



20260213

대신경제연구소
ESG리서치센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
- I. 서론
- II. 일본 스튜어드십 코드
주요 특징과 제·개정 현황
- III. 일본 스튜어드십 코드 이행점검
- IV. 결론 및 시사점

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소 ESG리서치센터

최수연 팀장

suyoun.choi@daishin.com
02-2084-7834

Daishin 경제연구소

DERI ESG In-depth Report

일본 스튜어드십 코드 이행점검 현황과 사례

Executive Summary

스튜어드십 코드는 기관투자자가 고객 자산을 운용하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하도록 요구하는 원칙이다. 한국은 2016년 코드 도입 이후 2024년 밸류업 프로그램을 반영해 가이드라인을 개정하였고, 2025년 말 이행점검 체계를 마련하였다. 다만, 이에 대해 기업 측에서는 경영 자율성 침해와 단기성과 중심의 경영 유도 가능성에 대한 우려도 제기하고 있다. 한편, 일본 스튜어드십 코드는 2014년 제정 이후 세 차례 개정을 거치며 '기업과 경영환경에 대한 깊이 있는 이해'와 '건설적 목적의 대화'를 일관되게 강조해왔다. 특히 원칙과 지침에서 자산소유자와 자산운용사의 역할을 구분하고, **이행점검의 주체를 자산소유자로 명확히 규정**한 점이 특징이다. 자산소유자는 운용사 선정 단계에서 스튜어드십 원칙을 제시하고, 자기평가와 보고를 활용해 활동의 질을 중심으로 모니터링하며, 연 1회 이상 수익자에게 이행 현황을 보고하도록 되어 있다.

이러한 **일본의 이행점검은 구체적인 모니터링 관행이 특징적**이다. 자산소유자는 스튜어드십 보고서, 스마트 양식(Smart Format), 표준화된 설문지, 인터뷰 등을 활용해 운용사의 활동을 점검한다. 특히 스마트 양식은 복수 운용사의 활동을 일괄 비교·집계할 수 있는 표준화된 양식으로, 효율성과 투명성을 높이고 있다. 또한 **인게이지먼트 강화형 패시브 운용에 별도 수수료를 적용하는 등 인센티브 체계도 병행**한다. 이 외에도, 금융청(FSA)이 투자자와 기업을 대상으로 인터뷰를 실시하여 의미 있는 대화와 형식적 대화의 사례를 공개함으로써, 스튜어드십 활동이 형식적인 체크리스트 중심의 절차가 되지 않도록 유도하고 있다. 이러한 접근은 코드 이행점검을 통제 수단이 아니라, 신뢰 기반의 중장기 파트너십 구축 과정으로 정립하기 위한 시도이다.

결론적으로, **일본의 이행점검은 원칙과 지침에 근거한 역할 명확화, 표준화된 모니터링 인프라, 인센티브 연계, 이해관계자 간 사례 공유를 통해 코드의 실질적 이행을 뒷받침**하고 있다. 한국과 일본 코드는 자율 규범 구조와 기업가치 제고라는 목적에서 유사하나, 일본은 이행점검의 구체성과 인센티브 연계 측면에서 앞서 있다. **우리나라 역시 표준화된 점검·비교 플랫폼 구축, 인센티브 체계와의 실질적 연계, 신뢰에 기반한 대화 사례 공유 등을 통해 질적 개선을 유도할 필요**가 있다. 코드 이행점검의 실효성은 통제의 강도가 아니라, 투자자와 기업 등 이해관계자 간의 신뢰에 기반한 장기적 소통을 제도적으로 구체화 하는데 있다.

※ 일본 스튜어드십 코드 원칙과 이행점검 체계 하에서 기관투자자가 실제로 어떻게 활동하는지 살펴보기 위해 후속 보고서에서 일본 공적연금(GPIF)의 이행점검 사례를 구체적으로 살펴볼 예정

I. 서론

스튜어드십 코드는 대규모 자금을 운용하는 기관투자자가 고객의 재산을 관리하는 수탁자로서 그 역할을 충실하게 수행하도록 유도하기 위한 '수탁자 책임에 관한 원칙' 또는 '규범'이다. 한국 스튜어드십 코드는 2016년 12월 처음 도입된 이후, 2024년 3월 기업가치 제고 계획(밸류업) 프로그램을 반영하여 가이드라인이 일부 개정되었고, 2025년 2월 금융위원회가 개최한 '스튜어드십 코드 발전방향 세미나'를 시작으로 실질적 이행 강화 방안이 논의되었다. 2025년 12월 기준 4대 연기금과 63개 자산운용사 등 총 249개 기관이 한국 스튜어드십 코드에 가입하였으나, 그 동안 이행점검 절차가 부재하여 코드 실효성이 부족하고 체계적인 공시기반이 미비하여 스튜어드십 보고서 확인이 어렵다는 한계점이 지적되었다.

이에 2025년 12월 29일 금융위원회는 스튜어드십 코드의 이행력을 제고하기 위해 민간중심 발전위원회의 코드 이행 보고서 최종 검토 및 의결, 연기금 및 자산운용 시범 점검 및 우수사례 마련과 점검 대상 확대, 각 원칙별 12개 항목 이행여부 점검 등 이행점검 절차 도입 방안을 발표¹하였다. 이 외에도 별도 홈페이지를 통한 종합점검보고서 추가 공시, 이행 점검 결과 공개와 인센티브 확대 등 이행점검 결과 공시 및 활용 방안, 코드 개정 시 참고사항을 제시하였다. (자세한 내용은 부록1 참고)

한편, 기업 측에서는 스튜어드십 코드가 경영 자율성을 침해하고, 장기적 기업가치 제고보다는 단기 성과 중심의 경영을 유도할 수 있으며 투자자-기업 간 관계를 경직시킬 수 있다는 우려를 제기해 왔다. 이러한 비판은 스튜어드십 코드가 장기적 기업가치 제고라는 본래 취지와 달리 실제 시장에서는 규제 부담 또는 경영 압력 장치로 작동할 수 있다는 관점이 반영된 것이다.

이러한 측면에서, 우리나라보다 먼저 코드를 도입하고 실행력을 높여온 일본 사례를 살펴볼 필요²가 있다. 일본 스튜어드십 코드가 원칙 준수 또는 설명(Comply or Explain) 방식을 채택하고 있으며, 각 원칙을 통해 스튜어드십 정책 수립과 이해상충 관리, 모니터링, 의결권 행사, 주기적 보고, 전문성을 기관투자자에게 요구한 점은 우리나라와 매우 유사하다. 그러나, 일본의 이행점검은 코드가 투자자와 기업 간 관계를 경직시킬 수 있다는 우려를 완화하고, 자산소유자와 자산운용사, 기업 등 다양한 이해관계자 간의 신뢰 관계에 기반한 원활한 소통과 목적 있는 건설적 대화를 촉진하는 방식으로 이루어지고 있다. 따라서, 이하에서는 일본 코드 이행점검의 기반이 되는 원칙과 지침, 위탁운용사에 대한 모니터링과 인센티브 제공 방식 등 이행점검 현황과 사례를 통해 한국에 반영할 수 있는 부분을 제시하고자 한다. 또한, 이어지는 후속 보고서에서는 이러한 일본의 스튜어드십 코드 원칙과 이행점검 체계 하에서 기관투자자가 실제로 어떻게 활동하는지 살펴보기 위해 세계 최대 규모의 연기금인 일본 공적연금(Government Pension Investment Fund, 이하 'GPIF')의 사례³를 살펴 볼 예정이다.

¹ 금융위원회. (2025.12.29). 스튜어드십 코드 내실화 방안 보도자료

² 당 연구소는 세계 최초로 스튜어드십 코드를 제정·도입한 영국, 그리고 이후 제정된 일본의 코드 원칙과 체계, 주요 개정사항 등을 [「2026년 영국 스튜어드십 코드 주요 개정사항 및 시사점\(2025.08.29\)」](#)과 [「일본 스튜어드십 코드 3차 개정사항과 시사점\(2025.12.02\)」](#)에서 설명하였음. 이에 본 보고서에서는 코드 이행점검의 현황과 사례를 중심으로 살펴보고자 함.

³ GPIF는 국내외 주식 100%를 외부 자산운용사에 위탁하는 자산소유자로서, 위탁운용사 이행점검의 기반이 되는 원칙과 정책, 평가 기준, 자산군별 이행점검 항목, 기업 관점에서의 위탁운용사 평가, 이행점검 사례 등을 공개하고 있음.

II. 일본 스튜어드십 코드 주요 특징과 제·개정 현황

일본 스튜어드십 코드는 2010년 세계 최초로 제정된 영국 스튜어드십 코드를 참조하여 2014년 제정되었으나, 영국과 달리 '투자대상기업과 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해'와 '건설적 목적의 대화'를 강조하는 일본만의 독자적 체계를 구축했다. 제정 당시 일본 스튜어드십 코드는 원칙 7을 통해 '기관투자자가 투자대상기업의 사업 환경과 경영 전반에 대한 심층적인 이해를 바탕으로 합리적인 판단 역량을 갖추 필요성'을 명시하였는데, 이는 영국 스튜어드십 코드에는 포함되어 있지 않은 일본 고유의 원칙이다. 이러한 원칙이 도입된 배경에는 당시 기관투자자들이 기업을 미시적이고 표면적인 관점에서 평가하며 단기적인 성과에 과도하게 집중하고, 국제 경쟁 환경 및 시장 구조에 대한 인식이 충분하지 않다는 비판이 제기되었던 일본 자본시장의 상황을 반영한다. 이에 일본 스튜어드십 코드는 기관투자자가 실효성 있는 스튜어드십 활동을 수행하기 위해서 경영진과의 신뢰 관계를 구축하고, 기업의 경영 환경과 비즈니스 모델에 대해 충분한 조사와 이해를 선행한 후, 개별 기업의 특성에 부합하는 맞춤형 대화를 전개해야 함을 강조하였다.

이러한 배경 하에 일본 스튜어드십 코드가 제정된 이후에도 세 차례 개정이 있었다. 1차 개정(2017)에서는 집단적 인게이지먼트를 구체화하고, 2차 개정(2020)에서는 ESG 요소를 수탁자 책임 정의에 명시하였으며, 의결권 자문사 역할을 규정한 원칙8을 신설했다. 3차 개정(2025)은 정책보유주식 해소와 행동주의 투자자 부상이라는 일본 자본시장의 구조 변화에 대응하여, 실질주주의 투명성 강화, 협력적 인게이지먼트의 중요한 선택지로서의 격상, 그리고 원칙 중심 접근을 위한 지침 단순화를 핵심으로 이루어졌다. 이처럼, 지난 11년간 이루어진 일본 스튜어드십 코드의 제·개정과 일련의 지배구조 개혁은 '투자대상기업과 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해'와 '건설적 목적의 대화'를 일관되게 강조하는 방향으로 이루어졌다. 또한, 이를 통해 투자자의 중장기 수익률을 개선하고 투자대상기업의 지속가능한 가치를 제고하여 일본 경제 전체를 위한 선순환 구조를 구축하는 것을 궁극적인 목표로 한다.

표1. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 핵심 내용

구분	내용
제정(2014)	- 원칙 기반(Principles-based) 코드 제정, 원칙 준수 또는 설명(Comply or Explain) 접근방식 채택 7대 원칙 구성: 정책 수립, 이해상충 관리, 모니터링, 건설적 대화, 의결권 정책, 공시, 기업에 대한 이해(부록2 참고) - 기업에 대한 이해(원칙7)는 영국 코드에 없는 일본의 독자적 원칙 - 단, 집단적 인게이지먼트는 소극적(원칙7에서 의견 교환 또는 포럼 정도만 인정)
1차 개정(2017)	기존 7대 원칙 유지하되 지침 신설 및 강화 - 지침4-4: 집단적 인게이지먼트 구체화 - 자산소유자의 직접 참여 및 자산운용사 감독 강화 - 자산운용사의 거버넌스 강화와 이해상충 관리 - ESG를 기회로 명시 - 의결권 자문사 투명성·자원 확보 요구

2차 개정(2020)	기존 7대 원칙 유지하되 정의 및 지침 강화 + 원칙7 일부 수정 + 원칙8 신설 • "수탁자 책임" 정의에 "ESG 요소를 포함한 중장기 지속가능성" 명시 • 적용 자산 유형 확대(비상장주식, 채권) • 의결권 찬성 행사 이유까지 공시 요구 • 원칙8: 서비스 제공기관(의결권 자문사) 역할 신설 (지침8-1, 8-2, 8-3) → 의결권 자문사의 이해상충 관리·투명성·정확성 강조
3차 개정(2025)	기존 7대 원칙 + 원칙8 유지하되 세부 지침 신설 및 강화, 단순화 • 지침4-2: '실질주주 투명성 강화' 신설 (회사법 개정과 연동) • 지침4-6: '집단적·협력적 인게이지먼트'를 중요한 선택지로 격상하고 건설적 대화 조건 명시 ('금융상품거래법'과 연동) • 실질적 활동에 초점을 두어 기존 지침을 단순화: 부수적 지침 삭제·통합

출처: 일본 금융청(FSA)의 스튜어드십 코드 제·개정 자료를 바탕으로 대신경제연구소 재구성

III. 일본 스튜어드십 코드 이행점검

1. 이행점검 관련 원칙과 지침

일본 스튜어드십 코드의 원칙(principles)은 기관투자자(institutional investors)에게 공통적으로 요구하는 내용을 명시하고 있다. 한편, 지침(Guidance)은 기관투자자(institutional investors)를 두가지 범주로 구분하여 자산소유자(asset owners) 혹은 자산운용사(asset managers)에 각각 기대하는 역할을 별도로 서술하고 있다.

우선, 코드 서문에서는 자산소유자가 단기적인 성과에 치중하지 않고 코드에 부합하는 방식으로 자산운용사를 평가(assess)할 것과, 자산운용사가 자산소유자의 의도를 파악하여 기업과의 지속적인 대화를 통해 기업가치 제고에 기여할 것을 코드의 목적으로 강조하였다.

또한, **지침 1-3과 1-4, 1-5**는 코드 이행점검의 주체를 자산소유자로 명확하게 규정한다. 자산소유자가 자산운용사의 스튜어드십 활동을 수동적으로 수용하는 존재가 아니라, 수익자의 이익을 중심에 두고 이를 적극적으로 장려(encourage)하고 점검(monitor)하는 역할을 수행하는 존재임을 강조한 것이다. 즉, 이러한 지침은 자산소유자가 자신의 규모와 역량에 맞추어 운용사에게 요구할 스튜어드십 원칙을 명확히 제시하고, 필요 시 직접 기업과의 대화에 참여하며, 활동의 양이 아닌 질을 기준으로 자산운용사의 스튜어드십 활동 이행 수준을 지속적으로 점검하도록 요구하였다.

이 외에도, **지침 6-1과 6-2**는 자산운용사가 자신의 스튜어드십 활동을 통해 수탁자 책임을 어떻게 이행하고 있는지 고객(clients)에게 정기적으로 보고할 것과 자산소유자가 최소 연 1회 수익자(beneficiaries)를 대상으로 자신의 스튜어드십 정책의 이행 현황을 보고할 것을 명시하였다. 그리고, **지침 7-4**는 자산운용사가 각 원칙과 지침의 이행 현황에 대한 정기적인 자체 평가(self-evaluation)를 실시하고 스튜어드십 활동과 성과 등의 결과를 공개할 것을 요구하였다. 또한, 이러한 자체 평가 및 스튜어드십 활동의 결과 공시가 자산소유자의 자산운용사 선정(selecting) 및 평가(evaluating)에 도움이 되는 사항임을 강조하였다.

이처럼 일본 스튜어디십 코드는 일부 지침(guidance)을 통해 기관투자자를 자산소유자 또는 자산운용사로 구분하여 별도의 역할을 명시함으로써 스튜어디십 활동의 역할과 책임을 명확하게 하였다. **기업과의 직접적인 인게이지먼트는 자산운용사가 수행하되, 그 방향과 기준, 이행 여부에 대한 평가는 자산소유자가 담당하도록 함**으로써 형식적인 스튜어드 활동이 아닌 실질적인 이행을 강조하였다. 또한, 자산소유자가 스튜어디십 원칙을 제시하고, 운용사를 평가 및 점검하며, 필요할 경우 직접적인 인게이지먼트까지 수행하도록 구체적인 역할을 규정함으로써 자산소유자로서의 궁극적인 책임⁴을 명확하게 하였다.

표2. 일본 스튜어디십 코드(2025)의 자산소유자(asset owners)와 자산운용사(asset managers) 역할

구분		내용
코드의 목적		- 기관투자자를 두 범주인 자산운용사(asset managers)와 자산소유자(asset owners)로 구분 자산운용사(asset managers): 위탁자금을 운용, 투자대상기업과의 지속적·건설적 대화를 통해 기업가치 제고 기여 자산소유자(asset owners): 자금을 제공, 스튜어디십 정책 공시 및 직접 활동 또는 운용사 활동을 통해 기업가치 제고 기여 - 역할 관계 자산운용사 → 자산소유자의 의도 파악 및 기대에 부응하는 서비스 제공 자산소유자 → 단기성과 중심이 아닌 코드에 부합하는 방식으로 운용사 평가 - 스튜어디십 활동의 궁극적 목적: 고객·수익자의 중장기 투자수익 제고 - 기관투자자의 비용 인식: 스튜어디십 활동 비용을 자산운용의 필수 요소로 이해
원칙 1. 수탁자 책임 정책 공개	지침 1-3	[자산소유자 역할] - 수익자 관점을 반영하여 운용사의 효과적 스튜어디십 활동 독려 - 직접 운용 시 기업과의 대화 등 활동 참여 필요
	지침 1-4	[자산소유자 역할] - 운용사 선정·계약 시: 의결권 행사 등 활동 관련 쟁점·원칙 명확히 제시 - 대규모 자산소유자 → 운용사 정책 기계적 수용 금지, 적극 검토 및 기준 설정 필요
	지침 1-5	[자산소유자 역할] - 운용사 활동 점검·모니터링 수행 - 평가 중점: 활동의 질적 수준 - 지양 사항: 회의 횟수, 시간, 찬반 비율 등 정량적 형식 점검
원칙 2. 이해상충 관리 정책 수립 및 공시	지침 2-3	[자산운용사 역할] - 이해상충 방지를 위한 거버넌스 구축 - 독립 이사회, 제3자 위원회 등 관련 구조 공개
원칙 6. 수탁자 책임 이행 현황 정기 보고	지침 6-1	[자산운용사 역할] 고객 대상 정기 보고
	지침 6-2	[자산소유자 역할] 최소 연 1회 수익자 대상으로 정책 및 이행 현황 보고
원칙 7. 기업 이해 및 지속가능성 기반 판단 역량 확보	지침 7-4	원칙 이행 현황 점검 및 지속적 개선 [자산운용사 역할] - 정기 자체평가 수행, 결과 공시, 개선 반영 - 공시 내용: 거버넌스 구조, 이해상충 관리, 스튜어디십 활동 성과 - 유의 사항: 투자전략과 일관성 유지, 중장기 기업가치 및 지속가능 성장 기여

출처: 일본 금융청(FSA), Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» (2025)

⁴ 일본의 대표적 자산소유자인 GPIF의 이행점검 관련 정책과 원칙, 위탁운용사 평가 및 점검 방식, 구체적 사례는 후속 보고서 참고

2. 스튜어드십 코드 서명기관에 대한 요구사항

2025년 12월 31일 기준 일본 스튜어드십 코드에 가입한 기관투자자는 총 350개사로, 이는 연기금 88개사, 투자회사 및 자문사 218개사, 보험회사 26개사, 신탁은행 6개사, 기타(서비스 제공기관 등) 12개사를 포함한다.

일본 금융청(FSA)은 코드를 수용한 기관투자자에게 아래와 같은 사항을 요구하였다.

1) 자사 홈페이지에 다음 사항을 공개할 것

- 스튜어드십 코드 수용 의사

- 스튜어드십 코드 원칙(지침 포함)에 기반한 공개 항목

i) 스튜어드십 책임 이행 정책 등 코드의 원칙에 따라 공개가 요구되는 구체적인 정보

ii) 지침을 포함한 일부 원칙을 준수하지 않은 경우 그 이유

2) 공개된 정보를 매년 검토 및 업데이트하고, 업데이트가 된 경우 이를 공개할 것

3) 해당 정보가 공개된 웹사이트 주소(URL)를 금융청(FSA)에 전달할 것

특히, 코드 3차 개정은 기업의 요청이 있는 경우 기관투자자가 보유한 주식 수량을 설명하고, 이에 어떻게 대응할 것인지에 관한 정책을 사전에 공시하도록 요구한 바 있다. 금융청(FSA)은 이러한 3차 개정사항을 반영하여 신탁은행·투자운용사·보험회사로 분류되는 기관투자자가 '투자대상기업의 지분 보유 현황 요청에 대한 대응 방침'과 이에 대한 '웹사이트 주소'를 공개하도록 하였다. 이에 따라, 일본 금융청(FSA)에서 발표하는 코드 서명기관 리스트에는 각 서명기관의 코드 채택 여부, 투자대상이 되는 기업으로부터의 지분 보유 현황 요청에 대한 대응 정책 보유 여부, 스튜어드십 활동 보고서 공개 여부와 각 항목을 확인할 수 있는 웹사이트 주소(URL)를 포함하고 있다.(그림 1 참고)

그림1. 일본 스튜어드십 코드 서명기관 리스트(2025.12.31 기준)

“책임 있는 기관투자자 원칙”에 서명한 기관투자자 목록 «일본 스튜어드십 코드» - 투자와 대화를 통해 기업의 지속 가능한 성장을 촉진합니다 -									
[총계: 350]									2025년 12월 31일 기준
기관명 (알파벳순)	코드 채택 발표 공개 웹사이트(URL)	코드에 설명된 항목 공개 웹사이트(URL)	17년 개정	20년 개정	25년 개정	기업으로부터의 지분 보유 현황 요청에 대한 대응 정책	웹사이트(URL)	스튜어드십 활동 보고서	웹사이트(URL)
신탁 은행(소계: 6)									
1 미쓰비시 UFJ 신탁은행	https://www.tr.mufg.jp/en/about-us/stewardship/	https://www.tr.mufg.jp/en/about-us/stewardship/	○	○	○	○	https://www.tr.mufg.jp/en/about-us/stewardship/	○	https://www.tr.mufg.jp/en/about-us/stewardship/
2 미즈호 신탁은행 주식회사	https://www.mizuho.co.jp/en/stewardship/	https://www.mizuho.co.jp/en/stewardship/	○	○	○	○	https://www.mizuho.co.jp/en/stewardship/	○	https://www.mizuho.co.jp/en/stewardship/
3 레소나 은행, 유한회사	https://www.resonabank.co.jp/en/stewardship/	https://www.resonabank.co.jp/en/stewardship/	○	○	○	○	https://www.resonabank.co.jp/en/stewardship/	○	https://www.resonabank.co.jp/en/stewardship/
4 스미토모 미쓰이 신탁은행(주)	https://www.smmti.co.jp/en/stewardship/	https://www.smmti.co.jp/en/stewardship/	○	○	○	—	—	○	https://www.smmti.co.jp/en/stewardship/
5 노무라 신탁은행 주식회사	https://www.nomura.co.jp/en/stewardship/	https://www.nomura.co.jp/en/stewardship/	○	○	○	○	https://www.nomura.co.jp/en/stewardship/	○	https://www.nomura.co.jp/en/stewardship/
6 노린추진 신탁은행 주식회사	https://www.norinchu.co.jp/en/stewardship/	https://www.norinchu.co.jp/en/stewardship/	○	○	○	—	—	○	https://www.norinchu.co.jp/en/stewardship/

출처: 일본 금융청(FSA) 홈페이지

3. 스튜어드십 활동 이행점검⁵: 자산소유자 관점

일본 금융청(FSA)이 구성한 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드 후속 전문가 위원회는 2024년 6월 「기업지배구조 개혁을 위한 행동 프로그램 2024: 원칙의 실천(Action Program for Corporate Governance Reform 2024: Principles into Practice(이하 '행동 프로그램 2024'))」을 발표하였다. 행동 프로그램 2024는 기관투자자의 효과적인 인게이지먼트와 목적 있는 건설적 대화를 위해 투자자와 기업 등 이해관계자의 의견을 고려하여 바람직한 인게이지먼트와 바람직하지 않은 인게이지먼트에 대한 구체적인 사례와 관점을 고려할 것을 제안하였다.

또한, 금융청(FSA)이 관계기관과 협력하여 자산운용사, 자산소유자 및 의결권 자문기관의 코드 준수 여부를 평가할 것을 요구하였다. 일본 금융청(FSA)은 행동 프로그램 2024의 요구를 바탕으로, 2024년 9월부터 2025년 1월까지 26개 자산소유자, 자산운용사, 의결권 자문기관을 대상으로 스튜어드십 활동에 관한 인터뷰를 실시하였다.

1) 모니터링 관행(monitoring practices)

일본 금융청(FSA)이 코드에 가입한 일본 공적연금(GPIF)과 미국 캘리포니아 공무원 연금(CalPERS), 일본 연금기금협회(Pension Fund Association) 등 5개 자산소유자를 대상으로 실시한 인터뷰 내용에 따르면, 자산소유자의 위탁운용사 모니터링 방식은 ▲ 스튜어드십 보고서, ▲ 스마트 보고서 양식(smart format), ▲ 표준화된 설문지, ▲ 인터뷰 또는 회의로 구분된다.

① 스튜어드십 보고서

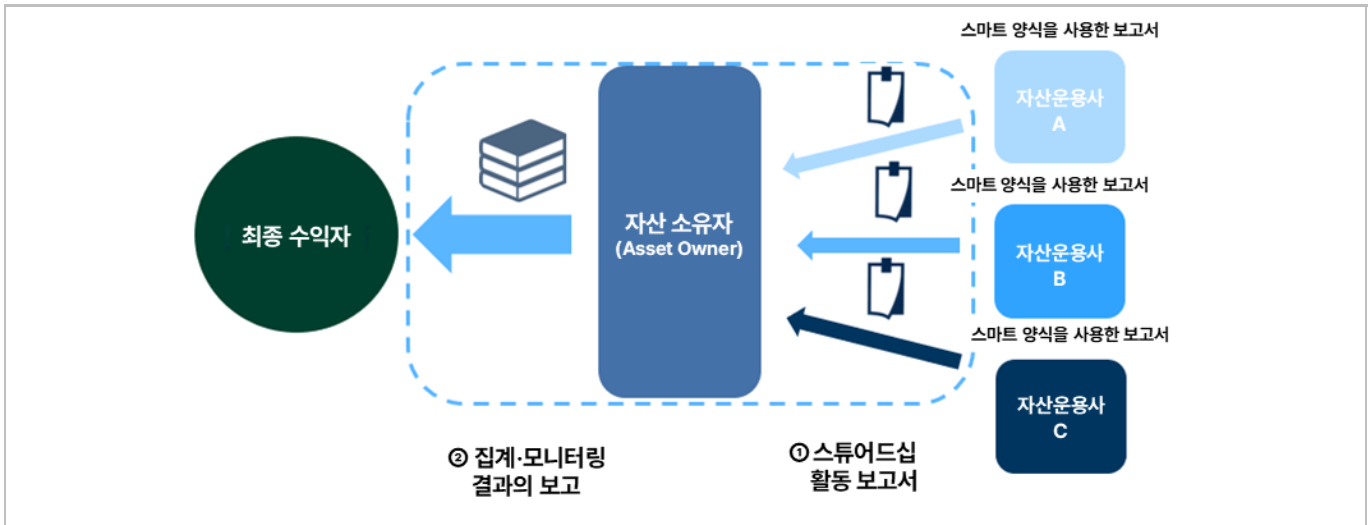
자산소유자는 매 회계연도마다 위탁운용사로부터 스튜어드십 활동 보고서를 제출받고 인터뷰를 실시하여, 이들의 스튜어드십 활동이 당사의 정책과 부합하는지를 확인하고 있다. 자산소유자는 이행 체계와 같은 형식적 측면뿐만 아니라, 위탁운용사가 투자대상기업을 어떻게 이해하고 있는지, 지속가능성 요인이 어느 정도 고려되고 있는지 등 이니셔티브의 질에도 중점을 두고 있다. 위탁운용사의 인게이지먼트의 질을 평가하기 위해, 개별 기업의 과제를 어떻게 분석하는지, 어떤 방식의 대화를 수행하는지 등 사례 기반의 내용을 확인한다.

② 스마트 양식(smart format)

2019년 11월 설립된 일본 스튜어드십 이니셔티브(Japan Stewardship Initiative, 이하 'JSI')는 자산소유자와 자산운용사 간의 정보 전달 및 의사소통을 강화하기 위한 표준화된 보고 양식인 스마트 양식(smart format)을 운영하고, 이에 대한 모범 사례 정보를 수집하여 공유하고 있다. 이를 통해 자산운용사는 최근 1년간 진행된 스튜어드십 활동을 자산소유자에게 보고할 수 있으며, 자산소유자는 자산운용사의 스튜어드십 활동 접근 방식과 내역을 일괄적으로 파악할 수 있다.

⁵ 일본 금융청(FSA), 「Stewardship practices in Japan(2025.06.02)」 참고

그림2. 자산소유자의 스마트 양식 활용



출처: 일본 스튜어드십 이니셔티브(Japan Stewardship Initiative) 홈페이지

㉠ 표준화된 설문지

자산소유자는 자산운용사가 약 50개의 공통 질문으로 구성된 표준화된 설문지⁶에 응답하도록 요구한다. 매년 설문지의 일부를 업데이트하되, 자산운용사의 부담을 고려하여 이전 응답에서 변경된 항목에 대해서만 수정 답변을 제출하도록 하고 있다. 이외에도 질문의 통합 또는 축소를 통해 문항 수를 줄이기 위한 노력도 병행하고 있다. 또한, 자산소유자는 스마트 보고서 양식(Smart Format)에서 다루어지지 않는 일부 항목에 대해 유사한 형식을 활용하여 추가적인 응답이나 자료 제출을 요청하고, 지난 1년 간의 변화 중 별도의 설명이 필요한 사안에 대해 파워포인트 자료를 요구⁷하기도 한다.

㉡ 인터뷰 또는 회의

- **(투자대상기업과의 대화)** 자산소유자는 특정 사안에 대해 투자대상기업에 직접 접촉하지는 않지만, 투자대상기업과 대화를 수행하는 자산운용사와의 논의를 통해 해당 대화의 내용을 확인한다. 개별적인 부정행위 사건이 발생한 경우에는, 사안의 중대성을 고려하여 각 자산운용사가 어떻게 대응했는지를 확인하기 위한 인터뷰를 실시한다.
- **(액티브 운용 모니터링)** 자산소유자가 위탁한 액티브 운용은 초과수익(알파) 창출에 초점을 맞추고 있다. 따라서, 투자는 신중하게 선정된 기업에 한해 이루어지며, 인게이지먼트와 의결권 행사는 제한된 수의 기업을 대상으로 수행된다. 자산소유자 내 일부 부서는 투자 현황을 검토하기 위해 정기적으로 또는 필요 시 회의를 개최한다. 자산소유자는 스튜어드십 활동과 관련된 회의를 위탁운용사와 연간 수 차례 진행하며, 이 과정에서 운용사의 투자 스타일에 영향을 미치지 않도록 각별히 유의하고 있다.

⁶ 일부 해외 자산운용사는 설문 응답을 일본어로 번역하는 것이 큰 부담이 된다고 지적함에 따라, 현재는 질문을 일본어와 영어로 병기하고 응답은 영어로 제출하는 것도 허용하고 있음.

⁷ 자산소유자는 이러한 절차가 운용사에게 부담이 된다는 점을 인식하고 있음. 자산소유자도 인터뷰 과정에서 다수의 자료를 검토해야 하므로, 부담을 경감하기 위한 다양한 접근 방식을 시도하고 있으며, 운용사가 작성한 스튜어드십 활동 보고서를 활용해 부담을 줄일 수 있는지 검토 중임.

* [참고] 일본 스튜어드십 이니셔티브(JSI)와 스마트 보고서 양식(Smart Format)⁸

1. 일본 스튜어드십 이니셔티브(JSI)

- **[설립 목적과 배경]** 2014년 일본 스튜어드십 코드 제정과 2015년 기업 지배구조 코드 제정 및 후속 전문가 위원회의 논의 이후, 자산소유자와 자산운용사, 투자대상기업 간의 스튜어드십 활동에 대한 고도화가 요구되는 상황에서 2019년 11월 자발적으로 설립된 이니셔티브임.
- **[주요 활동]** JSI는 58개 기관투자자와 전문가들로 구성되어 있음(2025.10.28. 기준). 이는 자산소유자와 자산운용사 간의 정보 전달 및 의사소통을 강화하기 위한 보고 양식인 스마트 보고서 양식(smart format)을 운영 및 개정하고, 이에 대한 모범 사례 정보를 수집하고 공유하는 것을 목표로 함.

2. 스마트 보고서 양식(Smart Format)

- **[주요 내용]** 스마트 보고서 양식은 JSI의 주도로 개발된 표준화된 보고 양식으로, 스튜어드십 코드 3차 개정을 반영한 버전(v.1.4.0)이 2025년 8월 1일 발표됨. 이를 통해 2024년 7월 1일부터 2025년 6월 30일까지 진행된 스튜어드십 활동에 대해 **자산운용사는 자산소유자에게 보고할 수 있으며, 자산소유자는 자산운용사의 접근 방식과 활동 내역을 일괄적으로 파악할 수 있음.**
- **[구성 및 기능]** 스마트 보고서 양식을 활용한 모든 보고와 집계는 동일한 엑셀 파일을 통해 이루어짐. **자산운용사는 '스마트 양식' 시트에 최근 1년간 이루어진 전반적인 스튜어드십 활동 자기평가, 인게이지먼트 내역, 의결권 행사 판단기준-체계-프로세스, 향후 개선 사항 등 표준화된 질문에 대한 내용을 입력하고, '의결권 행사 현황' 시트에 안건 유형별 의결권 찬반 건수를 입력함. 자산소유자는 다수의 자산운용사가 제출한 스튜어드십 활동 보고를 일괄적으로 취합하는 '집계 출처' 시트와 '스튜어드십 활동 전반' 시트 등을 통해 운용사 간 스튜어드십 활동 내역에 대한 비교와 모니터링이 가능함.**

그림3. 일본 자산운용사의 스마트 보고서 양식 입력 시트(예시)

일본판 스튜어드십 코드(개정판) 대응 리포팅 ("스마트 양식") *설문 등의 개별 편집·추가는 금지합니다.				v1.4.0	
(일본판 스튜어드십 코드 대상 항목 지정 항목 6 지정 6-3)		작성일	2025년 06월 01일	대상 기간: 2024년 7월 1일부터 2025년 6월 30일까지	
구분	항목명	일본판 스튜어드십 코드 대상 항목 지정	답변란	답변 방법	항목 설명
[스튜어드십 활동 전반]					
<방향-전반>		원칙 1 지정 1-1, 1-5, 원칙 6 지정 6-1.	운영기관명: A 자산운용사		운영 기관의 명칭
1	스튜어드십 정책	원칙 1 지정 1-2, 원칙 6 지정 6-1.	전각 1600자까지		스튜어드십 정책의 내용
2	스튜어드십 정책 게재 URL	원칙 1 지정 1-2, 원칙 6 지정 6-1.	https://www.testam.co.jp/xxx		공개된 URL
<방향-PR의 서명>					
3	PR의 서명		1 • 있음: 「1」 • 없음: 「0」		PR의 서명 여부
4	서명일(서명 예정일)		• YYYYMMDD		PR에 서명한 연월일
5	PR의 서명되지 않은 이유		전각 800자까지		PR에 서명하지 않은 경우 그 이유
<방향-일본판 스튜어드십 코드의 수용>					
6	일본판 스튜어드십 코드 수용		1 • 있음: 「1」 • 없음: 「0」		일본판 스튜어드십 코드의 수락 유무
7	수용일		• YYYYMMDD		당초 수입년월일
8	일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 일본 주식 투자 없음		• 해당: 「1」 • 비해당: 「0」		이유의 해당/비해당
9	일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 의결권 없음		• 해당: 「1」 • 비해당: 「0」		이유의 해당/비해당
10	일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 전략에 적합하지 않음		• 해당: 「1」 • 비해당: 「0」		이유의 해당/비해당
11	일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 비용 부담 증가		• 해당: 「1」 • 비해당: 「0」		이유의 해당/비해당
12	일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 수용 예정 있음		• 해당: 「1」 • 비해당: 「0」		이유의 해당/비해당
13	일본판 스튜어드십 코드 미수용 기타 이유		전각 800자까지		기타 경우 이유
14	원칙 1 수용 상황-Comply/Explain/비해당	원칙 1	1 • Comply: 「1」 • Explain: 「2」 • 비해당: 「0」		원칙 1에 대해서: 「Comply」의 경우는 「1」, 「Explain」의 경우는 「2」, 「비해당」의 경우는 「0」
15	원칙 1 수용 상황-상세	원칙 1	전각 800자까지		Explain의 경우 또는 추가 설명
16	원칙 2 수용 상황-Comply/Explain/비해당	원칙 2	1 • Comply: 「1」 • Explain: 「2」 • 비해당: 「0」		원칙 2에 대해서: 「Comply」의 경우는 「1」, 「Explain」의 경우는 「2」, 「비해당」의 경우는 「0」
17	원칙 2 수용 상황-상세	원칙 2	전각 800자까지		Explain의 경우 또는 추가 설명
			• Comply: 「1」 • Explain: 「2」 • 비해당: 「0」		원칙 3에 대해: 「Comply」의 경우는 「1」, 「Explain」의 경우는 「2」, 「비해당」의 경우는 「0」
스마트 양식			의결권 행사 상황	집계 출처	집계_스튜어드십 활동 전반
			집계_인게이지먼트 전반 및 기업과의 대화	집계_의결권 행사	SS코드 대응표
			안내	버전 관리	

⁸ 자세한 내용은 일본 스튜어드십 이니셔티브(Japan Stewardship Initiative) 홈페이지(www.icj.co.jp/jsi/) 참고

그림4. 일본 자산소유자의 스마트 보고서 양식 입력 시트(예시)

집계 출처	집계표 대상 항목	자산운용사 A	자산운용사 B	자산운용사 C	자산운용사 D
[스튜어드십 활동 전반]					
<방침-전반>					
1 스튜어드십 정책					
2 스튜어드십 정책 게재 URL					
<방침-PRI의 서명>					
3 PRI 서명	○				
4 서명일(서명 예정일)					
5 PRI 서명되지 않은 이유					
<방침-일본판 스튜어드십 코드의 수입>					
6 일본판 스튜어드십 코드 수락	○				
7 수명일					
8 일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 일본 주식 투자 없음	○				
9 일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 의결권 없음	○				
10 일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 전략에 적합하지 않음	○				
11 일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 비용 부담 증가	○				
12 일본판 스튜어드십 코드 미수용 이유 - 수용 예정 있음	○				
13 일본판 스튜어드십 코드 미수용 기타 이유					
14 원칙 1 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
15 원칙 1 수용 상황 - 상세					
16 원칙 2 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
17 원칙 2 수용 상황 - 상세					
18 원칙 3 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
19 원칙 3 수용 상황 - 상세					
20 원칙 4 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
21 원칙 4 수용 상황 - 상세					
22 원칙 5 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
23 원칙 5 수용 상황 - 상세					
24 원칙 6 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
25 원칙 6 수용 상황 - 상세					
26 원칙 7 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
27 원칙 7 수용 상황-상세					
28 원칙 8 수용 상황-Comply/Explain/비해당	○				
29 원칙 8 수용 상황-상세					
<방침-기타 이니셔티브>					
30 기타 이니셔티브					
스마트 양식 의결권 행사 상황 집계 출처 집계_스튜어드십 활동 전반 집계_인게이지먼트 전반 및 기업과의 대화 집계_의결권 행사 SS코드 대응표 안내 버전 관리					

2) 인센티브 제공(incenvisation)

자산소유자는 모니터링을 통해 파악한 내용을 바탕으로 매년 스튜어드십 활동을 평가하고, 이를 펀드 종합 평가에 반영하고 있다. 스튜어드십 활동의 평가 결과는 위탁운용사에게 개별 피드백 형태로 제공된다. 자산소유자의 위탁운용사에 대한 인센티브 제공 방식은 아래와 같이 구분된다.

㉠ 인게이지먼트 강화형 패시브 운용 방식에 대한 별도의 수수료 구조

기존의 전통적 패시브 운용과 달리, 인게이지먼트 강화형 패시브 운용 방식(enhanced engagement-type passive management)은 별도의 수수료 구조 하에서 활용된다. 이는 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 중점을 둔 패시브 투자 모델로서, 자산소유자인 GPIF는 해당 모델 선정 과정에서 투자 프로세스, 스튜어드십 정책, 그리고 조직 체계와 수수료 수준을 포함한 비즈니스 모델을 종합적으로 검토한다. 또한, 선정된 위탁운용사들은 중·장기 인게이지먼트 목표 설정, 해당 목표 달성을 위한 연간 계획, 인게이지먼트의 체계와 방법을 명확히 하고, 그 이행 현황을 정기적으로 보고해야 한다.

㉡ 액티브 운용의 스튜어드십 활동과 투자 수익 연계

액티브 운용의 스튜어드십 활동 성과는 궁극적으로 투자 수익으로 실현되므로, 스튜어드십 활동 자체에 대한 별도의 인센티브를 제공하지 않는다. 다만, 스튜어드십 활동을 포함한 기업 분석으로부터 발생하는 위험에 대한 기대 초과수익(expected excess returns)을 평가하고, 이에 따라 보수가 지급된다.

㉢ 스튜어드십 활동 수수료 체계의 변화

최근에 계약을 체결한 일부 위탁운용사들은 스튜어드십 활동과 관련된 비용을 수수료 체계에 반영하고

있다. 반면, 기존 계약을 유지하고 있는 위탁운용사의 경우 스튜어드십 코드 도입 이후에도 수수료가 인상되지 않아 재정적 부담 가능성⁹이 제기되었다.

㉔ 우수 사례 공개

자산소유자는 모니터링 과정에서 확인된 우수 사례를 보고서에 소개하고 모범 사례를 공유함으로써 각 위탁운용사가 수행하는 활동의 효과성을 제고하고자 한다. 반면, 인게이지먼트의 효과를 명시적으로 인정하고, 이에 대해 추가 인센티브를 제공하는 관행은 아직 표준으로 정착되지 않았다.¹⁰ 또한, 우수한 인게이지먼트를 칭찬하는 것은 인센티브로 작용할 수 있으나, 운용사의 인게이지먼트를 어느 수준까지 익명화해야 하는지에 대한 불확실성이 있다. 이에 따라 스튜어드십 활동 보고서에서는 가능한 범위 내에서 익명성을 유지하며 해당 내용을 기술하고 있다.

㉕ 회의를 통한 긍정적 피드백

자산소유자는 위탁운용사와의 회의를 통해 효과적인 스튜어드십 활동에 대한 긍정적인 피드백을 제공하고 있다. 방대한 자료를 제시하기보다는, 사전에 제시된 질문에 근거해 충분한 설명을 제공하는 위탁운용사는 필요한 조치를 신중하게 검토하고 이행하고 있는 것으로 인식한다. 이러한 위탁운용사들은 의결권 행사와 인게이지먼트가 투자 정책에 잘 통합되어 있는 것으로 평가된다.

3) 협력적 모니터링(Collaborative Monitoring)

2024년 8월 일본 정부가 제정한 '자산소유자 원칙(Asset Owner Principles)'¹¹은 일본 코드 제개정 이후 자산소유자의 수탁자 책임을 별도로 제시하여 연기금 중심의 스튜어드십 활동을 강화하고자 하였다. 자산소유자 보충원칙 5-10에 따르면 복수의 자산소유자가 협력하여 투자 수탁자(investment trustee)의 스튜어드십 활동을 점검하는 협력적 모니터링(collaborative monitoring)을 하나의 선택지로 제시하였다.

표3. 일본 자산소유자 원칙(2024)

구분	내용
원칙5	자산소유자는 수익자의 투자목표를 달성하기 위하여, 스스로 또는 운용위탁기관(investment trustee, 運用委託先)을 통해 스튜어드십 활동을 수행함으로써 투자대상기업의 지속가능한 성장을 고려해야 한다.
보충원칙 5-1	자산소유자는 장기적인 투자 목적(스튜어드십 책임)을 달성하기 위해, 투자대상기업 및 그 사업 환경에 대한 자체적인 심층 이해에 기반하거나 위탁운용사를 통해 “건설적 인게이지먼트(constructive engagement) 또는 목적 있는 대화(purposeful dialogue)”를 수행함으로써 투자대상기업의 기업가치 제고와 지속가능한 성장을 촉진해야 한다. 스튜어드십 책임을 이행함에 있어, 자산소유자는 일본 스튜어드십 코드를 수용하는 것을 검토하고, AUM 규모 및 역량에 따라 해당 코드에 부합하는 행동을 취해야 한다. 이 과정에서 복수의 자산소유자가 협력하여 투자 수탁자(investment trustee)의 스튜어드십 활동을 점검하는 협력적 모니터링(collaborative monitoring) 도 하나의 선택지가 될 수 있다.

출처: Secretariat of New Form of Capitalism Realization Headquarters Cabinet Secretariat, Asset Owner Principles (2024.08.28)

⁹ [위탁운용사의 스튜어드십 활동 비용 부담 이슈] 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 대한 표준 양식 이상의 상세한 보고 요구가 확대됨에 따라 보고 비용 부담이 증가하고 있음. 특히, 수수료가 낮은 패시브 펀드의 경우 인게이지먼트에 대한 기대가 확대되고 기업으로부터의 대화 요청도 증가하고 있어 적정 수수료의 필요성이 제기됨. 또한, 인게이지먼트 강화형 패시브 운용과 관련하여, 위탁운용사는 인게이지먼트에 대해 평가받고 있음에도 자신들의 노력에 상응하는 보상을 받지 못한다고 인식하고 있음. 이에 따라 일본에서는 위탁운용사의 보고 비용 부담 완화와 비용 분담에 대한 논의가 제기되고 있음.

¹⁰ 일부 위탁운용사는 인게이지먼트의 효과를 내부 또는 외부 기관과 협력하여 평가하고 있음.

¹¹ 일본 정부는 2024년 8월 28일 '자산소유자의 투자-거버넌스-리스크 관리에 관한 공통 원칙'인 '자산소유자 원칙(Asset Owner Principles)'을 제정하였음. 이 원칙은 '자산소유자가 수익자의 최선의 이익을 고려하면서 자산을 관리하는 책임(수탁자 책임)을 이행하는 데 유용한 공통 원칙을 정립하는 것'을 목적으로 함. 각 자산소유자는 해당 원칙의 취지를 확인한 후 충분한 검토를 거쳐, 원칙에 대한 지지 및 수용 여부를 결정함(원문은 부록3 참고).

기업연금 스튜어드십 추진위원회¹²는 2024년 8월 제정된 자산소유자 원칙을 실효적으로 이행하기 위해 출범하였다. 동 위원회는 금융청(FSA)의 인터뷰에 참여한 자산소유자인 Pension Fund Association¹³의 산하 조직으로서, 기업연금으로부터 국내 주식 운용을 위탁받은 모든 자산운용사에게 협력적 모니터링 참여와 협력을 요청¹⁴하고 있다. 현재 일부 자산소유자는 스튜어드십 활동을 효율적·효과적으로 점검하기 위해 협력적 모니터링을 도입 및 운영하고 있다. 이는 기업연금의 주식 보유 비중이 매우 낮기 때문에 스튜어드십 활동의 기대 효과는 매우 제한적인 반면, 소요되는 비용은 막대하여 기업연금이 단독으로 스튜어드십 활동을 수행하는 것은 현실적이지 않기 때문이다. 기업연금 스튜어드십 추진위원회는 2026년 6월에 개최되는 주주총회 종료 후, 1년간의 스튜어드십 활동을 모니터링 대상 기간으로 하고, 향후 이와 유사한 연례 주기로 시행될 예정임을 밝힌 바 있다.

협력적 모니터링은 책임 있는 기관투자자로서 투자대상 기업의 지속가능한 성장을 지원하기 위해 책임 있게 행동하는 것을 전제로 하며, 이러한 스튜어드십 활동에 대한 효율적이고 실효적인 모니터링을 구현하는 것을 목적으로 한다. 구체적인 목적은 다음과 같다.

㉠ 효율성 및 실질성 제고

스튜어드십 코드에 따라 자산소유자에게 요구되는 자산운용사의 스튜어드십 활동에 대한 모니터링을 효율적이고 효과적으로 수행하는 것을 목표로 하며, 이를 통해 스튜어드십 활동의 실질적 수준을 제고하고자 한다.

㉡ 대리인 비용(Agency Costs)의 최소화

기업 경영진은 투자자에게 보답하기 위해 기업가치를 제고하고 지속가능한 성장을 달성해야 하며, 이를 위해 경영진이 투자자의 최선의 이익에 따라 행동할 수 있는 시스템과 지배구조 체계를 구축하는 것이 중요하다. 이는 대리인 비용을 최소화하는 데 기여한다. 자산소유자는 자산운용사의 스튜어드십 활동을 공동으로 모니터링함으로써, 수탁자로서의 자산운용사와 건전한 긴장 관계를 유지할 수 있으며, 이는 대리인 비용 최소화에 기여할 것으로 기대된다.

㉢ 무임승차(Free-rider) 방지

무임승차 문제가 방지될 경우, 스튜어드십 활동 수행에 비용을 부담하는 자산운용사가 시장에서 사라질 수 있으며, 이는 기업연금이 스튜어드십 책임을 이행하는 것을 어렵게 만든다. 이러한 무임승차를 방지하기 위해, 기업연금으로부터 국내 주식 운용을 위탁받은 모든 자산운용사를 대상으로 협력적 모니터링을 실시한다.

¹² 자세한 내용은 기업연금 스튜어드십 추진위원회(企業年金スチュワードシップ推進協議会) 홈페이지 (<https://cpsipfa.or.jp/>) 참고

¹³ 일본의 DB 형(확정급여형) 기업연금을 대표하여 기업연금 지급과 자산운용·제도 개선을 총괄하는 협회임.

¹⁴ 협력적 모니터링에 참여·협력하더라도, 자산운용사가 개별 고객인 기업연금에 대해 개별 보고 또는 설명을 제공해야 할 의무가 면제되지는 않음.

4. 스튜어드십 활동 이행점검¹⁵: 투자자 관점 vs. 기업 관점

일본 스튜어드십 코드 원칙 4는 '기관투자자는 투자대상기업과의 건설적인 목적을 가진 대화(constructive engagement)를 통해 공통의 이해를 형성하고 문제를 해결하기 위해 노력해야 한다'고 명시하고 있다.

일본 금융청(FSA)은 투자자와 기업의 관점에서 인게이지먼트 관행을 파악하고자 스튜어드십 코드에 서명한 26개 기관투자자와 기업지배구조 개혁에 적극적으로 대응하는 도쿄증권거래소(TSE) 프라임 또는 스탠다드 상장기업 18개사를 대상으로 2024년 9월부터 2025년 1월까지 인터뷰를 실시하였다.

해당 인터뷰는 아래 표와 같이 투자자와 기업 관점에서 **의미있는 대화(dialogue that is deemed meaningful)**와 **의미가 낮은 대화(dialogue that is deemed less meaningful)**의 특징과 사례를 제시하였다. **투자자**의 경우, 많은 자산운용사들은 기업 스스로 변화를 추구하고 있다는 전제 하에, 기업과의 신뢰를 바탕으로 한 중장기적인 파트너십 관계를 목표로 삼고 있다. **기업**의 경우, 투자자가 단기적인 재무지표만을 추구하지 않고 중장기적인 성장과 가치 창출이라는 공통의 목표를 바탕으로 지속적이고 쌍방향적인 대화를 통해 기업에 대한 깊은 이해와 통찰력을 보여주고 기대치를 명확히 할 때, 이를 의미 있는 인게이지먼트로 인식한다.

표4. 투자자와 기업 관점에서 본 건설적인 목적을 가진 대화(constructive engagement)의 특징과 사례

구분		내용
투자자 관점	의미있는 대화의 특징과 사례	- 기업이 스스로 변화하려는 강한 동기를 갖고 있을 경우, 심도 있는 대화는 보다 의미 있는 인게이지먼트로 이어지는 경우가 많다. - 다른 기업들의 다양한 사례를 제시하면, 특히 관련성이 높은 사례에 대해 피드백이나 추가 설명을 요청받는 경우가 있으며, 점점 더 많은 기업들이 매우 적극적이고 미래지향적인 태도를 보이고 있다. - 논의가 충분히 깊이에 도달하지 않는 한 기업은 스스로 변화를 이루거나 기업가치에 의미 있는 영향을 미치기 어렵고, 이러한 심층적 인게이지먼트를 위해서는 '신뢰'라는 강력한 기반과 정보 접근성이 필수적이다. 모든 투자자가 기업가치에 직접 영향을 미치는 심도 있는 대화를 일률적으로 수행할 것으로 기대하는 것은 현실적이지 않다. - 기업이 지속가능성 관련 이니셔티브를 추진할 경우 중장기적으로 수익이 증가한다는 연계성을 분석한 뒤 인게이지먼트에 접근하는 것이 중요하다.
	의미가 낮은 대화의 특징과 사례	- 체크리스트를 채우기 위한 형식적인 절차로 수행되는 인게이지먼트가 여전히 존재한다는 점은 투자자들도 인지하고 있다. 그러나 이는 일본에만 국한된 현상이 아니라 전 세계적인 경향으로 여겨진다. - 일부 투자자에게는 사외이사와의 면담 자체가 인게이지먼트의 목적이 되는 경우도 있다. 실제로 여러 기업이 의제 없이 사외이사 면담을 요구받아 혼란을 겪었다고 보고하고 있다. - 때로는 투자대상기업이 단순히 "의결권 행사 기준을 어떻게 충족할 수 있는지"를 이해하기 위해 대화를 요청하는 경우도 있는데, 이는 건설적인 대화라고 보기 어렵다. - ESG 관련 인게이지먼트의 경우, 현재 온실가스 배출량이나 2050년 목표 수준과 같은 형식적 사항에만 논의가 집중되는 경우가 있다. 이러한 과제를 극복하는 것이 어떻게 기업가치 창출로 이어지는지에 대한 가설이 제시되지 않으면, 기업 입장에서는 설득력이 부족하게 느껴질 수 있다.

¹⁵ 자세한 내용은 일본 금융청(FSA) 「Stewardship practices in Japan(2025.06.02)」 참고

기업 관점	의미있는 대화의 특징과 사례	• 투자자로서의 중장기적 관점과 기대를 경영진에게 명확하고 직접적으로 전달한다. • 구체적인 논의 주제를 사전에 공유한다. • 투자자의 의견이 기업의 성장 단계에 맞게 적절히 반영되고 발전한다. • 투자자 관점에 부합하도록 공시를 강화·개선함으로써 기업과 투자자 간 양방향 대화를 촉진한다. • 자본비용(cost of capital) 및 ROIC와 같은 KPI를 공시에 포함함으로써, 기업은 투자자와 공통된 지표를 활용해 실적 부진의 원인과 향후 개선 전망을 설명할 수 있게 되어 건설적인 대화가 가능해진다.
	의미가 낮은 대화의 특징과 사례	• 최고경영진과의 대화에서 투자자의 질문이 단일 회계연도의 ROE나 향후 3개월의 마일스톤 등 단기적 관점에만 집중되는 경우가 있다. • 일부 투자자는 ESG를 단순한 수치의 집합으로 취급하여, 점수화나 체크리스트 충족 여부 확인에 치중하면서 KPI 설정 여부나 숫자 점검에만 머무르는 인게이지먼트가 이루어지기도 한다. • 피드백이 통합보고서의 문구나 표현 방식 등 형식적인 측면에만 제한되는 경우도 있다. • 질문이 사전에 공유되지 않아 기업 측이 충분히 준비하지 못하고, 그 결과 대화 과정에서 충분한 답변이 이루어지지 않는 경우가 있다. • 일부 인게이지먼트는 자산보유자에 대한 의무감 때문에 형식적으로 수행되며, 사전 조사 없이 기업의 실제 상황을 반영하지 못한 부적절한 질문이 제기되기도 한다.

출처: 일본 금융청(FSA), Stewardship practices in Japan(2025)

IV. 결론 및 시사점

일본의 스튜어드십 코드 이행점검은 통제 수단이 아닌, 자산소유자-자산운용사-기업 간 신뢰 기반의 중장기 파트너십 구축 과정의 일환으로 이루어지는 점이 특징적이다. 지금까지 살펴본 내용은 일본의 코드 이행점검 내용은 아래와 같다.

첫째, 일본 스튜어드십 코드는 원칙과 지침에 이행점검과 관련된 사항을 명시하였다. 특히, 코드의 지침은 기관투자자를 두가지 범주로 구분하여 자산소유자와 자산운용사의 역할을 별도로 명시함으로써 그 역할에 따른 책임을 명확하게 하였다. 또한, 코드의 지침 1-3과 1-4, 1-5에서 이행점검의 주체를 자산소유자로 명확하게 규정하여 스튜어드십 활동에 대한 자산소유자의 궁극적인 책임을 강조하였다.

둘째, 자산소유자의 위탁운용사에 대한 모니터링과 인센티브 제공이 다양한 방식을 통해 진행되고 있다. 자산소유자의 위탁운용사 모니터링이 표준화된 스마트 양식이나 설문지를 통해 이루어짐으로써, 자산소유자가 다수의 위탁운용사로부터 스튜어드십 활동을 일괄적으로 파악할 수 있는 체계가 마련되어 있다. 또한, 별도의 수수료 구조가 적용되는 인게이지먼트 강화형 패시브 운용 방식을 통해 위탁운용사의 실질적인 스튜어드십 활동을 촉진하고 있다.

셋째, 일본 스튜어드십 코드 이행점검은 스튜어드십 활동에 대해 투자자와 기업 관점에서 의견을 청취하고, 우수 사례 또는 미흡 사례를 공개함으로써 투자자와 기업 간의 목적 있는 건설적 대화를 촉진하고자 하였다. 이처럼 투자자와 기업 간의 쌍방향 논의는 일본 코드의 궁극적인 목적인 '투자대상기업과 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해와 '건설적 목적의 대화'를 강조하는 일본만의 독자적 체계를 반영하는 부분으로서 우리나라 코드 이행점검 방식에 참고할 만한 부분이다.

스튜어드십 코드의 핵심은 투자자의 책임 있는 의사결정과 지속적인 가치창출을 통한 수익률 제고에 있으며, 일본 사례는 실질적 이행점검을 통해 이를 구체화하고 있다. 일본 코드는 원칙과 지침에 이행점검과 관련된 사항을 명시하여 자산소유자의 궁극적 책임을 분명히 하고, 위탁운용사에 대한 모니터링과 인센티브 제공을 다양한 방식으로 운영하며, 투자자와 기업의 의견을 공개적으로 교환해 건설적인 대화를 활성화하였다. 이러한 접근은 스튜어드십 코드의 이행점검이 단순한 규범 준수 여부에 대한 통제가 아닌, 투자자의 수익률을 높이고 기업의 지속가능한 가치를 증진시키는 핵심 수단이 되어야 함을 보여준다.

최근 한국 스튜어드십 코드 내실화 방안이 발표된 이후, 코드 개정과 이행점검 권한에 대한 논의가 진행되고 있다. 우리나라도 일본의 이행점검 방식을 참고하여 투자자와 기업 등 이해관계자 간 신뢰에 기반한 대화 등 장기적 소통에 적극 참여할 필요가 있다. 또한, 자산소유자와 자산운용사가 동시에 접근할 수 있는 플랫폼 개설 등 공통된 인프라 구축은 이행점검 주체의 효율적 점검을 지원하고 이행점검 대상의 보고 부담을 완화할 수 있을 것이다. 이 외에도, 스튜어드십 활동 평가 기준으로 코드의 본질적 목표인 투자 수익률 및 기업가치 개선 여부를 판단하여 별도 위탁 수수료를 책정하는 등 구체적인 목표 달성과 연계된 인센티브를 제공함으로써 위탁운용사의 실질적 스튜어드십 활동을 유도할 수 있을 것이다. 이에 대해 구체적으로 벤치마킹할 수 있는 사례로서, 일본 공적연금 GPIF의 위탁운용사 이행점검 원칙과 정책, 평가 기준, 자산군별 이행점검 항목, 기업 관점에서의 위탁운용사 평가 등은 후속 보고서를 통해 제시하고자 한다.

부록1. 국내 스튜어드십 코드 원칙별 이행점검 기준(2025.12.)

원칙	스튜어드십 코드 이행을 위한 체계 마련의 수준 확인	스튜어드십 코드 이행을 위한 활동의 수준 점검
1. 수탁자책임 정책 마련·공개	(항목1) 수탁자책임 정책 마련·공개 • 수탁자책임 정책, 비채택원칙 사유, 책임자 및 담당자, 관련 사이트 제시 여부 등	-
2. 이해상충 정책 마련·공개	(항목2) 이해상충 관리 정책 마련·공개 • 이해상충 관리 정책, 주요 이해상충 유형 예시 및 관리·대응방안 여부 등	(항목6) 이해상충 관리 내역 공개 • 발생한 주요 이해상충 관리내역 여부 등
3. 투자대상회사 주기적 점검	(항목3) 수탁자책임 이행지침 마련·공개 • 수탁자책임 이행지침(회사와의 대화, 주기적 점검 포함) 마련 여부 등	(항목7) 주주 관여활동 공개 • 주요 관심 주제별 관여활동 건수(종합 표로 작성) 및 모범사례 제시 여부 등
4. 수탁자책임 활동 관련 세부 이행지침		(항목8) 기업가치제고 관여활동 공개 • 관련 관여활동 건수 및 모범사례 제시 여부 등
5. 의결권 행사 정책 및 행사 내역 공개	(항목4) 의결권 행사 정책 마련·공개 • 의결권 행사 가이드라인, 의결권 행사 방법 및 대상회사 제시 여부 등	(항목9) 의결권 행사 내역 공개 • 의결권 행사 내부 지침에 따른 의결권 행사, 의결권 행사/불행사 사유·근거 제시 등
6. 수탁자책임 활동 주기적 보고	-	(항목11) 스튜어드십 코드 이행보고서 작성·공개 • 연 1회 이상 보고서 작성 후 홈페이지 공개 및 스튜어드십 코드 센터 제출
7. 수탁자책임 이행 전문성 확보	(항목5) 수탁자책임 수행조직 및 인력의 마련·공개 • 수행 조직 및 직원의 전문성 확보·강화방안 마련 여부 등	(항목10) 전문성 확보 노력 • 이행조직 현황 및 전문성 확보노력 여부 등 (항목12) 위탁운용사 관리(자산소유자 限) • 선정 절차 및 내역, 사후관리 여부 등

출처: 금융위원회 보도자료(2025.12)를 바탕으로 대신경제연구소 재구성

부록2. 일본 스튜어드십 코드(2025)

구분	내용
원칙1	기관투자자는 수탁자 책임을 어떻게 이행할 것인지에 대한 명확한 정책을 마련하고, 이를 대외적으로 공개해야 한다.
원칙2	기관투자자는 수탁자 책임을 이행하는 과정에서 발생할 수 있는 이해상충을 어떻게 관리할 것인지에 대한 명확한 정책을 마련하고, 이를 대외적으로 공개해야 한다.
원칙3	기관투자자는 투자대상기업을 모니터링하여, 해당 회사의 지속 가능한 성장을 지향하는 방향으로 수탁자 책임을 적절히 이행할 수 있도록 해야 한다.
원칙4	기관투자자는 투자대상기업과의 건설적인 목적을 가진 대화를 통해 공통의 이해를 형성하고 문제를 해결하기 위해 노력해야 한다.
원칙5	기관투자자는 의결권 행사 및 의결권 행사 내역 공개에 관한 명확한 정책을 마련해야 한다. 의결권 정책은 단순한 기계적 체크리스트에 그쳐서는 안 되며, 투자대상기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있도록 설계되어야 한다.
원칙6	기관투자자는 원칙적으로 의결권 행사 책임을 포함한 수탁자 책임 이행 현황을 주기적으로 고객과 수익자에게 보고해야 한다.
원칙7	기관투자자는 투자대상기업의 지속가능한 성장에 긍정적으로 기여하기 위해 투자대상기업과 그 사업 환경에 대한 깊이 있는 이해와 더불어 투자운용전략과 일관된 지속가능성 고려를 바탕으로 해당 기업과의 대화나 스튜어드십 활동에 필요한 판단을 적절히 이행하기 위한 실력을 갖추어야 한다.
원칙8	기관투자자 서비스 제공기관은 기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 수 있도록 적절한 서비스를 제공함으로써 전체 투자자금 흐름(investment chain)의 기능을 향상시키는데 기여하도록 노력해야 한다.

출처: 일본 금융청(FSA), Principles for Responsible Institutional Investors <<Japan's Stewardship Code>> (2025)

부록3. 일본 자산소유자 원칙(2024)

구분	내용
원칙1	자산소유자는 수익자의 최선의 이익(the best interests of beneficiaries)을 고려해야 한다. 이를 위해 자산소유자는 투자 목적을 정하고, 경제 및 금융 상황을 고려한 적절한 절차를 통해 그 목적에 기초한 투자 목표와 정책을 설정해야 한다. 투자 목적, 목표 및 정책은 상황 변화에 대응하여 적절히 재검토되어야 한다.
원칙2	자산소유자는 수익자의 최선의 이익을 추구함에 있어 전문 지식에 기반하여 의사결정해야 한다. 원칙1에서 설정한 투자 목적과 정책을 실현하기 위해 충분한 지식과 경험을 갖춘 인재를 확보하여 적절한 조직 체계를 구축하고, 이를 효과적으로 작동시켜야 하며, 필요 시 외부 지식 활용이나 위탁(outsourcing)을 통해 전문성을 보완·강화하는 방안도 검토해야 한다.
원칙3	자산소유자는 자신이나 제3자의 이익이 아닌 수익자의 이익 관점에서 투자 정책에 기초하여 목표 달성을 위한 투자 방법을 선택해야 한다. 또한 포트폴리오 분산 등을 포함하여 리스크를 적절히 관리해야 한다. 특히 금융기관 등 외부 기관에 투자를 위탁하는 경우, 이해상충을 관리하면서 최적의 투자 수탁자(investment trustee)를 선정해야 하며, 그 선택은 정기적으로 검토되어야 한다.
원칙4	자산소유자는 이해관계자에 대한 설명책임을 이행하기 위해 자산운용 현황을 가시화(visualization)하여 정보 제공을 하고, 이해관계자와의 대화에 참여해야 한다.
원칙5	자산소유자는 수익자의 투자목표를 달성하기 위하여, 스스로 또는 운용위탁기관(investment trustee, 運用委託先)을 통해 스튜어드십 활동을 수행함으로써 투자대상기업의 지속가능한 성장을 고려해야 한다.

출처: Secretariat of New Form of Capitalism Realization Headquarters Cabinet Secretariat, Asset Owner Principles (2024.08.28)

부록4. 일본 스튜어드십 코드 협력적 모니터링 실행에 대한 기본 접근법**협력적 모니터링 실행에 대한 기본 접근법¹⁶**

2024년 8월 1일 제정

2025년 11월 28일 개정

기업연금 스튜어드십 추진위원회(企業年金スチュワードシップ推進協議会)

1. 협력적 모니터링

협력적 모니터링이란 일본 스튜어드십 코드에서 자산소유자에게 요구하는 운용기관의 스튜어드십 활동에 대한 모니터링을 기업연금이 협력하여 실시하는 이니셔티브이며, 본 위원회는 이니셔티브를 실시하기 위해 설치된 조직이다. 본 위원회는 일본 스튜어드십 코드를 수용하고, 운용기관에 대하여 투자대상기업의 지속적 성장을 도모하는 책임 있는 기관투자자로서 행동할 것을 요구하며, 그 활동에 대한 모니터링을 효율적으로 실시한다. 본 위원회의 취지는 우리나라(일본)의 스튜어드십 활동 실질화에 기여하는 것이므로, 기업연금으로부터 국내주식 운용을 위탁받고 있는 모든 운용기관에 대하여 협력적 모니터링에 참여 및 협력할 것을 요구한다. 또한, 본 위원회가 실시하는 협력적 모니터링에 대한 참여·협력을 이유로 고객인 기업연금에 대한 개별적인 보고 또는 설명이 생략되거나 면제되는 것은 아니라는 점을 명확히 명시한다.

2. 목적**① 효율화·실질화**

협력적 모니터링은 일본판 스튜어드십 코드에서 자산소유자에게 요구되는 운용기관의 스튜어드십 활동 모니터링을 효율적이고 효과적으로 실시함으로써 스튜어드십 활동의 실질화를 도모하는 것을 목적으로 한다.

② 대리인 비용의 최소화

자산운용을 위탁하는 기업연금과 수탁한 운용기관은 대리인 관계에 있으며, 투자자(주주)와 투자대상 기업의 경영자 간에도 대리인 관계가 성립한다. 이 때 정보 비대칭 등으로 인해 이해상충이 발생하는 대리인 문제가 제기된다. 기업연금이 최종 수익자인 가입자·수급자를 위하여 운용기관이나 투자대상기업의 경영자가 최선을 다하고 있는지를 상시 감독하기는 어렵다. 투자자는 기업의 구성원이며, 그들이 수행하는 스튜어드십 활동 대상은 법인으로서의 기업이 아니라 경영자이다. 경영자는 투자자(주주)에게 보답하기 위해 기업가치를 제고하고 지속적 성장을 도모해야 하며, 이를 위해서는 경영자가 투자자(주주)를 위해 최선을 다하도록 하는 구조와 장치의 구축(거버넌스 체제의 구축)이 중요하고, 이는 대리인 비용의 최소화로 이어진다. 또한 운용기관의 스튜어드십 활동을 협력하여 모니터링함으로써 수탁자인 운용기관과의 건전한 긴장관계를 유지할 수 있으며, 대리인 비용의 최소화가 기대된다. 이와 같이 대리인 비용의 최소화는 각 기업연금에 공통되는 근본적이고 중요한 과제인 동시에, 스튜어드십 활동을 효율적이고 효과적으로 수행하고 우리나라의 스튜어드십 활동의 실질화를 도모함에 있어 중요한 주제이다.

¹⁶ 企業年金スチュワードシップ推進協議会. (2025). 協働モニタリング実施に係る基本的考え方

③ 무임승차의 방지

특정 운용기관의 스튜어드십 활동 결과로 해당 기업의 기업가치가 향상되고 지속적 성장이 이루어져 투자수익이 개선된 경우, 스튜어드십 활동을 수행하지 않은 운용기관이나 다른 투자자 또한 투자수익 향상의 혜택을 누리게 된다. 대가를 지불하지 않고 이익이나 편익을 향유하는 무임승차를 방지할 경우, 비용을 부담하여 스튜어드십 활동에 임하는 운용기관이 사라지게 되고, 그 결과 기업연금은 스튜어드십 책임을 이행할 수 없게 된다. 따라서 무임승차 방지를 목적으로, 기업연금으로부터 국내 주식 운용을 위탁 받고 있는 모든 운용기관을 대상으로 협력적 모니터링을 실시한다.

3. 실시 사업 내용: '협력적 모니터링'의 구체적인 사업 내용은 다음과 같다.

(1) 공통항목에 대한 정기 점검

운용기관의 스튜어드십 활동에 있어 확인이 필요한 각 사 공통 항목에 대해 정기적인 설문조사 및 점검을 수행한다.

- 매년 조사표를 전 운용기관에 송부하고, 9월 중을 목표로 회신을 받는다.
- 회신 결과를 사무국에서 정리·집계하여 전용 웹사이트에 게시한다.
- 위원회 구성원은 전용 웹사이트에서 위탁기관 등 확인하고자 하는 운용사를 선택하여 회신 결과를 열람 및 다운로드한다.

(2) 합동 설명회 및 협업 대화의 실시

운용기관의 스튜어드십 활동 설명회를 운용기관별로 개최하고, 참여를 원하는 위원회 구성원이 함께 참여하여 해당 운용기관과 대화를 실시한다.

- 현장 대면 참석과 온라인 참석을 병행하는 하이브리드 방식으로 개최한다.
- 운용기관으로부터 1년간의 스튜어드십 활동 보고 및 자기평가 등에 대한 설명을 청취한다.
- 질의응답 및 의견교환을 실시한다.
- 당일 참석하지 못한 구성원을 위해 영상을 전용 웹사이트에 게시한다.

(3) 요약 보고서

매년 모든 운용기관과 합동 설명회를 개최하는 것은 곤란하므로, 소정의 양식에 따라 1년간의 스튜어드십 활동 및 자기평가에 관한 요약 보고서를 모든 운용기관으로부터 제공받는다.

- 상기 (1)의 공통항목에 대한 정기 점검과 동시에, 운용기관으로부터 스튜어드십 활동 및 자기평가에 관한 요약 보고서를 수령한다.
- 요약 보고서를 전용 웹사이트에 게시한다.
- 위원회 구성원은 전용 웹사이트에서 위탁기관 등 확인하고자 하는 운용사를 선택하여 열람 및 다운로드한다.

4. 기타

(1) 전용 웹사이트의 개설

본 위원회의 전용 웹사이트를 개설하여, 상기 3의 실시 사업에 대해 회원이 계약하고 있거나 관심 있는 운용기관을 임의 선택하고, 공통항목에 대한 정기점검 결과 및 요약 보고서를 다운로드할 수 있는 구조를 구축한다. 또한 참여하지 못한 협력적 모니터링(합동설명회, 협업 대화) 영상을 전용 웹사이트 아카이브를 통해 열람할 수 있도록 한다. 전용 웹사이트를 통해 본 위원회의 활동 및 스튜어드십 활동에 관한 정보를 발신한다.

(2) 정보 교환 및 학습회 개최

코드 원칙 7 및 지침 7-3에서는 "스튜어드십 활동에 필요한 판단을 이행하기 위한 실력을 갖추어야 한다"고 하며, "기관투자자가 다른 투자자와 의견교환을 하거나 이를 위한 장을 마련하는 것 또한 유익하다"고 명시하고 있다. 본 위원회는 협력적 모니터링 외에도, 운용기관의 스튜어드십 활동을 한층 더 촉진하기 위해 구성원 간 의견교환 및 학습의 기회를 마련하고, 운용기관에 대한 모니터링 역량의 향상을 도모한다.

(3) 일본판 스튜어드십 코드 수용 촉진

본 위원회는 정회원에게 대하여 협력적 모니터링, 정보교환, 학습회 참가를 통해 스스로 일본판 스튜어드십 코드의 수용을 표명할 수 있도록 지원하고, 수용 선언의 촉진을 도모한다.

Compliance Notice

본 보고서는 신뢰할 만한 자료와 정보를 사용하여 작성한 보고서로 단순 참고용으로 제공됩니다. 본 보고서의 내용은 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고를 포함하고 있지 않으며 당 연구소는 본 보고서에서 제공된 분석, 전망을 포함한 모든 내용에 관하여 그 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다. 누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포하는 행위를 금지합니다.