

■ 논 단

일본의 스튜어드십 코드 제·개정 및 운영 현황과 우리나라에의 시사점

권 용 수

건국대 KU글로벌혁신대학 부교수 / 법학박사

요 약 문

2025년 상법 개정은 이사의 행위 기준과 법적 책임, 주주의 법적 위상에 변화를 가져왔다. 이사는 중장기적 관점의 기업 가치 제고 전략을 수립·추진하는 과정에서 주주의 이익을 고려하고, 주주의 지지를 얻는 것이 중요해졌다. 이러한 상황에서 주주의 지지 형성을 효율적·실효적으로 뒷받침하는 장치로서 한국판 스튜어드십 코드의 의의가 강조되고, 그 개정 논의가 본격화하고 있다. 논의 내용 중에는 지속가능성 요소 반영이나 기업과 주주 간 대화 지원 가이드라인 마련처럼 의미 있는 내용도 있고, 기관투자자 간 협력적 관여 활동처럼 실무상 문제나 현행 제도 개선 병행 등을 포함한 체계적 검토가 필요한 내용도 있다.

이상으로부터 본 연구에서는 코드의 의의와 한계를 살펴본 후, 일본의 스튜어드십 코드 개정 및 운영 사례 분석을 토대로 다음과 같은 제언을 하는 것으로 글을 마무리하였다. 첫째, 코드는 단순히 주주 이익 확대만을 목표하는 것이 아니라, 건설적인 대화 등 관여 활동을 통한 기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장 도모를 원칙으로 삼고 있음을 인식·강조할 필요가 있다는 것이다. 둘째, 기업과 기관투자자의 이해가 다를 수 있음을 이해하고, 코드의 원칙 등을 강화하고 그 이행을 강하게 요구하기에 앞서 올바른 관여 활동(건설적인 대화 등)의 실현을 담보할 수 있는 기반 조성을 먼저 고민할 필요가 있다는 것이다. 셋째, 기관투자자의 법적 지위나 역량 등을 생각할 때, 기관투자자에게 기대할 수 있는 관여 활동과 책임에 한계가 있을 수밖에 없음을 이해하고 점진적인 코드 개선에 임해야 한다는 것이다. 넷째, 코드의 목적을 실효적으로 달성하기 위해서는 기관투자자의 코드 이행 점검 체계 구축을 검토할 필요가 있다는 것이다.

주제어 : 기관투자자, 스튜어드십 코드, 관여 활동, 거버넌스, 기업 가치 제고, 주주의 이익

— <目 次> —

I. 들어가며	1. 일본판 코드 채용 및 이행 현황 등
II. 스튜어드십 코드의 의의와 한계	2. 일본판 코드의 채용과 이행을 뒷받침하는 법 제도 정비
1. 코드의 의의	
2. 코드의 한계 등	V. 마치며 : 스튜어드십 코드 논의에 관한 제언
III. 일본의 스튜어드십 코드 제·개정 검토 등	1. 스튜어드십 코드의 의의와 목적 인식 및 공유
1. 일본판 코드 제정	2. 건설적인 대화를 비롯한 관여 활동 실현 기반 조성
2. 일본판 코드 1차 개정	3. 현실적 제약 등을 고려한 점진적인 한국판 코드 개선
3. 일본판 코드 2차 개정	
4. 일본판 코드 3차 개정	4. 기관투자자의 코드 이행 점검 체계 구축
IV. 일본의 스튜어드십 코드 운영 분석과 시사점	

I. 들어가며

2025년 상법 개정은 기업 환경에 많은 변화를 가져왔다. 특히, 이사의 충실의무 등을 개정한 것은 이사의 행위 기준과 법적 책임, 주주의 법적 위상에 상당한 변화를 가져왔다.¹⁾ 이사는 중장기적 관점의 기업 가치 제고 전략을 수립·추진하는 과정에서 전체 주주의 이익과 특정 주주의 이익이 훼손될 가능성이 없는지를 고려해야 하고, 사안에 따라 주주의 지지를 얻는 게 중요해졌다. 주주의 참여나 지지를 얻는 수단으로는 의결권행사도 있고,²⁾ 경영진과 주주 간의 대화 등도 있다. 다만, 지금부터는 경영진과 주주 간의 대화를 통해서, 기업 가치 제고 전략 수립 단계부터 주주의 참여를 끌어내거나 지지를 얻는 것이 점점 더 중요해질 것으로 판단된다.

주주의 참여나 지지 형성을 효율적 또는 실효적으로 뒷받침하는 장치로서 스튜어드십 코드라는 것이 존재한다. 이는 기관투자자(주주)가 투자대상회사의 중장기적 가치 향상과 지속적 성장을 통해 고객과 수익자의 중장기적 이익을 도모할 것을 요구하며, 그 수단으로서 대화 등의 건설적인 관여 활동을 강조하는 것이다.³⁾ 우리나라의 경우 2016년 한국판 스튜어드십 코드

1) 한국상장회사협의회, 상장회사 이사의 주요 의사결정에 관한 지침: 주주에 대한 충실의무 등 이행과 관련하여, 2026, 13-16쪽.

2) 의결권행사는 저비용의 주주권 행사 방식이면서도 기업의 근본적 변화를 끌어낼 수 있는 방법이다(권용수, “기관투자자의 수탁자 책임의 관점에서 본 스튜어드십 책임”, 『재산법연구』 제36권 제4호(2020), 111-112쪽).

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

를 도입하였고, 국민연금의 코드 참여를 계기로 코드 참여 기관투자자가 빠르게 증가하였다. 2026년 6월 17일 기준 261개 기관투자자가 코드에 참여하고 있고, 60개 기관투자자가 코드 참여를 예정하고 있다.⁴⁾ 그런데 한국판 스튜어드십 코드는 영국이나 일본과 달리 2016년 제정된 이후 한 차례도 개정되지 않았다. 또한, 코드가 기업과 주주의 이익에 이바지하도록 하는 고민도 크게 하지 않았다. 코드 제정 시부터 지적된 이행 관련 법적 리스크는 지금도 지적되고 있다.⁵⁾

최근 상법 개정에 따른 기업 환경 변화 및 스튜어드십 코드의 의의와 과제를 토대로, 스튜어드십 코드 개정 논의가 본격화하고 있다.⁶⁾ 논의 내용 중에는 지속가능성 요소 반영이나 기업과 주주가 건설적인 대화를 할 수 있도록 지원하는 가이드라인 제공처럼 의미 있는 내용도 있고, 기관투자자 간 협력적 관여 활동처럼 실무상 문제나 현행 제도 개선 병행 등을 포함한 체계적 검토가 필요한 내용도 있으며, 원칙준수·예외설명의 강화나 코드의 의무화처럼 그 의의와 적절성에 다소 의문이 있는 내용도 있다.

이상으로부터 본 연구에서는 스튜어드십 코드의 의의와 한계를 검토한 후, 한국판 스튜어드십 코드 제정 시에 직접적인 영향을 미친 일본의 스튜어드십 코드의 제·개정 및 운영 현황 분석을 토대로 우리나라의 향후 코드 개정 논의 방향성을 도출하고자 한다. 이 점에서, 본 연구는 일본의 스튜어드십 코드 제·개정 과정을 전반적으로 검토하고, 그것이 실제 어떠한 효과(특히 건설적인 대화 실현 여부)를 가져왔는지를 분석하는 데 중점을 두며, 개별 쟁점에 관한 구체적인 방안 제시를 염두에 둔 연구는 후속 과제로 남기고자 한다.

II. 스튜어드십 코드의 의의와 한계

1. 코드의 의의

가. 기업 가치 제고를 통한 주주 이익 실현

2025년 개정 상법은 이사의 충실의무 등에 관한 규정에 ‘주주’를 명시적으로 언급하였다(상법 제382조의3). 이는 궁극적인 목적이 무엇인지와는 관계없이 주주우선주의(Shareholder Primacy Approach)를 강화한 면이 있다. M&A 등 구조 개편 관련 사항이나 신주발행 등 재무 관련 사항, 경상 거래 관련 사항에 관계된 의사결정 시에 반드시 주주의 이익을 생각하지 않을

4) 한국 스튜어드십 코드(2026.06.17 방문) - <<https://sc.cgs.or.kr/participation/investors.jsp>>

5) 황현영, “스튜어드십 코드 이행 현황과 실효성 제고를 위한 과제”, 스튜어드십 코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색 토론회 자료집(2026.1.23), 15-16쪽.

6) 한국ESG기준원, 자본시장의 발전을 위한 한국 스튜어드십 코드 개정 공청회 개최(2026.06.17. 방문) - <https://www.cgs.or.kr/news/press_view.jsp?no=240&pp=6&skey=&svalue=>>

수 없는 상황을 만들었기 때문이다.⁷⁾ 이러한 상황은 기업이 주주와의 대화 등에 지금보다 더 적극적으로 나설 필요가 생겼음을 시사한다.

이상을 전제로 보면, 스튜어드십 코드의 의의는 종전보다 강조될 수 있다. 스튜어드십 코드는 주가 퍼포먼스 등 단기적 이익이 아니라, 건설적인 대화 등 관여 활동을 통한 기업의 중장기적 가치 향상이나 지속적 성장⁸⁾을 원칙으로 삼고 있다. 즉, 기관투자자(주주)의 건설적인 대화나 적정한 의결권행사 등의 관여 활동을 필수 조건에 가까운 것으로 취급하고, 눈앞의 이익이 아닌 기업의 중장기적 가치 향상이나 지속적 성장을 통해 이익을 실현하도록 하는 것이다. 이는 불확실성이 큰 중장기적 관점의 기업 가치 제고 전략 수립·추진을 위해 주주를 설득하고 지지를 얻어야 하는 기업 측에도 긍정적으로 기능할 여지가 있다. 단, 스튜어드십 코드가 효율적으로 기능할 때 긍정적인 역할을 기대할 수 있다는 점에 주의가 필요하다.

나. 거버넌스 개선 등을 통한 기업 가치 제고

스튜어드십 코드가 도입된 배경에는 기관투자자의 영향력 증가와 그에 따른 거버넌스 개선 기대가 있었다. 실제 기관투자자의 의결권행사 등 관여 활동은 이사회 구성이나 주주환원 개선처럼 중장기적 기업 가치 제고에 긍정적 영향을 미칠 수 있는 부분의 근본적 변화를 끌어낸 예가 있다.⁹⁾ 이것은 우리나라에서 중요한 의미를 지닐 수 있다.

우리나라에는 상장회사의 주식 가치평가 수준이 해외 상장회사에 견주어 낮게 형성되는 현상, 이른바 코리아디스카운트(Korea discount)라는 문제가 존재하고, 그 핵심 원인으로 주주환원과 수익성·성장성 등이 지적되고 있다.¹⁰⁾ 이를 생각하면, 스튜어드십 코드가 순기능을 발휘할 경우, 코리아디스카운트 해소와 기업의 중장기적 가치 제고를 기대할 수 있다.

다만, 우리나라의 경우 감사위원 선임이나 집중투표에 관한 2025년 상법 개정의 영향을 생각할 때, 스튜어드십 코드가 제대로 기능하지 못하면 부작용을 초래할 수도 있다는 점에 주의가 필요하다.¹¹⁾ 행동주의 펀드 등이 3%룰이 적용되는 감사 또는 감사위원 선임을 전략적 수단으로 선택하는 경향이 있음을 생각하면,¹²⁾ 코드의 이행이 기업 가치 제고에 이바지하는 이사

7) 한국상장회사협의회, 앞의 자료, 35-71쪽.

8) 지속적 성장은 자본 비용을 웃도는 이익을 기대할 수 있는 성장을 의미한다(田中亘, “コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード: 英國コードとの差違に着目して”, 「信託フォーラム」第1号(2014), 38頁).

9) 권용수, “기관투자자의 영향력과 의결권행사의 방향성: 주주총회 주요 의안을 둘러싼 일본의 최근 동향을 포함하여-”, 「선진상사법률연구」 제82호(2018); 林壽和, “「實質的」なスチュワードシップ活動とESG評価の役割: 運用機關における仕組みの現在”, 「ビジネス法務」2018年3月号(2018), 50-51頁.

10) 김준석·강소현, 코리아 디스카운트 원인 분석, 자본시장연구원, 2023, 19쪽.

11) 감사위원 선임이나 집중투표 등 이사회 구성에 관한 2025년 상법 개정의 부작용 초래 가능성을 지적한 것으로 송옥렬, “이사회 구성에 관한 개정 상법의 법적책적 분석”, 2026년 한국기업법학회 동계공동학술대회 자료집(2026.2.3.), 11-15쪽.

회 구성에 왜곡을 초래하고, 기업지배권 시장에 혼란을 초래할 수 있다.¹³⁾ 이것은 이사의 충실 의무 등을 통해 억지하려던 주주 간의 불합리한 부의 이전 문제 발생의 불씨가 될 수도 있다.

2. 코드의 한계 등

가. 스튜어드십 코드의 효율적 작동에 관계된 한계

스튜어드십 코드의 순기능을 기대하기 위해서는 기관투자자가 투자 대상 회사의 사정이나 상황을 제대로 파악하고, 그것을 기초로 건설적인 대화 등의 관여 활동을 하는 것이 전제될 필요가 있다. 그런데 기관투자자는 인적·물적 자본이나 역량 등의 문제로 투자 대상 회사의 사정이나 상황을 파악하는 데 한계가 있다.¹⁴⁾ 한편, 기관투자자는 수탁자 책임을 지는 존재이므로, 비용을 웃도는 편익을 기대하기 어려운 관여 활동을 하는 데 제약이 있다. 이상으로부터 기관투자자가 언제나 기업 가치 제고에 이바지하는 건설적인 대화를 포함한 관여 활동을 할 수 있다고 단정할 수 없다. 이것은 스튜어드십 코드가 의무가 아닌 ‘원칙 준수 및 예외 설명’(comply or explain)을 채택할 수밖에 없는 이유라 생각된다. 기관투자자 자체에 내재한 한계를 고려하지 않은 채 스튜어드십 코드 이행을 강하게 요구하는 것은 자칫 기업을 제대로 이해하지 못한 상황에서 대화 등의 관여 활동을 함으로써 기업의 부담만 가중하고, 궁극적으로 기업 가치 제고를 통한 이익 극대화라는 코드의 목적과 충돌할 여지가 있다.

기관투자자에 내재한 한계를 해소하는 방안으로서 협력적 관여 활동이나 의결권자문사 활용 등을 생각해 볼 수는 있지만,¹⁵⁾ 그 실효성에 의문이 있다. 예컨대, 의결권자문사의 경우는 자문기준 책정 절차¹⁶⁾나 자문 방식¹⁷⁾, 자문의 기초가 되는 정보의 오류 가능성¹⁸⁾ 등을 생각할 때, 자문기준 자체나 자문의 적정성에 의문이 있을 수밖에 없다.¹⁹⁾ 또한, 의결권자문사도 인적·

12) 김형균, “행동주의 펀드의 전략과 방향”, 『BFL』 제120호(2023), 111-112쪽.

13) 2025년 주주제안 결과를 보면, 감사 또는 감사위원 선임에 관한 주주제안이 거의 가결되는 경향을 보였다(안효섭, “2025년 정기주주총회 주요 주주제안 사례 및 향후 과제”, 『경제법연구』 제24권 제1호(2025), 353쪽).

14) 기관투자자의 역량을 떠나 정기주주총회가 특정일에 집중되는 현실에서는 기관투자자가 투자 대상 회사의 사정이나 상황을 제대로 파악하고 행동하는 것을 기대하기 어렵다.

15) 박관훈, “의결권행사 자문회사의 육성 필요성 및 법적 과제”, 『경제법연구』 제13권 제1호(2014), 235쪽.

16) 의결권자문사는 여러 이해관계자의 의견을 반영해 자문기준을 책정하고, 그것을 확정하기 전에 상장회사의 의견을 다시 확인하는 등 일정 절차를 거치고 있다. 그러나 자문기준 책정 작업에 관여하는 자가 많지 않고, 상장회사의 의견이 제대로 반영되지 않는 경향이 있다. 이는 권용수, “한국판 스튜어드십 코드를 통한 의결권자문사 규제에 관한 예비적 고찰”, 『서울대학교 법학』 제62권 제2호(2021), 240-241쪽.

17) 의결권자문사의 경우 상장회사별 특성이나 고유한 상황을 고려하지 않는 one-size-fits-all Approach를 채용하는 경향이 있다.

18) 의결권자문사의 자문이 사외이사 후보자의 경력에 관한 번역 오류(‘촉탁’ 이력을 ‘former executive’로 번역)에 기인해 이루어진 예가 있다(大崎貞和, 問い直されるべき議決権行使助言会社のあり方(2026.06.17. 방문) - <<https://www.nri.com/jp/media/column/osaki/20150909.html>>).

물적 자본이 충분치 않아 기업의 사정과 상황을 제대로 분석하는 데 한계가 있고, 이해상충 문제²⁰⁾도 존재하는 만큼 자문을 완전히 신뢰할 수는 없다.²¹⁾ 아래에서 살펴볼 일본이 스튜어드십 코드 2차 개정 시 의결권자문사에 관한 새로운 원칙과 지침을 마련한 것도 이 때문이다. 그런데 현재 우리나라는 이러한 문제를 해소할 수 있는 실효적 규제 등이 존재하지 않는다.

나. 기관투자자의 법적 지위에 따른 한계

기관투자자는 투자 대상 회사의 주주인 동시에, 고객에게 수탁자 책임²²⁾을 지는 존재이다. 이 점에서 스튜어드십 코드도 건설적인 대화 등을 포함한 관여 활동을 통해서 기업의 중장기적 가치를 제고하고, 궁극적으로 '고객과 수익자의 중장기적 이익을 실현할 것'(궁극적 목표)을 요청하고 있다. 그런데 기관투자자의 존재 의의나 성공이라는 측면에서 보면, '주주'라는 개념보다 '수탁자'라는 개념이 중시될 수밖에 없고, 이것이 예기치 못한 부작용을 초래할 우려도 있음을 생각해 볼 필요가 있다. 특정 기관투자자가 코드 이행을 명분 삼아, 자신의 고객과 수익자만의 이익에 방점을 찍고 행동할 수도 있기 때문이다. 이는 코드 이행을 너무 강하게 요구하는 것은 적절치 않을 수 있음을 시사한다.

그동안의 사례를 보면, 거버넌스 개선이나 주주 이익 강화 등의 명분 아래 특정 주주(헤지펀드 등)가 불합리한 이익을 취한 예도 적지 않다. 예컨대, 론스타의 극동건설 매수 사례가 있다.²³⁾ 이 사례는 일반적인 기관투자자의 관여 활동과는 다소 다른 면이 있지만, 특정 명분 아래 이루어지는 행위가 기업의 중장기적 가치 제고와 긴장 관계를 형성할 수 있음을 보여주는 대표적 사례이다. 론스타는 극동건설의 경영을 지배한 후 경영자원 효율화 등을 이유로 부동산 등 고액의 자산을 매각하고, 유상감자와 고배당 등을 추진하였다. 그리고 마지막에는 웅진그룹에 극동건설을 매각하였다. 이러한 일련의 과정에서 론스타는 4년간 총 7,120억 원의 이익을 얻었다. 이는 실제 투자금 1,700억 원의 4배가 넘는 수준이다. 또한, 소비자자산운용과 SK(주) 사례도 있다.²⁴⁾ 소비자자산운용은 거버넌스 개선과 주주 이익 강화 등을 이유로 적극적인

19) 권용수, "한국판 스튜어드십 코드를 통한 의결권자문사 규제에 관한 예비적 고찰", 「서울대학교 법학」 제62권 제2호(2021), 240-243쪽.

20) 의결권자문사의 이해상충은 ① 비즈니스 구조에 따라서, ② 고객인 기관투자자의 주주제안 등과 관련해서, ③ 의결권자문사의 소유구조에 따라서 발생한다(권용수, 위의 논문, 242쪽).

21) 권용수, 위의 논문, 242쪽.

22) 이는 기관투자자가 고객의 재산·권한을 남용함으로써 발생하는 위험(충실의무 관련)과 기관투자자의 그릇된 행동이나 임무해태 등으로 인해 고객이 손해를 입을 수 있는 위험(주의의무 관련)을 억지함으로써 고객의 이익을 보호하는 핵심이 된다(能見善久·樋口範雄·神田秀樹, 信託法制の新時代: 信託の現代的展開と將來展望, 弘文堂, 2017, 224頁; 神田秀樹·折原誠, 信託法講義, 弘文堂, 2014, 73頁).

23) 해당 사례를 검토한 것으로 과수근·이준일·최아름, "론스타 펀드의 극동건설 인수 및 매각 사례", 「회계저널」 제21권 제2호(2012).

24) 박찬희, "2004년 2월 SK(주) vs. 소비자 : 경영권 도전과 지배구조 재설계", 「경영교육연구」 제8권 제2호(2005);

관여 활동을 펼쳤고, 그 과정에서 SK(주)의 대응과 주가 상승에 따른 단기 차익을 실현한 후 철수하였다. 개인투자자의 단기투자 성향이 강한 우리나라의 현실²⁵⁾을 생각하면, 상기와 같은 극단적 사례는 아니더라도 기관투자자가 생존과 성공의 관점에서 코드 이행을 오남용할 여지를 완전히 부정할 수는 없다.

다. 투자 사슬의 복잡화에 따른 한계

오늘날에는 소유와 경영의 분리를 넘어서, 소유와 소유의 분리 현상이 심화하고 있다. 예컨대, 국민연금이 관계된 경우를 생각해 보자. 국민연금은 스튜어드십 코드 채용 시에 그 영향력 행사에 대한 우려를 고려해서 위탁 운용기관에 의결권행사를 위임하는 것을 결정하였다.²⁶⁾ 그 결과 투자 대상 회사와 최종수익자 사이에 국민연금(자산소유자)과 운용기관이 존재할 수 있다. 게다가 운용기관의 사정이나 역량상 한계 등으로 의결권자문사가 개입할 수도 있다. 이 경우 법적 의미의 주주는 운용기관이지만, 의결권자문사와 운용기관이 기업 가치 제고와 그에 따른 이익 실현 등에 영향을 미칠 수 있다. 그리고 실현된 이익 등은 운용기관에서 국민연금을 거쳐 최종수익자에게 귀속하는 복잡한 구조가 형성된다.

그런데 의결권자문사와 운용기관 등에는 이해상충 문제가 존재하므로, 소유와 소유의 분리 현상이 심화할수록 이해상충 문제는 심화할 수 있다. 이는 복잡한 투자 사슬 속에서는 언제나 기업 가치 제고를 통한 고객·최종수익자의 이익 실현에 부합하는 행위가 이루어진다고 단정할 수 없음을 시사한다. 이를 생각하면, 스튜어드십 코드가 본래의 의도대로 기능하길 기대하는 것은 간단한 문제가 아니고,²⁷⁾ 충분한 논의 없이 코드의 원칙 등을 강화하거나 그 이행을 강하게 요구하는 것은 신중할 필요가 있다.

III. 일본의 스튜어드십 코드 제·개정 검토 등

1. 일본판 코드 제정

문준우, “장기주주를 육성·지원하기 위한 테뉴어 보팅(tenure voting)”, 『금융법연구』 제12권 제2호(2015), 278쪽.

25) 강소현·김민기, 개인투자자의 해외투자 특징 및 성과 분석, 자본시장연구원, 2026, 28-34쪽; 광노선, “[시장의 맥] 금융교육, 자산 불평등 시대의 방파제”(2026.06.17. 방문) - <<https://www.asiae.co.kr/article/2025120709405641110>>.

26) 보건복지부 국민연금공단, 국민연금 수탁자 책임에 관한 원칙 관련 후속 조치(초안), 2019년도 제6차 국민연금기금운용위원회 보고사항(2019-18호), 2019, 13쪽.

27) 神作裕之, “日本版スチュワードシップ・コード: 英國コードとの比較を中心として”, 『日本取引所金融商品取引法研究』第6号(2016), 194-195頁.

가. 제정 경위

일본판 스튜어드십 코드(이하 '일본판 코드')는 기관투자자의 관여 활동이 불충분하다는 문제 의식과 관여 활동이 기업 가치 제고에 이바지할 수 있다는 기대로부터 시작되었다.²⁸⁾ 이러한 배경으로 일본판 코드의 경우 영국의 스튜어드십 코드(이하 '영국판 코드')와는 달리 건설적인 대화 등의 관여 활동을 통한 기업 가치 제고나 지속적 성장이라는 목적이 전면에 배치되게 되었다.²⁹⁾ 흥미로운 것은 이러한 사고방식이 이미 2009년 6월 금융심의회 금융분과회의 '일본 금융·자본시장 국제화에 관한 스터디그룹'의 보고서³⁰⁾에서부터 확인된다는 것이다. 해당 보고서에서는 상장회사의 거버넌스를 개선하기 위해서는 기관투자자의 수탁자 책임³¹⁾에 따른 적절한 의결권행사, 나아가 '경영자와의 대화에서 경영에 대한 건설적인 논의를 충실화하는 것이 중요'하다고 지적하고 있다.³²⁾ 이러한 지적이 일본판 코드에 채용되었고, 특히 '건설적인 논의'라는 사고방식은 스튜어드십 책임의 중요 요소인 '건설적인 대화'로서 구현되었다고 할 수 있다.

참고로 일본판 코드 제정의 직접적 계기가 된 것은 2013년 일본재흥전략이다. 이 전략에서는 일본의 경제 성장을 위한 주요 정책으로서 '기관투자자가 대화를 통해 기업의 중장기적 성장을 촉진하는 등 수탁자 책임을 다하기 위한 원칙(일본판 스튜어드십 코드)에 관하여 검토하고, 연내 결론을 낸다'라는 방침을 제시하였다. 그리고 '주식 장기 투자에서의 리턴 향상을 위한 방안 등에 관계된 과제를 전문가 회의를 설치해 검토하고, 연내 가을까지 제언을 제시'하도록 하였다.³³⁾ 이에 따라, 일본 금융청은 2013년 8월 「일본판 스튜어드십 코드에 관한 유식자 검토회」(이하 '검토회의')를 설치하였고, 검토회의 논의를 거쳐 2014년 2월에 일본판 코드가 확정되었다.

나. 일본판 코드의 특징

2014년 2월 제정된 일본판 코드에는 다음과 같은 특징이 있었다.³⁴⁾

첫째, 일본판 코드는 스튜어드십 책임이 무엇인지를 밝히고 있다. 일본판 코드의 스튜어드십 책임은 '목적'을 가진 '대화'를 통해 투자 대상 회사의 기업 가치 제고나 지속적 성장을 촉진

28) 神作, 前掲注(27), 192-193頁.

29) 神作, 前掲注(27), 193-196頁.

30) 金融審議會金融分科會, 我が國金融・資本市場の國際化に關するスタディグループ報告: 上場會社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて(2009).

31) 여기서 말하는 수탁자 책임은 스튜어드십 코드의 스튜어드십 책임과 실질적으로 동일 또는 상당히 유사한 개념이라는 설명으로 神作, 前掲注(27), 196頁.

32) 金融審議會金融分科會, 前掲注(30), 13-18頁.

33) 「日本再興戰略: JAPAN is BACK」(2013년6월14日), 12頁.

34) 神作, 前掲注(27), 203頁 이하.

함으로써 최종수익자의 중장기적인 투자 이익 확대를 도모하는 것이다.³⁵⁾ 스튜어드십 책임은 최종수익자의 이익 확대를 최종 목표로 삼고 있다는 점에서 수탁자 책임과 다르지 않지만, 기업 가치 제고나 지속적 성장의 촉진을 전제로 하고 있다는 점과 일본판 코드가 투자 사슬 전체를 시야에 두고 있다는 점에서 전통적인 수탁자 책임과는 구별된다. 여기서 지속적 성장이 무엇인지에 관해 추가 검토할 필요가 있다. 지속적 성장이 무엇인지에 따라 스튜어드십 활동의 방향성이 결정될 것이기 때문이다. 지속적 성장은 회사의 사정과 회사를 둘러싼 이해관계 등을 종합적으로 고려하여³⁶⁾ - 최종수익자의 이익 극대화를 도모하는 방향으로³⁷⁾ - 회사의 성공(자본 비용을 웃도는 리턴 창출)을 도모하는 것이라 할 수 있다. 이처럼 해석해야 지속적 성장이라는 개념이 스튜어드십 코드를 둘러싼 여러 이해관계자의 동의를 끌어낼 수 있는 한편, 최종수익자의 이익과도 모순되지 않기 때문이다.

둘째, 일본판 코드는 기관투자자에만 적용되는 것이 아니라 투자 사슬의 각 당사자를 시야에 두고 있다. 제정 일본판 코드는 기본적으로 일본 상장주식에 투자하는 기관투자자를 염두에 두고 있지만, 그 기관투자자로부터 업무를 위탁받은 의결권자문사 등에도 적용된다는 점을 분명히 하고 있다. 오늘날에는 자산보유자로부터 최종수익자에 이르는 투자의 구조가 상당히 복잡화되고 있는 가운데 ‘소유와 소유의 분리’ 현상이 심화하고 있다. 이러한 현상은 투자 사슬에 내재하는 위험을 증가시킬 가능성이 있다.³⁸⁾ 이러한 현실을 고려할 때, 일본판 코드가 그 적용 대상을 기관투자자로 한정하지 않은 것은 ‘소유와 소유의 분리’ 현상으로 인해 야기될 수 있는 폐해를 억제하고, 고객·수익자의 이익을 보호한다는 측면에서 바람직한 방식이라 생각된다.

셋째, 일본판 코드는 코드가 가진 계몽적·교육적 요소를 원칙의 형태로 정하고 있다. 제정 일본판 코드 원칙 7에서는 ‘기관투자자는 투자 대상 회사의 지속적 성장에 이바지하도록, 투자 대상 회사나 그 사업 환경 등에 관한 충분한 이해에 기초한 해당 기업과의 대화나 스튜어드십 활동에 수반하는 판단을 적절히 수행할 수 있는 실력을 갖추어야 한다’라고 규정하고 있다. 이 원칙은 일본판 코드 제정 시에 참고한 영국판 코드에는 존재하지 않는 규정이다.³⁹⁾

35) 기본적으로 스튜어드십 책임은 최종수익자의 이익을 해하지 않는 범위 내에서 기업 가치 제고나 지속적 성장을 도모해야 한다. 2016년 일본재흥전략에서는 ‘기관투자자가 고객·수익자(최종수익자 포함)의 이익을 첫째로 생각하고 스튜어드십 책임을 적절하게 다해야 한다’라고 지적하였다(「日本再興戦略2016: 第4次産業革命に向けて」(平成28年6月2日), 145頁).

36) 일본판 코드의 ‘투자 대상 회사나 그 사업 환경 등에 관한 충분한 이해에 기초한 건설적인 목적을 가진 대화(관여 활동) 등을 통하여’라는 표현에도 부합한다.

37) 일본판 코드의 지속적 성장이라는 개념은 단순히 최종수익자의 이익만을 염두에 둔 것은 아니라 생각된다. 그러나 기관투자자는 최종수익자의 이익을 첫째로 생각하지 않으면 수탁자 책임이 문제 될 수 있다. 기관투자자의 ROE 기준 적용, 주식 보수나 업적연동보수 도입 요구 등은 주주의 이익에 더 근접하는 요소로 생각된다.

38) ‘소유와 소유의 분리’의 경우 투자 사슬의 각 당사자가 어떻게 행동하느냐에 따라 최종수익자의 이익을 효율적으로 높일 수도 있다는 것으로 神作裕之, “商事信託の展望: 「信託」と「受託者責任」の意義再考”, 「信託」第265号(2016), 9-10頁.

39) 일본판 코드를 참고한 한국판 스튜어드십 코드에는 일본판 코드 원칙 7과 유사한 규정이 존재한다.

다. 제정 일본판 코드의 내용

일본판 코드에서는 코드 제정 경위 및 배경, 코드의 목적, 원칙중심주의 및 ‘원칙 준수 및 예외 설명’의 원칙, 코드의 원칙 및 원칙별 지침에 관한 내용을 담고 있다. 여기서 가장 중요한 제정 일본판 코드의 원칙은 다음의 표와 같다.

[표 1] 제정 일본판 코드의 원칙 (2차 개정 사항* 포함)

1. 기관투자자는 스튜어드십 책임을 다하기 위한 명확한 방침을 책정하고, 이를 공표해야 한다.
2. 기관투자자는 스튜어드십 책임을 다하기 위해 관리해야 하는 이해상충에 대하여 명확한 방침을 책정하고, 이를 공표해야 한다.
3. 기관투자자는 투자 대상 회사의 지속적 성장을 목표로 스튜어드십 책임을 적절히 다하기 위해 해당 기업의 상황을 정확하게 파악해야 한다.
4. 기관투자자는 투자 대상 회사와의 건설적인 ‘목적을 가진 대화’를 통해 투자 대상 회사와의 인식 공유를 도모함과 함께, 문제 개선에 힘써야 한다.
5. 기관투자자는 의결권행사와 행사 결과 공표에 관한 명확한 방침을 책정함과 함께, 의결권행사 방침의 경우 단순히 형식적인 판단 기준에 그치는 것이 아니라 투자 대상 회사의 지속적 성장에 이바지하는 것이 되도록 해야 한다.
6. 기관투자자는 원칙적으로 의결권행사도 포함해 스튜어드십 책임을 어떻게 다하고 있는지에 관하여 고객·수익자에게 정기적으로 보고해야 한다.
7. 기관투자자는 투자 대상 회사의 지속적 성장에 이바지하도록, 투자 대상 회사나 그 사업 환경 등에 관한 충분한 이해에 기초한 해당 기업과의 대화나 스튜어드십 활동에 수반하는 판단을 적절히 수행할 수 있는 실력을 갖추어야 한다.
8. 기관투자자용 서비스 제공자는 기관투자자가 스튜어드십 책임을 다하는 데 적절하게 서비스를 제공하고, 투자 사슬 전체의 기능 향상에 이바지하도록 힘써야 한다.

* 원칙 8은 일본판 코드 2차 개정 시에 신설된 것이다.

제정 일본판 코드는 영국판 코드를 참고하였다.⁴⁰⁾ 그 때문에 각 원칙의 내용은 영국판 코드와 크게 다르지 않다.⁴¹⁾ 차이라고 한다면, 제정 일본판 코드에서는 ‘기관투자자는 필요에 따라 다른 투자자와 협동해야 한다’라는 영국판 코드 원칙 5를 제외하고, 그 대신에 영국판 코드에

40) 일본 정부는 2013년 4월 지속적 성장을 위한 시장경제 시스템을 논의하기 위해 경제재정자문회의 산하에 ‘목표해야 하는 시장경제 시스템에 관한 전문조사회’(이하 ‘전문조사회’)를 설치하였다. 전문조사회는 보고서를 통해 중장기적 관점의 기업 가치 제고를 위해 기관투자자에 의한 기업 거버넌스 개선이 중요하다는 점을 지적하고, 그 구체적 방안의 하나로서 일본판 코드 제정의 필요성을 강조하였다. 그리고 일본판 코드는 영국판 코드를 참고하되, 일본의 실정에 맞게 책정해야 한다는 방향성을 제시하였다. 이에 관해서는 目指すべき市場経済システムに関する専門調査會, 目指すべき市場経済システムに関する報告(2013年11月1日), 12頁.

41) 일본판 코드와 영국판 코드를 비교·검토한 것으로 神作, 前掲注(27), 197頁 이하.

는 존재하지 않는 내용을 담은 일본판 코드 원칙 7을 두었다는 것이다.

제정 일본판 코드에는 존재하지 않은 영국판 코드 원칙 5는 기업에 대한 기관투자자의 영향력을 높임으로써 다른 원칙에서 요청하는 의결권행사나 건설적인 대화 등의 실효성을 확보할 수 있다는 논리적 의의가 있다.⁴²⁾ 그 때문에, 일본판 코드 제정 시에 다수가 해당 원칙의 도입을 주장하였다. 그러나 일본의 기관투자자는 투자 대상 회사와의 신뢰 관계나 비밀유지의 필요성이라는 관점에서 다른 기관투자자와 협력해 주주권을 행사하는 등의 전략은 취하지 않아왔다.⁴³⁾ 이러한 현실로부터 실무계의 반대 목소리가 나왔다. 이를 고려해 일본판 코드에서는 해당 원칙을 도입하지 않기로 하였다. 반대로 영국판 코드에는 존재하지 않은 일본판 코드 원칙 7의 경우에는 실무계 특히 투자 대상 회사의 요청에 따라 도입된 원칙이라 할 수 있다.⁴⁴⁾ 기관투자자가 투자 대상 회사나 그 사업 환경 등을 충분히 이해하는 것은 스튜어드십 책임에 관계된 비용 대비 최대의 이익을 실현하는 전제라 생각되고, 그 점에서 일본판 코드 원칙 7의 존재 의의를 찾을 수 있다.

일본판 코드는 원칙주의⁴⁵⁾를 채용하고 있으며, 법적 구속력을 지니지 않는다. 그 채용 여부는 기관투자자의 자유에 위임되어 있었다(제정 일본판 코드 11문). 나아가 기관투자자는 일본판 코드를 채용하더라도 그 모든 원칙을 준수해야 하는 것은 아니고, 자신의 사정에 비추어 특정 원칙을 이행하는 것이 적절하지 않은 경우는 그 이유를 설명하고 해당 원칙을 이행하지 않을 수도 있다(「원칙 준수 및 예외 설명」 원칙, 일본판 코드 12문).

영국판 코드를 참고하되 일본의 상황에 맞게 수정·책정된 제정 일본판 코드는 한국판 스튜어드십 코드 제정에 상당한 영향을 미쳤다. 그 결과 양자는 표현 방식의 차이는 있으나, 그 실질이 유사한 면이 있다.

42) 그러나 영국판 코드 원칙 5에 대해서는 다음과 같은 의문도 있다. ① 일반적으로 영국 상장회사에는 지배주주나 회사에 영향력을 행사할 수 있는 주주가 없다(Iain MacNeil, "Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies", *Capital Markets Law Journal*, Vol.5, No.4, 2010, pp.420-421). 이러한 구조에서는 동 원칙의 존재 의의가 크다고 생각되지만, 이미 다수의 상장회사에 강력한 영향력을 지닌 지배주주가 존재하고 그 지배주주를 굴복시키기 어려운 구조에서는 ②에서 언급하는 잠재적 위험을 감수하면서까지 동 원칙을 도입할 필요가 있는가이다. ② 동 원칙은 시장 남용(Market Abuse), 내부 정보(Inside information)의 이용, 기밀 유출(Confidentiality/leaks)과 같은 잠재적 위험을 내포하고 있지만(Collective Engagement Working Group, Report of the Collective Engagement Working Group December 2013, IME, 2013, pp.14-19), 이러한 위험을 완벽하게 통제할 방안이 현실적으로 존재하는지이다. ③ 기관투자자의 협력적 관여 활동이 현행법상 완전히 금지되는 것이 아니라면, 기관투자자의 자율에 맡기거나 원칙이 아닌 세부 지침으로 요청하는 것이 더 적절하지 않은가이다.

43) 神作, 前掲注(27), 206頁.

44) 神作, 前掲注(27), 206頁.

45) 제정 일본판 코드 10문에서는 ① 원칙주의에 대해서는 '기관투자자가 자신의 상황에 따라 스튜어드십 책임을 실질적 면에서 적절히 수행할 수 있도록' 하는 것이라 명시하고, ② 그 의의에 대해서는 '일견 추상적이고 대략적인 원칙에 대하여, 관계자가 그 취지와 정신을 확인하고 상호 간에 공유한 가운데 각자 자신의 활동이 형식적인 문구·기재가 아니라 그 취지와 정신에 비추어 진정으로 적절한지를 판단하는 데 있다'라고 명시하고 있다.

2. 일본판 코드 1차 개정

가. 1차 개정 경위

일본판 코드 제정 이후의 과제는 그 보급과 정착이었다. 2015년 일본재흥전략에서는 ‘스튜어드십 코드와 기업 거버넌스 코드가 성장의 양축이 되고, 투자자 측과 회사 측 쌍방으로부터 기업의 지속적 성장이 촉진되도록 코드의 보급·정착을 적극적으로 도모할 필요가 있다’라고 지적하였다.⁴⁶⁾ 이상으로부터 일본 정부는 일본판 코드의 보급·정착 상황을 조사하고, 필요한 시책을 검토·제언할 목적으로 ‘스튜어드십 코드 및 기업 거버넌스 코드 폴로업 회의’(이하 ‘폴로업 회의’)를 설치하고, 2015년 9월부터 본격적 회의를 진행하였다.⁴⁷⁾

일본판 코드 제정 후에 다수의 기관투자자가 코드 채용 의사를 밝혔는데, 그 기관투자자가 코드의 내용을 실효적으로 실천하고 있는가에 대해서는 의문이 제기되었다. 이러한 현실을 토대로 폴로업 회의는 2016년 11월 ‘기관투자자의 실효적인 스튜어드십 활동 방안’이라는 의견서를 공표하고, 일본판 코드의 재검토를 제언하였다.⁴⁸⁾ 이에 따라 일본 금융청은 2017년 1월부터 일본판 코드 개정 작업에 들어갔고, 같은 해 3월에 개정안을 공개하였다. 이후 의견 청취를 거친 뒤 2017년 5월 일본판 코드를 개정하였다.

나. 1차 개정 일본판 코드의 내용

1차 개정 일본판 코드에서는 원칙 자체를 수정하지는 않고, 각 원칙마다의 지침을 수정하였다. 개정 내용 중에서는 개별공시가 가장 많은 관심을 받았다. 이하에서는 1차 개정의 주요 내용을 소개한다.

첫째, 원칙 1의 지침 개정에서는 운용기관의 의결권행사 등에 관계된 자산소유자의 역할을 강화하였다. 자산소유자는 투자 사슬에서 최종수익자와 가까이 위치한 만큼, 이들의 역할에 따라 최종수익자의 이익 보호가 달라질 수 있기 때문이다.

둘째, 원칙 2의 지침 개정에서는 운용기관의 이해상충 관리를 한층 더 강조하였다. 이해상충에는 운용기관과 투자 대상 회사 등의 관계로부터 야기되는 이해상충 외에, 운용기관 내의 각 부문에서 담당하는 업무의 차이로부터 야기되는 이해상충도 포함된다.⁴⁹⁾ 이 점에서 개정 지침

46) 「日本再興戦略」改訂2015: 未来への投資・生産性革命」(平成27年6月30日), 43頁.

47) 金融廳, 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議」(第1回) 議事次第 事務局説明資料(平成27年9月24日), 7頁.

48) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議, 機関投資家による實効的なスチュワードシップ活動のあり方: 企業の持続的な成長に向けた「建設的な對話」の充實のために」意見書(3)(平成28年11月30日), 6頁.

49) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議, 前掲注(48), 2頁.

에서는 최종수익자의 이익 확보나 이해상충 방지를 위해 의결권행사의 의사결정이나 감독을 위한 제3자위원회 등의 거버넌스 체제 정비를 요청하였다. 이해상충은 기관투자자의 관여 활동의 적정성을 훼손하는 핵심적 요인이라는 관점에서 1차 개정 의의를 찾을 수 있다.

셋째, 원칙 4의 지침 개정에서는 패시브 운영 시에 더 적극적으로 중장기적 관점의 대화나 의결권행사에 임할 것을 요청하였다. 이는 패시브 운용의 비중이 높아지면서, 액티브 운용과 달리 주식을 매각하는 선택지가 제한되는 문제가 심화한 결과이다.⁵⁰⁾ 또한, 기관투자자의 협력적 관여 활동의 필요성을 지적하고, 기관투자자의 공동 행동 가능성을 확인하였다(원칙 4의 지침 4.4). 기관투자자의 협력적 관여 활동에는 시장 남용이나 대량보유보고 제도 등에 관계된 위험이 존재하지만,⁵¹⁾ 회사 측의 대응 면에서의 효율성, 패시브 운용에서의 합리성, 정책 보유 주주 등 일본 특유의 사정에 따른 필요성,⁵²⁾ 국제적 정합성 등의 측면에서 그 필요성이 제기된 결과이다.⁵³⁾

넷째, 원칙 5의 지침 개정에서는 기관투자자에게 의결권행사 결과를 개별 투자 대상 회사 및 의안마다 공표(이하 '개별공시')하도록 하였다. 일본판 코드 제정 시에도 개별공시까지 요구할 것인가가 논의되었지만, 영국에서도 개별공시를 하는 기관투자자가 반수에 달하지 않는다는 점을 참고해 최종적으로 개별공시까지는 요구하지 않기로 하였다.⁵⁴⁾ 그래서 2014년에 제정된 일본판 코드 하에서는 의안의 주된 종류별로 정리·집계하는 형태로 의결권행사 결과를 공표하면 되었다. 그러나 의결권행사를 둘러싼 이해상충에 대한 우려를 불식시키고, 최종수익자에 대한 투명성을 높인다는 관점에서 개별공시의 중요성이 지적되었다.⁵⁵⁾ 이를 고려해 1차 개정 일본판 코드에서는 개별공시를 원칙으로 하고, 개별공시가 적절하지 않은 경우는 그 이유를 적극적으로 설명하도록 하였다. 나아가 가시성 향상의 관점에서 의결권행사의 찬부 이유 설명에 대해서도 언급하였다.

한편, 수탁자 책임의 주체가 아닌 의결권자문사에 대해서도 '기업의 상황을 정확하게 파악하기 위해 충분한 경영자원을 투입하고, 코드의 각 원칙(지침 포함)이 자신에게 해당되는 것에

50) 패시브 운용에서는 기업의 성과나 경영전략, 거버넌스 등이 기대에 미치지 않는다고 하여 월스트리트 룰에 따른 매매전략을 선택하는 게 어렵다. 매각 후 포트폴리오를 재구성하는데 상당한 비용이 발생할 우려가 있기 때문이다. 패시브 운용에서는 자연스럽게 시장수익률을 높이는 장기 투자전략에 관심을 가질 수밖에 없다는 지적으로 송홍선, 스튜어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원, 2018, 11쪽.

51) 대량보유보고 제도 등에 관계된 법적 논점과 해석을 제시한 것으로 金融廳, 日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理(平成26年2月26日).

52) 富山和彦, 「スチュワードシップコード改訂に関する意見書」 「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討會」(第2回)議事次第(平成29年2月17日).

53) 기관투자자의 협력적 관여 활동의 필요성에 대한 의견으로서 濱口大輔, 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討會」資料(2026.06.17. 방문) - <<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20170131/05.pdf>>.

54) 神作, 前掲注(27), 205頁.

55) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議, 前掲注(48), 4頁.

유의하면서, 적절한 서비스를 제공해야 한다. 또한, 의결권자문사는 업무 체제나 이해상충 관리, 자문 책정 절차 등에 관하여 자신의 대처를 공표해야 한다'라고 지적하였다. 주목할 점은 의결권자문사에 대해 그 업무 체제나 이해상충 관리 등에 관한 공시까지 요구했다는 점이다. 이는 의결권자문사의 영향력 증가를 고려해서 제3회 검토회의에서 그 필요성이 제기된 결과이다. 이 점은 일본판 코드의 스튜어드십 책임과 전통적인 수탁자 책임의 차이를 보여주는 부분이다.

3. 일본판 코드 2차 개정

가. 2차 개정 경위

기업과 투자자를 둘러싼 환경이 급변하면서 자본시장의 기능을 활용한 기업 가치 제고와 사회 전반의 이익 제고가 강조되었고, 기관투자자의 중장기적 관점의 관여 활동이 한층 더 주목받았다.⁵⁶⁾ 이것은 일본의 현상만은 아니었다. 영국이 영국판 코드를 개정하고,⁵⁷⁾ 독일이 주식법을 개정해 기관투자자 등의 공시에 관한 규율⁵⁸⁾을 신설하는⁵⁹⁾ 등 주요국에서도 스튜어드십 활동에 관계된 기관투자자 등의 행동규범이 강화되는 움직임이 나타났다.⁶⁰⁾ 이러한 흐름 속에서 일본 정부는 일본판 코드의 실효성을 한층 더 높이기 위해 2차 개정을 추진하였다.

금융청·도쿄증권거래소가 관여하는 폴로업 회의가 2019년 4월 '기업 거버넌스 개혁 추진을 위한 검토 방향성'이라는 의견서를 공표하고, 투자 사슬의 각 주체에 내재한 과제와 향후 검토 방향성을 제안하였다.⁶¹⁾ 이를 받아 일본 금융청은 2019년 10월부터 3회에 걸쳐 검토회의를 개

56) 井上俊剛・島貫まどか・山田裕章・西原彰美, “スチュワードシップ・コードの再改訂の解説”, 「商事法務」 第2228号(2020), 14頁.

57) Financial Reporting Council(FRC), THE UK STEWARDSHIP CODE 2020(2026.06.17. 방문) - <https://media.frc.org.uk/documents/The_UK_Stewardship_Code_2020.pdf>.

58) 독일은 주식법을 개정해 ① 기관투자자와 자산운용업자의 관여 활동에 관한 방침, 이행 보고서, 의결권행사 방침 공시(제134조b), ② 기관투자자의 투자 대상 회사의 중장기적 발전을 고려한 투자전략, 스튜어드십 활동 방침, 자산운용 위탁계약에 관한 사항 등의 공시의무와 자산운용업자의 기관투자자에 대한 보고의무(제134조c), ③ 의결권자문사의 공시의무(제134조d)를 규정하였다.

59) 독일에서는 주식법 개정에 대해 다음과 같은 비판이 있었다. ① 기관투자자 등과 최종수익자 간의 대리인 문제가 본질인 사항을 회사법 영역에서 규율하는 것은 법체계에 부합하지 않는다. ② 기관투자자 등의 의무 위반을 민사법상의 조치나 회사법에 규정된 형사법상의 조치로 대응하기보다 행정상 조치로 대응하는 것이 실효적이다. ③ 의결권자문사의 공시의무 위반을 억지하는 수단이 존재하지 않는다. ④ 기관투자자의 정의가 제한적이다.

60) 영국, 독일, 미국의 동향을 검토한 것으로 神作裕之, “スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向”, 「商事法務」 第2232号(2020), 6-9頁.

61) 스チュワードシップ・코드及びコーポレートガバナンス・코드의フォロー업會議, 코퍼레이트가バナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性: 「スチュワードシップ・코드及びコーポレートガバナンス・코드의フォロー업會議」 意見書(4)(平成31年4月24日).

최하고, 같은 해 12월 20일 일본판 코드 2차 개정안을 공표하였다. 그리고 개정안의 핵심이 되는 논점을 '의견 공모 항목'으로 정리해서 다양한 이해관계자의 의견을 폭넓게 수렴하는 절차를 거쳤다. 그 후 국내외 67개 개인·단체의 의견을 토대로 2020년 3월 2차 개정 일본판 코드가 공표되었다.⁶²⁾

나. 2차 개정 일본판 코드의 내용

2차 개정 일본판 코드에서는 크게 ① 코드 전반에 관한 사항과 ② 투자 사슬의 각 주체(운용 기관, 자산소유자, 의결권자문사 등 기관투자자용 서비스 제공자)에 관한 사항을 개정하였다.

우선 ① 코드 전반에 관한 개정은 다음과 같다. (i) 기관투자자 등이 코드에 따라 건설적인 대화 등의 관여 활동을 할 때, '중장기적 기업 가치 제고와 지속적 성장'이라는 코드의 목적을 의식해야 함을 강조하였다(지침 7-4). 이는 코드에 관계된 논의 대상이 확대되는 가운데, 기업 가치 제고와 지속적 성장이라는 코드의 목적을 의식하지 않는 경향이 있음을 고려한 것이다. 그리고 (ii) 기업 가치 제고나 지속적 성장 관점에서 ESG 요소에 관한 관심이 급속도로 높아지고 있는 현실을 토대로,⁶³⁾ ESG 요소를 포함한 중장기적 지속가능성을 고려할 것을 강조하였다(전문, 원칙 7, 지침 1-1/1-2/4-2/7-1). 덧붙여 (iii) 일본판 코드는 상장주식 이외의 자산(채권 등)에 투자하는 기관투자자에게도 적용될 수 있음을 시사하였다(전문 10).

다음으로 ② 투자 사슬의 각 주체에 관한 개정은 다음과 같다. (i) 운영기관의 건설적인 대화 추진을 목표로한 정보제공 충실화를 도모하였다. 개정 전 코드에서 개별공시와 의결권행사 이유에 대한 설명을 권장⁶⁴⁾하였지만, 2차 개정 전까지 의결권행사 이유를 공표한 기관은 50개 이하에 불과했다.⁶⁵⁾ 이처럼 운영기관의 정보제공이 미흡한 것은 자산소유자에게 설명 책임을 다하고, 투자 대상 회사와 상호 이해를 심화시켜 나간다는 관점에서 바람직하지 않다는 지적이 이어졌다. 이로부터 2차 개정에서는 '특히 외관적으로 이해상충이 의심되는 의안이나 의결권 행사 방침에 비추어 설명을 요하는 판단을 한 의안 등 투자 대상 회사와의 건설적 대화에 이바지하는 관점에서 중요하다고 판단되는 의안에 대해서는 찬부를 떠나 그 이유를 공표'하도록 하였다(지침 5-3). 그리고 운용기관의 자기 평가 및 스튜어드십 활동 결과를 공표하도록 하였다(지침 7-4). (ii) 기업연금 등 자산소유자의 스튜어드십 활동을 한층 더 강조하였다(지침 1-3~1-5). 이는 고객·수익자로부터 투자 대상 회사에 이르는 자금 흐름 전체의 기능 향상을 위

62) 井上・島貫・山田・西原, 前掲注(56), 15頁.

63) 2019년에 개정된 영국판 코드에서는 스튜어드십을 '경제, 환경, 사회에 대한 지속 가능한 이익을 고려하면서 고객과 최종수익자의 장기적 가치를 창출하기 위한 자본 책임 있는 분배, 관리, 감독'으로 새롭게 정의하고, 투자 판단 시에 ESG 요소 고려를 명시적으로 요구하였다.

64) 2차 개정 전 일본판 코드에서는 개별공시를 강제하지는 않았고, 의안의 주요 종류별로 정리·집계해 공표하는 것이 가능하였다.

65) 井上・島貫・山田・西原, 前掲注(56), 20頁.

해서는 최종수익자와 가장 가까운 위치에 있는 자산소유자의 역할이 중요하다는 판단에 기인한 것이다. (iii) 기관투자자용 서비스 제공자의 서비스 질 향상을 목표로한 새로운 원칙과 지침을 정하였다(전문 9, 원칙 8, 지침 8-1~8-3).⁶⁶⁾ 이는 일본판 코드의 체제 속에서 중요한 게이트키퍼 역할을 담당하는 의결권자문사와 같은 기관투자자용 서비스 제공자를 둘러싼 우려(자문책정 절차의 불투명성, 적정한 자문에 필요한 인적·조직적 체제 미흡 등)가 좀처럼 불식되지 않은 현실을 고려한 특단의 조치였다. 상기의 사항 외에도 (iv) 기관투자자의 대화가 실질적 대처와 연계될 수 있도록 기관투자자 내부 부서 간의 연계가 필요하다는 것, 기관투자자가 투자 대상 회사와 대화를 나눌 때 자신의 주식 보유 상황을 설명할 필요도 있다는 것 등을 지적하는 내용이 추가되었다.⁶⁷⁾

4. 일본판 코드 3차 개정

가. 3차 개정 경위

일본판 코드가 제정된 후에 이를 채용하는 기관투자자는 계속해서 증가하였다.⁶⁸⁾ 그러나 코드를 채용했다고 해서 모든 원칙을 이행해야만 하는 것은 아닌 까닭인지, 기관투자자의 스튜어드십 활동을 둘러싼 지적(형식적 대응을 넘어서 실질적 대응의 중요성 강조)은 끊이지 않았다. 이러한 상황에서 ‘기업 거버넌스 개혁 실천을 위한 액션 프로그램 2024’가 공표되었고, 스튜어드십 활동의 실질화 관점에서 건설적인 대화에 이바지하는 협력적 관여 활동 촉진이나 실질주주의 투명성 향상을 위한 코드 개정이 제안되었다.⁶⁹⁾

이러한 제언에 따라, 일본 금융청은 2024년 10월부터 3회에 걸쳐 검토회의를 개최하고, 코드 개정을 위한 논의를 거듭하였다. 이러한 논의를 토대로 2025년 3월 일본판 코드 3차 개정안을 공표하였고, 같은 해 4월까지 다양한 이해관계자의 의견을 수렴하였다. 그리고 같은 해 6월 3차 개정 일본판 코드를 최종 공표하였다.

나. 3차 개정 일본판 코드의 내용

3차 개정 일본판 코드의 주요 내용은 다음과 같다.⁷⁰⁾

66) 이를 검토한 것으로 권용수, “한국판 스튜어드십 코드를 통한 의결권자문사 규제에 관한 예비적 고찰”, 「서울대학교 법학」 제62권 제2호(2021), 259-261쪽.

67) 井上・島貫・山田・西原, 前掲注(56), 25-26頁.

68) 新谷亞紀子, “スチュワードシップ・コード第三次改訂の概要”, 「商事法務」 第2396号(2025), 33頁.

69) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議, 「コーポレートガバナンス改革の實踐に向けたアクション・プログラム2024: 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議」 意見書(7)(令和6年6月7日), 3頁.

첫째, 실질주주 등에 관한 투명성 제고이다. 일본의 경우 대량보유보고 제도의 적용 대상(5%)이 되는 경우를 제외하고, 기업이 실질주주를 파악할 수 있는 제도가 존재하지 않는다. 그런데 기업과 주주의 건설적인 대화 촉진 관점에서 보면, 기업이나 다른 주주가 실질주주와 그 보유 주식 수 등을 효율적으로 파악할 수 있는 체제 정비 필요하다. 이를 고려해 금융심의회 ‘공개매수 제도·대량보유보고 제도 등 워킹그룹’ 보고서에서 기관투자자가 기업의 질문에 답변하는 것을 의무화하는 제도 정비의 필요성을 지적하였고,⁷¹⁾ 법무성에서 실질주주 확인 제도 신설 검토를 제안하였다.⁷²⁾ 이를 반영해 3차 개정에서는 기관투자자가 투자 대상 회사의 요구에 따라 자신의 주식 보유 상황을 설명하도록 하였다(지침 4-2).⁷³⁾ 또한, 기관투자자가 투자 대상 회사의 요구가 있는 경우의 대응 방침⁷⁴⁾에 관해 사전 공표하도록 하였다.

둘째, 협력적 관여 활동이다. 협력적 관여 활동에는 장단이 존재한다.⁷⁵⁾ 예컨대, 복수 투자자의 대화 목적이 같은 경우는 기관투자자 측에 관여 활동에 필요한 자원 보완이나 비용 저감 등의 이점을 가져다주고, 기업 측에 대응의 효율성 증대 등의 이점을 가져다준다. 그러나 투자자마다 투자 목적과 기간이 다르고, 사업전략 등의 개선방안에 관한 인식이 다른 경우는 협력적 관여 활동이 현실적이지 않은 면이 있다. 목적 등이 일치한다고 해도 인식이나 정보를 충분히 공유하지 않은 채 협력적 관여 활동을 하면 피상적 수준에 그칠 가능성이 있고, 오히려 형식적인 관여 활동을 조장할 수도 있다. 이로부터 3차 개정에서는 기관투자자가 투자 대상 회사와 대화를 하는 때, 단독으로 대화하는 것 외에 다른 기관투자자와 협동해서 대화하는 것도 중요한 선택지임을 지적하는 수준까지만 문구를 수정하였다(지침 4-6).⁷⁶⁾ 그리고 대화 방식을 검토할 때는 투자 대상 회사의 지속적 성장에 이바지하는 건설적인 대화가 되는지를 염두에 두어야 한다고 지적하였다.

셋째, 코드의 슬림화·원칙화이다. 제정 일본판 코드는 원칙주의를 채용하였다. 3차 개정에서는 원칙주의의 취지를 토대로, 제정·개정 시부터 일정 기간이 지나면서 실무에 정착한 부분(운용기관 경영진의 거버넌스 강화·이해상충 관리 등에 관한 인식 및 대처 추진(지침 2-4), 기관투자자의 기록(지침 6-4) 등)을 삭제·통합·간소화하였다. 이는 의견 수렴 과정에서 다수의 공감을 얻었다.⁷⁷⁾ 주의할 점은 삭제·통합·간소화된 부분의 중요성이 부정된 것은 아니라는 점이다.

70) 新谷, 前掲注(68), 33頁.

71) 金融審議會, 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告(令和5年12月25日), 17頁.

72) 일본의 실질주주 확인 제도 신설 논의를 소개한 것으로 권용수, “아베노믹스 이후 일본의 회사법 개정 동향과 우리나라에의 시사점”, 『경영법률』 제35집 제4호(2025), 68-69쪽.

73) 이것은 3차 개정 전 일본판 코드의 주에 언급된 사항을 지침으로 격상한 것이다.

74) 답변 기준 시점, 대응 답변의 빈도, 답변 기간, 문의자의 진정성 확인 방법, 그 밖에 문의 시 유의 사항 등을 생각할 수 있다.

75) 新谷, 前掲注(68), 35頁.

76) 3차 개정 전 일본판 코드에서는 ‘기관투자자가 투자 대상 회사와 대화를 하는 때에는 단독으로 이러한 대화를 하는 것 외에, 필요에 따라 다른 기관투자자와 협동해서 대화하는 것이 유익한 때도 있을 수 있다’라고 기재하고 있었다.

IV. 일본의 스튜어드십 코드 운영 분석과 시사점

1. 일본판 코드 채용 및 이행 현황 등

가. 코드 채용 현황

일본에서는 일본판 코드 제정 이후 이를 채용하는 기관투자자가 계속해서 증가하고 있다. 금융청에 따르면, 2025년 12월 31일 기준 350개 기관투자자(신탁은행 등 6개, 투신·투자고문회사 등 218개, 생명보험·손해보험회사 26개, 연금기금 등 88개,⁷⁸⁾ 그 밖의 기관투자자용 서비스 제공업자 등 12개)가 코드 채용을 표명하였다.⁷⁹⁾ 다만, 코드 채용을 표명한 기관투자자 중에서 코드의 원칙(지침 포함)을 모두 이행하지 않는 자가 적지 않았다.⁸⁰⁾ 예컨대, 상기 350개 기관투자자 중 3차 개정 일본판 코드의 채용을 표명한 자는 282개(신탁은행 등 6개, 투신·투자고문회사 등 165개, 생명보험·손해보험회사 26개, 연금기금 등 77개, 그 밖의 기관투자자용 서비스 제공업자 등 8개)였다.⁸¹⁾

참고로 코드 채용을 표명한 기관투자자는 ① 자사의 웹사이트에 ‘코드를 채용하는 뜻’과 ‘코드의 각 원칙(지침 포함)에 근거한 공표 항목’을 공표하는 것,⁸²⁾ ② 공표 항목에 대해 매년 재검토·갱신을 하는 것, ③ 공표한 웹사이트의 주소를 금융청에 통지하는 것이 기대된다. 해당 통지를 받은 금융청은 개별 기관투자자가 공표한 사항을 정리해 공표하고 있다.

나. 건설적인 대화 이행 현황

일본판 코드의 핵심적 요소는 건설적인 대화 등의 관여 활동이라 할 수 있다. 이 점에서 코드가 제정된 지 10년 이상이 지난 시점의 건설적인 대화의 현주소를 살펴보는 것은 의미가 있

77) 新谷, 前掲注(68), 35頁.

78) 2025년 3월 28일 코드를 채용한 기업연금스튜어드십추진협의회(2025년 12월 31일 기준 269개 기업연금이 정회원으로 참여)를 포함한다.

79) 金融廳, スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について(2026.06.17. 방문) - <<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>>.

80) 예컨대, 2020년 3월 13일 기준 280개 기관투자자가 코드 채용을 표명하였지만, 1차 일본판 코드에 따라 개별공시를 한 기관투자자는 100개를 넘어서기 시작했다는 설명이 있다(井上·島貫·山田·西原, 前掲注(56), 15頁).

81) 일본판 코드의 채용을 표명한 기관투자자의 원칙 준수 및 예외 설명 등의 현황에 관해서는 「『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》～投資と對話を通じて企業の持続的成長を促すために～」の受入れを表明した機関投資家のリスト(2026.06.17. 방문) - <<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.fsa.go.jp%2Fsingi%2Fstewardship%2Flist%2Flist.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK>>.

82) 스튜어드십 책임을 다하기 위한 방침 등 코드의 각 원칙(지침 포함)에서 공표가 요구되는 구체적 항목을 공표하고, 이행하지 않는 원칙(지침 포함)이 있는 경우는 그 이유를 설명하는 것이 기대된다.

다고 생각된다. 최근 일본생명보험상호회사가 생성 AI를 활용해서 코드 제정 후 자신들이 실천해 온 대화 8,830건을 토대로 ① 당사가 목표하는 효과적인 질 높은 대화가 어느 정도 이루어지고 있는지, ② 대화 시 기업의 반응은 어느 정도 구체적인 행동으로 이어질 가능성을 가지는지, ③ 당사의 요구에 대한 기업의 행동 변화 상황은 어떤지를 분석하였다.⁸³⁾ 그 결과는 다음과 같았다.

(1) 효과적인 대화에 관한 분석

기관투자자와 투자 대상 회사 간의 대화 시에는 기관투자자가 기업의 상황을 정확히 파악하고(원칙 3), 그에 기초해 건설적인 의견 교환(원칙 4)을 함으로써 상호 이해를 심화시켜 나가는 게 중요하다. 이러한 인식 아래, 일본생명보험상호회사는 대화의 여지가 큰 ① 의결권행사 기준에 저촉하는 사항((i) 낮은 ROE, (ii) 낮은 배당, (iii) 기업 불상사), ② 의결권행사 기준에 저촉하지는 않으나 재무적 측면의 대화가 필요한 사항((iv) 사업전략, 사업 포트폴리오, 재무 전략, 자본정책 등), ③ 재무적 측면 외에 지방창생 등 특유의 논점을 가지는 사항((v) 지방은행), ④ ES에 관계된 사항((vi) 기후위기, (vii) 비즈니스와 인권, (viii) 인적자본)이라는 주제를 추출하고, 해당 주제별로 효과적인 대화를 하고 있는지를 분석하였다.⁸⁴⁾

상기 분석에 따르면, ‘효과적인 대화’는 전체의 16% 수준에 그쳤다.⁸⁵⁾ 과거부터 주력해 온 주제인 (i) 낮은 ROE의 경우는 ‘효과적인 대화’ 비율이 63%로 높은 수준을 기록하였지만, 비교적 새로운 주제인 (vi)~(viii)의 경우는 ‘효과적인 대화’ 비율이 2%에서 7% 수준에 그쳤다.⁸⁶⁾ 이것은 기관투자자가 새로운 주제를 소재로 대화에 나서는 경우 시행착오를 겪을 수 있고, 기관투자자의 건설적인 대화를 강하게 요구하는 것 등이 불합리한 결과를 초래할 여지도 있음을 시사한다.

83) 石井智親・上馬場拓也・木村大悟・八木美菜, “スチュワードシップ活動における對話の質と企業の行動変容に関する考察: 生成AIを活用した過去約10年の對話記録の分析”, 「商事法務」 第2406号(2025).

84) 일본생명보험상호회사는 ① 심도 있는 분석이 이루어지고 있는지(기업의 과제를 사전에 깊이 이해하고, 그것을 명확히 말하고 있는지), ② 투자자로서의 의견 표명을 하고 있는지(단순히 체크리스트에 기반한 형식적인 의견 표명이 아니라, 당사의 생각을 전하고 있는지), ③ 건설적인 대화가 이루어지고 있는지(단순히 단기적인 주가 상승을 요구하는 것이 아니라, 대화의 취지를 명확히 하고 기업의 지속적 가치 제고를 위해 투자자와 기업이 장기적 시선에서 대화하고 있는지), ④ 쌍방향으로 대화가 이루어지고 있는지(투자자의 일방적인 주장을 강요하는 것이 아니라, 투자기업의 의견도 경청하고 있는지), ⑤ 타사 비교 등의 요소도 고려하고 있는지, ⑥ 구체적인 수치에 근거한 대화가 이루어지고 있는지(투자자의 분석 결과나 의견 표명이 동업 타사와의 비교 등 정량적인 분석에 근거한 객관적인 것인지)를 기준으로 효과적인 대화 여부를 분석하였다(石井・上馬・木村・八木, 前掲注(83), 44頁).

85) 石井・上馬・木村・八木, 前掲注(83), 45頁.

86) 石井・上馬・木村・八木, 前掲注(83), 45頁.

(2) 효과적인 대화와 기업의 행동 변화의 관계에 관한 분석

일본생명보험상호회사는 건설적인 대화가 3년 이내에 기업 행동에 어떤 변화(재무 데이터 등의 정량적 변화 및 방침 책정·실시나 정보공시 등의 정성적 변화)를 가져왔는지도 분석하였다. 해당 분석에 따르면, 기관투자자와 투자 대상 회사 간의 대화는 기업의 행동에 일정 수준 이상의 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있다. 모든 주제를 기준으로 보면, 대화 시 요청 사항에 따른 기업의 행동 변화를 확인할 수 있었던 경우는 전체의 85%에 달하였다.⁸⁷⁾

주목할 부분도 있다. ① ‘효과적인 대화’가 전제되는 것이 중요하다는 것이다.⁸⁸⁾⁸⁹⁾ 기관투자자가 효과적인 질 높은 대화를 하고, 투자 대상 회사가 긍정적 반응을 보인 경우는 기업의 행동 변화를 확인할 수 있었던 비율이 92%에 달하였다.⁹⁰⁾ ② 낮은 배당에 관한 대화의 경우는 대화의 질·기업의 반응과 행동 변화의 관계가 다소 모호한 면이 있다는 것이다.⁹¹⁾ 배당 수준은 높으면 높을수록 좋은 것은 아니며, 기업의 상황에 따른 대화가 요구되는 주제이다. 기업의 경우 기관투자자의 요청에 대한 이해는 표시하면서도 대화의 장에서 대응책을 명시하는 예가 상대적으로 적은 경향이 있었다. 분석에 따르면, 낮은 배당에 관한 요청 사항에 따른 기업의 행동 변화를 확인할 수 있었던 경우는 전체의 52%⁹²⁾에 머물렀다.

2. 일본판 코드의 채용과 이행을 뒷받침하는 법 제도 정비

가. 코드의 실효적 작동을 위한 가이드라인 등 마련

일본 정부는 기업의 거버넌스 개선과 중장기적 가치 제고를 가속화하는 수단 중 하나로, 일본판 코드를 제정하였다. 법 제도를 계속 신설해서 특정 거버넌스 개선 등을 강제하는 것은 실무의 건전한 발전을 저해할 우려도 있기 때문이다.⁹³⁾ 그런데 법적 구속력이 없는 일본판 코드의 실효적 작동을 기대하기 위해서는 기관투자자와 기업이 건설적인 대화를 할 수 있도록 대화 방식이나 공통언어 등을 제시하는 것도 필요하다. 이로부터 일본 정부는 다음과 같은 가이드라인 등을 책정·개정하였다.

87) 石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 49-51頁.

88) 石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 50頁.

89) 주주행동주의가 활발해지면서 기관투자자와 투자 대상 회사가 대립 관계에서 대화하는 것도 보이지만, 일본생명보험상호회사는 투자 대상 회사의 행동 변화를 뒷받침함으로써 기업이 스스로 필요성을 인식하고 변화해 가는 것이 지속적 성장 관점에서 바람직하다는 생각을 내비쳤다(石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 53頁).

90) 石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 50頁.

91) 石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 52頁.

92) 해당 비율은 2017년 43%에서 2018년 39%, 2019년 37%로 하락하는 모습을 보였고, 이후 2020년 41%, 2021년 47%, 2022년 52%로 상승 전환하였다(石井·上馬·木村·八木, 前掲注(83), 51頁).

93) 經濟産業省, 価値協創のための統合的開示・對話ガイダンス: ESG・非財務情報と無形資産投資(2017年5月29日), 3頁.

(1) 금융청의 대화 가이드라인

일본 금융청은 일본판 코드에서 요구하는 건설적인 대화 시에 중점적으로 논의해야 하는 사항을 정리한 ‘투자자와 기업의 대화 가이드라인’을 책정·개정하였다.⁹⁴⁾ 이 가이드라인은 일본판 코드의 부속 문서적 성격을 지니며, 기관투자자 등이 코드의 원칙을 이행하는 경우나 이행하지 않는 이유를 설명하는 경우 참고하는 것이 기대된다.

가이드라인에서는 경영환경 변화에 대응한 경영 판단, 투자전략·재무관리 방침, CEO 선·해임이나 이사회 기능 발휘 등(CEO 선·해임과 육성 등, 경영진 보수 결정, 이사회 기능 발휘, 독립사외이사 선임·기능 발휘, 감사 선임·기능 발휘 및 감사의 신뢰성 확보·실효성 있는 위험 관리), 거버넌스상의 개별 과제(주주총회 방식, 정책 보유 주식, 자산소유자, 주주와 기업의 대화 충실)와 관련해 무엇을 고려해야 하는지를 구체적으로 제시하고 있다.⁹⁵⁾

(2) 경제산업성의 가치협력창조 가이드نس

일본 경제산업성은 기업과 투자자의 대화나 정보공시의 질을 높이기 위한 기본적인 틀을 제시하는 가치협력창조 가이드نس(価値協創ガイドンス)를 책정⁹⁶⁾·개정⁹⁷⁾하였다. 가이드نس는 기업과 투자자가 정보공시나 대화를 통해 상호 이해를 높이고, 지속적인 가치 협력 창조를 위한 행동을 촉진하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 기업 측에는 경영이념(가치관), 장기전략(장기비전, 비즈니스 모델, 위험과 기회 분석), 실행 전략(중기 경영전략 등), 성과와 중요한 성과지표, 거버넌스 등을 어떻게 인식하고 투자자에게 전달해야 하는지에 관한 틀을 제공하고, 투자자 측에는 중장기적 관점에서 기업을 평가하고 투자 판단이나 스튜어드십 활동에 이바지하는 틀을 제공하고 있다. 예를 들어, 거버넌스에 관해서는 다음의 [표 2]와 같은 쟁점과 생각을 제시하고 있다.

[표 2] 거버넌스 관련 쟁점과 제언⁹⁸⁾

1. 이사회와 경영진의 역할·기능 분담	• (기업) 이사회와 업무 집행을 담당하는 경영진의 역할과 기능을 명확히 분담한 가운데 적절한 기관 설계를 선택(이사는 주주가 선임한다는 점 고려)
-----------------------	--

94) 金融廳, 投資家と企業の對話ガイドライン(2018年6月1日策定/2021年6月11日改訂)(2026.06.17. 방문) - <<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210611-1/01.pdf>>.

95) 金融廳, 前掲注(94), 1-6頁.

96) 經濟産業省, 前掲注(93).

97) 經濟産業省, 価値協創のための統合的開示・對話ガイドダンス2.0: サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)實現のための価値創造ストーリーの協創(2022年8月30日).

98) [표 2]는 經濟産業省, 前掲注(97), 48-50頁의 내용을 바탕으로 작성하였다.

	• (이사회) 사장·CEO뿐 아니라 그 외 경영진 지명에 대한 이사회 의 관여 방식 명확화(이사회 의 역할·기능을 감독 기능에 특화할 것인지, 개별 의사결정 기능도 중시할 것인지 고려)
2. 경영 과제 해결에 걸맞은 이사회 의 지속성	• (투자자) 기업이 전략 실행 상의 과제 해결에 걸맞은 경영진이나 이사를 적시에 적절히 선임하고 성과에 따른 평가를 하고 있는지, 그러한 체제를 조직으로써 계속해서 확보할 수 있는지를 중시 • (기업) 경영방침이나 우선하는 경영 과제 공유, 해당 과제 해결·실행에 가장 걸맞은 경영진의 자질·선임 등(후계자 계획 포함)과 이사회가 그러한 체제를 계속해서 확보할 수 있는 것 제시
3. 사장, 경영진의 능력 및 다양성	• (투자자) 업무 집행을 담당하는 경영진이 자질이나 능력을 갖추고 의사결정한 사항을 착실히 실행하는 것을 요구. 이사회나 경영진의 기능 발휘를 위해 속성이나 경험·능력 등의 다양성을 확보하고 있는지, 투명성·합리성 높은 의사결정을 뒷받침하는 체제가 담보되고 있는지를 중시 • (기업) 위 내용에 관한 자사의 방침을 명확히 한 가운데 투자자와 대화하고, 대화의 시사점도 반영해 정보를 제공
4. 사외임원의 능력 및 다양성	• (투자자) 주주 이익 확보 관점에서 사외임원의 독립성·전문성·다양성 요구 • (기업) 사외임원의 경력이나 속성, 역할 등에 관한 정보를 제시하고, 필요에 따라 사외이사 등이 투자자에 대한 정보 발신이나 대화를 하는 등 적극적인 대응 요구
5. 전략적 의사 결정 감독·평가	• (투자자) 충분한 능력·다양성을 갖춘 이사(특히 사외이사) 등이 업무 집행을 담당하는 경영진의 전략적 의사 결정을 적절히 감독·평가하는 것 요구 • (기업) 감독·평가 체제와 모니터링 결과 제시
6. 이익 분배 및 재투자 방침	• (투자자) 기업의 이익 분배는 가장 확실한 수익의 원천이고, 그 방침은 투자 판단에 중요한 정보 • (기업) 이익 분배 및 향후 사업에 대한 재투자 방침 제시
7. 임원 보수제도의 설계와 결과	• (투자자) 임원 보수 금액 자체보다도 임원 보수가 기업의 경영전략이나 업적과 어떻게 연동하고 있는지, 경영방침이나 책임과 정합적인지를 중시 • (기업) 성과나 KPI와의 관련성을 포함해 보수에 관한 제도 설계 방침을 제시. 임원 보수와 기업 가치 제고에 대한 기여에 관해 투자자의 이해와 신임을 얻으려고 노력하는 것이 중요(중요 과제 및 장기전략에 관한 KPI와 연동한 임원 보수나 주식 보수를 비롯한 중장기적인 인센티브 보수를 설계하는 것 등)
8. 이사회 실효성 평가 프로세스와 경영 과제	• (투자자) 이사회가 자신의 의사결정에 책임을 지고, 실효성 있는 것인지를 객관적으로 평가하는 것 요구 • (기업) 평가 결과나 개선을 위해 대처해야 할 우선 과제 제시

덧붙여, 가이드언스에서는 실질적인 대화·관여 활동을 설명하고 있다. 그에 따르면, 실질적인 대화·관여 활동은 기업 가치 창조 전략의 전체상과 각 구성 요소에 관해 기업과 투자자가 쌍방향 대화를 나눔으로써 그 내용을 다듬어 나가는 공동작업이다.⁹⁹⁾ 여기서 중요한 점은 대화·관여 활동이 중장기적 기업 가치 제고에 이바지해야 한다는 것이고(원칙), 이를 염두에 두고 그 내용,¹⁰⁰⁾ 방법,¹⁰¹⁾ 사후 대응¹⁰²⁾을 검토해야 한다는 것이다.¹⁰³⁾

나. 코드의 순기능 발휘에 배려한 법 제도 정비 : 대량보유보고 제도를 중심으로

일본판 코드에 따르면, 기관투자자는 중장기적 기업 가치 제고나 지속적 성장을 염두에 두고 관여 활동을 해야 한다. 이를 생각하면, 코드에 부합하는 기관투자자의 관여 활동이 효율적으로 이루어지도록 뒷받침하는 것은 회사와 주주 공동의 이익 관점에서 중요하다. 이 점에서 협력적 관여 활동 촉진의 의의가 인정된다. 다만, 협력적 관여 활동은 복수의 투자자가 공동의 문제의식을 바탕으로 영향력을 집중하는 구조를 전제하는 것이고, 그 범위와 한계를 어떻게 설정하느냐에 따라 예기치 못한 결과를 초래할 가능성도 있다. 최근의 주주행동주의 확대와 기업지배권 다툼 증가를 전제로 보면, 협력적 관여 활동 촉진에만 방점을 찍는 것은 자칫 기업 지배권 취득만을 목표하는 이리떼 전략 등의 등장을 초래할 수도 있다. 협력적 관여 활동을 장려하는 것은 집단적 영향력 행사의 정당성을 확대하는 한편, 이리떼 전략의 제도적 비용을 낮출 가능성도 내포하기 때문이다.

상기 문제의식을 토대로 보면, 2024년 5월 일본의 금융상품거래법 개정은 우리에게 시사하는 바가 있다. 해당 개정에서는 기업 가치 제고와 지속적 성장에 이바지하는 협력적 관여 활동을 촉진하는 한편, 일본판 이리떼 전략을 억지하는 규정을 마련하였다.¹⁰⁴⁾

99) 經濟産業省, 前掲注(97), 51頁.

100) 기업은 투자자와 실질적인 대화 등의 전제로서 일관성 있는 장기 가치 창조 전략을 구축하는 것이 중요하다. 그런 가운데 기업과 투자자는 기업의 가치 창조 전략의 약점이 무엇인지, 어떻게 하면 그것을 극복하고 중장기적 기업 가치 창조를 도모할 수 있는지 등에 관해 대화 등을 심화시켜 나가는 것이 필요하다.

101) 기업은 중장기적 기업 가치 제고를 위한 대화의 전제로서 자신의 전략을 이해하는 데 이바지하는 실효성 있는 정보공시를 함으로써, 투자자가 더 구체적인 대화 주제를 설정할 수 있도록 해야 한다. 이것은 기업과 투자자의 구체적인 주제에 관한 건설적인 대화 실현에 도움이 된다. 덧붙여, 기업은 자사의 주주 구성도 고려하면서 가치 창출 전략 개선·발전에 유익한 시사점을 얻기 위해 투자자의 속성을 이해하고, 대화를 진행하는 게 바람직하다. 이때 투자자의 속성 및 대화 등의 목적에 따라 적절한 대화 담당자(CEO·사장, 사외이사, IR 담당자 등)를 정하는 것도 중요하다.

투자자는 기업의 노력도 고려하면서 기업 가치 창조 전략 개선·발전 관점에서 유익하다고 판단되는 주제를 설정하고, 자신이 보유한 정보와 의견을 섞어 대화를 풍부하게 하는 것이 바람직하다.

102) 기업은 대화 등을 통해 얻은 시사점을 토대로 자신의 대처·체제를 재검토하고, 재검토 진행 상황·성과를 투자자에게 설명함으로써 대화와 경영개선의 선순환을 형성하는 것이 중요하다.

103) 經濟産業省, 前掲注(97), 52-54頁.

104) 2024년 5월 금융상품거래법 개정을 검토한 것으로서 고일훈, “일본 대량보유보고제도 개정의 주요 쟁점과 시사점”, 「상사법연구」 제44권 제2호(2025).

일본에서는 주권 등을 5% 초과 보유하는 자에게 대량보유보고서 제출 의무를 부여하고 있다. 보유자가 다른 보유자와 공동으로 의결권 등의 권리를 행사하기로 합의¹⁰⁵⁾한 경우(실질적 공동보유자)는 이들의 보유 주권 등을 합산해 5%를 판단하도록 하고 있다. 이것은 복수 투자자의 협력적 관여 활동을 위촉시키는 요인이 된다. 개정 금융상품거래법에서는 회사와 주주 공동의 이익에 부합하는 협력적 관여 활동을 촉진하는 관점에서, 특정 보유자가 다른 보유자와 주주권 공동 행사를 합의해도 ① 특정 보유자와 다른 보유자가 금융상품거래업자, 은행 등 내각부령으로 정하는 자인 경우, ② 합의의 목적이 중요 제안행위를 공동으로 하는 것이 아닌 경우, ③ 개별 권리행사마다의 합의¹⁰⁶⁾로서 정령으로 정하는 것인 경우라는 요건을 만족하면, 공동보유자에 해당하지 않는다는 특례를 신설하였다. 단, 주목할 부분이 있다. 금융심의회 ‘공개매수 제도·대량보유보고 제도 등 워킹그룹’ 보고서를 보면, ‘기업지배권 등에 직접적으로 관련되지 않은 제안행위를 목적으로 하는 경우는 해당 제안행위의 형태에 주목하고, 그 채택 여부를 발행회사 경영진에게 맡기지 않는 방식으로 제안행위를 하는 것을 목적으로 하는 경우에만 중요 제안행위에 해당한다’라고 하였다. 그리고 ‘그 채택 여부를 발행회사의 경영진에게 맡기지 않는 방식’의 예로서 ‘주주제안권 행사, 주식 추가 취득 등을 시사하면서 제안하는 경우’를 들었다.¹⁰⁷⁾ 이를 생각하면, 배당 방침이나 자본정책 등 기업지배권 등에 직접적으로 관련되지 않은 제안행위라도 주주제안 방식으로 이루어지는 경우는 중요 제안행위에 대한 규율이 적용될 수 있다.¹⁰⁸⁾ 그 경우, 복수 기관투자자가 주주제안권 공동 행사를 합의하는 협동적 관여 활동은 상기 ②의 요건을 충족하지 않고, 특례 적용이 부정될 가능성이 있다. 즉, 협력적 관여 활동에 특례가 적용되는 것은 일부에 한정된다고 할 수 있다.¹⁰⁹⁾

한편, 일본에서는 2019년 무렵부터 복수의 투자자가 협력해 시가총액이 그리 크지 않은 중소·중견 상장회사의 주식을 시장 내에서 단기간에 매집한 후, 대상회사의 경영진을 그 영향력 아래 두거나 교체하려고 시도하는 사례가 증가하고 있다. 미쯔보시 사건 등이 그 대표적 예이다.¹¹⁰⁾ 이것이 특히 문제가 된 것은 영미권에서 목격되는 이리떼 전략과 달리, 복수의 투자자가 목표하는 특정 경영목표가 명확하지 않고 대상회사의 지배권을 실질적으로 장악하는 것 자체가 목적으로 생각되는 예가 적지 않았다는 것이다.¹¹¹⁾ 또한, 대량보유보고 규제를 신경 쓰지

105) 상호 또는 일방의 행동을 약속하는 성질의 것을 말하며, 구두나 묵시의 합의도 포함된다.

106) 이는 복수의 투자자가 계속해서 공동으로 의결권 등 주주권을 행사하기로 합의하는 경우는 보유자의 경영에 대한 영향력이 커질 수밖에 없다는 점을 고려해, 그러한 경우를 특례 적용 대상에서 제외하기 위함이다.

107) 金融審議會, 前掲注(71), 13頁.

108) 石綿學·越智晋平, “大量保有報告制度の改正と實務への影響”, 「商事法務」 第2368号(2024), 37頁.

109) 石綿學·越智晋平, “新しい大量保有報告制度: 政府令等の改正を踏まえ”, 「商事法務」 第2404号(2025), 13頁.

110) 미쯔보시 사건에 관해서는 권용수, “일본의 주주행동주의와 매수방어책에 관계된 동향: 미쯔보시 사건을 소재로”, 「상사판례연구」 제36권 제2호(2023), 118-123쪽.

111) 太田洋, “大量保有報告規制の改革に向けて: 「日本版ウルフ・バック」の問題を切り口として”, 「商事法務」 2325号(2023), 22頁.

않는 예도 지나치게 많았다.¹¹²⁾ 그래서인지 일본에서는 영미권과 구별되는 특징과 일본 특유의 문제를 토대로 상기 현상을 ‘일본판 이리떼 전략’ 등으로 부른다. 이에는 주주 공동의 이익을 훼손할 가능성이 있는 만큼, 적절한 대응이 요구된다. 이로부터 개정 금융상품거래법에서는 간주 공동보유자의 범위를 확대하였다.¹¹³⁾ 당사자 간의 합의를 입증하는 것이 곤란한 현실 때문에, 이리떼 전략에 효과적으로 대응하기 어렵다는 점을 배려한 조치이다. 또한, 중요 제안행위 등을 하거나 하려는 경우는 ‘보유목적’란에 그 내용을 되도록 구체적으로 기재하도록 하였다.¹¹⁴⁾ 이는 대량보유자들의 관여 활동이 수면 아래 머물지 못하도록 함으로써, 주권 등 5% 초과 취득에 대한 투자자의 검토와 관여 활동의 정도에 영향을 줄 수 있다.¹¹⁵⁾

V. 마치며 : 스튜어드십 코드 논의에 관한 제언

회사법은 주주의 합리적 의사결정에 기초한 기업 가치 제고와 지속적 성장을 전제하고 있다. 주주에게 기업의 근간이 되는 사항을 결정하도록 하는 것은 이를 뒷받침한다.¹¹⁶⁾ 그렇다면 기업에 상당한 영향을 미칠 수 있는 주주인 기관투자자가 주주권 행사를 포함한 관여 활동에 무관심하거나 회사의 중장기적 이익에 반하는 관여 활동을 하는 것은 회사법의 전제와 맞지 않는다. 이러한 문제의식을 토대로 보면, 기관투자자가 올바른 관여 활동을 통해 기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장을 추구하고, 그것을 통해 고객·최종수익자의 최선의 이익을 도모하는 것이 요구된다. 그런데 현실에서는 일부 기관투자자들이 기업의 중장기적 가치 제고보다는 단기적 관점의 이익 추구를 목표로 관여 활동을 하는 예도 있다(II. 2. 나. 참고).¹¹⁷⁾ 주주행동주의의 급속한 확산 추세¹¹⁸⁾를 생각하면, 일부 기관투자자의 적절치 않은 관여 활동에 따른

112) 예컨대, 복수의 투자자 중심에 있는 자(주도적 투자자)가 대량보유보고서 등의 제출을 지연한다든지, 그 보유목적 또는 중요 제안행위 등을 부정확하게 기재한다든지(허위 기재 포함), 합리적으로 볼 때 공동보유자라고 생각되는 주주를 공동보유자로 기재하지 않은 예 등이 있었다(太田, 前掲注(111), 22頁).

113) 자세한 내용은 고일훈, 앞의 논문, 411-414쪽.

114) 종전의 실무를 보면, ‘보유목적’란에 ‘순투자’만 기재해 매집을 진행하고, 지배권에 영향을 미치는 수준의 주식을 보유한 후에 ‘중요 제안행위 등을 하는 것’이라는 목적을 추가하는 것이나 추상적으로 중요 제안행위 등을 할 가능성이 있다는 뜻만을 기재하고, 그 구체적 내용까지는 기재하지 않는 예가 많았다(石綿·越智, 前掲注(109), 19頁).

115) 石綿·越智, 前掲注(109), 20頁.

116) 예컨대, 주주로 구성되는 주주총회는 회사의 최고의사결정기관이며, 회사의 기본구조에 관한 사항(정관변경, 자본금감소, 합병 등), 회사의 기관구성에 관한 사항(특히 이사 선임·해임) 등을 결정하는 권한을 가진다. 주주총회의 권한인 사항은 반드시 주주총회가 정해야 하며, 주주총회 결의로도 이를 다른 기관에 위임할 수 없다(송옥렬, 상법강의 제15판, 홍문사, 2025, 922쪽).

117) 神作裕之, “スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向”, 『商事法務』 第2232号(2020), 14頁.

118) 우리나라에서는 2000년대 초중반부터 국내외 행동주의 펀드 등에 의한 행동주의가 눈에 띄기 시작했지만,

문제가 심화할 가능성도 완전히 배제할 수는 없다.

이상으로부터 본 연구에서는 기업과 주주 모두의 이익에 이바지하는 기관투자자의 관여 활동을 뒷받침하는 스튜어드십 코드 관련 논의가 이루어질 바라며, 일본의 사례도 참고해 몇 가지 제언을 하는 것으로 글을 마무리하려 한다.

1. 스튜어드십 코드의 의의와 목적 인식 및 공유

이사의 충실의무 등에 관한 상법 제382조의3 개정 이후 회사와 주주의 이익을 어떻게 도모해야 하는가가 중요한 쟁점이 되고 있다. 2025년 상법 개정 시에 이사와 회사의 관계를 규율하는 상법 제382조 제2항을 그대로 둔 것을 전제로 보면, 개정 상법하에서도 이사와 회사 간의 위임 관계만이 인정되고,¹¹⁹⁾ 이사는 기본적으로 회사의 이익을 위해 의무를 진다고 이해하는 것이 타당하다.¹²⁰⁾ 회사의 본질과 그에 관계된 해석론의 전개를 이해한다면, 위와 같은 이해가 주주의 이익 측면에서 문제 되지 않음도 알 수 있다. 그러나 회사와 주주의 이익 도모에 관해서는 생각의 차이가 존재하는 듯하다.¹²¹⁾ 이러한 현실에서 스튜어드십 코드는 상기 쟁점의 답을 모색하는 데 이바지할 수 있는 것으로서, 2025년 상법 개정 이후 그 의의가 한층 커진 면이 있다.

스튜어드십 코드는 단순히 주주의 이익을 확대하는 것을 목표하는 것이 아니다. 건설적인 대화 등 관여 활동을 통해 기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장을 도모하는 것을 원칙으로 삼고 있다. 만약 기관투자자가 주가 퍼포먼스 등 눈앞의 성과에만 관심을 두고 행동한다면, 자신(주주)과 고객·최종수익자의 단기적 이익을 염두에 두고 행동하는 것은 코드의 목적에 부합하지 않는 것이다. 이것은 코드를 준수한 것이 아니라, 왜 그렇게 행동했는지를 설명해야 하는 것이 된다. 그런데 현실에서는 단기적 사고에 입각한 기관투자자의 행동이 심심찮게 목격된다. 우리보다 스튜어드십 코드가 잘 작동하고 있는 것으로 평가되는 일본¹²²⁾에서도 단기

본격적인 주주행동주의가 등장한 것은 몇 개의 행동주의 펀드 등이 한꺼번에 행동주의 전략을 취하기 시작한 2022년 3월 무렵으로 평가된다(송옥렬, “헤지펀드 행동주의에 대한 이론적 검토”, 「상사판례연구」 제36권 제2호(2023), 5-6쪽).

119) 천경훈, “주주의 청구권 법리의 변화”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나(이사 충실의무 도입에 따른 실무상 쟁점) 자료집(2025.7.29.), 39쪽. 주주에 대한 신인의무자는 이사가 아니라 회사는 지적으로 정대인, “이사의 주주에 대한 충실의무: 의미, 성격, 적용 범위, 개선 과제”, 2025년도 (사)한국상사법학회 추계학술대회 자료집(2025.11.28.), 7쪽.

120) 이렇게 이해하지 않으면, 현행법 체계상 혼선이 발생할 우려가 있고(노혁준, “개정법 해석론: 이사의 주주에 대한 충실의무”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나(이사 충실의무 도입에 따른 실무상 쟁점) 자료집(2025.7.29.), 52쪽), 이사의 의무 대상에 관한 혼란에 기인한 실무상 불필요한 다툼이 생길 수 있기 때문이다.

121) 이상훈, “상법 제382조의3 주주 충실의무의 해석론과 ‘Safe-Harbor’ 구축: 변경적 개정설의 관점에서”, 「상사법연구」 제45권 제1호(2026), 320-328쪽.

122) 황현영, “스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를 위한 과제”, 「자본시장포커스」 2025-09호(2025).

적 사고에 입각한 질문이나 자산소유자에 대한 보고만을 신경 쓴 질문처럼 코드의 목적에 부합하지 않는 행동들이 확인된다.¹²³⁾

스튜어드십 코드의 순기능을 기대하기 위해서는 그 의의와 목적을 제대로 인식하고, 그것을 기업과 기관투자자, 나아가 고객·최종수익자 등이 공유하는 것이 전제될 필요가 있다. 그렇지 않고 코드의 원칙 등을 강화하거나 그 이행을 강조하는 것은 형식적 코드 이행을 초래하고,¹²⁴⁾ 코드에 관계된 모두에게 부정적 영향을 초래할 우려가 있다. 사실 한국판 코드는 일본판 코드처럼 스튜어드십 책임이 무엇인지를 밝히고 있고,¹²⁵⁾ 기관투자자가 이러한 책임을 이행하는데 필요한 역량과 전문성을 갖추도록 하고 있지만(원칙 7), 지금까지 이것이 제대로 인식·공유되지는 않은 듯하다.¹²⁶⁾ 일본 정부가 일본판 코드 2차 개정 시에 관여 활동을 할 때 ‘중장기적 기업 가치 제고와 지속적 성장’이라는 코드의 목적을 의식해야 함을 다시금 강조하였는데, 향후 한국판 코드 개정 논의에 시사하는 바가 있다.

2. 건설적인 대화를 비롯한 관여 활동 실현 기반 조성

주주행동주의의 증가와 그 전략,¹²⁷⁾ 2025년부터 이어지고 있는 일련의 상법 개정(이사의 충실의무 등, 감사위원 분리선임 인원 확대, 집중투표제 의무화, 자사주 소각 등) 등을 생각하면, 향후 기관투자자와 같은 주주 측의 관여 활동이 활발해질 가능성이 있다. 이것은 기업이 지금보다 더 주가와 자본비용을 의식한 경영에 신경을 쓰고 기관투자자 등과의 대화에도 신경을 쓸 필요가 있음을 시사한다. 다른 한편, 단기적 사고에 입각한 기관투자자 등의 관여 활동으로 초래될 수 있는 기업의 중장기적 가치 제고나 지속적 성장 저해를 방지하는 방안 모색의 필요성이 커졌음을 시사한다.

기업과 기관투자자가 건설적인 대화 등을 하길 기대하는 것은 간단한 문제가 아니다. 양자 간에는 기본적인 생각의 차가 존재하고, 사안별 상호 이해가 다를 수 있기 때문이다. 또한, 실

123) 金融廳, スチュワードシップ活動の實態に関する調査(2025年6月2日), 28-29頁.

124) 스튜어드십 코드 참여 기관투자자 등은 고객·최종수익자에 대한 주기적 보고가 요구되는데, 연기금과 자산운용사 일부를 제외하고는 이행 보고서 발간 사례 등을 찾아볼 수 없다는 지적으로 황현영, “스튜어드십 코드 이행 현황과 실효성 제고를 위한 과제”, 스튜어드십코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색 토론회 자료집(2026.1.23.), 14-15쪽.

125) 한국판 코드 「“원칙”의 도입 목적과 의의」 1.에서는 “기관투자자가 타인 자산을 관리·운용하는 자로서 부담하는 책임[이하 “수탁자 책임”]이란 투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임을 의미한다.”라고 하고 있다.

126) 한국판 코드의 충실한 이행에 따른 인센티브나 미이행에 따른 제재 부재로 기관투자자의 합리적 무관심이 고착화하였다는 지적으로 황현영, 앞의 자료, 17쪽.

127) 행동주의 펀드 등은 ① 경영진 등과의 비공개 논의, ② 공개 캠페인 등, ③ 상법상 주주권 행사 등, ④ 주주대표소송 등 법적 책임 추궁, ⑤ 기업지배권 취득과 같은 단계적 행동을 취하는 경향이 있다(김형균, 앞의 논문, 109-114쪽; 牛田明・丸谷國央, “近時のアクティビストの動向”, 「商事法務」 2372号(2024), 23~24頁).

무적 문제로 건설적인 대화가 저해될 수도 있기 때문이다.¹²⁸⁾ 실제 기업 측에서는 특정 경영전략에 대한 의견만을 원하거나 대화 실적에만 관심을 가지는 예도 있다. 한편, 기관투자자 측에서는 자사주 매입이나 배당 성향 개선처럼 눈앞의 이익에만 관심을 가지거나 공시자료를 충분히 검토하지 않은 채 세세한 사항에 관한 설명을 요구하는 예도 있다.

이상을 생각하면, 우리는 한국판 코드의 원칙 등을 강화하고 그 이행을 강하게 요구하기에 앞서, 코드의 핵심적 요소인 건설적인 대화와 같은 올바른 관여 활동의 실현을 담보할 수 있는 기반 조성을 먼저 고민할 필요가 있다. 이것은 코드의 목적(기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장을 추구하고, 이를 통해 고객·최종수익자의 이익을 도모하는 것) 달성 측면에서도 매우 중요한 문제가 된다. 예로 일본 정부는 일본판 코드의 실효적 작동을 위해 기업과 기관투자자의 건설적인 대화 방식과 공통언어를 가이드라인 등을 활용해 제시하였는데, 참고할 가치가 있다고 여겨진다. 또한, 건설적인 대화 촉진의 전제로서 기관투자자의 정보제공 충실화(이해상충이 의심되는 의안이나 중요하다고 판단되는 의안에 대한 찬반 이유 공표, 자신의 주식 보유 상황 설명 등)를 도모하였는데, 이 역시 참고할 가치가 있다고 본다.

3. 현실적 제약 등을 고려한 점진적인 한국판 코드 개선

기관투자자의 법적 지위(II. 2. 나. 참고)나 역량 등(II. 2. 가. 참고)을 생각하면, 기관투자자에게 기대할 수 있는 관여 활동과 책임에는 한계가 있을 수밖에 없다.¹²⁹⁾ 이러한 현실을 무시한 채 기관투자자에게 특정 행위를 계속해서 추가·강제하는 것은 형식적인 이행을 넘어서 실질적 이행이라든지 실무의 건전한 발전을 저해할 수도 있다.

일본의 사례를 보더라도, 기관투자자의 실무 관행이나 기업의 부담 등을 고려하면서 일본판 코드의 원칙 등을 점진적으로 개선한 것을 확인할 수 있다. 한 예로 협력적 관여 활동에 관계된 코드 개정을 보자. 제정 일본판 코드는 영국판 코드를 참고했지만, 일본 기관투자자들의 실무 관행(기업과의 신뢰 관계나 비밀유지 필요성 등으로 협력적 관여 활동에 소극적인 관행)과 실무계의 반대를 고려해서 영국판 코드 원칙 5의 협력적 관여 활동을 채용하지 않았다.¹³⁰⁾ 이후 1차 개정 일본판 코드에서는 협력적 관여 활동의 필요성을 지적하고, 기관투자자의 공동 행동의 가능성을 확인하는 수준에 머물렀다. 그리고 3차 개정 일본판 코드에서는 협력적 관여 활동을 강조했지만, 이를 필수적 요소로 강하게 요구하지는 않았다. 기관투자자가 기업과 대화를

128) 기업 측의 SR과 IS 담당자 간의 연계가 미흡하고, 대화 내용이 중복됨에 따라 건설적인 대화가 저해되는 예가 있다(金融廳, 前掲注(123), 24頁).

129) 기관투자자는 수탁자 책임이라는 법적 책임을 진다. 이 점에서 기관투자자는 고객·최종수익자의 특별한 사정을 고려해서 단기적 이익 실현을 위한 행동을 하는 것도, 중장기적 이익 극대화를 위한 행동을 하는 것도 필요하다.

130) 대신에 실무계 특히 기업 측의 요청을 받아들이 영국판 코드에는 존재하지 않은 일본판 코드 원칙 7을 정하였다.

하는 때, 단독으로 대화하는 것 외에 다른 기관투자자와 협동해서 대화하는 것이 중요한 선택지가 될 수 있음을 지적하였다. 이상은 기관투자자의 사정에 따라 협력적 관여 활동이 현실적이지 않을 수 있다는 것, 목적 등이 일치해도 인식이나 정보를 충분히 공유하지 않은 채 협력적 관여 활동을 하면 피상적 수준에 그칠 가능성이 있고 오히려 형식적인 관여 활동을 조장할 수도 있다는 것 등을 고려한 결과라 할 수 있다.

최근 한국판 코드 개정 논의를 보면, 협력적 관여 활동 권장을 넘어서 코드의 원칙 및 안내 지침 모두 준수를 제언하는 견해도 보인다.¹³¹⁾ 이것이 우리 현실에서 어떤 결과로 이어질지에 관한 충분한 검토 없이, 이렇게 급진적인 제언을 하는 것이 적절한지 깊이 고민해 볼 필요가 있다. 코드의 원칙과 지침 이행 현황과 성과(부작용 포함)를 체계적으로 분석하고, 기업과 기관투자자 등에게 미치는 영향 등을 토대로 코드의 내용(자산소유자의 역할 강화, 기관투자자의 정보제공 충실화, 협력적 관여 활동 권장 등)과 요구 수준(한국판 코드 가이드라인¹³²⁾)을 통해 요구하는 수준에 그칠 것인지 한국판 코드의 원칙이나 지침에 반영할 것인지, 권장 수준에 그칠 것인지 권고 수준으로 할 것인지 등을 점진적으로 개선해 나가는 것이 적절하다고 생각된다.

4. 기관투자자의 코드 이행 점검 체계 구축

2016년 한국판 코드 제정 이후 많은 기관투자자가 코드에 참여하였고, 이들의 의결권행사를 포함한 관여 활동이 개선되는 등 외관상의 진척이 확인되고 있다.¹³³⁾ 그러나 기관투자자의 관여 활동이 실질 면(특히 기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장 추구 등)에서 어느 정도 진척되었는지는 불분명하다. 지금까지 기관투자자의 스튜어드십 책임 이행만을 강조했을 뿐, 그 현황과 성과에 관한 체계적 점검에는 소홀하였던 까닭이다.

일본에서는 코드 참여 기관투자자에게 ① 자사 웹사이트에 코드 참여 의사와 ‘코드의 각 원칙(지침 포함)에 근거한 공표 항목’을 공표할 것, ② 공표 항목을 매년 재검토·갱신할 것, ③ 공표한 웹사이트의 주소를 금융청에 통지할 것을 요청하고 있다. 그리고 금융청은 개별 기관투자자가 공표한 사항을 정리해 공표하고, 스튜어드십 책임 이행 실태를 조사해 공표하고 있다. 이것은 ① 고객이 자신의 자산을 운용해 줄 기관투자자를 선택하거나 기존의 기관투자자가 주식의 가치를 극대화할 수 있는지를 판단하는 데 이바지하고, ② 고객과 기관투자자 간에 발생할 수 있는 이해상충을 완화하는 데도 이바지하며, ③ 기관투자자가 고객 등을 의식하면서 더 충실하게 스튜어드십 책임을 다하도록 하는 데도 이바지할 수 있다.

131) 이승희, “스튜어드십 코드 개정과 실효성 제고 방안”, 스튜어드십코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색 토론회 자료집(2026.1.23.), 25쪽.

132) 한국ESG기준원, 한국 스튜어드십 코드 가이드라인(2024.3).

133) 황현영, 앞의 자료, 12-13쪽.

한국판 코드는 기관투자자가 기업의 중장기적 가치 제고와 지속적 성장을 추구할 것을 기본 원칙으로 삼고 있다. 그런데 기관투자자에 내재해 있는 이해상충 위험을 생각하면, 상기 원칙이 항상 준수될 것이라 확신할 수 없다. 그렇다면 코드의 목적 달성을 위해 기관투자자가 자신에게 내재한 이해상충에 어떻게 대응하고 있는지, 스튜어드십 책임을 어떻게 이행하고 있는지 (기업의 사정을 주기적으로 점검·파악하고 있는지, 스튜어드십 책임 이행 정책을 책정·공개하고 있는지, 스튜어드십 책임 이행 현황과 성과를 고객·수익자에게 보고하고 있는지, 필요한 역량과 전문성을 갖추고 있는지) 점검·공표하는 체제 구축이 필요하다. 체제 구축에는 기관투자자의 충실한 정보제공이 전제될 필요가 있는데, 이를 위해서는 규제보다 적절한 인센티브 활용(우수 기관투자자 공표, 자산소유자의 위탁기관 선정 등)이 중요하다고 생각된다. 규제 활용은 실무의 건전한 발전을 저해할 수 있고, 영세한 기관투자자 등은 정보제공에 현실적 제약이 존재할 수밖에 없기 때문이다. ☐

(논문접수 : 2026. 06. 17. / 심사개시 : 2026. 07. 10. / 게재확정 : 2026. 07. 19.)

참 고 문 헌

- 강소현·김민기, 개인투자자의 해외투자 특징 및 성과 분석, 자본시장연구원, 2026.
- 고일훈, “일본 대량보유보고제도 개정의 주요 쟁점과 시사점”, 「상사법연구」 제44권 제2호(2025).
- 곽관훈, “의결권행사 자문회사의 육성 필요성 및 법적 과제”, 「경제법연구」 제13권 제1호(2014).
- 곽수근·이준일·최아름, “론스타 펀드의 극동건설 인수 및 매각 사례”, 「회계저널」 제21권 제2호(2012).
- 권용수, “기관투자자의 영향력과 의결권행사의 방향성: 주주총회 주요 의안을 둘러싼 일본의 최근 동향을 포함하여-”, 「선진상사법률연구」 제82호(2018).
- 권용수, “기관투자자의 수탁자 책임의 관점에서 본 스튜어드십 책임”, 「재산법연구」 제36권 제4호(2020).
- 권용수, “한국판 스튜어드십 코드를 통한 의결권자문사 규제에 관한 예비적 고찰”, 「서울대학교 법학」 제62권 제2호(2021).
- 권용수, “일본의 주주행동주의와 매수방어책에 관계된 동향 : 미쯔보시 사건을 소재로”, 「상사판례연구」 제36권 제2호(2023).
- 권용수, “아베노믹스 이후 일본의 회사법 개정 동향과 우리나라에의 시사점”, 「경영법률」 제35집 제4호(2025).
- 김준석·강소현, 코리아 디스카운트 원인 분석, 자본시장연구원, 2023.
- 김형균, “행동주의 펀드의 전략과 방향”, 「BFL」 제120호(2023).
- 노혁준, “개정법 해석론 : 이사의 주주에 대한 충실의무”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나(이사 충실의무 도입에 따른 실무상 쟁점) 자료집(2025.7.29.).
- 문준우, “장기주주를 육성·지원하기 위한 테뉴어 보팅(tenure voting)”, 「금융법연구」 제12권 제2호(2015).
- 박찬희, “2004년 2월 SK(주) vs. 소버린 : 경영권 도전과 지배구조 재설계”, 「경영교육연구」 제8권 제2호(2005).
- 송옥렬, “헤지펀드 행동주의에 대한 이론적 검토”, 「상사판례연구」 제36권 제2호(2023).
- 송옥렬, 상법강의 제15판, 홍문사, 2025.
- 송옥렬, “이사회 구성에 관한 개정 상법의 법정책적 분석”, 2026년 한국기업법학회 동계공동학술대회 자료집(2026.2.3.).
- 송홍선, 스튜어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원, 2018.
- 스튜어드십 코드 제정위원회, 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(2026.12.16.).

- 안효섭, “2025년 정기주주총회 주요 주주제안 사례 및 향후 과제”, 「경제법연구」 제24권 제1호(2025).
- 이상훈, “상법 제382조의3 주주 충실의무의 해석론과 ‘Safe-Harbor’ 구축: 변경적 개정설의 관점에서”, 「상사법연구」 제45권 제1호(2026).
- 이승희, “스튜어드십 코드 개정과 실효성 제고 방안”, 스튜어드십코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색 토론회 자료집(2026.1.23.).
- 정대익, “이사의 주주에 대한 충실의무: 의미, 성격, 적용 범위, 개선 과제”, 2025년도 (사)한국상사법학회 추계학술대회 자료집(2025.11.28.).
- 천경훈, “주주의 청구권 법리의 변화”, 서울대학교 금융법센터 현안 세미나(이사 충실의무 도입에 따른 실무상 쟁점) 자료집(2025.7.29.).
- 한국상장회사협의회, 상장회사 이사의 주요 의사결정에 관한 지침: 주주에 대한 충실의무 등 이행과 관련하여, 2026.
- 황현영, “스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를 위한 과제”, 「자본시장포커스」 2025-09호(2025).
- 황현영, “스튜어드십 코드 이행 현황과 실효성 제고를 위한 과제”, 스튜어드십 코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색 토론회 자료집(2026.1.23.).

金融審議會金融分科會, 我が國金融・資本市場の國際化に關するスタディグループ報告: 上場會社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて(2009).

目指すべき市場經濟システムに關する専門調査會, 目指すべき市場經濟システムに關する報告(2013年11月1日).

神田秀樹・折原誠, 信託法講義, 弘文堂, 2014.

田中亘, “コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード: 英國コードとの差違に着目して”, 「信託フォーラム」第1号(2014).

金融廳, 日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理(平成26年2月26日).

金融廳, 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ會議」(第1回)議事次第 事務局説明資料(平成27年9月24日).

金融廳, 投資家と企業の對話ガイドライン(2018年6月1日策定/2021年6月11日改訂).

金融廳, スチュワードシップ活動の實態に關する調査(2025年6月2日).

神作裕之, “日本版スチュワードシップ・コード: 英國コードとの比較を中心として”, 「日本取引所金融商品取引法研究」第6号(2016).

神作裕之, “商事信託の展望: 「信託」と「受託者責任」の意義再考”, 「信託」第265号(2016).

神作裕之, “スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向”, 「商事法務」 第2232号(2020).

經濟産業省, 価値協創のための統合的開示・對話ガイダンス: ESG・非財務情報と無形資産投資(2017年5月29日).

經濟産業省, 価値協創のための統合的開示・對話ガイダンス2.0: サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)實現のための価値創造ストーリーの協創(2022年8月30日).

能見善久・樋口範雄・神田秀樹, 信託法制の新時代: 信託の現代的展開と將來展望, 弘文堂, 2017.
林壽和, “「實質的」なスチュワードシップ活動とESG評価の役割: 運用機關における仕組みの現在”, 「ビジネス法務」 2018年3月号(2018).

井上俊剛・島貫まどか・山田裕章・西原彰美, “スチュワードシップ・コードの再改訂の解説”, 「商事法務」 第2228号(2020).

金融審議會, 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告(令和5年12月25日).

太田洋, “大量保有報告規制の改革に向けて: 「日本版ウルフ・パック」の問題を切り口として”, 「商事法務」 2325号(2023).

石綿學・越智晋平, “大量保有報告制度の改正と實務への影響”, 「商事法務」 第2368号(2024).

牛田明・丸谷國央, “近時のアクティビストの動向”, 「商事法務」 2372号(2024).

新谷亞紀子, “スチュワードシップ・コード第三次改訂の概要”, 「商事法務」 第2396号(2025).

石井智親・上馬場拓也・木村大悟・八木美菜, “スチュワードシップ活動における對話の質と企業の行動変容に関する考察: 生成 AI を活用した過去約10年の對話記録の分析”, 「商事法務」 第2406号(2025).

石綿學・越智晋平, “新しい大量保有報告制度: 政府令等の改正を踏まえ”, 「商事法務」 第2404号(2025).

Collective Engagement Working Group, Report of the Collective Engagement Working Group December 2013, IME, 2013.

Financial Reporting Council(FRC), THE UK STEWARDSHIP CODE 2020.

Iain MacNeil, “Activism and collaboration among shareholders in UK listed companies”, *Capital Markets Law Journal*, Vol.5, No.4, 2010.

Abstract

A Study on the Operational Practices of Japan's Stewardship Code and Its Policy Implications

Kwon, Yong-Su

The 2025 amendment to the Korean Commercial Act has brought significant changes to the standards governing directors' conduct, their legal liabilities, and the legal status of shareholders. In this context, directors are increasingly required to take into account shareholders' interests and to secure their support in the process of formulating and implementing strategies aimed at enhancing long-term corporate value. Against this backdrop, the significance of the Korean Stewardship Code as a mechanism to efficiently and effectively facilitate the formation of shareholder support has been highlighted, and discussions on its revision have gained momentum. These discussions include meaningful proposals such as the incorporation of sustainability factors and the development of guidelines to support dialogue between companies and shareholders. At the same time, certain issues—such as collaborative engagement among institutional investors—require more systematic examination, including practical challenges and the need for parallel institutional improvements.

Based on these considerations, this study examines the significance and limitations of the Stewardship Code and, drawing on an analysis of the revision and operation of Japan's Stewardship Code, offers the following policy suggestions. First, it is necessary to recognize and emphasize that the Code is not merely aimed at maximizing shareholder interests, but is fundamentally intended to promote long-term corporate value and sustainable growth through engagement activities, including constructive dialogue. Second, given the potential divergence of interests between companies and institutional investors, priority should be given to establishing the necessary foundations to ensure effective engagement—such as constructive dialogue—before strengthening the principles of the Code or imposing stricter compliance requirements. Third, considering the legal status and capacity of institutional

investors, it is important to acknowledge the inherent limitations of the engagement activities and responsibilities that can be expected of them, and to pursue gradual improvements to the Code. Fourth, in order to achieve the objectives of the Code effectively, it is necessary to consider establishing a monitoring framework for assessing institutional investors' compliance with the Code.

Key Words : Institutional Investors, Stewardship Code, Engagement, Governance, Corporate Value Enhancement, Shareholder Interests