

〈논문〉

가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동의 한계 - 유동성 공급활동의 투명성 - *

유 영 윤**

요 약

한국거래소가 운영하는 상장증권시장과 달리, 중앙화된 가상자산 거래시장은 현실 세계와 동떨어진 모의 주식시장 또는 게임처럼 운영된다. 거래시장 이용자가 제출한 매도나 매수 주문, 그에 따른 거래 체결, 결제, 청산, 거래대상 자산 예치 등의 모든 업무가 그 가상자산 거래시장과 연계된 시스템내에서만 처리되며 그와 관련된 정보 역시 해당 시스템에만 저장된다. 그동안 이 같은 중앙화된 가상자산 거래시장의 폐쇄적인 운영 구조에 기반한 유동성 공급활동과 관련하여 여러 법률 문제가 발생하였고, 가상자산 거래시장을 규율하는 명확한 규제 법률이 없다는 이유로 주로 형사법적 관점에서 논란이 되곤 하였다.

이 글에서는 중앙화된 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 현행 규제 법률서 관점에서 어떻게 평가할 수 있을지를 검토하고, 유동성 공급활동이 정당성을 갖추기 위해 확보되어야 할 최소한의 전제 조건, 즉 유동성 공급활동의 한계가 무엇인지 살펴보고자 한다. 그동안 가상자산 거래시장에서 유동성 공급활동이 논란이 되었던 이유 중 하나는 언제, 어떤 식으로 유동성 공급활동이 이뤄지는지에 관한 정보가 투명하게 공개되지 않고, 이용자들이 예측하기 어려운 방식으로 이뤄졌기 때문으로 보인다. 이처럼 투명하지 않은 유동성 공급활동은 비정상적인 행위로 평가될 수 있고, 그 결과 해당 가상자산 거래시장에서 통용되기 어려운 불공정한 거래로 평가될 여지도 있게 된다. 따라서 유동성 공급활동이 정당성을 갖추기 위해서는 기본적으로 해당 거래시장 운영자가 유동성 공급활동이 이뤄지는 방식과 그 활동 내역에 관한 정보를 투명하게 공개할 필요가 있다. 이 같은 유동성 공급활동에 관한 정보의 투명성은 건전하고 공정한 거래시장을 만들기 위한 초석이 될 것이다.

주제어: 가상자산, 거래시장, 유동성 공급, 시장조성, 불공정거래, 시세조종, 부정거래, 투명성

* 귀한 의견 주신 심사위원님들께 감사의 말씀 올린다. 이 글에 기재된 내용은 필자의 개인적인 견해이며, 필자가 소속된 단체와 무관하다.

** 법률사무소 여로 변호사.

I. 들어가며

1. 가상자산 거래시장 유동성 공급활동¹⁾ 정보 공개를 논의할 필요성

가상자산 거래를 둘러싸고 발생한 문제들을 해결하기 위해서 거래시장 운영이나 거래활동에 직접 또는 간접적으로 관여하는 사업자들을 규제하고 일반 이용자들을 보호하기 위한 방안을 마련하기 위한 논의가 진행되어 왔다.²⁾ 이 같은 논의를 통해 달성하고자 한 기본적인 목표는 가상자산 거래를 둘러싼 정보를 투명하게 공개하여 공정한 거래질서를 확립하고 이용자들을 보호할 수 있는 체계를 구축하는 것이다.³⁾

가상자산 거래에 필요한 정보는 다양한데,⁴⁾ 정보 생성 및 관리 주체 측면에서

- 1) 유동성 공급활동은 시장조성자에 의한 활동과 유동성공급자에 의한 활동으로 행해질 수 있다. 반드시 호가를 제출할 의무가 있는지 여부를 기준으로 하여 이 둘을 시장조성자(market maker)와 유동성공급자(liquidity provider)로 구분하기도 한다(IOSCO, Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities, FR07/2020(2020. 8.), pp.5-6). 그러나 위 두 용어를 엄격하게 구별하지 않는 나라들도 있다(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.5). 그리고 이들 모두 기본적으로 같은 목적(유동성 증대, 시장의 가격 발견 기능 강화 등)을 달성하기 위해 이뤄지는 활동이며(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.7), 실제 가상자산 거래시장에서 이 둘의 활동을 구별하기 어려운 면도 있다. 이에 이 글에서 논의의 대상으로 삼고자 하는 중앙화된 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동은 시장조성자의 활동과 유동성공급자의 활동을 모두 포함한 의미로 사용한다.
- 2) 이 같은 논의는 크게 기존의 금융 규제 법률로 규제할 수 있는 행위 유형과 업태가 무엇 인지를 살펴보는 한편, 기존 법질서에서 고려하지 못하였던 새로운 이해관계와 행위를 규율하기 위해 외국(특히, 유럽, 미국, 일본)의 입법례와 논의를 토대로 국내 규제 법령을 정비하고 새로운 법률을 만드는 방안을 검토하는 방향으로 진행되고 있다.
- 3) 대표적인 가상자산 입법인 EU의 MiCA의 경우, 가상자산 발행, 매수 권유, 거래플랫폼 사업 허가와 관련하여 투명성을 확보하고 공시 제도와 이용자 보호 체계를 마련하는 것을 주된 목적으로 하고 있으며(MiCA 제1조 제2항), 이를 위해 가상자산 발행이나 거래 사업과 관련된 세부 정보를 공개하게 하고 있다(MiCA 제6~10조, 제19, 28~30, 32조, 제51, 53조, 제72, 76, 88조, Annex I 내지 III 등). 또한, 여러 논의 끝에 마련된 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률(법률 제19563호, 2024. 7. 19. 시행, 이하 “가상자산이용자보호법”이라 한다)에서도 가상자산 이용자의 권익을 보호하고 가상자산시장의 투명하고 건전한 거래질서를 확립하는 것을 목적으로 한다(가상자산이용자보호법 제1조). 다만, 가상자산이용자보호법에서는 구체적으로 공개되어야 할 정보를 명시하고 있지는 않다.
- 4) 거래 주체가 누구인지(개인, 기관, 시장조성자 등), 사용되는 기술과 거래 구조에 따라 거래에 필요한 핵심적인 정보가 무엇인지에 대한 판단이 달라질 수 있다(IOSCO, Market Data in the Secondary Equity Market Current Issues and Considerations, FR04/2022(2022. 4.), p.4). 다만, IOSCO는 거래시장의 투명성을 확보하기 위해서는 반드시 거래 전 정보

크게 ① 거래대상이 되는 가상자산 자체와 관련된 정보)와 ② 그 가상자산이 거래되는 시장 운영과 관련된 정보)로 구분할 수 있다. 거래시장을 운영하는 자의 관점에서 볼 때 가상자산 자체와 관련된 정보(① 관련 정보)는 외부 정보로서 이를 직접 관리하고 통제하기 어려운 면이 있다. 반면, 가상자산이 거래되는 거래시장 운영에 관한 정보(② 관련 정보)는 내부 정보로서 상대적으로 직접 관리하고 통제하기 용이한 영역에 있는 정보이다.⁷⁾ 일반적으로 가상자산을 거래하고자 하는 사람들은 특정한 주체가 운영하는 거래플랫폼에 의해 형성된 거래시장을 이용하곤 한다.⁸⁾ 복수의 가상자산 거래시장이 존재하는 상황에서, 위와 같은 가상자산 거래시장 운영에 관한 정보(② 관련 정보)는 어떤 거래시장에서 거래할 것인지를 결정

(현재 매도나 매수 호가와 거래량 등)와 거래 후 정보(거래 체결 내역에 관한 정보)가 공개되어야 하며(IOSCO, 앞의 글(각주 4), pp.1-2), 시장 참여자들이 그 같은 거래 정보에 공평하게 접근할 수 있어야 한다고 보고 있다(IOSCO, 앞의 글(각주 4), p.1).

- 5) 가상자산 발행 및 유통(가상자산 발행 일정 및 총수량, 발행된 가상자산의 락업 기간, 기존 보유자들에 대한 에어드랍 일정, 프로젝트 관계자들이 보유한 물량과 처분 행위 내역, 대량 보유자의 담보 제공 내역, 연계 선물 내지 파생상품시장 거래 정보 등), 가상자산의 효용과 가치를 가능하게 하는 데 참고할 연계 사업 정보(사업의 실효성이나 진행 경과, 프로젝트 진행 과정에서 외부 협업 관계자들에게 지급되는 가상자산 물량 등) 등이다. EU MiCA에서는 이 같은 정보들을 백서를 통해 공개하고자 한다(MiCA Annex I~III 참조).
- 6) 가상자산 거래시장에서의 거래 수수료나 거래 체결 방식에 관한 정보, 주문을 제출하기 위해 보유해야 할 자산에 관한 정보(미수 거래, 대차거래, 공매도 등에 관한 정보), 주문 제출자 또는 기 체결거래에 관한 정보(일반 거래자의 주문 정보인지, 거래시장 운영자가 승인한 유동성 공급활동의 결과인지 등), 통상적으로 허용되는 거래 정보 습득 및 주문 제출 방식 그리고 그에 대한 예외적인 경로와 방식에 관한 정보(거래 정보 취득 및 주문 처리 속도와 순서에서의 차별적 취급 등) 등이다.
- 7) 가상자산 사업과 관련된 정보 규제, 예를 들면 가상자산 발행 및 유통과 관련하여 공시되어야 할 정보, 미공개정보로 취급할 정보 등 규제 대상이 될 정보의 범주와 그 정보를 취급하는 수범자를 특정하고, 이들에게 일정한 의무를 부과하는 것은 쉬운 일이 아니다.
- 8) 한국거래소 시장과 달리, 가상자산 거래시장은 다양한 주체가 다양한 방식으로 운영하는 시장이 존재한다. 그 중 대표적인 시장으로 탈중앙화된 거래소(Decentralized Exchange, DEX)에 의해 운영되는 시장과 중앙화된 거래소(Centralized Exchange, CEX)에 의해 운영되는 시장이 있는데, 양자는 시장 운영 주체, 거래대상 가상자산에 대한 유동성 공급 방식 등에 있어서 차이가 있다. 이 중 대중에게 널리 알려지고 이용되는 시장이 중앙화된 거래시장이며, 상대적으로 폐쇄적인 운영구조로 인한 정보의 비대칭성이 더 문제될 소지가 큰 시장이 중앙화된 거래시장인 점을 고려하여, 이 글에서는 중앙화된 거래시장에 한정하여 논하고자 한다. 한 블록체인 거래 정보 조사기관에 따르면, 전 세계적으로 가상자산 거래량이 많은 대표적인 중앙화된 거래소(CEX)는 바이낸스, 업비트, OKX, Bybit, Coinbase이다(The Block, “Monthly Exchange Volume Market Share(2023. 12. 31. 기준)”, <https://www.theblock.co/data/crypto-markets/spot/the-block-legitimate-index-market-share>, 2024. 1. 1. 최종 방문).

하는데 영향을 줄 수 있는 중요한 정보이기도 하다.⁹⁾

가상자산 거래시장 운영 정보 중 최근 몇 년 동안 주로 논란이 되었던 것은 가상자산 거래시장 운영자의 유동성 공급활동과 관련된 것이었다.¹⁰⁾ 중앙화된 가상자산 거래시장 운영자가 장내에서의 유동성 공급활동에 직접 또는 간접적으로 관여하게 되는 경우,¹¹⁾ 그 같은 유동성이 해당 시장 운영자의 사업 수익¹²⁾에도 밀접한 영향을 주게 되어 이용자들의 이해와 상충될 우려가 있기도 하다.¹³⁾ 다만, 유동성 공급활동을 직접적이고 구체적으로 규율하는 규제 입법이 없는 상황을 감안하여, 이 글에서는 현행 법질서상 중앙화된 가상자산 거래시장에서 유동성 공급활동이 허용되기 위해 갖추어야 할 최소한의 전제조건, 특히 거래시장 운영자에게 장내에서의 유동성 공급활동에 관한 정보를 투명하게 공개할 의무가 있다고 볼 수 있는지에 중점을 두어 살펴보고자 한다.

그 이유를 살펴보면, 먼저 i) 금융투자상품 거래시장에서의 유동성 공급활동이 한국거래소의 자율규제(운영규정)에 근거하여 행해질 뿐¹⁴⁾ 자본시장법 자체에서

9) 국내 주요 중앙화된 가상자산 거래소(CEX)로 업비트, 빗썸, 코인원, 코빗이 있다(인사이트 코리아, 2023. 12. 29.자 기사, “엮히락뒤치락하는 4대 가상자산 거래소…빗썸·코빗, 내년에도 이용자 유지할 수 있을까”, <https://www.insightkorea.co.kr/news/articleView.html?idxno=125800>, 2024. 1. 1. 최종 방문).

10) 미국 SEC는 바이낸스 운영진이 시장조성 활동을 통해 가장매매(wash trading)를 하였다고 보아 규제절차를 진행하였다(SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v BINANCE HOLDINGS LIMITED, BAM TRADING SERVICES INC., BAM MANAGEMENT US HOLDINGS INC., AND CHANGPENG ZHAO, Civil Action No. 1:23-cv-01599 소장 (2023. 6. 5.)), <https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2023/compr2023-101.pdf>, 2024. 1. 10. 최종 방문). SEC가 문제 삼은 주요 행위는, 바이낸스 거래소 임직원들이 시장조성 활동을 하는 회사들을 운영하면서(SEC, 앞의 소장(각주 10), 185 문단), 회사 명의의 여러 계정을 이용해서 가장매매를 하여(SEC, 앞의 소장(각주 10), 269~270 문단) 거래량을 인위적으로 상승시켰고(SEC, 앞의 소장(각주 10), 12문단), 그 활동이 거래소 이용자들의 이해관계와 상충될 수 있다는 점을 공개하지 않았던 것이다(SEC, 앞의 소장(각주 10), 188 및 280 문단).

11) 상장증권시장의 경우, 여러 나라에서 시장조성자 또는 유동성 공급자로 하여금 유동성을 공급하게 하는데, 이들의 유동성 공급활동은 관련 규제 법령에 근거하여 이뤄지기도 하지만 개별 거래시장 운영자의 운영 규정이나 정책(보상 정책, 시장조성 계약 등)에 근거하여 이뤄지고 있다(IOSCO, 앞의 글(각주 1), pp.5-6).

12) 최근 일부 가상자산 거래소의 경우 거래 수수료를 받지 않겠다는 입장을 보이기도 하였으나, 다수의 중앙화된 거래소는 거래 수수료를 받고 있고, 그 같은 거래 수수료는 가상자산 시장 운영자에게 주요 수익원 중 하나이다(뉴스토마토, 2023. 10. 23.자 인터넷 기사, “코인 거래 수수료 무료 '치킨게임' 시작됐다”).

13) IOSCO, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report, FR11/2023(2023. 11.), p.16.

구체적으로 장내 유동성 공급활동을 어떻게 규율해야 할지를 명확히 하고 있지 못하여 논란이 있다.¹⁵⁾ 그렇다면 설령 특정 가상자산 거래시장에 자본시장법이 적용될 수 있다고 하더라도 그 거래시장 내에서의 유동성 공급활동을 어떻게 규율할 수 있을지가 모호하게 되어 이를 논의할 필요가 있다. ii) 그리고 정보통신기술 발달과 더불어 장내 유동성 공급활동에 일정한 알고리즘에 기초한 다양한 고빈도 거래가 활용될 수 있는데, 자본시장법상 그 같은 고빈도 알고리즘 거래를 어떻게 규율해야 할지에 대한 논의가 지속되고 있는 상황이다.¹⁶⁾ 그 결과, 상장증권 거래시장에서 나아가 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 어떻게 규율할 것인지에 대한 입법 논의 역시 언제쯤 그리고 어느 정도까지 구체적으로 정리될 수 있을지 모호하다. iii) 나아가 그 동안 국내에서 가상자산 거래시장 운영자의 유동성 공급활동과 관련하여 여러 형사사건들이 진행되었는데, 그 같은 분쟁이 발생한 주된

14) 한국거래소는 상장 증권시장에서 유동성을 관리하기 위해 시장조성자 제도와 유동성공급자 제도를 시행하고 있다(한국거래소, **주식시장 매매제도의 이해**, 한국거래소(2021), 138면). 그런데 자본시장법에서 상장 후 6개월 내에서의 시장조성 활동으로 인한 시세 고정 또는 변동을 시세조종으로 취급하지 않을 수 있는 근거 규정(제176조 ③항 2, 5, 6호)을 두고 있을 뿐 그 같은 거래시장 내에서의 유동성 공급활동을 어떻게 취급해야 하는지에 대한 명확한 근거 규정을 두고 있지 않다. 그 결과, 한국거래소 시장에서의 시장조성자 제도와 유동성공급자 제도의 세부적인 내용은 한국거래소의 자율규정에 근거하여 규율되고 있다(한국거래소 거래시장에서의 시장조성자 제도와 유동성공급자 제도의 주요 내용은 한국거래소, 앞의 책(각주 14), 138-148면 참조).

15) 금융감독원은 한국거래소와 계약을 체결한 시장조성자들이 시장조성활동 과정에서 한 지속적이고 반복적인 호가 정정이나 취소 행위가 시장질서교란행위(자본시장법 제178조의2 제2항 제1호)에 해당한다고 보아 규제하려고 하였다(금융위원회, 2022. 7. 19.자 보도참고자료, “주식시장 시장조성자의 불공정거래 혐의에 대한 증선위 의결”, 1면). 이에 대해 증권선물위원회는 장기간 검토 후 그 같은 시세조종 활동과정에서의 호가 정정·취소로 인해 시세에 부당한 영향을 주었다고 보기 어렵다는 결론을 내렸다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 1면). 다만, 증권선물위원회 역시 이 같은 시장조성활동 과정에서 불공정거래가 발생할 개연성이 있음을 인정하면서 시장조성활동에 대한 감시를 강화하겠다고 밝혔다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 3면).

16) EU MiFID II와 달리 자본시장법에서는 알고리즘을 이용한 고빈도 매매를 어떻게 규제할 것인지에 관한 내용이 정비되어 있지 않아 그 규제 방향에 대한 논의가 이어져 왔다. 대표적인 글로 고동원, “유럽연합(EU) 「제2차 금융상품시장지침」(MiFID II)의 규제 영향과 시사점”, **증권법연구** 제20권 제1호(2019. 4.); 노혁준, “증권 불공정거래의 새로운 양태와 대응 - 고빈도거래(HFT)를 중심으로”, **법학연구** 제31권 제1호(2021. 3.); 윤승영, “고빈도거래 규제에 대한 비교법적 고찰”, **증권법연구** 제14권 제3호(2013. 12.); 이정수, 알고리즘 거래에 관한 금융법적 규제에 관한 연구, 박사학위논문, 서울대학교(2022. 8.) 등이 있다.

이유 중 하나는 그 운영자가 관여하는 장내 유동성 공급활동에 관한 정보가 일반 이용자들에게 투명하게 공개되지 않았던 것으로 보인다.¹⁷⁾ 따라서 가상자산 거래 시장에서의 유동성 공급활동에 관한 정보의 투명성이 규제 법률적 측면에서 어떤 의미를 가질지에 대한 논의가 필요하기도 하다. iv) 또한, 이용자들이 그 시장 운영 (특히, 유동성 공급활동)에 관한 정보를 충분히 인지한 상태에서 거래에 관한 의사 결정을 내릴 수 있도록 하는 것은 이용자를 보호할 수 있는 공정한 거래질서를 확립하기 위한 출발점이기도 하다.¹⁸⁾ v) 끝으로 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동에 대한 정보를 이용자들에게 충분히 공개하는 방안을 모색하는 것은 IOSCO가 추구하는 가상자산 거래시장 규제 방향과도 일치한다.¹⁹⁾

17) 가상자산 거래시장 운영 관계자들이 시장조성활동 과정에서 차명 계정에 임의의 정보를 입력한 후 그 정보에 기해 장내 거래를 한 것과 관련하여, 국내에서는 그 동안 금융규제 관점보다는 사전자기기록작, 사기 등 형법 위반의 관점에서 형사 절차가 진행되었다. 이 같은 형사법적 접근은 기본적으로 그 같은 시장조성활동이 통상적이지 않아 이용자들이 예측할 수 없었고, 이용자들이 그 같은 방식으로 시장조성활동이 이뤄진다는 것을 알았다면 그 거래시장에서 가상자산 거래를 하지 않았을 것이라는 전제에 서 있다(이와 관련된 사안으로 서울남부지방법원 2018. 10. 18. 선고 2018고합182 판결, 서울고등법원 2020. 2. 6. 선고 2018노3017 판결, 대법원 2021. 6. 30. 선고 2020도3014 판결; 서울남부지방법원 2019. 1. 17. 선고 2018고합181 판결, 서울고등법원 2019. 7. 23. 2019노396 판결, 대법원 2020. 8. 27. 선고 2019도11294 판결; 서울남부지방법원 2019. 8. 22. 선고 2018고합249 판결, 서울고등법원 2020. 7. 16. 선고 2019노2015 판결, 대법원 2021. 6. 24. 선고 2020도10533 판결; 서울남부지방법원 2020. 1. 31. 선고 2018고합618 판결, 서울고등법원 2022. 12. 7. 선고 2020노367 판결, 대법원 2023. 11. 9. 선고 2022도16718 판결 참조). 이 같은 일련의 사건들은 사전자기기록을 ‘위작’한다는 의미(대법원 2020. 8. 27. 선고 2019도11294 전원합의체 판결 등)나 사기죄에서 말하는 기망행위에 따른 처분행위가 인정될 수 있는지(서울고등법원 2020. 2. 6. 선고 2018노3017 판결 등)와 같은 여러 형법 쟁점에 대해 많은 관심을 불러일으켰다. 이 글에서는 논지를 간명하게 하기 위해 그 같은 형법적 논점이나 그와 관련된 세부 사실관계를 살펴보지는 않고, 위 형사 사건들에서 문제된 일련의 시장조성활동이 자본시장법을 비롯한 현행 금융 규제 법령상 어떻게 규율될 수 있을지의 관점에서 살펴보겠다(이 부분에 관한 논의는 아래 III. 2항 참조).

18) 금융상품을 거래하는 소비자를 보호하기 위한 대표적인 법률인 금융소비자보호법에서는 금융소비가 금융상품직접판매, 판매대리, 중개, 자문행위를 하는 자의 업무 내용과 이해관계(제26조, 제27조 제3항), 금융상품의 내용과 위험성(제19조), 자신의 금융상품 이해능력과 자산상태(제17조 적합성과 제18조 적정성)를 충분히 알고 있는 상태에서 금융상품 거래를 할 수 있는 거래 환경을 구축하려고 한다.

19) IOSCO는 2023. 11. 16. 가상자산 규제에 관한 최종 권고안을 마련하였는데, 가상자산 거래와 관련된 사업의 주된 대상인 일반소비자들에게 가상자산 관련 서비스의 내용, 위험성 등에 관한 정보를 정확하고 충분하게 제공하여 가상자산 시장에서도 적합성과 적정성 원칙이 구현될 수 있는 규제체계를 갖출 필요가 있다고 보고 있다(IOSCO, 앞의 글

2. 이 글에서 살펴볼 사항들

가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 규율하기 위해 필요한 입법을 어떻게 할지를 검토하는 것 역시 중요한 일이다. 다만, 자본시장법에서도 구체적인 규율 내용을 정리하여 두지 않고 있는 상황에서 가상자산 거래시장의 유동성 공급활동만을 규율하기 위한 구체적인 규제 입법론을 논하기에는 어려움이 있으며, 전통적인 규제 관점에서 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 규제하는 구체적인 내용을 입법하는 것이 현실적으로 유효·적절한 방안이 될 것인지에 대해서도 심도 있는 논의가 필요하다.²⁰⁾ 이에, 위 1항에서 거론한 점들을 고려하여, 이 글에

(각주 13), pp.41-42).

- 20) 이 글에서 다루는 쟁점 이외에도, 익명의 심사위원회에서 말씀하신 것처럼 유동성 공급활동을 규제하기 위한 규제 입법론 역시 고민할 필요가 있다. 예를 들면, ① 자본시장법상 규제 체계를 고려하여 유동성 공급활동에 관여할 수 있는 자의 자격을 정하고, ② 그들이 할 수 있는 활동의 범주를 명확히 하는 한편, ③ 이들의 유동성 공급 활동을 모니터링하고 그 활동 내역을 공시할 수 있는 체계를 법제화하는 것을 고려할 수도 있을 것이다. 다만, 이 같은 규제론의 효용을 극대화하고 부작용을 최소화하기 위해서는 국내 감독기관이 해당 거래대상 자산의 발행과 유통시장에 충분한 관리 감독권을 행사할 수 있음이 전제되어야 한다. 따라서 이 같은 규제들이 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 규제하기 위한 유효·적절한 방안이라고 볼 수 있을지에 대해서는 많은 고민이 필요하다. 그런데 i) 가상자산의 실질에 따라 달라질 여지가 있기는 하나, 일반적으로 가상자산 거래시장은 그 시장 운영자의 공적인 역할이나 법적 지위에 대한 사회적 인식과 기대, 가상자산 거래시장에 참여할 수 있는 자의 자격과 범위, 거래 체결 과정을 비롯한 시장 운영 구조, 거래시장 내 정보에 대한 제3자의 관리 내지 감독 가능성, 시장 운영규정의 법적 성격과 그 같은 규정에 대한 감독기관의 통제 권한, 다양한 국내외 대체 거래시장 존재 등 여러 측면에서 자본시장법의 규율을 받는 한국거래소 거래시장과 다른 점이 있다. 또한, ii) 거래시장 별 규제 차익이나 형평성 문제를 최소화하기 위해서는 해외 주요 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동 규제 입법을 살펴보고 이를 적절히 고려할 필요가 있다(국내 상장증권 시장에서의 시장조성활동에 수반되는 빈번한 호가 정정 및 취소가 문제된 사안에서, 증권선물위원회는 ‘뉴욕증권거래소 시장 전체 주문(시장조성자 거래 포함)의 日평균 정정·취소율’을 고려하여 불공정거래혐의를 부정하기도 하였다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 2면). 그런데 대표적인 가상자산 규제 입법인 EU의 MiCA에서도 가상자산 거래시장 내에서의 유동성 공급활동을 규율하기 위한 구체적인 내용을 확인하기 어려운 상황이다. 나아가 iii) 최근 가상자산 유통시장에 대한 국내 규제 동향을 고려할 때(금융위원회, 2023. 2. 6.자 보도자료, “토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안”, 7-10면 참조), 향후 발행될 증권형 가상자산(일명 토큰증권)은 한국거래소가 운영하는 상장시장(일명 디지털증권시장)과 자본시장법상 인가받은 장외거래중개업자가 운영하는 소규모 장외 거래시장에서 유통될 것이며, 증권의 실질을 갖춘 것으로 단정하기 어려운 가상자산들은 기존처럼 자본시장법이 직접 적용되기 어려운 가상자산 거래시장에서 유통될 것으로 보인다. 이 같

서는 현행 법질서하에서의 해석론, 특히 유동성 공급활동이 허용되기 위해 갖춰야 할 최소한의 전제조건으로서의 유동성 공급활동에 관한 정보의 투명성에 주안점을 두고자 한다. 미약하나마 이 글이 초석이 되어 이 글에서 다루지 못한 부분들이 후속 연구를 통해 명확히 정리될 수 있기를 바란다.

이하에서는 먼저, 가상자산 거래시장에서 유동성 공급활동이 이뤄지는 이유와 논란의 소지가 있는 공급활동들을 살펴본 후(II), 그 같은 유동성 공급활동을 현행 국내 규제 법령으로 규율하는데 고려할 사항들이 무엇일지를 살펴보고(III), 유동성 공급활동으로 인한 부작용을 줄이기 위해 현행 법질서상 유동성 공급활동의 한계를 어떻게 설정할 것인지, 특히 가상자산 거래시장 운영자에게 유동성 공급활동에 관한 정보를 공개할 의무가 있다고 볼 수 있을지 그리고 공개되어야 할 정보 범위(IV)에 대해 살펴보고자 한다.

은 유통시장 규제 논의는 증권의 실질을 가진 가상자산에는 기존 자본시장법상 규제를 그대로 적용하겠다는 전제에 서 있는데(금융위원회, 앞의 2023. 2. 6.자 보도자료(각주 20), 4면), 한국거래소가 운영하는 상장증권 거래시장에서의 유동성 공급활동(시장조성 자체도나 유동성공급자체도)은 거래소 자율규정에 근거하여 운영되고 있을 뿐 자본시장법 자체에서 구체적인 규제 내용을 담고 있지는 않다(한국거래소 거래시장에서의 시장조성자 제도와 유동성공급자 제도의 주요 내용은 한국거래소, 앞의 책(각주 14), 138-148면 참조). 그리고 iv) 입법을 통해 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동이 허용되기 위한 자격이나 조건 그리고 행위 유형을 구체화하는 경우, 반대로 명시적으로 금지되지 않은 행위는 허용된다는 인식을 주게 될 수 있다. 그런데 국내 감독기관이 통제하기 어려운 복수의 국내외 경쟁시장이 존재하고 시기 별로 정보처리기술에 기반한 유동성 공급활동의 세부 태양이 달라질 여지가 있는 상황에서 구체적인 규제 내용을 정하여 입법화하는 것은 쉬운 일이 아닐 것이다. v) 그 결과, 적극적으로 구체적인 내용을 담은 입법을 마련하기 보다는 개별 가상자산 거래시장 운영자로 하여금 자신의 책임 하에 해당 거래시장에서의 유동성 공급활동에 관한 기준을 정하여 운영할 수 있게 하고 그 같은 행위가 기존 법질서에 반하는지 여부를 감시하는 방식의 규제가 이뤄질 가능성 역시 배제하기 어렵다. 참고로, 최근 상장증권 시장에서의 시장조성활동을 둘러싼 불공정거래 행위 논란 이후 재발방지 대책으로 거론된 것은 시장 운영자인 한국거래소가 감시를 강화하고 당초 예정되어 있던 시장조성의무를 충실히 이행하는지를 살펴보겠다는 것이며(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 3면), 그동안 논란이 되어 온 상장증권시장에서의 고빈도 알고리즘 거래 규제 역시 여러 입법 논의 끝에 한국거래소 자율규정을 개정하여 규율하는 방향으로 진행되고 있는 것으로 보인다(고빈도 알고리즘 규제에 대한 논의는 아래 III. 2. 다 (1)항 참조).

II. 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동 개관

1. 가상자산 거래시장²¹⁾에서 유동성 공급활동이 이뤄지는 이유

자산 거래시장을 이용하는 이유 중 하나는 자신이 원하는 때에 원하는 가격으로 신속하게 거래하기 위해서일 것이다. 흔히 이를 유동성(流動性, Liquidity)의 관점에서 설명한다.²²⁾ 유동성이 낮은 거래시장에서는 거래가 체결될 수 있는 가격대의 변동폭이 커 안정적인 시장가격이 형성되기 어렵지만,²³⁾ 유동성이 풍부한 거래시장에서는 원하는 가격에 보다 빠르게 거래를 체결할 수 있어 효율적이고 공정한 거래시장을 구축할 수 있다고 보기도 한다.²⁴⁾ 특히, 이용자들이 선택할 수 있는 거래시장이 많은 경우, 유동성이 풍부하지 여부가 개별 거래시장의 경쟁력을 좌우하는 요소가 되기도 한다.²⁵⁾ 한편, 유동성이 높아져 거래 체결량이 많아질수록 거래 체결 수수료 수익 역시 높아지게 되므로 거래시장 운영자는 특정 자산의 유동성을 높이기 위해서 그 자산 공급활동에 직접 또는 간접적으로 관여할 경제적 유인을 가지게 된다.²⁶⁾

과거부터 증권거래시장에서 보편적으로 사용되던 유동성 공급방식은 등록된 시장조성자(스페셜리스트 등)로 하여금 지정된 자기 계정을 통해서 매도와 매수 양방향 호가를 계속해서 규칙적으로 제출하게 하고,²⁷⁾ 그 같은 활동에 대해 일정한 보상을 받을 수 있게 하는 것이었다.²⁸⁾ 그 같은 보상은 주로 거래시장 운영자가

21) 이 글에서는 국내 많은 이용자가 이용하는 업비트, 빗썸 등 주요 거래소와 같이 특정한 주체가 운영하는 가상자산 거래시장(Centralized Exchange)에 중점을 두어 살펴본다.

22) 한국거래소, 앞의 책(각주 14), 139면에서는 “유동성”을 거래를 희망하는 자가 원하는 시점에 공정한 가격으로 자산을 신속하게 거래할 수 있는 정도로 설명하고 있다. 그 외에도, 유동성은 상당한 양의 자산을 저렴한 비용으로 공정가격에 신속하게 거래할 수 있는 정도라고 설명되기도 한다(한국증권연구원, 유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 매커니즘 연구: 유동성공급자(LP) 제도를 중심으로(2005. 12.), 9면).

23) 한국증권연구원, 앞의 보고서(각주 22), 43면.

24) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.2.

25) 한국증권연구원, 앞의 보고서(각주 22), 3면.

26) SEC, 앞의 소장(각주 10) 279문단. 나아가 특정한 자산을 거래할 수 있는 시장이 여러 개인 경우, 그 자산과 관련된 유동성이 풍부하지 여부는 개별 자산 거래시장의 경쟁력을 결정하는 요소가 되곤 한다(한국증권연구원, 앞의 보고서(각주 22), 3면).

27) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.5.

28) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.2.

시장조성자에게는 제공하는 거래수수료 면제나 리베이트,²⁹⁾ 관련 법령에 근거한 증권거래세 면제,³⁰⁾ 그 같은 활동을 공매도 등의 규제 대상에서 제외시켜 주는 것이다.³¹⁾

한편, 가상자산 거래시장 이용자들 역시 거래시장 내에서의 거래량에 많은 관심을 가지고 이를 토대로 가상자산 가격과 유동성을 판단하곤 한다.³²⁾ 그런데 가상자산 거래시장 운영자의 입장에서 볼 때 그 같은 거래량은 자신이 취할 수 있는 수수료 수익과 직접적으로 연결되어 있다.³³⁾ 따라서 가상자산 거래시장 운영자 역시 가상자산 거래시장 내에서의 유동성을 높여 체결되는 거래량을 늘릴 경제적 유인이 존재하며,³⁴⁾ 이 같은 목적을 달성하기 위해 공개적으로 시장조성자를 모집하기도 한다.³⁵⁾

2. 논란의 소지가 있는 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동

가. 논란의 소지가 있는 유동성 공급활동

중앙화된 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동은 다양한 방식으로 이뤄질

²⁹⁾ IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.8.

³⁰⁾ 상장증권시장에서의 거래에 대해 증권거래세를 부과하지 않는 나라도 있고, 증권거래세를 부과하는 나라에서도 대체로 시장조성활동 과정에서의 거래에 대해서는 증권거래세를 부과하지 않고 있다고 한다(강동익·고창수·박종익, 2020 조세특례 심층평가(V) 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제, 기획재정부·한국조세재정연구원(2020. 9.), 56면). 해외 여러나라의 증권거래세 부과 체계 및 시장조성활동에 대한 면제 조건은 강동익·고창수·박종익, 앞의 책(각주 30), 35-56면 참조.

³¹⁾ IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.8. 한편, 전통적인 시장조성자들이 아님에도 유동성 공급활동을 하는 자를 유동성공급자라고 지칭하여 구분하기도 하는데(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.2), 시장조성자와 달리 유동성공급자에게는 증권거래세를 면제하여 주지는 않는 편이라고 한다(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.9).

³²⁾ SEC, 앞의 소장(각주 10), 278 문단.

³³⁾ SEC, 앞의 소장(각주 10), 279 문단.

³⁴⁾ 국내 이용자들에게도 거래하려는 가상자산을 원하는 가격으로 빠르게 환가할 수 있는지 여부(유동성)와 매매차익을 실현할 수 있는지 여부는 중요한 부분이다(서울고등법원 2022. 12. 7. 선고 2020노367 판결 중 공사사실 참조).

³⁵⁾ 대표적인 가상자산 거래소인 바이낸스는 공개적으로 시장조성자를 모집하고(Binance 웹사이트, “What is the Binance.US Market Maker Program?”, <https://support.binance.us/hc/en-us/articles/8832303761175-What-is-the-Binance-US-Market-Maker-Program>, 2024. 1. 10. 최종 방문), 그에 대한 보상을 제공할 것이라고 공개하기도 하였다(Binance 블로그, “Binance.US Launches Market Maker Program to Reward Select Participants with Lucrative Rebates”, <https://blog.binance.us/market-maker-rebates/>, 2024. 1. 10. 최종 방문).

수 있다. 다만, 그동안 논란이 되어 왔던 거래시장 내에서의 유동성 공급활동 사례들을 고려할 때, 규제 관점에서 문제가 될 수 있는 행위를 아래와 정리할 수 있다.

〈논의가 필요한 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동〉

- ① 가상자산 거래시장 운영자가 차명 계정을 이용하여 유동성 공급활동을 한 거래(자기계산의 차명 계정 운영)³⁶⁾
- ② 가상자산 거래시장의 특정 계정에 실제 입고된 자산이 없음에도 불구하고 그 계정에 임의의 정보를 입력하여 거래시스템상으로는 자산을 보유한 것처럼 보이게 한 다음 유동성 공급활동 과정에서 주문을 제출한 거래(비정상적인 무차입 공매도)³⁷⁾
- ③ 일반 이용자들 보다 빠르게 거래시장 정보에 접근하고 빠르게 주문을 제출한 유동성 공급 거래(알고리즘을 이용한 고빈도 매매와 전용 전산시스템)³⁸⁾
- ④ 유동성 공급활동에 수반되는 반복적이고 지속적인 주문 제출과 취소(체결 가능성이 낮은 허수매수주문³⁹⁾이나 호가공백을 메우는 주문⁴⁰⁾)⁴¹⁾
- ⑤ 가상자산에 대한 정보를 잘 알고 있는 거래시장 운영자가 일반 이용자들보다 먼저 특정 가상자산을 보유하고 있다가 유동성을 높이기 위해 장내에서 매도하고 그 값이 변동된 유동성에 기초해서 다시 유동성 공급활동을 하면서 진행되는 매매(일종의 선행매매)⁴²⁾

36) 미국 SEC는 바이낸스 운영진이 시장조성 활동을 하는 회사들을 운영하면서(SEC, 앞의 소장(각주 10), 185 문단), 회사 명의의 여러 계정을 이용해서 가상자산 거래소의 거래량을 인위적으로 상승시켰고(SEC, 앞의 소장(각주 10), 12문단), 이 같은 시장조성자 역할을 하는 회사들과 거래소 그리고 거래소 경영진의 관계, 이들의 이해관계가 거래소 이용자의 이해관계와 상충될 수 있다는 점을 공개하지 않았다는 점을 문제삼았다(SEC, 앞의 소장(각주 10), 188 및 280 문단).

37) 가상자산 거래시장 운영 관계자들이 시장조성활동 과정에서 차명 계정에 임의의 정보를 입력하여 거래를 한 것과 관련하여 사전자기록위작, 사기죄 등의 형사사건이 문제 되었다(이와 관련된 사안으로 앞의 각주 17 판례들 참조).

38) 전통적인 증권 거래시장의 경우, 유동성을 공급하는 시장조성자에게 주문을 신속할 수 있는 특화된 인터페이스나 전용 접속을 허용하는 경우가 있다(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.8). 가상자산 거래시장 운영자 역시 유동성 공급활동을 촉진하기 위해 여러 차별적인 서비스를 제공할 수 있는데, 대표적인 것이 API 등을 이용해서 일반 이용자들 보다 더 많은 대규모 주문을 자동적으로 제출할 수 있게 하는 것이다. 예를 들면, 국내 가상자산 거래시장에서도 API를 이용하여 신속하게 거래를 할 수 있게 하기도 하였으며(서울남부지방법원 2018. 10. 18. 선고 2018고합182 판결문 64-65면 등 참조), 세계적인 가상자산 거래소인 바이낸스는 시장조성활동을 하는 자에게 API를 이용해서 더 많은 거래를 할 수 있게 하기도 하였다(Binance, 웹사이트, “Introducing the Binance Market Maker Program”, <http://www.binance.com/en/support/announcement/introducing-the-binance-market-maker-program-360034573691>, 2024. 1. 10. 최종 방문).

나. 유동성 공급활동을 허용하기 위한 한계를 설정할 필요성

가상자산 거래시장 운영자가 위와 같은 유동성을 공급하는 행위를 할 수 있는 주된 이유는 헌법상 보장된 직업선택의 자유 내지는 기업의 자유를 가지기 때문이다.⁴³⁾ 이들은 거래시장을 어떻게 운영할지 결정할 수 있고 영리를 위해 유동성 공급활동을 할 수 있다.⁴⁴⁾ 다만, 기업과 같은 단체에 기본권이 인정되는 이유로 크게 단체의 활동이 구성원의 이익이나 권리 실현을 목적으로 한다거나 단체 그 자체가 구성원과 별개로 사회 구성원으로 활동을 하는 점이 거론된다.⁴⁵⁾ 그리고 이들의 기업의 자유, 특히 기업경영의 자유가 넓게 인정되면 될수록 그 단체가 속한 사회

39) 허수매수주문은 매수의사 없이 직전가 또는 상대호가와 대비하여 체결 가능성이 없는 저가의 주문을 반복적으로 제출하여 매수잔량이 많이 쌓인 것처럼 보이게 하는 것을 말하는데, 이는 매수세력이 많은 것처럼 보이게 하여 마치 매매거래가 성황을 이루고 있는 것처럼 그릇된 판단을 하게 하여 매매거래를 유인하는 것이 되어 시세조종 등이 문제될 수 있다(서울고등법원 2009. 1. 6. 선고 2008노1506 판결).

40) 호가공백 메우기 매수주문은 매도호가와 매수호가 가격의 괴리가 커서 거래가 체결되지 않는 경우 두 호가 간 공백을 메움으로써 새로운 매수세가 유입되거나 매매가 성황을 이루는 것처럼 보이게 하려는 목적에서 이루어지는 주문으로 볼 수 있어 시세조종 등이 문제될 수 있다(서울남부지방법원 2020. 4. 2. 선고 2019고합491 판결).

41) 금융감독원은 시장조성자들의 지속적이고 반복적인 호가 정정이나 취소 행위가 시장질서교란행위(자본시장법 제178조의2 제2항 제1호)에 해당한다고 보기도 하였고(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 1면), 증권선물위원회도 시장조성활동 과정에서 불공정거래가 발생할 개연성이 있음을 인정하여 시장조성 활동에 대한 감시를 강화하겠다고 밝혔다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 3면).

42) SEC는 바이낸스 경영진이 거래소 내 신규 가상자산을 상장시킬 당시 가장매매를 통해 거래량을 증가시킨 행위도 문제된다고 보고 있다(SEC, 앞의 소장(각주 10), 271 문단).

43) 그 외에도 단체의 일반적 행동자유가 보장되기 때문이기도 하다(윤진수, “사법상의 단체와 헌법”, **비교사법** 제15권 제4호(2008. 12.), 38면). 다만, 결사의 자유가 단체의 활동의 자유를 포함하는지에 대해서는 논란의 소지가 있다. 즉, 법인 등 단체도 그 조직의 의사형성과 업무수행에 대해 자기결정권을 가지므로 결사의 자유 주체가 되고 그 결과 그 단체의 업무수행 등은 그 단체의 결사의 자유(단체활동의 자유)에 의해 보호된다고 보기도 한다(윤진수, 앞의 글(각주 43), 6-7면). 하지만 이에 대해 결사의 자유는 단체를 구성하려거나 이미 단체를 구성한 개인들의 개별적 자유를 보호하는 기본권이므로 이미 구성된 단체를 어떻게 보호할 것인지와는 관련성이 떨어진다는 지적이 있다(윤진수, 앞의 글(각주 43), 7면).

44) 헌법 제15조에 의해 보장되는 직업선택의 자유에는 선택한 직업에 종사하면서 그 활동의 내용·태양 등에 관하여도 원칙적으로 자유로이 결정할 수 있는 직업활동의 자유도 포함되며 헌법 제15조 제1항, 제23조 제1항, 제119조 제1항의 취지를 기업 활동의 측면에서 보면 모든 기업은 그가 선택한 사업 또는 영업을 자유롭게 경영하고 이를 위한 의사를 결정할 자유를 가지며 이는 헌법에 의하여 보장된다(대법원 2018. 9. 13. 선고 2017두38560 판결).

45) 윤진수, 앞의 글(각주 43), 29-30면.

의 다른 구성원(예를 들면, 소비자 등)의 기본권과 사회질서에 영향을 미칠 우려가 있다면 그 같은 자유를 어느 정도까지 제한하는 것이 적절한지가 문제된다.⁴⁶⁾

이에 대해 사회적 관계에서 기인하는 기업의 자유는 개인의 기본권보다 더 넓게 제한될 수 있으며,⁴⁷⁾ 직업 선택의 자유를 제한하는 단계이론처럼 헌법 제119조 제2항 국가 경제질서 형성 재량에 근거하여 상대적으로 넓게 제한될 수 있다고 보기도 한다.⁴⁸⁾ 따라서 가상자산 거래시장 운영자의 기업의 자유 행사가 일반 이용자와 같은 개인의 기본권이나 사회경제질서와 충돌하는 경우, 이익형량을 통해 조화롭게 해결⁴⁹⁾해야 하지만 궁극적으로는 개인의 기본권을 실현하고 이들이 속한 사회경제질서를 구축하기 위한 방향으로 기업의 자유를 제한적으로 해석하는 것이 바람직할 것이다.⁵⁰⁾ 이하에서는 이 같은 관점에서 현행 가상자산 거래시장 규제 법령으로 위에서 살펴본 유동성 공급활동과 관련된 행위들을 어느 정도까지 규율할 수 있을지 그리고 그 같은 기본권 행사로 인한 사회적 부작용을 해소하기 위해 유동성 공급활동의 한계를 어떻게 설정할지에 대해 살펴보겠다.

46) 법원은 헌법상 기본권이 헌법의 기본적인 결단인 객관적인 가치질서를 구체화한 것으로서 사법을 포함한 모든 법영역에 그 영향을 미치는 것이므로 사인간의 사적인 법률관계도 헌법상의 기본권 규정에 적합하게 규율되어야 한다고 보고 있다(대법원 2018. 9. 13. 선고 2017두38560 판결 등). 다만 기본권 규정은 그 성질상 사법관계에 직접 적용될 수 있는 예외적인 것을 제외하고는 관련 법규범 또는 사법상의 일반원칙을 규정한 민법 제2조, 제103조 등의 내용을 형성하고 그 해석기준이 되어 간접적으로 사법관계에 효력을 미치게 된다(대법원 2010. 4. 22. 선고 2008다38288 전원합의체 판결).

47) 강태수, “기업의 자유에 대한 국가의 규제와 조정”, **경희법학** 제51권 제2호(2016. 6.), 182면.

48) 이창훈, “기업의 자유에 관한 헌법적 연구”, 서울시립대학교 법학연구소 **서울법학** 제22권 제3호(2015), 505면.

49) 두 기본권이 충돌하는 경우, 이익형량과 함께 기본권들 사이의 실제적인 조화를 꾀하는 해석 등을 통하여 해결하여야 하고, 그 결과에 따라 정해지는 두 기본권 행사의 한계 등을 감안하여 두 기본권의 침해 여부를 살펴면서 관련 법령 조항을 해석 · 적용하여야 한다(대법원 2018. 9. 13. 선고 2017두62549 판결 등).

50) 윤진수, 앞의 글(각주 43), 30면. 참고로, 헌법재판소는 현저히 합리성을 결여한 것이 아닌 한 경제에 관한 입법부의 규제와 조정권한을 존중하고 있다고 평가된다(강태수, 앞의 글(각주 47), 192면).

Ⅲ. 가상자산 거래시장 유동성 공급활동 규제 가능성

1. 가상자산 거래시장을 규율하는 현행 국내 법령 개관⁵¹⁾

일반적으로 증권 거래시장에서 유동성을 어떻게 공급할지, 특히 시장조성자와 유동성공급자 제도를 어떻게 운영할지는 관련 규제 법령이 규제하는 한도 내에서 거래시장 운영자가 정한다.⁵²⁾ 유동성 공급활동에 관한 명시적인 규제 법령이 없는 경우, 유동성 공급활동은 해당 거래시장 운영자의 운영규정이나 정책(보상 정책, 시장조성 계약 등)에 근거하여 이뤄지게 된다.⁵³⁾ 거래시장 운영자는 자신의 거래 시장 내에서 개별 시장조성자나 유동성공급자가 당초 예정 내지 약정된 의무와 활동을 제대로 이행하고 있는지 그리고 그 같은 활동에 대해 예정된 수준의 보상을 받아가고 있는지 여부를 감시한다.⁵⁴⁾ 그리고 정부의 규제기관은 규율대상인 그 거래시장의 운영규정이나 정책 그리고 수수료 수익 구조 등을 살펴보고 감독하면서 유동성 공급활동을 관리 감독한다.⁵⁵⁾

우리나라의 경우, 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 규제하는데 활용할 수 있는 법령으로 특정금융정보법, 자본시장법, 가상자산이용자보호법이 있다. 이 중, 특정금융정보법은 거래시장 이용자를 보호하고 시장의 효율성과 안정성을 증대시키기 위한 법률⁵⁶⁾이 아니라 자금세탁 방지체계 구축에 중점을 둔 법률⁵⁷⁾이다. 아래에서 특정금융정보법은 관련 개별 쟁점에서 필요한 범위 내에서 간략히 살펴보는 것에 그치고, 자본시장법과 가상자산이용자보호법에 중점을 두어 이들 법에서 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 어떻게 규제할 수 있을지를

51) IOSCO는 최근 가상자산에 대한 규제 정책 권고안을 통해 가상자산을 둘러싼 활동의 실질을 살펴보고 기존 법질서에서 규율할 수 있는지 여부를 살펴볼 필요가 있음을 강조하고 있다(IOSCO, 앞의 글(각주 13), pp.14-15).

52) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.9.

53) IOSCO, 앞의 글(각주 1), pp.5-6.

54) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.10.

55) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.9.

56) 일반적으로 금융상품 거래시장을 규율하는 규제 법률은 시장이용자 등 시장참여자를 보호하고, 거래시장의 효율성을 증진하고 안정성을 확보하는 것을 주된 목적으로 한다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 71면).

57) 특정금융정보법 제1조; 정부위원회, 가상자산 거래 및 이용자 등 보호에 관한 법률안 심사보고서(2023. 6.), 9면.

살펴본다.

가. 증권형 가상자산 유동성 공급활동에 대한 자본시장법상 규제 체계

(1) 투자계약증권 이외의 증권 실질을 지닌 가상자산

자본시장법상 투자계약증권을 제외한 증권, 특히 집합투자증권이나 수익증권의 실질을 가지는 가상자산은 자본시장법에 따라 정식 허가 받은 자가 운영하는 금융투자상품시장에서 유통되어야 한다.⁵⁸⁾ 다만, 자본시장법에서 이 같은 유형의 금융투자상품 거래시장에서의 유동성 공급활동을 어떻게 규율해야 할지에 대해 명확한 규제 내용을 담고 있지는 않고, 일정한 조건 하에서의 시장조성활동을 시세조종으로 규제하지 않겠다는 근거 규정을 두고 있을 뿐이다.⁵⁹⁾ 이 같은 자본시장법의 구조에 따르면, 투자계약증권 이외의 증권형 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동은 자본시장법 제4편⁶⁰⁾에서 규율하는 불공정거래행위에 해당하지 않는 범위 내에서 거래시장 운영자가 적절히⁶¹⁾ 정하여 운영할 수 있다고 볼 수 있다.

(2) 투자계약증권의 실질을 지닌 가상자산

자본시장법상 다른 금융투자상품으로 보기는 어렵고⁶²⁾ 투자계약증권의 실질만

58) 자본시장법 제8조의2 제2항, 제373조의2. 다만, 최근 수익증권의 실질을 지니는 가상자산을 포함한 토큰증권의 경우, 자본시장법 등을 개정하여 한국거래소가 운영하는 디지털 증권시장과 장외거래시장을 통해서도 유통될 수 있도록 하는 방안이 검토되고 있다(금융위원회, 앞의 2023. 2. 6.자 보도자료(각주 20), 10면).

59) 자본시장법은 모집과 매출 후 대량의 매도물량 출회로 인한 일시적인 시장충격을 완화하고 원활한 공모를 지원하기 위해 안정조작(청약기간 종료일 30일 전 범위 내에서 인수인인 투자매매업자가 매매거래를 통해 증권 가격을 안정화, 자본시장법 제176조 제3항 제1호)과 시장조성(투자매매업자가 모집 매출한 증권의 수요공급을 상장된 날로부터 6개월 내에서 조성, 자본시장법 제176조 제3항 제2호)을 허용한다.

60) 금융위원회는 비금전신탁에 대해서도 수익증권을 발행할 수 있게 하고 공모규제를 완화하는 등 수익증권형 가상자산에 대한 규제를 완화하는 듯한 태도를 취하기도 하였다(금융위원회, 앞의 2023. 2. 6.자 보도자료(각주 20), 9면). 따라서 수익증권형 토큰증권에 대한 장외 시장에서 자본시장법과 같은 정도의 불공정거래행위 규제가 이뤄질지는 지켜보아야 할 것이다.

61) 규제법령에서 명시적으로 규제하고 있지 않다고 하더라도, 거래시장 운영자의 자의적이고 무분별한 유동성 공급활동은 민사나 형사상 분쟁을 야기할 수 있다(앞의 각주 17면 사례들 참조).

62) 가상자산 발행과 연계된 수익 사업 구조에 따라서 특정 가상자산이 투자계약증권인 동시에 다른 금융투자상품으로도 평가될 수 있다. 예를 들면, 미국 SEC는 고정된 이자 수

을 가질 뿐인 가상자산의 경우,⁶³⁾ 현행 자본시장법상 그 가상자산이 거래되는 시장을 금융투자상품시장으로 취급하기 어렵다.⁶⁴⁾ 이 같은 유형의 가상자산 거래시장에는 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라 불공정거래행위에 대한 규제 중 부정거래행위(제178조)에 관한 규정의 제약이 적용될 뿐 내부자거래, 시세조종, 공매도 규제에 관한 규정이 적용되기 어렵다.⁶⁵⁾ 그 결과, 이 같은 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 시세조종이나 시세관여형 시장질서교란행위에 관한 규정(자본시장법 제176조 등)으로 규율하기 어렵다.⁶⁶⁾ 따라서 투자계약증권의 실질을 지닌 가상자산 거래시장 내에서의 유동성 공급활동은 자본시장법 제178조 소정의 부정거래행위에 해당하지 않는 범위 내에서 거래시장 운영자가 적절히 정하여 운영할 수 있다고 볼 수 있다.

한편, 최근 투자계약증권에도 자본시장법을 전면적으로 적용하고 한국거래소가 운영하는 상장시장(일명 디지털 증권시장)을 통해 거래될 수 있게 하는 한편,⁶⁷⁾ 소액 투자자가 이용할 수 있는 장외거래시장을 통해서도 거래할 수 있게 하는 입법안이 검토되고 있다.⁶⁸⁾ 다만, 이 같은 법률 개정 작업이 완료된다고 하더라도, 투

익(연 6.25% 상당)을 받을 수 있는 권리를 부여하는 가상자산이 투자계약인 동시에 어음(note)에 해당한다고 보았다(유영운, “알고리즘 스테이블코인 가격 안정화 구조와 규제 가능성”, **법조** 제71권 제4호(2022. 6.), 467면 각주 151번).

63) 우리나라에서 투자계약증권의 독자성을 인정하여 투자계약증권에 관한 규제를 적용할 수 있는지에 대해 논란의 여지가 있다(유영운, 앞의 글(각주 62), 461면 각주 129번). 자본시장법상 투자계약증권에 관한 규정이 적용될 가능성이 높은 경우는 집합투자기구 아닌 자가 투자계약증권의 실질을 가지는 가상자산을 발행한 경우로 한정된다고 보기도 한다(정순섭, “금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로”, **서울대학교 법학** 제49권 제1호(2008), 298면).

64) 자본시장법상 한국거래소가 운영하는 거래소시장은 금융투자상품인 증권 매매를 위한 시장을 의미하는데(자본시장법 제8조의2 제1 내지 제4항), 투자계약증권은 금융투자상품시장에서 거래되는 증권으로 취급되지 않는다(자본시장법 제4조 제1항 단서 제1호).

65) 임재연, **자본시장과 불공정거래 - 내부자거래 · 시세조종 · 부정거래행위 · 시장질서 교란 행위**, 박영사, 제3판(2021), 46면.

66) 수사기관에서도 이 같은 자본시장법상 체계로 가상자산거래시장에서의 시세조종행위를 처벌하기 어려운 상황이라는 입장을 보이고 있다(중앙일보, 2023. 6. 27.자 인터넷 기사, “테라·루나 사건 주임검사 “투자계약증권 규제 넓혀 코인 시세조종 처벌해야””, <https://www.joongang.co.kr/article/25173013#home>, 2023. 10. 16. 최종 방문).

67) 윤창현 의원 대표 발의, 2023. 7. 28.자 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부 개정 법률안(의안번호 23531)

68) 수익증권의 실질을 지니는 가상자산을 포함한 토큰증권의 경우, 자본시장법 등을 개정하여 한국거래소가 운영하는 디지털 증권시장과 장외거래시장을 통해서도 유통될 수 있도록 하는 방안이 검토되고 있다(금융위원회, 앞의 2023. 2. 6.자 보도자료(각주 20), 7면).

투자계약증권 거래시장을 다른 금융투자상품 거래시장과 같이 정도로 규제하는 정도의 의미가 있을 뿐이다. 그런데 자본시장법은 거래시장 내에서의 유동성 공급활동을 직접 규율하는 내용을 담고 있지 않으므로 유동성 공급활동과 관련하여 추가 입법이 이뤄지지 않는 이상, 그 같은 거래시장에서의 유동성 공급활동 역시 자본시장법 제4편에서 규율하는 불공정거래행위에 해당하지 않는 한 거래시장 운영자가 적절히 정하여 운영할 수 있다고 볼 수 있다.

나. 일반 가상자산 유동성 공급활동에 대한 가상자산이용자보호법상 규제 체계

(1) 투자계약증권형 가상자산에 가상자산이용자보호법도 적용될 수 있는지

2024. 7. 19.부터는 가상자산 거래시장에 가상자산이용자보호법이 적용되게 된다. 증권의 실질을 지니는 가상자산, 특히 현행 자본시장법상 상대적으로 적은 규제만이 이뤄지는 투자계약증권의 실질을 지닌 가상자산에 자본시장법에 더하여 가상자산이용자보호법도 적용된다고 볼 수 있을지 문제된다. 만약, 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산에는 자본시장법만 적용될 수 있다고 보면, 증권의 실질을 지니지 않은 가상자산과 달리 투자계약증권형 가상자산의 경우 시세조종에 해당하는 유동성 공급활동에 대한 규제가 어려워지게 된다. 이와 관련하여, 가상자산이용자보호법 제4조에서 “다른 법률에서 특별히 정한” 경우에는 가상자산이용자보호법이 적용되지 않는다고 명시되어 있음을 고려하여,⁶⁹⁾ 자본시장법 제4조 제1항 단서가 위 가상자산이용자보호법 제4조에서 말하는 특별한 규정에 해당하여 가상자산이용자보호법이 적용되지 않게 할 수 있다고 볼 수 있을지가 논란이 된다.⁷⁰⁾

① 먼저, 입법 형식과 체계를 살펴보면, 유럽 MiCA와 달리,⁷¹⁾ 가상자산이용자보호법 제2조 제1호 단서⁷²⁾에서는 자본시장법상 금융투자상품의 실질을 지닌 가상

⁶⁹⁾ 제4조 (다른 법률과의 관계) 가상자산 및 가상자산사업자에 관하여 다른 법률에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 이 법에서 정하는 바에 따른다.

⁷⁰⁾ 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산에 자본시장법만이 우선하여 적용될 수 있다고 보는 경우, 자본시장법을 개정하지 않는다면 입법상 규제 차익이 발생할 것이라는 우려가 있기도 하다(이정수, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률의 법적 의의와 쟁점 및 향후 입법방향”, **증권법연구** 제24권 제2호(2023. 8.), 102면; 정순섭, “가상자산입법의 제도적 의의와 과제”, **Bi - Weekly Hana Financial Focus** 제13권 제15호(2023. 7.), 2면).

⁷¹⁾ 유럽의 경우, 가상자산을 규제하는 기본법인 MiCA 제2조 제2항 (a)에서 기존 금융 상품(financial instruments)에 해당하는 가상자산에 대해서는 위 MiCA가 아닌 기존 금융 규제 관련 법령이 적용됨을 명시하고 있다(유영운, 앞의 글(각주 62), 24면, 31면).

자산을 규제대상에서 제외하는 명시적인 규정을 두지 않고 있다.⁷³⁾ 한편, 자본시장법 제10조 제1항에서 “금융투자업에 관하여는 다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우를 제외”하고는 자본시장법이 적용된다고 하면서, 제2항⁷⁴⁾에서 금융투자업을 영위하는 경우 형법 제246조(도박죄)가 적용되지 않는다고 명시할 뿐 투자계약의 실질을 지니는 가상자산에 대해 다른 법률의 적용을 명시적으로 배제하는 입법 형식을 취하고 있지는 않다.⁷⁵⁾ 따라서 자본시장법의 규율을 받는 투자계약증권을 가상자산이용자보호법의 적용범위에서 명시적으로 배제하는 입법 형식을 취한 것으로 보기 어렵다.

② 다음으로, 가상자산이용자보호법 제4조와 같은 문언(“다른 법률에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 이 법에서 정하는 바에 따른다.”)으로 된 국내 다른 입법

72) 가상자산이용자보호법 제2조 제1호 단서(“... 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것은 가상자산에서 제외한다.”).

73) 익명의 심사위원께서 말씀하신 것처럼, 투자계약증권을 토큰 증권의 형식으로 발행하는 것이 허용되는 경우, 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률(일명 전자증권법) 제2조 제4호 소정의 “전자등록주식등”으로 포섭될 수 있고, 그 결과 가상자산이용자보호법 제2조 제1호 라목(「주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률」 제2조 제4호에 따른 전자등록주식등)에 따라 투자계약증권에 대해 가상자산이용자보호법이 적용되지 않는 명시적인 근거 규정이 존재하게 될 수 있다. 실제로 최근 입법 개정 작업에서는 현행 전자증권법 제2조 제1호 소정의 “주식 등”에 투자계약증권이 명시적으로 포함되게 하는 문구 수정 작업이 검토되고 있으며(정무위원회, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 및 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정법률안 검토보고서(2023. 11.), 19-20면), 분산원장인 전자등록계좌부에 등록된 분산원장등록주식 등과 분산원장이 아닌 전자등록계좌부에 전자등록된 전자등록주식 등 사이에 전환할 수 있는 절차를 마련하는 전자증권법 개정안이 검토되고 있다(정무위원회, 앞의 검토보고서(각주 73), 6면). 이 같은 전자증권법 개정 작업이 완료되는 경우, 투자계약증권의 실질을 가지는 가상자산에 대해 가상자산이용자보호법이 될 수 없게 되는 결과가 발생할 수 있다. 다만, 이 같은 전자증권법 개정 작업은 투자계약증권 유통에 자본시장법상 규제가 적용될 수 있도록 자본시장법 제4조 제1항 단서를 삭제하는 개정 작업과 병행하여 진행되고 있다(정무위원회, 앞의 검토보고서(각주 73), 43-44면). 최종 개정 작업 결과를 지켜보아야겠지만, 위와 같은 개정 작업 경과를 고려할 때, 전자증권법 개정 작업으로 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산에 가상자산이용자보호법이 적용되지 못하게 되더라도 그에 대한 자본시장법상 규제가 가상자산이용자보호법상의 비증권형 가상자산에 대한 일반적인 규제보다 경하여 규제 차익이 발생할 우려는 적다고 볼 수 있다.

74) 자본시장법 제10조 제2항에서는 금융투자업자에게 도박죄에 관한 규정이 적용되지 않는다고 명시하고 있고, 제3항에서는 기업어음증권 발행시 전자어음의 발행의무 대상 법인 사업자에 관한 규정이 적용되지 않는다고 명시하고 있다.

75) 수입식품안전관리특별법 제4조에서는 “수입식품등에 관하여 다른 법률보다 우선하여 적용된다.”고 명시하고 있다(관련 사례로 대법원 2022. 4. 14. 선고 2021도2046 판결).

례에 관한 선행들을 살펴보면, 위 제4조와 같은 문언에 근거해서 다른 법률만이 적용될 수 있다고 보기 위해서는 i) 그 다른 법률에서 가상자산이용자보호법이 규율하고자 하는 대상, 적용 범위, 내용에 대해 가상자산이용자보호법과 다른 내용을 명시하고 있어야 하며,⁷⁶⁾ ii) 그 다른 법률의 입법취지상 가상자산이용자보호법에 우선하여 배타적으로 적용된다고 해석될 수 있어야 하고,⁷⁷⁾ iii) 그 다른 법률을 적용하는 경우 가상자산이용자보호법의 입법 취지나 목적에 반하는 결과가 생기지 않아야 한다.⁷⁸⁾

76) 법원은 이 같은 관점에서 형사재판확정기록 열람 등에 관한 형사소송법 제59조의2(대법원 2022. 2. 11.자 2021모3175 결정, 대법원 2016. 12. 15. 선고 2013두20882 판결 등), 민사소송기록 열람 등에 관한 민사소송법 제162조(대법원 2014. 4. 10. 선고 2012두17384 판결 등), 구 공공기관의 정보공개에 관한 법률(2013. 8. 6. 법률 제11991호로 개정되기 전의 것, 이하 “정보공개법”) 제4조 제1항에 따라 우선하여 적용될 수 있는 규정을 살펴 보았다(대법원 2017. 3. 15. 선고 2014두7305 판결 등). 또한, 법원은 같은 전제에서 개인정보보호법 제6조에 의해 공공기관이 보유관리하고 있는 개인정보의 공개에 관하여는 개인정보보호법이 아닌 구 정보공개법 제9조 제1항 제6호가 우선 적용된다고 보았고(대법원 2021. 11. 11. 선고 2015두53770 판결), 민원처리법 제3조 제1항에 의해 중소기업창업법 제33조 제3항이 민원처리법에 우선하여 적용된다고 보았다(대법원 2021. 3. 11. 선고 2020두42569 판결).

77) 입법 목적을 달리하는 법률들이 일정한 행위에 관한 요건을 각각 규정하고 있는 경우에는 어느 법률이 다른 법률에 우선하여 배타적으로 적용된다고 해석되지 않는 이상 그 행위에 관하여 각 법률의 규정에 따른 요건을 갖추어야 한다(대법원 1995. 1. 12. 선고 94누3216 판결 등). 예를 들면, 주택법과 경비업법은 입법 목적과 적용범위 등을 달리하는 법률로서 상호 모순되거나 어느 법률이 다른 법률에 우선하여 배타적으로 적용되는 관계에 있는 것이 아니므로 두 법률 모두 각각의 요건을 갖추어 적용될 수 있다(대법원 2014. 3. 27. 선고 2013도11969 판결).

78) 구 개인정보보호법(2020. 2. 4. 법률 제16930호로 일부 개정되기 전의 것) 제18조 제2항 제2호 “다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우(개인정보처리자가 목적 외 이용 제3자 제공)”란 그 문언 그대로 개별 법률에서 개인정보의 제공이 허용됨을 구체적으로 명시한 경우로 한정하여 해석하여야 하므로 형사소송법 제199조 제2항과 같이 수사기관이 공무소 기타 공사단체에 조회하여 필요한 사항의 보고를 요구할 수 있는 포괄적인 규정은 이에 해당하지 아니한다고 본다(대법원 2022. 10. 27. 선고 2022도9510 판결). 만일 형사소송법 제199조 제2항이 구 개인정보보호법 제19조 제2항 제2호에서 정한 “다른 법률에 특별한 규정이 있는 경우”에 포함된다면, 구 개인정보보호법 제18조 제2항 제7호에서 수사기관으로 하여금 공공기관에 한정하여 일정한 제한 아래 개인정보를 제공받을 수 있도록 한 입법 취지 목적을 몰각시킬 뿐만 아니라 헌법상 영장주의 및 적법절차의 원칙을 잠탈할 가능성이 크기 때문이다(대법원 2022. 10. 27. 선고 2022도9510 판결). 마찬가지로, 예산회계법 제96조는 “다른 법률의 규정”은 5년의 소멸시효기간보다는 짧은 기간의 소멸시효의 규정이 있는 경우에 그 규정에 의한다는 뜻일 뿐 10년의 소멸시효를 규정한 민법 제766조 제2항은 다른 법률의 규정에 해당하지 않는다고 본다(대법원 2000. 4. 7. 선고 99다53742 판결).

이를 순차적으로 살펴보면, i) 자본시장법 제4조 제1항 단서는 투자계약증권을 대상으로 하는데, 자본시장법상 투자계약증권의 정의규정(제4조 제6항)은 가상자산이용자보호법상의 가상자산에 관한 정의규정(제2조 제1호)과 그 내용이 일치하지 않아 위 두 법률이 규율하고자 하는 대상과 적용 범위가 일치한다고 보기 어렵다. 그리고 가상자산이용자보호법은 자본시장법상 불공정거래행위 금지에 관한 규정들을 담고 있는데, 자본시장법 제4조 제1항 단서는 일부 규정이기기는 하지만 투자계약증권에도 불공정거래행위에 관한 규제가 적용된다는 내용을 담고 있는 규정이다. 따라서 가상자산이용자보호법과 자본시장법 제4조 제1항 단서가 동일한 대상을 상반되게 취급하기 위한 법률관계라고 보기 어려운 면이 있다.

또한, ii) 자본시장법에 투자계약증권 개념을 도입한 주된 이유는 기존의 전형적인 금융투자상품 유형으로 포섭되지 않는 투자수단을 규제 영역에 포섭하기 위한 목적이었지 그 규제 대상을 좁히기 위한 것이 아니었다.⁷⁹⁾ 이 같은 취지를 고려하여, 집행기관인 금융위원회 역시 가상자산 발행 및 유통에 대한 명확한 규제 입법이 정비되지 않은 상황에서 가상자산 발행 및 유통을 규제하기 위한 목적으로 자본시장법상 투자계약증권에 관한 규정을 활용하려고 하였지 자본시장법의 다른 증권보다 더 느슨하게 가상자산을 규제하기 위해 자본시장법상 투자계약증권에 관한 규정을 살펴보았던 것이 아니다.⁸⁰⁾ 자본시장법에 투자계약증권 개념이 도입된 이 같은 입법 경위를 보더라도, 자본시장법 제4조 제1항 단서가 투자계약증권형 가상자산에 다른 법률에서 정한 것 보다 훨씬 약한 규제만을 적용하기 위한 목적의 조항이라고 보기 어렵다.

나아가, iii) 가상자산이용자보호법은 가상자산 거래시장에 대한 규제를 강화하기 위한 목적으로 가상자산 거래시장 운영자를 주요 수범자로 하여 마련된 법률이다.⁸¹⁾ 그럼에도 불구하고, 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산에는 자본시장법 제4조 제1항 단서에 근거하여 자본시장법 제178조만이 적용되어 시세조종 등 가상자산이용자보호법 제10조에서 규율하고자 하는 불공정거래행위를 규제할 수

79) 정순섭, 앞의 글(각주 63), 298면. 금융위원회 역시 자본시장법상 투자계약증권 개념이 포괄주의적인 규제 원칙에 근거한 것이라 다양한 투자 수단에 대해 폭넓게 적용될 수 있다는 태도를 취하고 있다(유영운, 앞의 글(각주 62), 33면).

80) 금융위원회는 가상자산을 투자계약증권으로 규율하기 위한 방안을 고민하여 왔고(금융위원회, 앞의 2023. 2. 6.자 보도자료(각주 20), 4-5면), 수사기관 역시 이 같은 관점에서 수사를 진행하여 오기도 하였다(서울남부지방검찰청, 2023. 4. 25.자 보도자료, “테라 프로젝트’ 금융사기 사건 수사결과”, 14면).

81) 이정수, 앞의 글(각주 70), 98면.

없다고 보는 경우, 오히려 투자계약의 실질을 지니는 가상자산을 더 약하게 규제하는 것이 되어 가상자산이용자보호법이 제정된 입법 목적에 반하는 결과가 된다.

이 같은 가상자산이용자보호법 입법 형식과 체계, 자본시장법상 투자계약증권에 관한 규정 도입 경위와 목적, 가상자산이용자보호법이 제정된 입법 목적 등을 고려할 때, 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산에 오로지 자본시장법 제178조만이 적용된다고 보기 보다는 가상자산이용자보호법 제10조 소정의 불공정거래행위 규제가 중첩적으로 적용될 수 있다고 보는 것이 적절하다.

(2) 가상자산이용자보호법상 유동성 공급활동 규제 체계

가상자산이용자보호법에도 구체적으로 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 어떻게 해야 하는지에 대한 구체적인 내용이 담겨져 있지 않다. 단지 자본시장법처럼 부정거래행위를 비롯한 시세조종 등의 불공정거래행위를 금지하는 규정을 두고 있을 뿐이다(가상자산이용자보호법 제10조).⁸²⁾ 즉, 일부 경미한 차이가 있기는 하지만, 기본적으로 가상자산이용자보호법 제10조에는 자본시장법상 불공정거래행위 금지 규정과 유사한 규제 내용이 담겨져 있을 뿐이다.

〈가상자산이용자보호법 제10조와 자본시장법상 불공정거래 규정 비교〉

가상자산이용자보호법 제10조	대응되는 자본시장법 규정
①항 가상자산에 관한 미공개중요정보이용행위 규제 ⁸³⁾ cf) 명시 안 된 규제 내용: 미공개중요정보를 이용한 시장질서교란행위	“상장법인의 업무” 등과 관련된 미공개중요정보 이용행위 규제(제174조 ①)와 비슷 추가로 자본시장법은 미공개중요정보를 이용한 시장질서교란행위도 규제(제178조의2 ①): 해킹, 절취, 기망, 협박, 그 밖의 부정한 방법으로 알게 된 자와 전득자도 규제
②항 위장거래에 의한 시세조종(통정매매, 가장매매 금지)	제176조 ①과 같음
③ 현실거래에 의한 시세조종	제176조 ② 1호(현실거래)와 ③(시세 고정 목적 매매)과 비슷

⁸²⁾ 가상자산의 경우 전세계적으로 시세가 연계되어 있다는 등의 이유로 가상자산이용자보호법에 자본시장법상 모든 유형의 불공정거래행위 금지에 관한 규정이 반영되지는 못하였다(정무위원회, 앞의 심사보고서(각주 57), 78면).

가상자산이용자보호법 제10조	대응되는 자본시장법 규정
cf) 명시 안 된 규제 내용: i) 표시에 의한 시세조종, ii) 중요사실에 관한 거짓 또는 오해유발표시에 의한 시세조종, iii) 시세관여형 시장질서교란	추가로 자본시장법은 표시에 의한 시세조종(제176조 ② 2호) + 중요사실에 관한 거짓, 오해유발표시에 의한 시세조종(제176조 ② 3호) + 시세관여형 시장질서교란(제178조의2 ②)도 규제
④항 부정거래행위 금지 (부정한 수단, 계획, 기교 사용, 중요사항 거짓 기재/부실표시 사용, 거래 유인 목적의 거짓 시세 이용) cf) 명시 안 된 규제 내용: 품문의 유포·위계의 사용·폭행 또는 협박 금지	제178조 ①항과 같음 추가로 자본시장법은 제178조 ②에서 거래 또는 시세 변동 목적의 품문 유포, 위계의 사용 행위, 폭행, 협박 금지도 규제

가상자산이용자보호법 제10조에서 표시에 의한 시세조종행위(자본시장법 제176조 제2항 제2호)나 중요사실에 관한 거짓 또는 오해유발표시에 의한 시세조종행위(자본시장법 제176조 제2항 제3호)에 관한 규정을 두고 있지 않다. 그러나 이 같은 조항이 없다고 하더라도 허위표시에 의한 부정거래행위 금지규정(자본시장법 제178조 제1항 제2호)에 대응되는 가상자산이용자보호법 제10조 제4항 제2호)으로 규제할 수 있어 실질적으로 큰 차이는 없다고 볼 수 있다.⁸⁴⁾

한편, 유동성 공급활동은 빈번하게 호가를 제출하고 취소하는 행위가 수반되어 시세조종과 시세관여형 시장질서교란행위가 문제될 여지가 있다. 자본시장법에서는 목적성이 없더라도 시세에 영향을 주는 행위를 금지하기 위해 시세조종 관련 시장질서 교란행위에 관한 규정으로 과징금을 부과할 수 있게 하고,⁸⁵⁾ 그 같이 위법한 시장질서교란행위가 있다면 목적이 없더라도 고의 또는 과실이 인정될 수 있어 그로 인한 손해배상을 입은 자가 손해를 배상 받을 수 있게 하고 있다.⁸⁶⁾ 하지

⁸³⁾ 일본의 경우, 금융투자상품과 달리 내부자와 규제 대상 정보인 미공개중요정보를 특정하기 어렵다는 이유로 내부거래를 제한하는 규정을 두고 있지는 않다고 한다(안현수, 가상자산시장 불공정거래의 규제 - 자본시장 불공정거래 규제와의 비교를 중심으로 -, **금융소비자연구**, 제12권 제2호(2022. 8.), 74면; 송화원, “가상자산 시장의 자율규제 활성화 위한 법적 연구 - 불공정거래 규제를 중심으로 -”, **증권법연구** 제22권 제1호(2021. 4.), 204면 각주 64번).

⁸⁴⁾ 노혁준, 앞의 글(각주 16), 93면; 안현수, **자본시장 불공정거래 규제이론과 실무**, 박영사(2022), 148면.

⁸⁵⁾ 임재연, 앞의 책(각주 65), 505면.

만 가상자산이용자보호법 제10조 제3항에서는 현실거래에 의한 시세조종행위를 규제할 뿐 시세관여형 시장질서 교란행위에 대한 규제는 두고 있지 않다. 그 결과, 가상자산이용자보호법이 적용되는 경우 그 같은 목적이 없는 시세조종행위를 규율하는데 한계가 있지 않은지 문제될 수 있다. 이에 대한 대안으로, 가상자산이용자보호법 제10조 제4항(“부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”)에 근거하여 시장질서교란행위에 해당하는 유동성 공급활동을 규제할 수 있는지가 고려될 수 있다.⁸⁷⁾ 이는, 위 제10조 제4항에서 목적성을 요건으로 하지 않고 있고, 이와 동일한 문구로 된 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 행위자가 직접 매매거래를 한 경우뿐만 아니라 제3자의 매매거래와 관련하여 부정거래행위를 한 경우에도 적용⁸⁸⁾될 수 있는 포괄적인 사기적 부정거래행위를 금지하는 규정로 보기도 하기 때문이다.⁸⁹⁾ 이렇게 보는 경우, 가상자산이용자보호법상 명시적인 시세관여형 시장질서 교란행위에 관한 규제가 없더라도 실질적으로 자본시장법이 적용되는 경우와 그 적용범위에 있어서 큰 차이가 없다고 볼 여지가 있기도 하다.⁹⁰⁾

결국, 이 같은 논의에 따르면, 가상자산 거래시장에 가상자산이용자보호법 제10조가 적용되는 경우와 자본시장법상 불공정거래행위에 관한 규정이 적용되는 경우 그 규제 차이가 크지 않다고 볼 여지가 있다. 그 결과, 자본시장법상 불공정거래행위에 관한 규정으로 규율하기 어려운 유동성 공급활동은 가상자산이용자보호법 제10조로도 규제하기 어려울 가능성이 높다고 볼 수 있다. 이하에서는 이 같이 입법된 현재의 규제 법령에 근거하여 위 II의 2항에서 살펴본 가상자산 거래시장에서 논란이 될 수 있는 유동성 공급활동을 어느 정도까지 규제할 수 있을지를 살펴보겠다.

86) 자본시장법 제176조 제3항을 위반하여 상장증권의 매매 등에 의하여 시세를 고정시킴으로써 타인에게 손해를 입힌 경우 상당인과관계가 있는 범위 내에서 민법 제750조의 불법행위책임을 진다(대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다2740 판결).

87) 이정수, 앞의 글(각주 70), 109면.

88) 임재연, 앞의 책(각주 65), 440면.

89) 임재연, 앞의 책(각주 65), 428면. 다만, 위 규정이 보충적 규정인지 아닌지에 대해 논란이 있다(임재연, 앞의 책(각주 65), 427면). 참고로, 하급심은 법조경합 특별관계로 보아 나머지 조항(예를 들면 현실거래에 의한 시세조종 규정)이 적용되는 경우 자본시장법 제178조 제1항 제1호 위반이 성립되지 않는다고 보기도 하였다(서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결).

90) 이정수, 앞의 글(각주 70), 110면에서는 시세관여형 시장질서교란행위를 비롯한 사기적 부정거래행위를 규율하는 일반조항으로 활용될 여지도 있다고 보기도 한다.

2. 현행 규제법령으로 가상자산 유동성 공급활동을 규제할 수 있는 범위

가. 거래시장 운영자가 차명 계정을 이용하여 한 유동성 공급활동에 대한 규제
가상자산 거래시장 운영자가 차명 계정으로 유동성 공급활동을 한 행위는 기본적으로 특정금융정보법에 근거하여 규제될 수 있다.⁹¹⁾

(1) 차명계정 사용 금지

특정금융정보법에 따르면, 가상자산 거래시장을 운영하는 가상자산사업자⁹²⁾는 계정 명의자가 실제 소유자인지 여부가 의심되는 등 자금세탁행위 우려가 있는 경우 이용자의 신원정보⁹³⁾, 거래 목적, 거래자금 원천 등을 확인하여야 한다.⁹⁴⁾ 만약, 계정 명의자가 그와 관련된 정보를 제공하지 않는 등⁹⁵⁾의 이유로 실제 소유자인지 여부를 확인할 수 없다면 그 이용자의 가상자산 거래시장에서의 거래가 제한된다.⁹⁶⁾

또한, 가상자산 거래시장 운영자는 그 임직원이 자기계산으로 자신 명의계좌 또는 차명계좌를 이용하여 해당 가상자산 거래시장에서 가상자산을 매매하거나 교환하는 행위를 제한하는 기준을 마련하여 시행할 의무가 있다.⁹⁷⁾ 여기서 “자기 계산”으로 타인 명의 계정을 사용한 것인지 여부는 금융투자업자의 임직원의 자기매매 판단 가이드라인에 기재된 내용을 참고할 수 있다. 자본시장법상 금융투자업자의 임직원은 자기계산으로 타인 명의로 거래할 수 없는데,⁹⁸⁾ 그 임직원이 매매자금 등을 출연하였고, 타인 명의 계좌를 통해 직접 매매하거나 매매지시 협의를 하였으며, 매매손익을 귀속 받을 가능성⁹⁹⁾이 있다면 자기 계산으로 타인 명의 계정

91) 금융위원회, “FIU, 가상자산사업자 위법·부당 사례 공개” 보도자료(2023. 3. 29.), 2면. 최근 위반 사례는 위 보도자료 첨부 가상자산사업자 자금세탁방지 의무 관련주요 위법당행위 사례(II) 참조.

92) 가상자산사업자가 발행주식총수의 50%를 초과하여 보유한 자회사(상법 제342조의2)도 포함한다(특정금융거래정보 보고 및 감독규정 제1조의2).

93) 개인인 경우 실지명의, 주소, 연락처 등을 말하며, 영리법인인 경우 실지명의, 업종, 본점 및 사업장의 소재지, 연락처, 대표자의 성명, 생년월일 및 국적을 말한다(특정금융정보법 시행령 제10조의4 제1, 2호).

94) 특정금융정보법 제5조의2 제1항 제2호.

95) 금융위원회, 앞의 2023. 3. 29.자 보도자료(각주 91), 첨부 가상자산사업자 자금세탁방지 의무 관련주요 위법당행위 사례(II), 5면.

96) 특정금융정보법 제8조, 동법 시행령 제10조의20 제3호.

97) 특정금융정보법 제8조, 동법 시행령 제10조의20 제5호 나목.

98) 자본시장법 제63조 제1항 제1호.

99) 계좌 명의자가 법인인 경우, 금융투자업자의 임직원이 그 법인으로부터 실제 이익을 배

을 사용한 것으로 본다.¹⁰⁰⁾

(2) 가상자산 거래시장 운영자의 거래 금지

가상자산 거래시장 운영자가 자신이 개설한 시장에서 유동성 공급활동을 하면서 호가를 제출하는 경우, 그 같은 거래의 상대방은 거래시장을 이용하는 이용자가 되게 된다. 그런데 가상자산사업자는 가상자산의 매매·교환을 중개·알선하거나 대행하면서 실질적으로 그 중개·알선이나 대행의 상대방으로 거래하는 행위를 할 수 없다.¹⁰¹⁾ 가상자산 거래시장 운영자가 자기 명의 계정 또는 차명 계정으로 유동성 공급활동을 하며 호가를 제출하여 체결되는 거래는 여기서 금지하는 그 거래시장을 이용하는 자와의 거래가 되어 허용되기 어렵다.

나. 실제 계정에 입고되지 않은 자산을 입고된 것처럼 임의의 숫자를 입력하여 한 유동성 공급활동에 대한 규제 가능성

(1) 공매도 규제 법적 근거 부존재

가상자산 거래시스템의 특정 계정에 실제 보유자산과 다른 임의의 정보를 입력하여 그 자산을 거래시장에 거래하는 행위는 무차입 공매도와 같은 형태가 된다.¹⁰²⁾ 그런데 무차입 공매도에 기반하여 고빈도 거래가 진행되는 경우 알고리즘에 의해 설정된 가격에 따라 시장가격이 지배되는 결과를 야기할 우려가 있게 된다.¹⁰³⁾

당(분배) 받지 않았더라도 언제든지 이익배당 등의 절차를 거쳐 이익을 귀속 받을 수 있거나 이면 계약, 신탁 계약 등에 따라 이익이 대부분 귀속될 수 있는 경우를 말한다(금융위원회, 차명투자 등 임직원 자기매매 판단 가이드라인(2023. 1. 18.), 3의 (3)항).

¹⁰⁰⁾ 금융위원회, 앞의 2023. 1. 18.자 가이드라인(각주 99), 2항.

¹⁰¹⁾ 특정금융정보법 제8조.

동법 시행령 제10조의20 (가상자산사업자의 조치) ...

5. 자금세탁행위와 공중협박자금조달행위를 효율적으로 방지하기 위해 다음 각 목의 행위에 대한 거래를 제한하는 기준을 마련하여 시행할 것...

다. 가상자산사업자가 가상자산의 매매·교환을 중개·알선하거나 대행하면서 실질적으로 그 중개·알선이나 대행의 상대방으로 거래하는 행위

¹⁰²⁾ 증권회사의 실수로 주식거래계좌에 실제 보유 주식 수량과 다른 허위의 정보가 입력되었음에도 계정 보유자가 매도 주문을 낸 것이 문제된 사안(서울남부지방법원 2019. 4. 10. 선고 2018고단3255 판결)에서도 무차입 공매도의 관점에서 이를 허용할 것인지 여부가 논의되었다(위 판결문 중 “... 허용된 무차입 공매도를 제외한다면 실제로 확보하고 있지 않은 주식을 매도하는 것 자체가 법령상 허용되지 않는 행위인 점” 부분 참조).

¹⁰³⁾ 알고리즘을 이용한 고빈도 매매에서 주문을 제출하는 시간적 간격과 예산에 제한이 없

① 먼저, 이를 자본시장법상 공매도 금지 규제로 규율할 수 있는지를 살펴보면, 자본시장법에서는 상장증권을 무차입 공매도하는 것을 금지하고 있다.¹⁰⁴⁾ 그 주된 이유로 결제 불이행에 따른 시스템 리스크가 발생할 가능성이 있고 거래시장의 안정성과 공정한 가격형성을 저해하는 불공정거래 수단으로 악용될 우려가 있다는 점이 거론된다.¹⁰⁵⁾ 다만, 차입공매도의 경우 일정한 범위 내에서 허용하는데,¹⁰⁶⁾ 그 같은 차입공매도 주문을 내는 경우 거래소 회원이 자신의 매도주문이 공매도인지 아닌지 그리고 결제가 가능한지 여부를 거래시장 운영자(한국거래소)에 알려야 한다.¹⁰⁷⁾

문제는 자본시장법상 투자계약증권을 한국거래소 거래시장에서 거래되어 규제되는 대상이 될 수 있는 금융투자상품이라고 보기 어렵다는 점이다.¹⁰⁸⁾ 따라서 자본시장법이 적용되는 상장증권 시장이 아닌 곳에서 거래되는 투자계약증권의 실질을 지닌 가상자산에는 자본시장법상 공매도 금지에 관한 규정이 적용되기 어렵다.¹⁰⁹⁾ 더욱이, 자본시장법상 투자계약증권 이외의 증권이라고 하더라도 상장증권 시장 아닌 곳에서는 공매도 규제대상이 되지 않는다.¹¹⁰⁾ 따라서 자본시장법상 공

는 경우 사실상 시장가격이 알고리즘으로 산정된 가격에 기반한 주문을 따라 형성되는 결과가 될 수 있다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 23면).

104) 자본시장법에서 무차입공매도는 금지하면서도(자본시장법 제180조 제1항 본문) 시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 위해 일정한 조건을 준수한 차입공매도는 허용한다(자본시장법 제180조 제1항 단서, 동법 시행령 제208조 제2항).

105) 임재연, 앞의 책(각주 65), 487면. 자본시장법은 결제가 이행되지 않을 우려가 없는 경우에는 공매도로 취급하지 않는다(자본시장법 제180조 제2항, 동법 시행령 제208조 제3항).

106) 자본시장법 제180조 제1항 단서, 동법 시행령 제208조 제2항

107) 자본시장법 시행령 제208조 제2항. 한국거래소에 호가를 제출하는 증권회사는 일반투자자(위탁자)로부터 주문을 받을 때 공매도인지 여부를 확인하여 무차입공매도인 경우 이를 수탁할 수 없고(유가증권시장 업무규정 제17조 제1항), 차입공매도인 경우 차입계약 성립 여부 등을 확인하여야 하며(유가증권시장 업무규정 제17조 제2항, 제3항), 거래소에 호가 제출시 차입공매도 호가인지 여부를 알려야 한다(유가증권시장 업무규정 제17조 제2항 제2호).

108) 자본시장법상 한국거래소가 운영하는 거래소시장은 금융투자상품인 증권의 매매를 위한 시장을 의미하는데(자본시장법 제8조의2 제1 내지 제4항), 투자계약증권은 금융투자상품시장에서 거래되는 증권으로 취급되지 않는다(자본시장법 제4조 제1항 단서 제1호).

109) 자본시장법 제180조 제1항 본문, 동법 시행령 제208조 제1항.

110) 자본시장법 제166조(장외거래) 및 동법 시행령 제185조 제1항(“투자매매업자가 아닌 자는 보유하지 아니한 채권을 증권시장 및 다자간매매체결회사 외에서 매도할 수 없다.”) 반대 해석상 채권이 아닌 증권은 증권시장 이외의 장소에서 모든 유형의 공매도를 할 수 있다고 볼 수 있으므로 상장증권도 상장증권시장 이외의 거래시장에서는 공매도가

매도 규정에 근거하여 가상자산 거래시장에서의 행위를 규제하는데 한계가 있다.

② 다음으로, 가상자산이용자보호법으로 이를 규율할 수 있을지를 살펴보면, 가상자산이용자보호법 제10조에는 자본시장법상 공매도 금지에 대응되는 규제 근거 규정이 없다. 그 결과, 가상자산 거래시장에서 가상자산 공매도를 허용할지 그리고 어떤 조건과 절차에 따라 이를 허용할지는 가상자산 거래시장 운영자가 적절히 정할 수 있는 영역에 속하게 된다. 따라서 가상자산이용자보호법으로도 가상자산 거래시장에서의 공매도 행위를 규제하기는 어렵다.

(2) 부정거래행위로서의 규제 가능성

자본시장법 제178조 제1항 제1호와 가상자산이용자보호법 제10조 제4항 제1호에서는 “부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위”를 금지하고 있다. 자본시장법상의 어떤 행위를 “부정”하다고 볼 수 있는지와 관련하여, 법원은 ‘사회통념상 부정’하다고 인정되는 모든 수단, 계획 또는 기교를 의미하며, 부정하다고 볼 수 있는지는 그 행위가 법령 등에서 금지된 것인지와 다른 투자자로 하여금 잘못된 판단을 하게 함으로써 공정한 경쟁을 해치고 선의의 투자자에게 손해를 전가하여 자본시장의 공정성, 신뢰성과 효율성을 해칠 위험이 있는지를 고려하여 판단해야 한다고 보고 있다.¹¹¹⁾

먼저, 실제 계정에 입고되지 않은 자산이 입고된 것처럼 계정에 임의의 숫자를 입력하는 행위와 관련된 형사사건을 살펴보면, 가상자산 거래소 이용규칙상 현금 이외 재산을 이전하거나 담보 제공하는 방법으로 자산을 나타내는 수치(포인트)를 입력할 수 없음을 이유로 설령 거래소 대표이사이거나 계정 명의자라 하더라도 실제로 입고되지 않은 자산을 입고된 것처럼 임의의 포인트를 입력한 행위를 사전자 기록 위작 및 동행사 등에 해당한다고 보아 제재를 가한 사례¹¹²⁾도 있고 부정한 사례¹¹³⁾도 있다. 다만, 형사책임이 부정된 사례의 경우, 압수수색 절차에서의 위법

금지되지 않는다고 볼 수 있다(임재연, 앞의 책(각주 65), 490면).

111) 대법원 2022. 5. 26. 선고 2018도13864 판결.

112) 서울남부지방법원 2018. 10. 18. 선고 2018고합182 판결, 서울고등법원 2020. 2. 6. 선고 2018노3017 판결, 대법원 2021.6. 30. 선고 2020도3014 판결; 서울남부지방법원 2019. 1. 17. 선고 2018고합181 판결, 서울고등법원 2019. 7. 23. 2019노396 판결, 대법원 2020. 8. 27. 선고 2019도11294 판결; 서울남부지방법원 2019. 8. 22. 선고 2018고합249 판결, 서울고등법원 2020. 7. 16. 선고 2019노2015 판결, 대법원 2021. 6. 24. 선고 2020도10533 판결 참조.

113) 서울남부지방법원 2020. 1. 31. 선고 2018고합618 판결, 서울고등법원 2022. 12. 7. 선고

사유로 인해 주요 증거의 증거능력이 부정되어 문제된 범죄사실을 입증할 증거가 부족하였던 점이 고려되었던 것으로 보인다.¹¹⁴⁾ 이 같은 관점에서 보면, 해당 가상 자산 거래시장 이용규칙에 반하는 방식으로 특정 계정에 실제 입고되지 않은 자산이 있는 것처럼 입력하는 행위가 우리 법질서상 허용될 수 있는 행위라고 보기 어렵다.

그렇다면 이 같이 계정에 잘못 입력된 포인트를 토대로 주문을 제출하는 행위가 허용될 수 있는지를 살펴본다. 이 부분은, 증권회사의 실수로 특정 주식거래계좌에 실제 보유 주식 수량과 다른 허위의 정보가 입력되었음에도 계정 보유자가 매도 주문을 낸 것이 문제된 사안의 결론을 참고할 수 있다.¹¹⁵⁾ 법원은, 거래시장에 적용되는 시스템의 통상적인 운영 체계상 비정상적인 정보가 생성(입력)되는데 적극적으로 관여하여 하지 않았다면 단순히 입력된 포인트에 기해 매도 주문을 제출한 것만으로 기망적인 행위(위계)를 한 것으로 보기는 어렵다고 보았다.¹¹⁶⁾ 다만, 그 같이 입력된 포인트가 잘못된 것임을 알고도 매도 주문을 제출하는 행위는 부정한 수단을 이용한 부정거래행위와 시세관여형 시장질서교란행위에 해당한다고 판단하였다.¹¹⁷⁾ 따라서 이 같은 선례들을 종합하면, 가상자산 거래시장 운영자가 특정 (차명) 계정에 실제 입고되지도 않은 자산이 입고된 것처럼 포인트를 임의로 입력

2020노367 판결, 대법원 2023. 11. 9. 선고 2022도16718 판결 참조.

114) 서울고등법원 2022. 12. 7. 선고 2020노367 판결. 시세조종으로 인한 불법행위 책임이 문제된 관련 민사사건에서도 시세조종의 증거가 없다고 보아 불법행위 책임이 부정되기도 하였다(서울중앙지방법원 2022. 1. 19. 선고 2020나81702 판결).

115) 형사사건으로 서울남부지방법원 2019. 4. 10. 선고 2018고단3255 판결, 서울남부지방법원 2020. 8. 13. 선고 2019노753 판결, 대법원 2022. 3. 31. 선고 2020도11566 판결, 행정사건으로 서울행정법원 2020. 8. 13. 선고 2019구합80428 판결, 서울고등법원 2022. 5. 13. 선고 2020누53226 판결 참조.

116) 서울남부지방법원 2019. 4. 10. 선고 2018고단3255 판결.

117) 법원은, 실제 존재할리 없는 허위의 잔고가 계좌에 전산상으로 잘못 입력 표기되었음을 충분히 인식하고 있었으면서도 주식거래시스템상 매도주문이 가능하다는 점을 이용하여 시장가로 대량의 매도주문을 내어 주가가 급락하여 일반 투자자로 하여금 시장에서의 수급 상황이나 그 주가 전망에 관하여 잘못된 판단을 하게 할 위험을 발생시켰으므로 자본시장법 제178조의2 제2항 제4호(풍문을 유포하거나 거짓으로 계책을 꾸미는 등으로 상장증권의 수요·공급 상황이나 그 가격에 대하여 타인에게 잘못된 오해를 유발하거나 상장증권의 가격을 왜곡할 우려가 있는 행위) 소정의 시장질서 교란행위와 자본시장법 제178조 제1항 제1호(부정한 수단) 소정의 부정거래행위에 해당한다고 보았다(시장질서교란행위 관련해서는 서울행정법원 2020. 8. 13. 선고 2019구합80428 판결, 부정거래행위 관련해서는 서울남부지방법원 2019. 4. 10. 선고 2018고단3255 판결, 서울고등법원 2022. 5. 13. 선고 2020누53226 판결 참조).

하여 이를 매도하는 경우, 이는 자본시장법과 가상자산이용자보호법에서 금지하는 부정한 수단을 이용한 부정거래행위에 해당하여 규제대상이 될 수 있다.

다. 유동성 공급 활동자로 하여금 일반 이용자들보다 빠르게 거래 정보를 취득하고 더 빠르게 주문을 제출할 수 있게 하는 행위에 대한 규제 가능성

유동성 공급활동은 거래시장 상황에 민감하게 반응해야 하므로 유동성 공급활동을 하는 자에게 장내 거래에 관한 세부 정보가 신속하게 제공되고 유동성 관련 주문이 신속하게 처리될 수 있어야 한다.¹¹⁸⁾ 이와 관련하여, 가상자산 거래시장 운영자가 유동성 공급활동을 하는 자로 하여금 ① 자동화된 프로그램을 사용하여 일반 이용자들보다 신속하게 주문을 제출할 수 있게 하거나(알고리즘을 이용한 고빈도 매매에 기한 유동성 공급활동) ② 일반 이용자들보다 단축된 경로¹¹⁹⁾를 통해 거래시장의 전산시스템에서 시장정보를 받아 주문을 제출하고 취소할 수 있게 하는 행위를 할 수 있다고 볼 수 있을지가 문제된다.

(1) 알고리즘을 이용하여 고빈도 매매를 할 수 있게 하는 것에 대한 규제 가능성

자본시장법상 일정한 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 규제하기 위해 여러 논의가 있었지만,¹²⁰⁾ 현재 자본시장법에 알고리즘 거래에 관한 직접적인 규제 규정은 없고 한국거래소의 자율규정¹²¹⁾에 근거하여 그 같은 거래가 규율되고 있을 뿐이다.¹²²⁾ 마찬가지로, 가상자산이용자보호법상 알고리즘을 이용한 거래에 대한 별

¹¹⁸⁾ IOSCO, 앞의 글(각주 4), p.4.

¹¹⁹⁾ 거래정보를 빠르게 처리하기 위해서는 정보가 처리되는 시간과 경로를 줄일 수 있어야 하는데, 이를 위한 방안에는 크게 좀더 간결하고 짧은 전산 이동 경로를 이용해서 정보를 처리할 수 있게 하는 방안(DMA 등)과 거래시장 운영 시스템과 좀더 가까운 장소에서 정보를 처리할 수 있게 하는 방안(co-location 등)이 있다. 대표적인 예로 국내 상장증권 시장에서의 기본적인 DMA 거래 구조는 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 125-127면 그리고 co-location 방식은 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 16면 참조.

¹²⁰⁾ 앞의 각주 16번 참조.

¹²¹⁾ 한국거래소는 최근 시장 업무규정을 개정하여 그동안 논란이 된 알고리즘 거래 정의 규정과 고속 알고리즘거래에 관한 정의 규정을 정비하고(유가증권시장 업무규정 제2조 제22, 23호 등), 고속 알고리즘거래를 하고자 하는 위탁자를 거래소에 사전 신고하여 등록하게 하였다(유가증권시장 업무규정 제104조의3 제1항 등). 이 같이 개정된 규정에 따르면, 거래소 회원은 사전에 신고된 계좌로만 고속 알고리즘거래 호가를 제출할 수 있고(유가증권시장 업무규정 제104조의3 제3, 4항 등), 거래시스템을 점검하고 위험을 관리할 의무를 부담한다(유가증권시장 업무규정 제104조의4 등).

¹²²⁾ 노혁준, 앞의 글(각주 16), 87면; 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 97-98면.

도의 명확한 규제가 없는 이상, 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 이용한 유동성 공급활동은 자본시장법상 불공정거래 금지에 관한 규정이나 가상자산이용자보호법상 불공정거래 금지에 관한 규정에 위반되는지 여부가 문제될 뿐이다.¹²³⁾

그 동안 고빈도 알고리즘 거래에 관한 규제 논의를 참고하면, 알고리즘을 이용한 자동화된 고빈도 매매를 시장조성활동에 사용하는 경우, 계속해서 자동으로 주문이 나오고 취소되는 행위가 반복되기 때문에 어느 특정한 시점의 유동성 공급활동만을 놓고 위법하다고 단정하거나 전체 기간 중 위법하지 않은 기간의 활동과 위법한 기간의 활동을 분리하여 살펴보기 어려운 면이 있다.¹²⁴⁾ 그리고 알고리즘을 이용한 고빈도 거래는 일정한 조건에 따라 자동적으로 이뤄지므로 이를 이용한 유동성 공급활동 역시 그 호가 제출 빈도, 취소율, 체결율이 높다는 것만을 문제삼기 어려운 점이 있다.¹²⁵⁾ 그 결과, 그 같은 유동성 공급활동에 사용되는 알고리즘 자체에 부적절한 목적이 담겨 있음이 명백하지 않는 이상 알고리즘을 이용한 고빈도 매매를 이용하여 시장조성활동을 하였다고 하여 시세조정 등의 부적절한 목적이 있다고 단정하기 어렵다고 볼 수 있다.¹²⁶⁾ 따라서 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동에 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 이용한 경우, 일정한 목적을 필요로 하는 불공정거래행위에 관한 규정으로는 이를 규제하기는 어려울 것으로 보인다.

그렇다면, 그 같은 목적을 필요로 하지 않는 규제, 즉 유동성 공급활동에 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 하는 것 자체를 시장질서교란행위나 부정거래이용행위로 규제할 수 있을지가 문제될 수 있다. 이는 결국 알고리즘을 이용한 고빈도 거래 자체를 어떻게 평가할 것인지와 관련되어 있는데, 기술혁신의 관점에서 그 같

123) 미국과 일본의 경우에도 기본적으로 별도의 규제 법률이 아닌 기존의 불공정거래에 관한 법리로 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 규제하려고 한다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 86면). 참고로, 독일의 경우 고빈도 알고리즘을 규제하기 위해 별도 입법을 마련하기도 하였으나 불공정거래, 특히 시세에 영향을 주는 시세조종이나 시장질서교란행위를 기존 증권거래법상 규정으로 규율한다고 한다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 78면). 이 같은 여러 나라의 알고리즘 거래 규제 현황의 요지는 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 87-89면 참조.

124) 주문수량, 태양, 주문 유지 시간 등의 간접적인 증거로 주관적 요건을 입증해야 한다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 242면).

125) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 239면.

126) 노혁준, 앞의 글(각주 16), 103면. 미국의 경우에도 시세조정의 주관적 요건 등을 입증하기 어려워 사실상 시세조종으로 규율하는데 어려움이 있다고 한다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 243면).

은 알고리즘에 기반한 고빈도거래 자체를 금지하거나 이를 이용한 행위를 엄격하게 제재하는 것은 자제할 필요가 있다고 보기도 하고,¹²⁷⁾ 알고리즘 거래의 효율성을 인정하되 시장을 안정적으로 유지하는 방향으로 운영하는 것을 고민할 필요가 있다고 보기도 한다.¹²⁸⁾ 또한, EU, 미국 등 외국에서도 그 같은 알고리즘에 기반한 고빈도 거래 자체를 금지하지 않고 있다.¹²⁹⁾ 그리고 한국거래소 역시 최근 자본시장운영규정에 고속 알고리즘거래란 명칭으로 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 허용하되 사전 등록하는 등의 방식으로 규제하는 내용을 담기도 하였다.¹³⁰⁾ 이 같은 규제 동향과 논의를 고려할 때, 가상자산 거래시장에서 알고리즘에 기반한 고빈도 거래를 이용하여 유동성 공급활동을 한다는 것 자체로 시세관여형 시장질서교란행위나 부정거래행위로 규율하기는 어려울 것으로 보인다.

(2) 보다 정보를 빠르게 처리할 수 있는 전용선이나 장소를 이용하여 유동성 공급활동을 하게 하는 행위에 대한 규제 가능성

먼저, 자본시장법과 가상자산이용자보호법에서 이 같은 차별적인 정보처리 행위를 직접 금지하고 있는지를 살펴본다. ① 자본시장법 제388조 제1항에서 한국거래소의 증권시장에서 매매할 수 있는 자를 거래소 회원으로 제한하여 두었다. 그 결과, 이용자가 한국거래소 회원인 증권사의 전산시스템을 통해 주문하지 않고 직접 거래소 시장의 전산시스템에 직접 접속하여 주문을 제출하는 행위가 허용되지 않는다.¹³¹⁾ 하지만, 자본시장법상 투자계약증권의 실질을 가질 뿐인 가상자산의 경우,¹³²⁾ 그 같은 가상자산이 거래되는 시장은 위와 같은 자본시장법 규제가 적용될

¹²⁷⁾ 노혁준, 앞의 글(각주 16), 103면.

¹²⁸⁾ 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 112면.

¹²⁹⁾ 노혁준, 앞의 글(각주 16), 88면.

¹³⁰⁾ 자본시장운영 업무규정 제2조 제23항, 제104조의2 내지 제104조의4.

¹³¹⁾ 증권사 서버를 거치지 않고 거래소 전산시스템에 직접 주문을 제출하는 방식으로 Naked Access와 보증형 DMA가 있는데, 우리 자본시장법상 이 같은 방식은 허용되기 어렵다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 132면).

¹³²⁾ 우리나라에서 투자계약증권의 독자성을 인정하여 투자계약증권에 관한 규제를 적용할 수 있는지에 대해 논란의 여지가 있다(유영운, 앞의 글(각주 62), 461면 각주 129번). 자본시장법상 투자계약증권에 관한 규정이 적용될 가능성이 높은 경우는 집합투자기구 아닌 자가 투자계약증권의 실질을 가지는 가상자산을 발행한 경우로 한정된다고 보기도 한다(정순섭, 앞의 글(각주 63), 298면; 금융감독원, 2014. 3. 16.자 “투자계약증권의 성격에 대한 질의”에 대한 회신, https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752, 2024. 1. 10. 최종 방문).

수 있는 금융투자상품시장으로 보기 어렵다.¹³³⁾ 또한, ② 자본시장법에서는 거래 시장 이용자의 주문을 처리하는 서버를 어디에 설치해야 하는지를 직접 규율하는 규정을 두고 있지 않다.¹³⁴⁾ 그 같은 정보처리 서버 장소에 대한 제한은 한국거래소 자율규정¹³⁵⁾에 의해 규율되고 있을 뿐이다.¹³⁶⁾ 따라서 자본시장법상 한국거래소 시장에서 거래되어야 하는 증권형 가상자산이 아닌 경우, 유동성 공급활동을 하는 자의 정보를 보다 빠르게 처리하기 위해서 그 서버 위치를 일반 이용자들의 것과 다른 장소에 두는 행위가 금지된다고 보기 어렵다.¹³⁷⁾ 나아가 ③ 금융투자업 규정 제2-26조 제1항 제7호에서 금융투자업자의 내부통제기준으로 주문처리 속도를 정당한 이유 없이 차별적으로 제공¹³⁸⁾할 수 없게 하고 있으나, 투자계약증권의 실질을 지니는 가상자산이나 비증권형 가상자산에 관해서는 이 같은 제한 규정이 적용되기 어렵다. 마찬가지로, ④ 가상자산이용자보호법에는 유동성 공급활동에 관한 정보를 일반 이용자의 정보보다 빠르게 처리하는 것을 제한하는 명시적인 규정이 없다. 따라서 투자계약증권을 비롯하여 비증권형 가상자산 거래시장의 경우, 자본시장법이나 가상자산이용자보호법에서 직접 유동성 공급활동에 관여하는 자의 정보 처리를 보다 빠르게 처리하는 것을 금지하고 있다고 보기 어려운 면이 있다.

다음으로, 이 같은 차별적인 정보 처리가 가능하게 하는 행위를 자본시장법과 가상자산이용자보호법상 불공정거래행위에 관한 금지 규정으로 규율할 수 있는지를 살펴본다. 과거 ELW 시장에서의 스캘핑 매매¹³⁹⁾를 할 수 있는 스캘퍼 알고리

133) 자본시장법상 한국거래소가 운영하는 거래소시장은 금융투자상품인 증권의 매매를 위한 시장을 의미하는데(자본시장법 제8조의2 제1 내지 제4항), 투자계약증권은 금융투자상품시장에서 거래되는 증권으로 취급되지 않는다(자본시장법 제4조 제1항 단서 제1호).

134) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 132면.

135) 한국거래소는 회원전산센터 및 호가를 제출하는 기능을 수행하는 회원시스템을 거래소 역내에 설치할 수 없게 하고 있고(회원시스템 접속 등에 관한 지침 제7조 제3항), 거래소 회원으로 하여금 공용세션 이용자가 전용세션 이용자보다 호가제출시간에 있어 정당한 사유 없이 불리하게 되지 않도록 세션을 운영할 의무를 부과하고 있다(회원시스템 접속 등에 관한 지침 제10조).

136) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 133면.

137) 자본시장법 자체에서 코로케이션이 금지된 것이 아니므로 복수 거래시장이 형성되는 경우, 개별 거래소들이 경쟁력을 강화하기 위해 co-location 서비스를 제공하는 것이 금지되지 않는다고 보기도 한다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 135면).

138) 특정 이용자의 매매주문 관련 자료나 정보를 차별적으로 제공하는 행위, 금융투자업자의 매매주문시스템을 통해 특정 이용자의 매매주문 처리를 위한 설비나 시설 등을 차별적으로 제공하는 행위, 이용자의 매매주문을 거래소에 전달할 때 거래소가 정한 기준을 벗어나 투자자간 속도차이가 발생하도록 하는 행위를 말한다(금융투자업감독규정 시행세칙 제1-4조 제1항, 별표 1의 2).

즘이 탑재된 내부 전산망, 스캘퍼 전용 증권회사 서버, 시세정보우선제공 서비스를 제공한 것이 자본시장법 178조 제1항 제1호 부정한 수단, 계획, 기교에 해당하는지가 문제된 사안에서 그 같은 차별적인 속도 서비스 제공행위를 부정한 거래행위로 보기 어렵다고 판단되었다.¹⁴⁰⁾ 그 주된 이유는, i) 주문접수 방식(주문전표, 전화, HTS, DMA 등)이 다양하여 주문 처리 속도에 차이가 날 수 밖에 없음에도 주문 접수 시점을 언제로 볼 것인지에 관한 명확한 기준이 없고 현실적으로 각 수단 사이의 시계를 일치시키는데 어려움이 있어¹⁴¹⁾ 접수순서대로 주문이 체결되도록 하는 것이 사실상 불가능하며,¹⁴²⁾ ii) 여러 증권사들이 ELW 매매 주문 속도를 높이기 위한 전용 시스템을 개발한 후 고객을 유치하기 위해 광고하여 왔으므로 일부 투자자에 대해서만 배타적으로 서비스를 제공하여 차별하였다고 보기 어렵고, iii) ELW 시장의 거래 체결 구조¹⁴³⁾를 고려할 때, 위 서비스를 이용하는 투자자와 일반 투자자 사이에 이해가 상충(충돌)¹⁴⁴⁾하는 문제가 발생하지 않고,¹⁴⁵⁾ iv) 이 같은

139) 일반적으로 ELW LP의 호가변경을 사전에 예측하여 LP의 호가가 변경되기 전에 기존 호가물량을 선점하여 초단타 매매하는 전략의 매매기법을 지칭한다.

140) 이와 관련하여 여러 판결들이 있으나 기본적인 취지는 동일하다. 관련 사례로 서울중앙지방법원 2012. 1. 31. 선고 2011고합599 판결, 서울고등법원 2013. 3. 29. 선고 2012노506 판결, 대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도4064 판결; 서울중앙지방법원 2011. 11. 28. 선고 2011고합600 판결, 서울고등법원 2013. 1. 17. 선고 2011노3527 판결, 대법원 2014. 2. 13. 선고 2013도1206 판결; 서울중앙지방법원 2011. 12. 15. 선고 2011고합601 판결, 서울고등법원 2011노3676 판결, 대법원 2013도4538 판결; 서울중앙지방법원 2012. 1. 20. 선고 2011고합607 판결, 서울고등법원 2013. 6. 28. 선고 2012노388 판결, 대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도8702 판결; 서울중앙지방법원 2011. 12. 30. 선고 2011고합604 판결, 서울고등법원 2013. 6. 28. 선고 2012노191 판결, 2014. 1. 16. 선고 대법원 2013도8700 판결; 서울중앙지방법원 2012. 11. 23. 선고 2011고합364 판결, 서울고등법원 2013. 5. 23. 선고 2012노4206 판결, 대법원 2014. 2. 13. 선고 2013도6456 판결 참조.

141) 서울고등법원 2013. 1. 17. 선고 2011노3527 판결(“시간정보를 보내오는 장치들의 시계를 세밀하게 일치시킬 방법이 없다는 기술적인 한계도 존재한다. ... 증권사 내부에 시간보정 시스템을 도입하여 GPS 위성시간과 내부 서버들의 시계를 비교한 뒤 그 오차를 1ms(0.001초) 단위로 상시 자동 보정하고 있음에도, 증권사 내부의 서버들 사이에서마저도 여전히 수 ms 정도의 시계 차이가 발생하고 있으며, 그 결과 주문 전송시간과 매매 체결 시각이 역전되는 현상이 다수 발견되었다.”).

142) 주문 접수 순서대로 주문 정보가 전송되게 하기 위해서는 서로 다른 방식으로 접수된 주문들 사이의 접수 순서를 판정하는 기준(접수시점을 언제로 볼 것인지에 대한 기준)이 명확히 제시되어야 하고, 접수 시간을 측정할 시계를 일치시키기 위한 기술적 방안이 제시되어야 한다고 보았다(서울고등법원 2013. 1. 17. 선고 2011노3527 판결).

143) 서울고등법원 2013. 1. 17. 선고 2011노3527 판결(“ELW 시장은 LP와 개인투자자 위주의 시장인데, 개인투자자들 사이에서의 거래가 거의 이루어지지 않고 개인투자자와 LP 사이에서 대부분의 거래가 이루어진다.”).

속도 차별 서비스와 관련된 공시를 할 의무가 있다고 보기 어렵다는 점이 거론되었다.

하지만, 이 같은 ELW 시장과 관련된 판결이 있다고 해서 가상자산 거래시장 내에서의 유동성 공급활동에 수반되는 차별적인 정보 처리가 당연히 허용되어야 한다고 보기 어렵다. 먼저, 가상자산 거래시장의 경우, i) 모든 이용자들이 가상자산 거래시장 운영자의 시스템에서 전산으로 주문을 하여 주문접수 방식에 있어서 차이가 있다고 보기 어려운 면이 있다. 그리고 ii) 거래시장 운영규정이나 정책을 통해 유동성 공급활동을 위해 차별적인 정보처리 속도 서비스를 이용할 수 있다는 점이 명확히 공개되어 있다고 볼 수 있을지,¹⁴⁶⁾ iii) 가상자산 거래시장이 ELW 시장처럼 실제 거래를 체결시킬 수 있는 자가 한정된 것이어서 차별적인 서비스를 받는 유동성 공급활동자와 일반 이용자 사이에 이해가 상충될 우려가 없다고 볼 수 있을지, iv) 나아가 통상적인 이용자들이 이용하지 않는 보다 빠른 시스템을 통해 유동성 공급활동이 이뤄진다는 것을 공개할 의무가 없다고 볼 수 있을지에 대해서는 논란의 소지가 있다. 이에 대한 판단은 실제 개별 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동에 수반된 정보처리 속도 등에 관한 정보의 투명성에 따라 달라질 여지가 있다. 만약, 가상자산 거래시장에서 일반 이용자들에게 허용되지 않고 공개되지도 않은 차별적인 정보 처리 속도 제공 서비스를 이용하여 유동성 공급활동을 하는 행위가 행해지는 경우, 이를 부정한 수단을 이용한 부정거래행위가 아니라고 단정하기 어려울 것으로 보인다.¹⁴⁷⁾

144) 자본시장법 제44조에서 거래소 회원인 금융투자업자에게 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위하여 내부통제기준을 두고 관리할 의무를 부과하고 있다.

145) 대법원 2014. 2. 13. 선고 2013도1206 판결(“일반투자자들은 개인용 컴퓨터에 설치된 전산주문프로그램으로 인터넷을 통하여 ELW를 매매하는데 LP는 자동화된 알고리즘 매매프로그램을 이용하여 DMA 방식을 통하여 그보다 훨씬 빠른 속도로 ELW를 거래하므로, 일반 투자자들이 기초자산의 가격 변동 이후 LP가 ELW의 호가를 변경하기에 앞서 변경 전의 가격으로 ELW를 매매하려고 시도하더라도 그러한 거래가 성공할 가능성이 거의 없다.”).

146) 과거 가상자산 시장조성활동에 API를 이용한 자동화 프로그램이 문제되었는데(서울남부지방법원 2018. 10. 18. 선고 2018고합182 판결문 64-65면 등 참조), 최근 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동이 API 외에 어떤 정보처리 경로나 전산처리시스템을 이용하여 이루어지는지를 살펴볼 필요가 있다.

147) 부정한지 여부는 거래시장 운영 규정과 공개된 정보를 토대로 이용자들이 인지하는 정도를 고려해야 할 것인데, 이 부분에 관해서는 아래 IV. 1. 나항 중 거래시장 자율규정 등이 불공정거래행위 판단에 있어서 가지는 의미 부분에서 살펴본다.

라. 유동성 공급활동에 수반된 반복적이고 지속적인 주문 제출 및 취소 행위 규제 가능성

유동성 공급활동을 하는 경우 지속적으로 매도와 매수 호가를 제출하고, 이를 취소하고 호가공백¹⁴⁸⁾을 매워 주문을 쌓아두는 것과 같은 행위를 반복하게 된다. 유동성을 공급하는 자의 입장에서는 실제 거래가 체결되지 않더라도 해당 매매 주문과 관련하여 거래소시장 운영자로부터 유동성 공급 활동에 대한 보상을 받게 되므로 그 같은 행위를 지속적이고 반복적으로 할 유인이 있다.¹⁴⁹⁾ 그 결과, 이 같은 행위를 반복하는 고빈도 매매에 기한 유동성 공급활동은 시세를 조정하는 행위로 볼 여지가 있어 현실거래에 의한 시세조종행위¹⁵⁰⁾, 시세관여형 시장질서교란행위¹⁵¹⁾, 부정거래행위가 문제될 수 있다.¹⁵²⁾

기존의 자본시장법상 불공정거래행위에 관한 규제는 자동화되지 않은 거래를 전제로 발달한 법리이다.¹⁵³⁾ 그 결과, 고빈도 매매의 전제가 된 알고리즘 자체에 부적절한 목적이 담겨 있음이 명백하지 않는 한 고빈도 매매를 하는 것 자체를 놓고

148) 호가공백을 메우는 매수주문은 매도호가와 매수호가 사이 공백을 메움으로써 새로운 매수세가 유입되거나 매매가 성황을 이루는 것처럼 보이게 하려는 목적에서 이루어지는 주문으로 볼 수 있어 시세조종 등이 문제될 수 있다(서울남부지방법원 2020. 4. 2. 선고 2019고합491 판결).

149) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 26면.

150) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 262면. 미국과 EU에서 알고리즘에 기한 고빈도매매와 관련하여 진정하게 매매할 의사 없이 매수나 매도 주문잔량이 많아 보이게 하는 주문 쌓기와 허수주문이 가장 빈번하게 문제된다고 하는데(노혁준, 앞의 글(각주 16), 96면, 99면), 이는 자본시장법상 현실매매에 의한 시세조종행위로 규율될 수 있다고 본다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 100면).

151) 금융감독원은 시장조성자들의 지속적이고 반복적인 호가 정정이나 취소 행위로 인해 시장질서교란행위(자본시장법 제178조의2 제2항 제1호)가 문제될 수 있다고 보았다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 1면).

152) 시세조종행위는 기본적으로 시세조종 목적이 인정되는 경우에는 자본시장법 제176조에 의해서 그리고 목적을 인정하기 어려운 경우에는 자본시장법 제178조에 의한 부정거래 행위, 자본시장법 제178조의2 제2항 시세관여형 시장질서교란행위로 규제될 수 있다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 93면).

153) 기존 불공정거래행위에 관한 규정은 인간의 인위적인 활동을 염두에 둔 것으로서 객관적인 사정(체결율, 취소율, 취소시간, 양방향 매매 비중, 기타 이상 거래 징후 등)을 토대로 주관적 요건(시세조종 의도 등)이 충족된다고 볼 수 있을지를 판단한다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 239면). 반면, 알고리즘을 이용한 거래는 자동화된 투자기법을 활용한 것으로서 계속해서 발전하는데, 규제법령이나 감독기관의 기술로 이를 따라가지 못해 어떤 행위가 허용될 수 있는 범위 내인지 아니면 허용되기 어려운 행위인지를 판단하기 어려워 현행 규제에 대응하는데 한계가 있다고 보기도 한다(윤승영, 앞의 글(각주 16), 172면).

그 같은 목적이 있다고 단정하기 어려운 면이 있기 때문에 이를 현실거래에 의한 시세조종행위로 규율하기는 어렵다고 보기도 한다.¹⁵⁴⁾ 그리고 자본시장법상 투자계약증권에 대해서는 시세관여형 시장질서교란행위에 관한 규정을 적용하지 않고 있고,¹⁵⁵⁾ 가상자산이용자보호법 제10조에서도 이에 대응되는 규정을 두고 있지 않다. 따라서 결국 이 같은 고빈도 매매를 규율할 수 있는지 여부는 자본시장법 제178조 제1항 제1호 그리고 그와 유사한 내용을 담고 있는 가상자산이용자보호법 제10조 제4항 제1호로 규율할 수 있을지 여부로 귀결된다.

자본시장법 제178조 제1항 제1호는 부정거래행위에 대한 고의만 요건으로 하므로 부정한 수단 등을 사용한다는 인식만 있으면 위 조항에서 금지하는 부정거래행위가 성립될 수 있다.¹⁵⁶⁾ 하지만 이 경우, 그 적용범위가 지나치게 확장되어 법적 안정성을 해할 우려가 있어 자본시장법 제178조 제1항 제2, 3호와 제2항 소정의 부정거래행위에 상응할 정도로 위법하다고 평가할 수 있을 정도에 이른 경우에만 “부정”한 수단으로 인정될 수 있다고 보기도 한다.¹⁵⁷⁾ 그런데 위 III. 2. 다. (1)항에서 본 것처럼, 알고리즘에 기반한 자동 매매 행위에 수반되는 빈번한 주문 제출 및 취소행위 결과만 놓고 이를 위법하다고 단정하기 어려운 면이 있다.¹⁵⁸⁾ 다만, 위 III. 2. 다. (2)항 말미에서 본 것처럼, 이 같은 수단을 이용한 것을 부당한 수단을 이용한 것이라고 볼 수 있는지에 관한 판단은 결국 문제된 유동성 공급활동을 거래시장 이용자들이 예측할 수 있었던 정상적인 행위라고 평가할 수 있을지 아니면 이례적이며 통상적이지 않은 행위로 볼 수 있는지에 대한 판단에 따라 달라질 것이다.¹⁵⁹⁾

154) 노혁준, 앞의 글(각주 16), 101면.

155) 일반적으로 투자계약증권의 경우 자본시장법 제4조 제1항 단서에 따라 불공정거래행위에 대한 규제 중 부정거래행위(제178조)에 관한 규정의 제약을 받을 뿐 시세조종이나 시세관여형 시장질서교란행위에 관한 규제가 적용되지 않는다고 본다(대표적으로 임재연, 앞의 책(각주 65), 46면). 그렇기 때문에 자본시장법 제4조 제1항 단서를 삭제하는 개정 작업이 검토되고 있다(정무위원회, 앞의 검토보고서(각주 73), 43-44면).

156) 노혁준, 앞의 글(각주 16), 106면.

157) 노혁준, 앞의 글(각주 16), 94면.

158) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 242면. 상장증권시장에서의 시장조성활동과 관련하여, 증권선물위원회는 시장조성활동에 수반되는 리스크 관리 등을 위해서 시세변동에 대응한 호가 정정·취소가 불가피한 면이 있음을 인정하면서(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19. 자 보도참고자료(각주 15), 1면), 단순히 호가정정·취소율이 빈번하다는 이유로 규제하기 어렵다는 결론에 이르기도 하였다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19. 자 보도참고자료(각주 15), 2면).

159) 이와 관련하여, 알고리즘 거래에서 현실거래에 의한 시세조종이 가장 문제된다고 보면

마. 먼저 특정 가상자산을 보유하고 있다가 유동성 공급활동으로 가격이 변동한 이후 계속해서 매도하는 행위(일종의 선행매매) 규제 가능성

무차입 공매도가 허용되지 않는 한, 유동성 공급활동을 하기 위해서는 일정한 가상자산을 미리 보유하고 있다가 가격이 변동한 상태에서 계속해서 이를 시장에 매도하는 행위를 동반하게 된다. 이 같은 유동성 공급활동으로 인해 발생하는 수익은 증가된 거래량에 비례한 거래시장 운영자의 수수료 수익¹⁶⁰⁾과 매도 주문을 낸 자의 매매차익이 될 것이다. 그런데 폐쇄적인 가상자산 거래시장 운영구조상 유동성 공급 활동에 관여한 운영자는 사실상 상한이 없는 막대한 수수료 수익¹⁶¹⁾을 얻을 수 있게 된다.¹⁶²⁾ 나아가 이들은 그 같은 유동성 공급활동을 할지 여부를 비롯해서 유동성 공급활동에 필요한 제반 시장정보를 일반 이용자보다 먼저 접할 수 있다. 그리고 유동성 공급활동을 하면 장내 유동성이 증가하여 시장가격이 변동(특히 상승)할 가능성이 있는데, 그 같이 변동(특히 상승)된 시장가격을 반영하여 계속해서 유동성 공급활동이 이뤄지게 되면 이들이 자신의 행위(유동성 공급활동)로 인해 가격이 변동(특히 상승)한 후에도 계속해서 미리 보유하고 있던 물량을 매도하는 결과가 될 수 있다. 이는 마치 선행매매(유동성 공급활동 전 상대적으로 저렴한 가격에 가상자산을 미리 매수하여 보유하고 있다가 유동성 공급활동에 따라 가격이 상승된 이후 유동성 공급활동 과정에서 이를 매도하는 양태)와 같은 외형을 띄어 이를 부정한 수단으로 보아 부정거래행위로 규제할 수 있을지가 문제될 수 있다.¹⁶³⁾

서(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 262면), 그 같은 시세조종에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서 문제된 알고리즘 거래가 일관적인지 여부를 고려해야 한다고 보는 의견이 있다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 282면).

¹⁶⁰⁾ SEC, 앞의 소장(각주 10), 279 문단.

¹⁶¹⁾ 한국거래소시장의 경우 시장조성자나 유동성공급자가 유동성 공급활동에 대한 대가로 얻는 수익이 미리 계약으로 한정되어지고, 한국거래소가 시장감시를 하기 때문에 유동성 공급활동으로 인해 얻을 수 있는 대가가 제한된다(자본시장법 제377조 제1항 제1, 2, 5, 8호, 제373조의7 제2호 등). 반면, 가상자산 거래시장 운영자는 자신이 직접 시장감시자의 역할도 수행하면서 유동성 공급활동을 하는 구조라 유동성 공급활동으로 인해 얻을 수 있는 수익을 제한하기 어렵다(국무조정실 국무총리비서실, 2021. 8. 16.자 보도자료, “가상자산사업자를 대상으로 현장컨설팅을 진행하고 취약사항에 대한 보완을 요구하였습니다”, 4면).

¹⁶²⁾ 이 같은 수익 구조를 고려하여, SEC는 바이낸스 경영진이 이 같은 시장조성자 역할을 하는 회사들과 거래소 그리고 거래소 경영진의 관계, 이들의 이해관계가 거래소 이용자들의 이해관계와 상충될 수 있다는 점을 공개하지 않았다는 점이 문제된다고 보았다(SEC, 앞의 소장(각주 10), 188 및 280 문단).

선행매매가 문제된 선례들에서, 법원은 선행매수하여 증권을 보유한 상태에서 i) 추천한 후 이를 매도할 수 있다는 이해관계를 표시하지 않은 채 ii) 그 증권의 매수를 추천하는 행위를 자본시장법 제178조 제1항 제1호(부정한 수단, 계획, 기교를 사용하는 행위)과 제178조 제2항에서 정한 “위계의 사용”에도 해당한다고 보아 왔다.¹⁶⁴⁾ 그러나 위 ii) 부분과 관련하여, 가상자산 거래시장 유동성 공급활동을 하는 행위 자체를 그 가상자산의 매매를 추천한 행위로 보기는 어려운 면이 있다.¹⁶⁵⁾ 나아가 부정한 목적이 없이 이뤄지는 정상적인 유동성 공급활동의 경우 해당 가상자산을 일괄하여 대량으로 매도하기 보다는 일정한 기준에 따라 분할하여 매도할 가능성이 높아 그 같은 매도 방식에 비추어 이를 부정한 수단으로 볼 수 있는 선행매매라고 단정하기 어려운 면이 있을 것이다.¹⁶⁶⁾

163) 유동성 공급활동에 수반된 고빈도거래 과정에서 유동성 공급활동에 관여하는 자들이 일반 이용자보다 더 빠르게 시장정보를 취득하고 다른 투자자의 투자전략을 알게 되어 유리하게 사용할 수 있다는 점에서 미공개 중요정보 이용행위가 문제될 수 있다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 91면). 다만, 거래시장 정보 자체 또는 이를 분석하여 알게 된 정보를 미공개 중요정보라고 보기 어려운 면이 있고(노혁준, 앞의 글(각주 16), 91면), 유동성 공급활동자를 내부 중요정보를 취득한 내부자라거나 그로부터 정보를 받은 자라고 보기 어려운 면이 있어 이 글에서 미공개중요정보이용행위는 별도로 살펴보기 않는다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 91면).

164) 대표적인 사례로 대법원 2022. 5. 26. 선고 2018도13864 판결. 선행매매를 금지하는 명시적인 법령, 서약, 윤리강령 등이 존재하는지 그리고 다른 투자자들이 그 같은 금지규정의 내용을 알고 있었는지가 그 같은 판단에 영향을 미치지 않는다고 보기도 한다(진상범, “스캘핑행위가 ‘부정한 수단’ 및 ‘위계’의 사용에 해당하는지 여부 - 대법판결: 대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결”, BFL, 제86호(2017. 11.), 118면).

165) 증권의 매수를 추천한다고 함은 투자자에게 특정 증권이 매수하기에 적합하다는 사실을 소개하여 매수 의사를 불러일으키는 것을 가리키는데, 이는 행위자가 특정 진술이나 전망에 관한 사항일 때에는 합리적인 근거에 기초하여 성실하게 한 것인지, 진술 등의 내용이 거래 상대방이나 불특정 투자자에게 오인·착각을 유발할 위험이 있는지, 행위자가 진술 등을 한 후 취한 행동과 주가의 동향, 행위 전후의 여러 사정 등을 종합하여 객관적인 기준에 따라 판단 한다(대법원 2017. 6. 8. 선고 2016도3411 판결).

166) 하급심은 공개계좌를 통해서 매수를 하면서도, 실제 수익을 얻기 위해 운용하는 비공개계좌를 통해서 단타매매를 통해 안정적인 수익을 추구하였거나 자신이 보유하고 있는 종목의 비중조절을 위해 모순적인 거래를 하였다는 이유만으로 부정한 수단의 사용 또는 위계의 사용에 해당한다고 보기 어렵고, 비공개계좌의 이익을 극대화하기 위해 부정한 수단 또는 위계를 사용하고자 하였다면 카페 등에 매수 또는 보유추천을 하고 공개계좌를 통해 매수를 한 후 비공개계좌의 주식을 일괄매도하였을 것이나 며칠에 걸쳐 분할 매도한 점을 고려하여 부정거래행위로 보기 어렵다고 보기도 하였다(서울남부지방법원 2020. 10. 27. 선고 2019노2060 판결).

다만, 위 i) 부분과 관련하여, 법원은 선행매매가 부정거래행위인지 여부를 판단할 때, 이해가 상충되는 사실을 공지하지 않고 실제로 이해상충되는 행위를 한 경우에 해당하는지 여부를 고려한다. 이 같은 이해상충 우려 측면에서 볼 때, 유동성 공급활동에 직접 또는 간접적으로 관여하는 거래시장 운영자의 이해(거래 체결 수수료 수익)는 그 시장을 이용하는 자의 이해와 상충될 우려가 있다.¹⁶⁷⁾ 따라서 거래시장 운영자가 그 같은 이해상충 상황, 특히 해당 거래시장에서 유동성 공급활동이 행해지고 이로 인해 수익을 얻고 있다는 사실을 고지 내지 공개하지 않고, 거래를 중개하며 시장을 운영하는 행위는 이해상충 문제를 내포하고 있는 행위로서 선행매매로 인한 부정거래행위 논란에서 자유롭기 어려운 면이 있다.

IV. 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동 한계와 공개의무

1. 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동의 한계

가. 유동성 공급활동을 정당화시키는 명시적인 법적 근거 부존재에 따른 한계
시장을 조성하기 위한 인위적인 유동성 공급활동은 자유시장경제 원칙에 비추어 예외적으로 허용되어야 할 활동이라 이를 허용해야 할 특별한 사정이 인정되어야 한다.¹⁶⁸⁾ 나아가 위 III항에서 살펴본 것처럼, 유동성 공급활동이 설령 특정금융정보법, 자본시장법, 가상자산이용자보호법에서 명시적으로 금지하는 행위가 아니라고 하더라도, 자본시장법이나 가상자산이용자보호법이 금지하는 불공정거래행위에 해당할 가능성을 완전히 배제하기 어렵다. 따라서 그 같은 인위적인 유동성 공급활동을 정당화시킬 수 있는 법리적 근거가 존재한다고 볼 수 있을지를 살펴볼 필요가 있다.

먼저, 법령상 정당성을 뒷받침하는 근거가 있는지를 살펴보면, 현행 규제법령상 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동이 허용되는 범위와 허용되는 행위 유형

¹⁶⁷⁾ IOSCO, 앞의 글(각주 13), p.16. 국내 법원은 가상자산 거래시장 운영자 측이 가상자산 거래 중개에 그치지 않고 일방 당사자가 되는 경우 고객의 이익보다 거래시장 운영자의 이익이 우선시될 가능성이 있다고 지적하기도 하였다(서울남부지방법원 2018. 10. 18. 선고 2018고합182 판결문 38면).

¹⁶⁸⁾ 대법원 2002. 5. 14. 선고 99다48979 판결.

을 명시적으로 정하고 있는 법률은 찾아 보기 어렵다. 예를 들면, 자본시장법상 투자계약증권은 물론 가상자산이용자보호법에서도 가상자산의 유동성 공급행위나 불공정거래행위(특히, 부정거래행위) 규제 대상에서 제외된다는 명시적인 근거 규정¹⁶⁹⁾을 두고 있지 않다. 나아가 자본시장법에서 모집 및 매출시의 시장조성 또는 안정활동을 시세조종으로 취급하지 않는 근거 규정을 두고 있으나, 그 같은 시장조성 내지 안정활동은 인수회사(투자매매업자)의 의무사항이 아닌 선택사항이다.¹⁷⁰⁾ 따라서 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동이 반드시 이뤄져야 한다거나 당연히 허용되어야 한다고 볼 수 있는 법률 규정상의 근거를 찾기 어렵다.

그럼에도 불구하고 그 같은 유동성 공급활동이 위법하다고 평가되지 않을 수 있는 사유가 무엇일지를 살펴본다. 이는, 한국거래소 거래시장에서의 유동성 공급활동이 위법하지 않다고 평가될 수 있는 이유가 무엇인지 그리고 그 같은 정당화 사유가 가상자산 거래시장에도 존재한다고 볼 수 있는지와 연결되어 있다. 일반적으로 자본시장법상 불공정거래행위에서 금지하는 행위를 한 경우, 이를 정당화시킬 수 있는 사유는 제한적이라고 본다.¹⁷¹⁾ 그 이유는 자본시장법상 시세조종이나 부정거래행위 등의 금지 규정은 거래의 공정성과 유통성의 원활한 확보와 같은 사회적 법익을 보호하기 위한 것이기 때문이다.¹⁷²⁾

그렇다고 하더라도, 대체로 한국거래소 자율규정에 근거한 유동성 공급활동은 정당한 업무에 기한 행위로서 사회상규상 허용되는 행위로 평가되곤 한다. 그 주된 이유로, 한국거래소와 시장조성계약을 체결하고 이뤄지는 시장조성활동이 금융위원회의 승인을 받은 거래소 자율규정(업무규정)에 근거한 행위이고,¹⁷³⁾ 그 같은

169) 예를 들면, 자본시장법 제176조 ③항 2, 5, 6호에서는 상장 후 6개월 내에서의 시장조성 활동으로 인한 시세고정 또는 변동을 시세조종으로 취급하지 않는다는 명시적인 규정을 두고 있다. 다만, 익명의 심사위원께서 말씀하신 것처럼, 자본시장법상 이 같은 조항이 상장증권 거래시장에서 행해지는 일반적인 유동성 공급활동을 허용할 수 있는 명시적인 법적 근거는 아니다.

170) 이 같은 시장조성활동은 인수회사(투자매매업자)의 의무사항이 아니라 선택사항인데, 실무상 시장조성활동을 하기로 선택하지 않는 경향이 있다고 한다(안현수, 앞의 책(각주 84), 153면). 한편, 한국거래소 역시 자율규정을 통해 시장조성활동이나 유동성공급 활동을 허용하고 있으나 이는 모든 종목을 대상으로 한 것이 아니라 저유동성 종목만을 대상으로 하며(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 139, 144면), 특히 유동성공급자 제도의 경우 개별 상장법인이 유동성 공급계약을 체결할 것인지를 선택할 수 있게 하고 있다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 139면).

171) 임재연, 앞의 책(각주 65), 601면.

172) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결.

173) 한국거래소, 앞의 책(각주 14), 138-148면 참조.

활동에 대한 증권거래세 면세 혜택도 주어지며(조세특례제한법 제117조 제1항 제3호, 동법 시행령 제115조 제1, 5항), 공매도 거래자 모집 또는 매출에 따른 취득 제한 예외(자본시장법 제180조의4)가 허용되므로 자본시장법상 그 같은 활동을 위법하게 취급하지 않고 있는 것이라고 볼 수 있음이 거론된다.¹⁷⁴⁾ 또한, 유동성공급자가 유동성 공급활동 과정에서 매도나 매수 호가를 제출하여 시장조성활동을 하는 경우 시세조종행위의 유형에 해당할 수 있다고 하더라도 그 같은 활동이 거래시장에서 가지는 긍정적인 역할을 고려하여 위법하다고 평가하기 어렵다고 보기도 한다.¹⁷⁵⁾

한편, 상장증권시장에서 알고리즘을 이용한 자동화된 고빈도 거래를 통해 유동성을 공급하는 행위가 진정으로 유동성에 도움이 되는 행위인지에 대해서 논란이 있다.¹⁷⁶⁾ 그럼에도 불구하고, 상장증권 거래시장에서 이 같은 알고리즘을 이용한 고빈도 매매로 유동성을 공급하는 활동까지 허용될 수 있는 이유 중 하나는 그 같은 유동성 공급 활동에 대한 정보의 투명성이 어느 정도 확보되어 있기 때문이라고 볼 수 있다. 즉, 한국거래소 상장증권 거래시장에서는 이 같은 유동성 공급활동이 어떻게 이뤄질 수 있는지(차입공매도 가능 여부, 종목 선정 방법, 호가스프레드, 호가 제출 의무 범위 등)가 업무규정으로 정리되어 공개되어 있고,¹⁷⁷⁾ 누구나 접속할 수 있는 웹사이트(주식 시장조성자 관련 통계 웹페이지¹⁷⁸⁾)에 어떤 종목에 대해 유동성 공급활동이 이뤄지는지, 개별 종목별 시장조성자 계약 체결 현황(종목, 시장조성자, 계약기간), 시장조성자의 최소호가 금액, 최대호가 스프레드, 시장조성자의 거래규모, 분기별 의무이행 현황 등에 관한 정보도 공개되어 있다. 그 결과, 최소한 해당 거래시장 내에서 유동성 공급활동이 이뤄진다는 사실 그리고 그 같은 유동성 공급활동이 어떻게 이뤄질 수 있고, 실제로 이뤄지고 있는 현황에 관한 정보가 어느 정도는 투명하게 공개되어 있다고 볼 수 있다. 따라서 투자자들이 그 같은 유동성 공급활동 관련 정보를 알지 못해서 발생할 수 있는 이해상충 문제나 예측할 수 없는 비정상적인 거래행위로 인한 논란의 소지를 줄이고 있다고 평가할 수 있다.

174) 안현수, 앞의 책(각주 84), 154면.

175) 임재연, 앞의 책(각주 65), 601면.

176) 노혁준, 앞의 글(각주 16), 78면.

177) 한국거래소는 별도로 거래시장 업무규정에 근거하여 장내 유동성 공급활동이 어떻게 이뤄질 수 있는지를 설명하는 책자를 발간하여 공개하고 있기도 하다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 138-148면 참조).

178) KRX 정보데이터 시스템, 주식 시장조성자 관련 통계 웹페이지, <http://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/mdiLoader/index.cmd?menuId=MDC02021703>(2024. 3. 7. 최종 방문).

반면, 가상자산 거래시장 이용규칙 등의 운영규정은 금융규제당국의 감독이나 승인을 받은 자율규정(업무규정)이 아니며,¹⁷⁹⁾ 가상자산 거래와 관련된 과세 체계가 아직 정립된 것도 아니라 가상자산 거래시장 내에서의 유동성 공급활동에 대해 정책적인 차원에서 특별한 혜택이 주어지는 것도 아니다.¹⁸⁰⁾ 나아가 중앙화된 가상자산 거래시장의 폐쇄적인 정보 처리 구조로 인해 그 시장에서의 유동성 공급활동에 관한 정보가 투명하게 공개되지 않는 경우, 그 거래시장에서의 유동성 공급활동은 이용자들이 예측할 수 있는 없는 방식으로 이뤄지게 된다. 그 결과, 그 같은 유동성 공급활동은 통상적이고도 정상적인 행위라고 평가되기 어려워 한국거래소 거래시장에서의 유동성 공급활동과 같은 긍정적인 평가를 받기 어렵게 된다.

나. 가상자산 거래시장 운영자의 자율규정에 따른 유동성 공급활동의 한계

(1) 거래시장 운영자의 자율규정이 이용자와의 관계에서 가지는 효력

한국거래소 시장처럼,¹⁸¹⁾ 가상자산 거래시장 이용자가 거래시장을 이용할 때 준

179) 가상자산이용자보호법에 금융위원회가 가상자산 거래시장 운영자의 업무(제13조 제1항), 특히 영업방법(제13조 제2항 제5호)을 감독할 법적 근거가 마련되었다. 따라서 향후 가상자산 거래시장 운용 방법이나 정책과 관련하여, 금융규제기관이 가상자산이용자보호법에 근거하여 어느 정도까지 적극적으로 거래시장을 관리 감독할지를 지켜볼 필요가 있다(제13조, 제14조).

180) 가상자산 양도나 대여로 인한 소득을 기타소득으로 취급하여 과세하는 소득세법 개정안도 2025. 1. 1.부터 시행될 예정이며(국세청, “거주자의 가상자산소득 과세 개요”, <https://www.nts.go.kr/nts/cm/cntnts/cntntsView.do?mi=40370&cntntsId=238935>, 2024. 1. 9. 최종 방문), 가상자산을 둘러싼 세법상의 문제들을 정리하기 위해서는 많은 논의가 필요한 상황이다(가상자산을 둘러싼 과세 관련 입법 쟁점을 소개한 글로 김범준·김석환, “가상자산 소득과세의 쟁점과 입법 과제”, **사법**, 제66권(2023. 12.), 24-30면, 36-38면 참조).

181) 한국거래소의 업무규정은 일반 투자자들이 아닌 거래소 시장을 이용하는 회원(증권사)에 직접 법률상 효력을 가지는데(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 그 같은 내용은 개별 회원(증권사)의 시스템을 이용하는 일반 투자자가 동의하는 매매거래수탁 계약(약관)에 반영되어 있다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 25면). 한편, 익명의 심사위원회에서 말씀하신 것처럼, 한국거래소의 공익적 지위를 고려하여 증권시장 규정과 같은 업무규정은 단순히 계약으로 편입되는 약관에 그치는 것이 아니라 법규의 성질도 인정되는데(대법원 2019. 12. 12. 선고 2016다243405 판결 등), 가상자산 거래시장 운영자에게는 그와 유사한 공익적 지위를 인정하기 어려워 이용규칙 등의 시장 운영규정에 계약으로 편입되는 약관 이상의 법적 의미를 부여하기 어렵다고 볼 여지가 있다. 다만, 가상자산이용자보호법 제12조에서 가상자산 거래시장 운영자에게 이상거래 감시 의무를 부과하고 이용자보호와 건전한 거래질서를 유지하기 위해 금융위원회가 정한 조치를 하도록 하고 있다. 그리고 가상자산이용자보호법 시행 전에 가상자산 거래지원 종결(일명 상장 폐지)의 정당성이 문제된 사안들에서, 거래지원 종결과 관련된 규정을 단순한 약관이나 계약

수해야 할 의무나 거래시장 운영 원칙과 관련된 내용은 해당 거래시장의 이용약관에 정리되어 있곤 하다.¹⁸²⁾ 이 같은 약관에 기재된 내용 중에는 위에서 살펴본 자본시장법 등의 규제 법령에서 금지하는 내용, 예를 들면 타인 명의 계정 이용을 금지하는 것을 포함하여 각 계정별로 실제 입고된 자산에 상응하는 포인트로만 거래할 수 있게 하는 등 불공정거래행위를 금지하는 내용이 담겨져 있다.

〈가상자산 거래시장 이용약관 주요 내용〉¹⁸³⁾

- 실지 명의 사용: 차명 계정 이용 금지, 타인 정보 도용 금지, 구매 대행 등 타인을 대신한 거래 금지, 1인 1계정 사용
- 미수거래 내지 공매도 금지: 실제 입금 확인된 원화(1원당 1KRW 포인트 입력)와 실제 입고된 가상자산 수량으로 거래
- 거래소 승인 없는 자동화된 수단이나 기타 부정한 방법 사용 금지
- 미공개정보 이용, 시세조종, 불공정거래 의심 거래, 시세에 부당한 영향을 주는 등 건전한 거래질서 교란 행위, 기타 법령 위반 행위 금지

실제로, 거래시장 운영자는 거래시장의 공정한 질서 유지 등의 명목으로 이 같은 이용약관에 근거하여 이를 위반한 이용자들에게 제재 조치를 취하여 왔고, 법원 역시 그 같은 거래시장 운영자의 이용약관(자율규정)이 해당 이용자에 대해 법적 구속력이 있음을 전제로 판단하여 왔다.

법적 관점에서 접근하여 검토한 하급심(서울중앙지방법원 2023. 4. 14.자 2023카합20456 결정)도 있고, 가상자산 거래시장 운영자에게 거래시장의 공정한 가격 형성, 거래의 투명성, 안정성, 효율성을 도모할 공익적 기능을 수행할 의무가 있다는 전제에서 살펴본 하급심(서울중앙지방법원 2022. 12. 7.자 2022카합21695 결정 등)도 있다.

¹⁸²⁾ 국내 중앙화된 가상자산 거래소의 이용약관의 내용은 시기에 따라 조금씩 변화가 있으나 대체로 불공정거래행위 금지와 관련된 내용을 담고 있다. 예를 들면, 업비트 이용약관(https://static.upbit.com/terms/service_terms.html, 2024. 1. 10. 최종 방문) 제5조 회원 가입 거절 및 제한 사유, 제10조 회원 의무, 제14조 서비스 이용 방법, 제17조 이용제한 사유; 빗썸 이용약관(https://www.bithumb.com/member_operation/info_agree?key=info_terms&titleType=1, 2024. 1. 10. 최종 방문) 제5조 회원 가입 거절 및 제한 사유, 제14조 이용제한 및 해지사유; 코빗 이용약관(<https://exchange.korbit.co.kr/terms/terms-and-conditions/>, 2024. 1. 10. 최종 방문) 제5조 회원 가입 거절 및 해지 사유, 제12조 이용제한 사유, 제14조 서비스 이용 방법; 코인원 이용약관(<https://coinone.co.kr/terms/basic>, 2024. 1. 10. 최종 방문) 제5, 6조 및 제20조 계정 생성 거절 사유 및 관리, 제8조 및 제19조 서비스 이용 방법, 제18조 서비스 이용 제한 사유; 고팍스 이용약관(<https://www.gopax.co.kr/terms/109>, 2024. 1. 10. 최종 방문) 제9조 이용 중지 및 해지 사유, 제18조 이용제한 사유, 제21조 서비스 이용 방법 관련 부분 참조.

¹⁸³⁾ 이는 위 각주 182번의 이용약관들 중 관련 내용을 요약하여 정리한 것이다.

〈가상자산 거래시장 이용약관 위반으로 인한 분쟁 사례〉

사안 개요	이용약관/운영 정책 주요 내용
이용자가 공개되지 않은 API를 이용해서 가격 조회, 매도, 매수 주문 취소 기능을 자동화한 알고리즘 프로그램을 사용하여 일반 회원들이 할 수 없는 수준의 다량의 거래를 하였음을 이유로 거래소에서 계정 이용 제한, 로그인 제한, 출금 제한한 것이 정당하다고 판단된 사안(서울중앙지방법원 2019. 1. 9. 선고 2018가합525502 판결)	○ 금지 행위 i) 거래소의 <u>사전 승낙 없이</u> 에이전트(Agent), 스크립트(Script), 스파이더(Spider), 스파이웨어(Spyware), 툴바(Toolbar) 등의 <u>자동화된 수단, 기타 부정한 방법</u> 을 통하여 서비스에 접속하는 행위 ... ii) 가상자산의 시세에 부당한 영향을 주는 등의 방법으로 <u>전전한 거래질서를 교란하는 행위</u> iii) 기타 불법적이거나 부당한 행위 ○ 로그인 제한: 기타 거래소의 운영정책상 로그인을 제한해야 하는 경우
제3자가 거래소 회원의 계정 정보를 이용해서 회원의 가상자산을 출금해갔는데, 그 출금액수가 거래소의 1일 출금한도를 초과한 사안에서 한도를 초과한 금액이 출금되지 않게 막지 않은 거래소의 책임을 인정한 사안(서울남부지방법원 2019. 9. 25. 선고 2019가단201222 판결)	○ 가상자산 1일 출금한도: 2천만 원
이용자가 전기통신금융사기 방조(계정/계좌 제공)로 형사 판결이 선고되었더라도, 그 계정의 가상자산과 금전이 압수되거나 몰수되지 않고 범죄행위에 지속적으로 이용되었다고 단정하기 어렵다고 보아 거래소 이용약관 위반을 이유로 한 로그인/출금 제한이 부당하다고 한 사안(서울중앙지방법원 2020. 11. 27. 선고 2019가합532958 판결)	○ 이용제한 당시 규정(적용 규정) - 로그인 제한: 사기 사고 발생, 명의 동용으로 의심되는 경우, 기타 관리자 판단 - 출금 제한: 관리자 판단 ○ 이용제한 이후 개정된 규정 - 로그인/출금 제한: 보이스피싱 등의 범죄 또는 금융사고와 관련 있거나 관련성에 합리적인 의심이 드는 경우
마케팅 업무를 처리하며 가상자산 스왑 정책 정보를 알고 있던 이용자의 정보 유출이 의심되어 그 이용자의 IP주소에서 여러 아이디로 수차례 동시 접속한 기록이 있다는 이유로 로그인을 제한한 사안에서, 수사결과 무혐의처분 되었으며 가족이 동일 IP주소로 접속한 것으로 볼 수 있다고 보아 로그인 제한이 부당하다고 판단된 사안(1심 2020. 9. 4. 선고 2019가합567183 판결, 2심 서울고등법원 2021. 5. 28. 선고 2020나2034712 판결)	○ 이용제한 당시 규정(적용 규정) - 서비스 제한: 타인의 서비스 ID 및 비밀번호 도용, 고의로 서비스 운영 방해, 범죄와 결부된다고 객관적으로 판단되는 경우 ○ 이용제한 이후 개정된 규정 - 서비스 제한: 동일 아이피를 이용하여 복수 계정 로그인 내역이 확인되고 이상 거래 징후가 발견된 경우, 회원이 제3자에게 계정의 이용을 허락하거나 계정을 대여하는 등 실제 이용자와 회원의 명의를 일치하지 아니한 것으로 의심되는 경우

(2) 거래시장 운영자의 자율규정이 유동성 공급활동이 불공정거래행위에 해당하는지 여부 판단에 미치는 영향

위 III. 2. 마항 마지막 부분에서 본 것처럼, 특정한 유동성 공급활동이 허용될 수 있는 행위인지 아니면 불공정거래행위에 해당할 수 있는지 여부를 판단할 때, i) 문제된 행위가 거래시장에서 통상적으로 예측되는 행위로서 정상적인 것으로 볼 수 있을지, ii) 그렇기 때문에 일반 이용자들이 그 같은 행위가 이뤄지지 않을 것으로 신뢰하고 있어 잘못된 판단 내지 오해를 할 우려가 없고 선의의 투자자에게 손해가 발생할 우려가 없다고 볼 수 있는지를 고려하게 된다.¹⁸⁴⁾

이때, 해당 거래시장의 운영자가 정한 이용약관이나 운영정책은 그 같은 행위가 해당 거래시장에서 허용되는 정상적인 행위인지 아니면 허용될 수 없는 비정상적인 행위인지를 판단하는 기준이 될 수 있다. 예를 들면, 이용자가 사전에 특정 종류의 가상자산을 특정 가격에 자동으로 매수, 매도, 취소 주문하게 하는 매크로 프로그램을 이용하여 2대의 컴퓨터를 이용해서 자기 명의 계정으로 자전거래를 반복 하였던 경우, 이를 해당 거래시장에서 허용되는 정상적인 행위로 보아야 할까 아니면 비정상적인 행위로서 규제되어야 하는 대상으로 평가해야 할까. 이는 해당 거래시장에서의 기본적인 운영규정과 이용실태를 고려해서 판단해야 할 사항이다.

만약, 그 이용자 외에 다른 이용자들도 매크로 프로그램을 이용하여 공공연하게 그 같은 자전거래를 하였고, 거래시장 운영자가 불공정거래를 금지하기는 했었지만 명시적으로 그 같은 유형의 자전거래 자체를 불공정하다고 공지하지 않고 사실상 묵인하는 정책을 펼쳤다고 볼 수 있다면,¹⁸⁵⁾ 그 매크로 프로그램을 이용한 자

184) 부정한 수단인지 여부를 판단할 때 ‘다른 투자자로 하여금 잘못된 판단을 하게 하고 선의의 투자자에게 손해를 전가할 우려가 있는지’를 고려하고(대법원 2022. 5. 26. 선고 2018도13864 판결), 시세조종에 해당하는지 여부를 판단할 때 ‘매매가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적’이 있다고 볼 수 있을지를 고려하며(자본시장법 제176조 등), 시세관여형 시장질서교란행위에 해당하는지를 판단할 때 ‘허위, 통정, 유포 등의 행위로 타인에게 잘못된 오해를 유발하거나 시세에 부당한 영향을 줄 우려가 있는지’를 고려한다(자본시장법 제178조의2 제2항).

185) 이는 서울중앙지방법원 2020. 2. 14. 선고 2018가합585047 판결, 서울고등법원 2021. 2. 5. 선고 2020나2011375 판결에서 다뤄진 사안이다. 거래소에서 거래량을 증대시키기 위해 이용자들에게 거래수수료에 비례한 리워드(보상)를 특정 가상자산으로 지급하고, 그 가상자산 보유량에 비례해서 비트코인 등의 가상자산을 배당금으로 지급하는 이벤트를 한 사안에서, 이용자가 매크로 프로그램으로 자전거래를 하여 받아간 가상자산 등이 불법적인 행위를 통해 얻은 대가에 해당하여 반환할 의무가 있다고 볼 것인지가 문제되었다. 그 외에도 이 사건에서 전산오류로 인해 동일 거래에 대해 이중 또는 삼중으로 중복해서 리워드(보상)를 받은 것도 문제되었다.

전거래를 해당 거래시장에서 금지되어야 할 부정한 수단을 이용한 것이거나 시세 조종행위 또는 시세관여형 시장질서교란행위를 한 것이라고 평가하기는 어려운 면이 있다.¹⁸⁶⁾ 그 주된 이유 중 하나는 그 같이 문제된 행위가 해당 거래시장 내의 운영규정이나 정책에 반한다고 보기 어렵고, 다른 이용자들 역시 그 같은 문제의 행위가 행해져 시장의 가격에 영향을 줄 것이라는 사실을 알고 있었다고 볼 수 있기 때문이다.¹⁸⁷⁾

설령 거래시장 운영자가 정한 거래시장의 기본적인 이용규칙이나 원칙이 문언상 이용자만을 수범자로 하는 약관의 형식을 취하였다고 하더라도,¹⁸⁸⁾ 그 같은 거래시장 운영에 관한 기준이나 원칙은 그 약관에 동의한 이용자들뿐만 아니라 이를 만든 거래시장 운영자 나아가 그로부터 허락을 받아 해당 거래시장에서 유동성 공급활동을 하는 자의 행위가 해당 거래시장에서 허용될 수 있는지 여부(불공정거래행위로 규율되어야 하는지)를 판단하는 기준이 될 수 있다. 만약, 거래시장의 운영자 스스로 정하여 공개한 자율규정이나 정책에 비추어 허용될 수 있는 유동성 공급활동이라면, 이는 그 시장 운영 목적에 부합하는 정상적인 행위로 평가되어 불

186) 자전거래든 아니면 진정한 거래든 거래가 체결되면 거래수수료 수익이 생기므로 거래소 입장에서는 자전거래를 문제 삼을 이유가 없는 것 아닌가 하는 의문이 들 수 있다. 위 판결 사안의 경우, 거래소에서 지급하기로 한 보상(리워드, 배당금)이 거래수수료 수익을 초과하였기에 거래소 입장에서는 자전거래를 문제 삼을 이유가 있었다. 나아가, 법원은 위 사안처럼 거래소로부터 장내 거래행위(거래체결)에 대한 리워드(보상)를 받을 목적으로 자전거래를 하는 이용자가 있는 경우, 거래소가 자전거래에 대한 대가로 받는 거래수수료도 가상자산 거래 중개용역에 대한 대가로 인정되어 그 거래수수료 전부가 부가가치세 과세표준에 포함된다고 보았다(1심 서울행정법원 2022. 10. 27. 선고 2021구합79148 판결, 2심 서울고등법원 2023. 6. 15. 선고 2022누67601 판결).

187) 실제로 위 사안에서 법원은 거래소에서 그 같은 행위를 사실상 묵인하였고, 다른 이용자들이 매크로 프로그램을 공공연하게 이용하였던 것을 들어 매크로 프로그램을 이용한 자전거래가 해당 거래소에서 금지하는 불공정거래행위라고 보기 어렵다고 판단하였다(서울중앙지방법원 2020. 2. 14. 선고 2018가합585047 판결). 이 같은 판결의 태도에 대해 매크로 프로그램을 이용한 자전거래가 보편적으로 사용된 것이라 거래소가 이를 인식하였거나 인식할 수 있었으므로 묵인(동의)하였던 것으로 볼 수 있으며, 해당 거래시장에서 공개적으로 행해진 활동이며 다른 투자자들도 차별 없이 해당 행위를 할 수 있었기 때문에 위법한 시세조종으로 볼 수 있을 정도의 반시장적이며 반사회적인 행위라고 보기 어렵다고 의견도 있다(이정엽·이석준·김성인, **가상자산 판례백선: 민사·신청편**, 박영사(2023. 3), 361면).

188) 불공정거래행위를 금지하고 거래시장을 이용하기 위한 조건 내지 규칙을 담고 있는 위와 같은 이용규정들은 그 약관 구조와 문언상 거래시장을 이용하는 자(회원)를 의무이행자로 두고 있을 뿐이다(위 서울중앙지방법원 2019. 1. 9. 선고 2018가합525502 판결 사안에서도 약관에 거래소 이용자(회원)의 의무로 규정되어 있다).

공정거래행위의 규제 대상이 되지 않을 수 있을 것이다.¹⁸⁹⁾

다. 유동성 공급활동으로 인한 이해상충 우려에 따른 한계

가상자산 거래시장 운영자는 거래 자체를 중개하는 행위에서 나아가 직접 또는 관계회사를 통해 유동성 공급 활동, 중개, 수탁, 현물 또는 선물 거래, 결제, 청산, 대출 등 다양한 활동에 관여한다.¹⁹⁰⁾ 그런데 가상자산 거래시장 운영자가 직접 또는 간접적으로라도 거래시장 내에서의 유동성 공급활동에 관여하게 되는 경우, 그 운영자와 일반 이용자의 이해가 상충될 우려가 있다.¹⁹¹⁾ 왜냐하면, 유동성 공급활동으로 인해 거래량이 증가하면 거래시장 운영자의 수수료 수익이 증가될 수 있고,¹⁹²⁾ 가상자산을 구매하려는 자들은 그 같은 거래량을 토대로 수요, 유동성, 가격을 예측하기 때문이다.¹⁹³⁾ 그런데 이용자들이 호가창에 기재된 정보만 보고, 어떤 것이 실제 수요와 공급에 따른 거래인지 아니면 유동성 공급활동의 결과물인지 나아가 그 같은 유동성 공급활동으로 진정으로 시장에 긍정적인 효과가 발생한 것인지 아니면 단지 숫자상으로만 거래량이 증가된 것처럼 보일 뿐이며 실제로는 유동성에 도움이 되지 않는 행위¹⁹⁴⁾인지를 판단하기 어렵다.

따라서 이 같은 이해상충 문제를 해결하기 위해 반드시 이뤄져야 할 최소한의 조치는 그 같은 유동성 공급활동에 관한 정보를 투명하게 공개하여 이용자들이 하여금 그 활동이 시장에 미치는 영향을 정확하게 알고 거래하게 하는 것이다.¹⁹⁵⁾

189) 법원은 금융투자업자의 헤지거래가 시기, 수량, 방법 등에서 헤지 목적에 부합한다면 경제적 합리성이 인정되는 행위라고 할 수 있어 헤지거래로 인해 기초자산의 시세에 영향을 주었더라도 파생상품의 계약 조건에 영향을 줄 목적으로 인위적으로 가격을 조작하는 등 거래의 공정성이 훼손되었다고 볼 만한 특별한 사정이 없다면 이를 시세조종 행위로 보기 어렵다고 판단하기도 하였다(대법원 2016. 3. 10. 선고 2013다7264 판결).

190) IOSCO, 앞의 글(각주 13), p.16.

191) IOSCO, 앞의 글(각주 13), p.16.

192) SEC, 앞의 소장(각주 10), 279 문단.

193) SEC, 앞의 소장(각주 10), 278 문단.

194) 알고리즘에 기한 고빈도 거래로 유동성이 늘어난 것처럼 보여도 이는 거짓된 현상일 뿐 실제로는 필요한 유동성을 공급하는 기능을 수행하지 못하고 시장가격 변동성을 악화시킬 뿐이라고 보는 비판적인 의견도 있다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 78면).

195) IOSCO, 앞의 글(각주 13), p.25. 자본시장법 제44조 제2항에서는 금융투자업자와 이용자 사이에 이해상충이 발생할 가능성이 있는 경우, 그 사실을 미리 해당 투자자에게 알려야 하며, 그 이해상충이 발생할 가능성을 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매, 그 밖의 거래를 하여야 한다고 규정되어 있다.

예를 들면, 그 같은 이해상충이 발생하는 원인, 이해상충상황 그리고 그로 인해 발생하는 위험성을 이용자들에게 설명을 하고 공개적으로 공시하는 절차를 거칠 필요가 있다.¹⁹⁶⁾ 만약, 이 같은 조치를 취하더라도, 이해상충으로 인한 문제를 해결하기 어려운 경우에는 문제가 된 유동성 공급 관련 행위들을 여러 단체에 분담시키고 그 단체들이 각각 다른 경영진에 의해 독자적으로 운영되게 하여 이해가 상충되는 상황 자체가 발생하지 않게 하는 방안을 고려할 필요도 있다.¹⁹⁷⁾

2. 유동성 공급활동과 관련된 정보 공개의 필요성

가. 가상자산 거래시장의 폐쇄적인 운영 구조와 정보 공개의 필요성

법원은 폐쇄적인 구조로 운영되는 시스템 운영자에게 그 시스템 운영에 관한 중요 정보를 투명하게 공개할 의무를 인정하여 왔다. 예를 들면, 게임 서비스제공자가 특정한 희귀 아이템이 만들어질 수 없게 시스템상 설정하여 두었음에도 불구하고 그 같은 사실을 사전에 공지하지 않고 이용자들에게 확률형 장비아이템을 판매한 경우¹⁹⁸⁾, i) 이용자들이 서비스 제공자가 제공하는 정보를 일방적으로 수용할 수밖에 없어 공개되지 않은 그 아이템을 얻을 수 있는 확률이나 로직을 알 수 없을 것이며, ii) 특별한 설명이나 유보가 부여되지 않은 이상 그 같은 아이템을 희소성이 높은 가치를 지닌 재화로 여겨 이를 획득하는데 몰두하도록 유인될 수밖에 없을 것이므로¹⁹⁹⁾ iii) 서비스제공자가 그 같은 사실을 장기간 공지하지 않은 경우 이는 이용자로 하여금 그릇된 관념을 갖게 하고 확률형 아이템 거래에 필연적으로 수반되는 사행심리 내지 매몰비용에 대한 집착 등을 유도·자극·방치한 의도

¹⁹⁶⁾ 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 291면; 정순섭, “주가연계증권 관련 소송의 유형별 분석과 법적 판단기준”, BFL, 제80호(2016. 11.), 27면. 이 같은 정보 제공은 금융상품 거래 개시 당시 설명의무 또는 공시 규제를 통해 이뤄진다고 본다(정순섭, 앞의 글(각주 196), 27-28면).

¹⁹⁷⁾ IOSCO, 앞의 글(각주 13), p.17.

¹⁹⁸⁾ 수원지방법원 2023. 1. 19. 선고 2021나71106 판결(대법원 2023다216883으로 계속 중이다).

¹⁹⁹⁾ 수원지방법원 2023. 1. 19. 선고 2021나71106 판결(“일반적으로 ‘확률형 아이템’의 경우 이용가치가 높은 아이템일수록 획득 확률이 낮아지고, 이용가치가 낮은 아이템일수록 획득 확률이 높아진다. 이에 소비자는 획득할 수 있는 보상의 가치에 따라 획득확률이 달라진다는 점을 인식하고 있고, 이러한 인식은 게임뿐만 아니라 사행성오락이나 도박에도 통용되는 인식이다. ... 특별한 설명이나 유보가 부가되지 아니한 이상, 이 사건 게임 이용자들로서는 직관적으로 이를 특히 희소성 높은 고가치 재화로 여겨 그 획득에 몰두하도록 유인되었을 것으로 보인다.”).

적이고 적극적인 기망행위라고 평가하였다. 마찬가지로, 법원은 게임 서비스제공자가 유료 아이템 구매에 중요한 영향을 미칠 수 있는 확률형 아이템 사이의 우열에 관한 정보를 정확하고 투명하게 공개하지 않는 경우,²⁰⁰⁾ 그 시스템 운영자는 정확한 정보가 없어 오해한 이용자에 대하여 법적 책임이 인정된다고 보기도 하였다.

한국거래소 증권시장과 달리,²⁰¹⁾ 중앙화된 가상자산 거래시장은 현실 세계와 동떨어진 채 폐쇄적으로 운영되는 모의 주식시장 또는 게임과 같다. 가상자산 거래시장에서 가상자산을 매수하거나 매도하는 경우, 그 같은 거래내역이 그 거래시장과 연동된 시스템상에만 기록될 뿐 실제 그 가상자산과 연계된 블록체인 네트워크에 기록되지 않으며,²⁰²⁾ 예탁결제원과 같은 외부 기관을 통해 그 거래가 검증되지도 않는다.²⁰³⁾ 이용자가 제출한 매도나 매수 주문, 그에 따른 거래 체결, 결제, 청산, 거래대상 자산 예치 등의 모든 업무가 그 가상자산 거래시장과 연계된 시스템 상에서만 처리될 뿐이다.²⁰⁴⁾ 이용자는 그 시스템을 관리하는 거래시장 운영자에게 화면에 표시된 수량의 가상자산에 대한 관리처분권을 넘겨 달라는 청구를 할 채권적 권리를 가질 뿐이다.²⁰⁵⁾ 이용자들은 전적으로 그 시장 운영자가 시스템에 표시

200) 서울남부지방법원 2023. 2. 28. 선고 2018가단234942 판결(서울남부지방법원 2023나 54998호로 계속 중이다).

201) 한국거래소가 운영하는 상장증권 거래시장의 경우, 한국거래소가 단독으로 거래 체결, 결제, 청산 업무를 처리하지 않고 거래소 회원(증권사)과 협업하여 진행한다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 18면). 일반 투자자들은 한국거래소 회원(증권사)에게 매매거래를 위탁하고(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 16면), 거래소의 회원인 증권사가 그 같은 매매거래의 명의자가 되어 거래소 전산시스템에 호가를 접수하여 거래를 체결시킨다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 16면, 22면). 거래가 체결되면, 거래소가 회원들의 매매내역을 확인한 후(유가증권시장 업무규정 제73조) 매매거래에 대한 회원들의 채무를 인수하여 결제증권 및 결제대금을 확정하고(유가증권시장 업무규정 제73조의2, 제74조 제3항), 예탁결제원을 통해 거래소와 개별 회원 사이에 결제절차가 진행된다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 161면).

202) 개별 거래 플랫폼 운영 방식에 따라 논의가 달라질 여지가 있으나, 통상적인 중앙화된 거래소에서 이용자가 거래대상 가상자산에 대해 가지는 권리 구조에 대한 설명으로 이석준, “가상자산거래소 운영자(가상자산사업자) 파산절차에 대한 실무 연구 - 주식회사 코인빈 사건(서울회생법원 2019하합29)을 중심으로”, **사법**, 제64권(2023. 6.), 489-490면 참조.

203) 그동안 중앙화된 가상자산 거래시장과 관련하여 거론되어 온 문제점 중 하나는 거래가 전적으로 가상자산 거래소 시스템에 의존해서 처리되고 예탁결제원과 같은 외부 기관을 통해 예탁, 청산, 결제가 검증되기 어렵다는 점이다(이 같은 구조적 문제를 언급한 글로 안현수, 앞의 글(각주 83), 60면).

204) 국무조정실 국무총리비서실, 앞의 보도자료(각주 161), 4면.

205) 대체로 가상자산을 보유하고 이용자는 거래시장 운영자의 이용약관에 따라 실물자산을

되도록 설정한 호가창 가격, 수량, 체결 가격 정보, 계정에 입력된 숫자를 절대적으로 신뢰할 수 밖에 없다.²⁰⁶⁾ 따라서 이 같은 폐쇄적인 전산시스템에서 처리되는 가상자산 거래시장에서의 거래정보는 투명하게 공개되어야 하며, 투명하게 공개되지 않은 정보를 오해한 이용자를 보호해야 한다.

나. 유동성 공급활동에 관한 정보 공개의 실익 – 투명성과 예측 가능성을 높여 유동성 공급활동의 정당성 확보에 기여

일반적으로 특정 가상자산의 시장가격은 그 가상자산 거래량이 가장 많은 거래시장에서의 시장정보의 영향을 받는다고 알려져 있다.²⁰⁷⁾ 따라서 굳이 특정 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동을 투명하게 공개하는 것이 얼마나 중요할까 하는 오해를 불러일으킬 수 있다. 하지만 동일한 가상자산이라고 하더라도 특정 시점의 특정 거래시장에서의 가격이 다를 수 있고, 그 시장에서의 가격은 개별 시장에서의 유동성의 영향을 받을 수 있다.²⁰⁸⁾ 그리고 가상자산 거래시장을 이용하

이전하여 달라는 채권적 청구권을 가진다고 본다(울산지방법원 2018. 1. 5.자 2017카합10471 판결, 서울중앙지방법원 2018. 2. 1.자 2017카합817381 결정, 서울고등법원 2021. 12. 8. 선고 2021나2010775 판결 등).

²⁰⁶⁾ 이 같은 가상자산 거래시장 운영구조로 인해 이용자들이 거래소가 제공하는 시장 내 거래량, 가격 추이, 주문 상황 등 기술적 시장 정보에 크게 의존할 수밖에 없는데, 특정 계정에 포인트를 임의로 입력한 것이 허용될 수 있는지가 문제되어 일련의 가상자산 거래시장 관련 사건들이 진행되었다(관련 사건들로 앞의 각주 17 참조). 예를 들면, 서울남부지방법원 2019. 1. 17. 선고 2018고합181 판결에서는 “인터넷을 통하여 일반 이용자들을 대상으로 하는 거래행위에 있어 이용자는 전적으로 서비스제공자가 제공하는 정보나 광고에 의존할 수밖에 없어 서비스 제공자의 정보에 대한 신뢰와 기대는 개인 사이의 거래에서 그것보다 특별히 보호되어야 할 것”이라고 하면서, 거래시장 운영자가 제대로 된 정보를 제공하지 않고 허위 계정을 만들고, 그 계정을 사용하였다는 사실을 묵비함으로서 그러한 사실을 모르고 거래시장에서 제공된 제공한 정보나 광고만을 신뢰한 채 정상적인 거래인 것으로 믿고 그 거래에 참여한 회원들로 하여금 재산상 지출 하도록 한 행위가 사기죄를 구성한다고 보았다.

²⁰⁷⁾ 예를 들면, 비트코인의 경우, 거래량이 많은 가장 많은 시장(바이낸스)의 가격이나 거래상황이 다른 시장의 가격에 영향을 준다는 우려가 있기도 하다(코인테스크 코리아, “비트코인 현물 거래량 98% 바이낸스에 쏠려 “시스템 위험 수반” 우려도”, 2023. 2. 21.자 기사, <https://www.joongang.co.kr/article/23683544#home> 2024. 1. 6. 최종 방문). 국내 가상자산 관련 규제 입법을 마련하는 과정에서도, 국내에서 발행된 가상자산의 경우 국내 거래시장에서 인위적으로 그 가격을 조작할 가능성이 있다고 보아 그에 대해 별도 규제를 마련해야 할 필요성이 제기되기도 하였다(정무위원회, 앞의 심사보고서(각주 57), 78면).

²⁰⁸⁾ 가상자산 거래시장의 주된 특징 중 하나는 시장 별로 개별 가상자산의 가격이 일치하지 않아 거래시장 간의 차익거래가 가능하다는 점이다(유영운, 앞의 글(각주 62), 442-443면).

는 이용자들에게 어떤 거래시장이 유동성이 더 풍부한지 여부는 거래시장을 선택하거나 거래를 할지 여부를 결정하는데 영향을 주는 중요한 정보이다.²⁰⁹⁾ 그러므로 개별 거래시장의 이용자들이 거래하는 시장에서의 유동성 공급활동에 대한 정보를 정확하고 충분히 알고 있어야 그 거래시장에서 자신이 취할 수 있는 주문이나 전략을 적절하게 결정할 수 있다.²¹⁰⁾

한편, 여러 국가의 상장증권시장의 경우, 관련 법령에 명시적으로 공개의무를 부과하지 않고 있더라도 장내 유동성 공급활동이 어떻게 이뤄지는지에 관한 정책이나 제도 등의 정보를 대외적으로 공개하곤 한다.²¹¹⁾ 그런데 만약 거래시장 운영자가 일정한 종목에 대해 일정한 기간 동안 일정한 호가 제출 스프레드의 범위 내에서 유동성 공급활동을 하겠다고 공개한 경우,²¹²⁾ 그 거래시장 운영자에게 그 같이 공개된 내용에 대한 이용자들의 신뢰를 보호하기 위해 그 같이 공개된 방식대로 유동성 공급활동이 일어나게 해야 할 의무가 있다고 볼 수 있다.²¹³⁾ 왜냐하면, 그렇게 하지 않으면 거래시장 운영자의 부작위에 의한 불법행위나 채무불이행이 문제될 수도 있기 때문이다. 같은 전제에서, 과거 법원은 ‘사업설명서에 ‘시장조성이 행해질 수 있음’이라고 기재되어 있을 뿐 ‘시장조성의무를 이행할 것’이라고 명시적으로 공시되지 않은 경우에는 주권증권사에 시장조성행위를 할 책임을 강제할 수 없다’는 취지의 판단을 하기도 하였다.²¹⁴⁾ 따라서 거래시장 운영자가 유동성 공

209) 한국증권연구원, 앞의 보고서(각주 22), 3면. 서울고등법원 2022. 12. 7. 선고 2020노367 판결 중 공사사실에도 “거래소 내의 거래량과 회원 제출 주문량이 충분하여 거래하려는 가상화폐를 유리한 가격으로 빠르게 환가할 수 있는지 여부(유동성)와 가상화폐의 적정한 가격변동을 통해 매매차익을 실현할 수 있는지 여부(가격변동성)를 중요시 하게 된다.”고 기재되어 있다.

210) IOSCO는 어떤 증권을 거래할 수 있는 시장이 여러 개 있는 경우 특정 시장의 거래가격이 다른 시장에도 영향을 주지만(IOSCO, 앞의 글(각주 4), p.8), 그렇다고 하더라도 투자자들이 모든 개별 시장의 거래정보를 알 수 있어야 여러 시장 상황을 비교하여 현명한 투자 결정을 내릴 수 있을 것이라고 본다(IOSCO, 앞의 글(각주 4), p.8).

211) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.12.

212) 자본시장법상 투자매매업자는 투자설명서나 인수계약 내용에 기재된 증권시장에 한해서 시장조성 활동을 할 수 있고(자본시장법 시행령 제204조 제2항, 제205조 제3항), 대상 증권의 모집매출가격을 초과하여 매수하거나 모집매출가격을 밑도는 가격으로 매도할 수 없다(자본시장법 시행령 제205조 제2항).

213) 서울고법 1999. 7. 23. 선고 98나50335 판결. 채동헌, “증권거래법 제14조 소정의 손해배상청구권자인 ‘유가증권의 취득자’와 시장조성 포기로 인한 손해배상청구권자의 범위”, **대법원판례해설**, 제40호(2002 상반기, 2002.12), 588-589면.

214) 1심 서울지방법원 남부지원 1998. 8. 21. 선고, 98가합8944 판결, 2심 서울고법 1999. 7. 23. 선고 98나50335 판결, 3심 대법원 2002. 5. 14. 선고 99다48979 판결. 같은 취지의

급활동에 관한 정보를 정확하게 공개하고 그에 따라 유동성 공급활동이 이뤄지게 하는 경우, 그 같은 정보의 투명성은 특정 유동성 공급활동이 불공정거래행위에 해당하는지 여부에 관한 논란에서 벗어나는데 도움이 될 수 있을 것이다.

3. 유동성 공급활동과 관련하여 공개될 필요가 있는 정보의 범위

가. IOSCO의 가상자산 규제 권고안에 따른 공개되어야 할 정보

IOSCO는 2023. 11. 16. 가상자산 규제에 관한 권고안을 발표하였는데, 여기에 가상자산 거래시장에 관한 정보가 투명하게 공개되어야 할 필요성이 강조되어 있다. 아래에서 보는 것처럼, 위 권고안 3, 7항 등에서는 유동성 공급활동으로 인해 이해상충 우려가 있는 점을 감안하여 유동성 공급활동과 관련된 이해관계나 관여자에 관한 정보를 공개할 필요가 있다고 정리되어 있다.

〈IOSCO의 2023. 11. 16.자 규제 권고안에 따라 공개되어야 할 정보²¹⁵⁾〉

권고 순번	공개되어야 할 정보
Recommendation 3 가상자산 거래에 관여하는 자들의 역할과 업무 관련 정보 (권고안 pp.17-18)	이용자와 거래하기 전 그리고 이후 상시 공개 - 이용자가 계약을 체결하는 상대방, 그로부터 제공 받는 구체적인 용역의 내용, 기간, 조건, 그 자가 거래체결 과정에서 담당하는 업무 내역, 거래 대상 가상자산과 관련하여 상대방 또는 그 계열사가 시장조성활동에 관여하는지, 선행매매로부터 이용자를 어떻게 보호하는지, 여러 활동을 함으로 인해 발생하는 이해상충과 그로 인해 발생할 위험
Recommendation 4 이용자의 주문이 처리되는 절차, 정책, 구조 관련 정보 (권고안 pp.19-20)	- 주문을 처리하는 법률상 방식, 주문 정보가 공정하게 처리하기 위한 조치(선행매매 방지 등)와 과정, 주문을 처리하기 위해 제3자와 체결한 계약 및 대가, 주문을 공정하고 신속하게 처리하기 위해 취하는 조치, 전통적인 금융투자상품 주문 처리와 다른 부분

판결로 서울고법 2001. 1. 9. 선고 2000나10828, 10835 판결 참조. 그 외에도, 법원은 ‘주간회사가 시장조성을 수행한다’는 내용의 유가증권신고서를 제출하고 시장조성신고를 하였다고 하더라도 시장조성의무를 이행할 것을 공시하였다고 보기 어려운 경우에는 증권회사가 일방적으로 시장조성의무를 포기하더라도 문제 삼기 어렵다고 보기도 하였다(대법원 2002. 9. 24. 선고 2001다9311, 2001다9328 판결).

215) 이 부분은 IOSCO, 앞의 “Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report”(각주 13)에 언급된 내용 중 가상자산 거래시장의 투명성과 관련된 정보를 간략히 정리한 것이다. 참고할 수 있도록, 아래 표에 해당 권고 내용이 기재된 면수를 병기하였다.

권고 순번	공개되어야 할 정보
Recommendation 5 거래시장에서의 거래 정보 (권고안 pp.20-21)	전통적인 금융투자상품 거래시장과 같은 수준의 거래 전 정보와 거래 후 정보 - 현재 호가창, 호가 정보, 주문량 등 거래 체결 가능 가격을 알 수 있는 정보 - 개별 거래의 체결 시각, 거래가격, 거래량 등 거래 체결 관련 정보
Recommendation 6 상장(거래지원) 관련 정보 (권고안 pp.22-23)	- 상장(거래지원), 상폐(거래중단) 결정 기준, 절차, 구조, 정책 관 련 정보 - 상장(거래지원)을 위해 공개되어야 할 가상자산, 프로젝트, 재무 상태, 발행자, 주요 구성원 관련 정보(가상자산의 위험성, 과거 거래량과 가격, 시세조종과 보안사고 이력, 프로젝트 팀원과 관 계자들의 가상자산 보유비중과 옵션 및 락업 정보, 가상자산 이 전 프로토콜, 가상자산 보유자의 권리(하드포크, 에어드랍시 권 리 등)
Recommendation 7 가상자산 거래시장 사업자의 이해충돌 관련 정보 (권고안 p.25)	- 자신 또는 계열사가 발행한 가상자산이나 이들로부터 투자 받은 자가 발행한 가상자산과 관련하여 시장조성 활동을 하는 등 그 가상자산의 상장이나 거래에 관계된 활동을 하는 경우, 이용자 들과 이해상충이 발생할 우려가 크므로 그 이해상충 관계와 관 련된 정보
Recommendation 13 고객 자산 분리 및 처리 관련 정보 (IOSCO 규제 권고안 pp.34-35)	- 이용자의 자산이 어떻게 분리 보관되는지에 관한 정보(수탁 장 소, 수량, 이용자의 권리 등) - 이용자의 자산을 렌딩 등 사업에 활용하기 위해 이용자로부터 동의 받기 위해 제공해야 할 자산 관리 처분에 관한 정보(이용 자의 자산을 별도로 신탁 관리하지 않아 사업자가 지급불능 상 태가 되는 경우 반환받지 못할 위험 등)
Recommendation 17 운영상 또는 기술적 위험성 (권고안 pp.39-40)	- 분산원장, 거래, 스마트 컨트랙트, 포크, 크로스 체인 브릿지, 가 상자산 관련 서비스 등 운영 및 기술과 관련된 위험성에 관한 정보
Recommendation 18 (권고안 pp.41-42)	- 일반 이용자들을 상대로 권유행위(promotion)를 하는 경우, 가상 자산, 제공 서비스, 위험성, 수수료, 보수, 자신의 거래시장에 상 장된 가상자산이나 자신이 이해관계를 가진 가상자산에 대한 투자자문을 하는 자와의 계약관계 등의 정보를 명확하고 충분 히 제공하여 오해 안하게 해야 함

나. 유동성 공급활동과 관련하여 공개되어야 할 정보

(1) 정보 규제 관련 법령상 공개할 수 있는 정보의 범위

유동성 공급활동에 관한 정보에는, i) 유동성 공급활동 운영 방침이나 정책에 관

한 일반적인 정보(유동성 공급을 할 수 있는 자의 자격, 유동성 공급에 사용할 수 있는 수단, 유동성 공급활동에 필요한 자산 확보 방안, 호가 제출 시간 간격, 물량 등의 제한, 유동성 공급활동에 대한 보상 등), ii) 유동성 공급자를 식별할 수 있는 정보, iii) 실제 행해진 유동성 공급활동 내역에 관한 정보(유동성 공급활동자의 사전 계획 또는 사후 활동 내역, 실제 호가 제출 일시, 제출량, 호가, 거래체결 여부 등), iv) 유동성 공급활동의 결과 실제 체결된 거래 상대방을 식별할 수 있는 정보가 포함될 수 있다.

이중, 위 i) 유동성 공급활동 운영 방침이나 정책에 관한 일반적인 정보는 거래 시장 운영자가 관리하는 영역에 있는 정보로서 운영자가 손쉽게 공개할 수 있는 정보에 속한다. 다만, ii) 유동성 공급자를 식별할 수 있는 정보, iii) 유동성 공급활동 내역에 관한 정보, iv) 그 거래 상대방을 식별할 수 있는 정보의 경우, 그 정보 주체가 거래시장 운영자가 아니라고 볼 수 있어 해당 정보주체의 동의가 없는 경우 이와 관련된 정보를 공개할 수 있는지가 문제될 수 있다.²¹⁶⁾

먼저, 위 ii) 내지 iv)에 관한 정보는 금융실명법에 의해 보호되는 금융거래에 관한 정보라고 보기 어렵다. 이는, 가상자산사업자가 금융실명법의 규율 대상이 되는 금융회사등²¹⁷⁾에 해당한다고 보기 어렵기 때문이다. 따라서 원화(금전) 거래시장이 운영되어 원화에 기반해서 가상자산을 거래할 수 있다고 하더라도, 그 거래시장 내에서의 원화를 토대로 한 거래를 금융실명법이 적용되는 ‘금융회사등이 취급하는 매매, 중개, 그 밖에 금융자산²¹⁸⁾을 대상으로 하는 금융거래²¹⁹⁾’로 보기 어렵다.

216) 물론 이 같은 정보 공개 범위에 관한 논란을 해소하기 위해, 거래시장 운영자가 사전에 거래시장 이용자나 유동성 공급활동을 하는 자와의 계약서 또는 이용약관 등에 ‘구체적인 거래자의 인적사항은 공개되지 않으나 거래대상 자산별 시기별 호가 제출 스프레드, 주문량, 실제 거래 체결일시, 거래량, 체결가격 등의 거래소의 유동성을 확인하기 위한 정보는 공개될 수 있다’는 취지의 내용을 미리 명확하게 알리고 그 정보주체로부터 동의를 받는 방안을 고려할 수도 있을 것이다. 그 외에도 유동성 공급활동에 사용되는 알고리즘을 구현하는 세부 파라미터 수치까지 공개해야 하는지가 문제될 수 있는데, 이 같은 세부 정보는 영업비밀 내지는 중요한 영업자산으로서 대외적으로 공개하기 적절하지 않은 정보라고 볼 수 있다(노혁준, 앞의 글(각주 16), 89면; 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 117면).

217) 금융실명법 제2조 제1호, 동법 시행령 제2조, 동법 시행규칙 제2조.

218) 금융실명법상 금융자산에는 금전, 유가증권, 신주인수권을 표시한 증서 등이 포함된다(금융실명법 제2조 제2호, 동법 시행규칙 제2조).

219) “금융거래”란 금융회사등이 금융자산을 수입(受入), 매매, 환매, 중개, 할인, 발행, 상환, 환급, 수탁, 등록, 교환하거나 그 이자, 할인액 또는 배당을 지급하는 것과 이를 대행하는 것 또는 그 밖에 금융자산을 대상으로 하는 거래로서 총리령으로 정하는 것을 말한다

다만, 위 정보들은 신용정보법 내지는 개인정보보호법의 규율을 받는 정보이다. 예를 들면, 가상자산 거래내역에 관한 정보는 신용정보주체의 거래내용을 판단할 수 있는 정보²²⁰⁾로서 신용정보에 해당한다. 다만, 신용정보법에서 개인신용정보를 특별히 보호하는 규정들이 있으나, 살아있는 개인을 식별할 수 있는 정보와 결합되지 않는 한 개인신용정보로 취급되지 않으며,²²¹⁾ 통상 개인 성명, 전화번호, 생년월일 등의 개인을 식별할 수 있는 식별자가 삭제되어 있는 경우 가명정보 내지는 익명정보로 취급되어 그 내용을 공개하거나 공시하는 것이 가능하다.²²²⁾ 따라서 개인을 식별할 수 없는 방식으로 정보를 추출하거나 가공하여 위 정보들을 공개하는 경우, 개인정보보호법이나 신용정보보호법을 위반한 것으로 보기 어려울 것이다.

(2) 사전적으로 공개되어야 할 정보의 범위

가상자산 거래시장 운영자가 해당 시장에서 유동성 공급활동을 허용하고자 하는 경우, 기본적으로 거래시장 이용자들이 유동성 공급활동이 이뤄지는 구조와 특징이 무엇이고,²²³⁾ 그로 인해 개별 종목에 어떤 영향을 주고 위험이 발생할 수 있는지 파악하는데 필요한 정보를 공개할 필요가 있다.²²⁴⁾ 즉, 거래시장에서의 유동성 공급 운영 원칙과 관련된 정보들, 예를 들면 유동성 공급활동의 대상이 될 가상자산의 종류, 그 같은 공급활동에 관여할 자의 범위와 자격, 그들이 부담해야 할 의무(호가 제출 의무 범위, 호가 스프레드 등)와 대가, 그 같은 유동성 공급활동에 필요한 자산은 어떻게 확보할 수 있는지(공매도 등이 가능한지) 등 구체적으로 공급활동이 어떤 조건하에 어떤 방식으로 이뤄질 수 있는지에 관한 정보가 투명하게 공개될 필요가 있다.²²⁵⁾

다(금융실명법 제2조 제3호).

220) 신용정보법 제2조 1의3 마목(상법 제46조에 따른 상행위에 따른 상거래의 종류, 기간, 내용, 조건 등에 관한 정보).

221) 신용정보보호법 제2조 제1호 나목, 제2호.

222) 예를 들면, 가명정보는 성명, 생년월일 등의 식별자를 삭제하고 해시합수를 이용해서 추출한 임의의 값으로 대체한 정보를 말하며(금융위원회·금융감독원, 금융분야 가명·익명처리 안내서(2022. 1.), 12면), 이 같은 식별 가능한 식별자를 삭제하는 경우를 익명정보라고 한다(금융위원회·금융감독원, 앞의 안내서(각주 222), 13면). 금융분야에서 통상적으로 이용되는 가명처리 방법에 대해서는 금융위원회·금융감독원, 앞의 안내서(각주 222), 25-27면 참조.

223) IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.12.

224) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 117면.

(3) 사후적으로 공개되어야 할 정보의 범위

사후적으로 공개될 필요가 있는 정보에는 기본적으로 유동성 공급활동을 허용하는 거래시장 운영자의 기준과 원칙에 따라 실제로 유동성 공급활동이 이뤄졌는지를 확인할 수 있는 정보, 예를 들면 실제 개별 종목별 유동성 공급활동 관련 계약 체결 현황(종목, 유동성 공급활동자²²⁶⁾, 계약기간), 최소호가 금액, 최대호가 스프레드, 거래규모, 의무이행 현황 등에 관한 정보가 포함될 필요가 있다.²²⁷⁾ 그래야 이용자들이 실제 유동성 공급활동이 이뤄진 종목, 유동성 공급 방법, 기간, 시장조성자 내지는 유동성공급자의 명칭, 관련 거래량 등을 알 수 있어 그와 관련된 거래가 당초 예정되어 있던 정상적인 거래인지를 가늠하고 이후 거래활동에 참고할 수 있을 것이다.

한편, 유동성 공급활동이 일정한 알고리즘에 근거하여 이뤄지는 경우, 알고리즘에 관한 정보를 어느 정도까지 공개해야 하는지 논란이 있을 수 있다. 이와 관련하여, 시장조성전략을 위해 알고리즘 거래를 하는 경우에는 그 전략이 단순하므로 기본적인 전략 내용을 확인할 수 있는 수준의 내용만 공개되면 충분하다고 보기도 한다.²²⁸⁾ 다만, 알고리즘을 이용하여 유동성 공급활동을 한 경우에도 최소한 그 알고리즘 거래가 거래시장 운영자가 정한 유동성 공급활동의 원칙과 방법에 따라 이뤄진 것이며, 비정상적인 방식으로 그리고 차별적인 특혜를 받아 이뤄진 것이 아니라는 사실을 뒷받침할 정도의 정보가 공개될 필요가 있다. 예를 들면, i) 알고리즘에 기반한 일별 또는 일정한 기간 동안의 주문 거래량이 해당 계좌에 연계된 입고 자산 한도 내에서 거래된 것인지(공매도, 미수거래 여부),²²⁹⁾ ii) 알고리즘에 기

225) 한국거래소는 거래시장 업무규정 등을 통해 차입공매도 가능 여부, 종목 선정 방법, 호가스프레드, 호가 제출 의무 범위 등 유동성 공급활동에 관한 정보를 공개하고 있다(한국거래소, 앞의 책(각주 14), 138-148면 참조). 이처럼 사전에 유동성 공급활동자가 이행해야 할 의무나 대가 등에 관한 정보를 공개하는 경우, 그 시장에서의 유동성 공급활동에 참여하고자 하는 자가 관련 제도나 정책을 이해하는데도 도움을 준다(IOSCO, 앞의 글(각주 1), p.12).

226) 유럽과 영국에서는 시장조성활동에 참여하고자 하는 자들의 공정하고 공평한 기회를 보장하기 위해서 거래시장 운영자가 개별 증권 별로 시장조성계약을 체결한 회사의 명칭을 공개할 의무가 있다고 한다(IOSCO, 앞의 글, 각주(1), p.12 각주 7).

227) 한국거래소는 누구나 접속할 수 있는 웹사이트에 개별 종목별 시장조성자 계약 체결 현황(종목, 시장조성자, 계약기간), 시장조성자의 최소호가 금액, 최대호가 스프레드, 시장조성자의 거래규모, 분기별 의무이행 현황 등에 관한 정보를 공개하고 있다(한국거래소, 앞의 KRX 정보데이터 시스템(각주 178), 주식 시장조성자 관련 통계 웹페이지 참조).

228) 이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 123면.

229) 각주 17번 사례들에서 보듯이, 그동안 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동과 관

반한 호가 스프레드, 호가 제출 주기 및 빈도가 당초 예정된 정상적인 유동성 공급활동 범위 내인지,²³⁰⁾ iii) 알고리즘에 기반한 총 호가 제출량, 총 체결 거래량, 총 호가 제출량에 대한 실제 거래체결 비율 등 그 같은 유동성 공급활동이 실제 거래량에 미친 영향²³¹⁾과 유동성 공급활동에 관여한 자들이 얻는 수익²³²⁾이 얼마나 되는지, iv) 알고리즘에 기반한 호가 제출에 사용된 API 등의 정보 처리 방식이 무엇인지²³³⁾를 알 수 있게 하는 정보가 공개되게 하는 것이 바람직하다.

V. 마치며

한국거래소 증권시장과 달리, 이 글의 논의 대상인 중앙화된 가상자산 거래시장은 현실 세계와 동떨어진 모의 주식시장 또는 게임처럼 운영된다. 거래시장 이용자가 제출한 매도나 매수 주문, 그에 따른 거래 체결, 결제, 청산, 거래대상 자산 예치 등의 모든 업무는 그 가상자산 거래시장과 연계된 시스템상에서만 저장되어 처리된다. 그럼에도 불구하고, 거래시장에서의 유동성 공급활동을 규율하는 명확한 규제법이 없고, 또 이 같은 활동을 허용해야 하는 정당성을 마련하는데 한계가 있다. 무엇보다도, 가상자산 거래시장에서의 유동성 공급활동은 일반 이용자와 이해관계가 상충될 우려가 있기도 하며, 거래시장 운영 규정이나 정책에 반하는 방식으로 유동성 공급활동이 이뤄진 경우 비정상적인 거래행위로서 불공정거래행위의 규제 대상이 될 우려도 있다.

런하여 가장 논란이 되었던 부분 중 하나가 특정 계정에 실제 입고된 자산과 다른 임의로 정보를 입력한 것이었다.

230) 시간적 간격이나 빈도를 제한하지 않고 무조건적으로 알고리즘을 이용한 고빈도 매매를 허용하는 경우 그 알고리즘을 이용하여 시장가격을 임의로 형성시키는 결과를 야기할 우려가 있다(이정수, 앞의 학위논문(각주 16), 23면).

231) 증권선물위원회는 시장조성활동이 시세조정과 같은 불공정거래에 해당하는지를 판단하기 위해 일평균 정정·취소율을 고려하였다(금융위원회, 앞의 2022. 7. 19.자 보도참고자료(각주 15), 2면).

232) 유동성 공급활동과 관련된 수익에 관한 정보가 공개되면 이해상충으로 인한 논란을 해소하는데 도움이 될 것이다(유동성 공급활동으로 인한 이해상충 우려는 앞의 각주 161번 및 167번 참조).

233) 위 III. 2. 다. (2)항에서 본 것처럼, 일반 이용자들에게 허용되지 않고 공개되지도 않은 방식으로 유동성 공급활동에 관한 정보를 보다 빠르게 처리하는 행위가 당연히 허용된다고 보기 어려운 면이 있다.

이 같은 상황에서, 거래시장 운영자가 유동성 공급활동에 관한 정보를 정확하게 공지하고 그에 따라 공급활동이 이뤄지게 하는 경우, 그 같은 유동성 공급활동의 정당성을 확보할 수 있는 방안이 될 수 있고, 그 같은 유동성 공급활동으로 인한 불공정거래행위 논란에서 벗어나는데 도움이 될 수 있을 것이다. 이 같은 투명한 정보 공개를 통해 유동성 공급활동을 둘러싼 가상자산 거래시장의 거래질서가 확보되는 초석이 다져질 수 있기를 바란다.

투고일 2024. 1. 10	심사완료일 2024. 2. 9	게재확정일 2024. 2. 28
-----------------	------------------	-------------------

참고문헌

- 강동익·고창수·박중익, 2020 조세특례 심층평가(V) 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제, 기획재정부·한국조세재정연구원(2020. 9.).
- 강태수, “기업의 자유에 대한 국가의 규제와 조정”, **경희법학** 제51권 제2호(2016. 6.).
- 고동원, “유럽연합(EU) 「제2차 금융상품시장지침」(MiFID II)의 규제 영향과 시사점”, **증권법연구** 제20권 제1호(2019. 4.).
- 국무조정실 국무총리비서실, 2021. 8. 16.자 보도자료, “가상자산사업자를 대상으로 현장컨설팅을 진행하고 취약사항에 대한 보완을 요구하였습니다.”
- 금융위원회, 2022. 7. 19.자 보도참고자료, “주식시장 시장조성자의 불공정거래 혐의에 대한 증선위 의결.”
- _____, 2023. 2. 6.자 보도자료, “토큰 증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안.”
- _____, 2023. 3. 29.자 보도자료, “FIU, 가상자산사업자 위법·부당 사례 공개.”
- _____, 차명투자 등 임직원 자기매매 판단 가이드라인(2023. 1. 18.).
- 금융위원회·금융감독원, 금융분야 가명·익명처리 안내서(2022. 1.).
- 김범준·김석환, “가상자산 소득과세의 쟁점과 입법 과제”, **사법** 제66권(2023. 12.).
- 노혁준, “증권 불공정거래의 새로운 양태와 대응 - 고빈도거래(HFT)를 중심으로”, **법학연구** 제31권 제1호(2021. 3.).
- 뉴스토마토, 2023. 10. 23.자 인터넷 기사, “코인 거래 수수료 무료 '치킨게임' 시작됐다.”
- 서울남부지방검찰청, 2023. 4. 25.자 보도자료, “‘테라 프로젝트’ 금융사기 사건 수사결과.”
- 송화윤, “가상자산 시장의 자율규제 활성화를 위한 법적 연구 - 불공정거래 규제를 중심으로 -”, **증권법연구** 제22권 제1호(2021. 4.).
- 안현수, “가상자산시장 불공정거래의 규제 - 자본시장 불공정거래 규제와의 비교를 중심으로 -”, **금융소비자연구** 제12권 제2호(2022. 8.).
- 안현수, **자본시장 불공정거래 규제이론과 실무**, 박영사(2022).
- 유영운, “알고리즘 스테이블코인 가격 안정화 구조와 규제 가능성”, **법조** 제71권 제4호(2022. 6.).
- 윤승영, “고빈도거래 규제에 대한 비교법적 고찰”, **증권법연구** 제14권 제3호(2013. 12.).

윤진수, “사법상의 단체와 헌법”, **비교사법** 제15권 제4호(2008. 12.).

윤창현 의원 대표 발의, 2023. 7. 28.자 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부 개정 법률안(의안번호 23531).

이석준, “가상자산거래소 운영자(가상자산사업자) 파산절차에 대한 실무 연구 - 주식회사 코인빈 사건(서울회생법원 2019하합29)을 중심으로”, **사법**, 제64권 (2023. 6.).

이정수, “가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률의 법적 의의와 쟁점 및 향후 입법 방향”, **증권법연구** 제24권 제2호(2023. 8.).

_____, 알고리즘 거래에 관한 금융법적 규제에 관한 연구, 박사학위논문, 서울대학교(2022. 8.).

이정영 · 이석준 · 김성인, **가상자산 판례백선: 민사 · 신청편**, 박영사(2023. 3.).

이창훈, “기업의 자유에 관한 헌법적 연구”, 서울시립대학교 법학연구소, **서울법학** 제22권 제3호(2015).

임재연, **자본시장과 불공정거래 - 내부자거래 · 시세조종 · 부정거래행위 · 시장질서 교란행위**, 박영사, 제3판(2021).

정무위원회, 가상자산 거래 및 이용자 등 보호에 관한 법률안 심사보고서(2023. 6.).

_____, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 및 주식 · 사채 등의 전자등록에 관한 법률 일부개정법률안 검토보고서(2023. 11.).

정순섭, “가상자산입법의 제도적 의의와 과제”, **Bi - Weekly Hana Financial Focus** 제13권 제15호(2023. 7.).

_____, “금융규제법상 포괄개념 도입의 가능성과 타당성 - 자본시장통합법상 금융투자상품의 개념을 중심으로”, **서울대학교 법학** 제49권 제1호(2008).

_____, “추가연계증권 관련 소송의 유형별 분석과 법적 판단기준”, **BFL** 제80호 (2016. 11.).

진상범, “스캘핑행위가 ‘부정한 수단’ 및 ‘위계’의 사용에 해당하는지 여부 - 대상 판결: 대법원 2017. 3. 30. 선고 2014도6910 판결”, **BFL**, 제86호(2017. 11.).

채동헌, “증권거래법 제14조 소정의 손해배상청구권자인 '유가증권의 취득자'와 시장조성 포기로 인한 손해배상청구권자의 범위”, **대법원 판례해설** 제40호 (2002 상반기, 2002.12.).

한국거래소, **주식시장 매매제도의 이해**, 한국거래소(2021).

한국증권연구원, 유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 매커니즘 연구: 유동성공급

자(LP) 제도를 중심으로(2005. 12.).

IOSCO, “Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report”, FR11/2023(2023. 11.).

_____, Liquidity Provision in the Secondary Markets for Equity Securities, FR07/2020(2020. 8.).

_____, Market Data in the Secondary Equity Market Current Issues and Considerations, FR04/2022(2022. 4.).

고팍스, 이용약관, <https://www.gopax.co.kr/terms/109>, 2024. 1. 10. 최종 방문

국세청, 거주자의 가상자산소득 과세 개요,

<https://www.nts.go.kr/nts/cm/cntnts/cntntsView.do?mi=40370&cntntsId=238935>, 2024. 1. 9. 최종 방문.

금융감독원, 2014. 3. 16.자 “투자계약증권의 성격에 대한 질의”에 대한 회신,

https://www.fcsc.kr/C/fu_c_01_02_02.jsp?answer_seq=3931&idx=752, 2024. 1. 10. 최종 방문.

빗썸, 이용약관, https://www.bithumb.com/member_operation/info_agree?key=info_terms&titleType=1, 2024. 1. 10. 최종 방문.

업비트, 이용약관, https://static.upbit.com/terms/service_terms.html, 2024. 1. 10. 최종 방문

인사이트 코리아, 2023. 12. 29.자 기사, “엠티락뒤치락하는 4대 가상자산 거래소…

빗썸·코빗, 내년에도 이용자 유지할 수 있을까”, <https://www.insightkorea.co.kr/news/articleView.html?idxno=125800>, 2024. 1. 1. 최종 방문.

중앙일보, 2023. 6. 27.자 인터넷 기사, “테라·루나 사건 주임검사 “투자계약증권

규제 넓혀 코인 시세조종 처벌해야””, <https://www.joongang.co.kr/article/25173013#home>, 2023. 10. 16. 최종 방문.

코빗, 이용약관, <https://exchange.korbit.co.kr/terms/terms-and-conditions/>, 2024. 1. 10. 최종 방문.

코인데스크 코리아, “비트코인 현물 거래량 98% 바이낸스에 쏠려 “시스템 위험 수

반” 우려도”, 2023. 2. 21.자 기사, <https://www.joongang.co.kr/article/23683544#home>, 2024. 1. 6. 최종 방문.

코인원, 이용약관, <https://coinone.co.kr/terms/basic>, 2024. 1. 10. 최종 방문.

- 한국거래소, KRX 정보데이터 시스템, 주식 시장조성자 관련 통계 웹페이지,
<http://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/mdiLoader/index.cmd?menuId=MDC02021703>, 2024. 3. 7. 최종 방문.
- Binance, 블로그, “Binance.US Launches Market Maker Program to Reward Select Participants with Lucrative Rebates”, <https://blog.binance.us/market-maker-rebates/>, 2024. 1. 10. 최종 방문.
- _____, 웹사이트, “What is the Binance.US Market Maker Program?”, <https://support.binance.us/hc/en-us/articles/8832303761175-What-is-the-Binance-US-Market-Maker-Program>, 2024. 1. 10. 최종 방문.
- _____, 웹사이트, “Introducing the Binance Market Maker Program”, <http://www.binance.com/eu/support/announcement/introducing-the-binance-market-maker-program-360034573691>, 2024. 1. 10. 최종 방문.
- SEC, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v BINANCE HOLDINGS LIMITED, BAM TRADING SERVICES INC., BAM MANAGEMENT US HOLDINGS INC., AND CHANGPENG ZHAO, Civil Action No. 1:23-cv-01599 소장 (2023. 6. 5.), <https://www.sec.gov/files/litigation/complaints/2023/comp-pr2023-101.pdf>, 2024. 1. 10. 최종 방문.
- The Block, “Monthly Exchange Volume Market Share(2023. 12. 31. 기준)”, <https://www.theblock.co/data/crypto-markets/spot/the-block-legitimate-index-market-share>, 2024. 1. 1. 최종 방문.

<Abstract>

Limitations of Liquidity Provision Activities in the Virtual Asset Trading Market — Transparency in Liquidity Provision Activities —

You, Young Woon*

Unlike the Korea Exchange stock market, the Centralized Exchange (CEX) virtual asset market operates like a simulated stock market or game that is far from the real world. All tasks such as submission of sell or buy orders, transaction conclusion, clearing, liquidation, and deposit of trading assets are processed only within the system linked to the virtual asset trading market, and related information is also maintained and monitored within the system. Several legal issues have arisen in relation to liquidity provision activities based on the closed operating structure of the CEX, and controversies have arisen mainly from a criminal law perspective due to the lack of clear regulatory laws governing the virtual asset trading market.

In this article, we examine how liquidity provision activities in CEX can be regulated from the current financial regulatory law perspective, and identify the minimum prerequisites to justify liquidity provision activities in CEX market which is related to the limits of liquidity provision activities. One of the reasons why liquidity supply activities have been controversial in the virtual asset trading market so far is non-transparency of information on liquidity supply activities. It is difficult for users to predict when and how liquidity supply activities are carried out. Such non-transparent liquidity supply activities can be evaluated as abnormal behavior, and as a result, there is a possibility that it can be deemed as an unfair transaction. Therefore, in order for liquidity supply activities to be justified, the trading market operator needs to transparently disclose information about how liquidity supply activities are carried out

* Attorney at Law, YEOROAD.

and the details of the activities. Transparency of information regarding such liquidity supply activities will be the cornerstone for creating a sound and fair trading market.

Keywords: Virtual Asset, Trading Market, Liquidity Providing, Marker Making, Unfair Trading, Manipulation, Market Abuse, Transparency