적인 탈중앙화 거래소: Uniswap

Uniswap은 자동화된 마켓 메이커 구조를 상용화한 탈중앙화 거래소로, 디파이 생태계 내에서 가장 높은 누적 거래량과 수수료 수익을 기록하고 있다. 현재까지 누적 거래량은 약 2.8조 달러, 수수료 수익은 약 43억 달러, 예치된 자산 규모는 약 51억 달러에 달한다(Figure 5).

Figure 5: 주요 디파이 프로토콜 누적 수수료 수익 현황

출처: Tokenterminal



Uniswap의 프로토콜 구조는 지속적인 버전 업데이트를 통해 자동화된 마켓 메이커 모델의 기술적 한계를 단계적으로 보완해왔다. 2018년에 출시된 v1과 2020년의 v2는 CPMM 구조를 기반으로 설계되었으며 대규모 거래 시 슬리피지 증가와 비영구적 손실 발생이라는 단점이 있었다. 2021년 출시된 v3에서는 집중 유동성 모델(Concentrated Liquidity Market Maker, CLMM)이 도입되었으며, 이 모델은 유동성 공급자가 특정 가격 범위에 자산을 집중 배치할 수 있도록 하여 자본 효율성과 수익률을 크게 향상시켰다.

2025년 출시된 Uniswap v4는 개발자가 유동성 풀에 사용자 정의 로직을 추가할 수 있도록 하는 훅(Hook) 기능을 도입했다. 이를 통해 자동화된 마켓 메이커 구조에서도 지정가 주문, 자동 리밸런싱, 다이نام릭 수수료 조정 등 고도화된 기능 구현이 가능해졌다. 특히 훅을 활용하면 KYC/AML 연동, 거래 모니터링 등을 스마트 컨트랙트 수준에서 적용 가능해 규제 대응과 기관 참여 확대를 위한 기반이 마련됐다. 실제로 [Coinbase는 Uniswap v4의 훅 기능을 적용해 KYC 인증 사용자가 거래 가능한 Verified Pool을 베이스\(BASE\) 체인에서 운영](#)하고 있으며 기관 대상 온체인 유동성 테스트를 진행 중이다.

또한, Uniswap은 2025년 2월에 자체 레이어2 체인인 [Unichain을 출시](#)하며 확장성과 사용자 경험을 개선하기 위한 프로토콜 차원의 변화를 시도하고 있다. Unichain은 기존 이더리움 메인넷 대비 최대 95% 낮은 가스비와 더 빠른 트랜잭션 처리 속도를 제공하며, 체인 상의 거래 실행 효율을 높이는 데

초점을 맞추고 있다. 또한, 거래가 Unichain 상에서 실행됨에 따라 기존 외부 인프라에 돌아가던 수익이 Uniswap으로 귀속되어 수익 구조가 개선될 것으로 기대된다. Unichain은 Optimism Superchain과의 통합을 통해 체인 간 메시지 및 자산 전송을 지원하며, 향후 Uniswap 인터페이스를 통해 크로스체인 스왑 기능도 제공할 계획이다.

Unichain의 출시에 따라 Uniswap의 고유자산인 UNI 토큰의 활용 범위가 확대되고 있다. 기존에는 UNI 토큰이 프로토콜 거버넌스에 참여하는 수단으로만 사용되었으나, 현재는 Unichain의 시퀀서 및 검증자로 참여하기 위한 스테이킹 자산으로도 활용되고 있다. 향후 수익 분배 기능이 도입되면, UNI 토큰은 단순한 거버넌스 수단을 넘어 프로토콜의 운영과 수익 구조에 실질적으로 연동되는 유틸리티를 가질 것으로 예상된다.

대표적인 파생 프로토콜: Hyperliquid

Hyperliquid는 디파이 파생상품 부문에서 가장 높은 거래량을 기록 중인 오더북 기반 프로토콜이다. 2025년 7월 기준 일일 거래량은 약 48억 달러로, 중앙화 거래소인 Bybit(190억 달러), OKX(210억 달러), Bitget(215억 달러)에는 미치지 못하지만, 온체인 파생상품 시장에서는 약 84.4%의 점유율로 사실상 독점적 지위를 차지하고 있다. 무기한 선물 누적 거래량은 약 1.84조 달러, 누적 수수료 매출과 예치 자산 규모는 각각 약 3억 달러, 5억 달러다.

Hyperliquid는 중앙화 거래소 수준의 속도와 편의성을 온체인 환경에서 구현해 주목받고 있다. 이를 위해 Hyperliquid는 자체 L1 체인을 개발하여 초당 200,000건 이상의 거래를 처리할 수 있는 고성능 인프라를 구축했고, 이를 통해 실시간 주문 체결과 빠른 포지션 정산이 가능해졌다.

현재 Hyperliquid는 단순한 파생상품 거래소를 넘어 종합 가상자산 플랫폼으로 확장되고 있다. 자체 메인넷과 이더리움과 호환되는 실행 환경인 HyperEVM을 구축해 다양한 디파이 서비스를 수용할 수 있는 기반을 마련했다. HyperEVM은 기존 이더리움 기반 디파이 프로토콜의 스마트 컨트랙트를 별도의 수정 없이 Hyperliquid 메인넷에서 그대로 실행할 수 있도록 설계되었다. 이를 바탕으로 Aave를 포크(fork)⁸한 대출 프로토콜 Hyperlend, Liquity를 포크한 스테이블코인 프로토콜 Felix 등 다양한 디파이 프로토콜이 Hyperliquid 생태계 내에서 운영되고 있다.

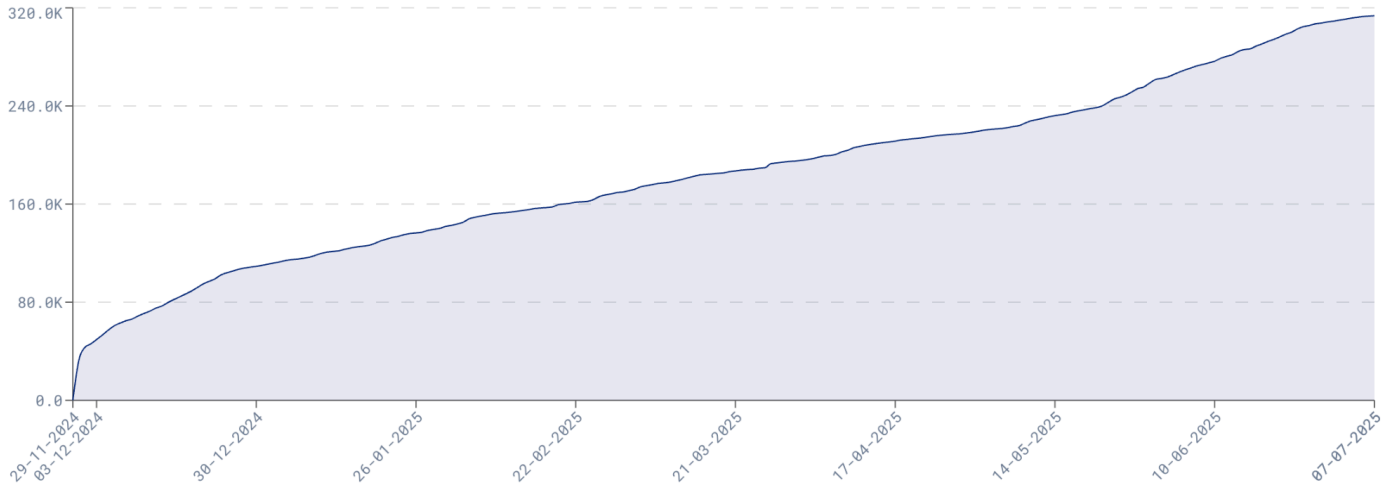
Hyperliquid는 자체 토큰인 HYPE를 중심으로 생태계 내 모든 경제 활동이 토큰 수요로 연결되도록 설계되어 있다. HYPE 보유자는 해당 토큰을 사용해 스테이킹 보상을 받고, 메인넷 트랜잭션 수수료를 지불할 수 있다. 이처럼 HYPE는 네트워크 운영과 사용자 인센티브 등 생태계 전반에서 핵심적인

⁸ 디파이에서 포크란 개발자가 기존 프로토콜의 오픈소스 코드를 복사해 새로운 독립 프로토콜로 배포하는 과정을 의미한다. 이는 일반적으로 디파이 프로토콜의 코드를 그대로 가져와 다른 블록체인에 배포하거나, 원래 기능을 일부 수정하여 재구성하는 방식으로 이루어진다.

역할을 한다. 또한 Hyperliquid는 상장 옵션과 거래 수수료에서 발생한 수익 대부분을 HYPE 토큰의 바이백과 소각에 사용하고 있어, 생태계 수익 증가가 토큰 유통량 감소로 이어지는 구조를 갖추고 있다. 2025년 7월 기준, 누적 2,600만 개 이상의 HYPE가 바이백되었고, 32만 개 이상이 소각되었다(Figure 6).

Figure 6: HYPE 토큰 소각 현황

출처: ASXN Data



이와 동시에 Hyperliquid에 대한 기관 수요도 증가하고 있으며, HYPE는 점차 상장사 및 기관 투자자의 자산 배분 전략의 일부로 고려되고 있다. 미국 나스닥 상장사 [Hyperion DeFi\(HYPD\)](#)⁹는 약 5천만 달러 규모의 자금을 조달해 100만 개 이상의 HYPE를 확보했으며, 이를 활용해 Hyperliquid의 검증자로 참여할 예정이다. 캐나다 상장사 [Tony G Co-Investment Holdings\(TONY\)](#)¹⁰ 또한 HYPE를 장기 준비자산으로 편입하고 누적 2만 개 이상을 보유하고 있다. 싱가포르 기반 나스닥 상장사 [Lion Group Holding\(LGHL\)](#)은 약 6억 달러 규모의 가상자산 준비금을 확보해, HYPE 기반의 준비금 조성 및 기타 블록체인 이니셔티브를 본격 추진할 예정이다. 초기에는 약 1,060만 달러 상당의 자금을 HYPE에 투자할 계획이며, 기존 파생상품 사업과의 시너지 창출 및 탈중앙화 금융 인프라 진입을 전략적 목표로 설정하고 있다.

대출 프로토콜

디파이 대출 프로토콜은 자본 이전, 리스크 관리, 인센티브 조율 등 전통 금융의 핵심 기능을 탈중앙화 방식으로 구현한 구조다. 사용자는 보유 중인 가상자산을 매각하지 않고 스마트 컨트랙트에 담보로 예치하여 필요한 자금을 조달할 수 있다.

⁹ Eyenovia, Inc. (EYEN)는 Hyperion DeFi, Inc. (HYPD)로 사명을 변경하며, 전략적 전환과 함께 글로벌 HYPE 토큰 보유 선도 기업을 목표로 하고 있다.

¹⁰ Tony G Co-Investment Holdings Ltd.(TONY)는 사명을 HYLQ Strategy Corp.(HYLQ)로 변경하였으며, 이는 Hyperliquid 생태계에 대한 투자 방침을 사명에 반영하기 위한 조치다.

대출 프로토콜의 구조

디파이에서 가장 일반적인 대출 구조는 초과 담보 기반이며, 이는 크게 CDM(Collateralized Debt Market) 모델과 CDP(Collateralized Debt Position) 모델로 구분된다. CDM 모델은 Aave나 Compound처럼 유동성 풀에서 자산을 직접 차입하는 구조로, 공급자와 차입자가 동일한 자산 풀을 공유한다. 반면 CDP 모델은 Sky Protocol처럼 사용자가 담보를 예치하고 이를 바탕으로 새로운 자산(주로 스테이블코인)을 발행하는 구조다. 두 모델 모두 담보 가치가 일정 수준 이하로 하락하면 자동 청산 메커니즘이 작동하여 담보 자산이 강제로 매각되고 대출금이 자동 상환된다. 이러한 청산 시스템은 프로토콜 전반의 지급불능 위험을 방지하는 핵심 안전장치로 기능한다.

다만, 초과 담보 기반 대출 구조는 차입자가 대출 금액을 초과하는 자산을 담보로 제공해야 하므로 자본 효율성이 낮다는 한계가 있다. 이를 보완하기 위해 최근에는 오프체인 신용 평가, KYC 절차, 법적 계약 등을 활용해 담보 요건을 대폭 완화한 하이브리드 대출 모델이 등장하고 있다. Syrup, Goldfinch, TrueFi 등은 차입자의 평판 평가와 전문 신용 심사를 기반으로 기관 차입자에게 저담보 또는 무담보 대출을 제공한다.

한편, 디파이 대출 생태계에는 전통 금융에 없는 특수한 구조도 있다. 대표적인 사례가 플래시론(Flash Loan)이다. 플래시론은 담보 없이 대규모 자산을 차입한 후 단일 트랜잭션 내에서 전액 상환해야 하는 구조다. 상환이 완료되지 않으면 트랜잭션 전체가 무효화되므로, 채무불이행 리스크는 기술적으로 발생하지 않는다. 이 구조는 자본 없이 일시적으로 큰 유동성을 활용할 수 있게 해주지만, 가격 오라클 조작 등 취약점을 노린 공격에 악용되기도 한다.

Figure 7: 담보 요건에 따른 디파이 대출 방식

출처: 코빗리서치

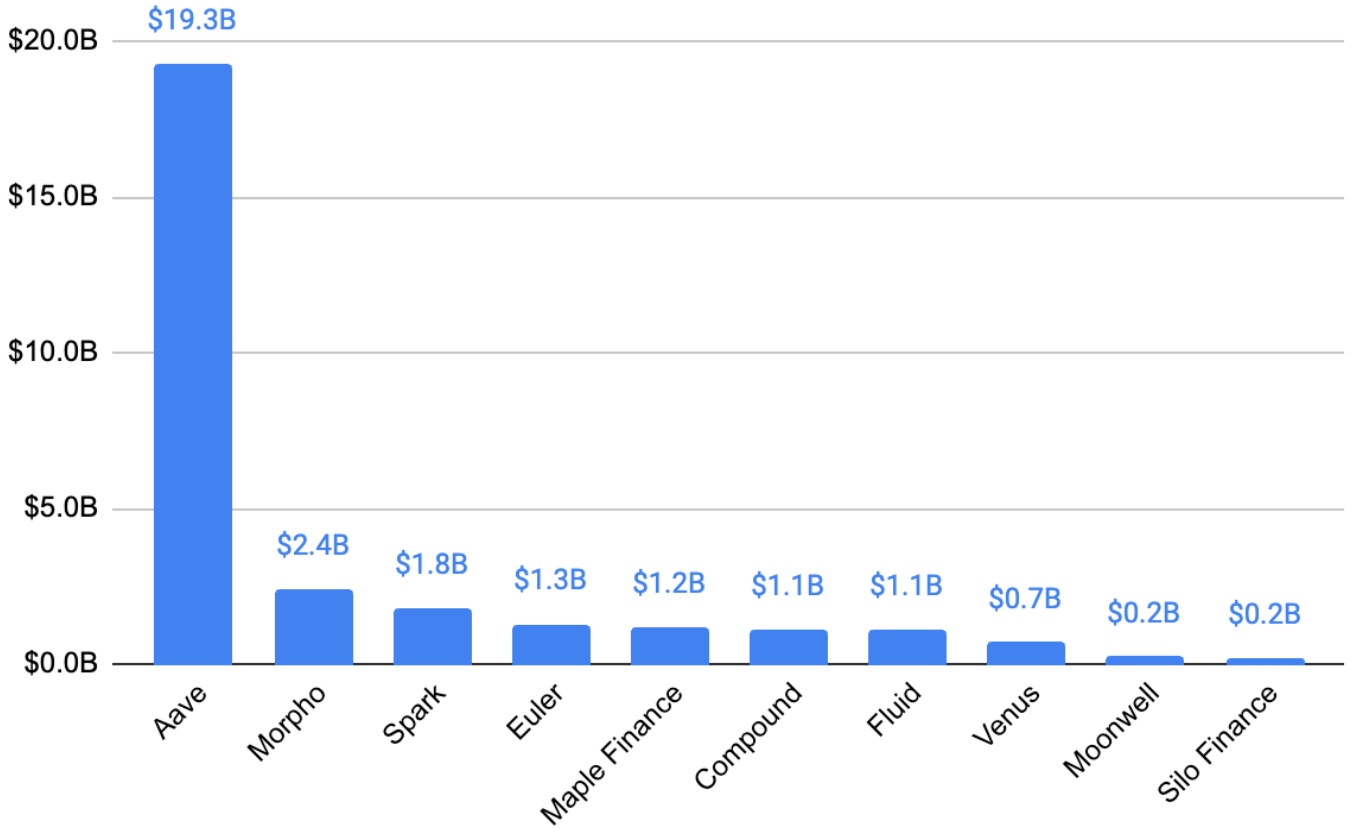
담보 요건	구분	설명	대표 프로토콜
초과담보	CDM	유동성 풀에서 직접 차입, 예치자와 차입자가 같은 자산 풀을 공유	Aave, Compound
	CDP	담보를 예치하고 스테이블코인을 새로 발행	Sky Protocol, Liquity
저담보/무담보	신용 기반	KYC/신용 평가 기반으로 대출 실행. 주로 오프체인 신용 및 법적 계약 사용	Syrup, Goldfinch
	무담보	플래시론과 같이 단일 트랜잭션 내 즉시 상환 조건의 대출, 스마트 컨트랙트에 기반	Aave

대표적인 대출 프로토콜: Aave

Aave는 현재 가장 많은 자산이 예치되어 있는 핵심 대출 인프라다. 2025년 7월 기준 예치 자산은 약 288억 달러이며, 누적 매출은 약 15억 달러, 대출 잔액은 약 193억 달러(Figure 8)에 이른다. 전체 유동성의 상당 부분이 단순 예치에 그치지 않고, 실수요 기반 대출로 활발히 이어지고 있다.

Figure 8: 대출 프로토콜 대출 잔액 규모

출처: Tokenterminal



Aave의 성장 배경에는 대출 구조 개선과 기능 확장이 있다. 초기 모델인 ETHLend는 P2P 방식으로 대출자와 차입자를 직접 연결했으나 대출 조건에 맞는 상대를 찾기 어려워 대출 실행이 느리다는 한계가 있었다. 이에 Aave는 스마트 계약을 활용한 P2C(Pool-to-Contract) 구조의 유동성 풀 모델로 전환하여 대출 실행 속도와 자본 효율성을 크게 개선했다. 이후 v2에서는 정교한 리스크 파라미터를 도입해 사용자 편의성과 자산 안정성을 강화했고, v3에서는 격리 자산 모드¹¹, 상관성이 높은 자산 전용 대출 모드인 eMode(Efficient Mode)¹², 그리고 체인 간 유동성 이동을 가능하게 하는 Aave Portal 등을 출시해 멀티체인 환경에서의 자본 효율성과 확장성을 개선했다. 나아가 향후 출시 예정인 v4에서는 Cross-Chain Liquidity Layer(CCLL)를 통해 각 체인에 분산된 유동성을 통합하고, 체인 간 자산 이동의 효율성을 높여 전체 생태계의 자본 효율성을 근본적으로 높일 계획이다.

¹¹ 격리 자산 모드는 새로운 자산이나 변동성이 큰 자산을 담보로 안전하게 도입하기 위해 설계된 기능으로 해당 자산의 담보 사용 방식을 제한함으로써 리스크를 통제한다. 특정 자산이 격리 담보 자산으로 지정되면, Aave 거버넌스에서 승인한 특정 스테이블코인만을 차입하는 데 사용할 수 있다. 이를 통해 신규 또는 고위험 자산이 프로토콜 전체에 미치는 영향을 격리시켜 시스템 리스크를 완화할 수 있다.

¹² eMode는 Aave v3에서 도입된 기능으로, 높은 상관관계를 가진 자산들(예: ETH-stETH, USDC-USDT) 간 대출 한도를 확장하여 레버리지 효율을 극대화하는 모드다. 일반 대출 모드 대비 더 높은 담보 인정 비율(LTV)과 청산 임계값을 적용함으로써, 자본 활용도를 높이는 데 목적이 있다. 단, eMode는 동일 그룹 내 자산 간에만 적용되며, 다른 그룹 자산으로 전환 시 일반 모드 기준이 적용된다.

Aave는 이러한 프로토콜 구조의 고도화와 더불어 제도권 자본의 유입을 위한 전략도 함께 추진하고 있다. 특히 실물자산(Real-World Assets, RWA) 시장의 성장과 기관 투자자 수요 증가에 대응하기 위해 기관 대상 허가형 대출 인프라 ‘[Horizon](#)’ 구축 계획을 발표했다. Horizon은 KYC를 완료한 기관 투자자가 토큰화된 머니마켓펀드(MMF)를 담보로 USDC 또는 자체 스테이블코인인 GHO를 대출받을 수 있게 설계되었으며, 발생하는 수익의 최대 50%는 Aave DAO로 귀속될 예정이다. 이를 통해 Aave는 RWA 기반 유동성 확대, GHO 수요 창출, DAO 수익 모델의 다변화라는 세 가지 목표를 동시에 달성하고자 한다

한편, Aave의 거버넌스 토큰인 AAVE의 토크노믹스 구조도 전면 개편되며, 프로토콜 수익과의 연결성이 강화되고 활용 범위가 확대되고 있다. Aave는 지속적으로 수익을 창출해 왔지만, 기존 구조에서는 AAVE 스테이커에게 수익이 효과적으로 전달되지 못하는 한계가 있었다. 이를 보완하기 위해, 이번 개편에서는 프로토콜 초과 수익을 활용한 AAVE 바이백 및 재분배 구조가 도입되었다. Aave DAO는 2025년 3월부터 매주 약 100만 달러 규모의 AAVE를 바이백해 스테이킹 참여자에게 재분배하는 프로그램을 운영 중이다. 또한 스테이킹 인센티브도 강화되었다. AAVE를 스테이킹한 사용자는 GHO 대출 시 이자 할인 혜택을 받을 수 있으며, 동시에 리워드 형태로 AAVE를 분배받는다. 여기에 더해, Anti-GHO와 같은 신규 인센티브 구조도 도입되어 장기 참여를 유도하고 AAVE 생태계 전반의 수요 기반을 확대하고 있다.

대표적인 가상자산 담보 스테이블코인 프로토콜: Sky Protocol

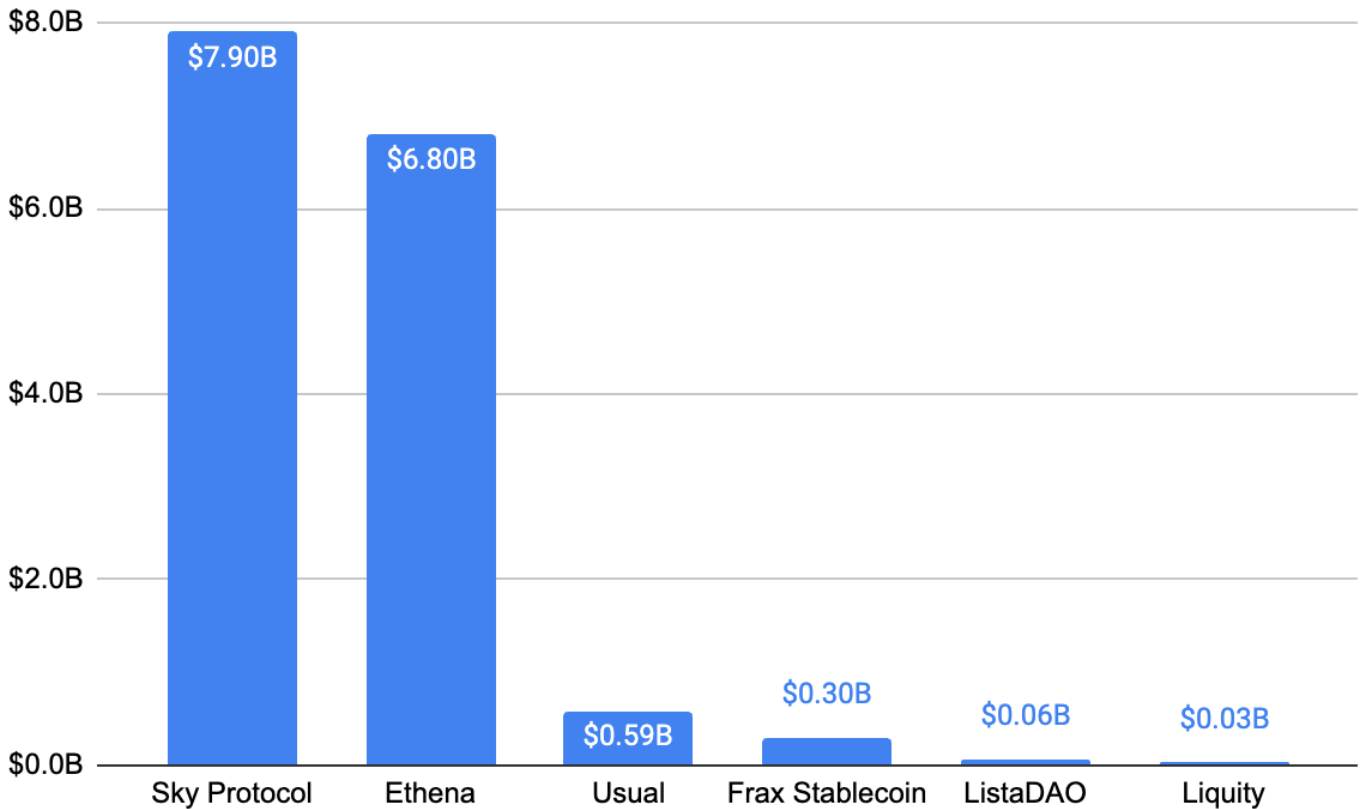
Sky Protocol(구 MakerDAO)은 가장 오래된 가상자산 담보형 스테이블코인 프로토콜이며, 현재 가장 높은 수익성을 기록하고 있다. 최근 1년간 수수료 기반 매출은 약 3억 달러에 달하며, 이 중 대부분은 사용자가 가상자산을 예치하고 이를 담보로 USDS(구 DAI)를 발행할 때 부과되는 안정화 수수료(stability fee)¹³에서 발생한다.

USDS는 Curve, Aave, Uniswap 등 주요 디파이 프로토콜에서 대출이나 유동성 공급 등 다양한 방식으로 활용되고 있다. 사용자는 보유한 USDS를 Sky Protocol에 예치해 이자를 받을 수 있으며, 이는 USDS 수요를 유도하는 주요 인센티브로 작용한다. 이러한 수요 확산에 힘입어, 2025년 7월 기준 USDS의 발행량은 약 79억 달러(Figure 9)로, 가상자산 담보 스테이블코인 중 최대 규모를 기록하고 있다.

¹³ 안정화 수수료는 사용자가 담보를 예치하고 스테이블코인을 발행할 때 발생하는 이자 성격의 수수료다.

Figure 9: 가상자산 담보 스테이블코인 발행량

출처: Tokenterminal



Sky Protocol은 2023년 'Endgame Plan'을 통해 가상자산 담보 스테이블코인 프로토콜에서 탈중앙화된 자율 금융 네트워크로의 전환을 추진하고 있다. 이 전략의 핵심은 단일 거버넌스 구조를 기능별 SubDAO 체계로 분산시켜 의사결정 병목을 해소하고, 사용자 참여와 운영 자율성을 동시에 강화하는 데 있다.

이에 따라 토크노믹스도 전면 재설계되었다. SKY(구 MKR) 토큰은 기존의 거버넌스 수단을 넘어, Seal Module을 통해 프로토콜 수익의 일부를 직접 분배받는 가치 저장 수단으로 기능한다. Sky Protocol의 순이익 중 25%가 USDS 형태로 SKY 보유자에게 분배되며, SPK 발행량의 15%도 Seal Module에 할당된다. 또한 프로토콜의 잉여 수익이 5천만 달러를 초과할 경우 Smart Burn Engine(SBE)이 작동해 [Uniswap의 SKY/USDS 유동성 풀에서 SKY를 바이백하고 소각한다](#). 현재는 매일 약 100만 USDS 규모의 SKY가 소각되고 있으며, 소각량이 발행량을 상회할 경우 SKY의 유통량은 감소할 수 있다.

Sky Protocol은 이와 함께 Grove라는 SubDAO를 통해 전통 금융 자산인 담보부 대출채권(Collateralized Loan Obligation, CLO)을 온체인에 도입하고 있다. [초기 운용 자본 10억 달러는 Janus Henderson의 Anemoy AAA CLO 전략\(JAAA\)에 투자되며](#), 이를 통해 전통 금융과의 접점을 넓혀가고 있다.

자산 운용 프로토콜

자산 운용 프로토콜은 전통 금융의 뮤추얼 펀드, 자산운용사, 연기금 등과 유사한 역할을 수행한다. 특정 목적에 따라 자산을 수탁 및 운용하며, 자금을 풀링하고 이를 시공간적으로 이전 및 활용하는 구조를 통해 시장 내 자산 재분배 기능을 수행한다.

자산 운용 프로토콜 구조

자산 운용 프로토콜은 운용 방식에 따라 패시브 운용형과 액티브 운용형으로 구분된다. 구분 기준은 수익이 자동으로 발생하는 구조인지, 또는 전략적 개입이 필요한지 여부에 따라 결정된다.

패시브형 프로토콜은 사용자가 자산을 예치하면 프로토콜이 이를 자동으로 운용해 수익을 창출한다. 예를 들어, Lido는 이더리움 스테이킹에서 발생한 보상을 stETH의 가치에 자동으로 반영¹⁴한다. Spark Protocol의 경우 USDS를 예치하는 것만으로도 수익을 제공한다.

반면, 액티브형 프로토콜은 사용자가 전략을 선택하여 수익을 극대화하는 구조다. 예를 들어, Pendle은 사용자가 미래 이자 수익을 분리해 거래할 수 있도록 하며, 이를 통해 수익률 곡선 기반 전략 실행이 가능하다.

Figure 10: 운영 방식에 따른 디파이 자산 운용 프로토콜

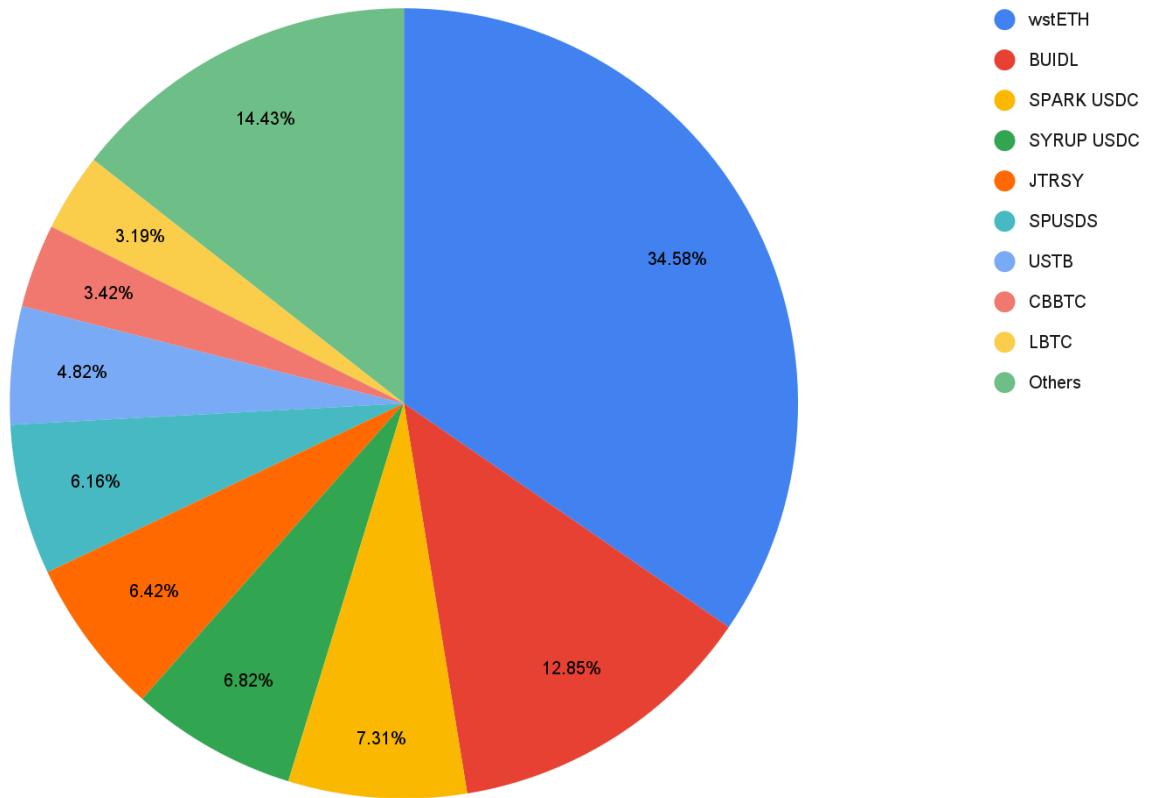
출처: 코빗리서치

구분	운영 방식	주요 프로토콜
패시브	자산 예치 후 자동 수익화	Spark Protocol, Lido, Yearn Finance
액티브	사용자 또는 알고리즘/외부 매니저가 전략 집행	Pendle

대표적인 패시브 운용 프로토콜: Spark Protocol

Spark Protocol은 Sky Protocol 생태계의 핵심 자산 운용 플랫폼으로, Sky Protocol이 보유한 자산을 다양한 디파이 프로토콜과 블록체인 네트워크에 전략적으로 배분해 안정적인 수익을 창출하는 역할을 수행한다. 플랫폼의 핵심 인프라인 Spark Liquidity Layer(SLL)는 현재 약 35억 달러 규모의 자산을 운용 중이며, 이 중 약 60%는 Morpho, Ethena, Syrup 등 디파이 프로토콜에 예치되어 있다. 나머지 40%는 BUIDL, Superstate 등 미국 국제 기반 RWA에 투자되어 있어, 디파이와 RWA를 병행하는 하이브리드 운용 전략을 채택하고 있다(Figure 11).

¹⁴ 이 구조는 리베이스(rebase) 메커니즘에 기반하며, Lido는 매일 이더리움 네트워크에서 발생한 스테이킹 보상을 계산한 뒤, 이를 stETH 보유자들의 잔액에 비례해 자동으로 반영한다. 그 결과, 사용자의 지갑에 표시되는 stETH 수량이 늘어나며, 이 증가분이 곧 스테이킹 수익에 해당한다. 보상은 stETH의 시장 가격 변화가 아니라, 보유 수량의 증가를 통해 반영된다.



Spark Protocol은 현재 두 가지 주요 상품을 통해 서비스를 제공하고 있다. 첫 번째는 Aave v3를 기반으로 개발된 SparkLend로, 사용자가 ETH, USDS 등 다양한 자산을 담보로 예치하거나 대출할 수 있는 프로토콜이다. 두 번째는 Spark Savings로, 사용자가 스테이블코인을 예치하면 SSR(Sky Savings Rate)에 따라 연 4.5%의 고정 수익을 얻을 수 있다. 이는 USDe, USTB 등 대표적인 수익형 스테이블코인의 변동 수익률(연 4~5%)과 유사한 수준이나, 변동성 없이 고정 수익을 제공한다는 점에서 수익 예측 가능성을 중시하는 사용자에게 매력적인 선택지가 될 가능성이 높다.

SPK는 Spark Protocol의 거버넌스 토큰으로, 보유자는 이자율 정책, 담보 자산 구성 등 핵심 의사결정에 참여할 수 있는 권한을 가진다. 현재 SPK 보유자는 토큰을 스테이킹하여 Spark Points를 획득할 수 있으며, 이 포인트는 향후 생태계 내에서 보상, 에어드롭, 수수료 감면 등 실질적인 유틸리티와 연동될 예정이다.

대표적인 액티브 운용 프로토콜: Pendle

Pendle은 이자 발생 자산의 미래 수익을 분리하여 거래할 수 있도록 설계된 디파이 수익률 파생 프로토콜이다. 사용자는 자산을 SY(Standardized Yield) 형태로 래핑한 뒤, 이를 원금(Principal Token, PT)과 이자 수익(Yield Token, YT)으로 분할하여 각각 매매할 수 있다. 이 구조는 전통 금융의 스트립 채권이나 금리 스왑과 유사하다.

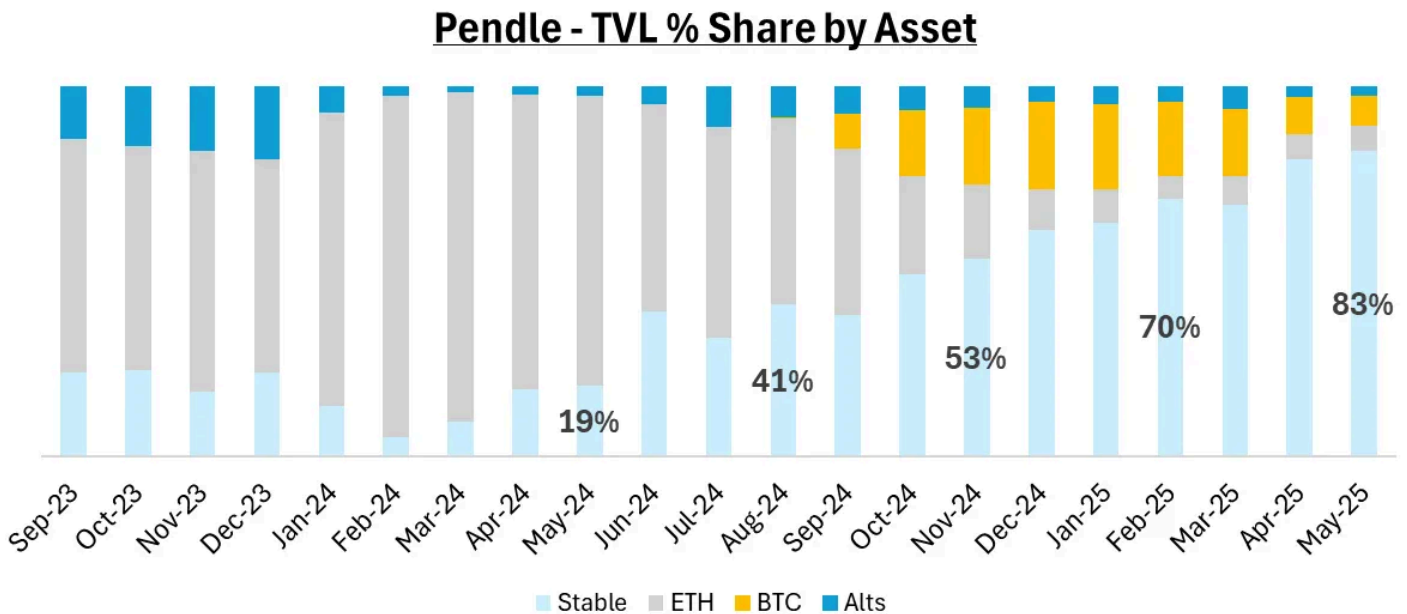
사용자는 시장 금리 전망, 만기 구조, 자산별 인센티브 조건 등을 고려해 PT 또는 YT를 선택적으로 거래할 수 있으며, 이 과정에서 자신의 리스크 선호도와 목표 수익률에 따라 다양한 방식으로 운용 전략을 구성할 수 있다. 변동성을 지양하고 안정적인 수익을 추구하는 투자자는 PT를 할인된 가격에 매수해 만기 시 1대 1로 교환함으로써 수익을 확정할 수 있다. 수익을 극대화하고자 하는 투자자는 YT를 매수해 미래에 발생할 모든 수익(이자, 포인트, 리워드 등)에 대한 권리를 선점할 수 있다.

2024년에는 유동성 리스테이킹(LRT)과 포인트 파밍¹⁵ 메타의 확산에 따라 미래 수익에 대한 거래 수요가 증가하며 Pendle의 성장세가 가속화되었다. 사용자는 YT를 매수해 포인트 수익에 대한 노출을 확대하거나 매도해 불확실한 보상을 조기에 실현하는 전략을 선택할 수 있으며, 이러한 구조는 Pendle의 차별성과 시장 내 입지를 강화하는 핵심 요인으로 작용했다.

최근에는 Ethena의 USDe와 같은 수익형 스테이블코인이 주요 자산으로 편입되며, Pendle은 특정 내러티브를 넘어 디파이 수익률을 다루는 범용 플랫폼으로 확장되고 있다. 데이터에 따르면, [현재 예치된 자산의 약 83%가 스테이블코인 기반 전략으로 구성](#)되어 있으며(Figure 12), 이는 프로토콜의 활용 범위가 안정적으로 확장되고 있음을 보여준다.

Figure 12: Pendle 내 자산별 예치 비중

출처: Spartangroup



¹⁵ 가상자산 포인트 파밍은 사용자가 특정 블록체인과 상호 작용하여 포인트를 받는 트렌드다. 이 포인트는 일반적으로 미래의 에어드랍을 통해 가상자산으로 전환될 수 있다.

[Pendle은 향후 규제 기관을 위한 KYC 인증 제품을 개발](#)하여, 전통 금융 기관이 가상자산 기반 고정 수익률 상품에 접근할 수 있는 파이프라인을 구축하고자 한다. 이는 기관 자금 유입을 위한 핵심 전략 중 하나로, 수익률 구조화 상품에 대한 제도권 수요에 대응하는 기반이 될 수 있다.

Pendle의 토크노믹스는 프로토콜의 성장성과 토큰 가치가 직접 연동되도록 설계되어 있다. 핵심은 일정 기간 Pendle의 고유자산인 PENDLE를 락업해 획득하는 vePENDLE로, 이 토큰은 단순한 거버넌스 참여 수단을 넘어 유동성 인센티브 배분 투표권과 함께 프로토콜 수익 일부에 대한 분배 권리를 제공한다. 이러한 구조는 PENDLE의 장기 보유를 유도하는 핵심 인센티브로 작동하고 있다. 현재 [전체 PENDLE 유통량 약 1억 6,470만 개 중 5,980만 개가 락업](#)되어 있으며, 락업 규모는 지속적으로 증가하고 있다.

디파이 생태계 최근 동향

앞서 논의한 대표 프로토콜의 핵심 성장 전략, 기관 유치 전략, 토크노믹스는 Figure 13과 같이 요약된다.

Figure 13: 디파이 생태계 섹터 구분

출처: 코빗리서치

섹터	대표 프로토콜	핵심 성장 전략	기관 유치 전략	토크노믹스
거래	Uniswap	- 자동화된 마켓 메이커 구조 고도화 - 자체 L2(Unichain) 출시로 확장성 확보	v4 Hook 도입 통한 KYC/AML 적용 유동성 풀 운영 가능	UNI: 시퀀서 스테이킹 자산, 프로토콜 수수료 연동 가능성 존재
	Hyperliquid	- 고성능 자체 L1 기반 오더북 모델 구현 - HyperEVM 도입을 통한 생태계 확장	기관 투자자 HYPE 토큰 재무 준비금으로 편입	HYPE: 바이백·소각 통한 유통량 감소, 수익 기반 가치 저장 수단
대출	Aave	- 크로스체인 유동성 통합 - GH0 출시를 통한 대출 유동성 통합	Aave Arc, Horizon Initiative 통한 RWA 담보 대출 및 기관 전용 대출 인프라 구축	AAVE: GH0 대출 금리 인하 인센티브, 프로토콜 수익으로 바이백 및 분배
	Sky Protocol	- Endgame Plan 기반 SubDAO 분산 운영 - RWA 확대 및 CLO 투자	Spark Protocol을 통해 RWA 자산 편입, Grove를 통해 CLO 온체인화	SKY: 수익 분배(USDS), 소각 구조(SBE) 도입으로 토큰 유통량 감소 유도
자산 운용	Spark Protocol	- 예측 가능한 고정 수익률 제공을 통해 보수적 투자자 수요 확보 - Sky Protocol 생태계 자산의 운용 최적화 및 RWA 편입 다변화를 통한 수익 안정성 강화	미국 국채 기반 RWA 투자 운용 상품 편입	SPK: 스테이킹 통해 보상, Spark Points 제공으로 실질적 유틸리티 강화
	Pendle	- 변동성 있는 수익률 구조의 불확실성 해소를 위해 이자 분리 구조(PT/YT) 도입 - 포인트 파밍 및 수익형 스테이블 코인 등 수요 확대에 대응하여 수익률 기반 파생상품 거래 시장 선도적으로 확장	KYC 기반 수익률 구조화 상품 개발 예정	PENDLE: vePENDLE 락업 기반 수익 배분 및 투표권 제공, 장기 보유 유도

주요 디파이 프로토콜들의 전략적 방향성과 구조적 특징을 살펴보면, 몇 가지 공통적인 방향성이 드러난다.

첫째, 기능의 고도화와 복합화가 빠르게 진행되고 있다. 초기 디파이 프로토콜은 전통 금융의 특정 기능만 구현하는 방식으로 시작했지만, 시간이 지나면서 대부분의 프로토콜이 기능을 확장하는 방향으로 진화하고 있다.

둘째, 토큰 유틸리티는 단순한 거버넌스 참여를 넘어, 프로토콜의 수익 구조 및 사용자 행위와 직접 연동되는 구조로 진화하고 있다. 수수료 수익을 기반으로 한 바이백과 소각, 스테이킹 참여자 대상 수익 분배, 프로토콜 내 핵심 기능 사용 시 토큰 활용 등이 주요 사례다.

셋째, 주요 프로토콜은 제도권 자본의 유입을 전제로, 규제 요건을 반영한 설계와 실물 자산 운용 기능을 적극 도입하고 있다. KYC/AML 기반 유동성 풀, 기관 전용 대출 인프라, 수익률 구조화 상품 개발 등 제도권 수요에 부합하는 기능을 도입하는 흐름이 가속화되고 있으며, 미국 국채나 담보부 대출채권(CLO) 등 전통 자산도 포트폴리오에 편입되고 있다. 이는 더 이상 규제를 외생 변수로 간주하지 않고, 제도권 금융과의 연결을 디파이 확장의 핵심 축으로 삼는 방향으로의 전환을 의미한다. 실제로 디파이의 기술 구조 및 수익 모델에 대한 이해를 바탕으로 미국 내 규제 기조도 빠르게 변화하고 있다.

시사점

본 섹션에서는 트럼프 행정부 출범 이후 변화한 미국의 가상자산 규제 환경과 SEC의 기조 전환, 그리고 디파이 시장에 미치는 영향과 향후 예상되는 규제 리스크를 종합적으로 소결한다.

미국 규제 환경의 전환: SEC

2024년 SEC는 13개 가상자산 기업에 웰스 노티스(wells notice)를 발부했으며, 이 중에는 Uniswap Labs 등 디파이 플랫폼도 다수 포함되어 있었다. 그리고 SEC는 올해 2월 Uniswap에 대한 조사를 별다른 제재 없이 종결했다. 이는 크라켄¹⁶이나 바이낸스¹⁷ 등 동종 업체들 때와는 뚜렷이 대비되는 이례적인 결정이다.

이번 결정은 트럼프 행정부 출범 이후 급격히 변화한 미국 정부의 가상자산 정책 기조와도 연결된다. 올해 1월 발표된 가상자산 관련 [행정명령](#)은 블록체인 기술 활용의 자유를 보장하고 달려 연동 스테이블 코인의 성장과 혁신을 장려하며 기술 중립적이고 명확한 규제 체계 수립을 각 부처에 지시했다. 이에 따라 SEC, CFTC, 재무부 등 주요 기관들은 기존 가상자산 관련 규정과 가이드라인을 [재검토](#)하고 있으며 연방 차원의 가상자산 프레임워크 정비가 본격화되고 있다.

특히 올해 6월 폴 앳킨스 SEC 위원장은 ‘디파이와 미국 정신(“DeFi and the American Spirit”)’이라는 제목의 연설에서 현 행정부의 규제 기조 전환을 명확히 천명했다. 그는 블록체인이 “경제적 자유, 사유재산권, 혁신(economic liberty, private property rights, and innovation)”이라는 미국의 가치에 뿌리를 두고 있다(Figure 14)고 강조하며 퍼블릭 블록체인의 핵심인 셀프 커스터디와 중개자 없는 거래 구조를 “인터넷 시대의 개인 재산권 구현”으로 규정했다. 특히 앳킨스 위원장은 채굴자, 검증자, 스테이킹 서비스 제공자 등의 자발적 참여는 증권법 적용 대상이 아니라는 점을 명확히 했으며, 증권법 적용 범위를 “합리적인 규제”로 한정하는 방향으로 규제 정비가 필요하다고 밝혔다.

¹⁶ SEC v. Kraken, No. 23-cv-5889-KPF(N. D. Cal. filed Nov. 20, 2023).

¹⁷ SEC v. Binance Holdings Ltd., No. 23-cv-1559-ABJ (D. D. C. filed June 5, 2023).

SPEECH

Remarks at the Crypto Task Force Roundtable on Decentralized Finance

[Paul S. Atkins, Chairman](#)

Washington D.C. | June 9, 2025

Thank you and good afternoon.^[1] It is a great pleasure to be with you today. Let me begin by thanking Commissioner Peirce and the Crypto Task Force for their organizing today's event, and Commissioner Crenshaw and Commissioner Uyeda for their participation. Of course, I very much thank the roundtable panelists and our moderator, Troy Parades, for their voluntary contribution of time and talent to our endeavor.

Today's roundtable is titled "DeFi and *the American Spirit*." This is an apt title because the American values of economic liberty, private property rights, and innovation are in the DNA of the DeFi, or Decentralized Finance, movement.

Blockchains, of course, are a very creative and potentially revolutionary innovation that have us rethinking evidence of ownership and transfer of intellectual and economic property rights. They are shared databases that enable ownership of a type of digital property called crypto assets without reliance on an intermediary or central party. Instead, these peer-to-peer networks incorporate an economic mechanism to encourage participants to validate and maintain the database in accordance with the network's rules. These are free market systems where users pay demand-based fees to network participants to have their transactions included within a so-called "block" of data with finite storage capacity.

The prior U.S. government administration discouraged Americans from participating in these market-based systems by asserting through lawsuits, speeches, regulation, and threatened regulatory action that participants and staking-as-a-service providers may be engaged in securities transactions. I am grateful to the Division of Corporation Finance staff for clarifying its view that voluntary participation in a proof-of-work or proof-of-stake network as a "miner," "validator," or "staking-as-a-service" provider is not within the scope of the federal securities laws.^[2] As happy as I am over that step, it is not a duly promulgated rule with the force of law, so we cannot stop there. The Securities and Exchange Commission must adopt a regulation based on the authority that Congress has given us.

Another core feature of blockchain technology is the ability for individuals to have self-custody of crypto assets in a personal digital wallet. The right to have self-custody of one's private property is a foundational American value that should not disappear when one logs onto the internet. I am in favor of affording greater flexibility to market participants to self-custody crypto assets, especially where intermediation imposes unnecessary transaction costs or restricts the ability to engage in staking and other on-chain activities.

The prior President's administration undermined innovation in self-custodial digital wallets and other on-chain technologies by asserting through regulatory actions that the developers of such software may be conducting brokerage activity. Engineers should not be subject to the federal securities laws solely for publishing this type of software code. As one court put it, it would be irrational to hold the developer of a self-driving car liable – here, quoting from the court's decision – "for a third-party's use of the car to commit a traffic violation or to rob a bank. In those circumstances, one would not sue the car company for facilitating the wrongdoing; they would sue the individual who committed the wrong."^[3]

Many entrepreneurs are developing software applications that are designed to function without administration by any operator. The idea of self-executing software code that is accessible to everyone, but controlled by no one, and that enables private, peer-to-peer transactions may sound like science fiction. But, blockchain technology makes possible an entirely new class of software that can perform these functions without an intermediary. I do not believe that we should allow century-old regulatory frameworks to stifle innovation with technologies that could upend

그는 “자기 실행형(self-executing) 코드가 제3자의 개입 없이 작동하는 구조를 이유로 개발자를 중개업자로 간주하고 규제하는 것은 자율주행차를 악용한 범죄에 대해 제조사를 고소하는 것과 다를 바 없다”고 지적하며, 기존 증권법의 중개기관 기반 규제가 디파이 기술 현실과 부합하지 않음을 비판했다. 이에 따라 SEC는 디파이 시스템과 기존 규제 틀 간의 괴리를 해소하기 위해 추가적인 가이드라인 또는 룰메이킹을 검토 중이다.

미국 내 입법 차원의 변화

입법 차원에서도 변화가 나타나고 있다. 올해 3월에는 2021년 인프라법에 포함되었던 디파이 브로커 규정을 철회하는 법안이 통과되어 스마트 컨트랙트 기반 탈중앙화 프로토콜에 대한 거래 내역 리포팅 및 KYC 의무가 면제¹⁸되었다(Figure 15). 해당 규정은 본래 탈중앙화 거래소 등 디파이 플랫폼 운영자들을 IRS에 거래 정보를 보고해야 할 중개인(broker)으로 간주하려던 것이었으나, 퍼미션리스 프로토콜에 과도한 규제를 부과하면 혁신을 저해하고 현실적으로 집행이 어렵다는 업계와 전문가 지적이 받아들여졌다¹⁹. 올해 6월 상원을 통과한 스테이블코인 법안(GENIUS 법안)은 7월에는 하원을 통과하며 입법 절차를 마무리했다²⁰.

Figure 15: 3월 디파이 브로커 규정 철회 법안 통과

출처: X @ RepMikeCarey



¹⁸ Graber, M., Nartey, V., Cardone, J. (2025). "Congress nullifies IRS crypto reporting regulations for DeFi platforms", *RSM*.

¹⁹ 중앙화 거래소나 스테이블코인 발행사 등 법인이 명확하게 중앙화된 주체라고 판단될 경우는 종전대로 보고 의무가 유지된다.

²⁰ 이에 대한 자세한 설명은 코빗리서치 "기관 자금 동향: 스테이블코인 시장의 재편 시그널(2025.7.4)" 참조.

한편, DAO의 법적 지위와 관련해서도 미국 내 논의가 활발하다. DAO는 법인격이 없을 경우 조합 또는 파트너십으로 간주되어 구성원에게도 무한책임이 따를 수 있다는 문제가 제기되어 왔다²¹. 실제로 2022년 CFTC가 Ooki DAO를 미등록 선물중개소로 고소한 사건에서 연방법원은 해당 DAO를 [실체가 없는 단체\(unincorporated association\)](#)로 판단하고 토큰 보유자들을 포함한 참여자들이 DAO의 불법행위에 연대책임을 질 수 있다는 판결을 내렸다²². 이 사건은 법인으로 되어 있지 않은 DAO에서 구성원 전원이 일반 조합원처럼 책임을 질 수 있다는 선례를 남겨 업계에 큰 충격을 주었다. 이러한 리스크를 피하기 위해 미국 일부 주는 DAO에 한정책임 법인격 부여를 시도했는데 2021년 와이오밍이 세계 최초로 DAO LLC 법을 제정하여 DAO를 유한책임회사 형태로 설립할 수 있도록 하였다²³. 와이오밍주의 DAO LLC는 스마트 컨트랙트 운영 방식을 정관에 명시하면 알고리즘에 의해 관리되는 회사로 인정되어 토큰 보유자들이 지분에 따른 유한책임만 지도록 설계되었다. 테네시와 유타 등도 유사 입법을 도입함에 따라 미국에서는 주 단위에서 DAO 관련 법적 확실성을 높이는 움직임이 확산되고 있다. 이러한 노력과 더불어 SEC와 CFTC도 디파이 규제 관할을 둘러싼 준비에 착수하여 규제 방안을 신중히 재검토 중이기 때문에 향후 연방 차원의 논의가 구체화될 가능성도 크다²⁴.

Fee Switch

트럼프 행정부의 친 크립토 정책 기조와 SEC 의장 교체 등이 맞물리며 디파이 프로토콜 내부에서도 새로운 수익모델에 대한 실험이 활발히 전개되고 있다. 대표적인 사례가 바로 Fee Switch로 이는 프로토콜에서 발생한 수수료 수익 일부를 토큰 보유자에게 분배하는 모델을 의미한다. 다만, 실제로는 대부분의 프로토콜은 수익을 즉시 분배하기보다 자체 토큰을 먼저 바이백한 후 이를 스테이커에게 재분배하거나 소각하는 간접적 방식을 채택하고 있다.

예컨대 Uniswap의 경우 2024년 기준 약 8.8억 달러의 수수료 수익 중 20%를 토큰 보유자에게 분배할 경우 연간 약 1.95억 달러, 연 수익률로는 약 6.5%에 달할 수 있다고 예상되었으나, 실제로는 수익 분배가 (바이든 행정부 당시) 토큰의 증권성 논란과 직결될 수 있다는 우려로 인해 해당 거버넌스 제안은 2024년 커뮤니티 투표에서 [보결](#)되었다(Figure 16). 현재까지 Uniswap은

²¹ DAO가 법인격을 갖추지 않은 경우, 미국이나 일부 국가에서는 이를 민법상 조합(association)이나 파트너십(partnership)으로 간주할 수 있으며, 이 경우 조직이 부담해야 할 법적 책임이 구성원 개인에게 직접 귀속될 수 있다. 예컨대 DAO가 법규를 위반하거나 손해를 발생시킬 경우, 참여자들이 자신의 토큰 보유량이나 기여 정도와 관계없이 무제한으로 책임을 질 수 있는 무한책임(unlimited liability)의 대상이 될 수 있어 법적 리스크가 크다는 지적이 제기되어 왔다 (출처: Boniel, M. (2023). “From Code to Consequence: CFTC Obtains Default Judgment Against Ooki DAO for Commodity Exchange Act Violations”, Proskauer.).

²² 실체가 없는 단체(unincorporated association)란 법적으로 독립된 법인격이 없는 단체를 의미하며, 이러한 단체는 자체 명의로 계약을 체결하거나 자산을 보유할 수 없고 법적 책임이 구성원 개인에게 전가될 수 있다. 미국 법원은 이러한 단체에 대해 민사소송의 당사자 자격을 인정할 수 있지만 법적 분쟁이 발생할 경우 참여 구성원이 연대책임(subject to joint and several liability)을 질 수 있다고 판단해 왔다. Ooki DAO 판결에서 법원은 토큰 보유 및 거버넌스 투표 참여가 곧 DAO의 의사결정에 기여한 것으로 간주되며, 이에 따라 책임의 일부를 부담할 수 있다고 본 것이다.

²³ Quarta, L. (2025). “DeFi and DAO: a European regulatory gap to fill without stifling innovation”, *Cryptonomist*

²⁴ SEC. (2025). “Amendments Regarding the Definition of “Exchange” and Alternative Trading Systems(ATs) That Trade U.S. Treasury and Agency Securities, National Market System(NMS) Stocks, and Other Securities.

별도의 바이백이나 수익 분배 계획을 공식화하지 않고 있으나, Fee Switch 기능 도입 여부에 대한 거버넌스 투표가 올해 여름 [재개될 예정](#)이라고 한다.

Figure 16: 2024년 Uniswap V3 거버넌스 제안 부결

출처: snapshot.box

Uniswap V3 Fees: Factory Owner Amendment

← Closed



gfxlabs.eth
In Uniswap · 1y ago · #3d8d2



Authors: MichiganBlockchain, @404DAO, @GFXlabs

TL;DR: Introduce an amendment to the Uniswap V3 Factory owner to allow the DAO to make future changes to the fee mechanism. This will prevent the DAO from being pigeonholed by a singular, immutable implementation, thereby enabling further experimentation and allowing the DAO to effectively respond to issues with the current setup.

Full forum thread

To not significantly slow down the current process proposed by the Foundation, this Snapshot poll will be used to collect opinions via a vote from the delegates. There will be two options, “Accept amendment” or “Reject amendment.” If the “Accept amendment” is able to demonstrate a significant majority, then we would expect the onchain proposal put forth by the Foundation to include the change. The poll will go up immediately and end on March 8th.

다른 주요 프로토콜들도 수익 분배 구조를 다양하게 실험하고 있으며 현재는 실제 재분배를 시행중인 사례와 도입 여부를 검토중인 사례로 나뉘볼 수 있다. 먼저 재분배를 시행중인 프로토콜로는 Hyperliquid, Aave, Pendle, Sky Protocol을 들 수 있다. 이전 섹션에서 언급한 대로 [Hyperliquid](#)는 현물 거래에서 발생한 수수료를 전량 소각하고, 파생상품 거래 수수료의 약 54%는 자체 토큰인 HYPE를 바이백하는 데 사용하며, 나머지 46%는 유동성 공급자에게 분배하고 있다. Aave는 올해 3월부터 매주 약 100만 달러 규모의 AAVE 토큰을 바이백하고, 이를 스테이커에게 재분배하는 프로그램을 운영 중이다. [Pendle](#)은 토큰을 일정 기간 락업하면 vePENDLE을 발급하고, 이를 통해 스왑 수수료와 YT 수수료 일부를 배분한다. [Sky Protocol](#)은 매일 100만 USDS 규모의 자체 토큰을 바이백 후 소각하는 구조를 채택하여, 간접적인 가치 환원을 지속하고 있다.

반면, 아직 수익 분배를 도입하지 않았거나 검토 중인 프로토콜도 존재한다. 대표적으로 Lido는 커뮤니티 내에서 수익 분배 관련 제안이 여러 차례 논의되었으나 모두 부결되었고, 현재까지 공식적인 수익 분배 구조는 마련되지 않았다. [Ethena](#)는 ENA 토큰 스테이커에게 수익을 분배하는 구조를 예고해 두었으며, 분배를 위한 조건 대부분이 충족된 상태지만, 아직 실제 분배는 개시되지 않았다. Spark Protocol은 토큰 출시 초기 단계로 수익 분배에 대한 구체적인 계획은 아직 공개되지 않았다.

종합해 보면, 수익을 직접 현금처럼 분배하기보다는, 바이백, 락업, 소각 등을 통해 간접적으로 토큰 보유자에게 가치를 환원하는 방식이 디파이 프로토콜에서 주로 채택되고 있다. 이러한 모델은 직접적인 현금 흐름 분배에 비해 규제 리스크를 상대적으로 완화하면서, 토큰의 내재 가치를 높이기 위한 현실적인 전략으로 주목받고 있다.

기관투자자의 디파이 시장 진입 가시화에 주목

이처럼 규제 리스크 완화와 수익모델 다변화 흐름이 맞물리면서, 기관투자자의 디파이 시장 진입 가능성도 한층 높아지고 있다. 특히 상기한 플랫폼 SEC 위원장의 연설은 디파이를 제도권 금융의 일부로 편입시키려는 당국의 인식 변화를 상징적으로 보여준다.

아울러 SEC는 자체적으로 온체인 금융 시스템을 활용하려는 발행인과 중개기관을 위해 규정 개정을 검토하고 있으며, 일정 조건 하에서 시장 진입을 허용하는 '[혁신적 예외제도\(Innovation Exemption\)](#)' 마련도 추진 중이다. 이는 기관이 디파이 생태계에 직접 참여할 수 있는 법적 통로를 확보해주는 조치로 향후 ETF, 커스터디, 파생상품 등과 연계된 온체인 금융 서비스 확대의 기반이 될 수 있다. 이러한 흐름들은 디파이를 단순한 기술 혁신을 넘어 제도권 시장의 일환으로 재편하려는 움직임과도 맞닿아 있으며, 향후 디파이 생태계의 성숙과 제도화 속도를 더욱 가속화시킬 것으로 전망된다.

향후 규제 리스크

다만 이런 변화가 반드시 디파이 전반에 대한 규제 면책을 의미하는 것은 아니며 몇 가지 불확실성을 주목할 필요가 있다. 먼저 Uniswap의 초기 유동성 마인딩 프로그램(즉, UNI 토큰을 보상으로 배포해 사용자 참여를 유도한 구조)은 규제 취약 지점으로 남아 있다. 미국 증권법상 '하위 테스트(Howey Test)' 기준에 따라, SEC는 해당 프로그램이 '공동 사업(common enterprise)' 하에 '타인의 노력으로 수익을 기대하게 하는 투자계약'에 해당한다고 주장할 수 있다. 실제로 SEC는 2022년 LBRY 사건에서 이러한 논리를 입증해냈으며, 연방법원은 LBRY의 토큰(LBC)이 증권에 해당한다고 [판단](#)하였다. 이는 해당 기업이 토큰을 집중적으로 홍보하고 투자자들이 기업의 활동을 통해 수익을 기대했다는 점을 근거로 한 것이다. 물론

Uniswap은 LBRY와는 달리 탈중앙화된 구조를 채택하고 있으며, UNI 토큰을 직접 판매하거나 중앙에서 통제하지도 않는다. 즉, UNI 토큰 가치 상승이 Uniswap Labs라는 기업의 활동에 의존한다고 보기는 어렵다는 점에서 LBRY와는 차별성을 갖는다고 당사는 판단한다.

SEC 이슈 외에도 주 정부 차원의 법률 체계 도입 등은 규제 리스크를 더욱 복잡하게 만들고 있다. 상기한 대로 테네시, 유타, 와이오밍은 가상자산 친화적인 접근 방식을 취한다. 특히 와이오밍은 DAO LLC 도입, [특수 목적 예금기관\(SPDI\)](#) 허가 등 친(親)혁신 프레임워크를 일찌감치 채택해 기업 유치를 도모하고 있다. 반면 뉴욕주의 '비트라이선스(BitLicense)' 제도는 가상자산 서비스 제공자에게 종합적인 인허가 및 규제 준수를 요구하며, 이에 포함되지 않더라도 뉴욕 거주자를 대상으로 서비스를 제공하는 경우 규제를 받을 수 있다. [2015년](#) 도입된 이 제도는 사이버 보안, 자금세탁방지(AML), 자본금 요건 등 엄격한 조건을 포함하고 있으며, 루이지애나·캘리포니아 등도 이를 참고한 주별 프레임워크를 구축하고 있다. 예컨대 루이지애나는 2020년 '[가상자산 사업법\(VCBA\)](#)'을 제정하여 가상자산 활동을 위한 주 인허가제를 도입하였고, 캘리포니아는 2024년 '[디지털 금융자산법\(DFAL\)](#)'을 통해 [리스크 기반 접근\(risk-based approach\)](#)²⁵을 제도화하였다. 다만 DFAL은 이해관계자 피드백과 업계 관행을 반영해 유연하게 설계된 편이다²⁶.

뉴욕과 루이지애나의 상대적으로 타이트한 규제 접근 방식과 달리, 캘리포니아는 혁신과 소비자 보호의 균형을 추구하며 디지털 자산 생태계에 대한 현대적이고 적응형 규제를 도입하고 있다. 한편 [콜로라도](#)와 같은 경우는 일부 유틸리티 토큰에 대한 예외 조항을 두는 등 중도적인 접근을 취하고 있다. 이러한 주별 규제 편차는 디파이 프로토콜들이 미국 내에서 복수의 법률을 동시에 준수해야 하는 규제 부담을 초래하고 있으며, 이는 단일 코드로 작동하는 탈중앙화 프로토콜에게 제약이 될 수 있다.

이 같은 규제 분절성은 연방 차원의 통일된 가상자산 규제 체계가 부재한 현실과도 맞닿아 있다. 2024년에는 이를 해소하기 위한 입법 시도로 21세기 금융혁신기술법(FIT21)이 발의되었으나, 회기 종료로 자동 폐기되었다. 이후 [CLARITY 법안\(Digital Asset Market Clarity Act of 2025\)](#)이 후속 입법안으로 논의되고 있는데, 이 법안은 가상자산을 SEC 관할의 '제한 디지털 자산(restricted digital assets)'과 CFTC 관할의 '디지털 상품(digital commodities)'으로 구분하는 기존 이원 체계를 유지하되, 임시 등록(provisional registration) 제도, 규제 유예 요건, 디지털 상품 거래소·브로커·딜러 등에 대한 정의 및 등록 요건 등에서 이전보다 세밀한 규제안을 제시한 것이 특징이다. 해당 법안은 GENIUS 법안, 반(反) CBDC 법안과 함께 7월 14일부터 18일 사이 미국 하원에서 표결에 부쳐질

²⁵ 리스크 기반 접근이란 규제나 감독을 일률적으로 적용하는 것이 아니라 사업자의 구조, 규모, 운영 방식에 따라 발생 가능한 위험(risk)의 수준을 평가하고 그에 따라 차등적으로 규제를 적용하는 방식을 말한다.

²⁶ Fair, R. (2025). "Uniswap's Reprieve Reveals the Uncertainty of DeFi Regulation", *The CLS(Columbia Law School) Blue Sky Blog*.

예정이었으나, 15일(현지시간) 절차투표(rule vote) 부결로 인해 일정이 일시 연기된 바 있다. 이후 조율 과정을 거쳐 7월 17일 하원 본회의에서 세 법안 모두 하원을 통과했다. 이 가운데 GENIUS 법안은 이미 지난 6월 상원을 통과한 바 있어 대통령 서명만을 남겨두고 있다. 반면 CLARITY 법안과 반(反) CBDC 법안은 아직 [상원 표결](#)을 앞두고 있어, 주요 가상자산 관련 법안 전반에 대한 규제 불확실성이 완전히 해소된 것은 아니다.

물론 트럼프 행정부 출범 이후 연방 차원의 가상자산 규제 논의가 다시 부상하면서, CLARITY 법안의 입법 가능성 역시 과거보다 높아졌다는 평가도 나온다. 만약 해당 법안이 실제로 통과될 경우, 연방 차원의 규제 프레임워크가 마련됨에 따라 규제 부담이 일부 해소될 수 있을 것으로 기대된다.

작성자

이선영 | Sunyung Lee

2024년 코빗 입사. (現)코빗 리서치센터 Research Analyst.

(前)위메이드 프로젝트 매니저. Xangle 리서치 애널리스트. 서울대 자유전공학부(통계학, 계산과학) 졸업.

최윤영 | Yoonyoung Choy

2022년 코빗 입사. (現)코빗 리서치센터장.

(前)삼성경제연구소, 하나금융경영연구소, 서울대 증권금융연구소 근무. 서울대 경영학 박사(Finance 전공). 미시간 대학교, 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 하시기를 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.

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