



DERI ESG Issue Report

20220406

도쿄증권거래소의 새로운 시장구분과 개정 기업지배구조코드의 적용

일본의 시장구조재편과 거버넌스 개혁의 시사점

ESG 구분: ESG 일반

<Executive Summary>

목차

Executive Summary

1. 서론
2. 도쿄증권거래소의 시장구조 재편의 개요
3. 개정 기업지배구조코드의 주요 내용
4. 시장구조재편에 따른 기업들의 ESG 관련 대응과 과제
5. 시사점

ESG 경영을 비롯한 거버넌스의 강화를 통해 상장기업들의 지속적 성장과 기업가치 향상을 도모하려는 도쿄증권거래소의 이번 시장구분재편이 과연 일본경제 활성화의 계기가 될 것인가

2022년 4월 4일 도쿄증권거래소는 종래 제1부, 제2부, 자스닥, 마더즈 등 시장구분을 프라임, 스탠더드, 그로스 등 3개의 시장구분으로 재편한다. 목적은 종래의 시장구분에 서 지적되던 과제를 개선하려는 것이다. 즉, 각 시장의 컨셉을 명확히 하고 기업들에게 지속적 성장과 기업가치 향상의 동기를 강하게 부여하며 국내외 투자자에게 도쿄시장을 투자매력 있는 시장으로 어필함으로써 국가경제의 신진대사를 높이고 선순환과 본격적인 활성화로 연계시키려는 목적이다. 이를 위해서는 기업들의 거버넌스 개선이 반드시 필요하다. 버블경제 붕괴 후 일본 경제가 장기침체상태에 있고 기업 거버넌스가 불충분하면 기업들의 생산성과 실적이 높아질 수 없으며 기업가치 향상으로 이어지기 어렵다는 인식이 일반화되었지만 여전히 개선이 필요한 부분이 있다. 이러한 인식은 일본정부가 2014년 6월 24일에 발표한 「일본재흥전략 개정 2014」에도 잘 나타나 있다.

시장구조재편에서는 2021년 6월 11일에 개정된 기업지배구조코드의 적용이 요구된다. 그로스 시장에는 기본원칙이, 스탠더드 시장에는 전체 원칙이, 프라임 시장에는 보다 높은 수준의 거버넌스 준수가 필요하다. 따라서 2021년에 개정된 기업지배구조코드의 내용과 재편된 시장의 기업들에게 요구되는 내용을 살펴봐야 한다. 시장에 상장한 기업들에게는 ESG(환경·사회·거버넌스)의 내용을 포함한 기준이 적용되므로 이에 대한 대응이 필요하다.

그런데 이번 시장재편은 불완전하다. TOPIX구성종목의 상한설정과 지속적 재구성으로 투자자가 주목하는 지수로 거듭나야 한다. KOSPI도 같다. 투자자들은 기능성과 대표성에 주목하므로 매력 있는 시장이 되는 참고로 삼아야 한다. 또한 시장재편이 지속적 성장과 기업가치 향상으로 이어지려면 기업들이 ESG경영을 적극 추진해야 한다. ESG는 새로운 스탠더드이기 때문이다.

강영기 책임연구원

Youngki.kang@daishin.com

1 서론

도쿄증권거래소가 새단장을 하고 크게 변화된 모습을 선보인다. 2022년 4월 4일부터 도쿄증권거래소는 지금까지 시장 제1부, 시장 제2부, 마더즈, JASDAQ(스탠더드 및 그로스)으로 시장을 구분하는 형태에서 프라임 시장, 스탠더드 시장, 그로스 시장 등 3가지로 시장을 구분하는 형태로 재편된다.¹ 이러한 내용은 도쿄증권거래소가 상장회사의 지속적 성장과 중장기적인 기업가치 향상을 촉진하고 국내외 투자자들이 증권투자를 통해 장기적인 자산형성을 실현할 수 있고 활력이 넘치는 자본시장의 구축을 목표로 시장구조 개선에 관하여 금융심의회 워킹그룹인 「시장구조전문그룹」에서 2019년 5월부터 총 6회의 회합을 통해 논의하고 2019년 말에 정리한 보고서²를 토대로 하여 진행되었다.

시장구조재편의 시도는 종래에 지적되어 온 과제들을 개선하고 투자매력이 있는 현물시장으로서 거듭남으로써 장기간 침체국면을 벗어나지 못하고 있는 국가경제의 신진대사 향상과 선순환을 통해 경제의 전반적인 활성화로 연계시키고자 하는 목적의 발현이다. 이를 위해서 반드시 필요한 것이 기업들의 거버넌스 개선이다.

버블경제 붕괴 이후 기업 거버넌스가 불충분하면 기업들의 생산성과 실적의 부진이 발생하기 쉽고 기업가치의 향상이 어렵다는 인식이 자리잡았지만 여전히 개선이 필요한 부분이 있다. 이러한 인식은 일본정부가 2014년 6월 24일에 공표한 「일본재흥전략 개정 2014」³에도 잘 나타나 있다.

2022년 4월부터 재편되는 각 시장에 상장하는 기업들은 2021년 6월 11일에 개정된 기업지배구조 코드에 따라 대응해야 한다. 그로스 시장에 상장하는 기업은 기본원칙을 준수하면 되고, 스탠더드 시장에 상장하는 기업들은 전체원칙을 준수해야 하며, 프라임 시장에 상장하는 기업들에게는 보다 높은 수준의 거버넌스가 요구된다.

거버넌스가 충실한 기업은 그만큼 사회로부터 신뢰도가 높고 투자자들의 자금을 유치하는데 있어서 유리하다. 종래에도 도쿄증권거래소에 상장하는 기업들은 기업지배구조코드를 준수하도록 하였지만 시장구분이 재편되면서 한층 높아진 거버넌스 수준이 제시되었다. 거버넌스가 강화된 기업들을 증가시킴으로써 국내외 투자자들의 주목을 끌고 활력이 넘치는 시장을 조성하려는 것이다.

기업가치 향상을 위한 거버넌스 강화의 일환으로 추진된 기업지배구조코드의 개정에서 상장기업들이 주목해야 할 내용이 ESG에 대한 대응이다. 기업가치의 향상과 지속가능성을 염두에 둔 기업경영에서 불가결한 요소가 ESG 관련 대응이기 때문이다. 이처럼 도쿄증권거래소의 시장구조재편과 기업지배구조코드의 개정이 추구하는 목적인 기업가치 향상과 지속적 성장, 시장의 활성화 등과 관련하여 볼 때, 새로운 각각의 시장에 상장하는 기업들의 ESG 경영은 상호불가분적으로 연계되어 있다는 것을 알 수 있다.

따라서 본 리포트에서는 도쿄증권거래소의 시장구조의 재편 배경과 그 주요 내용 등을 개관하고, 기업지배구조코드의 성격과 제정 이후 2021년 6월 개정까지의 경위와 특징적 내용을 정리한 다음에 이번 시장구조재편에 따른 기업들이 주의해야 할 사항과 과제 등에 대해 살펴보고 우리에게 주는 시사점에 대해 생각해보고자 한다.

¹ JPX, 신 시장구분의 개요 등의 공표에 대하여, 2020.2.21.(<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20200221-01.html>)

² 시장구조전문그룹, 金融審議會市場ワーキング・グループ 市場構造専門グループ報告書 ―令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて, 2019.12.27.(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-str/report/01/01.pdf)

³ 「日本再興戦略」改訂 2014 - 未来への挑戦, 2014.6.24.(<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>)

2 도쿄증권거래소의 시장구조 재편의 개요

(1) 시장구조 재편의 이유

일본에서는 1961년 당시 도쿄증권거래소, 오사카증권거래소, 나고야증권거래소에 시장 제1부와 시장 제2부로 하는 구분이 만들어진 이후, 하나의 거래소 안에 여러 개의 시장으로 구분하는 구조 하에서 증권시장이 발전하여 왔으며, 이에 맞추어 기업과 투자자의 행동양식 또한 형성되어 왔다. 그리고 도쿄증권거래소의 시장 제1부 전체 종목으로 구성되는 TOPIX(도쿄증권거래소 주가지수)에 대해서는 1969년 이후 일본의 주요 주가지수로서 참고되는 것은 물론 국내 연금기금의 운용이나 투자신탁 등을 포함한 인덱스 투자의 지수로서도 널리 이용되어 왔다.⁴

그런데 시장구조가 안고 있는 과제들을 개선할 필요가 있었다. 과제로 지적된 사항은 다음과 같다.

①시장컨셉의 불명료

도쿄증권거래소에는 5가지(시장 제1부, 시장 제2부, 마더즈, JASDAQ스탠더드, JASDAQ그로스)로 시장을 구분하고 있었는데, 각 시장의 컨셉이 애매하고 중복되는 등 위상이 불명확한 측면이 있었다.

②상장회사의 지속적인 기업가치향상에 대한 동기부여의 불충분

시장 제1부로 승격하는 기준도 낮고 상장사의 기준에 비해 강등이나 상장폐지기준이 낮아서 상장회사의 지속적인 기업가치향상에 대한 동기부여 기능이 부족하였다.

③주가지수(TOPIX)가 투자대상으로서의 기능성 부족

TOPIX가 시장 제1부 전체종목으로 구성됨으로 인한 평가왜곡이 발생하여 투자대상으로서의 기능성이 부족하며 이를 지수를 벤치마킹하는 기관투자자가 적어서 시장대표성이 있는 지수가 필요한 상황이다.

이와 같이 이번 시장구조의 재편은 해외거래소의 동향도 고려하여 시장을 단순화함으로써 투자자가 매력을 느낄 수 있는 시장으로 만드는 것과 COVID-19라는 팬데믹의 발생 등 기업환경의 변화에 대응할 수 있는 기업이 되려면 경영자의 의사결정이 더욱 중요해지고 이를 지원할 이사회 기능의 강화가 필수적이라는 인식아래 2021년 개정된 기업지배구조코드를 준수해야 하는 점을 염두에 두고 진행된 것이다. 즉, 각 시장 컨셉의 명확화, 주가지수의 개정 등을 통해 상장회사와 벤처기업의 지속적 성장과 기업가치 향상을 위한 동기부여가 이루어지고 국내외 투자자들이 매력을 느낄 수 있는 시장이 되도록 함으로써 기업가치의 향상과 수익이 국가경제의 활성화로 이어지도록 하려는 목적을 가진 것이라고 할 수 있다.

(2) 새로운 구분에 따른 시장의 유형

⁴ 금융심의회 시장 워킹그룹 시장구조전문그룹 보고서(안), 2019.12.15, 2면

종래에 지적되어 온 과제를 해결하고자 검토를 진행하여 2022년4월4일부터 적용된 새로운 시장구분의 개념은 다음과 같다.⁵

프라임(prime) 시장	수많은 기관투자자의 투자대상이 될만한 규모의 시가총액(유동성)을 갖고 보다 높은 거버넌스 수준을 갖추어 투자자와의 건설적인 대화를 중심으로 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치의 향상을 추구하는 기업을 위한 시장
스탠더드(standard) 시장	공개된 시장에서 투자대상으로서 일정한 시가총액(유동성)을 갖고 상장기업으로서의 기본적인 거버넌스 수준을 갖추면서 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치의 향상을 추구하는 기업을 위한 시장
그로스(growth) 시장	높은 성장가능성을 실현하기 위한 사업계획 및 그 진척상황의 적시·적절한 공시가 이루어지고 일정한 시장평가를 받지만, 사업실적의 관점에서 상대적으로 리스크가 높은 기업을 위한 시장

각 시장의 개념에 따라 유동성⁶과 기업거버넌스⁷ 등에 관한 정량적·정성적 상장기준이 정해져 있어서 그러한 기준에 부적합한 기업은 해당 시장에 소속될 수 없게 된다. 예컨대, 종래의 시장 제1부 상장기업이라도 프라임시장의 상장기준을 충족하지 못하면 스탠더드시장에 지정이 된다. 다만, 도쿄증권거래소는 현상태로는 기준미달이라도 개선계획을 공시하면 되는 것으로 하는 경과조치를 설정하여 강등의 가능성이 있는 종목도 프라임시장 상장을 유지하는 조치가 인정되고 있는데 이에 대해서는 후술한다.

새로운 분류에 따른 각 시장의 상장조건은 대체로 이하와 같다.

1) 프라임 시장

프라임시장은 종래의 도쿄증권거래소 시장 제1부에서도 유동성이 높은 대형기업을 상정한 시장으로 상장을 위한 기준은 다양하지만 시장재편에서의 핵심은 주식거래의 원활한 유통과 공정한 가격형성을 목적으로 하며 종전보다 유통주식비율이 중시되고 있다는 점이다. 프라임시장에 상장하기 위해서는 35%이상의 유통주식비율⁸, 800명 이상의 주주 수⁹, 유통주식¹⁰ 시가총액 100억 엔 이상 등의 조건이 필요하다.

2) 스탠더드 시장

종래의 도쿄증권거래소 시장 제1부와 제2부의 중소형주나 대형 신흥주를 상정한 것으로 상장기준은 유통주식비율 25%이상, 400명 이상의 주주 수, 유통주식 시가총액 10억 엔 이상으로 설정되어 있다.

3) 그로스 시장

⁵ 시장구분의 개념(<https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/market-segments/index.html>)

⁶ 유동성이란 시장에서 유통되는 주식의 수 및 금액의 크기를 나타내는 척도로서 유동성이 높을수록 투자자가 매매하기 쉬운 종목을 나타낸다.

⁷ 기업지배구조코드에서 말하는 기업 거버넌스란 회사가 주주를 비롯한 고객, 종업원, 지역사회 등의 입장을 고려하고 투명하고 공정하며 신속하고 과감한 의사결정을 하기 위한 구조를 가리킨다.

⁸ 유통주식비율이라 함은 시장에서 거래되는 유동성 있는 주식의 비율로서 전체 상장주식수에서 상장주식의 10% 이상을 보유한 대주주, 자사주, 임원 등의 보유주식을 뺀 주식의 비율이다.

⁹ 주주의 수는 1단위 이상의 주권 등을 소유하는 자의 수를 말하며 통상 연 1회 각 사업연도의 말일 상황을 심사한다.

¹⁰ 유통주식의 정의에 대해서는 도쿄증권거래소 유가증권상장규정 제2조(정의) 96호에 “신규상장신청에 관한 유가증권 또는 상장유가증권 중 당해 유가증권의 수의 10% 이상을 소유하는 자가 소유하는 유가증권 기타 유통성이 낮은 유가증권으로서 시행규칙에서 정하는 것을 제외한 것을 말한다”고 규정되어 있고 유가증권상장규정 시행규칙 제8조(유통주식의 정의)와 유가증권 시행규칙 부칙 제2조(유통주식 정의에 관한 경과조치)에 규정이 있다. (https://www.jpx.co.jp/equities/listing/continue/details/nlsgeu0000065wy1-att/yukashouken_2022.pdf)

종래의 JASDAQ과 마더즈에 상장하던 신흥성장기업을 상정한 시장으로 유통주식비율 25% 이상, 주주의 수 150명 이상, 유통주식 시가총액¹¹ 5억 엔 이상으로 상장조건이 설정되어 있다.

(3) 시장의 선택절차로서 경과조치 활용

제도의 급격한 변화로 인한 충격완화를 위해 일정한 경우에 대해 당분간 완화된 기준을 활용하여 상장을 할 수 있도록 하는 경과조치가 적용되었다. 다만, 선택한 시장의 상장유지기준에 적합하지 않으면 선택기간의 최종일까지 「상장유지기준의 적합을 향한 계획서」를 공시하고 새로운 시장구분에 맞게 상장한 다음, 해당 계획서의 진척상황을 사업연도의 말일부터 3개월 이내에 공시하는 경우에 한하여 경과조치를 적용하도록 하였다. 선택한 시장에 상장한 후에 상장유지기준에 부적합하게 된 경우에 대해서도 마찬가지로 「상장유지기준의 적합을 향한 계획서」 및 그 계획서에 따른 진척상황을 공시하는 때에 한하여 경과조치가 적용된다. 만일 계획서의 내용에 변경이 있으면 신속하게 변경 후의 계획서를 공시해야 하며, 새로운 시장구분에 맞추어 상장한 후에 시장구분이 변경되거나 특설주의시장종목에 지정된 경우는 경과조치가 적용되지 아니한다. 또한 경과조치로서 적용되는 상장유지기준에 적합하지 않은 경우에 적합하게 된 때로부터 원칙적으로 1년(상장유지기준 매매규모의 경우는 6개월)내에 경과조치로서 적용되는 상장유지기준에 적합하지 않은 때에는 상장폐지가 된다.¹² 경과조치에 대해서는 당분간 재검토할 예정은 없지만, 상장회사들의 상장유지기준에 대한 적합상황 등 중기적인 상황변화 등을 고려하면서 검토할 수도 있다고 한다.¹³ 각 시장의 상장유지기준과 경과조치로서 적용되는 기준을 표로 나타내면 이하와 같다.

〈각 시장의 상장유지 기준과 경과조치로서 적용되는 기준〉¹⁴

	프라임 시장		스탠더드 시장		그로스 시장	
	상장유지기준	경과조치 적용기준	상장유지기준	경과조치 적용기준	상장유지기준	경과조치 적용기준
주주의 수	800명 이상	800명 이상	400명 이상	150명 이상	150명 이상	150명 이상
유통주식 수	20000단위 이상	10000단위 이상	2000단위 이상	500단위 이상	1000단위 이상	500단위 이상
유통주식 시가총액	100억 엔 이상	10억 엔 이상	10억 엔 이상	5억 엔 이상	5억 엔 이상	2.5억 엔 이상
시가총액/매매 대금	1일 평균 매매대금 0.2억 엔 이상	-	-	-	상장부터 10년 경과 후 40억 엔 이상	상장부터 10년 경과 후 5억 엔 이상

¹¹ 상장회사의 사업연도 말일 이전 3개월 간의 도쿄증권거래소 매매거래에서 해당 주권 등의 매일의 최종가격 평균에 해당 사업연도 말일의 상장주권 등의 수를 곱하여 얻은 금액이 시가총액으로서 심사대상이 된다. (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/continue/details/04.html>)

¹² 상장폐지기준의 개요(경과조치)(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/outline/02.html>)

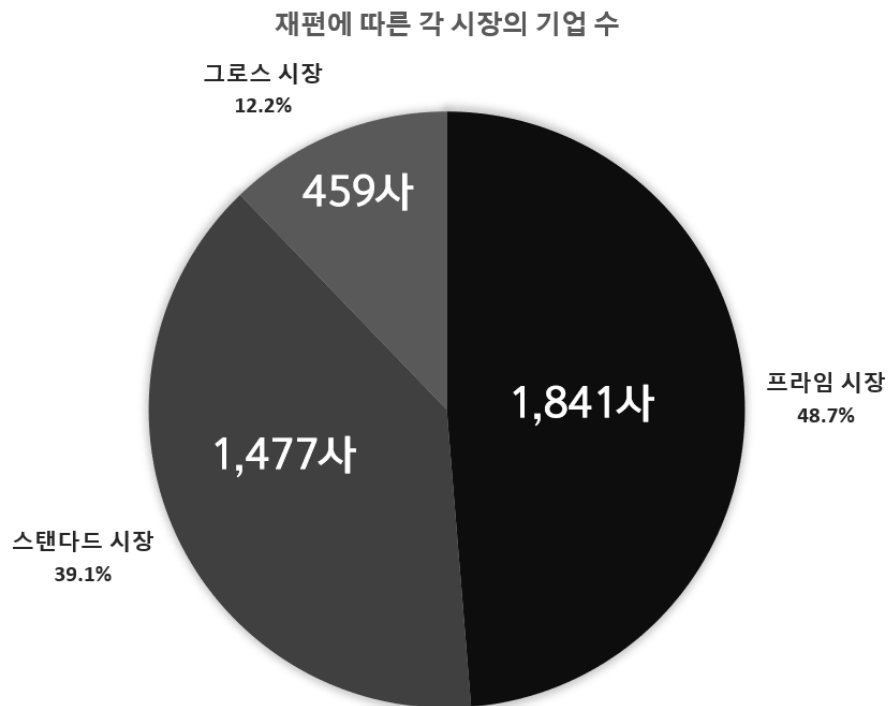
¹³ 도쿄증권거래소, “市場区分の見直しに向けた 上場制度の整備について - 第二次制度改正事項に関するご説明資料”, (2021.9.1. 갱신), 49면

¹⁴ 도쿄증권거래소, “市場区分の見直しに向けた 上場制度の整備について - 第二次制度改正事項に関するご説明資料”, (2021.9.1. 갱신)을 토대로 大和総研 작성

매매규모	-	월평균 40단위 이상	월평균 10단위 이상	월평균 10단위 이상	월평균 10단위 이상	월평균 10단위 이상
유통주식 비율	35% 이상	5% 이상	25% 이상	5% 이상	25% 이상	5% 이상
재정상태	순자산이 정(正)	순자산이 정(正)	순자산이 정(正)	순자산이 정(正)	순자산이 정(正)	순자산이 정(正)

(4) 시장재편에 따른 변화와 향후 일정

도쿄증권거래소는 2022년1월11일, 재편되는 시장구분 중에서 기업들이 어느 시장을 선택하였는지를 공표하고 4월4일부터 새로운 시장체제로 전환하기로 결정하였다. 시장재편에 의해 2022년4월에는 프라임시장 1,841개사, 스탠더드시장 1,477개사, 그로스시장 459개사로 하여 새로운 시장이 출발하게 되었다.



이에 따라 진행되는 향후 일정은 다음과 같이 정리할 수 있다.

2022년4월4일 : 일제히 새로운 시장구분 체제로 전환

2022년7월경 : 프라임시장 상장회사의 개정 기업지배구조코드에 근거한 기업지배구조 보고서 제출

2022년10월경 : TOPIX종목의 비중 감소 시작

2023년10월말 : TOPIX종목의 비중 감소 재평가

기업의 입장에서 향후 초점이 되는 것은 기업지배구조코드의 준수이고, 투자자의 관심사는 TOPIX 종목의 재검토가 될 것이다. 도쿄증권거래소에 따르면 2022년4월 시점에서의 TOPIX 구성종목은 변함이 없지만, 2022년10월말부터 2025년1월말까지 유통주식 시가총액 100억 엔 미만인 종목은 단계적으로 축소시켜 나갈 예정이라고 한다.

3 개정 기업지배구조코드의 주요 내용

(1) 2015년 기업지배구조코드 제정 이후의 경위

기업지배구조코드는 상장기업이 실시하는 기업거버넌스에 있어서 가이드라인으로서 참조해야할 원칙 내지 지침이다. 2015년 3월 5일에 「기업지배구조코드 원안」¹⁵이 금융청과 도쿄증권거래소에 의해 공표되고 웹 사이트에 게재되었다. 이후 원안의 변경 없이 동 코드를 도쿄증권거래소 유가증권상장규정의 별첨으로서 규정함과 동시에 관련된 상장제도의 정비가 진행되었다.

1) 기업지배구조코드 제정의 배경 및 코드의 성격

2014년6월24일에 각의결정된 「일본재흥전략 개정2014-미래에의 도전」에 있어서 주요시책 중의 하나로 기업거버넌스의 강화가 명시되고 「지속적 성장을 위한 기업의 자율적인 대응노력을 촉진하기 위해 도쿄증권거래소가 새로이 기업지배구조코드를 제정」하기로 하였다. 지속적 성장을 위한 기업의 자율적인 노력이란 기업이 중장기적으로 자본생산성(ROE(Return on Equity), ROIC(Return on Invested Capital) 등의 지표)을 향상시키고 글로벌경쟁에서 우위에 설 수 있도록 경영역량을 회복시키려는 노력을 가리키며, 고용기획의 확대, 임금의 상승, 배당의 증가 등 선순환을 창출하려는 것이다. 이에 따라 금융청과 도쿄증권거래소는 공동으로 2014년8월부터 2015년3월까지 기업지배구조코드의 제정에 관한 유식자회의를 개최하여 코드 원안을 정리하였다. 코드 원안은 주주의 권리·평등성의 확보, 적절한 정보공시와 투명성의 확보, 이사회 등의 책무 등 5가지 기본원칙으로 구성되고 각 원칙이 30개, 보충원칙이 38개 등 총 68개의 원칙이 제시되었다. 코드의 가장 큰 특징의 하나는 「준수하거나 설명하거나(comply or explain)」로 불리는 연성규범(soft law)이라는 점인데, 모든 원칙에 대한 준수의무는 없고 왜 준수하지 않는지를 설명하면 되며 경영자 스스로 경영내용을 투자자에게 알기 쉽게 설명하는 것이 중요하다.¹⁶ 즉, 코드에서는 세칙주의가 아닌 원칙주의를 바탕으로 준수하거나 준수하지 않는 경우에는 이유를 설명하는 형태로 기업거버넌스보고서에서 추진상황을 공시하도록 하였다.

기업지배구조코드가 적용되는 기업은 도쿄증권거래소의 상장기업이므로 도쿄증권거래소 상장기업이 아니면 기업지배구조코드의 적용대상에서 제외되며, 적용되는 경우에도 각 시장별로 모든 원칙이 적용되는 경우와 기본원칙만 준수하면 되는 경우로 나뉜다. 기업지배구조코드에 법적 구속력은 없기 때문에 동 코드를 준수하지 않은 경우에도 벌칙이나 과징금 등 제재수단이 없다. 다만 동 코드를 위반한 기업에 대해서는 도쿄증권거래소에 의한 공표조치가 내려지므로 주의해야 한다. 위반하였다는 사실이 알려지면 기업의 평판과 주가에 악영향을 미칠 수 있으므로 도쿄증권거래소에 상장된 기업에 있어서 기업지배구조코드는 무시할 수 없는

¹⁵ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議, コーポレートガバナンス・コード原案, 2015.3.5.

[4D6963726F736F667420576F7264202D20817989EF8B638CE38CF6955C9770817A43478352815B83688CB488C4](https://www.fsa.go.jp/infocenter/press/2015/20150305_01.htm) (jpx.co.jp)

¹⁶ NRI(Nomura Research Institute) 용어해설 일람, 코퍼레이트가バナンス・코드 참조 (https://www.nri.com/jp/knowledge/glossary/1st/ka/corporate_gov)

자침이라고 할 수 있다.

2) 2018년 제1차 코드 개정

일본에서는 아베정권 하에서 성장전략으로서의 기업거버넌스 개혁이 추진되어 2014년 「책임 있는 기관투자자의 제 원칙(일본판 스튜어드십 코드)」의 제정, 2015년 기업지배구조코드의 제정 등이 이루어졌다. 기업지배구조코드와 스튜어드십코드는 상호보완기능을 바탕으로 기업의 중장기적인 기업가치 향상과 투자수익의 확대(국민의 안정적인 자산형성)를 실현하고 경제전체의 선순환을 통해 국민생활을 윤택하게 하려는 것이기 때문에 성장전략의 주축으로 인식되고 있다.

이를 토대로 상장회사들은 기업지배구조코드의 각 원칙에 대응한 노력을 하고 기관투자자들도 투자대상기업과의 건설적인 대화(engagement)를 실천하는 모습이 늘어났다. 그런데 기업거버넌스 개혁이 실질적으로 충분하게 진행되고 있는지에 대해서는 다양한 지적이 있었다. 예를 들면, 많은 기업들이 여전히 과감한 경영판단을 주저하고 있고 투자자와 기업 간의 대화 내용도 형식적인 수준에 그치고 있다는 것 등이다. 이러한 지적을 고려하여 2017년10월 이후 금융청·도쿄증권거래소에 설치된 「스튜어드십코드 및 기업지배구조코드의 후속회의」에서 기업거버넌스 개혁의 진척상황에 대한 검증이 진행되어 2018년3월, 기업 거버넌스 개혁을 보다 실질적인 것으로 심화시킬 목적으로 한 기업지배구조코드의 개정과 기관투자자와 기업 간의 대화에서 중점적으로 논의해야 할 사항들을 정리한 「투자자와 기업의 대화 가이드라인」의 제정에 대한 제안이 있었다. 이를 반영하여 실시된 것이 2018년 기업지배구조코드의 개정이다.

개정된 코드는 하나의 원칙과 4개의 보충원칙이 추가되어 5개의 기본원칙, 31개의 원칙, 42개의 보충원칙 등 총 78개의 원칙으로 구성되어 2018년6월1일부터 적용되었는데, 개정된 내용의 핵심은 ①경영환경의 변화에 대응한 경영판단과 투자전략·재무관리의 방침 ②CEO의 선·해임과 후계자계획 ③경영자의 보수결정에 관한 절차의 강화 ④독립한 자문위원회의 활용 ⑤독립사외이사의 활용과 이사회 다의성 확보 등 ⑥정책보유주식의 삭감을 위한 방침 및 인식의 공시 ⑦기업연금 등 Asset owner 기능의 발휘를 위한 노력의 중요성 등으로 집약된다.

2018년의 기업지배구조코드 개정은 스튜어드십코드와 함께 상장회사의 기업거버넌스 개혁 수준을 형식에서 실질로 심화시키기 위해 과제로 지적된 사항들에 대해서 상장회사들의 대응노력을 요구하는 내용이다. 기업거버넌스 개혁이 실질적인 수준이 아니라면 개혁의 결실을 기대할 수 없는데, 기업지배구조코드의 각 원칙에 대해 형식적인 준수(comply)에 그치고 있다고 지적된 폐해를 개선할 필요가 있었기 때문이다. 상장회사들은 자사의 실정에 비추어 실효성 있는 거버넌스 형태를 찾아내고 적절한 대응과 공시를 모색하는 노력이 필요해졌다고 할 수 있다.

(2) 2021년 기업지배구조코드의 개정 배경

2018년 개정 이후 3년만에 기업지배구조코드의 제2차 개정이 이루어졌는데, 5개의 보충원칙이 추가되면서 5개의 기본원칙, 31개의 원칙, 47개의 보충원칙 등 총 83개의 원칙으로 구성되어 2021년6월11일에 공표되어 그날부터 적용되었다.¹⁷ 도쿄증권거래소가 발표한 자료를 토대로 본 코드 개정의 배경은 크게 ①기업을 둘러싼 사회환경의 변화와 ②도쿄증권거래소의 시장구분 변경을 들 수 있다. 우선, 2018년부터 2021년까지 3년간 기업들을 둘러싼 사회환경 변화로서 주목할 만한 것으로 신종 코로나바이러스(COVID-19)의 감염 확대와 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation:DX)의 추진움직임 등을 들 수 있다.

이번 코드 개정에서는 위와 같은 사회 환경의 변화 속에서 지속적 성장과 중장기적 기업가치의 향상을 속도감 있게 실현하려는 것이 목적이다. 또한 2022년4월부터 도쿄증권거래소는 프라임시장, 스탠더드시장, 그로스시장 등 3가지 유형으로 시장을 구분하기로 하

¹⁷ 株式会社東京証券取引所, コーポレートガバナンス・コード, 2021.6.11.(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jd-y-att/nlsgeu000005lnul.pdf>)

였는데, 이러한 시장 구분의 변경도 코드 개정의 배경이 되었다. 특히 일본을 대표하는 투자대상으로서 우량한 기업들이 모이도록 하는 프라임시장이 국제적으로도 투자매력이 넘치는 시장이 되기를 기대하면서 추진한 변화모색이 시장재편이기 때문이다.¹⁸

(3) 개정 기업지배구조코드의 특징

이번 기업지배구조코드의 개정에서는 전술한 것처럼 코로나사태로 인하여 기업을 둘러싼 경영환경이 크게 변화하는 가운데 새로운 성장을 이끌어내기 위한 「(A) 경영전략·리스크관리」와 이를 실현하기 위한 경영기반으로서 「(B) 투자자와의 대화·정보공시」, 「(C) 이사회 기능발휘」, 「(D) 핵심인재의 다양성 확보」, 「(E) 지속가능성 관련 과제」로 구성되어 있다고 할 수 있다. 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 1> 2021년 개정 기업지배구조코드의 구조이다.

2018년의 개정 코드에서는 「CEO의 후계자 계획의 수립·운용에 대한 주체적인 관여」, 「인센티브 보수」, 「경영자의 선·해임 및 평가에 관한 객관성·투명성 있는 절차」, 「지명·보수위원회」 등 경영진의 인사에 관한 항목이 중심이었는데, 이때는 신규사업의 창출, 해외시장 진출 등 기업이 지속적으로 성장해 나가도록 하기 위해 경영자의 적절한 리스크 감수를 동반하는 과감한 경영판단을 촉진시키려는 목적이 있었다.

한편, 2021년의 코드 개정에서는 경영 환경이 변화하고 미래 전망이 불투명한 가운데 「사업포트폴리오에 관한 방침을 개정」함과 동시에 과감한 경영판단으로 감수한 리스크와 관련하여 그룹 전체를 포함한 전사적 리스크 관리체제의 정비·운용을 통해 새로운 성장을 이끌고 비즈니스 성공 확률의 향상과 함께 사회에 대한 기여로 연결시키려는 시책이 중심이 되고 있다고 할 수 있다.¹⁹

2021년 개정 코드의 핵심내용은 특히 ①이사회 기능 발휘, ②기업 핵심인재의 다양성 확보, ③지속가능성(ESG 요소를 포함한 중장기적인 지속가능성) 관련 과제에 대한 대응으로 집약할 수 있다.

1. 이사회 기능발휘에 관한 개정 내용 · 프라임시장 상장회사는 이사회에서 독립사외이사 3분의1 이상(필요한 경우는 과반수)을 선임한다. · 프라임시장 상장회사는 지명위원회·보수위원회에 대해 독립사외이사 과반수를 기본으로 하고 독립성에 관한 인식·권한·역할 등을 명확히 한다. · 이사회는 젠더나 국제성, 경력, 연령의 측면을 포함한 다양성과 적정 규모를 양립시키는 형태로 구성한다. · 독립사외이사는 타사에서 경영 경험을 가진 사람을 포함한다. 2. 기업 핵심인재의 다양성 확보에 관한 내용 · 상장회사는 여성·외국인·중도채용자의 관리직에의 등용 등 핵심인재의 채용에서 다양성 확보에 대한 인식과 자주적이고 측정가능한 목표를 제시하며 그 상황을 공시한다. · 중장기적인 기업가치 향상을 위한 인재전략의 중요성을 감안하여 다양성 확보를 위한 인재육성 방침과 사내환경 정비방침을
--

¹⁸ 株式会社東京証券取引所, コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応, 2021.4. (<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000005irmz.pdf>)

¹⁹ 山内達夫, “2021年改訂コーポレートガバナンスコードの解説(1)”, 「会計情報」Vol.538(2021年6月号), Deloitte(デロイト トーマツ), 2021, 3면

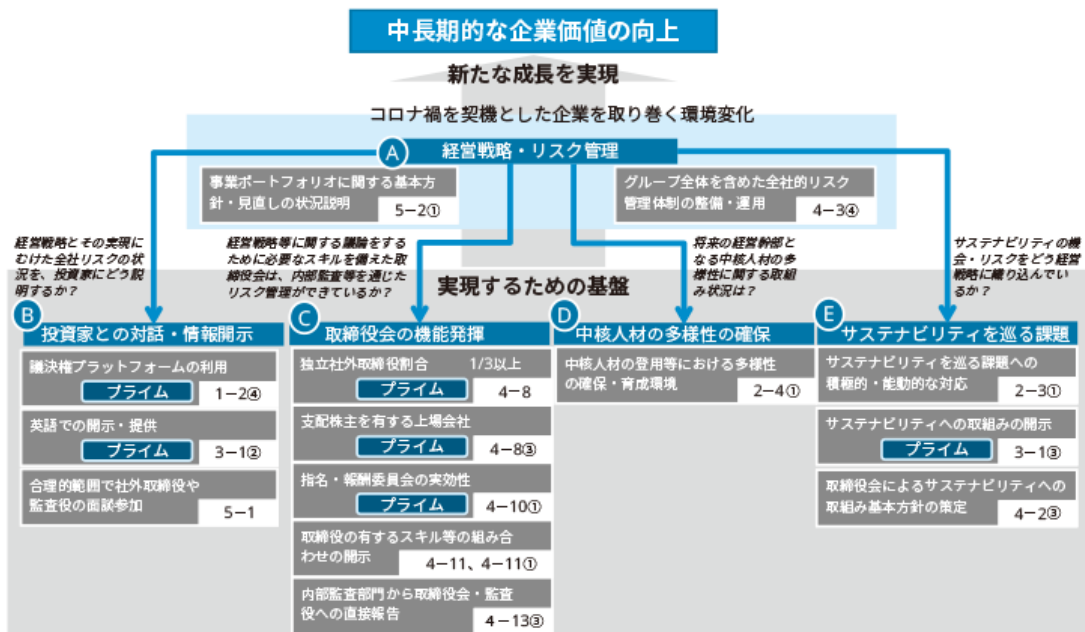
그 실시상황과 함께 공시한다.

3. 지속가능성 관련 과제에 대한 대응

- 상장회사는 경영전략의 공개에 있어서 자사의 지속가능성에 대한 대응을 적절히 공시한다.
- 인적 자본이나 지적재산에 대한 투자 등에 대해서도 알기 쉽게 구체적으로 공시한다.
- 기후변화에 관한 TCFD(기후관련 재무정보공시 태스크포스) 등의 프레임워크에 따라 공시한다.

〈그림 1〉2021년 개정 기업지배구조코드의 구조²⁰

【2021年改訂CGコードの全体像】



出所：改訂CGコード（案）を参考にトーマツ作成。各右下の番号は、今回の改訂案の原則・補充原則の番号を記載。「プライム」と記載がある原則は、プライム市場上場会社特有の記述がある原則。

(4) 기업이 선택한 시장별 기업지배구조코드의 적용범위와의 관계

2022년4월부터 도쿄증권거래소의 시장구조재편으로 각 시장의 컨셉에 따라 그 시장이 요구하는 형식기준에의 적합 상황과 요구되는 거버넌스 수준을 고려하면서 기업들은 자사에 적합한 시장을 선택하면 된다. 본래 기업지배구조코드는 기본원칙과 각

²⁰ 개정 지배구조코드를 참고로 토마츠(Tohmatsu)가 작성하였으며 우측 하단의 번호들은 개정 코드의 원칙 및 보충원칙 번호이고 프라임(プライム)이라고 기재된 원칙은 프라임시장 상장회사에 특유한 기술이 있는 원칙이다. 山内達夫, “2021年改訂コーポレートガバナンスコードの解説(1)”, 「会計情報」 Vol.539(2021年7月号), Deloitte(デロイトトーマツ), 2021, 22면

기본원칙에 대한 원칙, 보충원칙 등 3단 구조로 구성되어 있으며 각각 다음과 같은 역할을 가지고 있다.

	역할
기본원칙	충실한 거버넌스를 통해 실현되어야 할 보편적인 이념·목표를 나타낸 규범
원칙	기본원칙을 실현하기 위해 일반적으로 유의·검토되어야 할 사항
보충원칙	각 상장회사가 채택여부를 검토해야 할 모범사례(best practice)

종래의 시장구분을 2022년4월 이후 적용되는 시장구분의 경우와 비교할 때 대체로 다음과 같이 이해하면 된다. 즉, 종전의 제1부 시장은 프라임시장, 제2부 시장은 스탠더드시장, JASDAQ은 스탠더드시장 혹은 그로스시장, 마더즈는 그로스시장과 대응하는 것으로 이해할 수 있는데, 프라임시장이나 스탠더드시장을 목표로 하는 기업에 대해서는 전체 원칙이 적용되고 그로스시장을 목표로 하는 기업에는 기본원칙만이 적용되므로 시장을 선택할 때 이를 염두에 두어야 한다. 비상장기업의 경우에는 2021년 개정 기업지배구조코드가 적용될 여지가 없지만 보다 좋은 기업지배구조를 실현한다는 관점에서는 참고할 만하다.

〈도쿄증권거래소의 시장구분과 코드 적용과의 관계〉²¹

종전의 시장구분(~2022.3)	시장선택 또는 신규상장 여부	새로운 시장구분(2022.4~)
시장 제1부 : 개정 전 코드 전체 적용	시장선택	프라임 : 개정 코드 전체 적용(프라임 특유사항)
	시장선택	스탠더드 : 개정 코드 전체 적용
	신규상장과 같은 심사	그로스 : 개정 코드 기본만
시장 제2부 : 개정 전 코드 전체 적용	신규상장과 같은 심사	프라임 : 개정 코드 전체 적용(프라임 특유사항)
자스닥 스탠더드 : 개정전 코드 기본만	시장선택	스탠더드 : 개정 코드 전체 적용
	신규상장과 같은 심사	그로스 : 개정 코드 기본만
마더즈 : 개정 전 코드 기본만	신규상장과 같은 심사	프라임 : 개정 코드 전체 적용(프라임 특유사항)
자스닥 그로스 : 개정 전 코드 기본만	신규상장과 같은 심사	스탠더드 : 개정 코드 전체 적용
	시장선택	그로스 : 개정 코드 기본만

²¹ 도쿄증권거래소, 「신시장구분의 개요 등에 대해서(2021.2)」를 참고로 토마츠(Tohmatsu)가 작성. (山内達夫, “2021年改訂コーポレートガバナンスコードの解説(1)”, 「会計情報」Vol.538(2021年6月号), Deloitte(デロイトトーマツ), 2021, 4면)

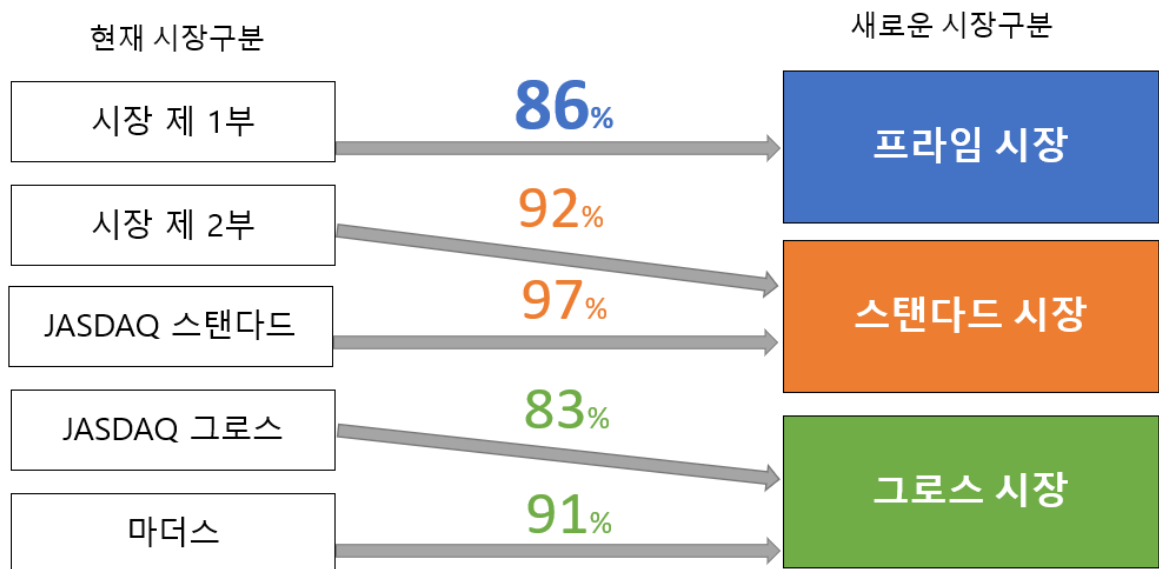
4 시장구조재편에 따른 기업들의 ESG 관련 대응과 과제

재편된 각 시장에 상장하는 기업들은 ESG에 대한 대응이 의무화된다. 이와 관련하여 日經ESG가 재편 대상이 되는 3715개사에 설문지를 송부하고 재편에 관한 의향과 ESG와 관련된 과제 등에 대하여 조사하여 948개사로부터 회신을 받은 내용을 토대로 하여 도쿄증권거래소가 추진한 시장재편에 따른 기업들의 ESG 관련 과제를 살펴본다.²²

(1) 시장재편 후 상장을 희망하는 시장

재편된 시장구조에서 상장을 원하는 시장에 대한 질문에 대해 응답한 기업 948개사 중 시장 제1부에 소속된 609개사의 86.2%인 525개사가 프라임시장, 3.9%가 스탠더드시장을 선택하였고 모른다는 응답이 9.4%, 무응답이 0.5%로 나타났다.

<상장을 희망하는 시장의 유형>



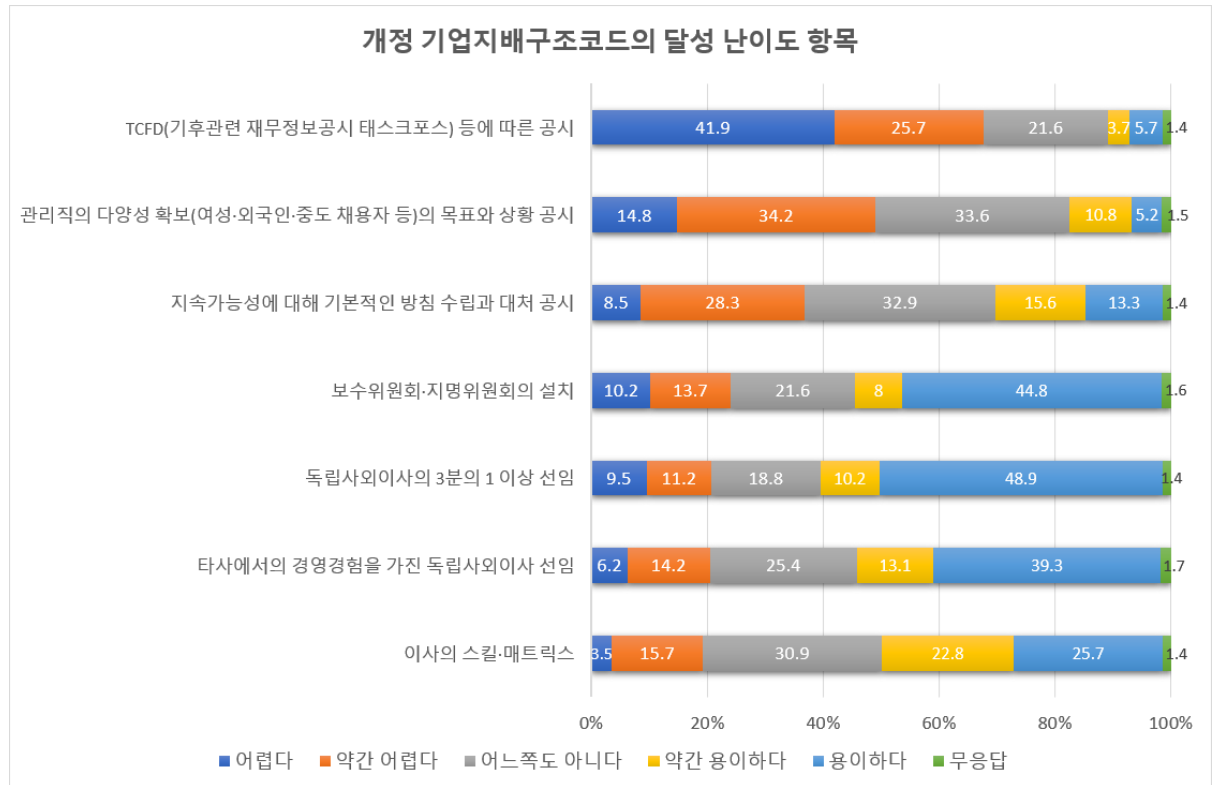
조사결과, 시장 제1부는 프라임시장을, 시장 제2부와 자스닥 스탠더드는 스탠더드시장을, 자스닥 그로스와 마더즈는 그로스시장을 희망하는 경향을 보였는데, 프라임시장을 선택한 이유로 「신용력, 브랜드가치, 위상의 유지 및 향상」이라고 대답한 기업이 91.7%, 「국내외 투자자들의 신뢰획득」이 73.1%, 「인재채용에 유리」가 61.9% 등으로 나타났다. 프라임시장의 상장에는 유통 주식 시가총액 100억 엔 이상, 유통주식비율 35% 이상 등의 기준을 충족해야 하는데, 기준 충족을 위해 필요하다고 인식하는 시책으로 「ESG 관련 정보공시의 확충」이 46.8%, 「IR 활동의 강화」가 34.5%, 「실적 향상」이 24.6%로 나타났다.

(2) 개정 기업지배구조코드에 대한 대응

기업지배구조코드의 「모든 원칙에 대응(comply)하고 있다」고 응답한 기업이 4.9%, 미대응기업 중 「앞으로 대응할 예정(comply 지향)」이 41.9%, 「전혀 대응할 의향이 없다(explain)」는 응답이 45.3%로 나타났는데 모든 원칙을 준수(comply)하려면 거버넌스 외에도 기업의 다양한 개혁이 필요하므로 독자적인 행보를 모색하거나 미대응코드를 설명하는 대응을 선택하는 기업이 증가할 것으로 예측되고 있다. 한편, 개정 기업지배구조코드의 주요 원칙 중 대응이 어렵다고 느끼는 항목 중 가장 많은 것이 「TCFD(기후관련 재무정보공시 태스크포스) 등에 따른 공시」로서 67.6%로 나타났는데, TCFD에서는 장래의 시나리오에 의한 리스크와 기회의 분석 및 재무적 영향의 공시가 요구된다. TCFD정보공시는 경영자뿐만 아니라 기업 전체의 노력이

²² 이하의 내용은 半沢 智, "緊急調査 プライム希望8割超 - 948社が回答 東証再編と企業のESG課題", 日経ESG スペシャルレポート, 2021.1 2.10 (<https://project.nikkeibp.co.jp/ESG/atcl/column/00003/120800027/>)에서 발췌한 것임

필요하다는 점도 어렵게 느끼는 이유다. 즉, 장래의 리스크와 기회의 분석은 경영기획부문, 환경관련 이슈는 환경부문, 재무적 영향은 재무부문, 정보공시는 IR부문 등 기업의 종합적인 역량이 필요하다. 다음으로 어렵게 느끼는 항목은 「관리직 인재의 다양성 확보」로 49%로 나타났다. 개정 지배구조코드에서는 관리직에 여성, 외국인, 중도채용자 등을 채용할 것을 요구하는데 인재육성을 포함한 인사전략의 실천이 필요하기 때문이다.

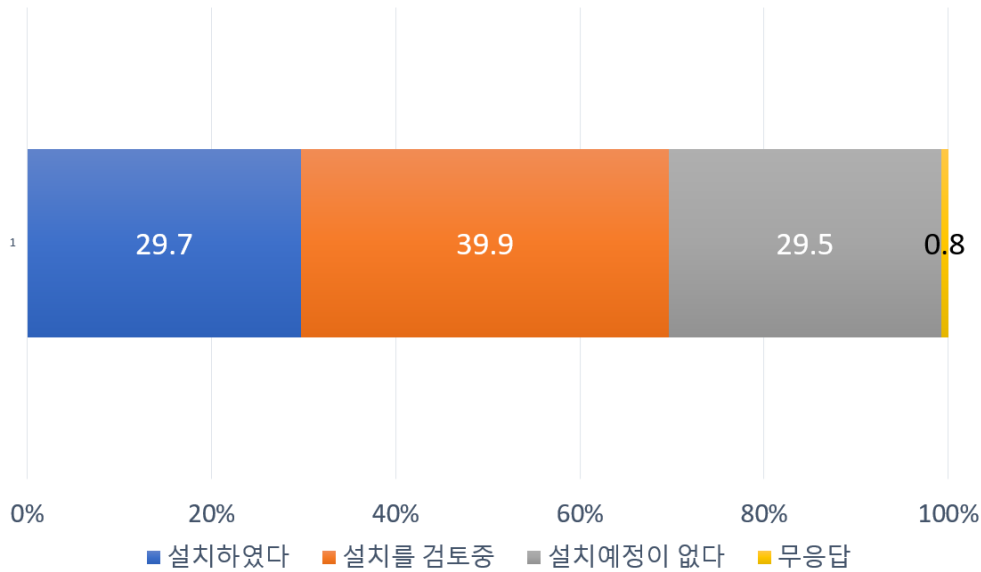


(3) 이사회 개편 관련 대응 상황

거버넌스의 핵심은 이사회 개편이다. 프라임시장의 상장기업은 이사회에서 3분의1 이상의 독립사외이사를 선임해야 한다. 3분의1 이상 선임요건은 프라임시장희망 기업 중 81.4%가 충족한 것으로 나타났다지만, 미충족 기업의 56%가 「당분간 설명(explain)」 할 것이라고 대답한 이유는 「선임과 관련된 과제」로서 「여성이나 외국인 등 다양성에 적합한 인재가 적다(42.4%)」, 「회사의 사업내용이나 기업문화를 이해하는 인재가 사외에는 적다(39.9%)」 등 기업에 적합한 인재 확보의 어려움도 있고, 「사외이사 증원의 필요성을 못느낀다(37.2%)」 처럼 필요성에 의문을 가진 경우도 있었다. 그런데 사외이사의 비율이나 다양성은 투자자가 주목하는 항목으로서 설명(explain)을 선택하는 경우에는 경영자가 그 이유나 계획의 설명을 위한 만반의 준비를 하여야 한다.

개정 기업지배구조코드에서는 경영자의 지명과 보수를 감독하는 지명위원회와 보수위원회의 설치를 요구하고 특히 프라임시장 상장기업은 각 위원회 구성원의 과반수를 독립사외이사로 하도록 하는데, 법정 보수위원회와 지명위원회 설치기업은 5.3%, 임의 위원회로 양자를 설치한 기업은 51.2%로 나타나는 등 사외이사를 활용한 감시를 강화하는 경향이 있으며, 지명·보수·감사위원회 이외에 지속가능성위원회를 설치하는 기업도 증가하고 있다. 이사가 참가하는 지속가능성위원회를 「설치하였다」고 응답한 기업은 29.7%, 「설치를 검토중」인 기업이 39.9%, 「설치예정인 없다」고 응답한 기업이 29.5%로 나타나는 등 지속가능 경영을 감시할 지속가능성위원회의 역할이 높아질 가능성이 있다.

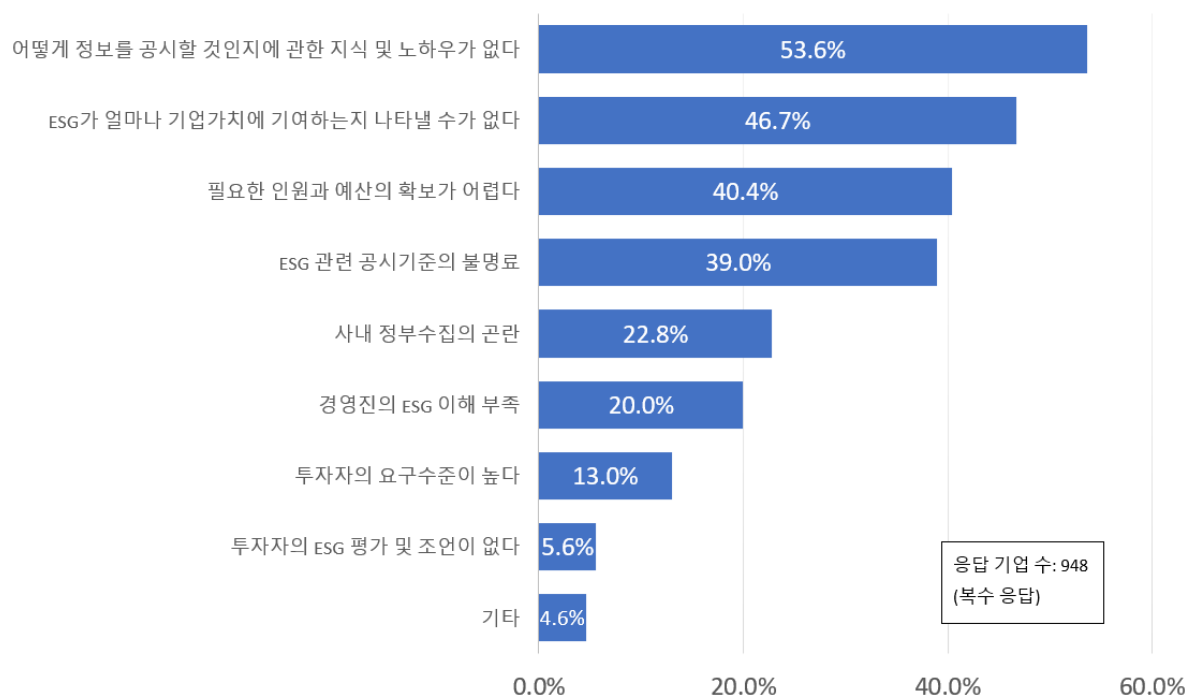
이사가 참가하는 지속가능성 위원회 설치상황



(4) ESG 대응 관련 과제

지금은 지속가능성과 ESG 관련 대응은 기업 전체에 요구되고 거버넌스, 환경, 인권 등 다양한 분야에 전문적이고 정통한 인재의 확보와 육성이 과제가 되고 있는데, ESG와 관련하여 기업들이 고민하는 내용으로서 가장 많은 것이 「어떻게 정보를 공시할 것인지에 관한 지식 및 노하우가 없다」는 응답이 53.6%이고 「ESG가 얼마나 기업가치에 기여하는지 나타낼 수가 없다」가 46.7%, 「필요한 인원과 예산의 확보가 어렵다」가 40.4%, 「ESG 관련 공시기준의 불명료」가 39.0%, 「사내 정부수집의 곤란」이 22.8%, 「경영진의 ESG 이해 부족」이 20%, 「투자자의 요구수준이 높다」가 13.0%, 「투자자의 ESG 평가 및 조언이 없다」가 5.6%로 나타났다.

ESG 대응관련 과제



이러한 결과를 토대로 기업들이 ESG와 관련하여 어떻게 대응할지를 정리하면 다음과 같다.

기업의 ESG는 기업 전체의 ESG 목표선언 단계부터 시작하여 목표실현을 위해 각 부문에서 실천하는 단계로 전개된다. ESG추진을 담당하는 지속가능성부문을 설치하는 것만으로는 부족하고 지속가능성 전략에 따른 부문별 실천과 감시구조가 필요하다. ESG를 중기경영계획 등에 포함시키려면 지속가능성부문 외에도 경영기획부문, 재무부문과의 연계가 필요하다. ESG 정보공시는 IR부문, 관리직의 다양성은 인사부문, ESG 데이터의 수집은 정보시스템 부문 등 광범위한 부문들이 연관된다. 특히 ESG 대응에서 매우 중요한 것이 경영자인 CEO의 리더십이다. 그리고 투자자들이 주목하는 것이 기업가치향상과 관련하여 개정 기업지배구조코드의 준수여부에 대한 설명과 그 이유다. ESG 설명회를 개최하는 기업이 증가하고 있는데, ESG 대응이 기업가치로 이어지기 위해서는 부문을 초월한 연계, 지속가능성 관련 인재의 육성, ESG 관련 정보의 공시와 경영자에 의한 설명이 중요하기 때문이다.

5 결론 및 시사점

앞에서 살펴본 것처럼 2021년 6월 11일 공표되고 적용된 기업지배구조코드의 제2차 개정은 신종 코로나바이러스(COVID-19)의 감염 확대와 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation: DX)의 추진 움직임 등 기업들을 둘러싼 사회 환경의 변화 속에서 지속적 성장과 중장기적 기업가치의 향상을 빨리 실현하려는 것이 목적이다. 또한 2022년 4월 4일부터 도쿄증권거래소가 프라임, 스탠더드, 그로스 등 시장을 3가지 유형으로 구분하는 시장재편을 추진하기로 한 시장 구분의 변경도 기업지배구조코드 개정의 배경이 되었다. 특히 일본을 대표하는 투자대상으로서 우량한 기업들이 모이도록 하는 프라임시장이 국제적으로도 투자매력이 넘치는 시장이 되기를 기대하면서 추진한 시장재편의 목적과 기업지배구조코드 개정이 지향하는 바가 불가분의 관계에 있음을 알 수 있다. 즉, 시장의 매력을 높이고 활성화시키려는 목적의 시장재편으로서 각 시장의 특징이 종전보다 명확해지고 상장유지기준의 설정을 통해 기업들이 성장을 향한 인센티브를 부여할 수 있으며, 특히 프라임시장에 상장하는 기업의 경우에는 보다 강화된 거버넌스 수준을 준수해야 하지만 그만큼 각 기업들이 혁신적 경영을 실시하도록 하는 계기가 될 것이 기대된다. 이번 시장 재편으로 프라임이라는 명칭에 어울리는 시장이 될 것인지 해외투자자들도 관심을 갖고 지켜보고 있을 것이다. 다만, 도쿄증권거래소의 시장재편을 계기로 하여 시장을 대표하고 투자대상으로서의 가능성을 높이기 위한 TOPIX 구성종목의 비중 조정 등 개선노력은 불완전하고 어중간하다고 할 수 있다. 구성종목의 수에 상한을 설정하지 않았기 때문이다. 미국 S&P500의 경우처럼 일본에도 TOPIX500과 같은 지수가 있지만, 기관투자자들이 주목하는 지수로 활용되지 못한 원인을 분석하고 TOPIX 구성종목의 상한설정과 함께 지수대상에 선정되는 구성종목의 이유 있는 재편으로 시장의 투자자들로부터 주목받는 지수로 거듭날 필요가 있다. 이는 우리나라의 주가지수인 KOSPI의 경우에도 적용될 수 있다. 시장에서 투자자들의 시선은 언제나 기능성과 대표성에 주목하고 있다는 점을 염두에 두고 투자매력이 있는 시장으로 거듭나는데 필요한 참고로 삼으면 좋을 것으로 본다. 단순히 시장재편으로 끝나는 것이 아니라 기업가치 향상의 기폭제가 되어야만 시장을 재편한 의미가 있다. 더욱이 시장재편을 상장기업의 새로운 성장발판으로 삼고 지속적인 성장과 기업가치의 향상으로 연계하기 위해서는 기업들이 ESG에 주목한 경영을 적극적으로 추진해야 한다. ESG는 이미 시대의 새로운 스탠더드로 자리매김하고 있기 때문이다.

Compliance Notice

〈ESG Issue Report〉는 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행되므로 이에 수록된 내용은 (주)대신경제연구소의 공식적인 견해나 구체적인 사안에 대한 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고 등을 포함하는 것이 아님을 알려드립니다.

당 연구소는 본 리포트에서 제공된 내용에 관하여 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.