디지털자산 2단계 입법 방향 점검 토론회

디지털자산 시장의 건전성 제고인가, 혁신을 저해하는 갈라파고스 규제인가?

스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰과 디지털자산거래소 대주주 지분 제한

2026. 2. 26.(목) 14:00 | 국회의원회관 제2세미나실

주최 | 국민의힘 김상훈 의원실 더불어민주당 민병덕 의원실 디지털자산정책포럼

주관 | 디지털자산정책포럼

목차

개요 및 프로그램 04

개회식

개회사 임종인 대표 | 디지털자산정책포럼 07

환영사 김상훈 국회의원 | 국민의힘 08
민병덕 국회의원 | 더불어민주당

축 사 이강일 국회의원 | 더불어민주당 12
김재섭 국회의원 | 국민의힘

발 제

혁신 관점에서 본 스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰 15
이종섭 교수 | 서울대학교 경영대학

법적 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한 25
최승재 교수 | 세종대학교 법학과

국가경쟁력 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한 45
정재욱 변호사 | 법무법인 주원

토 론 63

개요

제 목 | 디지털자산 시장의 건전성 제고인가, 혁신을 저해하는 갈라파고스 규제인가?
주 제 | 스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰과 디지털자산거래소 대주주 지분 제한
일 시 | 2026년 2월 26일(목) 14:00
장 소 | 국회의원회관 제2세미나실
주 최 | 국민의힘 김상훈 의원실, 더불어민주당 민병덕 의원실, 디지털자산정책포럼
주 관 | 디지털자산정책포럼

프로그램

시 간	세 션	주 제	
- 14:00	등 록		
14:00 - 14:15	개회식	개회사	**임종인** 대표 I 디지털자산정책포럼
		환영사	**김상훈** 국회의원 I 국민의힘
			민병덕 국회의원 I 더불어민주당
		축 사	**이강일** 국회의원 I 더불어민주당
			김재섭 국회의원 I 국민의힘
14:15 - 14:20	기념 촬영		
14:20 - 15:20	발 제	혁신 관점에서 본 스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰	**이종섭** 교수 I 서울대학교 경영대학
		법적 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한	**최승재** 교수 I 세종대학교 법학과
		국가경쟁력 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한	**정재욱** 변호사 I 법무법인 주원
15:20 - 15:30	휴 식		
15:30 - 17:00	토 론	좌장 **임종인** 대표 I 디지털자산정책포럼 토론자 **류경은** 교수 I 고려대학교 법학전문대학원 **이종섭** 교수 I 서울대학교 경영대학 **정재욱** 변호사 I 법무법인 주원 **조영기** 사무총장 I 한국인터넷기업협회 **최승재** 교수 I 세종대학교 법학과 **현지혜** 변호사 I 법무법인 창천	
17:00 -	폐 회		

개회식

개회사 **임종인** 대표 | 디지털자산정책포럼

환영사 **김상훈** 국회의원 | 국민의힘

민병덕 국회의원 | 더불어민주당

축 사 **이강일** 국회의원 | 더불어민주당

김재섭 국회의원 | 국민의힘

개회사

임종인 대표 | 디지털자산정책포럼

디지털자산정책포럼 대표
고려대학교 정보보호대학원 명예교수
김·장 법률사무소 고문
(전) 대통령 사이버특별보좌관
(전) 대통령 안보특별보좌관
(전) 한국은행 디지털화폐(CBDC) 기술자문단 단장

존경하는 국회의원 여러분, 학계·법조계·산업계 전문가 여러분, 그리고 오늘 뜻깊은 자리를 함께해 주신 모든 분들께 깊이 감사드립니다.

이번 토론회는 디지털자산정책포럼과 국민의힘 김상훈 의원실, 더불어민주당 민병덕 의원실이 공동 주최하여, 디지털자산 2단계 입법의 방향을 점검하고자 마련되었습니다. 여야 정치권과 학계·법조계·산업계가 함께 머리를 맞대고 디지털자산 산업과 디지털경제의 미래를 좌우할 제도 설계를 논의한다는 점에서 그 의미가 더욱 각별합니다.

오늘 우리는 스테이블코인 발행 관련 은행 지분 51% 룰과 디지털자산거래소 대주주 소유 지분 제한이라는 두 가지 핵심 쟁점을 중심으로, 2단계 입법이 시장의 건전성과 이용자 보호라는 목적을 충실히 달성하면서도 혁신과 글로벌 경쟁력을 저해하지 않는 방향으로 설계되고 있는지를 면밀히 검토하고자 합니다.

최근 이들 규제를 둘러싼 논란으로 입법 논의가 지연되면서, 원화 스테이블코인 발행을 비롯한 산업 혁신의 제도적 기반 마련 또한 속도를 내지 못하고 있습니다. 한편 코인 오지급 사태를 계기로 충분한 검토와 사회적 합의 없이 성급한 결론을 도출하려는 움직임에 대한 우려도 제기되고 있습니다. 급변하는 글로벌 디지털 금융 환경 속에서 이러한 상황은 우리 산업의 발전과 국가 경쟁력 확보에 바람직하지 않습니다.

지금은 건전성과 혁신, 헌법적 가치와 글로벌 스탠다드를 균형 있게 반영한 합리적 입법 방향을 신속히 정립해야 할 시점입니다. 속도와 방향이 함께 요구되는 때입니다. 이번 토론회가 심도 있는 논의와 책임 있는 대안을 통해 대한민국 디지털자산 산업의 지속 가능한 발전 기반을 마련할 수 있는 계기가 되기를 기대합니다.

감사합니다.

환영사

김상훈 국회의원 | 국민의힘

제19·20·21·22대 국회의원 (대구 서구)
국민의힘 주식·디지털자산 밸류업 특별위원회 의장
(전) 국민의힘 정책위원회 의장

안녕하십니까, 국민의힘 김상훈 의원입니다.

정무위원회 동료 위원이신 더불어민주당 민병덕 의원님, 디지털자산정책포럼 임종인 대표님과 '스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰' 및 '디지털자산거래소 대주주 지분 제한'을 주제로 [디지털자산 시장의 건전성 제고인가, 혁신을 저해하는 갈라파고스 규제인가] 토론회를 함께 주최하게 된 것을 매우 뜻깊게 생각합니다.

오늘 귀빈 여러분께서 참석해주신 것 자체가 시장 상황이 엄중하다는 신호라고 생각합니다. 급변하는 글로벌 금융 환경 속에서 우리 국회가 정파적 이해를 떠나 시장의 지속가능한 성장을 고민하는 것은 국가 경제를 향한 당연한 책무일 것입니다.

무엇보다 디지털금융이 우리 경제의 새로운 동력으로 자리 잡기 위해서는, 이용자들이 안심하고 참여할 수 있는 신뢰의 토대가 먼저 마련되어야 합니다. 특히 실물경제의 결제수단으로 확산 중인 스테이블코인은 발행주체의 공신력이 시장 안정성을 결정짓는 핵심 지표입니다.

과거의 혼란*이 우리에게 남긴 교훈은 명확합니다. 발행주체의 건전성과 책임성이 담보되지 않았을 때 그 피해가 얼마나 광범위한지를 보여주었습니다. 이에 '스테이블코인 발행 은행 지분 51%' 같은 리스크관리 체계를 이식하는 것은, 시장의 기초체력을 다지고 디지털자산을 미래 금융의 인프라로 안착시키기 위한 과정이라 할 수 있습니다.

*테라루나 폭락, FTX(세계 3대 가상화폐거래소) 파산 사태

이처럼 안정적인 제도적 기반을 설계하는 것이 국가의 역할이라면, 그 위에서 실제 부가가치를 창출하는 혁신은 민간의 자율 경영이 보장될 때 극대화됩니다. 현재 논의 중인 거래소 대주주 지분 제한 규제가 시장의 우려를 사는 이유도 여기에 있습니다.

민간 기업의 경영권을 인위적으로 제약하는 방식은 자유시장 경제의 원리를 저해할 뿐만 아니라, 우수한 자본과 기술의 해외 이탈을 가속화할 위험이 큽니다. 성숙기에 접어든 시장에 사후적인 지배구조 잣대를 적용하기보다는, 기업이 창의성과 책임감을 가지고 글로벌 경쟁력을 키워갈 수 있도록 규제의 방향을 재설정해야 합니다.

규제는 결코 혁신의 에너지를 누르는 도구가 되어서는 안 됩니다. 보호할 가치는 철저히 지키되, 풀어줄 규제는 과감히 걷어내는 것이 우리가 지향해야 할 합리적 정책의 길입니다. 과거의 불확실성이 가져온 시장 위축*을 반면교사 삼아, 이제는 안정과 자율이 조화를 이루는 선진화된 디지털 생태계를 구축해야 합니다.

*2018년 박상기의 난, 2021년 은성수의 난

오늘 토론회가 여야의 지혜를 모아 우리 디지털자산 시장의 명확한 이정표를 세우는 계기가 되길 바랍니다. 현장의 생생한 목소리를 정책에 충실히 반영하겠습니다. 대한민국이 글로벌 디지털금융의 표준을 선도하는 국가로 도약할 수 있도록 귀빈 여러분께 아낌없는 제언을 부탁드립니다.

감사합니다.

환영사

민병덕 국회의원 | 더불어민주당

제21·22대 국회의원 (경기 안양시 동안구 갑)
더불어민주당 디지털자산 태스크포스 위원
(전) 더불어민주당 정책위원회 수석부의장

존경하는 내외 귀빈 여러분,
디지털자산 시대의 미래를 함께 고민하고 계신 전문가, 업계 관계자, 시민 여러분,
반갑습니다. 국회의원 민병덕입니다.

오늘 뜻깊은 토론회를 준비해주신 임종인 디지털자산정책포럼 대표님과 공동주최 김상훈 의원님, 그리고 발제를 맡아주신 이종섭 교수님, 최승재 교수님, 정재욱 변호사님께 깊이 감사드립니다.

지금 우리는 디지털자산 입법의 2단계에 서 있습니다.
1단계가 이용자 보호와 최소한의 질서 확립이었다면,
2단계는 대한민국 디지털 금융의 구조를 어떻게 설계할 것인가에 대한 선택의 문제입니다.

저는 디지털자산기본법이 발판이어야지 발목잡기가 되어서는 안된다고 강조했습니다.

왜냐하면, 스테이블코인은 단순한 가상자산이 아니라, 디지털 시대의 지급결제 인프라이기 때문입니다. 지급결제는 선점 경쟁 시장이며, 먼저 깔린 시스템이 먼저 쓰이고, 먼저 쓰인 것이 표준이 되어 그 시장을 장악합니다.

제가 "원스코를 단골코인으로 만들어야 한다"고 강조하는 이유도 여기에 있습니다.
한 번 단골이 되면 쉽게 바뀌지 않습니다. 그런데 우리가 제도 설계 과정에서 지나치게 폐쇄적인 구조를 만들거나 국제적 정합성과 맞지 않는 규제를 도입한다면, 국내 산업은 성장하지 못하고 글로벌 표준과 동떨어진 '섬'이 될 위험에 빠집니다.

은행 지분 51% 룰이 정말 안전을 보장하는가?라는 문제에 대해서도,
은행 중심 구조가 안정성을 높일 수 있다는 주장에는 언뜻 일리있어 보이지만, 지분 구조가 곧 안전을 보장하는 것은 아닙니다.

스테이블코인의 본질적 안전성은 준비자산 100% 이상 보유, 상환권의 명확한 보장, 투명한 공시와 외부 감사, 내부통제와 감독 체계에서 나옵니다.

지분 51%라는 형식적 기준이 아니라 리스크 관리 요건이 제대로 작동하는지가 핵심이 되어야 합니다. 만약 은행 51% 룰이 혁신 주체의 참여를 가로막고 민간의 기술과 플랫폼 역량을 배제한다면, 그 결과는 안정이 아니라 정체가 될 것입니다.

거래소 대주주 지분 제한의 문제도 그 목적이 신뢰인가 아니면 통제인가를 봐야 합니다.
지배구조의 투명성과 내부통제는 매우 중요합니다. 하지만 거래소를 단순한 기업이 아니라 금융 시장 인프라로

본다면 대주주 지분 제한이 시장 신뢰 확보를 위한 합리적 장치인지, 아니면 과도한 통제로 작동하는지 냉정하게 따져봐야 합니다.

혁신산업에 우리가 만들어야 할 것은 '통제의 틀'이 아니라 '신뢰의 구조'입니다.
시장의 신뢰는 대주주 적격성 심사, 이해상충 방지, 내부통제 의무, 사고 발생 시 책임 구조가 핵심입니다.

마차 시대의 규제로 자동차를 운영할 수 없습니다
마차가 달리던 시대에는 숙련된 마부가 중요했습니다. 그러나 자동차 시대에는 누구나 운전면허를 따고 직접 운전합니다. 지금은 디지털 금융의 자동차 시대입니다. 고삐를 쥐고 통제하는 방식으로는 이 속도를 따라가기 어렵습니다.

민이 주도하고 관이 지원하는 민관 협력 구조 속에서 빠르게 설계하고, 빠르게 보완해야 합니다. 세계는 이미 그 방향으로 움직이고 있습니다.

갈라파고스가 아닌 국제표준을 만들어야 합니다.
오늘 논의되는 51% 룰과 지분 제한 문제는 단순한 조항 하나의 문제가 아닙니다.
이것은 대한민국이 디지털 금융의 개척자가 될 것인지, 아니면 글로벌 표준을 수동적으로 따르는 나라가 될 것인지를 가르는 선택입니다.

디지털 화폐 경쟁은 협상의 영역이 아닙니다.
더 많이, 더 빨리 사용되는 쪽이 이깁니다. 원스코가 K-콘텐츠, 지역경제, 소상공인 결제 속에서 자연스럽게 쓰이는 '단골코인'이 될 때 비로소 우리는 결제주권을 지킬 수 있습니다.

제도는 그 길을 열어야 합니다. 막아서는 안 됩니다. 맘껏 상상의 나래를 펼칠 수 있는 운동장과 울타리를 만들어주는 것만으로 충분합니다.

저는 오늘 토론회가 "규제냐 혁신이냐"라는 단순한 구도가 아니라 어떻게 하면 안전과 속도를 동시에 확보할 것인가에 대한 실질적 대안을 도출하는 자리가 되기를 기대합니다.

저 역시 디지털자산기본법이 대한민국 금융의 갈라파고스가 아니라 글로벌 경쟁력을 여는 설계도가 되도록 끝까지 책임을 다하겠습니다.

감사합니다.

축사

이강일 국회의원 | 더불어민주당

제22대 국회의원 (충북 청주시 상당구)
더불어민주당 디지털자산 태스크포스 위원

반갑습니다. 더불어민주당 디지털자산 TF 위원을 맡고 있는 정무위원회 소속 이강일 의원입니다. 바쁘신 와중에도 참석해주신 여러분 반갑습니다.

지금 이 순간에도 전 세계는 디지털 금융의 미래를 선점하기 위한 치열한 입법 경쟁을 벌이고 있습니다. 우리나라 역시 디지털자산 2단계 입법을 눈앞에 두고, 이제 그 방향을 결정해야 할 중요한 기로에 서 있습니다.

오늘 우리가 함께 살펴볼 내용은 두 가지가 있습니다. 첫 번째는 스테이블코인 발행에 있어 은행 지분 51% 룰입니다. 스테이블코인이 결제 수단으로 확산될수록 금융 시스템 전반에 미치는 영향이 커지는 만큼, 검증된 금융기관의 책임 있는 참여가 필요하다는 의견이 있습니다. 반면이 기준이 핀테크 기업과 민간의 혁신 역량을 원천적으로 차단하는 진입장벽이 될 수 있다는 우려도 존재합니다.

두 번째는 디지털자산거래소 대주주 지분 제한 문제입니다. 소수 대주주의 자의적 지배나 이해충돌을 막고 투자자를 보호해야 한다는 의견과 구체적인 제도 설계 방식에 대해 업계가 제기하는 다양한 의견이 공존하고 있습니다.

규제는 목적이 아니라 수단입니다. '어떤 규제가 시장의 신뢰를 높이면서도 우리 산업의 경쟁력을 지킬 수 있는가?' 오늘 이 자리에서 두 가지 내용에 대한 업계의 다양한 목소리를 경청하고자 합니다. 오늘 전문가 여러분의 통찰을 토대로, 현장의 목소리가 입법에 온전히 반영될 수 있도록 최선을 다하겠습니다.

감사합니다.

김재섭 국회의원 | 국민의힘

제22대 국회의원 (서울 도봉구 갑)
국민의힘 주식·디지털자산 밸류업 특별위원회 위원

안녕하십니까.

서울 도봉구(갑) 국회의원 김재섭입니다.

「디지털자산 시장의 건전성 제고인가, 혁신을 저해하는 갈라파고스 규제인가?」를 주제로 열린 '디지털자산 2단계 입법 방향 점검 토론회' 개최를 진심으로 축하드립니다.

뜻깊은 자리를 마련해주신 김상훈 의원님, 민병덕 의원님과 디지털자산정책포럼 임종인 대표님께 깊이 감사드립니다. 아울러 발제와 토론으로 함께해 주신 학계·법조계·산업계 전문가 여러분께도 감사의 말씀을 드립니다.

디지털자산 산업은 이제 우리 경제에서 간과할 수 없는 중요한 축으로 성장했습니다. 자산 토큰화, 스테이블코인, 디지털 금융 인프라 등은 이미 글로벌 금융 질서를 재편하는 핵심 요소로 자리 잡고 있습니다. 이러한 변화 속에서 입법의 방향은 단순한 규제 설계의 문제가 아니라, 우리 산업의 미래 경쟁력을 좌우하는 선택이 됩니다.

현재 논의되고 있는 디지털자산 2단계 입법안은 스테이블코인 발행 시 은행 지분 51% 보유 요건과 디지털자산 거래소 대주주 지분 제한이라는 중대한 쟁점을 포함하고 있습니다. 해당 규제안은 시장의 건전성과 이용자 보호를 강화하겠다는 취지에서 제시되었지만, 동시에 위헌 가능성, 혁신 위축, 글로벌 경쟁력 저하 등에 대한 우려도 제기되고 있습니다.

입법은 언제나 균형의 문제입니다. 건전성을 확보하지 못한 혁신은 지속될 수 없지만, 과도하거나 국제 기준과 동떨어진 규제 역시 산업을 위축시키고 시장을 해외로 밀어낼 수 있습니다. 특히 디지털자산과 같이 국경을 초월해 움직이는 산업에서는 글로벌 스탠다드와의 정합성이 무엇보다 중요합니다.

이번 토론회는 이러한 핵심 쟁점을 혁신의 관점, 법적 타당성의 관점, 국가경쟁력의 관점에서 입체적으로 점검한다는 점에서 매우 의미가 큽니다. 여야 정치권과 학계, 법조계, 산업계가 함께 머리를 맞대는 공론의 장은 정교한 입법 설계를 위한 필수 과정이라 생각합니다.

디지털자산 2단계 입법은 대한민국이 갈라파고스가 될 것인지, 아니면 글로벌 디지털 금융 질서 속에서 경쟁력을 확보할 것인지를 가늠하는 중요한 분기점이 될 수 있습니다. 오늘 논의가 건전성과 혁신이라는 두 가치를 조화롭게 담아내는 현실적 대안을 도출하는 계기가 되기를 기대합니다.

다시 한번 토론회 개최를 축하드리며, 뜻깊은 논의가 이어지기를 바랍니다.

감사합니다.

발제 1

혁신 관점에서 본 스테이블코인 발행 은행 지분 51%룰

이종섭 교수 | 서울대학교 경영대학

서울대학교 경영대학 교수
Global Blockchain Business Council(GBBC) 한국 대표
Crypto Blockchain Economic Research(CBER) 포럼 멤버
(전) 금융투자협회 토큰증권법안T/F 위원
(전) 금융위원회 디지털자산 민관합동TF 위원
(전) 기획재정부 재정정책자문위원

이종섭 교수는 서울대학교 경영대학 교수로 재직 중이며, 디지털 금융·뱅킹·핀테크 분야의 세계적 권위자다.
금융위원회 가상자산 민관 TF 위원과 기획재정부 재정정책자문위원을 역임하였고,
현재는 Global Blockchain Business Council(GBBC)의 한국 대표(South Korea Ambassador)이자
세계적인 Crypto Blockchain Economic Research(CBER) 포럼의 주요 멤버로 활동하고 있다.
이를 통해 금융과 컴퓨터 공학을 아우르는 융합 연구와 규제 논의를 주도하고 있다.

논의의 출발점

당국의 현행 입장

스테이블코인 발행사에 **은행 50%+1주** 지분구조 적용 요구

감독 편의성·책임소재 명확화·규제 집행력 확보를 위한 정책적 판단

이 발표의 목적

한국 자본 시장의 특수성을 고려한 당국의 정책적 메시지의 맥락을 이해하면서, 지분구조가 **경제학적으로 무엇을 보장하고 무엇을 보장하지 못하는지**를 분석하고자 함.

핵심 질문: **지배구조 기반 규제와 기술 기반 규제, 이 둘을 어떻게 조화시킬 것인가?**

CHAPTER 1

핵심 경제학: 지분구조가 보장하는 것

은행 중심 지배구조는 분명한 **감독·집행 편의성**을 제공. 이는 규제 당국의 합리적 선택임.

Regulatory Leverage

은행을 통한 감독 통제 가능, 책임 주체 명확화

Coordination Efficiency

위기 시 신속한 의사결정, 유동성 지원 연결 용이

Compliance Enforcement

AML/KYC 등 기존 규제 체계 적용 간편

결론: 지분 집중은 **"Prudential Control(건전성 통제)"**을 확보 — 이것은 단기적으로 보았을 때 실질적 가치.

그러나 규제 집행력 자체는 "Run Stability"는 보장하지 못함

스테이블코인 위기의 본질은 **지배구조 문제가 아니라 신뢰 메커니즘의 붕괴**이기 때문

핵심 경제학 논리

안정성을 위협하는 세 가지 구조적 원인

1

정보 비대칭 → Run Risk

Terra, USDC 사례 모두 동일: 준비금 불투명성이 공황을 촉발

2

담보 유동성 Mismatch

자산 구성의 유동성·듀레이션 문제가 실질적 위기 원인

3

시장 신뢰의 네트워크 외부성

Confidence equilibrium — 집단적 신뢰 붕괴는 지분구조로 막을 수 없음

지분구조는 이 세 가지 위험 중 어느 것도 직접 해결하지 못함. 이것이 오늘 논의의 중요한 출발점.

CHAPTER 2

Web3 거버넌스 관점

구 금융

기관 기반 규제
기관 중심 거버넌스
허가형 아키텍처

웹3

활동 기반 규제,
코드 기반 거버넌스,
결합형 개방 아키텍처

규제 패러다임의 전환

구(舊)금융: 기관 중심 규제 (entity-based)

Web3: 활동·코드 기반 규제 (activity & code-based)

Han, Lee, and Li (JCF 2025; MS forthcoming)가 밝히듯, 스마트계약으로 자동화된 Web3 생태계는 점차 **온체인 데이터 중심 RegTech**으로 진화.

은행 중심 지배구조의 구조적 한계

① Innovation Misalignment

Permissioned architecture 선호 → composability 제한 → 글로벌 네트워크 효과 약화.

개방형 Web3 인프라와 근본적으로 충돌.

② Moral Hazard Amplification

Implicit bailout 기대 → shadow risk accumulation 심화 → 오히려 잠재적 시스템 리스크 증가.

보호막이 위험을 키우는 역설.

③ RegTech 방향과의 충돌

"Trust the code, not the institution" — 미래 규제 방향과 institution-centric governance는 장기적으로 공존하기 어려움.

CHAPTER 3

대안 규제 프레임: 신뢰 인프라 규제

지배구조 규제에서 **신뢰 인프라 규제(Trust Infrastructure Regulation)**로의 전환이 핵심.

대안 규제 모델

다섯 가지 기술 기반 규제 설계

01

Reserve Transparency Regulation

Proof-of-Reserve oracle, 실시간 NAV 공개 — 가장 강력한 run prevention 장치

02

Liquidity Structure Regulation

자산 구성 규제: 100% T-bill, duration cap, liquidity buffer — MMF 규제와 유사

03

Redemption Protocol Regulation

자동 상환 스마트계약, settlement time rule — redemption friction 제거

04

On-chain Supervisory Node Model

당국이 validator node 운영 → 실시간 거래 모니터링 → ex-ante에서 real-time supervision으로

05

Programmable Safeguard Regulation

Circuit breaker 스마트계약, liquidity trigger, algorithmic risk cap — 기존 금융에 없는 새로운 규제 방식

CHAPTER 4

한국 자본시장의 현실: 단계적 접근의 필요성

미국식 MMF 모델의 한계

미국은 깊고 유동적인 채권시장이 전제됨. 한국은 채권시장 유동성이 충분하지 않아, 핀테크·스타트업의 독자적 지급준비금 확보가 현실적으로 어려움.

따라서 **은행 예금 담보 중심의 단계적 출발**이 불가피하며 합리적임.

한국형 선순환 구조

→ 원화 스테이블코인 수요 증가 → 은행 예금 예치 확대 → 여신 여력 강화

→ 채권시장 수요 활성화 → 자본시장 선진화·국제화

지방은행과 지역경제 활성화의 기회

원화 스테이블코인 예금 유입은 지방은행의 재무 건전성을 강화하고, 지역 기업 금융·공장 자동화·친환경 에너지 인프라 투자로 이어지는 **지역 경제 선순환**의 마중물이 될 수 있음.

🌏 해외 근로자 송금

방한 외국인 결제·해외 근로자 환전 서비스 확대

🏦 지방은행 여신 확대

이자 없는 예치금 → 대출 여력 증가 → 지역 기업 지원

⚡ 인프라 투자

노후 공장 자동화, 친환경 에너지 인프라 금융 지원

원화 국제화와 자본시장 선진화

온체인 원화의 국제화 경로

해외 원화 수요에 대응하는 플랫폼 기업의 스테이블코인 참여를 촉진하면, 원화는 K-문화·경제 국제화 흐름과 맞물려 온체인 금융 환경 속에서 **자연스럽게 국제화**될 수 있음.

궁극적으로 이 모든 인프라가 **토큰증권과 결합**하면 단순 채권시장 활성화를 넘어 대한민국 자본시장 선진화를 위한 인프라적 기반으로 거듭나게 됨.

이것이 우리의 전략적 지향점.

CHAPTER 5
규제 설계의 두 축: 무엇이 달라야 하는가
소유권 기반 규제
은행 50%+1 지배구조
기관 중심 통제, 건전성 감독 강화
런 리스크, 도덕적 해이 미해결
인프라 기반 규제
지급준비금 투명성, 유동성 구조 규칙
온체인 감독, 프로그래밍 가능한 보호장치
런 리스크, 신뢰 메커니즘 직접 해결
두 모델은 대립이 아니라 단기 현실과 중장기 방향의 조화로 이해해야 함.

은행과 핀테크의 경제학적 협업 모델
규제로 강제된 은행중심 지배구조가 아니라, 필요에 의한 자연스러운 협업이 글로벌 경쟁력의 핵심
은행의 역할
예금 담보 제공, 유동성 안전망, 초기 신뢰 기반 구축 — 지분 강제 없이도 자연스럽게 결합 가능
핀테크의 역할
온체인 인프라, Proof-of-Reserve, 스마트계약 — 기술 혁신으로 글로벌 확장성 확보
당국의 역할
자산구성·투명성·상환 프로토콜 규제 설계 → 경쟁 중립적 규제 환경 조성

정책적 결어
스테이블코인 규제의 올바른 방향
단기: 한국적 현실 존중
채권시장 미성숙 → 은행 예금 담보 중심 출발, 지방은행 참여 촉진
중기: 신뢰 인프라 구축
Reserve transparency + Liquidity regulation + Redemption protocol로 run risk 직접 해소
장기: 코드 기반 감독으로 진화
On-chain supervisory node + Programmable safeguard → 실시간 규제, 글로벌 경쟁력 확보
핵심 메시지: Stablecoin regulation must shift from ownership-based stability to infrastructure-based stability — 한국의 특수성을 존중하는 단계적 전환이 국가적 과제인 시기

발제 2

법적 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한

최승재 교수 | 세종대학교 법학과

세종대학교 법학과 교수
법무법인(유한) 클라스한결 파트너변호사
금융감독원 분쟁조정위원
금융위원회 옴부즈만, 법령해석위원, 자본시장조사위원
(전) 대한변호사협회 법제연구원장
(전) 한국 마이크로소프트 변호사

최승재 교수는 세종대학교 법학과 교수로 재직 중이며, 사법연수원 29기로 한국세법학회 부회장, 대한상사중재원 중재인, AIPPI의 본부(Paris) Standing Committee 위원/한국부회장, 금융위원회 옴브즈만, 법령해석위원, 자본시장조사위원, 한국세법학회 부회장, 기재부 세제발전심의위원을 맡고 있다. 경력으로 대법원 재판연구관, 김·장법률사무소 변호사, 경북대학교 법학전문대학원 교수, 삼성과 마이크로소프트 변호사 등을 역임하였다. 〈금융거래법〉. 〈인공지능과 경쟁법〉, 〈표준필수특허와 법〉, 〈신미국특허법〉, 〈개인정보〉, 〈저작권법〉, 〈경쟁전략과 법〉 등 50권 이상의 저서와 100편 이상의 논문이 있다.

디지털자산 2단계 입법 방향 점검 토론회

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성

2026. 02. 26.

최 승 재
세종대학교 법학과 교수(변호사, 법학박사, MBA, LLM)

빗썸 사태

"이정수 서울대 법학전문대학원 교수는 '가상자산은 원칙적으로 자본시장법 적용을 받지 않기 때문에 관련 법에 따른 처벌 수단이 마땅치 않다'면서 '가상자산이용자보호법이나 특정금융정보법 역시 이런 유형의 사고를 전제로 만들어진 것이 아니라 (행정처분이 아닌) 형사 처벌은 어렵다'고 말했다."

"빗썸은 내부통제 실패에 대한 책임을 인정하고 재발 방지 대책 마련에 착수했다. 내부적으로는 이번 사고를 초래한 실무자와 관리 책임자에 대해 대기 발령 조치를 내리고 추가 징계 절차를 검토 중인 것으로 전해진다."

아주경제

빗썸 '60조 오지급' 사태...당국 중징계 가능성

기관·임원 제재, 과태료 등 고강도 제재 예상
오지급 비트코인은 회수 중...반환소송도 검토

안선영·정윤영 기자 (asy728@ajunews.com) | 입력 : 2026-02-09 05:00
| 수정 : 2026-02-09 05:43

9일 서울 강남구 빗썸 투자보호센터 모습. [사진=연합뉴스]

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 3

빗썸 사태의 문제점은 어디에 있나?

내부통제의 전형적인 문제점

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 4

머지포인트의 추억(?)

사회 : 사건 • 사고

'머지포인트' 대표 가석방, 피해자들 "아직도 환불 안 됐는데"

중앙일보 | 입력 2025.05.02 18:14

2021년 '대규모 환불 사태'를 일으킨 머지포인트. 연합뉴스

법원 판결의 진행

서울남부지방법원
2022고합5판결

서울고등법원
2022노3045판결

대법원
2023도8884판결
(2023. 10. 12. 선고)

머지포인트 사태와 전자금융거래법

○ 사건의 발단: "미등록" 영업

- 머지포인트(머지플러스)는 '무제한 20% 할인'을 내세워 거액의 선불 충전금을 모았음. 하지만 이들은 사실상 선불전자지급수단 발행업에 해당함에도 불구하고, 금융당국에 등록하지 않은 채 '상품권 발행업'이라고 주장하며 규제를 회피
- 법적 문제: 전금법상 2개 업종 이상에서 범용성 있게 사용되는 포인트는 반드시 금융위원회에 등록해야 하며, 자본금 및 재무 건전성 요건을 충족해야 함. 머지포인트는 이를 어기고 감독망 밖에서 운영됨

○ 전자금융거래법의 한계 (사건 당시)

- 당시 전금법은 선불업자가 이용자로부터 받은 선불충전금(예치금)을 어떻게 관리해야 하는지에 대한 강제적인 규정이 미비했음
- 자금 오남용: 업체가 고객의 돈을 별도 신탁하지 않고 회사 운영비나 마케팅 비용으로 쓴아부어도 제지할 법적 근거가 없었음
- 환불 대란: 자금 고갈 징후가 보이자 '포인트 사용처 제한' 공지가 떴고, 뱅크런(대규모 인출 사태)과 유사한 '머지런'이 발생하며 수천억 원대의 피해가 발생했음

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 7

전금법 개정(속칭 '머지포인트 방지법')

구분	개정 전 (사각지대)	개정 후 (강화된 규제)
등록 대상 확대	업종 수 기준 등 모호한 규정으로 회피 가능	발행 대상 업종이 1개라도 범용성이 있으면 무조건 등록
선불충전금 보호	권고 수준에 불과 (업체 맘대로 사용 가능)	100% 별도 관리 의무화 (신탁, 예치, 보증보험)
할인율 및 혜택	과도한 마케팅 제재 불가	자산 건전성이 낮은 업체는 발행 권한 제한
가맹점 보호	결제 대행 시 가맹점 대금 보호 미비	결제대금예치업(에스크로) 적용 강화

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 8

가상자산의 화폐성 논란 Crypto Currency vs. Crypto Asset

- 비트코인을 비롯한 가상자산의 거래가 이루어지는 시장은 존재
- 법은 존재하는 시장을 존재하지 않는 것으로 간주함
- 가상화폐는 '화폐'인가 하는 논쟁으로 법적 공백이 발생함
  - 강제통용력 부재: 국가가 가치를 보증하고 누구나 결제 수단으로 받아들여야 하는 법적 의무가 없음
  - 가치 변동성: 가치 측정의 척도가 되어야 할 화폐로서 가격 변동이 심함
  - 발행 주체의 부재: 중앙은행(한국은행)이 발행하지 않는 '탈중앙화' 특성상 법정 통화가 될 수 없다는 입장임
  - [법원 판례] 가상화폐를 화폐나 물건(유체물)으로 보지는 않으나, 재산적 가치가 있는 무형의 재산(자산)으로 보고 몰수의 대상이 되거나 사기죄의 객체가 될 수 있다고 봄
- 이런 논쟁중에도 가상자산 거래는 지속됨

2018년 법무부 장관의 발언

- 2018년 1월 11일, 박상기 당시 법무부 장관은 신년 기자간담회에서 가상화폐 투기 열풍에 대해 초강경 발언을 내놓았음
  - "법무부는 기본적으로 가상화폐 거래소를 통한 거래를 금지하는 법안을 준비 중이다. 거래소 폐쇄까지도 목표로 하고 있다."
  - "가상화폐 거래는 투기, 도박과 비슷한 양상이다."
  - 영향: 이 발언 직후 비트코인을 비롯한 전 세계 가상화폐 시세가 폭락. 정부는 확정된 사안이 아니라며 한발 물러섰음

이후 입법 동향

○ 가상자산이용자보호법 (2024년 7월 시행)

- 이제 가상자산은 도박이 아닌 법적 규제 대상으로 규정됨
- 가상자산거래소는 고객의 예치금을 별도 관리해야 하며, 불공정 거래 시 형사 처벌을 받음

○ 과세 논의

- '소득이 있는 곳에 세금이 있다'는 원칙에 따라 가상자산 투자 수익에 대한 과세 체계가 논의되고 있는 중

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 11

가상자산 2단계 입법

○ 가상자산의 발행, 유통, 상장 기준 등 시장의 전반적인 질서를 잡는 '진흥과 규제' 내용 포괄

○ 주요 핵심 쟁점 (2026년 현재)

- **스테이블코인 규율 체계**: 원화와 가치가 연동되는 스테이블코인의 발행 주체를 누구로 할 것인지가 최대 쟁점임. 한국은행은 금융 안정성을 위해 은행 중심의 발행을 주장하는 반면, 업계와 일부 의원들은 혁신을 위해 인가를 받은 민간 사업자에게도 허용해야 한다는 입장
- **거래소 대주주 지분 제한**: 가상자산 거래소의 독과점을 막고 투명성을 높이기 위해 대주주 지분율을 15~20% 수준으로 제한하는 방안이 논의 중
- **상장 및 유통 공시의 제도화**: 현재 거래소들이 자율적으로 시행 중인 상장(거래지원) 기준을 공적 규제로 격상하고, 상장법인에 준하는 정기·수시 공시 의무를 부여하는 방안이 포함
- **법인 투자 및 실명계좌 허용**: 기관투자자와 일반 법인이 가상자산에 투자할 수 있도록 실명 입출금 계좌 발급을 단계적으로 허용하는 논의가 진행

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 12

가상자산사업자 규제의 전개 과정

- 2017년 '가상통화 관계기관 합동대책'
- 2021년 「특정금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(특금법) 개정을 통해 가상자산사업자(VASP) 신고제를 도입하며 제도권으로 편입됨
- 초기 규제는 자금세탁방지(AML)에 초점을 맞추었으나, 2024년 7월 시행된 가상자산이용자 보호법은 이용자 예치금 보호, 불공정거래 행위규제 등 투자자 보호로 그 범위를 확장함
- 금융위원회는 가상자산거래소가 사실상 금융투자업자와 유사한 기능을 수행한다고 판단하고, 은행이나 한국거래소(KRX), 대체거래소(ATS)에 준하는 지배구조 규제를 적용하려 하고 있음

가상자산거래소의 특징

- **현행 거래소의 구조: 3-in-1 (수직 계열화)**
  - 전통적인 자본시장(주식)은 발행(기업)- 유통(상장/공시) - 거래(거래소) - 보관/결제(예탁원)가 엄격히 분리되어 있음
  - 가상자산 시장은 거래소가 이 모든 역할을 수행
- **유통 (Listing & Distribution)**
  - 거래소가 직접 가상자산을 상장하고 유통 물량을 관리
- **커스터디 (Custody/보관)**
  - 이용자의 가상자산 주소(프라이빗 키)를 거래소가 직접 관리하며, 이용자 명부를 작성·비치해야 함
- **거래 (Trading/매매)**
  - 거래소 내부의 장부(Ledger)를 통해 매매가 체결됨
  - 실제 블록체인 상의 이동(On-chain)이 아닌, 거래소 데이터베이스 상의 숫자만 바뀌는 '오프체인(Off-chain) 장부 거래' 방식으로 거래

의문점

- **거래소 대주주 지분 제한이 거래소의 문제점과 무슨 관련이 있나?**
- **이 규제의 목적이 무엇인가?**
- **대안적 입법목표와 법적 쟁점**

> - **시장건전성 확보 :** 거래소가 은행과 같은 시스템 리스크를 가지고 있는지 여부가 쟁점
> - **소비자보호 강화 :** 소비자보호 관점에서 지분을 분산시켜 단순한 거래플랫폼으로 만드는 것이 소비자보호에 도움이 되는지 아니면 증권사들이 underwriting하면서 부담하는 인수인 책임과 같은 유형의 책임을 거래소가 부담하도록 함으로써 거래소를 책임주체로 하는 것이 타당한가?

증권사의 인수인 책임

"증권발행시장은 자본시장에 최초로 진입하는 증권이 발행되는 시장이므로 발행인과 발행증권에 관한 정보는 정확하고, 신속하며, 공정하게 공개되어야 한다. 그러나 발행인과 투자자 사이의 정보 비대칭성으로 인해 시장실패가 발생할 우려가 있다. 따라서 증권발행시장에서 공시되는 정보를 조사·검증하고 증권신고서의 기재 내용의 정확성을 담보하는 한편, 발행증권의 적절한 가치를 산정하는 인수인의 역할이 중요하다. 특히, 인수인은 단순히 증권발행 대행인이 아니라, 발행될 증권이 증권발행시장에 거래될만한 최소한의 자격을 갖춘 것인지의 여부를 검증하고 확인하는 '게이트키퍼(문지기)'로서의 기능을 수행할 것에 대한 사회적 요구와 필요성이 커졌다고 볼 수 있다. 그리고 이와 같은 검증·확인의 의무는 발행인과 발행증권에 대한 due diligence로부터 시작된다."

인수인의 책임과 상당한 주의 기준에 관한 연구: 증권발행시장에서의 due diligence를 중심으로

자료유형	학위논문
저자정보	김정은 (고려대학교, 고려대학교 대학원)
지도교수	김용재
발행연도	2022

"**자본시장법 제125조**는 발행증권의 투자정보에 대한 완전공개와 정확성을 담보하기 위해 증권신고서 또는 투자설명서의 중요사항에 허위기재 또는 기재누락이 있고 이로 인해 투자자에게 손해가 발생한 경우 발행인(소속 임원)과 더불어 인수인에게도 손해배상책임을 묻는다. 이 인수인의 책임은 법률에 근거한 불법행위 책임의 일종이므로, 인수인의 책임이 인정되기 위해서는 인수인의 과실' 즉 주의의무의 위반이라는 요건이 충족되어야 한다. 따라서 증권신고서의 중요사항에 허위 기재사실이 있더라도, 인수인이 합리적인 조사를 수행하는 등 그의 주의의무를 다한 경우에는 인수인에게 책임을 묻지 않는다. 그리고 자본시장법은 투자자 보호라는 정책상 목적을 위해 입증의 책임을 전환하여 인수인이 무과실을 입증하도록 하고 있다. 그런데 자본시장법은 면책항변을 위해 "배상책임을 질 자"가 "상당한 주의"를 다하였음을 입증하여야 한다고만 규정하여 추상적·일반적 기준만 제시하고 있다."

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 17

가상자산에 대한 유사규율 가능성

- **인수인 등록제**: 가상자산 발행 및 상장을 주관하는 주체는 일정한 자격 요건을 갖추고 금융당국에 등록하도록 함
- **설명 의무 및 공시 책임**: 인수인은 발행사가 제출한 공시 자료의 진실성을 확인하고, 이에 대해 서명·날인하도록 의무화 (자본시장법 제125조와 유사한 구조)
- **자기 발행 코인 인수 금지**: 이해상충을 막기 위해 계열 관계에 있는 법인이 발행한 가상자산을 직접 인수하거나 상장 주관을 맡는 행위가 엄격히 금지

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 18

대주주 지분 제한

- 대주주 지분 제한의 본질은 진입규제/구조적 시정조치의 성격임
- 신규진입에서도 강력한 규제이고, 기존에 형성된 재산권 체제에 대한 변경이라면 재산권에 대한 심각한 제한임
- 헌법 제23조는 재산권 보장을 규정하면서도 일정한 제한이 가능하다고 하고 있고 제37조에 의한 제한도 가능
- 그러나 이는 헌법재판소가 제시한 **기본권 제한의 근거 및 한계(헌법 제37조 제2항)**를 충족해야 함

- 목적의 정당성: 국가안전보장, 질서유지, 공공복리
- 형식적 한계: 반드시 '법률'로써 제한해야 함
- 실질적 한계: 과잉금지 원칙(목적의 정당성, 수단의 적정성, 피해의 최소성, 법익의 균형성) 준수
- 본질적 내용 침해 금지: 기본권의 핵심은 제한 불가

헌법 제23조

① 모든 국민의 재산권은 보장된다. 그 내용과 한계는 법률로 정한다.

② 재산권의 행사는 공공복리에 적합하도록 하여야 한다.

③ 공공필요에 의한 재산권의 수용·사용 또는 제한 및 그에 대한 보상은 법률로써 하되, 정당한 보상을 지급하여야 한다.

가상자산거래소와 리스크 전이(시스템 리스크)

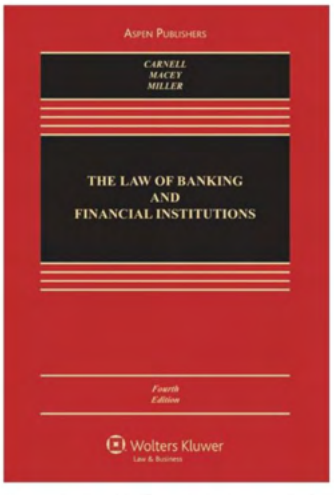
- 정부의 이러한 정책은 특정 거래소의 시장 독과점을 완화하고 금융 시스템으로의 리스크 전이를 차단한다는 목적
- 리스크 전이?

Why Banks are special?

디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 21

은행법의 예

- 은행과 다른 금융기관의 차이
- 은행은 다른 금융기관과 다름
  - Contagion(System Risk): 은행의 시스템 리스크란 개별 은행의 부실이나 파산이 해당 기관에만 그치지 않고, 금융 시스템 전체로 확산되어 실물 경제까지 마비시키는 위험을 의미
  - '도미노 효과'와 같아서, 규모가 크고 연결성이 높은 은행일수록 그 파괴력이 기하급수적으로 커짐



디지털자산거래소 대주주 지분 제한의 위헌성 22

시스템 리스크의 전염경로

전염 효과(Contagion): 한 은행의 도산이 거래 관계에 있는 다른 금융기관의 자산 손실로 이어져 연쇄 파산을 일으키는 경우

공통 노출(Common Exposure): 여러 은행이 동일한 자산군(예: 부동산, 특정 국가 채권)에 투자했을 때, 해당 시장이 붕괴하면 전체 시스템이 동시에 충격을 받음.

뱅크런과 유동성 경색: 불신이 확산되면서 고객들이 대규모 예금 인출을 시도하고, 은행들이 현금 확보를 위해 자산을 급매(Fire Sale)하면서 자산 가치가 추가 하락하는 악순환을 야기함

대응수단

○ 미시적 규율 (개별 은행의 건전성)

- 자본 적정성 규제(Basel III): 은행이 예기치 못한 손실에 대비해 충분한 자기자본을 보유하도록 강제함 (보통주 자본비율 등)
- LCR(유동성 커버리지 비율): 위기 상황에서 30일간 견딜 수 있는 고유동성 자산을 확보하게 함

○ 거시건전성 규율 (시스템 전체의 안정)

- 시스템 리스크의 핵심은 D-SIB(국내 시스템적 중요 은행)에 대한 특별 관리
- 추가 자본 적립: 시스템에 영향이 큰 은행(국내의 경우 5대 금융지주 등)은 일반 은행보다 1%p 이상의 추가 자본을 쌓도록 요구
- 경기대응완충자본 (Countercyclical Capital Buffer): 경기가 좋을 때 자본을 더 쌓게 하고, 위기 시에는 이를 풀어 대출 여력을 확보하게 하는 제도

은행법의 동일인 지분제한의 이유

- 현행법상 비금융주식회사(산업자본)가 시중은행의 지분을 4%(의결권 없이 최대 10%)까지만 보유할 수 있도록 제한하여 사금고화 방지가 가장 근본적인 이유
- 금산분리의 경우와 서로 다른 관점: IB/CB의 separation은 Gramm-Leach-Bliley Act 등에서 논의되는 맥락과 우리나라에서 금산분리 내지 은산분리 논의는 동일인 지분제한과 규제목적이 다름

국민의 재산권 제한/박탈과 기본권 제한의 최후수단성

- 가상자산거래소가 민간의 창의와 기술혁신을 바탕으로 성장한 기술 기업이라는 본질을 간과한 채, 공공성을 이유로 사유재산의 핵심인 경영권을 박탈하려는 시도가 아닌가 하는 의문이 있음
- 주식의 강제 처분은 단순히 자산의 형태를 주식에서 현금으로 바꾸는 것을 넘어, 지배주주가 보유한 '경영권 프리미엄(Management Premium)'이라는 실질적 재산 가치를 국가가 아무런 보상 없이 소멸시키는 결과를 초래함
- 우리 법은 지분의 강제처분(처분의무화)를 하는 경우가 있고 최근에도 자기주식 강제소각을 내용으로 하는 상법 제3차 개정논의가 진행중임. But 이런 지분 처분이나 소각 의무화는 최후수단성에 반함

「디지털자산기본법」 제정 관련 쟁점

○ 2026년 1월 현재, 대한민국 가상자산 시장은 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」(이하 1단계 입법)의 시행 이후, 시장 질서 확립과 산업 육성을 위한 2단계 입법인 「디지털자산기본법」 제정 논의가 급물살을 타고 있음

○ 이 과정에서 금융당국은 기존의 은행업이나 금융투자업에 적용되던 강력한 소유 규제, 즉 대주주 지분제한 및 주식처분명령 제도를 가상자산거래소(VASP)에도 도입하려는 움직임을 보이고 있음

○ 구체적으로는 가상자산거래소의 대주주 지분율을 15~20% 수준으로 제한하고, 이를 초과하는 지분에 대해서는 강제 매각을 명할 수 있는 권한을 입법화하려는 시도임

대법원 2025두33025 판결 (2025. 8. 14. 선고)
대주주적격성 심사

○ 침익적 행정행위의 엄격 해석 원칙

"2010. 3. 22. 법률 제10175호로 개정된 상호저축은행법에 따라 적격성 유지요건의 충족 여부를 심사한 결과 대주주적격성 유지의무를 위반했다고 인정되면 해당 대주주는 적격성 유지요건 충족명령을 받을 수 있고, 이 경우 상호저축은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상 보유하는 주식에 대하여는 의결권을 행사할 수 없으며, 충족명령을 이행하지 않는 경우 해당 대주주가 보유하는 상호저축은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상에 해당하는 주식에 대한 처분명령을 받을 수 있다. 나아가 주식처분명령을 받은 자가 해당 명령을 이행하지 않는 때에는 이행기간의 종료일 다음 날부터 주식처분을 이행하는 날까지의 기간에 대한 이행강제금도 부과받을 수 있다(제10조의6 제3항, 제6항 내지 제8항 및 제38조의8 참조). 이와 같이 대주주적격성 유지의무를 위반했다고 인정되는 경우 해당 대주주가 입는 불이익이 중대하므로, 그 근거가 되는 행정법규는 엄격하게 해석·적용해야 하고 행정처분의 상대방에게 불리한 방향으로 지나치게 확장해석이나 유추해석을 해서는 안 된다."

덜 침익적인 수단이 없나?

- 경영권 프리미엄의 경제적 실체를 무시하고 지분제한을 하는 것은 규제적 수용(Regulatory Takings)에 해당할 수 있어 헌법 제23조, 제37조 문제가 있을 수 있음
- **헌법재판소 2007헌마233 결정: 침해의 최소성 원칙**
  1. **사건의 개요:** 청구인은 비금융주력자(산업자본)로서, 은행법이 산업자본의 은행 주식 보유 한도를 4%로 제한하는 것이 기업의 자유와 재산권을 침해한다며 헌법소원을 제기했습니다.
  2. **합헌 결정의 이유 (과잉금지원칙 위배 여부) :** 헌법재판소는 이 규제가 헌법상 과잉금지원칙(비례의 원칙)을 준수하고 있다고 판단

  - **목적의 정당성 및 수단의 적합성:** 산업자본의 은행 지배로 인한 '사금고화'를 방지하고, 금융산업의 건전성을 확보하는 것은 정당한 목적이며, 지분 제한은 이를 달성하기 위한 적절한 수단이라고 봄
  - **침해의 최소성 (합헌 판단):** 은행은 일반 기업과 달리 공공적 성격이 매우 강하며, 부실화될 경우 국가 경제 전체에 미치는 파급효과가 크다는 점에서 사후적 규제(대출 심사 감시 등)만으로는 사금고화의 폐단을 사전에 차단하기 어렵기 때문에, **지분 보유 자체를 제한하는 사전적 규제가 불가피**하다고 봄
  - **법익의 균형성:** 이 규제로 인해 기업이 입는 사익의 침해보다, 금융 시스템의 안정이라는 공익이 훨씬 크다고 판단함

2007헌마233 소수의견 ①

- 2007헌마233 결정에서 합헌 의견이 '금융의 공공성'과 '사전적 예방'에 무게를 두었다면, 위헌(반대) 의견을 낸 2인의 재판관(조대현, 송두환)은 경제적 자유와 규제의 효율성 측면에서 **침해의 최소성 원칙 위반이라고 봄 ⇒ "사후 규제로도 충분하다"**
- 소수의견은 산업자본의 은행 지배로 인한 폐단(사금고화 등)을 막기 위해 **지분 소유 자체를 4%로 묶어버리는 것은 과도하다고 봄**

2007헌마233 소수의견 ②

- 대안적 수단 존재: 은행법 내의 다른 조항들, 즉 대주주에 대한 여신 제한, 부당한 영향력 행사 금지, 금융당국의 엄격한 사후 감독 및 검사 등의 수단을 통해서도 충분히 목적을 달성할 수 있다고 보았음
- 사전적 금지의 부적절성: 발생하지도 않은 잠재적 위험(사금고화)을 이유로 주식 취득 자체를 원천 봉쇄하는 것은 기본권 침해를 최소화해야 한다는 원칙에 어긋난다는 논리임
- 재산권 및 경영권의 본질적 침해
  - 주주로서의 권리 박탈: 4%라는 수치는 경영 참여는 물론이고, 주주로서의 실질적인 권리 행사를 사실상 불가능하게 만드는 수준입니다. 이는 헌법상 보장된 재산권의 본질적인 내용을 침해하는 것이라 주장함
  - 차별적 규제: 다른 금융기관(제2금융권 등)과 비교했을 때 유독 시중은행에 대해서만 엄격한 지분 제한을 두는 것은 합리적 이유 없는 차별이 될 수 있다고 봄
- 시대적 변화와 수단의 적합성 의문
  - 금융 환경의 변화: 외환위기 이후 금융 감독 체계가 고도화되었고 시장의 감시 기능도 강화되었으므로, 과거의 '무조건적 금지' 방식은 더 이상 적절한 수단이 아니라고 지적함
  - 국가 경쟁력 약화: 국내 자본의 은행업 진출을 막음으로써 오히려 외국 자본에 의한 국내 은행 지배를 방치하거나, 국내 금융 산업의 대형화 및 경쟁력 강화를 저해할 수 있다는 점을 우려함

요 약

가상자산거래소 지분소유제한의 위헌성과 헌법상 재산권보호조항 및 헌법재판소의 과잉금지 원칙에 반하는 것이 아닌가 하는 의문이 있음

규제의 필요성이 있다고 하더라도 목적의 정당성이 수단의 적절성을 담보하는 것이 아니며, 최소침해되는 대체수단을 강구할 필요가 있음

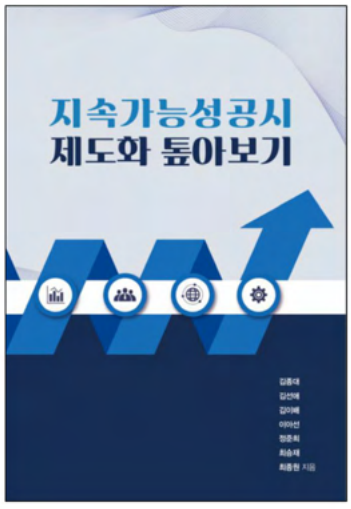
실기하지 않고 2단계 입법이 이루어지도록 하는 것이 규제 공백을 막고, 소비자 보호를 적절하게 하는 것으로 보임

발제자 소개 : 최승재 (CHOI Sung-Jai)

- 특허법, 저작권법을 포함한 지식재산권법과 공정거래법을 주로 연구하고 있으며, 세종대 법학과에서 우수한 법률전문가 양성을 위해 노력하고 있음. 서울대 학사·석사·박사학위(법학)를 받고, 미국 콜롬비아 법학대학원을 졸업했으며, 21년에는 한국중재대상(차세대리더상)을 수상했음
- 사법연수원을 29기로 수료했으며, 금융위원회 옴브즈만/법령해석위원/자본시장조사위원, 금융감독원 분쟁조정위원, 한국저작권위원회 감정전문위원, 대법원 재판연구관, 중앙행정심판위원회 비상임위원, 대한변협 법제연구원장, 경북대학교 법학전문대학원 교수, 한국지식재산보호원 이사, 대한상사중재원 중재인, 한국특허법학회 부회장, 국가지식재산위원회 전문위원, 김앤장법률사무소, 법무법인 (유)클라스한결, 삼성과 마이크로소프트 변호사 등을 역임하였음
- 변호사, 변리사로서 공정거래위원회를 대리하여 퀄컴을 상대로 한 소송에서 과징금 전부 승소를 하였고, 영국에서의 제약분야 국제중재, 김앤장법률사무소 재직 시 삼성/애플 소송, 마이크로소프트 소송 및 자문을 하였음

- 인공지능의 역사(2025), 인공지능과 저작권(2024), 표준필수특허와 법(2021), 미국특허법(2011), 특허권남용의 경쟁법적 규율(2010), 변호사와 의뢰인 사이의 비밀보호를 위한 제도연구(2013), 음악저작권침해(2015), 개인정보(2016), 디자인 보호의 새로운 지형, 저작권과 상표권(2016), 금융거래법(2016), 변호사전(2014), 미국대법관 이야기(2010), 경쟁전략과 법(2009), 전략적 기업경영과 법(2010) 등 14권의 단독 저서를 집필함
- 저작권법(2024), 음악저작권침해분쟁의 구조와 대응의 논리(2022), 신미국특허법(2020, 2023), 직무발명제도해설(2015), 영업비밀보호법(2017), 특허판례연구(2009, 2012, 2017), 미국특허판례연구 I, II(2013, 2017), 부정경쟁방지법 주해(2020), Intellectual Property Law in Korea (2015) 등의 공저가 있음
- 주요 학술지 기고논문 100여 편을 게재하였고, '중재', '경쟁저널' 등에 다수의 소논문, 신문 등에 칼럼을 기고함

디지털자산 2단계 입법 방향 점검 토론회



감사합니다.

- 선진금융을 향한 항해
- Move forward for the better Finance

발제 3

국가경쟁력 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한

정재욱 변호사 | 법무법인(유한) 주원

법무법인(유한) 주원 파트너 변호사
대한변호사협회 금융변호사회 이사
(전) 금융위원회 디지털자산 민관합동 TF 위원
(전) 법무법인(유한) 세종 변호사

정재욱 변호사는 법무법인(유한) 주원의 파트너 변호사로 재직중이며, 금융위원회 디지털자산 민관합동 TF 위원과 대한변호사협회 IT/블록체인 특별위원회 부위원장을 역임한 블록체인과 디지털자산 분야 법률 전문가이다. 현재는 부산광역시 블록체인 규제자유특구 법률자문위원, 대한변호사협회 금융변호사회 이사를 맡고 있다.

작성자: 정재욱 변호사

디지털자산정책포럼
디지털자산 시장의 건전성 제고인가, 혁신을 저해하는 갈라파고스 규제인가?

국가경쟁력 관점에서 본 디지털자산거래소 지분 제한

2026. 2. 26.

작성자: 정재욱 변호사

現 법무법인(유한) 주원 파트너변호사
現 대한변호사협회 금융변호사회 이사
前 금융위원회 디지털자산 민관합동 TF 위원
前 법무법인(유한) 세종 변호사
법학박사

작성자: 정재욱 변호사

Ⅰ. 논의 배경

1. 관련 보도

○ 가상자산 거래소 대주주 지분 제한(15~20%)의 내용을 담은 디지털자산기본법안이 2026. 2.중 발의될 가능성이 있는 것으로 보도되고 있는데, 특히 빗썸의 비트코인 오지급 사고를 기점으로 지배구조 분산을 통해 국민이 신뢰할 수 있는 가상자산 거래의 토대를 마련해야 한다는 주장이 일각에서 제기되고 있는 것으로 보임.[1] 다만, 금융위원회는 지난 2026. 2. 11. 국회 정무위원회 긴급현안 질의에 대한 답변에서 빗썸 사태와 소유 분산이 직접적 관련이 없다는 입장을 내비친 것으로 확인됨.[2]

2. 주요 단체의 입장 표명

○ 이러한 가상자산 거래소 지분제한 규제 움직임에 대하여 아래와 같이 여러 기관에서 우려의 목소리를 내고 있음.

▲ DAXA: (1) 이용자 피해와 기업 부실화, (2) 글로벌 경쟁력과 예측 가능성 소실, (3) 스타트업·벤처 열풍 기조에 역행, (4) 법과 제도의 안정성과 신뢰 훼손 우려 등 지적.[3]

▲ (사)벤처기업협회: (1) 사유재산권에 대한 침해 소지, (2) 국내 기업의 경쟁력 약화, (3) 창업자의 경영권 위협 등 지적.[4]

▲ 한국핀테크산업협회: (1) 한국 디지털자산 산업의 혁신과 성장 기반이 훼손될 수 있는 우려, (2) 산업 전반의 의사결정 속도와 책임성이 약화, (3) 재산권 침해, 소급 법 금지, 신뢰보호 원칙 위반 등 지적.[5]

---

1) 2026. 2. 10.자 지디넷 기사(https://zdnet.co.kr/view/?no=20260210151616).
2) 2026. 2. 11.자 디지털에셋 기사
(https://www.digitalasset.works/news/articleView.html?idxno=31525).
3) DAXA, 디지털자산거래소 소유 분산 도입 논의에 대한 의견, 2026. 2.
4) (사)벤처기업협회, [입장문] 가상자산거래소 소유 분산 기준 도입, 규제보다 시장 친화적 해법이 필요하다, 2026. 1. 14.
5) 한국핀테크산업협회 호소문, 2026. 2. 3.

작성자: 정재욱 변호사

Ⅱ. 거래소 지분제한 규정의 취지와 그 배경

1. 자본시장법의 거래소 주식소유의 제한 규정

○ 거래소에 대한 지분제한 규정은 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법") 제406조에서 찾아볼 수 있음.

제406조(주식소유의 제한) ① 누구든지 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외하고는 거래소의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 거래소가 발행한 주식을 소유할 수 없다. <개정 2008. 2. 29., 2013. 5. 28.>

1. 집합투자기구가 소유하는 경우(사모집합투자기구가 소유하는 경우를 제외한다)
2. 외국 거래소(외국 법령에 따라 외국에서 거래소에 상당하는 기능을 수행하는 자를 말한다. 이하 같다)와의 제휴를 위하여 필요한 경우로서 금융위원회가 자본시장의 효율성과 건전성에 기여할 가능성, 해당 거래소 주주의 보유지분 분포 등을 고려하여 구체적인 보유한도를 정하여 승인한 경우
3. 정부가 소유하는 경우
4. 그 밖에 거래소의 공정한 운영을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

② 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 제1항에 따라 제한되는 주식의 소유로 본다.

1. 신탁계약, 그 밖의 계약 또는 법률의 규정에 따라 그 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있는 권한 또는 그 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 가지는 경우
2. 대통령령으로 정하는 특수관계에 있는 자가 주식을 소유하는 경우
3. 그 밖에 제1호 및 제2호에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

③ 제1항을 위반하여 주식을 소유하는 경우 그 초과분에 대하여는 의결권을 행사할 수 없으며, 제1항을 위반하여 주식을 소유한 자는 지체 없이 제1항에서 정한 한도에 적합하도록 하여야 한다.

④ 금융위원회는 제3항을 준수하지 아니한 자에게 6개월 이내의 기한을 정하여 그 한도를 초과하는 주식을 처분할 것을 명할 수 있다. <개정 2008. 2. 29.>

작성자: 정재욱 변호사

○ 위와 같이 현행 자본시장법은 원칙적으로 발행주식총수의 5%까지만 거래소 지분소유를 제한하되, 거래소 지분소유 집중에 따른 폐해가 없거나 외국 거래소와의 제휴 등에 필요한 경우에는 소유한도 규제의 예외를 인정하고 있음.

2. 자본시장법 제406조의 취지

○ 위와 같은 자본시장법 제406조의 규정은 "자본시장 인프라로서 국가적 자산인 거래소의 지분이 특정인 또는 특정그룹에 집중되어 사유화되는 현상을 방지하여 거래소 운영의 공공성과 의사결정의 중립성을 확보하고자 하는 조항"으로,[6] 거래소를 일종의 공공재로 보아 거래소 소유권이 특정세력에 의해 지배되지 않도록 하여 공정한 시장운영을 보장하고, 거래소 IPO시 효과적인 경영권 안정화 장치로서 기능하도록 한 장치에 해당함.[7]

▲ 엄세용 박사는 이에 대해 "거래소가 주식회사화하고 공개되는 경우 다수 지분을 매집하여 거래소 경영권을 지배하게 되는 경우 자본시장 개설 및 관리가 특정인에 의하여 좌우되는 결과를 가져올 가능성이 존재"한다고 보면서, 본조는 "공공재로서 거래소의 업무 및 경영의 중립성 · 공공성을 확보하기 위하여 거래소 지분의 소유한도를 법정"하고 있는 것이라 설명하면서, 현재 거래소 뿐만 아니라 전기, 통신, 방송 등 중요 국가 전략산업 또는 기간산업에 대하여는 해당 법률로 지분소유한도를 규정하고 있고, 한국전력의 경우에는 자본시장법상 공공적 법인으로서 소유한도가 3%(상장당시 10% 초과소유자는 그 비율 한도)로 제한되고 있다고 설명하고 있음.

3. 한국증권선물거래소법을 통한 도입

○ 위와 같은 거래소 지분제한 규정은 자본시장법이 법률 제8635호로 2007. 8. 3. 제정되어, 2009. 2. 4. 시행되기 이전부터 존재하였는데, 구체적으로는 한국증권선물거래소법이 법률 제7112호로 2004. 1. 29. 제정되면서 아래와 같이 도입되었음.

---

6) 변제호 외 5인, 자본시장법, 지원출판사(2015), 1131면. 엄세용, 온주 자본시장과금융투자업에 관한 법률, 로앤비, 2024.

7) 엄세용, 온주 자본시장과금융투자업에관한 법률, 로앤비, 2024.

작성자: 정재욱 변호사

「한국증권선물거래소법」 [시행 2005. 1. 27.] [법률 제7112호, 2004. 1. 29., 제정]

제21조 (주식보유의 제한) ①누구든지 다음 각호의 1에 해당하는 경우를 제외하고는 거래소의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 거래소가 발행한 주식을 보유하여서는 아니된다.

1. 간접투자자산운용업법에 의한 투자신탁 또는 투자회사가 보유하는 경우(동법 제175조에 의한 사모간접투자기구가 보유하는 경우를 제외한다)

2. 외국의 증권·선물거래소와의 제휴를 위하여 필요한 경우로서 금융감독위원회의 승인을 얻은 경우

3. 정부가 보유하는 경우

②다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 제1항의 규정에 의하여 제한되는 주식의 보유로 본다.

1. 신탁계약, 그 밖의 계약 또는 법률의 규정에 따라 그 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있는 권한 또는 그 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 가지는 경우

2. 대통령령이 정하는 특수관계에 있는 자가 주식을 보유하는 경우

3. 그 밖에 제1호 및 제2호에 준하는 경우로서 대통령령이 정하는 경우

③제1항의 규정을 위반하여 주식을 보유하는 경우 그 초과분에 대하여는 의결권을 행사할 수 없으며, 제1항의 규정을 위반하여 주식을 보유한 자는 지체없이 제1항에서 정한 한도에 적합하도록 하여야 한다.

④금융감독위원회는 제3항의 규정을 준수하지 아니한 자에게 6월 이내의 기한을 정하여 그 한도를 초과하는 주식을 처분할 것을 명할 수 있다.

○ 위 한국증권선물거래소법의 토대가 된 정부의 2003. 11. 17.자 한국증권선물거래소법안(의안번호: 162937)의 검토보고서를 살펴보면, 거래소에 대한 주식보유의 제한 규정[8]은 거래소의 사유화로 인한 불공정행위를 예방하고 거래소의

8)- 동일인의 주식보유 한도를 5%로 제한
- 뮤추얼펀드의 주식보유 등 대통령령이 정하는 사항은 예외
- 한도 초과주식에 대한 의결권 제한 및 처분명령
- 처분명령 불응시 이행강제금(주식 취득가액의 2% 한도, 연 2회 이내) 부과

작성자: 정재욱 변호사

공익성을 확보하는 차원에서 외국의 입법례 및 은행법 등 국내 금융관련법의 입법례에 따라 도입된 것으로, "거래소의 사유화를 방지하기 위하여 필요한 조치"에 해당한다고 설명하고 있음.[9]

○ 따라서 외견상 거래소 지분제한 규정은 거래소의 '공익성' 확보를 위해 불가피하게 도입된 장치에 해당한다고 볼 수 있음. 그러나 해당 법이 도입된 맥락을 고려하면, 단순히 거래소가 '공익적'이기 때문에 위 지분제한 규정이 도입되었다고 보기는 어려움.

▲ 해당 규정은 증권시장의 환경변화에 대응하여 우리 증권·선물시장의 효율성을 제고하기 위하여 시장간 연계성을 강화하고, 시장별로 분산되어 있는 거래지원기능을 통합함으로써 거래비용을 절감하는 한편, 이용자 편의를 제고하려는 목적에서

(1) 제도적으로 한국증권거래소의 유가증권시장, 한국증권업협회가 개설한 협회중개시장(코스닥 시장) 및 한국선물거래소의 선물시장을 통합하여 단일 거래소를 설립하고,

(2) 증권·선물거래법의 거래소집중제도를 그대로 이관받아 유사시설개설 금지(증권업자는 예외)를 하도록 하고, 유사명칭도 사용하지 못하도록 하면서,

(3) 회원제 소유구조(거래권과 소유권이 일치)를 영리목적의 상업적 기초를 갖춘 주식회사제 소유구조(거래권과 소유권이 완전히 분리)로 전환하는 과정에서 독점성이 주식회사의 영리성과 결합하여 독점의 폐해가 발생할 수 있으므로 이에 대한 적절한 보완대책을 마련하는 과정에서 마련된 것임.

4. 소결

○ 정리하면, 시장의 지배구조의 통합으로 독점성은 강화된 반면,[10] 그 지배구조의 형태가 회원제에서 영리성을 가진 주식회사제로 변경되므로, 특정인이 거래소의 지분을 과다보유 한다면, 회원제에서와는 달리 그 특정인에 의하여 거

9) 국회 재정경제위원회, 한국증권선물거래소법안(정부 제출) 검토보고서, 2003, 25-26면.
10) 해당 법은 시장 자체를 통합하는 것이 아니라, 현존하는 개별 시장의 거래구조를 유지한 채, 시장의 지배구조만을 통합하는 것으로 효율성 향상의 원천을 주로 시장 자체의 효율성 향상보다는 청산·결제·전산 등 거래지원기능의 규모의 경제에서 찾고 있음.

작성자: 정재욱 변호사

래소가 지배될 수 있으므로, 해당 법은 누구든지 거래소 주식의 5%를 초과하여 소유하지 못하도록 지분의 과다보유를 제한함으로써 거래소가 특정인에 의하여 지배되는 것을 방지하도록 한 것임.[11][12] 즉, 거래소를 자본시장 인프라로서 국가적 자산으로 인식하여 그 공공성 내지 공익성을 인정하고, 이를 전제로 거래소 통합(지배구조의 통합)을 통해 청산·결제·전산 등 거래지원기능의 규모의 경제를 도모하고,[13] 이를 이유로 시장에서의 독점적 지위를 공법적으로 보장하되, 회원제에서 주식화사제로 거래소 지배구조를 변경하는 과정에서 발생할 수 있는 폐단(여전히 회원만 거래소와 거래를 할 수 있으므로, 특정 회원이 지분을 과다보유할 경우, 해당 회원에 유리하게 거래를 하도록 유도하는 등)을 방지하기 위해 지분제한 규정이 도입된 것이라 이해할 수 있음.

11) 최성근, 증권·선물거래소 통합의 입법과 과제, 증권법연구 제5권 제1호, 한국증권법학회, 2004, 214면.
12) 같이 도입된 사외이사의 과반수 선임, 이사장에 대한 정부의 재선임요구권 등 각종 공법적 규제 역시 거래소의 독점성과 영리성의 결합에 따른 폐해를 완화하기 위한 규정임.
13) 시장의 분리로 청산·결제 및 전산기능 등에서 규모의 경제 실현이 곤란하고, 전산투자의 각 기능별 중복·과잉투자가 심각한 수준이라는 점을 고려.

작성자: 정재욱 변호사

Ⅲ. 가상자산 거래소에 대한 지분제한 규정의 타당성

1. 서설

○ 앞서 살펴본 바와 같이 거래소 지분제한 규제의 요체는 ① 거래소의 공익성, ② 회원의 존재 여부, ③ 독점적 지위로 인한 폐해 예방 필요성이라 볼 수 있음. 그런데, 아래와 같은 점을 고려하면 자본시장법에서의 거래소와 달리 가상자산거래소(가상자산시장을 운영하는 가상자산사업자)에 대하여 자본시장법에 준하는 또는 유사한 지분제한 규정을 도입하는 것은 타당하지 않은 것으로 보임.

2. 공익성

○ 자본시장법에 따른 거래소의 경우

▲ 거래소가 위치한 자본시장의 경우 기업과 투자자를 연결하는 시장에 해당하고, 거래소는 기업과 투자자를 직접 연결하는 구체적 매개체로서 역할을 함. 이러한 거래소의 경우 기업 입장에서는 자본조달비용의 감소를, 투자자 입장에서는 거래비용을 감소를 유도하여, 기업의 자금조달의 효율성, 투자자의 투자수익제고에 기여하는 측면이 있음. 따라서 거래소를 기업과 투자자를 연결하는 자본시장 인프라로서 국가적 자산으로 볼 수 있음.

▲ 자본시장법에서도 이러한 점을 고려하여 "거래소"를 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 도모하기 위하여 제373조의2에 따른 금융위원회의 허가를 받아 금융투자상품시장을 개설하는 자를 말한다고 규정하고 있음(자본시장법 제8조의2 제2항). 이에 거래소는 증권의 상장 및 상장폐지업무, 시장감시 업무, 상장법인 신고·공시업무 등에 관하여 투자라를 보호하고 증권 및 장내파생상품의 매매를 공정하게 수행할 책무를 가짐(자본시장법 제373조의7).

▲ 물론 거래소는 형식상으로는 민영화된 주식회사에 해당함. 그러나 그 기능상으로는 공적인 역할을 수행하고 있음을 부정할 수 없음. 예컨대, 거래소에 의한 상장폐지는 행정사법 작용으로 공법적 구속의 필요성이 인정됨.[14]

14) 이민정, 한국거래소 상장폐지결정의 법적 성격과 불복에 관한 연구, 고려대학교 석사학위논

대법원도 "자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다)에 따라 거래소허가를 받아 설립된 거래소가 제정한 증권상장규정은, 자본시장법이 거래소로 하여금 자치적인 사항을 스스로 정하도록 위임하여 제정된 자치 규정으로서, 상장계약과 관련하여서는 계약의 일방 당사자인 거래소가 다수의 상장신청법인과 상장계약을 체결하기 위하여 일정한 형식에 의하여 미리 마련한 계약의 내용, 즉 약관의 성질을 가진다. 다만 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성의 도모가 거래소의 존립 목적이라는 데에서 알 수 있듯이 거래소는 고도의 공익적 성격을 가지고 있고, 또한 증권상장규정은 자본시장법의 규정에 근거를 두고 상장법인 내지 상장신청법인 모두에게 당연히 적용되는 규정으로서 실질적으로 규범적인 성격을 가지고 있음을 부인할 수 없다. 이러한 특수성에 비추어 증권상장규정의 특정 조항이 비례의 원칙이나 형평의 원칙에 현저히 어긋나서 정의관념에 반한다거나 다른 법률이 보장하는 상장법인의 권리를 지나치게 제약함으로써 그 법률의 입법 목적이나 취지에 반하는 내용을 담고 있다면 그 조항은 위법하여 무효이다."고 판시하고 있음.[15]

○ 가상자산거래소의 경우

▲ 그러나, 가상자산 거래소의 경우, '가상자산의 매매 또는 가상자산 간 교환을 할 수 있는 시장'[16]을 개설·운영하는 가상자산사업자로 현재 이와 관련하여 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률(가상자산이용자보호법), 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(특정금융정보법)이 제정 또는 개정되어 적용되고 있기는 하나, 가상자산이용자보호법은 이용자 자산의 보호 및 불공정거래의 규제에 관한 내용이 대부분 포함되어 있을 뿐이고, 특정금융정보법은 자금세탁방지를 위한 사항만 규율하고 있을 뿐임.

▲ 어떠한 공익적 목적을 위하여 가상자산사업자가 업 단위로 인정되었다기보다는, 가상자산의 폭발적인 거래와 그로 인한 부작용을 제어하기 위한 측면에서 하나의 사업자로 규제되고 있을 뿐임. 이에 영업행위에 관한 규율도 거의 이루어지고 있지 아니하고 있음. 가상자산이용자보호법 또한 가상자산

문, 2023. 2.
15) 대법원 2019. 12. 12. 선고 2016다243405 판결.
16) 가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률 제2조 제3호.

작성자: 정재욱 변호사

이 '금융'의 범위에서 제외된다는 것을 전제로 하고 있음.[17]

▲ 가상자산에 대해 금융당국이나 한국거래소가 심사하지 않고 발행재단이 통상 외부감사의 대상이 되지도 않으므로 이용자가 제공받을 수 있는 정보는 가상자산사업자의 거래지원 심사과정에서 발행재단이 제출한 정보가 사실상 유일하다는 견지에서 가상자산거래소가 가상자산의 안전하고 투명한 거래를 가능하게 하는 요소라 보아 단순히 사적 경제주체의 기능 이상으로 공적 역할을 수행하는 것으로 보는 견해도 있으나,[18] 그 투자대상인 '가상자산'이 자본시장에서의 주식과는 달리 아직 그 순기능이 제대로 규명되지 아니하였고,[19] 보호대상인지 여부에 대해서도 아직 부정적인바,[20] 가상자산사업자 내지 가상자산거래소가 공적인 성격을 가진다고 보기는 어려운 것으로 사료됨.

---

17) 임재혁, 가상자산사업자의 업무행위 규제방안: MiCA와 자본시장법 및 금융소비자보호법의 비교를 중심으로, 은행법연구 제17권 제1호, 은행법학회, 2024. 5, 173면.

18) 최자유, 가상자산시장에서 가상자산사업자의 역할에 대한 고찰 - 법원의 판례와 가상자산 이용자 보호법을 중심으로 -, 인권과 정의 통권 522호, 대한변호사협회, 2024, 147면.

19) 물론 "블록체인은 기존 금융시스템이나 프로세스에 비용 측면이나 거래 투명성 등에서 가능성을 보이고 있으며 기술적으로나 제도적인 측면에서 보완된다고 하면 금융권의 블록체인 도입은 해외 송금 업무, 문서 보안관련 업무 등에서 그 실효성이 보일 수 있는 부분이 있다고 여겨진다"고 하거나(금융위원회(성신여대 수탁 연구보고서), 블록체인기술 금융분야 도입방안을 위한 연구, 2016. 6.), "분산원장 기술은 기존 금융시장인프라 및 금융중개기관에 큰 변화를 초래하고 중앙은행 업무에도 중대한 영향을 미칠 수 있는 잠재력을 가진 것으로 평가됨. 중개 및 정보의 저장과 처리를 담당하는 기관이 없이도 효율적이고 안전한 금융서비스 제공이 가능하다는 점에서 높은 기술적 혁신성을 가진 것으로 평가"된다고 하기도 함(한국은행(금융결제국 결제연구팀), 분산원장 기술과 디지털통화의 현황 및 시사점, 2016. 1.).

20) 대법원은 "가상자산은 국가에 의해 통제받지 않고 블록체인 등 암호화된 분산원장에 의하여 부여된 경제적인 가치가 디지털로 표상된 정보로서 재산상 이익에 해당한다(대법원 2021. 11. 11. 선고 2021도9855 판결 참조). 가상자산은 보관되었던 전자지갑의 주소만을 확인할 수 있을 뿐 그 주소를 사용하는 사람의 인적사항을 알 수 없고, 거래 내역이 분산 기록되어 있어 다른 계좌로 보낼 때 당사자 이외의 다른 사람이 참여해야 하는 등 일반적인 자산과는 구별되는 특징이 있다. 이와 같은 가상자산에 대해서는 현재까지 관련 법률에 따라 법정화폐에 준하는 규제가 이루어지지 않는 등 법정화폐와 동일하게 취급되고 있지 않고 그 거래에 위험이 수반되므로, 형법을 적용하면서 법정화폐와 동일하게 보호해야 하는 것은 아니다."고 판시한 바 있음(대법원 2021. 12. 16. 선고 2020도9789 판결).

작성자: 정재욱 변호사

3. 회원의 존재 여부

○ 자본시장법에 따른 거래소의 경우

▲ 전자거래시스템의 도입,[21][22] 주식회사의 전환에도 불구하고, 회원제(중개업자. 증권사 등)[23] 형태를 취하고 있음. 비회원(일반투자자 등)은 회원들(증권사 등)을 통하여 주식의 매도·매수를 하게 됨.

▲ 결국 국내에서 주식, 채권의 매매 등을 하기 위해서는 거래소의 회원에 해당하는 증권사, 선물사 등의 매매시스템을 통해 거래를 하여야 하는데, 제도상 독과점적 지위[24]를 가지는 거래소와 관련하여 그 지분의 상당부분을 특정 회원 또는 그 회원의 특수관계인이 보유할 경우, 특정 회원에게 유리하게 청산·결제·전산 등 거래지원을 할 가능성이 있으므로, 지분제한 규제가 필요하다고도 볼 수 있을 것임. 이는 회원들의 소유권의 차이로 인하여 회원

21) 과거에는 전자거래시스템에 부재하였고, 입회장이 존재하였으므로, 회원들이 거래소 운영을 위한 가입비, 연회비 등을 지불하여 입회장에 접근을 하고, 비회원들은 네트워크 외부효과를 취하기 위해 회원들에게 자신의 매수·매도주문을 대표하도록 하고 그에 대한 대가를 지불하는 형태를 취하였음(김형태 외 4인, 거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용, 한국증권연구원, 2003, 34면).

22) 전자거래시스템 도입 이후에는 네트워크 접속하려는 신규 회원에게 부과되는 한계비용이 거의 없으므로, 굳이 회원제를 유지할 거래비용상 이슈는 없는 것으로 보이나, 일반투자자(개인)의 신용위험 가능성으로 인하여 여전히 회원제 구조를 취할 이유가 잔존하는 것으로 보임(김형태 외 4인, 위의 보고서, 2003, 34면, 36면),

23) 한국거래소의 회원은 아래와 같음(2026. 2. 23. 기준).

○ 회원현황

참가시장	회원종류	회원사수
증권시장	증권회원	52
	지분증권전문회원	2
	집합투자증권전문회원	0
	채무증권전문회원	25
파생상품시장	파생상품회원	35
	주권기초파생상품전문회원	9
	통화금리기초파생상품전문회원	1
총회원수		83

24) 주식회사 넥스트레이드의 출범으로 KRX의 독점적 지위는 깨짐.

작성자: 정재욱 변호사

들의 거래권이 침해되지 않도록 하기 위한 취지라고도 볼 수 있음.

○ 가상자산거래소의 경우

▲ 그런데, 가상자산시장의 경우, 거래소와 중개업자로 구분되어 있지 아니하고, 가상자산 거래소의 전산시스템을 통해 일반투자자 또는 기관투자자들이 직접 거래를 할 수 있으므로, 회원(중개업자)라고 볼 수 있는 개념 자체가 존재하지 않거나, 가상자산 거래소가 그 자체로 중개업자에 해당한다고 볼 수 있음. 회원의 개념이 없으므로 '회원권' 내지 '거래권'이라는 개념도 상정하기 어려움.

▲ 한국거래소시장의 경우 주식 등을 거래할 수 있는 자는 금융투자업의 허가를 받고 거래소의 회원으로 등록된 금융투자회사로 한정되어 있고, 비회원의 경우 회원을 통하여 주문을 제출하여야만 하므로, 거래소의 사유화를 방지하기 위한 필요가 있다고도 볼 수 있으나, 가상자산시장의 경우 누구나 거래소에 이용자로 가입할 수 있고,[25] 반드시 누구를 통하여 주문을 하여야 하는 것은 아니므로, '회원', '회원권 내지 거래권'을 전제로 한 지분제한을 논하기는 적절하지 않은 것으로 생각됨.

○ 현재 가상자산 시장에서 논의되고 있는 지분제한 규정의 도입이 만약 가상자산시장에서 회원제(기존의 가상자산거래소와 구분되는 별도의 가상자산 투자중개업자)의 도입을 전제로 논의되는 것이라면 아래와 같은 이유에서 찬성하기 어려움.[26]

▲ 기술적으로 별도의 회원을 둘 실익이 없음. 과거 입회장 형태의 거래방식, 이에 따른 회원제 구조는 전자거래 기술이 가능하지 않았던 기술적 측면에 의한 결과에 불과한 것이지, 일반투자자들이 전자거래시스템에 직접 접속이 가능하고, 추가적인 이용자를 받는 비용이 거의 0에 수렴하는 현대에 이르러서는 반드시 요구되는 것이 아님.[27]

▲ 아울러, 별도의 회원을 두게 된다면, 회원과 이용자 사이의 이해상충 문

25) 법인, 외국인의 경우 제한되나, 법상 규제가 있는 것은 아님.
26) 지분제한규정의 재산권 침해 또는 위헌성에 대한 논의는 배제함.
27) 김형태 외 4인, 위의 보고서, 2003, 33면

작성자: 정재욱 변호사

제가 발생할 가능성이 있음. 현재에는 자동화되 경쟁매매 메커니즘을 이용하고 있고, 전자거래시스템에 누구나 쉽게 접속, 접근이 가능하므로, 거래소 내에 별도의 중개기관이 필요하지 않으므로, 이용자 중심의 거래소 경영 수행이 가능한 반면, 별도의 중개기관을 개설하고, 해당 중개기관으로 하여금 거래소의 지분을 분할하여 보유하도록 한다면, 중개기관(회원)의 중개 이익을 중심으로 한 거래소 운영이 불가피 할 수 있고, 이는 거래소 또는 이용자(투자자)의 이익과 상충될 여지가 있음.[28]

4. 독점성에 관한 사항

○ 자본시장과 달리 거래소의 실질적 독점이 제도적으로 강제된 것이 아님.[29] 가상자산시장의 개설·운영하는 가상자산사업자가 되기 위해서 별도의 인·허가가 필요한 것이 아니고, 다른 일반적인 가상자산사업자와 동일하게 특정금융정보법에 따른 신고 수리만 요구되며,[30] 단지 가상자산이용자보호법상 이상거래에 대한 감시 및 조치의무만 추가로 부담할 뿐임.[31]

○ 실제 가상자산시장의 개설·운영하는 가상자산사업자는 현재 18개 사업자가 있음.[32]

○ 현실적 독과점에 대해 비판의 여지가 있기는 하나, 여기에 대해서는 지리적 범위 국내로 한정하지 않는다면 가상자산거래소의 독과점이 문제되지 않는다고 보는 견해도 있고,[33] 아울러 이러한 독과점이 존재한다고 하더라도, 그 해결은 시장의 경쟁 요소의 도입(예컨대, 가사자산의 교차상장의 장려, 국외 경쟁을 통한 경쟁적 요소와 확보 등)을 통해 해결하여야 할 문제이지, 해당 기업의 지분 제한 내지 분산을 통해 해소할 문제는 아님. 지분 제한 내지 분산을 도모한다고 한다고 하여 독과점이 해소되는 것은 아니기 때문임.

---

28) 김형태 외 4인, 위의 보고서, 2003, 106면
29) 물론 자본시장법도 2013. 5. 28. 법 개정으로 한국거래소 독점제도를 폐지하고 거래소 허가제를 도입하여, 경쟁체제를 도입하였고, 넥스트레이드의 출범으로 독점 체제가 소멸되기는 하였으나, 여전히 제도적으로 거래소집중제는 유지되고 있음.
30) 특정금융정보법 제7조.
31) 가상자산이용자보호법 제12조.
32) FIU, 가상자산사업자 신고에 관한 정보공개 현황(2026. 2. 6. 기준).
33) 이상승, 디콘(DCON) 2023: 건전한 시장 조성을 위한 디지털자산 콘퍼런스, 2023. 3. 16.

작성자: 정재욱 변호사

5. 결론

○ 가상자산거래소를 공익적 성격을 갖는 사업자라 보기 어렵고, 제도적으로 독과점이 강제되지도 아니하는 상황에서, '회원제 거래소'를 전제로 한 지분제한 규정을 그대로 가상자산사업자에게 적용하는 것은 타당하지 않는 것으로 사료됨.

○ 과거 한국증권선물거래소법을 통한 거래소에 대한 지분제한 규제의 도입은 거래소를 통합하고 회원제로 주식회사제로 전환하면서도, 회원들의 거래권의 보호 등을 위하여 거래소의 사유화를 방지하기 위한 취지에서 도입되었으므로, 개별 회원들의 신뢰이익의 침해 등의 문제는 발생하기 어려웠음.[34)]

▲ 그런데, 현재 논의되고 있는 가상자산거래소의 지분제한 규제의 경우, 회원들의 거래권과는 무관하고, 이미 존재하고 있는 공익성이 떨어지는 민간기업에 대한 개인 주주의 지분을 강제적으로 매각하는 형태로 진전될 가능성이 있는 바, 이는 사유재산권에 대한 침해 문제를 일으킬 수 있음.

○ 아울러, 이러한 규제가 실현되면, 새로운 사업영역에 대해 민간기업들이 도전적으로 덤벼들기 어렵게 될 수 있음.

▲ 특히, 가상자산 사업영역의 경우, 지난 2018년 당시 투기 과열 현상 등 사회적 우려로 벤처기업 제한업종으로 지정된 바 있기도 하였음. 업종 자체가 불법성이 있는 것은 아니지만 벤처기업으로 별도 육성하는 것은 신중해야 한다는 사회적 공감대에 따른 조치에 해당하였음.[35)]

▲ 이후 여러 논란을 거쳐, 그로부터 7년 정도가 지난 2025년 9월에 이르러서야 정부는 「벤처기업 육성에 관한 특별법 시행령」을 개정하여 가상자산 매매 및 중개업을 벤처기업 제한업종에서 해제하였고, 이를 통해 기술력과 성장성을 갖춘 유망 가상자산 기업들이 다른 혁신기업과 동등한 조건에서 벤처기업 확인을 신청할 수 있도록 하였음.

▲ 어려운 경영환경에서 고군분투하여 이루어낸 사업성과를 인프라 구축이

34) 한국거래소의 경우 주식회사 전환시 기존의 개별 회원에게 부여된 지분은 5% 전후의 분포를 보인 것으로 파악됨(엄세용, 온주 자본시장과금융투자업에관한법률, 로앤비, 2024.).
35) 중소벤처기업부, 「가상자산 기업에도 벤처기업 신청 기회 열린다<「벤처기업법 시행령」 개정안 국무회의 의결>」, 2025. 9.

라는 명분으로 제한할 경우, 도전적인 혁신이 국내에서 이루어지기 어렵다는 시그널을 줄 수 있음.

토 론

좌장 **임종인** 대표 | 디지털자산정책포럼

토론자 **류경은** 교수 | 고려대학교 법학전문대학원

이종섭 교수 | 서울대학교 경영대학

정재욱 변호사 | 법무법인 주원

조영기 사무총장 | 한국인터넷기업협회

최승재 교수 | 세종대학교 법학과

현지혜 변호사 | 법무법인 창천

토론문 1

류경은 교수 | 고려대학교 법학전문대학원

고려대학교 법학전문대학원 부교수
금융위원회 디지털자산 민관합동 TF 위원
금융위원회 가상자산위원회 위원
금융위원회 증권선물위원회 자본시장조사심의위원회 심의위원
(전) 대법원 재판연구관
(전) 서울중앙지방법원 판사

디지털자산 2단계 입법방향 점검 토론회

은행 중심 스테이블코인 발행 및 가상자산거래소 대주주 지분제한의 정당성 검토

2026. 2. 26.

고려대학교 법학전문대학원 류경은

PART 1.
스테이블코인 발행인 요건

'누구인가'보다 '잘 할 수 있는가'의 문제

스테이블코인 발행인의 본질적 요건

은행 vs. 비은행 ?

역량 !

'은행이냐 비은행이냐'라는 신분보다, 규정된 의무를 성실히 이행할 수 있는 역량(Capability)이 규제의 본질이 되어야 합니다.

'잘 할 수 있는 자'의 기준

- **준비자산 1:1 매칭**: 발행량 대비 안전자산의 완전한 담보 확보
- **투명한 공시 및 감사**: 준비자산 현황 및 외부 감사의 정기적 공개
- **AML/KYC 준수**: 국제 기준에 부합하는 자금세탁방지 체계 가동
- **기술적 안전성**: 해킹 및 시스템 오류 방지 보안 인프라

은행 50%+1 지분 요건의 의문

은행이 50%+1 이상의 지분을 보유하면,
건전성 및 안정성 의무를 더 잘 이행한다는
직접적인 상관관계가 인정되는가?

> "명확한 답변이 어렵다면,
> 주주 구성 규제는 재고되어야"

은가 분리 정책과의 충돌, 이해상충

⚠

은가 분리(銀·價 分離)의 포기?

전통 금융 리스크 전이를 방지하기 위해 추진해 온 '은가 분리' 와 은행 중심의 발행 모델은 서로 **모순**
스테이블코인과 예금 토큰 유통을 은행이 독점할 때 발생하는 **이해상충, 리스크 집중 문제**는 없는가?

PART 2.
거래소 대주주 지분 제한

규제 방향 확립 및 비례성 확보 필요성

규제의 방향: 공공인프라 vs 새로운 산업 플랫폼

구분	대체거래소 (ATS)	전통 금융회사 (은행, 증권)	가상자산거래소
설립배경	KRX 독점 방지	금융시스템 안정	가상자산 거래 플랫폼
역할	시장 운영자	시장 참여자	복합적
가격발견기능	O	X	△ (거래소 내 가격발견)
거래 중개	X	O	O
경쟁 존재	제한적	존재	존재
경쟁 환경	국내 증권시장 한정	국내 중심	글로벌 경쟁 환경
규제 방향	지배력 **집중 자체**를 규제 (지분 상한 제한)	지배력 **부적절한 행사** 규제 (적격성 심사)	?

규제의 방향

Global Standard

미국·유럽은 지분 상한 제한이 아니라 **감독기관의 승인 제도**를 통해 지배력을 통제함

Policy Alternative

지분 제한이라는 최후적 수단 대신 **대주주 적격성 심사 및 내부통제 강화** 우선 도입

Final Suggestion

규제 목적과 수단 간의 **비례성**을 충족하는지 **엄격한 재검토**를 거친 후 제도 설계 필요

감사합니다

토론문 2

조영기 사무총장 | 한국인터넷기업협회

한국인터넷기업협회 사무총장
(전) 한국게임정책자율기구 사무국장
(전) 한국콘텐츠진흥원 책임연구원

안녕하십니까. 한국인터넷기업협회 사무총장 조영기입니다. 오늘 디지털자산 2단계 입법 방향 점검 토론회에서 토론할 기회를 주신 것에 대해 매우 뜻깊게 생각합니다.

AI가 최저가의 상품을 탐색하고, 자동으로 결제와 송금을 실행하는 이른바 '금융 AI' 시대가 빠르게 다가오고 있습니다. 이러한 환경에서 디지털자산은 단순한 투자 수단을 넘어, 데이터·플랫폼·금융을 연결하는 핵심 인프라로 기능할 가능성이 큽니다.

그러나 현재 금융당국이 검토 중인 은행의 스테이블코인 지분 51% 룰과 디지털자산거래소 대주주 지분 제한 규제는 산업계의 혁신 동력에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려가 제기되고 있습니다.

저는 오늘, 산업 혁신과 국가 경쟁력의 측면에서 산업계가 우려하고 있는 부분을 말씀드리고자 합니다.

무엇보다 우려되는 부분은 혁신 기업과 스타트업 생태계 전반에 대한 투자 심리 위축입니다.

디지털자산 산업은 스타트업과 벤처기업이 위험을 감수하며 개척해 온 분야입니다. 창업자와 초기 투자자는 장기간의 불확실성을 감내하면서도 경영 안정성과 성장 가능성을 전제로 투자를 결정해 왔습니다.

그런데 시장이 일정 수준 형성된 이후 대주주 지분을 일률적으로 제한하는 제도가 도입된다면, 투자자 입장에서는 향후 경영권 구조와 기업 가치에 대한 예측 가능성이 낮아질 수 있습니다. 이는 신규 투자뿐 아니라 후속 투자 유치에도 영향을 미칠 수 있으며, 장기적으로는 혁신 기업의 성장 속도를 둔화시키는 요인으로 작용할 가능성이 높습니다.

더 나아가, 또한 대주주 지분 제한은 단순한 수익의 문제가 아니라 경영책임과 장기 전략의 문제와도 연결됩니다. 기술 변화가 빠른 산업에서는 창업자와 핵심 주주가 일정 수준 이상의 지분을 보유하며 일관된 비전을 추진하는 것이 중요한 경쟁 요소입니다. 지분을 강제로 분산하는 구조는 장기 전략보다는 단기 성과 중심의 의사결정을 유도할 우려가 있습니다.

다음으로는 국내 기업의 해외 이전과 이로 인한 글로벌 경쟁력 저하에 대한 우려입니다.

현재 글로벌 디지털자산 시장은 빠르게 재편되고 있습니다. 미국과 유럽, 중동, 아시아 주요 국가들은 규율 체계를 마련하는 동시에 산업 유치를 위한 정책 경쟁을 병행하고 있습니다. 이러한 상황에서 국내 기업이 제도적 불확실성을 크게 느낄 경우, 해외 법인을 설립하거나 해외 상장을 우선적으로 고려하는 선택을 할 가능성도 있습니다.

기업이 보유한 핵심 기술, 인재, 의사결정권이 해외로 이전된다면 이는 장기적으로 국내 산업 생태계의 경쟁력에 영향을 줄 수 있습니다. 특히 디지털자산은 네트워크 효과가 강한 산업으로, 초기 주도권을 상실하면 후발주자로 따라가는 데 상당한 비용과 시간이 소요될 것입니다.

더 나아가, 해외 주요 거래소들은 현물 중개를 넘어 파생상품, 예측시장, 주식 등 멀티에셋 투자 서비스와 AI 기반 결제 등 종합 금융 플랫폼으로 빠르게 진화하고 있습니다. 이러한 상황에서 전업주의를 명시하거나 소유 구조를 강하게 제한하는 규제가 도입된다면, 이는 글로벌 스탠더드와 괴리된 방향이 될 수 있으며 국내 기업의 경쟁력 약화로 이어질 우려가 있습니다.

마지막으로, 정책 마련 시 산업의 혁신 주체가 누구인지에 대한 고려가 필요합니다.

스테이블코인 발행 구조를 은행 중심으로 설계할 경우 핀테크, 플랫폼 기업, 블록체인 기반 스타트업의 참여 여지가 제한될 수 있습니다. 은행은 금융 안정이라는 공적 책무를 수행하는 기관으로서 중요한 역할을 하지만, 급변하는 디지털 환경에서 새로운 모델을 실험하고 확산시키는 데에는 구조적 한계가 있을 수 있습니다.

디지털 산업의 혁신은 그동안 스타트업과 벤처기업의 도전에서 출발해 왔습니다. 다양한 주체가 경쟁과 협력을 통해 실험할 수 있는 구조가 아니라면, 글로벌 시장에서 빠르게 진화하는 디지털 금융 환경을 선도하기는 쉽지 않을 것입니다.

결국 디지털자산 정책은 누가 혁신을 주도할 수 있는 구조인가라는 질문과 함께 설계될 필요가 있습니다. 안정은 필수적이지만, 혁신의 동력이 약화된다면 장기적인 산업 경쟁력 확보는 어려울 수 있기 때문입니다.

민간기업의 소유 구조는 행정적으로 강제하기보다는 성장 과정 속에서 자연스럽게 분산되도록 유도하는 방식이 바람직합니다. 예를 들어, 코인베이스는 나스닥 상장을 통해 자금을 조달하고 신사업을 확장하는 과정에서 기관 투자자의 참여가 확대되며 소유 구조가 점진적으로 분산*되었습니다. 이처럼 상장과 시장 메커니즘을 통한 자율적 분산이 보다 시장 친화적인 접근일 것입니다.

※ '21.2월: **브라이언 암스트롱(창업자) 10.9%**, 마크 앤드리슨(VC) 24.6%, 수로짓 체터지(CPO) 8.2% 등
→ '25.11월: 뱅가드 10.6%, 블랙록 6.4%, **브라이언 암스트롱 3.5%** 등

오늘 이 자리를 통해 지속가능한 디지털자산 생태계를 제도적으로 뒷받침할 수 있는 균형 잡힌 방안이 마련되는 데에 작은 보탬이 되기를 바랍니다. 경청해 주셔서 감사합니다.

토론문 3

현지혜 변호사 | 법무법인 창천

법무법인 창천 변호사
(전) 주식회사 스트리미 법무팀장
(전) 주식회사 엘지생활건강 법무팀 파트장
(전) 한국산업은행 기업금융 담당

이용자 보호의 실효성 관점에서 본 디지털자산거래소 대주주 지분 제한

우리는 현재 가상자산 산업의 법적 프레임워크를 근본적으로 재편하는 '디지털자산 2단계 입법'이라는 중대한 전환점에 서 있습니다. 지난 2024년 7월부터 시행된 1단계 입법이 이용자 자산 보호를 목적으로 한 긴급 처방이었다면, 이번 2단계 입법은 가상자산의 발행·유통 및 사업자의 지배구조를 포괄적으로 규율하는 제도적 기틀을 구축하는 과정으로 볼 수 있을 것입니다. 금융당국은 이번 입법을 통해 거래소를 신고제에서 인가제로 전환하고자 하며, 이와 동시에 약 1,100만명의 이용자를 보유한 플랫폼에 금융 인프라에 걸맞은 지배구조 요건을 요구하고 있습니다. 그 취지는 이해하나, 시장 건전성 확보라는 명분 아래 추진되는 '대주주 지분 15~20% 제한'은 가상자산 산업의 특수성을 고려하지 않은 경직된 접근으로, 이용자 보호라는 입법 목적을 실질적으로 달성할 수 있는지에 대해 근본적인 의문이 제기됩니다.

이번 지분 제한 논의는 자본시장법상 대체거래소의 소유분산 규제를 가상자산 거래소에 대입하는 방식으로 설계되었으나, 양자는 '거래소'라는 명칭만 공유할 뿐, 그 실질과 형성 배경에 있어 근본적이고 명확한 차이가 있습니다. 대체거래소는 이미 상장과 결제 시스템이 완비된 자본시장 안에서 매매 체결 기능만을 보조하기 위해 제도적으로 설계된 기관인 반면, 가상자산 거래소는 자산의 상장 심사, 거래의 체결, 보관과 수탁이라는 세 가지 핵심 기능을 하나의 기관이 수행하는 구조를 가지고 있습니다. 또한 대체거래소는 설립 단계부터 복수의 이해관계자가 참여하는 연합체 형태로 출발하였으나, 현재의 가상자산거래소들은 창업자의 기술적 혁신과 그에 따른 위험 감수를 바탕으로 자생적으로 성장한 민간 기업이라는 점이 가장 큰 차이입니다. 규제의 방향이 동일하더라도 이러한 구조적 차이를 간과하고 동일한 잣대를 적용한다면, 예상치 못한 부작용이 뒤따를 수 있을 것입니다.

정부는 소수 대주주에 대한 지배력 집중이 이용자 보호와 시장 건전성을 저해하는 근본 원인이라 주장합니다. 그러나 문제의 핵심은 누가 소유하느냐가 아니라, 어떠한 시스템이 어떤 방식으로 작동하느냐에 달려 있습니다. 현장에서 직접 경험한 가상자산 거래소의 실질적 리스크는 대부분 보안·기술적 취약성, 이용자 자산 보호의 부실, 그리고 상장 과정에서의 이해충돌과 같은 내부통제 체계의 문제이며, 지분율이라는 숫자와 직접적인 인과관계를 발견하기는 상당히 어렵습니다. 최근 발생한 빗썸의 비트코인 오지급 사태를 보더라도, 이 사고의 원인은 장부상 거래 내역과 실제 보유량을 실시간으로 대조하는 내부통제 시스템이 작동하지 않았기 때문임을 확인할 수 있습니다.

그리고 그러한 내부통제 체계를 효과적으로 가동하기 위해서는 컴플라이언스·AML 등 당장 수익을 창출하지 못하는 부서에 대한 상당한 투자가 수반되어야만 합니다. 이 부서들은 단기 재무 성과에는 기여하기

어려울 수 있으나 거래소의 공적 신뢰를 유지하는 핵심 인프라입니다. 그러나 동시에 단기 수익에 민감한 경영 구조에서는 가장 먼저 축소 압력을 받는 곳이기도 합니다. 그런데 당국의 논리대로 가상자산 거래소가 공적 금융 인프라의 성격을 갖는다면, 이러한 비수익 부서에 대한 지속적이고 충분한 투자야말로 진정한 공적 책임의 이행을 위하여 반드시 이루어져야 하는 선결 과제일 것입니다.

그러나 지분을 인위적으로 분산시키면 장기적 관점에서 기업 가치를 책임지는 대주주의 경영 유인이 약화되고, 단기 재무 성과에만 민감하게 반응하는 분산된 주주 구조가 형성되어 오히려 당장 수익에 기여하기 어려운 내부통제 관련 시스템이나 인력에 대한 투자를 줄이는 방향으로 작동할 가능성이 높습니다. 지분 제한이 오히려 이용자 보호와 시장 건전성에 역행하는 여건을 만들 수 있다는 '규제의 역설'이 존재하는 것입니다. 나아가 지분이 인위적으로 분산될 경우 최종 의사결정 주체와 책임 귀속이 불분명해지는 문제도 생깁니다. 대주주는 기업 가치 하락 시 가장 직접적인 손실을 부담하는 주체이기에, 보안 사고를 방지하고 책임 있는 경영을 유지할 강력한 유인을 갖습니다. 지분 제한은 이러한 책임 경영의 고리를 약화시키고, 위기 상황에서의 신속한 판단을 어렵게 만들어 오히려 이용자 보호에 공백을 초래할 수 있을 것입니다.

이용자 보호와 시장 건전성의 확보라는 입법 목적은 지분이라는 숫자의 제한 대신 다음과 같은 실질적 수단을 통해 충분히 달성될 수 있을 것입니다.

첫째, 대주주 적격성 심사의 내실화입니다. EU의 MiCA는 10% 이상 지분 보유 시 재무 건전성과 적격성 심사를 의무화하되 지분율 자체에 수치 상한을 두지 않으며, 일본 역시 마찬가지로 자금 출처·범죄 이력·이해충돌 여부를 엄격히 검토하고 부적격 시 의결권을 제한하는 사후 감독 체계를 운영하고 있습니다. 한편, 우리나라에서도 가상자산사업자의 대주주 적격성을 심사하는 개정 특금법이 이미 마련되어 올해 8월부터 본격적으로 시행될 예정입니다. 지분율에 대한 인위적인 상한 규정 없이도, 지배구조 요건이 미비한 사업자를 선별할 수 있는 법적 기반이 이미 마련된 것입니다. 새로운 제도의 실효성을 확인하기도 전에 지분 제한이라는 더 강력한 침익적 규제를 도입하기 보다는, 이 심사 제도를 보다 정교하게 강화하는 방향이 현실적이고 효과적인 대안이 될 수 있을 것입니다.

둘째, 지배주주 변경에 대한 사전 승인제 도입입니다. 앞서 언급한 바와 같이, 대체거래소와 달리 가상자산 거래소는 민간 기업인 만큼 지배구조를 사후적으로 강제 변경하는 데 따른 현실적 어려움에 직면할 수밖에 없습니다. 헌법상 재산권 침해 소지는 물론, 현실적으로도 수조 원에 달하는 지분을 단기간에 인수할

적절한 매수자를 찾기 어렵다는 한계, 그리고 금융당국이 수십 년간 견지해온 금산분리 원칙과의 충돌 가능성이 바로 그것입니다. 따라서 일률적으로 지분율 상한을 강제하는 방식보다는, 현재 지분 구조는 그대로 유지하되 일정 수준 이상의 지분 변동이나 경영권 이전이 발생할 때 금융당국의 승인을 받도록 하는 사전 승인제가 현실적 대안이 될 수 있습니다. 시장의 자율성을 존중하면서도 공적 신뢰를 해칠 수 있는 변경만을 선별적으로 통제하는 이 방식은, 일본 금융청이 주요 주주 승인 제도를 통해 이미 실현하고 있는 접근과도 부합합니다.

셋째, 공시 의무 강화를 통한 시장 감시 기능의 제고입니다. 실질 소유자를 포함한 지배구조 현황, 대주주 및 특수관계인 거래 내역, 그리고 이용자 예치금 및 가상자산의 보관 현황 등에 대한 정기적 공시를 의무화하여, 시장 참여자가 직접 이를 평가하고 감시하는 구조가 형성해야 합니다. 나아가 이러한 투명성 요건을 기업공개와 연계하여 소유 분산이 인위적 강제가 아닌 시장의 논리에 의해 자연스럽게 이루어지도록 유도하는 것이 장기적으로 더 건강한 생태계를 형성하는 길입니다. 실제로 코인베이스는 나스닥 상장을 통해 기관투자자 중심의 분산된 주주 구조로 자연스럽게 전환되었습니다. 즉, 소유 분산이 '규제의 출발점'이 아니라, 투명성과 시장 감시가 축적되어 나타난 결과가 바로 소유의 분산인 것입니다.

결론적으로 2단계 입법에서 필요한 것은 특정 숫자로 정해진 지배구조가 아닌, 실질 지배의 투명성과 이를 통한 이해충돌의 차단, 고객 자산 보호의 강제, 사고 발생 시 명확한 책임과 복구, 그리고 감독의 실질적 집행 가능성이라고 볼 수 있습니다. 즉, 가상자산 산업이 글로벌 경쟁력을 갖추고 이용자를 실질적으로 보호하기 위해서는 누가 소유하느냐는 프레임에서 벗어나 지배력의 질을 심사하는 규제로 그 방향을 전환해야 할 것이며, 이러한 의미에서 가상자산거래소의 대주주 지분제한은 반드시 재검토되어야 할 것입니다.

감사합니다.