

수시공시제도의 개선방향연구

- 포괄주의 방식을 중심으로 -

2004. 12

연구위원 정 윤 모

연구위원 이 주 혜

연구위원 박 기 령

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

우리 증권거래법이 미국과 일본의 증권거래법을 모델로 하였음에도 불구하고 유통시장 비정기 공시제도에서만큼은 이들 국가와 매우 상이한 모습을 보이고 있다. 특히 수시공시제도의 법적 근거, 수시공시사항의 규정방식, 그리고 임시보고서제도의 도입여부 등이 이들 국가와 현저하게 다르다. 그것은 우리 증권시장의 역사가 짧고, 기업들의 공시관행이 제대로 정착되지 않았기 때문에 이들 국가와는 상이한 경로를 선택할 수밖에 없었던 역사적 산물로 보인다.

수시공시사항의 규정방식의 경우, 미국이 공시의무사항을 추상적으로 정하는 포괄주의 방식을 채택하고 있음에 비하여 한국이나 일본은 공시의무사항을 구체적으로 나열하는 열거주의 방식을 채택하고 있다. 열거주의 방식은 제도운영이 용이하다는 장점이 있지만, 수시공시사항에 기업별·업종별·시장별 특성을 개별적으로 반영하기 어렵다는 단점이 있다. 이에 비해 포괄주의 방식은 중요한 정보(material information)라는 탄력적인 개념을 제시함으로써 보다 구체적 타당성 있는 수시공시사항을 정할 수 있다. 이러한 측면에서 수시공시제도의 선진화를 위한 노력의 일환으로, 수시공시사항의 규정방식을 현행 열거주의에서 포괄주의로 전환하는 방안에 대한 검토가 필요하다.

본 보고서에서는 먼저 각국의 수시공시제도 현황과 포괄주의 방식으로 전환할 경우 가장 문제가 되는 정보의 중요성(materiality) 개념을 살펴보았다. 그리고 현행 열거주의 방식으로 인해 초래된 문제점들을 지적하고, 그 개선방안으로서 포괄주의 방식의 도입타당성과 도입방법론에 대하여 모색하여 보았다. 다만 포괄주의 방식은 증권시장이 어느 정도 성숙되어야 부작용 없이 수용할 수 있는 제도이므로 그 선결요건이 충족될 때까지 경유해야 할 과도기적 방안에 대해서도 검토하였다. 이러한

노력을 통하여 투자자 보호를 강화하고 기업들의 공시부담을 완화함으로써 효율적인 공시제도의 정착에 조금이나마 도움이 될 수 있기를 바란다.

본 보고서는 한국증권연구원의 정윤모 연구위원과 이주혜, 박기령 연구원에 의하여 작성되었다. 저자들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 코스닥증권시장의 이동림 팀장과 황호진 과장에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 원고 정리와 편집을 담당한 김선옥 연구조원의 수고에도 감사드린다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 개인적인 견해이며 한국증권연구원의 공식적인 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2004년 12월

한국증권연구원

원장 박 상 용

목 차

Executive Summary	vii
I. 서론	3
II. 기업공시제도의 일반론	9
1. 기업공시제도의 의의	9
2. 기업공시제도의 기능	10
3. 강제적 기업공시제도의 존재 의의	11
4. 기업정보공시의 이상	13
5. 투자자보호 및 기업부담의 조화: 중요성(materiality) 개념	15
III. 우리나라의 수시공시제도 현황	19
1. 유통시장 비정기공시제도의 개관	19
2. 수시공시사항의 규정방식	22
3. 수시공시위반에 대한 제재	29
4. 임시보고서제도의 미도입	33
IV. 외국의 수시공시제도 현황	37
1. 미 국	37
2. 일 본	61

V. 정보의 중요성(materiality) 개념과 그 판단기준	81
1. 검토의 배경	81
2. 미국의 정보의 중요성 기준	83
3. 한국의 정보의 중요성 기준	100
VI. 현행 수시공시제도의 문제점	113
1. 수시공시사항 결정의 경직성	113
2. 열거된 공시의무사항만 공시하는 관행의 고착	114
3. 수시공시사항 결정기준의 일관성 및 타당성 결여	116
4. 죄형법정주의 원칙의 위반 소지	118
VII. 개선방안	123
1. 포괄주의방식의 도입타당성 검토	123
2. 포괄주의방식의 도입방법론 검토	126
3. 수시공시사항에 대한 중요성(materiality) 개념 정립	129
4. 임시보고서 제도와의 관련성	132
5. 과도기적 방안	133
6. 결어	135
참고 문헌	139

표 목차

<표 III-1> 한국의 유통시장 공시제도	21
<표 III-2> 한·미·일의 유통시장 비정기 기업공시 규제체계 비교	34
<표 IV-1> NYSE의 수시공시사항	43
<표 IV-2> AMEX의 수시공시사항	45
<표 IV-3> NASD의 수시공시사항	47
<표 IV-4> 2004년 개정전 임시보고서 제출대상항목	55
<표 IV-5> 2004년 개정후 임시보고서 제출대상항목	57
<표 IV-6> 임시보고서제도 개정 전·후 제출대상항목 비교	59
<표 IV-7> 동경증권거래소의 수시공시사항(적시공시규칙 제2조)	66
<표 IV-8> 점두매매유가증권발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙(공정관습규칙 1호의3)	70
<표 IV-9> 일본의 임시보고서 제출대상항목	77

<Executive Summary>

일반투자자들은 유가증권의 투자판단에 필요한 정보를 입수할 능력이 부족하다. 이에 따라 각국은 일반투자자들이 유가증권에 대한 투자판단을 합리적으로 할 수 있도록 하기 위하여 증권거래 법령이나 자율규제규정을 통해 유가증권 발행기업에게 투자자들의 투자판단에 필요한 중요정보(material information)를 공시하도록 의무를 부과하고 있다.

수시공시(timely disclosure) 역시 이러한 취지에서 유통시장에서 비정기적으로 발생하는 다양한 기업정보의 변동사항을 계속적으로 투자자들에게 제공하도록 의무화하는 제도이다. 현행 수시공시관련 법규는 증권거래법, 증권거래법시행령 및 금융감독위원회의 공시규정의 3단계의 규제체계로 구성되어 있다. 한편 증권거래소나 증권업협회도 이에 준하는 각각의 공시규정을 가지고 있다. 이러한 증권거래법규 및 자율규제규정은 모두 열거주의 방식에 입각하여 수시공시사항을 일일이 구체적으로 나열하고 있다. 수시공시의무 위반에 대해서는 행정적·형사적·민사적 제재가 부과될 수 있다.

유통시장의 비정기 기업공시제도의 경우 우리 증권거래법은 미국과 일본의 증권거래법과 비교하여 수시공시제도의 법적 근거 및 수시공시사항의 규정방식이라든지, 임시보고서(current report) 제도의 도입여부 등에서 매우 대조적인 모습을 보이고 있다.

미국과 일본의 경우에는 비정기 기업공시제도로서 수시공시제도 이외에도 임시보고서 제도를 도입하고 있는데 비해, 우리나라

의 경우에는 임시보고서 제도를 도입하지 않고 수시공시제도만을 운용하고 있다. 또한 수시공시제도의 법적 근거에서도 두드러진 차이점을 보이고 있다. 미국이나 일본은 수시공시제도를 증권거래소 규정이라는 자율규제상의 제도로 운영하고 있는데 비하여, 한국은 수시공시제도를 증권거래법이라는 법률상의 제도로 운영하고 있다. 수시공시사항을 규정하는 방식도 상이하다. 수시공시사항을 규정하는 방식에 대해 우리나라는 열거주의 방식을 채택하고 있어 일본과 동일하지만, 포괄주의 방식을 채택하는 미국과는 다르다.

공시의무사항을 일일이 열거하고 해당 사항을 공시함으로써 공시의무를 이행한 것으로 간주하는 방식이 열거주의이고, 일부 예시하고 있더라도 중요한 정보에 해당하는 사항은 모두 공시하도록 포괄적으로 규정하는 방식이 포괄주의이다.

열거주의는 기업이 공시하여야 하는 공시의무사항이 명확하기 때문에 그 해석 및 적용이 용이하다는 장점을 가지고 있다. 그러나 기업의 규모 및 업종, 시장, 그리고 기업경영환경이나 기술발전 등에 따라 중요한 정보는 상대적으로 정해질 수밖에 없는 것이므로, 이를 모두 수시공시사항에 반영한다는 것은 곤란한 일이다. 따라서 열거주의 방식에 의할 경우 각 기업이나 시장의 특성에 맞는 구체적 타당성이 있는 공시사항을 정하기가 현실적으로 불가능하다.

이에 비해 포괄주의 방식은 상장된 증권시장별 또는 발행기업별로 특성에 맞게 공시의무사항을 탄력적이고 구체적 타당성이 있게 규정할 수 있다. 따라서 기존 열거주의 방식의 경직성을 근원적으로 해결할 수 있으며, 시대의 변천에 따라 공시의무사항을 수용하기가 용이하다. 그 반면에, 중요성이란 추상적 개

념을 중심으로 하여 공시의무사항을 정하게 되므로 발행기업이나 감독기관 또는 자율규제기관이 추상적으로 정해지는 중요한 기업정보에 대해 합리적으로 해석하고 운용할 수 있어야 한다.

수시공시제도는 유통시장의 비정기공시제도로서 우리 기업 공시제도의 중요한 한 축을 담당하고 있다. 증권시장의 효율성 및 국제경쟁력 확보, 그리고 투자자 보호를 위해서는 수시공시제도에 관한 합리적인 설계 및 운영이 확보되어야 한다. 따라서 본 보고서에서는 수시공시사항을 규정하는 방식을 중심으로 우리 유통시장 비정기공시제도의 문제점과 그 개선방안에 관해 살펴보기로 한다.

우리나라가 미국과는 달리 수시공시사항을 열거주의 방식에 따라 규정함에 따라 초래되는 문제점은 다음과 같다.

첫째, 수시공시사항을 법규에서 일률적으로 나열하고 있어 급변하는 기업 및 증권시장의 현실에 신속하게 대처하기가 곤란하다. 열거되어 있는 수시공시사항이 기업별, 업종별, 시장별 특성 등을 제대로 반영하지 못하고 동일한 기준에 의해 동일하게 규정되어 있다. 또한 기업환경의 변화에 따라 중요정보의 개념이 계속적으로 변하고 있음에도 불구하고 이를 제도적으로 수용하기 곤란하므로 새로운 중요정보에 대해 사실상 공시의무를 면제해 주는 결과가 된다.

둘째, 증권거래법규에서 열거한 공시사항을 이행하기만 하면 기업이 수시공시의무를 이행한 것으로 간주하는 관행이 형성되어 있다. 따라서 공시여부의 기준이 되는 정보의 중요성에 대해 기업들이 자율적으로 판단할 필요성이 없으며, 기업의 충분한 정보공개에도 한계가 존재할 수밖에 없다.

셋째, 수시공시사항을 정하는 기준을 구체적으로 제시하고 있지 못하다. 일관성 없는 기준에 의해 수시공시사항이 정해짐으로써 수시공시 의무사항들 간에 형평성이 결여될 수 있으며, 열거된 항목들이 중요한 정보를 체계적으로 반영하고 있는지에 대해 의문이 제기된다. 또한 수시공시사항에 있는 수치들이 어떠한 근거에서 나오게 되었는지를 제시하고 있지 못하다.

넷째, 수시공시사항을 금감위 규정에까지 위임하여 정하도록 하는 것은 죄형법정주의 원칙에 위배될 소지가 있다. 실제로도 이러한 문제를 의식하여 수시공시위반에 대해 형사제재 보다는 행정적 제재수단이 주로 이용되고 있다고 한다.

이처럼 열거주의 방식은 중요한 기업정보를 투자자들에게 제공한다는 측면에서 본질적인 한계가 있으므로 미국의 입법례와 같이 포괄주의 방식으로 전환하는 방안에 대해 검토할 필요가 있다.

중요한 정보를 투자자에게 충분히 제공한다는 공시의 이상을 고려한다면 포괄주의가 열거주의에 비해 공시의 이상을 보다 충실히 수행할 수 있다고 본다. 따라서 우리 증권시장이 정보의 중요성(materiality)이라는 추상적 개념을 적절히 해석하여 운영할 능력을 갖춘다면, 포괄주의로의 전환을 긍정적으로 검토하여야 할 것이다.

그러나 포괄적인 규정방식의 모호성으로 인하여 예상되는 부정적인 요인들에 대한 대책이 전제되어야 한다. 우선 증권집단소송과 같이 투자자들이 공시위반 기업의 책임을 용이하게 물을 수 있는 장치의 마련이 전제되어야 한다. 또한 공시제도에 대한 기업의 인식전환, 기업의 내부정보관리체계 정비 등 준비

정도를 감안하여 추진하여야 할 것이다. 시장운영기관, 감독당국 및 시장참여 기업들 간에 상호협조체계를 구축할 필요도 있다.

포괄주의 방식으로 전환할 경우 우선적으로 고려해야 할 사항은 포괄주의 형태의 수시공시제도의 도입근거를 어디에 둘 것인지 여부이다. 이에 대해서는 크게 두 가지 방식을 생각해 볼 수 있는데, 하나는 포괄주의방식의 수시공시사항을 현행처럼 증권거래법에서 규정하는 방식이고, 다른 하나는 미국이나 일본처럼 증권거래소와 같은 시장운영기관에 일임하는 방식이다.

우선 자율규제기관의 수시공시관련규정이나 발행기업과의 상장계약을 근거로 수시공시사항을 정하는 미국 또는 일본 모델을 도입하는 방식을 고려해 볼 수 있다. 이 방안은 우리 증권거래법이 모델로 하고 있는 미국이나 일본의 법체계를 따르는 방안으로 이 경우 수시공시제도는 전적으로 증권거래소의 규정에 근거하여 운영된다. 이 방안은 국제적 정합성이 높고, 포괄주의로의 전환에 따른 부작용을 최소화할 수 있다. 그러나 제재수단이 증권거래소가 취할 수 있는 범위로 제한되므로 발행기업들의 공시 마인드가 취약한 우리 현실에서 수시공시제도의 실효성이 줄어들 가능성이 있다.

다음으로 현재 증권거래법에 열거주의 방식으로 규정되어 있는 수시공시사항을 변경하여 포괄주의 방식으로 규정하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다. 수시공시사항을 법률에 직접 규정함으로써 수시공시제도의 실효성을 유지할 수 있다. 이 방식은 우리 증권거래법이 그 모델로 하였던 미국이나 일본의 증권거래법에 비해 유독 다른 형태로 도입되었던 한국식 수시공시제도의 특성을 고려하여 수시공시체계에 커다란 변화를 주지

않으면서 용이하게 포괄주의를 도입할 수 있는 방안이다. 또한 법적 규제에 해당하는 임시보고서제도를 점차 강화하고 있는 미국의 추세하고도 일치하는 방안이다. 그러나 중요성이란 모호한 개념을 기준으로 그 위반에 대해 민사적·행정적·형사적 제재가 부과됨에 따라 기업들에게 공시부담이 가중될 우려가 있다.

수시공시사항을 포괄주의방식으로 전환하는 것은 다른 한편으로 임시보고서 제도와도 밀접한 관련이 있다. 따라서 수시공시제도는 유통시장의 비정기공시제도로 기능하는 임시보고서 내지 특수공시제도와 함께 그 체계적인 지위가 설정되어야 한다.

포괄주의를 어떤 방식으로 수용하는지의 여부에 따라 임시보고서의 도입필요성이 달라질 수 있다. 만일 포괄주의 방식로의 전환을 시장운영기관의 규정에 수용하는 방식을 채택한다면, 증권거래법상의 법적 근거에 의한 수시공시제도상의 공백이 발생할 가능성이 존재한다. 따라서 수시공시운영체계를 자율규제기관으로 이관할 경우에는, 미국이나 일본과 같이 증권거래법에 근거하는 임시보고서제도를 도입해야 할 필요성이 높아진다. 그러나 만일 수시공시제도를 현행과 같이 증권거래법에 근거를 두고, 증권거래법 규정 내에 포괄주의적 규정을 두는 방식을 채택한다면, 임시보고서를 별도로 도입해야 할 필요가 별로 없다.

중장기적으로는 수시공시사항을 규정하는 방식을 현행 열거주의에서 포괄주의로 전환하는 것이 타당하다고 하더라도, 포괄주의로의 전환방안은 기업들의 공시문화가 성숙되고, 증권집단소송(class action) 혹은 포괄적인 사기금지조항 등과 같은 투자자를 보호하고 건전한 증권시장의 운영을 담보할 수 있는 인프라가 구축되어 있어야 가능한 방안이라고 판단된다. 따라서 시

장참여자인 기업이 포괄주의 방식을 소화하고, 감독당국이나 시장운영기관이 특정 기업정보에 대해 그 중요성을 판단해 줄 수 있는 능력을 갖추어 포괄주의 방식으로 시장운영이 가능할 때까지 열거주의 방식을 유지하면서 점진적으로 개선해나가는 과도기적 방안을 경유하는 것이 바람직하다고 본다.

우선 수시공시사항에 대해 기본적으로 현행 열거주의방식을 유지하되, 열거된 사항들을 일정 항목을 중심으로 그룹별로 구분하여 공시항목들을 단순화하는 초기 단계의 포괄주의 작업이 필요하다고 본다. 즉 수시공시사항을 보다 커다란 대그룹으로 유형화하여 현행보다는 좀더 포괄적인 방식으로 규정함으로써 공시대사항목을 탄력적으로 운영할 수 있는 여지를 확대할 필요가 있다. 그리고 상위규정과 하위규정간의 역할분담을 통하여 열거주의 방식의 경직성을 완화하는 과도기적 방식을 시행하는 것이 바람직하다고 본다. 마지막으로 새로운 수시공시사항을 추가하고, 환경변화로 인해 중요성이 낮아진 수시공시사항을 폐지 내지 보완하여 규정을 현실화하는 노력이 지속적으로 요구된다.

1. 서론

I. 서론

공시제도의 모습을 전반적으로 살펴보면, 우리 증권거래법이 미국과 일본의 증권거래법을 모델로 했기 때문에 발행시장 공시와 유통시장 공시의 골격이 이들 선진 공시제도와 비교하여 외견상 별다른 차이가 없다. 그렇지만 유통시장의 비정기 기업공시제도에서만은 이들 국가와 비교해 볼 때 상당한 차이를 보이고 있다. 특히, 수시공시제도의 법적 근거 및 수시공시사항의 규정방식(열거주의 혹은 포괄주의)이라든지, 임시보고서(current report) 제도의 도입여부 등에서 한국·미국·일본은 매우 대조적인 모습을 보이고 있다.

먼저 미국과 일본의 경우에는 비정기 기업공시제도로서 수시공시제도 이외에도 임시보고서 제도를 도입·운영하고 있는데 비하여, 우리나라의 경우에는 임시보고서 제도를 도입하지 않고 수시공시제도만을 운영하고 있다. 또한 수시공시제도의 법적 근거에서도 두드러진 차이점을 보이고 있다. 미국이나 일본은 수시공시제도를 증권거래소 규정이라는 자율규제상의 제도로 운영하고 있는데 비하여, 한국은 수시공시제도를 증권거래법이라는 법률상의 제도로 운영하고 있다.¹⁾ 이에 따라 우리 수시공시제도는 미국이나 일본에 비해 보다 적극적이고 확실한 역할을 담당하도록 되어 있으며, 이것은 우리의 공시현실과 시장특성을 반영하지 않을 수 없었던 연혁적인 이유에 기인하는 것으로 보인다. 즉 우리 증권시장은 비교적 역사가 짧기 때문에, 투자자를 보호하기 위한 공시관행이 제대로 정착되어 있지 않았다. 이에 따라 수시공시제도의 실효성을 확보

1) 미국과 일본에서는 수시공시업무를 자율규제기관이 독자적으로 담당하고 있는 것과는 달리 우리나라는 공적 규제기관과 자율규제기관이 중복적으로 담당하고 있다. 우리의 경우 수시공시제도 전반에 대한 관리운영권을 감독당국이 가지고 있으며, 시장운영에 관한 일정한 사항에 대해서만 증권거래소 등 시장운영기관이 담당하고 있다.

4 수시공시제도의 개선방안연구

하기 위해서는, 자율규제기관의 규정 내지 상장계약형태로 하기보다는 민사적, 형사적, 행정적 제재수단을 다양하게 부과할 수 있는 증권거래법상의 제도로 격상시켜 운영할 필요성이 있었던 것이다.

수시공시사항을 규정하는 방식도 상이하다. 수시공시사항을 규정하는 방식에 대해 우리나라는 열거주의 방식을 채택하고 있어 일본과 그 방식이 동일하지만, 포괄주의 방식을 채택하는 미국과는 다르다. 미국은 수시공시사항을 거래소규정이나 거래소와 상장기업이 체결하는 상장계약에서 “중요한 정보는 공개하여야 한다”는 포괄적인 방식으로 규정하고 있다. 이에 비해 우리는 증권거래법, 증권거래법시행령, 금감위 규정에서 수시공시사항을 일일이 열거하는 방식으로 규정하고 있다. 그 결과 발행기업 입장에서는 수시공시사항이 명확하고 감독기관의 입장에서도 수시공시제도의 운영이 용이하다는 장점이 있지만, 투자자 입장에서는 과연 투자증권의 가치에 영향을 미치는 중요한 정보가 충분히 공시되고 있는지, 그리고 수시공시사항이 업종별·시장별 특성을 반영하고 있는지에 관한 의문이 발생할 수도 있다.

유가증권 발행기업의 현재 및 미래에 관한 정보를 적시에 공시하도록 하는 수시공시제도는 유통시장의 비정기공시제도로서 우리 기업공시제도의 중요한 한 축을 담당하고 있다. 따라서 증권시장의 효율성 및 국제경쟁력 확보, 그리고 투자자 보호를 위해서는 수시공시제도에 관한 합리적인 설계 및 운영이 확보되지 않으면 안 된다.

이에 따라 본 보고서에서는 우리나라의 수시공시제도 개선의 일환으로서 수시공시사항을 규정하는 방식을 현행 열거주의에서 포괄주의로 전환하는 방안에 대해 중점적으로 연구해보기로 한다. 이를 위해 먼저 우리나라 수시공시제도의 현황과 외국의 수시공시제도 및 임시보고서제도의 현황을 비교법적 관점에서 살펴보고, 포괄주의 방식에서 가장 문제가 되는 정보의 중요성 개념에 대해 판례를 중심으로 검토하기로 한다.

이어서 우리나라의 현행 제도 및 운영상의 문제점을 분석하고, 그에 대한 대책으로서 포괄주의방식의 도입 타당성과 그 구체적인 도입방안을 모색해 봄으로써 수시공시제도의 개선을 위한 정책적인 시사점을 제시하고자 한다.

II. 기업공시제도의 일반론

1. 기업공시제도의 의의
2. 기업공시제도의 기능
3. 강제적 기업공시제도의 존재 의의
4. 기업정보공시의 이상
5. 투자자보호 및 기업부담의 조화: 중요성(materiality) 개념

II. 기업공시제도의 일반론

1. 기업공시제도의 의의

기업정보공시란 주주, 채권자, 투자자 등 기업의 이해관계자에게 기업에 관련된 정보를 공개함으로써 이들이 기업의 실체를 정확히 파악할 수 있도록 하는 제도를 말한다. 이러한 공시제도는 유가증권의 발행기업에게 당해 기업의 사업내용, 경영실적, 재무상태, 사업계획, 신제품의 개발, 임원 등 유가증권의 가치판단에 필요한 정보를 투자자에게 공개하게 하고, 그 대신에 투자결정 자체는 투자자의 자유로운 판단과 책임에 따라 하도록 하려는 것이다. 특히 이러한 기업공시제도 중에서 수시공시는 기업의 경영활동과 관련된 사항 중 투자자의사결정에 영향을 미치는 사실 또는 결정 내용을 즉시 신고하여 공시하도록 하는 제도를 말한다.

대체적으로 일반투자자들은 유가증권의 투자판단에 필요한 정보를 기업이나 기타 경로를 통하여 입수할 능력이 부족하다. 그러므로 기업이 공개되거나 유가증권이 공모되는 때, 또는 유가증권이 시장에서 유통되고 있을 때에는, 발행회사의 현황, 사업내용, 경영실적, 재무상태, 임원 등 투자자의사결정에 필요한 다양한 정보를 충분히 공개하도록 함으로써 투자자들이 당해 유가증권에 대해 정확한 투자판단을 내릴 수 있도록 할 필요가 있다.

이에 따라 각국은 일반투자자들이 유가증권에 대한 투자판단을 합리적으로 할 수 있도록 하기 위하여 증권거래법령이나 자율규제규정을 통해 유가증권 발행기업에게 투자자들의 투자판단에 필요한 중요 정보를 공시하도록 의무화하고 있다.

우리나라의 증권거래법이 요구하는 정보공시도 투자자에게 유가증권

의 투자판단에 필요한 정보를 제공하는 것을 목적으로 하고 있는 것이다. 그러한 정보공시는 유가증권에 대한 투자자의 상대적인 투자가치의 판단을 가능하게 함으로써 자원의 효율적인 배분에 기여할 뿐만 아니라, 투자자를 증권거래와 관련된 사기적 행위로부터 보호하기도 한다. 따라서, 기업공시제도는 증권시장에서 공정한 거래질서를 정착시키고, 증권시장의 발전을 도모하기 위해 요구되는 필수적인 요소라 할 수 있다.

2. 기업공시제도의 기능

기업공시제도의 가장 기본적인 기능은 투자자에게 투자판단에 필요한 정보를 제공하는 것이다. 유가증권은 증권 그 자체만으로는 가치를 파악할 수 없다. 유가증권의 경우에는 그것을 발행한 기업의 내용에 대한 정보나 그 유가증권의 구조에 대한 정보가 있어야 당해 유가증권의 가치에 대한 평가가 가능하게 된다. 기업공시제도는 이러한 정보를 투자자에게 제공함으로써 투자자들의 투자판단을 돕는 기능을 수행한다(투자정보제공 기능).

또한, 기업공시제도는 시장에 존재하는 정보의 격차를 해소하여 정보의 평등을 실현하는 기능을 수행한다. 이러한 정보격차 해소기능 혹은 정보비대칭성 해소기능은 넓게 보면 정보제공기능에 포함시켜 볼 수도 있다. 시장참가자들간에 정보의 격차가 존재한다면 증권의 거래가 원활하게 이루어질 수 없을 것이다. 상대적으로 정보능력이 떨어지는 투자자들이 시장에 참여하는 것을 꺼릴 것이기 때문이다. 기업공시제도는 거래 당사자들의 정보수준을 대등하게 함으로써 시장원리의 작동을 돕는다(정보비대칭성 해소기능).

한편, 증권투자자가 주주나 사채권자 등의 지위에서 상법이나 증권거래법 등에 의해 갖게 되는 권리를 제대로 행사할 수 있으려면 정보가 필요하다. 기업공시제도는 주주나 사채권자 등에게 권리행사에 필요한 정보를 제공함으로써 그들이 가진 권리가 실질적인 의미를 가질 수 있도록 하는 기능을 한다(권리의 실질화 기능).

마지막으로 기업공시제도는 부정행위 내지 사회적으로 비난받을 행위를 억제하는 기능을 한다. 자신의 행위를 공시해야 한다는 점을 사전에 알고 있다면 문제가 일어날 만한 행위를 미리 삼갈 것이기 때문이다. (부정행위 억제기능).

3. 강제적 기업공시제도의 존재 의의

우리나라의 공시제도는 법으로 기업정보의 공시를 강제한다는 점에서 강제공시주의라고 할 수 있다. 공시주의는 내용규제주의에 비하여 간섭의 정도가 낮기 때문에 감독기관의 규제비용은 내용규제주의에 비하여 적다. 그러나 공시주의도 증권을 발행하는 기업에는 상당한 비용을 발생시키며, 공시로 인한 부담은 규제당국이 공시규제를 얼마나 엄격히 적용하는가에 좌우된다.

그런데 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)과 관련하여 공시는 투자판단에 도움을 주지 못하는 것이므로 이를 강제할 필요가 없다는 주장과 이에 대한 반대의견으로 효율적 시장가설의 타당성을 인정하면서도 강제공시제도의 존재의의를 인정하는 견해가 대립하게 되었다. 특히 공시제도가 제대로 이행되고 있는 미국의 경우에는 이전부터 강제적 기업공시규제로 인한 비용이 그로 인한 효익에 비추어 타당한 것인

가에 관한 논의가 제기되었다.

효율적 시장가설이란 정보의 효율성에 관련된 것으로서 모든 정보가 증권가격에 신속하게 반영된다는 것이다. 효율적 시장에서는 정보를 이용하여 증권거래를 하여도 정보의 전달속도 차이로 인한 차익거래의 여지가 없다고 할 수 있다. 결국 정상적인 증권시장에서는 평균수익률 이상의 초과수익을 얻는 것이 불가능하다는 가설이다.

이러한 효율적 시장가설과 관련하여 강제공시주의에 대한 회의론자들은 현재의 강제공시제도는 투자판단에 무익하며 강제공시가 아니라 자발적 공시에 의해서도 동일한 양의 정보가 제공될 수 있다며 증권거래법상의 강제공시제도를 폐지할 것을 주장한다. 이러한 회의론에 의하면 법으로 강제하지 않더라도 회사는 투자자들을 끌어들이기 위하여 자발적으로 정보를 제공할 유인을 가진다. 설사 그러한 유인이 미약해서 정보의 부족 내지 불균형상태가 존재하는 경우에도 강제공시제도가 정당화되는 것은 아니다. 왜냐하면, 공시제도를 유지하는데 드는 비용이 그로 인한 효익을 초과할 수 있기 때문이다. 강제공시가 정당화되기 위해서는 추가적 정보에 의해 투자자가 누리게 되는 효익이 그로 인해 발생하는 비용보다 커야만 하는데, 미숙한 투자자에게 그렇게 많은 비용을 들일 만큼 강제공시가 효익이 있을 것인가의 여부가 불확실하다. 인수인으로 참여하는 증권회사도 결과적으로 투자자를 보호하는 기능을 수행한다. 증권회사가 부실한 회사의 증권을 인수하여 투자자에게 권유했다가는 자신의 명성이 손상되기 때문에 인수대상을 고르는데 신중할 것이기 때문이다.

이에 대해 다수의 견해는 강제적인 공시규제의 필요성을 인정하고 있다. 강제적인 공시는 최종적인 투자자에게 이용될 수 있는 정보를 제공한다기보다는 증권분석가의 정보수집, 검증, 분석 비용을 감소시킴으로써 정보의 공급량이 증가되어 시장의 효율성을 유지시킨다. 또한, 기

업경영자는 자신에게 유리한 정보만을 알리려 하고 기업비밀의 유출과 경쟁상의 불이익을 염려하여 자발적 공시를 유보하는 등 기업의 자발적 공시에는 현실적으로 일정한 한계가 있다. 설사 기업이 자발적으로 공시한다고 하더라도 공시의 내용, 형식, 시기 등이 통일되어 있지 않으면 투자자들이 혼란스러울 것이다. 한편 우리나라 증권회사의 신뢰도도 그다지 높지 않으므로 증권회사의 신중한 영업행태를 통하여 투자자를 보호한다는 주장도 기대하기 어려운 실정이다. 특히 시장원리가 아직 정착되지 못하고, 기업의 자발적인 공시를 기대하기 어려운 우리나라에서는 강제공시주의의 존재 의의가 큰 것으로 판단된다.

4. 기업정보공시의 이상

이러한 기업정보공시는 투자판단에 유용한 정보를 효과적인 방법으로 투자자에게 전달하여 투자여부를 결정하는데 도움을 줄 수 있어야 한다. 유가증권에 대한 투자판단자료로서의 정보공시가 유효하기 위해서는 그것이 완전하고 정확한 내용을 가지고, 신속하고 빈번하게 행하여지며, 투자자의 이용이 용이하여야만 한다. 이를 위하여 먼저 공시의 주체가 되는 기업의 기업윤리와 투자자 보호의식에 입각한 적극적인 협조가 전제되어야 하며 이러한 바탕 위에서 다음과 같은 요건을 갖추어야만 기업정보공시의 유용성이 확보될 수 있다.

먼저, 기업정보가 유효하기 위해서는 유가증권의 투자판단에 필요한 중요한 정보가 완전하게 공시되어야 하며, 그 공시되는 정보내용이 정확하여야 한다. 정보가 허위이거나 불확실하면 투자자의 투자판단에 오히려 혼란을 줄 우려가 있으므로 기업정보는 정확하여야 하고, 기업에게

유리한 정보뿐만 아니라 불리한 정보도 공시되어야 하며 중요한 사항이 누락되어서도 안된다.

둘째, 기업정보는 발생 즉시 신속하게 공시되어야 하며 투자판단에 오류가 생기지 않도록 최근의 정보가 제공되어야 한다. 신속한 정보공시는 투자자에게 증권에 대해 합리적인 투자판단을 하는 기회를 부여함과 동시에, 증권의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 정보를 갖고 있는 내부자가 그것을 이용하여 부당한 거래를 하는 것을 사전에 차단하기 위해서도 유용하다.

셋째, 투자자가 정보를 용이하게 이용할 수 있도록 하여야 한다. 공시정보는 투자자가 쉽게 입수할 수 있고, 쉽게 이해할 수 있어야 하며, 또한 공시되고 있다는 사실이 투자자들에게 잘 알려져야 한다. 공시정보의 이용가능성은 그 공시가 누구를 대상으로 하는가에 따라 상이할 것이지만, 일반투자자에 대한 정보공시는 가능한 한 간결하고 명확해야 한다.

넷째, 비교가능성이 있는 정보공시가 요구된다. 비교가능성이란 정보이용자가 복수의 정보에 대한 유사성과 차이점을 구별할 수 있도록 하는 것을 말한다. 이에는 각 기업간의 유사한 정보끼리 비교하는 경우도 있을 수 있고, 한 기업 내부에서 각 사안을 비교하거나 상이한 시점의 유사한 정보끼리 비교하는 경우도 있을 수 있다.

다섯째, 기업정보는 모든 투자자에게 공평하게 널리 전달되어야 한다. 이를 위하여 적절한 정보전달매체를 이용함으로써 공시시점에서 모든 투자자가 공평하게 기업정보를 획득하여 증권거래의 공평성을 확보하고 증권시장에서 완전경쟁이 이루어지도록 하여야 한다.

5. 투자자보호 및 기업부담의 조화: 중요성(materiality) 개념

이러한 기업정보공시의 목적을 달성하기 위해서는 기업들이 가능한 많은 정보를 정확하고 신속하게 공시하도록 하여야 할 것이지만, 한편으로 이것은 기업들에게 상당한 부담으로 작용할 것이다. 따라서 기업공시의 수준은 '투자자에게 충분한 정보 제공'과 '발행기업의 공시부담 완화'라는 두 가지 기본적인 목표 아래에서 조정되어야 할 것이다. 즉 정보이용자인 투자자의 투자판단에 필요한 정보의 공시가 충분히 이루어지도록 하면서도 한편으로는, 정보생산자인 기업의 불필요한 공시부담을 감소시켜줄 수 있어야만 한다.

먼저, 발행기업이 증권시장을 통하여 투자자들로부터 자금을 조달한 것에 대한 의무로 투자자의 투자판단을 도와줄 수 있는 정보를 충분히 제공하도록 하여야 할 것이다. 보다 다양하고 유용한 정보가 제공될 수 있는 틀을 마련하고, 예측정보 활성화 등을 통해 중요정보가 충분히 공시될 수 있도록 하며, 공시사항은 대기업뿐만 아니라 중소기업의 특성도 반영할 수 있어야 한다.

한편, 증권발행기업의 불필요한 공시와 공시의무의 불확실성을 최소화함으로써 공시로 인한 기업의 비용부담을 최대한 완화하여야 한다. 정보의 내용이나 성격에 따라서는 투자자들의 투자판단에 영향을 미치지 않는 사소한 정보가 있을 수 있고, 혹은 투자판단에는 영향을 미칠 수 있으나 아직 미확정된 사항이거나 공시될 경우 기업활동에 불리한 영향을 미칠 수 있는 정보가 있을 수도 있다. 기업에게 이러한 정보까지도 모두 신속하게 공시하도록 요구하는 것은 과중한 부담이 될 수 있다.

이러한 두 가지 기본적인 목표는 서로 상충될 수 있으므로 이러한

목표들이 가지는 의미를 적절하게 조화시켜 어느 한쪽으로 치우치지 않도록 고려해야 할 것이다. 두 가지 상충하는 목표를 조화시키기 위해서는 현실적으로 투자판단에 중요한 정보와 중요하지 않은 정보를 구분하여 투자판단에 중요한 정보에 대해서는 발행기업에게 강제적인 공시의무를 부과하고, 중요하지 않은 정보에 대해서는 공시의무를 부과하지 않고 기업의 자율적 판단에 맡기도록 하는, 정보의 중요성(materiality)을 중심으로 하는 접근방식이 요구된다.

Ⅲ. 우리나라의 수시공시제도 현황

1. 유통시장 비정기공시제도의 개관
2. 수시공시사항의 규정방식
3. 수시공시위반에 대한 제재
4. 임시보고서제도의 미도입

III. 우리나라의 수시공시제도 현황

1. 유통시장 비정기공시제도의 개관

넓은 의미에서의 유통시장 공시는 좁은 의미에서의 유통시장 공시와 특수공시로 나누어 볼 수 있다. 먼저 좁은 의미에서의 유통시장 공시는 이미 공급된 유가증권이 투자자간에 원활히 유통될 수 있도록 기업의 경영활동 내역을 공시하는 것으로 정기공시와 수시공시로 구분된다. 정기공시는 기업의 일정기간 동안의 영업실적 및 재무상태에 관한 사항을 공시하는 제도인데 비하여, 수시공시는 기업의 경영활동과 관련된 사항 중 투자의사결정에 영향을 미칠 만한 사실 또는 결정내용을 즉시 신고·공시하도록 하는 제도이다. 한편 특수공시제도는 법인실체의 변동 및 기업소유구조의 변동을 초래하는 내용 등을 공시하는 제도를 말한다. 증권거래법은 공개기업에게 각종 공시서류를 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신속하게 제출하게 하고, 이들 기관이 공시서류의 진실성 확보를 위한 지도·심사를 행한다. 공시불이행, 허위공시 및 중요사실 누락공시에 대해서는 민·형사상의 책임과 함께 행정적 책임 등을 묻는다.

우리나라의 공시관련 법규는 증권거래법령, 금융감독위원회 규정, 그리고 시장운영기관의 규정으로 전반적인 체계가 구성되어 있다. 즉 증권거래법, 동법시행령, 동법시행규칙을 중심으로 하는 법령, 금융감독위원회의 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」, 그리고 증권거래소와 증권업협회와 같은 시장운영기관의 공시규정이 있다.

첫째, 증권거래법은 증권시장에 참여하고 있는 공개기업의 공시에 관한 가장 중요하고도 기본이 되는 법률이다. 증권거래법상의 유통시장 공

시제도를 개관하면, 유통시장 공시제도로서 정기공시(사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 연결재무제표, 결합재무제표)와 수시공시가 있으며, 특수 공시제도로서 합병·중요영업양수도·분할신고서, 자기주식취득·처분신고서, 주식등의 대량보유상황보고서, 공개매수신고서, 의결권대리행사권유신고서, 임원·주요주주의 주식소유상황보고서 등이 있다.

둘째, 공시관련 기관의 주요한 규정으로는 금융감독위원회의 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」이 있다. 이 규정은 증권거래법, 증권거래법시행령 및 증권거래법시행규칙의 위임에 의해 금융감독위원회가 제정한다.

셋째, 증권거래소의 「상장법인 공시규정」과 증권업협회의 「협회중개시장 공시규정」이 있다. 이들 공시규정은 금융감독위원회의 승인을 얻어 증권거래소나 협회와 같은 시장운영기관이 제정한다(증권거래법 제89조, 제115조, 제172조의3).²⁾ 증권거래소나 증권업협회는 주권상장법인의 기업내용공시 및 관리를 위하여 공시규정을 정하여야 한다. 공시규정에는 신고·공시내용, 신고방법·절차 등에 관한 사항을 포함한다. 또한 증권거래법시행령 제83조(상장법인 등의 신고등) 제1항 단서는 증권시장에서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 사항을 신속하게 알릴 필요가 있는 경우에는 시장운영기관의 공시규정이 정하는 바에 따라 그 내용을 시장운영기관에 신고하게 할 수 있다고 정하고 있다.

2) 이 거래법 조항은 증권거래소가 건전한 거래소로서의 기능을 다하기 위해서는 상장기업에 대한 공시를 규율할 수 있는 공시규정을 유지해야 한다는 의미이지, 증권거래소 규정을 증권거래법상의 공시규제체계에 직접 편입시킨다는 의미로 해석해서는 안될 것이다. 이에 따라 증권거래법상의 공시제도 실효성확보를 위한 여러 가지 행정적, 형사적, 민사적 제재조항이 이 조항을 통하여 직접 적용되는 것은 아니다.

<표 III-1> 한국의 유통시장 공시제도

구분	정기공시	수시공시	특수공시
종류	<ul style="list-style-type: none"> - 사업보고서 - 반기보고서 - 분기보고서 - 연결재무제표 - 결합재무제표 	경영활동과 관련하여 수시로 발생하는 주요 열거사항	<ul style="list-style-type: none"> - 합병·분할신고서 - 영업양수·도 신고서 - 자기주식취득(처분)신고서 - 공개매수신고서 - 의결권대리행사권유신고 - 임원·주요주주 주식소유 상황보고서 - 주식대량보유상황보고서
근거 법규	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래법 제186조의2~제186조의4 - 증권거래법시행령 제83조의2~제83조의4 - 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제6장 제3절 	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래법 제186조 - 증권거래법시행령 제83조 - 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제6장 제2절 - 상장법인공시규정 제2장 제1절 (협회중개시장공시규정 제2장 제1절) 	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래법 제190조의2 등 - 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제7장~제9장
주요 신고 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 회사의 개황 - 사업의 내용 - 재무에 관한 사항 - 주식에 관한 사항 등 	<ul style="list-style-type: none"> - 재무에 관한 사항 - 기업경영환경 변화 - 재산의 대규모손실 - 채권채무관계에 변동을 초래하는 사항 - 투자 및 출자에 관한 사항 - 손익구조변경 관련사항 - 주요경영방침의 결정 등 	<ul style="list-style-type: none"> - 당해 회사의 내용 - 재무에 관한 사항 등
신고 처	<ul style="list-style-type: none"> - 금융감독위원회 (금융감독원) - 증권거래소 - 증권업협회 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융감독위원회 (금융감독원) - 증권거래소 - 증권업협회 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융감독위원회 (금융감독원) - 증권거래소 - 증권업협회
신고 방법	금융감독원 Dart 시스템에 전자문서로 제출	금융감독원 Dart 시스템에 전자문서로 제출	금융감독원 Dart 시스템에 전자문서로 제출

구분	정기공시	수시공시	특수공시
신고 시기	- 사업보고서: 90일 이내 - 반기·분기보고서: 45일 이내	- 증권거래법: 지체없이 - 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정: 익일까지 - 상장법인공시규정(협회 중개시장공시규정) : 사안별로 당일 또는 익일까지	- 원칙적으로 지체없이, 신고내용별로 별도규정
사후 심사	금융감독위원회 (금융감독원)	금융감독위원회 (금융감독원)	금융감독위원회 (금융감독원)
법적 제재	- 20억원 이하의 과징금, 유가증권발행제한, 임원해임권고 등 - 5년 이하의 징역 또는 3,000만원 이하의 벌금 - 손해배상책임	- 20억원 이하의 과징금, 유가증권발행제한, 임원해임권고 등 - 500만원 이하의 벌금 - 5년 이하의 징역 또는 3,000만원 이하의 벌금 - 손해배상책임	- 합병정지 등, 20억원 이하의 과징금, 유가증권발행제한, 임원해임권고 등 - 5년 이하의 징역 또는 3,000만원 이하의 벌금 등 - 손해배상책임
시장 관리상 제재	- 투자유의종목지정 (기한내 미제출) - 등록취소 (투자유의지정후 기한내 미제출)	- 불성실공시(공시불이행, 공시변경, 공시변복)조치 - 투자유의종목지정(2년 내 2회 불성실공시) - 등록취소(투자유의지정 후 1회 불성실공시추가)	-

2. 수시공시사항의 규정방식

우리나라의 수시공시관련 법규는 증권시장을 규율하는 기본법인 증권거래법과 증권거래법의 위임에 의한 증권거래법시행령, 증권거래법시

행령의 위임에 의한 금융감독위원회의 유가증권의 「발행 및 공시 등에 관한 규정」 등 모두 3단계의 규제체계를 유지하고 있다.

먼저 증권거래법은 열거주의 방식으로 12개의 수시공시사항을 일일이 나열하고 마지막 부분에서 이들 열거된 사항 이외에 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항에 대해서는 증권거래법시행령으로 정할 수 있도록 위임하고 있다. 이어서 증권거래법시행령은 7개의 새로운 수시공시사항을 열거하고, 기타 필요한 수시공시사항을 금감위가 정할 수 있도록 재차 위임하고 있다. 이에 따라 금감위 규정은 증권거래법과 증권거래법시행령에서 열거된 모든 수시공시사항들에다 일부 새로운 수시공시사항들을 추가하여 종합적으로 규정하고 있다. 증권거래소나 증권업협회도 각각의 공시규정을 가지고는 있지만, 증권거래법령과 금감위 규정에서 정하고 있는 사항과 거의 동일한 내용의 수시공시사항을 재차 반복하여 열거하고 있을 뿐이다.

이러한 증권거래법령, 금감위 규정 그리고 증권거래소 또는 증권업협회 규정은 모두 열거주의(또는 열거적 포괄주의) 방식에 입각하여 수시공시사항을 일일이 구체적으로 나열하고 있다. 다만 열거주의방식이 가지고 있는 공시의무사항의 누락가능성이라는 한계를 보완하기 위하여 증권거래법령의 위임에 근거하여 금감위 규정에서 수시공시사항에 관한 포괄적인 규정을 두고 있다. 즉 금감위 규정은 제69조 제1항 제20호에서 “위의 사항에 준하는 사항으로서 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항”도 신고·공시하도록 제한적이지만 포괄적으로 규정하고 있는 것이다. 그렇지만 이러한 예비적·포괄적 조항은 실제로는 별다른 의미를 발휘하지 못하고 있는데, 그 이유는 실무계에서는 발행기업이 증권법규에 명시적으로 규정된 수시공시사항만을 공시하면 공시의무를 이행한 것으로 해석하여 운영하고 있기 때문이다. 이처럼 수시공시사항을 한정적으로 열거함으로써 기업은 그 이외의 주요 경영사항에 대한 공시를 회피할 수 있는 여지를 가지게 된다. 열거주의는 공시하여야 하

는 내용을 구체적으로 적시하고 있어, 상장법인이나 협회등록법인이 공시의무사항을 구별하거나 감독기관 등이 불성실공시여부를 판별하고 법규를 적용하는데 용이하다.

이하에서는 증권거래법령, 금융감독위원회의 감독규정, 시장운영기관의 공시규정 등 수시공시사항과 관련된 규정들의 내용을 구체적으로 살펴보기로 한다.

가. 증권거래법령

우리나라의 증권거래법은 수시공시사항을 열거주의방식에 의해 규정하고 있다. 증권거래법 제186조 제1항은 증권거래소시장이나 코스닥시장에 상장된 기업의 수시공시사항을 구체적으로 열거하여 신고하도록 하는 열거주의를 채택하고 있다. 상장법인 또는 협회등록법인은 부도발생, 영업활동 정지, 정리절차개시 신청, 사업목적의 변경결의, 재해로 인한 손실발생, 중대한 소송제기, 합병·영업양수도·분할의 발생, 해산사유발생, 증자·감자·주식소각 결의, 조업중단, 은행관리개시, 자기주식취득·처분의 이사회결의 등 증권거래법에 구체적으로 열거된 일정한 주요경영사항에 대한 사실 또는 이사회 결의내용을 지체없이 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고하여야 한다. 또한 증권거래법 제186조 제1항 제13호의 “기타 주요 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미칠 사항”에 따른 공시는 대통령령이 정하도록 하고 있으므로, 이 조항은 추가적인 수시공시사항을 증권거래법시행령으로 정하도록 위임한 규정으로 보아야지 이 조항 자체를 포괄적 규정으로 볼 것은 아니다.³⁾

이러한 증권거래법 제186조 제1항 제13호의 위임규정을 근거로, 증권

3) 진정으로 포괄적인 규정은 금감위 규정 단계에서 나타난다고 보아야 할 것이다.

거래법시행령 제83조 제3항에서는 기타 공시의무사항을 열거적으로 규정하고 있다. 상장법인 또는 협회등록법인은 증권거래법시행령 제83조 제3항에 의하여, 최대주주·주요주주·계열회사의 변동, 최대주주 등과의 중요한 거래, 신물질 또는 신기술에 관한 특허 취득, 자기자본의 10% 또는 1000억원 이상의 신규시설투자·시설 증설 등에 관한 이사회결의, 매출액의 10% 또는 또는 1000억원 이상의 제품수거·과기 실시에 관한 결정, 자기자본의 10% 또는 1000억원 이상의 특별손실 또는 특별이익의 발생 등 구체적으로 열거된 일정한 신고사유가 발생한 경우, 이를 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고하여야 한다. 특히 증권거래법시행령 제83조 제3항 제7호에서는 기타 유가증권의 공정한 거래와 투자자 보호를 위해 공시할 필요가 있는 사항을 금융감독위원회에서 추가적으로 정할 수 있도록 재차 위임하고 있다.

나. 금융감독위원회의 공시규정

금융감독위원회의 「유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제69조 및 제71조에서는 공시해야 할 주요경영사항의 범위 및 신고방법에 대하여 규정하고 있다. 상장법인 또는 협회등록법인은 동 규정 제69조 제1항 제1호에서 제69조 제1항 제19호까지 약 60여개의 항목에 걸쳐 주요경영사항을 구체적으로 열거하고 있으며, 해당 사항에 관한 사실 또는 결정이 있는 경우, 그 내용을 공시사항 발생일의 익일까지 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고하도록 규정하고 있다.⁴⁾ 즉 당

4) 2004년 7월에 금융감독위원회 및 증권거래소 등 자율규제기관의 수시공시제도에 관한 대폭적인 수정이 있었다. 그렇지만 이는 기존의 열거주의적인 공시사항 규정방식 자체를 변경한 것은 아니며, 중복적이고 불합리하게 규정되어 있던 수시공시사항을 정보의 중요성 기준에 맞게 보다 합리적으로 개선하고자 하는 시도였다. 예를 들어 기업의 위험감내능력에 부합하도록 수

해 법인의 재무구조·기업경영환경에 중대한 변경을 초래하는 사항이 발생하거나, 해당 법인의 재산 및 채권·채무관계의 중대한 변경이 있거나 손익구조가 변경된 경우, 합병이나 자산의 양·수도, 분할 등 해당 법인의 구조적 변경이 있는 경우, 이와 관련된 사항을 공시하도록 하고 있다. 또한 동 규정 제71조는 최대주주 등과의 거래의 신고에 관하여, 제1항에서 상장법인 또는 협회등록법인이 최대주주 등을 상대방으로 하거나 최대주주 등을 위하여 금전의 가지급·대여, 담보제공, 채무지급보증, 출자, 유가증권매매, 부동산 매매·임대차, 영업양수도, 기타 금융감독원장이 정하는 거래를 한 경우, 제2항에서는 최대주주 등과 물품 또는 서비스 등에 대하여 매출액의 5% 이상에 해당하는 거래를 하거나 동액 이상의 1년 이상 장기공급계약을 체결한 때 등에는 각각 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고하도록 규정하였다. 증권거래법 시행령 제83조 제1항 단서에 의해 증권거래소 또는 증권업협회가 사유발생일 당일에 신고하도록 한 사항은 당일 내에 신고하도록 규정하였다.

주목할 만한 것은 「유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제69조 제1항 제20호에 제한적이나마 포괄주의적 성격을 가진 조항을 두고 있다는 사실이다. 동 규정에서는 열거된 사항에 준하는 것으로서, 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하거나, 법령 또는 정관에서 정한 주주총회의 결의사항 등 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대하여도 신고하도록 하였다. 즉 열거된 수시공시사항은 아니더라도, 해당 사항의 구체적인 내용이 투자자의 투자 판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이라면 이를 공시하도록 요구하는 것이다.⁵⁾

시공시사항의 기준을 자본금 기준이 아닌 자기자본 기준으로 전환하고, 기존의 일률적인 비율기준을 해당 항목에 따라 차등적으로 적용하도록 하였다. 수시공시제도 개선에 관한 보다 자세한 내용은 금융감독원(2004) 참조.

- 5) 이 때 해당 정보가 공시의 대상이 되는 중요한 정보인가 여부에 대하여는 당해 공시의 주체인 기업이 일차적으로 판단하여야 한다.

그렇지만 이러한 제한적인 의미를 가진 포괄주의적 조항이 실제로는 수시공시사항의 범위 결정에 있어서 큰 영향력을 발휘하고 있지는 않다. 왜냐하면 현재 수시공시사항이 법령 및 감독규정에서 광범위하고 망라적으로 열거되어 있어서, 개별기업들 입장에서는 증권감독법규에서 명시적으로 규정하고 있는 수시공시사항을 공시하는 것만으로 공시의무를 다했다고 여기기 때문이다. 또한 감독당국 입장에서도 기존에 열거적으로 나열되어 있는 공시사항들이 거의 대부분의 중요한 정보를 포함하고 있다고 생각하기 때문에 열거된 사항을 공시하는 것만으로도 충분히 공시의무를 이행한 것으로 해석·운영하고 있다.

다. 자율규제기관의 공시규정

증권거래소와 증권업협회 역시 각각 「상장법인 공시규정」, 「협회 중개시장 공시규정」에서 증권거래법규에서 정하고 있는 사항과 거의 동일한 내용의 수시공시사항을 구체적으로 열거하고 있다.⁶⁾

증권거래소의 「상장법인 공시규정」 제4조와 제5조에서는 상장법인의 재무구조, 재산, 채권·채무관계, 출자관계 등 주요경영사항 및 사회사의 주요경영사항, 선박투자회사의 주요경영사항, 최대주주 등과의 거래와 관련하여 공시해야 할 중요한 정보를 구체적으로 열거하고 있는데, 여기서 정하고 있는 수시공시사항은 증권거래법, 동 시행령, 금융감독위

6) 증권거래소 및 증권업협회의 수시공시규정이 증권거래법상의 수시공시체계에 정식으로 편입되었는지 여부에 대해서는 해석상 논란이 있을 수 있다. 즉, 증권거래법시행령 “제83조 제1항 단서”의 해석상, 증권거래소 및 증권업협회의 수시공시규정이 과연 엄격한 의미에서 증권거래법상의 수시공시체계에 편입이 되었느냐는 문제에 대해 견해가 나뉠 수 있다. 그러나 증권거래소 및 증권업협회의 수시공시규정은 증권거래법시행령 조항과 상관없이 단순한 자율규제기관의 규정에 지나지 않는다고 판단하는 것이 타당할 것이다.

원회의 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」에서 정하고 있는 사항과 거의 동일하고, 극히 일부분에 한하여 상장법인공시규정만의 고유한 공시의무사항이 존재한다.

증권업협회의 「협회중개시장 공시규정」 제6조 내지 제9조 역시 공시·신고사항을 규정하고 있는 바, 거래소의 공시규정과 마찬가지로 협회규정에서 정하고 있는 수시공시사항이 증권거래법규에서 정하고 있는 사항과 거의 동일하고, 극히 일부분에 한하여 협회중개시장 공시규정만의 공시의무사항이 존재한다.

증권거래소와 증권업협회의 공시규정은 수시공시사항을 일일이 열거하면서도 동시에, 열거되지 않은 중요한 정보의 공시 누락을 방지하기 위해 예비적인 장치로서 금감위의 「유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제69조 제1항 제20호와 동일한 취지의 포괄주의적인 조항을 두고 있다. 증권거래소의 「상장법인 공시규정」 제4조 제2항 제41호, 증권업협회의 「협회중개시장 공시규정」 제6조 제1항 제4호에서는 열거한 사항 외에도, 그에 준하는 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하거나, 법령 또는 정관에서 정한 주주총회 결의사항 중 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 있으면, 이에 대한 이사회 결의 또는 주주총회 결의가 있는 때, 이를 공시하도록 하고 있다.

이와 같이 증권거래소와 증권업협회는 수시공시항목을 구체적으로 열거하고 있는 바, 2004년 6월 기준으로 증권거래소의 수시공시항목은 약 280개, 증권업협회는 270개 항목이었다. 이는 IMF 이전인 1997년 기준으로 증권거래소의 117개 항목, 증권업협회의 89개 항목에 비해, 각각 2.4배, 3배 가량 증가한 것으로, IMF 이후 기업경영의 투명성 강조 및 투자자 보호를 이유로, 그때 그때의 상황에 따라 공시항목이 누적적으로 추가되었기 때문이다. 그렇지만 공시의무사항이 과다하여, 기업의 공시 부담이 과중되는 한편, 기업환경의 변화에 따른 중요한 정보는 오히려

제때 공시되지 않는 상황이 발생하기도 하는 등 수시공시제도에 관한 준비가 필요하게 되었다. 이러한 반성을 계기로, 2004년 7월에 금융감독위원회는 수시공시제도 선진화방안을 마련하여, 공시사항이 중복되는 경우 삭제·통합하고, 공시기준을 합리적으로 개선하고, 기업경영환경 변화에 따른 새로운 중요정보에 대한 공시의무를 부과하는 등, 수시공시사항을 전반적으로 재정비하였다. 그 결과 종래 280개이던 증권거래소의 수시공시사항은 약 236개 항목으로, 270개이던 증권업협회의 수시공시사항은 약 229개 항목으로 감소하여, 기업의 공시부담이 완화되는 한편, 필요한 중요정보를 제때 공시하도록 하는 수시공시체계를 보완하였다.⁷⁾

3. 수시공시위반에 대한 제재

가. 행정제재

정기공시의 경우 주권상장법인 또는 협회등록법인이 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서 등 정기공시서류의 미제출이나 허위 기재 및 허위 표시, 중요 사항의 누락 등 공시의무를 위반하는 경우 금융감독기관이 제재조치를 취할 수 있다. 수시공시의 경우에도 주요경영사항의 미신고나 허위 기재 및 표시, 기재의 누락 등이 있는 경우, 또는 주주총회의 경영참고서류를 비치하지 않는 경우 등에 대해 행정제재를 받는다.

이때 금융감독기관이 취할 수 있는 행정제재로는 과징금의 부과, 일정기간동안 유가증권의 발행제한, 발행회사 임원의 해임권고, 위법내용의 공표 요구, 고발, 각서징구, 경고 또는 주의, 정정명령 등이 있다. 특

7) 금융감독원(2004).

히 과징금부과의 경우 종래에는 유가증권신고서의 미제출시에만 부과하였으나, 2001년 10월부터는 유통시장에서의 공시위반에 대하여도 부과되고 있다. 과징금은 수시공시와 정기공시에 차이가 있는 바, 수시공시의무를 위반한 경우에는 20억원 이하의 범위에서 부과되고, 정기공시의무 위반시에는 20억원의 한도 내에서 직전 사업연도 중 발행회사 주식의 일일평균거래금액의 10% 이내의 범위에서 부과된다.⁸⁾ 이 때 과징금의 부과금액은 위반행위의 유형 및 위반 정도에 따라 차등적으로 부과된다.

나. 형사처벌

수시공시의무 위반의 경우에 형사처벌을 받을 수 있다. 다만 이 때 단순한 공시 불이행의 경우와 부실공시의 경우에 형의 경중에서 차이가 있다. 수시공시의무의 불이행에 대하여는 형사처벌이 5백만원 이하의 벌금으로 규정되어 있다.⁹⁾ 그렇지만 부실공시 즉 중요한 사항에 관하여 허위기재를 한 경우에는 5년 이하의 징역 또는 3000만원 이하의 벌금이 부과되어 형이 가중된다.¹⁰⁾

다. 민사책임

수시공시사항에 관한 허위기재 또는 중요한 사항의 누락으로 인해 투자자에게 손해를 입힌 경우, 기업은 그 손해에 대하여 손해배상책임을 부담한다. 유통시장의 공시위반에 대한 손해배상책임은 유가증권신고서

8) 증권거래법 제206조의11 제3항, 제4항.

9) 증권거래법 제211조 제2호.

10) 증권거래법 제207조의3 제2호.

및 사업설명서의 책임규정인 증권거래법 제14조를 준용하고 있으므로, 발행시장공시에 대한 손해배상책임과 동일하다.

라. 자율규제기관의 제재

수시공시사항의 신고의무를 성실히 이행하지 않거나, 조회공시의 확인 또는 공시요구에 불응한 경우, 자율규제기관에 의한 제재를 받을 수 있다. 자율규제기관의 제재수단으로는 불성실공시법인 지정, 금융감독위원회에 통보 후 해당사실의 시장공표, 매매거래정지(중단), 투자유의종목 지정, 관리종목 지정, 상장폐지 혹은 등록취소 등이 있다.

만일 어떤 기업이 증권거래법에 근거한 수시공시사항의 신고의무를 성실히 이행하지 않거나, 조회공시의 확인 또는 공시요구에 불응한 경우 증권거래소와 증권업협회는 당해 법인을 불성실공시법인으로 지정하고, 이를 금융감독위원회에 통보할 수 있다. 이때 금융감독위원회는 증권거래법 제193조에 따라 당해 법인의 주주총회에 대하여 임원의 해임을 권고하거나 일정기간동안 유가증권의 발행을 제한하는 등의 조치를 취할 수 있다.¹¹⁾ 증권거래소 또는 증권업협회가 어떤 기업을 불성실공시법인으로 지정한 경우에는 그 사실을 시장에 공표하도록 하고 있는데, 우선 불성실공시법인으로 지정된 날로부터 6회 연속하여 증권시장지에 당해 사실 및 경위를 게재하도록 한다. 그리고 1개월간 증권시장지 및 증권전산의 증권정보 문의단말기의 시세표상에 “불” 또는 “불성실공시법인”의 표시를 하도록 하며, 2년간 불성실공시법인의 명단 및 지정사유를 전자공시시스템에 게재하도록 하고 있다.¹²⁾¹³⁾

11) 증권거래법 제186조 제3항, 제193조.

12) 증권거래소의 「상장법인 공시규정」 제18조, 증권업협회의 「협회중개시장 공시규정」 제26조.

또한 증권거래소와 증권업협회는 불성실공시법인에 대하여 매매거래 정지조치를 취할 수도 있다.¹⁴⁾ 만일 어떤 기업이 수시공시의 불이행, 공시번복, 공시변경 등의 의무위반이 있는 경우 불성실공시법인의 지정예고를 할 수 있고, 이 경우 당해 법인에 대하여 1시간동안 매매거래를 중단하며 불성실공시법인으로 지정된 경우 1일간 매매거래를 중단한다.

코스닥시장의 경우 고의·중과실 또는 상습적으로 불성실공시를 하거나 기공시내용의 변동사항 신고의무를 위반하는 경우 및 법정 기간 내에 정기공시서류를 제출하지 않는 경우, 협회등록규정 제22조에 근거하여 이를 투자유의종목으로 지정할 수 있다. 이 때 투자유의종목 지정에 관하여 당해 법인은 이의신청을 할 수 있는 절차가 마련되어 있고, 만일 투자유의종목으로 지정하거나 또는 투자유의종목으로 지정되었다가 해제된 경우 즉시 이를 코스닥시장지에 공시하여야 한다.

또한 증권거래소와 증권업협회는 모두 관리종목지정제도를 운영¹⁵⁾하고 있는 바, 거래소의 경우 정기공시서류의 미제출, 수시공시에 있어 2년 이내 2회 이상 공시의무를 위반한 경우 관리종목으로 지정할 수 있다.

기업의 공시의무 위반에 대하여 자율규제기관은 가장 강력한 제재조치라고 할 수 있는 상장폐지 내지 등록취소 조치를 취할 수도 있다.¹⁶⁾ 주권상장법인의 경우 공시의무위반으로 관리종목으로 지정된 후 1년 이내에 재차 공시의무를 위반한 경우 또는 2년 이내에 3회 이상 공시의무를 위반한 경우 상장을 폐지하도록 하고 있으며, 협회등록법인의 경우에도 이와 유사하다.

13) 2년간 불성실공시법인의 명단 및 지정사유를 전자공시시스템에 게재한다는 사항은 증권거래소에만 적용되고 협회중개시장에서는 적용되지 않는다.

14) 「상장법인 공시규정」 제20조의2, 「협회중개시장 공시규정」 제27조 제1항.

15) 「유가증권 상장규정」 제42조의2, 「유가증권 협회등록규정」 제23조.

16) 「유가증권 상장규정」 제37조, 「유가증권 협회등록규정」 제28조.

4. 임시보고서제도의 미도입

현재 우리 증권거래법에는 유통시장의 비정기 기업공시제도로서 수시공시제도와 특수공시제도가 도입되어 있으나, 미국이나 일본에서 채택하고 있는 임시보고서제도는 아직 도입되어 있지 않다. <표 Ⅲ-2>에서 보는 바와 같이 미국이나 일본은 유통시장의 비정기 기업공시를 임시보고서(current report)와 수시공시(timely disclosure)로 구분하여 임시보고서는 법령에서 의무화하고 있는데 반하여 수시공시는 법적 의무가 아니라 상장계약(또는 증권거래소 공시규정)에 따른 의무로 구성하여 운영한다. 미국과 일본의 수시공시는 상장기업과 거래소간의 자율규제제도로서 상장회사와의 계약이나 거래소 규정에 의하여 공시하도록 하고 있는데, 이는 투자자 및 시장에 영향을 끼칠 수 있는 중요 경영사항의 수시공시에 대하여 즉각적인 시장조치를 통하여 적절한 시장관리를 하기 위한 것이다. 임시보고서는 정기보고서의 최신성을 보완할 목적으로 기업에 일정한 중요 사실이 발생할 때마다 감독당국에 제출하도록 하는 보고서로 미국과 일본 모두 증권거래법에 근거하여 임시보고서 제출의무사항을 규정하고 있으며, SEC(미국)나 내각총리대신(일본)과 같은 증권감독당국에게 운영 및 관리권이 부여되어 있다.

**<표 III-2> 한·미·일의 유통시장 비정기 기업공시
규제체계 비교**

구 분	한 국	미 국	일 본
비정기 기업공시 체계	수시공시로 일원화 (단, 특수공시)	임시보고서와 수시공 시로 일원화	임시보고서와 수시 공시로 일원화
관련법규	<ul style="list-style-type: none"> · 증권거래법 · 증권거래법시행령 · 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 · 상장법인공시규정 · 협회중개시장공시규정 	<ul style="list-style-type: none"> - 임시보고서 · 1934년 증권거래법 - 수시공시 · NYSE Listed Company Manual · NASD Marketplace Rule 	<ul style="list-style-type: none"> - 임시보고서 · 증권거래법 - 수시공시 · 동경증권거래소 적시공시규칙

IV. 외국의 수시공시제도 현황

1. 미 국
2. 일 본

IV. 외국의 수시공시제도 현황

1. 미국

가. 유통시장 비정기공시제도의 개관

미국의 공시정책의 기본방향은 기업의 가치를 평가하는데 필요한 기업정보를 투자자에게 정확하게 알려주어 공정한(fair and just) 증권가격을 형성하는데 있다. 이를 위하여 미국의 1934년 증권거래법은 증권발행 후에도 발행인이 투자판단에 필요한 기업내용을 유통시장에서 투자자에게 지속적으로 제공하도록 의무화하고 있다. 즉 1934년 증권거래법 제12조에 의해 증권을 등록한 발행인 및 1933년 증권법 제6조의 등록을 한 발행인은 연차보고서(annual report), 분기보고서(quarterly report) 및 임시보고서(current report)를 SEC에 제출해야 한다. 그러나 1934년 증권거래법은 제13조와 제15조(d)에서 정기보고서와 임시보고서에 관한 사항은 규정하고 있지만, 수시공시에 관하여는 명시적 규정을 두고 있지 않다.

미국의 유통시장 공시 중에서 비정기적인 기업공시는 SEC에 제출하여야 하는 임시보고서(current report)와 자율규제기관인 거래소가 담당하는 수시공시(timely disclosure)로 이원화되어 있다. 임시보고서(current report) 제도란 등록회사가 연차보고서 및 분기보고서 제출 후 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 회사경영에 관한 중요한 사실이 발생하는 경우에 당해 사실을 일정기간 이내에 작성하여 SEC에 제출하도록 하는 제도로서 정기보고서상 공시내용의 최신성을 확보하는 기능을 담당하고 있다.¹⁷⁾ 한편, 수

17) 임시보고서는 1934년 증권거래법 제13조, 제15조(d), SEC Rule 13a-11, 15a-11을 그 법적 근거로 한다.

시공시제도란 자율규제기관인 전국증권거래소와 전국증권업협회가 상장기업과의 계약에 의해 상장 및 등록증권의 발행인에게 중요정보(material information)의 수시공시의무를 부과하는 제도이다.¹⁸⁾ 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange : 이하 NYSE)의 「상장회사매뉴얼(Listed Company Manual)」 및 미국증권업협회(National Association of Securities Dealers, Inc. : 이하 NASD)의 「시장규정(Marketplace Rules)」은 수시공시사항을 예시적으로 나열하고 있다.¹⁹⁾

임시보고서와 자율규제기관의 수시공시는 비정기공시라는 점에서는 공통적이지만, 해당 공시의 법적 근거와 운영주체, 공시절차 등에서는 차이가 있다. 임시보고서의 경우 1934년 증권거래법에 규정된 정기공시(연차보고서, 분기보고서)의 공백을 보완하는 것을 목적으로 하며, 기존에 성립되었던 사항에 변화가 발생하였을 경우, 다음 정기공시 제출기한 전에 보고하도록 하는 방식으로 운영되어 왔다.²⁰⁾ 이에 비해 수시공시는 계속 변화하는 기업경영에 관한 중요사항을 실시간으로 공시하도록 하여, 투자자들로 하여금 이들 정보를 참조하여 투자결정을 내릴 수 있도록

18) 우리 증권거래법상의 수시공시는 증권거래법에 명문의 근거를 가지고 있는 제도로써, 위반시에는 법령위반에 따른 제재조치를 받게 된다. 그렇지만 NYSE, AMEX 등의 수시공시제도의 근거는 어디까지나 자율규제규정에 근거한 것으로, 해당 증권거래소에 상장된 회사와 증권거래소 간의 상장계약의 내용으로서 운영되는 제도라고 볼 수 있다. 따라서 그에 대한 위반 역시 법령 위반이 아닌, 자율규제규정에 근거한 계약 위반으로 다루어질 것이다.

19) 수시공시의 근거는 NYSE의 「상장회사매뉴얼(Listed Company Manual)」의 §202, NASD의 「시장규정(Marketplace Rules)」 4120, IM 4120-1, 4310, 4320 등이다.

20) 그렇지만 이러한 임시보고서 제도는 엔론사태 이후 제정된 「사베인스-옥슬리 법(Sarbanes-Oxley Act)」 이후, 제출시한이 단축되는 등, 규제가 보다 강화되는 추세이다. 「사베인스-옥슬리 법」에 따른 공시시한 단축 및 SEC의 임시보고서 제출 양식 개정에 관한 자세한 내용은 후술한다.

록 하는 것을 주된 목적으로 한다.

이하에서는 미국의 비정기공시제도를 구성하고 있는 양 축이라고 할 수 있는 수시공시제도와 임시보고서 제도에 대해, 공시의무사항을 규정하는 방식을 중심으로 살펴보기로 한다.

나. 자율규제기관의 수시공시제도(timely disclosure)

1) 개관

미국은 중요한 정보의 공급자인 상장회사가 가급적 신속하게 정보의 수요자인 투자자에게 정보를 공시할 수 있도록 유도할 수 있는 공시제도를 구축하기 위해 노력했으며, 이러한 노력이 증권거래소가 운영하는 수시공시체제에 반영되어 있다. NYSE, AMEX 등이 운영하는 수시공시체제는 일반적으로 상장회사, 증권거래소, 보도기관을 축으로 하여 이루어지며, 상장회사가 보도기관에 보도자료를 배포하는 것으로 수시공시가 이루어진 것으로 본다. 보도기관을 통한 공시를 인정한다는 점에서 미리 정해진 절차에 따라, 담당기관에 정보를 제공하지 않으면 보도기관을 통한 발표가 이루어졌다고 하더라도, 공시를 이행한 것으로 보지 않는 우리 수시공시제도와는 차이가 있다.

미국의 수시공시체제를 간략하게 살펴보면, 당해 상장회사가 공시하여야 할 일정 사항이 발생한 경우 그 발생사실과 중요성을 증권거래소에 통지하고 보도기관에 직접 보도자료를 배포함으로써 이루어진다. 통상적으로 정기공시는 미국 SEC의 전자공시시스템인 EDGAR를 통해 이루어지지만, 증권거래소의 수시공시는 아직까지도 상장회사가 언론사에 직접 보도자료를 배포하는 방식으로 이루어지고 있다. 상장회사가 언론기관에 관련 사항에 대한 보도자료를 배포하는 방식으로 수시공시를 하

면, 증권거래소는 이들 보도기관에 의해 유포된 뉴스의 정확성을 점검하는 것으로 수시공시의 성실한 이행 여부와 불성실 공시여부를 검토한다.

상장회사는 원칙적으로 하루 종일 언제라도 공시할 수 있으나, NYSE에 상장된 회사가 보도자료를 통해 중요한 정보를 공시하고자 하는 경우에는 그 내용을 10분 전에 NYSE에 통지하여야 하고, 거래시간 외에 보도자료를 배포하는 경우에는 사전통지를 하지 않아도 된다.

이와 같은 수시공시제도의 구조를 보면, 공시 여부를 결정하는 정보의 중요성에 대해 상장회사가 일차적으로 판단하고, 기업공시의 창구역할은 SEC나 자율규제기관이 아니라 언론기관이 담당한다. 즉 미국의 수시공시체제의 중추적인 담당기관은 상장회사와 언론기관이고, 이들이 능동적으로 활동하는 것과 반대로, 증권거래소는 배포된 보도자료의 진실성 여부 등에 대해 검토하는 소극적인 감독만을 행하고 있는 것으로 보인다. 최근 Enron 스캔들 이후 공시강화 방안 등을 통해 비정기공시에 대한 SEC의 개입이 강화되고 있는 추세이다.

2) 수시공시제도의 근거 규정

미국의 수시공시제도는 증권거래법과 SEC의 Rule에 근거하고 있지 않다. 다만 NYSE의 「상장회사매뉴얼(Listed Company Manual)」, AMEX의 「조직 및 규정(Constitution & Rules)」에서 상장회사의 중요한 정보를 보도하도록 규정하고 있을 뿐이다.²¹⁾ 그리고 NYSE, AMEX 및 NASD는 기업경영과 관련된 중요한 사항을 중심으로 수시공시사항

21) NYSE의 상장회사매뉴얼의 경우, 제2장 공시와 중요한 정보의 보도(Section 2, Disclosure and Reporting Material Information)에서 규정하고 있고, AMEX는 동 거래소의 조직 및 규정(Constitution & Rules) 중에서도 상장기준 및 요건(Listing Standards, Policies and Requirements)의 제4장 공시정책(Part 4. Disclosure Policies)에서 규정하고 있다.

을 예시적으로 열거하고 있다. 이들 자율규제기관이 정하고 있는 수시공시사항 중에는 임시보고서 제출 사항과 중복되는 경우도 있으나, 그 위반에 대한 효과는 전혀 별개의 것으로 취급된다.

이와 같이 자율규제기관들이 예시하고 있는 수시공시사항은 예시적인 것으로서, 예시되지 않은 정보라도 해당 기업이 중요하다고 판단한 정보는 공시해야 한다. SEC에 대한 임시보고서 제출사항은 모두 수시공시사항과 중복되고, AMEX와 NASD는 임시보고서 제출사항은 역시 수시공시하도록 명시적으로 규정하고 있지만, 동일한 사항이라도 위반에 대한 효과는 전혀 별개로 취급된다.

이와 같이 기업경영에 있어 수시로 발생할 수 있는 중요한 정보를 공시하는 문제에 있어서 미국이 이와 같이 자율규제기관에 일임하는 것은, 공시의 목적과도 밀접한 관련이 있는 것으로 보인다. 즉 공시정책의 기본적인 방향은 기업의 가치평가에 필요한 기업정보를 투자자에게 정확하게 알려주고 투자판단에 이를 반영하도록 하여, 궁극적으로 공정한 증권가격을 형성하는 것에 있으므로, 가능한 한 기업에게 중요한 정보 여부를 판단하도록 하고 정보공개의 자율성을 부여하려는 의도로 보인다.

3) 수시공시사항의 규정방식

미국은 기업정보의 공개에 대하여 최소한의 가이드라인만을 제시하고 정보의 중요성 및 공개 여부는 기업이 독자적으로 판단하도록 한다. 미국에서 공시의무 이행여부는 사후적으로 사법심사 대상이 되므로 기업은 정보의 중요성과 공개여부를 적극적으로 판단하게 되고, 그 결과 모든 중요한 정보의 공개로 이어지는 관행이 정착되어 있다.

미국의 공시의무사항은 열거주의가 아니며, NYSE, AMEX 및 NASD의 규정에 공시해야 할 중요정보가 예시적 포괄주의 방식으로 일부만이

열거되어 있을 뿐이다. 증권거래소(NYSE, AMEX 등)와 증권업협회(NASD)의 수시공시규정에서는 수시공시사항에 대해 중요한 경영사항을 중심으로 예시적으로 나열하고 있다.

NYSE, AMEX, NASD 등은 규정 등을 통해 수시공시사항을 열거하고는 있으나, 이는 어디까지나 예시일 뿐이며, 예시된 사항이 아니라고 하더라도 발행회사가 스스로 중요한 정보라고 판단한 사항에 대하여 공시하도록 하고 있다. 구체적인 공시의무사항은 조금씩 차이가 있으나, 크게 이익·배당에 관한 사항, 합병·공개매수와 같은 회사의 구조변경에 관한 사항, 주요 경영진의 변경 등과 같이 투자자가 투자판단을 함에 있어서 중요하게 검토할 만한 사항들을 중심으로 예시적으로 열거하고 있다.

가) NYSE의 「상장회사매뉴얼(Listed Company Manual)」

NYSE의 「상장회사매뉴얼」은 증권의 가치 또는 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있으며, 주주 및 잠재적 투자자로서의 일반 대중, 그리고 증권거래소가 정당한 이해관계를 가질 수 있는 정보라면 중요한 정보에 해당되므로 기업으로 하여금 당해 정보를 수시로 공시하도록 요구하고 있다. 이러한 수시공시는 증권거래소가 증권시장의 질서를 유지하는 기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있도록 하는 동시에, 중요한 정보가 확정사실로 되기 전에 특정 사안에 대하여 증권거래소가 적절한 검토를 할 수 있는 기회를 가질 수 있도록 하기 위한 것이다.

「상장회사매뉴얼」의 제2조²²⁾에서는 수시공시와 관련하여 NYSE에 상장하는 회사는 상장계약서 및 이 매뉴얼에서 상술된 바와 같이 중요한 정보(material information)의 공시 및 신고에 관한 거래소 관행 및 절차에 따라 공시하도록 규정하고 있으며, 그 밖에 증권거래소의 상장요

²²⁾ NYSE의 상장회사매뉴얼 제2조(Section 2)은 §201~§204로 구성된 것으로서, 수시공시사항에 대하여 규정하고 있다.

건, 관행 및 절차 등에 대해 자세하게 기술하고 있다. 특히 주목할 것은 수시공시사항에 대하여 자세하게 규정하고 있다는 점이다. 동 매뉴얼은 수시공시의무가 부과되는 정보를 구체적으로 열거하고 있지는 않으나, 다음과 같은 사항을 즉각적인 공시가 필요한 사항으로 예시하고 있다.

<표 IV-1> NYSE의 수시공시사항

- 연간·분기 이익
- 배당
- 합병, 매수, 공개매수
- 주식분할
- 주요 경영진 변경
- 기타 중대한 비경상(non-recurrent) 항목
- 이와 유사한 항목 (주요 신제품, 계약, 확장계획 및 발견)

이들 열거된 사항은 어디까지나 기업들이 수시로 공시하여야 할 포괄적인 사항들에 대한 예시에 불과하기 때문에 이들 예시된 사항만 공시하는 것으로는 발행회사가 수시공시의무를 충분히 이행한 것으로 되지 않는다. 규정된 사항은 어디까지나 투자자가 투자판단을 함에 있어 중요하게 고려할 만한 요소들을 내포하고 있는 정보를 항목별로 분류하여 예시한 것에 불과할 뿐이다. 이 외에도 NYSE는 상장회사매뉴얼을 통해 발행회사와 관련한 중요한 정보로서, 기업 기밀사안의 내부관리, 회사 간부와 외부자(증권 애널리스트, 기관투자자 등)와의 관계, 기타 시장에서의 풍문 및 이상 움직임에 대한 처리 등도 함께 규정하고 있다.²³⁾

이와 같은 중요한 정보의 공시는 단지 발행회사 자신에게 유리한 정보만 공시하도록 하는 것은 아니다. NYSE가 발행회사에게 불리한 정보(unfavorable facts or news)라도 정직하게 공시하도록 명시적으로 요구하고 있음을 주목할 필요가 있다.

나) AMEX의 「조직과 규정(Constitution & Rules)」

AMEX도 NYSE와 마찬가지로 수시공시의무가 부과되는 정보를 구체적으로 열거하고 있지는 않으나, 문답식 형태로 즉각적인 공시가 필요한 사항을 예시하고 있다. AMEX 역시 공정하고 질서있는 시장관리를 위해, 모든 상장회사가 일반대중이 정확한 정보에 기초한 투자를 할 수 있도록, 중요한 정보를 적시에 제공하고 투자자들이 이에 접근할 수 있도록 하는 것이 필요하다고 보고, 「조직과 규정(Constitution & Rules)」에서 이를 규정하고 있다. AMEX의 경우 NYSE와 같이 공시해야 할 정보를 항목별로 분류하지 않고, 「상장 기준, 정책 및 요건(Listing Standards, Policies and Requirements)」의 제4절에 해당하는 「공시정책(Disclosure Policies)」의 제402조 이하에서 중요한 정보의 기준에 대하여 문답식으로 설명하고 있다는 점이 특이하다. AMEX가 즉각적인 공시가 필요한 정보로 예시하고 있는 사항은 다음과 같다.²⁴⁾

23) NYSE의 「상장회사매뉴얼」, 제2조(Section 2), 202.00(material information)

24) AMEX Constitution & Rules, Listing Standards, Policies and Requirements, Part 4. Disclosure Policies, Section. 402(a).

<표 IV-2> AMEX의 수시공시사항

- 공동사업약정, 합병 또는 인수
- 배당의 선언 또는 누락 또는 이익의 결정
- 주식분할 또는 주식배당
- 중대한 계약의 획득 또는 상실
- 중대한 신제품 또는 발명품
- 지배권의 변경 또는 경영진의 중대한 변경
- 상환증권의 상환권 행사(call of securities for redemption)
- 중대한 양의 자금 차입
- 중대한 양의 추가적인 증권의 공모 또는 사모
- 중대한 소송
- 중대한 자산의 매입 또는 매각
- 자본투자계획의 중대한 변경
- 중대한 노동분쟁, 하청업자 또는 공급업자와의 중대한 분쟁
- 증권거래법상 임시보고서의 제출을 요하는 사안
- 자기주식의 취득을 위한 프로그램의 구축
- 다른 회사의 증권에 대한 공개매수
- 기술적인 지급불이행, 이자 및 원금의 지급불이행
- 이사회에 변경 및 공석
- 기업존속요건에 관련된 감사의견의 수령

AMEX는 정보의 공시여부를 결정하는 기준으로 “당해 정보가 발행 회사 주식의 가격에 중대한 영향을 미칠 것으로 보이는 경우” 또는 “해당 정보가 합리적인 투자자에게 중요하다고 생각될 가능성이 있는 경

우"를 제시하고 있으며, 이들 기준에 충족하는 정보는 중요한 정보로 보아 즉시 공시하도록 하고 있다. 즉 수시공시해야 할 중요한 정보를 명확하게 규정하고 해당 사항만을 공시하도록 하는 것이 아니라, 발행회사의 주식의 가치 또는 해당 주식에 대한 투자나 거래 여부를 결정하는데 영향을 미칠 수 있다고 여겨질 만한 성격의 모든 중요한 정보를 공시하도록 하는 것이다. 아울러 AMEX는 예외적인 경우 발행회사가 정보의 공시를 유보하는 것을 인정하고 있으며, 중요한 정보의 공시방법, 공시시점, 품문 등에 대한 해명 및 대응절차 등을 규정하고 있다.

다) NASD의 「시장규정(Marketplace Rules)」

NASD도 「시장규정」를 통해 발행회사에게 수시공시의무를 부여하고 있다. NYSE, AMEX와 마찬가지로 NASD 역시 수시공시의 대상이 되는 정보를 열거주의 방식으로 규정하고 있지는 않으며, 포괄주의 방식에 따라 신속하게 공시해야 할 정보에 관한 일부의 예시를 보여줄 뿐이다. NASD는 발행회사의 주가가격에 영향을 미칠 수 있거나 투자자의 투자결정에 영향을 미칠 수 있는 정보로서 다음과 같은 사항을 예시하고 있다. 그리고 예시한 사항 외에 기타 중요한 정보를 배포하는 경우, 발행회사는 당해 정보를 NASD에 통지하여야 한다.²⁵⁾

25) NASD의 「시장규정」, IM-4120-1 : 중요한 정보의 공시(Disclosure of Material Information).

<표 IV-3> NASD의 수시공시사항

- 분기 또는 연간 수익, 수익보고서, 사전 발표문 또는 안내문을 포함한 재정관련 공시
- 합병, 공개매수, 자산거래 및 파산과 파산관재(receiverships)를 포함하는 기업구조조정과 취득사항
- 새로운 상품 또는 발명품, 고객과 공급자에 대한 진전사항
- 중요한 성격을 가지는 고위경영진의 변동과 지배권의 변화
- 독립된 감사의 사직이나 계약만료 또는 이전에 발행되었던 감사보고서의 철회
- 발행인의 주식에 관한 사항
- 중요한 법적 또는 규제상의 진전사항
- Form 8-K의 제출을 요하는 사항

4) 중요성 기준에 대한 논의의 필요성

미국의 경우 상장회사가 시장에 공시해야 하는 중요한 정보(material information)는 증권이나 투자자의 투자 의사결정에 영향을 미치는 내용의 정보를 말하는데, 이에 대한 구체적인 기준은 없다. NYSE는 상장회사의 증권에 중요한 영향을 줄 것이라는 것이 합리적으로 기대되는 뉴스나 정보를 공시하도록 하고 있으며, 이것이 중요성(materiality)의 판단 기준으로 이해되고 있다. AMEX도 특정회사의 정보가 당해 회사의 증권 가격에 중대한 영향을 미치거나 동 정보가 합리적인 투자자의 투자 의사결정에 영향을 미칠 것으로 생각될 가능성이 있는 경우에 이를 즉시 공

시하도록 하고 있는데, 이것이 중요성의 기준이라고 할 수 있다.

미국과 같이 수시공시사항을 나열하지 않고 포괄적인 개념으로 규정하는 경우, 기업이 제1차적인 결정권자의 역할을 하게 되므로,²⁶⁾ 어떤 정보가 중요한 정보로서 기업이 이를 공시해야 하는가의 여부를 판단하는 문제가 제기된다. 특정 정보가 공시해야 하는 중요한 정보에 해당되는지를 판단하는 것이 반드시 용이하지만은 않으므로, 이에 대해서는 다년간에 걸친 판례의 축적과 시장운영기관의 지침이 요구된다. 중요성 개념에 대한 논의는 다음 장에서 본격적으로 하기로 한다.

5) 수시공시에 대한 감독과 제재

수시공시를 운영하는 주체인 NYSE와 AMEX는 우선 (i) 각 상장회사로부터 공시대상인 사항이 발생하였다는 사실과 그 중요성을 보도기관에 보도자료를 배포하기 전에 제공받는 단계에서 뉴스의 중요성을 평가하여 거래정지가 필요한지의 여부를 판단하고, (ii) 보도기관에 보도자료가 배포된 후, 당해 자료의 정확성 여부를 검사하며, (iii) 또한 각 상장회사에 대한 풍문이나 이상한 시장의 움직임이 감지되는 경우 당해 회사에게 이를 조회하여 그러한 현상의 원인이 될 수 있는 중요한 정보가 미공개되었을 경우, 그 공개를 요구하거나 각 상장회사로 하여금 이를 해명하도록 요구할 수 있다.

NYSE의 경우 시장감시 및 평가부서(Market Surveillance and Evaluation Division)를 통하여 지속적인 시장감시 프로그램을 유지하고 있는데, 어떤 주식의 움직임이 사전에 정해진 가이드라인을 초과하면 해당 주식에 표시를 하게 되며, 그 원인을 찾기 위해 바로 상황검토가 이

26) NYSE에서는 상장회사가 자체 판단에 따라 특정 정보가 중요한 정보인가를 결정하지만, 만일 이에 대해 NYSE와 서로 의견이 다를 경우에는 NYSE는 당해 회사의 고위간부와 접촉을 통해 이를 해결하고 있다.

루어진다. AMEX도 시장감시와 연계하여 주식거래감시부서(Stock Watch Department)에서 상장회사의 수시공시를 감독하고 있는데, 매일 아침 모든 스페셜리스트들과 전일 시장에서 있었던 일에 대해 검토하고, 특이 사항이 거론될 경우 상장회사와 접촉하여 이를 확인한다.

그렇지만 NYSE와 AMEX에 사전통지되는 내용은 당해 회사 증권의 매매거래정지 여부를 결정하기 위한 것으로서(중요한 정보의 경우 공시자료심리중(news pending)을 이유로 매매거래를 정지함), 공시내용의 사전검토를 위한 것은 아니다. 다만 AMEX의 경우 공시정보는 (i) 사실적이고, 명확하며 간결해야 하고, (ii) 투자자들이 당해 회사의 여타 활동과 비교하여 그 정보 내용의 중요성을 평가하기에 충분한 계량적 정보를 포함하여야 하며, (iii) 불리한 정보의 누락, 가능성의 과대포장, 충분한 근거 없는 예측, 유리한 해석이 가능하도록 꾸며진 불명확한 표현, 선전성 전문용어의 사용 등을 피하고 균형있고 공정한 내용을 공시하도록 해야 한다는 지침을 가지고 있다.

상장기업이 수시공시의무를 위반한 경우에는, 수시공시의 운영주체인 자율규제기관이 제재를 담당한다. NYSE와 AMEX는 중요한 정보가 공시된 경우, 해당 정보의 중요성을 이유로 당해 상장회사 주식의 거래정지권한을 가지고 있다. 그 외에도 공시의무 위반에 대한 직접적인 제재수단으로 공시의무위반회사에 대한 상장폐지를 할 수 있으나, 실제로 수시공시의무 위반을 이유로 상장폐지를 결정한 예는 거의 없으므로, 사실상 사문화된 권한으로 보인다. 당해 상장회사의 주식에 대한 거래정지권한과 상장폐지권한 외에는, 수시공시의무 위반에 대하여 자율규제기관이 달리 쓸 수 있는 제재수단을 가지고 있지 않다. 이것은 일견 자율규제기관의 제재 한계로 보일 수도 있으나, 사실상 대부분의 공시의무 위반에 대하여는 그로 인해 손해를 입은 주주들이 당해 상장회사를 상대로 소송을 제기하기 때문에, 자율규제기관이 직접적으로 상장폐지 등의 결정을 하지 않아도 궁극적으로는 시장에 의한 제재가 이루어지는 것으로 볼 수 있을 것이다.

다. 증권거래법상의 임시보고서(current report)

1) 임시보고서 제도의 의의

임시보고서는 정기보고서가 제출된 이후, 상장회사에 투자자의 투자 판단에 영향을 미치는 중요한 사실이 발생한 경우에 당해 사실을 일정 기간 이내에 SEC에 신고하도록 하는 제도로서, 정기보고서상의 공시내용을 추후에 보완하는 기능을 담당한다. 이에 대해서는 1934년 증권거래법 제13조와 제15조(d), 그리고 SEC Rule 13a-11, 15d-11이 규정하고 있다. 임시보고서는 미국의 국내법인과 외국법인의 신고서 양식이 다른데, 국내법인의 경우 기본양식인 Form 8-K에 따라 임시보고서를 제출하고, 외국법인의 경우 Form 6-K에 따라 임시보고서를 제출한다.

상장회사는 연차보고서 또는 분기보고서 제출 후에 감사인 변경, 경영자 해임, 주요자산의 취득 및 처분, 부도 또는 제3자에 의한 경영관리, 결산기 변경, 지배주주 변동 등과 같이, 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 회사경영에 관한 중요사항이 발생한 경우 이러한 내용에 관한 임시보고서를 일정 기간²⁷⁾ 내에 SEC에 제출하여야 한다. 이러한 임시보고서 제출대상항목은 자율규제기관이 운영하고 있는 수시공시(timely disclosure) 의무사항과 대부분 중복되지만, 그 기능이나 위반에 대한 제재는 전혀 다르다. 앞에서 살펴본 바와 같이 수시공시가 정기공시 이외에 실시간(real-time) 공시의 역할을 담당하지만, 임시보고서는 정기공시 이후의 중요한 변경사항이 발생한 경우 이를 보완하는 기능을 한다. 그러나 최근 임시보고서도 제출기간이 점차 짧아지고, 제출대상항목도 대

27) 종래에는 영업일수 5일, 달력일수 15일 내의 기간 동안 임시보고서를 제출하도록 되어 있었으나, 2004년 5월의 SEC Form 8-K 개정으로 기간이 4일로 단축되었다. 이것은 「사베인스-옥슬리 법」 “제409조”에 따른 개정으로, 자세한 내용은 후술한다.

폭 증가되면서 양 제도의 기능이 점차 수렴되는 현상이 나타나고 있다.

이하에서 미국의 임시보고서 제도가 도입된 이래 최근까지의 변천과정을 살펴보고, 임시보고서 제출대상항목과 제출기한을 중심으로 그 구체적인 내용을 살펴보기로 한다. 이어서 최근의 임시보고서 제도의 개선이 자율규제기관의 수시공시제도와 어떤 관련이 있는지 그 의미에 대하여도 검토해 보기로 한다.

2) 임시보고서 제도의 변천과정

1934년 증권거래법이 제정될 당시에는 임시보고서 제도가 도입되어 있지 않았으므로 기업으로서는 정기적인 공시보고서를 제출하는 것으로 충분했다. 그렇지만 비정기공시의 필요성이 대두됨에 따라 1936년 임시보고서제도가 도입되었고, SEC는 특별한 사항이 발생한 경우, 회사들이 당해 내용에 관한 임시보고서를 제출할 수 있도록 하기 위한 Form 8-K를 만들었다. 1936년에 이 제도가 처음 도입되었을 당시만 해도, 임시보고서의 제출기한은 최장 40일로 이러한 장기간의 제출기한은 급변하는 기업환경을 고려할 때 공시의 본래적인 목적을 달성하기 어렵다는 비판이 제기되었다. 이후 1977년에 SEC는 임시보고서 제도를 대폭 개정하면서, 현재의 임시보고서와 유사한 기본적인 골격을 갖추게 되었다.

그 후에도 SEC는 임시보고서의 제출기간이 '투자자들에 대한 가능한 빠른 정보공시'라는 측면에서 불충분하다는 문제인식을 바탕으로, 제출기간을 단축하려는 노력을 계속하였으나, 기업들의 반대에 부딪쳐 번번이 무산되었다. 실제로 SEC는 지난 1998년 임시보고서 제출에 관한 일부사항에 관하여 제출기간을 달력일수로 5일 이내로, 그 외의 일부사항에 대하여는 영업일수를 기준으로 1일 이내로 단축할 것을 제안하였다. 이러한 제출기간 단축에 관한 SEC의 제안은 공시의무 부담 과중을

이유로 한 기업들의 반대로 인해 거부되었다.

그러나 엔론 사태 이후 연속되는 기업들의 부정행위를 계기로 SEC는 공시규제강화를 천명하면서 정기공시체제와 비정기공시체제 모두를 정비하기 시작했다. 당시 SEC 의장이었던 하비 피트(Harvey Pitt)는 임시보고서 제도를 비판하고, 이를 실시간으로 “최신의 공시(current disclosure)” 체제로 전환할 것을 주장하였다.²⁸⁾ 이러한 주장은 2002년에 제정된 「사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)」에서 천명하고 있는 “실시간공시(real time issuer disclosure)”²⁹⁾라는 공시규제와도 밀접한 관련이 있으며, 이에 근거하여 임시보고서의 개정에 대한 SEC의 주장이 보다 설득력을 얻게 되었다. SEC는 2002년 4월과 6월에 각각 정기보고서와 임시보고서에 관한 개정안을 예고했는데³⁰⁾, 정기보고서의 경우

28) SEC, <http://www.sec.gov/new/speech/spch523.htm>.

29) Sarbanes-Oxley Act § 409 Real Time Issuer Disclosure

Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended by this Act, is amended by adding at the end the following :

(l) Real Time Issuer Disclosures. — Each issuer reporting under section 13(a) or 15(d) shall disclose to the public on a rapid and current basis such additional information concerning material changes in the financial condition or operations of the issuer, in plain English, which may include trend and qualitative information and graphic presentations, as the Commission determines, by rule, is necessary or useful for the protection of investors and in the public interest.

30) 정기보고서 및 임시보고서와 관련된 SEC의 개정안 및 최종확정안에 관한 날짜 및 관련 자료는 다음과 같다. 정기보고서 개정안의 경우 2002년 4월 12일에 예고되었고(Release Nos. 33-8089), 같은 해 9월 5일에 확정되었다(Release Nos. 33-8128) 이에 비해, 임시보고서 개정안은 2002년 6월 17일에 예고되었으나(Release Nos. 33-8106), 2004년 3월 16일에 가서야 겨우 확정되었다(Release Nos. 33-8400). 개정안에 대한 예고에서 확정에 이르는 기간이 매우 장기인 것을 미루어볼 때, 임시보고서의 제출기한 단축을 통한 비정기공시의 강화에 대하여 논란이 많았음을 짐작할 수 있다.

2002년 11월에 최종안이 확정되었으며³¹⁾, 임시보고서의 경우는 2004년 3월에 최종안이 확정되었다.

2002년의 임시보고서제도 개정안은 제출대상항목을 확대하고 제출기한을 2영업일로 축소하는 것을 내용으로 하고 있었다. 이 개정안은 제출기한과 제출대상항목에 대하여 약간의 수정이 있었지만, 그 기본 골격을 유지한 채 2004년에 최종적으로 확정되었다. 최종적으로 확정된 내용을 보면, 우선 임시보고서의 제출기한이 4영업일로 일률적으로 단축되었다. 원래 2002년의 수정안에는 2영업일을 원칙으로 하고 예외적으로 일정 절차를 거친 경우 자동적으로 2영업일이 연장되도록 하였는데, 이에 대하여 절차의 복잡성 등을 이유로 반대논의가 제기되었으므로, 이를 일률적으로 4영업일로 확정한 것이다. 제출대상항목 역시 2002년의 개정안에서 제시한 항목에 대한 일부 조정이 있었으나, 원칙적으로 제출대상항목을 대폭 확대하는 것을 내용으로 하는 개정안은 그대로 수용됐다.

“최신정보의 실시간공시”를 표방하며, 임시보고서의 제출대상항목과 제출기한을 대폭 강화하였지만, 임시보고서의 제출대상항목이 열거적이고 4일이라는 신고기한을 고려할 때, 이러한 임시보고서 개편이 과연 이상적인 유통시장의 비정기공시로 될 수 있는가에 대한 비판이 제기될 수 있다. 오늘날 정보전달의 신속성 및 기업경영의 다양성과 급변성을 고려할 때, 자율규제기관에 의한 수시공시(timely disclosure)가 보다 광범위하게 이루어지고 있는 상황에서, 개편된 임시보고서가 시장과 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 것을 기대하기 어렵다는 비판적

31) 이때 SEC는 정기보고서의 제출기한을 단계적으로 단축하도록 하는 개정안을 확정하였다. 이에 따르면 Form 10-K에 따라 제출하는 연차보고서(annual report)는 2002년 12월에는 회계연도 종료 후 90일 이내, 2003년 12월에는 75일 이내, 그리고 2004년 이후부터는 회계연도 종료 후 60일 이내에 제출하도록 하였다. 그리고 Form 10-Q에 따라 제출하는 분기보고서(quarterly report)는 2003년까지는 회계연도 종료 후 45일 이내에 제출하도록 하고, 2004년에는 40일 이내, 그리고 2005년에는 회계연도 종료 후 35일 이내에 제출하도록 했다.

견해도 있다.³²⁾ 그렇지만 과중한 공시의무 부담으로 인한 기업들의 반대로 개정논의가 좌절되었던 임시보고서제도에 대해 이와 같은 대대적인 수정을 가한 것은, 2000년 이후 일련의 기업회계비리 등으로 인해 추락한 투자자의 신뢰를 회복하기 위한 시도라는 평가를 받고 있다.

1936년에 유통시장의 비정기공시제도로써 임시보고서제도가 도입된 이래, 2004년의 현행 임시보고서 제도에 이르기까지 변천과정을 살펴보면, 임시보고서와 관련된 주된 관심사는 제출대상항목과 제출기한임을 알 수 있다. 이것은 충분한 정보를 가능한 한 신속하게 시장에 공시하도록 하기 위한 감독당국과 공시부담을 가급적 줄이려는 기업의 이해가 첨예하게 대립되는 사안이기도 하다. 이하에서는 2004년도의 임시보고서 제도 개정을 기준으로 개정 전후의 제출대상항목과 제출기한 변경사항을 비교하여 살펴보기로 한다.

3) 임시보고서의 제출대상항목 및 제출기한

가) 기존의 제출대상항목 및 제출기한

2002년에 개정안이 나오기 전에 임시보고서 제출대상항목은 9개였다. 그러나 제5항(Item 5)과 제9항(Item 9)은 공정공시(Regulation FD)와 관련된 것으로서 의무적인 공시사항이 아니라 자발적인 공시사항에 지나지 않았다. 따라서 의무적으로 임시보고서를 제출해야 하는 사항은 실제로 7개의 항목(Item)이었다.³³⁾ 이러한 공시사항은 개별 항목에 따라 각기

32) 실제로 Langevoort 교수는 임시보고서 개정안에 대하여, 신고시한의 단순한 단축은 최근의 기업 부정 사태에 거의 차이를 가져오지 못했을 것이라며 불만족을 표시한 바 있다. Langevoort(2003).

33) 임시보고서를 제출하는 항목은 원래 제12항(Item 12)까지 있는데, 제10항(Item 10)~제12항(Item 12)까지는 Forms 10-Q, 10-QSB, 10-K 및 10-KSB에 해당하는 항목으로서, 비정기공시로서 본래적 의미의 임시보고서 제출대상 항목에는 해당하지 않는 것으로 본다.

다른 공시기한을 가지고 있었다. 즉 제4항(Item 4)과 제6항(Item 6), 즉 회계감사인의 변경 및 이사의 사임에 관한 사항은 영업일을 기준으로 5일 이내에 임시보고서를 제출해야 했다. 그 밖에 기업지배권의 변동이나 자산의 취득 또는 처분, 파산·법정관리에 관한 항목들은 달력일수를 기준으로 15일 이내에 임시보고서를 제출하도록 규정되어 있었다. 이러한 7개의 의무적 공시사항을 제외한 공정공시사항이나 주주에게 중요한 기타사항은 자발적인 공시사항으로서 구체적인 제출기간을 정하고 있지는 않지만, 가급적이면 지체없이 보고하도록 요구하고 있었다.

그러나 이러한 임시보고서 제출대상항목은 자율규제기관의 수시공시에 비해 신고사항이 극히 제한되어 있고, 제출기간도 비교적 장기여서 적시성이 떨어졌기 때문에, 수시공시수단으로서 과연 적절한 것이었는가에 관한 비판이 꾸준히 제기되어 왔다.

<표 IV-4> 2004년 개정전 임시보고서 제출대상항목

- Item 1 : 기업지배권의 변동 (Changes in Control of Registrant)
- Item 2 : 자산의 취득 또는 처분 (Acquisition or Disposition of Assets)
- Item 3 : 파산 또는 법정관리 (Bankruptcy or Receivership)
- Item 4 : 회계감사인의 변경 (Changes in Registrant's Certifying Accountant)
- Item 5 : 기타사항 및 공정공시사항 (Other Events and Regulation FD Disclosure)
- Item 6 : 이사의 사임 (Resignations of Registrant's Directors)
- Item 7 : 재무제표와 부속서류 (Pro forma financial information)
- Item 8 : 회계연도의 변경 (Change in Fiscal Year)
- Item 9 : 공정공시사항 (Regulation FD Disclosure)

나) 현행 제출대상항목 및 제출기한

1977년 대대적인 제도개선으로 현재의 기본적인 골격을 갖추게 된 임시보고서제도는 2000년 엔론사태 이후 획기적인 전기를 맞게 되면서, 2004년에는 현재와 같은 모습을 갖추게 되었다. 최근의 임시보고서 개선도 주로 제출대상항목과 제출기한에 초점이 맞추어졌다.³⁴⁾

최종적으로 확정된 항목을 2004년 개정 전의 항목과 비교하여 보면 (<표 IV-6> 참조), 임시보고서를 제출해야 하는 항목이 대폭 확대되었고 제출기한도 단축되었음을 알 수 있다. 먼저 임시보고서의 제출대상항목 중 8개가 새롭게 제정되었고, 2개는 정기보고서 제출사항에서 이관되었으며, 기존의 제출대상항목을 조정하여 2개로 확대했다.

신규로 제정된 항목은 제1.01항(Item 1.01)의 중대하고 명확한 계약의 체결, 제1.02항(Item 1.02)의 중대하고 명확한 계약의 종료, 제2.02항(Item 2.02)의 영업결과 및 재무상황, 제2.03항(Item 2.03)의 직접적 금전채무 내지 부외채무의 신규부담, 제2.04항(Item 2.04)의 직접적 금전채무 내지 부외채무의 부담을 가속화하거나 증가시키는 사안, 제2.05항(Item 2.05)의 사업폐쇄나 양도에 관련된 비용, 제2.06항(Item 2.06)의 중대한 손실의 반영, 제3.01항(Item 3.01)의 상장폐지, 상장유지조건 충족의 실패, 상장이전의 고지 등 8가지 항목이다. 그리고 제3.02항(Item 3.02)의 비등록 주식의 매각, 제3.03항(Item 3.03)의 주주권리의 중대한 변경에 관한 항목은 원래 정기보고서 제출대상항목이었으나 이를 임시보고서 제출대상항목으로 이전하였다. 그리고 재무관련서류(financial information, financial statements) 등에 관한 내용을 수정·보완하였다. 한편 임시보고서 제출기한은 4영업일로 확정되어, 그 결과 기존에는 항목에 따라 5일 ~ 15일이었던 제출기한이 대폭 단축되었다.

34) 개정안에서 제시한 임시보고서 제출대상항목과 최종적으로 확정된 임시보고서 제출대상항목의 보다 구체적인 비교는 33-8106(proposed rule)과 33-8400(final rule) 참조.

<표 IV-5> 2004년 개정 후 임시보고서 제출대상항목

- Section 1 : 발행인의 사업과 영업 (Registrant's Business and Operations)
 - Item 1.01 : 중대하고 명확한 계약의 체결 (Entry into a Material Definitive Agreement)
 - Item 1.02 : 중대하고 명확한 계약의 종료 (Termination of a Material Definitive Agreement)
 - Item 1.03 : 파산 또는 법정관리 (Bankruptcy or Receivership)
- Section 2 : 재무정보 (Financial Information)
 - Item 2.01 : 자산의 취득·처분의 종결 (Completion of Acquisition or Disposition of Assets)
 - Item 2.02 : 영업결과 및 재무상황 (Results of Operations and Financial Condition)
 - Item 2.03 : 직접적 금전채무 내지 부외채무의 신규부담 (Creation of a Direct Financial Obligation or and Obligation under and Off-Balance Sheet Arrangement of a Registrant)
 - Item 2.04 : 직접적 금전채무 내지 부외채무의 부담을 가속화하거나 증가시키는 사안 (Triggering Events That Accelerate or Increase a Direct Financial Obligation or and Obligation Under Off-Balance Sheet Arrangement)
 - Item 2.05 : 퇴출 또는 처분행위 관련비용 (Costs Associated with Exit or Disposal Activities)
 - Item 2.06 : 중대한 손실의 발생 (Material Impairments)
- Section 3 : 증권과 유통시장 (Securities and Trading Markets)
 - Item 3.01 : 상장폐지, 상장유지조건 충족의 실패, 상장이전의 고지 (Notice of Delisting or Failure to Satisfy a Continued Listing Rule or Standard; Transfer of Listing)
 - Item 3.02 : 비등록주식의 매각 (Unregistered Sales of Equity Securities)
 - Item 3.03 : 주주권리의 중대한 변경 (Material Modifications to Rights of Security Holders)

- Section 4 : 회계감사인과 관련된 사항 (Matters Related to Accountants and Financial Statements)
 - Item 4.01 : 회계감사인의 변경 (Changes in Registrant's Certifying Accountant)
 - Item 4.02 : 기존에 공표된 재무제표, 관련 회계감사보고서, 완료된 잠정보고서에 대한 불승인 (Non-reliance on Previously Issued Financial Statements or a Related Audit Report or Completed Interim Review)
- Section 5 : 기업지배구조 및 경영진 (Corporate Governance and Management)
 - Item 5.01 : 기업지배권의 변동 (Changes in Control of Registrant)
 - Item 5.02 : 이사 또는 주요임원의 사임, 이사의 선임, 주요임원의 임명 (Departure of Directors or Principal Officers; Election of Directors; Appointment of Principal Officers)
 - Item 5.03 : 기본정관 또는 부속정관의 개정, 회계연도의 변경 (Amendments to Articles of Incorporation or Bylaws; Change in Fiscal Year)
 - Item 5.04 : 종업원복지계획에 따른 거래의 일시적 중단 (Temporary Suspension of Trading Under Registrant's Employee Benefit Plans)
 - Item 5.05 : 기업윤리규정의 개정 (Amendments to the Registrant's Code of Ethics, or Waiver of a Provision of the Code of Ethics)
- Section 6 : [Reserved]
- Section 7 : 공정공시 (Regulation FD)
 - Item 7.01 : 공정공시사항 (Regulation FD Disclosure)
- Section 8 : 기타사항 (Other Events)
 - Item 8.01 : 기타사항 (Other Events)
- Section 9 : 재무제표 및 관련서류 (Financial Statements and Exhibits)
 - Item 9.01 : 재무제표 및 관련서류 (Financial Statements and Exhibits)

<표 IV-6> 임시보고서제도 개정 전·후 제출대상항목 비교

2004년 개정전	2004년 개정후	
Item 1. 기업지배권의 변동	Section 1. 발행인의 사업과 영업	
	Item 1.01	증대하고 명확한 계약의 체결
	Item 1.02	증대하고 명확한 계약의 종료
	Item 1.03	파산 또는 법정관리
Item 2. 자산의 취득 또는 처분	Section 2. 재무정보	
	Item 2.01	자산의 취득·처분의 종결
	Item 2.02	영업결과 및 재무상황
	Item 2.03	직접적 금전채무 내지 부외채무의 신규부담
Item 3. 파산 또는 법정관리	Section 3. 증권과 유통시장	
	Item 3.01	상장폐지, 상장유지조건 충족의 실패, 상장이전의 고지
	Item 3.02	비등록주식의 매각
	Item 3.03	주주권리의 증대한 변경
Item 4. 회계감사인의 변경	Section 4. 회계감사인과 관련된 사항	
	Item 4.01	회계감사인의 변경
	Item 4.02	기존에 공표된 재무제표, 관련회계감사보고서, 완료된 잠정보고서에 대한 불승인
Item 5. 기타사항 및 공정공시 사항	Section 5. 기업지배구조 및 경영진	
	Item 5.01	기업지배권의 변동
	Item 5.02	이사 또는 주요임원의 사임·이사의 선임, 주요 임원의 임명
	Item 5.03	기본정관 또는 부속정관의 개정, 회계연도의 변경
	Item 5.04	종업원복지계획에 따른 거래의 일시적 중단
	Item 5.05	기업윤리규정의 개정
Item 6. 이사의 사임	Section 6. 유보	
Item 7. 재무제표와 부속서류	Section 7. 공정공시	
	Item 7.01	공정공시사항
Item 8. 회계연도의 변경	Section 8. 기타사항	
	Item 8.01	기타사항
Item 9. 공정공시 사항	Section 9. 재무제표 및 관련서류	
	Item 9.01	재무제표 및 관련서류

4) 소결

이상으로 유통시장 비정기공시의 한 축인 임시보고서의 의미와 변천 과정에 대하여 간략하게 살펴보았다. 1936년에 임시보고서가 처음으로 도입된 이래, 개선논의의 초점은 주로 제출대상항목과 제출기한에 관한 것이었다. 초기형태의 임시보고서는 제출기한이 최장 40일이었다는 사실은 제외하더라도, 1977년부터 2003년까지 약 9개 항목에 대해 5일~15일 이내에 임시보고서를 제출하도록 하였다. 그렇지만 현재에는 약 12개 항목에 대해 4영업일 이내에 임시보고서를 제출하도록 그 규제가 강화되었다. 이러한 임시보고서제도의 변천과정을 보면, 동 제도가 유통시장의 비정기공시제도에서 차지하는 역할이 점차 확대되고 있음을 알 수 있다.

증권거래소에 의해 운영되는 수시공시제도는 그 공시대상범위를 포괄적으로 규정하여, 원칙적으로 중요한 모든 사항은 공시하도록 하고, 공시시점도 실시간으로 정하여, 증권시장에서 적극적인 역할을 수행하고 있다. 이에 비하여 SEC에 제출하는 임시보고서는 그 공시대상범위를 특정한 일부 사항으로 한정하고, 공시시점도 5~15영업일 정도로 매우 늦어서 증권거래소에 의한 수시공시에 비하여 소극적인 역할밖에 수행하지 못하였다. 이는 미국이 유통시장의 비정기공시에 대해 SEC와 같은 감독기관이 직접 나서서 법적규제를 하기보다는 NYSE나 AMEX와 같은 자율규제기관이 운영하는 수시공시에 위임하는 태도를 취해왔기 때문이다.

그러나 SEC의 이러한 입장은 증권시장에서 비정기공시의 중요성이 인식되고, 엔론사태와 같은 부정행위가 노출되면서 유통시장의 비정기공시 부문에 대한 규제의 필요성이 증가하면서 변하기 시작했다. 그 결과 임시보고서에 의한 공시대상항목이 대폭적으로 확대되고 공시기한이 단축되어, 유통시장에 있어서 임시보고서가 차지하는 역할이 과거에 비해 상당히 강화되었다. 이것은 기존의 수시공시체제로는 기업의 분식회계와 같은 부정행위를 막지 못했고, 보다 강력한 비정기공시체제가 필요하다

는 반성에 기반한 것으로, 결국 유통시장에서의 비정기공시가 SEC의 개입확대에 따라 점차 수렴화현상을 보이는 것으로 판단할 수 있으며, 향후 양 제도의 위상변화를 예고하고 있다.

그러나 아직까지는 임시보고서의 제출대상항목이 수시공시와 달리 일부 사항으로 한정되어 있고, 실시간 공시를 표방하는 수시공시에 비해 제출기한도 4영업일로 비교적 장기임을 감안할 때, 현 단계에서 임시보고서 제도가 자율규제기관의 수시공시제도를 대체하기는 어려울 것이라고 생각된다. 미국에서 진행되고 있는 최근의 이러한 변화들은 미국과 비슷한 유통시장 비정기공시 체계를 가지고 있는 일본의 경우는 물론이고, 이들 국가와 유독 유통시장 비정기 공시부문에서만큼은 서로 상이한 경로를 걷고 있는 우리나라에도 상당한 입법적 시사점을 제시하고 있는 것으로 보인다.

2. 일 본

가. 유통시장 비정기 공시제도의 개관

일본의 정기공시는 일정기간 동안의 기업활동에 대한 정보공시로서, 발행회사가 내각총리대신에게 제출하는 유가증권보고서와 반기보고서로 이루어진다.³⁵⁾ 이에 비해 비정기공시는 특정 사건 또는 사항이 발생할 경우에 행해지는 정보공시로서, 증권거래법에서 정한 특정 사항에 대한 임시보고서와 증권거래소 규정에 의한 수시공시(적시공시)로 이루어진다. 즉 정기보고서를 보완하는 제도로서 증권거래법에 임시보고서 제도

35) 일본증권거래법 제24조 이하.

를 두고, 이와는 별도로 경영판단에 중요한 영향을 미치는 정보에 관하여 자율규제기관인 증권거래소에 이를 수시로 제공하도록 하는 수시공시제도를 두어, 유통시장의 비정기공시를 이원적으로 운영하고 있다. 일본의 경우 유통시장의 비정기공시에 관한 기본구조는 미국과 유사하지만, 자율규제기관의 수시공시의무를 규정하는 방식은 우리나라와 마찬가지로 열거주의 방식을 취하고 있다. 그리하여 기본적으로 수시공시의무는 증권거래법이 아니라 자율규제규정에 근거한 것이므로, 구체적인 수시공시의무 규정방식, 감독 및 위반시 제재의 주체는 행정감독당국이 아닌 해당 자율규제기관이다.

임시보고서제도의 경우, 정기보고서를 제출한 후에 당해 회사의 재무상태 및 경영성과에 중요한 영향을 미치는 사항이 발생하는 경우에 임시보고서를 내각총리대신에게 제출하도록 하고 증권거래소에는 그 사본을 제출하여야 한다. 증권거래법 제24조의5 제4항은 내각부령이 정하는 임시보고서를 내각총리대신에게 제출하도록 규정하고 있다. 그리고 증권거래법의 위임을 받은 「기업내용 등의 개시에 관한 내각부령」 제19조는 임시보고서를 제출하여야 하는 사항을 26개 항목에 걸쳐서 구체적으로 규정하고 있다.

한편, 수시공시(적시공시)사항에 대해서는 법령에서 규정하고 있지 않으며, 증권거래소와 증권업협회의 규칙에서 규정하고 있다. 동경증권거래소(Tokyo Stock Exchange : 이하 TSE)는 상장회사에 대하여 「상장유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙³⁶⁾」으로 수시

36) 동경증권거래소는 1992년 9월에 상장회사의 정보에 대한 수시공시를 의무화하도록 하여, 기존의 「상장유가증권의 발행인의 통고 등에 관한 규칙」을 개정하여, 「상장유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙」이라는 명칭으로 고쳐 시행하였다. 이와 더불어 동경증권거래소는 「회사정보 적시공시의 안내」를 상장회사에게 배부하여 수시공시의무에 대하여 공지하고, 1997년에는 「상장유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙」에 이를 포함하여 명문화하였다.

공시사항을 열거주의 방식에 의거하여 규정하고 있다. 수시공시사항을 열거한 것은 발행회사가 준수해야 할 최소한의 요건, 방법 등을 정한 것이며, 열거한 사항 이외에도 발행회사가 필요하다고 판단하는 회사정보를 공시할 수 있다. 일본증권업협회는 JASDAQ시장의 발행회사에 대하여 「점두매매 유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙(공정관습규칙 제1호의3)」으로 수시공시사항을 열거주의 방식에 의거하여 위와 동일하게 규정하고 있다.

이하에서는 일본 유통시장 비정기공시제도의 두 축인 자율규제기관의 수시공시제도와 증권거래법상의 임시보고서에 대하여 검토해 보기로 한다.

나. 자율규제기관의 수시공시제도(적시공시)

1) 개관

일본의 증권시장이 국제화됨에 따라 투자자에게 충분한 정보를 공개하고 미공개정보를 이용한 내부자거래를 사전에 방지함으로써 시장의 투명성을 제고하고 증권시장을 보다 활성화할 수 있는 공시정책의 수립이 요청되었다. 이에 동경증권거래소는 상장회사에 대하여 상장증권의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 회사정보가 발생한 경우, 이를 신문 발표 등에 의해 지체없이 공시하도록 하는 수시공시제도를 운영하고 있다.

상장회사가 공시의무대상이 되는 회사정보를 공시하는 경우에는 사전에 동경증권거래소에 그 내용을 설명하여야 한다. 중요한 회사정보의 공개를 원활하게 하고 당해 회사정보의 공개로 인해 생길 우려가 있는 매매관리상의 조치를 강구하기 위해서는 일정한 시간이 필요하기 때문이다. 또한 동경증권거래소는 상장회사의 공시내용에 대한 사전검토를

하는 과정에서 문제가 있는 경우, 이를 수정할 권한은 가지고 있으나, 해당 정보에 대한 공시거부나 공시유보를 할 권한은 없다.

이러한 사전설명을 거친 정보의 수시공시는 상장회사, 증권거래소, 그리고 보도기관에 의해서 이루어진다. 즉 상장회사는 동경증권거래소가 운영하는 전자공시시스템 TDnet(Timely Disclosure network)를 통해 동경증권거래소에 자료를 전송하게 된다.³⁷⁾ 이와 같은 전자공시는 공시의 공평성과 신속성을 담보하고, 상장회사가 회사정보를 공시했다는 사실을 제3자인 동경증권거래소에게 증명하기 위한 최소한의 조치라고 할 수 있을 것이다. TDnet을 통해 정보를 전달받은 동경증권거래소는 이를 보도기관에 전달하거나 TDnet Data Base Service를 통하여 공시하거나, 일반투자자를 위해 거래소 자신의 홈페이지에 이를 공시한다.³⁸⁾ 정보의 제공시기는 보도기관이 실시간으로 제공하므로 가장 빠르고, 나머지 수단에 의한 경우에는 익일에 제공된다. 정보제공기간은 보도기관의 경우 24시간, 동경증권거래소의 홈페이지의 경우 2일간이다. 동경증권거래소 홈페이지를 제외하고는 모두 사용시 요금을 부담해야 한다. 만일 시장에서의 거래시간 중에 중요한 회사정보가 공표된 경우에는 그 정보를 정확하고 공평하게 공시하기 위해, 공시시점으로부터 1시간 동안 매매거래를 정지할 수 있지만, 매매거래정지의 원인이 된 회사정보가 공시된 지 1시간 후에는 매매를 재개할 수 있다.

37) TDnet은 동경증권거래소의 공시내용에 대한 사전설명, 보도기관의 공개, 파일링, 공중열람 등을 종합적으로 전자화한 시스템으로, 1991년 4월부터 가동되었다. 동경증권거래소의 적시공시규칙에 따르면, 상장회사가 중요한 회사정보 등을 적시공시하는 경우에는 공표할 보도자료(release)에 TDnet을 이용한다는 취지 등을 기재한 “회사정보의 공개에 관한 통지서”를 첨부하여, 동경증권거래소에 제출해야 한다고 규정되어 있다.

38) TDnet을 통하여 전달한 정보를 보다 많은 투자자에게 전달하기 위해서는 상장회사는 적극적으로 다른 수단, 예를 들어 보도기관에 대한 직접적인 정보공개, 자사 인터넷 홈페이지에 게재하는 방법 등을 이용할 수 있다.

2) 수시공시사항의 규정방식

일본의 수시공시체제는 자율규제규정에 근거를 두고, 실제 운영 역시 자율규제기관이 담당한다는 점에서 미국과 유사하다. 그렇지만 수시공시를 운영하는 과정에서 가장 쟁점이 되는 부분이라고 할 수 있는 “어떤 정보를 공시할 것인가?”에 관한 문제에 있어서는 미국과 차이가 있다. 미국의 경우 자율규제기관들이 공시할 정보들에 대하여 언급하고는 있지만, 그러한 정보는 어디까지나 예시일 뿐, 수시공시사항의 가장 기본적인 내용은 “투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보”이며 이것은 일차적으로 상장회사가 판단한다. 그러나 일본의 경우에는 수시공시사항에 관하여, 우리 나라와 같이 열거주의적 입장을 취하고 있다.

가) 동경증권거래소의 적시공시규칙

동경증권거래소는 「상장유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙」에서 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 정보를 중요한 정보로 간주하고, 상장회사의 자회사에 대한 공시의무사항도 구체적으로 열거하고 있다. 적시공시규칙에 의해 공시해야 할 항목은 유가증권의 투자판단에 중요한 영향을 주는 회사의 업무, 운영 또는 실적 등에 관한 것이다. 적시공시규칙은 이러한 상장회사에 관한 정보를 결정사실에 관한 정보, 발생사실에 관한 정보 및 결산에 관한 정보로 분류하여 매우 구체적으로 수시공시가 필요한 정보를 규정하고 있다. 상장회사는 공시항목에 해당하는 정보일 경우, 투자자의 투자판단에 미치는 영향이 경미하다고 인정되는 경우를 제외하고, 즉시 그 내용을 공시해야 한다.

이 때 수시공시사항 중 결산내용의 경우, 결산·중간결산을 할 때마다 이것을 거래소가 정한 양식인 결산단신, 중간결산단신, 연결결산단신에 정리하고, 이를 보도기관을 통해 공시하거나, 거래소의 열람실에 비

치하여 공시하도록 한다. 이것은 증권거래법에 의해서 만들어진 유가증권보고서나 반기보고서는 다음 공시기한까지는 상당한 기간이 소요되기 때문이다. 또 동경증권거래소는 2000년 9월 1일 이후에 결산을 맞이하는 기업에게 경영방침 등의 경영정보(soft information)를 공시하도록 하는 한편, 결산관련정보를 공시할 때, 다음 분기 실적에 대한 예측도 공시하도록 한다. 본래 예측은 발생사실의 공시에 해당하지 않지만 그것이 적어도 예상할 수 있는 범위 내에서 공개된다면, 오히려 투자자들의 투자판단에 도움이 될 수 있을 것이라는 고려에서 비롯된 것이다.

<표 IV-7> 동경증권거래소의 수시공시사항 (적시공시규칙 제2조)

<p>I. 상장회사에 관한 정보</p> <p>1. 결정사항</p> <ul style="list-style-type: none"> · 주식, 신주인수권 및 신주인수권부사채의 발행 또는 매출 · 발행이나 매출에 관한 발행등록, 또는 발행등록에 관한 발행이나 매출을 위한 수요상황의 조사개시 · 자본의 감소, 자본준비금 또는 이익준비금의 감소 · 자기주식의 취득 또는 처분 · 주식의 분할 또는 병합 · 이익이나 잉여금의 배당, 또는 중간배당 · 주식교환 또는 주식이전 · 합병 또는 회사분할 · 영업 또는 사업의 전부 또는 일부의 양도·양수 · 회사의 해산 · 신제품 또는 신기술의 기업화
--

- 업무상의 제휴 또는 업무상의 제휴 해소
- 자회사의 변동을 수반하는 주식 또는 지분의 양도나 취득, 기타 자회사의 변동을 수반하는 사항
- 고정자산의 양도 또는 취득
- 리스에 의한 고정자산의 임대차
- 영업 또는 사업의 전부 또는 일부의 중지·폐지
- 상장폐지 또는 등록취소에 관한 신청
- 파산, 재생절차개시 또는 회사정리절차개시의 신청
- 신규사업 개시
- 공개매수 또는 자기주식의 공개매수
- 자사 주권 등에 대한 공개매수나 매집행위(이하 “공개매수 등”이라 함)에 대항하기 위한 매수 기타 유상의 양수의 요청, 또는 공개매수 등에 관한 의견공표나 주주에 대한 표시
- 상장회사 또는 그 자회사의 임원 또는 종업원에 대한 신주인수권의 발행 기타 스톡옵션 등의 부여
- 대표이사의 변동
- 인원삭감 등의 합리화
- 상호 또는 명칭의 변경
- 1단위 주식수의 변경 또는 1단위 주식수 결정의 폐지나 신설
- 결산기 변경
- 예금보험법 제74조 제5항의 규정에 의한 신고
- 특정채무 등의 조정의 촉진을 위한 특정조정에 관한 법률에 기한 특정조정절차에 의한 조정의 신청
- 상장채권에 관한 전부 또는 일부의 조기상환 또는 사채권자집회의 소집 기타 상장채권의 권리에 관한 중요한 사항
- 지정보관대체기관에 대한 보관대체법 제6조의2에 규정된 동의의 철회

- 보통출자의 총구좌수의 증가를 수반하는 사항
- 유가증권보고서 또는 반기보고서에 기재된 재무제표 등 또는 중간재무제표 등의 감사증명 등을 행하는 공인회계사의 변동
- 기타 상장회사의 운영, 업무, 재산이나 당해 상장유가증권에 관한 중요한 사항으로서 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 것

2. 발생사항

- 재해로 인한 손해 또는 업무수행과정에서 발생한 손해
- 주요주주 또는 최대주주의 변동
- 특정 유가증권 또는 특정 유가증권에 관한 옵션의 상장폐지원인이 되는 사실
- 재산권관련 청구에 관한 소가 제기된 것 또는 당해 소에 대한 판결이 난 것 또는 당해 소에 관한 소송의 전부 또는 일부가 재판에 의하지 않고 완결된 것
- 영업이나 사업의 금지 기타 이에 준하는 처분을 구하는 가처분 명령이 신청된 것 또는 당해 신청에 관해 재판이 있었던 것 또는 당해 신청에 관한 절차의 전부 혹은 일부가 재판에 의하지 않고 완결된 것
- 면허의 취소, 영업이나 사업의 정지, 기타 이에 준하는 행정처분에 의한 법령에 의한 처분 또는 행정처분에 의한 법령위반에 관한 고발
- 모회사의 변동
- 채권자 기타 당해 상장회사 이외의 자에 의한 파산, 재생절차 개시, 정리개시 또는 기업담보권의 실행의 신청 또는 통고(이하 “파산의 신청 등” 이라 함)
- 어음이나 수표의 부도 또는 어음교환소에 의한 거래정지 처분(이하 “부도 등” 이라 함)

- 모회사에 관한 파산의 신청 등
- 채무자 또는 보증채무에 관한 주된 채무자의 부도 등, 파산의 신청 등 기타 이에 준하는 사실의 발생에 의해, 당해 채무자에 대한 외상매출금, 대부금, 기타의 채권, 또는 당해 보증채무를 이행한 경우에 당해 주된 채무자에 대한 구상권에 있어 채무의 불이행의 우려가 발생한 것

II. 연결자회사에 관한 정보

1. 결정사항

- 합병
- 영업 전부 또는 일부의 양도·양수
- 파산, 화해개시 또는 회사정리절차 개시신청
- 기타 연결자회사에 관한 중요한 사항의 결정

2. 발생사항

- 재해로 인한 손해 또는 업무수행 과정에서 발생한 손해
- 소송제기 또는 판결 등
- 채권의 징수불능 또는 징수지연
- 기타 연결자회사에 관한 중요한 사실의 발생

나) 일본증권업협회의 적시공시규칙

일본증권업협회 역시 동경증권거래소의 적시공시규칙과 마찬가지로, JASDAQ 시장의 발행회사에 대해, 「점두매매 유가증권발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙」에서 수시공시사항을 열거주의방식에 의하여 규정하고 있다. 또한 일본증권업협회는 수시공시사항을 규정하는 한편, 보고받은 자료 중 공중열람하도록 세척에서 정한 것에 대하여는 그 제출이 있는 날로부터 해당 세척에서 정하는 날까지 공중열람할 수 있도록 자료를 비치하도록 규정하고 있다.³⁹⁾ 일본증권업협회에서 정하고 있는 수시공시사항은 다음과 같다.

<표 IV-8> 점두매매유가증권발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙 (공정관습규칙 1호의3)

<p>가) 일반적 보고사항</p> <ul style="list-style-type: none"> - 주주총회를 소집하는 경우 - 중간결산을 한 경우 - 4분기에서 사업의 진척상황 등에 관한 서면을 작성한 경우 - 정관 등을 변경한 경우 - 대표자의 이동을 결의한 경우 - 기타 증권업협회가 필요하다고 인정한 경우 <p>나) 발행회사에 관한 정보</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 유가증권에 관한 권리 등과 관련된 중요한 결정사항 <ul style="list-style-type: none"> - 주식, 전환사채 및 신주인수권부사채의 발행(발행등록의 경우 포함) 혹은 매출 등
--

39) 「공정관습규칙」 제1호의3 7조 및 시행세칙 4조.

- 자본의 감소
- 자기주식의 취득
- 주식의 분할 또는 병합
- 배당액의 변경
- 주식교환 및 주식이전
- 합병
- 영업의 전부 또는 일부의 양수 및 양도
- 해산(합병에 의한 해산 제외)
- 신제품 또는 신기술의 기업화
- 업무상 제휴 또는 업무상 제휴의 해소
- 자회사의 변동에 따른 주식 또는 지분의 양도 또는 취득
- 고정자산의 양도 또는 취득
- 영업의 전부 또는 일부의 중지 또는 폐지
- 파산, 재생수속개시 또는 갱생수속개시의 신청
- 새로운 사업의 개시
- 금융기능재생긴급조치법에 의한 신고
- 공개매수에 관한 의견의 공표 등
- 점두매매 유가증권의 등록취소에 관한 신청
- 액면금액의 변경
- 액면주식의 무액면주식으로의 전환 또는 무액면주식의 액면주식으로의 전환
- 주식 종류의 변경
- 회사가 발행한 주식 총수의 변경
- 1단위의 주식수의 변경
- 주주우대방법의 신설, 변경 또는 폐지
- 발행회사 또는 그 관계회사가 주주에게 행하는 해당 관계회사의 발행주식의 할당 또는 그 우선적 신청자격의 부여
- 신주의 인수인이 주주에게 행하는 해당 신주권의 우선적 신청자격의 부여

- 점두전환사채에 관한 신탁계약, 발행계약 또는 모집의 위탁계약의 변경
 - 점두매매 유가증권의 상환 또는 매입소각
 - 명의개서의 임시정지
 - 안정조작거래의 위탁자
 - 모집 또는 매출에 관한 원인수계약을 체결한 회원 및 발행가격 또는 매출가격(전환사채는 발행가격 및 전환의 조건 또는 매출가격)
 - 점두전환사채의 주식으로의 전환 또는 신주인수권부사채의 신주인수권 행사
 - 점두전환사채의 주식으로의 전환 또는 신주인수권부사채의 신주인수권 행사
 - 점두전환사채에 대한 기한의 이익상실 또는 사채권자 등의 소집
 - 사채의 발행(전환사채 및 신주인수권부사채 제외)
 - 이사 또는 사용인에 대한 스톡옵션 등의 부여
 - 기타 유가증권에 관한 권리, 이익 또는 취급에 관련된 중요한 사항
- 당해 발행회사의 경영에 중대한 영향을 주는 발생사항
- 재해로 인한 손해 또는 업무수행과정에서 발생한 손해
 - 주요주주의 변동
 - 등록취소의 원인이 되는 사실
 - 소송제기 또는 판결 등
 - 가처분명령신청 또는 결정 등
 - 면허의 취소, 영업 또는 사업의 정지, 기타 이들에 준하는 행정처분에 의해 법령에 근거한 처분
 - 모회사의 변동
 - 파산, 재생수속개시, 갱생수속개시, 정리개시 등의 신청 또는 통고
 - 어음 혹은 수표의 부도(지불자금의 부족을 사유로 하는 것에 한함) 또는 어음교환소에 의한 거래정지처분

- 사실상의 정리
 - 회사에 관련된 파산의 신청 등
 - 채권의 징수불능 또는 징수지연
 - 주요거래처와의 거래정지
 - 채권자에 의한 채무의 면제 또는 제3자에 의한 채무의 인수 및 변제
 - 자원의 발견
- 발행회사의 자회사(점두매매 유가증권 또는 증권거래소의 상장상표인 유가증권을 발행하고 있는 자회사에 한함)의 매출액 등에 대해 공표된 직전의 예상치(해당 예상치가 없는 경우에는 공표된 전 사업연도의 실적치)와 비교하여 해당 자회사가 새로이 산출한 예상치 또는 당사업연도의 결산에 있어서 차이가 발생한 것

일본증권업협회는 수시공시사항에 대하여 매우 자세하게 규정하는 한편, 이렇게 열거한 사실 이외에, 발행회사의 자회사 운영, 업무 또는 재산에 관한 중요한 사실로서 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 것이라면 마찬가지로 공시하도록 하는 규정을 예비적으로 두고 있다.

3) 수시공시 위반에 대한 제재

수시공시는 증권거래법령에 근거한 것이 아니라, 자율규제기관인 증권거래소의 상장회사에 대한 공시규제이므로, 수시공시에 대한 감독 및 위반시의 제재 역시 증권거래소가 담당한다.

증권거래소는 정보공시를 철저히 하고, 수시공시의무에 대한 근거를

마련하는 방법으로, 회사 상장시에 상장계약에 수시공시의무를 포함하도록 하고 있다. 만일 기업이 수시공시의무 이행을 소홀히 한 경우, 증권거래소는 수시공시의 실효성을 확보하기 위해, 매매거래정지, 상장폐지 등의 각종 시장조치를 취할 수 있다. 수시공시의무위반에 대하여 거래소가 취할 수 있는 제재조치에는 공시주의종목 지정, 개선보고서의 제출 및 공중열람, 매매거래정지, 상장폐지 등이 있다.

우선 유가증권 또는 그 발행인에 관하여 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 우려가 있는 정보가 공시된 경우, 증권거래소는 해당 정보가 불명확한 경우 또는 거래소가 해당정보의 내용을 시장참가자에게 주지시킬 필요가 있다고 인정한 경우에는 동 유가증권의 매매거래를 정지할 수 있다.⁴⁰⁾ 매매거래정지조치는 수시공시의무를 위반한 상장기업에 대한 제재 목적보다는 수시공시된 정보가 시장참가자들에게 충분히 공시될 시간을 확보하기 위한 수단적 측면이 더 강하다. 즉 중요한 수시공시사항이 발생한 경우, 일반투자자들을 포함한 다양한 시장참가자들 사이에 공시되기 위한 최소한의 시간이 필요하기 때문에, 매매거래정지조치를 통해 공시를 위한 일정 시간을 확보하는 것이다.

만일 상장회사가 수시공시사항을 공시하지 않거나, 동경증권거래소의 공시요구에 불응하면, 당해 회사의 증권을 공시주의종목으로 지정하고, 그 취지 및 지정이유를 공표할 수 있다. 이 때 추후에 공시를 하였거나 개선보고서를 징구하기로 한 경우에는 공시주의종목의 지정을 해제한다. 또한 개선필요성이 크다고 인정되는 경우에는 상장회사로 하여금 그 경위 및 개선조치를 기재한 개선보고서의 제출을 요구하고 제출된 개선보고서를 일반에게 공개하도록 한다. 상장회사가 적시공시규칙을 위반한 경우 동경증권거래소는 일반적으로 개선보고서의 제출을 요구하지만, 만일 상장회사가 이에 응하지 않을 경우 발행회사가 상장계약을 위반한 것으로 보아 거래소가 상장폐지조치를 취한다.

40) 「동경증권거래소 업무규정」 제27조.

다. 증권거래법상의 임시보고서

1) 임시보고서 제도의 의의

일본은 기업의 비정기공시제도를 운영함에 있어, 미국과 같이 자율규제기관의 수시공시제도와 증권거래법상의 임시보고서 제도로 이원화하고 있다. 일본 증권거래법은 정기보고서를 제출한 후에 당해 회사의 재무상태 및 경영성과에 중요한 영향을 미치는 사항이 발생하는 경우, 임시보고서를 내각총리대신에게 제출하도록 하고 증권거래소에는 그 사본을 제출하도록 규정하고 있다. 일본의 임시보고서는 계속공시의무를 지는 기업이 특정한 중요사실이 발생할 때마다 제출하는 보고서로 정기보고서 정보의 갱신이라는 성격을 가진다.

계속공시의무가 있는 기업은 일정한 중요 사실이 발생한 경우, 지체 없이 해당 사실에 관한 임시보고서를 작성하여 내각총리대신에게 제출하여야 한다. 그리고 회사가 제출한 임시보고서는 재무성, 발행회사의 본점 및 주요지점, 그 외에 상장증권의 경우 증권거래소, 장외등록증권의 경우는 증권업협회에 1년간 비치되어, 일반 투자자 누구나 해당 보고서를 참조하여 투자판단의 자료로 활용할 수 있다.⁴¹⁾

수시공시와 달리, 임시보고서의 법적 근거는 증권거래법과 내각부령에 의한다. 증권거래법 제24조의5 제4항은 내각부령이 정하는 임시보고서를 내각총리대신에게 제출하도록 규정하고 있고, 이에 근거하여 「기업내용 등의 공시에 관한 내각부령」 제19조는 임시보고서를 제출해야 하는 사항을 구체적으로 규정하고 있다.

일본의 임시보고서 제도가 미국의 임시보고서 제도와 다른 것 중 하나는 제출기한에 관한 것이다. 미국의 경우 2004년 5월의 임시보고서 제

41) 증권거래법 제25조.

도개선에서 임시보고서 제출기한을 4영업일 이내로 규정하고 있는 것에 비해, 일본의 경우 사유 발생시 “지체없이” 제출하도록 규정하고 있다는 점에서 차이가 있다. 문제는 이러한 임시보고서의 제출에 있어, 중요한 사실이 발생한 경우 지체없이 이를 제출하면 공시의무를 이행한 것으로 보고, 그 제출 사실을 별도로 일반 투자자들에게 공고하도록 요구하고 있지는 않으므로, 투자자가 임시보고서의 내용을 적시에 이용할 수 없어, 비정기공시로서의 기능이 불충분하다는 비판이 있다. 그렇지만 임시보고서는 증권거래소에도 그 사본이 제출되고, 한편으로는 임시보고서의 제출대상은 모두 수시공시대상에 포함되므로 증권거래소의 수시공시제도에 의해서도 상당 부분 보완될 수 있다. 따라서 궁극적으로 임시보고서는 수시공시에 의해 공시된 정보의 진실성을 최종적으로 담보하는 기능을 한다고 볼 수 있을 것이다.⁴²⁾ 따라서 임시보고서에 대한 허위공시 내지 부실공시는 그에 대한 행정적 제재를 받을 수 있고, 민·형사상 책임추궁의 대상이 된다.

2) 임시보고서 제출대상항목

임시보고서를 제출해야 하는 항목에 대하여는 「기업내용 등의 공시에 관한 내각부령」에 세부적으로 열거되어 있다(동 내각부령 제19조 5호의 3). 그리고 이들 각각의 공시사유에 대응하는 공시항목이 정하여져 있다. (동 내각부령 제19조 5호의3 양식).⁴³⁾ 임시보고서 형태로 제출해야 하는 비정기적인 중요정보에는 외국에서 주식·전환사채·신주인수권부사채 등의 모집·매출이 시작된 경우, 모회사 및 특정자회사의 이동이 있는 경우, 주요주주의 이동이 있는 경우 등이 구체적으로 열거되어 있다.

42) 김문현 외(2001).

43) 일본 국내회사와 외국회사는 서로 다른 임시보고서 제출양식을 사용한다. 일본 국내회사의 경우 제19조 제5호의3 양식을 사용하고, 외국회사의 경우 제10호의2 양식을 사용하여 임시보고서를 제출한다.

<표 IV-9> 일본의 임시보고서 제출대상항목

- ① 외국에서 주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 모집·매출이 시작된 경우
- ② ①의 증권의 1억엔 이상의 사모를 하는 경우
- ③ 모회사·특정 자회사의 이동이 있는 경우
- ④ 주요주주의 이동이 있는 경우
- ⑤ 중요한 재해가 발생하고, 그것이 그친 경우
- ⑥ 순자산의 15% 이상에 상당하는 금액의 손해배상청구소송이 제기된 경우, 소송이 해결되어 자산의 3% 이상에 상당하는 금액의 손해배상 지급채무를 부담해야 하는 경우
- ⑦ 순자산이 30% 이상 증가하거나 매상고가 10% 이상 증가하는 것이 예상되는 합병 또는 제출회사가 소멸회사로 되는 합병에 관한 계약이 체결된 경우
- ⑧ 순자산이 30% 이상 증감하거나 매상고가 10% 이상 증감하는 것이 예상되는 영업양도 또는 영업양수에 관한 계약이 체결된 경우
- ⑨ 대표이사의 이동이 있는 경우
- ⑩ 파산, 화의개시, 또는 회사갱생절차개시의 신청 등이 있는 경우
- ⑪ 채무자 또는 채무보증처의 회사갱생절차의 신청 등에 의해 자산의 1% 이상에 상당하는 금액의 징수불능 또는 징수지연의 우려가 발생한 경우
- ⑫ 재정상태 및 경영성적에 현저한 영향을 미치는 현상이 발생한 경우
- ⑬ 연결자회사에 일정한 중요사실이 생긴 경우
- ⑭ 연결회사의 재정상태 및 경영성적에 현저한 영향을 미치는 현상이 발생한 경우

V. 정보의 중요성(materiality) 개념과 그 판단 기준

1. 검토의 배경
2. 미국의 정보의 중요성 기준
3. 한국의 정보의 중요성 기준

V. 정보의 중요성(materiality) 개념과 그 판단기준

1. 검토의 배경

지금까지 살펴본 바와 같이 수시공시사항을 규정하는 방식에는 한국이나 일본과 같은 열거주의 방식과 미국과 같은 포괄주의 방식이 있다. 이들 방식들은 기업들이 공시해야 할 공시의무사항을 정하는 방식에서 차이가 있지만, 투자자들의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 정보(material information)를 공시하도록 요구한다는 점에서 양 규제방식은 그 근본 취지가 동일하다. 이처럼 열거주의 방식이나 포괄주의 방식이나 공시의무사항을 정하는 기준으로서, “중요한 정보를 공시하도록 한다”는 전제를 같이하고 있으므로, 열거주의 방식에 있어서나 포괄주의 방식에 있어서나 “중요한 정보란 무엇인가?”에 대한 개념적 검토는 필수불가피하다.

다만, 이들 규정방식은 다음과 같은 측면에서 차이가 존재한다. 먼저 열거주의 방식은 입법단계에서 무엇이 중요한 정보인가에 대해 미리 검토하여 중요한 정보에 해당하는 사항들을 구체적으로 법규에 성문화하고 이들 사항을 공시하도록 요구하는 것이다. 이에 비하여 포괄주의 방식은 입법단계에서 중요한 정보를 구체적으로 열거하지 않고 포괄적인 추상적 개념으로 정의할 뿐이고 무엇이 중요한 정보에 해당하는지의 여부는 운영단계에서 개별적인 사안에 따라 판단하도록 하고 있다. 즉 기본적으로 정보의 중요성(materiality) 여부에 대한 판단을 일차적으로 발행기업에 맡기고 실제로 공시의무의 이행여부에 대한 분쟁이 발생한 경우, 공시의 대상이 되는 정보의 중요성에 대하여는 법원이 최종적으로 판단하도록 하는 것이다.

이에 따라 실제 운영과정에서 열거주의 방식에서는 중요성 판단이 거의 문제가 되지 않는데 비해, 포괄주의 방식에서는 그때 그때 중요한 정보에 해당되는지의 여부를 판단해야만 한다는 어려운 문제에 직면하게 된다. 따라서 수시공시사항을 미국에서처럼 포괄적인 방식으로 규정하려면 먼저 “중요한 정보란 무엇인가?” 즉, 정보의 중요성(materiality) 개념의 정립이 전제되어야 한다.

이러한 정보의 중요성 개념이야말로 투자자에게 실제로 필요한 정보를 시장에 공급하는 동시에, 기업으로 하여금 과중한 공시부담을 덜어줄 수 있는 기준이 될 수 있다. 즉, 기업으로 하여금 경영비밀을 포함한 모든 정보를 공시하도록 강요하는 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 공시하도록 함으로써, 기업의 과중한 공시부담을 덜고, 투자자는 꼭 필요한 정보를 근거로 투자결정을 내릴 수 있도록 하는 것이다. 이러한 중요성 개념은 증권거래법상의 정보공시가 문제되는 모든 영역, 즉 발행시장, 유통시장, 내부자거래, 허위표시에 의한 시세조종 등, 강제공시와 사기금지의 두 가지의 중요한 증권규제 전반에 걸쳐 논의되는 핵심적인 개념이다.⁴⁴⁾

원래 중요성 개념의 구체적인 내용은 미국의 판례를 통해 형성된 것이므로, 먼저 중요성 개념에 관한 미국 판례들을 살펴보고, 이어서 우리나라에서 정보의 중요성 개념이 문제된 판례들도 함께 검토해 보기로 한다.

44) 김건식 외(2001).

2. 미국의 정보의 중요성 기준

가. 서론

미국의 경우 상장회사가 시장에 공시해야 하는 중요한 정보는 증권의 가격이나 투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 내용의 정보를 말하는데, 이에 대한 구체적인 기준은 없다. NYSE는 상장회사의 증권에 중요한 영향을 줄 것이라는 것이 합리적으로 기대되는 뉴스나 정보를 공시하도록 하고 있으며, 이것이 중요성(materiality)의 판단기준으로 이해되고 있다. AMEX도 특정회사의 정보가 당해 회사의 증권가격에 중대한 영향을 미치거나 동 정보가 합리적인 투자자의 투자의사결정에 영향을 미칠 것으로 생각될 가능성이 있는 경우에 이를 즉시 공시하도록 하고 있는데, 이것이 중요성의 기준이라고 할 수 있다. 따라서 어떤 정보가 과연 공시를 필요로 하는 중요한 정보에 해당되는가에 대한 판단과 이러한 판단시에 적용될 기준이 항상 문제가 된다.

어떤 정보가 중요한 정보인가의 여부를 판단하는 문제는 단순히 당해 정보만 가지고 판단할 수 있는 것이 아니다. 또한 어떤 정보가 중요한 정보라고 판단할 수 있다고 하더라도, 이를 어느 시점에서부터 중요한 정보로 인정할 것인가에 대한 문제, 즉 중요한 정보의 성립시기 역시 문제가 것이다. 따라서 중요한 정보의 내용 및 기준에 대하여 포괄적이거나 개념정의를 할 수 없는 것은 아니지만, 중요한 정보란 본질적으로 개별적인 사안마다 특수한 상황에 대한 종합적 분석을 통해 개별적으로 판단될 수밖에 없는 특징이 있다.⁴⁵⁾

45) 중요성 기준에 관한 대표적 판결 중 하나인, *Basic v. Levinson* 108 S.Ct.978(1988) 사건에서의 연방대법원 입장이다.

미국의 경우 1968년 Texas Gulf Sulphur 사건(이하 TGS 사건)을 시작으로, 각종 소송에서 특정 정보의 중요성 여부에 대한 판단기준 문제가 중요한 쟁점으로 등장하기 시작했다. 이 사건 이후 미국의 법원들은 특정 정보의 중요성 여부에 대해 판단하기 위한 다양한 기준들을 제시했지만, 이러한 논의가 시간의 순서에 따라 일관되게 발달했던 것은 아니다. 오히려 서로 태도가 상반되는 판결들도 없지 않았는데, 이는 중요성이라는 개념이 본래 모호한 개념이었고, 해당 정보에 대한 사실판단과 법률판단이 혼재되어 본질적으로 주관성을 배제할 수 없었기 때문이다.

이후 1976년에 정보의 중요성과 관련하여 주목할 만한 판결이 나왔는데, 바로 TSC Industries v. Northway 사건(이하 TSC 사건)이다. 본래 위임장 경쟁과 관련하여 정보의 중요성 여부를 다룬 이 사건은, 법원이 정보의 중요성을 어떤 기준에서 판단하고 있는가를 보여준 대표적인 사건이다. TSC 사건에서 제시된 중요성 판단기준은 1934년 증권거래법 제 10조(b) 및 SEC Rule 10b-5에 근거한 사건을 비롯하여 다른 유사한 판결들에서도 자주 인용되었다. 1988년의 Basic 사건 역시 정보의 중요성에 대하여 다룬 대표적 사건중의 하나로서, 동 사건의 경우 중요성 판단 기준에 관하여 여러 가지로 갈라져 있던 항소법원의 의견을 통일하고, 특히 중요한 정보의 성립시기에 대하여도 다룬 판결로서 의미가 있다.⁴⁶⁾

이하에서는 중요성 판단에 관한 대표적 사건들의 변천과정을 중심으로, 당해 사건의 쟁점 사항과 중요성에 대한 법원의 입장에 대하여 검토해 보기로 한다.

46) Kappas(2002).

나. 중요성 개념에 관한 대표적 판결

1) TGS 사건 : 개연성(probability)과 증대성(magnitude)

미국의 법원에서 정보의 중요성에 관한 문제가 처음 다루어진 사건은 1968년 Texas Gulf Sulphur 사건⁴⁷⁾이다. 이 사건에서 법원이 중요성을 판단하는 기준으로 제시한 요소는 “당해 정보가 사실로서 확정될 만한 개연성(probability)”과 “해당 정보가 공개될 경우 주가에 영향을 미칠 만한 증대성(magnitude)”이다.

이 사건은 전형적인 내부자거래 사건으로서, 법원은 중요한 미공개정보를 가진 내부자가 스스로 주식을 매매하거나 해당 정보를 타인에게 전달하는 것 모두 SEC Rule 10b-5에 위반하는 행위라고 판시하였다. 이 사건에서 가장 문제가 된 것은, 동이 상당량 매장되어 있는 것으로 예상할 수는 있으나, 아직 상업성 여부가 불투명하다는 사실, 그 자체가 과연 중요한 정보인가의 여부였다. 피고들은 이러한 사실은 중요한 정보가 아닌, 미래의 예측에 관한 정보일 뿐이어서 공시하지 않은 것이라고 주장하였으나, 법원은 정보의 중요성과 공시의무는 서로 별개의 것이라고 보았다. 즉 법원은 정보의 중요성 기준은, 당해 정보를 회사가 공시하는 것이 허용되는가의 여부에 의해서 판단되는 것은 아니며, 오히려 투자판단에 영향을 줄 가능성이 있는지의 여부에 의해 판단하는 것이라는 전제를 제시하였다.⁴⁸⁾ 즉 TGS 판결에서는 미래의 예측정보에 관한 중요성

47) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968). 중요성 개념 정립의 효시가 되었던 동 판결은 내부자거래와 관련하여도 중요하게 다루어지는 사건이다. 이 사건의 대략적인 사실관계는 다음과 같다. TGS사는 동(銅)이 다량 저장된 광맥을 발견하였는데, 이러한 양질의 광맥발견사실을 공시하지 않았다. 그리고 동을 채굴하기 시작한 후 상당 시점이 지난 후에 해당 사실을 공시하였는데, 광맥발견 후 공시시점까지의 기간 동안 TGS사의 임원 등 내부자들이 주식을 대량 매입하여 이득을 보았다.

을 판단하는 기준으로 “해당 정보가 사실로서 발생할 개연성 내지 확률(probability)”과 회사의 활동과 관련하여 “해당 사건이 주는 영향의 중대성(magnitude)”이라는 두 가지 요소를 제시하였다. 즉 어떤 정보로 인한 영향의 기대값이 어느 정도인가를 바탕으로 해당 정보의 중요성을 결정한다는 의미인 바, 이러한 판단기준(probability-magnitude test)은 후일 Basic 판결에서도 다시 등장한다.⁴⁹⁾

2) TSC 사건 : 상당한 개연성(substantial likelihood)

정보의 중요성에 관한 획기적인 전기를 마련한 대표적인 판결로서, TSC 판결⁵⁰⁾ 또한 매우 중요하다. 이 판결에서 법원은 정보의 중요성에 관하여 두 가지의 중요한 원칙을 확고하게 천명하였고, 이 기준은 다른 법원에서도 정보의 중요성을 판단하는 중요한 기준으로 활용되고 있다.

본래 동 판결은 기업정보공시 그 자체에 관하여 문제된 것이 아니라, 위임장설명서(proxy statement)의 정보공시누락에 관한 SEC Rule 14a-9에 대하여 다룬 판결이었다. 이 사건에서 법원은 정보의 중요성과 관련하여 두 가지의 중요한 기준을 제시하였다. 첫 번째 기준으로 “만일 합

48) 이 판결에서는 피고인 회사의 임원들이 해당 정보가 확정되기도 전에 그토록 많은 양의 주식을 매입한 것 자체가, 해당 정보가 투자판단에 영향을 줄 가능성이 있음, 즉 정보의 중요성을 뒷받침하는 증거라고 판시하였다.

49) 김건식 외(2001).

50) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S.438(1976). TSC 사건의 사실관계는 자회사를 흡수합병하기로 한 모회사가, 합병결의를 위한 위임장에 두 회사의 임원이 공통된다는 사실, 자회사의 주식을 34% 보유하고 있다는 사실을 기재하지 않았다. 이러한 사항이 누락된 위임장설명서에 근거하여 합병을 찬성한 주주들이 합병가격의 불공정한 결정을 이유로 소송을 제기하였고, 이에 법원은 위임장설명서에서 누락된 부분에 대한 사실이 간접적으로 공시된 것으로 보아 피고에게 부실공시에 따른 책임을 물을 수 없다고 판시하였다.

리적인 투자자가 해당 정보를 중요하다고 여길 만한 상당한 개연성(substantial likelihood)이 존재한다면 그 정보는 중요한 정보⁵¹⁾”라고 하여, 정보의 중요성 판단에 있어 “상당한 개연성”이라는 객관적 요소를 제시하였다.

법원이 제시한 상당한 개연성 개념은 단순한 가능성(mere possibility) 개념과는 구분되는 것으로서, 연방대법원은 기존의 항소법원이 정보의 중요성을 판단하는데 적용했던 가능성 기준을 번복하였다. 만일 단순한 가능성 기준에 의한다면, 공시과정에서 누락된 모든 정보가 중요한 정보로 될 가능성이 있기 때문이다.⁵²⁾ 따라서 어떤 정보가 중요한 정보가 되기 위해서는 단순히 주주의 의사결정에 영향을 줄 수 있다는 것만으로는 부족하고, 영향을 줄 수 있는 가능성이 상당히 높아서 실질적인 개연성이 있는 수준에까지 이를 필요가 있다는 것이다. 그렇지만 이러한 실질적 개연성이 주주의 결정과 조건적 관계(but for test)에까지 이르러야 하는 것은 아니다. 즉, 만일 누락된 정보가 공시되었다면, 투자자들이 정반대의 다른 판단을 했을 정도의 높은 수준의 개연성을 요구하는 것은 아니다.⁵³⁾

51) 즉 법원은 모든 상황을 고려할 때에 생략된 사실이 합리적인 주주들의 판단에 실질적으로 중요한 영향을 미칠 수 있다면 당해 사실은 중요한 정보라고 본 것이다.

52) TSC 사건을 다룬 제7항소법원은 동 사건에서 정보의 중요성을 판단함에 있어, 투자자가 투자결정을 함에 있어서 당해 정보를 중요한 것으로 판단하였을(might) 것이라면 그 사실은 중요한 정보라고 판결하였다. 그렇지만 연방대법원은 이러한 “might/would” 기준, 일명 “가능성 기준”이 정보의 중요성을 판단하는데 매우 취약한 기준으로서, 이 기준에 따를 경우 궁극적으로 회사의 경영진에게 불필요한 공시의무부담을 야기하며, 중요한 정보의 범위를 지나치게 확대시켜 결국 투자자들에게 꼭 필요한 정보가 다른 불필요한 정보들에게 함몰되어버리는 결과가 발생할 수 있다고 보고, 이러한 가능성 기준이 중요한 정보의 여부를 판단하기에는 적절하지 않다고 판시하였다.

법원이 제시한 중요성 판단의 두 번째 기준은 정보의 중요성 개념은 하나의 개별 사실로 판단할 수 있는 것이 아니라, 정보의 전체적인 맥락(total mix of information)을 고려하여 결정하여야 한다는 것이다.⁵⁴⁾ 이 판결에서 확인된 두 가지 기준은 이후 Basic 판결에서 의하여, Rule 10b-5를 비롯한 일반적인 사기금지조항에 근거한 소송뿐 아니라 증권거래법 전반에 적용되는 정보의 중요성 판단기준으로 발전하였다.

결국 이러한 두 가지 기준을 가지고 정보의 중요성을 판단하는데 있어서 가장 궁극적인 요소는 해당 정보의 공시 여부가 투자자의 투자결정에 영향을 주는가의 여부이다. 따라서 만일 어떤 정보가 동시에 제공된 다른 정보에 의하여 투자자들이 부실표시나 정보 누락에 따른 영향을 받지 않았다면, 그러한 정보는 중요한 정보가 아닌 것으로 보게 될 것이다.⁵⁵⁾

3) Basic 사건

정보의 중요성 판단에 관하여 한 획을 그은 것으로 평가되는 TSC 판결은 본래 SEC Rule 14a-9에 관한 사건이었기 때문에, 이 사건에서 연방대법원이 보여준 상당한 개연성(substantial likelihood) 기준이나, “total mix context” 기준이 증권거래법상의 다른 규정, 예를 들어 내부자 거래, 불공정거래 등과 관련된 1934년 증권거래법 제10조(b) 및 SEC Rule

53) 김건식 외(2002).

54) 정보의 중요성을 판단함에 있어, 상당한 개연성과 정보의 전체적인 맥락을 검토하여야 한다는 법원의 태도가 판결문에 단적으로 나타나고 있다. “there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been views by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available,” 426 U.S. 438, 449(1976).

55) 김정수(2002).

10b-5에 근거한 소송에도 그대로 적용될 수 있는가의 여부가 불분명했다. 그 결과 특히 합병교섭(preliminary merger discussion)과 관련된 정보의 공시문제에 대하여 항소법원의 판결들이 혼선을 빚었다. 합병이라는 사실 자체는 투자자에게 매우 중요한 정보인 점은 의심의 여지가 없으나, 합병이 실제 이루어지기 전에 무수한 사전교섭이 있고, 그러한 교섭에도 불구하고 실제로 합병이 이루어지지 않을 수 있으며, 사전교섭의 결과에 따라 합병조건들이 전혀 달라지기도 한다. 따라서 합병이라는 일정을 계기로 하여 발생하는 여러 가지 정보들이 언제부터 중요한 정보가 되며, 이를 회사가 언제 공시해야 하는지가 문제되는 것이다.

1988년 Basic 판결⁵⁶⁾은 이러한 예측정보 내지 미확정된 정보의 중요성을 판단하는 기준을 명시하고, 종래 TSC 판결에서 제기된 정보의 중요성 판단기준이 증권거래법상의 모든 사기금지조항에 적용됨을 명시적으로 선언하였다는 점에서 의미가 있다.⁵⁷⁾

이 사건에 대하여 제1심 법원은 1977년부터 1978년까지 Basic사가 행한 3건의 공시는 중요한 내용이 아니므로, 허위나 오해의 문제가 발생하

56) Basic Inc. v. Levinson, 486 U.S. 244(1988). Basic 판결의 사실관계는 다음과 같다. Basic 사가 다른 회사와 합병에 관한 논의를 진행하는 중, NYSE로부터 합병논의에 관한 조회공시를 받았음에도 불구하고 이를 부인하였다가, 합병교섭이 마무리된 후에 이를 공시하였다. 이러한 공시번복사실에 대하여 주주들은 SEC Rule 10b-5에 기하여 Basic사와 그 경영진을 상대로 손해배상청구소송을 제기하였다.

57) 동 판결은 두 가지 측면에서 중요한데, 하나는 이른바 “시장사기(fraud of the market)” 이론을 확립하였다는 점이다. 즉 회사의 부실공시는 회사의 주가에 반영되므로, 투자자가 실제로 그 부실공시를 알지 못하였다고 하더라도 시장가격을 신뢰하고 거래하였다면, 그 부실공시와 투자자의 거래 사이에는 인과관계가 존재한다는 것이다. 이는 실제로 부실공시를 이유로 1934년 증권거래법 10(b) 및 SEC Rule 10(b)-5에 근거하여 손해배상청구소송이 제기된 경우, 원고의 입증책임을 경감시키는 중요한 역할을 한다. 그리고 이 판결의 중요한 특징 중 다른 하나는 이하에서 설명할 정보의 중요성에 관한 원칙을 재확인하였다는 점이다.

지 않는다고 판시하였다. 즉 뒤에 이루어진 2건의 공시는 합병협상이 진행되는 과정에서 이루어지기는 하였으나, 그러한 논의는 합병이 원칙적인 합의에 도달하지 않은 상태에서 이루어진 것이므로, 예비적인 협상내용이 중요한 정보로 될 수는 없다고 하였다. 이것은 합병교섭과 같이 아직 합병에 관한 구체적인 사항이 미확정적인 경우, 합병의 가격과 구조에 관하여 “원칙적 합의(agreement-in-principle)”에 도달하기 전까지는 중요한 정보가 되지 않는다고 한 *Greenfield v. Heublein, Inc.* 판결⁵⁸⁾의 예를 따른 것으로 보인다.

이에 대해 2심인 제6항소법원은 *Greenfield v. Heublein, Inc.* 판결에서 채택한 “원칙적 합의” 기준을 명시적으로 부인하였다. 즉 진행 중인 합병교섭 자체가 중요한 것은 아니라고 하더라도, 만일 합병교섭의 존재를 부인하는 표시를 회사가 하게 되는 경우, 이는 투자자의 오해를 유도하게 된다고 하였다. 따라서 Basic사가 합병교섭을 부인하기 위해 행한 3건의 공시는 모두 투자자의 오해를 유도한 것으로서, 이는 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 정보가 된다고 하였다. 이는 종래 합병교섭에 관한 정보의 중요성 여부에 대한 다른 항소법원들의 입장과 상충되는 것이다.

이에 연방대법원은 TSC 판결의 중요성 기준과 그 이전의 TGS 판결의 중요성 기준을 모두 검토하였다. 먼저 연방대법원은 과거의 위임장설

58) *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 747 F. 2d. 751(3rd Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1215(1984). 동 판결에 따르면 합병교섭이 원칙적 합의에 이르기 전에는 합병교섭 사실을 부인하거나 이를 누락하더라도 책임을 지지 않을 수 있다는 것이다. 이러한 ‘원칙적 합의(agreement-in principle)’에 관한 기준은 1982년 제3항소법원의 *Staffin v. Greenberg*, 672 F. 2d 1196, 1207 (3rd Cir. 1982) 사건에서 등장하였다. 동 판결에서 원칙에 대한 합의에 도달하기 이전까지는, 회사에게 합병협상이 존재한다는 사실을 공시할 의무가 존재하지 않는다는 기준을 제시한 이래, *Greenfield* 판결에서 이를 재확인하였고, 이후 1987년 제7항소법원의 *Flamm v. Eberstadt*(814 F. 2d 1169, 1174-79) 판결에서도 지지되었다.

명서의 공시에 관한 TSC 판결에서 선언한 상당한 개연성 기준은 일반적 사기금지조항인 SEC Rule 10(b)-5를 근거로 한 소송 전반에 동일하게 적용될 수 있다는 점을 명시적으로 인정하였다.

연방대법원은 예비적인 합병교섭에 관한 정보의 중요성을 인정하는 기준으로 TGS 판결에서 제시한 중대성-개연성 기준을 적용하였다. 예비적인 합병교섭정보의 중요성을 인정하였으나, 이 때 모든 예비적 논의가 모두 중요한 정보로 되는 것은 아니며, 중요성 여부에 대한 판단은 합병의 중대성(magnitude)과 성사될 개연성(probability)의 정도에 따라 좌우된다고 하였다. 즉 기본적으로 어떤 미확정의 예측정보가 중요한 정보인가의 여부를 판단함에 있어, 당해 정보와 관련된 사건이 성사될 개연성 내지 가능성과, 전체적인 기업의 활동 관점에서 볼 때 그 사건이 가지는 예견된 중대성의 양자를 비교 평가함으로써, 중요성 여부를 결정할 수 있다는 것이다. 또한 연방대법원은 합리적인 투자자가 특정사실의 공시 또는 누락이 “주어진 정보의 전체적인 상황(total mix of information available)을 상당한 정도로 변경시켰다고 볼 수 있다면, 그러한 정보는 SEC Rule 10(b)-5하에서도 중요한 정보”라고 판시하였다.

물론 구체적인 중요성 여부에 대한 판단은 개별 사건의 구체적인 상황을 종합하여 고려해야 할 것이다. 그래도 이 판결을 통해 합병이 ‘원칙적 합의’에 도달하여야 중요한 정보로 된다는 종래 항소법원들의 기준을 명시적으로 거부하였고, 미확정적·예측적 정보도 중요한 정보로 될 수 있음을 인정하였다는 점이 의미가 있다.⁵⁹⁾

비록 TGS 판결의 개연성-중대성 기준에 따라 합병교섭논의의 중요성을 인정하기는 하였으나, 이러한 기준은 TSC 판결의 상당한 개연성 기준과도 맥을 같이 하는 것이다. 상당한 개연성을 제시하고 있는 TSC 판결의 기준을 합병에 관한 예비협상이라는 미확정적인 예측정보의 중요성 판단에 보다 구체적으로 적용한 것으로 볼 수 있기 때문이다.

⁵⁹⁾ Taylor(1998).

다. 정보의 중요성 판단에 관한 새로운 시도

1) 미국 법원의 새로운 시도

가) 배경

미국 법원은 1968년 TGS 판결 이후, 정보의 중요성을 판단하는 기준으로 개연성-중대성 기준(probability-magnitude test)이나, 상당한 가능성 기준(substantial likelihood test) 등을 제시하였고, 이러한 기준들을 통해 정보의 중요성을 판단하기 위한 기준이 어느 정도 구체화되었다고 볼 수 있다. 그렇지만 이들 기준들은 중요한 정보에 대하여 개념적·이론적으로 접근하고 있어, 실제로 중요한 정보의 구체적인 내용이 무엇인가에 관하여는 여전히 모호한 부분이 존재한다.⁶⁰⁾

“어떠한 정보가 중요한 정보인가?”라는 의문에 대하여, 미국 법원은 여러 판결들을 통해 적어도 “당해 정보가 사실로 확정될 개연성이 있고, 또 그 정보가 공개될 경우 주가에 영향을 미칠 만한 중대성이 있다면, 그 정보는 중요한 정보”에 해당되는 것으로 보거나, 또는 “만일 합리적인 투자자가 그 정보를 중요하다고 여길 만한 상당한 개연성이 있다면 그 정보는 중요한 정보”에 해당될 수 있다고 보았으며, 이러한 정보의 중요성에 관한 “해당 정보가 관련된 전체적인 맥락을 고려해야 한다 (total mix test)”라는 기준을 제시하고 있다. 그렇지만 어떤 특정한 정보를 두고 이를 공시해야 하는가를 고민하는 기업이나, 어떤 특정한 정보가 공시해야 할 중요한 정보에 해당되는가를 검토해야 하는 법원·감독당국으로서는, 이러한 기준만으로 중요한 정보 여부를 판단하는 것이 쉽지 않다. 따라서 정보의 중요성에 관한 법원의 판단기준은 ‘무엇이 중요한 정보인가를 결정하는 기준으로서는 다소 피상적이라는 비난을 자주

60) Rosen(2002).

받아왔다.

이에 대하여 법원이 제시한 기존의 중요성 판단기준을 대체하거나 보완할 수 있는 새로운 판단기준을 제시하려는 시도가 꾸준히 제기되었다. 이하에서는 정보의 중요성 판단기준에 대하여, 단순히 개연성이나 중대성, 상당한 가능성 등 추상적인 용어가 아닌, 보다 분석적이고 실증적인 판단기준을 제시하려는 법원의 판결들에 대하여 검토하고 그 의의를 살펴보기로 한다.

나) Escott 판결 및 Feit 판결

비록 1968년의 TGS 판결을 통해 법원이 중요성 판단을 위한 이론적인 기준을 제시하였으나, 정보의 중요성이라는 개념이 본질적으로 “예측 불가능하고 불명확한 개념”임을 인정하지 않은 것은 아니었다.⁶¹⁾ 그리하여 법원은 보다 구체적이고 실증적인 방법을 통해 정보의 중요성을 판단하려는 시도를 하였다.

Escott v. Barchris Construction Corp. 사건⁶²⁾에서 법원은 법원 자신을 “보통의 합리적인 투자자”의 위치에 두고, 보통의 합리적인 투자자는 과연 어떠한 정보를 중요한 정보로 인식하는가를 판별함으로써, 정보의 중요성을 판단하려는 시도를 하였다. 그렇지만 정보의 중요성을 파악하기 위해 법원이 제시한 ‘합리적인 투자자’라는 개념 역시 모호하다는 점에서 문제가 있었다.

이때 법원이 가정한 합리적인 투자자가 충분한 투자경험이나 지식이 부족한 세련되지 못한 투자자만을 의미하는 것인지 아니면 투기자(speculator)나 전문적인 기관투자자까지도 당연히 포함되는 것인지의 여

61) SEC v. Bausch & Lomb 565 F.2d 8, 10 (2d Cir. 1977).

62) 283 F.Supp. 643, 682 (S.D.N.Y. 1968).

부도 불분명하다. 물론 TGS 판결에서 법원은 “증권시장의 투기자나 전문적인 거래당사자들도 일반투자자들이 받는 법적 보호를 동일하게 받아야 할 자격이 있는 합리적인 투자자”라고 언급한 바 있다.⁶³⁾ 그러나 합리적인 투자자의 범위가 언제나 일관되게 유지되는 것은 아니다. 궁극적으로 누가 합리적인 투자자인가를 판단하는 문제는 정보의 중요성 판단과 마찬가지로, 구체적인 사건에 따라 좌우될 수밖에 없는 것이다. 따라서 합리적인 투자자라는 개념을 기준으로 정보의 중요성을 판단하는 것은, 결국 모호한 개념을 판단하기 위해 또 다른 추상적 개념을 도입하는 것이라는 비판을 면치 못할 것이다.

Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp. 사건⁶⁴⁾에서 법원은 또 다른 분석적 접근을 시도하였다. 이 판결에서 법원은 “합리적인 투자자”라는 개념을 기준으로 중요성을 판단하기보다는, 당해 정보를 알고자 하는 투자자의 숫자가 더 중요하다고 보았다. 즉 법원은 어떤 정보의 중요성을 판단하기 위해서, 해당 정보를 알고자 하는 투자자들이 얼마나 많은가를 파악할 필요가 있다는 견해를 제시하였다.

그렇지만 결론적으로 이 판결이 제시한 방법은 정보의 중요성을 판단하기 위한 주목할 만한 의견은 되지 못하였다. 어떤 정보를 중요하다고 판단하기 위해, 해당 정보를 알고 싶어 하는 투자자가 얼마나 많은가를 검토해야 한다고 제안하고 있지만, 그러한 투자자의 수를 파악하는 실증적인 방법이나, 중요한 정보로 되기 위해서는 구체적으로 몇 명의 투자자들이 있어야 하는가에 관한 기준을 제시하지 못하였다. 따라서 이 판결 역시 정보의 중요성을 보다 구체적으로 파악하기 위한 새로운 기준을 제시한 판결로 보기는 어려울 것이다.

63) SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968).

64) Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp. 332 F.Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971)

다) Akerman 판결

정보의 중요성 판단에 관하여 새로운 기준을 제시하려는 법원의 시도는 계속되었다. 정보의 중요성을 판단하는 기준으로, 정보에 대한 시장의 반응을 살피고 이를 중심으로 해당 정보의 중요성을 판단해야 한다는 주목할 만한 판결이 있어, 이에 대하여 검토해보기로 한다. Akerman v. Orix Communications, Inc. 사건⁶⁵⁾은 정보의 중요성을 판단함에 있어 시장의 반응을 참고할 수 있다는 의견을 제시하였다는 점에서 주목할 만하다.

Akerman 판결에서 법원은 중요성의 개념을 이론적 중요성(theoretical materiality)과 실제적 중요성(materiality in fact)으로 나누고, 이론적인 중요성 개념은 기존의 TGS판결이나 TSC판결에서 제시하고 있는 중요성 개념과 일치하는 것으로 보았다. 그렇지만 사실로서의 중요성 개념은 일종의 인과관계(causation)와 같은 맥락이라고 보아, 법원은 실제적 중요성을 판단할 경우 “해당 정보로 인해 시장이 어떤 반응을 보였는가”에 대하여 검토해야 한다는 견해를 제시하였다. 이 판결은 정보의 중요성을 이론적 개념과 사실적 개념으로 나누고, 정보의 중요성을 판단할 때 시장반응과 정보의 연관성을 검토해야 한다는 새로운 시각을 제시하였다는 점에서 의미가 있다. 그렇지만 Akerman 판결이 제시한 기준이 정보의 중요성 판단에 관한 기존의 판단기준 자체를 바꾼 것은 아니다.⁶⁶⁾

65) 810 F. 2d 336, 341 (2d Cir. 1987).

66) 예를 들어 1992년에 회계정보의 중요성에 관한 판단기준을 제시한 SEC v. Price Waterhouse 사건에서는 TGS 판결이나 TSC 판결에서 확립된 중요성 판단기준을 그대로 원용하고 있다. 동 판결에서는 “회계용어상의 중요성이란, 주위 상황을 고려하였을 때, 그 정보의 생략이나 부실기재가 합리적인 투자자의 판단을 바꾸거나 이에 영향을 미칠 만한 중요성을 의미한다. 또한 회계용어상 특정 사안에 관하여 중요성을 결정할 수 있는 일반적인 기준은 없으며, 이것은 중요성 개념을 결정하는 요소가 그 거래가 일어나는 상황의 일반성 여부, 기업체의 규모, 기업의 재무상황 내지 수익성향 등의

2) 정보의 중요성 판단을 위한 새로운 시도의 의미와 한계

이러한 일련의 판결들을 볼 때, 다음과 같은 결론을 내릴 수 있다. 우선 법원은 TGS 판결에서 시작된 중요성 판단기준에 관한 기본적인 입장 자체를 바꾸지는 않을 것으로 보인다. 이들 기존 판결에서 제시하고 있는 기준은 정보의 중요성에 관한 가장 이론적인 판단기준 내지 사전적 판단기준이기 때문이다. 그렇지만 정보의 중요성을 보다 구체적이고 실증적인 방식으로 판단해보고자 했던 다른 판결들 역시 정보의 중요성에 관한 법원의 다양한 고민을 보여주는 것으로서 의미가 있다. 특히 정보의 중요성을 판단하기 위한 요소로서 정보와 시장반응과의 연관성을 제시하고 있는 Akerman 판결은 주목할 만하다.

정보의 중요성 판단은 공시를 기점으로 공시 이전과 이후로 나누어 생각해볼 수 있다. 먼저 공시 이전시점을 기준으로 한 정보의 중요성 판단에 대하여 살펴보기로 한다. 만일 어떤 정보를 공시하기에 앞서, 해당 정보가 중요한 정보인가의 여부를 가장 먼저 검토하는 것은 그 정보의 일차적 생산자라 할 수 있는 기업이다. 수시공시사항에 대하여 포괄주의적 방식을 취하고 있는 미국의 경우에 특히 공시 이전에 정보의 중요성 여부를 판단하는 것은 해당 기업에게 매우 중요한 문제가 된다.⁶⁷⁾ 왜냐하면 기업의 입장에서는 정보의 중요성 여부에 대한 판단이 선행되어야만 공시이행여부가 자연스럽게 결정되기 때문이다.

그러나 정보의 중요성은 해당 정보에 대한 공시 이후시점에도 여전히 문제될 수 있다. 만일 기업이 어떤 정보를 중요한 정보로 보아 이를 성실히 공시하였고 투자자들이 이를 충분히 고려해서 투자판단을 하였

조건을 모두 포괄하는 광범위한 정보를 포함하기 때문이다"라고 명시하고 있다. SEC v. Price Waterhouse. 797 F. Supp. 1217,1237 (S.D.N.Y. 1992).

67) 수시공시사항을 열거주의적인 방식으로 운영하고 있는 일본이나 우리나라의 경우, 기업은 어떤 정보의 공시여부를 결정할 때 해당 정보가 법령에 규정된 공시사항에 해당되는가를 검토하는 것으로도 충분할 것이다.

다면, 해당 정보의 중요성을 사후에 별도로 검토할 필요는 없을 것이다. 문제는 어떤 정보에 대하여 기업은 중요하지 않다고 판단하여 이를 공시하지 않거나 충분한 내용을 공시하지 않았는데, 추후에 투자자들이 해당 정보가 중요한 정보였음을 이유로 그 기업에 대하여 공시책임을 추궁하는 경우이다. 증권가격의 갑작스러운 하락으로 손해를 보았거나 매도 직후의 가격 급상승으로 손해를 본 투자자들이, 그러한 급변이 어떤 중요한 정보의 부실공시 내지 미공시와 연관되어 있다고 주장하여 분쟁이 발생한 경우를 생각해 볼 수 있다. 이 때 법원이나 감독당국은 해당 정보가 중요한 정보였는가를 판단해야 하는데, 어떤 요소들을 참조하여 정보의 중요성을 판단할 것인가가 문제된다.

Akerman 판결은 정보의 중요성에 관한 사후적 판단시 위와 같은 시장반응을 참고요소로 할 수 있음을 제시했다는 점이다. 그리고 이러한 Akerman 판결에 근거할 때, 어떤 정보가 시장에 반영되었을 때 법원이나 SEC가 그 정보의 중요성을 판단하기 위해서는 당해 정보에 대한 시장반응을 검토하고 그 정보와 시장반응 사이의 인과관계를 검토해야 한다는 시장반응 수용이론⁶⁸⁾은 설득력이 있다.

그렇지만 이러한 견해는 나름대로의 한계를 지니고 있는 것으로 보인다. 우선 생각해볼 수 있는 첫 번째 한계는 중요성을 판단하기 위한 요소로서의 시장반응은 사후적인 중요성 판단을 위한 보완적인 검토사항일 뿐, 그것이 기존의 중요성 판단기준을 대체할 수 있을 정도의 역할을 하지는 못한다는 점이다.

정보의 중요성 여부를 검토하는 것은 SEC나 법원과 같은 규제자(regulator)만이 아니다. 어떤 정보가 중요한 정보인가의 여부는 오히려 기업에게 더 큰 문제일 수 있다. 하지만 기업이 어떤 정보에 대하여 중요성 여부를 판단하여 공시여부를 결정할 때, 해당 정보에 의해 사후적

68) Davis(1996).

으로 나타나는 시장반응은 미리 고려할 수 있는 요소가 아니다. 따라서 시장반응 내지 당해 기업의 주가 등에 관한 요소는 어떤 정보가 실제로 “중요한 정보였는가”를 사후적으로 판단할 수 있는 요소가 될 수 있지만, 해당 정보의 중요성 여부를 기업이 사전적으로 판단할 수 있는 요소는 되지 못하는 한계가 있다.

정보의 중요성을 판단함에 있어 시장의 반응을 고려해야 한다는 견해의 두 번째 한계는 정보와 시장반응 사이에 인과관계가 없는 요소들이 개입될 여지가 있다는 점이다. 만일 어떤 정보의 공시를 전후로 하여, 해당 기업뿐 아니라 그 기업이 포함된 동종 업계 내지 나아가 시장 전체가 영향을 줄 수 있는 어떤 사유가 발생하였다면, 이러한 시장 반응은 당해 정보의 중요성뿐 아니라, 다른 요인에 의해서도 야기된 것으로 볼 수 있다.

하지만 이와 같이 정보의 중요성과 관련이 없는 요소들은 경영학적 방법을 통해 어느 정도 제거할 수는 있다. 예를 들어 당해 기업의 주가 변동이 어떤 특정한 정보로 인한 것인지, 아니면 다른 요소의 영향을 받은 것인지의 여부에 대하여, 해당 정보의 공시시점을 기준으로 당해 기업의 주가변동과 당해 기업이 속한 동종 업계의 주가변동을 상대적으로 비교하여 판단하는 방법을 생각해볼 수 있다. 만일 당해 기업의 주가변동폭이 당해 기업이 소속된 동종 업계의 평균적인 주가변동폭을 초과하였다면, 그 초과부분만큼은 당해 기업의 정보로 인한 것으로 추정할 수 있을 것이다.

요컨대, 정보의 중요성을 판단함에 있어 당해 정보가 시장에 미친 반응을 검토하는 방식은, 정보의 중요성을 가장 먼저 판단하게 될 기업의 입장에서는 이용하기 곤란하다. 또한 시장 동향이 반드시 해당 정보의 중요성에 의해서만 움직이는 것이 아니라는 한계도 있다. 그럼에도 불구하고, 어떤 정보가 “실제로 중요한 정보였는가”를 사후적으로 판단해야

하는 규제당국의 입장에서, 어떤 정보와 그 정보에 따른 시장반응의 관계가 정보의 중요성을 판단하는데 있어 유력한 참고요소가 될 수 있음을 부인할 수 없다.

라. 소결

정보의 중요성을 판단하는 미국 법원의 기준은 크게 TGS 판결에서 등장한 '개연성-중대성 기준'과 TSC 판결에서 추가한 '상당한 개연성 기준'으로 정리해볼 수 있다. 그러나 이러한 개연성-중대성 기준과 상당한 개연성 기준은 전혀 별개의 것은 아니다. 오히려 본질적으로 같은 맥락, 즉 해당 정보가 "투자자에게 어떠한 영향을 미칠 것인가"의 맥락에서 중요성을 판단하는 기준으로 이용된다. 물론 TSC 판결 이후에도 이러한 판단기준을 부정하는 판결들이 종종 있었으나, 1988년 연방대법원의 Basic 판결을 통해 이러한 혼란이 정리되어, 해당 정보가 미확정적인 정보라도 그것이 상당한 개연성이 있고 투자자에게 미칠 영향이 중대한 경우, 그것은 중요한 정보로 인정할 수 있다고 결론내렸다.

그렇지만 이러한 판단기준들이 독립적인 의미를 가지고, 개별 사건에서 문제된 모든 정보에 대하여 획일적으로 적용될 수 있는 잣대는 아니다. 이들 기준들은 해당 정보가 문제된 사건의 '전체적인 상황(total mix of information available)'을 함께 고려하여 판단해야 하며, 이러한 전체적인 맥락에 의한 판단 기준이야말로, '개연성-중대성 기준', '상당한 개연성 기준'에 모두 포함될 수 있는 요소가 된다. 실제로 SEC 역시 이러한 판결들을 참조하여, 비교적 획일적인 기준에 따라 공시하도록 되어 있는 재무·회계정보의 경우에도, 일정 기준에 미달하는 수치에 해당한다고 하여 당해 정보가 중요하지 않은 것은 아니며, 해당 정보의 전체적인 맥락을 함께 고려해야 한다는 의견을 제시하고 있다.⁶⁹⁾

한편, 기업이나 법원·감독당국이 이러한 기준만으로 중요한 정보 여부를 판단하는 것이 쉽지 않다는 비판에 따라 기존의 중요성 판단기준을 대체·보완할 수 있는 새로운 판단기준을 제시하려는 시도가 꾸준히 이루어졌다. Escott판결, Feit 판결 또는 Akerman 판결과 같이 분석적이고 실증적인 판단기준을 제시하려는 법원 판결들이 등장했는데, 특히 Akerman 판결은 정보의 중요성판단에 당해 정보가 시장에 실질적으로 미친 영향을 고려하여야 한다는 주목할 만한 내용을 담고 있다. 이러한 판결은 사후적인 판단에서나 활용할 수 있다는 한계가 존재하지만, 정보의 중요성을 보다 객관적인 기준에 따라 판단하는 시도를 했다는 점에서 의미가 있다.

3. 한국의 정보의 중요성 기준

가. 서론

우리나라의 경우 수시공시를 비롯하여 공시의무의 대상이 되는 정보는 법률이나 시행령, 금감위 감독규정 등에서 구체적으로 열거하고 있어, 공시와 관련하여 정보의 중요성이 문제된 예는 없는 것으로 보인다.

69) SEC, <http://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm>. SEC는 회계정보의 공시를 위해 제시된 일정 비율이나 수치는 어디까지나 중요성 판단을 위한 시작점은 될 수 있으나, 그것이 곧 해당 비율이나 수치 이하에 속하는 정보가 중요하지 않음을 의미하는 것은 아니라고 하고 있다. 따라서 재무·회계정보라도 중요성을 판단하기 위해서는 정보의 수치에 대한 고려(quantitative analysis)와 함께 해당 정보의 전반적인 상황(context of the surrounding circumstances)을 고려하는 질적 분석(qualitative analysis)도 함께 해야 함을 확인하고 있다.

다만 이렇게 법령 등에서 공시의무사항으로 열거된 정보들은 중요한 정보로 추정할 수 있을 뿐이다.⁷⁰⁾ 그렇지만 정보의 중요성은 비단 공시에 국한되는 문제가 아니라, 내부자거래와 같은 불공정거래규제에서도 다루어지는 문제이다. 실제로 우리나라에서 정보의 중요성이 문제되었던 사건은 미공개정보 이용행위와 관련된 사건이었다.

이하에서는 우리나라의 증권거래법에서 규정하고 있는 중요한 정보의 내용과 이에 관한 판례의 중요성 판단기준에 대하여 검토해 보기로 한다.

나. 증권거래법상의 '정보의 중요성' 개념

증권거래법에서 정보의 중요성을 언급하고 있는 규정으로 제186조와 제188조의2를 들 수 있다. 제186조는 기업의 수시공시의무를 규정한 조항으로, 일정한 사항들을 구체적으로 열거하고 이에 해당하는 정보가 발생하는 경우 기업에게 당해 사실을 공시하도록 의무를 부과하고 있다. 이러한 조항은 우리 증권거래법이 어떠한 사항을 '중요한 정보'라고 여기는지를 알 수 있게 해준다.

“정보의 중요성”이라는 표현을 명시적으로 언급하고 있는 것은 증권거래법 제188조의2 제2항이다. 즉 동 조항에서 일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보란 “제186조에서 규정한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것으로서, 당해 법인이 이를 다수인에게 공개하기 전의 것을 말한다”라고 규정되어 있다. 즉 중요한 정보란 법인이

70) 제186조 제1항에 열거한 사항에 해당되었다는 것만으로 바로 중요한 정보가 되는 것은 아니고 나아가 '투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것'이어야 함을 감안할 때, 수시공시사항으로 정해졌다고 해서 반드시 중요한 정보에 해당되는 것은 아니라고 볼 수 있는 여지가 존재한다. 김건식(2004).

공시해야 할 정보 중에서도, “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 의미한다. 제188조의2를 문리적으로 해석하면 제186조에서 열거하고 있는 정보가 모두 중요한 정보로 되는 것은 아니며 그 중에서도, 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보여야 한다.⁷¹⁾ 그러나 판례는 제188조의2에서 말하는 제186조 제1항에 열거된 수시공시사항들을 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보의 예시라고 해석하여 적어도 내부자거래에 있어서만큼은 수시공시사항으로 정해져 있는 사항 이외에도 다른 중요한 정보가 존재할 수 있음을 명시하였다.⁷²⁾

다. 중요성 개념에 관한 대표적 판결

수시공시규정인 제186조와 관련하여 정보의 중요성을 판단한 사례는 아직 나타나지 않은 것으로 보인다. 다만 제188조의2에서 말하는 미공개 정보를 이용한 내부자거래와 관련하여 다수의 판례가 정보의 중요성에 대해 언급하고 있다. 따라서 내부자거래사건에 나타난 중요성 기준을 검토함으로써 우리 법원이 정보의 중요성에 대해 어떠한 견해를 가지고 있는지 살펴볼 수 있을 것이다.

중요한 정보, 즉 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보에 대하여 구체적으로 언급한 대표적인 판결로는 1994년 4월 26일에 선고된 신정제지사건(93도695판결)을 들 수 있다. 신정제지사건에서 판시한 중요한 정보에 대한 판단기준은 2000년의 한국주강의 미공개정보이용사건⁷³⁾에서도 그대로 유지된다. 이밖에 정보의 중요성에 대한 판

71) 김건식(2004).

72) 김용진(1992).

73) 2000. 11. 24. 선고 2000도2827판결.

결로, 대미실업사건(94도2792판결), 바로크가구사건(95도467)판결 등을 들 수 있다. 이하에서는 이들 판결을 중심으로 우리 법원이 증권거래법 제 186조와 제188조의2와의 관계를 어떻게 보고 있으며, 어떤 기준으로 정보의 중요성을 판단하는가에 대하여 검토해 보기로 한다.

1) 신정제지사건 및 대미실업사건

신정제지사건⁷⁴⁾은 증권거래법상의 중요한 정보의 범주를 구체적으로 다루었다는 점에서 의미가 있으며, 특히 대법원이 이러한 내용에 대해 최종적으로 판단했기 때문에, 우리 법원이 정보의 중요성에 대해 어떤 기준으로 고려하는가를 짐작할 수 있다.

대법원은 피고인의 내부자거래혐의를 인정하고 유죄판결을 내렸는데, 이 과정에서 정보의 중요성 판단기준을 제시하였다. 이 사건에서 대법원은 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보란, 제186조 제1항 제1호 내지 제11호에 그 사실 등의 유형이 개별적으로 예시되고, 나아가 제12호에 포괄적으로 규정되어 있는 ‘법인경영에 관하여 중대한 영향을 미칠 사실’들 가운데 합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교평가하여 판단할 경우, 유가증권의 거래에 관한 의사를 결정함에 있어서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보를

74) 1994. 4. 26. 선고 93도695판결 신정제지사건은 대표적인 내부자거래사건으로 그 사실관계는 다음과 같다. 신정제지의 최대주주이자 대표이사인 피고인은 평소 직무와 관련하여 신정제지가 극도의 자금난에 시달리고 있으며, 이러한 경영상태에도 불구하고 이 회사가 상장된 직후의 시초가가 터무니없이 고가로 조작된 사실을 알고 있었다. 지속적으로 적자가 누적되다가 거래은행과의 당좌거래가 정지되고 1992년 4월 30일에 결국 부도처리되었다. 이러한 자금악화사정이나 부도발생위기사실이 아직 대외적으로 공표되지 않은 상황에서, 피고인은 1992년 2월에 자신이 보유한 주식의 상당량을 매각하여 손실을 회피하였다. 금융감독위원회(2002).

의미하는 것으로 해석해야 하고, 나아가 그 정보가 반드시 객관적이고 명확하고 확실한 것까지 필요로 하는 것은 아니다”라고 판결하였다.

이 판결은 정보의 중요성 여부는 해당 정보에 대한 공시의무가 있는가의 여부와 별개로, “투자자들의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”이면 중요한 정보로서 내부자거래가 금지되는 정보라고 인정하였다. 즉 대법원은 내부자거래의 금지대상이 되는 중요한 정보가 단순히 기업의 공시의무의 대상이 되는 제186조에서 열거된 정보에 한정되는 것은 아니라고 판단한 것으로 볼 수 있다. 또한 동 판결은 중요성 판단 기준에 있어서, 정보가 “객관적으로 명확하고 확실할 필요는 없으며, 정보의 중요성과 사실이 발생할 개연성을 함께 평가하는 것이 필요하다”라고 판시하였다. 이것은 미국 TGS 판결에서 논의되었던 ‘중대성-개연성 기준’을 반영한 것으로 보인다.⁷⁵⁾

대미실업사건⁷⁶⁾은 신정제지사건에 대한 대법원 판결 후 약 1년 정도 경과 후에 내려진 판결로서, 신정제지사건에서 검토된 중요성 판단에 관한 대법원의 입장이 그대로 유지된다. 대미실업사건에서는 정보의 공시의무와 정보의 중요성과의 관계에 대하여 보다 구체적으로 검토하고 있다는 점에서 의미가 있다.

따라서 대미실업사건의 중요한 쟁점은 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째는 증권거래법상 공시의무의 대상이 되지 않는 정보라도 내부자거래 금지의 대상이 되는 중요한 정보가 될 수 있는가의 문제이고, 두 번째

75) 김정수(2002).

76) 대법원 1995. 6. 30. 선고 94도2792 판결. 대미실업사건의 사실관계는 의외로 단순하다. 이 사건 역시 신정제지사건과 마찬가지로 내부자거래와 관련된 사건으로, 대미실업의 임원인 자가 자회사의 화재발생으로 인한 손해가 발생하였고 그로 인한 수출 부진으로 인해 적자가 발생할 것이라는 사실을 미리 알고, 보유하고 있던 대미실업의 주식을 매각한 사건이다. 금융감독위원회(2002).

문제는 아직 결산서가 최종적으로 확정되지 않은 추정실적에 대한 정보도 중요한 정보가 될 수 있는가에 관한 것이다.

이 사건에서 대법원은 피고인이 이용한 정보가 비록 공시의무를 규정하고 있는 증권거래법 제186조에 따른 공시의무는 없다고 하더라도, 그것이 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보라면 중요한 정보로서 제188조의2에 해당하는 정보가 될 수 있다고 보았다. 그리고 자회사의 화재로 인한 20억원의 손실과 결산결과 35억원의 손실이 발생한 사실은 합리적인 투자자라면 누구나 그 정보의 중요성과 해당 사실이 발생할 개연성을 비교·평가하여 자신의 유가증권거래에 관한 의사결정에 반영할 것이므로, 이는 중요한 정보로서, 피고인은 해당 정보가 공시되지 전까지는 거래를 해서는 안된다고 하였다.

대미실업사건을 통해 법원은, 비록 우리 증권거래법이 기업의 공시의무를 규정함에 있어 열거주의를 취하여 제186조에 공시의무대상이 되는 정보를 나열하고 있으나 이것이 곧 중요한 정보 전부를 의미하는 것은 아니며, 어떤 정보가 제186조에 해당하지 않는다고 하여, 미공개정보이용을 금지하고 있는 제188조의2에서 규정하고 있는 중요한 정보로 볼 수 없는 것이 아님을 명백하게 확인하고 있다.

미국 법원에서 논의한 중요성 판단기준인 '중대성-개연성 기준'을 수용하여, 당해 정보의 중요성과 사실이 발생할 개연성을 비교·평가하여 판단해야 한다고 하고 있다. 이 사건에서 법원은 자회사의 화재로 인한 35억원의 손실발생사건은 사실로 확정될 개연성이 매우 크고, 이러한 손실은 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보로 간주될 수 있음을 인정하였다.⁷⁷⁾

77) 김건식(2004). '투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보'에 관하여 대법원은 후술할 바로크가구사건에서는 약간 다른 표현을 쓰고 있다. ".....합리적인 투자자가 당해 유가증권을 매수 또는 계속 보유할 것인가 아니면 처분할 것인가를 결정하는 데 있어서, 중요한 가치가 있는 정

2) 바로크가구 사건 및 한국주강 사건

신정제지사건이나 대미실업사건이 이미 사실로 발생한 정보, 이른바 hard information의 중요성에 대하여 주로 다룬 사건이라면, 이하에서 검토할 바로크가구사건⁷⁸⁾과 한국주강사건은 추정실적이나 부도사실 발생확실 등과 같은 예측적 요소가 포함된 사실이 중요한 정보로 될 수 있는가에 대하여 다룬 사건이다. 바로크가구 사건에서 대법원은 제186조에서 규정하고 있는 공시의무대상정보와 제188조의2에 따른 중요한 정보의 관계에 대하여 주목할 만한 의견을 제시하고 있다. 즉 대법원이 증권거래법 제188조의2와 관련하여 제186조에서 언급하고 있는 공시의무의 대상이 되는 정보들은 중요한 정보를 한정하는 것이 아니라, 중요한 정보인가의 여부를 판단하기 위한 기준을 제시하기 위한 목적에 따른 것으로 보고 있다는 점이 주목할 만하다.⁷⁹⁾

보, 바꾸어 말하면 일반투자자들이 일반적으로 안다고 가정하는 경우에 당해 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사실....."이라고 설명하기도 한다. 1995. 6. 29. 선고, 95도467 판결.

78) 1995. 6. 25. 선고 95도467 판결. 바로크가구사건은 아직 확정되지 않은 정보의 중요성이 문제된 사건으로, 대략적인 사실관계는 다음과 같다. 이 사건의 피고인은 바로크가구의 상무인 자로서, 바로크가구가 전년 대비 총매출액, 순이익이 크게 상승한 사실을 D증권회사의 영업부장인 친구에게 확인해주었다. 처음에 이 사실을 문의하여 확인을 받은 피고인의 친구는 자신의 고객들에게 바로크가구의 주식을 매매하도록 권유하였다. 이것은 일반인에게 아직 공개되지 않은 추정결산실적을 이용하여 거래한 것으로 보아, 피고인은 증권거래법 제188조의2의 위반을 이유로 기소되었다. 금융감독위원회(2002).

79) 증권거래법 제186조는 수시공시사항을 모두 정하지 않고 명령과 금감위규칙에 연속하여 위임하는 형식을 취하고 있으며, 금감위규칙에 포괄적 성격의 규정을 두고 있다. 따라서 엄밀한 의미에서 우리나라도 예시적 포괄주의라고 말할 수 있는 여지는 있으며, 그 결과 열거된 사항이외에도 중요한 정보에 해당하면 공시의무가 있다고 해석할 여지도 있는 것으로 보인다.

우선 대법원은 증권거래법 제186조 제2항에서 증권거래소가 제186조 제1항에서 열거된 사항과는 별도로 “제188조의2에 의한 중요한 정보”의 유무에 대한 공시도 당해 상장회사에 대해 요구할 수 있다고 규정되어 있음에 주목하였다. 즉 대법원은 이 조항을 근거로 제188조의2에서 말하는 중요한 정보가 제186조 제1항에서 열거하고 있는 사실에 한정되지 않음을 간접적으로 인정하고 있는 것으로 보았다. 즉 증권거래법 제188조의2 제2항의 규정은 “제186조 제1항에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중”이라는 용어를 사용하고는 있으나, 이는 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보에 해당하는 것을 제186조에 열거된 정보로 제한하려는 취지에서가 아니라, 중요한 정보인지의 여부를 판단하는 기준인 “투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적으로 보아야 한다고 대법원은 명시하였다.

이는 법원이 적어도 내부자거래와 관련하여 정보의 중요성을 판단함에 있어, 증권거래법 제186조에 따른 제한적 열거주의에 집착하지 않고, 오히려 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적의 포괄주의적인 해석을 내리고 있는 것으로 볼 수 있다.

또한 대법원은 추정결산실적이라는 미확정된 정보에 대하여도, 해당 정보가, “그 회사의 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미칠 것이 분명하다”고 판단하여, 그 중요성을 인정하였다.

대법원의 이러한 해석은 2000년의 한국주강사건⁸⁰⁾에서도 그대로 유

80) 2000. 11.24. 선고, 2000도2827 판결. 동 사건 역시 전형적인 내부자거래사건으로서, 계열회사의 부실로 인해 한국주강의 부도가 불가피하다는 내부정보를 알게 된 주요주주(한국파이낸스)의 대표이사가 이를 이용하여 미리 한국주강의 주식을 매각하여 손실을 회피한 사건이다. 이 사건에서는 신정제지사건 이후 바로크가구사건에 이르기까지, 미공개정보이용사건에 있어서 정보의 중요성에 대한 판단기준에 대한 대법원의 태도가 그대로 유지되었다. 금융감독위원회(2002).

지된다. 동 사건에서 대법원은 바로크가구사건에서와 같이, 증권거래법 제188조의2에서 말하는 “제186조 1항에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중”이라는 표현의 취지는 정보의 중요성을 동 규정상의 정보에 제한하려는 것이 아니라, “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보”를 예시하기 위한 목적일 뿐이라고 판단하였다. 또한 부도처리될 것이라는 사실은 미확정적인 내부정보이기는 하나, 이것은 합리적인 투자자라면 투자결정을 함에 있어 이들 정보를 중요한 것으로 고려할 것이고, 실제로 부도처리가 거의 확실시될 정도의 개연성이 있는 것이라면, 중요한 정보로 될 수 있다고 보았다.

라. 소결

이상으로 정보의 중요성 판단기준에 관한 우리 법원의 태도를 살펴 보았다. 정보의 중요성이 문제된 사건들은 미국과는 다르게 주로 증권거래법 제188조의2에 규정된 미공개정보의 이용행위와 관련된 것이다. 비록 미공개정보이용금지에 있어서 문제되는 중요한 정보에 대하여 논의가 집중되고 있기는 하지만, 그 중요성을 판단하는 기준에 있어 우리 법원도 미국의 TGS 판결에 나타난 정보의 ‘중대성-개연성 기준’을 수용하고 있다는 사실을 알 수 있었다.

또한 증권거래법 제186조와 제188조의2의 관계에 대하여, 비록 제186조가 기업의 공시의무를 규정하는 것으로서 공시의무사항을 제한적으로 열거하고는 있으나, 중요한 정보는 이에 국한되는 것이 아니라고 보았다. 오히려 법원은 정보의 중요성을 “투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는가”의 여부를 중심으로 판단하여야 하여, 중요한 정보를 포괄적으로 판단할 수 있는 여지를 인정하였다.

이러한 법원의 판단기준을 고려할 때, 기업의 수시공시 의무에 있어서 반드시 공시 의무대상이 되는 정보를 열거하도록 해야만 명확성 내지 예측가능성을 확보할 수 있다는 주장이 언제나 설득력 있는 것은 아니라고 본다. 비록 미공개정보 이용행위와 관련된 사건이기는 하지만, 적어도 우리 법원은 증권거래법 제188조의2에서 포괄적으로 정해진 중요한 정보의 개념의 해석이 필요한 사건에 있어서 적극적으로 대처하면서 판례를 축적하고 있다. 증권거래법에서 말하는 중요성에 관한 기준은 증권거래법 전반을 횡적으로 꿰뚫고 있는 기본적 개념이라는 측면에서, 이러한 정보의 중요성에 관한 법원의 판단은 반드시 불공정거래규제에 국한될 것은 아니며, 기업의 수시공시규제에 있어서도 적용할 수 있으리라고 판단된다.

VI. 현행 수시공시제도의 문제점

1. 수시공시사항 결정의 경직성
2. 열거된 공시의무사항만 공시하는 관행의 고착
3. 수시공시사항 결정기준의 일관성 및 타당성 결여
4. 죄형법정주의 원칙의 위반 소지

VI. 현행 수시공시제도의 문제점

1. 수시공시사항 결정의 경직성

우리나라는 수시공시사항을 열거주의 방식에 입각하여 법규에서 일률적으로 나열하고 있어 급변하는 기업 및 증권시장의 현실에 신속하게 대처하기가 곤란하다. 현재 수시공시사항은 증권시장을 규율하는 기본법인 증권거래법과 그 위임에 의한 증권거래법시행령, 증권거래법시행령의 위임에 의한 금융감독위원회의 공시규정에 의하여 여러 단계에 걸쳐 구체적으로 열거되어 있다. 또한, 증권거래소와 증권업협회도 각각의 공시규정에서 증권거래법령 및 금융감독위원회 규정에서 정하고 있는 사항과 거의 동일한 내용으로 수시공시사항을 열거하고 있다.

수시공시 의무사항은 일반 경영사항과 최대주주 등과의 거래로 구분되며, 일반 경영사항은 재무구조에 중대한 변경을 초래하는 사항, 기업경영환경에 중대한 변경을 초래하는 사항, 재산 등 대규모 변동을 초래하는 사항, 채권채무관계에 중대한 변동을 초래하는 사항, 투자 및 출자관계에 관한 사항, 손익구조변경에 관한 사항 등과 같이 주제별로 나열되어 있다.

이러한 현행 수시공시관련 법규를 보면, 열거되어 있는 수시공시사항이 제조업, 건설업, 혹은 금융업과 같은 산업별 특성, 대기업이나 중소기업과 같은 기업별 특성, 거래소시장이나 코스닥시장과 같은 시장별 특성 등을 제대로 반영하지 못하고 동일한 기준에 의해 동일하게 규정되어 있다. 이는 수시공시제도가 대기업, 전통기업 중심으로 운영되고 있어 중소기업, 벤처기업 중심의 코스닥시장의 특성을 반영하지 못하고 있다는 비판의 근거가 되기도 한다. 또한 기업환경의 변화에 따라 중요정보

의 개념이 계속적으로 변하고 있음에도 불구하고 이를 제도적으로 수용하지 못하여 새로운 중요정보에 대해 사실상의 공시의무를 면제해 주는 문제가 발생한다. 정보통신기술의 발전, 세계적인 경쟁의 격화 등 급변하는 기업환경의 변화에 맞추어 법규 제정자가 열거주의 방식에 의해 투자판단에 긴요한 내용들을 신속하게 공시의무사항으로 반영하기는 쉽지 않기 때문이다. 이러한 현상들은 수시공시사항에 대한 판단이 기업이나 법원에 의해 이루어지지 않고 입법자나 감독당국에 의해 사전적으로 이루어지기 때문에 초래되는 것이라고 판단된다.

우리나라와 같이 열거주의 방식을 택하고 있는 일본의 경우에도 우리나라와 마찬가지로 동경증권거래소와 JASDAQ의 수시공시항목에 차이가 거의 없으며, 수시공시 의무사항을 업종별로 구분하거나 시장별로 구분하여 열거하고 있지 못하다. 이에 비해 미국의 경우에는 수시공시 의무사항이 포괄주의 방식에 의해 정해지므로 기업별·업종별·시장별 특성이 반영되지 않는 문제가 없다. 즉 미국의 경우에는 상장기업에 대한 중요한 정보는 모두 공시하도록 하고 있기 때문에 각 기업의 규모나 업종과 같은 특성을 반영하지 못하는 문제가 발생할 여지가 없게 된다.

2. 열거된 공시의무사항만 공시하는 관행의 고착

증권거래법규에서 기업경영활동과 관련된 200여개의 수시공시사항을 열거하고 있는바, 실무계에서는 이들 공시사항을 이행하기만 하면 기업이 수시공시의무를 이행한 것으로 간주하는 관행이 형성되어 있다. 원래 어떠한 정보를 공시할 것인가의 여부는 “해당 정보가 과연 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 만큼 중요한 정보인가”, 즉 “중요한 정보(material

information)“인가의 여부에 따라 결정될 것이다. 문제는 우리나라의 경우 중요한 정보에 해당된다고 판단되는 공시항목을 200여개로 구체적으로 나열하고 있으므로, 실제 공시를 행하는 기업은 당해 정보가 과연 중요한 정보인가를 고려할 필요 없이, 일단 법령이나 금감위 규정, 자율규제규정에 있는 수시공시항목을 준수하는 것만으로, 공시의무를 다하였다고 생각한다는 점이다. 따라서 공시여부의 기준이 되는 정보의 중요성(materiality)에 대해 기업들이 자율적으로 판단할 필요성이 거의 없으며, 기업의 충분한 정보공개에도 일정한 한계가 존재할 수밖에 없다.

특히 장래계획이나 예측정보 등과 같은 정보에 대한 공시에서 열거주의 방식의 취약점이 두드러진다. 미국과 같이 포괄주의에 따라 수시공시사항을 정하고 있는 경우에는, 만일 예측정보가 공시되어야 할 중요한 정보라고 판단되는 경우 이것은 공시의무사항에 속하며, 또한 예측치와 실제 실적치의 괴리가 심한 경우에도 이러한 사항은 투자자의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있으므로 해당 내용을 공시해야 할 것이다. 일본의 경우에도 공시의무사항에 일정한 특정항목의 실적치와 예상치에 상당한 차이가 발생한 경우에는 이를 공시하도록 하고 있다.⁸¹⁾ 그렇지만 우리나라의 경우 대부분의 수시공시사항은 주로 이미 발생한 사항(historical fact)에 대해서만 공시하도록 하고 있으며, 금감위의 「유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제70조에서 신규사업추진 등 장래계획에 관한 사항을 “자진하여” 공시하고자 하는 경우, 이를 금감위와 증권거래소 또는 증권업협회에 신고하도록 하고 있을 뿐이다. 신규사업추진과 같은 사항은 경우에 따라 투자자의 투자판단에 큰 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보가 될 수 있음에도 불구하고, 우리나라와 같은 열거주의적 규정방식체계에서는, 해당 기업이 이를 공시하고자 하지 않을 경우에는 실제로 공시가 이루어지기 어렵게 될 것이다.

81) 동경증권거래소, 「상장유가증권 발행인의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙」 제2조.

이러한 열거주의 방식의 한계를 보완하기 위해, 금감위의 감독규정이거나 증권거래소 또는 증권업협회의 자율규제규정에 부분적이거나 포괄적인 조항을 두고 있다. 그렇지만 우리나라의 열거주의적 수시공시체계에서는 기업들이 열거된 공시항목만 이행하는 것으로 공시를 충분히 이행했다고 생각하고, 감독당국이나 시장운영기관도 이를 인용하는 관행이 형성되어 있기 때문에, 이 조항이 우리 공시현실에서 적극적인 역할을 하도록 운영되고 있지는 않다.⁸²⁾

3. 수시공시사항 결정기준의 일관성 및 타당성 결여

현재 우리나라의 수시공시항목을 정하는 기준을 명확하게 제시하고 있는 규정은 없다. 수시공시의무의 근거규정이라고 할 수 있는 증권거래법 역시 10여개의 수시공시사항을 나열하고 있을 뿐, 구체적으로 어떤 근거에서 해당 내용이 공시되어야 하는가에 대해서 체계적인 기준을 제시하고 있지는 않다. 이에 따라 수시공시사항을 정하는 기준도 상장회사의 자기자본, 자산총액, 매출액 등의 일정비율 이상이 되는 주요한 경영사항으로 정해져 있다. 이것은 그때 그때의 필요성에 따라 중요한 정보에 해당된다고 판단되는 수시공시사항들이 지속적으로 체계적인 정비없이 추가된 입법의 산물인 것으로 보아야 할 것이다. 이처럼 일관성이 없

82) 이러한 현상이 발생하게 된 것은 정보의 중요성 및 공시의무 여부에 대해서는 원칙적으로 기업이 판단하여 결정하도록 하고 있는 바, 공시여부의 기준이 되는 정보의 중요성에 대해 기업이 자율적으로 판단할 여력이 부족하며, 불성실공시조치 등에 대한 우려로 수시공시사항으로 열거되지 않은 정보에 대하여는 공시를 꺼리는 경향이 있기 때문이라고 한다. 다만 기업 입장에서 특히 열거되지 않은 중요 공시사항을 기타 공시사항으로 공시하고 있을 뿐이다.

는 기준에 의해 수시공시사항이 정해짐으로써 수시공시 의무사항들 간에 형평성이 결여될 수 있으며, 과연 이들 항목이 수시공시사항의 기본 전제가 되는 중요한 정보를 체계적으로 공시의무사항으로 나열하고 있는지에 대해 의문이 제기될 수도 있다.⁸³⁾

또한 중요하다고 판단하여 수시공시사항으로 정해진 항목들을 보면 일정한 수치로 정해진 사항들이 많은데, 이들 수치가 어떠한 근거에서 나오게 되었는지를 제시하고 있지 못하다. "자기자본의 10% 이상의 차입에 관한 결정이 있을 때", "자기자본의 1% 이상의 벌금·과태료가 부과된 때", "자기자본의 3% 이상인 소송이 제기되거나 확정된 때", "생산액의 10% 이상을 생산하는 공장이 중단한 때", "재해로 인하여 자산총액의 5% 이상의 손해가 발생한 때", "매출액의 10% 또는 1,000억원 이상의 제품에 대한 수거·파기 결정을 한 때" 등과 같이 많은 항목에서 수치화된 기준을 명시하고 있다. 그러나 이런 숫자들이 과연 어떠한 근거에서 중요사항으로 결정되었는지는 설명하고 있지 못하다.

따라서 열거주의 방식에 따르면 기업이나 증권시장의 환경변화에 따라 수시로 공시대상항목이나 공시대상항목의 기준이 과연 중요성 개념에 합당한 것인지 여부에 대한 검토가 지속적으로 요구된다. 만일 이에 대한 부단한 노력이 뒤따르지 못한다면 투자자들이 필요로 하는 중요한 정보와 실제로 증권시장에 제공되는 정보간에는 심각한 괴리현상이 발생할 가능성이 높다.

83) 다만 수시공시사항 결정기준에 일관성이나 타당성이 부족한 점은 최근 증권감독당국의 노력으로 대대적으로 개선되었다. 그러나 본질적으로 열거주의 방식의 한계로 인해 초래되는 문제점은 지속될 것이다.

4. 죄형법정주의 원칙의 위반 소지

앞에서 살펴본 바와 같이 현행 수시공시사항은 증권거래법에서부터 시작하여 증권거래법시행령을 거쳐 금융감독위원회의 공시규정까지 순차적으로 위임되는 형태로 정해져 있다. 이러한 수시공시사항에 대해 상장법인이나 협회등록법인이 제대로 공시의무를 이행하지 못하게 되면 증권거래법 제211조에 의해 500만원 이하의 벌금이라는 형사처벌에 처해질 수 있다. 특히 수시공시의 중요한 사항에 대해 허위기재를 한 경우에는 5년 이하의 징역 또는 3,000만원 이하의 벌금에 처해질 수도 있다. 이때 수시공시에 관한 금감위 규정을 위반하는 경우에도 형사처벌을 할 수 있는지의 여부가 죄형법정주의 원칙과 관련하여 문제될 소지가 있다.

죄형법정주의는 헌법 및 형법 등에서 그 근거를 찾을 수 있다. 헌법 제12조 제1항은 누구든지 법률에 의하지 아니하고는 체포·구속·압수·수색·심문·처벌·보안처분 또는 강제노역을 받지 아니한다는 조항을 두어 법률에 의해서만 범죄가 규정될 수 있음을 천명하고 있다. 그리고 같은 내용이 형법 제1조 제1항에 범죄의 성립과 처벌은 행위시의 법률에 의한다고 하여 다시 한번 규정되어 있다. 이처럼 죄형법정주의는 형법원칙의 차원을 넘어 헌법적 지위를 가짐으로써 형법적용뿐만 아니라 형사입법에 대해서도 타당하다는 의미를 가진다.

일반적으로 죄형법정주의는 법률주의, 소급효금지의 원칙, 명확성의 원칙, 유추해석금지의 원칙 그리고 적정성의 원칙을 그 내용으로 하고 있다.⁸⁴⁾ 이 중에서 법률주의란 범죄와 형벌은 성문의 ‘법률’에 의하여 규정되지 않으면 안 된다는 원칙을 말하며, 여기서 법률이란 국회에서 제정한 형식적 의미의 법률을 의미한다. 따라서 명령이나 규칙에 의하여 범죄와 형벌을 규정할 수는 없다. 물론 이는 법률이 형벌만을 규정하고

84) 이재상(2003).

구성요건의 세부사항을 명령에 위임한 백지형법이나 벌칙의 제정을 명령에 위임하는 것까지 금지한다는 취지는 아니다. 복잡한 현대 사회에서 국회의 전문적·기술적 능력의 한계로 인해 형사처벌과 관련된 모든 법규를 형식적 의미의 법률에 의하여 규정한다는 것은 사실상 불가능하고 실제에도 적합하지 않다. 따라서 부득이한 사정이 있는 경우에 위임법률이 처벌대상인 행위가 어떠한 것인지 이를 예측할 수 있을 정도로 구체적으로 정하고, 형벌의 종류 및 그 상한과 폭을 명확히 규정하는 것을 전제로 위임입법이 허용된다고 한다. 다만 이러한 때에도 위임 내지 수권의 범위가 법률에 명백히 규정되어야 한다. 이처럼 형식적 의미의 법률에 위임의 근거가 있으면 하위 규정에 구체적인 구성요건의 세부사항을 정할 수 있음은 형법상 확립된 이론이라고 판단되지만, 과연 위임을 어느 단계까지 할 수 있는지 위임입법의 한계에 대해서는 이론이 나뉘고 있다.

이를 본격적으로 논하는 자료가 많지는 않지만, 법률에 위임의 근거를 설치한다면 명령(대통령령, 총리령 혹은 각 부령)에 구체적인 세부사항을 정할 수 있음에 대해서는 논란이 없지만, 과연 행정규칙에 해당하는 금감위 규정에 형사처벌이 가능한 세부적 구성요건을 설정할 수 있는지 여부에 대해서는 일부 견해가 갈린다. 즉 예외적으로 국회가 구체적 범위를 정해 위임한 사항에 대해서는 형법도 부분적으로는 법률이 아닌 위임입법(헌법 제75조, 제95조, 제108조)의 형식으로 제정될 수 있지만, 위임입법의 경우는 헌법에서 정한 형식의 법규(대통령령, 총리령, 각 부령)로만 허용될 뿐이라는 견해가 있다.⁸⁵⁾ 이러한 견해에서 보면 현행 수시공시사항을 금감위 규정에까지 위임하여 정하도록 하는 형태는 죄형법정주의 원칙에 위배될 소지를 내포하고 있는 것이다. 죄형법정주의 원칙은 내부자거래 관련 사건인 한국주강사건에서도 수시공시제도 측면에서 문제될 소지가 있음이 간접적으로 언급되었다. 즉 “원심은 위

85) 이상돈(2003).

와 같은 미공개정보가 바로 증권거래법 제188조의2 소정의 중요한 정보에 해당한다는 것이지 증권거래법 제186조 제1항 제13호를 들어 중요한 정보에 해당한다고 한 것이 아님은 분명하므로, 이와 달리 원심이 위 증권거래법 제186조 제1항 제13호를 적용하고 있음을 전제로 하여 그 처벌의 대상이 되는 행위의 구성요건 사실을 법률에서 명확히 규정하지 않고 대통령령에 위임함으로써 죄형법정주의 또는 헌법을 위반하였다는 취지의 상고이유는 받아들일 수 없다”고 판시함으로써, 증권거래법에서의 위임규정이 죄형법정주의와 관련하여 문제될 소지가 있음을 간접적으로 암시하고 있다. 그리고 실제로도 이러한 문제점들을 의식하여 금감위도 수시공시위반에 대해 형사제재 대신 과징금 등과 같은 행정적 제재수단을 주로 이용하고 있는 것으로 알려지고 있다. 죄형법정주의 원칙에 대한 해석상 논란의 소지가 존재한다면 그에 대한 대책으로서 수시공시위반에 대한 형사적 제재를 폐지하거나 또는 수시공시사항을 법령 단계에서 모두 규정하는 방안을 고려해 볼 수 있을 것이다.

VII. 개선방안

1. 포괄주의방식의 도입타당성 검토
2. 포괄주의방식의 도입방법론 검토
3. 수시공시사항에 대한 중요성(materiality) 개념 정립
4. 임시보고서 제도와와의 관련성
5. 과도기적 방안
6. 결어

VII. 개선방안

1. 포괄주의방식의 도입타당성 검토

수시공시사항을 규정하는 방식은 크게 열거주의와 포괄주의로 나뉜다. 공시의무사항을 열거하고 해당 사항을 공시함으로써 공시의무를 이행한 것으로 간주하는 방식이 열거주의이고, 설령 공시의무사항을 일부 예시하고 있더라도 기본적으로 중요한 정보에 해당하는 사항은 모두 공시하도록 포괄적으로 규정하는 방식이 포괄주의이다. 입법례로는 우리나라나 일본이 열거주의 방식을 취하고 있는 반면에, 미국은 포괄주의 방식을 취하고 있다. 다만 우리나라나 일본은 다같이 열거주의 방식을 취하고 있지만, 수시공시사항을 규정하는 법적 근거가 상이하다.

현행과 같은 열거주의방식은 중요한 기업정보를 투자자들에게 제공하는 측면에서 본질적인 한계가 있으므로 미국의 입법례와 같이 일부만 예시하고 나머지는 포괄적으로 규정하는 방식으로 전환하는 방안에 대해 검토할 필요성이 제기되고 있다.

열거주의 방식과 포괄주의 방식은 상호 대비되는 특징을 보유하고 있다. 공시해야 할 사항을 일일이 나열하는 열거주의는 기업이 공시하여야 하는 공시의무사항이 명확하기 때문에 그 해석 및 적용이 용이하다는 장점을 가지고 있다. 그 반면, 열거주의는 기업의 규모 및 업종, 기업 경영환경이나 기술의 발전, 시장에 따라 중요한 정보의 개념이 상대적으로 정해질 수밖에 없는 것이기 때문에, 법규에 이를 모두 수시공시사항으로 반영한다는 것이 현실적으로 어려우므로, 각 기업이나 시장의 특성에 맞는 구체적 타당성이 있는 공시사항을 정하기가 현실적으로 불가능하게 된다.

이에 비해 포괄주의는 투자자들에게 중요한 정보를 최대한 제공한다는 측면에서 공시제도가 추구하는 이상에 부합한다. 포괄주의 방식은 상장된 증권시장별 또는 발행기업별로 특성에 맞게 천차만별인 중요한 공시정보 의무사항을 탄력적이고 구체적 타당성이 있게 규정할 수 있게 되므로 기존 열거주의 방식의 경직성을 근원적으로 해결할 수 있으며, 시대의 변천에 따라 공시의무사항을 수용하기가 용이하다. 즉 포괄주의는 공시사항을 제한적으로 열거하기보다는, 기업들로 하여금 ‘중요한 정보’를 공시하도록 포괄적으로 규정함에 따라, 상장된 증권시장별 또는 발행기업별로 각각의 특성에 맞게 천차만별인 중요한 정보를 공시할 수 있는 길을 열어두고 있다. 따라서 포괄주의적 방식은 보다 탄력적이고 구체적 타당성있는 정보가 시장에 제공될 수 있다는 점에서, 기존의 열거주의적 방식의 경직성을 근본적으로 해결할 수 있다는 장점이 있다. 그 반면에, 중요성이란 추상적 개념을 중심으로 하여 공시의무사항을 정하는 관계로 발행기업이나 감독기관 또는 자율규제기관이 실제 추상적으로 정해지는 중요한 기업정보의 범위에 대한 합리적인 해석운용이 필요하므로 이를 소화해 낼 수 있는 이들 공시관련자들의 수용능력이 요구된다. 따라서 포괄주의 방식은 정보의 중요성이라는 추상적 기준의 모호함을 구체적인 사례에서 합리적으로 해석하고 적용할 수 있는 발행기업, 시장운영기관, 그리고 감독기관 모두의 수용능력을 전제로 하여야만 한다.

공시제도는 기본적으로 기업의 공시부담과 투자자들의 정보획득이라는 상호 저촉되는 두 가지 요인을 조화시키는 전제하에서라면, 투자자들의 투자판단이나 증권의 가치에 영향을 미치는 중요한 정보는 최대한 투자자들에게 제공되어야 한다.

따라서 우리 증권시장에서 관련자들이 정보의 중요성(materiality)이라는 추상적인 개념을 적절히 해석·운영할 능력을 갖출 수만 있다면, 포괄주의 방식으로 수시공시사항을 규정하는 것이 중요한 정보를 투자

자들에게 제공한다는 공시제도 측면에서 더욱 이상적이므로 포괄주의로의 전환을 긍정적으로 검토하여야 할 것이다. 왜냐하면 포괄주의 방식을 통해서만 정보의 중요성 판단에 있어서 기업별·시장별 특성을 반영하여 탄력적으로 그리고 구체적 타당성 있게 중요한 정보를 규정해 낼 수 있기 때문이다. 정보의 중요성은 기업이 직접 판단하고 공시의무 이행여부는 궁극적으로 사법부가 판단하게 함으로써 중요정보의 완전공시를 유도할 수 있게 된다. 이러한 이유로 미국은 물론이고, 본 보고서에서 직접적으로 검토하지는 않았지만 영국, 독일의 경우에도 수시공시사항은 포괄주의 방식을 취하고 있다. 구체적으로 모든 기업에 대해 통일적으로 적용될 수 있는 대표적인 공시의무사항만 예시적으로 나열하고 나머지 전반적인 사항은 기업의 자체적인 판단에 의하여 중요정보를 공시하도록 하면 될 것이다. 이렇게 하면 기업이 정보의 중요성을 일차적으로 판단하도록 하되, 공시의무의 이행여부에 대한 분쟁 발생시, 궁극적으로 사법부가 정보의 중요성을 다시 한 번 판단할 수 있게 됨으로써, 기업에게 소송을 피하기 위해서라도 중요한 정보를 가능한 한 충분히 공시하도록 하려는 유인을 부여하게 된다.

그러나 포괄적인 규정방식의 모호성으로 인하여 상장기업이나 수시공시제도를 운영하는 감독기관들의 수용능력과 더불어 공시로 인한 분쟁발생시 수시공시규정을 해석해야 하는 법원의 수용능력 등을 고려하면 포괄주의 도입으로 인하여 예상되는 부정적인 요인들에 대한 대책이 전제되어야 한다. 우선 증권집단소송⁸⁶⁾과 같이 투자자들이 공시위반 기

86) 현행 증권거래법은 수시공시의무 위반에 대해서도 민사상의 손해배상 책임을 물을 수 있도록 하였다(동법 제186조 제4항). 그러나 현실적으로는 권리구제를 위해 들어가는 경제적·시간적 비용부담 때문에 소액·다수의 피해자들의 권리구제가 소홀하다. 특히 수시공시사항의 규정방식을 열거주의에서 포괄주의로 전환하게 되는 경우에는 추상적인 중요성 개념에 대한 법해석·적용상의 논란으로 분쟁이 증가할 가능성이 존재한다. 이 경우 만일 집단소송제도가 제대로 정착되어 있다면 이러한 포괄주의 도입으로 인

업의 책임을 용이하게 물을 수 있는 장치의 마련이 전제되어야 한다. 또한 공시제도에 대한 기업의 인식전환, 기업의 내부정보관리체계 정비 등 준비정도를 감안하여 추진하여야 할 것이다. 시장운영기관이나 감독당국이 주축이 되어 시장참여 기업과 협의하여 포괄주의 방식이 정착될 수 있도록 상호협조체계를 구축할 필요도 있다. 이와 관련하여 우리 법원도 이미 증권거래법 제188조의2에서 말하는 내부자거래사건들과 관련된 다수의 판례에서 추상적 개념인 정보의 '중요성'에 대해 사법적 판단을 내리고 있다는 사실을 감안할 필요가 있다.

한편, 현행 열거주의방식을 포괄주의방식으로 전환하는 방안은 그 타당성이 인정된다고 하더라도, 포괄주의 방식으로 전환하는 시기에 대해서는 매우 신중한 검토가 요구된다. 또한 포괄주의로 급격하게 전환함으로써 인하여 초래될 수 있는 제도운영상의 부작용이나 혼란을 최소화하기 위해 과도기적으로 기존의 수시공시사항으로 나열되어 있는 사항들을 포괄주의에서 규정하는 정보의 중요성을 해석하는 하나의 지침(guideline)으로 제시하거나 예시할 수도 있을 것이다.

2. 포괄주의방식의 도입방법론 검토

수시공시사항을 규정하는 방식을 포괄주의 방식으로 전환하는 것은 단순히 수시공시사항을 규정하는 방식만을 변경하는 것에 그치는 것이 아니라, 그로 인해 파생될 수 있는 관련사항에 대한 검토도 함께 요구한다. 포괄주의 방식으로 전환할 경우 우선적으로 고려해야 할 사항은 포괄주의 형태의 수시공시제도의 도입근거를 어디에 둘 것인지 여부이다.

한 부작용에 용이하게 대처할 수 있을 것이다.

이에 대해서는 크게 두 가지 방식을 생각해 볼 수 있는데, 하나는 포괄주의방식의 수시공시사항을 현행처럼 증권거래법에서 규정하는 방식이고, 다른 하나는 미국이나 일본처럼 증권거래법에서는 수시공시사항에 대해 관여하지 않고 증권거래소와 같은 시장운영기관에 일임하는 방식이다.

가. 미국·일본식 모델 (1안)

우선 자율규제기관의 수시공시관련규정이나 발행기업과의 상장계약을 근거로 수시공시사항을 정하는 미국 또는 일본 모델을 도입하는 방식을 고려해 볼 수 있다. 이 방안은 우리 증권거래법이 모델로 하고 있는 미국이나 일본의 법체계를 따르는 방안으로 이 경우 수시공시제도는 전적으로 증권거래소의 규정에 의존하여 운영되게 된다. 이는 우리 증권법체계 중에서 수시공시제도가 미국이나 일본과 비교하여 가장 상이한 부분이었는데 이 부분을 미국이나 일본식으로 변경하는 것을 의미한다. 이 방안은 국제적 정합성이 높고, 포괄주의로의 전환에 따른 부작용을 최소화할 수 있다. 왜냐하면 증권거래소규정 위반에 대해 형사적 제재나 행정적 제재를 부과하지 않게 됨으로써 '중요성' 개념의 모호함으로 인해 초래되는 법적 불안정을 최소화할 수 있기 때문이다.

그러나 제재수단이 증권거래소가 취할 수 있는 범위로 제한되므로 발행기업들의 공시 마인드가 취약한 우리나라의 현실에서 수시공시제도의 실효성이 줄어들 우려가 존재한다. 투자자 입장에서 '과연 누구를 위한 포괄주의의 도입이냐'라는 논란을 초래할 우려가 있는 것이다. 따라서 이러한 방안은 발행기업들에게 투자자의 투자의사결정에 필요한 정보를 충분히 공시하겠다는 인식이 정착되고, 증권집단소송 혹은 미국(1934년 증권거래법 제10조(b))이나 일본(증권거래법 제157조)의 포괄적인 사기금지조항 등과 같은 투자자를 보호하고 건전한 증권시장의 운영

을 담보할 수 있는 인프라가 구비되어 있어야 가능한 방안이라고 판단된다. 즉, 수시공시체계를 기존의 법령이 아닌 자율규제기관의 규정에 근거하여 운영하도록 하는 방안은 충분한 정보공시를 통한 건전한 증권시장의 운영을 담보할 수 있는 인프라가 구비되어야만 가능한 방안이라고 생각된다.

한편 수시공시제도의 자율규제기관으로의 이관에 따라 그 실효성이 취약해지는 유통시장 비정기공시제도의 공백을 보충하기 위해, 미국이나 일본에서 취하고 있는 임시보고서제도의 도입이 논의될 가능성이 많다. 만일 임시보고서제도가 도입될 경우 유통시장 비정기공시제도로서 기존 수시공시제도와 임시보고서간의 역할 분담은 물론이고, 같은 법적 규제내에서 특수공시제도와 임시보고서간의 관계 설정이 필요하게 될 것이다. 이 방안은 수시공시제도와 임시보고서제도의 기능에 따라 그 구체적인 정도가 달라질 수는 있으나, 기업의 입장에서는 수시공시부담이 증가하게 되는 결과가 되어 이중 규제라는 비난이 제기될 소지가 있다.

나. 한국식 모델 (2안)

다음으로 포괄주의로의 전환을 현행처럼 증권거래법에서 수용하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다. 현행 증권거래법에서 열거주의 방식으로 규정되어 있는 수시공시사항을 변경하여 포괄주의 방식으로 규정하는 것이다. 포괄주의 방식에 의한 수시공시사항을 법률에서 직접 규정함으로써 수시공시제도의 실효성이 유지된다. 이 방식은 우리 증권거래법이 그 모델로 하였던 미국이나 일본의 증권거래법에 비해 유독 다른 형태로 도입되었던 한국식의 수시공시제도라는 역사적 경로를 존중하여 수시공시체계에 커다란 변화를 주지 않으면서 용이하게 포괄주의를 도입할 수 있는 방안이다. 또한 최근 미국의 경우에 유통시장 비정기공시에

서 많은 문제점들이 제기되면서 법적 규제에 해당하는 임시보고서제도를 점차 강화하고 있는 추세에 비추어보면 미국의 추세하고도 일치하는 방안이다. 이 경우에는 임시보고서제도의 도입이나 특수공시제도의 확대 개편의 필요성은 낮아질 것이다.

그러나 중요성이란 모호한 개념을 기준으로 그 위반에 대해서는 민사적·행정적 제재뿐만 아니라, 형사적 제재까지 부과하게 됨에 따라 기업들에게 공시부담을 초래할 가능성도 존재한다. 중요성이란 추상적이고 모호한 개념을 전제로 하는 포괄주의 방식은 형사적 제재의 근거가 되는 중요한 정보라는 구성요건이 불명확하여 구성요건의 명확성을 요구하는 형법상의 죄형법정주의에 반할 우려가 있으며 자의적 판단의 소지도 있다. 하지만 우리 대법원이 내부자거래와 관련하여 중요한 정보를 구체적으로 판단하고 제188조의2처럼 법률 자체에서 “중요한 정보”라는 표현을 직접적으로 사용한 경우 죄형법정주의에 위반하지 않는다고 판시하고 있음을 고려한다면 이는 그다지 문제되지 않을 수도 있다. 다만 수시공시 위반에 대해 형사처벌하는 외국의 입법례도 드물고, 형사제재 이외에도 다양한 행정제재나 민사제재를 통해서도 수시공시제도의 실효성이 확보될 수 있다고 판단되므로 형사제재는 폐지하는 것이 바람직하다.

3. 수시공시사항에 대한 중요성(materiality) 개념 정립

열거주의 방식을 취하든 포괄주의 방식을 취하든 수시공시의 전제가 되는 중요한 정보의 범위를 한정하기 위해서는 정보의 중요성에 대한 개념이 정립되어야 한다. 특히 포괄주의 방식을 도입하는 경우에는 중요한 정보(material information)의 범위에 관한 개념정의가 더욱 필요할

것이다. 공시는 투자자의 보호와 기업부담의 완화라는 서로 상반되는 두 요소를 적절히 조화시키는 수준에서 결정되어야 하는데 중요성 개념이 야말로 증권거래법상의 공시수준을 결정하는 가장 기본적인 수단이 될 수 있다. 따라서 공시의 편익·비용 분석을 통하여 우리나라에서 요구되는 최적의 중요성 개념이 모색되어야 할 것이다.

현행 증권거래법은 내부자거래와 관련하여 중요한 정보의 개념을 “투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것”이라고 규정하고 있으며, 이는 수시공시에서도 마찬가지로 규정될 수밖에 없을 것으로 보인다. 다만 수시공시사항의 기본 개념이 되는 중요한 정보의 범위를 설정하기 위해서는 이미 이에 관해 많은 논의가 있었던 미국의 사례를 참조할 수 있을 것이다. 왜냐하면 미국의 경우 앞에서 살펴본 바와 같이 다수의 판결에서 증권거래법 전반에 걸쳐 적용가능한 중요성 판단 기준들을 제시하는 등 정보의 중요성과 그 판단기준을 확립하기 위하여 많은 노력을 기울여왔기 때문이다.⁸⁷⁾ 또한 미국의 여러 전국증권거래소와 전국증권업협회가 상장증권의 발행인에 대한 중요정보의 수시공시 의무를 부과하면서 중요정보의 개념을 정의하여 운영하고 있기 때문이다. 현재 NYSE의 경우 일정한 경우를 제외하고는, 증권의 시장가격에 영향을 줄 것으로 예상되는 모든 정보를 신속히 공시하도록 요구하고, NASD의 경우 증권의 가격변동이나 투자자의 결정에 영향을 끼칠 것으로 기대되는 것이 중요한 정보라고 규정하고 있다.

수시공시사항의 기준이 되는 중요성의 범위는 내부자거래의 범위보다는 더 엄격하여, 내부자거래규제의 대상이 되는 중요한 정보 중에서 일부만 그 포괄대상이 되어야 할 것이다. 중요한 정보를 판단하는 기준

87) 1968년의 Texas Gulf Sulphur 판결, 1976년의 TSC Industries 판결, 혹은 1988년의 Basic 판결에서 확립된 개연성-중대성 기준(probability & management test)이나 실질적 가능성 기준(substantial likelihood test)이 바로 그러한 예이다.

은 동일하게 적용되겠지만, 구체적인 중요한 정보의 대상범위는 상이하
게 될 것이며, 이 경우 수시공시대상범위보다는 내부자거래규제상의 미
공개 정보이용금지 대상범위가 더 넓을 것이다. 내부정보로서의 중요한
사실은 공시의무가 발생해야만 비로소 중요한 사실이 될 수 있는 것은
아니기 때문이다. 공시의무가 발생하기 전 어느 단계에서도 투자자의 투
자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 것이면 중요한 사실이 될 수 있
는 것이다.⁸⁸⁾

현행 증권거래법은 미공개정보 이용행위의 금지에 관한 제188조의2
제2항에서 “일반인에게 공개되지 아니한 중요한 정보라 함은 제186조
제1항에 해당하는 사실 등에 관한 정보 중 투자자의 투자판단에 중대한
영향을 미칠 수 있는 것으로서 당해 법인이 재경부령이 정하는 바에 따
라 다수인으로 하여금 알 수 있도록 공개하기 전의 것을 말한다”고 규
정하고 있다. 이를 엄밀히 해석하면 제188조의2 제2항에서 말하는 중요
한 정보는 제186조 제1항에서 정하는 수시공시사항 중에서 특히 투자판
단에 중대한 영향을 미치는 정보로 제한되는 것으로 해석될 것이다. 그
렇지만 실제 우리 판례는 제186조 제1항에서 정하는 수시공시사항은 단
지 제188조의2 제2항에서 말하는 중요한 정보의 예시로 볼 수 있다고
판시함으로써 내부자거래의 규제대상이 되는 중요한 정보는 수시공시의
규제대상이 되는 중요한 정보보다 그 대상범위가 더 넓을 수 있다는 사
실을 함축하고 있다.

88) 김용진(1992).

4. 임시보고서 제도와의 관련성

앞에서도 일부 지적했듯이, 수시공시대상항목을 정하는 방식으로 포괄주의를 도입하는 것은 단순히 수시공시사항을 열거주의에서 포괄주의로 전환하는 규정방식의 문제에 그치는 것은 아니다. 포괄주의적 방식의 도입은 유통시장의 비정기공시제도 내에서 수시공시제도가 차지하고 있는 체계적인 지위에 대한 검토까지도 요구하게 된다. 수시공시사항을 포괄주의방식으로 전환하는 것은 다른 한편으로는 임시보고서 제도와도 밀접한 관련이 있으므로, 유통시장의 비정기공시제도의 하나인 수시공시제도는 동일한 유통시장의 비정기공시제도로 기능하는 임시보고서 내지 특수공시제도와 함께 그 체계적인 지위가 설정되어야 할 것이다. 미국의 경우를 보면 아직까지는 유통시장에서의 비정기공시에 대해 증권거래법이나 감독당국이 그다지 관여하지 않겠다는 입장을 기본적으로 유지하고 있기 때문에, 시장의 자율규제기관을 중심으로 하는 수시공시(timely disclosure)와 SEC를 중심으로 하는 임시보고서의 이원적 체계가 유지되고 있다. 그러나 최근 SEC가 임시보고서제도를 대폭적으로 확대·강화함에 따라, 어떤 형태로든 NYSE나 AMEX가 운영하는 수시공시제도의 존재 의미에도 영향을 미칠 것으로 보인다.

포괄주의를 어떤 방식으로 수용하는지의 여부에 따라 임시보고서의 도입필요성이 달라질 수 있다. 만일 1안과 같이 포괄주의 방식에서의 전환을 시장운영기관의 규정으로 수용하는 방식을 채택한다면, 증권거래법상의 법적 근거에 의한 수시공시제도상의 공백이 발생할 가능성이 존재한다. 따라서 수시공시운영체계를 자율규제기관으로 이관할 경우에는, 미국이나 일본과 같이 증권거래법에 근거를 두는 유통시장의 비정기공시제도인 임시보고서(current report) 제도를 도입해야 할 필요성이 높아질 것이다. 그러나 만일 2안과 같이 수시공시제도를 현행과 같이 증권거

래법에 근거를 두고, 증권거래법 규정 내에 포괄주의적 규정을 두는 방식을 채택한다면, 임시보고서를 별도로 도입해야 할 필요성은 상당히 감소하게 될 것이다.

5. 과도기적 방안

중장기적으로는 수시공시사항을 규정하는 방식을 현행 열거주의에서 포괄주의로 전환하는 것이 타당하다고 하더라도, 그 시행시기를 언제로 할 것인지는 우리의 공시문화의 성숙 정도라든지 기업공시와 관련된 실질적인 투자자의 보호 수준 등을 종합적으로 고려하여 정해야 하는 별개의 문제라고 판단된다. 즉 현행 단계에서 포괄주의로의 급격한 전환은 우리 공시풍토에서 기업들이 감당할 능력이 부족하므로 그로 인한 부작용만 증폭될 우려가 크다. 따라서 시장참여자인 기업이 포괄주의 방식을 소화하고, 감독당국이나 시장운영기관이 특정 기업정보에 대해 그 중요성을 판단해 줄 수 있는 능력을 갖추어 포괄주의 방식으로 시장운영이 가능할 때까지 현행과 같은 열거주의 방식을 유지하여 기업들의 수시공시 운영부담을 줄여주는 것이 바람직하다고 본다. 이를 위해서는 다음과 같은 방안들을 고려해 볼 수 있을 것이다.

우선 수시공시사항에 대해 기본적으로 현행 열거주의방식을 유지하되, 열거된 사항들을 일정 항목을 중심으로 그룹별로 구분하여 공시항목들을 단순화하는 경미한 정도의 초기 단계의 포괄주의 작업이 필요하다고 본다. 즉, 회사영업 및 생산활동 관련사항, 재무관련사항, 일반 경영 관련사항, 그리고 최대주주 등과의 거래관련사항 등과 같이 수시공시사항을 보다 커다란 대그룹으로 유형화하여 현행보다는 좀더 포괄적인 방

식으로 규정함으로써 공시대상사항을 탄력적으로 운영할 수 있는 여지를 확대할 필요가 있다.

그리고 상위규정과 하위규정간의 역할분담을 통하여 열거주의 방식의 경직성을 완화하는 과도기적 방식을 일정기간 시행하는 것이 바람직하다고 본다. 즉 상위규정인 증권거래법규에서는 수시공시사항에 대한 포괄적이고 공통적인 요소들을 규정하고, 그 범위 내에서 위임받아 시장운영기관의 공시규정에서 구체적인 공시의무사항을 탄력적으로 열거하도록 한다. 이러한 방식을 통하여 수시공시사항의 제정권을 자율규제기관으로 일부 이관하게 된다면 각 시장별 특성에 맞는 수시공시사항을 탄력적으로 정할 수 있게 되어 현행 열거주의 방식을 유지한다고 하더라도 열거주의 방식의 경직성은 상당 부분 해소될 것이다. 이는 수시공시사항이 시장운영기관의 공시규정에 의해 결정되는 부분이 확대되므로 각 시장마다 참여기업들의 특성을 반영한 수시공시사항을 정하기가 용이하기 때문이다. 또한 이러한 방식은 수시공시제도의 운영과 관련된 책임과 권한의 불일치 문제를 어느 정도 해소할 수 있다는 장점도 가지고 있다.

법적 정합성 측면에서 증권거래법에 수시공시제도에 관한 법적 근거, 처벌조항 등 기본적인 사항을 정하고 증권거래법상의 범위 내에서 구체적인 사항만을 자율규제규정에 위임하는 방안에 대하여 반론이 제기될 수도 있을 것이다. 그렇지만 금융감독위원회는 자율규제규정에 대한 승인권과 자율규제기관의 수시공시업무에 대한 검사권을 통하여 자율규제기관의 권한행사를 적절하게 통제할 수 있으므로, 이러한 방안의 타당성을 인정할 수 있을 것이다. 실제로 주식회사의 외부감사에 관하여 이러한 위임사례가 이미 존재하고 있으며, 이러한 방식이 충분한 기능을 수행하고 있음을 예로 들 수 있다. 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 및 「동 시행령」에서는 금융감독위원회가 동 법률에서 부여받은 기업회계처리기준 제정권한을 민간단체인 한국회계연구원에 위탁하고 있을 뿐만 아니라, 한국회계연구원이 제정한 기업회계처리기준에 위반하여 허

위의 재무제표를 작성·공시하게 되면 징역이나 벌금과 같은 형벌도 부과하고 있다. 다만, 입법례로서 단순한 수시공시 의무위반행위에 대해서 형사제재를 가하는 경우는 찾기 어려우므로 형사처벌조항은 삭제하는 것이 바람직하다.⁸⁹⁾

마지막으로 과도기적 방안을 채택한다고 하더라도 새로운 수시공시 사항을 추가하고, 환경변화로 인해 중요성이 낮아진 수시공시사항을 폐지 내지 보완하며, 공시의무사항들 가운데 중복되는 사항을 재검토하여 규정을 체계화하려는 노력은 지속적으로 요구된다.

6. 결어

수시공시사항을 열거적으로 규정하는 방식보다는 포괄적으로 규정하는 것이 투자자들에게 투자판단에 중요한 정보를 충분히 제공한다는 공시제도의 취지에 부합한다는 사실을 살펴보았다. 기본적으로 기업의 공시부담과 투자자들의 정보획득이라는 상호 저촉되는 두 가지 요인을 적절히 조화시키는 전제에서라면, 투자자들의 투자판단이나 증권의 가치에 영향을 미치는 중요한 정보는 가능한 한 많이 공개될 수 있어야 할 것이다. 따라서 공시관련자들이 정보의 중요성이라는 추상적인 개념을 적절히 해석·운영할 능력만 있다면, 포괄주의 방식으로 수시공시사항을 규정하는 것이 중요한 정보를 투자자들에게 제공한다는 공시제도 측면

89) 극적인 허위공시에 대해서는 일반적인 반사기조항으로 처리할 수 있을 것이기 때문이다. 이와 관련하여 형법상의 일반적인 반사기조항이 아니라 증권거래법상의 특수한 사정을 반영하기 위해서는 미국의 1934년 증권거래법 제10조(b)나 SEC Rule 10b-5 혹은 일본의 증권거래법 제157조와 같이 포괄적인 사기방지 조항의 도입 논의도 필요하다고 본다.

에서 더욱 이상적이다.

그러나 이는 일정한 요건이 충족된다는 전제에서 가능한 일이기 때문에 중장기적으로는 수시공시사항을 규정하는 방식을 포괄주의로 전환한다고 하더라도 지금 당장 시행할 여건은 아니라고 판단된다. 따라서 향후 포괄주의로 전환할 수 있는 선결조건이 충족될 때까지는 앞에서 제시한 과도기적 방안을 경유하는 것이 바람직할 것이다. 그 선결요건이란 발행기업들이 중요한 정보를 적극적으로 공시하려는 태도, 공시위반으로 손해를 입은 투자자들을 용이하게 구제해 줄 수 있는 피해구제시스템의 완비, 증권거래소·감독당국·법원 등과 같은 증권시장의 운영과 직접·간접으로 관련된 기관들의 포괄주의방식의 운영능력 등을 말한다.

참고 문헌

참고 문헌

<국내 문헌>

- 금융감독원, 2002, 『기업공시제도 해설』, 금융감독원.
- 금융감독원, 2004, “수시공시제도 선진화방안”, 보도자료(7. 6).
- 금융감독위원회, 2002, 『증권시장 불공정거래 판례집』, 금융감독위원회.
- 김건식, 2004, 『증권거래법』, 두성사.
- 김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.
- 김문현·정윤모·손영락·김란영, 2001, 『한·미·일 공시제도의 현황 및 비교』, 한국증권연구원.
- 김용진, 1992, “내부자거래 규제대상으로서의 내부정보에 관한 연구”, 한양대학교 법학박사 학위논문.
- 김정수, 2002, 『현대증권법원론』, 박영사.
- 석명철, 2001, 『미국증권관계법 : 미국의 시장원리와 그 운용』, 박영사.
- 우영호·정윤모·김건식·김문현·엄경식·이준섭, 2002, 『공시제도 선진화방안』, 한국증권연구원.
- 이상돈, 2003, “죄형법정주의”, 고시계.
- 이재상, 2003, 『형법총론』, 박영사.
- 증권거래소 상장심사부, 2002, 『주요국의 수시공시제도』, 증권거래소.
- 코스닥, 2002, 『코스닥시장 공시제도해설』, 코스닥증권시장.

<외국 문헌>

河本一郎, 2000, 證券取引法 讀本, 유비각.

近藤光男 · 吉原和志 · 黑沼悦郎, 1999, 證券去來法 入門, 상사법무연구회.

Barry E. Taylor, 1998, "Disclosure Issues," *American Bar Association Continuing Legal Education*, 913-939.

Donald Langevoort, 2003, "Managing the 'Expectation gap' in Investor Protection : The SEC and the Post-Enron Reform Agenda," *Villanova Law Review*, 1139-1165.

Jeffrey L. Davis, 1996, "Materiality and SEC Disclosure Filings," *Securities Regulation Law Journal*, 180-198

Nicholas Kappas, 2002, "A Question of Materiality: Why the SEC's regulation fair disclosure is unconstitutionally vague," *New York University Law Review*, 651-675.

Note, 2002, "Should the SEC expand non-financial disclosure requirements," *Harvard Law Review*, 1433-1455.

Louis Loss · Joel Seligman, 2001, *Fundamentals of Securities Regulation(4th edition)*, Aspen Law & Business.

Patrick Hall, 2004, "The plight of the private securities litigation reform act in the Post-Enron Era," *Brigham Young University Law Review*, 863-892.

Richard Jennings · Harold Marsh Jr. · John Coffee Jr. · Joel Seligman, 1998, *Securities Regulation(Cases and Materials)*, Foundation Press.

Richard A Rosen, 2002, "Litigation Implications of the Sarbanes-Oxley Act : An analysis of the key issues," *American Bar Association Continuing Legal Education*, 115-150.

<웹사이트>

금융감독원, <http://www.fss.or.kr>

한국증권업협회, <http://www.ksda.or.kr>

한국증권거래소, <http://www.kse.or.kr>

American Stock Exchange, <http://www.amex.com>

National Association of Securities Dealers, Inc., <http://www.nasd.com>

New York Stock Exchange, <http://www.nyse.com>

SEC, <http://www.sec.gov/new/speech/spch523.htm>

___, <http://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm>

___, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8400.htm>

___, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8128.htm>

___, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8106.htm>

___, <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8089.htm>

Westlaw, <http://www.westlaw.com>