

수시공시제도의 과제와 개선방안*

윤 계 섭**

.....

이 논문은 우리나라 공시제도를 미국, 일본, 영국, 홍콩, 호주 등과 비교 연구한 것이다. 우리나라의 기업공시제도는 외국에 비해서 크게 다르지 않다. 그러나 그 중에서도 수시공시제도는 각국의 역사, 제도적 환경에 따라 약간씩 다르다. 기업공시제도가 기업경영의 투명성을 높인다고 볼 때 기업공시제도는 신속정확하게 정보를 제공해야 하는데 수시공시제도의 역할이 매우 중요하다.

수시공시제도를 보완하기 위해서는 첫째, 수시공시 내용을 열거주의에서 준거주의로 바꾸어 단순화하여야 하며 대신에 중요성 기준을 제시한다.

둘째, 수시공시정보를 제공하는 기관은 거래소로 단일화해서 상장기업의 편의를 도모하여야 한다. 정보배포가 전자공시체제로 단순해졌기 때문에 거래소는 필요한 조치를 하기 위해서 우선적으로 정보를 받아 처리하고 동시에 다른 기관에 제공해야 한다.

셋째, 공시결과나 공시미비에 대한 책임을 상장회사 또는 등록기업 책임으로 명시해야 한다.

넷째, 수시공시시간을 24시간 공시체제로 바뀌어야 한다. 또한 앞으로 공정공시제도를 도입할 때 정보제공의 공정성을 높임으로써 수시공시제도를 보완해야 한다. 수시공시제도가 근간이 되는 기업공시제도의 발전은 선진 증권시장이 되기 위한 전제조건이다.

.....

I. 서 언

1997년 말에 발생한 외환 유동성 위기를 극복하기 위해서 국제통화기금(IMF)이 우리나라에 제시한 권고 중에서 기업과 직접 관련된 것은 기업의 투명성 강화와 기업 지배구조 개선이었다. 이 중에서도 우리나라는 기업회계의 불신에 대한 대책으로 기

* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의하여 수행되었음.

** 서울대학교 경영대학 교수

업회계기준을 세계화하는 한국회계연구원이 생겼고, 이사회에는 사외이사와 준법감시인제도를 도입하여 기업경영에 대한 감시를 강화하였다.

이러한 일련의 제도는 국내 경제의 개방과 함께 국내외 투자자에 대한 보호 장치이기도 하다.

증권시장에 상장한 기업은 충분한 기업정보를 적시에 시장에 제공함으로써 각 기업에 대한 평가가 정확하게 이루어져 이에 따른 자본의 배분도 효율적으로 이루어지게 되므로 이러한 시장을 효율적인 자본시장이라고 부른다.

상장 기업이나 코스닥 시장에 등록된 기업 정보의 제공은 주로 정해진 기업공시제도에 의해서 이루어지는데 이러한 정보는 기업경영에 대한 신뢰도를 높이고 투자자들에게 투자정책을 결정하게 한다.

최근 세계 기업회계의 기준이 된다고 자부하던 미국의 상장기업들이 회계부정으로 회사정리를 당하는 현실에서¹⁾ 기업에 대한 투자자들의 불신은 미국 경제의 기반 자체를 흔들고 있다.

증권 시장에서 기업 정보에 대한 신뢰도 중요하지만 이와 함께 이 정보는 가능한 한 적기에 신속하게 투자자에게 전달되어야 한다. 미국에서 일어난 회계부정사태가 문제가 되는 것은 일차적으로는 회계부정을 야기한 경영자와 기업 자체이지만 이차적으로 이를 감사하는 외부감사인(CPA)이 이를 방조했고 이러한 정보가 적기에 증권시장에 전달되지 못했기 때문에 투자자들의 피해가 심했다.

증권시장의 중심인 거래소 시장²⁾의 기본적 기능은 증권에 대한 합리적인 가격 형성인데 투자자들의 정보에 대한 접근이 어려울 때 정보를 독점한 내부자들의 차익이 형성되고, 불합리한 가격 형성이 이루어지게 된다. 따라서 투명성이 약한 기업의 주가는 시장에서 저평가된다. 선진 증권시장의 기본적인 역할은 일반 투자자에게 충분한 정보를 적기에 어떻게 제공하는가를 판정하게 되며 이를 위해서 기업공시제도가 발달하게 되었다. 기업공시제도 중에서도 정기공시제도는 연차보고서를 통한 재무제

1) 2002년에 들어서만도 ENRON, TYCO, K-MART 등이 부도를 내어 회사정리에 들어갔고 Worldcom은 미국 사상 최대 규모의 회사 정리를 단행했다.

2) 각종 증권거래소, 증권업협회 자동호가시스템(NASDAQ), 전자 거래 네트워크(ECN) 등 증권이 거래되는 모든 제도적인 시장을 의미한다.

표의 발표가 중심이 된다. 회계의 특성상 과거 정보를 해당 회계연도 이후에 발표한다는 발표시점상의 문제는 있지만 객관성과 비교가능성에서 뛰어나기 때문에 기업공시제도의 중심이 되어왔고, 주가장부가치비율(PBR)과 같이 증권 분석의 기준이 되어 왔다.

그러나 주가는 각종요인에 의해 시간에 따라 변하고 모든 정보가 회계에 즉각 반영할 수 없으면서 기업경영에 영향을 주고 사건도 많아지게 되자 특정기일에 행해지는 정기공시를 보완하는 수시공시제도가 각광을 받게 되었다. 특히 컴퓨터를 중심으로 한 기업정보시스템의 발달은 기존 정보의 제작 속도와 반포 범위를 획기적으로 증대시켜 전자공시시스템을 통해서 투자자들은 보다 높은 수준의 정보를 신속하게 받아 볼 수 있게 되었다.

따라서 공시제도에 있어서 기본이 되는 정기 공시는 세계화와 함께 각국이 비슷해진 반면에 수시공시 제도는 거래소에 따라 내용과 기준이 다르게 발전해왔다.

수시공시는 투자자들에게 보다 합리적인 투자를 가능하게 할 뿐만 아니라 증권시장 발전의 척도가 되고 있다. 공시제도의 세계적인 추세는 기업 정보가 보다 광범하고(width) 깊이 있게(depth) 또 신속정확하게 투자자에게 제공하는 방향으로 전개되고 있다.³⁾

본론에서는 우리나라 증권시장이 보다 선진적으로 발전하기 위해서 수시공시제도를 어떻게 발전시켜야 하는가에 대해서 외국의 제도와 비교하고 개선방향을 제시하는데 연구목적이 있다. 외국의 제도와 비교하는 이유는 우리나라 기업들의 세계화와 함께 우리 증권시장도 세계화하여 외국증권시장과 직접 경쟁하여야 하기 때문이다. 또 외국시장과 같이 결합해서 발전하기 위해서도 국제적인 정합성이 이루어져야 하기 때문이다.

3) 정보에 따라 증권가격이 효율적으로 변동해야 정보의 효율성이 있으며 이에 따라 배분의 효율성이 작용한다.

II. 수시공시제도의 현황

1. 공시정보의 요건

공시정보는 정보의 속성상 정보이용가능자에게 이해가능성 있게 신속하고 정확하게 전달되어야 한다. 또한 모든 정보 이용자에게 정보전달의 공평성이 요구된다. 기업정보는 매우 다양하므로 이들의 중요성을 판단해서 중요정보(material information)를 공시해야 할 것이다. 최근에 문제가 된 일부 증권회사의 정보분석가(analyst)들이 상장기업으로부터 먼저 정보를 입수하여 이를 악용하지 않게 공정공시제도가 도입되어야 한다는 주장도 이러한 정보전달의 공평성 기준을 의미한다.⁴⁾

수시공시정보는 이해관계자가 알아야 할 정보를 당일 또는 다음날까지 공시해야 한다는 정보의 내용과 의무공개시기를 규정한 것이다. 이러한 정보가 제대로 전달이 되지 않은 경우 정보의 불균형이 생겨 정보를 먼저 취득한 자가 불공정 거래를 해서 투자자 일부에게 불공정이익을 얻게 할 가능성이 있다. 따라서 수시공시와 공정공시는 서로 보완하는 관계에 있다.

우리나라에서도 이제 공시정보를 신속하게 전달하기 위해서 전자공시시스템⁵⁾을 적기에(timely) 투자자에게 제공하고 있다. 그러나 상장회사가 이 시스템을 이용하지 않으면 무용지물(無用之物)이 될 뿐이다.

공시정보는 기업정보 중에서 어떠한 정보를 공시해야 할 것인가를 상장기업 자체가 판정하는 방법과 증권감독기관과 증권거래소가 결정하거나 또는 법정화하는 방법이 있다. 미국과 유럽 같은 나라들은 전자를 택하고 우리나라나 일본, 대만 등은 후자를 택하고 있다. 이런 의미에서 각국별로 수시공시의 법적체계와 운영체계를 알아야 한다. 이렇게 중요한 정보를 일일이 규정하는 것이 어려우므로 우선 그 나라의 중요성 판정기준이 어떠한지 관계법규와 규정을 통해서 알아보아야 한다. 따라서 본론에

4) 한국증권거래소, 한국증권업협회, 코스닥증권시장, “공정공시제도 도입방안에 관한 공청회”, 2001. 7. 5.

5) 한국증권거래소는 KIND로 표시하고 금융감독원은 DART라는 전자공시시스템으로 공시한다.

서는 수시공시의 법적체계와 운영체계를 알아보고 수시공시사항을 판정하기 위한 중요성기준을 알아본 다음 정보를 신속하게 전달하기 위해서 각국이 택하고 있는 수시공시사항을 알아보고자 한다. 그리고 기업이 이러한 규정을 어길 경우에 불성실한 공시를 한 결과가 되므로 이에 대한 시정조치와 벌칙을 알아보고자 한다. 각국별 비교를 위해서 우리나라 외에 미국, 일본, 영국, 독일, 대만, 호주, 홍콩 등 각국의 공시관련법규와 공시규정을 수집해서 비교 정리하고자 한다.

2. 수시공시의 법적체계

수시공시에 관련된 법규와 관련기관들은 나라에 따라서 구체적으로는 다르지만 대체로 비슷하다. 공시관련법규가 증권관계법규이고 기관은 정부의 감독기관이나 상장회사를 관리하는 증권거래소, 코스닥증권시장, 선물거래소 등이기 때문이다. 이밖에 관련기관으로는 보도기관과 전자정보시스템이 있지만 이는 정보를 유포하는 수단이지 법적 관련기관은 아니다.

1) 우리나라

우리나라는 증권거래법에서 규정한 상장법인 등의 신고공시의무에 따라 금융감독위원회와 증권거래소 또는 한국증권업협회에 신고하게 되어 있다.⁶⁾ 이에 따라 증권거래소는 상장법인 공시규정, 코스닥증권위원회는 등록법인 공시규정에 따라 처리하게 되어 있다.

우리나라의 관계규정은 법의 성격상 열거주의이기 때문에 세세하게 규정하고 있지만 환경변화와 정보의 중요성에 따라 탄력있게 변하지 못하고 있다.

2) 미국

미국은 증권거래법(1934년)과 증권거래소의 규정에 따라 공시를 행하고 있다. 증권거래위원회(SEC)는 공개기업에 대해서 재무제표를 중심으로 한 정기보고를 요구할 수 있는 권한을 가지고 있고, 그밖에 기업정보공개에 관한 가이드라인을 제시하고

6) 증권거래법 제186조.

있다. 증권거래소들은 각 기관별로 제정한 규정에 의해서 중요한 기업정보를 적시에 공개하게 정하고 있다. 상장회사가 보도기관에 보도자료를 배포하는 경우에 이를 증권거래소에 통보하여야 한다.⁷⁾ 증권거래소에서는 중요정보에 대한 중요성기준을 규정하지 않고, 즉각적인 공시가 필요한 사항을 예시하고 있다. 또한 상장회사에 불리한 정보까지도 공시할 것을 규정하고, 특히 정보의 의미를 오해할 수 있게 하거나 희석하지 않을 것을 규정하고 있다.

3) 일본

일본도 증권거래법과 기업내용공시에 관한 내각부령 및 증권거래소의 공시관련 규정에 따라 공시한다. 그러나 수시공시에 대해서는 상장 유가증권 발행일의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙을 따르고 있다.⁸⁾ 상장회사는 공시해야 할 정보가 있을 경우에 증권거래소에 지체없이 통지해야 하고 공시정보를 전자공시시스템(TDNET)을 통해서 보도기관에 전달하게 된다. 수시공시정보는 열거주의에 의해 관계규정에 그 내용을 기준과 함께 구체적으로 열거하고 있다.

4) 영국

영국은 금융서비스 및 시장법(2000년)과 금융감독원의 상장규정,⁹⁾ 런던증권거래소의 상장공시기준에 따라 행해진다. 수시공시는 금융감독원의 영국 상장국(UKLA: United Kingdom Listing Authority)과 런던증권거래소(LSE)의 기업공시실(CAO: Company Announcement Office)이 관련되어 있다.¹⁰⁾ 런던증권거래소는 이 정보를 1차 정보제공업체(PIP: Primary Information Provider)에서 2차 정보제공업체(SIP: Secondary Information Provider)에 제공하여 투자자에게 배포한다.

7) 한국증권거래소, 주요국의 수시공시제도 2002. 3, pp. 3-8.

8) 동경증권거래소, 상장유가증권 발생자의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙 제12장, 회사정보의 적시공시 등.

9) FSA, Listing Rules.

10) UKLA는 LSE와 긴밀하게 협조하여 거래소에서 필요한 경우에 매매거래정지를 취할 수 있게 한다. PIP자격요건을 갖춘 기관은 런던증권거래소, Business Week사, Newlink사, PIMS wire사, PR News wire사로 구성되어 있다.

5) 호주

호주는 수시공시에 대해 회사법과 호주증권거래소(ASX: Australian Securities & Investment Commission)와 증권거래소의 기업공시실(CAO: Company Announcements Office)이 서로 각서를 체결하여 기능상의 중복문제를 해결하고 있다. 공시정보에 대해서는 상장회사가 CAO에 제출하면 CAO가 보도기관에 전송하여 투자자에게 배포한다.¹¹⁾

6) 독일

독일은 기업공시에 대해 증권거래법¹²⁾에 따라 연방금융감독청(FSSO: Federal Securities Supervisory Office), 증권거래소 및 보도기관에 의해 행해진다. 상장회사는 연방금융감독청과 증권거래소에 공시정보를 동시에 제출하면 이를 검토해서 증권거래소가 시정조치를 취한 다음에 신문¹³⁾이나 전자정보시스템 중에서 선택하여 공시하게 된다.

3. 수시공시의 운영체계

수시공시의 운영체계는 대부분의 국가에서 상장회사가 증권거래소를 통해서 보도기관에게 정보를 제공하거나 증권거래소에게 사전에 제공한 후 보도기관에게 직접 공표하는 방법이 있다. 그러나 우리나라나 영국, 호주처럼 증권감독기관이 금융감독원에 통합된 경우에는 증권거래법 등 관계규정에 의거하여 금융감독원과 증권거래소가 함께 공시정보를 제공받고, 거래소는 이 정보를 전자공시나 보도기관을 통해서 공시하게 되어있다. 이러한 경우에 정보의 중요성에 비추어 감독기관이 즉시 이를 분석하고 대응할 수 있는 장점이 있는 대신에 상장회사는 같은 정보를 여러 기관에 제공해야 하는 번거로움이 있다.

11) Australian Stock Exchange, Listing Rules.

12) Wertpapierhandelsgesetz, section 15.

13) 전국을 대상으로 하는 신문으로 Die Welt, Financial Times 등 7종이다.

1) 우리나라

우리나라는 금융감독원과 증권거래소에 동시에 신고해야 하는 공시의무사항은 금융감독원이 운영하는 전자공시시스템(DART)¹⁴⁾을 통해서 신고하고 조회공시나 자진공시사항은 증권거래소가 운영하는 전자공시시스템(KIND)¹⁵⁾을 통해서 직접 전송한다. 증권거래소는 이러한 신고내용을 분석해서 시장조치필요여부를 결정하고 전자공시시스템, 증권전산단말기 및 증권시장지를 통해서 일반투자자에게 공표함으로써 투자자가 즉시 열람할 수 있도록 하고 있다.

2) 미국

미국의 공시제도는 상장회사가 증권거래법과 증권거래소의 규정에 따라 증권거래소에 통지한 후 보도기관에 정보를 제공함으로써 공시의무를 이행하게 된다. 보도기관은 증권거래소에 따라 미리 결정되어 있는데 뉴욕증권거래소는 다우존스회사, 로이터 경제뉴스(Reuter's Economic Services) 블룸버그 기업뉴스(Bloomberg Business News)로 규정하고 있다. 미국증권거래소(AMEX)는 뉴스통신서비스(News Wire Services)를 규정하고 있다. 증권거래소는 상장회사에서 통지한 공시내용을 검토하고, 매매거래정지 여부를 보도기관에 보도하기 전에 결정한다.

3) 일본

일본은 상장회사가 증권거래법과 내각부령 등과 증권거래소의 적시공시 규칙에 따라 증권거래소에 지체없이 통지하면 이 정보를 적시공시네트워크(Timely Disclosure Network: TDNET)를 통해 보도기관에 제공함으로써 공시의무를 이행하게 된다.

4) 영국

영국의 공시제도는 2002년 4월 이전까지는 증권거래소(The Stock Exchange)가 운영하는 정규뉴스서비스(Regulatory News Services: RNS)에서 운영하고 있었으나 금융

14) DART: Data Analysis, Retrieval and Transfer: 공시의무자가 공시정보를 인터넷을 통해 전송하는 방법으로 전자문서에 의한 신고(증권거래법 제194조의 2, 전자문서에 의한 신고 등에 관한 규정(1999. 2 제정 및 2000. 2 개정))

15) KIND: Korea Investor's Network for Disclosure System.

서비스시장법(Financial Services and Markets Act)에 의해서 금융감독원(Financial Services Authority)의 영국 상장규정(United Kingdom Listing Rules)와 증권거래소가 운영하는 RNS 및 제1차 정보제공자(PIP) 5개 기관이 경쟁적으로 공시하게 하였다. 상장회사는 PIP 중 하나 이상을 선택해서 자사의 공시정보를 전달하면 PIP는 제2차 정보업자(SIP)에게 정보를 제공한다. 투자자들이 SIP를 구독하면서 정보를 얻게 되어 있다.

5) 호주

호주 역시 영국과 비슷하게 호주증권투자위원회(Australian Securities & Investment Commission: ASIC)과 증권거래소의 기업공시실(Company Announcement Office: CAO)에서 관할하고 있다. 상장회사는 공시정보를 거래소에 제출하면 거래소는 정보 공시업자와 ASIC에 동시에 제공하며, 업자는 시장에 이를 공표한다.

6) 기타

대만이나 홍콩은 상장회사가 상장규정에 따라 정보를 증권거래소의 정보시스템에 입력하면 증권거래소는 이를 시장에 전달한다. 한편 상장회사는 보도기관을 통해서 이를 공시한다.

우리나라의 경우 문제가 되는 것은 금융감독원에 제출하는 정보와 증권거래소에 제출하는 정보가 구분되어 있는 것이다. 증권거래소의 공시의무사항은 상장회사가 자진해서 공시하는 정보와 기업설명회(IR)자료, 조회공시요구에 대한 답변 중 부인 또는 미확정사항, 수시공시사항 중에서도 해외증권상장, 해외증권매매 거래정지, 공개매수, 매매거래, 정지해제 등의 일부사항을 거래소가 직접공시하게 하고 있다. 따라서 공시정보를 제공하는 법인은 정보를 제출해야하는 기관을 구분해야만 하는 번거로움이 있고 때로는 해석의 차이에 따라 공시의무를 위반하는 경우도 생기게 된다. 그러므로 공시정보를 제공하는 기관을 일원화할 필요가 있다. 이를 일원화할 경우에 제출하는 기관은 증권거래소가 되어야 한다. 그 이유는 공시정보를 분석해서 매매거래정지나 불성실공시법인지정 등 시장조회여부를 결정한 뒤에 일반투자자에게 공표하기 때문이다. 그리고 금융감독원에서 필요한 정보를 거래소에서 같이 받아 직접 제공하면 상

장회사는 두군데 이상 제출하는 정보제공자로서의 번거로움에서 해방될 수 있다.

4. 수시공시정보의 내용

정기공시내용과 달리 수시공시는 중요한 정보(material information)를 적기에 공시하는 것으로 이 정보에 따라 증권가격이 변하게 되고, 투자자의 의사결정에 영향을 미치게 된다. 따라서 수시공시 정보의 내용이 무엇인가에 따라 그 나라의 공시의 질이 결정된다고 할 수 있다. 그 내용은 주로 공시규정이나 관련법규에 구체적으로 열거하는 열거방식과 중요성의 판단기준만을 제시하여 상장회사가 알아서 공시하도록 하는 방식이 있다. 전자는 주로 우리나라와 일본, 대만이며 후자는 미국, 캐나다, 유럽의 각 국가(영국, 독일 등 EU 기준), 홍콩, 싱가포르, 호주 등이 있다. 그러나 후자의 경우도 상장회사의 편의를 도모해서 사례를 포함해서 준거할 수 있는 내용을 예시하고 있다.

1) 우리나라

상장회사는 증권거래법 및 상장법인 공시규정에 따라 공시의무를 성실하게 신고하게 되어 있고 이에 대한 내용은 관계법규에 규정하고 있다. 그리고 이미 공시한 정보의 내용이 변동하더라도 이를 다시 신고하게 되어있고, 불성실공시에 대한 책임이나 벌과금도 다른 나라에 비해서 큰 편이다. 상장법인의 공시의무사항을 살펴보면¹⁶⁾ 5가지로 나누어 있는 바 ① 주요 경영사항, ② 최대주주등과의 거래, ③ 품문, 보도에 대한 조회공시, ④ 장래계획에 대한 자진공시 등을 규정하고 있다. 이 규정은 각각에 대해서 당일에 신고해야 하는 사항(수표 부도, 영업일부 또는 전부 정지 등 18항목)과 사유발생일로부터 1일 이내에 신고해야 하는 사항(사업목적변경, 소송제기, 확정, 주권분할 등 41항목), 자회사와 부동산 투자회사 등의 주요경영사항을 신고해야 한다. 이들 각 항목은 각각 구체적인 다양한 기준이 있는데 매출액 10% 이상, 자산총액 5% 이상, 생산액 10% 이상, 자본금의 10% 이상, 경상손익 또는 당기순손익 30% 이상, 배당금 20% 이상 항목에 따라 각각 다른 기준이 있어 공시담당자가 이를 일일

16) 한국증권거래소, 상장법인 공시규정, 제2장 제1절부터 제4절까지, 제3장.

이 파악하기가 어렵게 되어있다. 그리고 해외상장증권에 대한 공시 규정이나 외국증권에 대한 규정은 아직 충분하지 않은 실정이다. 그리고 향후 영업 등에 대한 전망이나 예측이 많이 보도됨에도 불구하고 이에 대한 공시내용이 실적치와 다른 경우에 대한 공시규정이 없다. 이들 내용을 간단하게 정리하면 다음과 같다.

① 주요경영사항

- 유가증권의 발행 등으로 재무구조에 중대한 변경을 초래하는 사항(증자, 소각, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 주식예탁증서의 발행, 액면분할, 회사채 발행 등)
- 경영환경에 중대한 변경을 초래하는 사항(해산, 어음수표의 부도, 회사정리절차 개시 또는 폐지, 채권단의 경영관리, 상장폐지 등)
- 소송의 제기 또는 확정
- 자산의 중요한 변동(폐업, 조업 중단, 주된 영업의 정지, 천재지변에 의한 손실, 제품수거, 주된 거래처와의 거래중단 등)
- 채권, 채무 관계의 중대한 변동(담보제공, 채무보증, 가지급, 증권대여, 출자법인의 해산, 채무면제 등)
- 투자 및 출자관계의 중대한 변동(신규시설투자, 자본, 기술의 도입, 자원개발투자, 고정자산의 취득, 처분, 해외직접투자 등)
- 손익에 중대한 변동(매출액, 경상손익, 당기순손익, 배당액의 증감, 파생상품거래에 의한 손익, 특별손익의 발생)
- 중간 배당 결정
- 회계처리기준이나 회계추정의 변경
- 사외이사, 감사위원회 위원 및 감사인의 선임과 해임
- 주식매수선택권(call option)의 부여와 취소
- 지주회사의 경우 자회사의 편입, 탈퇴
- 주식교환, 이전, 액면 분할
- 부동산 투자회사의 자산 부채 자본의 변동, 배당의 결정 등
- 자기주식의 취득 또는 처분
- 주권의 상장 또는 폐지, 매매거래정지 등

- 투자자 판단에 영향을 미치는 주주총회 결의사항
- 해외상장법인의 해외공시내용
- ② 최대주주 등과의 거래 내용
 - 가지급금 또는 증권대여
 - 부동산, 동산, 증권 등의 담보제공
 - 지급보증
 - 출자
 - 소유증권의 매수 또는 매도
 - 부동산의 매매 또는 임대차
 - 영업의 양수 또는 양도
 - 물품 또는 서비스의 거래 또는 장기 공급 계약
- ③ 조회공시¹⁷⁾
 - 풍문, 보도 등의 사실 여부 확인
 - 주가 급등시 미공개정보의 유무에 대한 확인
- ④ 장래계획에 대한 자진공시
 - 신규추진사업 등 장래계획에 대한 사항
 - 기타 공시의무사항이 아닌 것 중 기타 중요 경영사항으로서 자진해서 신고하는 정보

2) 미국

미국에는 뉴욕증권거래소외에도 지역별로 7개의 증권거래소가 있고 공시내용이 증권거래소에 따라 각각 다를 수 있지만 중요성의 판단기준은 증권거래법에 따르기 때문에 비슷하다. 중요성을 판단하는 기준은 상장회사가 결정하여 증권거래소와 의견이 다를 경우에는 서로 협의해서 결정한다. 미국의 공시기준은 열거주의가 아니긴 하지만 오해를 막기 위해서 즉각적인 공시가 필요한 사항을 다음과 같이 예시하고 있다.¹⁸⁾ 뉴욕증권거래소는 연간 분기별 이익의 공표, 배당, 합병 및 매수, 공개매수, 주

17) 증권거래소나 증권업협회가 상장 또는 등록회사의 정보에 대한 확인을 요구하는 경우에 이 내용을 해당 회사가 공시하는 강제공시의 일종(증권거래법 제186조의 ②).

18) NYSE Listed Manual Section 2 Disclosure and Reporting Material Information.

식분할, 주요경영진의 이동, 중대한 비경상항목, 기타 중요한 신제품 개발, 확장 계획 등을 즉각적으로 공시하게 하였다. 이밖에 증권거래소에 통지를 요구하는 예시사항은 중요한 회계정책변경(감가상각, 재고자산평가방식변경 등), 정관변경, 대리인과 감사인의 변경, 배당 및 주식 분할, 중간영업실적, 중요한 자산의 처분 등 28항목을 예시하고 있다.

3) 일본

일본 역시 동경증권거래소 외에 지역별로 있는 거래소의 공시규정에 따라 약간씩 내용이 다르지만 그 내용은 우리나라 같이 열거주의식으로 되어 있다. 특히 중요성 판단기준은 투자자의 투자판단에 현저한 영향을 미치는 정보로 규정하고 열거된 항목의 누락을 막기 위해서 기타 경영, 업무, 재산 또는 상장 유가 증권에 관한 중요한 사항이라고 기재하고 있다.

중요성의 판단은 미국은 상장회사가 주도권을 가진데 비해서 일본은 규정에 의거하여 증권거래소가 가지고 있으며 공시의무사항을 구체적으로 규정하고 일정비율이나 금액을 표시하여 매우 복잡하다.¹⁹⁾

동경증권거래소의 경우에 공시의무사항은 4가지로 나누어 열거하고 있다.

① 중요사항을 결정한 경우

주식 및 채권발행, 매출, 자본의 감소, 자기주식의 취득 처분, 주식분할, 주식교환, 주식이전, 합병 등 33항목

② 특정사실이 발생한 경우

재해손실, 주요주주 및 최대주주 변동, 상장폐지, 소송의 제기, 판결결과, 면허취소, 모회사 변경 등 24항목

③ 결산내용이 결정된 경우

④ 특정손익항목의 실적치가 예상치와 10~30% 차이가 생긴 경우

⑤ 상장회사의 자회사 및 연결자회사에 발생한 사항에 관한 정보

- 상장외국회사에서 발생한 사실
- 예탁증권에 관련된 사실

19) 동경증권거래소, 상장유가증권 발행자의 회사정보의 적시공시 등에 관한 규칙 제2장 제2조.

4) 영국

역사가 가장 오래된 런던증권거래소는 주가에 상당한 변동을 초래하는 주가민감정보(Price Sensitive Information)에 대해서 공시할 것을 요구하고 있다. 단지 공시여부를 상장회사가 결정해야 되는데 보통 변호사와 협의하여 결정한다. 금융감독원에서는 공시규정내에 일반공시의무에 대해서 주요내용을 정규정보서비스(RIS)에 즉시 통지하여야 한다.²⁰⁾ 그 내용은 중요성 판단기준으로서 주가에 상당한 변동을 야기하거나 채무증권의 의무를 이행하는 능력에 중대한 영향을 미치면서 공개되지 않은 모든 관련정보로 규정하고 있다. 따라서 회사의 재무여건이나 사업실적, 실적에 대한 회사의 기대 등으로 구분하여 사실정보는 물론 예측정보로서 실적치와 차이가 심한 경우에도 공시하게 되어있다.

특히 해외증권거래소에 증권이 상장되어 있을 경우에는 이에 상응하는 정보(equivalent information)를 국내외에서 동시에 이용할 수 있게 통지하여야 한다.

5) 홍콩

홍콩은 공시정보의 중요성판단 기준으로서 회사의 현황을 평가하는데 필요하고 잘못된 시장(false market)을 형성하지 않게 주가에 중대한 영향을 미칠 것이 합리적으로 기대되는 정보라고 규정하고 있다.²¹⁾ 의무공시사항으로서 5가지의 거래를 규정하고 있는데 ① 매우 중요한 매수(자산총액의 100%, 지배권 변경), ② 주요거래(자산총액의 50% 이상), ③ 공시가능한 거래(자산총액의 15% 이상), ④ 주식거래(자산총액의 15% 미만), ⑤ 관계자와의 거래로 나누고 있다.

이밖의 사항에 대해서도 영업실적, 배당, 자금조달활동, 최고 경영자의 사임, 회계정책의 변경 등을 공시하게 되어 있다. 또한 경영전반에 대한 예측정보가 있을 경우에 이를 확인하는 이사회의 서신과 함께 상세한 내용을 공시하게 되어있다. 홍콩의 경우는 영국을 중심으로 한 서구의 방식을 택하면서 일부 정보는 기준을 일본과 같이 구체적으로 제시하고 있다. 많은 국가의 수시공시정보 내용이 매우 다양함으로 인해서 구체적으로 기준을 제시하기 보다는 예시하는 정도로 끝나는 경우가 많은 대신에 공시 책임에 대한 판단을 상장회사에게 주고 있다.

20) 영국 FSA, Listing Rules Chap 9. continuing obligations.

21) 홍콩 증권거래소, Rules Governing the Listing of Securities.

5. 수시공시 시한

공시는 대부분의 국가가 24시간 공시를 원칙으로 하고 있다. 그러나 중요한 정보를 사전 통지해야 하는 경우는 증권거래소가 개장한 시간에 하는 것이 일반적이고 효과적이다. 공시시한이 중요한 이유는 중요한 정보를 즉각적으로(immediately) 공시하는 것이 원칙으로 상장회사가 이를 지켰느냐하는 것이 문제되기 때문이다. 상장회사는 일단 보도기관보다 먼저 증권거래소에 통지한 후에 기타 언론기관에게 보도자료를 배포한다. 특히 공시정보가 매우 중요하여 거래를 정지해야 할 경우에 증권거래소는 시장책임자에게 통지하여 거래를 정지하고 언론기관에 정지된 이유를 통보하는데 이때 상장회사 역시 같은 정보를 보도기관에 제공하게 된다. 이 때 선후가 바뀔 경우에 혼란과 책임이 생길 가능성이 있으므로 주의해야 한다.²²⁾

1) 우리나라

우리나라는 증권시장이 개장되어 있거나 금융감독원의 업무시간이 실제적인 공시 가능시간이었으나 전자공시가 시작되면서 직접전송은 오전 7시 30분부터 오후 8시까지(단 토요일은 오후 4시)로 하고 마그네틱 테잎은 오전 9시 30분부터 오후 5시 30분까지(단 토요일은 오후 1시 30분) 제공하는 것으로 확대하였다.²³⁾

2) 미국

미국의 경우를 대표하는 뉴욕증권거래소는 증권시장이 개장되어 있는 오전 9시 30분(동부시간) 직전부터 오후 6시 30분 내에 사전통지해야 하고 이 시간 이외에는 사전통지가 필요하지 않고 보도기관에 자료를 배포하면 된다.²⁴⁾ 미국증권거래소(AMEX)는 오전 7시부터 오후 6시 사이에 사전통지해야 한다. 중요한 정보는 20분

22) 공정공시제도가 증권회사의 시장분석가의 정보배포문제를 다룬 것이라면 상장회사가 특정기관에 정보를 먼저 제공해서 정보선취효과를 이용할 가능성에 대해 고려해야 한다. 언론기관의 기자가 신문 기사를 쓰기 전에 정보를 악용한 사례들이 적발되고 있다.

23) 금융감독원, 기업공시제도해설 2002, 4, pp. 383-385.

24) 증권거래소, 주요국의 수시공시제도, 2002. 3, p. 10.

전 사전통지를 통하여 매매거래를 정지시킬 수 있다.²⁵⁾

3) 일본

일본 역시 24시간 공시가 원칙이지만 상장회사가 거래소직원에게 공시내용을 설명해야 하기 때문에 거래소 직원이 근무하는 시간에만 가능한 셈이 되어 당일 공시가 이루어진다.²⁶⁾ 합병, 주식교환, 주식이전과 같은 특정공시 정보에 대해서는 공시시점부터 1시간 동안 거래를 정지시킨다. 만약 이러한 정보가 보도기관으로부터 공표된 경우에는 회사확인절차를 거쳐서 공시할 때까지 매매거래를 정지하고 공시시점부터 다시 1시간 동안 거래를 정지한다.

4) 영국

영국 역시 원칙적으로 24시간 공시가 가능했지만 다른 나라와 같이 증권거래소의 근무시간에 실효가 있어서 오전 6시 30분부터 오후 7시까지 거래소의 정보시스템(Regulatory News Service)에서 공시하고 있었다. 그러나 2002년 5월 1일부터 금융감독원(FSA)에서 운영하는 UKLA(UK Listing Authority)가 공시업무를 경쟁적으로 담당하게 되었다.²⁷⁾

5) 호주

호주의 경우도 증권거래소 내에 있는 회사공시실(Company Announcement Office: CAO)에서 오전 8시 30분부터 오후 8시 30분까지 공시정보를 입수하여 정보공시업자(information vendor)를 통해서 공표한다. 오후 8시 30분 이후에 접수하는 정보는 다음날에 공표한다.²⁸⁾

대부분의 증권거래소가 수시정보마감시간을 다르게 하고 있다고 하지만 실질적으로는 거래소 근무시간과 동일하게 운영하고 있다. 그러나 전자정보공시시스템의 등장으로 접수와 배포가 신속하고 편리하게 이루어지게 되었다. 앞으로 증권거래소가

25) 위의 책, p. 12.

26) 위의 책, p. 38.

27) 위의 책, p. 27.

28) 위의 책, p. 71.

24시간 거래체제로 나아갈 경우에 공시시간도 같이 연장하여야 할 것이다.

6. 불성실 공시에 대한 제재조치

1) 우리나라

불성실 공시법인에 대한 제재는 증권거래법²⁹⁾과 기업공시규정에 따라 광범위하게 이루어진다.³⁰⁾ 금융감독위원회는 주로 정기공시에 대한 위반에 대해서 다양하게 제재하지만 수시공시나 조회공시위반에 대해서는 과징금부과를 주로 하고 있다. 다시 말해서 주요 경영사항에 대한 수시공시나 조회공시의무 위반에 대해서는 위반 동기와 위반 정도를 참작해서 최고 20억 원 한도내에서 과징금을 부과하게 된다. 또 주요 경영사항에 대한 신고서류나 허위기재에 대해서는 5년 이하의 징역이나 3천만 원 이하의 벌금을 과하게 되어 있다. 공시규정위반에 대한 증권거래소의 제재는 매우 다양한데 불성실 공시법인으로 지정예고하는 경우에는 예고시점부터 매매거래정지 1시간, 불성실 공시법인지정이 된 경우에는 다음날 1일간 매매거래를 정지하게 되어 있다 그리고 불성실 공시를 한 날로부터 6회 연속하여 증권시장지에 당해 사실과 경위를 기재하고 증권시장지와 증권정보단말기의 시세표 상에 불성실공시법인임을 1개월간 표시하게 되어 있다. 그리고 증권거래소의 전자공시시스템(KIND)에는 1년간 지정사유를 게재한다. 그리고 당해 종목의 매매상황을 감리하여 내부자 거래여부를 조사하고 혐의가 있는 경우는 금융감독위원회에 통보한다. 불성실 공시법인에 대해서는 공시책임자와 담당자에 대해서 공시제도의 불성실 공시 예방을 위한 교육을 실시한다.

만약 1년 이내에 2회 이상 불성실 공시를 하게 되면 관리 종목에 지정하고 6월 이내에 불성실 공시 사유가 계속되면 상장을 폐지하고 금융감독위원회에 통보하여 제재한다.³¹⁾

29) 증권거래법 제115조, 제186조, 제186조의 5.

30) 한국증권거래소, 알기 쉬운 상장공시업무해설, pp. 134-139, 상장법인 공시규정, 제4장, 2002. 1.

31) 위의 규정 제17조의 5.

2) 미국

증권거래법 상에는 정기보고서를 제출하지 않거나 허위표시를 한 경우만 재판절차를 통해서 10년 이하의 징역이나 개인은 100만 달러(법인은 250만 달러) 이내의 벌금을 부과하고 있으나 수시공시에 대해서는 구체적인 것이 없다.³²⁾

또한 증권거래소들은 자율규제기관으로서 공시의무를 위반하는 경우에는 상장폐지를 할 수 있고 그 이외에는 상장회사의 공시책임자와 대화를 통해서 해결하고 있다. 그러나 실제로는 최근의 회계부정사태에서 보듯이 공시의무위반에 따라 주가가 급속히 떨어져서 주주와 회사 측에 피해를 주고 나아가서 주주들은 회사와 경영자를 상대로 집단소송을 해서 해결하게 된다.

3) 일본

증권거래법상 계속 공시서류를 제출하지 않을 경우 3년 이하의 징역이나 개인 300만 엔(법인은 3억 엔) 이하의 벌금을 부과한다.³³⁾ 증권거래소는 중요사항에 대한 거래소의 공시요구에 불응할 경우에 공시주의종목으로 지정하고 이에 대한 개선조치를 개선 보고서로 제출하게 한다. 그리고 개선보고서를 투자자에게 열람할 수 있게 보도한다. 만약 개선보고서를 제출하지 않거나 5년 내에 4회 이상 개선보고서를 제출하는 경우에 개선의 희망이 없을 경우에는 상장을 폐지하게 된다.

III. 결론: 수시공시제도의 문제점과 개선방안

1. 수시공시제도의 법적체계 및 운영체계

우리나라의 기업공시제도는 외국 제도에 비해서 크게 다르지 않다. 단지 수시공시제도가 각국의 발전역사, 제도적 환경의 차이에 따라 약간씩 다를 뿐이다. 그러나 공시 내용이 계속해서 많아짐에 따라서 상장기업이나 등록기업이 모두 따르기가 어려

32) 미국증권거래법 제32조 (a).

33) 일본 증권거래법 제198조 5.

위 선의의 불성실 공시가 나올 가능성이 많다. 모든 투자자에게 기업정보를 적기에 신속정확하게 전달해서 추가평가를 정확하게 유도한다는 기업공시제도에서 수시공시 제도는 신속하게 정보를 제공한다는 점에서 의미가 있으며 이에 따라 정보제공내용이나 제출시한을 일률적으로 정할 수밖에 없기 때문에 이를 악용할 경우에 정보의 불균형이 발생해서 부작용이 생길 가능성이 높다.

따라서 현행 수시공시제도에 대한 문제점을 도출하고 이에 대한 개선 방안을 논의하고자 한다.

첫째, 수시공시내용을 열거주의에서 준거주의로 바꾸어 단순화하여야 한다. 우리나라 법규의 성격상 공시정보에 대해서 구체적으로 기준과 함께 정보내용을 규정하고 있지만 환경변화와 정보의 중요성에 따라 탄력있게 변하지 못하고 있다. 예를 들어 주식이나 채권을 선물이나 옵션과 결합한 신상품이 계속 발전하고 있는데 이를 일일이 열거하기는 어렵다. 뿐만 아니라 대기업과 기타 기업으로 획일적으로 분류한 각종 기준은 현실성이 떨어진다. 그리고 새로운 사실이 발견될 때마다 규정을 늘리다 보니 규정이 점점 복잡해진다. 따라서 정보의 중요성기준을 명시하고 정보의 내용을 예시하는 수준에서 끝내야 할 것이다. 각국의 사례에서 보듯이 일본과 대만을 제외하고는 모든 나라가 이렇게 하고 있다. 이렇게 될 경우에 공시부실에 대한 문제가 있겠으나 이는 세 번째에서 논의하는 것처럼 상장기업이나 등록기업에게 책임을 지워야 할 것이다.

둘째, 수시공시정보를 제공하는 기관이 금융감독원, 거래소 등 여러 기관이 되는데 이를 거래소로 통일하는 것이 편리하다. 과거와 달리 정보배포가 전자공시체제로 매우 단순해지고 신속해졌으며 일단 공시가 되면 이를 분석해서 거래소는 필요한 시장조치를 취해야 한다. 따라서 현재와 같이 금융감독원과 거래소 등 여러 기관에 제출할 필요가 없이 거래소가 이를 접수해서 금융감독원이나 필요한 기관에 통보하는 것이 좋다. 상장기업이나 등록기업이 공시 규정이 번잡해서 어렵다는 불평을 정보제공기관의 편의성을 도모해서 어느 정도 해소시켜주어야 할 것이다. 우리나라의 기관들은 기업을 위한 서비스기관임에도 불구하고 규제기관으로서 자신들의 편의만을 위하여 이들의 불편을 감안하지 못하고 있다. 모든 분야에서 규제 철폐만 주장할 것이 아니라 절차상의 편의도 수요자의 편에서 개선해야 할 것이다.

셋째, 공시에 대한 결과는 상장회사 또는 등록기업 책임으로 명시해야 한다. 수시

공시는 상장회사나 등록기업이 거래소에 제출해서 이를 공시해야 되는데 조회공시와 같은 것은 거래소가 이들 상장회사나 등록기업에 조회해서 따르게 된다. 이러한 풍문 조회를 거래소가 하지 않아서 상장기업이 공시를 안했다면 거래소가 책임을 지는 경우가 생겨 투자자들의 비난을 받게 된다. 모든 공시에 대한 책임은 결국 상장회사나 등록기업에게 돌아가야 한다. 불성실공시법인을 벌하는 이유가 바로 여기에 있다.

넷째, 수시공시 시간이 24시간 체제로 바뀌어야 한다. 수시공시접수시간이 전자공시로 인해서 오후 8시까지 확대되었다고는 하지만 실제로는 거래소나 금융감독원의 업무시간으로 되고 있다. 과거와 같이 국내시장으로 폐쇄된 시장이라면 좋겠지만 이제 우리나라 기업 중 상당수가 해외에 동시 상장되어 있고, 외국인 투자자가 주식투자자 총수의 30%가 넘는 현실에서 공시시간을 24시간 체제로 바꾸어야 한다. 우리나라 시간으로 밤이어서 알려지지 않은 정보가 시차관계로 외국인 투자자들에게는 전달되어 역차별을 받을 수가 있다. 또한 전자거래소의 등장으로 24시간 거래가 시작되었으므로 거래소도 24시간 공시체제로 바꾸어 경쟁해야 한다.

다섯째, 불성실 공시에 대한 책임을 명확하게 부과해야 한다. 우리나라의 불성실공시에 대한 징벌은 외국수준에 비해 그렇게 낮은 것은 아니다. 그러나 불성실 공시 적발빈도가 낮고, 공시를 했을 때에는 이미 회사가 파산하여 버린 경우도 있다. 공시정보를 보고 투자자들이 예측할 수 있는 정도의 공시가 이루어지고 있지 않기 때문이다. 따라서 불성실공시에 대한 엄격한 책임을 물어 공시제도를 엄정하게 집행하고 있다는 것을 과시해야 할 것이다. 외국과 비교했을 때에 불성실공시에 대한 책임이나 징벌은 각기 다르지만 소위 선진국 시장일수록 엄정한 집행이 이루어지고 있다. 뿐만 아니라 투자자들이 시장에서 주가로 심판하기 때문에 기업공시제도의 중요성은 매우 높아지고 있다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 상장기업이 공시하는 정보이외에도 금융기관의 시장분석가들이 투자자에게 제공하는 정보도 선별적으로 시간차를 둘 것이 아니라 모든 투자자에게 동시에 할 것을 요구하고 있다. 공정공시(Fair disclosure)제도는 일차기업공시제도가 아니라 이차정보인 분석정보 공시시간을 규제한 것이다. 이 제도는 기업의 주요 경영사항에 대한 내용이 명확하지 않고, 시기가 확정되어 있어서 문제가 되는 중요정보에 대한 공시를 일반 투자자에게 공평하게 제공해야 한다는 점에서 수시공시를 보완하고 있다. 시장의 정보수요는 무한하다. 단지 이러한 정보를 제공하는 것은 상장기업이나 등록기업이고 거래소나 관계기관은 수동적으로 이

를 전달할 뿐이다. 이를 보고 판정하는 것은 투자자의 책임이다. 투자자들이 집단소송과 같이 최후수단에 호소하지 않게 시장이 공정하고 자율적으로 움직이게 하여 주가가 효율적으로 움직일 수 있게 하는 책임은 거래소에 있고 이러한 거래소로 전세계의 자금이 몰려들 것이다. 선진 시장은 제도만 바꾸어서 이루어지는 것은 아니다.

참고문헌

- 금융감독원 (2002). 기업공시제도해설.
- 증권거래소 (2002). 상장공시업무해설.
- 증권거래소 (2001). 상장법인공시규정.
- 증권거래소 (2002). 주요국의 수시공시제도.
- 증권거래소, 증권업협회 (2002). 코스닥증권시장, 공정공시제도 도입방안에 관한 공청회.
- 뉴욕증권거래소, NYSE Listed company manual.
- 대만, Taiwan Stock Exchange Corporation, Handling procedures for verification and publication of material information of listed companies.
- 독일, 독일증권거래법, Publication and notification of price sensitive information.
- 미국증권거래소, AMEX, Constitution&Rules, Listing Standards, Policies&Requirements.
- 영국, FSA, Listing Rules.
- 일본, 동경증권거래소, 상장유가증권 발행자의 회사정보의 적시공시등에 관한 규칙.
- 호주, Listing Rules, Continuous Disclosure.
- 홍콩, HK Stock Exchange, Rules Governing the Listing of Securities.

Web Site

- 대만: www.selow-e.com.tw/lrs/LawList_Laws.htm
- 독일: 금융청 www.bafn.de/english_e.htm
www.bawe.de/down/inside_e.pdf
- 미국: NTSE www.nyse.com/listed/listed.html

SEC www.sec.gov/about/laws.html

영국: FSA www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/amends_aug02.pdf

www.fsa.gov.uk/handbook

런던거래소 www.londonstockexchange.com

일본: 금융청 www.fsa.go.jp

동경거래소 www.tse.or.jp

A Comparative Study on Continuing Disclosure System in Korea

Ke-Sop Yun*

ABSTRACT

The objective of this study is to compare the Korea's disclosure system with that of the United States, Japan, the United Kingdom, Hong Kong and Australia. Little difference can be found in Korea's corporate disclosure system in comparison with those in abroad. In case of continuing disclosure system, however, institutional environments and historical backgrounds of each country entail subtle discrepancies in this system.

Considering the benefit of disclosure system which enhances the transparency of management, its mission is to provide immediately and immediately accurate information.

To supplement the present continuing disclosure system, the following issues and changes should be well reflected:

First, the system should be simplified by replacing the current positive system with negative system. Also, the criteria of material information is to be presented.

Second, disclosed information providers should be unified into the stock exchange in order to promote the convenience of listed companies. The simplification of information distribution channels via electronic network system enables for the stock exchange a simultaneous release of information to other institutions and authorities.

Third, it should be clearly stated that listed and registered companies should take

*Professor, Seoul National University

responsibility of possible disadvantages caused by the consequences of public announcements and insufficiencies thereof.

Fourth, continuing disclosure system should be operated twenty-four hours a day. In addition, fair disclosure system is to be introduced to complement continuing disclosure system by enhancing impartiality of offering information to different parties.

It is all because the development and improvements of disclosure system is a prerequisite for becoming a developed stock market.

Keywords: contiuning disclosure system, disclosure system