



# 가상자산 거래자 보호를 위한 규제的基本 방향

---

자본시장연구원

연구위원 김갑래 / 선임연구위원 김준석

# 목 차

---

I 서언

II 기존 증권시장 규제체계

III 가상자산시장의 특성 및 문제점

IV 가상자산시장 규제의 원칙 및 적용

V 결어: 정책 방향

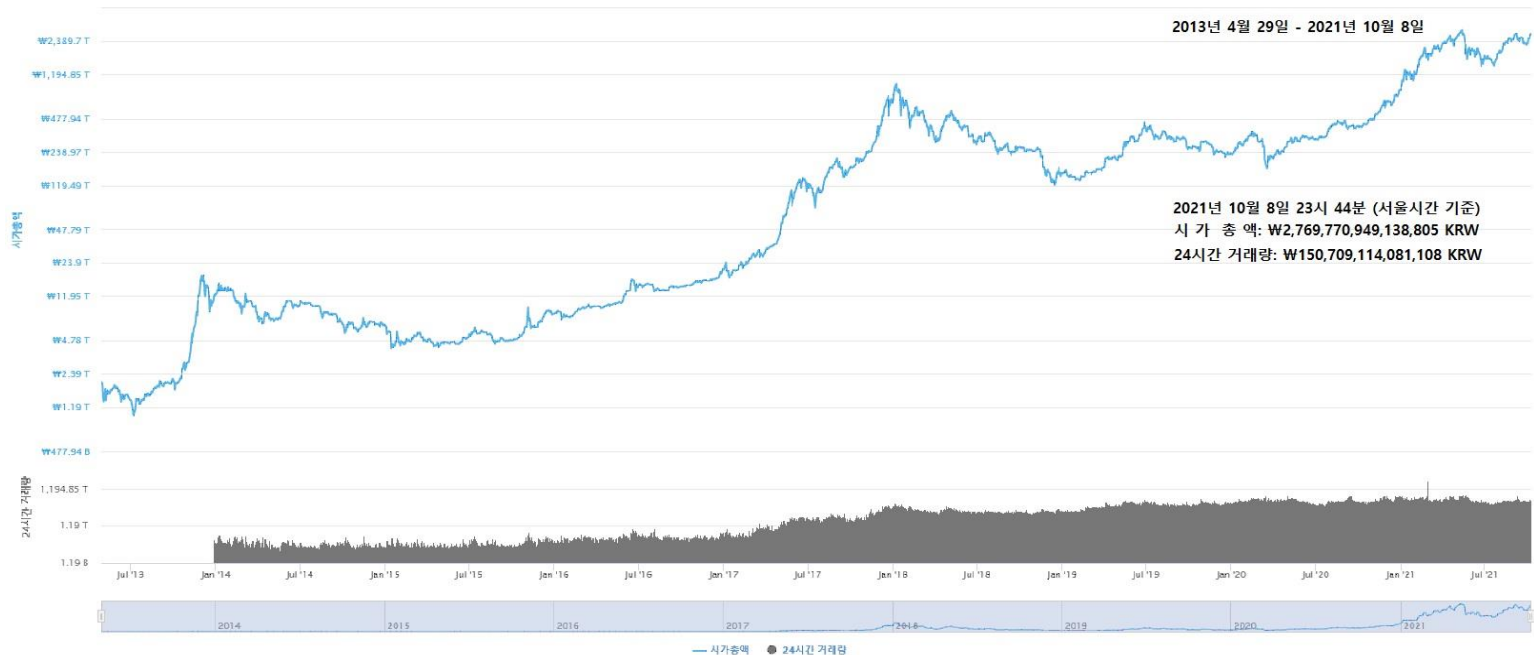
|

# 서 언

# 서언 I

○ (가상자산시장의 성장) 글로벌 가상자산시장은 추세적으로 성장하고 있으며, 거래시장의 규모가 커지고 활성화될수록 거래자보호 이슈가 지속적으로 부각되고 있음

- ▶ 국내 4대 가상자산거래플랫폼의 일일(2021년 10월 5일 기준) 거래 규모는 약 10조원로서 유가증권시장 또는 코스닥시장의 일일 거래 규모 수준
- ▶ 국내 4대 가상자산거래플랫폼의 예치금(가상자산예치금 및 원화예치금 포함)은 약 59조3,814억원 규모 (2021년 8월 31일 기준, 강민국 의원실)
- ▶ 아래 그림에서 나타난 바와 같이, 글로벌 가상자산시장의 시가총액과 거래량은 추세적으로 증가



자료: CoinMarketCap

# 서 언 II

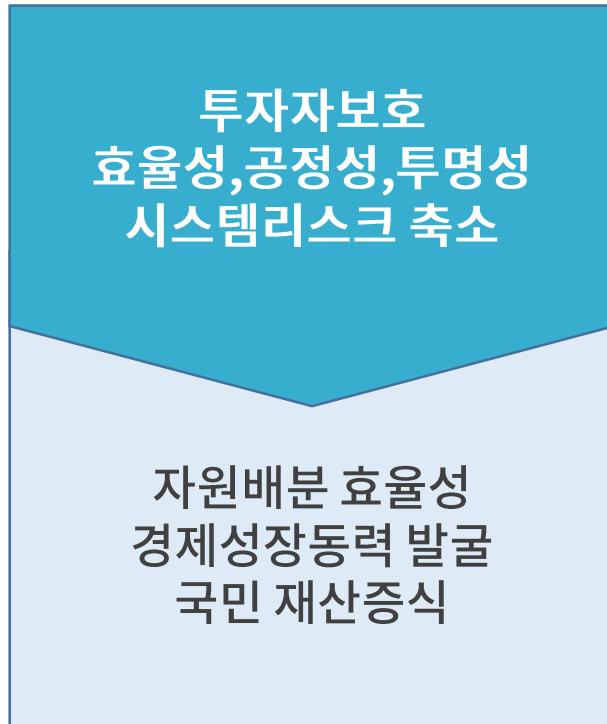
- (국가 세원) 소득세법 개정에 따라 가상자산의 양도 또는 대여로부터 발생하는 소득에 대해 2022년 1월 1일부터 기타소득으로 분리과세 시작
  - › 가상자산거래로부터의 수익에 대해 과세를 하기 위한 바람직한 전제조건으로서, 정부의 거래자 보호, 재산권 보장이 상당한 수준으로 갖추어질 필요가 있음
- (국제적 규제 강화) 미국, EU 등 주요국에서 가상자산에 대한 규제체계를 강화하고 있음
  - › 미국 증권거래위원회(SEC), 상품선물거래위원회(CFTC) 등은 기존의 증권규제, 상품규제를 강화하고, 해당 기관장들이 의회에 입법적 보완을 요구
  - › 2020년 9월 24일 유럽집행위원회(EC)는 가상자산시장을 증권시장과 유사하게 규제하는 MiCA (Markets in Crypto-Assets) 규제안을 제안
    - 해당 규제안이 내년 EU 의회와 이사회를 통과하면 EU 전체 27개 회원국은 비금융투자상품인 가상자산에 대한 단일 규제체계하에 놓이게 됨
- 가상자산시장 및 가상자산사업자에 관한 법률(이하 ‘가상자산업권법’) 제정을 위한 사회적 요구가 큰 실정
  - › 현재 국회에서 여러 건의 가상자산업권법안이 발의되어 있는 상황
  - › 국내 가상자산 시장참여자들은 일반적으로 높은 시장위험에 따른 투자손실을 보전해 달라는 요구를 한 다기보다는 거래자보호, 재산권보호, 시장신뢰성 확보에 대한 제도정비를 요구하는 것으로 보임

# II

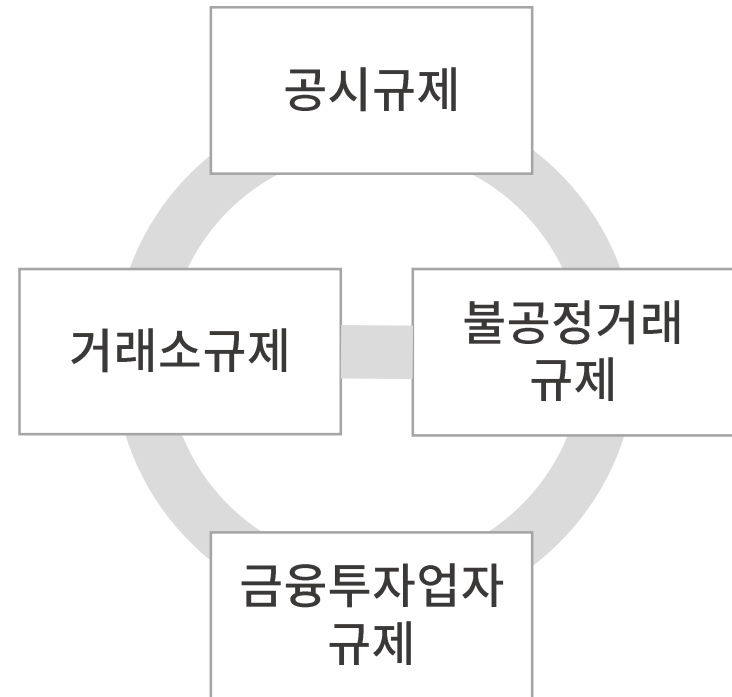
## 기존 증권시장 규제체계

# 증권시장규제 개요

## 규제목표



## 규제체계



# 증권시장규제 주요내용

## 공시규제

- 투자판단에 영향을 미치는 중요정보의 공개의무
- 정보의 정확성, 적정성, 신속성, 이해가능성 요건 적용
- 정보비대칭 감소, 가격효율성 제고, 투자자보호, 불공정 거래행위 방지, 경영자 규율 효과

## 불공정거래 규제

- 시세조종, 내부자거래, 부정거래 금지
- 내부자의 단기매매차익 반환의무
- 내부자의 증권소유현황 보고의무
- 투자자보호, 증권시장 공정성·신뢰성 제고

## 금융투자업자 규제

- 진입규제
- 건전성규제
- 신의성실 의무, 투자자이익 우선의무
- 투자자보호, 시스템리스크 축소, 증권시장 신뢰성 제고

### 규제목표

## 거래소 규제

- 소유지배구조 제한, 이해상충 방지정책
- 운영역량과 자원의 충분성 요건
- 거래정보의 투명성
- 거래와 정보접근에 대한 비차별성·객관성·비재량성
- 영리성 강화에 따른 공적기능 분리, 자율규제 축소
- 증권시장 효율성·공정성·투명성 제고, 투자자보호, 시스템리스크 축소

## 청산결제

- 매매기능과의 분리, 기구간 통합을 통한 위험관리 효율화
- 규모의 경제, 범위의 경제, 네트워크 외부성 특성 활용
- 시스템리스크 축소, 증권시장 효율성 제고



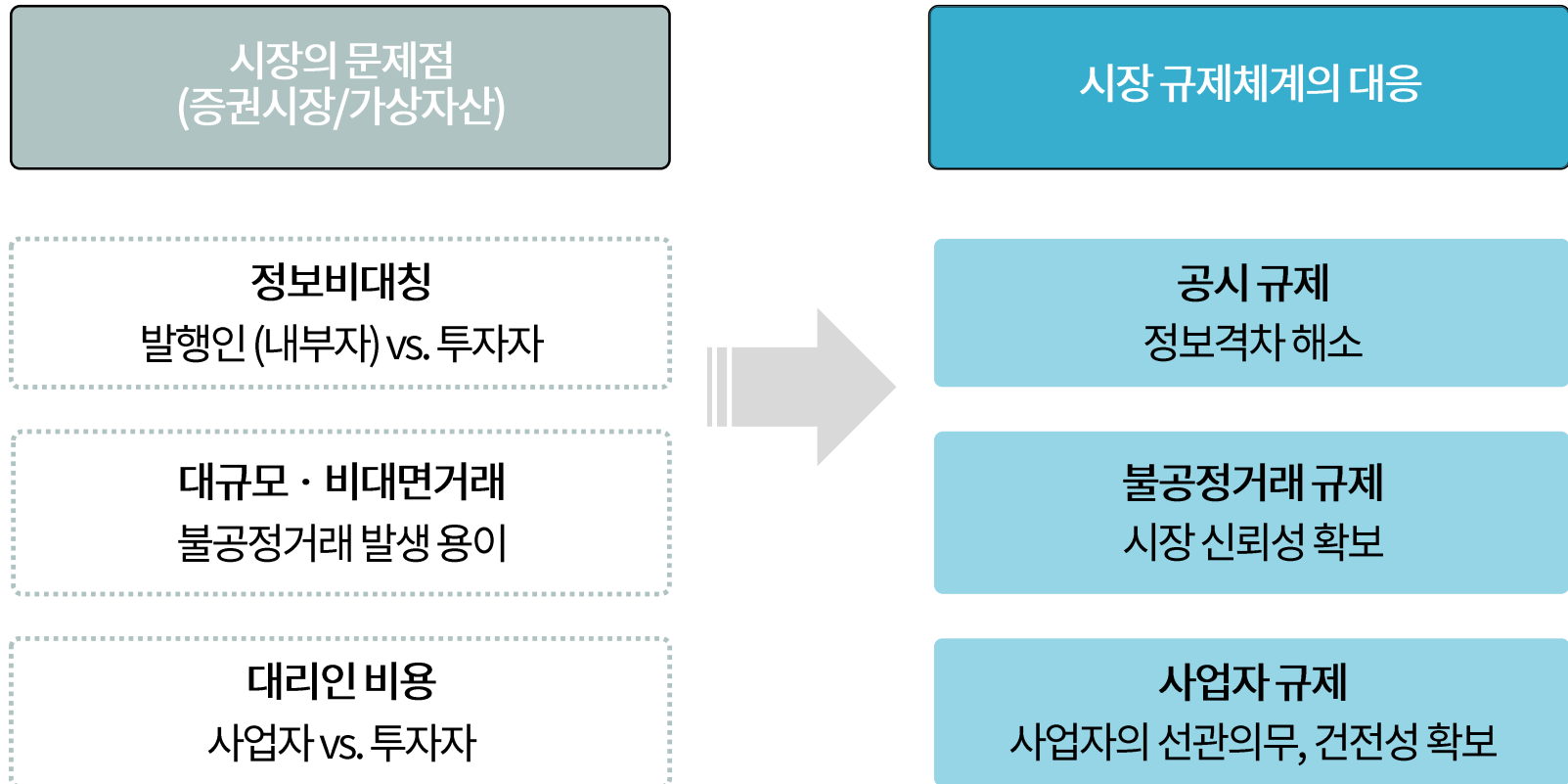
# III

## 가상자산시장의 특성 및 문제점

# 가상자산시장의 증권시장 유사성

- 가상자산의 거래는 블록체인 기반의 분산원장을 토대로 이루어지지만, 실제 대부분의 거래가 중앙화된 거래플랫폼(소위 ‘가상자산거래소’)에서 이루어지며 구조와 운영에 있어 증권시장과의 유사성을 보이고 있음
  - › (정보비대칭) 가상자산의 발행인(개발자, 스폰서, 프로모터 등)과 거래자간의 정보비대칭의 문제가 있음
    - 특히 탈중앙화(주로 PoW 방식)된 비트코인보다 중앙화(주로 PoS 방식)된 블록체인에 기반한 가상자산일수록 관리주체와 거래자간의 정보비대칭이 심함
  - › (불공정거래) 불특정다수를 상대로 대량 발행·유통되며 불공정거래행위가 빈번하게 발생
    - 특히 투기성 저가주식(penny stock) 시장에서의와 같이 알트코인(속칭 ‘잡코인’)을 중심으로 가격펌핑행위(시세조종), 내부자들의 덤핑, 허위주문, 남용적 시장조성 등 다양한 유형의 불공정거래 발생
  - › (대리인비용) 가상자산사업자의 조직구성, 영업행위, 재무건전성 등에 관한 규제가 미비되어 대리인 비용이 높음
    - 사업자의 고객에 대한 선관의무, 자산보관의무 등이 제대로 정립·준수되지 못함
    - 또한 매매거래, 청산, 결제, 예치 등의 기능적 분화가 이루어지지 못하여 이해상충이 크게 발생

# 증권시장과 가상자산 시장에 관한 문제점 및 대응의 유사성



# 장내거래시스템 비교: 증권시장 vs 가상자산시장

	증권 장내거래시스템	가상자산 장내거래시스템
공시	의무공시체계 (법정공시, 자율규제공시)	의무공시체계부재
불공정거래	시세조정, 미공개중요정보이용행위, 부정거래행위, 시장교란행위 등 자본시장규제	형법상 사기죄 등
사업자의 신의성실의무	증권규제법령상 신의성실의무부과	가상자산거래업자와의 사적계약기반
거래시스템 규정화	상장, 공시, 운영, 결제업무, 예탁업무 등의 규정화 (금융당국의 승인, 공개)	관련규정이 미비되어 있고, 이용자와의 계약에 기반함 (금융당국의 시스템 승인이 요구되지 않으며, 일반에 미공개)
매매거래	경쟁매매, 주문집행 및 거래정보의 투명성	경쟁매매, 주문집행 및 거래정보의 불투명성
예탁결제	매매거래와 청산결제의 기능적 · 조직적 분리, 위탁자 재산권 보장의 확실성	매매거래와 청산결제의 기능적 · 조직적 혼재, 위탁자 재산권 보장의 불확실성

# 가상자산시장의 특성

## ○ (디지털화) 온체인(on-chain)상의 권리가 물리적 형태가 없이 디지털화 되어 있음

- › 수탁자(custodian)의 선관의무에 있어, 고객의 권리증서를 안전하게 보관·관리하는 것이 아닌 암호키 보관·관리가 핵심
- › 스테이블코인 등을 제외한 대부분의 가상자산은 전통적 재무관점의 내재적 가치가 없기 때문에 가격 변동성이 큼
  - 시장가격의 결정이 시장참여자의 심리적 요인과 시장 수급 상황에 의해 결정되는 측면이 큼 (투자대상의 본질적 가치의 평가에 기반한 가치투자의 어려움)
  - 가상자산의 지급결제 수단, 신용담보 수단 등으로서의 가치가 낮음

## ○ (분산원장) 거래가 블록체인에 기반한 분산원장(distributed ledger)에 기록됨

- › 블록체인(특히 퍼블릭 블록체인) 기술은 대규모 거래를 처리하는 속도가 느린 한계가 있음
  - 따라서 현재의 가상자산거래플랫폼이 탈중앙화가 아닌 중앙화의 형태를 띠
- › 중앙예탁기관(Central Securities Depository: CSD)의 집중화된 증권예탁 서비스와 차별화되는 특성
  - 가상자산 보유자는 가상자산사업자의 지갑에서 개인지갑(cold wallet 등)으로 옮겨 보유자 스스로 독립된 암호키를 관리하며 자기 책임 하에 가상자산을 보관하고 사인간의 거래를 하기가 용이함

## ○ (국제화된 시장분할) 동일한 가상자산 종목이 다양한 국가의 거래플랫폼에서 유통됨

- › 통합된 거래정보시스템, 국제적 정합성이 있는 규제체계 등이 완비되지 못하여 국내 가상자산시장에서 김치프리미엄과 같은 가격왜곡 현상이 나타남
- › 가상자산은 전 세계적으로 24시간 거래되고 있으나, 국내 가상자산시장에 대해 24시간 거래를 제한하기 어려움
  - 국내시장 거래시간을 제한하는 경우, 거래시간외 대형 호재 또는 악재가 발생하면 국내 거래자의 투자위험 관리가 어려워지는 폐해가 발생

# 현황 및 문제점: 공시

## ※ 현황 : 가상자산시장에서 발행인과 거래자간에 정보접근성 및 전문성의 차이에 따른 정보격차가 큼

- 의무공시제도의 전제 조건인 발행인 개념이 제도적으로 정립되어 있지 않음
- 가상자산 발행인은 단순히 가상자산을 발행(issuance)한 자 이외에도 가상자산과 네트워크의 개발자, 스폰서 및 프로모터, 기타 해당 사업의 성공에 영향을 미치는 자를 포함해야 할 필요가 있음
- 기존의 법령은 가상자산사업자와 이용자와의 관계에만 초점을 두고 있고, 가상자산의 발행인과 거래자와의 관계에 대해서는 규정 미비
- 주식시장에 비해 상대적으로, 가상자산시장에서는 거래자가 투자대상 가상자산 관련 사업정보, 재무정보, 지배구조 이외의 외부정보(미국 비트코인 ETF의 승인 여부 등)에 민감하게 반응

## ※ 문제점 : 의무공시제도가 도입되지 않았기 때문에, 거래자를 위한 투자정보제공이 불충분하고 시장 참여자간 정보제공의 불공정성이 나타나며, 정보격차로 인해 불공정거래행위가 빈번하게 발생

- (발행공시) 가상자산 발행인이 제공하는 백서의 중요 내용에 대한 의무공시가 제도화되어 있지 않음
  - ✓ 짜집기, 허위과장 백서가 투자자를 현혹시키고, 부실 알트코인을 양산하는 원인으로 작용
- (유통공시) 발행인의 중요사항 변화에 대한 계속공시의무 부재
  - ✓ 백서상의 보호예수(lock-up) 계획을 위반하여 초과발행 물량을 시장에 유통 (백서 변경 사항에 대한 공시의무가 없다는 핑계)
- (불공정거래 취약성) 공시제도 미비로 인해 거래자들이 불공정거래행위에 취약해짐
  - ✓ 충분한 투자정보가 없는 상황에서 알트코인 시장조성을 하기 위해 다단계판매망을 이용
  - ✓ 발행인 및 특수관계인의 내부정보 남용에 대한 시장의 의심
  - ✓ 투자정보의 충분한 제공이 없는 상황에서, 시장의 효율성을 가정하고 가장 중요한 투자정보인 가격정보를 왜곡하는 행위를 처벌하는 시장사기(fraud on the market) 이론을 적용하기 쉽지 않음

# 현황 및 문제점: 불공정거래

※ **현황** : 가상자산시장을 대상으로 하는 불공정거래 금지규정이 없기 때문에, 가상자산시장에서 조직적·체계적 감독이 이루어지지 못하고 시장참여자들의 준법기준 또한 명확하지 않은 상황

- 가상자산시장의 특성을 반영한 불공정거래 금지조항이 없고, 형법상 사기죄 조항을 적용하기에는 복잡다기한 가상자산시장의 불공정거래를 입증하기 어려움
- 가상자산 및 관련 네트워크 운영 주체의 내부정보에 관한 관리 기준이 없기 때문에, 내부자의 미공개중요정보 이용에 대한 감독이 어려움
- 다수의 거래플랫폼이 존재하며 시장이 분할된 상황에서 거래정보, 호가정보에 관한 실시간보고체계(Real Time Reporting System) 및 시장감시체계가 갖추어져 있지 않음

※ **문제점** : 불공정거래에 대한 규제 공백으로 인해, 가상자산시장에서 사기적 행위가 공공연하게 발생하고 금지행위에 대한 명확한 규정이 없기 때문에 시장참여자들의 도덕적 해이 유발

- (시세조종) 온라인 채널을 통한 명시적·묵시적 시세조종 행위 특히 펌프앤덤프(pump & dump)가 자주 발생
  - ✓ SNS 등을 통해 거래자들이 명시적·묵시적으로 합의한 후 분산된 시장에서 동시다발적으로 발생
  - ✓ 시장조성(market making)을 가장한 가상자산사업자, 발행인 등의 시세조종 행위 발생
- (내부자거래) 가상자산의 발행인 및 거래업자 등이 미공개중요정보를 이용하는 행위가 자주 발생하며 거래자의 시장불신을 야기함
  - ✓ 국내외 유명 가상자산거래업자가 거래정보를 이용하여 사익을 편취한 행위에 대해 감독당국 조사 및 제재가 이루어지고 있음
  - ✓ 발행인의 법적 정의가 정립되지 않았기 때문에, 실효성 있는 내부자거래 규제가 이루어지기 어려움
- (부정거래 및 시장교란행위) 허위의 사실 또는 풍문을 유포하여 거래하여 이익을 얻거나, 각종 시장교란행위가 다수 발생
  - ✓ 이러한 부정거래의 폐해가 커짐에 따라, NASDAQ은 시세조종, 가장매매(wash sale), 호가조작(spoofing)을 가상자산시장에서의 중요 3대 모니터링 대상으로 정하고, 주식 시장감시시스템(Nasdaq Trade Surveillance)을 기반으로 가상자산 시장감시시스템을 발전시키고 있음

# 현황 및 문제점: 가상자산거래업자

※ **현황:** 가상자산거래업자는 소위 '가상자산거래소'로 불리며 별도의 시장규제가 없는 상황에서 자본시장의 중개업자, 거래소, 예탁결제기관 등의 기능을 포괄적(all-inclusive)으로 수행하고 있음

- 상장(거래지원) 또는 상장폐지 기준이 예측가능성이 확보될 정도로 구체적이지 못하고 자율규제로서 규정화되어 있지 않음
- 주문집행, 매매체결 등의 절차 및 거래업자의 '최선집행의무'가 규정화되어 있지 않음
- 매매거래기능과 예탁결제기능을 하나의 사업체가 담당하는 All-Inclusive 형태
- 증권거래에 비해 수수료가 비싸고 경쟁이 적음 (4대 거래플랫폼 과점)
  - ✓ 수수료가 중개수수료인지, 거래수수료인지, 청산·결제수수료인지에 대해서도 불투명

※ **문제점:** 가상자산 거래플랫폼의 조직 및 운영 규정 미비, 매매거래기능과 예탁결제기능의 이해상충, 불건전 영업행위 감시기능 부재 등

- (상장) 상장(신규취급, 거래지원) 및 상장폐지에 관한 구체적 기준 결여 및 상장폐지 기준 적용의 비일관성
  - ✓ 최근 특금법상 신고를 앞둔 시점에서 다수 종목의 거래지원중지(상장폐지)에 대해 상장정책의 예측가능성 문제가 이슈화됨
- (매매거래) 주문집행, 시장조성 등에 관한 명확한 규정이 없기 때문에 거래플랫폼 운영자의 자전거래, 시장조성을 빙자한 시세조종 등에 관한 의혹이 큼
  - ✓ 가격폭락시 매매체결 불능, 거래소 자전거래 의혹, 시장조성행위의 불공정거래 가능성 등이 이슈화됨
  - ✓ 가상자산거래업자의 내부거래 의혹이 커짐에 따라, 특금법시행령이 개정되어 가상자산사업자 특수관계인의 내부 거래를 원천적으로 금지 (특금법시행령 제32028호)
- (청산결제) 영리사업성이 강한 매매거래기능과 공익성이 강한 청산결제기능간 이해상충 문제
  - ✓ 매매거래와 청산결제가 동일 사업체 내에서 이루어지는 경우, 상호 확인·모니터링 기능이 약화되어 거래시스템의 리스크 증가
  - ✓ 매매거래기능과 청산결제기능이 명확히 분리되지 못한 경우, 각 기능별 운영 주체의 권한 및 책임이 불명확해질 수 있음



# 현황 및 문제점: 가상자산보관업자

※ **현황** : 가상자산보관관리업자는 타인을 위하여 가상자산을 보관 또는 관리하는 행위를 영업으로 하며, 가상자산지갑서비스업자는 지갑(wallet)을 이용하여 가상자산의 보관·관리·이전하는 서비스를 영업으로 함

- 특금법상 가상자산사업자가 법정 유형화 되어 있지는 않지만, 가상자산사업자 신고 매뉴얼에서 사업자를 가상자산 거래업자 외에 가상자산보관관리업자, 지갑서비스업자로 분류
  - ✓ 현재 국회에서 논의중인 가상자산법안에서는 가상자산사업자를 법적으로 유형화
- 가상자산보관관리업자 및 지갑서비스업자의 ‘고객자산보호의무’의 구체적 내용이 규정화되어 있지 못함
- 국내 자본시장법이 신탁업자의 수탁 자산으로 가상자산을 열거하고 있지 않기 때문에, 가상자산 위탁고객이 신탁법상 위탁자로서의 법적 지위(파산절연 등)를 가지지 못함

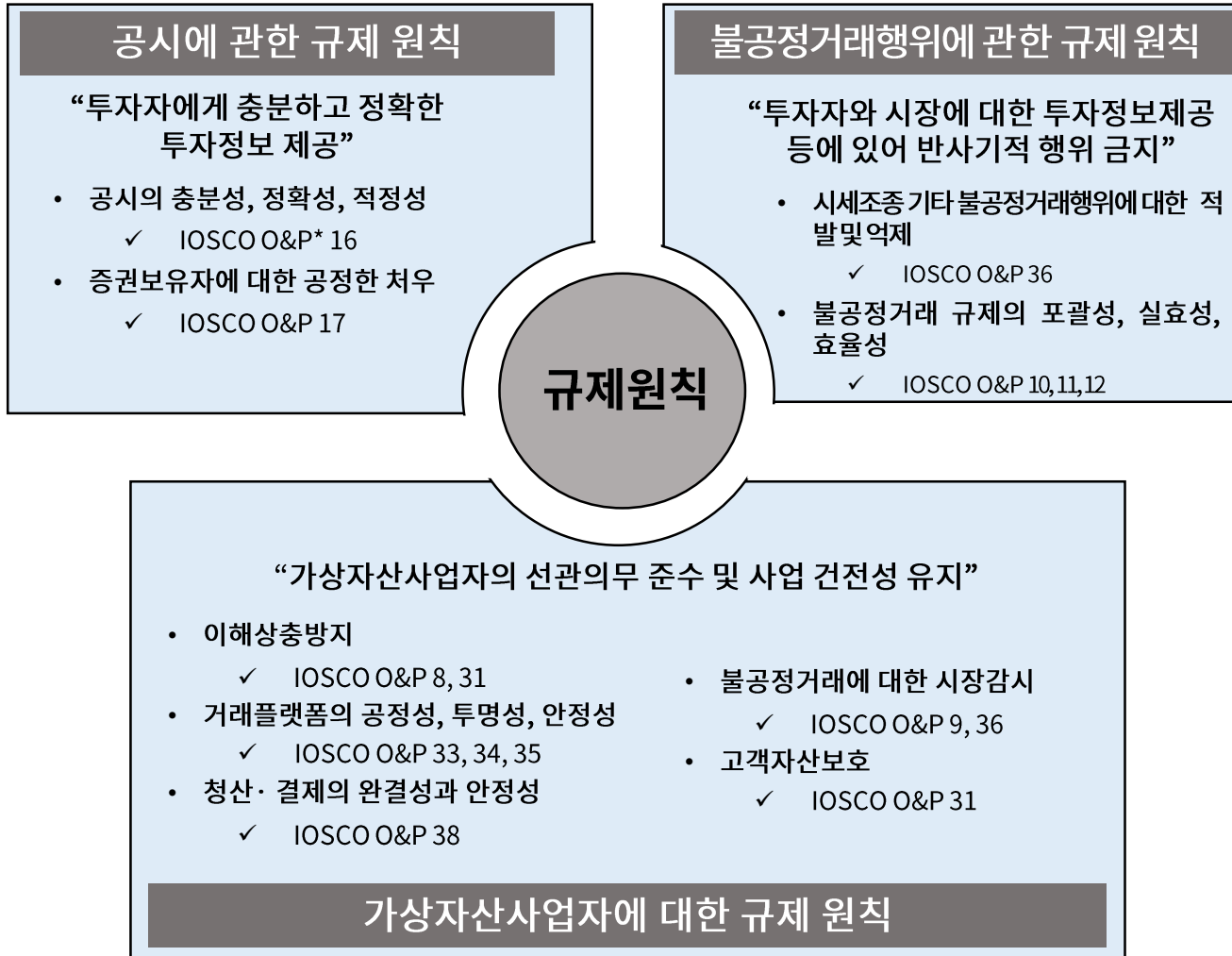
※ **문제점** : 가상자산보관관리업자 및 지갑서비스업자의 고객자산보호의무가 불명확하고, 가상자산을 위탁한 고객의 법적 지위가 불안정함에 따라 고객의 재산권이 침해될 위험이 큼

- (고객자산보호) 가상자산보관관리업자가 고객자산의 암호키를 관리하며 수탁업무를 함에 있어 제도화된 정책 및 절차가 불확실하여 수탁자산 보호가 취약해질 수 있음
  - ✓ 물리적으로 보관 가능한 수탁자산이 아닌 블록체인 기반의 디지털 수탁자산에 대한 고객보호의무의 구체적 내용에 관한 정책적 논의는 부족한 실정
  - ✓ 고객의 가상자산 지갑이 해킹되는 사고가 빈번
- (위탁고객의 법적 지위) 수탁된 가상자산이 신탁법상 수탁자산으로 인정되지 않기 때문에, 가상자산사업자가 고객을 위해 보관하는 가상자산이 파산위험으로부터 완벽히 보호되는지 불분명
  - ✓ 가상자산보관관리업자의 고유계정과 고객계정의 분리 여부 파악이 어려움

# IV

## 가상자산시장 규제 원칙 및 적용

# 가산자산시장에 대한 핵심 규제 원칙



\* IOSCO, 2017, Objectives and Principles of Securities Regulation

# 공시에 관한 규제 원칙

- 가상자산시장에서 발생하는 ‘거래자’와 ‘발행인 및 가상자산사업자’와의 정보비대칭의 문제는 공시를 통해 해결되어야 함
  - › “투자자의 의사결정에 중요 정보에 관한 완전공시(full disclosure)는 투자자 보호를 보장하는 가장 중요한 수단”임 (IOSCO, 2017, Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation)
  - › 대표적인 가상자산시장 규제입법인 EU의 MiCA규제안도 투자자 보호의 핵심수단으로서 백서 등에 대한 의무공시제도 도입
    - 캐나다의 증권감독협의체인인 CSA(Canadian Securities Administrators)도 입법이 완비되기 전까지의 대응방안으로 가상자산 발행인(Crypto Assets Reporting Issuers)의 공시에 관한 고시(CSA Staff Notice 51-363)를 발표
- 발행인은 재무성과, 투자위험 등 거래자의 투자판단에 있어 중요한(material) 정보를 완전하고 정확하게 적절한 시기에 공시하여야 함 (Principle 16)
  - › 투자정보의 ‘중요성’(materiality)을 기준으로 의무공시 사항이 수립되어야 함
  - › 투자판단에 영향을 주는 사항에 대해 투자자가 오인(misleading)을 하지 않도록, 공시 내용이 완전성과 정확성을 갖추어야 함
  - › 중요 투자정보의 제공에 있어 즉시(timely) 공시하거나 공시하지 않는 경우 관련 정보를 이용한 거래행위를 금지하여야 함
- 공시를 함에 있어, 증권보유자에 대해 공정한 처우를 하여야 함 (Principle 17)
  - › 다수 지분보유자와 소수 지분보유자간의 공정한 처우
  - › 지배주주 지분 변화 또는 경영권 이전에 대한 공시

# 가상자산 공시 규제 방안 I

- 공시에 관한 주요 원칙과 국제적 정합성을 고려하여, 가상자산시장의 거래자가 정확성이 담보된 중요 투자정보를 적시에 차별 없이 제공받을 수 있는 공시시스템 구축
  - › [발행인] 공시의무의 주체로서 발행인을 정의(definition)하는 것이 선결되어야 함
    - 가상자산시장의 특성상 증권시장 발행인보다 복잡하고 광의의 개념
    - 형식적인 가상자산의 발행자 이외에도 적극적 참여자(active participant)인 네트워크의 개발자 및 관리자, 유통플랫폼 조성자 및 프로모터 등이 포함될 수 있는 개념
    - 실무적으로 가상자산거래업자에 대한 신규취급(상장) 신청단계에서 공시의무의 주체를 명확히 하는 것이 중요
  - › [면제사유] 가상자산 청약에 있어 백서(white paper) 등 공시의무 면제 사유를 규정하여야 함
    - 가상자산의 무상발행, 소액발행, 적격투자자 대상 발행 등 일반거래자에 대한 공시 필요성이 적은 경우
  - › [백서] 가상자산 청약에 있어 발행공시인 백서에 포함될 의무공시 사항 규정
    - 백서는 가장 중요한 공시서류로서 가상자산 거래자에 대한 투자설명서(prospectus)
    - 백서에는 발행인, 프로젝트, 청약·유통되는 가상자산 등에 관한 구체적 설명 및 위험요소가 포함되어야 함
    - 국내 가상자산거래업자의 신규취급을 위한 기준(소위 '상장기준')에 있어 백서 심사기준은 법령 또는 자율규제를 통해 최소기준의 통일성을 확보할 필요가 있음

# 가상자산 공시 규제 방안 II

- › [중요성] 투자정보의 중요성(materiality)은 가상자산시장의 합리적 거래자들이 투자판단에 중요하다고 고려할 ‘실질적 가능성’(substantial likelihood)을 기준으로 정하여야 함
  - 중요 투자정보를 자율규제 공시사항으로 정하고, 이를 단계적으로 법정 의무공시화 하는 것이 바람직
- › [정기공시] 증권시장의 분기별 보고서와 같은 정기공시제도는 현 단계에서 당장 도입하기는 쉽지 않을 것으로 보임
  - 정책당국과 가상자산업계가 충분한 논의를 거쳐 제도화하는 것이 바람직
- › [수시공시] 중요 상황 변화에 대한 수시공시 제도는 빠른 시일 내에 제도화될 필요가 있음
  - 중요 상황 변화에 대한 의무공시사항으로는 사업 관련 정보(마일스톤달성, 사업리스크 중요변화 등), 조직관련 정보(핵심 인력 변동, 보관기관 지정 등), 지배구조 정보(대량지분변동, 가상자산 구조변화 등), 재무정보(도산리스크 등) 등을 들 수 있음
- › [적시성] 가상자산시장에서 중요정보의 공시는 적시(timely)에 이루어져야 함
  - 원칙적으로 한국거래소의 수시공시 규정에서와 같이 중요한 사실 또는 결정이 발생한 당일 공시하도록 하는 것이 바람직
- › [공정공시] 적시공시를 함에 있어, 특정 거래자에게 선별적으로 중요 투자정보를 제공하여서는 안되며, 모든 시장 참여자에게 동시에 공시하여야 함 (fair disclosure)
- › [조회공시] 가상자산시장에 풍문·보도 관련 사실여부 파악이 필요하거나, 주가 또는 거래량의 급변시 미공개된 중요 투자정보가 있는지를 파악하기 위해 가상자산거래업자의 조회공시를 제도화
  - 조회공시제도의 실효성 강화를 위해, 조회공시 반복에 대한 사후심사도 강화하여야 함
- › [공시유보] 조회공시를 요구 받은 발행인이 해당 사항이 의무공시사항이 아닌 이상 경영상 필요에 의한 공시유보를 할 수 있도록 허용

# 불공정거래에 관한 규제 원칙

- 자산이 대규모로 유통되는 시장에서 거래자 보호의 핵심은 해당거래자를 시세조종, 내부자거래 등 각종 사기적 행위로부터 보호하는데 있음 (IOSCO, 2017, Methodology)
  - › 가상자산시장은 불특정 다수를 상대로 한 대량 거래가 이루어지고 있기 때문에, 형법상 사기죄 입증에 용이하지 않음
  - › 또한 거래자 개인이 개별적으로 피해를 입증하여 손해를 보상받기에는 집단행동의 문제 (collective action problem)가 발생하기 때문에 사기죄의 특별규정으로서 가상자산시장에 특화된 불공정거래 금지조항 입법이 필요
  - › EU의 MiCA규제안도 시세조종, 내부자거래, 시장교란행위, 기타 부정거래행위에 대하여 증권법에 준한 불공정거래 금지 조항을 포함
    - 미국에서 가상자산(증권토큰 제외)에 관한 불공정거래의 일반적 관할권이 있는 상품선물거래위원회(CFTC)도 시세조종, 내부자거래 등에 대한 규제를 강화하고 있음
- 유통시장 거래에 있어 시세조종, 기타 불공정거래행위를 적발하고 억제할 수 있는 규제체계를 갖추어야 함 (Principle 36)
  - › 효과적인 불공정거래행위 규제를 위한 전제 조건으로 직접적 감시, 조사, 보고, 상품설계요건, 거래정지 등에 관한 시스템이 갖추어져야 함
  - › 불공정거래행위 규제는 투자자에 대한 불공정한 피해를 억제하고 시장의 가격발견기능을 보장하는 효과를 가짐
- 불공정거래행위 규제의 실효성을 확보하기 위해서는 효과적인 조사·감시권한, 집행권한을 갖추고 있어야 함 (Principles 10, 11, 12)
  - › 시장감시를 위한 주문, 체결 등의 거래정보에 관한 보고체계가 갖추어져야 함
- 가상자산거래의 불공정거래가 국제화된 시장분할 상황에서 발생한다는 점에서 가상자산 감독기관간 국제적 협력이 필요 (Principles 13, 14, 15)

# 가상자산 불공정거래 규제 방안 I

## ○ 가상자산시장의 대규모 · 비대면 거래의 특성을 반영하여 피해자의 입증을 용이하게 하는 불공정거래금지 규정이 필요

- ▶ [시세조종] 가상자산시장에서 수요공급을 매매가 성황을 이루고 있다고 거래자를 오인하게 하거나, 거래자가 잘못된 투자판단을 하게 할 목적으로 주식시장의 가격결정과 수급질서를 방해하는 일체의 행위에 대한 금지 및 처벌규정 제정
  - 가상자산 시장의 시세조종은 위장거래, 현실거래, 허위표시, 불법 시장조성, 현선연계 등으로 행태를 유형화하여 규정하는 것이 바람직
  - 시세조종 금지조항의 실효성을 확보하기 위해서는 거래정보(주문정보, 매매체결정보 등)의 보고시스템을 기반으로 하는 분할된 시장을 통합한 시장감시시스템 구축 필요
- ▶ [미공개중요정보이용] 가상자산의 발행인의 주요주주, 임원, 기타 적극적 참가자가 미공개중요정보를 이용하여 가상자산을 매매하여 이익을 얻거나 손해를 회피하는 일체의 행위에 대한 금지 및 처벌규정 제정
  - 미공개중요정보이용행위 금지조항의 실효성을 확보하기 위해서는, 내부자 범위(주요지분권자, 개발자, 관리자, 임원 등)를 명확히 규정한 후, 내부자의 중요정보에 관한 공시의무 및 남용금지(abstain or disclose 등)에 관한 내부통제장치를 마련하는 것이 바람직
  - 사전에 계획된 내부자의 거래가 미공개중요정보이용행위로 의심받는 경우 등을 최소화하기 위해, 발행인 회사가 내부자거래에 관한 계획 및 절차를 감독당국 또는 자율규제기구에 제출하는 방안도 고려되어야 함



# 가상자산 불공정거래 규제 방안 II

- ▶ [기타 부정거래] 거짓표시, 거짓시세, 품문유포, 폭행협박 기타 부정한 수단을 사용하여 가상자산시장 거래에서 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위에 대한 포괄적 처벌규정 제정
  - 복잡다변한 가상자산시장에서 불공정거래행위가 고도화되고 신종 수법이 속속 등장하고 있기 때문에, 다양한 형태의 불공정거래행위를 금지하고 처벌할 수 있는 포괄적 규정이 필요
  - [시장질서 교란행위] 불공정거래행위에 비해 위법성의 정도가 낮더라도, 시세관여 또는 정보남용 등을 통해 가상자산 시장질서를 교란하는 행위도 처벌하는 것이 바람직
- ▶ [단계적 실효성 확보] 불법의 정도가 크고 명확한 것부터 단계적으로 감시 및 제재의 실효성을 확보해가며 제도화할 필요가 있음
- ▶ [공정거래질서 저해행위] 자율규제규정을 통해, 가상자산사업자에 대한 공정거래질서 저해행위를 금지하고, 관련 행위가 상시적 시장감시의 대상이 되도록 함
  - 가상자산사업자가 시장조성 등을 빙자하여 시장질서를 교란하는 경우 시장불신은 더욱 커짐
  - 가상자산사업자의 자율규제를 통한 자정적 노력이 없는 경우, 가상자산시장에 대한 법적 규제는 더욱 강해질 수밖에 없음
- ▶ [국제공조] 동일한 가상자산이 해외 여러 시장에서 동시에 유통되는 상황에서 불공정거래행위가 국제적으로 조직화되는 점에 대응하여 효율적 국제공조체제의 마련이 필요
  - 이러한 국제공조체제의 필요성은 최근 국정감사 이슈로도 다루어짐 (국회, 2021, 국정감사 이슈 분석 IV)
  - 국제공조체제는 앞서 언급한 IOSCO 규제원칙(Principles 13, 14, 15)에 따라 구축되는 것이 바람직

# 가상자산사업자에 대한 규제 원칙 I

- 가상자산사업자는 금융투자업자와 같이 고객의 자금과 자산을 보관·관리하고 고객의 이익을 위한 중개행위를 한다는 점에서 높은 수준의 신뢰성과 공정성을 유지하여야 함
- 가상자산사업자에 대한 규제도 금융투자업자에 대한 규제에서와 같이 진입규제, 행위규제, 건전성규제를 기본 틀로 함
  - ▶ 진입규제에 있어, 사업자는 해당 영업을 수행하기에 충분한 자기자본, 인력, 시설을 갖추는 것 이외에 대주주 및 임원의 자격, 지배구조, 이해상충방지 등에 관한 엄격한 요건을 충족하여야 함
  - ▶ 행위규제에 있어, 사업자는 고객에 대한 신의성실의무(최선집행의무, 고객자산보호의무, 이해상충관리 등)에 기반한 영업행위를 하여야 함
    - 또한 남용적 자기계약 등 거래질서를 훼손하는 불건전 영업행위를 하여서는 안됨
  - ▶ 건전성 규제에 있어, 사업자는 재무건전성을 유지하여야 하며, 연계된 시장 시스템위험을 높여서는 안됨

# 가상자산사업자에 대한 규제 원칙 II

- IOSCO는 위에서 언급한 증권규제의 원칙이 가상자산시장의 공정성 및 효율성 유지와 투자자보호를 위해 적용가능하다는 입장
- IOSCO는 규제 원칙을 반영하여, 가상자산사업자 중 가상자산거래플랫폼에 대해 다음과 같은 정책적 핵심 고려사항을 제시(IOSCO, 2019, Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms)
  - › (이해상충 방지: Principles 8, 31) 내부통제, 자기거래 금지, 고객에 대한 차별적 조치 금지, 영리성 및 자율규제의 조화 등
  - › (거래플랫폼의 공정성, 투명성, 안정성: Principles 33, 34, 35) 상장규정 등 거래소 규정제정, 주문집행원칙의 수립 및 공개, 거래정보제공, 효율적 가격발견절차 보장(시장분할 고려), 사이버 보안 등
  - › (청산·결제의 완결성과 안정성: Principle 38) 자산대금동시결제(DVP) 등에 관해 증권결제시스템에 적용되는 원칙을 시장특성(암호키 인도 등)을 반영하여 가상자산거래에 적용
  - › (불공정거래에 대한 시장감시: Principles 9, 36) 자율규제기구를 통해 이상매매에 대한 불공정거래를 모니터링하고 혐의여부를 조사
  - › (고객자산보호: Principle 31) 선량한 관리자의 주의로서 고객의 자산 보호

# 가상자산사업자 규제 방안 I

- 앞서 언급한 가상자산사업자에 대한 주요 원칙 및 국제적 정합성, 국내 가상자산사업자에 관한 문제점 및 대응을 고려하여, 다음과 같은 규제 방안 제시
  - › [이해상충 방지] 기존의 포괄적(all-inclusive) 거래플랫폼 서비스에서 예약결제기능의 조직적 분리 또는 내부통제장치를 통해 이해상충 문제 해결
    - 자기거래 금지 등 이해상충방지에 관한 내부 정책 및 절차 수립
  - › [거래플랫폼의 공정성, 투명성, 안정성] 상장규정, 공시규정, 업무규정을 마련하고 거래자에게 공표함으로써 거래의 투명성과 신뢰성 확보
    - 시장참여자에게 예측가능성을 주는 상장(신규취급) 및 상장폐지(거래지원중단) 규정을 명확하고 구체적으로 제정하여 공표
    - 거래자에게 매매체결 과정을 명확히 고지하고, 이용약관을 통해 고객주문에 대한 최선집행(best execution) 의무 명확화
    - 장기적으로, 시장분할 상황에서 가격발견기능 제고와 최선집행을 위해, 고객주문을 가장 유리한 호가가 제시된 시장으로 재전송(routing)하는 방안 모색
  - › [청산·결제의 완결성과 안정성] 청산·결제 기능의 독립성 및 전문성 확보와 청산·결제 관련 리스크 관리
    - 결제기능의 조직상 또는 기능상 독립 (영리성이 강한 매매기능과 공익성이 강한 청산·결제기능의 분리)
    - 결제의 운용적 완결성(operational finality) 및 법률적 완결성(legal finality) 정비
    - 결제방식의 취약점 점검 및 청산·결제시스템의 체계적 위험을 관리하기 위한 정책과 절차

# 가상자산사업자 규제 방안 II

- › [고객자산보호] 고객자산의 보관관리업무를 수행하는 가상자산사업자의 고객자산보호의무를 명확히 하고, 고객계정과 자기계정의 분리, 가상자산에 대한 안전한 보관과 통제를 위한 시설요건 마련 및 제도 정비
  - 가상자산을 보관하는 사업자의 선관의무인 고객자산보호의무의 최소 기준에 관하여 가상자산 커스터디 업무의 특성을 반영하여 규정화하는 것이 바람직
  - 미국 SEC가 최근 입법 예고한 디지털증권을 수탁한 특수목적 브로커-딜러(Special Purpose Broker Dealer)의 고객자산보호의무의 내용 참조 (SEC, 2021, Release 34-90788)
  - 구조적으로 가상자산을 보관하는 사업자의 고유계정과 고객계정을 분리하여 고객자산을 사업자의 파산위험으로부터 절연 (기술적으로 분산원장을 통해 거래가 기록되는 고객의 가상자산은 해당 업자가 보유한 가상자산과 다른 주소로 기록)
  - 가상자산거래업자의 이해상충, 해킹취약성 등을 고려하여 별도의 독립된 가상자산 커스터디 업무에 특화된 보관업자에게 고객자산 보관·관리 업무를 맡기는 것이 바람직하다는 견해가 있음 (ISSA, 2018, Infrastructure for Crypto-Assets)

V

**결어: 정책 방향**

# 바람직한 가상자산업권법 제정 방향

## ※ 발행인과 거래자 측면: 중요 투자정보에 대한 의무공시제도 도입

- 발행인의 범위, 발행공시(백서), 유통공시(정기공시, 수시공시, 조회공시 등)의 제도화
  - ✓ 발행인의 공시의무 등의 체계화 및 실효성 확보
- **기대효과**: 발행인과 투자자간의 정보비대칭 문제 해결

## ※ 시장참여자와 거래자 측면: 자본시장에 준하는 불공정거래금지 규정 마련

- 시세조종, 미공개중요정보이용행위, 부정거래 행위, 시장교란행위 등에 관한 규제
  - ✓ 시장참여자의 위법방지 및 명성시장 조성
- **기대효과**: 시장신뢰성 확보를 통해 가상자산 시장의 지속가능성 제고

### 가상자산 거래자 보호

## ※ 가상자산거래업자와 거래자 측면: 매매거래의 규정화 및 청산·결제기능의 독립

- 상장(거래지원) 기준, 매매체결원칙, 자기거래, 마진거래 등에 관한 규제, 청산·결제의 공공성
  - ✓ 가상자산거래업자의 최선집행의무, 선관의무 등의 체계화 및 실효성 확보
- **기대효과**: 매매거래의 신뢰성과 가격발견기능의 효율성을 높이며, 청산·결제 시스템의 안정성 보장

## ※ 가상자산보관업자와 거래자 측면: 수탁자산보호 업무의 규정화 및 위탁고객의 법적 지위 보장

- 수탁가상자산을 해킹위험 등으로부터 보호하고 위탁고객을 보관업자의 파산위험 등으로부터 보호
  - ✓ 가상자산보관업자의 고객보호의무 등의 체계화 및 실효성 확보
- **기대효과**: 가상자산보유자 위탁자산의 재산권 보호