



20251202

대신경제연구소
ESG리서치센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
- I. 서론
- II. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 배경 및 특징
- III. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 주요 내용
- IV. 결론 및 시사점

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소 ESG리서치센터

최수연 팀장

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

일본 스튜어드십 코드 3차 개정사항과 시사점

Executive Summary

일본 스튜어드십 코드는 2014년 제정 이후 세 차례 개정을 거치며 기관투자자의 수탁자 책임 이행 체계를 지속적으로 발전시켰다. 특히 2025년 3차 개정은 실질주주 투명성 강화와 협력적 관여활동 촉진을 핵심으로 하며, 일본 회사법·금융상품거래법 개정과 연동되어 정책적 일관성을 제고하고 있다.

최근 한국 자본시장은 외국인 및 행동주의 투자자가 증가하고 밸류업 정책이 시행되는 등 일본과 유사한 변화를 경험하고 있다. 이러한 가운데, 2016년 제정 이후 개정이 없었던 한국 스튜어드십 코드 개정 논의 역시 본격화되고 있다. 이에 본 보고서는 일본 스튜어드십 코드의 변화 과정을 분석하고, 한국 스튜어드십 코드 개정에 대한 정책적 시사점을 도출하였다.

일본 스튜어드십 코드는 영국 코드(2010)를 참조하여 제정되었으나, '투자대상기업과 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해'와 '건설적 목적의 대화'를 강조하는 독자적 체계를 구축했다. 이후 1차 개정(2017)에서는 집단적 관여활동을 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 관여활동의 중요한 선택지로서의 격상, 그리고 원칙 중심 접근을 위한 지침 단순화를 핵심으로 한다. 이처럼 일본은 영국과 다른 독자적 체계를 구축하면서도, 두 국가 모두 기관투자자의 실질적인 스튜어드십 활동 및 성과의 투명한 공개를 강조하는 공통된 방향으로 개정하고 있다.

특히 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025)의 정책적 의미는 다음과 같다. 첫째, 실질주주 투명성 강화는 기업이 주주 구성을 정확히 파악하여 건설적 대화를 추진할 수 있는 기반을 마련하였다. 둘째, 협력적 관여활동 촉진은 기관투자자 간 협력을 통해 기업가치 향상을 도모하되, 건설적 대화에 기여하는지를 명확한 조건으로 제시하였다. 셋째, 금융청(FSA) 주도로 스튜어드십 코드·기업지배구조 코드·회사법·금융상품거래법 등 지배구조 개혁과 연동시켜 법·제도 간 일관성을 높이고 있다.

최근 한국 자본시장 역시 일본과 유사한 변화를 겪고 있는 만큼, 이를 참조하여 개정을 추진해야 한다. 이를 통해 한국 스튜어드십 코드는 기관투자자의 진정한 수탁자 책임을 유도하고 자본시장의 선순환을 제고하는 데 중요한 촉매제 역할을 할 수 있을 것이다.

I. 서론

국가 및 기관별 스튜어드십 코드의 정의 및 목표

스튜어드십 코드는 기관투자자가 타인의 자산을 맡은 수탁자(Steward)로서, 단순히 주식을 보유하는 것을 넘어 적극적 주주권 행사를 통해 기업의 중장기 가치를 제고하고 그 이익을 수익자에게 환원하기 위한 행동 원칙이다. 영국과 일본, 한국의 스튜어드십 코드, 그리고 다양한 글로벌 투자자 연합이 정의한 스튜어드십은 1) 고객과 수익자의 장기적인 이익 추구, 2) 기업의 장기적 가치 또는 지속가능성 확보라는 공통된 목표를 지니고 있다(표1 참고). 2010년 영국에서 시작된 이 흐름은 초기에는 선언적 규범에 머물렀으나, 최근 '실질적 기업가치 제고'를 위한 행동 강령으로 패러다임이 전환되고 있다.

일본과 우리나라의 유사한 자본시장 변화 → 외국인·행동주의 투자자 증가, 밸류업 정책 시행

하지만 한국은 2016년 스튜어드십 코드 도입 이후 현재까지 단 한 차례의 개정도 이루어지지 않은 채 제자리에 머물러 있다. 그 사이 한국 자본시장은 외국인 지분율이 30%를 상회하고, 행동주의 투자자의 활동이 활발해지고 있으며, 정부 주도의 기업 밸류업 정책이 시행되는 등 급격한 구조적 변화를 겪었다. 한국은 스튜어드십 코드 개정을 통해 기관투자자가 변화된 시장 환경에서 책임있는 역할을 수행하고 기업과 건설적으로 소통하도록 제도적으로 지원할 필요가 있다.

일본 코드의 핵심 → 기업에 대한 이해와 건설적 대화

이러한 시점에서 일본의 사례는 우리에게 유용한 벤치마크를 제공한다. 일본 스튜어드십 코드는 다른 국가와 달리 2014년 제정 당시부터 '투자대상기업과 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해'와 '건설적인 목적을 가진 대화(constructive engagement)' 등 기업과 투자자 간의 소통을 수탁자 책임의 핵심으로 정의하였다. 이후 11년간 세 차례(2017, 2020, 2025)의 단계적 개정을 통해 이러한 경향을 더욱 강화해 왔으며, 특히 2025년 3차 개정은 실질주주 투명성을 강화하고 협력적 관여활동을 중요 사항으로 격상하였다. 이는 한국 시장이 직면한 소극적 주주권 행사 등 다양한 문제를 완화할 수 있는 실마리를 제공한다. 본 보고서는 지난 8월 발간된 영국 스튜어드십 코드 보고서¹의 후속편으로, 일본 스튜어드십 코드의 누적된 변화 과정과 2025년 3차 개정의 핵심 내용을 심층 분석한다. 이를 통해 한국 스튜어드십 코드의 종합적 개정을 위한 정책적 시사점을 제시하는 것을 목적으로 한다.

표1. 국가 및 기관별 스튜어드십 정의 비교

구분	스튜어드십 정의
영국 스튜어드십 코드(2020)	자본을 책임 있게 배분, 관리 및 감독하여 고객과 수익자를 위한 장기적 가치를 창출하고, 경제, 환경 및 사회에 지속가능한 이익을 가져오는 것
영국 스튜어드십 코드(2026)	자본을 책임 있게 배분, 관리 및 감독하여 고객과 수익자를 위해 장기적이고 지속가능한 가치를 창출하는 것
일본 스튜어드십 코드(2025)	기관투자자가 투자대상기업과 그 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해와 운용전략에 따른 지속가능성(ESG 요소를 포함한 중장기적 지속가능성)을 고려하여, 건설적인 목적을 가진 대화를 통해 투자대상기업의 기업가치 향상과 지속가능한 성장을 촉진함으로써 고객과 수익자(최종 수익자 포함)의 중장기적 투자수익을 증대할 책임
한국 스튜어드십 코드(2016)	투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임
CFA 협회(2021)	자산의 책임 있는 장기적 소유자로 활동하는 투자자가 해당 자산의 고객을 대신하여 시간이 지남에 따라 자산의 가치가 창출되거나 보존되도록 책임을 다하는 것
CFA 협회(2022)	투자자가 투자대상기업 및 기타 기관의 적극적인 주주로서 참여하고, 의결권 행사와 관여활동을 통하여 자산 가치의 향상 및 방치나 부실 관리로 인한 훼손을 방지하는 과정

¹ 자세한 내용은 대신경제연구소가 발간한 [「2026년 영국 스튜어드십 코드 주요 개정사항 및 시사점\(2025.08.29\)」](#) 참고

CFA 협회 (2023)	장기적 소유자를 대신하여 기업이나 기타 자산에 대해 적극적이고 책임 있는 소유자 역할을 수행하는 것. 이는 투자자의 고객과 수익자에 대한 신인 의무(fiduciary duty, 信託義務)를 반영함
GSIA (2023)	투자자의 권리와 영향력을 활용하여 고객 및 수익자를 위한 장기적 가치를 보호하고 증진하는 것(고객 및 수익자의 이익에 영향을 미치는 공통의 경제적, 사회적, 환경적 자산을 포함)
ICGN 글로벌 원칙 (2024)	자본을 책임 있게 배분, 관리 및 감독하여 수익자와 고객을 위한 장기적 가치를 보호하고 증진하는 것
투자자 포럼 (2019)	타인을 대신하여 위탁 받은 자산의 가치를 보존하고 증진하는 것. 이는 수익자나 고객을 대신하여 자산을 관리하는 모든 투자 중개기관이 신인 의무를 지닌다는 사실을 반영함

출처: 국가별 스튜어드십 코드 및 가이드라인과 기관별 원칙을 참고하여 대신경제연구소 재구성

II. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 배경 및 특징

일본 코드는 기존 7개 원칙을 유지하되, 원칙을 신설하거나 지침을 강화·단순화하여 누적적으로 변화

일본 스튜어드십 코드는 2014년 제정 이후 세 차례 개정을 거치면서 수탁자 책임 이행을 위한 정책 수립, 이해상충 관리, 모니터링, 건설적 대화, 의결권 정책 마련, 공시, 기업에 대한 이해를 포함하는 기존 7개 원칙은 유지하되, 각 단계별로 원칙을 신설하거나 지침을 강화·단순화하는 누적된 변화를 이루어 왔다(표2 참고). 주요 개정사항으로 1차 개정(2017)에서 집단적 관여활동을 구체화하고, 2차 개정(2020)에서 원칙8을 신설하여 의결권 자문사 등 서비스 제공기관의 역할을 강조했으며, 3차 개정(2025)에서는 실질주주² 투명성 강화와 협력적 관여활동 격상을 통해 투자자-기업 간 건설적 대화를 촉진하고 있다.

표2. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 핵심 내용

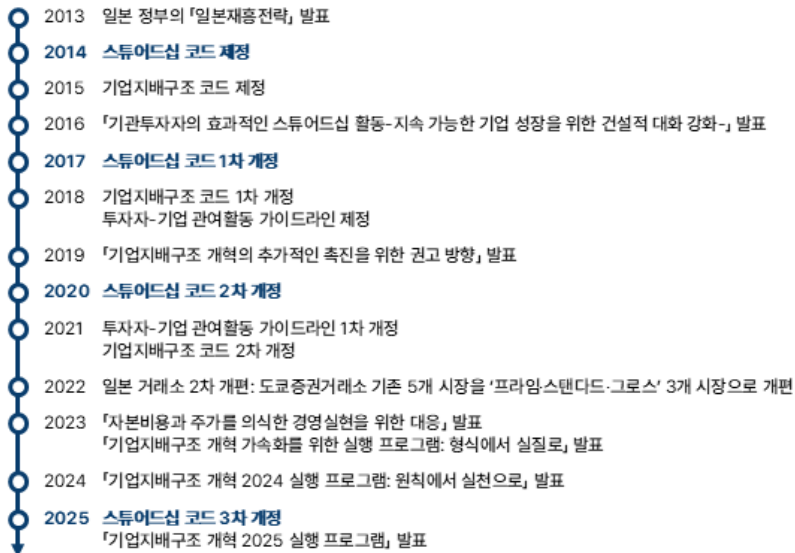
구분	내용
제정(2014)	- 원칙 기반(Principles-based) 코드 제정, 원칙 준수 또는 설명(Comply or Explain) 접근방식 채택 7대 원칙 구성: 정책 수립, 이해상충 관리, 모니터링, 건설적 대화, 의결권 정책, 공시, 기업에 대한 이해(부록1 참고) - 기업에 대한 이해(원칙7)는 영국 코드에 없는 일본의 독자적 원칙 - 단, 집단적 관여활동은 소극적(원칙7에서 의견 교환 또는 포럼 정도만 인정)
1차 개정(2017)	기존 7대 원칙 유지하되 지침 신설 및 강화 - 지침4-4: 집단적 관여활동 구체화 - 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 관여활동'을 중요한 선택지로 격상하고 건설적 대화 조건 명시 ('금융상품거래법'과 연동) - 실질적 활동에 초점을 두어 기존 지침을 단순화: 부수적 지침 삭제·통합

출처: 일본 스튜어드십 코드 제·개정 내용을 바탕으로 대신경제연구소 재구성

² 실질주주(beneficial shareholders)는 의결권 지시 권한, 배당권 등 실제 경제적 권리를 가진 주주를 의미하며, 명의주주(nominal shareholder)는 수탁은행(custodian banks) 등 주주명부 상의 주주를 의미함.

전반적인 지배구조 개혁의 일환으로 진행된 일본 코드의 제·개정 일본 스튜어드십 코드의 제·개정은 단순히 원칙 또는 지침을 일부 수정하는 차원이 아닌, 전체적인 지배구조 개혁의 일환으로 기업지배구조 코드, 투자자-기업 관여활동 가이드라인, 자산소유자 원칙 등 다양한 규범의 제·개정과 연동하여 일관된 방향으로 이루어졌다.

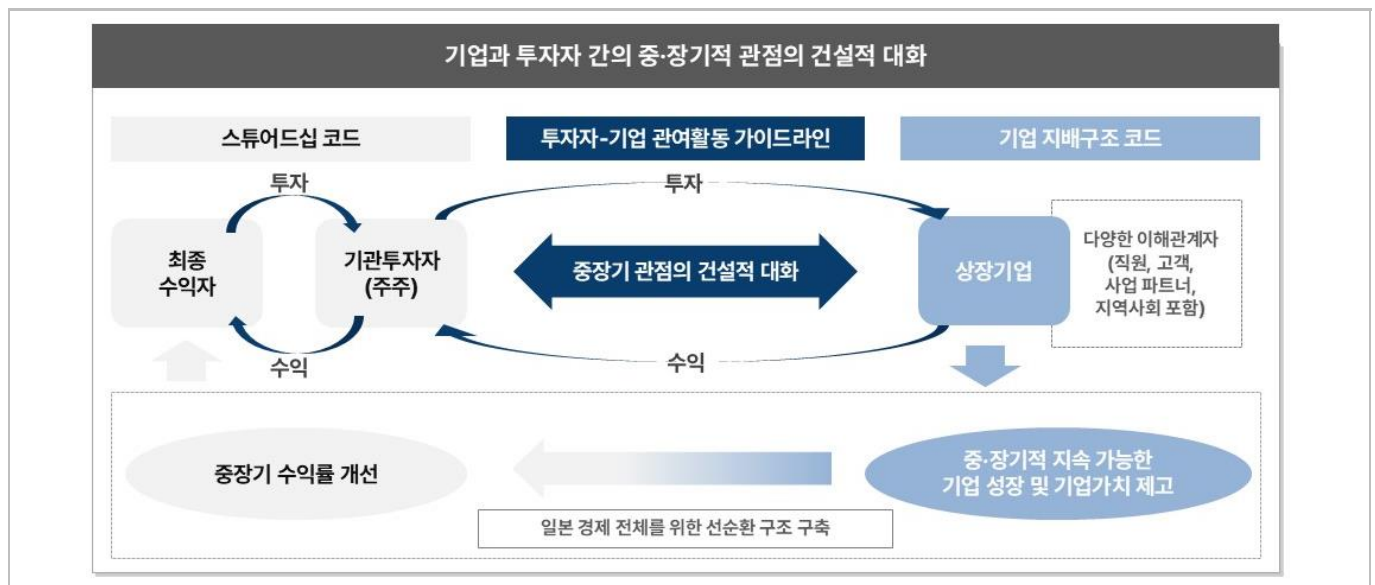
그림1. 일본 주요 지배구조 개혁 및 지배구조 관련 규범 제·개정 연혁



출처: FSA, 도쿄증권거래소(TSE)

지난 11년간 이루어진 일본 지배구조 개혁 움직임과 연동 이러한 배경에는 일본 정부가 2013년부터 추진한 「일본재흥전략」³이라는 일련의 기업지배구조 개혁 움직임이 있다. 지난 11년간 이루어진 일본의 전반적인 지배구조 개혁은 기업과 투자자 간 중장기적 관점의 건설적 대화를 통해 투자자의 중장기 수익률을 개선하고 투자대상기업의 중장기적이고 지속가능한 가치를 제고하여 일본 경제 전체를 위한 선순환 구조를 구축하는 것을 목표로 한다(그림2 참고).

그림2. 일본 지배구조 개혁 추진을 위한 이니셔티브



출처: FSA, Secretariat Briefing Pack(2025.06.02)

³ 2013년 6월 발표된 「일본재흥전략」(Japan Revitalization Strategy)은 아베 정부의 경제정책 중 하나인 성장전략을 제시하였으며, 스튜어드십 코드 제정을 금융청(FSA)에 요구하여 스튜어드십 코드를 도입하게 된 직접적 계기가 되었음.

III. 일본 스튜어드십 코드 제·개정 주요 내용

1. 일본 스튜어드십 코드 제정(2014)

일본 스튜어드십 코드 정의	일본 금융청(Financial Supervisory Agency, FSA)은 「일본재흥전략」의 일환으로 스튜어드십 코드 전문가 위원회(The Council of Experts on Japan's Stewardship Code)를 설치하고 2014년 2월 26일 일본 스튜어드십 코드를 제정 및 발표하였다. 일본 스튜어드십 코드는 “수탁자 책임(stewardship responsibilities)”을 “기관투자자가 투자대상기업과 그 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해를 바탕으로 건설적인 목적을 가진 대화(constructive engagement or purposeful dialogue)를 통해 투자대상기업의 기업가치 향상과 지속가능한 성장을 촉진함으로써 고객과 수익자의 중장기적 투자수익을 증대할 책임”으로 정의하였다.
제정 당시 일본과 영국 코드의 유사성 → 원칙에 기반한, '원칙 준수 또는 설명' 접근방식	2014년 일본 스튜어드십 코드 원칙의 구성 및 내용, 접근 방식 등은 제정 당시 영국 스튜어드십 코드(2010)와 매우 유사하다. 일본과 영국 모두 '원칙 기반(principles-based)' 접근 방식을 채택하여 개별 기관투자자가 추상적인 원칙에 대해 스스로 원칙을 준수하는 규범을 만들어 수탁자 책임을 이행하도록 유도하였다. 이는 기관투자자의 구체적인 행동을 규정하는 '규범 기반(rule-based)' 접근 방식과 다르며, 기관투자자에게 선택권과 자율성을 부여한다. 이 외에도, 일본 스튜어드십 코드(2014)는 당시 영국 스튜어드십 코드(2010)와 동일하게 '원칙 준수 또는 설명(Comply or Explain, 원칙을 준수하거나 준수하지 않는 경우 그 이유를 설명)' 접근 방식을 채택 ⁴ 하였다.
일본 코드의 독자적 원칙 → 기관투자자의 기업에 대한 깊은 이해와 판단 능력 강조	일본 스튜어드십 코드(2014)는 원칙 7에서 기관투자자가 투자대상기업에 대한 깊은 이해와 판단 능력을 갖추어야 함을 명시하였는데, 이는 영국 스튜어드십 코드에 없는 일본만의 독자적인 원칙이다. 일각에서는 당시 기관투자자가 기업 환경을 미시적이고 표면적으로만 판단하여 단기 실적에 치중하는 경향이 있고 국제 경쟁 및 시장 상황에 대한 인식이 부족하다는 비판을 제기하였다. 이러한 상황에서 일본 스튜어드십 코드는 기관투자자가 바람직한 스튜어드십 활동을 수행하기 위해 경영진과의 신뢰를 구축하고 기업 환경 및 비즈니스에 대해 깊이 조사하고 이해한 이후에 개별적으로 맞춤형 대화를 진행해야 함을 강조하였다. 이는 일본 스튜어드십 코드 제정의 목적이 기관투자자와 기업 간의 장기적인 협력관계 및 전략적인 논의와 대화를 통해 기업의 자본 효율성 증진과 글로벌 경쟁력 향상, 지속가능한 성장 촉진에 기여하는 것임을 보여준다.
제정 당시 일본과 영국 코드의 차이점 → 집단적 관여활동에 대한 인식	한편, 일본은 기관투자자 간의 연대가 실무적으로 익숙하지 않았기 때문에, 기관투자자 간의 집단적 관여활동을 적극적으로 요구하지 않았다. ⁵ 이와 다르게 영국 스튜어드십 코드(2010)의 원칙 5는 필요한 경우 다른 투자자와 공동으로 행동하도록 명시 ⁶ 하였는데, 이는 당시 영국 스튜어드십 코드(2010)와 일본 스튜어드십 코드(2014)의 가장 큰 차이점 중 하나이다.

⁴ 2020년 영국 스튜어드십 코드는 기존의 '원칙 준수 또는 설명(Comply or Explain)' 접근 방식을 '적용 및 설명(Apply and Explain)' 접근 방식으로 변경하여 모든 원칙을 적용하고 그 방법에 대해 설명하도록 함으로써 더욱 높은 수준의 서술을 요구하였음.

⁵ 다만, 일본 스튜어드십 코드(2014) 원칙7은 기관투자자 간 의견을 교환하고 포럼을 개최할 수 있음을 명시하였음.

⁶ 영국 스튜어드십 코드(2010) 원칙 5는 집단적 관여활동을 가장 효율적인 관여활동(engage) 방법 중 하나로 간주하여, 기업 충격 또는 광범위한 경제적 충격이 발생하거나 기업의 지속성을 위협하는 상황에서 집단적 관여활동이 적절한 점을 강조하였음.

2. 일본 스튜어드십 코드 1차 개정(2017)

일본 금융청(FSA)
전문가 위원회는
스튜어드십 코드 개정을
제안하는 의견서 발표

2016년 11월 30일 일본 금융청(FSA)은 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드 후속 전문가 위원회⁷(이하 '후속 전문가 위원회')를 소집하고 「기관투자자의 효과적인 스튜어드십 활동-지속 가능한 기업 성장을 위한 건설적 대화 강화」라는 의견서(opinion statement)를 발표하였다. 이 의견서는 지배구조 개혁을 형식적(form)이 아닌 실질적(substance)으로 추진하기 위해 기관투자자와 투자대상기업 간의 심층적이고 건설적인 대화를 강조하고, 자산소유자의 자산운용사에 대한 효과적인 감독과 자산운용사의 거버넌스 및 이해상충 관리, 패시브 투자에 적합한 관여활동, 의결권 행사 결과의 공시 강화 등을 반영하여 스튜어드십 코드를 개정할 것을 제안하였다.

<지침 4-4 신설>
→ 집단적 관여활동에
대해 구체적으로 명시

2017년 5월 스튜어드십 코드 전문가 위원회는 이러한 후속 전문가 위원회의 의견서를 반영하여 코드의 1차 개정(2017)을 실시하였다. 이는 기존의 7가지 원칙을 그대로 유지하되, 각 원칙에 해당하는 지침 사항을 대폭 신설 및 수정하였다. 특히, 지침 4-4를 신설⁸하여 기관투자자의 집단적 관여활동에 대해 구체적으로 명시한 점은 1차 개정(2017)의 가장 큰 변화이다. 신설된 지침 4-4는 기관투자자가 투자대상기업에 독립적으로 관여하는 것뿐만 아니라, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 협력하여 투자대상기업에 관여하는 협력적 관여활동도 바람직하다고 강조하였다. 이러한 집단적 관여활동은 기관투자자 간의 일반적인 논점에 대한 의견 교환부터 개별 기업에 대한 의안 제시 등 다양한 형태의 대화로 나타날 수 있다. 그러나, 당시에는 이러한 집단적 관여활동이 기관투자자들의 암묵적인 경영 압력 또는 간섭으로 인식되었고 일본 「금융상품거래법」 상 5% 초과 지분을 보유한 '공동보유자'에게 법적 제약이 있었다.

<추가 개정사항>
· 자산소유자의 적극적인
운용사 감독
· 자산운용사의 거버넌스
및 이해상충 관리
· ESG를 기회로 명시
· 의결권 자문사의
투명성·자원 확보 요구

이 외에도 자산소유자의 직접적인 코드 참여와 자산운용사에 대한 적극적인 감독, 그리고 스튜어드십 활동의 질을 강조하였다. 또한, 자산운용사가 고객과 수익자의 이익을 추구하고 이해상충을 방지하도록 하기 위해 의결권 관련 독립적 이사회 또는 제3자 위원회와 같은 거버넌스 구조를 갖출 것과 자산운용사 경영진이 거버넌스 강화와 이해상충 관리에 중요한 역할과 책임이 있음을 스스로 인식하고, 이에 적극적으로 대응해야 함을 명시하였다. 다음으로, ESG 요인이 각 투자대상기업의 중장기적인 기업가치에 영향을 미칠 수 있으며, 이러한 특징이 비즈니스 '기회'에 해당되는 점을 강조하였다. 마지막으로, 스튜어드십 코드의 이해상충 관련 원칙이 의결권 자문사에도 적용되는 점과 의결권 자문사의 충분한 경영 자원 투입 중요성, 의결권 자문 서비스 제공방식에 대한 공시를 강조하였다.

3. 일본 스튜어드십 코드 2차 개정(2020)

2019년 4월 24일 일본 금융청(FSA)과 도쿄증권거래소(TSE)는 후속 전문가 위원회를 소집하고 「기업지배구조 개혁의 추가적인 촉진을 위한 권고 방향」을 발표하여 스튜어드십 코드의 추가적인 개정을 요구하였다. 이후 2020년 3월 발표된 스튜어드십 코드 2차 주요 개정사항은 아래와 같다.

⁷ 일본 금융청(FSA)과 도쿄증권거래소(TSE)가 공동으로 소집한 위원회로, 지배구조 개혁과 관련된 의견서(opinion statement)인 「기관투자자의 효과적인 스튜어드십 활동(2016)」 등을 발표하며 스튜어드십 코드 또는 기업지배구조 코드의 개정을 요구하였음.

⁸ 표 4의 2020년 스튜어드십 코드 지침 4-5와 동일

**"수탁자 책임" 정의에
"ESG 요소를 포함한
중장기 지속가능성" 명시**

첫째, "수탁자 책임(stewardship responsibilities)" 정의에 "ESG 요소를 포함한 중장기적인 지속가능성을 고려할 것"을 추가적으로 명시하였다. 영국 스튜어드십 코드(2020)는 스튜어드십 정의에 "경제, 환경 및 사회에 지속가능한 이익을 가져오는 것"을 명시함으로써 ESG를 스튜어드십 활동의 중요한 '재무적' 요소로 인식한 반면, 일본 스튜어드십 코드(2020)는 ESG 요소를 운용전략에 따른 고려사항이자 여전히 '비재무적' 요소로 간주하였다는 차이점이 있다. 이러한 인식 차이에도 불구하고, 일본 스튜어드십 코드(2020)는 당시 책임투자원칙(UN PRI) 등 국제적 이니셔티브의 흐름을 재개정 과정에 최대한 반영하고자 하였다. 이에 따라, 지속가능성과 관련된 문구를 코드의 목적과 원칙 1(수탁자 책임 이행에 대한 명확한 정책 마련과 공시), 원칙 4(투자대상기업과의 건설적 대화), 원칙 7(투자대상기업에 대한 깊은 이해와 판단 능력)의 지침(guidance)에 추가적으로 명시하였다. 특히, 원칙 7은 기관투자자가 스튜어드십 활동 정의에 '투자대상기업과 그 경영 환경에 대한 깊이 있는 이해 외에 운용전략에 따른 지속가능성(ESG 요소 포함)을 고려'하여 적절한 판단 능력을 갖추 것을 명시함으로써 지속가능성을 고려한 수탁자 책임을 강조하였다.

**적용 자산 유형 확대
(비상장주식, 채권)**

둘째, 일본 스튜어드십 코드(2020)에 적용되는 자산 유형을 기존 상장주식에서 비상장주식과 채권 등으로 확대하였다. 이는 당시 영국 스튜어드십 코드(2020) 재개정 과정에서 코드에 적용되는 자산 유형을 기존 상장주식에서 채권, 부동산, 비상장 주식, 인프라 등으로 확대한 것과 매우 유사한 변화이다. 일본 스튜어드십 코드(2020)의 기반이 되는 기업지배구조 코드(2018)가 상장기업에만 적용되는 점과 비교하면, 스튜어드십 코드의 적용자산 유형을 상장기업 외 다른 자산 유형으로 확대한 것은 기관투자자의 수탁자 책임의 범위를 넓히고 다양한 자산 유형에서의 스튜어드십 활동을 촉진하기 위한 의도로 볼 수 있다.

**의결권 찬성 행사
이유까지 공시 요구**

셋째, 의결권 찬반 행사의 근거와 의결권 자문사의 명칭 및 권고 프로세스 등을 구체적으로 공시하도록 요구하였다. 기존 일본 스튜어드십 코드(2017)의 원칙 5(기관투자자의 의결권 행사 정책)는 의결권 찬반 행사의 이유를 설명하도록 권장하였으나, 실제로 대부분 기관투자자들은 반대 행사의 이유만 공시하였다. 이러한 한계점을 보완하기 위해, 재개정된 일본 스튜어드십 코드(2020)는 이해상충이 있다고 판단되는 안건 또는 의결권 행사 정책 상 설명이 필요한 안건 등 투자대상기업과의 건설적인 대화에 중요하다고 판단되는 안건에 대해 의결권 반대 뿐만 아니라 찬성 행사의 이유까지 구체적으로 설명할 것을 강조하였다.

**원칙8 신설
→ 의결권 자문사의
이해상충 관리, 투명성,
정확성 강조**

넷째, 서비스 제공기관의 역할을 명시한 원칙 8을 신설함으로써 의결권 자문 등 기관투자자의 스튜어드십 활동을 지원하는 서비스 제공기관의 역할을 강조하였다. 이는 서비스 제공기관의 투명성과 정확성 확보와 관련된 2019년 후속 전문가 위원회의 의견을 반영한 결과로, 서비스 제공기관의 이해상충 관리 정책 및 체계 구축(지침 8-1), 의결권 자문사의 충분한 인적·조직적 자원 확보 및 일본 내 사업 거점 마련(지침 8-2), 의결권 자문사의 정확성과 투명성 확보(지침 8-3)에 대한 구체적인 가이드라인을 제시하였다. 의결권 자문사 등 서비스 제공기관의 영향력이 점차 확대됨에 따라, 일본 스튜어드십 코드(2020)는 서비스 제공기관의 역할을 강조하는 원칙을 신설하고 구체적인 지침을 제시함으로써 서비스 제공기관에 책임감을 부여하고 자문 서비스의 객관성과 신뢰성을 확보하고자 하였다.

2020년 2차 개정된 영국 스튜어드십 코드가 기존 코드의 틀을 전면적으로 바꾼 대변혁으로 평가받고 있는 것처럼, 일본 스튜어드십 코드의 2차 개정(2020) 역시 기존 코드의 내용과 형식 측면에서 대폭 개정되었음을 알 수 있다.

표3. 일본 스튜어드십 코드(2020) 서비스 제공기관 관련 신설 원칙 및 지침

구분	내용
원칙8	기관투자자 서비스 제공기관은 기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 수 있도록 적절한 서비스를 제공함으로써 전체 투자자금 흐름(investment chain)의 기능을 향상시키는데 기여하도록 노력해야 한다.
지침8-1	기관투자자 대상 서비스 제공자(의결권 자문사, 연금 투자 자문사 포함)는 이해상충이 발생할 수 있는 구체적 상황을 식별하고, 이를 효과적으로 관리하기 위한 명확한 정책을 수립하며, 이해상충 관리 체계를 구축하고, 그러한 조치를 공시해야 한다.
지침8-2	의결권 자문사는 특정 기업에 대한 정확한 정보를 바탕으로, 자산운용사에 의결권 자문을 제공하기 위해 일본 내 사업 거점을 설치함으로써 기업을 포함한 이해관계자와의 의사소통을 실효적으로 수행하는데 충분하고 적절한 인적·조직적 자원을 확보해야 하며, 투명성을 확보 ⁹⁾ 하기 위해 의결권 권고 프로세스 ¹⁰⁾ 를 구체적으로 공시해야 한다.
지침8-3	의결권 자문사는 기업의 공개된 정보에 근거하여, 필요에 따라 기업과 적극적으로 의견을 교환하면서 자문을 수행해야 한다. 의결권 권고 대상 기업이 요청하는 경우, 의결권 자문사는 기업에 해당 정보의 정확성 여부를 확인할 기회를 제공하고, 기업이 제출한 의견을 권고와 함께 고객에게 제공함으로써 해당 권고의 근거가 되는 정보의 정확성과 투명성을 확보하는 것이 바람직하다.

출처: The Council of Experts on the Stewardship Code, Principles for Responsible Institutional Investors <<Japan's Stewardship Code>> (2020)

4. 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025)

1) 개요

'2024년 기업지배구조 개혁 실행 프로그램'은 실질주의 투명성 강화와 집단적·협력적 관여활동을 촉진하는 방향으로 코드 개정을 요구

지금까지 살펴본 바와 같이, 일본 금융청(FSA)은 2014년 2월 일본 스튜어드십 코드를 처음 제정한 이후, 2017년 5월에 1차 개정, 2020년 3월에 2차 개정을 실시하였다. 이후, 2021년 투자자-기업 관여활동 가이드라인 1차 개정과 기업지배구조 코드 2차 개정 등 지배구조 관련 규범이 개정되면서 지배구조 개혁이 어느 정도 진전되었다는 평가를 받았으나, 기업과 투자자의 변화를 촉진하는 실질적인 개혁이 필요하다는 지적이 제기되었다. 이후 2023년 12월 일본 공개매수제도 및 대량보유보고제도 워킹그룹(The Working Group on Tender Offer Rule and Large Shareholding Reporting Rule)은 투자자-기업 간 대화를 촉진하기 위한 제도 개선의 일환으로 대량보유보고제도 개정 및 실질주의 투명성 강화를 제안하였고, 금융심의회(Financial System Council, FSC) 태스크포스(TF)는 스튜어드십 활동의 실효적 이행 방안으로 협력적 관여활동(collaborative engagement) 활성화를 권고하였다. 금융심의회(FSC) 권고에 따라 2024년 6월 7일 후속 전문가 위원회⁹⁾에서 발표한 '2024년 기업지배구조 개혁 실행 프로그램: 원칙에서 실천으로(이하 '2024 실행 프로그램')'¹⁰⁾는 실질주의 투명성을 강화하고 기관투자자의 집단적·협력적 관여활동을 촉진하여, 투자자와 기업 간의 건설적인 대화를 촉진하는 방향으로 스튜어드십 코드를 개정하도록 권고하였다. 이후, 2024년 10월부터 세 차례의 회의와 국민 의견 수렴 및 검토 절차를 거쳐 2025년 6월 일본 스튜어드십 코드 3차 개정이 최종 발표되었다.

⁹⁾ 「기업 지배구조 개혁 가속화를 위한 실행 프로그램: 형식에서 실질로('23.04.26)」 의견서는 코드 개정 시기를 과거의 주기적 검토 관행에 얽매이지 않고 개혁의 실질적 이행 상황에 따라 결정하는 것이 바람직하다고 판단, 2023년과 2024년 코드의 개정이 이루어지지 않음.

¹⁰⁾ 2024 실행 프로그램은 의결권 행사와 대화 연계성을 강조하며 기존 스튜어드십 활동 문제점과 해결방안, 향후 계획을 제시함. 형식적으로만 이루어져 온 투자자와 기업 대화, 기업 심층이해 부족, 쌍방향 대화 미비, 대화 담당 부서와 의결권 행사 담당 부서의 분리로 부서간 협력과 유기적 연계가 부족한 점 등을 지적함. 이를 해결하기 위해 대화와 의결권 행사가 상호 연관됐다는 인식을 강조했고, 의결권 행사 전에 대화가 어떻게 이루어져야 하는지 고려하고, 성과 평가의 중요성을 강조함. 의결권 행사와 대화 연계성과 관련하여 유럽 자산운용사 협회(EFAMA)는 자산운용사가 경영진·이사회와 직접 소통해 사업 전략·실행, 리스크 관리, 환경·사회·지배구조 이슈를 전달하고, 대화 실패 시 주총 안전에 반대 의결권 행사 가능성을 명시함. 또한, 영국투자협회(The Investment Association)는 관여활동(engagement)을 '기업 전략·성과·리스크·자본 구조·지배구조 이슈와 주주총회 안전에 대한 목적있는 대화'로 정의해 주총 안전 관련 소통을 강조함.

이처럼 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025)은 지금까지 제개정된 지배구조 관련 규범과 다양한 실행 프로그램, 일본 회사법 개정 논의 등 자본시장의 변화와 이해관계자의 요구가 반영된 결과¹¹⁾이다. 2025년 6월 발표된 스튜어드십 코드 3차 주요 개정사항은 아래와 같다.

표4. 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025) 주요 내용

구분	2020년 스튜어드십 코드	2025년 스튜어드십 코드
실질주주의 투명성 강화	(신설)	[지침 4-2] 투자대상기업과의 건설적인 대화를 지원하기 위해, 기관투자자는 투자대상기업의 요청에 따라 해당 기업에 대해 보유하고 있는 주식 수를 설명해야 하며, 이러한 요청에 어떻게 대응할 것인지에 관한 방침을 사전에 공시해야 한다. [Guidance 4-2] In order to support constructive dialogue with investee companies, institutional investors should, in response to requests from investee companies, explain how many shares they own/hold in the company and should disclose in advance a policy on how they will respond to such requests from investee companies.
집단지행·협력적 관여활동 촉진	[지침 4-5] 기관투자자가 투자대상기업에 독립적으로 관여하는 것뿐만 아니라, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 협력하여 투자대상 기업에 관여하는 협력적 관여활동도 바람직하다. [Guidance 4-5] In addition to institutional investors engaging with investee companies independently, it would be beneficial for them to engage with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) as necessary.	[지침 4-6] 기관투자자가 투자대상기업에 독립적으로 관여하는 것뿐만 아니라, 다른 기관투자자들과 협력하여 관여하는 협력적 관여활동도 중요한 선택지이다. 대화 방식을 검토할 때에는 그것이 투자대상기업의 지속가능한 성장에 기여하는 건설적 대화로 이어질 수 있는지 염두에 두어야 한다. [Guidance 4-6] In addition to institutional investors engaging with investee companies independently, engaging with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) is also an important option. When considering methods for dialogue, it should be kept in mind whether they will lead to constructive dialogue that contributes to the sustainable growth of investee companies.

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

2) 주요 개정사항 ① 실질주주의 투명성 강화

<지침 4-2 신설>

실질주주의 투명성 강화

→ 기업 요청 시,
기관투자자가 보유한
주식 수량을 설명하고,
이에 대응하는 정책을
기관투자자가 사전
공시하도록 요구

일본 스튜어드십 코드 2차 개정(2020)은 지침 4-1에서 투자자-기업 간의 건설적인 대화가 단순히 기관투자자의 지분 규모에 의해서 주도되어서는 안된다는 점을 명시하였다. 이는 기관투자자가 보유한 지분 비중이 높기 때문에 더 유의미한 대화를 보장받아야 하거나, 반대로 지분 비중이 낮기 때문에 의견이 경시되어서는 안된다는 원칙을 반영하였다. 한편, 지침 4-1은 특정한 상황에서 기관투자자가 보유한 주식 지분 규모를 공개하도록 유도하여 투자자-기업 간의 상호 신뢰 관계를 확보하기 위한 의도를 반영하였다.

이후 3차 개정된 일본 스튜어드십 코드(2025)는 투자자-기업 간의 건설적인 대화를 강조하기 위해 실질적으로 의결권을 행사하는 실질주주의 투명성을 강화하는 지침 4-2를 신설하였다. 이는 기업이 요청할 경우 기관투자자가 보유한 주식 수량을 설명하고, 기업의 요청에 대응하는 정책을 사전에 공시하도록 요구하는 원칙으로, 기관투자자의 지분 공개 의무와 대응 정책 공시를 코드에 명문화한 점이 특징적이다.

¹¹ 「자산소유자 원칙(2024)」은 스튜어드십 코드와 별개의 원칙으로, 자산소유자(asset owner)가 수익자(beneficiaries)의 최선의 이익을 고려하면서 자산을 관리하는 수탁자 책임(fiduciary duties)을 다하도록 하기 위한 공통 원칙임. 이 외에도 자산소유자의 전문성에 기반한 의사결정, 투자방법과 리스크 관리, 투자 정보 제공 및 소통, 투자대상기업의 지속가능한 성장 고려 등을 주요 내용으로 함.

**[배경] 정책보유주식
규제로 상장기업의 주식
매각 규모 증가,
외국인·행동주의 투자자
증가
→ 회사법 개정 논의 통해
실질주주 확인 제도 마련
→ 기업의 실질주주에
대한 정보 접근성 강화**

이러한 개정은 최근 일본 정부의 정책보유주식¹²에 대한 규제와, 외국인·행동주의 투자자의 급격한 부상으로 기업이 실질주주 정보를 확인하는데 제약이 따른다는 지적과 연관되어 있다. 일본 정부는 2018년 1차 개정된 일본 기업지배구조 코드에서 상장기업의 정책보유주식 축소 정책과 보유 목적의 적절성 평가 등의 공시를 요구하는 등 규제를 강화하였고, 2022년 일본거래소 시장을 기존 5개에서 3개로 개편하고 상장유지 조건을 대폭 강화함으로써 프라임 시장의 상장유지를 위해 정책보유주식 비중을 낮추도록 유도하였다. 이에 따라, 2023년 일본 비금융 상장기업의 정책보유주식의 매각 규모는 3.6조엔으로 전년 대비 86% 증가하였다.

또한, 2024년 글로벌 행동주의 투자자의 일본 기업 투자 금액이 역대 최대인 약 1조 엔을 기록하고 일본 상장기업의 외국인 투자자 비중(시가총액 기준)은 2023년 31.8%에서 2024년 32.4%로 증가하면서, 기업들이 전략적 M&A 등을 앞두고 다양한 행동주의 투자자와 외국인 투자자 등을 포함한 주주 구성을 사전에 파악하는 것이 어렵다는 지적이 제기되었다. 이는 일본 현행법 상 대량보유보고제도 적용 대상(5% 초과 지분 보유)이 아닌 경우 의결권 지시 권한을 가진 실질주주를 확인할 수 있는 제도가 존재하지 않아 기업이 실질주주에 대한 정보를 정확하게 파악하기 어렵다는 한계점에 기인한다. 이를 보완하기 위해 최근 일본 정부는 회사법 개정을 통해 실질주주 확인 제도를 마련함으로써 기업이 실질주주에 대한 정보를 정확하게 파악하고 주주에게 용이하게 대화를 요청할 수 있도록 하여 기업과 투자자 간의 건설적이고 실효적인 대화를 촉진하고 기업이 자본시장과의 신뢰 관계를 구축하도록 하고자 하였다. 향후 일본 회사법 개정과 스튜어드십 코드의 3차 개정이 기관투자자와 기업 간의 건설적이고 실효적인 대화를 촉진할 수 있을지 지켜볼 필요가 있다.

※ [참고1] 일본 「회사법」 개정 동향: 실질주주 정보 공개

1. 법 개정 배경

- 일본 현행법 상 대량보유보고서 공개 의무는 5% 지분을 초과하는 주주에게만 적용
- 5% 이하의 지분을 보유한 주주와 기업 간의 소통에 한계 존재
- 수탁은행 등 제3자를 통한 실질주주 정보 확인의 비용 부담¹³과 외국인 주주 정보 접근에 제약 존재

2. 법 개정 주요 내용

- 실질주주와 명의주주에게 소유권 세부사항 정보를 요구할 수 있는 권한을 기업에게 부여하고, 주주가 이에 응하지 않을 경우 의결권 정지 가능

3. 법 개정 기대효과

- 기업의 실질주주 확인 절차가 간소화되어 실질주주 확인 절차 비용과 시간 절감
- 5% 이하 지분을 보유한 주주와 기업 간의 용이한 소통 가능

¹² 일본의 정책보유주식(cross-shareholding)은 순수 투자 목적이 아닌 협력·거래 관계를 위해 상장기업 간 보유하는 주식으로, 우리나라 「상법」 제369조 제3항에 근거한 상호주주를 포괄하는 개념임.

¹³ 일본 「사채, 주식 등의 이체에 관한 법률」 제151조 제8항에 따라 회사는 정당한 이유가 있는 경우에 일정한 비용을 지불하고 특정 기준일의 주주에 관한 정보(총주주통지)를 증권예탁결제기관에 요청할 수 있음.

3) 주요 개정사항 ② 집단적·협력적 관여활동 촉진

**‘금융상품거래법’ 상,
일정 요건 충족 시
‘공동보유자’의
범위에서 제외
→ 집단적·협력적 관여
활동의 법적 리스크 완화**

앞에서 살펴본 바와 같이, 기관투자자의 집단적 관여활동에 대해 구체적으로 명시한 것은 일본 스튜어디십 코드 1차 개정(2017)의 가장 큰 변화였다. 이후, 2023년 12월 일본 금융심의회(FSC) 워킹그룹은 대량보유보고제도 개정을 권고하였고, 2024년 5월 「금융상품거래법」이 개정되면서 대량보유보고제도 상 ‘공동보유자(joint holders)¹⁴’의 범위가 법적으로 더욱 명확해졌다. 기존의 「금융상품거래법」은 ‘공동보유자’를 ‘주권 등의 보유자가 해당 주권 등의 다른 보유자와 공동으로 해당 주권 등을 취득·양도하거나 의결권 등의 권리를 행사하는 것을 합의하고 있는 경우’로 폭넓게 정의하였다. 그러나, 2024년 5월 개정된 「금융상품거래법」(2026.05.01 시행)은 투자운용업자 등 내각부령으로 정하는 자가, 공동으로 중요제안행위 등을 실시하는 것을 목적으로 하지 않고 공동으로 의결권 등의 권리를 행사하는 것을 합의하는 경우, 이를 공동보유자의 범위에서 제외하였다. 이러한 변화는 특정 조건을 모두 충족하는 경우에 해당 기관투자자가 공동보유자 범위와 대량보유보고 의무에서 제외됨으로써 기관투자자 간 집단적·협력적 관여활동의 법적 리스크를 완화하고 스튜어디십 활동을 더욱 촉진하기 위한 의도로 해석된다.

**집단적·협력적
관여활동을 ‘필요할 경우
바람직한 것’에서
‘중요한 선택지’로 격상**

이러한 법적 기반을 바탕으로 이루어진 3차 개정(2025)은 협력적 관여활동을 ‘필요할 경우 바람직한’ 것에서 ‘중요한 선택지’로 수정하여 명시하였다. 기존에 부수적·보조적으로 인식되었던 협력적 관여활동을 독립적 관여활동과 동등하게 적극적인 스튜어디십 활동의 수단으로 인식한 것이다.

※ [참고2] 2024년 일본 「금융상품거래법」 개정 주요 쟁점 (고일훈, 2025)

1. 개정 배경

- 기관투자자가 공동보유자로 간주될 경우, 기관투자자들 간 보유 지분과 변동 상황을 공유해야 하는 의무로 인해 투자 전략이 노출되거나 잠재적 규제 리스크가 발생하여 건전한 협력적 관여활동이 위축되는 현상을 방지
- 행동주의 투자자의 이리떼 전략(Wolf Pack Tactic, 다수의 행동주의 투자자가 사전에 명시적으로 합의하지 않고 암묵적 협조 하에 특정 기업의 지분을 대량보유보고의무 발생 기준(5%) 미만으로 각기 분산 매집하여 기업의 경영권이나 의사결정권에 기습적으로 영향을 미치는 전략)에 대한 효과적 대응 방안 마련

2. 주요 쟁점 내용

(1) 중요제안행위 범위 명확화

- 중요제안행위: 해당 주식 등의 발행자의 사업활동에 중대한 변경을 가하거나, 중대한 영향을 미치는 행위로서 정령에서 정하는 행위(「금융상품거래법」 제27조의26 제1항), 발행자 또는 그 자회사에 관한 사항¹⁵을 주주총회 또는 이사회에 제안하는 행위(「동법 시행령」 제14조의8의2 제1항)
- 2025년 3월 공표된 시행령안에서 중요제안행위에 임원의 선임(특정인물 지명에 한함)에 대한 내용 추가, 지배인 선임·해임, 조직의 설치·변경·폐지 관련 내용 삭제

(2) 공동보유자 범위 명확화(「금융상품거래법」 제27조의23 제5항)

- 실질적인 공동의 의사나 행위의 유무와 관계없이, 법률이 정한 일정한 객관적 관계에 해당하는 경우 보유비율 합산하는 간주공동보유자의 범위 확대 → 이리떼 전략에 대한 대응 방안

¹⁴ 우리나라 기관투자자의 의결권 공동행사 또는 주식 공동보유와 관련된 내용은 금융위원회(2017.06)의 “스튜어디십 코드 관련 법령해석집” 참고. 우리나라의 ‘공동보유자’ 의미는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제147조 제1항 및 「동법 시행령」 141조 참고.

¹⁵ 중요한 재산의 처분 또는 양수, 대표이사의 선임·해임, 임원의 수·임기 등 임원 구성에 관한 중요한 변경, 주식교환·이전·교부, 회사의 분할 또는 합병, 배당에 관한 방침의 중요한 변경, 자본금의 증가 또는 감소에 관한 방침의 중요한 변경 등을 포함(1호~13호)함.

- 일정한 요건을 충족하는 경우 공동보유자 관계 성립을 배제하는 '세이프 하버(Safe Harbor)' 규정을 신설하여 실질적 공동보유자의 범위 명확화 → 협력적 관여활동 활성화
 - 개정 전, '공동보유자'는 주권 등의 보유자가 해당 주권 등의 다른 보유자와 공동으로 해당 주권 등을 취득·양도하거나 의결권 등의 권리를 행사하는 것을 '합의'하고 있는 경우로 폭넓게 정의
 - 개정 후, 기존의 '공동보유자' 정의를 유지하되 아래 요건을 모두 충족하는 경우 '공동보유자' 범위에서 제외
 - ① 해당 보유자 및 다른 보유자가 금융상품거래업자, 은행 그 밖의 내각부령으로 정하는 자일 것
 - ② 공동으로 '중요제한행위'를 하는 것을 합의의 목적으로 하지 않을 것
 - ③ 공동으로 대상회사의 주주로서의 의결권 및 그 밖의 권리를 행사하는 것에 대한 '합의'¹⁶일 것
- (3) 대량보유보고제도의 실효성 확보
 - 대량보유보고의무 위반에 대해 의결권정지제도와 주식매각명령제도의 도입이 논의되었으나, 이번 개정에는 미포함

**집단적·협력적
관여활동의 건설적인
대화 방식 강조**

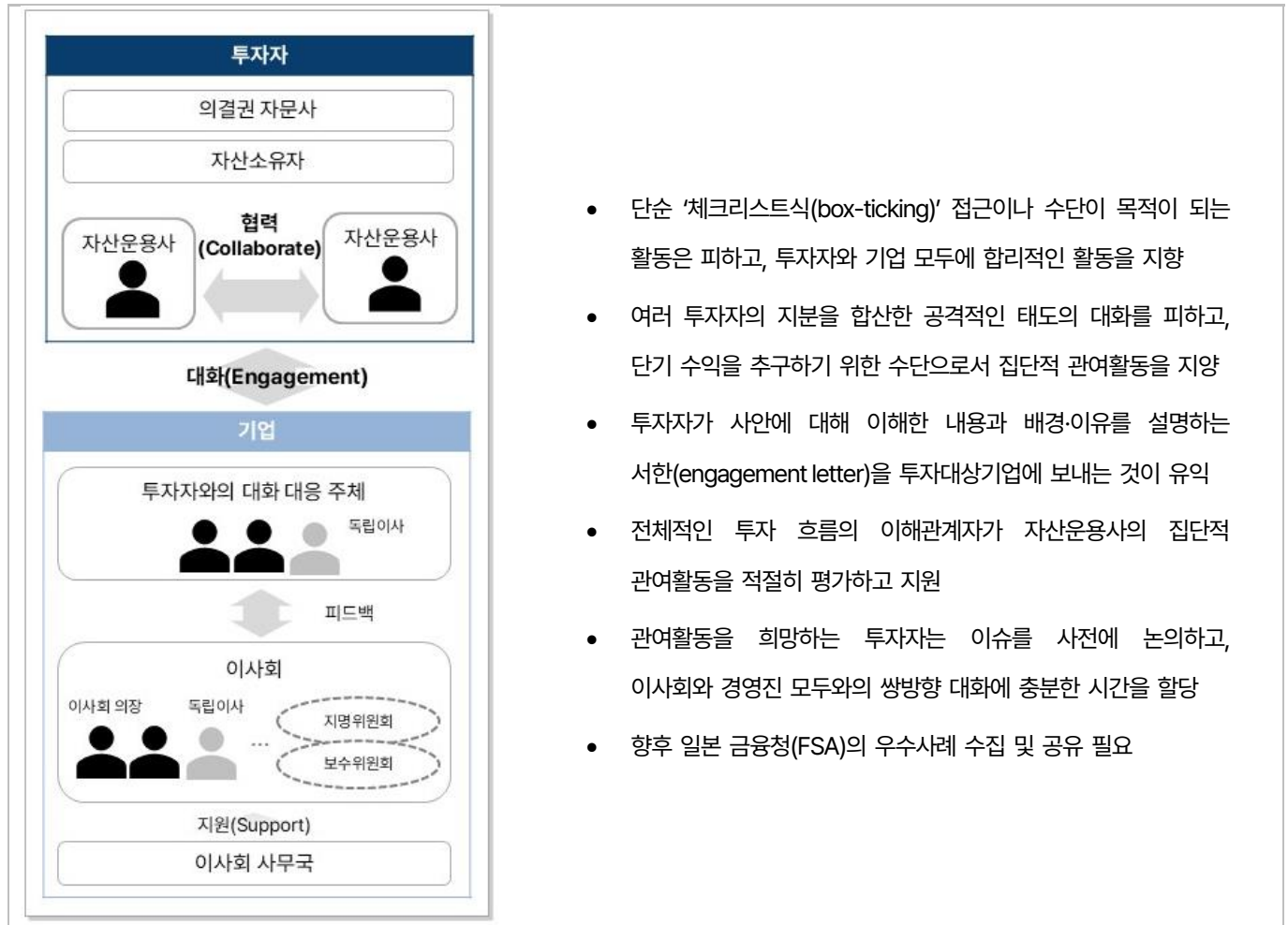
또한, 3차 개정(2025)은 '대화 방식이 투자대상기업의 지속가능한 성장에 기여하는 건설적인 대화로 이어질 수 있는지를 염두에 두어야 한다'는 점을 추가적으로 명시하였다. 협력적 관여활동이 기업에 대한 압박이나 공격으로 간주되지 않도록 '기업의 지속가능한 성장에 기여하는 건설적인 대화 방식'을 조건으로 제시한 것이다. 이러한 일련의 변화는 기관투자자가 협력적 관여활동을 주주권 행사의 중요한 요소로 인식하되, 기업의 지속가능성과 중장기적인 가치 창출을 염두에 두고 수행해야 함을 강조하였다는 점에 의미가 있다.

또한, 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025)에 대한 공개 협의안(public consultation)은 집단적·협력적 관여활동과 관련하여 기관투자자가 고려해야 할 다양한 의견을 제시하였다(그림3 참고). 이는 집단적·협력적 관여활동이 단순히 형식적으로 이루어지는 것을 지양하고, 투자자와 기업 모두에게 합리적인 방식으로 진행되어야 한다는 점을 강조하였다. 또한, 많은 지분을 앞세운 공격적 태도나 단기적 이익 추구를 목적으로 한 활동은 지양해야 하며, 그 대신에 기업과의 대화를 장기적 성장 관점에서 건설적으로 이끌어야 함을 주장하였다. 일본 스튜어드십 코드 3차 개정의 협력적 관여활동이 효과적으로 작동하기 위해서는 연기금과 자산운용사, 수탁자 등 투자 체인 전반에서 이러한 점을 적절히 이해함으로써 우호적인 태도로 상호 대화하는 분위기를 조성하는 것이 중요할 것이다.

¹⁶ 일본 「금융상품거래법」 개정안 제 27 조의 23 제 5 항의 공동으로 대상회사의 주주로서의 의결권 및 그 밖의 권리를 행사하는 것에 대한 '합의'는 개별 권리의 행사마다의 합의로서 「동법 시행령」 개정안 제 14 조의 6 의 3 에서 정하는 다음 세 가지 요건을 모두 충족하는 것에 한정함.

- 1) 각 주주총회마다 개별적으로 합의가 이루어질 것
- 2) 합의의 대상이 되는 결의안이 다른 결의안과 명확히 구별될 수 있도록 특정되어 있을 것
- 3) 해당 결의안에 대하여 찬성 또는 반대 중 하나를 상호 선택함으로써 의결권을 공동으로 행사하기로 주주들이 합의할 것

그림3. 일본 스튜어드십 코드의 집단적·협력적 관여활동 시 고려사항



출처: FSA, Updates on the corporate governance reforms in Japan(2024.09.27)

4) 주요 개정사항 ③ 원칙 중심의 단순화

코드 제·개정 이후 이미
관행에 정착된 부분을
삭제·통합·단순화
→ 원칙 중심 접근을
통해 실질적인
스튜어드십 활동 강조

일본 스튜어드십 코드 3차 개정(2025)은 기존 원칙을 그대로 유지하되 일부 지침을 삭제 또는 통합함으로써 일부 간소화하였다. 이번 3차 개정은 원칙 중심 접근을 통해 코드 제·개정 이후 이미 관행에 정착된 부분을 삭제·통합·단순화하여 본래의 원칙 중심 취지를 강화하고, 투자자가 실질적인 스튜어드십 활동에 초점을 맞추어 이행하도록 하였다. 기관투자자의 실질적이고 중요한 스튜어드십 활동을 강조하기 위한 의도가 있다는 점에서 영국 스튜어드십 코드 3차 개정(2026)의 흐름과 유사한 특징을 보였다.

또한, 일본 스튜어드십 코드는 제정 당시부터 법적으로 구속력 있는 규제가 아닌 연성규범으로서 'Comply or Explain' 방식을 따르고 있다. 코드에 지나치게 세부적인 의무를 도입할 경우 'Comply or Explain' 방식의 취지가 훼손되고 기업지배구조 개혁의 실질이 약화될 수 있다는 지적이 있었기 때문에, 이러한 원칙 중심의 단순화는 더욱 의미있는 변화이다. 원칙 중심의 단순화와 'Comply or Explain' 방식은 코드가 구체적인 사항을 강제적으로 규율하거나 구속하기 보다는, 간소화된 원칙으로 근본적인 방향을 제시하면서 세부적인 사항은 기관투자자가 자율적으로 준수하도록 함으로써 코드 준수의 자율성과 편의성, 효율성을 모두 확보하기 위한 시도로 판단된다.

III. 결론 및 시사점

지금까지 살펴본 바와 같이, 2014년 처음 제정된 이후 세 차례에 걸쳐 개정된 일본 스튜어드십 코드는 **중장기적인 기업 성장과 투자자의 수익률 개선을 위해서 신중한 신뢰 관계에 기반한 기관투자자-기업 간의 대화를 필수적인 요소로 강조하고** 있다는 측면에서 일관된 흐름을 보이고 있다. 이번 **3차 개정(2025)의 핵심 내용인 실질주주의 투명성 강화와 집단적·협력적 관여활동 촉진 또한 기관투자자와 기업 간의 건설적인 대화를 더욱 원활하게 유도하기 위한 일관된 변화**로서 아래와 같은 시사점을 도출할 수 있다.

첫째, 최근 진행되는 일본 회사법 개정과 코드 3차 개정(2025)에 반영된 실질주주의 투명성 강화는 기업이 실질주주를 더욱 효율적으로 파악하여 기관투자자에게 선제적으로 건설적인 대화를 요청하고, 기업이 전략적인 의사결정을 할 수 있도록 유도함으로써 기업의 입장을 고려하였다는 점에서 의미가 있다. 최근 일본에서는 상장기업을 대상으로 글로벌 행동주의 투자자가 급격하게 부상하면서 부동산 매각이나 사업 구조 재편 등을 요구하고 있으며, 행동주의 투자자에 대한 일본 상장기업의 태도 또한 기존의 수동적이고 방어적이었던 자세에서 능동적이고 적극적인 방향으로 변화하고 있는 추세이다. 최근 진행되고 있는 일본 회사법 개정과 3차 개정된 스튜어드십 코드가 의결권 지시 권한과 배당 권리를 지닌 실질주주에 대한 정보를 기업이 필요한 시점에 정확하고 용이하게 파악할 수 있도록 함으로써 기업과 투자자 간의 건설적이고 협력적인 대화를 더욱 촉진할 수 있을지 향후 모니터링이 필요하다.

둘째, 이번 3차 개정(2025)은 **집단적·협력적 관여활동을 우호적이고 건설적인 방식으로 진행하도록 요구**하였다는 점이다. 일본 「금융상품거래법」 개정으로 집단적·협력적 관여활동에 대한 법·제도적 기반이 마련된 상황에서, 다른 기관투자자들과 협력하여 수행하는 스튜어드십 활동이 단기적 투자 성과를 달성하기 위한 피상적 또는 적대적 방식 아닌 기업의 지속 가능한 성장에 기여하는 건설적인 방식으로 이루어져야 함을 강조한 것이다. 이러한 우호적 방식의 집단적·협력적 관여활동은 자본시장의 선순환 구조에 필수적인 요소이자 코드의 궁극적인 목적을 달성하게 하는 기반이 될 것으로 기대된다.

셋째, 스튜어드십 코드의 개정이 단순히 원칙 또는 지침을 일부 수정하는 차원이 아닌, **전반적인 기업지배구조 개혁 프로그램과 연관되어 일관된 방향을 제시**하고 있다는 점에 의미가 크다. 특히, 일본 스튜어드십 코드 3차 개정의 문서 발행 주체가 금융청(FSA)이 구성한 스튜어드십 코드 전문가 위원회에서 금융청(FSA)으로 변경되었는데, 이는 코드 개정에 대한 일본 금융당국의 정책적 권위와 감독력을 강화하고, 실행력 높은 거버넌스 제도 개선을 추진하기 위한 개정이라는 점에 주목할 만 하다. 또한, 코드의 개정이 금융청(FSA)과 도쿄증권거래소(TSE)가 주관하는 기업지배구조 코드 및 투자자-기업 관여활동 가이드라인의 제·개정과 맞물려 이루어짐으로써 정책적 일관성을 유지한 점은 우리나라 정책당국이 참고할 만 하다.

영국 및 일본 코드의 최근 개정 동향을 종합적으로 살펴보았을 때, 영국은 기관별 역할 및 책임 세분화에 중점을 두고, 일본은 기업과의 대화를 더욱 강조하는 특징이 있으며, 두 국가 모두 기관투자자의 실질적인 스튜어드십 활동 및 성과의 투명한 공개를 강조하는 방향으로 개정되는 공통점을 보이고 있다. 영국과 일본의 특징 및 공통된 개정 방향을 참고하여, 우리나라 스튜어드십 코드 또한 기관투자자의 실질적이고 진정성있는 스튜어드십 활동을 유도하는 방향으로 개정되길 기대한다.

부록1. 일본 스튜어드십 코드(2014)

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 기업의 지속 가능한 성장을 지향하는 방향으로 수탁자 책임을 적절히 이행할 수 있도록 해야 한다.
원칙4	기관투자자는 투자대상기업과 공통의 이해를 형성하고, 건설적인 대화를 통해 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 이해를 바탕으로 해당 기업과의 대화나 스튜어드십 활동에 필요한 판단을 적절히 이행하기 위한 실력을 갖추어야 한다.

출처: 일본 스튜어드십 코드 전문가 위원회, Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» (2014)

부록2. 일본 스튜어드십 코드 3차 개정(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 투자대상기업과 공통의 이해를 형성하고, 건설적인 대화를 통해 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: FSA, Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» (2025)

부록3. 한국 스튜어드십 코드(2016)

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
원칙3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
원칙4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

출처: 스튜어드십 코드 제정위원회, 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(2016.12.16)

부록4. 국가별 스튜어드십 코드 내용 비교

구분	영국 ¹⁾		일본 ²⁾	한국
제정 시기	2010년		2014년	2016년
개정	1차(2014) 2차(2020) 3차(2025)		1차(2017) 2차(2020) 3차(2025)	-
내용	2차 개정	3차 개정	3차 개정	-
스튜어드십 정책 수립 및 공시	-	-	원칙1	원칙1
목적/신념	원칙1	공시A	-	-
거버넌스/자원/지식/역량	원칙2	공시B	원칙7	원칙7
이해상충 관리	원칙3	공시D	원칙2	원칙2
시장 연계	원칙4	원칙2	-	-
정책 검토	원칙5	공시C	-	-
수익자 보고	원칙6	공시E	원칙6	원칙6
ESG 통합	원칙7	원칙1	-	-
자산운용자/서비스제공기관 모니터링	원칙8	원칙5, 원칙6	원칙8	-
투자대상기업 모니터링/관여	원칙9	원칙3	원칙3	원칙3
협력적 관여활동	원칙10	원칙3	원칙4	-
관여활동 정책	원칙11	원칙4	원칙4	원칙4
의결권 정책 및 공시	원칙12	원칙4	원칙5	원칙5

출처: CFA Institute, Stewardship 2.0 (2020)를 참고하여 대신경제연구소 재구성

1) 2025년 6월 3차 개정된 영국 스튜어드십 코드는 기존에 나열식으로 구성된 원칙 12개를 공시A~E와 원칙1~6으로 이원화 및 대체하여 개정함.

2) 2025년 6월 3차 개정된 일본 스튜어드십 코드는 원칙 문구에 대한 변경사항은 없으며, 지침 내용이 일부 변경됨.

참고문헌

- AMT. (2025.05.22). *Overview of the proposed revisions to the stewardship code.*
- European Fund and Asset Management Association. (2018). *EFAMA stewardship code: Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies.*
- FRC. (2020). *The UK stewardship code 2020.*
- FRC. (2025). *The UK stewardship code 2026.*
- GSIA. (2023.11). *Definitions for responsible investment approaches.*
- ICGN. (2024). *ICGN global stewardship principles.*
- CFA Institute. (2021). *Certificate in ESG investing curriculum: ESG investing official training manual (3rd ed.).*
- CFA Institute. (2022). *Certificate in ESG investing curriculum: ESG investing official training manual (4th ed.).*
- CFA Institute. (2023). *Certificate in ESG investing curriculum.*
- CFA Institute. (2020). *Stewardship 2.0.*
- Clifford Chance. (2025.02). Japan's proposals for beneficial shareholder disclosure.
- FRC. (2010). *The UK stewardship code.*
- FSA. (2024.06.07). *Action program for corporate governance reform 2024: Principles into practice.*
- FSA. (2025.08.26). *Laws, regulations, and Q&As with regard to the "act of material proposal" and "joint holders" under the Large Shareholding Reporting Rule: To promote constructive dialogue between institutional investors and investee companies.*
- FSA. (2025). *Principles for responsible institutional investors «Japan's stewardship code».*
- FSA. (2025.06.26). *Revision of the stewardship code.*
- FSA. (2025.06.02). *Secretariat Briefing Pack.*
- FSA. (2023.12.25). *The financial system council the working group on tender offer rule and large shareholding reporting rule report.*
- FSA. (2024.09.27). *Updates on the corporate governance reforms in Japan.*
- Secretariat of New Form of Capitalism Realization Headquarters Cabinet Secretariat. (2024.08.28). *Asset owner principles.*
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2014.02.26). *Principles for responsible institutional investors «Japan's stewardship code».*
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2017.05.29). *Principles for responsible institutional investors «Japan's stewardship code».*
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2020.03.24). *Principles for responsible institutional investors «Japan's stewardship code».*
- The Investment Association. (2017). *Stewardship in practice 2016: Asset managers and asset owners at 30 September 2016.*
- The Investor Forum. (2019.04). *Defining stewardship and engagement.*
- TMI Associates. (2025.01). *Transparency of beneficial shareholders in Japan's legal framework.*
- UN PRI. (2025). *PRI response: Public comments on financial services agency (FSA) Japan stewardship code.*
- JPX. (2025.07.04). *Summary of 2024 shareownership survey.*
- 서울경제. (2025.01.30). 日 정부, 실질주주 파악 쉽게 회사법 개정 추진.
- 간사구 히로유키, 전규향. (2016). 일본판 스튜어드십 코드와 자본시장. *기업법연구*, 30(2), 54-69.
- 고일훈. (2025). 일본의 대량보유보고제도 개정의 주요쟁점과 시사점. *상사법연구*, 44(2), 395-441.
- 권용수. (2025). 기업 수익성 강화를 위한 일본의 회사법 개정 방향과 우리나라의 과제. 「KLCA ISSUE PAPER」, Vol.110.
- 권용수. (2025). 아베노믹스 이후 일본의 회사법 개정 동향과 우리나라에의 시사점. *경영법률*, 35(4), 45-78.
- 금융위원회(2017.06). *스튜어드십 코드 관련 법령해석집.*
- 김순석. (2016). 스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제. *증권법연구*, 17(2), 1-48.

김영주. (2018). 2017년 개정 일본 스튜어드십 코드와 운용상의 쟁점. *증권법연구*, 19(1), 103-157.

김원각. (2024). 일본의 「책임있는 기관투자자의 제 원칙」 재개정판과 향후 과제에 관한 연구. *금융법연구*, 21(2), 313-355.

대신경제연구소. (2025.08.29). 2026년 영국 스튜어드십 코드 주요 개정사항 및 시사점.

이효섭. *일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점*. 자본시장연구원 이슈보고서 24-16.

스튜어드십 코드 제정위원회. (2016.12.16). *기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙*.

中神康議, 上田亮子. (2014). 日本版スチュワードシップ・コードを真に実効的にするために. *資本市場*, 347号, 資本市場研究会.

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (令和元年度) . (2020). 「責任ある機関投資家」の諸原則
«日本版スチュワードシップ・コード».

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.