

우리 나라 증권시장의 규제 고찰

이기환* · 윤병섭** · 김강혁***

Regulation of the Korean Stock Market

Ki-Hwan Lee, Byung-Seup Yoon, Kang-Hyuk Kim

< 목 차 >

- | | |
|-----------------|----------------------|
| 1. 증시규제의 의의 | 4. 증권감독체계 |
| 2. 증시규제의 이론적 접근 | 5. 주요 규제제도와 투자자 보호제도 |
| 3. 증시규제의 방법 | |

1. 증시규제의 의의

기업에서 필요로 하는 장기자금의 수요와 공급을 연결시켜주는 증권시장은 무엇보다도 시장참여자들에게 수익성과 안정성이 높은 금융수단(financial instruments)이 거래되는 곳으로 인식될 때 금융시장으로서의 존재 의의를 갖는다. 증권시장이 각종 금융수단을 제공하는 장소로서의 기능을 수행하기 위해서는 시장의 효율성을 유지함과 아울러 투자자를 보호하고 자원의 효율적 배분을 달성해 공익증진을 도모하여야 한다. 특히 거래되는 금융수단의 가격이 공정하게 결정될 수 있도록 시장참가자들에게 가격형성과 관련된 모든 정보를 신속하게 전달되도록 하고, 또한 수요자와 공급자간에 완전한 경쟁이 보장되어 유가증권의 가격결정이 공정하게 형성되도록 하는 것이 시장의 신뢰성을 유지할 수 있다. 이러한 목적 하에 수행되는 규제는 정보 측면에서 불리한 위치에 처해 있는 투자자를 보호하는 데도 큰 의의가 있다.

* 한국해양대학교 해운경영학부 부교수, 경영학 박사

** 경남대학교 경영학부 강사, 경영학 박사

*** 한국해양대학교 대학원 해운경영학과 석사과정

그런데 다른 시장과 마찬가지로 증권시장도 시장실패의 가능성으로 인해 정부의 규제를 받고 있는 바 우리는 여기서 증시규제의 이론적 근거와 규제방법에 대해 먼저 고찰한 후 규제기관, 규제내용 등을 살펴보기로 한다.

2. 증시규제의 이론적 접근

일반적으로 시장규제의 근거로 완전경쟁시장 하에서 일어나는 자연독점, 외부효과, 공공재 및 정보의 불균형 등에 의한 시장실패(market failure)를 제시하고 있다. 그런데 금융시장 이외의 시장에 대한 규제는 대부분 자연독점의 문제와 외부효과에 대처하기 위해 행해지고 있다. 반면에 금융시장의 경우는 정보배분상의 불완전성으로부터 기인하는 것이 가장 심각하며, <표 1>에서 요약된 바와 같이 금융시장의 규제는 독점력의 제한과 경쟁촉진, 계약당사자간의 부당침해 방지, 대리인의 행동통제 및 시장실패의 사전예방 등을 위해 행해지고 있다.

<표 1> 금융시장 규제의 동기 및 방법

| 규제동기 | 문제의 성격 | 문제해결을 위한 규제방법 |
|---------------------------------|--|--------------------------------------|
| - 독점력의 제한과 경쟁촉진 | - 카르텔 행위가 독점적 관행을 조장함 | - 독점적 관행을 방지하기 위한 규칙의 제정과 시행 |
| - 계약당사자간 정보의 차이로 인한 부당침해 기회의 축소 | - 전문지식이 없는 자(일반적으로 소비자)는 부당침해로부터 자신을 보호할 능력이 없음 | - 계약의 범위를 제한하고 정보공시를 의무화 |
| - 고용주의 이해와 상치되는 대리인의 행동기회 제한 | - 특수정보를 가지고 있는 대리인은 고용주의 희생하여 자신의 이익을 위해 그 정보를 사용할 가능성이 있음 | - 정보의 공시를 의무화하고 정보를 이용한 내부자의 거래기회 제한 |
| - 비대칭정보로 인한 시장실패의 방지 | - 금융중개기관에 대한 규제가 없다면 자금의 안정성을 우려하여 주기적으로 시장을 이탈 | - 예금보험을 실시하고 금융중개기관의 위험을 통제 |

자료: Campbell(1982), p.371.

금융시장 중 장기자금의 수급의 교량역할을 담당하고 있는 증권시장의 규제에 있어서 중요한 것은 무엇보다도 경쟁촉진목적과 대리인통제의 관점에서 많은 논의가 이루어지고 있다. 경쟁촉진과 대리인통제 등을 위해 실시되는 증시규제의 궁극적 목적은 우선 증권시장이 공정하고 정직하게 운영되어 신뢰받는 금융시장으로 유지·발전시키는 데 있으며, 다음으로 유가증권의 가격결정에 있어 효율성과 공정성을 높이는 것이다. 세 번째로는 브로

거나 딜러의 서비스제공과 그 가격결정에 있어서 효율성을 제고하는 데 목적을 두고 있다.

먼저 증권시장에서의 독점방지와 경쟁촉진의 목적을 달성하기 위해서는 증권산업에의 신규진입 제한 완화와 중개수수료의 자율화가 주요 정책과제이며 우리 나라의 경우 앞의 두 문제가 점차 해결되어지고 있는 것으로 보이지만 여전히 진입의 장벽이 존재하고 있으며, 수수료율도 1988년 6월 이후 자율화되었다고 하지만 실제로는 거래대금의 일정비율로 부과되고 있어 완전한 자율화라고 보기 어렵다. 그리고 증시에 있어서 대리인의 행동을 통제하는 방법으로는 우선 이해상충의 가능성을 지니고 있는 대리인의 행동에 대해 완전한 정보를 가질 수 있도록 공시를 요구하는 규제방법이다. 다음으로는 대리인이 두 가지 업무를 함께 수행함으로써 생기는 이해상충인 동시적 대리인 관계를 제거하는 규제방법이 있다. 통상 증시의 규제정책으로 실시되고 있는 내부자거래와 기업내용의 공시에 대한 규제가 전자의 대표적인 방법으로 유가증권가격의 공정성과 효율성에 기여할 것이다. 금융산업의 업무영역 조정에 있어서 은행업과 증권업의 분리가 동시적 대리인 문제를 해결하는 대표적인 예로서, 미국은 1933년 은행법(the Banking Act of 1933)에 의해 규제되고 있으며, 우리 나라도 현재 분리주의(specialized banking system)로 금융산업이 영위되고 있으나 최근에는 유럽이나 일본 등에서는 점차 겸업주의(universal banking system)로 이행이 되고 있어 앞으로 한국의 금융산업에서도 동시적 대리인 문제로 인해 일어나는 이해상충의 문제를 예방하기 위한 제도적 장치의 강구에 대한 논의가 있어야 될 것으로 판단된다.

한편 증시의 규제가 증시에 미치는 영향에 대한 평가는 학자에 따라 다소 상이하기도 한 바, Stigler(1964)는 미국의 SEC 설립 전후의 신규상장주식에 대한 투자수익률의 차이 분석을 통해 증시규제가 수익률에 미치는 영향을 분석하였는 바 양분석기간의 투자수익률에 차이가 없음을 밝히고 증시규제에 대해 부정적인 견해를 개진했다. 반면에 Jarrel(1981)은 미국의 신규공모주식의 수익률 분석을 통해 SEC의 규제가 수익률에 영향을 미침을 밝히고 있기도 하다. 우리 나라에 있어서도 임용기(1990)는 증시규제가 신규공개기업의 주가 수익률에 영향을 미치는 것으로 분석했다.

이러한 연구결과를 고려할 때 증시규제 자체가 주가의 움직임에 영향을 미칠 수 있으므로 우리는 증시의 운영에서 규제가 지니고 있는 중요성을 인식할 필요가 있다. 따라서 증시 운영을 책임지고 있는 관계자와 일반 투자자 모두 증시 관련 규제를 정확히 이해하고 그 내용을 숙지할 필요가 있다고 보여진다.

3. 증시규제의 방법

증시의 효율성과 공정성을 달성하고 나아가 금융시장으로서의 신뢰성을 유지하기 위해 취해지는 규제에는 크게 법적규제, 자율규제, 자율화 등으로 구분되는바, 이들 규제의 장단점을 간략히 살펴보기로 한다.

3.1 법적 규제

증권거래법 등 각종 관계 법령에 의거하여 국가기관에 의해 행해지는 규제를 법적 규제라 칭하며 정부규제 또는 공적규제라 부르기도 한다. 법적 규제의 장점은 규제기관이 이해관계에서 벗어나기 때문에 규제의 엄격성, 공정성, 형평성을 유지할 수 있다는 점이다. 또한 위반사항에 대하여 공권력에 의한 강제권을 갖고 조사를 하고 입증하기 때문에 규제의 신속성이 높아질 수 있고, 법령 위반시의 제재내용을 미리 규정해 둠으로써 예방적 효과를 거둘 수 있다.

그러나 금융환경이 급변하는 상황에서 법적 규제에만 의존할 경우 법적용의 융통성과 시장기능의 효율성이 저해되어 규제의 실패(regulatory failure)를 초래하기 쉬우므로 법적 규제와 자율규제가 조화롭게 시행되는 것이 바람직하다. 따라서 정부기관은 필요한 경우에는 언제라도 개입할 수 있는 권한을 보유하면서 일상 업무적인 사항은 자율규제기관(self-regulatory organization: SRO)에 맡기는 것이 효율적일 수 있다. 장기적으로 볼 때 증권시장의 효율화와 안정적 발전은 일반투자자나 증권관련 기관의 공통적인 이해사항이므로 관련자 스스로도 공신력 있는 자율규제를 수용할 유인이 있다. 다만 단기적이고 이기적인 이해타산으로 자율규제기관의 결정이 공익을 침해하지 않도록 공적규제기관이 감시할 필요는 있으며 자율규제기관이 준수해야 할 일반적인 사항을 명확히 할 필요가 있다.

3.2 자율규제

새로운 금융상품이 활발하게 도입되고 공시 및 감리의 내용과 범위가 다양해지고 전문화될 것이므로 증권거래에 있어서도 기존의 법적 규제 또는 공적규제에 더하여 자율규제 기능을 활성화할 필요가 있다. 증권시장의 공신력과 편의성, 유가증권의 안정성과 유동성의 확보 등은 보완적인 성격을 갖기도 하지만, 상호 상충적인 관계를 보이는 경우도 많아 일방적으로 어느 하나를 추구하기는 어렵다. 특히 증권거래에 관련되는 문제들은 대응이 지체될 경우 심각한 부작용을 초래할 가능성이 높기 때문에 신속한 대처가 요구된다. 따라서 전문성, 신속성, 탄력성의 특성을 지니고 있는 자율규제는 정보획득 측면에서 유리한 입지에 있는 증권유관기관에 의해 시행되고 있다.

우선 자율규제의 장점으로는 첫째, 법규정 자체보다도 해당행위를 규제하게 된 배경과 궁극적 목적에 바탕을 두고 변화하는 환경여건에 부응하여 현실적인 규제를 할 수 있으며, 지적위주 보다는 경영의 건실화 및 합리화를 유도하고 지원할 수 있다. 둘째, 각종 거래기법이나 이해관계가 복잡 다기해지는 상황에서 요구되는 전문성 있는 규제를 할 수 있다. 셋째, 상황에 신속하게 대처할 수 있다. 넷째, 때로는 명백하게 입증된 명문규정의 위반사항이 아니더라도 자율적 합의에 의한 권고를 할 수 있어 높은 수준의 규제를 달성할 수 있다.

반면 자율규제의 단점으로는 다음과 같은 점들을 들 수 있다. 첫째, 규제의 기준이 불확실하고 모호하게 될 우려가 있다. 둘째, 자율규제의 대상이 포괄적이지 못하여 규제가 회원을 대상으로 하는 경우에는 비회원에 대한 효과적 규제가 어려울 수 있으며 회원에 대해서도 규제사항의 이행을 강제하기 어려운 경우가 있다. 이러한 한계는 국제거래규제에서 보다 심각하게 노출되기도 한다. 셋째, 가장 우려되는 점으로 업계의 이해관계 때문에 공공적인 이해관계를 반영하지 못하는 경우가 있고, 따라서 일반의 신뢰도가 저하될 위험이 있다.

1986년 영국 증권행정감독체계 개혁의 이론적 기초를 제공한 Gower교수는 자율규제의 이점을 취하면서 있을 수 있는 부작용을 최소화하는 방법으로 자율규제기관이 법적인 뒷받침을 받고 법령의 체계내에서 권한을 위임받아 자율적으로 규제하는 방식을 제안하였다¹⁾.

영국에서는 1986년 「빅 뱅」(Big Bang) 이후 새로 설립된 공적규제기관인 증권투자위원회(SIB: Securities and Investments Board)가 투자업에 관련된 각 업종별로 자율규제기관과 그 시행규정을 공인한 후 이들 공인자율규제기관(recognized self-regulatory organization)이 감독 및 규제의 일차적 임무를 수행하고 있다. 그러나 내부자거래와 같이 증권시장의 공신력과 직결되는 사항에 대해서는 재무성이 직접 규제하고 있다. 자율규제기관이 가지는 단점을 보완하기 위해 SIB는 자율규제기관을 공인하기에 앞서 동 기관에 대한 회원사의 가입과 탈퇴를 정하고 있는 규칙의 공정성과 합리성 여부, 독자적인 재정확보 여부, 그리고 회원사에 대한 지도훈련능력 구비여부 등을 확인하는데 이는 또한 각종 협회 등 기존의 사적기관이 자율규제의 기능을 공신력 있게 담당할 수 있는 필요조건이라 할 수 있을 것이다.

자율규제의 범위가 넓어지는 반면 그 강도 또한 강화되고 있는 것이 오늘날의 세계적인 추세라고 볼 수 있다. 시장의 탄력성과 효율성을 제고시키기 위해서 우리 나라에서도 점차 자율규제를 확대하고 있는 추세이다.

3.3 자율화

공적규제나 자율규제의 어느 형식을 취하든 규제는 자유경쟁시장 메커니즘이 원활하게 작용하지 못해 소기의 성과를 기대하기 어렵거나 예상되는 부작용이 국민경제에 미치는 영향이 심각할 때 그 타당성을 지니게 된다. 증권시장발전의 초창기에는 거의 모든 것이 규제의 대상이 되었으나 어느 정도 성장함에 따라 시장기구에 일임하는 것이 더 효율적일 수 있다.

우리 나라에서 증권시장을 육성 발전시키던 1960년대와 1970년대에는 정부가 민간에 비해서 정보의 우월성을 지니고 있었다고 할 수 있었으나, 1980년대를 거치면서 규모가 커지

1) HMSO, (1982), p.82.

고 거래의 양상이 복잡하게 됨에 따라 계획과 정부주도에 의한 발전전략은 많은 부문에 있어서 시장메커니즘에 비해 비교우위를 상실하게 되었다. 따라서 공적기관에 의한 직접규제로부터 자율규제로의 이행이 촉구되고 있으나 자율규제는 자칫 특정이해집단의 담합행위로 인한 불공정거래를 유발할 수 있으므로 자율규제가 특정이해관계자의 이익을 보호하는 관행으로 나가지 않도록 주의해야 할 것이다.

시장이 발전되어감에 따라 공공성과 안정성을 해치는 이익상충을 이용한 부정행위, 내부자거래, 부실공시, 가격조작행위 등 불공정거래는 오히려 시장으로부터 배척받아 사라지게 되는 경향이 있으므로 효율성을 강조하는 시장기구가 더욱 활력을 얻게 될 것이다. 최근 미국, 영국, 일본 등 주요선진국의 금융시장의 규제를 점차 완화해 가고 있는 것은 시장기구에 의한 자율기능을 제고하려는 정책적 목표가 내포되어 있다고 볼 수 있으며, 우리나라에서도 점차 자율기능을 강화해 가는 것도 이러한 맥락에서 이해될 수 있다.

4. 증권감독체계

우리 나라의 증권시장에 대한 감독과 규제를 담당하는 기관으로는 법적 규제기관과 자율규제기관으로 나눌 수 있는 바, 전자에는 재정경제부와 금융감독위원회가 있으며, 후자에는 한국증권거래소와 한국증권업협회가 있다.

4.1 법적 규제기관

우리 나라의 법적 규제체계는 [그림 1]과 같은 바, 재정경제부는 증권관련기관의 설립인·허가와 법령 제·개정 권한을 보유하고 있으며, 금융감독위원회는 증권기관의 경영관련 업무의 인·허가 및 건전성 유지, 증권기관의 감독권한을 보유하고 있다.

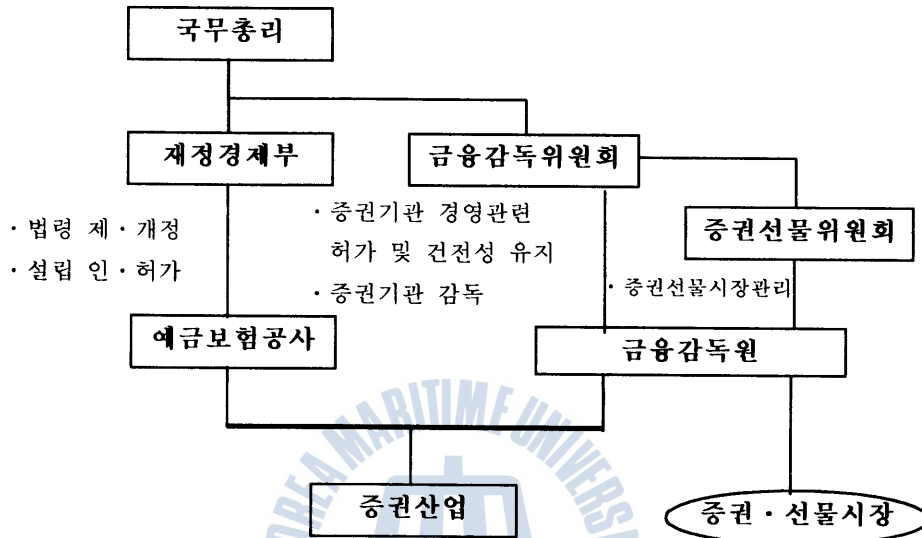
4.1.1 재정경제부

법적 규제기관인 재정경제부가 “증권거래법”(이하 법) 등에 근거하여 담당하는 주요 업무로는 첫째, 증권회사 및 증권관계기관에 관한 인·허가권이다. 증권거래법에 명시된 재정경제부의 권한에 대한 구체적 규정을 보면, 증권금융회사(법 제145조), 명의개서대행회사(법 제180조) 등의 설립허가권, 기타 증권관계단체의 인·허가 권한(법 제181조)을 갖고 있다. 또한 금융기관의 퇴출을 관장하는 예금보험공사를 감독하고 있다²⁾. 둘째, 증권거래법 등 증권관련 법률의 제정 및 개정권을 갖고 있다. 끝으로, 유가증권의 유통시장으로서 중요한 기능을 수행하고 있는 한국증권거래소에 대한 감독에 대한 권한이 있다. 즉 재정경

2) 지금의 예금보험공사는 과거 은행의 퇴출을 관장하던 예금보험공사, 증권회사를 관장하던 증권투자자보호기금, 종합금융회사와 신용 금고 등을 관장하던 신용관리기금을 통합한 기구이다.

제부장관은 증권거래소의 이사장 정관변경인가권(법 제74조 제2항) 등 조직 및 운영에 관한 감독권을 보유하고 있다.

[그림 1] 증권시장의 규제체계



자료: 김석진 외(1998).

4.1.2 금융감독위원회

1998년 4월에 제정된 법률에 의해 발족한 금융감독위원회는 건전한 신용질서와 공정한 금융거래관행을 확립하고 예금자 및 투자자 등 금융수요자를 보호함으로써 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 하고 있다³⁾. 금융감독위원회가 금융시장 및 산업에 관한 규제업무를 수행하기 위해 금융감독원을 두고 있는 바, 이는 종전의 은행감독원, 증권감독원 및 보험감독원을 통합한 기구이다. 이 기구는 현재 증권산업 뿐만 아니라 우리나라의 금융산업 전반에 관한 규제업무를 담당하고 있다. 금융감독위원회는 9인의 위원으로 구성되어 있으며, 그 주요 업무는 다음과 같다.

(1) 금융감독위원회의 주요 업무

금융감독위원회가 현재 담당하고 있는 주요 업무로는

- ① 금융기관에 대한 감독과 관련된 규정의 제정 및 개정,
- ② 금융기관의 경영과 관련된 인·허가,

3) IMF 이후 정책당국은 금융기관에 대한 보다 체계적이고 효율적인 감독에 대한 필요성을 실감하여 그 간 은행, 증권, 보험 등으로 나누어져 있던 감독기구를 통합하는 법안인 “금융감독기구의 설치 등에 관한 법률”을 제정하여 금융감독위원회가 발족하여 이제는 금융감독이 통합적으로 이루어질 수 있는 기반을 마련되었다.

- ③ 금융기관에 대한 검사·제재와 관련된 주요사항,
- ④ 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등과 관련된 주요사항,
- ⑤ 기타 다른 법령에서 금융감독위원회에 부여된 업무에 관한 사항의 심의·의결 등이다. 그리고 금융감독위원회는 증권시장 및 산업에 대한 실질적 업무를 수행하는 금융감독원의 업무·운영·관리에 대한 지시·감독을 하고 있기도 하다.

(2) 증권관련기관 및 증권회사에 대한 감독

유가증권의 유통시장 기능을 수행하고 있는 증권거래소에 대한 금융감독위원회의 권한으로는 우선 유가증권시장 승인 및 제규정을 심의할 수 있다. 그리고 금융감독위원회는 공익 또는 투자자보호를 위하여 증권거래소의 업무 등에 대한 검사권을 갖고 있다. 그 외 증권유관기관인 증권예탁원과 증권금융회사에 대한 업무관련규정 승인, 임원해임, 영업정지 명령 등을 할 수 있으며, 그리고 증권업자의 단체인 증권업협회의 정관 및 규정 등의 변경과 업무정지명령, 임원해임 등을 할 수 있다.

한편 금융감독위원회는 과도한 투기거래의 방지와 공익 또는 투자자 보호를 위하여 유가증권의 발행 및 유통업을 전업으로 하는 증권회사에 대해 필요한 조치를 할 수 있다(증권거래법 제54조).

(3) 증권시장에 관한 감독

금융감독위원회는 유가증권시장에서 증권의 공정한 가격 형성과 거래질서를 유지하기 위하여 유가증권의 발행과 거래에 대한 각종 권한을 행사하고 있다. 우선 유가증권의 발행·관리와 관련한 업무로는 유가증권발행인의 등록업무(법 제3조~제6조), 유가증권모집 및 매출신고서의 심사·수리(법 제8조~11조), 유가증권신고의 검사(법 제19조) 등이 있다. 다음으로는 증권시장의 공정거래질서 유지를 위해 기업내용공시, 내부자거래, 시세조종행위 등 불공정거래에 대한 조치가 있다. 끝으로 상장법인의 관리에 대한 업무인 재무구조개선 유도, 합병신고서 수리, 상장법인의 회계처리원칙 및 재무제표규칙의 제정 등이 있다.

4.1.3 증권선물위원회

1998년 4월에 제정된 “금융감독기구의 설치 등에 관한 법률”에 의해 종전의 증권관리위원회를 개편한 것으로 1999년 4월 선물시장의 개편과 더불어 증권시장과 관련한 주요 의사결정 뿐만 아니라 선물시장에 대한 주요 의사결정도 담당하고 있다.

증권선물위원회는 5인의 위원으로 구성되어 있으며 그 주요 업무로는

- ① 증권·선물시장의 불공정거래 조사,
- ② 기업회계의 기준 및 회계감리에 관한 업무,
- ③ 금융감독위원회가 심의·의결하는 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등과 관련된 주요사항에 대한 사전심의,
- ④ 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등을 위하여 금융감독위원회로부터 위임받은 것 등이다.

4.1.4 금융감독원

금융감독원은 금융감독위원회 또는 증권선물위원회의 지시를 받아 금융기관에 대한 검사·감독업무 등을 수행하는 무자본특수법인으로서 1999년 1월1일부로 출범하였다. 금융감독원은 독립된 별도의 법적 규제기관이지만 금융감독위원회와 증권선물위원회의 지시 및 감독 하에 실질적으로 동 위원회의 업무를 집행하는 기관이다⁴⁾.

1999년 1월 새로이 출범한 금융감독원은 이전의 증권감독원보다 훨씬 광범위한 업무를 수행하는 기관으로 주요 취급 업무로는 우선 금융기관의 업무 및 재산상황에 대한 검사, 법령의 규정에 의한 제재, 금융감독위원회 및 증권선물위원회의 업무보좌, 기타 법령에서 금융감독원이 수행하도록 하는 업무 등을 담당한다⁵⁾. 그리고 금융감독원은 검사가 위탁된 대상기관에 대하여 업무 수행을 위해 필요하다고 인정하는 때에는 해당 기관에 대하여 업무 또는 재산에 관한 보고, 자료의 제출, 관계자의 출석 및 진술을 요구할 수 있다.

4.2 자율규제기관

증권시장 및 산업이 점차 복잡해지고 전문화됨과 아울러 산업 자체가 지니고 있는 특성으로 인하여 엄격하면서도 신속한 규제가 요구되는 바, 정책당국에서는 증권시장 및 산업에 대한 규제를 업계의 유관기관에 상당한 부분을 일임하여 시장 내지 업계 스스로 시장 참여자의 권익을 보호하도록 유도하고 있다. 이처럼 업계 자체에서 시장의 공익성과 신뢰성을 확보하기 위하여 규제를 실시하도록 하고 있는 바 그 주요 기관으로는 한국증권거래소, KOSDAQ 그리고 한국증권업협회가 있다.

4.2.1 한국증권거래소

한국증권거래소(Korea Stock Exchange: KSE)는 상장법인에 의해 발행된 유가증권의 원활한 유통과 유가증권의 공정한 가격 형성 및 안정을 위해 증권거래법에 의해 설립된 제도화된 증권시장이다(법 제71조). 증권거래소는 상장된 증권을 대상으로 지속적인 집단 경쟁매매를 성사시키는 조직화된 시장으로 공정한 거래를 위하여 거래원의 자격을 엄격히 제한하고 있으며, 일정한 규칙과 규제하에 운영되고 있다.

한국증권거래소(KSE)는 회원사의 출자에 의해 운영되고 있는 회원제 성격을 지닌 민영화된 기관이나 공공성을 강하게 지니고 있다⁶⁾. 한편 한국증권거래소의 회원이 아닌 자는

4) 1999년 1월 금융감독위원회가 설립되기 전에는 증권감독원에서 증권거래법에 의해 설립된 증권회사, 증권금융회사, 투자자문회사를 감독하고, 투자신탁회사와 종합금융회사는 재정경제부에서 직접 감독을 하였다.

5) 금융감독원의 검사를 받는 기관으로는 은행, 증권회사, 증권금융회사, 투자자문회사, 보험회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 신용협동조합, 신탁회사, 여신전문금융회사, 선물회사 등으로 금융업을 수행하는 거의 모든 기관을 포함하고 있다.

6) 여기서 회원제라는 제도는 증권업자가 증권거래소의 회원으로서 공동으로 출자하고, 회원 상호간의 신용을 기초로 하여 증권거래소의 조직과 운영에 참여하는 제도이다 (김석진의

유가증권시장에서의 매매거래를 하지 못하도록 하고 있어(법 제85조), 회원은 유가증권시장에서의 매매거래에 관한 독점적 지위를 갖는다. 한국증권거래소의 회원은 정관이 정하는 요건을 갖춘 증권회사이어야 하며(법 제76조의 2), 현재 정관에서는 비정원제를 채택하고 있다. 거래소 회원은 출자액에 따라 책임을 지며 가입·탈퇴, 지분의 양도 및 반환은 증권거래소의 승인을 얻어야만 가능하다(법 제76조의 3부터 제76조의 5).

한국증권거래소의 주요업무로는 유가증권시장의 개설업무, 유가증권의 매매업무, 유가증권시장의 개설에 수반되는 부대업무 등이다(법 제73조, 한국증권거래소정관 제6조).

4.2.2 KOSDAQ

KOSDAQ시장은 1996년 7월 1일부로 종전의 장외주식시장을 새로이 개편하여 출범한 중소기업 및 벤처기업을 위한 새로운 증권시장으로 한국증권협회 및 증권회사가 공동으로 출자하여 설립하였다. KOSDAQ시장도 거래소시장과 마찬가지로 유가증권의 공정한 가격형성과 유통의 원활화를 위하여 거래소와 유사한 자율규제를 실시하고 있다. 우선 KOSDAQ에 등록할 수 있는 법인에 대한 요건을 규정하고 있고, 그리고 공시제도를 통한 등록기업의 재무 및 영업 상태를 적기에 공개하도록 하고 있으며, 내부자거래 등에 대한 규제도 수행되고 있다.

최근 벤처기업의 육성 및 자금조달과 관련하여 KOSDAQ시장이 투자자들의 관심의 대상이 되고 있으며 실제 KOSDAQ 등록 기업에 대한 투자자도 종전에 비해 상당히 활성화되고 있는 추세이다. 이러한 점을 감안하여 관련 당국은 본 시장에서 거래되는 증권에 대한 규제도 보다 엄밀한 차원에서 이루어져 시장참여자들을 보호할 필요가 있다.

4.2.3 한국증권업협회

우리 나라 증권회사 및 외국계 증권회사의 권익을 도모하기 위하여 설립된 한국증권업협회는 공적 성격을 띤 비영리 사단법인으로 회원사들의 증권업무에 대해 감독하는 자율규제기관이다. 한국증권업협회는 우선 증권회사 상호간에 업무질서를 유지하고, 유가증권의 매매거래를 공정히 하며, 투자자를 보호하는 데 그 의의를 두고 있다(법 제162조 제1항). 그리고 본 협회는 증권에 관한 조사연구 및 선전을 통하여 증권업의 건전한 발전을 도모하며, 기업자금의 직접조달과 산업민주화를 촉진하기 위하여 유가증권의 인수, 모집, 매출의 주선에 관한 업무를 협의·조정함으로써 경제건설에 공헌하는 데 목적을 두고 있기도 하다.

한국증권업협회의 주요업무로는 증권업자 상호간의 질서유지, 유가증권 매매거래의 공정과 투자자보호에 관련된 업무 등이다. 한국증권업협회는 공정관습규칙을 제정·시행하며(정관 제11조), KOSDAQ시장을 관리하고, 협회원과 고객간 또는 회원상호간의 분쟁을 처리하는 증권사고분쟁근절위원회를 설치하여 운영한다. 또한 협회원에 대하여는 정관 또는

(1998), p.227.)

제규정을 준수하도록 하고 있으며, 업무수행을 위해 필요한 경우 협회원에 대하여 당해 사항에 관한 보고 또는 자료의 제출을 요구할 수 있다. 회원이 관계법령 기타 업무규칙 등을 위반할 경우 회원권의 정지 또는 제명처분을 할 수 있다.

5. 주요 규제제도와 투자자 보호제도

5.1 정보공개와 시장의 효율성

증시에서 유가증권의 가격이 공정하게 형성되기 위하여서는 증권발행기업에 대한 정보가 신속하고 정확하게 시장 참여자들에게 전달되어야 하는 바, 오늘날 자본시장운영에 있어서 가장 중요시되는 것이 정보의 효율성이다. 정보의 효율성은 시장에서 거래되는 증권 가격의 이용 가능한 모든 관련 정보를 충분히 그리고 즉각적으로 반영하여 시장가격이 그 증권의 내재가치를 적절히 내포하고 있는 상태를 의미한다. 정보의 효율성은 증권정보가 즉각적으로 공평하고 저렴하게 시장참여자들에게 배분되고 가격에 정확하게 반영될 때 달성된다. 여기서 우리는 증권 관련 정보가 시간적으로 시차를 두지 않고 시장에 전달되어야 하며 또한 투자자들이 정보탐색에 있어 비용 부담이 적어야 함을 알 수 있다. 이처럼 정보가 시장에 신속하고 정확하게 전달될 때 어떤 특정 투자자가 정보의 우위를 이용하여 비정상적 이익을 취할 수 없게 될 것이다. 이렇게 됨으로써 일반투자자를 비롯한 모든 참여자들이 공평하고 공정한 가운데 투자에 참여할 수 있고 증시 또한 신뢰성을 유지하며 계속적으로 투자의 장으로서 그 역할과 기능을 다 수행할 수 있을 것이다.

한편 증권시장에서의 정보가 신속하고 정확하게 증권가격에 반영될 수 있도록 증권시장 규제기관은 증권발행 기업으로 하여금 기업내용에 대해 정기적으로 그리고 수시로 경영상황에 대한 변화가 있을 경우 시장에 알려 투자자들의 투자결정을 할 때 정보왜곡으로 인한 잘못된 투자가 이루어지지 않도록 하고 있다.

5.2 기업내용공시제도

5.2.1 기업내용공시제도의 의의

기업내용공시는 특정 유가증권의 투자판단에 필요한 기업내용에 관련된 정보를 신속하고 정확하게 투자자에게 알리는 것을 말하는 것으로 증시에서의 공정한 거래와 가격의 형성을 위해 필수적으로 필요한 제도의 하나이다.

자율화된 자본시장의 특징은 기업들의 자본조달이 기업의 내용과 신용도에 따라서 차등화된 가격 또는 금리에 의해 이루어진다. 이러한 시장에서는 내용이 건실한 기업은 보다 유리한 조건의 자금조달을 위하여 자발적으로 기업내용을 공개하려 할 것이다. 이 경우 공시에 소극적인 기업은 내용이 부실하거나 신용도가 낮은 기업으로 평가되고 자본조달조건

은 상대적으로 악화될 것이다. 여기서 기업내용공시는 기업이 발행한 유가증권의 투자판단에 필요한 기업의 경영내용을 주주, 채권자, 거래처 및 일반투자자 등 기업의 모든 이해관계자에게 알려 투자결정에 도움을 주려는 것이다. 특히 투자판단에 도움이 되는 기업내용으로는 기업의 경영실적, 재무상태, 신제품의 개발, 증자 등 주식가격에 영향을 미칠 수 있는 정보를 말한다.

그러나 기업내용에 관한 정보의 제공을 기업의 자발적인 공시에만 의존하는 데는 한계가 있으며 이러한 한계를 해결하기 위한 목적에서 기업내용공시는 규제의 대상이 되고 있다. 자발적 공시의 한계는 공시정보의 외부효과, 공시지연 유인의 존재, 그리고 악재성 정보의 공시회피로 대별된다⁷⁾.

현재 우리 나라는 공시에 대한 규제는 자발적인 공시의 한계를 극복하고 정확하고 충분한 공시, 신속한 공시, 그리고 악재의 누락이 없는 신뢰성 있는 공시를 보장하기 위하여 이루어진다. 이러한 공시가 이루어질 때 정보탐색비용의 감소, 정보배분의 공평성 증가, 위험부담의 감소와 합리화가 가능해지고 경제전체적으로는 증권시장의 신뢰성 확보, 자원배분의 효율화, 그리고 기업자본비용의 감소 등의 긍정적인 효과가 얻어질 것이다.

5.2.2 공시제도의 현황

우리 나라의 기업내용공시제도는 공시주의를 기본철학으로 하고 있다. 공시주의는 기업으로 하여금 그 내용을 완전히 공시하도록 하고 투자자들이 자신의 판단과 책임하에 투자결정을 하도록 하는 방법이다. 이에 비하여 규제주의는 행정기관이 사전에 유가증권의 실질적인 내용을 심사하여 투자자의 이익을 해칠 것이 우려되는 증권은 이의 발행을 제한하는 제도이다. 우리 나라는 기본적으로는 공시주의를 택하고 있으면서 부분적으로는 규제주의를 수용하고 있다.

증권거래법에 규정된 기업내용공시제도는 기업이 유가증권을 모집·매출할 때의 공시의무를 규정한 발행시장공시제도와 발행기업이 유통시장에서 거래되는 유가증권에 관한 투자판단자료를 정기적으로 그리고 수시로 제공해야 할 의무를 규정한 유통시장공시제도로 구분된다.

1) 발행시장공시제도

발행시장에서의 기업내용공시는 세 가지로 대별되는 바, 우선 유가증권의 모집 및 매출시 제출하는 유가증권신고서, 다음으로 신고의 효력이 발생한 유가증권의 모집·매출시에 투자자들에게 공람 내지 교부하는 사업설명서(prospectus) 그리고 모집·매출한 유가증권의 발행 또는 매도가 종료된 때 제출하는 유가증권 발행실적보고서 등이다.

(1) 유가증권신고서

발행시장에서의 공시제도로서 발행기업은 유가증권의 모집·매출시 회사의 개황, 사업내용, 재무상황, 모집·매출방법, 자금의 용도 등이 기재된 유가증권신고서를 금융감독

7) 보다 자세한 논의는 이영기, 남상구(1994), pp.204-207을 참조하십시오.

위원회에 제출해야 한다. 이 신고서는 수리된 다음 일정기간이 지나면(주식의 모집·매출시 20일, 유상증자시 7일 등) 효력이 발생하며 효력발생 이후에 당해 유가증권을 모집·매출할 수 있다. 금융감독위원회는 필요할 경우 정정신고서의 제출을 명할 수 있으며 발행기업도 청약일 개시전에 당해신고서의 기재사항에 변경이 있는 때에는 정정신고서를 제출할 수 있다. 정정신고서가 제출된 경우에는 이것이 수리된 날에 당해신고서가 수리된 것으로 본다.

(2) 사업설명서

신고의 효력이 발생한 유가증권의 발행기업은 사업설명서를 작성하여 일반이 열람할 수 있도록 당해기업의 본지점, 금융감독위원회, 증권거래소, 그리고 청약사무취급서에 비치하여야 한다. 사업설명서에 기재하는 사항은 유가증권의 발행가액, 청약기간, 납입기간, 유가증권신고서 사본 및 사업설명서를 일반인에게 열람시킬 장소 등으로 이루어진다. 사업설명서 가운데 예비사업설명서는 신고의 효력이 발생되기 전에 공시기간을 충분히 갖기 위하여 작성되는 것으로서 신고서와 동시에 제출되어야 하고 본 사업설명서는 효력발생일에 위원회에 제출된다. 본 사업설명서에는 정부가 신고서의 기재사항이 진실 또는 정확하다는 것을 인정하거나 당해 증권의 가치를 보증 또는 승인하는 것이 아니라는 사실을 기재하여야 한다.

(3) 유가증권발행실적보고서

발행기업은 당해 증권의 발행이 완료되었을 때 발행인과 간사기관의 명칭·주소, 청약 및 공시이행에 관한 사항, 증권교부일 및 상장일자 등을 기재한 유가증권발행실적보고서를 금융감독위원회에 제출하여 일반에게 열람되도록 하여야 한다.

2) 유통시장공시제도

흔히 우리가 증권시장이라고 할 때는 발행된 유가증권이 거래되는 유통시장을 의미하는데 이 시장은 세 가지 측면에서 효율성이 달성되어야 한다. 즉 자원의 배분 측면에서의 효율성, 시장의 제도적 운영 측면에서의 효율성 그리고 증권발행기업의 정보의 신속하고 정확한 전달 측면에서의 효율성 달성인 바, 이러한 세 가지의 효율성은 공시제도를 통해 달성되고 있다. 특히 유통시장에서의 공시제도에는 크게 기업의 내용을 정기적으로 알리는 정기공시와 투자자 보호를 위해 수시로 적기에 공시하는 수시공시로 대별된다.

(1) 정기공시

● 사업보고서

정기공시제도로서는 사업보고서 및 반기보고서의 제출의무가 있다. 사업보고서는 주권, 무보증사채권 등의 발행기업이 각 사업년도 경과 후 90일 내에 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회에 제출하여야 하며 감사인의 감사보고서를 첨부하여야 한다. 사업보고서의 제출 의무가 있는 기업은 거래소의 상장법인과 KOSDAQ 등록법인이며, 주요 공시내용은 회사의 개황, 사업의 내용 및 재무에 관한 사항 등이다.

● 반기보고서

반기보고서는 사업년도 개시일부터 6개월간의 사업내용과 재무상황 등을 기재한 것으로서 당해기간 경과후 45일내에 금융감독위원회와 증권거래소 내지 협회에 제출해야 하며 감사인의 감사의견 대신 확인 및 의견표시로 갈음할 수 있다.

(2) 수시공시

수시공시는 상장기업의 현재의 경영이나 유가증권의 권리내용에 관한 변동사항을 적시에 공시하여 투자자들의 투자판단에 필요한 최신정보를 제공하기 위한 목적으로 이루어진다. 증권거래법 제186조는 부도나 은행거래중지, 영업활동의 정리, 회사정리 개시신청, 사업목적 변경, 증자나 감자 등 법인경영에 관해 중대한 영향을 미칠 사실이 발생한 때에는 “지체없이” 금융감독위원회와 거래소에 신고하도록 규정하고 있다. 또한 공정거래와 투자자보호를 위해 거래소는 풍문이나 보도의 사실여부에 대해 상장기업의 확인을 요구할 수 있으며 가격이나 거래량에 현저한 변동이 있는 경우에는 중요정보의 유무에 대한 공시를 요구할 수 있다. 이 경우 상장회사는 즉시 이에 응해야 하는 조회공시 의무를 부여받고 있다.

증권거래법 200조의 2 제1항은 본인 및 특별관계자가 보유하는 주식의 수가 총주식수의 5% 이상 소유하는 자는 그 보유사항을 금융감독위원회와 거래소에 보고하여야 한다. 그리고 다른 법인과 합병하고자 하는 경우에도 관련내용을 금감위와 거래소에 보고하여야 한다.

(3) 직접공시와 간접공시

증권거래소의 상장법인의 직접공시 등에 관한 규정은 상장법인이 직접공시하거나 거래소에 신고해야 할 사항을 규정하고 있다. 직접공시는 상장법인과 투자자를 직접 연결하는 공시제도로서 상장법인의 공시책임자가 거래소가 운영하는 공시방송망을 통하여 직접 공시하며 공시전용자동음성응답시스템, 한국증권전산(주)의 증권정보문의 단말기 및 증권업협회의 증권시장지를 통해서도 공시된다. 직접공시사항(상장법인의 직접공시 등에 관한 규정 제4조)은 사유발생일 당일에 직접공시하고 그 내용을 지체없이 거래소에 문서로 제출하여야 한다.

간접공시는 상장법인이 거래소에 신고한 내용을 거래소가 당해 기업을 대신하여 공시하는 것으로서 사유발생일로부터 2일 이내에 거래소에 신고해야 한다(공시규정 제5조). 조회공시는 상장법인에 관한 풍문 또는 보도가 있는 경우 또는 시황변동이 현저한 경우 거래소가 이에 대한 사실여부나 중요정보의 유무를 당해 법인에 요구하면 1일 이내에 직접공시의 방법으로 이에 응해야 한다.

5.2.3 불성실공시

불성실공시는 공시하여야 할 의무를 실천하지 않는 공시불이행과 공시의무를 실행하였으나 그 내용이 허위이거나, 부실하다는 이유로 내용을 뒤집는 공시 반복이나 일부 중요한 내용 자체를 변경하여 공시하는 공시변경도 불성실공시에 해당된다.

우선 불성실공시에 있어 가장 뚜렷한 것이 공시불이행인바 이에 해당하는 주요 사유로는

- ① 직접공시사항을 공시사유가 발생한 당일에 이를 공시하지 아니한 때,
- ② 간접공시사항을 공시사유가 발생한 날로부터 2일 이내에 이를 공시하지 아니한 때,
- ③ 조회공시에 대하여 공시요구일로부터 1일 이내에 이를 공시하지 아니한 때,
- ④ 미확정공시에 대하여 재공시를 하지 아니한 때,
- ⑤ 사업보고서 및 반기보고서를 법정기한 내에 제출하지 아니한 때, 다만 법정제출기간 중에 신규로 주권을 상장한 법인이 동 제출기한으로부터 20일 이내에 동 보고서를 제출하지 아니한 때 등이다.

불성실공시에 있어 두 번째로 중요한 것으로 공시번복이 있는 바, 이에 해당하는 사유로는

- ① 이미 직접공시 또는 간접공시한 내용의 전면 취소, 부인 또는 이에 준하는 내용을 공시한 때,
- ② “사실무근” 또는 “중요한 정보 없음” 조회공시한 후 1월 이내에 기공시 내용과 상반되는 내용을 결정한 때 등이다.

5.2.4 공시의 위반에 대한 제재

거래소의 상장법인과 KOSDAQ의 등록법인이 공시규정에 의한 공시의무사항과 기타 주가에 영향을 미칠 수 있는 사항을 자발적으로 성실히 공시할 의무가 있다. 그러나 이를 지키지 아니할 경우 앞에서 살펴본 바와 같이 불성실공시가 되며 이러한 불성실 공시에 대해서는 제재가 가해지고 있다.

규제당국에서 실시하고 있는 불성실공시 법인에 대한 제재 사항으로는 매매거래정지, 불성실공시사실의 공표, 상장 내지 등록 폐지, 당해 기업의 임원 해임권고, 유가증권 발행의 제한 등이 있다.

5.3 내부자거래 규제

5.3.1 내부자거래규제의 의의

내부자거래는 통상 당해 기업의 임직원 등이 공개되지 아니한 미공개 정보를 이용하여 유가증권의 거래에서 부당한 이득을 취하는 불공정한 투자행위를 말한다. 내부자거래의 규제는 상장회사의 내부자가 중요한 내부정보를 미공개된 채로 이용하는 것을 적극적으로 금지하기 위한 것이다. 정보이론에서 잘 알려져 있는 바와 같이 미공개된 정보를 가진 자는 그 정보의 공표 이전에 그 정보의 독점으로부터 얻을 수 있는 이익을 자신이 차지하도록 사전조치를 취한 후에야 그 정보를 공표할 유인을 갖는다. 따라서 내부자거래의 허용은 정보확산의 지연, 투자자들의 사적 정보획득을 위한 자원의 지출, 불균등한 정보의 배분과 이에 따른 투자자들의 피해, 단기매매의 성행, 과도한 위험부담 등의 문제를 초래한다. 나

아가 내부자거래는 증권시장에 대한 투자자들의 신뢰를 저하시켜 시장이탈을 초래함으로써 증권시장의 발전을 저해할 수 있다.

한편 내부자거래의 규제에 반대하는 견해도 있는 바 이들은 규제의 실효성에 대하여 회의적인 견해를 갖고 있으며 또한 내부정보의 독점에서 얻는 이득이 대주주, 경영자 등 내부자의 창조적 활동에 대한 적절한 보상이 된다고 한다. 내부자거래규제의 실효성에 대한 회의에는 상당한 근거가 있으며 사실 우리 나라 내부자거래 규제제도도 소기의 목적을 달성하고 있는지 판단하기 어렵다. 내부자거래가 내부자의 업무수행노력에 대한 보상의 한 방법으로 이용될 수 있다는 견해는 이러한 보상방법이 내부자가 부담하는 위험을 과도하게 증가시키기 때문에 적절하지 못하다는 반론에 직면해 있다. 내부자거래는 내부자가 보유한 정보가 주가변화를 통해 시장에 전파되는 계기가 되기 때문에 증권시장의 정보효율성에 기여한다는 주장도 제기된다. 그러나 내부자거래는 내부정보의 이용목적 외에도 개인적인 유동성의 확보, 투자포트폴리오의 조정, 소유지분의 변경 등 개인적 필요에 의해서도 발생한다. 따라서 내부자가 어떠한 이유에서 거래했는지에 대한 정확한 정보가 없는 상황에서는 내부자거래의 정보효과는 제한적일 수 밖에 없다. 또한 내부자거래를 허용할 경우에는 내부자가 허위정보를 유출하게 될 가능성도 있으며 기업이나 주주의 이익보다는 자신의 이익을 위해 자의적으로 내부정보를 관리하게 될 가능성도 있다. 이상과 같이 내부자거래의 긍정적효과로 주장되는 내용들은 제한적이거나 받아들이기 어려우며 증권시장에 대한 신뢰성 저하 등의 부정적 효과는 중대한 문제가 될 수 있기 때문에 내부자거래는 거의 모든 국가에서 엄격히 규제되고 있다.

5.3.2 내부자거래규제의 현황

우리 나라의 증권거래법(제188조의 2)에서는 상장법인 또는 등록법인의 내부자가 당해 법인이 발행한 유가증권의 매매 또는 기타 거래와 관련하여 내부정보를 이용하거나 다른 사람으로 하여금 이를 이용하지 못하도록 규정하고 있다. 이러한 내부자거래의 규제는 1991년 및 1997년의 증권거래법 개정으로 내부자 및 내부정보의 범위가 확대됨과 동시에 규제위반에 대한 규제가 보다 체계화되었다.

증권거래법에서 정의하고 있는 내부자의 범위를 보면,

- ① 상장법인 또는 등록법인의 임직원 및 그 대리인을 포함하는 회사내부자,
- ② 법령에 의한 허가, 인가, 지도, 감독 등의 권한을 가지는 자와 당해 법인과 계약을 체결하고 있는 자도 내부자거래의 규제대상으로 정의되어 있다(법 제188조의 2 제1항 3, 4호).
- ③ 앞의 두 범주에 해당하는 자의 대리인, 사용인, 기타 종업원 등으로 되어 있다(법 제188조의 2 제1항 5호).

그런데 여기서 우리가 유념하여야 할 사항은 앞에서 열거한 자가 거래하였다고 하여 모두 내부자거래가 되는 것이 아니고 이러한 자가 일반인에게 공개되지 아니한 정보를 직무

와 관련하여 알고 이를 이용하여 거래하였다는 소위 직무관련성과 내부정보 이용거래라는 것이 전제되어야만이 내부자거래가 된다.

내부자거래에 있어 내부정보에 해당하는 미공개정보는 일반인에게 공개되지 아니한 중요정보로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것을 의미하며 다음 사항들이 포함된다.

- ① 부도 또는 은행거래정지
- ② 영업정지
- ③ 회사정리절차의 개시 또는 신청
- ④ 사업목적의 변경
- ⑤ 재해손실의 발생
- ⑥ 중요한 소송의 발생
- ⑦ 영업의 양수도 및 합병
- ⑧ 해산사유의 발생
- ⑨ 증자 또는 감자 결의
- ⑩ 조업중단
- ⑪ 은행관리의 개시
- ⑫ 기타 회사경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실의 발생
- ⑬ 타회사가 발행한 유가증권의 공개매수의 실시나 이의 중지

한편 기업의 주요 정보가 다수인이 알 수 있도록 공개되면 내부정보에서 해제된다. 이러한 규제 대상이 되는 내부정보를 공개하여 규제대상에서 벗어나는 방법을 보면, 첫째, 금융감독위원회, 증권거래소 그리고 협회가 정하는 바에 의해 비치한 날로부터 1일, 둘째, 2개 이상의 신문에 보도된 후 1일, 셋째, 전국적인 방송망을 통해 방송된 후 12시간, 넷째, 거래소 또는 협회의 공시방송 후 24시간이 경과된 정보는 일반인에게 공개된 정보로 규정하고 있다(증권거래법 시행규칙 제36조 1호-4호).

그리고 내부자거래 규제의 대상이 되는 유가증권에는 상장법인 또는 등록법인이 발행한 주식, 전환사채, 신주인수권부사채, 신주인수권을 표시하는 증서 및 이익참가부사채가 포함된다. 내부자거래의 범주에 속하는 행위로서 상장법인의 임직원 또는 주요주주에 의한 당해회사의 유가증권의 매도는 금지된다(증권거래법 제188조 제1항). 또한 상장법인이나 등록법인의 임직원 또는 주요주주가 그 법인의 주권 등을 단기매매(매수 또는 매도 후 6개월내의 반대매매)하여 이익을 얻은 경우에는 당해법인 또는 증권관리위원회는 그 이익을 그 법인에게 제공할 것을 청구할 수 있다(제188조 제2항). 이와 관련하여 당해법인의 주주 또는 증권선물위원회가 이러한 청구를 하도록 법인에게 요구한 후 2월 내에 당해법인이 그 청구를 하지 아니하는 때에는 그 주주 또는 증권선물위원회가 법인을 대위하여 청구를 할 수 있다(제188조 제3항). 이러한 규정들과 관련하여 상장법인의 임원이나 주요주주는 임원 또는 주요주주가 된 날로부터 10일 내에 자사주식 소유현황을, 그리고 소유주식수에 변동이

있을 때에는 다음달 10일까지 증권관리위원회에 보고하도록 되어 있다. 주요주주의 범위는 과거 발행주식 총수의 10%이상을 소유한 자에서 10%이상을 소유하지 아니한 주주라 하더라도 임원의 임면 등 당해법인의 주요경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주까지 포함토록 확대되었다. 한편 증권회사 또는 그 임직원은 내부자거래금지규정에 위반되는 매매를 하고자 함을 알고 그 매매를 위탁받아서 안되며 또한 고객의 위법한 거래를 은폐하기 위하여 부정한 방법을 사용하여서는 안된다(증권거래법 시행령 제13조의 2).

5.4 기타 증권거래의 제한 관련 규제

이상에서 살펴본 공시제도와 내부자거래에 대한 규제 외에 증권시장의 효율성을 제고하기 위한 각종 규제를 실시하고 있는 바, 본 절에서는 가격제한폭제도, 시세조종행위에 대해 살펴보려고 한다.

5.4.1 가격변동폭의 제한

증권시장에서 거래되는 주식의 가격은 계속적으로 변화하며 간혹 주가의 변동에 균형가격의 형성과 관련 없는 불필요한 부분이 포함되어 주가가 급변하는 경우가 있다. 이러한 경우 투자자들이 지나친 주가 변동으로 인하여 큰 손실을 입을 수 있으며 이로 인하여 시장이 증권의 균형가격 형성과 공정거래질서의 유지라는 본연의 기능을 제대로 수행하지 못할 수도 있는 바 이러한 문제점을 보완하는 방법으로 하루 중 주가가 상승, 하락할 수 있는 폭을 제한하는 제도인 가격제한폭제도를 실시하고 있다.

가격제한폭제도는 주가가 하루 동안 변화할 수 있는 최대 가격변동폭을 설정하고 그 범위내의 가격에서만 거래가 이루어지도록 하는 것으로 우리 나라와 일본 등 몇몇 나라에서 가격안정화를 도모하고 투기의 과열을 방지하기 위해 시행하고 있다. 이 제도는 불필요한 가격변동을 완화시키는 역할을 수행하는 반면 증권정보가 제때 증권가격에 반영되지 못함으로써 인하여 시장의 가격기능을 약화시켜 자유로운 가격형성과 효율성을 저해할 수 있는 측면도 지니고 있다.

가격변동폭을 제한하는 방법으로는 크게 두 가지가 있는데 우선 전일의 주가를 기준으로 변동할 수 있는 금액을 기준으로 하는 경우와 두 번째로는 전일가격에 대한 변동비율을 기준으로 하는 경우이다. 우리 나라가 종전에는 변동금액을 기준으로 하였으나 1995년 4월 1일부터는 전일의 종가 대비 변동비율을 기준으로 하고 있는 데 현재는 변동비율이 15% 이내이다.

5.4.2 시세조종행위금지

우리는 이미 앞에서 증권시장에서의 기업 관련 정보가 신속하고 정확하게 시장참여자에게 전달되어야 만이 증권의 공정한 거래와 가격이 형성되어 시장 본연의 기능을 수행할 수 있음을 역설하였다. 그런데 이러한 기업관련 정보 외에 증권가격과 거래량에 관한 정보

가 매우 중요한 데, 이런 정보들에 대한 조작행위, 흔히 작전이라고 알려진 불공정거래는 증권시장의 존립을 위협하는 범죄행위이다. 따라서 증권거래법은 증권시장에서 가격이나 거래동향을 조작하는 시세조종행위를 증권시장의 공정성을 해치는 불공정거래행위로 간주하여 엄격히 금지하고 있다(법 188조 4).

1) 통정 등에 의한 시세조종 행위

증권거래법에서는 상장유가증권이나 KOSDAQ시장에 등록된 유가증권의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 타인으로 하여금 그릇된 판단을 하게 할 목적으로 행해지는 어떠한 행위도 못하도록 규제하고 있다(제188조의 4 제1항). 매도인 혹은 매수인들이 미리 매매가격을 약속한 후 동일 유가증권에 대하여 같은 시기에 미리 약속한 가격과 같은 가격으로 매수 또는 매도하는 통정매매와 진정한 권리의 이전을 목적으로 하지 않는 가장된 매매가 금지될 뿐만 아니라, 이런 통정매매 및 가장매매의 위탁 및 수탁행위도 금지된다. 가장매매는 자신이 실제로 주식을 매매하여 보유하고 있으면서 담보로 제공하려고 할 때 또는 납세와 관련하여 평가할 필요가 있을 때 등 자기에게 유리하도록 거래소의 시세를 인위적으로 조작하려는 경우에 주로 행하여진다.

2) 허위표시와 유포에 의한 시세조종행위

증권거래법에서는 누구든지 유가증권시장이나 KOSDAQ시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 시세조종을 못하도록 규정하고 있다(제188조의 4 제2항). 이에 해당하는 행위로는 우선, 단독으로 또는 타인과 공모하여 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 것을 못하게 하고 있다. 둘째, 유가증권의 시세가 자기 또는 타인의 시장조작에 의하여 변동한다는 말을 유포하지 못한다. 셋째, 유가증권의 매매에 있어 중요한 사실에 관하여 고의로 허위이거나 오해를 유발하게 하는 행위도 하지 못하도록 하고 있다.

3) 시세고정과 안정행위

증권거래법에서는 누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 증권시장에서 매매거래나 그 위탁 또는 수탁을 하지 못하도록 규정하고 있다(제188조의 4 제3항). 그런데 증권시장에서 안정조작 및 시장조성행위는 예외적으로 허용되고 있다(증권거래법 시행령 제83조의 8 내지 제83조의 14).

4) 안정조작 및 시장조성

안정조작은 유가증권의 모집 또는 매출을 원활하게 하기 위하여 청약일 이전 일정기간 동안 유가증권의 가격을 일정 수준 이상으로 유지할 목적으로 증권 인수의 간사단에 의해 행해지는 매매거래 또는 위탁이나 수탁 행위를 말한다. 이러한 안정조작은 유가증권의 발행인 혹은 소유자와 인수계약을 체결한 증권회사가 자기 또는 타인의 계산으로 행할 수 있다. 안정조작을 할 수 있는 기간은 당해 유가증권의 모집 또는 매출 청약기간 종료일 20일 전부터 청약종료일까지로 한정하고 있다. 안정조작가격은 제한을 받고 있는 바, 최초의 안정조작시는 개시일 전 20일간의 평균거래가격과 직전거래가격 중 낮은

가격이며, 최초의 안정조작 개시일 이후의 안정조작시에는 안정조작 개시가격을 초과할 수 없다. 그리고 안정조작 개시일의 다음 날 이후의 안정조작가격은 안정조작 개시가격과 개시일 직전의 가격 중 낮은 가격을 초과할 수 없도록 규정하고 있다.

시장조성이란 인수인의 자금부담을 줄이거나 위험을 감소시키기 위하여 모집 또는 매출한 유가증권의 수요공급을 당해 유가증권의 상장 후 일정기간 조성하는 것이다. 이러한 시장조성 행위의 주체는 유가증권의 인수인이며 시장조성을 할 수 있는 기간은 유가증권이 시장에 상장된 날로부터 6월 이내의 날로서 발행인과 인수인이 정하는 날로 제한된다. 시장조성거래가격도 제한을 받고 있는 데 당해 유가증권의 모집 또는 매출가격을 초과하여 매입하거나 모집·매출가격을 하회하여 매도하여서도 안 된다.

5) 부당이득 취득행위 및 허위표시 행위

증권거래법에서는 부당이득의 취득과 허위표시를 금지하고 있다(제188조의 4 제4항). 누구든지 부당한 이득을 취득하기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실, 기타 풍설을 유포시키거나 위계를 쓰는 행위와 중요한 사항에 관한 허위표시, 필요한 사실이 누락된 문서를 사용하여 타인의 오해를 유발함으로써 금전, 기타 재산상의 이익을 취득하는 행위를 금지하고 있다. 이 규정들은 증권시장에서의 불공정거래행위나 사기행위를 금지하기 위한 조항이다.

참 고 문 헌

- 김석진 외, 한국증권시장론, 삼영사, 1998.
남상구, 증권시장, 태진출판사, 1992.
윤봉한, 금융학원론, 법문사, 1993.
이영기·남상구(편), 국제경쟁력 확보를 위한 한국증권시장의 과제, 한국개발연구원, 1994.
임용기, "우리 나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구," 한국증권학회지, 제13집, 1991.
한국증권거래소, "증권시장의 자율규제," 주식, 1992.10, pp.3-38.
한국증권거래소, 증권거래법 축조해설, 1996.
Campbell, T.S., *Financial Institutions, Markets, and Economic Activity*, McGraw-Hill, 1982.
HMSO, *Review of Investor Protection: A Discussion Document by Professor L.C.B.Gower*, 1982.
Jarrell, G.A., "The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues," *Journal of Law and Economics*, 24, 1981, pp.613-675.
Stigler, G.J., "Public Regulation of Securities Markets," *Journal of Business*, 37(2), 1964, pp.117-142.