OPINION

연구위원
김갑래

상장법인 가상자산 발행규제의 필요성*

최근 국내 한 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 논란은 국내 자본시장과 가상자산시장의 규제체계 공백을 메우고 발전방향을 모색하는데 있어 중요한 화두를 던지고 있다. 세계 최초로 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하였다고 홍보한 행위는 혁신적 행위라기 보다는 오히려 국제적으로 금지된 행위일 가능성이 크다.

가상자산거래에 있어서의 공시의무 등 규제공백을 해소하기 위해 가상자산업법의 조속한 통과가 필요하다. 아울러 가상자산의 증권성 평가 및 증권토큰의 유통성에 관한 자본시장 규제체계의 정비도 필요하다. 한국거래소도 상장법인이 자회사를 이용하지 않고 직접적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달함으로써 경영투명성을 악화시키는 위험성에 대한 대응방안을 검토할 필요가 있다. 무엇보다 상장법인은 가상자산 발행행위를 둘러싼 규제리스크를 주주 및 가상자산 보유자에게 전가시켜서는 안 될 것이다. 따라서 규제리스크를 최소화하기 위해, 법적으로 위법성 여부가 모호한 가상자산거래행위에 대해서는 규제당국에 유권해석을 질의하여 문제가 없다는 고지(fair notice)를 받은 후에 거래행위를 하여야 할 것이다.

서언

최근 국내 한 상장법인이 가상자산을 공시 없이 발행(보유물량 판매)하여 자금을 조달하고, 가상자산 판매로 인한 자금유입을 바탕으로 배당을 확대하는 행태를 보임에 따라 시장의 우려를 자아내고 있다. 이러한 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 행위에 대해, 자본시장과 가상자산시장의 참여자들이 제기하는 문제점은 다음과 같이 정리해 볼 수 있다. 첫째 상장법인이 공시 등의 규제 없이 가상자산을 발행하여 자금을 조달한 점, 둘째 주력사업 실적이 시장기대치를 하회하였음에도 불구하고[1] 가상자산 매출이 늘었다는 이유로 전년도 대비 배당금 총액을 2배 이상으로 늘리는 이사회 결의를 한 점[2], 셋째 해당 가상자산의 보유자를 위한 환원정책의 일환으로 단행한 가상자산 소각의 본질이 유통량을 줄이는 것이 아닌 예정 발행량을 줄이는 것에 불과하다는 점이다.

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 김하정, 2022. 2. 10, 위메이드 4Q21 Review: 게임사로서의 매력은 부족, KTB투자증권 Spot Issue; 이종원, 2022. 2. 15, 위메이드: 게임본업에 근거한 확실한 성장여력 보여줄 때, 상상인증권.

2) 해당 배당에 관한 이사회 결정은 확정적인 것이 아니며 주주총회의 승인을 앞두고 있다.

이러한 논란은 해당 상장법인이 국내 가상자산시장규제와 자본시장규제에 있어서의 입법적 불비를 교묘히 이용한 점에서 비롯되었다. 세계 최초로 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하였다고 홍보한 행위는 혁신적 행위라기보다는 오히려 국제적으로 금지된 행위일 가능성이 크다. 해당 상장법인은 최초가상자산발행(ICO)에 있어서는 싱가포르를 규제피난처로 이용하였고, 해당 가상자산의 유통 및 자금조달에 있어서는 우리나라를 규제피난처로 활용한 셈이다.

상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달을 둘러싼 논란은 국내 자본시장과 가상자산시장의 규제체계 공백을 메우고 발전방향을 모색하는데 있어 중요한 화두를 던지고 있다. 본고는 상장법인의 가상자산 발행을 통한 자금조달 행위를 자본시장규제적 측면과 가상자산시장규제적 측면에서 다각적으로 분석하고 문제점을 진단한다. 또한 상장법인 가상자산 발행규제의 입법적 불비를 해결하기 위한 여러 방안을 논해 보고자 한다.

자본시장규제적 측면

논란이 된 상장법인은 해당 가상자산을 싱가포르 소재의 자회사를 통해 최초 발행하였다. 국내에서는 ICO가 사실상 금지되어 있었기 때문에, 해외 소재 법인을 통한 가상자산의 해외 발행을 택한 것으로 사료된다. 그런데 싱가포르의 규제체계상 상장법인이 불특정다수인을 대상으로 공모를 통해 가상자산을 발행하여 자금을 조달하기는 매우 어렵다. 먼저 싱가포르 규제당국인 MAS(Monetary Authority of Singapore)는 가상자산거래가 일반투자자에게는 적합하지 않은 것으로 인식하고 있기 때문이다.[3] 논란이 된 상장법인이 발행한 가상자산은 '글로벌 메타버스 기축 통화'를 지향하며 활발히 시장에서 유통되고 가격변동성이 크다는 점에서, 싱가포르에서 유통되었다면 MAS의 강한 규제를 받았을 것이다. 또한 싱가포르에서 가상자산을 발행함에 있어, 해당 가상자산이 금융투자상품이 아니라는 점, 즉 증권성 여부에 대한 엄격한 전문가 자문을 받아야 한다. 싱가포르도 미국과 같이 사용가치보다 투자가치가 높을수록 해당 가상자산의 증권성을 더욱 높게 인정한다. 해당 가상자산 네트워크에서 게임머니로 사용되는 유틸리티 토큰은 사용가치가 높은 반면, 게임머니와 교환되고 현금으로 환전할 수 있는 기축통화 역할을 하는 해당 가상자산은 교환가치와 투자가치가 높다. 가상자산 발행인이 네트워크를 관리하고 네트워크 관리자의 노력으로 인한 가상자산의 가치상승을 거래자들이 기대한다는 점에서, 해당 가상자산은 증권성을 어느 정도 내포하고 있다. 해당 가상자산 발행이 싱가포르에서 허용된 이유는 해당 자산을 일반투자자에게 공모하지 않고 사모발행을 하였기 때문인 것으로 보인다. 미국의 상장법인 역시 엄격한 증권성 심사(Howey test)를 거쳐야 하기 때문에, 증권신고서 제출 없이 가상자산을 일반투자자에게 발행하여 자금을 조달하기란 매우 어렵다.

3) "MAS stresses that DPT(Digital Payment Token) service providers should conduct themselves with the understanding that trading of DPTs is not suitable for the general public."(MAS, 2022, *Guidelines on Provision of Digital Payment Token Services to the Public,* p.1).

싱가포르에서 상장법인이 직접 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 것은 거래소 상장규제 측면에서 쉽지 않다. SGX(Singapore Exchange)의 자율규제기구인 SGX RegCo는 상장법인이 가상자산 발행행위를 하기에 앞서 가상자산의 회계처리, 가상자산의 증권성, 자금사용목적 등의 사항을 명확히 정하고 이에 관해 자신에게 문의할 것을 요구한다. 또한 상장법인은 증권성이 있는 가상자산의 발행을 직접 수행하지 말고, 자회사를 통해 발행하도록 하고 있다.[4] 이러한 자회사 발행은 상장법인이 직접 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 경우 모집된 자금이 회사의 일반 자산과 분리되어 백서(white paper)의 자금조달 목적에만 쓰이기 어렵다는 점에 대한 대응방안의 성격을 갖는다. 유상증자를 하는 경우, 조달된 자금의 사용목적 기재는 투자판단에 영향을 주는 중요 투자정보이며, 해당 자금을 사용목적과 달리 사용한 경우 자본시장법상의 엄중한 처벌을 받는다.[5] 반면 상장법인이 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 경우, 해당 자금이 백서의 내용대로 관련 가상자산 플랫폼 생태계의 조성을 위해서만 사용될지에 대해서는 실효성 있는 감시·감독이 어렵다. 이러한 우려는 국내에서 생태계의 조성·활성화를 위한 가상자산 조달자금 사용의 범위에 대한 논란[6] 또는 실적 악화의 우려 속에서 가상자산 유동화 매출을 바탕으로 배당을 확대하는 것에 대한 논란[7]으로 현실화되었다. 가상자산 발행인이 상장법인인 경우, 회사에 자금을 조달해 준 주주와 해당 법인의 특정 프로젝트를 위해 자금을 조달해 준 가상자산 보유자간에 이해상충의 문제가 크게 발생한다.[8] 이 경우 가상자산 보유자를 단순한 이해관계인(stakeholder)으로만 보아야 할지에 대해서는 법적 논란의 여지가 크다. 이러한 논란을 차단하기 위해서는 상장법인이 직접 가상자산 발행을 통해 자금조달을 하는 행위를 금지하고, 이러한 자금조달은 자회사인 특수목적회사(SPC)를 통해서만 허용하는 방안을 논의할 필요가 있다. 만약 상장법인의 직접적인 가상자산 자금조달 행위를 허용하는 경우, 거래소 상장규정 등을 통해 강한 공시규제 및 행위규제를 하여야 할 것이다.

---

4) SGX, 2018. 11. 15, Regulator's Column: What SGX Expects of Listed Companies Conducting an Initial Coin Offering.

5) 대법원은 "유상증자 관련 증권신고서 등을 작성하면서 실제와 다른 자금 사용 계획을 기재하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반죄가 인정된 사안에서, 증권신고서 등의 거짓 기재로 피고인들이 얻은 이익에는 甲 회사가 유상증자로 납입받은 대금도 포함"된다고 판시하였다(대법원 2011. 12. 22, 선고, 2011도12041, 판결).

6) "상장사가 M&A(인수·합병) 자금을 마련키 위해 암호화폐를 매각하는 건 국내 금융투자업계 처음 있는 일이다. 그러다 보니 논란도 커졌다." (윤지혜, 2022. 1. 24, 위믹스 매도논란 위메이드, '코인 소각' 등 투자자 보상안 검토, 머니투데이)
"회사 측은 백서에 언급된 대로 위믹스를 팔아 마련한 돈으로 온보딩 게임을 늘린 셈이니 이것이야말로 생태계 활성화를 위한 것 아니냐고 반박"하였다. 그러나 "흔히들 코인에서 생태계 활성화라 함은 토큰 에어드랍이나 소각을 통한 가치상승을 의미"한다. (고란, 2022. 1. 16, '생태계 발전 위해서' 위메이드…위믹스 매도는 정당했나, 이코노미스트)

7) "위믹스에 투자한 A씨는 *사실상 코인을 매도해 매출을 올린 것 아니냐*면서 *투자에 대해 상당한 고민이 든다*고 전했다. 또 다른 투자자 B씨 역시 *위믹스를 빼면 실적이 예상보다 낮다*면서 *투자자 입장에서 걱정스럽다*고 말했다." (양진원, 2022. 2. 11, 위메이드, 아쉬운 4분기 매출… '위믹스 소각' 투자자 마음 얻을까, 머니S)
위메이드의 위믹스 매각분을 '매출'로 잡을 수 있는지 여부 및 현금화한 자금이 '수익'인지의 여부에 대한 논란에 대해서는, (심우일, 2022. 3. 1, "위믹스 팔아서 번 2255억, 수익이냐 부채냐", 서울경제)

8) 가상자산 유동화 매출로 인해 회사 실적이 늘었다고 배당을 통해 관련자금을 주주에게 환원하는 경우, 주주와 가상자산 보유자간의 이해상충이 극명하게 나타난다. 특히 논란이 되는 상장법인의 경우와 같이 최대주주 및 특수관계인의 지분이 클수록(약 45%) 가상자산 발행회사의 지배주주와 가상자산 보유자간의 이해상충이 커진다.

상장법인이 공시를 함에 있어 가상자산에 관한 용어를 자본시장법상의 용어와 달리 사용함으로써 투자자의 오인을 유발할 수 있는 점도 지적되어야 한다. 대표적인 사례가 가상자산 보유자를 위한 환원책의 일환으로 이루어지는 가상자산 소각(burning)이다. 발행인이 보유한 가상자산의 소각에 대해, 해당 상장법인의 대표는 "주식시장에서 배당과 똑같은 경제적 효과를 갖는 게 소각"[9]이라고 공언하고 있다. 그러나 가상자산 발행인이 보유한 미발행[10] 토큰을 소각하는 것은 기존에 유통되는 토큰을 매입한 후 소각하는 것에 비해 투자자 환원책으로서의 효과가 매우 낮다. 가상자산 발행인의 미발행 보유물량 소각은 자본시장에서의 자사주 매입이나 배당에 비유하기보다는 주식회사가 발행할 주식총수, 즉 수권주식총수를 줄이는 것에 비유하는 것이 보다 적절하다. 따라서 '미발행된' 발행인 보유 가상자산의 무효화를 공시하는 경우, '발행예정 가상자산총수의 감소', '미판매분 무효화' 등으로 자사주 등의 '소각'과는 다른 정확한 표현을 사용하여야 할 것이다. 굳이 소각이라는 표현을 사용한다면 '기발행된' 자사주의 소각과 다르다는 설명을 추가하는 것이 필요하다. 이처럼 공시에 있어 투자자들의 오인을 불러일으킬 수 있는 가상자산 관련 용어를 정비할 필요성이 크다.

가상자산시장규제적 측면

상장법인이 발행한 가상자산이 증권토큰(security token)인 경우 자본시장법이 적용되어 공시규제와 불공정거래규제를 받지만, 증권토큰이 아닌 경우에는 관련 규제의 공백상태가 발생한다. 이러한 규제 공백으로 인해 가상자산 거래자들이 피해를 볼 수 있는데, 이러한 우려는 위에서 언급한 상장법인이 보유한 미발행 가상자산을 공시 없이 매도함에 따라 현실화되었다. 해당 상장법인은 작년 2,255억원 규모의 가상자산을 시장에 공시하지 않고 깜깜이로 발행[11]하였다. 이후에도 미공시 매도행위는 지속되었고 언론에서 여러 차례 지적이 되고나서야 해당 상장법인은 공시를 약속하였다. 처음 미공시 매도에 관한 문제가 제기되었을 때, 해당 상장법인은 영문으로 된 백서에 "생태계의 장기적 성장"(long-term growth of the ecosystem)을 위해 보유한 가상자산을 사용할 수 있으며[12], 보유 가상자산 매도에 관해 공시할 의무는 없다고 항변하였다.

해당 상장법인의 보유물량 미공시 매도행위는 가상자산규제에 있어 공시규제의 공백을 악용한 것이다. 이러한 행태는 공시위반으로서 불법은 아닐지라도 상장법인의 윤리경영 원칙에는 명백히 반하는 것이다. 해당 상장법인이 작년 공시 없이 은밀히 보유물량을 매각하고 있을 때, 이미 여러 가상자산업

9) 양진원, 2022. 1. 25, 위메이드, 위믹스 소각 등 보상방안 만지작… "거래내역도 공개", 머니S.

10) 미발행이란 투자자에 대한 판매행위(공모 또는 사모의 방식)가 이루어지지 않은 것을 의미한다.

11) 가상자산업계에서는 실무적으로 지분증명(POS) 방식 가상자산의 발행인이 총 발행예정물량 중 외부에 판매하지 않고 내부적으로 관리하는 것을 "*발행*한 가상자산을 보유"한다고 표현한다. 그러나 이 경우 '발행'이라는 용어는 해당 가상자산 "취득의 청약을 권유"(자본시장법 제9조) 등 투자자에 대한 판매행위를 포함하지 않기 때문에 투자자산시장에서의 발행으로 볼 수 없다. 따라서 발행인이 총 발행예정물량 중 보유하고 있는 가상자산을 발행하는 시기는 거래자에 대한 청약권유 등 판매행위를 하는 때이다.

12) Wemade Tree, WEMIX Whitepaper, p.32.

법안들이 국회에 발의되고 있었고 해외에서도 유사한 규제법안이 논의되고 있었다.[13] 가상자산업법안은 가상자산의 발행시 국문 백서발간의무, 가상자산 유통시 중요사항 공시의무에 관해 규정하고 있다. 따라서 해당 법안이 통과된다면, 발행인의 미공시 발행행위(미발행 보유물량 판매 포함)는 불법화된다. 또한 관련 임직원의 미공개중요정보 이용행위 여부도 쟁점화되었을 것이다. 이처럼 발행인의 미공시 매도행위가 국내외에서 불법화될 정도로 불건전하다는 사실을 인지하면서도 해당 행위를 자행한 점은 해당 상장법인이 스스로 채택한 윤리강령에 반하는 불건전한 기업활동으로 사료된다. 이러한 미공시 매도 사태는 가상자산업법이 제정되지 않음으로써 발생하는 일종의 아노미(Anomie)현상이라는 점에서 가상자산업법의 조속한 입법이 필요하다.

가상자산시장규제의 입법적 불비로 인해 발생하는 문제는 공시 이외에 이해상충 측면에서도 나타난다. 해당 상장법인은 미공시 매도가 이루어진 거래플랫폼을 운영하는 가상자산거래업자(속칭 '거래소')의 최대주주인 회사의 전환사채(CB)를 재무적 투자 목적이 아닌 전략적 투자 목적으로 대량 보유하고 있으며, 해당 상장법인의 대표이사는 해당 가상자산거래업자의 사내이사임과 동시에 해당 거래업자의 최대주주인 회사의 사내이사로도 재직 중이다. 따라서 논란이 되는 미공시 매도가 가상자산거래업자의 특수관계인(해당 상장법인)이 발행한 가상자산을 동일 거래업자의 거래플랫폼에서 유통시킨 것이 아니냐는 논란이 있을 수 있다(특금법시행령 제10조의20 위반 여부). 이에 대해 해당 상장법인은 관련 매매행위가 "규제 당국의 판단에 따라 거래 제한 대상에 해당될 가능성이 존재"한다고 공시하였다.[14] 결국 이러한 법적 불확실성을 완전히 해소하지 않고 해당 상장법인이 적극적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달하는 행위를 함에 따라, 규제리스크가 고스란히 관련 가상자산의 보유자에게 전가될 수 있다.[15] 이와 같은 논란은 금융투자상품을 거래하는 한국거래소에서는 원천적으로 발생하기 어려운 문제이다. 자본시장법에 따라 한국거래소 주주는 원칙적으로 "거래소의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하여 거래소가 발행한 주식을 소유"하는 것이 금지되기 때문이다(동법 제406조). 이러한 점에 비추어, 가상자산업법안의 입법 과정에서 가상자산거래업자 주주의 주식소유 제한에 관한 논의가 필요하다고 할 수 있다.

13) 가상자산업법 제1호 법안(이용우안)은 2021년 5월 7일 제안되었으며, 그 이전에도 동 법안 관련 공청회 등이 활발하게 이루어지고 있었다.

14) 위메이드, 2021. 12. 15, 투자설명서, p.13.

15) 머지포인트 사태 역시 해당 서비스가 법적 불확실성(해당 서비스가 전자금융거래법에 따른 선불전자지급수단에 해당하는지 여부)을 크게 안고 있는 상황에서 회사가 공격적으로 사업을 확장하던 중 갑자기 사업이 중단됨에 따라 해당 서비스 이용자가 규제리스크를 크게 부담하게 된 대표적인 예이다.

결어

살펴본 바와 같이, 국내 상장법인이 가상자산 발행을 통해 자금을 조달하는 행위는 가상자산업법 제정과 자본시장법 정비에 있어 중요한 시사점을 내포하고 있다. 무엇보다 가상자산거래에 있어서의 공시의무 등 규제공백을 해소하기 위해 가상자산업법의 조속한 통과가 필요하다. 아울러 가상자산의 증권성 평가 및 증권토큰의 유통성에 관한 자본시장 규제체계의 정비도 필요하다. 최근 금융정책당국이 가상자산의 증권성 평가를 실시하고 관련 규제체계를 손질하려는 노력은 긍정적으로 평가된다. 금융감독당국 역시 금융정책당국과 제도정비 노력을 함께 하며, 기업공시에 있어 투자자의 오인을 유발할 수 있는 가상자산 관련 용어를 정비해 나아갈 것을 기대한다.

한국거래소도 상장법인이 자금조달 목적으로 가상자산을 발행하는 경우 증권성 심사 등에 관한 절차적 요건을 부과할 필요가 있다. 아울러 상장법인이 자회사를 이용하지 않고 직접적으로 가상자산을 발행하여 자금을 조달함으로써 경영투명성을 악화시키는 위험성에 대한 대응방안을 검토할 필요가 있다. 무엇보다 상장법인은 가상자산 발행행위를 둘러싼 규제리스크를 주주 및 가상자산 보유자에게 전가시켜서는 안 될 것이다. 해당 사업에 수반되는 규제리스크를 최소화하기 위해, 법적으로 위법성 여부가 모호한 가상자산거래행위에 대해서는 규제당국에 유권해석을 질의하여 문제가 없다는 고지(fair notice)를 받은 후에 거래행위를 하여야 할 것이다.