

ZOOM  
-IN투자운용업 관련 일본 금융상품거래법  
개정 동향

- 일본은 자산운용의 고도화·다양화를 위해 투자운용업 관련 금융상품거래법을 개정
- 투자운용업자로부터 미들·백 오피스 업무를 수탁하는 사업자의 임의등록제도를 창설하고, 해당 등록업자에게 위탁한 경우에는 투자운용업의 등록요건을 완화
- 대량보유보고제도에서 보유비율의 합산 대상이 되는 ‘공동보유자’의 범위를 명확히 하고, 공개매수제도의 대상거래를 확대하여 시장 내 거래에도 적용
- 우리나라의 투자운용인력 현황 및 대량보유보고제도, 비상장유가증권의 거래 상황에 비추어 비교 및 시사점이 있음

- 일본은 자산운용의 고도화·다양화 및 금융시장의 투명성·공정성을 확보하기 위해 대량보유보고, 공개매수제도 등에 관한 제도를 정비하는 금융상품거래법 및 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률을 개정(2024. 3. 15)<sup>1)</sup>

— 2,115조엔에 이르는 가계의 금융자산에 대한 안정적인 자산형성을 추진해 나가기 위해서는 운용을 담당하는 자산운용회사에 의한 투자와 성장기업에 대한 자금공급을 통한 경제의 활성화로 성장의 과실이 자산 소득으로 가계에 환원되어 투자나 소비로 연결되도록 하는 인베스트먼트·체인(インベストメント・チェーン)이 매우 중요<sup>2)</sup>

- 지금까지도 일본 정부는 금융사업자에 의한 고객을 위한 보다 나은 대응을 촉진하기 위해 「고객 본위의 업무운영에 관한 원칙(顧客本位の業務運営に関する原則)」을 책정하고, 또한 기업의 지속적 성장을 촉진한다는 관점에서 기업지배구조 코드나 스튜어드십 코드를 책정하는 등 가계의 안정적인 자산형성과 기업의 가치창조를 위한 다양한 대응을 실시해 왔음
- 자산운용사는 국민의 미래를 위한 자금을 위탁받는 전문가로서, 국민의 안정적인 자산 형성을 위한 역할을 수행하기 위해서는 자산운용업의 고도화가 필수적이며 운용에 종사하는 우수한 인재의 집적을 통해, 운용에 관한 분석 능력의 향상이나, 특색 있는 운용 상품·수법의 다양화, 고객의 최선의 이익을 도모하기 위한 제도 개선·체제 강화 및 자산운용업에의 참가 장벽을 제거해 갈 필요가 있음

1) <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/index.html>, 법률안 공포로부터 기산하여 1년을 넘지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 날부터 시행(부칙 제1조)

2) 金融審議会, 2023. 12. 12, 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース 報告書.

- 이번 법률 개정은 투자운용업자의 진입 촉진, 비상장유가증권 유통의 활성화, 대량보유보고제도의 대상 명확화, 공개매수제도의 대상거래 확대를 주요 내용으로 하고 있으며 이번 개정은 18년만의 공개매수제도·대량보유보고제도의 대규모 재검토를 실시하는 것임<sup>3)</sup>

**□ 투자운용업자의 참가 촉진**

- 현행 금융상품거래법에서 투자운용업을 실시하려면 금융상품거래업자로 등록이 필요하며, 투자신탁의 운용이나 투자일임계약을 받아 운용을 실시하는 경우에는 운용 부분 및 미들·백 오피스업무<sup>4)</sup>의 인재를 확보할 필요가 있어 부담이 크고 이는 투자운용업의 신규 진입을 저해하는 결과를 초래
- 투자운용업 등록시 자본금 규제(5,000만엔) 이외에도 이사회 설치 등의 조직 체제, 인적 구성 마련 등 제1종 금융상품거래업 만큼 엄격한 요건이 부과
- 현행 금융상품거래법에서 투자운용업자는 모든 운용재산에 대해 그 운용과 관련된 권한의 전부를 위탁할 수 없다(금상법 제42조의3 제2항, 투자신탁 및 투자법인에 관한 법률 제12조 제1항)고 규정하고 있기 때문에 투자운용업자는 펀드의 기획·입안이나 운용실행 모두를 실시하고 어느 한 분야만을 특화하여 위탁할 수 없음
- 외국과 비교해 봐도 GDP 대비 자산운용잔고나 회사수가 적은 편으로, 투자운용업자의 참가를 촉진해 운용업에 관한 인재의 축적과 경쟁을 통해 운용업의 고도화를 도모할 필요가 있음

**〈표 1〉 각 국의 자산운용잔액과 자산운용회사수(2021년말)**

	일본	미국	영국	프랑스	싱가포르	홍콩
자산운용잔고주 <sup>1)</sup>	7.2조달러	50조달러	13.5조달러	5.7조달러	4.0조달러	4.6조달러
GDP 대비	1.4배	2.1배	4.3배	1.9배	9.4배	12.5배
자산운용회사수주 <sup>2)</sup>	405사	14,806사	1,100사	708사	1,108사	1,979사

주 : 1) 투자신탁과 투자일임을 합산한 잔고(2021년 12월말 시점의 수치(환율도 2021년 12월말 시점))

2) 일본은 투자운용업(적격투자자용 투자운용업, 적격기관투자자 등 특례업무, 해외투자자 등 특례업무는 제외), 홍콩은 Type 9(Asset Management), 싱가포르는 registered/licensed fund managers, 프랑스는 등록된 사업자수, 영국은 EFAMA에 의한 추계

자료: 금융청, 홍콩증권선물위원회(SFC), 싱가포르금융관리국(MAS), 미국투자고문업협회(IAA), 유럽펀드·에셋매니지먼트협회(EFAMA), IMF의 공표 데이터로부터 금융청 작성

- (투자운용 관계 업무 수탁업의 창설) 이번 개정으로 투자운용업자로부터 투자운용 관계 업무(미들·백 오피스 업무)를 수탁하는 사업자의 임의등록제도를 창설하고, 행위규제(선관주의의무 등)등을 적용하여 당국에 의해 직접 모니터링(금상법 제66조의71, 제66조의72 등)

3) <https://www.fsa.go.jp/common/diet/213/01/houritsuanriyuu.pdf>

4) 미들·백 오피스 업무는 '투자운용 관계 업무'로 정의되어 있으며, '투자운용 관계 업무'란 투자운용업 등에 관하여 실시하는 이하의 업무를 말함(개정 금상법 제2조 제43항 참조). 운용대상재산을 구성하는 유가증권 기타 자산과 해당 자산에서 발생하는 이자 또는 배당금과 해당 운용대상재산의 운용과 관련된 보수 기타 수수료를 기초로 하는 해당 운용대상재산의 평가액 계산에 관한 업무, 법령 등을 준수하게 하기 위한 지도에 관한 업무가 해당

- 투자운용 관계 업무 수탁업자에게 미들·백 오피스 업무를 위탁한 경우에는 위탁한 투자운용업자의 등록요건(인적 구성)을 완화(금융법 제29조의4 제1항 제1호의2 등)하여 투자운용에만 집중할 수 있도록 함
- 투자운용업자가 금전 등의 예탁<sup>5)</sup>을 받지 않을 경우 자본금 요건을 인하(5000만엔→예를 들어 1000만엔)하고 이를 위해 투자운용업 등록시 예탁유무 기재를 의무화(금융법 제29조의2 제1항 제5호의2)
- (운용 권한의 전부 위탁) 개정 금융상품거래법에서도 ‘운용의 대상 및 방침’을 나타낼 필요가 있기 때문에, 운용의 대상 및 방침을 결정하는 권한까지는 위탁할 수 없지만, 그 이외의 운용에 관한 권한의 전부를 위탁할 수 있음(금융법 제42조의3 제2항<sup>6)</sup>, 투신법 제12조 등)

□ 성장자금의 공급과 운용대상의 다양화를 실현하기 위해 비상장유가증권 유통 활성화

- 비상장주식을 거래할 장소가 없어 보유자의 현금요구나 투자자의 투자요구에 부응하지 못하고 있어 비상장유가증권 유통 활성화를 위해 비상장유가증권의 중개업무 진입요건을 완화하고 비상장유가증권 유통을 활성화하고자 함
  - 비상장주식 거래소가 없어 일본에서는 시가총액이 적은 채로 상장하는 소립상장(小粒上場)<sup>7)</sup>이 많고, 이 경우 기관투자자의 투자대상이 되지 않고 기관투자자의 스튜어드십 활동 대상도 되지 않아 상장 후 성장이 정체되는 원인이 되고 있다는 지적도 있음
- 스타트업 등이 발행하는 비상장 유가증권의 중개업무에 신규 참가를 촉진하고, 그 유통을 활성화시키기 위해 비상장 유가증권에 대하여 프로 투자자(특정 투자자)를 대상으로 하며, 원칙적으로 금전 등의 예탁을 받지 않는 경우는 제1종 금융상품거래업의 등록요건을 완화
  - 전문투자자(특정투자자)를 대상으로 비상장유가증권의 중개업무에 특화하고 원칙적으로 유가증권이나 금전의 예탁을 받지 않는 경우에는 제1종 금융상품거래업의 등록요건 등을 완화(자본금 요건의 인하, 자기자본규제비율, 겸업규제 등)
- 사설거래시스템(Proprietary Trading System: PTS)에 대해 거래 규모가 한정적인 경우에는 인가할 필요 없이 제1종 금융상품거래업의 등록에 의해 운영가능하도록 함
  - 비상장유가증권의 전자적 거래의 장을 제공하는 경우 유동성이 낮은 비상장유가증권만을 취급하고, 거래규모가 한정적일 때에는 사설거래시스템(PTS)의 인가를 요하지 않고 제1종 금융상품거래업의 등록으로 운영 가능하게 함

5) 자산운용에 있어서는 주식이나 채권과 같은 유가증권을 증권회사 등에 맡기는 것을 예탁이라고 하며, 예탁을 받지 않는 투자운용업자에게 자본금을 인하함으로써 등록을 용이하게 함. 증권회사는 예탁한 유가증권이나 금전을 증권회사의 자산과는 분별관리하여야하며 이는 금융상품거래법(제43조의2)으로 의무화되어 있음

6) (금융상품거래법 제42조의3 제2항) 금융상품거래업자 등은, 전항의 규정에 의해 위탁을 하는 경우에 있어서는, 해당 위탁을 받는 사람에 대하여, 운용의 대상 및 방침을 나타내고, 또한, 내각부령으로 정하는 바에 따라, 운용 상황의 관리 그 외의 해당 위탁에 관한 업무의 적정한 실시를 확보하기 위한 조치를 강구하여야 한다.

7) 소립상장(小粒上場)은 시가총액이 작은 100억엔 미만의 상장으로 자본력이 있는 기관투자자의 투자대상이 되기 어렵고 주주가 개인에 치우치는 경향이 있음

- 현재의 인가에서 요구하고 있는 추가적인 자본금 요건(3억엔)을 부과하지 않는 것으로 하는 동시에, 시스템 요건(시스템의 이중화 [감독 지침 개정 사항]) 등을 완화
- 등록제 하에서 실시하는 PTS 운영업무와 관련된 업무의 내용 및 방법을 기재한 서류 중 공익 또는 투자자 보호를 위해 특히 필요한 것을 변경하는 경우는 그 변경 30일 전까지 내각총리대신에게 신고

#### □ 대량보유보고제도의 대상 명확화

- 대량보유보고제도는 주권등의 대량보유에 관한 정보가 경영에 대한 영향력이나 시장에서의 수급 관점에서 중요한 정보이기 때문에 해당 정보를 투자자에게 신속하게 제공하고 투자자 보호를 도모하는 것을 목적으로 대량보유자에 대해 일정한 공개를 요구하는 제도
  - 대량보유보고는 5% 이상의 보유자가 된 경우 및 5% 이상 보유 이후 1% 이상의 변동이 있을 경우에 보유 상황을 개시하여야 함
- 이번 개정에서는 기관투자자 등의 참여 촉진을 위해 대량보유보고제도에서 규제대상이 되는 보유비율의 합산 대상이 되는 ‘공동보유자’<sup>8)</sup>의 범위를 명확히 함
  - 현행 제도에서는 보유자와 공동주주로서의 의결권 기타 권리를 행사하기로 합의한 자에 대해서 예외 없이 공동보유자에 해당하는 것으로 간주
  - 상기 합의에는 묵시적 합의가 포함되어 기관투자자가 다른 투자자와 협동하여 개별 기업에 대한 협동 인계이지먼트<sup>9)</sup>에 위축을 가져옴
- 복수의 투자자가 ‘경영에 중대한 영향을 줄 수 있는 합의(중요제안행위)’를 하지 않는 한 ‘공동보유자’에 해당하지 않음을 명확히 함(금상법 제27조의23 제5항)
  - 중요제안행위는 대표이사 선·해임의 제안 등 사업활동에 중대한 영향을 미치는 행위를 목적으로 하는 경우 형태를 불문하고 해당됨
  - 기관투자자 간 공동으로 중요제안행위 등을 실시하는 것을 목적으로 하지 않으면, 주주로서의 권리를 공동으로 행사하는 경우라도 공동보유자에 해당하지 않음

#### □ 자본시장의 투명성·공정성 확보를 위한 공개매수제도 개정

- 공개매수제도는 회사지배권등에 영향을 미치는 주식취득의 투명성·공정성을 확보하는 관점에서 그러한 주식취득에 대해 공개매입(TOB)을 강제함으로써 사전 정보공개와 주주의 평등 취급을 요구하는 것

8) 공동보유자란, 본인에 의한 보유뿐만 아니라, 본인과 공동으로 주권 등의 매입 등을 실시하는 것을 동의하고 있는 사람이나, 부부 등 공동 보유자로 간주되는 자가 보유하는 주권 등도 합산하여 보유 비율을 결정. 공동으로 주권등을 취득하거나 양도하거나 의결권의 행사 등을 실시하는 것을 합의한 실질공동보유자(금상법 제27조의23 제5항)와 부부관계, 지배주주(50%초과 의결권을 가진 자)와 피지배회사의 관계, 실질 지배력 기준에 의한 자회사와 모회사와의 관계 등이 있는 보충공동보유자(금상법 제27조의23 제6항, 시행령 제14조의7)를 공동보유자로 정의

9) 기관투자자가 투자처와 지속적인 기업가치 향상을 목표로 복수의 투자자가 협력하여 대화하는 것으로 ESG 관련 문제를 비롯해 주주 간 공통되는 중요 과제가 증가하고 있는 최근 활발해지고 있음

- (5% 룰) 다수의 자(60일간 10명 초과)로부터 시장의 거래에 의한 매수 후의 소유비율이 5%를 초과하는 경우에는 공개매수에 의하여야 함(금상법 제27조의2 제1항)
- (3분의1 룰) 현저하게 소수의 자(60일간 10명 이내)로부터의 시장의 거래 또는 시장내 거래(입회외)에 의한 매수 후의 주식 등 소유비율이 3분의 1을 넘는 경우 공개매수에 의하여야 함(금상법 제27조의2 제2항)
- (전부 매수의무) 공개매수 후 상장폐지 등에 이르는 경우에 주주를 보호하는 관점에서 매수 후의 소유비율이 3분의 2 이상이 되는 경우에는 주식의 전부를 매수해야 함
- 시장내(입회내)<sup>10)</sup> 취득은 원칙적으로 규제대상이 아니었음(시장내 거래에서 입회외 거래는 3분의1 룰 규제 대상)

〈표 2〉 공개매수제도

	5% 룰	3분의 1룰	과반수	3분의2 이상
시장외거래		5% 룰 (공개매수 필요. 단, 상한을 설정하는 공개매수 가능)	3분의 1룰	전부매수의무 (상한설정불가)
시장내거래 (立會外)				
시장내거래 (立會內)			원칙적으로 규제대상 제외였으나 개정	

자료: 金融庁, 2024. 3, 金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料

- 시장 내 거래등을 통한 비우호적 매수 사례의 증가<sup>11)</sup>, M&A의 다양화라고 하는 환경변화를 근거로 하여 거래의 투명성·공정성 향상을 도모할 필요에 따라 이번 개정에서는 공개매수제도의 대상거래를 확대하여 시장의 거래뿐만 아니라 시장내 거래(입회내)도 ‘3분의 1 룰’ 적용 대상으로 함(금상법 제27조의2)
- 시장의 내외 거래를 불문하고 공개매수 실시가 의무화되는 의결권 소유 비율을 3분의 1에서 30%로 인하하는 것으로 개정(금상법 제27조의2 제1항 제1호)
  - 3분의 1룰에서 3분의 1 이라는 수치가 주주총회의 특별결의를 저지할 수 있는 기본적인 비율이라는 점, 해외의 경우 공개매수제도에서 공개매수가 의무화되는 기준이 의결권 소유비율 30%인 예가 많은 점, 실제 의결권 행사 비율을 감안하면 30%의 의결권을 가지고 있으면 많은

10) 입회내 거래는 증권거래소에서 행해지는 주식매매 방법의 하나로, 투자자의 주식 매매 주문은 증권회사를 통해 증권거래소 내에서 집행되는데 집행시간(입회시간)은 각 거래소마다 정해져 있고, 증권거래소에 모인 주문을 종목별, 매매별, 가격별로 집계한 후 가격 우선의 원칙으로, 다음에 시간 우선의 원칙으로 집행. 입회시간 내에 행해지는 거래(입회내 거래)외에 행해지는 거래를 입회외 거래라 하고, 주요 입회외거래로는 단일종목거래나 바스켓거래, 증가거래, 자기주식 입회외 매매거래가 있음

11) 도쿄기계제작소 사건판결(도쿄고등법원 2021년 11월 9일)에서는 아시아개발캐피탈이 시장 내 거래를 통해 단기간에 3분의 1 이상의 주식을 취득한 사안에 대하여 일반주주로부터는 투자 판단에 필요한 정보와 시간이 충분히 주어지지 않고 인수자에 의한 경영지배권의 취득에 의해 회사의 기업가치가 손상될 가능성이 있다고 생각하면 그 리스크를 회피하는 행동을 취하기 쉽고, 그만큼 일반 주주에 대한 매각에 동기 부여하거나 매각을 향한 압력(강압성)을 갖는 것으로 인정되어 비우호적 매수 사례로 봄

상장회사에서 주주총회 특별 결의를 저지하거나 보통 결의에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 추측되는 점에 비추어 기준을 30%로 인하<sup>12)</sup>

- 공개매수설명서에 기재해야 하는 사항의 간소화를 도모하기 위해 공개매수신고서를 참조해야 하는 취지 등을 기재한 경우 공개매수설명서에 기재한 것으로 간주(금융법 제27조의9 제2항)

## □ 국내 제도와 비교 및 시사점

- (대량보유보고제도의 공동보유자) 우리나라의 자본시장법상 대량보유보고제도에서 공동보유자라 함은 본인과 합의나 계약 등에 따라 주식등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, 주식등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도하거나 양수하는 행위, 의결권을 공동으로 행사하는 행위 중 어느 하나에 해당하는 행위를 할 것을 합의한 자를 말함(자본시장법 시행령 제141조 제1항, 제2항)
  - 여기서 합의나 계약은 반드시 계약서 등 서면에 의하여야 하는 것은 아니며 구두의사의 합치로도 충분하다는 것이 법령 해석<sup>13)</sup>
  - 단, 단순한 의견교환·토론 등의 행위는 공동보유 관계에 해당된다고 보기 어려우나, 의결권 공동행사에 대한 합의나 계약으로 간주될 수 있는 직·간접적 대화나 발언 등이 있는 경우에는 의결권 공동행사에 해당될 수 있다고 해석
  - 의결권 공동행사에 대한 명시적 또는 묵시적 합의 없이 각자의 내부적인 판단과정을 거쳐 독립적으로 의결권을 행사한 경우라면 결과적으로 동일한 방향으로 의결권이 행사되었다는 이유만으로 공동보유 관계에 해당한다 보기는 어렵다는 법령 해석이 있음
  - 자본시장법 시행령상 요건 이외에 공동보유자에 대한 범위를 명확하게 명시하고 있지 않고 법령해석에 의존하고 있는 바, 추후 일본의 정령을 통한 구체적인 공동보유자의 범위에 대한 명시된 규정이 참고사항이 될 것으로 생각됨
- (비상장유가증권 거래) 우리나라의 경우 비상장유가증권의 거래는 제도권 내 시장인 K-OTC(한국장외주식시장), 규제 특례(금융규제 샌드박스)를 부여받은 업체, 그리고 일반 증권사 등 인가를 받은 투자중개업자를 통해서만 가능
  - 인가를 받지 않고 주식거래를 중개할 경우 자본시장법 제11조(무인가 영업행위 금지)에 따라 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금이 부과(자본시장법 제444조)
  - 금융위는 2020년부터 ‘비상장주식 거래 플랫폼’을 운영 중인 업체에 대해 투자자 보호장치 마련을 조건으로 규제 특례 기간을 2년 연장하였고, 전문투자자 간에만 거래하는 조건으로 특례를 2024년 3월까지 추가 연장<sup>14)</sup>

12) 金融庁, 2023. 12. 25, 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループの報告書.

13) 금융위원회, 2017. 6, 스투어드십 코드 관련 법령해석집.

14) 금융위원회, 2022. 7. 12, 금융위원회와 금융감독원은 비상장주식 거래의 안정성과 투명성 제고를 위하여 노력하고 있습니다, 보도설명자료.

- 특례 기간이 만료된 현재 금융당국은 규제 특례 없이도 비상장주식 거래 플랫폼이 사업을 이 어갈 수 있도록 법령 정비 예정<sup>15)</sup>
  - 금융위는 특례 없이도 플랫폼이 서비스를 제공할 수 있도록 법령 정비에 착수해 자본시장법 시행령상 비상장주식 매매 주문 접수·전달 업무 등의 영위 근거를 마련할 예정
  - 다만 정보유출 등의 사고에 대비해 허용된 범위에서만 서비스를 이용할 수 있도록 제한하고 보안대책 수립·이행의무를 부과하기로 함
  - 일본의 경우 한정적이기는 하나, 비상장유가증권 중개업자의 등록요건 완화하고, 인가할 필 요 없이 제1종 금융상품거래업의 등록에 의해 운영가능하도록 하였다는 점에서 앞으로의 법 령정비에 시사점이 될 수 있음
- (투자운용업 촉진을 위한 운용지원인력 관련) 우리나라의 경우에도 신생 운용사가 늘어나면서 백오피스(운용지원부서)의 몸값도 덩달아 높아지고 있고, 자산운용사의 메인인 운용역보다도 백오피스 인력을 더 구하기 어려워진 상황<sup>16)</sup>
- 운용역은 증권사, 회계법인 등 운용사 외부에서 인력이 꾸준히 유입되는 반면 백오피스 인력 들은 신규 유입도 적고 운용역 등 인력 유출이 더 심한 탓에 인력난이 심화한 것으로 보여짐
  - 투자영역이 주식과 채권 등 전통적인 자산에서 대체투자 영역으로 확대되면서 인력난이 더 심해졌고, 부동산이나 해외 시장 등을 잘 알고 있는 인력까지 필요해졌기 때문에 백오피스 업 무는 높은 업무 능숙도가 필요
  - 금융투자협회가 '전문사모운용사 백오피스' 실무 과정을 개설하며 부족한 인력을 보충하기 위해 노력하고 있으나, 늘어난 수요에 비해 공급은 현저히 적은 상황이며, 백오피스 경력을 쌓 고 운용사 프론트 영역으로 자리를 옮기는 경우가 적지 않아서 인력유출도 있는 상황
  - 이런 점에서 일본의 투자운용업자로부터 투자운용 관계 업무(미들·백 오피스 업무)를 수탁 하는 사업자의 임의등록제도와 등록업자에게 업무를 전부 위탁하는 투자운용업자의 등록요 건 완화는 추후 모니터링을 통한 참고사항이 될 수 있을 것으로 사료됨

선임연구원 신경희

---

15) 금융위원회, 2024. 3. 20, 비상장주식 거래 모바일 플랫폼을 제도화하기 위한 규제개선 요청 수용, 보도자료

16) 인베스트 조선, 2022. 6. 28, 우후죽순 늘어나는 신생 운용사에 백오피스 몸값 '고공행진'.