



사우디아라비아의 자본시장법상 증권거래

문준조
(한국항공대학교 강사)

I. 서론

II. 자본시장당국의 기능

1. 의의
2. 직접규제기능과 규칙제정권한
3. 행정적 기능(거래, 공시, 위반행위 및 투자자의 이익에 대한 감독)
4. 시장참여자의 공시의무 이행감시 기능
5. 투자자 인지(investor awareness)

III. 사우디 자본시장법상의 증권거래 관련 제도

1. 자본시장법 적용범위
2. 증권인 자본시장 진입, 등록 및 공시
3. 증권인 모집과 매출
4. 사모
5. 신의성실조항
6. 피해의 구제

IV. 결론

“글로벌(Glocal)”은 글로벌(global)과 로컬(local)의 합성어로서, 교통, 통신수단 등의 발달로 생활권이 글로벌화되어 경제문제를 비롯한 환경문제, 평화문제 등에서는 국가 간 상호의존이 높아지면서도 국가를 대신하는 단위로서의 지역의 역할이 여전히 강조됨을 의미합니다. 이에 최신외국법제정보는 글로벌과 로컬의 주요 현안들을 살펴보고 시사점을 찾고자 합니다.

I. 서론

2003년 사우디아라비아(이하 “사우디”)는 국왕칙령(Royal Decree)으로 자본시장법을 제정하고¹⁾ 그 시행을 위한 적지 아니한 관련 법령들을 제정하고 있다.²⁾ 이슬람국가들이 서구국가들의 법제도와는 전혀 다른 그들만의 이슬람적 법제도를 시행하고 있을 것이라는 오해를 하기 쉽다. 그러나 정도의 차이는 있지만, 그들도 서구의 법제도를 받아들이고 있으며 다만, 일부 관습법과 더불어 성문법에 이슬람적 요소가 반영되어 있을 뿐이다.³⁾ 국제화·세계화이라는 시대적 흐름에 따라 우리나라와도 별 차이가 없는 법제도를 시행하고 있다. 사우디는 오랫동안 친서구 정책을 시행하고 있는 이슬람국가이며, 샤리아(Shariah)와 같은 이슬람 전통법 규범에 의한 근본적인 제약 요소가 없는 것은 아니지만,⁴⁾ 지극히 자본주의적이고 서구적인 자본시장을 개설하고 있다.⁵⁾ 사우디의 자본시장법 및 관련 법령들은 근본적인 자본시장질서의 유지와 이를 통한 자본시장 참여자의 보호라는⁶⁾ 목적을 가지고 있다. 이 글은 유가증권(이하 ‘증권’)의 모집 및 거래와 관련된 사우디의 자본시장법과 관련 법령의 주요 내용을 자본시장 참여자의 보호라는 관점에서 소개하기로 한다.

-
- 1) 사우디 자본시장법 영문본은 https://www.sagia.gov.sa/Documents/Laws/Capital%20Market%20Law_en_2.3.5.pdf. 참조.
 - 2) 사우디의 자본시장과 관련된 법령으로는 자본시장법 외에 자금세탁방지법, 테러자금지원방지법, 인수합병규칙, 부동산투자기금규칙, 법인지배규칙, 투자기금규칙, 증권모집규칙, 상장규칙, 증권업 규칙, 피인가증권업자(authorized persons)규칙, 시장행위(market conduct)규칙 등을 들 수 있다.
 - 3) 주지하다시피 이슬람국가들에도 수니파와 시아파 등 갈등이 심하다. 과거 이란의 호메이니 치하의 이란, 탈레반 치하의 아프가니스탄과 같이 반서구적 급진적인 이슬람국가 있는가 하면 터키, 사우디 아라비아, 쿠웨이트와 같은親서구적 이슬람국가도 있어 이슬람국가의 법제도를 획일적으로 평가하기는 대단히 어렵다.
 - 4) Abdurrahman Raden Aji Haqqi, “Shariah Governance in Islamic Financial Institution: An Appraisal”, US-China L. Rev, Vol.11(2014), p.112 이하 참조.
 - 5) Abdulrahman A. Al-Twajry, Saudi Stock Market Historical Viewand Crisis Effect : Graphicaland Statistical Analysis, 1-3, <http://www.slideshare.net/Zorro29/saudi-stock-market-historical-view-and-crisis-effect>.
 - 6) 이 법에 앞서 제정된 소비자 보호를 목적으로 하는 몇 가지 법령들 중 자본시장과 관련하여 주목할 만한 것은 1984년 거래사기방지법(Law Against Deception in Trade), 1992년 광고규제규칙(Rules Regulating Advertisements), 2004년 경쟁법(Competition Law) 등이다.

II. 자본시장당국의 기능

1. 의의

자본시장법에 따라 2004년 설치된 자본시장당국(Capital Market Authorities, CMA)은 경찰권, 감독권, 입법권 및 사법권까지 가지는 등 다른 어떠한 국가의 증권감독기관보다 강력한 권한을 가지고 있다.⁷⁾ 다만 상업적인 활동, 이윤을 목적으로 하는 사업에 특별한 이해관계의 보유, 자금의 대여 및 증권의 취득, 소유, 발행 등은 할 수 없다.⁸⁾ CMA는 5인으로 구성되어 있으며, 다음과 같이 다양한 기능을 수행한다. 즉, 첫째, 직접적인 규제권한과 규칙제정권한을 행사한다. 둘째, 거래, 공시, 위반행위 및 투자자의 이익을 감독한다. 셋째, 자본시장 참여자들로 하여금 최초 또는 지속적인 공시요건을 이행하도록 한다.

2. 직접규제기능과 규칙제정권한

CMA는 증권시장 종사자, 거래, 거래인 및 중개인 등에 관하여 규율하는 규칙을 제정하였다. 이 규칙들은 중개업자와 자문사(advisors) 외에 의결권대리행사의 권유(proxy solicitation), 부동산거래, 기업지배구조, 증권거래 등의 문제를 다루고 있으며 공시, 보고 및 기타 의무를 공개회사(publicly held corporation)에 부과하고 있다. 이러한 역할과 권한은 CMA의 가장 핵심적인 기능이다. CMA가 제정하는 규칙은 상장회사, 상장예정회사, 피인가증권업자⁹⁾ 및 증권관련 전문직업인, 증권시장, 거래자 등을 규율하게 된다.¹⁰⁾

3. 행정적 기능(거래, 공시, 위반행위 및 투자자의 이익에 대한 감독)

CMA는 자본시장법을 집행하는 업무를 수행하는 행정기관이므로 기본적으로 자신이 받

-
- 7) Gouda, Bushra Ali Gouda, "The Saudi Securities Law: Regulation of the Tadawul Stock Market, Issuers, and Securities Professionals under the Saudi Capital Market Law of 2003", Annual Survey of International & Comparative Law, Vol.18(2012), p.121.
- 8) 자본시장법에 의하여 사우디의 유일한 주식거래소인 Saudi Stock Exchange(SSE)가 설치되어 있다. 동 법 제23조 (a) (5)는 SSE에 회원사와 그들의 고객 간의 분쟁도 해결할 권한을 부여하고 있다.
- 9) Authorized Persons Regulations, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/AUTHORISED%20PERSON.pdf>. 참조.
- 10) Gouda, *op.cit.*, p.123.

의하여 개시된 절차 및 당사자들 간의 절차에서 행정법원으로서의 기능을 수행한다. 따라서 CMA는 법을 집행하기 위하여 다음과 같은 업무를 수행한다.

- 투자자가 제기한 이의의 수리
- 자본시장법과 그 시행규칙 및 CMA 결정과 지침에 대한 위반행위의 추적 및 감시
- 자본시장법 위반행위에 관련하여 주무부처가 회부한 문제 또는 투자자가 제기한 이의와 관련된 문제에 관한 조사
- 자본시장법과 시행관련 법령을 위반한 당사자를 상대로 증권분쟁해결위원회(Committee for the Resolution of Securities Disputes)에 법적 절차 제기
- 일상적인 활동보고서 작성
- CMA 또는 증권분쟁해결위원회가 내린 결정과 평결의 이행에 대한 감독¹¹⁾

4. 시장참여자의 공시의무 이행감시 기능

1) 최초공시

자본시장법은 주식시장에서 영업을 수행하려는 모든 회사는 투자설명서에 모든 관련 정보를 공시하도록 하고 있다. 투자설명서는 투자자를 위하여 증권모집 회사의 재무상태에 관한 충분한 정보를 포함하여야 한다. 잠재적 투자자들에게 제공된 정보가 잘못 기재되어 있거나 허위인 경우, 잘못된 정보에 근거하여 투자결정을 내릴 수 있기 때문에 투자설명서상의 정보 정확성은 대단히 중요하다. 다만, CMA의 심사대상은 정보의 정확성 유무가 아니라 구비되어야 할 내용을 모두 포함하고 있는지의 여부이다. 그러나 제55(a)조의 의하면 CMA가 투자설명서에 어떠한 중대한 정보가 누락되었거나 잘못 기재되었다고 판단하는 경우, 그 정보에 입각하여 주식을 매입하여 피해를 입은 투자자는 손해배상을 청구할 수 있다.

2) 연속공시

주식시장에 상장된 회사들이 주식시장법과 기타 규칙을 준수하고 있는지를 확인하기 위하여 정보의 연속공시를 요구하고 있다. 상장회사는 연차 또는 분기별 보고서와 회계서류를 공시하여야 한다. 회사의 건전성에 영향을 줄 수 있는 자본 변화, 주소변경, 이사 또는 집

11) Ibid., p.124.

행임원 변경, 주식소유의 변화, 회사 정관의 변경 등이 공개대상이다. 주식시장에 상장된 모든 증권은 사모발행(private placement)에 의하여 취득되는 것이 아닌 한, 연속하여 보고하여야 한다. 이러한 연속공시 의무를 위반한 경우는 처벌 받는다. CMA가 연속보고 의무를 불이행한 은행 및 공장가동을 정지하는 결정을 보고하지 아니한 상장회사에 벌금을 부과한 사례가 있다.¹²⁾

5. 투자자 인지(investor awareness)

투자자 인지는 재무·경제적 조사·연구를 하고 연차 및 기타 정기보고서를 작성하고 주식시장에 관한 인지팸플릿과 통계분석보고서를 발행함으로써 얻어질 수 있다.¹³⁾ CMA는 자신의 웹사이트와 미디어를 통하여 정보를 보급하고 전화, 팩스, 이메일 등에 의한 관련자들의 문의에 답변한다. 그런데 사우디도 다른 국가들과 마찬가지로 증권시장의 주요 목적중의 하나가 거래의 투명성임에도 불구하고 증권분쟁해결위원회의 결정은 어느 곳에서도 발견할 수 없다. 지금까지 증권분쟁해결위원회는 수백건의 사건을 처리하였지만, 당사자들 외에는 어떻게 절차가 진행되는지 알 수가 없다. 특히, 판사가 어떻게 생각하는가 또는 관련 법 조문을 어떻게 해석하는가, 어떻게 결론을 도출하는가, 자본시장법의 어떤 조문에 의거하여 위반자들을 소추하는가 등에 대하여 어느 누구도 알지 못한다는 점에서 투자자 인지시스템상의 중대한 결함으로 여겨지고 있다.¹⁴⁾

III. 사우디 자본시장법상의 증권거래 관련 제도

1. 자본시장법 적용범위

12) Khalil Hanware, CMA Fines 2 Listed Firms for Violation, ARAB NEWS, Apr. 5, 2010, <http://arabnews.com/economy/article39204.ece>(이에 따르면 문제의 은행은 Aljazeera Bank이며 문제의 상장회사는 Advanced Petrochemical Company이다).

13) 투자자인지라 함은 공개회사 및 이에 준하는 실체가 투자관계에서, 그들의 투자자 및 투자시장 전반이 자신의 사업을 얼마나 잘 알고 있는지를 설명하기 위하여 사용하는 용어이다. 투자자들이 인지와 지식에 근거하여 투자결정을 내릴 것이라고 예상된다는 점에서 투자자 인지의 중요성을 찾아 볼 수 있다. 보다 구체적인 것은 http://en.wikipedia.org/wiki/Investor_awareness 참조.

14) Gouda, op.cit., p.128.

1) 의의

자본시장법은 증권시장에 상장되었거나 상장이 예정인 증권과 관련된 거래에 대하여 적용된다. 기본적으로 사우디 영역 내에서 거래되는 경우만을 그 적용대상으로 하면서도 외국에서 발생한 외국증권법 위반행위에 관한 인적 관할과 관련하여 다소 과도한 규정을 두고 있다. 즉, 외국의 증권법을 위반하여 사우디에서 사업을 하는 자는 자본시장법 제62(a)(4)의¹⁵⁾ 적용을 받는 바, 이에 따르면 CMA는 외국의 당국으로부터 공식적인 통보를 받은 때에는 그러한 자 또는 그 대리인의 면허를 12개월 동안 정지시키는 권한을 행사할 수 있다. 다만, ‘공식적’이라는 용어에 대해 아무런 정의를 두고 있지 아니하여 명확성이 결여되어 있는 바, 예컨대 외국 증권법 위반자에 대한 외국 법원의 판결이 공식적인 통지에 해당하는 것인지가 - 문리적으로 해석하다면 부정적이라고 할 수 있겠지만 - 분명하지 않다.

2) 증권의 정의

증권은 가치가 표시된 양도성증권이며 독립적인 내재된 가치를 가지는 것은 아니다.¹⁶⁾ 세계 각국은 대체적으로 증권관련 법령에서 그에 관한 정의를 내리기 보다는 그 유형을 열거하는 방식을 취하고 있다. 그러한 법령들은 주로 다음 세 가지 범주의 투자계약과 투자대상을 다루기 위한 목적을 가진다. 즉, ① 지분증권, ② 환거래옵션, ③ 환거래 채무증권 등이다. 사우디 자본시장법 제2조도 그러한 예인 바, 증권에 대해서는 정의하지 않고 법이 인정하는 증권 유형을 열거하고 있다.¹⁷⁾ 동 법 제2조에서 ‘증권’은 다음을 의미한다고 규정하고 있다.

- 회사의 전환 및 거래가능 주식
- 회사, 정부, 공기업 또는 공기관이 발행한 거래가능 채무증권
- 투자신탁회사가 발행한 투자단위
- 이익참여권 또는 자산을 분배받을 권리를 표시한 증서

15) 제62조(a)(4)는 “CMA가 중개업자 또는 그 대리인이 고의로 (사우디 외의) 어떤 국가의 증권법을 위반하였거나, 그 국가에서 제출되어야 하는 신고서에 허위 또는 오도하는 정보를 제공하였다는 것을 그 국가의 증권규제기관으로부터 공식적으로 통보를 받은 경우”이다.

16) Black’s Law Dictionary (9th ed. 2009), Westlaw BLACKS 참조.

17) 우리나라 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제4조 제1항 본문은 ‘증권’이란 내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초 자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것을 말한다라고 정의하고, 제2항에서 증권 유형을 ① 채무증권, ② 지분증권, ③ 수익증권, ④ 투자계약증권, ⑤ 파생결합증권 및 ⑥ 증권예탁증권으로 구분하고 있다.

- CMA 이사회(Board)가 시장의 안전 또는 투자자의 보호를 증진시킨다고 판단하여 증권의 범주에 포함시키거나, 증권으로 취급되어야 한다고 결정한 기타의 권리 및 증서

그런데 이와 같이 증권에 관하여 긴 정의를 내리고 있는 것처럼 보이지만, 외국 증권법에 비교해보면 오히려 짧다. 따라서 명시적으로 언급된 내용이 부족하다고 느낄 수 있을 수도 있지만, 실제로는 풋옵션, 콜옵션, 파생상품의 선물거래 등을 인정하는 등, 결코 그 정의가 좁지 않다. 자본시장법 제2조 (e)항은 자본시장법의 목적을 촉진시키게 될 경우에는 결정권자가 동 법에서 언급되지 아니한 증서 및 기타 관련성이 먼 투자계약 등을 증권으로 인정하는 것을 허용하고 있다. 다만, 어떠한 것이 증권으로 인정될 수 있을 것인가가 분명하지 않다. 이는 제2조 (e)항이 CMA과 증권분쟁해결위원회에 광범위한 재량권을 부여하고 있는 것으로 해석될 수 있다. 즉, CMA가 증권이라는 용어에 대해 정의를 내리고 자신이 적합하다고 판단하는 것을 그 정의에 포함시키거나 배제하는 것을 허용하고 있다고 볼 수 있다.¹⁸⁾

문제는 어떠한 증서(instrument) 또는 거래(transaction)가 그러한 정의의 범주에 속하는지를 결정할 때 채택하는 기준이 무엇인지 명확하지 않다는 것이다. 더구나 어떠한 법령에서도 법관이 결정을 내릴 때 채택하여야 할 기준에 대해 명시하지 않고 있다. 자본시장법 제2조 (e)항은 “이사회는 시장의 안전과 소비자의 보호라는 요건에 입각하여 자신이 판단하는 바에 따라 증권의 범주에 속하는지를 결정하는 권한을 가지고 있다”라고 규정하는 등 애매한 가이드라인을 정하고 있을 뿐이다. 그런데 시장의 안전이라는 기준이 예컨대, 미국의 법원들이 적시하는 경제적 또는 사실적 상황 기준(economic or factual circumstances tests)과 동일한 것으로 보기는 어렵다. 후자의 기준과는 달리 시장의 안전이라는 개념은 대단히 모호할 뿐만 아니라 목적과 수단을 혼동하는 듯한 느낌이 든다. 즉, 기준이란 어떠한 결과를 얻기 위하여 채택하는 메커니즘 또는 수단이며 시장의 안전은 얻어져야 할 결과에 해당하는 것이지 어떠한 결과를 얻기 위한 수단의 기준이 될 수는 없기 때문이다.

3) 증권관련 법령의 적용을 받지 아니하는 증서

자본시장법 제3조는 수표, 환어음, 지시식 어음, 화환신용장, 이체증서, 은행간에만 거래되는 증서 및 보험증서 등은 증권의 정의에서 배제됨을 명시하고 있다. 그 배제근거는 명확하지 아니하지만, 이들은 몇 가지 면에서 유사한 점이 있다. 즉, 첫째, 유통가능하고(negotiable)

18) Gouda., op.cit., p.132.

둘째, 권리 또는 이익을 내포하고 있으며 셋째, 지불약속을 포함하고 있으며 넷째, 간접적으로 자본을 모집하기 위하여 사용되는 것이라는 점이다. 미국의 1933년 증권법 제3조에서도 이와 유사한 규정을 있는 바, 미국의 법원은 그러한 판단을 할 때 당해 증서의 목적을 대단히 중요시 여긴다. 즉, 어떠한 증서의 발행자가 투자사업 또는 상업적 기업에 위한 자금을 조달을 위하여 금전을 모집하고자 하는 경우, 그 증서는 증권이 된다. 반면에 증서가 현금흐름을 용이하게 하기위하여 거래과정에서 발행한 것이거나, 소비자에 이득이 되도록 하기 위하여 발행된 것이라면, 그것은 증권으로 보지 아니한다. 사우디의 자본시장법도 이러한 입장을 채택한 것으로 보인다.¹⁹⁾

2. 증권의 자본시장 진입, 등록 및 공시

1) 증권의 자본시장 진입 신청 및 승인

증권을 모집하기 전에 신청인은 상장규칙에서²⁰⁾ 정한 여건을 구비하여 자본시장에 진입하여야 한다. 먼저, 공식신청서와 사업설명서를 CMA에 제출하여야 한다. 신청서는 상장규칙 제19조에 열거된 요건 중 적어도 11개를 충족시켜야 하며 6건의 첨부서류와 함께 제출하여야 한다. 첨부서류 1에는 주식의 소유, 종류, 발행주식 총액 및 액면가에 관한 정보를 포함하여야 한다. 아울러 채권과 그 종류, 수, 액면가, 상환액에 관한 정보를 포함하여야 한다. 첨부서류 2는 발행인 또는 그 대리인이 서명한 신고이며 발행인이 ‘자신의 의무와 책임을 이해하였으며 CMA이 다른 관련 기관과 정보를 교환하는 것을 허용한다’는 것을 명시한다. 첨부서류 3은 회사의 모든 이사를 제출하여야 하는 선언이며 이사 자신의 전문분야, 주소 등 신상정보 외에도 특징, 민형사사건기록 등이 기재되어야 한다.

첨부서류 6은 회계사의 보고서로서 회사의 ① 대차대조표, ② 손익계산서 및 ③ 현금흐름표와 관련된 최근 3년 동안의 재무제표에 관한 정보를 포함하게 된다. 한편, 신청에 대한 승인이 거부된 경우, CRSD에 항소할 수 있다. 자본시장 진입이 승인된 신청인은 기업공시(initial public offering)를 하고 자신의 사업을 지속하여 영위할 수 있다. 한편, 증권모집을 승인받았다 하더라도 그 증권에 대한 시장 수요가 부족하다고 판단되는 경우 취소될 수 있다. 예컨대, Al-Tayyar Travel Group도 승인이 취소되어 공모를 공고하기 수 시간 전에 공모를

19) Ibid., p.134.

20) Listing Rules, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/Listing%20rules.pdf>.

중지하였다.²¹⁾ 수요가 부족하여 투자회사가 동 그룹이 원하였던 것보다 현저하게 낮은 가격을 제시하였기 때문이다.

2) 증권거래의 등록

승인을 받아 자본시장에 진입한 후에는 모든 증권은 증권예탁소(Securities Depository Center)에 등록되어야 한다. 증권예탁소는 주식거래소에 거래되는 증권의 예탁, 양도, 결제, 청산 및 소유권 등록의 업무를 수행한다. 또한 증권에 대한 유치권, 청구권 또는 기타 제한물권도 증권예탁소에 등록되어야 한다. 증권의 등록과정에서 증권예탁소가 비행 또는 과실로 투자자에 손실을 미친 경우 이에 대해 책임을 져야 한다. 다만, 상대방의 기여적 과실이 있었거나 그러한 과실이 피할 수 없었던 경우에는 책임이 면제된다. 사우디에서 발행, 거래되는 모든 증권에 대해서는 등록을 요하는 바, 그러한 등록이 CMA이 공시되는 정보가 정확하다거나 발행인이 제출한 정보가 완벽하다(누락 사실이 없다)는 것을 의미하는 것은 아니다.²²⁾

3) 상장과 공시

투명성 및 투자자의 정보입수 가능성은 증권거래에 있어서의 기본적인 요구사항인 바, 자본시장법에서도 이러한 취지의 규정을 두고 있다. 자본시장법은 증권시장 전체를 규율하는 법이지만, 증권의 공모와 관련된 문제를 중점적으로 다루고 있다. 특히, 모든 증권은 일반인들이 최초로 거래할 수 있을 때 그리고 공모하기 전에 반드시 완전한 공시를 하도록 요구하고 있다. CMA는 증권의 상장을 승인하기 전에 상장 신청인이 완전한 증권 공시를 하도록 요구하고 심사한다.²³⁾ 공시제도는 증권시장내의 정보 불균형을 해소하고 증권시장의 공정성을 확보함으로써 투자자를 보호하는 기능을 하게 된다. 또한 자본시장법은 상장된 회사로 하여금 CMA에 자신들의 재정 및 경영상황에 대해 정기적인 보고를 하고 업데이트하도록 요구함으로써 시장질서유지와 더불어, 거래자를 보호함과 동시에 자본시장에서 우량증권만이 거래되도록 하고자 한다.

21) Al Tayyar Cancels IPO in Saudi Arabia (Feb. 21, 2010). 이 회사는 상장을 위하여 장부를 조작하였다.

22) Gouda, op.cit., pp.146-147.

23) 투자자가 자신의 투자결정을 하는데 영향을 미칠 수 있는 상장법인에 대한 구체적인 상황을 정확히 파악할 수 있도록 당해 기업의 중요한 정보를 공시하도록 하는 것이 기업공시제도(Corporate Disclosure System)이다. 투자자가 정확한 정보에 입각하여 자유로운 판단과 책임하에 투자결정을 하기 위해서는 그러한 공시가 필수적으로 요구된다고 할 수 있다.

자본시장법상의 상장요건에 의하면 공모하고자 하는 회사는 회계사, 자문사(advisor), 발행자의 경영진 및 증권인수업자(underwriter)로 구성되는 전문가 팀이 작성한 최초의 공시 문서인 투자설명서를 제출하여야 한다. 투자설명서는 유가증권을 매매하기 위하여 모집하거나 그 매매를 약속하는 서면 또는 라디오나 텔레비전에 의한 의사표시(communication)로 정의된다.²⁴⁾

투자설명서는 게시하거나 잠재적인 투자자들에게 배포하게 되며 흔히 그 사본을 소책자 형태로 발간하여 투자자가 입수할 수 있도록 하며 CMA의 웹사이트에도 공개한다. 자본시장법이나 그 하위법에서는 투자설명서에 대해 구체적으로 정의하지 않고 용의에서 “자본시장법과 상장규칙에 의하여 증권을 모집하기 위하여 요구되는 문서”라고 정의하고 있다.²⁵⁾ 투자설명서와 기타 법령으로 요구하는 문서들은 증권의 공모가 행하여지기 전에 제출되어야 하며, 잠재적 투자자들이 당국의 승인을 얻은 후부터 거래일 전까지 투자설명서를 받아 보아야 할 것이다. 투자설명서가 승인된 후에는 증권의 모집이 투자설명서 자체에 의하거나 구두로 또는 투자설명서 요약본에 포함된 공시 또는 전자적 매개(electronic media)를 통하여 증권을 모집할 수 있다. 투자설명서와 필수 문서들이 제출된 후 발행자의 신청이 승인을 받으면 증권을 CMA에 등록하여야 한다. 당국은 등록을 위하여 제출된 투자설명서 등이 완벽한지를 확인하기 위하여 검토를 한다. 투자설명서가 CMA의 승인을 받지 못하면 투자설명서의 공시는 이루어지지 못하며, 따라서 유가증권의 모집 및 그에 수반되는 매매도 발생할 수 없다.

3. 증권의 모집과 매출

1) 의의

증권의 매매 즉, 유통은 주로 자본시장법의 하위법령인 상장규칙과 증권모집 규칙의 적용을 받는다, 회사가 증권을 매매하기 위해서는 구매자로부터 모집을 하여야 한다. 자본시장

24) 투자설명서는 상법상의 사업설명서에 해당하는 것인 바, 우리나라에서도 증권을 모집 또는 매출할 경우, 발행인은 투자설명서를 작성하여 해당 회사의 본점, 금융위원회, 한국거래소 및 청약사무를 취급하는 장소에 비치하고, 공중의 열람에 제공하여야 한다. 누구든지 증권신고서의 효력이 발생한 증권을 취득하고자 하는 자(전문투자자 등은 제외)에게 투자설명서를 미리 교부하지 아니하면 그 증권을 취득하게 하거나 매도하여서는 아니 된다. (금융감독용어사전, 2011.2, 금융감독원).

25) Board of the Capital Market Authority, Glossary Of Defined Terms Used in the Regulations and Rules of the Capital Market Authority, 16, <http://www.sukuk-compliance.com/u/G2.2%20CMA%20Glossary.pdf>.

법상의 모집은 증권모집 규칙에서 정의하고 있는 바, 이에 의하면 증권을 발행하여 일반투자자를 상대로 하여금 증권에 응모하도록 유인하거나 증권을 직접 또는 간접 판매하는 것, 또는 증권의 매도, 발행 및 모집의 효과를 가지는 신고, 공시, 통신을 말하며, 인수자와 인수자간 예비적 협상 또는 계약은 포함하지 아니한다.

이러한 모집(offering)은 다음 두 가지 방식 즉, 기업공개 모집(primary offering)과 기업공개 후 모집(secondary offering)이 있다. 첫째 방식은 발행회사가 일반 대중들에게 증권을 매매하는 경우인 바, 흔히 발행자와 중개업자/거래업자(dealer)간의 인수계약(underwriting agreement)에 의한다. 이러한 방식(우리나라 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 '모집'으로써 새로 발행되는 유가증권의 매입권유를 말한다)은 매매대금이 발행회사에 돌아가기 때문에 자본을 조달하기 위하여 행해진다. 기업공개 후 모집(자본시장과 금융투자업에 관한 법률상의 '매출'로서 이미 발행된 유가증권의 매도 또는 매입 신청의 권유를 말한다) 매도인이 발행자가 아니며, 종전에 발행된 주식을 매매하는 주주 또는 주주집단이며 매매대금은 자본금을 조달하기 위하여 사용되는 것이 아니고 매도 주주에게 돌아가게 된다.

사우디에서 2008년 증권모집규칙이²⁶⁾ 개정되었는 바, 그 전에는 사우디 영역에서 증권은 발행회사가 주식합명회사(joint stock company)가 아니면 발행할 수 없도록 하는 제한을 두었다.²⁷⁾ 그러한 현행법에서는 이러한 제한이 폐지되어 증권은 공모 또는 사모를 통하여 모집할 수 있게 되었다. 사모는 자본시장법상 정부 또는 특정한 사람들에 대하여 또는 제한된 수의 사람들의(회사가 매매하려는 증권과 관련하여 CMA에 증권신고서를 제출하거나 연속 공시를 하여야 할 필요가 없을 정도로 그 회사에 대하여 잘 알고 있는 사람들만을 대상으로 한다) 등록에 대하여 할 수 있다. 이와는 대조적으로 공모는 일반대중을 대상으로 하며, 광고부터 매매에 이르는 공모의 세부적인 사항이 자본시장법의 규제를 받고 CMA의 감독을 받게 된다.

2) 공모

일반적으로 증권의 매입 또는 매도의 권유(invitation)는 특정인이 아닌 일반인을 대상으로

26) Offers of Securities Regulations, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/OFFERS-OF-SECURITIES-REGULATION.pdf>.

27) 주식합명회사(joint stock company)는 주식회사와 합명회사의 특징을 혼합한 회사조직이며, 미국법에 의하면 주주들이 무한책임을 지는 주식회사로 인정된다. 보다 구체적인 것은 <http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=9607&categoryId=50305&categoryId=50305> 참조.

하는 경우를 공개모집 즉 공모(모집과 매출)라고²⁸⁾ 하지만, 사우디의 증권모집규칙에서는 공모에 대하여 정의하고 있지 않고 단순히 동 법령에서 명시된 사모의 범주에 속하지 아니한 것을 공모라고 하고 있다. 최초로 발행인이 공모에 의하여 증권을 모집하고 자본시장에 상장되는 경우, 모집인은 상장규칙에 규정된 두 가지 요건을 충족하여야 한다.

첫 번째 요건은 신청인과 관련된 것이다. 즉, 발행인이 양심적이고 안정적인 기업임을 보장하기 위한 목적을 가지고 있다. 여기에서는 증권을 모집하기 위해서는 발행인은 ① 사우디 국적을 가질 것, ② 실질적으로 동일한 경영진이 3 회계연도 이상 자신의 업종을 수행하였을 것, ③ 마지막 3 회계연도를 포함하는 회계감사 결과를 공개하였을 것, ④ 적합한 전문 지식이 있는 경영진을 보유할 것, ⑤ 사업설명서의 발간일 직후 12개월 동안 충분한 운전자본을 보유할 것 등이 첫 번째 요건의 주요 내용이다.

두 번째 요건은 증권과 관련된 것인 바, 이 요건은 다음 3가지를 보장하기 위한 것이다. ① 증권의 양도가능성, ② 발행인의 재정능력. ③ 발행의 적법성이다. 적법성이라 함은 발행인이 정관상으로 기업공개할 수 있는 권한이 있음을 의미하는 내부적 적법성과 모집이 법령에 부합되어야 한다는 외부적 적법성을 말한다. 상장규칙(listing rules) 제11조에 의하면 외부적 적법성 요건은 또한 증권에 관한 다음 7가지 요건을 포함한다.

- 사우디의 법령에 부합될 것
- 신청인의 정관 또는 사업자등록증의 요건에 따라 정당하게 허가된 것일 것
- 200인 이상의 공개된 주주가 있을 것
- 신청 대상이 되는 주식 종류의 30% 이상을 일반인이 소유하고 있을 것
- 양도가능하고 거래 가능할 것
- 증권은 등록되어 있고 예탁결제원(depositary center)을 통해 결제될 것
- 동일한 종류의 증권이 이미 상장되어 있는 경우를 제외하고, 상장되어야 할 모든 증권의 총 예상시장가치는 ① 주식의 경우에는 1억 리알 이상, ② 채권의 경우에는 5천만 리알 이상일 것

외부적 적법성과 관련하여 주목할 것은 증권이 사우디의 법령에 부합되어야 한다는 요건이다. 이 규칙에 따르면 증권은 그 발행회사가 샤리아 원칙에 반하는 사업을 수행하는 경우에는 발행될 수 없다. 샤리아의 원칙은 일반적으로 다음 세 가지 범주에 해당하는 사업의 영

28) 우리나라 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제9조 제7항에 의하면, '모집'은 제50인 이상의 투자자에게 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것을 말하며 제8항에 의하면, '사모'란 새로 발행되는 증권의 취득의 청약을 권유하는 것으로서 모집에 해당하지 아니하는 것을 말한다. 따라서 이 법상 모집은 신주발행의 공모(public offering)를 의미한다. 이 글에서는 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률의 모집과 매출을 공모라고 표기하였다.

위를 금지하고 있다. ① 고리대금업(usuries business) 또는 이익의 획득, ② 지나치게 불확실한 리스크가 높은 사업, ③ 돼지고기, 무기, 주류 및 금전 교환 등이 금지된다. 샤리아 자문위원회(Shariah Advisory Board)는 이슬람의 관점에서의 거래의 적법성을 판단하게 되며, 신청인이 상기의 요건이나 기타 요건을 충족하지 못한 경우 자본시장에서의 상장이 어려워질 수 있다.²⁹⁾

4. 사모

1) 유형

증권모집규칙 제9(a)조에 의하면 다음의 어느 하나에 속하는 경우 사모에 해당한다. 첫째, 모집인이 CMA이 승인한 정부 또는 초국가적 기관인 경우 둘째, 모집이 전문투자자들(sophisticated investors)만을³⁰⁾ 대상으로 하는 경우 셋째, 모집이 제한모집(limited offer)인 경우이다.

(1) 모집인이 CMA이 승인한 정부 또는 초국가적 기관인 경우

이는 정부 채무와 채권을 매매하기 위한 모집은 자본시장법상의 공시규칙 또는 기타 모집 관련 규칙의 적용을 받지 아니한다는 것을 의미한다. 그러나 사모의 경우에도 투자자들에게 정보를 정확하게 알리도록 하는 신의성실 조항(antifraud provisions)의 적용을 받지 아니한다는 것은 아니다. 자본시장에 관한 다른 법령들은 사모와 관련된 제반 문제를 규제하는 규정을 두고 있다. 또한 CMA은 자본시장에 진입하고자 하는 자의 요청을 받고 이를 허용하는 경우 원래는 사모에 해당되지 아니한 모집을 사모로 간주할 수 있는 권한을 가지고 있다. 이

29) 이슬람증권산업이 당면한 제반 문제에 관한 논의는 다음을 참조할 것: Theodore Karasike, et. al., "Islamic Finance in a Global Context: Opportunities and Challenges", Chi. J. Int'l L. Vol.7(2007), p.739.; Nickolas C. Jensen, "Avoiding Another Subprime Mortgage Bust Through Greater Risk And Profit Sharing And Social Equity In Home Financing: An Analysis Of Islamic Finance And Its Potential As A Successful Alternative To Traditional Mortgages In The United States", Ariz. J. of Int'l & Comp. L. Vol.25(2008), p.825.

30) 'sophisticated investor'라는 용어는 우리나라 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률의 '전문투자자'와는 그 의미가 다른 것으로 보이지만, 달리 표현할 용어가 없어 이 글에서는 전문투자자로 옮겼다. 있다. 상기 법률 제9조 제5항은 전문투자자를 금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자로서 국가, 한국은행, 대통령령으로 정하는 금융기관, 주권상장법인(단서가 있음) 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 자라고 규정하고 있다.

러한 경우에 CMA은 추가적인 조건을 부과할 수 있다.

(2) 모집이 전문투자자만을 대상으로 하는 경우

증권모집규칙 제10조에 의하면, 증권의 모집이 다음에 열거한 범주의 자들만을 대상으로 하는 경우 모집은 전문투자자들에게만 국한하여 행하여지는 것이다.

- (a) 자신의 회계로 행동하는 피인가증권업자
- (b) CMA이 다음과 같은 조건에 따라 경영활동을 수행하도록 인가한 자의 고객
 - ① 모집 및 모든 관련 거래는 피인가증권업자를 통하여 행할 것
 - ② 피인가증권업자가 고객에 문의함이 없이 고객을 대신하여 사모 증권의 인수에 관한 결정을 내릴 수 있는 조건에 따라 투자자산운용사(investment manager)로 종사하고 있을 것
- (c) 사우디 정부, CMA이 승인한 초국가적 기관, 증권거래소 및 CMA이나 예탁결제원이 승인한 기타 주식거래소
- (d) 자신의 회계로 행동하는 기관
- (e) 전문개인투자자
- (f) 기타 당국이 정하는 자

이 조항에 따르면, 전문투자자는 본인이나 그 대리인이 자연인일 수 있으나, 자본거래시장에서 투자자문사, 단일 투자자 또는 그 대리인 등으로서 사업수행을 하는 것이 허가된 자이어야 한다. 전문투자자는 또한 다음 세 가지 기준 중 둘 이상을 충족한 자연인으로 정의되는 전문개인투자자를 포함한다.

- 증권시장에서 직전 4개 분기에서 분기당 10건 이상의 총거래 금액 4천만 리알 이상의 거래를 하였을 것
- 증권 포트폴리오의 규모가 1천만 리알을 넘을 것
- 금융 분야에서 증권투자에 관한 지식을 요하는 전문적인 지위를 차지하여 1년 이상 근무하였을 것

또한 전문투자자가 법인인 경우에는 공적인 실체(사우디 정부 또는 그 기관)일 수도 있고 사적인 투자회사일 수도 있다.

(3) 제한모집인 경우

증권모집규칙 제11조는 다음과 같은 경우에 제한모집으로 보고 있다. 첫째, 모집이 50명 이상을 피모집인을 대상으로 하는 하되, 전문투자자는 대상에서 제외되며, 피모집인 당 지

급될 수 있는 최소금액은 1백만 리알이어야 한다. 여기에는 두 가지 세부조건이 결합되어 있는 바, 모집인이 양자의 조건 모두를 충족시켜야 한다. 둘째, 피모집인이 발행인의 피고용인이거나 관련회사(affiliated company)의 피고용인인 경우이다. 셋째, 피모집인이 발행인의 관련회사인 경우이다.

동일한 종류 증권이 제한적으로 모집되는 경우, 그러한 증권들은 12개월 동안에는 다시 모집될 수 없다. 발행인은 다른 종류의 증권은 자신이 원하는 대로 모집할 수 있다.

2) 사모의 통지

2008년 증권의 사모에 관한 규칙이 개정되기 전에는 발행인으로 하여금 사모발행제안서(private placement memorandum)를 통하여 사모를 하도록 요구하고 있었다. 증권모집규칙의 2006년 개정 후에는 그러한 요건이 폐지되고 사모통지로 대체되었다. 증권모집규칙 제12조(a)의 새로운 규칙에 의하면 CMA에게 모집일 10일 이전에 통지하여야 한다. 한편, 동 규정은 사모집인에게 몇 가지 요건을 이행하고 사모발행제안서와 광고문서의 정확성과 완전성을 신고하도록 요구하고 있다. 요컨대, 증권을 사모하는 경우 모집인은 CMA에 다음과 같은 일련의 서류들을 제출하여야 한다. 즉, 사모발행제안서, 두 가지 종류의 선언, 광고시에 사용된 모집문서 등이다.

3) 사모취득 증권에 대한 제한

2008년 개정 전에서는 증권이 사모로 매매되는 경우, 모집인은 CMA 또는 증권거래소에 증권의 모집에 관한 문서를 제출하거나 등록하도록 하거나 증권에 관한 중요한 변화를 고지하도록 요구되지 아니하였다. 요컨대, 지속적인 공시요구가 없었다. 그러나 자본시장법의 신의성실 조항은 사모의 경우에도 완전히 적용되며, 증권모집규칙은 사모를 광고하는 방식을 제한하고 있다. 사모는 피인가증권업자를 통하여 법적으로 사모의 대상이 될 수 있는 자들에게만 광고하여야 한다. 또한 증권모집규칙 제17조는 사모를 통하여 취득한 증권 유통시장, 즉 매출을 제한하고 있는 바, 취득자는 피인가증권업자를 통하여 또한 다음 3가지 조건 중의 어느 하나를 충족한 후가 아니면, 그러한 증권을 사적인 매수인에게도 매매할 수 없다.

- 어느 한 거래에서 지불해야 할 증권가격이 1백만 리알 이상인 경우
- 증권이 전문투자자를 대상으로 모집되거나 매매된 경우
- 증권이 CMA가 정하는 기타 상황 하에서 모집 또는 매출되는 경우

또한 증권모집규칙 제18조에 의하면, 사모발행인이 불충분한 정보를 제공한 경우, 자본시

장법상의 누락 또는 기재오류에 관한 조항 외에도 제49조와 제50조의 신의성실 조항이 적용된다.

5. 신의성실조항

1) 조작의 금지

자본시장법 제49조(a)는 시장 또는 주식가격에 영향을 주거나 조작할 수 있는 모든 행위를 불법화하고 있다. 즉, 시장, 어떤 증권의 가격이나 가치에 관한 허위 또는 오해를 일으키는 인상을 조성하거나 또는 이를 통하여 제3자가 그 증권의 매입, 매각 또는 청약하도록 유도하거나 그러하지 아니하도록 유도하는 또는 그 증권에 의하여 부여된 권리를 행사하도록 유도하거나 그러하지 아니하도록 유도하는 행위를 고의로 행하거나 그러한 행위에 개입하는 경우를 조작행위로 보아 자본시장법 위반으로 규정하고 있다.

다음과 같은 행위는 조작행위에 포함된다. ① 진정한 소유권 이전이 아닌 거래하는 경우, ② 타인이 규모와 가격 면에서 실질적으로 동일한 거래를 하려는 것을 사전에 알고 동시에 거래하는 경우, ③ 실질적으로 동일한 주문이 자신 또는 다른 당사자들에 의하여 행하여졌거나 행하여질 것임을 사전에 알면서 매도주문을 내는 경우, ④ 제3자로 하여금 증권을 매입하거나 매각하도록 유도하기 위하여 개별적으로 또는 타인과 공모하여 실제 또는 명백한 초단기거래(active trading)를³¹⁾ 하는 행위 등이다. 이 경우 자본시장법상 원고는 발행인 또는 조작행위를 한 자가 의도적(intentional)으로 그러한 행위를 하였음을 입증하는 거증책임을 지게 된다.

2) 내부자거래

내부자거래라 함은 회사 내부자 또는 회사에 선량한 관리자 주의의무(fiduciary duty)가 있는 자가 회사의 주식을 거래함에 있어서 중요한 비공개 정보를 이용하는 것을 말한다. 제50조(a)는 다음과 같이 규정하고 있다. 즉, 가족관계, 업무관계 또는 계약관계를 이용하여 내부 정보를 취득한 자(이하 '내부자')는 그러한 정보와 관련된 증권을 직접 또는 간접으로 거래

31) Active trading이라 함은 증권을 단기간 - 통상적으로 1일 이내 - 보유할 목적으로 매입하거나 매도하는 행위를 말하며, 가격의 단기변동을 이용하는 고속 인터넷을 통한 가장 투기적인 거래 전략이다. <http://www.investopedia.com/terms/a/active-trading.asp>.

하거나, 그 증권을 거래할 것으로 예상하는 다른 자에게 그 정보를 공개하여서는 아니된다. 내부자정보라 함은 내부자가 획득한 것으로 일반인은 입수할 수 없고 공개되지 아니한 정보를 말한다. 그러한 정보는 그러한 정보의 성격과 내용을 감안해 볼 때 보통 사람이면 인식할 수 있을 유형이며, 그 정보가 공개되었거나 입수한다면 그와 관련된 증권의 가격 또는 가치에 증대한 영향을 미쳤을 것이어야 한다.

이러한 정의는 우리나라를 비롯한 대부분의 국가에서와 큰 차이가 없다. 제49조와 제50조 위반행위에 대해서는 금전배상과 5년 이하의 징역에 처하게 되며 위반자가 전문 투자매매업자이거나 투자중개업자 경우에는 그 인가를 취소하거나 정지할 수 있다. 제59조는 CMA에 자본시장법 위반자에 대하여 기소하는 권한을 가지고 있다. 제59조는 기소되어 유죄로 판명되는 경우 소송의 원인이 된 행위의 중지 명령부터 출국금지, 재산의 압류 등의 처분을 내릴 수 있다. 증권분쟁해결위원회는 또한 피고의 위반행위의 횟수를 곱한 10,000리알 이상 100,000리알 이하의 벌금을 부과할 수 있다.

6. 피해의 구제

자본시장법은 피해를 입은 투자자가 다른 투자자 또는 동 법의 적용을 받는 다른 자들을 상대로 민사소송을 제기하거나, 이들 분쟁당사자가 사우디의 전통적인 사법시스템에 그 사건을 회부하는 것을 허용하지 아니한다. 그러나 자본시장법은 CMA의 분쟁해결기관인 증권분쟁해결위원회와 그 상소패널을 통한 구제를 규정하고 있으며 동 위원회와 상소패널의 결정은 일반법원이나 그 상급 사법기관에 의한 심사대상이 되지 않는다는 점을 명확히 하고 있다.³²⁾

자본시장법은 사기금지 규정을 두고 있는 바, 증권의 매매 및 모집과 관련하여 사기, 조작, 누락 및 허위표시를 금지하고 있다. 이 법 제55조는 발행자, 상급 임원 및 유가증권인수업자는 그 등록 또는 투자설명서상에 나타난 증대한 오해를 유도하거나 증대한 허위 진술에 대해 엄격한 책임을 지도록 하고 있다. CMA은 자발적으로 또는 이해관계자의 이의 제기에 의거하여 조사를 개시할 수 있으며, 그 후 위반혐의자를 증권분쟁해결위원회에 제소할 것인지의 여부를 결정한다. 그런데 2006년 이후 CMA가 기소한 사건의 수는 엄청나게 많다고 한다.³³⁾

자본시장법상의 행정 또는 소송 절차에서 어떠한 형태의 증거도 인용될 수 있고 법관이나

32) Gouda, op.cit., p.162.

33) Ibid., p.119.

검사의 영장이나 명령 없이도 수집될 수 있다. 투자자간에 분쟁이 발생한 경우, 그들은 CMA 을 통하여 구제를 구하여야 한다. 자본시장법 제25조에 의하면 투자자들은 먼저 CMA에 이의를 제기한 후 90일이 경과한 후 증권분쟁해결위원회 등에서의 소송 제기를 허용받거나 기타의 처분에 관하여 통지를 받게 된다.

IV. 결론

이슬람국가의 증권시장은 특히 일부 소수의 소매투자자들에 의하여 시장이 지배되고 있고 투명성이 극히 취약할 뿐만 아니라 규제도 제대로 이루어지지 않아 주가 조작 등이 빈번하게 발생하는 등 부당거래가 극심한 것으로 알려져 있다. 사우디도 예외는 아니다. 2009년 CMA 대규모의 증권시장에서의 부정거래를 단속하여 직전 3년 동안 행하여진 400여건의 주가조작 의심 사례를 적발한 바 있다. 어떤 회사의 회장에게 사우디 역사상 최초로 징역 3개월과 100,000리알(2만6660달러)의 벌금형을 병과하였으며 그가 부당거래로 얻은 수익 5,2690리알에 대해서도 환수명령이 내려졌다. 2007년부터 2008년 사이 주가 조작을 통해 4억 리알의 부당이득을 챙긴 거래자가 개입된 더 큰 사건도 있었다. 400건의 의심 사례 가운데 30%는 주가 조작과 연루된 것으로 드러났다. 또한 CMA가 발족된 지난 2004년 이래 루머와 허위정보를 퍼뜨리는 186개의 웹사이트를 폐쇄했지만 하나를 닫으면 다른 하나가 또 생긴다고 한다.³⁴⁾

사우디 자본시장법은 일부 비이슬람적 거래를 금지하는 규칙을 예외로 한다면 완전히 미국의 제도를 계수한 것이다. 사우디가 산유국으로서의 경제적 풍요함을 누리면서 2008년부터 외국인에게도 주식 매입을 허용하고 자본시장을 건전한 발전을 위하여 적지 아니한 노력을 하고 있지만, 아직 성숙된 법문화가 정착되었다고 보기는 어렵다. 이는 종교적 규범이 세속적인 법령의 우위에 있다는 관념이 이슬람국가의 국민들에게 강하게 자리잡고 있고, 따라서 법치주의 관념이 부족하기 때문이다. 또한 금전적 이익 때문에 세속화된 측면도 존재함은 물론이다.

34) 아시아경제, 2009.08.19.

참고문헌

- 사우디 자본시장법, https://www.sagia.gov.sa/Documents/Laws/Capital%20Market%20Law_en_2.3.5.pdf.
- 사우디 주식합명회사(Joint stock company), <http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=9607&cid=50305&categoryId=50305> 참조.
- Abdurrahman Raden Aji Haqqi, "Shariah Governance in Islamic Financial Institution: An Appraisal", *US-China L. Rev.* Vol. 11(2014).
- Abdulrahman A. Al-Twaijry, Saudi Stock Market Historical View and Crisis Effect: Graphical and Statistical Analysis, 1-3, <http://www.slideshare.net/Zorro29/saudi-stock-market-historical-view-and-crisis-effect>.
- Authorized Persons Regulations, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/AUTHORISED%20PERSON.pdf>.
- AlTayyar Cancels IPO in Saudi Arabia (Feb. 21, 2010), http://www.menafn.com/qn_news_story_s.asp?StoryId=1093306927.
- Gouda, Bushra Ali Gouda, "The Saudi Securities Law: Regulation of the Tadawul Stock Market, Issuers, and Securities Professionals under the Saudi Capital Market Law of 2003", *Annual Survey of International & Comparative Law*, Vol.18(2012), p.121.
- Active trading, <http://www.investopedia.com/terms/a/active-trading.asp>.
- Board of the Capital Market Authority, Glossary Of Defined Terms Used in the Regulations and Rules of the Capital Market Authority, 16, <http://www.sukuk-compliance.com/u/G2.2%20CMA%20Glossary.pdf>.
- Khalil Hanware, CMA Fines 2 Listed Firms for Violation, ARAB NEWS, Apr. 5, 2010, <http://arabnews.com/economy/article39204.ece>.
- Listing Rules, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/Listing%20rules.pdf>.
- Nickolas C. Jensen, "Avoiding Another Subprime Mortgage Bust Through Greater Risk And Profit Sharing And Social Equity In Home Financing: An Analysis Of Islamic Finance And Its Potential As A Successful Alternative To Traditional Mortgages In The United States", *Ariz. J. of Int'l & Comp. L.* Vol.25(2008).
- Offers of Securities Regulations, <http://www.cma.org.sa/En/Documents/OFFERS-OF-SECURITIES-REGULATION.pdf>.
- Theodore Karasike, et. al., "Islamic Finance in a Global Context: Opportunities and Challenges", *Chi. J. Int'l L.*, Vol.7(2007). http://en.wikipedia.org/wiki/Investor_awareness.