

국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

김혜리·안근배·최영민



프로젝트 2023-06

국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

김혜리·안근배·최영민

머 리 말

국민연금기금은 가입자 및 수급자를 위해 운용자산의 가치를 보호하고 증진해야 하는 장기투자자로, 국민에게 위탁받은 연금보험료 등의 관리와 운용을 맡은 수탁자로서의 책임이 있다. 이에 장기적이고 안정적인 ‘수익 증대’를 위하여 수탁자 책임 활동을 이행하고 있다.

바야흐로 ESG(Environmental, Social, Governance)가 기업가치 평가에 중요한 요소로 자리 잡은 시대가 도래하였다. 기금은 책임투자의 목적을 달성하기 위한 ESG 통합 전략의 일환으로 ‘ESG 요인’을 투자 의사 결정에 반영하기 위하여 ‘고유의 ESG 평가체계’를 보유하고 있다.

COVID-19와 러시아-우크라이나 전쟁, 미국발 고금리 지속과 같은 세계 경제의 불확실성이 증대되고 있는 현 시점에, 일각에서는 ESG 투자의 실효성에 의문을 제기하고 있다. 또한, 2016년부터 시작된 기금의 ESG 평가체계 적용을 통해 기금의 책임투자 목적 및 성과에 기여한다는 정량적 효과 시현 가능성에 대한 결과가 요구되는 시점이다.

본 프로젝트 보고서는 글로벌 ESG 동향을 파악하고 기금의 ‘국내주식 포트폴리오’ 특성을 확인함으로써, ESG 평가를 반영한 기금의 ESG 투자가 장기수익률 제고에 기여할 수 있는 근거와 개선방안, 나아가 향후 국민연금 기금의 ESG 투자 운용전략을 위한 정책제언을 마련하기 위해 진행되었다.

먼저, 문헌검토 부분에서는 글로벌 ESG 금융 동향을 확인하여 ESG 정책 환경 및 ESG 투자 현황을 검토하고, 세계 주요 공적연기금의 책임투자를 통해 국민연금기금의 책임투자와 ESG 투자 상황을 점검하였다. 다음 실증분석 부분에서는 국민연금기금의 ESG 평가지표를 이용한 국내주식 포트폴리오 실증분석 결과를 제시하여 ESG 투자의 수익적 측면을 확인하고, ESG를 고려한 투자가 국민연금기금의 국내주식 성과에 미치는 영향을 확인하였다.

마지막 부분에서는 앞서 문헌검토와 실증분석 결과를 토대로 국민연금기금에 적합한 ESG 평가자료를 이용한 ESG 투자에 대해 정책제언하였다.

본 보고서는 국민연금기금의 ESG 고유 평가지표를 사용하여 기금의 ESG 투자 성과 시현 가능성을 확인하였다는 점에서 의의를 가진다. 향후 본 고에서 제시하는 정책제언을 통해 기금의 책임투자 정책 및 운용전략에 대한 세밀한 검토가 지속적으로 진행되어, 국민을 위한 책임투자 프로세스가 안정적으로 정착되기를 기대한다.

보고서의 질적 향상을 위해 수고를 마다하지 않고 본 고의 면면을 꼼꼼하게 살펴, 연구의 개진을 위해 검토의견을 주신 검토자분들에게 진심으로 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 프로젝트 보고서의 내용은 국민연금공단의 공식 의견이 아니고 연구진 개인의 의견임을 밝혀둔다.

2023년 12월

국민연금공단 이사장 김 태 현
국민연금연구원 원장 권 문 일

목 차 | Contents

요 약	1
I. 서 론	19
II. 글로벌 ESG 금융 동향	25
1. ESG 금융 정책 동향	25
2. ESG 투자 동향	46
III. 글로벌 공적연기금의 책임투자	63
1. 책임투자	63
2. 일본 GPIF	67
3. 미국 CalPERS	77
4. 네덜란드 ABP	85
5. 국민연금기금	97
6. 소결	112
IV. 실증분석	117
1. ESG 평가 선행연구	117
2. ESG 평가 기초 데이터 분석	121
3. 국민연금기금 국내주식 포트폴리오	133
4. ESG와 수익률 횡단면	146
5. 국민연금기금 국내주식 성과분석	163

V. 국민연금기금의 ESG 통합 정책제언	171
1. ESG 통합 프로세스	171
2. ESG 투자 프로세스	177
VI. 결론	185
부 록	193
참고문헌	201

표차례

〈요약 표 1〉 글로벌 연기금의 책임투자 체계 비교	7
〈표 II-1〉 EU의 ESG 금융 정책	29
〈표 II-2〉 영국의 ESG 금융 정책	31
〈표 II-3〉 영국의 녹색금융 정책	32
〈표 II-4〉 US의 ESG 금융 정책	36
〈표 II-5〉 캐나다의 ESG 금융 정책	37
〈표 II-6〉 일본의 ESG 금융 정책	40
〈표 II-7〉 한국의 ESG 금융 정책	43
〈표 II-8〉 책임투자의 접근방식 정의	48
〈표 II-9〉 글로벌 지속가능 투자자산	49
〈표 II-10〉 국내 ESG채권 연도별 누적 발행기관수와 종목수	60
〈표 III-1〉 UNPRI 책임투자 방법	66
〈표 III-2〉 GPIF 투자 원칙	68
〈표 III-3〉 GPIF 위탁운용사 선정의 ESG 적용 심사기준	73
〈표 III-4〉 GPIF의 ESG 투자 규모	74
〈표 III-5〉 GPIF의 ESG 지수 선정 실무 지침	76
〈표 III-6〉 CalPERS 소버린채권의 질적지표	84
〈표 III-7〉 ABP 기후 정책 2022-2030 개요	86
〈표 III-8〉 APG 투자배제 기업·국가 기준	89
〈표 III-9〉 ABP의 SFDR 중 지속가능성 지표 및 결과보고	91
〈표 III-10〉 ABP의 SDGs 투자 규모	92
〈표 III-11〉 ABP의 ESG 채권 투자 규모	93
〈표 III-12〉 국민연금기금의 책임투자 논의 연혁	99
〈표 III-13〉 국민연금기금 책임투자 전략 체계	105
〈표 III-14〉 국민연금기금의 연도별 책임투자 규모	106

〈표 Ⅲ-15〉 국민연금기금의 위탁운용사 선정 기준과 평가	107
〈표 Ⅲ-16〉 국민연금기금의 ESG 평가지표	110
〈표 Ⅲ-17〉 글로벌 연기금의 책임투자 체계 비교	116
〈표 Ⅳ-1〉 표본의 구성	121
〈표 Ⅳ-2〉 ESG 등급별 시가총액 기준 비중 추이	124
〈표 Ⅳ-3〉 ESG 종합 등급별-산업별 표본 비율(N=9,917)	125
〈표 Ⅳ-4〉 ESG 평가 등급별 ESG 평가 점수의 기술통계량	127
〈표 Ⅳ-5〉 ESG 점수 간 상관분석	129
〈표 Ⅳ-6〉 ESG 종합 등급별	130
〈표 Ⅳ-7〉 ESG 종합 등급별 기업특성	131
〈표 Ⅳ-8〉 ESG 요인 등급별 기업특성	132
〈표 Ⅳ-9〉 ESG 등급별 분포	136
〈표 Ⅳ-10〉 ESG 점수	139
〈표 Ⅳ-11〉 보유비중별 ESG 점수	144
〈표 Ⅳ-12〉 벤치마크 대비 보유비중별 ESG 점수	145
〈표 Ⅳ-13〉 ESG 등급과 주식특성	148
〈표 Ⅳ-14〉 ESG 점수와 주식특성	149
〈표 Ⅳ-15〉 수익률 횡단면 회귀분석	151
〈표 Ⅳ-16〉 ESG 포트폴리오 초과수익률	154
〈표 Ⅳ-17〉 ESG 요인 구성	156
〈표 Ⅳ-18〉 요인 요약통계량	158
〈표 Ⅳ-19〉 요인 회귀분석	161
〈표 Ⅳ-20〉 국민연금기금 국내주식 초과수익률	164
〈표 Ⅳ-21〉 국민연금기금 국내주식 절대성과 분석	166
〈표 Ⅳ-22〉 국민연금기금 국내주식 벤치마크 대비 초과성과 분석	169
〈표 Ⅴ-1〉 국민연금기금의 ESG 통합 전략 개선방안	183

그림차례

[그림 Ⅰ-1] 국가 지속가능발전목표 K-SDGs	20
[그림 Ⅰ-2] 대한민국 정부 ESG 인프라 고도화 방안의 ESG 생태계	21
[그림 Ⅱ-1] 미국 내 반(反)ESG 법안 발의 현황	34
[그림 Ⅱ-2] 미국 지속가능 투자자산 규모(1995-2022)	51
[그림 Ⅱ-3] '22년 국가별 지속가능 투자자산 및 책임투자 전략 비율	53
[그림 Ⅱ-4] 글로벌 ESG 금융부채 추이	55
[그림 Ⅱ-5] 글로벌 ESG 채권 추이	56
[그림 Ⅱ-6] 주요국의 ESG채권 추이	58
[그림 Ⅱ-7] 국내 ESG채권 발행잔액 규모	60
[그림 Ⅲ-1] 지속가능발전목표(UN-SDGs)	64
[그림 Ⅲ-2] SDG 투자 범위	65
[그림 Ⅲ-3] GPIF의 책임투자자 SDGs 관계	68
[그림 Ⅲ-4] GPIF의 ESG 실무부서 체계	70
[그림 Ⅲ-5] GPIF의 ESG 지수	71
[그림 Ⅲ-6] CalPERS의 관여 활동 실행 프로세스	80
[그림 Ⅲ-7] CalPERS의 통합전략 체계도	80
[그림 Ⅲ-8] APG의 책임투자 지배구조	87
[그림 Ⅲ-9] APG의 ESG 범주화 프로세스	94
[그림 Ⅲ-10] APG의 ESG 평가 반영 투자의사결정 매커니즘	96
[그림 Ⅲ-11] 국민연금기금의 책임투자 관련 의사결정체계 및 조직	103
[그림 Ⅲ-12] ESG 평가 및 직접운용 ESG 통합 프로세스	108
[그림 Ⅳ-1] ESG 등급별 백분위 추이	123
[그림 Ⅳ-2] 연도별 ESG 점수	140
[그림 Ⅳ-3] 요인 누적수익률 추이	159

[그림 V-1] 상장주식의 ESG 통합 프로세스	172
[그림 V-2] 자산소유자의 투자운용사 모니터링 프로세스	176
[그림 V-3] 3단계 투자 프로세스의 개별 ESG 투자 운용 전략	178
[그림 V-4] ESG 지수 구성 프로세스	181
[그림 V-5] 국민연금기금의 ESG 통합 전략 프로세스	184

요 약

I. 서 론

□ 연구의 배경 및 필요성

- 국제사회에서 지속가능한 미래 실현을 위한 ESG 생태계(ESG Ecosystem) 구축이 진행 중
 - UN총회(2015)에서 ‘지속가능발전목표(Sustainable Development Goals)’ 의제가 결의되었으며 세계 각국은 정책 수립 및 구체적 실천을 노력 중
- 2000년대 초부터 ESG가 지속가능한 미래를 약속하는 글로벌 자본 시장의 핵심 요인으로 자리매김하면서, 거대 공적연기금과 같은 기관 투자자의 역할 부상
- 그러나 COVID-19, 러시아-우크라이나 전쟁 등 세계 경제의 불확실성 증대와 더불어 ESG 투자에 대한 실효성에 의문 제기
- 국민연금기금의 책임투자는 2006년 책임투자 위탁편드를 개시하여 현재 전 자산군(국공채 및 대체자산 제외)에 걸쳐 ESG를 기금운용에 고려하고 있음
- 국민연금기금은 ESG 투자를 위한 고유의 ESG 평가체계를 보유하고 있으며, ESG 통합전략을 적용 중
- 그간 국민연금은 책임투자를 위해 원칙 수립 및 이행, 이에 대한 점검 및 대안마련 등에도 불구하고 여전히 일부 이해관계자들이 그 실효성에 의문을 제기 중
- 따라서 기금의 책임투자 목적 및 ESG 평가가 장기 기금운용 수익률 제고에 기여할 수 있다는 분석이 요구되는 상황

2 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

○ 목적

- 본 연구는 글로벌 ESG 동향을 파악하고 기금의 '국내주식 포트폴리오' 특성을 확인함으로써, ESG 평가를 고려한 투자가 기금의 장기수익률 제고에 기여할 수 있는 근거와 개선방안 마련
- 나아가 향후 국민연금기금의 ESG 투자 운용전략을 위한 정책제언 마련

II. 글로벌 ESG 금융 동향

□ ESG 금융 정책 동향

○ EU

- ESG 관련 분류체계(Taxonomy), 공시표준(ESRS), 기업 및 투자자공시(CSRD, SFDR), 글로벌 공급망 실사법(CSDDD), 녹색채권기준(EUGBS) 등을 통해 실효적 법적 체계 마련

○ 영국

- 녹색투자와 관련한 자금조달을 위해 영국 고유의 'UK SDS' 제정 계획 중
- 2050년 넷제로 달성을 위해 1) 녹색금융 시스템을 구축, 2) 친환경 자금조달, 3) 정부 녹색금융 플랫폼을 구축 계획
- 2022년, 'ESG 데이터 및 평가기관의 행동규범' 계획 발표

○ 미국

- 최근 저성장-고물가 장기화에 따른 'Anti-ESG' 법안 발의
- ESG 경영에 따른 성과 부진, 화석연료 산업 보호 목적, 정치적 대립 등이 혼재
- 증권거래위원회(SEC), 노동부 등 정부부처는 환경요인 등을 고려한 지속가능관련 법안과 제도를 지속적으로 정비

○ 캐나다

- 유럽 및 미국과 유사한 ESG 정책 적용·마련

- 2020년 임원의 다양성 보고 요구, 2022년 ESG 보고 공시와 투자펀드 상품의 ESG 공시 지침 마련
- 2023년 인권침해 관련 사항 보고 및 녹색조달 정책 수립
- 2023년 녹색금융 투자를 위한 캐나다 분류체계 로드맵 발표

○ 일본

- 2017년 「녹색채권 지침」, 2022년 「녹색채권 가이드라인 및 지속가능연계채권 가이드라인」, 「녹색대출 및 지속가능연계대출 가이드라인」을 마련

○ 한국

- 한국지속가능성기준위원회 'IFRS 지속가능성 공시기준' 준비 중
- 2020년 「녹색채권가이드라인」, 「한국형 녹색분류체계 가이드라인」을 통해 국내 녹색채권 발행기준 마련
- 2021년 한국거래소의 「ESG 정보공개 가이드」 마련, 「지속가능보고서」 공시 의무화 계획 발표
- 2023년 「ESG 평가기관 가이드」를 통해 ESG 평가시장의 투명성 및 신뢰성 제고

□ ESG 투자 동향

○ 글로벌 지속가능 투자자산 규모

- 그 규모 및 성장률은 2020년까지 증가해왔으나 2022년을 기준으로 30조 3,210억 달러로 2020년의 35조 3,010억 달러에 비해 감소
- COVID-19 이후 저성장-고인플레이션이 장기화, 러시아-우크라이나 전쟁에 기인한 에너지 수급 불안 등 현재는 지속가능 금융시장의 과도기 상태

○ 글로벌 ESG 채권 현황

- 상대적으로 ESG 채권은 그 발전의 동향이 가시적(인증제도 확립)이며 발행수준도 높은 편

4 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

○ 한국 ESG 채권 현황

- 우리나라는 2018년부터 발행되어 2023년 3분기말 기준 국내 ESG 채권의 발행잔액(유통 종목수)은 236.1조 원(1,972종목)
- 금융위원회와 환경부는 2023년 ESG 채권 관리에 대한 감시체계를 확립하기 위한 인증제도 보완 중

III. 글로벌 공적연기금의 책임투자

□ 일본 GPIF

○ 책임투자 정책

- 기업과 자본시장의 '지속가능성장'이 장기투자수익을 높이는 데 필수이며 이를 위해 ESG 요소를 통합하여 투자해야 함을 명시

○ 책임투자 체계

- 최고 의사결정기구인 경영위원회에서 ESG와 관련한 의제를 논의하고 감독하며 각 실무부서가 공조
- 주식부문 전체를 위탁운용하며 'ESG 지수'를 기반으로 운용
- ESG 지수 선정방식, ESG 추종 운영에 대한 결과, 기후변화 위험 영향 등의 결과 공시

○ ESG 투자규모는 2023년 3월말 기준 약 12.5조엔으로 전체 적립액 중 6.3%를 차지

○ GPIF가 채택한 ESG 지수를 선정하는 지수회사 및 ESG 평가회사에 대한 관여정책과 더불어 ESG 평가 및 지수 방법론 개선

□ 미국 CalPERS

○ 「투자신념」과 「지배구조와 지속가능성 원칙」, UNPRI · 책임투자 원칙 6가지에 기반하여 ESG 통합전략을 명문화

- 투자배제보다는 투자회사의 전략과 지배구조에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 주주 관여를 선호
- 지속가능투자 프로그램(Sustainable Investments Program)을 마련하여 ‘중앙집중식 리더십 체계’ 구성
 - 명문화된 투자배제 기준을 공개하고 있지 않으나 일부 법적제재 사항에 대해서 투자제한 전략 적용
 - 책임투자 보고서는 발간하지 않으나 투자위원회 안전 공개 및 CalPERS News 등 다양한 채널을 통해 알리고 있음
- ESG 평가
 - 위탁운용사 선정/모니터링 시 ESG 관여 노력과 책임투자 보고서 및 CalPERS 투자제한 전략 동행 여부, CalPERS 대리 의결권 행사 등을 검토
 - 신용분석 외에 ESG 분석 자료를 반영하여 수익률 및 신용 스프레드 측면에서 위험 수준 평가

□ 네덜란드 ABP

- 「지속가능한 세상에서 지속가능한 연금을 보장」하는 것을 목표로 「투자 신념」을 수립
 - 2007년부터 책임투자의 일환으로 기후정책을 수립
- 실무단위의 책임투자팀과 책임자로 구성된 ‘ESG 통합 위원회’를 통해 ESG 정책 시행과 관련된 문제 논의
- APG는 2015년부터 ESG 통합전략을 적용. 주식 및 채권, 부동산 투자부문에 ESG 통합 전략을 구사
 - 유럽 SFDR을 적극적으로 수용하여 책임투자를 공시함

6 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

- 2015년 290억 유로에서 2023년 6월말 기준으로 915억 유로로 기금의 약 19.34%(목표 20%)를 SDGs에 투자
 - 글로벌 ESG 채권 발행이 2020년 이후 감소함에도 ABP의 ESG 채권 투자규모(종목수)는 지속적으로 증가 추세
- ESG 평가
 - APG 맞춤형 책임투자 지수 보유
 - ESG 통합정책을 실행하기 위한 APG 고유의 'ESG 범주화(classification)' 평가체계 보유
 - ESG 성과를 동종 기업과 비교(상대평가)하고, 규범적 측면(UN 글로벌 콤팩트 및 OECD 가이드라인)의 절대평가도 실시

□ 국민연금기금

- 국민연금법 제102조 제4항과 기금운용지침 제4조 제5항의 지속 가능성 원칙으로 책임투자 추진 근거 마련
- 기금운용위원회(최고 의사결정기구), 수탁자책임 전문위원회(주요 사항 검토·결정), 기금운용본부 수탁자책임실(책임투자 이행)로 책임투자 체계 구성
- 2022년 말, 책임투자를 고려하는 자산군의 운용규모는 약 384.1조 원(전체 43.1%). 이 중 ESG 평가를 적용하는 자산군은 국내주식·채권(회사채 등)으로 99.7조 원(전체 11.2%)
- 기금의 특성이 반영된 고유의 ESG 평가체계 마련하여 연 2회 ESG 평가를 실시
 - 하위등급(C, D) 종목은 ESG 세부내역 확인 및 ESG 보고서 첨부로 모니터링 지속
 - 2021년 평가지표 구성 및 산정방식 개정

〈요약 표 1〉 글로벌 연기금의 책임투자 체계 비교

	일본 GPIF	미국 CalPERS
기금규모	'23.9월 223.9조 엔 (한화 2,020조 원)	'23.9월 4,650억 달러 (한화 625조 원)
책임투자 전략	(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정 평가에 반영	(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정평가에 반영 (투자제한 전략) - 대상 : 이란·수단 무기 관련/석탄화력 기업
ESG 투자 관련 공시	- ESG 지수에 따른 운용 결과 - 주식 포트폴리오의 ESG 평가 점수 (FTSE, MSCI)	- 미공시
ESG 투자 규모	(책임투자 규모) - 전체 자산군 : '23.3월 200조 엔 (ESG 투자 규모) - ESG 지수 추종 투자 : 약 12.5조 엔(전체 6.25%) - 녹색채권 투자 : 약 1.9조 엔(전체 0.95%)	- 미공시
ESG 평가	- ESG 지수	- 외부 평가자료(MSCI 등) 이용 - 소버린채권의 경우 내부평가
ESG 모니터링	- ESG 평가 및 지수선정 회사에 관여 정책 이행	- 외부 평가자료(MSCI 등) 이용하여 투자 반영 - 위탁운용사의 ESG 활동 모니터링
ESG 평가체계 개선	- ESG 지수에 따른 운용 결과를 지속적으로 검증 - ESG 흐름 반영하여 지수 개선	- (실물자산) ESG 평가 설문 지속 개선

8 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

	네덜란드 ABP	국민연금기금
기금규모	'23.6월 4,730억 유로 (한화 672조 원)	'23.8월 997.4조 원
책임투자 전략	(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 (투자제한 전략) - 대상 : 국제기준 위반/ 집속탄 및 대인지뢰/ 핵무기/ 담배생산 (테마투자) SDGs 투자	(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군(국채 등 제외) - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정평 가에 가점 요소로 반영 (투자제한 전략) - 대상 : 석탄채굴·발전산업 대상으로 준비 중
ESG 투자 관련 공시	- SFDR에 따른 ESG 투자 목표 및 결과	- ESG 평가 결과의 등급별 분포
ESG 투자 규모	(ESG 투자 규모) - SDGs 투자 : 약 915억 유로(전체 19.34%) - 녹색채권 투자 : 약 1.9조 엔 : 약 130억 유로(전체 2.7%)	(책임투자 규모) - 전체 자산군(국채 등 제외) : '22년말 384.1조 원 (전체 43.1%) (ESG 투자 규모) - 국내주식·채권 직접운용 : 99.7조 원(전체 11.2%) - 위탁 ESG 지수 추종 : '21년말 약 8조원(전체 0.8%)
ESG 평가	- 자체 ESG 평가 방법론 보유 : ESG 선도 및 후발기업의 범주 구분 - ESG 지수	- 자체 ESG 평가 방법론 보유 : ESG 점수 및 등급 산정 - ESG 지수
ESG 모니터링	- 후발(Laggards)기업에 관여 정책 실시, 개선이 없는 경우 투자 배 제 및 철회	- 하위등급(C, D) 종목은 ESG 세부 내역 확인 및 ESG 보고서 첨부로 모니터링을 지속 - 환경 및 산업안전 위험관리가 필 요한 사안(ESG 평가지표 고려)에 대해 주주활동 수행
ESG 평가체계 개선	- 타 평가기관의 점수와 비교하여 정기적인 점검을 수행 - ESG 지표 및 데이터를 지속적으로 검토하고, 투자팀의 피드백을 통해 ESG 평가체계 개선	- '21년 평가지표 구성 및 산정방식 개정 - 내·외부 여건 등 고려하여 ESG 평가지표 등 평가체계를 지속적으 로 개선·보완

IV. 국민연금기금 ESG 포트폴리오 실증분석

1. ESG 평가 선행연구

- 다수의 선행연구에서 ESG 평가자 간 결과 차이의 원인분석을 통해 관련 논란에 합의점을 찾은 양상(UNPRI, 2023)
 - 평가기관 간 상관성이 높은 ESG 평가보다 단일 평가기관의 일관되고 지속적인 투자성과 검토가 더욱 중요
- 그간 기금의 ESG 투자에 대해 지속적으로 관련 내부 선행연구가 진행되었으나, 기금 내부평가자료 이용의 제약으로 제한적으로 진행됨 (외부 평가기관의 ESG 자료 이용)
- 반면 본 연구는 국민연금기금의 내부 ESG 평가자료를 이용하여 기금의 ESG 투자 실효성을 고찰하고 장기 수익성 제고 효과 시현을 위한 근거자료 마련 가능
- 또한, 글로벌 ESG 관련 정책 기조와 ESG 투자 동향 간의 유기적 관련성의 고찰을 통해 현상(現狀)을 진단하고, 실증분석 결과를 바탕으로 국민연금기금의 보다 실효적인 ESG 투자 전략의 수립을 위한 정책제언을 하고자 함

2. ESG 평가 기초 데이터 분석

□ 표본의 구성

- 본 연구는 국민연금기금의 ESG 평가 등급 및 점수를 이용하여 국내 주식의 ESG 운용전략의 실증분석을 실시함
- 분석기간 및 분석대상
 - 분석기간: 2016년-2018년(연 1회), 2019년-2022년(연 2회)
 - 분석대상: 연도별 국내 상장주식(KOSPI+KOSDAQ150) 및 그 외 5% 이상 지분을 보유한 KOSDAQ 상장기업

10 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

□ ESG 평가 대상 기초통계량

○ ESG 종합 등급별 표본의 구성

- KOSPI 기업의 경우 상위등급 비중이 크고 하위등급이 낮음

○ ESG 종합 등급별 시가총액 비중

- 국민연금기금의 ESG 평가 대상 기업이 국내 주식시장의 90% 이상을 차지하고 있음 (KOSDAQ은 약 50%)

○ ESG 평가 등급별 점수의 기술통계량

- (종합, E 요인) : ESG 점수 평균과 중간값이 유사하게 구성

○ ESG 종합등급과 G/S 요인의 상관계수가 약 0.8로 높게 나타남

○ 등급 내 ESG 종합등급과 ESG 요인의 상관계수는 대부분 유의미한 양(+)의 관계

○ ESG 등급이 우수할수록 시가총액/기업규모/부채비율/ROA/ROE/CFO (MTB/업력/상장연수)이 높(낮)게 나타남

- (E 요인) 업력과 상장연수가 오래될수록 ESG 등급이 높음
- (S/G 요인) 업력과 상장연수가 오래될수록 ESG 등급이 낮음

3. 국민연금기금 국내주식 포트폴리오

□ 개요

○ 국민연금 기금운용본부가 제공한 평가자료를 바탕으로 국내주식 포트폴리오 분석

○ 비교를 위해서 전략적 벤치마크인 KOSPI(전체), 전술적 벤치마크인 KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)을 동시에 분석

□ ESG 등급별 분포

- (직접운용) 액티브와 패시브 유형 모두 전술적 벤치마크보다 ESG 등급이 높은 종목의 비중을 높게 가져가고 있음
- (위탁운용) 역시 전술적 벤치마크보다 ESG 등급이 높은 종목의 비중을 높게 가져가고 있음

□ ESG 점수

- 직접운용의 패시브와 액티브 유형 모두 전술적 벤치마크보다 ESG 점수가 높았음
 - 위탁운용 또한 전술적 벤치마크보다 ESG 점수가 높았으며 이러한 경향은 일시적이 아니라 '16년부터 지속적으로 발생하고 있었음

□ 보유비중별 ESG 점수

- 보유비중(20/40/60/80 백분위수)을 토대로 구성한 포트폴리오의 ESG 점수를 분석
 - 직접과 위탁운용 모두 보유비중이 증가할수록 ESG 점수가 증가하는 경향
 - 다만, 이는 벤치마크의 영향으로 높은 ESG 평가등급을 받은 대형주의 비중이 높아 나타나는 현상인지, 또는 매니저의 투자의사결정에 의해 나타나는 현상인지 구분하기 어렵다는 한계
- 벤치마크의 영향을 제거하기 위해 국내주식 포트폴리오와 벤치마크의 보유비중 차이를 기준으로 구성한 포트폴리오의 ESG 점수를 분석
 - 직접과 위탁운용 모두 벤치마크 대비 상대적으로 ESG 점수가 높은 종목을 과다 보유, ESG 점수가 낮은 종목을 과소 보유하는 것을 확인

4. ESG와 수익률 횡단면

- ESG 등급에 따른 주식특성을 파악하고 ESG 점수를 활용한 수익률 횡단면의 예측 가능성을 분석

12 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

- ESG 등급을 토대로 구성한 포트폴리오의 주식특성을 분석
 - ESG 등급이 높을수록 회전율, (고유)변동성, (고유)왜도, 최대수익률은 감소하는 반면, 유동성과 최소수익률은 증가하는 관계가 존재하는 것을 확인
- 변수 상호 간의 영향이 통제되어도 ESG 등급과 주식특성 간의 관계가 여전히 유의한지를 확인하기 위해 회귀모형을 추정한 결과,
 - ESG 등급과 최대수익률 간의 음(-)의 관계는 양(+)의 관계로 전환됐지만, 이를 제외한 다른 변수와 ESG 점수 간의 관계는 앞선 분석과 동일하게 나타남

□ 수익률 횡단면 회귀분석

- ESG 점수를 활용해 개별주식의 수익률을 예측할 수 있는가를 분석한 결과,
 - ESG 점수가 높을수록 수익률이 높아지는 양(+)의 관계가 존재하지만, 이는 E(환경)와 S(사회) 점수에 국한된 결과인 것으로 확인

□ ESG 포트폴리오 분석

- ESG 점수(30/70 백분위수)를 토대로 포트폴리오를 구성해 분석한 결과,
 - ESG 종합점수가 높은 종목을 매입하고 낮은 종목을 매도하는 롱-숏 전략에 대한 성과의 통계적 유의성 확인

□ ESG 자산가격결정 요인

- 시가총액과 ESG 점수를 기준으로 구성한 포트폴리오를 토대로 ESG 요인을 구성
 - ESG 요인은 시장의 하락기에는 적게 떨어지는 반면, 상승기에는 비슷한 수준으로 상승하는 것으로 나타나 ESG가 하방위험 관리에 장점이 있을 수 있음을 확인함

- ESG 요인은 시장, 규모, 가치, 모멘텀 요인으로 설명되지 않지만, 시장, 규모, 가치, 모멘텀 요인은 다른 요인에 의해 완벽하게 설명됨을 확인

5. 국민연금기금 국내주식 성과평가

□ 개요

- ESG가 국민연금기금 국내주식 성과에 미친 영향을 분석하기 위해 요인 모형을 활용해 국내주식의 절대성과와 벤치마크 대비 초과성과를 분석함
- 절대성과를 분석한 결과,
 - 직접과 위탁 모두 양(+)의 프리미엄을 가지고 있는 ESG에 양(+)의 익스포저를 가지고 있어 절대성과에 긍정적인 기여 확인
 - 위탁 대비 직접운용이 ESG에 더 높은 익스포저를 가지는 것으로 나타남
- 초과성과를 분석한 결과,
 - 직접과 위탁 모두 양(+)의 프리미엄을 가지고 있는 ESG에 양(+)의 익스포저를 가지고 있어 초과성과에 긍정적인 기여 확인
 - 절대성과와 달리 위탁보다 직접운용이 ESG에 더 높은 익스포저를 가지고 있지 않았지만, 직접운용의 패시브보다 액티브 유형이 ESG에 더 높은 익스포저 보유

V. 국민연금기금의 ESG 통합 정책제언

□ ESG 통합 프로세스

- ESG 통합 전략은 위험 관리 향상 및 수익 개선을 위해 투자 분석 및 의사결정에 ESG 요소를 포함시키는 프로세스로 정의
- UNPRI의 5단계 (상장)주식 ESG 통합 프로세스
 - 1) 책임투자 정책과 신념 수립

14 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

- 2) 책임투자 이행을 위한 조직
- 3) ESG 투자 프로세스 적용
- 4) 수탁자책임 이행
- 5) 포트폴리오 모니터링 및 보고

○ Module I: 책임투자 정책과 신념 수립

- ① 정책의 목적, ② 구체적 목표와 대상, ③ 실행계획, ④ 정책과 신념의 정기 검토
- 현재 기금은 구체적 ESG 투자의 목표와 대상, 이를 위한 실행 계획 수립에 미흡
- 2024년 이후의 책임투자 활성화 로드맵 미수립 상태
- 따라서 지속적으로 책임투자 이행 목표와 이를 위한 계획의 로드맵을 주기적으로 수립·조정해 나갈 필요

○ Module II: 책임투자 이행을 위한 조직 구성

- ① 역할과 책임, ② 교육 훈련 및 자원, ③ 보수
- 현재 기금은 국민연금기금운용위원회, 이를 보좌하는 수탁자책임전문 위원회로 의사결정기구를 마련
- 수탁자책임실을 통한 책임투자 전략수립 및 정책 등의 역할과 책임을 이행하고 있으나, 투자부서는 책임투자와 관련한 R&R이 상대적으로 불명확
- 향후 ESG 투자에 대한 세부운용 관점의 구체적 전략이 수립되어 기금운용역에게 지속적인 교육 훈련 및 ESG 정보의 제공과 ESG 투자에 따른 성과 보수 정책 등도 마련될 필요

○ Module V: 포트폴리오 모니터링 및 보고

- 모니터링: ① ESG와 재무위험 사이의 관련성, ② 수익 및 위험에 대한 효과 검증
- 보고: ① 재무적 및 비재무적 성과, ② 수익/위험에 대한 공헌도
- 현재 ESG 통합 전략이 직접적으로 영향을 미치는 것은 ESG 하위등급

D에 대한 초과편입을 금지 방식이 유일

- 따라서 ESG 세부운용 전략 마련을 통해 책임투자에 대한 명확한 성과(수익 및 위험 관리 등) 공시가 가능해 질 것으로 예상

○ ESG 평가체계 개선

- 현재 직접운용 대비 위탁운용은 상대적으로 모니터링 프로세스가 미흡
- 따라서 직접 및 위탁운용에 ESG 투자 전략이 고도화될 시점에 대비하여 ESG 평가체계 개선 작업 프로세스가 선제적으로 준비될 필요
- (1단계) 국민연금기금 내부 실무부서의 개선작업
- (2단계) 기관 내부에 있으나 수행부서 외 부서의 검증 및 개선
- (3단계) 기관 외부에 있는 제3자를 통한 검증 및 평가
- (프로세스 주기) 1단계 수시 개선. 2단계 2~3년 주기, 3단계 5년 주기로 진행될 필요

□ Module III: ESG 투자 프로세스

○ ① 액티브 펀더멘탈 전략, ② 액티브 퀀트 전략, ③ 패시브 인덱스 전략

○ ‘액티브 펀더멘탈 전략’은 경제, 산업부문, 기업별 펀더멘탈을 정성과 정량 데이터를 이용하여 분석하고, 예측 및 평가하여 포트폴리오 구축에 활용하는 전략

- 현재는 기금의 ESG 평가자료가 단순 ‘정보’로만 전달되는 상황
- 향후에는 역(易)으로 개별 운용역이 관리 포트폴리오에서 발생한 ESG 이슈 내용을 ‘ESG 시스템’에 등록이 가능토록 개선필요
- 수탁자책임실과 주식운용실의 정기적 대화를 통해 ESG 평가체계의 지속적 개선
- 신속한 투자판단을 위해 벤치마크 대비 ESG 성과를 추적할 수 있도록 하는 기술적 도구 마련 필요

16 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

- ‘액티브 퀀트 전략’은 개별 포트폴리오 간 계량모형을 기반으로 컴퓨터 알고리즘을 통해 포트폴리오를 구축하는 전략
 - 최근 인공지능(AI)의 발달로 계량화된 ESG 자료를 이용한 퀀트 투자 시장 발전 중
 - 운용 효율성 제고를 위해 책임투자형 퀀트 투자는 위탁 운용 부문에서 구체화(종목구성, 평가기준) 등 위탁사 전달과 반영 필요
- ‘패시브 인덱스 전략’은 특정 지수를 추종하여 지수 구성비에 따라 포트폴리오를 복제하는 전략
 - 현재 위탁에서 책임투자형 지수 전략을 구사하고 있으나 직접에서는 적용하고 있지 않은 상황을 개선할 필요
 - 단, 직접운용의 ESG 지수에는 기금 고유의 책임투자 기조가 반영되어야 함

VI. 결론

〈국민연금기금의 ESG 통합 전략 개선방안〉

Panel A: ESG 통합 프로세스 개선방안

구분	개선방안
책임투자 정책	- 주기적인 책임투자 목표 설정과 로드맵 수립
책임투자 조직	- 직접운용역에 대한 책임투자 역할과 책임 부여 - ESG 투자 세부운용에 따른 성과보상 체계 마련
ESG투자 프로세스	- ESG 투자 세부운용 전략 수립(Panel B)
모니터링 및 보고	- (모니터링) ESG 투자의 세부운용전략별 효과 검증 (백테스트/시나리오 분석) - (보고) ESG 투자에대한 성과 보고(액티브: BM 초과 성과, 패시브: 인덱스추종 성과)
ESG 평가체계 개선	- (직접) ESG투자 전략관련 평가체계 개선 - (위탁) 국민연금기금의 정책이 반영된 위탁사의 ESG투자운용 체계 개선 - (개선 프로세스) : 1단계 ESG 평가체계 관련 결과 확인 및 검증 : 2단계 ESG 수행부서의 평가체계 수시 개선 : 3단계 수행부서 외 제3자의 검토 및 피드백

Panel B: ESG 투자 프로세스 개선방안

구분	개선방안
ESG 투자 프로세스	액티브 펀더멘탈 - 직접운용역의 ESG 이슈 등록 - 수탁자책임실과 주식운용실의 정기 대화 - 'ESG 시스템' 내 BM 대비 성과 정보 제공
	액티브 쿼트 - 위탁운용에 책임투자형 액티브 쿼트 종목 개설 - 위탁운용사에 국민연금기금의 ESG 투자철학 제공 - 위탁운용사에 ESG 평가 기준 제공
	패시브 인덱스 - 직접운용부문에 ESG 지수 추종 전략 종목 개설 - ESG 평가자료를 이용한 ESG 지수 개발 : 위탁사 책임투자지수 기반 투자비중의 재설계 : ESG 평가자료 기반 백테스팅 후 지수 개발 - ESG 지수 개발 후 정기 조정 및 점검

I. 서론

2015년 제70차 UN총회에서 ‘지속가능발전목표(Sustainable Development Goals, 이하 SDGs)’ 의제가 결의됨에 따라, 이에 2030년까지 17개 SDGs를 달성하기 위하여 세계 각국은 정책 수립 및 구체적인 실천으로 노력하고 있다.¹⁾ 이와 더불어 SDGs를 달성하기 위한 수단으로 기업의 비재무적 요소인 ESG (Environmental, Social, Governance, 이하 ESG)가 중요한 화두로 떠오름에 따라 현재는 글로벌 경제에 ESG가 한 축을 자리하고 있다.

환경(Environmental) 고려 사항에는 기후변화 완화 및 적응뿐만 아니라 생물 다양성 보존, 오염 방지 및 순환경제와 같은 보다 광범위한 내용이 포함될 수 있고, 사회적(Social) 고려 사항에는 불평등, 포용성, 노사 관계, 사람과 기술, 지역 사회에 대한 투자, 인권 문제 등이 포함될 수 있다. 경영구조, 직원 관계, 임원 보수를 포함한 공공 및 민간 기관의 지배구조(Governance)는 의사결정 과정에 사회적, 환경적 고려 사항을 포함시키는 데 있어 근본적인 역할을 한다. 이에 국제사회는 지속가능한 미래를 중요한 주제로 논의하면서 SDGs 달성을 위한 수단으로 ESG 환경을 조성하기 위해 이를 실현하기 위한 요소인 ESG 생태계(ESG Ecosystem) 구축을 실천 중이다.

1) 우리나라도 「지속가능발전 기본법」에 따라 ‘국가 지속가능발전위원회’를 중심으로 지속가능발전목표를 수립하고 동참 중이다. 자세한 사항은 지속가능발전포털 홈페이지 참조.
<https://www.ncsd.go.kr/>

[그림 1-1] 국가 지속가능발전목표 K-SDGs



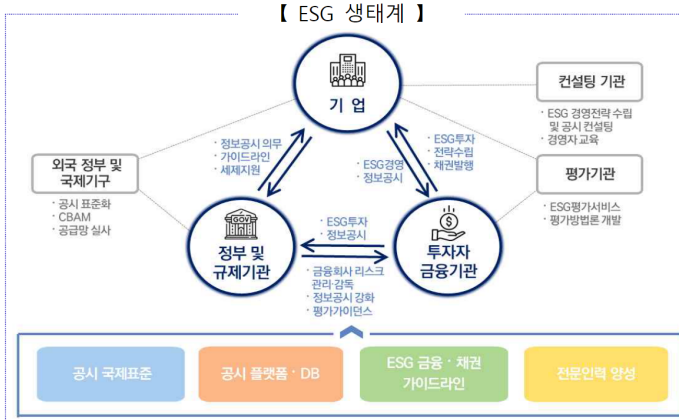
출처) 지속가능발전포털 | 국가지속가능발전목표(K-SDGs) (ncsd.go.kr)

SDGs 노력의 예시로써 최근, 2023년 5월 G7 정상회담에서는 정부 차원에서 에너지 부문의 이행을 위한 해상풍력 150GW 증가, 태양광 1TW 증가를 포함하여 재생에너지 도입 확대나 비용 절감에 공헌해야 함이 합의되었다.²⁾ 특히, 전력부문에서 2035년까지 탈탄소화를 달성하기 위해 국내 배출 삭감 대책이 수립되지 않은 석탄화력 발전을 폐지하도록 하고, 2025년까지 비효율적인 화석연료 보조금 폐지를 합의하였다. 이에 UNPRI 등 국제기구 및 글로벌 이니셔티브는 에너지 사업에 대해 재생에너지 관련 R&D 투자 촉진 정책 마련과 석탄화력발전 폐지에 대한 이행계획 등의 요구를 하고 있다.

우리 정부도 「지속가능발전 기본법」에 따라 K-SDGs를 수립하고, ESG 생태계 시현을 위해 정부부처 합동으로 2022년 12월 「ESG 인프라 고도화 방안」을 발표하였다. 정부는 ESG 생태계 조성을 가속화하기 위해 정부/기업/투자자(금융기관)을 둘러싼 ESG 경영 및 투자환경을 지원 중이다.

2) 재생에너지 사업을 위한 차세대 태양전지, 부체식 해상풍력 등 차세대 기술의 개발 및 사업 환경 정비, 이에 대한 안전하고 지속가능한 공급망 구축 등. 출처: G7 Hiroshima Summit G7札幌 気候・エネルギー・環境大臣会合(G7 삿포로 기후·에너지·환경 장관회의), 「G7札幌 気候・エネルギー・環境大臣会合 結果概要」, (최종확인: 2023.10.31.).

[그림 1-2] 대한민국 정부 ESG 인프라 고도화 방안의 ESG 생태계



주 1) 출처: 정부 관계부처 합동, (2022. 12. 27.)「기업 경쟁력 제고와 지속가능 경제구축을 위한 ESG 인프라 고도화 방안」

「ESG 인프라 고도화 방안」의 과제 중에는 국민연금기금이 수행해야 할 노력도 포함되어 있다. 국민연금기금은 1) ESG 통합전략(ESG 요소 고려해 투자결정) 적용 자산군 확대(국내 → 해외 주식·채권)와 2) 탈석탄 투자 선언 이행을 위한 ‘석탄채굴 발전산업 투자제한 전략 마련 추진’을 과업으로 삼고, 2022년 말에 해외자산군까지 ESG를 고려하는 자산군을 확대하여 과제를 이행 중이다.

2000년대 초반부터 ESG가 지속가능한 미래를 약속하는 글로벌 자본시장의 핵심 요인으로 자리매김하면서, 거대 공적연기금과 같은 기관투자자의 역할이 중요하게 논의되고 있다. 글로벌 금융기관은 ESG를 장기수익률 제고를 위한 위험관리(risk management)와 새로운 시장(예: 신재생에너지 산업 등)으로 진출할 기회(opportunity)로 판단하고, 좌초자산(stranded assets)의 식별과 새로운 ESG 투자처 발굴에 주력하고 있다.

반면, 최근 2022년 세계 경제의 불확실성 증대와 더불어 자본시장의 일부 이해관계자들은 전통적 투자전략 대비 단기 기금운용 수익률 제고가 어려운

ESG 투자에 대한 실효성에 의문을 제기 중이다. 2020년 COVID-19와 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 촉발된 공급망 및 에너지 수급 정책의 변화 등으로 글로벌 경기침체가 장기화되면서, 기금운용 성과도 직·간접적으로 영향을 받고 있다. 이에 현재까지의 국내외 ESG 투자 동향을 파악하고 국민연금기금 책임투자의 현황을 전반적으로 점검할 필요성이 증대하고 있는 상황이다.

국민연금기금의 책임투자는 ‘ESG 투자(ESG Incorporation)’와 ‘주주권행사(Active Ownership)’를 통해 이루어지고 있다. 국민연금기금은 2006년 9월 책임투자형 위탁펀드 운용을 시작으로 2017년부터 국내주식 직접운용자산 중 일부(액티브형)에 대해 ESG 통합전략을 적용해 오다가, 2020년 11월 ESG 통합전략을 패시브까지 확대하였다. 2022년 위탁운용까지 그 적용의 범위를 확장하여 2022년말 책임투자를 고려하는 자산군(국내 및 해외 주식·채권)의 운용규모는 약 384.1조원(기금 비중 43%)이다. 이 중 ESG 평가 결과를 투자의사결정에 고려하는 국내주식과 국내채권의 경우, 125.4조 원(직접 62조 원, 위탁 63.4조 원)과 83.3조 원(직접 37.7조 원, 위탁 45.6조 원)의 규모로 운용되고 있다.

국민연금기금은 ESG 투자를 위한 고유의 ESG 평가체계를 보유하고 있으며, ESG 통합전략을 적용 중이다. 기금은 2015년 11월 ESG 평가체계를 구축하고, 지속적으로 ESG 평가체계를 개선·보완하고 있다. ESG 투자 이행을 위해 기금운용본부 수탁자책임실(ESG전략팀)은 ESG 점수와 등급을 산출하여 국내주식·채권 직접운용 부문의 운용역에게 ESG 평가결과를 포함한 ESG 정보를 제공한다. 기금의 운용역은 투자의사결정 시 ESG 정보를 고려(신규 편입 종목 점검시 ESG 평가 등급이 하위 종목인 경우 등)하고 있으며, 특히 ESG 평가등급이 ‘D’인 경우 원칙적으로 기준(Benchmark, 이하 BM) 대비 초과편입을 금지하여 포트폴리오 투자에 반영되고 있다.

그간 국민연금기금은 책임투자를 위해 원칙 수립 및 이행, 이에 대한 점검 및 대안 마련 등 상당한 노력을 기울이고 있음에도 불구하고, 책임투자 적용

및 ESG 평가 결과의 공개 등에 일부 이해관계자들이 의문을 제기하고 있다.³⁾ 따라서 기금의 책임투자 목적 및 ESG 평가가 장기 기금운용 수익률 제고에 기여할 수 있다는 기금 고유의 분석결과가 필요한 상황이다. 책임투자는 정성적(비재무적) 요소를 상당 부분 포함하고 있기 때문에 이행 및 성과를 정량화하기 어려운 측면이 존재한다. 이에 우선적으로 정량화가 상대적으로 용이한 ESG 투자의 노력에 대해 기금의 ESG 평가와 운용 포트폴리오에 대한 특성 분석을 수행함으로써 기금의 책임투자 평가와 장기수익률 제고 효과 시현을 위한 결과를 확인할 필요가 있다.

따라서 본 연구의 목적은 글로벌 ESG 동향을 파악하고 기금의 ‘국내주식 포트폴리오’ 특성을 확인함으로써, 기금의 ESG 평가자료를 이용한 투자자 기금의 장기수익률 제고에 기여할 수 있는 근거와 개선방안을 마련하는 것이다. 나아가 기금의 ESG 평가를 반영한 기금운용 성과 결과를 토대로, 향후 국민연금기금의 ESG 통합전략에서 ESG 평가가 반영된 기금의 ESG 투자 운용전략에 정책제언을 하고자 한다.

본 연구는 다음의 방향성 및 순서로 구성된다. II장에서는 글로벌 ESG 금융 동향을 확인하여 글로벌 ESG 정책 환경 및 ESG 투자 현황을 검토하고, III장에서는 글로벌 공적연기금의 책임투자를 통해 국민연금기금의 책임투자과 ESG 투자 상황을 점검한다. IV장에서는 국민연금기금의 ESG 평가지표를 이용한 국내주식 포트폴리오 실증분석 결과를 제시한다. V장에서 앞서 문헌검토와 실증분석 결과를 토대로 국민연금기금에 적합한 ESG 평가자료를 이용한 ESG 투자에 대해 정책제언하고, 마지막으로 VI장에서는 결론으로 보고서를 마무리한다.

3) 비즈니스포스트, “국민연금의 책임투자 확대, 국회 적극적 역할이 필요하다” (2023.11.24.), 헬스경제, “국민연금공단, 말로만 ESG경영…평가결과 공개 안 해” (2023.10.20.), 뉴시스, “국민연금 ESG 투자, 1년 새 3배 늘어난 사연은” (2023.07.13.), 참여연대, “국민연금 수탁자책임 이대로 괜찮은가” (2023.05.31.), 이투데이, “국민연금, ESG 환경 정보 입수를 낮아…투자판단 왜곡 우려” (2022.10.11.)

II. 글로벌 ESG 금융 동향

1. ESG 금융 정책 동향

글로벌 및 국가 공공정책은 기관투자자가 지속가능한 수익 및 가치를 창출하는 데 필수불가결한 요소이다. 이는 금융시장은 물론이거니와 사회, 환경, 경제 시스템의 지속가능성과 안정성에도 영향을 미친다. 일례로 기후변화, 생물 다양성 손실과 같은 환경 문제, 이에 기반한 경제적 불평등의 증가는 사회 안정성과 경제적 성과 및 투자의 재정적 수익에 까지 영향을 미치는 구조적 수준의 문제이다. 이에 국제기구 및 이에 동참하는 정부는 학계, 글로벌 이니셔티브, 범주체적인 투자 이해관계자들로부터 공공정책을 통해 예상될 미래에 대한 과제를 효과적으로 이행해야 함을 요구받고 있다.

ESG와 관련한 글로벌 금융 정책⁴⁾은 ESG 협의체 및 관계 금융 전문가들⁵⁾의 연구 및 정책 권고사항을 기반⁶⁾하여 G7과 같은 세계 정상의 공동성명을 필두로 각국의 정책에 반영되어 발전해 오고 있다.⁷⁾ 국가의 ESG 금융

4) EU 집행위원회(EU Commission)에 따르면, 지속가능금융(sustainable finance)이란 금융 부문에서 투자 결정을 내릴 때 환경, 사회, 지배구조(ESG)를 고려하여 지속가능한 경제 활동과 프로젝트에 더 장기적인 투자를 유도하는 프로세스를 의미한다. 이에 본 보고서에서는 지속가능금융과 ESG 금융의 용어를 혼용해서 사용한다.

5) 이의 예시로 경제협력개발기구(OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development), 세계은행(World Bank), 국제통화기금(IMF, International Monetary Fund), 유엔환경계획 금융 이니셔티브(UNEP FI, United Nations Environment Programme Finance Initiative), 유엔 책임투자원칙(UNPRI, Principles for Responsible Investment) 등이 있다.

6) UNPRI는 2023년 5월 G7 정상회담이 열리기 직전인 4월에 '지속가능 금융 및 경제 전환 정책 개혁에서 G7의 역할'이라는 주제로 1) 지속가능 경제를 창출하기 위한 자금조달과 관련한 금융 규제 및 시스템 구축, 2) 자본시장과 기업 경영을 변환 시키기 위한 기후, 환경, 에너지 정책 마련, 3) 정의롭고, 포용적이며, 국제 기준에 부합하는 전환사회를 위한 정책 마련을 요구하였다. 출처: 「THE ROLE OF THE G7 IN SUSTAINABLE FINANCE AND ECONOMIC TRANSITION POLICY REFORMS」, (2023.04.), (최종확인: 2023.10.31.).

정책에는 권고사항에 기반한 지침(guidance) 혹은 법적 제재사항에 기반한 규제(regulation)가 있고, 이에 기반한 이행 계획 및 실행안(plan)이 다양하다. 여기에서는 주요 국가의 정부 차원에서 수립한 법률사항 및 이에 준하는 지침을 중심으로 ESG 금융 활동을 위한 ESG 금융 정책을 확인한다. 국가의 ESG 금융 정책은 공적연기금에 직간접적으로 영향을 미치는 바, 본 소절에서는 국내 및 주요 국가들에서 시행하고 있는 ESG 금융 정책 동향 규제나 규정 중심으로 확인하여, 향후 국민연금기금의 ESG 정책에 반영될 시사점을 도출한다.

가. EU

글로벌 지속가능한 금융정책을 선도하고 있는 EU는 「비재무보고지침(NFRD, Non-Financial Reporting Directive)」, 「녹색분류체계(Taxonomy)」,⁷⁾ 「지속가능 공개규정(CSRD, Corporate Sustainability Reporting Directive; SFDR, Sustainable Finance Disclosure Regulation)」, 「ESG 공시 이행을 위한 공시표준(ESRS, European Sustainability Reporting Standards)」, 「지속 가능한 기업 공급망 실사 지침(약칭 공급망실사법, Directive on corporate sustainability due diligence)」, 「EU 녹색채권기준(EUGBS, European green bond standard)」 등을 제정하고 적용을 준비하여 법적

7) 2023년 5월 히로시마에서 열린 G7 정상회의의 공동성명에서는 20개분야, 66개의 공동성명을 발표하였다. 여기서 ‘글로벌 경제, 금융 및 지속가능발전’, ‘기후변화’, ‘환경’ ‘에너지’, ‘청정에너지 경제’, ‘노동’ 등의 분야에서 ESG 금융 정책을 위한 규제 및 정책 마련의 내용이 포함되어 있다. 특히, ‘기후변화·에너지·환경’에서 경제성장과 에너지 안보를 보장하면서, 넷제로(Net-Zero), 순환경제, 자연 친화적 경제의 통합 실현을 위한 녹색 전환의 중요성을 강조하였다. 이를 위해, 공급망 전체에 변화를 위한 기업 정보공개, 정부의 글로벌 이니셔티브 동참, 모든 COP 당사국에 2025년까지 NDC를 설정할 것을 호소하였으며, 이를 위한 모든 것은 에너지 안보·경제 효율성 및 환경을 동시에 실현하는 것으로 말한다. 출처: G7 Hiroshima Summit, 「G7 Hiroshima Leaders’ Communiqué」, (2023.05.20.)

8) 통상 EU 텍소노미로 불리고 있으나, 한국의 경우 이를 녹색분류체계로 명명하고 있으므로 여기서는 용어를 ‘녹색분류체계’로 통일한다.

체계를 마련하고 있다. EU가 글로벌 ESG 정책을 리드함에 따라 이는 글로벌 선진국가의 ESG 정책으로 자리매김할 가능성이 높다. 이에 여기에서는 EU 위원회에서 제정하거나 검토하고 있는 지속 가능금융과 관련한 전반적인 금융정책을 확인한다.

EU의 정책에서 지속가능금융은 사회(S) 및 지배구조(G) 측면을 고려하여 유럽 그린딜(European Green Deal)⁹⁾의 기후 및 환경 목표 달성을 돕기 위해 환경에 대한 압력을 줄이는 동시에 경제 성장을 지원하는 금융으로 이해된다. 또한, 지속가능금융은 금융시스템에 영향을 미칠 수 있는 ESG 요소와 관련된 위험에 대한 투명성과 금융 및 기업 행위자의 적절한 지배구조를 통한 위험의 완화를 포함하고 있다.

EU 집행위원회의 본격적인 ESG 금융정책을 위한 규정 마련은 2014년 제정된 「비재무보고지침(이하 NFRD)」¹⁰⁾에서부터 시작한다. 이는 기존 EU 개별 국가에서 비재무정보 보고와 관련한 이미 시행되고 있던 법률사항이 비효율적인 것에 대한 대응으로 마련되었다.¹⁰⁾ 기존 2011년에 제정된 단일시장법 내에 ‘기업의 사회적 책임’ 부분이 2013년에 ‘지속 가능성 위험을 식별하고 이해관계자의 신뢰를 높이기 위해 기업이 사회적, 환경적 요인과 같은 지속 가능성에 대한 정보를 공개하는 것이 중요함’이 강조되면서 법안이 개정됨에 따라, 2014년에 대기업 및 그룹에 대한 ‘비재무 및 이사회 다양성

9) 2015년, UN의 2030 지속 가능한 개발 목표(SDGs : Sustainable Development Goals), 파리 협정(Paris Agreement)의 채택으로 2019년 12월 11일, EU 집행위원회는 2050년까지 유럽을 최초의 기후 중립 대륙으로 만들겠다는 목표의 성장 전략인 유럽 그린 딜(European Green Deal)을 발표했다. 이후, 2020년 1월 14일 그린 딜의 일환으로 위원회는 그린 딜 투자 계획을 발표하는데, 여기에는 향후 10년 동안 최소 1조 유로의 지속 가능한 투자를 동원할 것이 포함되어 있다. 이를 위해 위원회는 2018년부터 지속 가능한 성장에 대한 자금 조달에 대한 실행 계획, 유럽 녹색 거래 프레임워크에서 새로운 지속 가능한 금융 전략 개발 및 새로운 자금조달 전략으로 구성된 지속 가능한 금융에 대한 포괄적인 정책 의제를 개발해 오고 있다.

10) EU의 「비재무보고지침(NFRD)」이 제정되기 전 영국은 2006년에 법안을 도입하고 2013년에 개정하였으며, 스웨덴은 2007년에 법안으로 채택, 스페인과 덴마크는 2011년, 프랑스는 2012년에 법을 개정하였다.

정보 공개'를 요구하는 법안이 새롭게 입법되었다.¹¹⁾ 이후 EU 집행위원회는 이를 투자대상 기업에 적용하는 새로운 규정인 「기업지속가능성보고지침(이하 CSRS)」으로 최종 개정하고, 2023년 1월 5일 발효한다. 또한, 기존 NFRD이 투자자와 투자대상기업을 구분하지 않은 공시 규정이었다면, 투자자(금융기관)에 대해서는 새로운 공시 규정인 「지속가능금융공시규정(SFDR)」을 마련한다. 이는 기관투자자가 가지는 수탁자책임의 의무로써 지속 가능성 위험을 어떻게 투자의사결정과정에 반영하는지 평가할 수 있도록 하여 민간자금을 유치하는데 기여할 목적으로 마련되었다.

이뿐만 아니라 지속 가능한 것이 '무엇'인지에 대한 기준을 수립하기 위하여 EU집행위원회는 2018년 EU 택소노미를 포함한 실행 계획에 대한 작업 등 관련 규정을 마련하기 위해 지속가능금융 전문가그룹(TEG, Technical expert group on sustainable finance)을 구성한다. 이에 2020년 EU는 녹색분류체계 규정을 발효하였다. 녹색분류체계는 지속 가능한 프로젝트와 활동에서 '지속 가능한' 것이 무엇인지에 대한 정의로써, 기업의 그린워싱에 대해 투자자를 보호하고 이를 방지하여 지속 가능한 투자 규모를 확대하는데 중요한 역할을 한다. 또한, 공시에는 '어떻게' 할 것인지에 대한 인식과 측정이 중요한데, 「유럽 지속 가능성 보고 표준(이하 ESRS)」에 따라 보고해야 한다. CSRD를 공시할 때는 ESRS에 따라 공시해야하는데, ESRS는 회계 지침에 따라 특정 지속 가능성 정보를 보고해야 '비재무정보 보고 기준'이다. EU집행위원회는 이를 2028년까지 단계적으로 적용할 것을 준비하고 있다.

녹색금융과 관련해서 EU 집행위원회는 금융 및 자본 흐름을 녹색 투자로 더 효율적으로 유도하기 위하여 시장의 효율성, 투명성, 비교 가능성 및 신뢰성을 향상시키기 위하여 2023년 2월 28일 「EU 녹색채권기준(EUGBS)」의 입법에 대한 합의가 이루어졌다. 마지막으로 소개하는 EU의 주요

11) NFRD에 따라 적용 기업은 1) 환경문제, 2) 사회문제와 직원 처우, 3) 인권 존중, 4) 부채 방지 및 뇌물 수수, 5) 회사 이사회의 다양성(연령, 성별, 교육 및 학력 등)의 정보를 공개해야 한다. 적용기업은 직원이 500명 이상인 공공기관 및 대기업으로 상장회사, 은행, 보험회사, 공공기관 등으로 일반기업 및 금융기관을 구분하지 않고 적용하는 법률이다.

ESG 정책은 「공급망실사법」이다. EU 집행위원회는 2022년 공급망을 포함하여 기업의 부정적인 인권 및 환경 영향을 식별, 종료, 예방, 완화 및 설명하기 위해 기업의 실사 의무를 규정하는 「공급망실사법」을 마련하고 적용을 위한 제도 정비 중이다. 이는 글로벌 이슈로서 정책이 확산될 가능성이 높다. 예를 들어, 독일에서는 이미 2023년 초부터 공급망실사법을 적용하고 있으며, 대외무역 의존도가 높은 국내 산업은 EU의 공급망실사법에 따라 유럽으로 수출할 때 향후 이에 대한 제재가 수출장벽이 될 가능성이 있다. <표 II-1>은 상기 소개한 규정을 시간 순서대로 간략하게 정리한 표이다.

<표 II-1> EU의 ESG 금융 정책

정책명	연도	내용
지속가능금융전문가 그룹	2018	입법 작업을 지원하기 위해 2018년부터 2020년까지 구성됨
EU Taxonomy	2020	- 지속 가능한 프로젝트와 활동에서 무엇이 지속 가능한 것인지를 정의하는 분류체계 - 지속 가능한 투자를 촉진하기 위한 프레임워크 구축 및 규정 - 관련 규정 : Regulation (EU) 2020/852
비재무보고지침 (NFRD)	2014	- ESG와 관련한 비재무정보의 공시를 위한 지침 - 이후 CSRS로 변경됨 - 관련 규정 : Directive 2014/95/EU
기업지속가능 보고지침 (CSRD)	2023	- 투자대상기업의 지속가능보고지침 - ESRS를 기반으로 작성되어야 함 - 관련 규정 : Directive (EU) 2022/2464
지속가능금융 공시규제 (SFDR)	2021	- 투자자(금융기관)의 지속 가능성 정보 공시 규정 2015년 UN의 SDGs 설정 이후 순환경제로의 전환을 위한 일련의 작업으로 투자자가 정보에 입각하여 투자의사결정을 내릴 수 있도록 금융기관에게 적용함 - 관련 규정 : Disclosure Regulation (EU 2019/2088)
지속가능한 기업 공급망 실사 지침 (CSDD)	2022	유럽 내외의 가치 사슬을 포함한 전체 기업에 대하여 기업의 행동이 미치는 부정적인 영향을 해결하도록 보장하기 위한 지침(개정 2023년)
지속가능성공시기준 (ESRS)	2023	- ISSB와 유사한 ESG 공시에 필요한 특정 정보의 공시 기준 - CSRS 공시에 필요 - 중장기적으로 모든 EU 국가의 기업에 적용 예정
녹색채권 기준 (EUGBS)	2023	- 녹색채권 발행과 관련한 제반 사항 규정 2023년 2월 28일 입법에 합의하고 발효 진행 중

주) 출처 : EU 집행위원회 홈페이지, <https://finance.ec.europa.eu/>, (최종검색: 2023.10.31.).

나. 영국

영국의 ESG 정책은 통상산업부(Department of Trade and Industry)에서 권한을 위임받은 재무보고위원회(FRC, Financial Reporting Council)가 기업지배구조 및 스튜어드십코드(Stewardship Code)를 제정하고, 이에 대한 관리 및 개정을 이행하고 있다. 영국의 기업지배구조 규정은 세계최초로 1992년 제정됨에 따라 후속해서 기업지배구조 규정을 제정하고자 하는 국가들이 이를 반영하여, 현재는 글로벌 기업지배구조의 표준으로 자리하고 있다. 이에 영국 재무보고위원회는 꾸준히 개정 작업을 거치고 있는데, 가장 최근의 개정은 2018년에 이루어졌다.¹²⁾

또한, 영국은 2008년 금융위기의 촉발에 대해서 기관투자자들이 기업의 경영진을 견제하지 못한 것을 지적하면서 2010년에 기업의 지배구조를 견제하기 위한 스튜어드십코드를 선두적으로 만든 국가이다.¹³⁾ 이후 2012년, 2020년 개정작업을 거치면서 기관투자자들이 “고객과 수혜자를 위한 장기적인 가치를 창출하여 경제, 환경 및 사회에 지속 가능한 이익을 제공하기 위해 자본을 책임 있게 배분, 관리 및 감독”하기 위한 기준을 설정하고 있다.

최근, 영국 정부는 ISSB의 창설에 따라 녹색투자와 관련한 자금조달을 위해 IFRS S1 및 IFRS S2의 적합성을 평가하기 위한 프레임워크를 수립하고, 최초의 ‘UK SDS(UK Sustainability Disclosure Standards)’를 만들려는 계획 중이다. 이를 위해 정부는 2024년 7월까지 처음 2개 표준에 대한 승인 결정을 내리는 것을 목표로 하고 있으며, UK SDS의 이행을 지원하기 위해 영국 지속 가능성 공시 기술 자문 위원회(UK Sustainability Disclosure Technical Advisory Committee, TAC)와 영국 지속 가능성 공시 정책 및 이행 위원회(PIC, UK Sustainability Disclosure Policy and Implementation Committee)를 설립하였다.

12) 출처: FRC, 「THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE」 (2018.07.) (최종검색: 2023.10.31.)

13) 출처: FRC 홈페이지, <https://www.frc.org.uk/> (최종검색: 2023.10.31.)

ESG 금융과 관련해서 영국은 녹색금융 정책을 우선적으로 마련함에 따라 좌초자산에 대한 위험과 새로운 투자에 대한 기회를 포착하는 전략을 단계적으로 수립 및 이행하고 있다. 영국 정부는 2050년까지 온실가스 순배출을 '0'으로 하는 전환사회를 위해 경제의 모든 부분에 걸친 체계적 변화의 첫 번째 단계로써 녹색금융 시스템을 구축, 두 번째로 친환경 자금조달, 마지막 단계로 영국 산업이 국내외 상업적 녹색금융 기회를 포착할 수 있도록 플랫폼을 구축할 계획을 세우고 있다. 또한, 2022년, 재무보고위원회(FRC)는 이해충돌, 투명성 등을 골자로 하는 ESG 데이터 및 평가기관의 행동규범을 마련할 계획을 발표하고 이를 진행 중에 있다. <표 II-2>와 <표 II-3>은 관련한 영국 정부의 ESG와 녹색금융 정책을 정리한 표이다.

<표 II-2> 영국의 ESG 금융 정책

부서	연도	ESG 금융 정책
의회	2006	• 영국 회사법(Companies Act 2006)을 통해 연간 사업보고서(재무제표) 및 관련 보고서에 비재무적 요소와 관련한 정보(환경, 직원 및 사회 문제 등)를 포함할 것을 명시 (개정: 2013) • 영국 모든 상장기업과 대규모 민간기업(직원 250인, 매출액 3,600만 파운드, 기업규모 1,800만 파운드 이상 기업)은 ESG 정보를 매년 이사회 보고서 및 전략 보고서 등에 제출
통상산업부	1992	• 기업지배구조 코드 제정(최종개정: 2018)
	2010	• 스튜어드십코드 제정 (개정: 2012, 2020)
국제통상부	2024 이후	• 영국 지속 가능성 공개표준 도입 예정(UK SDS, UK Sustainability Disclosure Standards)

주) 출처 : UK GOV, <https://www.gov.uk/>, (최종검색: 2023.10.31.).

32 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

〈표 II-3〉 영국의 녹색금융 정책

연도	녹색금융 정책
2001년	- 영국 배출권 거래 시스템(UK ETS) 도입(이후 EU ETS로 확장 및 대체)
2005년	- UNPRI 설립 및 본부를 런던에 설립
2006년	- 영국 재무부가 분석한 「기후변화 경제학에 대한 스턴 리뷰(Stern Review)」 출판
2008년	- 기후 변화법(Climate Change Act) 의회 채택 - 세계 최초로 탄소 감축 목표를 법안에 명시
2009년	- 세계은행이 런던 증권거래소에 최초의 녹색채권 상장
2011년	- 38억 7천만 파운드 규모의 '국제 기후 기금' 출범
2012년	- 세계 최초 '녹색투자은행(GIB, Green Investment Bank)' 설립 - 영국 정부, 세계 최초로 '자연자본위원회(Natural Capital Committee)' 설립
2015년	- Transport for London은 영국 공공기관 최초로 녹색채권 발행 - Prudential Regulation Authority(PRA)가 기후 관련 금융 위험에 대한 프레임워크를 설정하는 영국 보험 부문에 대한 '기후 변화의 영향에 대한 보고서' 발표 - 영란은행 총재(Mark Carney)가 금융안정위원회(FSB, Financial Stability Board) 의 장으로서 '기후 관련 금융 공개 태스크포스(TCFD)' 설립 주도 - 영국은 '국제 기후 재정'에 58억 파운드 추가 투입
2016년	- 영국과 중국이 공동 의장을 맡은 G20 녹색금융연구그룹이 중국 G20 의장국 주관으로 첫 회의 개최 - 런던 시의 '녹색 금융 이니셔티브(GFI, Green Finance Initiative)' 출범 및 첫 번째 보고서 '녹색 금융 세계화(Globalising Green Finance)' 발행 - 영국의 '녹색 투자 은행(GIB)'은 120억 파운드 이상의 총 자본을 동원(직접 약정 34억 파운드), 영국 전역의 100개 프로젝트 지원
2017년	- TCFD는 영국 정부의 승인을 받아 최종 권장 사항을 발표 - 녹색 금융 이니셔티브(GFI)가 첫 번째 녹색 금융 정상회담(Green Finance Summit) 개최 - 영국정부가 '영국 녹색금융 태스크포스' 설립 및 '청정성장 전략' 발표 - 영국 은행이 금융 시스템 녹색화를 위한 '중앙 은행 및 감독자 네트워크(NGFS, Network for Greening the Financial System)' 창립 멤버로 참여
2018년	- 세계 최초의 '녹색 금융 인증서' 출시 - 정부가 공동 자금을 지원하는 '녹색 금융 연구소(Green Finance Institute)' 설립을 발표 - 노동연금부(DWP)는 기후 변화를 포함한 환경, 사회 및 거버넌스(ESG) 요소와 관련하여 여 수탁자의 수탁 의무를 명확히함 - 영국은 녹색 금융을 핵심 주제로 '녹색 영국 주간(Green Great Britain Week)'를 개최 - PRA는 '사고의 전환: 기후 변화가 영국 은행 부문에 미치는 영향' 보고서 발표 - 금융감독원, 기후변화와 녹색금융에 관한 토론회 발간
2019년	- PRA와 FCA가 공동으로 '기후 금융 위험 포럼' 설립 - PRA '기후 변화로 인한 금융 위험 관리에 대한 은행 및 보험사의 접근 방식 강화'라는 감독 성명 발표 - 영국, 세계은행 기후행동 재무장관 연합의 창립멤버로 참여 - 정부는 2050년까지 온실가스 순 제로 배출 목표 설정 - 정부가 녹색금융전략 발표

연도	녹색금융 정책
2021년	- 2050년까지 에너지 안보 목표와 순제로 목표를 달성하기 위한 Net Zero 전략(2021)과 에너지 안보 전략(2022)을 발표함 - 생물 다양성 감소를 되돌리는 등의 환경 목표를 법적 근거에 두는 환경법 2021가 의회 통과 - 금융에 기후변화와 환경을 고려하도록 하는 '금융 녹색화: 지속 가능한 투자를 위한 로드맵' 발표
2022년	- 대규모 기업에 기후 관련 공개 요구사항(TCFD) 도입
2023년	- 환경 목표를 달성하기 위해 토지 관리자, 지역 사회 및 기업과 협력할 방법을 명시하는 '환경 개선 계획을 발표'

주 1) 진행 예정으로 발표된 부분은 제외함

주 2) 출처: UK GOV, 「Transforming finance for a greener future: 2019 green finance strategy」, 「Mobilising Green Investment 2023 Green Finance Strategy」 (2023.04.11. 업데이트) (최종검색: 2023.10.31.)

다. 미국

최근 저성장-고물가가 장기화됨에 따라 미국 내 정치권을 중심으로 '반(反)ESG(Anti-ESG)' 법안이 발의되고, 실제로 주(州)에 따라 법률이 통과하여 ESG 시장의 양극화 현상이 고조되고 있는 양상이다. 특히, 비용을 동반하는 ESG 경영이 야기하는 성과 부진과 특정 주의 경제를 책임지는 화석연료 산업을 보호하려는 목적, 정치적 대립 등이 혼재하고 있다.¹⁴⁾¹⁵⁾

그럼에도 불구하고, ESG 금융과 관련한 시장의 ESG 위상 해소를 위한 연방정부 차원의 노력은 지속적으로 이루어지고 있는 형국이다. 그동안 미국의 ESG 관련 규정은 최근까지 주로 자발적이고 시장 주도적으로 진행되어 왔으나, 바이든 행정부가 들어선 이후 연방정부 차원에서 ESG 금융 관련 규정 변화가 나타나고 있다. 먼저, 증권거래위원회(이하 SEC, Securities and

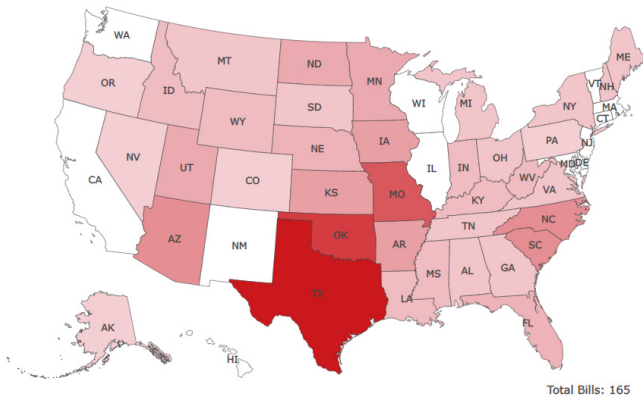
14) 출처: Bloomberg Law, "House GOP Doubles Down on Anti-ESG Messaging With New Measures", (2023. 9. 15.)

<https://news.bloomberglaw.com/esg/house-gop-doubles-down-on-anti-esg-messaging-with-new-measures>, (최종검색: 2023.10.31.)

15) 2023년 미국 내 37개 주 공화당 의원들은 기업과 투자자가 기본적으로 상식적인 위험 요소를 고려하지 못하도록 정부자금, 계약, 연금 등에 대한 반(反)ESG 165개 법안을 발의하고, 이 중 16개 주에서 22개 법안과 6개 결의안이 통과되었다. 출처: Pledias Strategy, 2023, 「2023 STATEHOUSE REPORT」

Exchange Commission)는 2021년 8월 나스닥 시장에 적용되는 「이사회 다양성 규칙(Nasdaq's Board Diversity Rule)」의 이사회 내 임원의 다양성과 주주권 행사와 관련한 규정을 개정한다. 해당 규정은 나스닥 상장기업의 경우 다양성과 관련한 통계를 공개하고 다양한 이사를 보유하거나 그렇지 않은 이유를 설명하도록 요구한다. 또한, 이사회 구성원이 5명 이상인 운영 회사(소규모 운영 회사 및 외국 발행인 제외)의 경우, 여성, 소수 인종 또는 소수 민족, 성적소수자(LGBTQ+)의 구성원으로 식별되는 이사 한 명을 보유해야 함을 명시하고 있다. 이듬해에는 노동부(DOL, Department of Labor)에서 기업연금의 'ESG 투자 및 대리투표'에 관한 조항을 변경한다. 구체적으로, 「직원 퇴직 소득 보장법(ERISA, Employee Retirement Income Security Act)」은 그동안 '경제적 이익'에 우선순위를 강조한 것에 대한 것에 대해 수탁자가 '투자자의사결정'에서 ESG 요소를 고려할 수 있도록 명시적으로 허용하는 새로운 규정을 명문화하였다. 또한, 수탁자가 대리투표(proxy voting)를 할 때 의결권 행사와 관련한 정책을 수립하고 실행할 때 잠재적인 경제적 영향을 고려해야 한다는 원칙을 명문화하였다.

[그림 II-1] 미국 내 반(反)ESG 법안 발의 현황



- 주 1) 상기 그림에서 음영이 짙을수록 반ESG 법안이 다수 발의된 주(州)임
 주 2) 출처: Pleiades Strategy 홈페이지, <https://www.pleiadesstrategy.com/>

지속가능공시와 관련해서 SEC는 2022년 3월, 기후 관련 위험에 대한 위험 관리 프로세스를 다루는 제안된 규칙과 함께 지속 가능한 공개 규정을 발표한다. 여기서는 1) 기업의 영업 또는 재무 상태에 중대한 영향을 미칠 수 있는 기후변화위험에 대한 요약, 2) 기업 온실가스 배출량(GHG) 공개, 3) 등록자의 감사 재무제표에 아직 결정되지 않은 기타 기후 관련 재무 지표 공개 등을 요구하고 있다. 이 규정은 2024년에 발효될 것으로 예상된다.¹⁶⁾ 이와 더불어 SEC는 에너지 전환을 가속화하기 위해 2023년 「인플레이션 감축법(IRA, Inflation Reduction Act)」에 에너지 부문의 투자계획을 포함했다. 여기서는 에너지 부문에 10년간 3,690억 달러를 투자하고, 바이오 연료 생산 및 친환경 항공연료 사용과 같은 재생에너지 부문에 대한 세금공제 혜택을 설정함으로써 에너지 전환사회로 준비 중이다.

다음 눈에 띄는 ESG 정책 중 하나는 SEC의 2023년 개정한 35d-1의 「Names Rule」이다. SEC는 펀드가 정상적인 상황에서 ESG와 관련한 투자 가치의 최소 80%를 투자하지 않는 경우 실질적으로 투자자를 기만하거나 오해의 소지가 있는 것으로 간주하여 이를 제재하고 그린워싱을 방지하기 위해 규정을 개정한다. 구체적으로, 지속가능 관련 투자 펀드 또는 ESG가 펀드 이름에 포함되는 경우, 증권 가치의 최소 80%를 ESG에 투자할 것을 요구하는 규칙을 확정했다. <표 II-4>는 관련한 미국 정부의 ESG 금융 정책을 정리한 표이다.

16) 출처: SEC 홈페이지, <https://www.sec.gov/securities-topics/climate-esg>, (최종 검색: 2023.10.31.)

〈표 II-4〉 US의 ESG 금융 정책

정책명	연도	내용
나스닥(SEC 승인)의 이사회 다양성 규칙	2021	• 매년 이사회 내 다양성 관련 정보를 공시 • 여성 이사를 2명 이상 포함하고, 이사회 구성원이 5인 이상인 경우는 소수 인종 또는 소수 민족, 성적 소수자 등을 1명 이상 고용하여 이사회 구성원으로 포함해야 함
노동부(DOL)의 기업연금 ESG 투자 및 대리투표	2022	• 기업연금에 대해 수익성 제고 목적 이외에 ESG 요소를 고려하는 투자를 할 수 있음을 규정함 • 의결권 및 주주권 행사에서 포함되어 있던 특정표현 및 요구사항 등을 삭제하여 ESG 고려한 수탁자의무 제고
SEC의 지속가능공개 규정	2022	• TCFD 기후 관련 위험에 대한 위험관리 프로세스 규칙과 공시 규정 발표(2023년 수정, 2024년 발효)
SEC의 Names Rule	2023	• 지속가능 관련 투자 펀드 또는 ESG가 펀드 이름에 포함되는 경우, 증권 가치의 최소 80%를 ESG에 투자할 것을 요구하는 규칙을 확정
SEC의 IRA	2023	• 에너지 전환을 가속화하기 위한 투자 및 세금 인센티브를 지정함 • 에너지 부문에 10년 간 3,690억 달러 투자, 고급 바이오 연료 생산에 대한 세금공제를 확대하고 지속가능한 항공연료 공제를 설정하고 있음

주 1) 출처 : NASDAQ, 「NASDAQ'S BOARD DIVERSITY RULE: WHAT COMPANIES SHOULD KNOW」, (2023.02.28.), US DOL 홈페이지, <https://www.dol.gov/>, SEC 홈페이지, <https://www.sec.gov/>, (최종검색: 2023.10.31.).

라. 캐나다

캐나다는 2020년대 들어서 기업의 다양성 보고, 공급망에 대한 노동실태 보고, 기업 ESG 보고 및 ESG 금융 공시 규정, 전환금융 분류체계 마련 등 유럽 및 미국과 유사하게 ESG 정책을 적용·마련하고 있다. 먼저, 2020년부터 캐나다 기업법(Corporations Canada)에 따라 임원의 다양성 보고를 하도록 요구한다. 여기서 다양성은 캐나다의 「고용 평등법(Employment Equity Act)」에 정의된 4개의 지정 그룹인 1) 여성, 2) 원주민, 3) 장애인, 4) 소수민족으로서 이사회와 고위 경영진 중 지정된 각 그룹의 이사 수와 비율을 공시하도록 한다. 또한, 기업이 가지고 있는 다양성 정책 및 계획, 진행사항 등을 요구한다. ESG 금융의 확장을 위해 다른 나라와 마찬가지로 증권거래소 공시 규정을 마련하고 있는데, 2022년에 금융기관의 ESG 보고 공시와, 투자펀드 상품의 ESG 공시 지침을 마련하였다.

2023년에는 유럽의 공급망실사법과 유사한 공급망에서의 인권침해 관련 사항을 보고하도록 법안을 제정하였으며, 이는 2024년부터 발표될 예정이다. 법안은 공급망에서의 강제 노동, 아동 노동 및 인권에 초점을 맞추고 있으며, 기업이 자체 공급망에서 강제 노동 및 아동 노동의 위험을 예방하고 줄이는 방법을 설명하도록 요구한다.

녹색금융과 관련해서 캐나다는 2023년 정부차원에서 녹색조달 정책을 우선적으로 수립하여 적용하고 있는데, 정부는 조달업체에게 온실가스 배출량 및 감축목표를 설정하도록 요구하고 있으며, 과학기반배출목표(science-based emissions target)를 채택하거나 참여하는 이니셔티브를 통해 이를 입증하도록 요구한다. 마지막으로 2023년 3월, 재무부 산하 ‘지속 가능한 금융 행동 위원회(SFAC, Sustainable Finance Action Council)’는 지속 가능한 활동에 대한 EU의 녹색분류체계와 유사하게 기후위험에 대응하는 녹색금융 투자에 대한 표준화된 정의를 수립하기 위한 분류체계 로드맵 보고서를 발표한다. 여기서는 저탄소 또는 무탄소 솔루션에 초점을 맞춘 ‘녹색’ 프로젝트 및 투자(예: 재생에너지, EV 배터리, 탄소포집 등)와 고배출 부문(예: 석유 및 가스, 철강, 화학, 알루미늄 및 시멘트 생산)의 배출량을 크게 줄이는 ‘전환’ 프로젝트 및 투자의 두 가지 분류 범주를 식별하고 있다. <표 II-5>는 관련한 캐나다 정부의 ESG 금융 정책을 정리한 표이다.

<표 II-5> 캐나다의 ESG 금융 정책

정책명	연도	내용
기업 다양성 보고 ¹⁾	2020	2020년부터 캐나다 기업법에 따라 설립된 모든 공기업은 이사회 및 경영진의 다양성 구성에 관한 정보를 공개해야 함 2023년 성별 외의 특정 다양성그룹(성적소수자, 원주민 등)의 공개를 원치 않는 경우 이를 유연하게 적용하는 것으로 개정
CSA의 기업 ESG 보고 및 공개 ²⁾	2022	- 그린워싱 및 근거 없는 ESG 주장을 억제하기 위해 고안 (발효 2024년) 2024년부터 캐나다 대형 은행, 보험회사 및 연방 규제 금융 기관에 특정 ESG 보고 및 기후 공개를 요구

정책명	연도	내용
CSA의 ESG 투자 펀드 공시 ²⁾	2022	• 투자 펀드에 대한 ESG 공시 지침 마련 • 1) ESG를 핵심 전략 또는 투자 목표로 삼거나, 2) ESG 투자 위험 및 기회 요소를 투자 프로세스의 일부로 고려하는 모든 투자 펀드에 적용
공급망의 강제 노동(S-211) 보고 ³⁾	2023	• 공급망에서 강제 노동 및 아동 노동 방지법을 제정 (발효 2024년) • 공급망에서의 강제 노동, 아동 노동 및 인권에 초점을 맞추고 있으며, 기업이 자체 공급망에서 강제 노동 및 아동 노동의 위험을 예방하고 줄이는 방법을 설명하도록 요구
캐나다 정부의 녹색조달 정책 ⁴⁾	2023	• 캐나다 정부의 조달업체는 온실 가스(GHG) 배출량을 공개하고 감축 목표를 설정해야 함
캐나다의 녹색전환금융 분류체계 ⁵⁾	2023	• 재무부 산하 지속가능한국금융행동위원회(SFAC)가 기후위험에 대응하는 녹색전환 금융 투자에 대한 표준화된 정의를 수립하기 위한 분류체계 로드맵 보고서를 발표

주 1) 출처 : 캐나다 혁신, 과학 및 경제발전 홈페이지, <https://ised-isde.canada.ca/>

주 2) 캐나다 증권관리소, <https://www.securities-administrators.ca/>

주 3) 캐나다 공공안전 홈페이지, <https://www.publicsafety.gc.ca/>

주 4) 캐나다 조달청 홈페이지, <https://buyandsell.gc.ca/>

주 5) 캐나다 정부 홈페이지, <https://www.canada.ca/en/> (최종검색: 2023.10.31.).

라. 일본

일본은 ESG 금융 및 이와 관련된 금융 및 투자정책 프레임워크와 지침을 관계된 여러 정부부처, 산하 기관 및 관련 집단의 교류를 통해 수립하고 진행시키고 있다. 우리나라와 같이 ESG금융과 투자에 대한 정부차원의 종합적인 정책전략을 마련하고 있지 않지만, 여러 관련 부처에서 기업지배구조, 녹색금융 등의 이슈와 관련한 정책 관련 가이드라인 및 지침 등을 마련하고, 실무그룹과 TF를 구성하여 이를 이행하고 있다. 앞서 살펴본 북미나 유럽국가들이 경성법(hard law) 위주의 법적 구속력 있는 조항으로 규제를 통해 ESG 금융정책을 마련하고 있다면, 일본은 아직까지는 자발적 참여를 유도하는 연성법(soft law) 위주로 ESG 금융정책을 실행하고 있다.

일본은 2010년 중반부터 기업지배구조 규정을 필두로 ESG 정책을 정비하기 시작한다. 우선, 아베정권의 일본 부흥전략의 일환으로 2014년에 스튜어드십코드를 마련하고, 이듬해 2015년 기업지배구조코드를 도입하였다.

또한, 기업지배구조를 더욱 개선하기 위한 후속조치로 이들 코드를 투자자와 기업들이 어떻게 구현 및 채택하는지 추적할 수 있도록 금융청과 도쿄증권거래소에 전문가 협의회를 설립한다. 일본의 스튜어드십코드와 기업지배 구조 코드는 기존 관행에서 기관투자자의 투자전략과 기업의 의사결정을 절차를 바꾸는 전환점을 맞이하였다.

기관투자자를 위한 원칙인 스튜어드십코드는 일본 금융청의 전문가 협의회에서 2014년에 만들어졌다. 이는 영국의 스튜어드십코드를 모델로 하여 지침과 함께 8가지 원칙으로 구성되어 있는데, ‘고객과 수익자, 피투자 회사 모두를 고려하여 스튜어드십 책임을 이행하는 데 있어 책임 있는 기관투자자로서 행동하고, 기관투자자에게 도움이 되는 것으로 간주되는 원칙’으로 정의한다. 일본의 스튜어드십 또한 자발적으로 참여하는 것으로, 금융청은 코드를 채택한 조직을 공개하여 기업들의 참여를 권장한다. 이는 2017년과 2020년에 두 번의 개정을 통해서 패시브 투자 등의 관여 활동을 포함하였다. 일본의 기업지배구조코드는 2015년에 처음 발표되었으며 금융청과 일본증권거래소에 의해 2018년에 개정되었다. 증권거래소의 상장 규칙에서는 상장 회사가 기업지배구조코드를 위반했다면, 위반 사항을 설명하고, 매년 기업의 기업지배구조 보고서를 기반으로 코드 준수 수준을 발표하도록 요구하고 있다.

지속가능공시와 관련해서 금융청은 2022년에 「금융심의회 공시실무그룹 보고」 및 「금융기관에 있어서의 기후변화예의 대응에 대한 기본적인 사고방식」 등의 실무지침서를 마련하여 공표한다. 또한, 「ESG 평가 및 데이터 제공 기관에 관한 행동 규범」을 발표하였다. 경제산업성은 2020년 기후전환금융과 관련한 전략 등을 마련하고, 2022년 3월 산업분야별의 로드맵을 책정하였다.

ESG 채권과 관련해서는 금융청이 2021년 「소셜본드 가이드라인」을 공표하였으며, 환경성은 2017년에 녹색채권 지침, 2022년에 「녹색채권 가이드라인 및 지속가능연계채권 가이드라인», 「녹색대출 및 지속가능연계 대출 가이드라인」을 마련하였다. <표 II-6>는 관련한 일본 정부부처의 ESG 금융 정책을 정리한 표이다.

40 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

〈표 II-6〉 일본의 ESG 금융 정책

부서	연도	ESG 금융 정책
금융청	2014	• 스튜어드십코드 제정 (개정: 2017, 2020)
	2015	• 기업지배구조 코드 (개정: 2018)
	2018	• 투자자와 기업관여를 위한 가이드라인
	2018	• 금융 규제와 지속가능개발목표(개정: 매년)
	2021	• 「소셜본드 가이드라인」공표
	2022	• 「금융심의회 공시실무그룹 보고-중장기적인 기업가치 향상으로 이어지는 자본시장의 구축을 향해-」공표 • 「금융기관에 있어서의 기후변화예의 대응에 대한 기본적인 사고방식」수립 • 「지속가능 금융 전문가 회의 제2차 보고서-지속 가능한 새로운 사회를 개척하는 금융 시스템」 • 「ESG 평가·데이터 제공 기관에 관한 행동 규범(안)」 「소셜 프로젝트의 사회적인 효과에 관한 지표 등의 예」 공표 • 「2022 사무 연도 금융 행정 정책」 • 「기후 관련 리스크에 관련된 공통 시나리오에 근거하는 시나리오 분석의 시행적 대처에 대해」
경제산업성	2014	• 이토리류 "지속가능한 성장을 위한 경쟁력과 인센티브"
	2017	• 협력적 가치창출을 위한 통합기업공시 및 기업-투자자 대화 지침
	2019	• SDGs 경영가이드
	2020	• 기후 전환 재정 원칙에 관한 개념 문서 • 기후혁신 금융전략
	2022	• 탈탄소로의 이행을 위한 분야별 기술 로드맵(철강분야, 화학분야, 전력분야, 가스분야, 석유분야, 종이·펄프분야, 시멘트분야)를 순차 책정 • 「산업의 GX를 향한 자금공급의 존재 방식에 관한 연구회」설치
환경성	2017	• 녹색채권 지침 • 시나리오 분석에 따른 실무 가이드
	2020	• TCFD 권장사항(2020) • 임팩트금융 기본개념(2020)
	2022	• 「포트폴리오·카본 분석의 활용과 고도화를 위한 검토 보고서」 • 「TCFD 제안에 따른 기후 변화 위험 및 기회 시나리오분석 실천 가이드(은행 섹터용) ver.2.0」을 공표 • 「녹색채권 가이드라인 및 지속가능연계채권 가이드라인 2022」 • 「녹색대출 및 지속가능연계대출 가이드라인 2022」공표
일본 증권거래소	2015	• 기업지배구조 코드(개정: 2018년)
	2020	• ESG 공개를 위한 실무 핸드북

주) 출처 : UNPRI, 「BRIEFING ON SUSTAINABLE FINANCE POLICY IN JAPAN」, (2020.10.14). JSIF, 「日本サステナブル投資白書2022」(2023.03.31.), (최종검색: 2023.10.31.).

마. 한국

우리나라의 ESG 금융 및 관련 정책은 정부의 각 관계부처 및 민간협동의 교류를 통해 수립하고 있다. ESG 전반적 사항에 대해서는 관계부처 합동으로 2021년 「K-ESG 가이드라인」이 배포되었으며, 여기에는 관계부처별로 향후 진행하고자 하는 부처의 ESG 방향이 반영되어 있다. 또한, 2020년 발족한 녹색금융 TF에서 금융위원회와 환경부 공동으로 발표한 「2021년 녹색금융 추진계획(안)」의 12대 과제 중 하나로써 녹색사업·기업 정보를 제공하는 ‘정보공유 플랫폼 구축’을 계획한다. 이는 녹색정보에서 ESG 관련 정보로 확대하여 2021년 12월 한국거래소 산하 ESG 정보 플랫폼인 ‘ESG 포털’ 서비스로 개시된다. 이후 2023년에는 「공급망 실사 대응을 위한 기업 지원 방안」의 계획이 산업부·환경부·고용부·중기부·금융위 및 민간위원으로 구성되어 대응방안 마련이 착수되어 진행 중이다.¹⁷⁾

스튜어드십 코드는 2010년대 후반 국민연금기금(‘19년)을 필두로 각 기관별로 수립하고 있다. 기업지배구조코드와 관련해서도 원칙을 중심으로 개별기업이 수립하고 있다. 이와 관련해서는 2017년 한국거래소가 「기업지배구조보고서」 공시제도를 도입함에 따라 자율공시로 최초 도입하여 2019년부터 자산 2조원 이상 유가증권시장 기업을 대상으로 의무화되었고, 2022년부터 자산 1조원 이상 유가증권시장 기업, 2024년부터 자산 5천억원 이상 기업으로 대상이 확대된다. 이는 2020년 2022년 두차례 개정 후 2023년 개정에도 개정이 이루어졌는데, 여기에는 이사회 내 임원의 다양성 정보, 기업가치 훼손의 책임이 있는 자의 임원선임 방지, 배당절차 개선 등을 반영하였다.

이외 ESG 공시와 관련해서는 2021년 한국거래소에서 「ESG 정보공개 가이드라인」이 마련되고, 「지속가능보고서」 공시 의무화 계획이 발표됨에 따라 국내 ESG 관련 지속가능정보 공시가 가시화된다. 이는 현재 자율공시로

17) 관련하여 2023년 8월, 국회에서 「기업의 지속가능경영을 위한 인권환경보호에 관한 법률」(안)(이하 공급망 실사 법률안)이 의원안을 통해 발의되었다.

진행되고 있으나, 2025년부터는 자산 2조원 이상 유가증권시장 기업으로 의무가 확대되고, 2030년부터는 유가증권시장 전 상장기업을 대상으로 공시를 의무화할 계획으로 진행되고 있다. 우리나라는 EU의 CSRD에서 ESRs를 적용하는 것과 유사하게 지속가능보고서 공시에서 지속가능성기준을 적용하기 위해 한국회계기준위원회 산하 한국지속가능성기준위원회(이하 KSSB, Korea Sustainability Standards Board)에서 'IFRS 지속가능성 공시기준'을 준비하고 있다.¹⁸⁾

국내 정부부처 차원의 ESG 금융은 대표적으로 한국거래소의 '사회책임투자 채권'을 통해서 확립되고 있다. 이를 위해 2020년부터 관계부처 합동으로 「녹색채권가이드라인」을 제정하고, 같은 해 환경부가 「한국형 녹색분류체계 가이드라인」을 발표하면서 한국형 녹색채권 발행기준이 마련된다. 이는 한국거래소에 '지속가능채권 전용 세그먼트'가 만들어지면서 보다 그 발행의 투명성을 제고하였다. 2023년에는 상장채권 발행 및 유통 기간 내에 자금의 흐름을 감독할 수 있는 '외부검토품관 등록 및 관리 규정'을 마련하여 신뢰성을 높이고 있다. 또한, 2021년 금융위원회와 환경부가 '녹색금융 추진계획'을 발표하면서 ① 공공부문의 역할 강화, ② 민간금융 활성화, ③ 녹색금융 인프라정비의 12대 실천과제를 통해 2050 탄소중립의 실현을 계획·추진 중이다.

ESG 평가와 관련해서는 ESG 평가시장의 투명성과 신뢰성 제고방안의 일환으로 2023년 「ESG 평가기관 가이드스」¹⁹⁾²⁰⁾를 제정하였다. 또한, 정부는

18) IFRS재단이 국제 표준 지속가능성 공시 기준을 제정하기 위하여 '21.11월 국제지속가능성기준위원회(International Sustainability Standards Board, ISSB)를 설립하고, 우리나라는 이를 반영하고 적용하기 위해 한국회계기준위원회 산하에 KSSB를 설립하였다. KSSB는 ISSB의 지속가능성공시기준을 국내에 적용하기 위해 공시기준을 마련하고 있다.

19) 정부, 한국거래소, 자본시장연구원의 지원 아래에 국내 주요 ESG평가기관 3개社(한국 ESG기준원, 한국ESG연구소, 서스틴베스트)는 '자율규제'로서 「ESG 평가기관 가이드스」(이하 '가이드스')를 마련하여 운영하기로 하고 ESG 평가시장의 투명성과 신뢰성 제고방안을 발표하였다. 출처: 금융위원회 홈페이지, <https://www.fsc.go.kr/>, (최종 검색: 2023.10.31.)

ESG 평가시장뿐만 아니라, 「ESG 공시 - 평가 - 투자」로 이어지는 ESG 생태계 전반에 대한 제도적 기반을 마련해 나갈 계획을 수립 중에 있다.

〈표 II-7〉 한국의 ESG 금융 정책

부서	연도	ESG 금융 정책
관계부처 합동	2020	• 녹색금융 TF 발족(금융위원회, 환경부, 정부부처, 유관기관, 정책금융기관, 민간금융기관, 자문단 등으로 구성) • 녹색채권가이드라인(K-GBG) 제정(환경부, 금융위원회, 한국환경산업기술원, 한국거래소 공동), (2022년 개정)
	2021	• 관계부처 합동 「K-ESG 가이드라인」 배포
	2023	• 「공급망 실사 대응을 위한 기업 지원방안」의 계획 착수
기획재정부	2021	• 「ESG 인프라 확충방안」 발표
	2022	• 「ESG 인프라 고도화 방안」 발표
	2023	• 민관합동 ESG 정책협의회 출범 및 진행
환경부	2020	• 「한국형 녹색분류체계(K-Taxonomy)」 가이드라인 발표, (2022년 개정)
	2023	• 「한국형 녹색채권 가이드라인」 개정을 통해 「한국형 녹색채권 외부검토 기관 등록 및 관리」 규정
한국거래소	2017	• 기업지배구조 공시제도 도입('19년부터 자산 2조원 코스피 상장사로 보고 의무화, 2023년 개정)
	2020	• 지속가능채권 전용 세그먼트 오픈
	2021	• 「ESG 정보공개 가이드」 마련 • 「지속가능보고서」 공시 의무화 계획을 발표 • (1단계) 자율공시 → (2단계 : '25년~) 자산 2조원 이상 코스피 상장사 의무 → (3단계 : '30년~) 코스피 상장사 의무 등 단계별로 지속가능보고서 공시를 의무화할 계획 • 「지속가능보고서」 공시 의무화 계획을 발표 • ESG 금융 정보 플랫폼인 「KRX ESG 포털」 서비스 개시
금융위원회	2021	• 「2021년 녹색금융 추진계획(안)」 발표
	2023	• 「ESG 평가기관 가이드」 마련 • 「기업지배구조보고서 가이드라인」 개정

주 1) 관계부처에서 조직한 위원회, 규정 제정 및 배포한 정책 위주로 소개하고, 일상 업무활동은 제외

주 2) 출처 : 각 부처 홈페이지를 통해 저자 정리, (최종검색: 2023.10.31.).

20) 자세한 「ESG 평가기관 가이드」의 내용은 〈부록〉 참조.

바. 소결

본 절에서는 ESG 투자 환경에 적용되고 있는 개별 규정의 목적 및 내용과 제정의 진행 상황을 확인하기 위하여, 우선 글로벌 ESG 금융 정책 동향을 살펴보고 ESG 투자 현황을 확인하였다. 이를 위해 주요 대륙의 유럽(EU, 영국), 북미(미국, 캐나다), 아시아(한국, 일본)의 ESG 금융 정책을 검토한 결과는 다음과 같이 정리될 수 있다.

첫째, 글로벌 주요 국가의 ESG 정책은 2015년 UN의 SDGs 의제 결의와 파리협정 이후 본격적으로 마련된 것으로 확인된다. ESG의 범위가 넓고 다양하기 때문에 ESG 요소와 관련된 개별적 법률은 있을 수 있겠으나, 지속가능 및 ESG를 포괄하여 기업 및 투자자에게 적용되기 위한 규정은 비교적 최근에 마련된 것이다. 이에 국가별로 가지고 있는 ESG 환경 여건에 따라 ESG 정책의 일부인 ‘ESG 금융’을 위한 규정 마련도 진행 상황이 각기 다른 것으로 사료된다.

둘째, EU를 필두로 만들어지는 ESG 정책들(ex: 분류체계, 공시법 등)이 글로벌 자본시장의 ESG 규제 환경 조성 중인 것으로 확인된다. 여기서 특징적인 것은 ESG 관련 규정의 도입을 선제적으로 시행한 국가일수록 강경한 법적체계로 ESG 제도 환경을 만들어 가고 있다는 점이다. 북미나 유럽 국가들이 경성법(hard law) 위주의 법적 구속력 있는 조항으로 규제를 통해 ESG 금융 정책을 마련하고 있다. 상대적으로 유럽이나 북미에 비해 ESG 제도 구축이 최근에 와서야 시작된 우리나라와 일본은 아직까지는 자발적 참여를 유도하는 연성법(soft law) 위주로 ESG 금융 정책을 실행하고 있다. 경성법을 마련하고 있는 유럽의 경우 규정 마련의 초기에는 규제 적용을 위한 참조기간(reference period)을 두고 세부규칙을 적용하고 있다. 이에 연성법으로 ESG 정책을 마련하고 있는 국가들도 향후에는 관련한 사항을 법적 구속력을 가진 규제들을 마련할 것으로 사료된다.

셋째, 우리나라의 경우 EU의 ESG 정책에 동반하여 적기에 ESG 환경을 조성하고 있는 것으로 확인된다. 특히, 투자자가 신뢰할 수 있는 투명한 ESG

공시 환경을 구축하기 위해, 금융위원회는 기업의 ESG 공시 의무화 규정을 마련하였으며, 이를 위한 ESG 공시기준의 가이드라인을 수립 중에 있다. 또한, ESG 생태계에서 금융 환경을 조성하기 위하여 한국거래소의 ‘사회책임 투자채권’에 대한 상장 채권시장을 마련하여 ESG 금융 활성화에 기여하고 있는 것으로 보인다.

넷째, ESG 금융 정책은 기후변화 위험 및 녹색전환을 중심으로 정책이 마련되고 있다는 점이다. 앞서 논의한 바와 같이 ESG 금융 정책이 기후변화 위험을 강조하는 파리협정 이후 제도 변화가 급격하게 진행됨에 따라 에너지 전환사회를 대비하여 에너지 전환 투자에 대한 정책들이 다양하게 제시되고 있다. EU는 분류체계를 가장 선두로 규정하고 녹색채권 기준을 입법하고, 미국은 IRA에 에너지 전환 가속화 내용을 포함하고 있으며, 영국 및 캐나다 또한 녹색금융을 위한 개별 정책들을 우선적으로 마련하고 있다. 우리나라와 일본도 ESG 금융 중 ESG 채권 관련 지침을 가장 먼저 수립하였다.

상기 정리한 바와 같이 ESG 금융 정책은 ESG 제도의 마련이 최근에 이루어짐에 따라 각기 진행상황에 차이가 있는 것으로 보인다. 유니버설 오너인 국민연금기금은 글로벌 ESG 금융 정책을 예의주시하며, 이에 동반한 자산운용 정책을 지속적으로 개선할 필요가 있는 것으로 판단한다. 대부분 위탁운용으로 이루어지는 해외투자는 개별국가에 적용되는 ESG 정책에 따라 유사상품이라고 하더라도 ESG 투자 범주가 달라질 수 있다.

마지막으로 ESG 금융정책은 기금 고유의 ESG 평가체계에 영향을 줄 것으로 예상된다. 현재 상황에서 국내주식 및 채권의 직접운용에 한하여 적용되고 있는 기금 고유의 ESG 평가는 향후 국내 ESG 금융 정책에 따라 평가지표 등 기타 제반 상황에 변화를 맞이할 수 있다. 일례로 금융위원회가 마련한 「ESG 평가기관 가이드스」 4. 평가체계 공개 부분에는 ESG 평가를 실시하는 기관은 ESG 평가 방법론을 최대한 투명하게 공개함을 권고하고 있다. 구체적으로 ‘평가방법론은 원천데이터의 수집, 평가지표, 가중치 설정 등의 내용을 포함’해야 함을 명시한다. 또한, 현재 KSSB의 한국형 ESG 공시기준에

따라 기업이 공개하는 ESG 공시지표가 정착될 경우 기업 공시에 동반하여 국민연금기금의 ESG 평가지표에도 개정이 요구될 수 있다.

2. ESG 투자 동향

가. 글로벌 지속가능 투자자산 규모

앞 소절에서 살펴본 바와 같이 2020년 COVID-19를 전후하여 글로벌 ESG 정책이 대거 수립됨에 따라 국가별 지속가능 투자자산 보고에 큰 변화가 나타났다. ESG 금융과 관련한 그린워싱(greenwashing)²¹⁾을 방지하고자 2021년 EU의 「지속가능금융공시규정(SFDR)」이 금융기관에 요구되고, 미국의 「Name Rule」 신설됨에 따라 금융기관의 지속가능 투자자산의 공시가 쉽지 않은 상황이다. 또한, COVID-19 이후에 저성장-고인플레이션이 장기화 중이고, 러시아-우크라이나 전쟁에 기인한 에너지 수급의 불안 등에 따라 현재는 지속가능 금융시장의 확대가 과도기 상태에 놓여있다.

GSIA(2023)는 현 상황을 지속가능 금융시장이 성숙해지고 있는 시기라 강조한다. EU에서 시작된 ESG 금융 규제 마련으로 그린워싱을 방지하기 위해 글로벌 금융시장은 지속가능 금융자산을 정의하는 방법과 그 기대치를 재설정하고, 시장이 더욱 일관되고 투명하게 유지될 수 있도록 기준(standard)을 설정하는 데 주력하고 있다. 또한, 이러한 결과로 그린허싱(Greenhushing)²²⁾이 생겨나 일부 금융사들은 ESG 관련 사항을 소극적으로 공개하고 있으며, 일각에서는 지속가능 투자자산의 측정 방법론을 수정하고 있다. 이에 GSIA와 CFA연구소, UNPRI가 협력하여 책임투자 전략과 관련한 용어의 통일을 위한 작업에 착수한다.²³⁾

21) 그린워싱이란, 친환경적 특성을 허위·과장해 상품을 광고 또는 홍보하거나 포장하는 등의 행위로 사용되었으나, ESG 확대 이후 친환경 녹색 활동이 아닌데 녹색임을 표시하고 이윤을 추구하는 ‘녹색위장행위’를 그린워싱으로 통용하고 있다.

22) 그린허싱이란, ‘Green’과 ‘Hushing’의 조합어로 의도적으로 ESG와 관련한 목표 및 성과를 과소하게 보고하거나 숨기는 것을 의미한다.

〈표 II-8〉은 새롭게 정의한 ‘책임투자 접근 방식(Responsible investment approaches)’의 정의를 나타낸 것이다. 기존 7가지 책임투자 전략의 분류를 크게 투자 접근 방식(Investment Approaches)과 스크리닝 접근 방식(Screening Approaches)으로 구분하여, 기존에 ‘책임투자 전략(Responsible investment strategies)’으로 정의하였던 것을 ‘접근 방식’ 개념을 도입하여 책임투자 전략 간 상호배타적 관계가 아닌 상호 조합되어 사용될 수 있는 것으로 개념을 재정립하였다.

기존의 책임투자 전략 7가지에서 스크리닝(Screening) 전략의 3개를 스크리닝 접근 방식으로 구분하고, 투자 접근 방식은 3가지 스크리닝 전략을 하나의 스크리닝 투자로 묶어 스크리닝, ESG 통합(ESG integration), 테마 투자(Thematic investing), 수탁자책임 (Stewardship), 임팩트 투자(Impact Investing) 5가지로 분류한다.

23) 이는 2021년 11월 국제증권위원회기구(IOSCO)가 “글로벌 투자업체가 업계 전반에 걸쳐 일관성을 보장하기 위해 책임투자 접근 방식을 포함해 공통의 지속가능 금융 관련 용어 및 정의를 개발해야 한다”고 강조함에 따라 관련 ESG 정의를 통일하는 작업에서 착수되었다.

〈표 II-8〉 책임투자의 접근방식 정의

Panel A: 투자 접근 방식(Investment Approaches)	
유형	정의
1. 스크리닝 (Screening)	투자의 허용 여부를 정의된 기준에 따라 적용하는 방식
2. ESG 통합 (ESG integration)	위험 조정 수익을 개선하기 위한 목적으로 투자 분석 및 의사 결정 프로세스 내에서 ESG 요소를 지속적으로 고려하는 방식
3. 테마 투자 (Thematic investing)	특정 트렌드에 접근하기 위해서 투자자산을 선택하는 방식
4. 수탁자책임 (Stewardship)	고객과 수혜자의 이익이 좌우되는 공통의 경제적, 사회적, 환경적 자산을 포함하여 고객과 수혜자의 전반적인 장기적 가치를 보호하고 향상시키기 위해서 투자자의 권리와 영향력을 행사하는 방식
5. 임팩트 투자 (Impact Investing)	재정적 수익과 함께 긍정적이고 측정 가능한 사회적 및/또는 환경적 영향을 창출하려는 의도로 투자하는 방식

Panel B: 스크리닝 접근 방식(Screening Approaches)	
유형	정의
1-1. 규범 기반 스크리닝 (Norms-Based Screening)	UN, ILO, OECD 및 NGO(예: 국제 투명성기구)에서 발행한 것과 같은 국제 규범을 기반으로 하는 비즈니스 또는 발행자 관행의 최소 표준에 따라 투자를 심사하는 방식
1-2. 네거티브/투자제한 스크리닝 (Negative /Exclusionary Screening)	투자할 수 없는 것으로 간주되는 활동을 기반으로 특정 부문, 회사, 국가 또는 기타 발행자의 펀드 또는 포트폴리오에서 제외하는 방식. 제외 기준(규범과 가치에 기초)은 제품 범주(예: 무기, 담배), 기업 관행(예: 동물 실험, 인권 침해, 부패) 또는 논쟁 등을 참조할 수 있음
1-3. 포지티브/동종업계 우수기업 스크리닝 (Positive/Best in Class Screening)	동종 업계에 비해 긍정적인 ESG 성과를 보이고 정의된 기준치 이상의 등급을 달성한 부문, 기업 또는 프로젝트에 투자하는 방식

출처) GSIA, 「Global Sustainable Investment Review 2022」(2023.11.29.)

〈표 II-9〉 글로벌 지속가능 투자자산

Panel A: 글로벌 지속가능 투자자산 규모 및 성장률

지역	2016년	2018년	2020년	2022년
유럽	12,040	14,075	12,017	14,054
캐나다	1,086	1,699	2,423	2,358
오세아니아	516	734	906	1,220
일본	474	2,180	2,874	4,289
Sub-total	14,115	18,688	18,220	21,921
변동(%)		32%	-3%	20%
미국	8,723	11,995	17,081	8,400
Total	22,838	30,683	35,301	30,321
변동(%)		34%	15%	n/a

Panel B: 글로벌 지속가능 투자자산의 지역별-기간별 성장률

지역	기간별 성장률				8년 연평균 성장률
	'14~'16	'16~'18	'18~'20	'20~'22	
유럽	12%	11%	-13%	31%	4%
캐나다	49%	42%	48%	-5%	15%
오세아니아	248%	46%	25%	30%	30%
일본	6692%	307%	34%	59%	122%
미국	33%	38%	42%	-51%	3%

Panel C: 지역별 총관리 자산 대비 지속가능 투자자산의 비율

지역	2014년	2016년	2018년	2020년	2022년
유럽	59%	53%	49%	42%	38%
캐나다	31%	38%	51%	62%	47%
오세아니아	17%	51%	63%	38%	43%
일본		3%	18%	24%	34%
미국	18%	22%	26%	33%	13%

주 1) Panel B의 8년 연평균 성장률은 2014년부터 2022년까지 기간의 연평균임

주 2) 단위: 십억 USD, 출처: GSIA, 「Global Sustainable Investment Review 2022」

〈표 II-9〉의 Panel A는 글로벌 지속가능 투자자산의 규모를 나타낸 것이다.²⁴⁾ 글로벌 지속가능 투자자산(Global sustainable investment assets, 지속가능 투자자산)의 규모는 2020년 35조 3,010억 달러까지 증가 추세를 보였으나, 2022년 기준 30조 3,210억 달러로 감소한 것으로 확인된다(GSIA, 2023).²⁵⁾

수치상 2020년 대비 2022년에 감소한 것으로 보이나 이는 국가별 ESG 정책 변화에 동반하여 방법론 및 공시 성향이 달라져 해석에 유의할 필요가 있다. 이에 GSIA(2023)는 예년 수치와의 절대비교로 해석하는 것에 주의할 것을 강조한다. 이러한 변화의 전조는 ESG 금융에 가장 적극적인 유럽의 동향을 통해 선제적으로 확인할 수 있는데, 유럽의 경우 2018년을 정점으로 2020년 감소하고, 2022년 14조 540억 달러로 소폭 증가한 것으로 나타났다. 유럽의 경우 지속가능 투자자산의 규모가 다시 증가한 것으로 보일 수 있으나, 〈표 II-9〉의 Panel C에서 보는 바와 같이 유럽 내 전체 총관리 자산 대비 지속가능 투자자산의 비율은 계속해서 감소추세에 있는 것을 확인할 수 있다. GSIA(2023)는 유럽의 경우 과거의 증가 추세에 비해 낮은 시장 성장을 보이는 것에 대해 지속가능투자의 정의 및 접근 방식의 변화에 따라 이의 공시가 보수적으로 변했기 때문이라 보고하고 있다.

북미(미국, 캐나다)의 지속가능 투자자산은 규모부터 감소한 것으로 확인된다. 〈표 II-9〉에서 보는 바와 같이 대표적으로 미국의 경우, 자산의 규모는 최근 2년간 51% 감소하고, 2022년 기준 미국 내 총관리 자산 대비

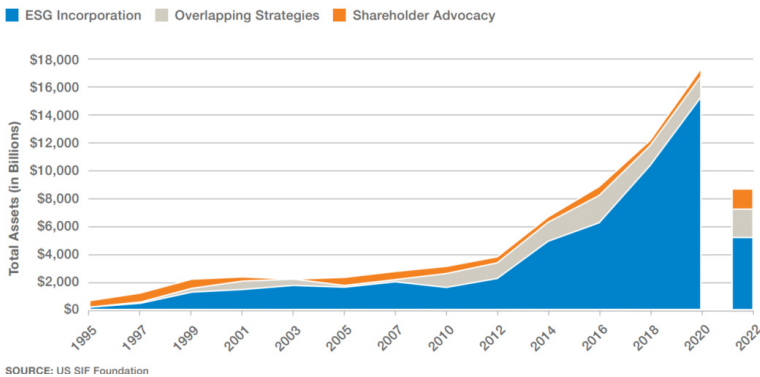
24) GSIA의 보고서 상 수치의 기준 시점은 일본은 공시연도 3월 말 기준이고, 나머지 지역은 전년도 말이다. 이에 표에는 2022년으로 구분되어 있으나 이는 2021년말 수치다. 따라서 본 소절의 본문에 다른 표현이 없으면 지속가능투자 자산규모는 공시연도 기초 시점 자산규모이다.

25) 본 소절 가. 글로벌 지속가능 투자자산 규모의 내용은 GSIA(2023) 보고서의 내용을 상당 부분 인용하여 보고한다. GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)는 미국(US SIF), 유럽(Eurosif), 영국(UKSIF), 캐나다(Ria), 네덜란드(VBDO), 오세아니아(riaa), 일본(SIF)와 같은 자본시장 주요 국가의 지속가능투자 협회들을 회원으로 구성한다. GSIA는 개별 지속가능투자 협회의 회원들(금융사 등)의 정보로 집계한 지속가능 투자자산의 규모를 2년에 한번씩 총계하여 보고서를 출간하고 있다.

지속가능투자 자산의 규모가 13%로 2020년 대비 20%p 감소한 것으로 보고되었다.

[그림 II-2]는 1995년부터 2022년까지 미국의 지속가능 투자 자산의 규모를 나타낸 것이다. 살펴보면, 2020년 17조 810억 달러(USD)까지 기록하다 2022년에는 8조 4,090억 달러로 절반 이하까지 급감한다.²⁶⁾ 이에 대해 US SIF(2022)는 EU의 SFDR 규정을 따르는 공시 요건이 강화되어 미국 내 지속가능 투자자산을 집계하기 위한 방법론이 변경되었기 때문이라 설명하고 있다.²⁷⁾

[그림 II-2] 미국 지속가능 투자자산 규모(1995-2022)



주 1) 출처: US SIF, 2022, 「REPORT ON US SUSTAINABLE INVESTING TRENDS」

오세아니아의 경우, 2020년 9,060억 달러에서 2022년 1조 2,200억 달러로 성장한 것으로 나타났다. 2020년 보고 기간 중 방법론 변경으로 총관리 자산 대비 지속가능 투자자산의 비율이 63%에서 38%로 감소(<표 II-9> Panel C 참조)했으며, 2022년 보고 기간에는 43%로 증가하면서 완만하게 반등한

26) US SIF(2022)의 지속가능금융자산의 공사에서 금융자산의 규모는 공시 전년도 말의 투자자산 규모로 측정한다.

27) 캐나다의 지속가능 투자자산 규모는 2020년에 2.4조 달러를 기록하였으나 2년 후에는 소폭 감소한 2.3조 달러로 확인된다.

것으로 확인된다. 이는 앞 소절에서 소개하지는 않았으나, 2021년 이후 호주와 뉴질랜드 내 「지속가능 금융 로드맵」이 수립됨에 따라 그 규모가 점진적으로 확대된 것으로 사료된다.

일본의 경우, 2년 단위로 보고되는 GSIA의 보고에서는 지속가능 투자 자산의 규모가 2020년 2조 8,740억 달러에서 2022년 4조 2,890억 달러로 증가 추세인 것으로 보인다. 이에 반해, 1년 단위로 지속가능 투자자산을 보고하는 JSIF(2022)를 살펴보면 감소 추세인 것으로 확인된다. JSIF(2022)는 지속가능 투자자산의 규모를 2021년 514조 500억 엔(JPY)까지 기록하다 2022년에는 4% 감소한 493조 5,977억 엔으로 보고한다. 이를 위하여 일본 금융청은 EU의 SFDR 규정 요건 관련 금융기관 공시 제도기반을 마련 중이다.

[그림 II-3]의 Panel A는 2022년 글로벌 지속가능 투자자산 중 국가별로 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 앞서 설명한 바와 같이 국가별 측정 방법론에 따라 보고값에 차이는 있을 수 있으나, 그림에도 유럽이 46%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 50% 이상 급감한 미국의 경우 28%로 그 다음 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다.²⁸⁾

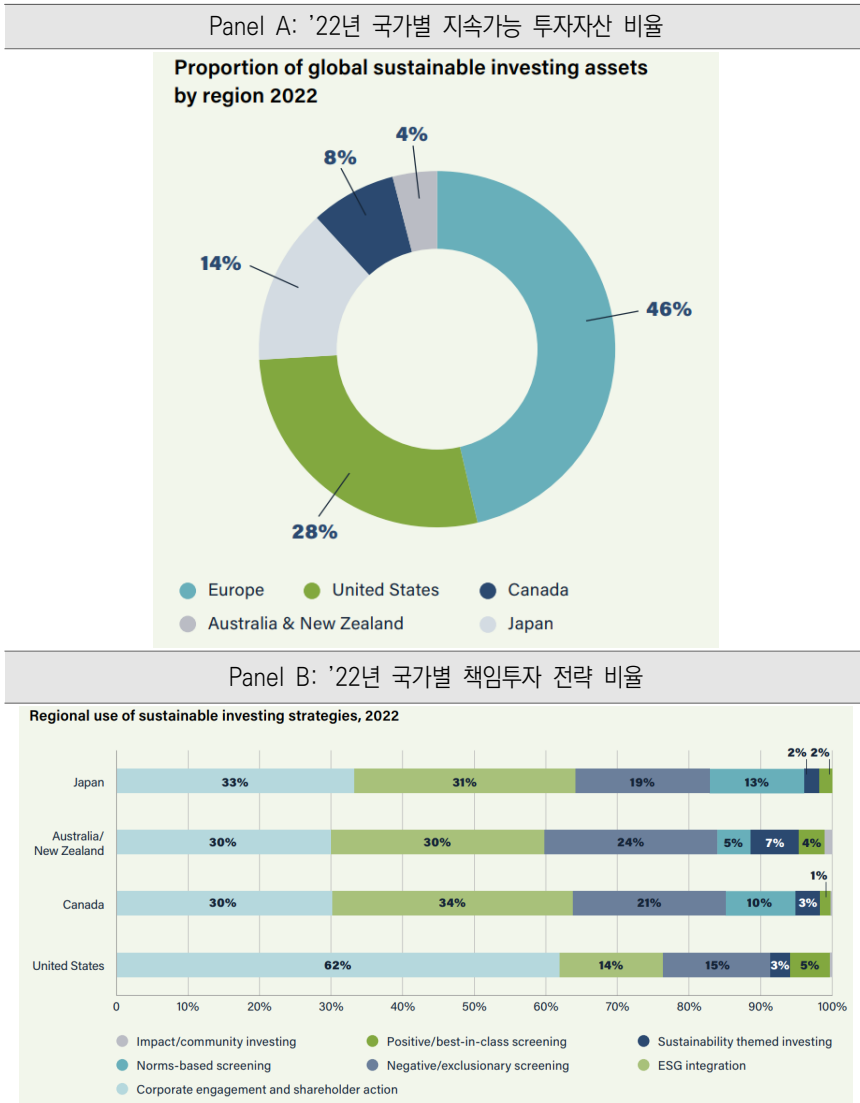
[그림 II-3]의 Panel B는 2022년 국가별 책임투자 전략 비율을 나타낸 것이다.²⁹⁾ 과거 2018년은 네거티브 스크리닝 전략, 2020년의 경우 ESG 통합 전략이 가장 높은 비중을 차지하였으나, 2022년에는 수탁자책임 전략이 가장 선호되는 책임투자 전략으로 나타났다. 이에 시기별로 지속가능 투자에 대한 책임투자 전략의 접근 방식에 지속적인 변화가 있는 것으로 확인된다(GSIA, 2023). 구체적으로, 미국의 경우 수탁자책임 62%, 네거티브 스크리닝 15%, ESG 통합투자 전략 14% 순으로 보고하고 있는 것으로 확인된다. 나머지 국가의 경우 수탁자책임과 ESG 통합 전략을 각각 약 30%의 비율로 구사하고

28) 2020년 GSIA 「Global Sustainable Investment Review」에서는 미국이 48%, 유럽이 34% 비중을 보고하였다.

29) 유럽의 경우, 2022년 GSIA 「Global Sustainable Investment Review」에 책임투자 전략비율을 공개하지 않았으나, 2020년 보고서에서는 네거티브 스크리닝, 수탁자책임, ESG 통합의 순서로 ESG 전략을 구사하고 있음을 보고하였다.

있으며, 나머지는 약 20% 비율로 네거티브 스크리닝 전략을 적용하고 있는 것으로 확인된다.

[그림 II-3] '22년 국가별 지속가능 투자자산 및 책임투자 전략 비율



주 1) 단위: %, 출처: GSIA, 「Global Sustainable Investment Review 2022」

나. 글로벌 ESG 채권 현황

지속가능 금융자산에 비해 상대적으로 ESG 채권은 그 발전의 동향이 가시적이다. ESG 채권은 ESG 목표와 관련된 프로젝트에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행되는 채권으로 지속가능금융채권, 책임투자채권 등으로 통용되고 있다. 국내에서는 KRX 상장 ESG채권을 ‘사회책임투자채권’으로 명칭한다. ESG채권의 종류에는 녹색채권, 사회적채권, 지속가능채권, 지속가능연계채권 등이 있다.³⁰⁾

ESG 채권은 2014년 국제자본시장협회(International Capital Markets Association, ICMA)에서 녹색채권 원칙이 처음 발표되고, 이후 사회적채권, 지속가능채권으로 분화되면서 그 명확한 발행 규모의 추산이 가능해졌다. 글로벌 ESG 채권의 경우 ICMA와 같은 인증제도를 거쳐 발행되는 경우가 90% 이상이다.³¹⁾ 우리나라의 경우도 ICMA 원칙과 ‘한국형 녹색채권 가이드라인’ 등을 적용하여 채권을 발행한다.

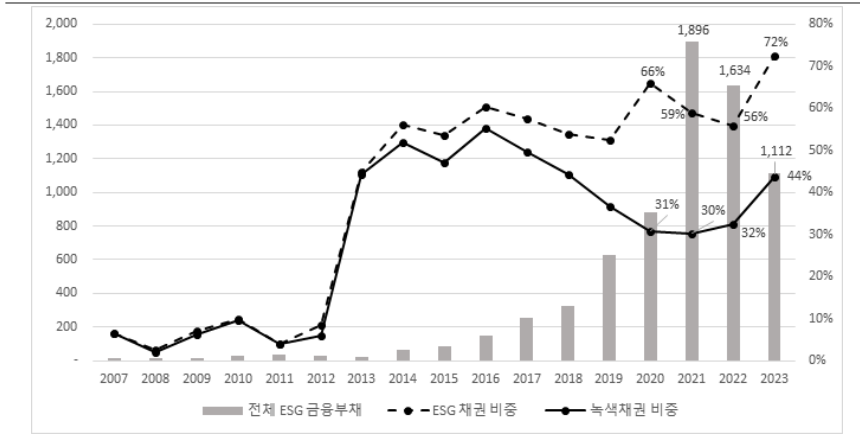
[그림 II-4]는 글로벌 ESG 금융부채와 ESG 채권 등의 추이를 나타낸 것이다. ESG 금융부채(Debt)에는 ESG 채권을 포함한 ESG 관련 대출(Loan), ESG 증권(Securitized) 등의 금융상품이 다양하게 존재한다. 이중 ESG 채권은 2021년 정점 이후 2023년에 ESG 금융부채 대비 72%를 차지하고, 이중 녹색채권은 ESG 금융부채 대비 44%인 것으로 확인된다. 이 같은 추이는 2021년 이후 ESG 금융상품 출시에 국제적 인증 요구 등 규제 정책이 적용되어 기타 ESG 금융부채가 감소한 것 대비 ESG 채권의 경우 확립된 인증절차에

30) 녹색채권(Green Bond, 그린본드): 신재생에너지 등 친환경 프로젝트나 사회기반시설에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권, 사회적채권(Social Bond, 소셜본드): 사회가치 창출 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권, 지속가능채권(Sustainability Bond): 환경 친화적이고 사회가치를 창출하는 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권, 지속가능연계채권(Sustainability-Linked Bond): 발행기관이 사전에 정한 지속가능(ESG) 목표 달성 여부에 따라 재무적·구조적 특성이 변경될 수 있는 채권을 의미한다. 출처: KRX 사회책임투자채권 홈페이지, <https://sribond.krx.co.kr/>, (최종검색: 2023.10.31.)

31) 출처: Bloomberg Intelligence, (최종검색: 2023.10.31.)

따라 상대적으로 그 감소폭이 낮기 때문인 것으로 사료된다.

[그림 II-4] 글로벌 ESG 금융부채 추이



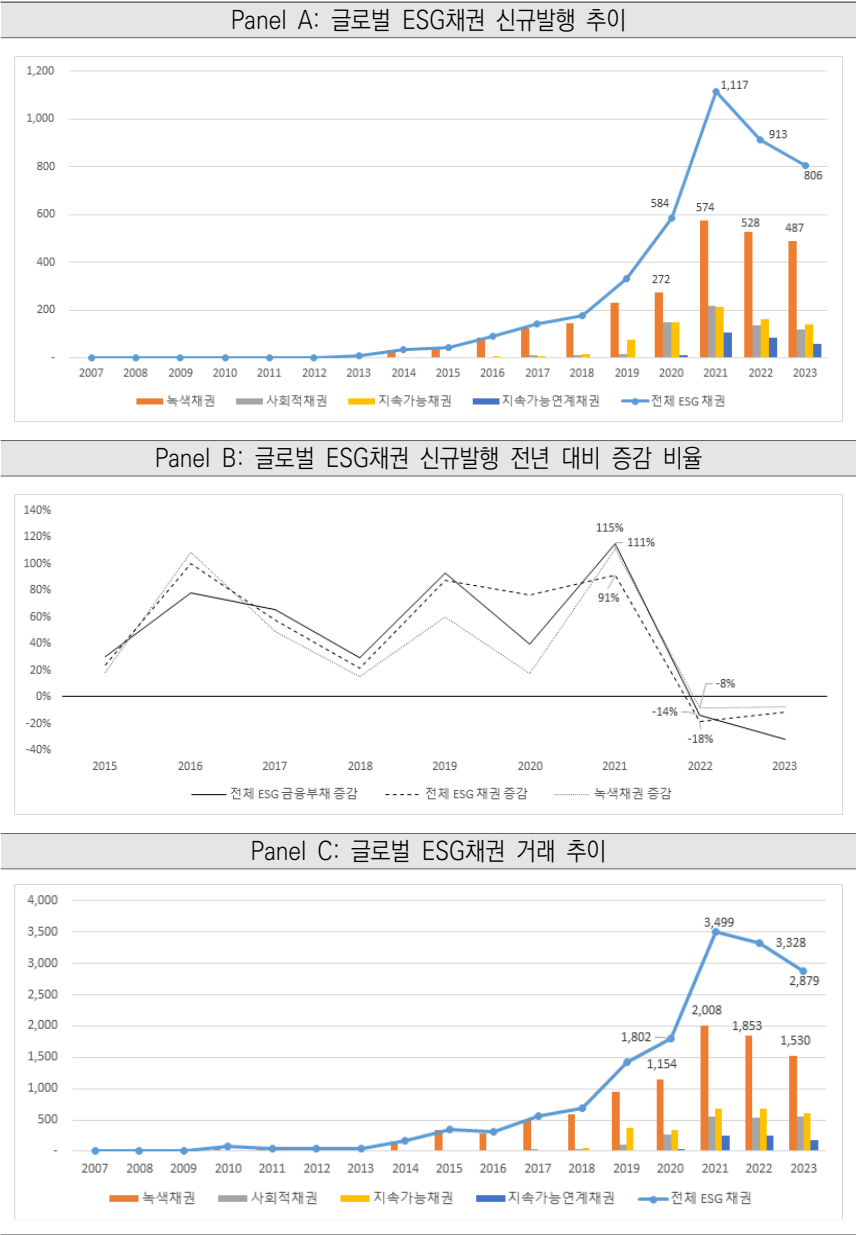
주 1) 시점은 연도 말 기준이며, 2023년은 10월 말 기준임

주 2) 단위: 십억 USD, 출처: Bloomberg (최종검색: 2023.10.31.)

[그림 II-5]의 Panel A는 최근까지 글로벌 ESG 채권의 신규 발행의 규모 추이를 나타낸 것이고, Panel B는 글로벌 ESG채권 신규발행 전년 대비 증감 비율을 나타낸 것이다. 글로벌 ESG 채권의 신규 발행금액은 역시 2021년 정점(1조 1,170억 달러) 이후 2022년말 9,130억 달러(USD)로 신규발행액은 전년 대비 18% 감소한 것으로 나타났다. 이는 최근 2023년 10월말 기준 8,060억이 발행되어 감소추세다. 2021년 발행의 급성장은 2020년 7월에 EU 택소노미가 발표와 이에 따른 유럽연합 집행위원회의 녹색채권 신규발행에 동반한 글로벌 금융시장의 ESG 열풍에 대한 결과로 사료되며, 이후 감소 추세는 2022년 인플레이션을 동반한 금리인상에 따라 전체 채권의 발행이 전년 대비 24% 감소한 것에 대한 결과로 확인된다(ICMA, 2023).³²⁾

32) 출처: ICMA, 「ICMA Quarterly Report」 (2023.1.11.).

[그림 II-5] 글로벌 ESG채권 추이



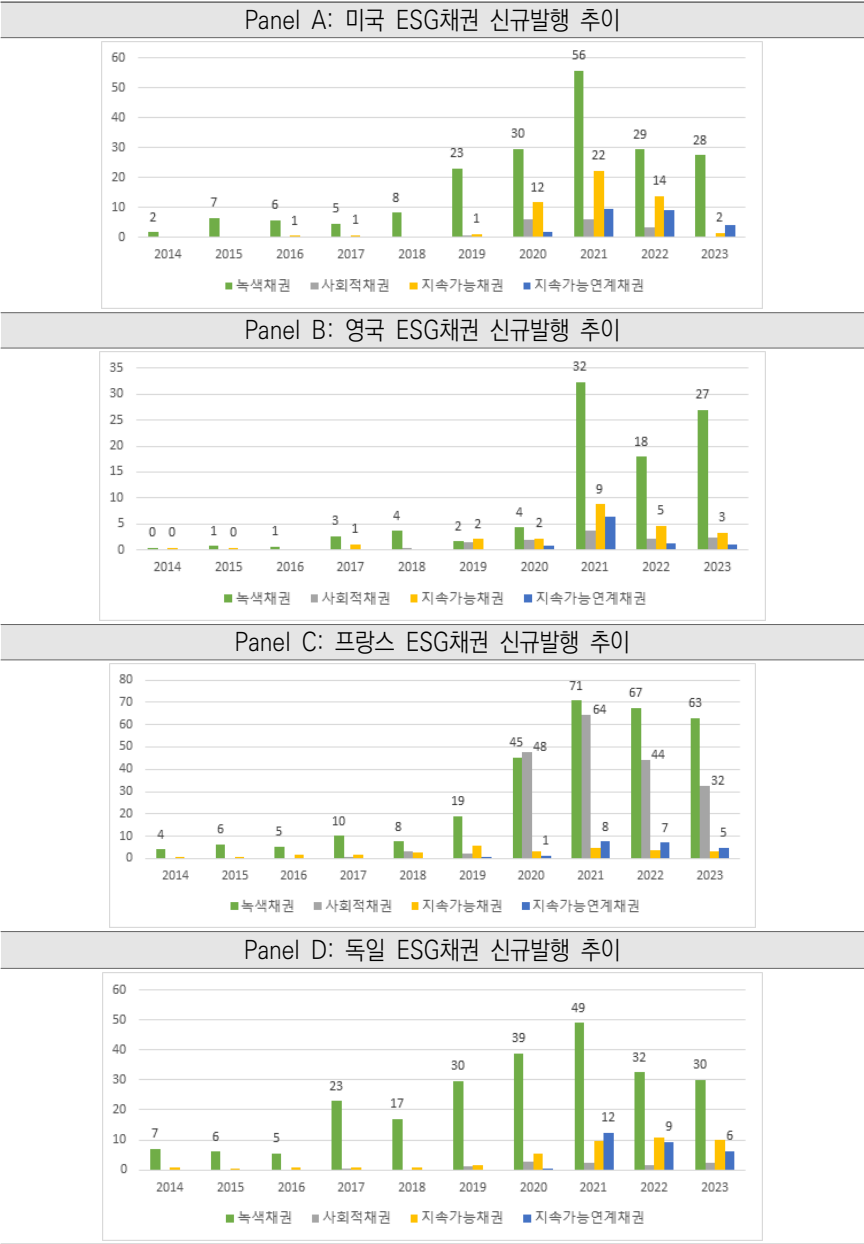
주 1) 시점은 연도 말 기준이며, 2023년은 10월 말 기준임
주 2) 단위: 십억 USD, 권, 출처: Bloomberg (최종검색: 2023.10.31.)

채권별로 녹색채권의 신규발행 규모는 2021년에 전년 대비 2배 이상 성장한 이후 2023년 10월말까지 감소 추세이나, 전체 ESG채권 신규발행의 약 50%를 차지하고 있다. 사회적채권과 지속가능채권은 글로벌 국가들의 정부차원의 COVID-19 관련한 국공채의 발행이 종료되면서 2023년 10월말에 1,180억 달러와 1,140억 달러로 발행이 축소되고, 2021년 대비 약 46%와 34% 감소한 것으로 나타났다. 지속가능연계채권은 2019년 최초 발행³³⁾되고 2020년 ICMA의 지속가능연계채권 원칙 수립에 따라 2021년 해 발행 규모가 1,080억 달러까지 전년 대비 9배 이상 증가하여 ESG채권 신규발행의 약 10%를 차지하였으나, 2023년 10월 말 발행규모가 589억 달러로 2021년 대비 약 46% 감소한 것으로 확인된다. [그림 II-5]의 Panel C는 채권시장에 유통되고 있는 글로벌 ESG채권 거래 추이를 나타낸 것이다. 채권 거래도 발행 추이와 유사하게 2021년 이후 감소하고 있는 추세다.

[그림 II-6]은 앞서 글로벌 채권시장의 급감이 주요국들에서 어떻게 나타나는지 확인하기 위해 나타낸 것이다. 이를 위해 G7 국가 중 ESG 채권 발행 규모가 큰 미국, 영국, 프랑스, 독일의 연도별 ESG채권 신규발행 추이를 확인한다. 녹색채권의 경우, 미국은 2021년을 정점으로 차기에는 정점 이전 수준으로 복귀하였으나, 유럽국가에서는 특히 프랑스의 경우, 감소추세임에도 불구하고 녹색채권 신규발행이 2023년 10월 말 기준 다른 국가의 2배가 넘는 것으로 확인된다. 사회적채권의 경우, 다른 국가들에 비해 특히 프랑스에서 그 발행이 높은 것으로 확인된다. 지속가능채권의 경우, 미국은 코로나 이후 급감하여 2023년에 신규발행이 매우 저조한 것으로 보이고 독일의 경우 그 발행 규모를 계속해서 유지하는 것으로 나타났다. 2020년부터 발행되기 시작한 지속가능연계채권의 경우 독일에서 가장 그 발행이 적극적인 것으로 확인된다.

33) 지속가능연계채권(SLB)은 2019년 이탈리아 enel Group에서 최초로 발행하였다.

[그림 II-6] 주요국의 ESG채권 추이



주 1) 시점은 연도 말 기준이며, 2023년은 10월 말 기준임
주 2) 단위: 십억 USD, 출처: Bloomberg (최종검색: 2023.10.31.)

우리나라도 2018년부터 녹색채권을 필두로 국내채권 시장에서 ESG 채권의 발행을 시작하였다. [그림 II-7]은 국내 ESG채권의 발행잔액 규모를 나타낸 것이다. 2023년 3분기말 국내 ESG 채권의 발행잔액(유통 종목수)은 236.1조 원(1,972종목)이다. 채권별로는 녹색채권 약 24.9조 원, 사회적채권 189.8조 원, 지속가능채권 21.2조 원이다. 지속가능연계채권의 경우 2023년 7월에 0.2조 원 규모로 첫발행 되었다.

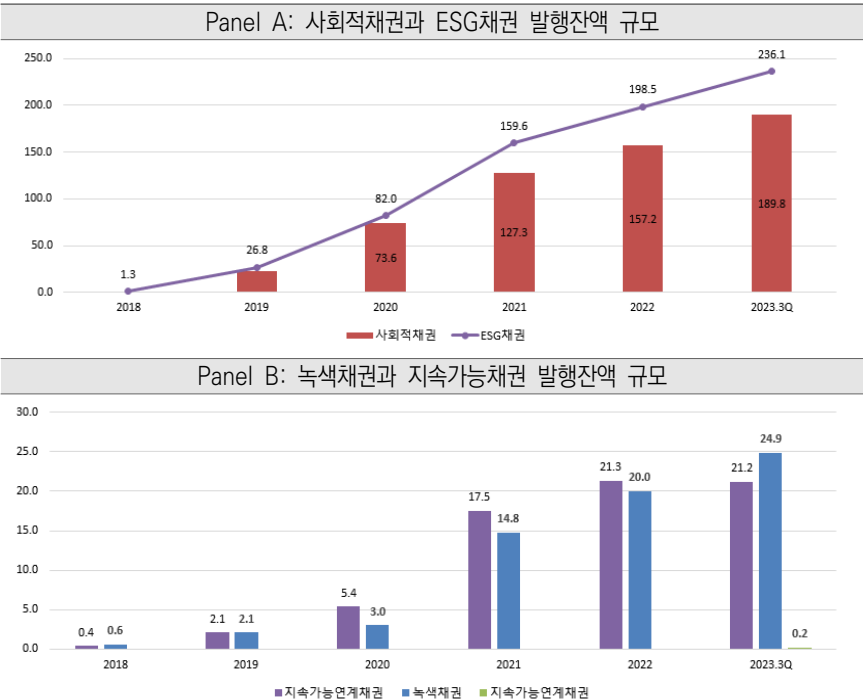
2023년 3분기말 ESG채권 잔액의 발행기관수는 261개(중복제외)로 총 1,972개 채권이 유통되고 있다. 종류별 발행기관과 종목수는 녹색채권 87개 기관과 257종목, 사회적채권 111개 기관과 1,371종목, 지속가능채권 62개 기관과 294종목, 지속가능연계채권 1개 기관 5종목이다.

녹색채권은 2020년 「한국형 녹색채권 가이드라인」이 제정된 이후 2021년 발행량이 대폭 증가하였다. 국내 사회적채권 발행의 대부분은 기존 국가 사회적 사업에 필요한 자금을 조달하기 위해 공기업에서 발행하는 특수채가 대부분이다. 차기 2022년 말까지 91개 기관³⁴⁾이 발행하였으나, 이 중에서 한국주택금융공사가 발행한 채권이 전체 발행금액(약 166조)의 67%, 발행 종목(1,151종목)의 63%를 차지하고 있다. 특수채의 경우 기존에 일반채권으로 발행된 채권이 ESG채권 제도 도입 이후 사회적채권으로 표기되어 발행되고 있는 경우가 대부분이다. 지속가능채권) 국내 지속가능채권 발행의 대부분은 금융기관이 발행하는 채권으로, 저소득층·청년·지역사회 관련 금융서비스가 대부분이다.

현재 녹색채권의 경우 자금의 용도와 배분 계획이 상대적으로 명확한 반면, 지속가능채권의 경우 금융기관이 서민 금융서비스 목적으로 발행하는 경우가 대부분으로 자금의 배분 계획이 명확하지 않음에 따라 이의 후속 조치가 필요한 상황이다. 이에 금융위원회와 환경부는 2023년 ESG 채권 관리에 대한 감시체계를 확립하기 위한 인증제도를 보완 중에 있다.

34) 이 중 신용보증기금 유동화전문으로 명시된 발행기관이 50개이다.

[그림 II-7] 국내 ESG채권 발행잔액 규모



주 1) 단위: 조 원, 출처: KRX 사회책임투자채권 홈페이지, <https://sribond.krx.co.kr>, (최종검색: 2023.10.31.)

<표 II-10> 국내 ESG채권 연도별 누적 발행기관수와 종목수

	녹색채권		사회적채권		지속가능채권		지속가능 연계채권		ESG채권	
	상장 법인	종목	상장 법인	종목	상장 법인	종목	상장 법인	종목	상장 법인	종목
2023.3Q	87	257	111	1,371	62	294	1	5	261	1,972
2022	79	212	91	1,070	65	299			235	1,581
2021	64	15	55	127	56	18			175	160
2020	9	31	9	471	15	44			33	546
2019	8	21	6	170	5	8			19	199
2018	3	3	1	1	1	1			5	5

주 1) 단위: 개, 출처: KRX 사회책임투자채권 홈페이지, <https://sribond.krx.co.kr>, (최종검색: 2023.10.31.)

다. 소결

상기 살펴본 바에 따라 2023년 글로벌 ESG 투자는 현재 과도기 상태로 확인된다. GSIA(2023)가 2022년 글로벌 지속가능 금융투자의 규모를 2020년 35조 3,010억 달러에 비해 약 5조 달러 축소된 30조 3,210억 달러로 보고하였다. 규모 자체만 보면 ESG 금융 투자의 성장세가 정체되어 있는 것처럼 보일 수 있으나, 이의 해석에는 유의할 필요가 있다.

첫째, ESG 위상을 방지하고자 EU의 금융기관 「SFDR」 공시 요건 강화와 미국 내 ESG 금융상품은 최소 80%를 ESG에 투자할 것을 요구하는 「Names Rule」을 제정한 것과 같은 규제 정책으로 ESG 금융시장은 정비 중에 있다. 이에 그린허싱이 파생되어 금융기관이 ESG 투자를 하고 있다고 하더라도 ESG 투자 금액의 보고가 쉽지 않다.

둘째, 글로벌 경제 상황도 ESG 투자에 영향을 미친 것으로 확인된다. COVID-19 이후 나타난 저성장-고인플레이션 경제환경은 지속가능 투자 자산의 상품 개발 및 채권 발행 등을 어렵게 만들고 있는 상황이다. 이러한 경제상황 하에 실제로 2020년 전에 비해 2022년 지속가능 금융투자가 일부 축소된 것으로 사료된다.

셋째, 지속가능 금융투자에 대한 정의와 측정 방법론의 합일점을 찾고 있는 상황이다. GSIA(2023) 보고서에서 나타나는 바와 같이, 지속가능 투자자산의 측정에 있어서도 국가별 정책 마련에 따라 예년과 상이한 결과를 보고하고 있다. 이에 글로벌 지속가능 금융투자의 규모를 예년과 비교할 수 없음을 강조한다. 현재 ‘책임투자’라고 하는 것의 내용과 의미에도 공통되고 일관된 정의가 통용되지 못하고 있는 실정이다. 앞서 살펴본 바와 같이 최근, GSIA와 CFA연구소, UNPRI가 협력하여 책임투자 전략의 정의를 재편하였다. 향후 주요 ESG 협력체의 주도하에 금융 전반에 관련 용어 및 정의가 통일될 것으로 전망한다.

넷째, 최근 감소추세이나 글로벌 ESG채권(특히, 녹색채권) 투자는 비교적 안정적으로 시장이 조성되어 운영 중인 것으로 확인된다. ESG채권은 2014년

일찍이 국제자본시장협회(ICMA)가 ESG채권 발행 절차를 명확하게 하고 관련 시장의 투명성, 공시성, 그리고 완전성을 촉진하기 위하여 그 발행의 요건 및 관리체계에 대한 용어와 정의를 구축하였다. 이후 이를 준용하여 국내뿐만 아니라 글로벌 ESG채권이 발행됨에 따라 해당 시장의 규모 및 추이는 국제 통용된 개념으로 공용하고 있다. 2023년 ESG 채권시장은 경제 여파로 미국 자본시장에서 그 발행이 감소 형국이지만, 유럽에서는 안정적 시장을 유지 중이다. 우리나라의 경우 ESG 채권시장을 운영 중이나 ESG채권 발행 및 관리와 관련한 ESG위험 문제에 직면해 있다. ESG 채권시장에서 특징적인 것은 녹색채권을 필두로 그 시장이 구축되고 있다는 점이다. 2050 탄소중립에 따른 에너지 전환사회에 대한 기대와 노력으로 각국의 에너지 정책이 수립되고 있다. 2023년 G7 정상회담에서도 에너지 전환에 대한 논의가 합의되었다. 이에 녹색채권은 지속적으로 재생에너지 및 전환 프로젝트에 자금조달의 주요한 원천으로 활용될 것으로 판단한다.

상기 논의한 글로벌 ESG 투자 동향에 대해 국민연금기금은 지속적으로 ESG 투자 트렌드를 추적하여 기금정책 및 운용에 적용할 필요가 있다. ESG 금융투자가 현재 과도기 상태임에 따라 이를 반영하여 기금은 국민연금기금에 적합한 ESG 투자 방향을 모색해야 한다.

국민연금기금은 2021년 탈석탄을 선언하고, 이와 관련한 단계적 이행 방안을 마련 중이다. 앞으로 관련한 대내외적인 계획과 이행에 대한 국민연금기금 정책 마련이 더욱 촉구될 것으로 예상된다. 또한, 재생에너지 투자 사업과 관련해서도 향후 대체투자부문에서 국내 재생에너지 인프라사업에 대한 투자 계획 및 성과에 대한 논의가 더욱 구체적으로 요구될 것으로 사료된다. 국민연금기금은 국내투자 비중이 높기 때문에 향후 국가 정책 수립에 동반하여 계획을 수립할 필요가 있다.

Ⅲ. 글로벌 공적연기금의 책임투자

본 장에서는 국민연금기금과 글로벌 공적연기금의 ESG 정책 및 ESG 투자 현황을 살펴본다. 특히, 본 보고서에서 주요하게 살펴보는 ESG 평가에 대해 연기금의 ESG 정책이 투자의사결정 및 성과까지 연결되는 유기적인 관계를 확인한다. 또한, 글로벌 공적연기금과 국민연금기금과의 공통점 및 차이점을 통해 국민연금기금의 ESG 투자 및 평가에 대한 개선방안을 도출한다. 이를 위해 먼저 책임투자에 대한 정의와 개념을 전반적으로 설명하고, 이에 기반하여 연기금의 책임투자를 파악한다.

1. 책임투자

자본시장에 ESG가 떠오르고 난 이후 'ESG가 고려되는 투자'와 관련해서 사용되는 용어와 포괄하고자 하는 ESG의 정의가 다양함(지속가능투자, 책임투자, 지속가능 책임투자, ESG 투자, 지속가능발전목표 투자 등)에 따라 여기서는 책임투자의 정의를 소개한다.

책임투자의 역사적 배경은 수 세기 전부터 시작된 종교 투자에서 시작하여, 현대 개념은 1960-70년대부터 인권, 환경, 성평등 등의 인식이 전환되면서 성립되었다(US SIF, 2020). 우선, 광의의 책임투자는 지속가능 책임투자(SRI, Sustainable and Responsible Investment)에 UN의 지속가능발전목표(SDGs) 달성의 방법론을 접목하여 지속가능발전목표 투자(SDGs Investment, 이하 SDG 투자)로 정의한다.³⁵⁾ 지속가능책임투자(SRI)는 투자의사결정 과정에서 ESG 요소를 통합하는 장기 지향적인 투자 접근 방식으로써 ESG 평가와 결합하여 투자자의 장기적인 수익의 기회를 더욱 잘 포착하고 기업에

35) 지속가능발전목표(SDGs)는 2030년까지 지속가능 미래를 구성하기 위해 달성해야 할 17개 의제 및 세부과제로 구성된다. 출처: UNDP, 2021, 「SDG IMPACT STANDARDS Enterprises」. 17가지 하부구성은 [그림 III-1] 참조

영향을 주어 ‘사회(society)’에 혜택을 주는 것으로 정의한다(Euro sif, 2018).

[그림 III-1] 지속가능발전목표(UN-SDGs)



출처) UN 홈페이지 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>
(검색일: 2021.12.31.)

[그림 III-2]는 이를 반영한 SDG 투자 정의의 개념을 나타낸 것이다. SDG 투자는 수익창출을 목적으로 하던 전통적 투자방식에서 벗어나 비재무적 요소를 통한 위험 관리부터 사회적·환경적 가치 실현을 목적으로 하는 임팩트 투자까지 넓은 의미를 포함하고 있다. 협의의 책임투자는 ESG 요인에 대한 폭넓은 고려부터 인류에 유해한 제품 및 산업에 대한 투자제한전략과 같은 ESG 위험을 관리하는데 집중하지만, 지속가능투자는 ESG 요소를 통해 기회를 포착하여 수익을 창출한다. 이에 SDG 투자는 범위에 따라 사회적·환경적 가치 실현 및 다양한 재정적 수익을 목표로 하고, 사회 및 환경적 성과와 기초 투자의 진행 상황을 측정하고 보고하는 데 전념할 수 있다. 이에 광의의 책임투자 개념인 SDG 투자는 개인 및 기관 등 투자자들의 책임투자가 수익성 창출뿐만 아니라 단적으로는 설명될 수 없는 이해관계자 모두의 지속가능한 미래를 위한 일이다(Euro sif, 2018).

[그림 III-2] SDG 투자 범위

SDG 투자					
전통적 투자	책임투자	지속가능 투자	테마 투자	임팩트 투자	자산적 투자
수익창출	ESG 위험 관리			High-임팩트 실현	
	ESG 기회 포착				
	새로운 패러다임				
재무적 요소만 고려	ESG 요인에 대한 폭넓은 고려부터 유해 제품의 투자제한·배제 전략까지 ESG 위험 관리에 집중	투자 선택, 포트폴리오 관리 및 주주를 통해 ESG 기회에 집중	사회적·환경적 가치 창출 및 금융 수익을 위한 상업적 성장 기회를 생성하는 특정 테마에 집중	(수익 有) 사회적·환경적 가치 창출에 필요한 재정적 문제 영역 중 하나 또는 클러스터에 집중	(수익 無) 사회적·환경적 가치 창출에 필요한 재정적 문제 영역 중 하나 또는 클러스터에 집중

출처) Euro sif, 「SDGs for SRI investors」, 원자료: Bridges Venture Spectrum of Capital (The Bridges Spectrum of Capital, 2015)

협회의 책임투자란, 지속가능한 투자를 위해 포트폴리오 선택 및 관리에 환경·사회·지배구조, 즉 ESG 요소와 같은 비재무적 요소를 재무적 요소와 함께 종합적으로 고려하는 투자 접근 방식이다. 이에 대해 책임투자의 용어는 투자전략의 개념으로써 지속 가능한 투자, ESG 투자, 임팩트 투자, 녹색 투자, 사회적 책임투자 및 가치 기반 투자 등의 용어로 혼용해서 사용되어 오고 있다(US SIF, 2020).³⁶⁾

자산소유자의 책임투자는 단순 ESG 투자뿐만 아니라 피투자기업에 대한 지속적 관여(engagement)와 수탁자책임(stewardship)에 이르는 적극적 주주권 행사(active ownership)까지 광의의 개념으로 확장되어 오고 있다. 먼저, UNPRI는 책임투자를 광의의 개념으로 투자 의사결정과 적극적 주주권 행사에 ESG를 통합하는 전략과 관행(strategy and practice)으로 정의하고 있다. 이에 따라 현재 연기금과 같은 자산소유자의 책임투자는 포트폴리오 구성을 위한 ESG 투자를 넘어 수탁자책임 의무(fiduciary duty) 이행을 위한

36) 지속가능한 투자를 위하여 개인 혹은 기관투자자들은 사용하는 대표적인 책임투자의 전략은 <표 III-1>과 같이 5가지가 있다(GSIA, 2023).

관행으로 널리 통용되고 있다.

〈표 III-1〉 UNPRI 책임투자 방법

ESG incorporation	
ESG 통합, 스크리닝, 테마 투자 등 접근 방식을 결합하여 기존 투자 관행에서 ESG 문제를 평가, 검토 및 고려하는 것을 의미	
1. 스크리닝	- 필터를 적용하여 투자 고려 여부를 결정 - 투자자의 선호도 또는 특정 투자 지표와 같은 기준을 기반 - 스크리닝은 포지티브/규범 기반/네거티브 전략일 수 있음
2. ESG 통합	- 투자 분석 및 의사결정 시 ESG 이슈를 고려
3. 테마	- 재생 에너지나 순환 경제로의 전환과 같은 장기적인 ESG 동향에 의해 창출된 기회에 투자 - 펀드나 지수와 같은 주제별 상품을 선택하거나 관련 추세를 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것을 의미할 수 있음
Stewardship	
고객과 수혜자의 수익과 이익이 의존하는 공동의 경제적, 사회적, 환경적 자산을 포함하여 전반적인 장기 가치를 극대화하기 위해 영향력을 사용하는 것을 의미	
1. 피투자자	- 모든 자산군에 걸쳐 현재 또는 잠재적 피투자자와 협력 - 주주총회 의결권 행사 - 주주 결의안/제안서 제출 - 피투자자 이사회 및 위원회에서 직접적인 역할 수행 - 소송
2. 기타 이해관계자	- 정책 입안자 및 표준 제정자와의 협력 - 공공재에 기여(예: 연구) - 관여(engagement) 결과 공개 보고 및 투표 활동 공개 - 투자 체인의 이해관계자(예: 투자 관리자와 협력하는 자산소유자)과의 협상 및 모니터링

주 1) 출처: UNPRI, 「WHAT IS RESPONSIBLE INVESTMENT?」,
(최종검색: 2023.11.30.)

이에 본 보고서에서는 후속하는 연기금에서 사용되는 용어를 통일하여 ESG 이해를 제고하기 위하여 ESG에 대해 국민연금기금이 따르는 UNPRI 정의를 따른다. 세부적인 책임투자의 유형별 분류는 GSIA의 정의에 따라 분류한다. 출처의 본(本)용어가 다르더라도(예: 지속가능 금융투자 등) 'ESG 투자'와

‘수탁자책임 활동’ 등을 전반적으로 고려하여 정의하고 있는 사항에 대해서는 ‘책임투자’로 정의하고, ESG를 고려하여 금융자본에 직접 금액이 투자되는 것은 ‘ESG 투자’로 명명하며, 의결권행사 및 관여(채권 및 기타자산군 포함) 등의 ‘주주권행사’라 정의한다.

또한, 본 보고서에서 주요하게 살펴보는 ‘ESG 평가’는 피투자기업의 ESG 요소 평가를 의미하며, ‘ESG 모니터링’은 자산소유자가 투자 포트폴리오 및 피투자기업에 대해 투자 이후 시행하는 활동으로 정의한다. 그리고 자산소유자의 ESG 평가 요소 및 결과에 따른 개선 등의 노력은 ‘ESG 평가체계 개선’으로 정의한다.

2. 일본 GPIF

가. 책임투자 정책

글로벌 최대규모의 공적연기금인 일본 GPIF(Government Pension Investment Fund, 이하 GPIF)는 유니버설 오퍼로서 초장기투자자를 주창하며 ‘장기 안정적인 수익’을 얻기 위해서 책임투자³⁷⁾를 이행하고 있다.³⁸⁾ 2023년 3월 말, 기금적립금 200.1조 엔을 가지는 GPIF는 투자 원칙(Investment Principles) 제4조와 제5조에 따라 투자대상 기업과 자본시장의 ‘지속가능한’ 성장이 장기적인 투자 수익을 높이는 데 필수임을 강조하고 있으며, 이를 위해 ESG 요소를 통합(ESG Integration)하여 투자해야 함을 명시하고 있다. 또한, 투자수익을 확보하기 위해 부정적인 외부성을 억제하여 지속가능한 자본시장과 기업가치를 유지하기 위해 유니버설 오퍼로서 GPIF의 책임투자가 근간에 있음을 강조한다.

37) GPIF는 공시 전반에 걸쳐서 ESG 투자라고 명명하고 있으나, 본 연구에서는 앞 소절의 정의에 따라 책임투자로 표현한다.

38) GPIF, 「투자원칙에 대한 설명(Description for Investment Principles)」

〈표 III-2〉 GPIF 투자 원칙

4. 우리는 투자 기업과 자본 시장 전체의 지속 가능한 성장이 장기 투자 수익을 높이는 데 필수적임을 믿는다. 따라서 연금 수익자의 수익을 확보하기 위해 재무적 요인 외에도 비재무적 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 요인을 투자 프로세스에 통합하는 것을 권장한다.

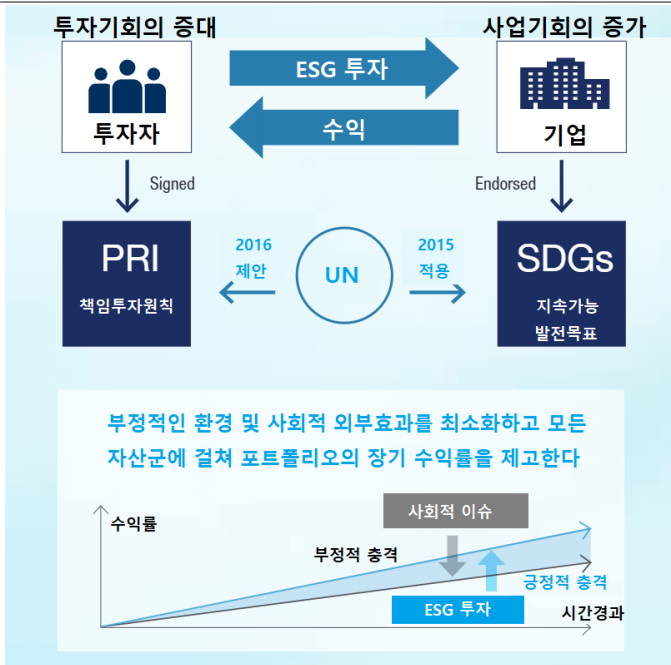
(We believe that sustainable growth of investee companies and the capital market as a whole are vital in enhancing long-term investment returns. In order to secure such returns for pension beneficiaries, therefore, we promote the incorporation of non-financial environmental, social, and governance (ESG) factors into the investment process in addition to financial factors.)

5. 장기적으로 투자수익을 높이고 수탁자책임의 의무를 다하기 위해서 투자 기업과 자본 시장 전체의 장기성과 지속 가능한 성장을 촉진하는 다양한 이니셔티브(ESG 요소 고려 포함)를 추진한다.

(In order to enhance long-term investment returns and fulfill our stewardship responsibilities, we shall advance various initiatives (including the consideration of ESG factors) that promote long-termism and the sustainable growth of investee companies and the capital market as a whole.)

주 1) 출처: GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/> (최종검색: 2023.10.31.)

[그림 III-3] GPIF의 책임투자과 SDGs 관계



주 1) 출처: GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/> (최종검색: 2023.10.31.)

[그림 III-3]은 GPIF의 책임투자와 SDGs 간의 관계를 나타낸 것이다. GPIF는 책임투자를 통해 부정적인 환경 및 사회적 외부효과를 최소화하여 모든 자산군에 걸쳐 장기 수익률을 제고할 수 있을 것이라 기대한다. 책임투자와 SDGs의 목적이 다르지만, GPIF는 책임투자가 기업의 지속 가능한 경제사회 실현(SDGs 달성)에 기여하기 때문에, 궁극적으로 GPIF의 운영자산 전체의 장기 수익 제고에 연결될 수 있다는 기대를 가지고 투자를 이행하고 있다(GPIF, 2023).³⁹⁾

나. 책임투자 체계

1) 조직

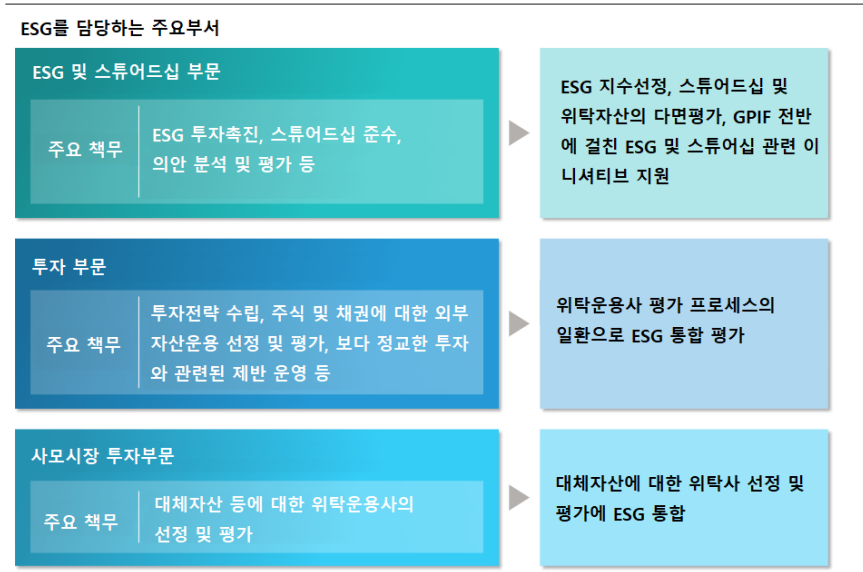
GPIF는 2017년 1월에 설치된 최고 의사결정기구인 경영위원회의 합의에 따라 기본포트폴리오 및 중기 계획 수립 등의 중요한 결정이 이루어진다. 경영위원회에서는 ESG와 관련한 의제를 논의하고 감독하고 있다.

실무적 ESG 집행 체계는 지속적인 운영 고도화 작업 등을 통해 개편되는데, 최근 2023년 4월 조직구조를 변경하면서 ‘ESG·스튜어드십 추진부’를 신설하여 그 전문성과 업무추진의 심화를 도모하였다.

[그림 III-4]는 GPIF의 실무부서 체계를 나타낸 것이다. 현재, GPIF는 실무부서인 ‘ESG 및 스튜어드십 부문’, ‘투자 부문’, ‘대체 부문’과 같은 운영과 관련된 각 부서가 협력하여 ESG에 관한 노력을 진행하고 있다. ESG 투자의사결정은 실무부서의 의견과 CIO가 의장인 투자위원회에서 논의하고 의사결정이 이루어진다. 특히 중요한 사항에 대해서는 중요한 사항은 투자위원회의 심의를 거쳐 이사회에 보고된다. 또한, 투자위원회의 포트폴리오 관리에 대한 종합적이고 정기적인 점검은 물론, 매일 정기적으로 개최되는 리스크관리위원회를 통해 위험 관리 관점에서 책임투자 현황을 모니터링하고 있다.

39) 출처: GPIF, 2023, 「2022年度 ESG活動報告」

[그림 III-4] GPIF의 ESG 실무부서 체계



주 1) 출처: <https://www.gpif.go.jp/> (최종검색: 2023.10.31.)

2) 책임투자 전략

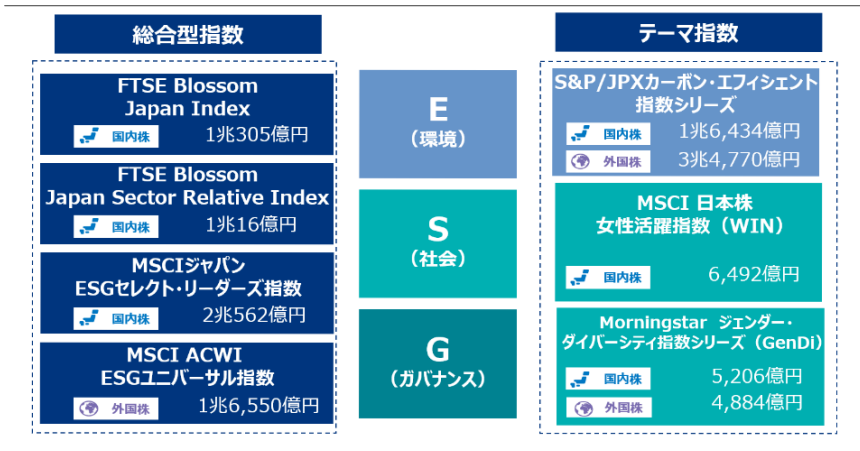
GPIF는 GSIA의 책임투자 전략 중 ‘ESG 통합’ 전략을 적용한다.⁴⁰⁾ 이를 위해 GPIF는 ‘장기적인 투자수익 확대에는 투자처 및 시장 전체의 지속적인 성장이 필요하다’라는 투자 원칙의 사고방식에 따라 그 운영 프로세스 전체를 통해 ESG를 고려하는 투자를 추진하고 있다. 전체 자산을 위탁운용함에 따라 2017년도부터 직접투자 부분인 ESG 투자와 관련한 ESG 통합 정책을 ESG 지수⁴¹⁾를 기반으로 주식 투자하고 있다.

40) 모든 공적연기금은 GSIA의 주식투자를 이행하고 있음에 따라 ‘기업 경영참여 및 주주행동(Corporate Engagement and Shareholder Action)’ 전략을 구사한다. 본 소절에서 주요하게 설명하고자 하는 책임투자 전략은 주주권 행사와 같은 수탁자책임보다 ESG 투자 전략에 적용하는 책임투자 전략임에 따라 GPIF를 포함한 이하 소개하는 연기금에서의 주주권 행사의 책임투자 전략 설명은 생략한다.

41) ESG 지수는 기업이 공개하는 비재무정보 등을 바탕으로 지수회사가 기업의 ESG에 대한 대처를 평가하여 통합 주식을 결정하여 구성된다.

GPIF는 2022년말에 9개의 ESG 지수를 선정했으며, 이들 ESG 지수와 연동하는 패시브 운용의 운용 자산액은 합계로 약 12.5조 엔이다. GPIF는 지수회사에 구성종목 선정 기준을 공개하도록 요청하고 있으며, 이를 통해 피투자 기업의 정보공개를 촉구하고 나아가 국내외 주식시장 전체의 가치향상으로 이어지는 효과를 기대하고 있다.

[그림 Ⅲ-5] GPIF의 ESG 지수



주) 출처: GPIF, <https://www.gpif.go.jp/> (최종검색: 2023.11.30.)

GPIF의 스튜어드십 책임은 기관 투자가가 투자 기업 및 사업 환경 등에 대한 깊은 이해뿐만 아니라 운영 전략에 따른 지속 가능성(ESG 요소를 포함한 중장기 지속 가능성)을 고려한 ‘건설적인 대화(관여)’ 등을 통해 기업가치의 향상과 지속적인 성장을 촉진함으로써 중장기적인 투자 수익을 도모한다는 책임 의식을 가지고 있다. 이에 수탁자로서의 책임과 장기적인 투자수익 확대를 목적으로 책임투자 활동을 추진하고 있다. GPIF는 주식을 직접 보유하지 않고 위탁운용사를 통해 투자하고 있기 때문에 스튜어드십 활동의 일환으로 위탁운용사가 중대하다고 인식하는 ESG 과제에 대해서는 피투자 기업과 적극적인 관여를 요청한다.

3) 책임투자 투자 공시

GPIF는 책임투자 활동을 적극적으로 공시하고 있는데, ESG 지수 선정 방식과 ESG 추종에 대한 운영 방식과 결과를 공시한다. 이밖에도 기후변화 위험 및 기회 평가 및 분석을 중요하게 고려하여 자세한 사항을 공시함으로써 운용의 투명성을 확보하고 있다.

책임투자 성과에 장기간이 필요함을 인지하고 있으며 그럼에도 장기적 수익률 제고와 GPIF로서는 목표로 하는 효과를 얻기 위해서, 또 대처의 방향성을 확인하기 위해서도, 그 효과를 매년 검증하고, 「ESG 활동 보고(ESG活動報告)」에 공시하고 있다. 구체적으로 ESG 통합 정책에 대한 활동 보고와 ESG 활동에 따른 효과를 보고한다.

먼저, ESG 통합 정책⁴²⁾에 대해서는 1) ESG 지수 선정과 ESG 지수를 이용한 자산운용 방법, 2) 주주권 행사 활동, 3) 대체자산 운용을 통한 온실가스 감축 공헌량, 4) 해외공적연기금 및 글로벌 이니셔티브와의 협업, 5) ESG 및 SDGs와 관련된 연구동향 및 향후 과제 등을 보고하고 있다.

다음으로 책임투자 효과는 ESG 지수 추종 패시브 운용 및 채권 투자 성과와 같은 1) 개별 자산군 투자에 대한 ESG 통합 정책 효과와 2) 기후변화 위험에 대한 효과를 공시한다. 특히, 다양한 ESG 과제 중에서도 기후변화에 따른 위험은 모든 자산군·종목에 동시에 발생하는 것으로 분산투자를 하여도 완전히 해소할 수 없고, 장기적으로는 실현될 가능성이 매우 높은 위험이라고 판단하기 때문에 GPIF는 이의 모니터링을 철저하게 진행하고 있다. 또한, 2018년 12월 ‘기후관련 재무정보공개 태스크포스(TCFD)’에 대한 동의를 표명하고, ‘ESG 활동보고’에서 TCFD의 권고에 따른 정보공개를 진행하고 있다.

42) GPIF의 ESG 지수를 이용한 ESG 통합 정책의 자세한 설명은 본문 p.75 참조

다. ESG 투자 규모

GPIF는 전체 기금적립금을 위탁운용하므로 위탁운용사 선정 시 위탁운용사 선정 및 운용 평가에서 ESG를 중요하게 평가하고 있다.⁴³⁾ <표 Ⅲ-3>은 GPIF의 위탁운용사 선정의 심사기준 중 ESG 반영 부분을 발췌한 내용이다. GPIF는 종합평가방법의 운용수탁기관 관리 부분에서 ESG 관련 사항을 규정하고 있다. 살펴보면, 먼저 1) 위탁운용사의 ‘운용 프로세스’에 펀드 특성에 맞는 ESG 통합 전략을 구사하고 있는지, 2) ‘스튜어드십 책임에 관한 대처’에서 위탁운용사가 ESG 중요성을 인식하고 의결권 행사를 이행하고 있는지, 피투자대상기업의 ESG를 촉진하기 위한 대처를 적절하게 수행하고 있는지를 평가에 반영한다. 이에 전체 투자자산에 대해 ESG 통합 정책을 적용한다고 표방하고, 전체 23년 3월 말 기준 전체 기금적립금 200.1조 엔에 대해 책임투자한다고 공시하고 있다.

<표 Ⅲ-3> GPIF 위탁운용사 선정의 ESG 적용 심사기준

4. 종합 평가 방법

(1) 운용 수탁 기관

관리운용법인은 운용수탁기관의 선정기준, 배분기준 및 일부 회수·해약기준에 있어서의 종합평가의 평가항목을 다음과 같다. 선정대상과 동일한 운용스타일의 기존 운용수탁기관이 존재하는 경우에는 그 운용수탁기관과의 상대평가를 실시한다. 또한, 일부 회수·해약 기준 및 배분 기준에 있어서의 종합 평가는 매년도 1회(필요가 있는 경우는 수시) 실시하는 것으로 한다.

- 투자 정책 • 조직·인재 • 내부 통제 • 사무 처리 체제 • 정보 보안 대책
- 정보 제공 등 • 운영 수수료
- 운영 프로세스 (ESG 통합 포함)
 - 투자 정책과 일치하는 운영 프로세스가 구축되고 있는가
 - 부가가치 추구방법(패시브 운용기관에 있어서는 총거래비용 최소화 등에 의한 수익 확보에도 고려하면서 매니저·벤치마크에 추종하는 수법 방법)이 합리적이고 운영 실적을 동반하여 유효하다고 인정되는가
 - 운영 리스크를 객관적으로 인식하고 있는가
 - 자산의 특성에 따라 주어진 매니저 벤치마크로부터의 괴리도 파악 기타 리스크 관리가

43) 출처: GPIF, 「業務方針(업무방침)」, 제5 운용수탁기관의 선정 및 평가 등에 관한사항, p.20

적절히 이루어지고 있는가

- 펀드 특성에 적합한 ESG 통합(ESG를 투자 분석 및 투자 결정에 명시적이고 체계적으로 통합하는 것)을 실시하고 있는가

• 스튜어드십 책임과 관련된 노력

- 주식의 운용 수탁기관에 있어서는, 스튜어드십 책임을 완수하기 위한 방침에 근거해, 건설적인 인게이지먼트 활동 등을 통해 투자처 기업의 기업가치의 향상이나 지속적 성장을 촉진하는 것과 동시에 주주 이익을 도모하기 위한 이해 상충의 피해 방지 체제를 정비하는 등 적절한 대처를 실시하고 있는가
- ESG의 중요성을 인식하고 의결권 행사의 목적이 장기적인 주주 이익을 극대화하는 것을 목표로 의결권 행사 기준을 정비하고 의결권 행사 등을 적절히 실시하고 있는가
- 또한 투자 대상 기업에 대한 참여 활동에서 투자 대상 기업의 ESG 과제에 대한 대응 정책을 설명하고 기업 가치를 높이고 지속적인 성장을 촉진함으로써 중장기 투자 리턴의 확대를 도모하기 위해 ESG를 고려한 자주적인 대처를 적절히 실시하고 있는가

주 1) 밑줄은 GPIF의 위탁운용사 선정 시 ESG를 반영하는 부분임

주 2) 출처: GPIF, 「業務方針(업무방침)」

GPIF는 ESG 투자 중 ESG 지수연동과 관련된 운용자산의 규모는 2017년 1.5조 엔부터 시작하여 2023년 3월말 기준 약 12.5조 엔으로 약 8배 성장하여 전체 적립액 중 6.3%를 차지하고 있다. 또한, 2017년 일본 환경성의 녹색채권 기준 마련 등에 따라 2018년부터 시작된 녹색채권 및 ESG 채권의 투자는 증가하여, 23년 3월말 공시기준으로 녹색채권 등에 투자한 금액은 약 1.9조 엔으로 매해 투자 규모를 증가시키고 있다. 아래 표는 최근 GPIF의 운용 규모의 추이를 나타낸 표이다.

〈표 III-4〉 GPIF의 ESG 투자 규모

	기금규모	ESG 지수 투자	녹색채권 투자
FY2022	200.1	12.5	1.9
FY2021	196	12.1	1.6
FY2020	186	10.6	1.1
FY2019	157	5.7	0.4
FY2018	159	3.5	
FY2017	156	1.5	-

주 1) 규모 기준시점은 GPIF 회계연도인 차기 3월말 기준임

주 2) 출처: GPIF, 연도별 「ESG 活動報告(활동보고)」

라. ESG 평가

GPIF는 포트폴리오의 ESG 위험 관리를 통한 장기수익률 개선 등을 목적으로 피투자기업의 평가를 위한 지표로써 'ESG 지수'에 근거한 패시브 운용을 실시하고 있다. ESG 지수는 기업의 지속가능성에 초점을 맞추어 설정된 'GPIF의 ESG 지수 선정 실무 지침'에 따라 지수를 선정한다. 2017년부터 ESG 지수를 패시브 벤치마크로 사용해 오고 있는데, 지수를 기반으로 한 GPIF의 패시브 투자가 장기적으로 기금 포트폴리오의 위험/수익 프로파일을 개선할 뿐만 아니라 피투자기업의 ESG 등급 개선 등의 2차효과를 통해 일본 주식시장을 제고시킬 것이라 기대한다.

관련하여 GPIF는 위탁투자를 하고 있음에 따라 피투자기업에 대한 ESG 모니터링 대신에 GPIF가 채택한 ESG 지수를 선정하는 지수회사 및 ESG 평가회사에 대한 관여 정책을 이행하면서 ESG 평가 및 지수 방법론을 개선하고 있다. 예를 들어, 2022년 11월 MSCI사와의 대화를 통해 GPIF가 선정한 'MSCI 일본 여성 활약 지수' 기준의 성별 다양성 점수의 평가 시점이 변경되었다. 또한, 2023년 3월 S&P 다우존스 지수사와의 대화를 통해 'S&P 탄소 효과 지수' 시리즈의 가중치 설정에 TCFD 프레임워크를 따르는지 여부의 판단기준을 추가하였다.

GPIF는 ESG 흐름을 반영하여 ESG 평가체계 개선의 노력으로 ESG 지수 선정 및 모니터링에 상당한 노력을 기울인다. 예를 들어, 글로벌 성평등 기조에 맞추어 기존에 해외주식에 적용하던 성별 다양성 지수를 일본 국내주식에 반영하기 위하여 2022년에는 'Index Posting System'⁴⁴⁾에 게시된 성별 다양성 지수를 선별하여 Morningstar Japan ex-REIT '성별 다양성 지수(GenDi J)'를 ESG 지수에 추가하였다. 이에 현재 패시브 운용전략을 위한 지수는 ESG 지수 반영 규모 증가에 따라 초기 3개에서 현재는 9개까지 추가되었다.⁴⁵⁾

44) GPIF가 지속적으로 지수 정보를 수집하고 관리·운용하기 위한 자체 프레임워크

45) 본문 [그림 III-5] 참조.

〈표 III-5〉 GPIF의 ESG 지수 선정 실무 지침

1. ESG 지수 선정에 있어서 GPIF가 금융시장이나 기업경영에 직접적인 영향을 미치지 않도록 별도의 종목선택이나 지시를 하여서는 아니된다.
2. ESG 지수 선정은 장기적인 관점에서 독점적으로 피보험자의 이익을 위해 실시한다(장기적인 수익 확보).
3. ESG 지수 선정에 있어서는, 상기 1.2의 원칙에 실질적으로 반하는 것은 원래 그러한 의심을 초래하는 것(평판 리스크)도 엄하게 회피한다.
4. 네거티브 스크리닝의 수법을 포함한 지수를 선정하는 경우는, 상기 1~3에 반하지 않게 하기 위해서, 선정의 근거가 독점적으로 경제 합리성에 입각한 것, 무용의 추측을 흥내하지 않는 것, 선정 프로세스가 합리적이고 투명한 것 등을 충족시킨 후, 신중하고 보수적으로 대응한다.
5. 4의 선정에 대해서는, 이하의 조건에 합치한 것에 한하여 예외적으로 선정하는 것으로 한다.
 - ① 독점적으로 시장에 의한 자율적인 평가·선택의 결과, 제외 대상이 대부분의 지수에서 공통으로 설정되어 있으며, 피보험자의 이익 관점에서 적절한 ESG 지수 선택을 실시함에 있어서 해당 제외 대상이 설정되지 않은 ESG 지수를 선택하는 것이 실질적으로 어려운 경우
 - ② 다른 투자자들이 이미 선정하고 있으며 GPIF가 제외 대상의 선정에 관여하고 있지 않다는 것이 객관적으로도 명백한 경우
 - ③ 제외대상의 설정에 의하여 장기적인 관점에서 독점적으로 피보험자의 이익을 위하여 행한다는 원칙에 위배되거나 그 의심을 초래하지 않도록 제외대상이 지극히 한정적인 경우

※ 기존의 ESG 지수에 대해서는, 네거티브 스크리닝의 수법을 포함한 지수가 운용 자산액 베이스에서는 압도적인 상황이며, 네거티브 스크리닝의 수법을 포함하지 않는 지수에 선정 대상을 한정하는 것은, 선택사항을 대폭으로 짜내게 되고 오히려 피보험자의 이익이 되지 않을 가능성이 있다.
6. 집행부는 네거티브 스크리닝 기술을 포함한 ESG 지수를 후보로 선정한 경우 운영 시작 전에 경영위원회에 보고한다.
7. 네거티브 스크리닝 방법을 포함하는 ESG 지수에 의한 운용을 확대함으로써 분산투자 효과가 손상되거나 사실상 투자철회가 발생할 우려가 생기지 않도록 특별한 주의를 기울인다.

주) 출처: GPIF, 「ESG 指数選定における実務指針(지수 선정에 있어서의 실무 지침)」

3. 미국 CalPERS

가. ESG 정책

미국의 캘리포니아 공무원연금(California Public Employees' Retirement System, 이하 CalPERS)은 2023년 9월말 기준 기금적립금 4,650억 달러를 보유하는 미국 최대 공적연기금이다. 글로벌 금융 시장 전반에 투자하는 유니버설 오너로서 금융시장의 시스템이 투자자 권리를 보호하고 최대한 투명하고 갈등이 없도록 설계되는 것이 투자에 최선임을 인식하고 있다. 이에 지속가능한 투자전략으로 ESG 통합 전략을 적용하여 위험을 최소화하고 기회를 식별하여 지속가능한 수익에 집중할 수 있다고 기대한다. 지속가능한 투자 목표를 달성하기 위해 1) 옹호(Advocacy), 2) 통합(Integration), 3) 관여(Engagement), 4) 연구(Research)의 방법론을 적용함을 밝히고 있다.⁴⁶⁾

CalPERS는 「투자신념(Investment Beliefs)」⁴⁷⁾과 「지배구조와 지속가능성 원칙(CalPERS' Governance & Sustainability Principles)」, UNPRI 책임투자 원칙 6가지에 기반하여 ESG 통합 전략 적용을 명문화하고 있다. 또한, 하부 개별자산군(글로벌 주식, 글로벌 채권, 사모펀드, 실물자산)의 특성을 반영하여 적용할 수 있는 '지속가능한 투자 실천 가이드라인(Sustainable Investment Practice Guidelines)'을 마련하고 있다.⁴⁸⁾ 여기에는 직접 및 위탁운용에서 투자 수명주기 전반에 걸쳐 책임투자 고려 사항을 확인할 수 있도록 원칙이 적용되는 투자 선택, 계약 및 모니터링 절차가 포함되어 있다.

46) 출처: CalPERS 홈페이지, <https://www.calpers.ca.gov/> (최종검색: 2023.10.31.)

47) 출처: CalPERS, 2019, 「기금투자정책서(Total Fund Investment Policy)」

48) 자세한 내용은 본문의 p.84 참조.

나. 책임투자 체계

1) 조직

CalPERS는 수익에 영향을 미칠 수 있는 단기 및 장기 위험과 기회를 해결하기 위해 노력하기 위한 수단으로 ‘지속가능투자 프로그램(Sustainable Investments Program, 이하 SI 프로그램)’을 마련하고 있다. 책임투자 주제와 관련된 ‘중앙집중식 리더십 체계’를 구성하고, 이들 간 유기적인 관계를 반영하기 위해 모든 자산군에 걸쳐 프로그램을 유지한다.⁴⁹⁾

SI 프로그램은 투자부서가 고부가가치 책임투자 위험 및 기회를 식별, 분석 및 관리하여 기금 수익을 제고할 수 있도록 지원한다. CalPERS의 ESG 실행조직인 Sustainable Investments 팀(이하 SI 팀)은 투자부서의 다양한 고(高)부가가치 요구사항을 충족하기 위해 배치된 정보원천으로써 인적 자본, 기후변화 위험, 통합 보고 및 금융시장 구조를 포함한 광범위한 지속 가능한 투자 주제에 대한 전문 지식을 활용하고 있다. SI 팀은 다음의 기능을 수행한다. 첫째, 책임투자와 관련한 주제와 투자 간에 사전적, 사후적으로 대응할 수 있는 연결 고리의 역할을 수행한다. 둘째, CalPERS 투자부서가 장기적인 수익 제고를 할 수 있도록 책임투자 동인을 명확하게 식별하고 이해할 수 있도록 지원한다. 셋째, CalPERS의 투자자산군과 협력하여 투자수익을 창출하는 동시에 사회와 환경에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 기회를 식별한다. 넷째, 지속 가능한 투자 문제, 특히 상장 포트폴리오에 영향을 미치는 신규 투자 문제에 대한 관여 전략을 개발하기 위해 글로벌 주식의 피투자기업에 관여 활동과 긴밀히 협력한다.

2) 책임투자 전략

CalPERS는 GSIA의 책임투자 전략 중 ‘ESG 통합 전략’과 ‘투자제한(네거티브 스크리닝)’ 전략을 적용한다. 우선, 지속 가능성 문제가 기금투자

49) 출처: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/> (최종검색: 2023.10.31.)

포트폴리오의 모든 영역에 영향을 미칠 수 있다는 인식을 가지고 ‘ESG 통합’ 전략을 적용한다. 전략적 우선순위를 통해 비용 효율적(cost-effective)이고 투명(transparent)하며 위험을 인식(risk-aware)하는 방식으로 투자 포트폴리오 관리의 전략계획(「CalPERS 2022-27 Strategic Plan」)을 수립하고 있다.⁵⁰⁾

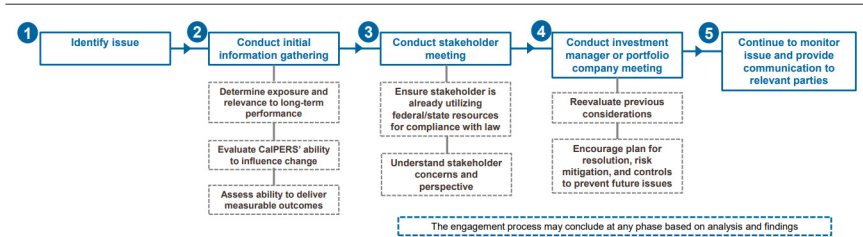
또한, 2023년 11월 CalPERS의 투자위원회는 「CalPERS’ Sustainable Investments 2030 Strategy(CalPERS의 책임투자 2030 전략)」을 발표하면서 2050 넷제로 달성에 동반한 기금운용 전략을 수립하였다.⁵¹⁾ 구체적으로 첫째, 2050년까지 CalPERS를 Net Zero로 전환하기 위한 계획을 실행하고 2030년까지 포트폴리오의 온실가스배출량 50% 이상을 감소하는 효과와 유사한 수준으로 기후 솔루션(climate solutions)에 1,000억 달러 이상을 투자하기로 결정하였다. 또한, 2030년까지 배출 집약도를 높이고, 고배출 부문에 대한 보다 선별적인 투자를 통해 저탄소 경제로의 전환을 가속화할 수 있을 것으로 기대한다. 둘째, 신뢰할만한 Net Zero 계획이 없는 피투자기업에 대해 수탁자의무 및 투자 분석에 따라 특정 증권을 청산하는 프로세스를 개발한다. 셋째, CalPERS의 관리 및 옹호 활동을 통해서 글로벌 리더십을 구축하고 더 넓은 경제에 대한 포용을 촉진하며 공정하고 공평한 금융시장을 촉진한다. 이를 통해 CalPERS는 더 높은 수익 제고와 탄력적인 포트폴리오를 구축하는 데 기여할 수 있을 것이라 기대하고 있다. [그림 III-6]은 이해관계자 관여 및 글로벌 이니셔티브와의 협업 및 지원을 통해 투명성을 촉진하는 관여 활동의 과정을 나타낸 것이다. CalPERS는 경험을 공유하고, 자원을 모으고, 영향력을 확대하기 위하여, 특히 글로벌 이니셔티브와의

50) 「CalPERS 2022-27 Strategic Plan」의 목표 중 하나인 ‘연금 지속가능성’을 위해서 1) 이사회 다양성 비율(Percentage of Diverse Managers), 2) 인적자본 관리(Human Capital Management), 3) Net-Zero 전환(Just Transition to Net Zero by 2050), 4) 금융시장 정책(Financial Markets Policy), 5) 사모펀드 데이터 투명성(Private Assets Data Transparency) 등을 투자 프로세스 전반에 고려하는 방식으로 ESG 통합 전략을 구사한다.

51) 출처: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/> (최종검색: 2023.10.31.)

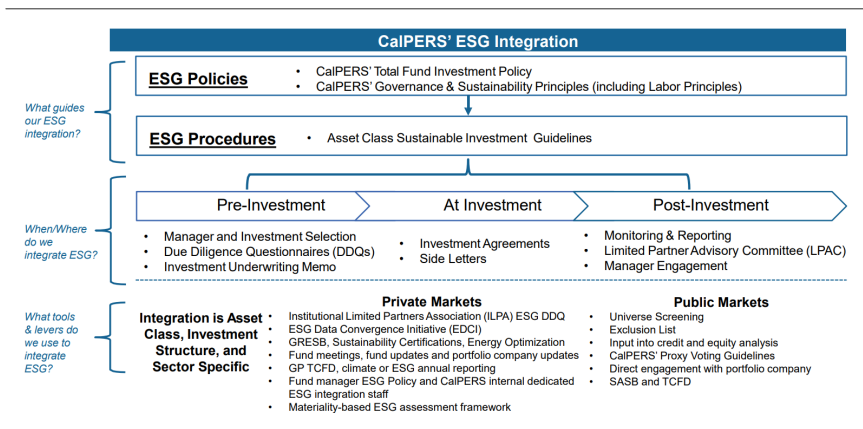
협업을 중요하게 여긴다. 이에 CDP, Climate Action 100+, UNPRI, Ceres, ESG Data Convergence Initiative (EDCI), IFRS Sustainability Alliance, United Nations Net Zero Asset Owner Alliance 등 다수의 글로벌 이니셔티브 창립자이자 정회원으로서 활동한다.

[그림 III-6] CalPERS의 관여 활동 실행 프로세스



주 1) 출처: CalPERS, 2023.11. 「CalPERS' Sustainable Investments 2030 Strategy」

[그림 III-7] CalPERS의 통합전략 체계도



주 1) 출처: CalPERS, 2023.11. 「CalPERS' Sustainable Investments 2030 Strategy」

[그림 III-7]은 상기 소개한 CalPERS의 ESG 통합전략 실행과정을 보여주는 'ESG 통합전략의 체계도'를 나타낸 것이다. 이를 통해 CalPERS가 명문화된 정책서에 기반하여 투자의사결정과정 전반에 걸쳐 공모시장과 사모시장을

통해 금융전반에 대한 ESG 통합 전략을 실행하고 있음을 확인할 수 있다.

다음으로 CalPERS는 명문화한 규정으로 투자배제 기준을 공개하고 있지 않으나 일부 법적 제재 사항에 대해서 투자제한 전략을 적용한다. 우선, 캘리포니아 정부법(GC) §7513.6(약칭 Sudan Act) 및 §7513.7(약칭 California Public Divest from Iran Act)에 따라 수단 및 이란에 투자하는 기업에 대해서 일부 투자를 철회하거나 지속적 모니터링하는 등의 투자제한 전략을 적용하고 있다.⁵²⁾ 또한, 미국의 기후변화 대응의 이행으로 캘리포니아 정부법(§7513.75)인 「석탄(열탄) 기업의 공개 매각법(Public Divestiture of Thermal Coal Companies Act)」의 요구사항에 따라 2017년 7월 1일을 기준으로 화력 석탄 회사의 투자를 청산하기로 결정하였다. 대신에 청산 결정 당시 석탄(열탄) 기업이라고 하더라도 재생에너지 투자 노력이 있으면 투자제한 전략을 적용하지 않는다는 예외 사항을 마련에 두고 있다. CalPERS는 기금정책에서 ‘장기적인 지속가능한 투자를 위해 매각하여 투자를 배제하는 방법보다는 투자회사의 전략과 지배구조에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 주주로서의 건설적인 관여를 선호’함⁵³⁾을 강조하고 있기 때문이다.

3) 책임투자 공시

CalPERS는 타연기금과 같이 책임투자 보고서를 발간하지는 않고 있다. 앞서 소개한 바와 같이 CalPERS의 ESG 정책 계획 및 이니셔티브와의 협업 등을 투자위원회 안건 공개 및 CalPERS News 등 다양한 채널을 통해 알리고 있으며, 또한 ESG 활동에서 캘리포니아 정부법에서 정하는 부분에 대해서는 결과 공시를 이행하여 공시의 투명성을 확보하고 있다.⁵⁴⁾

캘리포니아 정부법(AB 890)에 따라 CalPERS는 ‘신규 및 다양성 운용 매니저(emerging and diverse manager)’라는 개념을 수립하고 있다. 이에

52) 출처: CalPERS, 2021, 「California Public Employees' Retirement System 2021 California Public Divest from Iran Act and Sudan Act Legislative Report」

53) CalPERS, 2019, 「CalPERS' Governance & Sustainability Principles」, p.5 참조.

54) 출처: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/> (최종검색: 2023.10.31.)

소규모 벤처 운용사의 신규매니저 양성과 성별 및 인종 등의 다양성을 반영한 기금운용 관리자를 고용하여 기금의 목표 및 이니셔티브 달성 상태에 대한 보고서를 매년 주의회에 제출한다. 또한, 캘리포니아 정부법(SB 964)은 CalPERS 이사회가 2020년 1월 1일부터 2035년 1월 31일까지 3년마다 공개적으로 기후 관련 금융위험을 보고하도록 요구한다. 이에 CalPERS는 파리협정 및 캘리포니아 기후 정책 목표에 따른 펀드 조정, 장기 위험에 대한 펀드 노출 등 공공 시장 포트폴리오의 기후 관련 금융 위험을 설명하기 위한 TCFD 권고를 이행하여 주의회에 보고하고 있다.

다. ESG 투자 규모

CalPERS는 ESG 투자 규모에 대해 구체적으로 공시를 하고 있지는 않으나, 향후 기금의 ESG 관련 부문 투자에 대한 계획을 공시한다. 예를 들어, CalPERS는 신진 관리자 프로그램을 개발 및 구현하고 신규 및 다양성 운용 매니저들에게 투자하여 기회를 식별하는 ‘신규 및 다양성 매니저(emerging and diverse manager)’ 프로그램에 2023년 10억 달러를 투자하겠다고 발표하고 이의 결과를 캘리포니아 주의회에 보고하였다.⁵⁵⁾ 또한, 2023년 11월 CalPERS의 투자위원회는 Net Zero로 전환하기 위한 계획을 실행하고 2030년까지 포트폴리오의 온실가스배출량 50% 이상을 감소하는 효과와 유사한 수준으로 기후 솔루션(climate solutions)에 1,000억 달러 이상을 투자할 계획을 발표하였다.⁵⁶⁾

라. ESG 평가

CalPERS는 UNPRI 원칙 준수를 강조하면서 글로벌주식/글로벌채권/사모펀드/실물자산 부문에 대한 책임투자 가이드라인을 수립하고 있다. ESG 통합 전략을 적용하면서, 개별 부문에 대한 투자 프로세스 전반에 ESG 요소를

55) 출처: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/> (최종검색: 2023.10.31.)

56) 출처: CalPERS, 2023.11. 「CalPERS' Sustainable Investments 2030 Strategy」

고려한다.

기금 투자에 적용하는 ESG 평가와 관련하여 글로벌주식 부문은 ESG 모니터링 및 관리 부분에서 ESG 평가 적용을 공시하고 있다. 주식부문의 85%를 차지하는 직접 운용은 투자자산의 관리를 위해 MSCI 및 기타 평가 서비스의 자료를 이용하여 포트폴리오를 선별한다. 나머지 위탁 운용의 ESG 평가는 위탁운용사 선정 및 위탁운용사 모니터링 시 1) ESG 관여 수행 노력(ESG 이슈 조치, ESG 관련 소송 등), 2) 위탁운용사 책임투자 보고서 검토, 3) CalPERS 투자제한 전략 동행 검토, 4) CalPERS 대리 의결권 행사 등을 검토한다.

글로벌채권 부문은 포트폴리오 1) 선정, 2) ESG 모니터링 및 관리 부분에서 ESG 평가 적용을 공시하고 있다. 우선 포트폴리오 선정 부분에서는 신용평가 등급을 기본으로 포트폴리오를 선정하며, 신용분석 이외의 부수적으로 신용평가 기관이 제공한 ESG 분석 자료를 반영하여 수익률 및 신용 스프레드 측면에서 위험 수준을 평가한다. 2) ESG 모니터링 및 관리 부분에서는 전반적인 ESG 위험 요소를 감사의 일환으로 평가하기 위하여 MSCI의 ESG 요소 위험 데이터베이스를 사용하여 분기별로 기업 투자 등급 포트폴리오와 장기 부채 지수(Barclays Long Liability Index)에 소버린신용팀(sovereign credit team)이 글로벌채권 내부 질적지표를 이용하여 평가한다.

사모펀드 부문은 포트폴리오 1) 선정, 2) ESG 모니터링 및 관리 부분에서 ESG 평가 적용을 공시하고 있다. 우선 포트폴리오 선정 부분에서는 UNPRI ESG 요소와 MSCI 평가를 정보원천으로 가지고 잠재적인 ESG 위험 및 기회를 식별하기 위해 평가한다. 위탁운용사 선정은 글로벌주식의 위탁운용사 선정 방법과 유사하게 위탁사의 ESG 정책 및 이행 노력 등을 평가한다. 특히, 최종실사 검토 및 중요한 ESG 문제에 대해서는 투자심사위원회(IRC)에서 논의하고 승인이 이루어진다. 2) ESG 모니터링 및 관리 부분에서는 기준 상위 10대 핵심 운용 매니저의 경우 연례 회의에서 피투자기업의 ESG 문제에 관해 논의해야 한다. 이외 CalPERS 사모펀드 직원은 피투자기업의 정기회의에서

알게 된 ESG 문제를 모두 문서화해야 하며, 위탁운용사의 ESG 보고서를 검토하고 있다.

실물자산 부문은 특히 투자심사 프로세스에서 자체적인 표준화된 매니저 평가도구(Manager Assessment Tool, MAT)를 활용하여 투자 의사결정을 실시한다. MAT는 ESG 특정 기준을 포함하여 평가가 진행되는데, 부동산 투자의 경우에는 MAT 외에도 ESG 설문을 통해서도 ESG 평가에 반영하고 있다. 또한, ESG 흐름을 반영하여 ESG 평가체계 개선의 노력으로 관련 ESG 이슈들을 수시로 설문에 반영하여 개선하고 있다.

〈표 III-6〉 CalPERS 소버린채권의 질적지표

Source	Factor
Transparency International	Corruption Perception Index
	Control of Corruption
	Open Budget Index
IMD World Competitiveness Report	Global Competitiveness Index
United Nations	Human Development Index
World Bank	GINI Coefficient
	Voice and Accountability Index
World Justice Project	Rule of Law Index
Heritage Foundation	International Property Rights Index (IPRI)
	Regulatory Efficiency
	Open Markets
Freedom House	Freedom of Press
International Labor Organization	Labor Rights
Human Rights Watch	Freedom of Association
	Womens Rights
	Freedom of Religion
International Finance Corp.	Ease of Doing Business

주 1) 출처: CalPERS, 「Global Fixed Income Sustainable Investment Practice Guidelines」
(최종검색: 2023.10.31.)

4. 네덜란드 ABP

가. ESG 정책

네덜란드의 정부 및 교육종사자 연기금(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds, National Civil Pension Fund, 이하 ABP)은 2023년 6월말 기준 기금적립금 4,730억 유로를 보유하고 있다. ABP는 ‘지속가능한 세상에서 지속가능한 연금을 보장’하는 것을 목표로 「투자신념(beleggingsovertuigingen)」을 수립하고 있다. 여기서는 ‘위험, 수익, 비용, 지속가능성’의 네 가지 기준을 투자의사 결정에 균형있게 고려해야 함을 우선순위로 명문화하고 있다. 기금의 책임투자가 사회에 영향을 미치고, 사회는 ABP의 투자에 영향을 미치는 상호작용 관계임을 인지하고, 기금의 지속가능성과 ABP의 투자가 세계와 사회에 영향을 미치기 때문에 책임투자를 중요하다고 여긴다.

ABP는 투자신념에 동반하여 기후변화 위험에 대해 우려하고 기후정책에서 구체적인 기후목표를 설정하고 있다. 이들은 2050년까지 순배출량 제로 달성을 목표로 1) 기후 전환 투자 포트폴리오 구축 및 2) 화석연료에 대한 투자를 단계적으로 중단하는 계획을 수립하고 있다.

ABP는 2007년부터 책임투자의 일환으로 기후정책을 수립하였다. 2015년에는 지속가능한 에너지에 대한 투자를 확대하고 탄소배출량 감소 등 2020년을 위한 구체적인 목표를 수립한다. 이의 성공적 달성을 기반으로 2020년에 「Duurzaam en Verantwoord Beleggingsbeleid ABP vanaf 2020 (2020년부터 ABP의 지속가능하고 책임있는 투자정책)」을 수립하면서 기후 분야에 대한 강화된 지속가능성 목표를 포함하였다. 2021년 10월에는 국제에너지기구(IEA)와 유엔기후패널(IPCC)가 발표한 보고서에 근거하여 화석 연료 생산 기업에 대한 투자 중단을 발표하고 이에 대해 단계적으로 자산 매각 절차를 수행하고 있다.

〈표 III-7〉 ABP 기후 정책 2022-2030 개요

-
- ABP의 달성 목표
 - 파리협정의 목표에 부합하는 포트폴리오
 - 2050년까지 온실가스 순배출량 제로
 - 2019년 대비 2030년 온실가스 배출량 50% 감소
 - 2030년까지 기후변화에 300억 유로 투자(임팩트 100억 투자)
 - ABP의 과제
 - 기후 피해를 야기하지 않는 기업에 투자
 - 장기적인 기회 창출이 가능하고 기후 변화를 식별하는 기업에 투자
 - 피투자기업들에게 파리협정에 맞는 기후계획을 요구
 - 온실가스 과다배출 산업(유틸리티, 운송, 철강, 시멘트, 화학) 및 금융부문과의 집중적인 대화
 - 재생에너지 및 기후 적응에 대한 임팩트 투자
-

주 1) 출처: ABP, 2022.12, 「Klimaatbeleid ABP 2022 - 2030
(ABP 기후 정책 2022 - 2030)」

ABP는 APG AM(Algemene Pensioen Groep Asset Management, 이하 APG)에 의해 기금운용·관리된다.⁵⁷⁾ ABP는 투자정책을 결정하고 자산운용을 담당하는 APG에게 제공하는데, 실무적인 기금 운용 및 관리는 APG에서 이행하고 있다.⁵⁸⁾ APG는 1) ESG 통합 전략,⁵⁹⁾ 2) 투자제한 전략, 3) 지속가능발전 투자, 4) 기후위험, 5) 주주권 행사(관여 및 의결권) 등의 정책을 수립하고 이를 공시하고 있다. 또한, 글로벌 이니셔티브(Corporate Human Rights Benchmark, GRESB, CRREM, SDI Asset Owner Platform, ESG Data Convergence Project)와의 협업을 통해 책임 투자를 촉진할 수 있는 표준을 개발하고 ESG와 관련한 과제를 해결을 위해 노력하고 있다.

57) APG는 네덜란드 내 ABP, 건설부문을 위한 연금기금(bpf Bouw), 네덜란드 주택협회 연금, APG 직원연금기를 통합하여 운영하는 연금 자산관리사로 ABP의 자회사이다.

58) 출처: APG 홈페이지, <https://assetmanagement.apg.nl/>

59) APG는 원문으로 'Inclusion Policy(포함 정책)'로 표현하고 있음에 따라 GSIA 전략 중 '포지티브 스크리닝(Positive Screening)'으로 이해할 수 있으나, 내용상 ESG 통합 전략을 의미한다. 이에 본 소절에서는 APG의 포함 전략을 ESG 통합전략으로 기술한다.

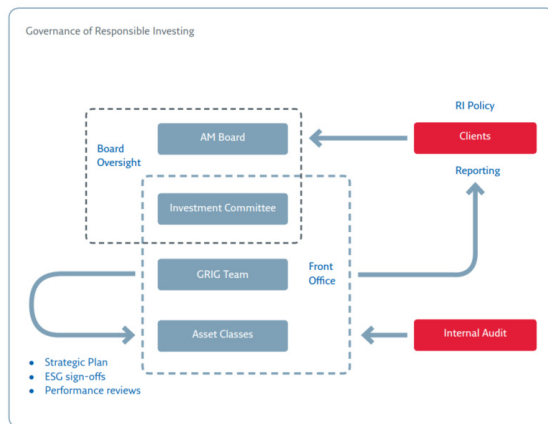
나. 책임투자 체계

1) 조직

ABP의 기금을 운용하는 APG는 강력한 기금 지배구조를 통해 책임투자를 이행하고 있다. APG의 책임투자 지배구조는 업계를 선도하며 투자관리절차에 책임투자를 완전히 포함시키는 것을 목표로 하는 적극적인 자산관리자에 적합함을 표방하고 있다. APG의 지배구조 구조는 전략적 기능이자 운용 요소로써 다층적으로 구성되어 있다. APG는 CIO(의장), 재무·위험관리 최고책임자, 법률, 책임투자 및 거버넌스, 투자 관련 상무이사들로 구성된 투자위원회를 설립하고, APG의 책임투자 정책 이행 진행 상황에 대한 보고를 정기적으로 받고 있다.

실무단위의 ESG 통합 위원회(Inclusion Board)는 APG의 자본시장 포트폴리오 (상장 부동산 포함) 전반에 걸친 ESG 통합 정책 시행과 관련된 문제에 대한 주요 의사결정 기구이다. 이사회는 GRIG팀 책임자와 ESG 통합 전략에 대한 투자팀 책임자로 구성되어 있다.

[그림 III-8] APG의 책임투자 지배구조



주 1) 출처 : APG, 2018, 「APG 책임투자 & 스튜어드십 정책(Responsible investment & Stewardship policy)」

실행부서인 GRIG 팀은 APG의 책임투자 전문팀으로서 투자팀 및 기타 여러 부서와 함께 책임 있는 투자 목표를 달성할 수 있도록 조력한다.⁶⁰⁾ 이들은 피투자기업의 ESG 범주화(classification)를 실시하고, ESG와 관련된 모든 관여 계획, 목표 및 진행 상황 평가 등을 승인한다. 또한, 기금 고유의 'APG AM 지식관리시스템(Knowledge Management System, KMS)'을 통해 기금 운용 전반에 걸쳐 ESG 관련 지배구조 프로세스의 중요한 점검과 관리를 수행한다.

GRIG의 역할에는 책임투자에 대해 포트폴리오 관리자와 협력하여 피투자기업이 ESG 책임을 개선하도록 장려하기 위해 기업과의 대화를 수행하고, 투표 정책을 마련, 규제기관 및 기타 이해관계자와 협력하는 것 등이 포함된다. GRIG팀은 전 세계(암스테르담, 뉴욕, 홍콩)에서 15개국 이상의 30명 이상의 직원으로 구성되어 있다.

2) 책임투자 전략

기금을 운용하는 ABP(APG)는 GSIA의 책임투자 전략 중 'ESG 통합 전략', '투자제한(네거티브 스크리닝)' 전략, '테마투자 전략'을 적용한다. 우선, APG는 2015년부터 ESG 통합 전략을 적용해 오고 있으며, 이는 장기적 책임투자를 통해 실물경제에 실질적이고 긍정적인 기여를 하기 위한 포괄적인 접근 방식으로 적용되고 있다. 주식 및 채권, 부동산 투자부문에 ESG 통합 전략을 구사한다. 수익, 위험, 비용 및 지속가능성을 기준으로 투자의사결정을 실시하는데, APG는 독자적으로 마련하고 있는 피투자기업의 'ESG 범주화(classification)' 평가를 실시하여 투자에 사용하고 있다.⁶¹⁾

다음으로 네덜란드가 서명한 국제조약에 의해 금지된 무기 제조업체, 담배 또는 핵무기를 제조하는 회사에 투자를 배제하는 전략을 사용한다. 또한, 국채의 경우에는 UN 안전보장이사회나 유럽연합이 구속력을 가지고 있는

60) 출처: APG, 2022, 「Summary of Inclusion Approach」

61) 자세한 사항은 후속해서 나오는 라. ESG 평가 참조.

무기금수조치를 취한 국가의 채권에는 투자하지 않는다.

〈표 III-8〉 APG 투자배제 기업·국가 기준

1. 논란의 여지가 있는 무기 생산 기업 (집속탄, 대인지뢰 및 생화학·핵무기).
2. 담배생산 기업
3. UN 또는 EU의 구속력 있는 무기수출 금수조치(embargo) 대상 국가의 국제
4. 상기 기준에 해당하는 기업의 관계·종속회사(지분율 20% 이상), 자본의 50% 이상이 직접 관련된 기업

주 1) 출처: APG, Summary of Exclusion approach(corporate and sovereign), 2021

또한, ABP는 책임투자 전략 중 테마투자 전략을 적용하며 이를 적극적으로 대외에 알리고 있다. 유럽의 SFDR을 적극적으로 수용하여 이를 연기금 ESG 홍보에 적극적으로 활용하고 있다. 테마투자 방식은 지속가능발전목표(SDGs)에 따라 투자하는 방식인 지속가능발전투자(SDI)를 적용한다. 이를 통해 ABP는 910억 유로(투자 자산의 19.2%)를 지속가능발전목표(SDGs)에 투자하고 있다.⁶²⁾⁶³⁾ 이에 대해 구체적인 계획을 수립하고 있는데, 첫째, 2025년까지 지속 가능한 개발 목표에 기여하는 기업 및 프로젝트에 자산의 최소 20%를 투자, 둘째, 2019년 대비 2030년에 투자 포트폴리오의 탄소 배출량을 50% 감소, 셋째, 지속 가능한 개발 목표인 ‘지속 가능한 저비용 에너지’에 2030년에 300억 유로를 투자하고, 그 중 100억 유로를 ‘임팩트 투자’에 투자해서 에너지 전환에 기여, 넷째, Climate Action 100+와 함께 공급망과 소비자를 통해 CO2 배출에 가장 큰 영향을 미치는 기업의 기후 정책 개선 유도를 목표로 하고 있다.

3) 책임투자 공시

네덜란드 ABP는 유럽 SFDR을 적극적으로 수용하여 공시활동을 하고 있다.

62) ESG 투자 규모의 자세한 내용은 후속하는 소절 참조.

63) APG는 1,120억 유로(투자자산의 17.6%)를 SDGs에 투자하고 있다. 이 중 일부가 ABP의 SDI 투자금액이다.

연기금 및 자산운용사 같은 금융기관에게 적용되는 SFDR에 따라서 ABP는 투자정책 및 이행 현황 등을 투명하게 공시한다. ABP는 1) 위험관리 정책, 2) 지속가능성 위험, 3) 지속가능성 위험 식별, 평가 및 모니터링 현황, 4) 지속가능성 정보 등을 공시하고 있다.⁶⁴⁾ SFDR은 환경 또는 사회적 특성을 촉진하는 금융투자는 웹사이트에 특정 지속 가능성 정보를 특정 형식에 따라 공시할 것을 규정하고 있다. 이에 ABP는 지속가능성 요인에 대한 지표와 이에 대한 결과를 제시하고 있다.

SFDR은 지속가능성 위험을 투자 정책 및 투자 결정에 통합하는 방법을 설명한다. 이를 통해 ABP는 기금의 지속가능성 위험이 투자에 미칠 수 있는 부정적 영향, 투자 결정을 내릴 때 환경, 사람, 기업지배구조와 같은 지속가능성 요소에 대한 투자의 의사결정의 방법등의 정보를 연금 가입자 및 수급자에게 제공하고 있다. 또한, 기금이 단순히 지속 가능한 ‘투자’를 목표로 삼는 것이 아니라 궁극적으로 ABP 연금제도가 생태학적 또는 사회적 특성을 촉진함을 강조하면서, ABP가 지속 가능한 투자를 하기 위해 포트폴리오의 어느 부분에 전념하고 이것이 투자 정책에 어떤 영향을 미치는지 알리고 있다. <표 III-9>는 ABP의 SFDR에 따른 책임투자 지표와 결과보고의 공시내용을 일부 발췌한 것이다. 살펴보면 책임투자 정책에 따른 지표와 이의 결과를 공시하는데, 책임투자 지표는 기준 값과 기준연도를 설정하여 달성의 목표를 명확하게 하고 있다. 이에 결과보고 또한 기준에 근거하여 보고한다.

공시 내용에 대해서도 지속적인 검토를 통해 개선하고 있는데, 2023년부터 SDI 분류법 규정의 의미 내에서 생태학적으로 지속 가능한 활동에 대해 보고할 예정이다.

ABP의 기금운용을 전담하는 APG는 TCFD 공시를 통해 기금의 기후위험관리를 외부에 공개하고 있다.

64) 출처: ABP 홈페이지, <https://www.abp.nl/>

〈표 III-9〉 ABP의 SFDR 중 지속가능성 지표 및 결과보고

지표	결과보고
• 투자제한	
1. 논란의 여지가 있는 무기(대인지뢰, 핵 무기, 집속탄, 지뢰, 생화학 무기) 생산 관련 기업 투자금지 - 기준값 : 0	- 해당 기업 투자 없음 - 투자제한 정책을 위반 없음
2. UN/EU 무기 금수 조치 대상 국가의 채권에는 투자금지 - 기준값 : 0	- 해당 기업 투자 없음 - 투자제한 정책을 위반 없음
3. 전력생산을 위해 석탄(석탄, 갈탄)을 원료로 매출을 창출하는 기업에 대한 투자 금지 - 기준값 : 0	- 해당 기업 투자 없음 - 투자제한 정책을 위반 없음
4. 담배생산 기업 투자금지 - 기준값 : 0	- 해당 기업 투자 없음 - 투자제한 정책을 위반 없음
• 기후변화 완화	
5. 온실가스 감축 주식포트폴리오 - 기준연도 : 2015	- 기준 연도 대비 총 감소율 : -57.6% DME: 100.18 tCO ₂ e/백만 EUR EME: 117.02 tCO ₂ e/백만 EUR
6. 부동산 포트폴리오의 온실가스 감축 - 참고값 : CRREM 감소 경로	
• UN SDGs 기여	
7. UN SDGs 투자 - 기준값 : 자산규모 20% (기준연도 2025)	- 연말 기준 자산규모 비중 20%
• ESG 통합 정책 : ESG 분야에 대한 책임투자	
8. 주식/채권 포트폴리오의 리더스 비율 - 기준값: 100% 투자	- 관여/리더스 투자 비율 목표 100% - 주식/채권 83.5% : 리더스 투자비율 - 나머지 : 관여 적용

주) 출처: ABP, 2023, 「SFDR-bijlage IV Pensioenregeling」

다. ESG 투자 규모

ABP는 2015년 UN 결의를 통해 만들어진 ‘지속가능발전목표(Sustainable Development Goals, 이하 SDGs)’에 따라 기금의 SDGs 투자 규모를 식별하고, 이의 투자금액을 점진적으로 확대하고 있다. 2015년 초 290억 유로에서 시작하여 2023년 6월말 기준으로 915억 유로 확대하여 기금의 약 19.34%를 SDGs에 투자하고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 2025년까지 기금의 20%까지 SDGs 투자 달성을 목표로 하고 있다. <표 III-10>은 17가지 SDGs의 목표별로 ABP의 투자규모를 나타낸 것이다. 이 중 넷제로 전환사회를 위하여 재생에너지와 관련한 투자를 구체적 계획에 따라 적극적으로 확대하고 있다.

<표 III-10> ABP의 SDGs 투자 규모

SDGs 투자	'17년	'20년	'22년	'23.6월
1. 빈곤	6.26	6.46	17	19
2. 기아	15.8	18	15	16
3. 건강과 웰빙	96.64	209	194	183
4. 교육	8	12	9	10
5. 성평등		0		
6. 깨끗한 물	10.57	12	12	12
7. 저비용 지속가능에너지	68.32	138	184	195
8. 양질 일자리와 경제성장	2.59	6.82	14	14
9. 산업 성장, 혁신 활성화 및 인프라	40.26	38	45	48
10. 불평등		0.39	2	
11. 지속가능 도시와 주거지	230.93	339	393	388
12. 지속가능 생산과 소비	10.48	13	12	12
13. 기후변화	1.66	3.68	4	5
14. 해양 생태계	0.53	4.1	2	2
15. 육상 생태계	6.17	8.96	14	14
16. 평화/정의/포용				
17. 지구촌 협력				
SDI 계	498.21	809.41	917	915

주 1) 단위: 억 유로

주 2) 출처: ABP 연차보고서 및 책임투자보고서를 통해 저자 정리, '23.6월 자료는 ABP 홈페이지 <https://www.abp.nl/>

ABP는 ESG 채권에도 적극적으로 투자한다. SDGs 저비용 지속가능에너지 투자의 일부를 녹색채권 투자 내역을 통해 확인할 수 있다. 녹색채권 투자는 2013년 2종목 5,000억 유로를 시작으로 2022년말 235종목 약 130억 유로로 그 규모를 확대하였다. 2020년부터는 기타 ESG 채권에도 투자를 시작하여 2022년말 전체 ESG 채권 투자는 384종목 약 179억 유로 규모이다. 앞서 살펴본 글로벌 ESG 채권 발행이 2020년 이후 감소함에도 ABP의 ESG 채권 투자규모(종목수)는 2021년 대비 20%(15%) 상승하여 지속적으로 증가 추세를 보이고 있다. 또한, SFDR 공시를 통해 지속적으로 그 투자규모가 증가 추세일 것으로 예상된다.

〈표 III-11〉 ABP의 ESG 채권 투자 규모

	녹색채권		사회적채권		지속가능채권		총	
	종목수	투자 금액	종목수	투자 금액	종목수	투자 금액	종목수	투자 금액
2013	2	0.5					-	
2014	13	3						
2015	38	8						
2016	59	14						
2017	102	35						
2018	141	55.41						
2019	207	76.01						
2020	183	80	39	11.5	42	10.8	264	102
2021	212	116.8	61	19.1	61	12.9	334	148.8
2022	235	129.9	71	24	78	25.3	384	179.3

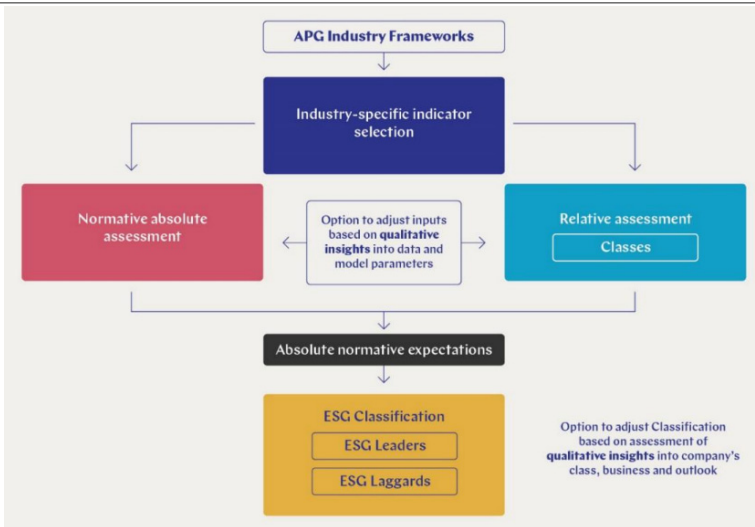
주 1) 단위: 개, 억

주 2) 출처: ABP 연차보고서 및 책임투자보고서를 통해 저자 정리

라. ESG 평가

ABP의 책임투자 정책으로 자산운용을 실행하는 APG는 ESG 통합정책을 실행하기 위한 ‘지속가능하고 책임있는 투자 의사결정 매커니즘’을 위한 고유한 ‘ESG 범주화(classification)’ 평가체계를 마련하고 있다. 방법론의 주요 목표는 투자포트폴리오 기업 중 ESG를 선도하는 기업(Leaders)을 식별하는 것이다. 이를 통해 기업의 ESG 성과를 동종 기업과 비교(상대평가)하고, 동시에 동종기업 그룹 내에서 평균선과 상관없이 규범적 측면에서 ESG 제고를 위해 노력하도록 요구한다. 규범적 측면으로 UN 글로벌 콤팩트 및 OECD 가이드라인에서 주요하게 여기는 주제를 반영한다. [그림 III-9]는 이의 프로세스를 도식화해서 나타낸 것이다.

[그림 III-9] APG의 ESG 범주화 프로세스



주 1) 출처: APG, 2022, 「Summary of Inclusion Approach」

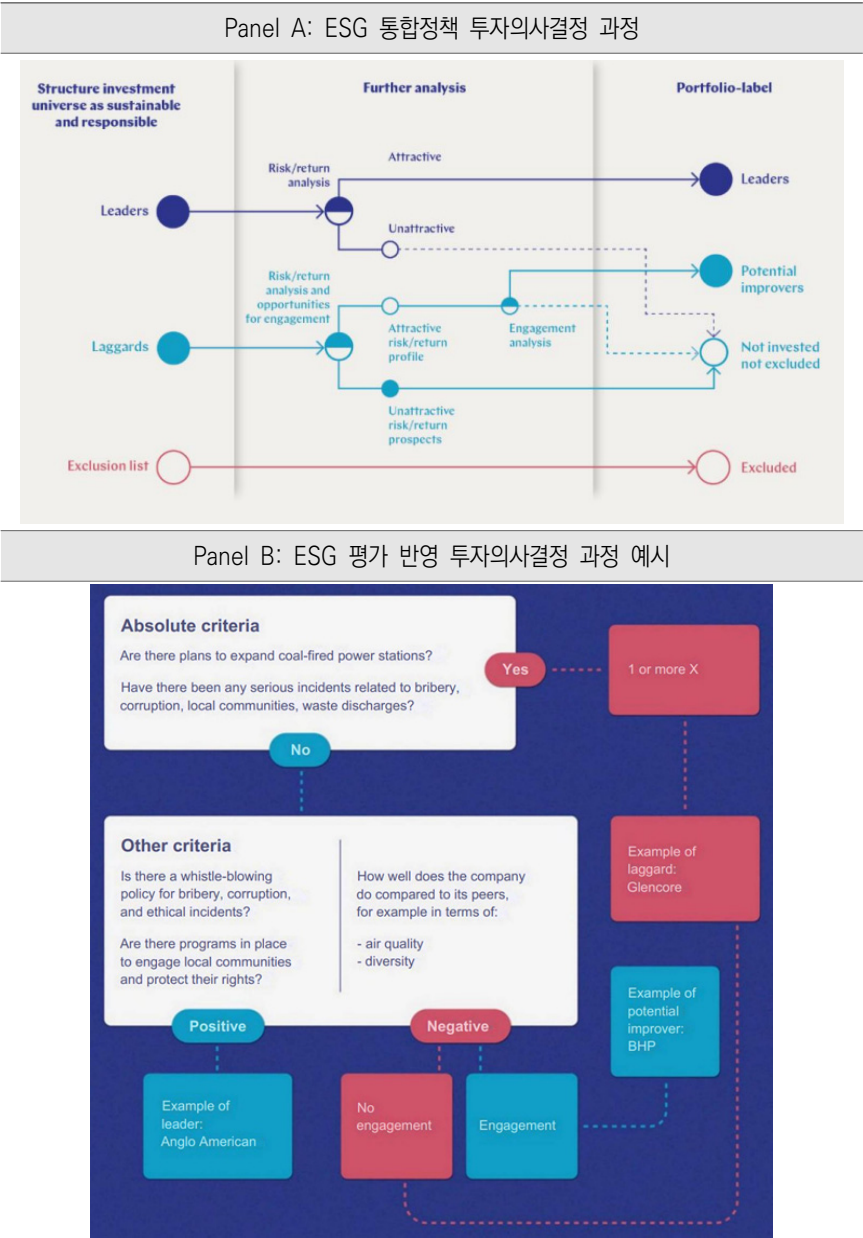
APG는 외부평가기관의 결과보다 자체분석을 수행하고 자체 결론을 도출하는 것을 선호함을 표방한다. 기금의 고객인 연금가입자와 수급자의 RI 정책과 가치를 평가에 반영해야 함을 강조하고 있다. 하부적으로 ESG

선도(Leaders)기업과 후발(Laggards)기업을 구분하는 ESG 범주화 평가는 외부데이터 제공자로부터 서수 지표 및 노출 데이터의 형태로 여러 유형의 기업별 ESG 정보를 받은 후, 자체적으로 특정 정책에 대한 강력한 증거가 있거나 없는 것으로 보이는 기업의 ESG 관행을 식별한다. 그다음 이러한 지표들이 피투자기업이 특정 ESG 위험에 노출되어 있는지(관여), 기업이 ESG 위험관리에 얼마나 전념하고 있는지(준비) 그리고 얼마나 ESG 노력에 결과(성과)를 가지고 있는지 판단한다.

[그림 III-10]은 ESG 범주화에 따른 투자의사결정 매커니즘(Panel A)과 이 과정의 예시를 도식화한 것이다. 우선 투자배제 전략이 적용되지 않는 기업 중 내부 판단기준으로 피투자 기업의 ESG 평가 및 타 기업에 비해 실시하는 ESG 노력 등을 종합적으로 판단하여 ESG 선도(Leaders)기업과 후발(Laggards)기업을 구분한다. ESG 선도(Leaders)기업인 경우 신규투자 포함 및 투자를 유지하며, ESG 후발(Laggards)기업인 경우 투자를 배제 및 철회하거나 기금 ESG 모니터링인 관여 활동을 통해 ESG 개선을 유도한다.

APG는 ESG 평가체계를 지속적으로 개선하여 반영하고 있다. ESG 데이터가 재무 데이터에 성숙도가 낮고, 정성적 평가를 정량평가로 변환하는 경우에 대한 신뢰도 문제가 있음을 지적하며, 이를 위해 타 평가기관의 점수와 비교하여 피투자기업의 ESG 등급에 대한 잘못된 평가를 줄이기 위하여 지표, 기본 데이터 가용성 및 품질에 대한 정기적인 점검을 수행한다. GRIG팀은 ESG 범주화 평가에 사용되는 지표 및 데이터를 지속적으로 검토하고, 투자팀은 포트폴리오에 이를 적용하여 ESG 결과를 반영하여 투자의사결정을 실시하는 프로세스를 통해 지속적으로 ESG 평가체계를 개선하고 있다.

[그림 III-10] APG의 ESG 평가 반영 투자의사결정 매커니즘



주 1) 출처: APG, 「Summary of Inclusion Approach(2022)」, 「2021 책임투자보고서」

5. 국민연금기금

본 소절에서는 국민연금기금 ESG 평가체계의 이해 증진을 위해 이의 배경인 수탁자 책임과 책임투자에 대해 확인하고, 구체적인 국민연금기금의 ESG 평가 프로세스의 정책 및 투자 관련 평가를 살펴본다. 그리고 본 장의 마지막 소절에서는 앞 소절에서 살펴본 글로벌 공적연금기금과의 비교를 통해 시사점을 도출한다.

가. 국민연금기금 책임투자 정책

1) 국민연금기금의 수탁자 책임 활동 연혁

국민연금기금은 1988년말, 기금운용금액 5,279억 원을 시작으로 2023년 9월말 약 984조 원의 기금을 운용하고 있다. 기금적립액은 공공부문, 복지부문, 금융부문, 기타부문으로 구분되어 있으며, 99% 이상을 금융부문의 적립금으로 운용하고 있다. 기금은 초기 공공부문 투자도 이행하였는데, 이는 2004년 완전 회수될 때까지 매년 신규조성자금의 50% 수준에서 공공자금 관리기금에 위탁되어 사회간접자본시설 건설, 중소기업 및 농어촌 지원 등에 활용되어 국가경제의 성장잠재력을 높이는데 기여하였다. 복지부문은 1991년 1,200억 투자를 시작으로 외환위기인 1998년에 1.4조를 정점으로 2010년대에는 약 1,500억을 하회하다가 2020년 COVID-19 이후 2,000억 원을 투자하고 있다. 복지부문의 운용은 1990년대 노인복지시설자금대여, 생활안정자금대여, 국민연금복지타운건설 등에 투자하는 것으로 시작되어, 현재는 복지타운(청풍리조트), 신용회복지원자금, 노후긴급자금(국민연금실버론) 등에 투자하는 것으로 운용되고 있다.

국민연금기금은 2015년 1월 국민연금법⁶⁵⁾의 개정을 통해 기금의 투자

65) 「국민연금법」 제102조④ 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

대상에 대하여 ESG 요소를 고려하여 관리·운용할 수 있도록 법적 근거를 마련하였다. 국내 금융시장 활성화에 기여한 국민연금기금은 장기적이고 안정적인 기금운용 수익 증대를 위하여 책임투자를 이행하며, 이를 위한 책임투자 전략을 수립하고, 지속적인 책임투자를 위하여 책임투자 확대 적용하고 있다.

UNPRI를 따르는 국민연금은 자산소유자로서 책임투자에 대해 투자의사 결정 과정에서 ESG 요소를 고려하는 ESG 투자(ESG Incorporation)와 투자대상에 대한 의결권 행사 및 건설적 대화 등을 통해 ESG 관련 위험관리능력 개선 및 기업가치 제고를 유도하는 주주권 행사(Active Ownership)의 책임투자를 이행한다.

현재 국민연금기금이 정의하는 ‘책임투자’는 2006년 9월에 책임투자형 위탁펀드를 운용하는 것으로부터 활동이 시작되었다.⁶⁶⁾ 2009년 6월에 책임투자에 관한 글로벌 이니셔티브인 UNPRI(UN Principles for Responsible Investment)에 가입⁶⁷⁾하고, 같은 해 12월에는 의결권 행사 지침에 “기금은 환경(E), 사회(S), 기업지배구조(G) 등 사회책임투자요소를 고려하여 의결권을 행사한다.”를 명시하도록 책임투자 관련 조항을 마련하였다.

2013년 3월에는 운용전략실 아래에 책임투자팀을 신설하여 국내 및 해외 주식운용부서로 분산되어 있었던 의결권 행사 담당 기능을 통합하여 책임투자 조직 체계의 기틀을 마련하였다. 2014년 2월에는 의결권 행사지침 내 책임투자의 명시사항을 “기금은 장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다.”로 개정하였다. 2015년에는 12월에는 책임투자형 위탁펀드 운용을 위해 책임

66) 국민연금은 2002부터 국내주식을 대상으로 의결권 행사를 하였으나, 과거에는 이를 책임투자자로 정의하지는 않았다. 국민연금은 연차보고서를 통해 공식적인 책임투자 활동의 시작을 2006년 9월 책임투자형 위탁펀드의 운용으로 밝히고 있다.

67) 국민연금기금은 PRI에 2016년부터 책임투자 현황에 대한 보고서(Transparency Report)를 제출하고 있다.

투자형 벤치마크를 도입하고, 국내주식 ESG 평가체계를 구축하였다. 2016년 4월에는 기금운용지침에 책임투자와 관련한 조항을 신설하여 법적 근거를 마련하였으며, 12월에는 원활한 ESG 평가를 위하여 국내주식 ESG 평가 시스템을 구축하였다. 2017년에는 국내주식 ESG 컨트러버셜 이슈(예상하지 못한 우려)⁶⁸⁾의 평가체계를 마련하고 이를 ESG 평가와 적용하여 같은 해 9월 직접운용을 대상으로 국내주식에 ESG 통합전략을 처음으로 이행하였다.

〈표 III-12〉 국민연금기금의 책임투자 논의 연혁

연도	내용
2006	- 책임투자형 위탁펀드 운용
2009	- UNPRI 가입 - 의결권 행사지침에 ESG 관련 조항 마련
2013	- 운용전략실 내 책임투자팀 신설
2014	- 의결권 행사지침에 ESG 관련 조항 개정
2015	- 국내주식 배당관련 기업과의 대화 추진 방안 마련 - 책임투자형 위탁펀드를 위한 신규 책임투자형 벤치마크 도입 - 국내주식 ESG 평가체계 구축
2016	- 기금운용지침에 책임투자 관련 조항 마련 - 국내주식 ESG 시스템 구축
2017	- 국내주식 ESG 컨트러버셜 이슈 평가체계 마련 - 국내주식(직접) ESG 고려 적용
2018	- 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 - 「의결권 행사 지침」을 「수탁자 책임 활동에 관한 지침」으로 개정
2019	- 책임투자팀을 수탁자책임실(1실 2팀 - 책임투자팀, 주주권행사팀)로 확대·개편 - 「국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인」 마련 - 의결권 행사 방향의 주주총회 개최 전 공개범위 결정 - ICGN(International Corporate Governance Network) 가입 - ACGA(Asian Corporate Governance Association) 가입 - 「국민연금기금 책임투자 활성화 방안」 수립 및 책임투자 원칙 도입 - 기금운용지침의 기금운용원칙에 지속가능성의 원칙 신설 - 「위탁운용사 의결권 행사 위임 가이드라인」 마련 - 위탁운용사 선정·평가시 수탁자책임에 관한 원칙 도입 등 가점 부여 방안 마련 - 「국내주식 적극적 주주활동 가이드라인」 마련

68) 컨트러버셜 이슈란 기업의 가치에 영향을 미치는 예상하지 못한 이슈 및 사건사고를 의미한다.

연도	내용
2020	- 「국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서」 발간 - 「국민연금기금 국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인」 개정 - 예상하지 못한 우려 관련 중대성 평가절차 및 중대성 평가기준 개선안 마련 - 「국민연금기금 국내주식 ESG 통합전략 가이드라인」 마련 - AIGCC(Asia Investor Group on Climate Change) 가입
2021	- 국민연금기금 탈석탄 선언 및 투자제한 전략 수립 논의 시작 - 국민연금기금 투자제한전략 도입 및 기금운용지침(제12조의2)에 투자제한 조항 신설 - 국내주식 ESG 평가체계 개선 및 국내채권 ESG 평가체계 구축 - 국내채권 직접운용 ESG 통합전략 가이드라인 마련 - 「이사회 구성·운영 등에 관한 국민연금기금 책임투자 방향 설명서」발표 - 국내·외 주식 및 채권 위탁운용사 선정·모니터링시 책임투자 요소 고려 방안 마련
2022	- 수탁자책임 활동에 관한 지침 개정 - 해외주식 의결권 대상 확대 - 국내주식 의결권 행사 전자투표 시행 - IFRS Sustainability Alliance(舊 SASB Alliance) 가입 - 거래증권사 선정시 책임투자보고서 발간 여부 포함

주 1) 출처: 국민연금기금 연차보고서 및 기금운용위원회 회의자료

2018년 7월에는 일명 ‘스튜어드십 코드(Stewardship Code)’라고 불리는 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」을 도입하고, 이에 따라 기존 의결권 행사 지침을 수탁자 책임 활동에 관한 지침으로 개정하였다.⁶⁹⁾ 2019년 1월에는 책임투자팀을 수탁자책임실(19년 책임투자팀, 주주권행사팀 → ’24년 ESG전략팀, 주주권행사1팀, 주주권행사2팀)로 확대 및 개편하여 보다 전문적으로 책임투자를 이행할 수 있도록 조직 체계를 개편하였다. 2019년 9월 기금은 수탁자 책임 활동의 역량을 강화하고 수탁자 책임에 관한 원칙의 이행 제고를 위해, 기업지배구조 및 주주활동 등 수탁자 책임 활동 관련 글로벌 기관투자자 협력기구인 ICGN(International Corporate Governance Network)⁷⁰⁾과 ACGA(Asian Corporate Governance Association)⁷¹⁾에

69) 관여(기업과의 대화) 관련 사항이 의결권 행사 지침에 반영된 것은 2018년 1차 기금 운용위원회에서 의결된 ‘국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)’의 「국내주식 의결권 행사 세부기준」 제2조였다. 그동안 기금운용본부 내부가이드라인을 통해 시행해 오던 관여(중점관리사항) 관련 사항은 2018년 7월 30일 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」이 제정됨에 따라 명문화되었다.

회원기관으로 가입하였다. 11월에는 「국민연금기금 책임투자 활성화 방안」을 수립하고 책임투자 원칙을 도입함으로써 기금운용지침의 기금운용원칙에 '지속가능성'의 원칙이 신설되어 기금운용에 있어 지속가능성 원칙의 적용이 공식화되었다. 같은 해 12월에는 「국내주식 적극적 주주활동 가이드라인」을 마련하여 주주활동의 범위를 확대한다.

2020년 7월에는 「국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서」를 발간하여 기금의 수탁자 책임 활동 성과를 투명하게 공시하였고, 같은 해 11월에는 「국내주식 ESG 통합전략 가이드라인」을 수립하여 국내주식 직접운용자산에 새로운 ESG 통합전략을 적용하였으며, 환경 이슈에 대한 이해도를 제고하고 관련 네트워크를 확대하고자 아시아 기관투자자의 기후변화/저탄소 투자 관련 협의체인 AIGCC(Asia Investor Group on Climate Change)에 가입하였다. 2021년 5월에는 국민연금기금이 탈석탄을 선언함으로써 투자제한 전략의 수립 논의가 본격적으로 시작되어 현재까지 그 논의가 진행 중이다. 6월에는 국내채권 직접운용 ESG 통합전략 가이드라인이 마련되었으며, 12월에는 국내·외 주식 및 채권 위탁운용사 선정·모니터링시 책임투자 요소를 고려하는 방안이 마련되었다. 2022년 6월에는 지속가능성 회계기준위원회인 IFRS Sustainability Alliance(舊 SASB Alliance)에 가입하였으며, 거래 증권사 선정에 책임투자보고서 발간 여부를 포함하면서 책임 투자 활성화를 위한 노력을 이어가고 있다.

70) ICGN(International Corporate Governance Network)은 기업지배구조 관련 세계 최대 규모의 협력기구로서, 기업지배구조에 관한 조사와 연구, 네트워크를 제공한다.

71) ACGA(Asian Corporate Governance Association)는 아시아의 기업지배구조를 포함한 금융 환경 생태계 개선을 위해 설립된 협력기구로서, 기업지배구조 관련 법규에 대한 분석 등을 수행한다.

2) 국민연금기금의 책임투자 규정 및 조직구성

국민연금기금은 기금의 운용 및 관리 사업이 목적에 따라 합리적이고 효과적으로 수행될 수 있도록 기금운용지침에 기금운용원칙을 명시하고 있다. 국민연금의 책임투자는 「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용) 제4항과 「국민연금기금운용지침」 제4조(기금운용원칙) 제5항의 지속 가능성 원칙⁷²⁾으로 책임투자 추진 근거를 마련하고 있다. 이러한 책임투자 추진 법적근거에 따라 정책(policy)을 수립하고 「국민연금기금 운용지침」, 「책임투자 원칙」, 「수탁자 책임에 관한 원칙」, 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 책임투자 관련 정책을 명시하고, 이의 기준, 방법, 절차에 따라 투자대상의 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소를 고려하여 기금을 관리·운용한다. 또한, 주주권 행사 과정의 독립성 및 투명성을 확보를 통해서 기금자산의 안정적인 증식을 목적으로 국민연금 가입자 및 수급자에게 이익이 되도록 책임투자를 이행하고 있다.⁷³⁾

국민연금기금은 최고 의사결정기구인 기금운용위원회가 정한 정책에 따라 책임투자를 이행한다. 임시주주총회 및 연중 발생하는 수탁자 책임 관련 정책 의사결정의 상시적으로 논의하기 위하여 기금운용위원회 산하 수탁자책임 전문위원회를 마련하고 있다. 사용자·근로자·지역가입자 단체에서 추천한 상근전문위원 및 외부전문가로 구성된 수탁자책임전문위원회는 책임투자 활동에 대한 기금운용위원회의 의사결정을 지원하고 기금의 ESG 투자 및 주주권 행사 관련 주요 사항을 검토·결정한다.

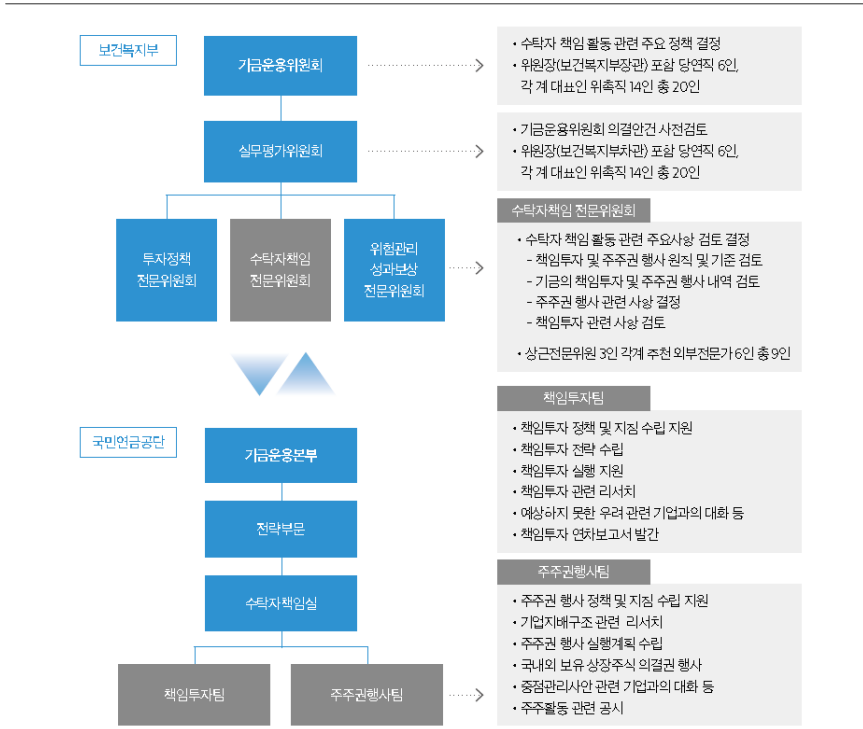
국민연금기금의 책임투자는 기금운용본부 전략부문 내 수탁자책임실의 책임투자팀과 주주권행사팀을 통해 실무적 책임투자 이행을 이어가고 있다. 책임투자팀은 책임투자 정책 및 지침 수립을 지원하고, 책임투자 전략 및

72) 「국민연금기금운용지침」 제4조(기금운용원칙) 제5항 지속 가능성의 원칙 : 투자자산의 지속 가능성 제고를 위하여 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 신의를 지켜 성실하게 운용하여야 한다.

73) 국민연금기금의 수탁자 책임과 책임투자 관련한 추진근거의 규정 및 주요원칙은 〈부록〉 참조.

실행계획을 마련하여 운용역이 투자의사결정 과정에 ESG를 고려할 수 있도록 지원한다. 이를 위해 기금 고유의 ESG 평가 및 ESG 컨트러버셜 이슈 모니터링 등 리서치 업무 등을 수행한다. 주주권행사팀은 주주권 행사 정책 및 지침 수립을 지원하고, 주주권 행사 실행계획을 수립한다. 또한, 기업지배구조 관련 리서치를 수행하며, 국내외 보유주식에 대한 의결권 행사 및 중점관리사안에 대한 기업과의 대화 등을 이행하고 있다. 이의 구체적인 책임투자 의사결정 체계 및 조직 구성은 [그림 III-11]과 같다.

[그림 III-11] 국민연금기금의 책임투자 관련 의사결정체계 및 조직



출처) 국민연금공단, 「2020년 국민연금기금 연차보고서」

나. 국민연금기금의 책임투자 이행

1) 국민연금기금의 책임투자 체계

국민연금기금은 UNPRI 자산소유자 관점의 ESG 투자 구분 체계에 따라 'ESG 투자'와 '주주권 행사'로 책임투자를 구분한다. 이에 투자전략 관점은 ESG 투자를 재무적 요소와 ESG 등 비재무적 요소를 함께 고려하는 ESG 통합(ESG Integration), ESG를 고려하여 투자대상을 선정하거나 제외하는 스크리닝(Screening), 위험조정수익과 ESG 성과를 동시에 추구하는 테마투자(Thematic)로 구분한다. 또한, 적극적 주주권리의 행사(Active Ownership)는 투자대상 기업의 주주총회에서의 의결권 행사(Proxy Voting)와 투자대상 기업과의 대화, 주주제안, 대표소송 등 주주활동(관여, Engagement)으로 구분하고 있다.

국민연금기금은 ESG 통합 전략을 통해 대부분의 ESG 투자를 이행하고 있으며, 2021년 국민연금이 선언한 '탈석탄'의 단계적 이행 방안의 하나로 투자제한(스크리닝) 전략 적용을 위한 방안을 마련 중이다.⁷⁴⁾ 또한, 주주권 행사는 상장기업을 중심으로 의결권 행사와 건설적 대화 등을 통해 ESG 관련 위험관리능력 개선 및 기업가치 제고를 유도하는 주주활동(관여)을 통해 주주권을 행사하고 있다. 또한, 2022년 그동안 국내주식에 집중되어 있었던 ESG 평가를 국내채권 직접운용까지 확대하였다.⁷⁵⁾

74) 국민연금기금은 탈석탄 선언을 시작으로 국내외 석탄발전소 신규 건설을 위한 프로젝트 투자를 하지 않고 있다.

75) 본 프로젝트보고서는 국민연금기금의 'ESG 투자' 이행을 위한 ESG 평가에 집중하므로 주주권 행사와 관련한 기금의 책임투자 이행 내역은 축약하여 소개한다. 자세한 사항은 「2022년 국민연금기금 연차보고서」 p.94부터 참조.

〈표 Ⅲ-13〉 국민연금기금 책임투자 전략 체계

		정의	비고
E S G 투 자	① ESG 통합	재무적 요소와 ESG 등 비재무적 요소를 함께 고려	국내주식 및 채권 직접 운용 시 ESG 등급 고려
	② 스크리닝	ESG 관점에서 긍정적·부정적으로 평가되는 특정 산업군 등을 투자 후보군에 포함(positive) 또는 제외(negative)	현재, 석탄채굴 및 발전 산업에 대해서 외부용역을 완료하고 투자제한 전략 수립 논의 중
	③ 테마투자	위험조정수익과 ESG 성과를 동시에 추구	-
주 주 권 행 사	① 의결권 행사	주주총회에서 의결권 행사	국내외 주식 의결권 행사 등
	② 주주활동(관여)	비경영참여 주주활동 기업과의 대화 등(비공개대화, 비공개 중점, 공개중점), 경영참여 주주활동, 주주제안 등(공개중점 이후) 소송제기 주주대표소송, 손해배상소송 등	국내주식 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안에 대한 기업과의 대화 수행 등

주 1) 출처: 국민연금공단, 「2020년 국민연금기금 연차보고서」

다. 국민연금기금의 ESG 투자 규모

2022년말, 국민연금의 책임투자를 고려하는 자산군의 운용규모는 약 384.1조원으로 기금적립금의 약 43.1%를 기록하고 있다. 자산군의 범위는 대체투자과 국내채권 중 상장기업이 발행한 채권이 아닌 채권(국채, 지방채, 특수채 등)을 제외한 나머지 금융부문 투자자산에 대해 ESG 통합 전략을 적용하고 있다.

국내 및 해외주식, 국내 및 해외채권, 대체투자의 5가지 자산군별 투자 중 국내주식 책임투자형(SRI) 위탁펀드⁷⁶⁾로 일부 운용하고, 국내주식과 채권(회사채 등)의 ‘직접운용’에 대해서만 ESG 등급을 고려한 ESG 통합 전략을 적용하여 이행한다.

〈표 Ⅲ-14〉는 국민연금기금의 연도별 책임투자 규모를 나타낸 것이다. 국민연금기금은 2006년 9월 국내주식 위탁운용 부분 중 일부를 책임투자형(SRI) 위탁펀드⁷⁷⁾로 운용함에 따라 ESG 투자를 시작하였다. 2018년부터는

76) 책임투자형 위탁펀드는 기금이 책임투자 위탁펀드 유형의 특색을 반영하여 개발한 벤치마크인 ‘NPS-FnGuide 책임투자지수’를 추종하고 있다.

국내주식 액티브 직접운용의 투자 의사 결정 시 재무적 정보와 함께 비재무적 정보인 ESG 정보도 함께 고려하기 시작하여, 2020년에는 국내주식 직접운용 전체 부문(액티브+패시브)에 적용하고 2022년에는 국내주식 위탁 전체까지 그 적용범위를 확장하였다. <표 III-14>의 음영부분은 기금의 ESG 평가 결과를 고려한 책임투자 자산의 규모이다. 국내주식 직접운용 운용역은 투자가능 종목군에 신규로 편입되는 종목 검토시 ESG 세부정보를 확인하여 하위등급(C, D 등급)에 해당할 경우 검토보고서에 운용역 의견 및 ESG 보고서를 첨부하고 있다. 또한, 투자가능종목군 점검시 하위등급에 해당하는 종목에 대해서 벤치마크 대비 초과 편입여부를 확인하여, 초과 편입 유지 시 사유와 투자 의견을 검토하고 모니터링을 지속하도록 한다.

<표 III-14> 국민연금기금의 연도별 책임투자 규모

	국내 주식		국내 채권		해외 주식	해외 채권	책임 투자 적용 규모	기금 총액	책임 투자 비율
	직접	위탁	직접	위탁	위탁	위탁			
'07		0.4					0.4	219.5	0.18
'08		0.6					0.6	235.4	0.25
'09		1.3					1.3	277.6	0.47
'10		2.4					2.4	324.0	0.74
'11		3.4					3.4	348.9	0.97
'12		5.2					5.2	392.0	1.33
'13		6.2					6.2	427.0	1.45
'14		6					6	469.8	1.28
'15		6.8					6.8	512.3	1.33
'16		6.4					6.4	558.3	1.15
'17		6.9					6.9	621.6	1.11
'18	22.2	4.6					26.8	638.8	4.20
'19	27.0	5.2					32.2	736.7	4.37
'20	93.4	8.0					101.4	833.7	12.16
'21	84.3	7.7	38.2				130.2	948.7	13.72
'22	62.0	63.4	37.7	45.6	142.6	32.8	384.1	890.5	43.10

주 1) 국내채권(회사채 등): 액면금액 기준, 나머지 주식은 시가평가금액 기준임

주 2) 단위: 조 원, %

77) 책임투자형 위탁펀드는 기금이 책임투자 위탁펀드 유형의 특색을 반영하여 개발한 벤치마크인 'NPS-FnGuide 책임투자지수'를 추종하고 있다.

국내채권은 2021년에 국내 채권(회사채 등)의 직접운용부문에 ESG 평가를 시작함에 따라 통합전략을 적용하고 2022년에는 위탁부문의 상장기업의 채권까지 그 적용범위를 넓히고 있다. 또한, 2022년부터 위탁운용하는 해외투자 부문 전체에 대해 책임투자를 고려하는 ESG 투자를 적용하고 있다. 국내채권 직접운용(회사채 등) 운용역은 투자가능종목군에 종목 편입을 검토하거나 신규 발행종목에 투자할 때 해당 발행기관이 하위등급에 해당할 경우 ESG 세부내용 확인 및 상세검토를 수행하고 있다.

2022년 책임투자 고려 자산군 운용 규모가 급증한 것의 배경에는 위탁 운용사 선정 및 모니터링 시 책임투자 요소를 고려하는 정책의 적용이 있다. 이는 기존 국내주식 책임투자 유형의 위탁운용사뿐 아니라 국내외 주식 및 채권 위탁운용사 전체에 책임투자 관련 정보를 운용사 선정시 반영하면서 ESG 통합전략 적용의 범위가 확장된 것이다. <표 III-15>는 책임투자 관련 위탁 운용사 선정 기준과 관련한 평가내용을 나타낸 것이다. 특징적인 것은 전 자산군 위탁운용사 선정에서 책임투자 평가항목은 가점 항목으로 구성되어 있고 필수 항목으로 반영하지는 않는다는 점이다. 이에 위탁운용사가 책임 투자를 이행하지 않는다고 하더라도 주항목의 평가 점수가 높은 경우 위탁사 선정에 영향을 미치지 않는다.

<표 III-15> 국민연금기금의 위탁운용사 선정 기준과 평가

자산군	평가내용		
국내주식	제안서심사	배점	평가방법
	기타. 스튜어드십코드 및 책임투자	2점	
	1. 스튜어드십코드도입	1점	스튜어드십코드 도입 및 등록
	2. 스튜어드십코드지침	0.5점	스튜어드십코드 세부 운용 지침
	3. 책임투자 정책 및 지침	0.5점	책임투자 정책 수립 및 지침
국내채권	제안서심사	배점	평가방법
	기타. 책임투자	1점	책임투자정책 또는 지침 마련여부
해외주식	평가항목 책임투자: 투자 전략의 ESG 고려 수준		
해외채권	평가항목 책임투자: 책임투자 정책 또는 지침의 보유, 책임투자 보고서 공시 또는 발간 여부 등		

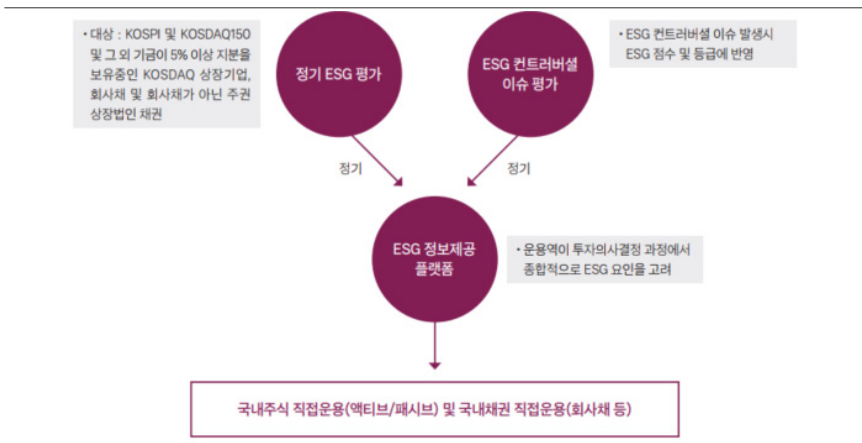
주 1) 출처: 국민연금기금운용본부 홈페이지, '책임투자 관련 위탁운용사 선정 기준 및 현황, 성과평가 기준(2022년 말)'

라. 국민연금기금 ESG 평가

앞서 소개한 바와 같이 국민연금기금은 ESG 투자를 실행함에 있어서 ESG 통합전략을 구사하는데, 책임투자를 적용하는 투자자산 중 ‘국내주식 직접운용과 국내채권 직접운용(회사채 등)’에는 기금 고유의 ESG 평가(ESG 세부정보)를 고려하여 투자의사를 결정한다.

[그림 III-12]는 ESG 평가 및 직접운용 ESG 통합 프로세스를 나타낸 것이다. 국민연금은 투자대상의 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소(ESG)를 체계적으로 분석하기 위해 고유의 ESG 평가체계를 마련하고 있다. 평가대상은 국내 상장주식(KOSPI+KOSDAQ150) 및 그 외 기금이 5% 이상 지분율을 보유한 KOSDAQ 상장기업, 회사채 및 회사채가 아닌 주권상장 법인 채권에 대해 매년 2회의 ESG 평가를 실시하고 있다.

[그림 III-12] ESG 평가 및 직접운용 ESG 통합 프로세스



주 1) 출처: 국민연금공단, 「2022년 국민연금기금 연차보고서」

ESG 평가결과를 포함한 ESG 정보는 기금운용본부 내부 ‘ESG 시스템’을 통해 국내주식 및 국내채권 직접운용 운용역에게 제공되며, 투자의사결정 과정에서 재무적인 정보와 함께 고려되고 있다. 구체적으로, 투자가능종목군

편입을 할 때, 하위등급 종목인 경우 ESG 세부정보를 확인하여 액티브 검토보고서(패시브 편입점검표)에 운용역 의견 및 ESG 보고서를 첨부하는 상세검토를 수행해야 한다. 또한, 기존 투자 종목군 점검에서 C등급은 BM 초과편입 여부를 확인하여 초과편입 유지 시 사유와 투자의견을 검토보고서에 포함, D등급은 초과편입 금지하고 있으며, 정기점검을 통해 하위등급 종목은 ESG 평가 세부내역 확인 및 ESG 보고서를 첨부하게 하여 모니터링을 지속하고 있다.⁷⁸⁾

2015년 마련된 평가지표는 최근 지표고도화 작업을 통해 2021년 지표구성 및 산정방식 등이 개정되었다. 또한, 2022년에는 환경오염, 산업안전, 계열사 부당거래 등 ESG 컨트러버셜 이슈 발생 내역이 전체 평가대상 기업의 ESG 점수 및 등급에 반영될 수 있도록 ESG 평가체계를 개선하였다. 이를 통해 국민연금의 ESG 평가체계는 환경, 사회, 지배구조 영역에서 기업가치에 영향을 미치는 요인들에 대해 과거 13개 항목과 52개 평가지표로 구성되었으나, 자본시장의 환경과 정책 등의 여건 등을 고려하여 현재는 14개 항목과 61개 평가지표로 구성되어 있다. <표 III-16>은 국민연금기금의 ESG 기준을 나타낸 것이다. ESG 평가 점수 및 등급은 산업별 특성을 고려하기 위해 각 이슈에 대해 산업별 가중치를 달리 적용하여 측정하고 있다.

78) 국내주식 직접운용 ESG 통합전략에서 액티브 운용의 기존 투자 종목군의 BM 초과 편입 여부 확인 등은 2021년부터 적용하였으며, 패시브 운용은 2022년부터 적용하고 있다. 출처: 국민연금기금운용위원회 회의자료, 2021.02.24. 「국민연금기금 책임 투자 활성화 방안 추진현황 및 향후계획(2021-6호)」

〈표 Ⅲ-16〉 국민연금기금의 ESG 평가지표

개정 전		개정 후	
항목 (13)	평가지표 (52)	항목 (14)	평가지표 (61)
기후변화	온실가스관리시스템	기후변화	온실가스 및 에너지 관리시스템
	온실가스배출량		온실가스배출량 평가
	에너지소비량		에너지소비량 평가
청정생산	청정생산관리시스템	환경영향 관리	자발적 기후변화 대응
			환경경영시스템 외부 인증
			환경경영 목표 설정
	용수사용량		청정생산 관리 활동
	화학물질사용량		용수사용량
	대기오염물질배출량		화학물질 배출량
친환경 제품개발	폐기물배출량	친환경제품 개발	대기오염물질배출량
	친환경제품 개발 활동		폐기물배출량
	친환경 특허		친환경제품 개발 활동
	친환경제품 인증		친환경 특허
인적자원 관리 및 인권	제품 환경성 개선	인적자원 관리 및 인권	친환경제품 인증
	급여		제품 환경성 개선
	복리후생비		급여
	고용증감		인적자원투자,
	조직문화		고용
	근속연수		가족친화문화(출산·보육)
	인권		근속연수
산업안전	노동관행	산업안전	인권
	보건안전시스템		노동관행
	안전보건경영시스템 인증		안전보건시스템
	산재다발사업장 지정		산업안전보건 전담 조직
하도급 거래	거래대상선정 프로세스	공정거래	안전보건경영시스템 외부 인증
	공정거래자율준수		산재다발사업장 지정
	협력업체 지원활동		거래대상선정 프로세스
	하도급법 위반 사례		공정거래자율준수 프로그램
			협력업체 지원활동
제품안전	제품안전시스템	제품안전과 소비자보호	하도급법 위반 사례
	제품안전시스템 인증		공정경쟁 저해 행위
	제품관련 안전사고		제품안전 및 소비자 보호 시스템
	소비자 고충처리채널 운영 여부		제품안전경영시스템 외부 인증
	소비자중심경영 인증		제품안전 및 소비자 보호 관련 사고 발생
			소비자 고충처리 채널 운영
			소비자중심경영 외부 인증

〈표 Ⅲ-16〉 국민연금기금의 ESG 평가지표 (계속)

개정 전		개정 후	
항목 (13)	평가지표 (52)	항목 (14)	평가지표 (61)
공정경쟁 및 사회발전	내부거래위원회 설치 공정경쟁 저해행위 정보보호시스템 기부금	정보보호	정보보호시스템, 정보보호시스템 외부 인증 정보보안 유출사고
주주의 권리	경영권보호장치 주주의견 수렴장치 주주총회 공시시기	주주권리향상	경영권보호장치 주주의견 수렴장치 주주총회 공시시기 최근 3년 내 배당 지급
이사회 구성과 활동	대표이사·이사회 의장 분리	이사회 구성과 운영	대표이사·이사회 의장 분리 이사회 구성의 다양성 이사회 의사의 사외이사 구성 현황 이사회 의사의 활동
	이사회 의사의 사외이사 구성현황		
	이사회 의사의 활동		
	이사보수 정책 적정성		이사보수 정책 적정성 이사회 구조의 독립성
	이사회 구조의 독립성		
	보상위원회 설치 및 구성	이사회 내 위원회	사외이사후보추천위원회 설치 및 구성 보상위원회 설치 및 구성 ESG위원회 설치
감사제도	감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사(위원) 비중, 감사용역 비용 대비 비감사 용역비용	감사제도	감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사용역 비용 대비 비감사 용역비용
관계사 위험	순자산 대비 관계사 우발채무 비중	관계사위험	순자산 대비 관계사 우발채무 비중 관계사 매출 거래 비중 관계사 매입 거래 비중
	관계사 매출 거래 비중		
	관계사 매입 거래 비중		
		내부통제와 준법	내부통제 및 준법경영시스템, 부패방지경영시스템 외부 인증 내부통제·준법경영 위반여부
배당	중간/분기배당 근거		
	총주주수익률		
	최근 3년 내 배당지급		
	과소배당		

주 1) 출처: 기금운용본부 홈페이지

6. 소결

본 장에서는 본 보고서에서 주요하게 살펴보는 ESG 평가와 연기금의 책임투자 정책에서부터 투자의사결정 및 성과까지 연결되는 유기적인 관계를 확인하기 위하여 연기금의 책임투자 정책, 체계(조직, 전략, 공시), ESG 투자 규모와 ESG 평가에 대해 살펴보았다. 여기서는 이를 근거하여 주요 공적연기금인 일본 GPIF, 미국 CalPERS, 네덜란드 ABP(APG)와 국민연금기금의 책임투자에 대해 비교·분석한다.

첫째, 글로벌 공적연기금(일본 GPIF, 미국 CalPERS, 네덜란드 APG)은 책임투자 전략을 적용함에 있어서 'ESG 통합' 전략을 기본으로 기금운용에 적용하고 있는 것으로 확인된다. 글로벌 연기금은 조사대상 모두 실무단위에서 책임투자팀과 투자팀의 협업(양방향 소통)으로 전 자산군에 걸쳐 ESG 관련 사항을 투자의사결정에 반영하고 있는 것으로 확인된다. 이에 반해, 국민연금기금은 수탁자책임실의 ESG평가 자료를 직접 운용역에게 제공(단일방향)하여 운용역이 투자의사결정에 고려하고 있다. 이에 향후 국민연금기금은 위험을 고려하고 장기수익률을 개선할 수 있는 방향으로 ESG평가 지표를 개선하기 위하여 Firewall의 범위를 넘지 않는 선에서 직접운용역의 의견을 ESG 평가체계 개선에 반영하는 지속적인 피드백 활동이 필요한 것으로 사료된다.

둘째, 스크리닝과 관련한 사항이다. 연기금의 소속 국가 특성별로 스크리닝(투자제한) 전략 진행 중이다. 대부분 위탁 운용하는 일본 GPIF는 투자제한 전략을 미시행하고 있으며, 미국 CalPERS는 '정부의 법적 제재가 되는 사항'에 대해서만 투자배제 전략 적용하고 있다. 또한, 기본적으로 투자를 제한하는 전략을 구사하기 보다는 피투자기업에 대한 소유권을 지속적으로 유지하면서, '소유권을 통해 관여' 정책을 시행하는 것을 더 선호하고 있음을 ESG 정책에 명문화하고 있다. 미국보다는 조금 더 강경한 투자제한 전략을 적용하는 네덜란드 ABP는 특정 산업군 및 UN제재 등에 투자배제 전략을 실시하고 해당 기업 및 국가 리스트를 공개하고 있다. 국민연금기금의 경우

현재 전체 자산군을 대상으로 ESG 통합 전략을 구사하고, 향후 ‘석탄채굴·발전산업’ 대상으로 투자제한 전략을 준비 중에 있다.

연기금별의 투자제한 전략 차이 배경에는 국가 산업의 영향이 큰 것으로 사료된다. 미국의 경우 주정부마다 주력 사업에 차이가 있다. 이에 캘리포니아 주법으로 화력석탄에 대한 투자를 금지하고 있으나, 기업의 신재생에너지 노력에 대해서는 투자를 허용하는 예외규정을 마련해 놓고 있다. 또한, 이란 및 수단 관련 기업에 대한 투자배제도 캘리포니아 주 내에 방산산업에 미치는 영향은 적은 것으로 확인된다. 반면, 투자제한 전략을 강경하게 적용하는 네덜란드의 경우 자국 중심 투자 보다는 글로벌 기업에 투자함에 따라 투자배제 전략으로 자국 산업에 미치는 영향이 적다. 또한, 네덜란드법에 위반할 시 소송 위험에 직면하게 된다(예: 기후법 위반).

이에 반해 일본과 우리나라의 경우 석탄발전 전력생산 의존도가 높고 재생에너지 산업의 후발주자이며, 방산 산업이 유럽에 비해 크다. 국민연금기금은 탈탄소 및 최악주 관련 투자제한 전략의 적용에 있어 국가 경제 및 전력 수급을 신중히 고려해야 할 필요가 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 CalPERS와 ABP의 경우에도 자국 상황에 맞는 투자제한 전략을 구사하고 있다. 따라서 국민연금기금은 투자제한 전략의 적용에 있어서 우리의 투자 환경과 유사한 북미 연기금 사례가 고려될 필요가 있는 것으로 사료된다.

셋째, ESG 투자 규모의 산정 및 공시와 관련한 사항이다. 글로벌 연기금(GPIF, ABP)의 경우 책임투자 전략별로 ESG 투자 규모를 공개하고 있다. 일본 GPIF는 ESG 지수 추종 규모를 공시하고 있으며, 네덜란드 ABP는 SDI로 분류하여 투자자산을 공시하고 있다. 또한, 글로벌 2050 넷제로 정책에 따라 녹색채권 및 ESG 채권 투자금액을 분류하여 공시하고 있는데, 일본 GPIF, 네덜란드 ABP는 녹색채권의 투자를 증가시키고 있으며 CalPERS는 투자 계획을 공개하고 있다.

국민연금기금은 ‘책임투자를 고려하는 자산군’으로 명명하여 세부적인 투자군의 구분 없이 ESG 투자 규모의 공시를 하고 있다. 세부 투자부문에서

녹색채권, 특수채 및 금융채 등 ESG채권에 투자하고 있으나 이를 구분하여 공시하고 있지는 않다. 향후에는 글로벌 연기금과 같이 이의 분류 공시를 고려해 볼 수 있는 상황으로 사료된다.

이 밖에도 기금은 위탁운용사를 통해 운용하는 ESG 지수(NPS-FnGuide 책임투자 지수) 추종 투자규모(책임투자형 위탁펀드)를 분류 공시할 필요가 있다. 이는 2021년 연차보고서까지 분류하여 공시되었으나, 책임투자 고려 자산군 확대에 따라 2022년부터 국내주식 위탁운용 부분에 포함되어 공시 되고 있다. 국민연금기금의 ESG 지수 추종 투자 규모는 일본 GPIF와 같이 ESG 투자의 세부 항목으로 구분될 수 있으므로, 이를 분류하여 재공시할 필요가 있는 것으로 판단한다.

넷째, ESG 평가와 관련하여 글로벌 연기금은 연기금 특성에 따라 포트폴리오에 ESG 평가를 적용하는 것으로 확인된다. 일본 GPIF는 연기금의 가치가 반영된 ESG 지수를 선정하여 운용하고 있으며, 글로벌 투자 및 자국 금융시장이 발달되어 있는 미국 CalPERS는 MSCI 등 외부 평가자료를 일부 이용하고, 소버린채권 등은 내부평가한다. 자체 연기금의 가치를 ESG 평가에 반영해야 함을 강조하고 있는 네덜란드 APG는 자체 평가로 선도와 후발기업 범주를 구분하고 있다.

국민연금기금은 기업별로 ESG 평가하기 위하여 고유의 ESG 평가체계를 구축하고 있다. 기금은 국내투자 비중이 높음에 따라 시장에 미칠 수 있는 영향이 일반 자산운용사와 다르다. 또한, 국내 대형 상장기업의 주요주주이고, 자본시장에서 차지하는 비중이 단일 투자자로서 높다. 이에 ESG 평가 내에 기금고유의 투자철학을 담아낼 필요가 있다. 국민의 노후소득보장 기능을 하는 기금은 위험을 반영한 장기수익률 제고를 위하여 비재무적요소와 재무적요소 간 상관성을 고려하여 ESG 평가를 시행하고 있다. 따라서 기금고유의 방법론으로 ESG 평가하는 것이 타당한 것으로 사료된다.

기금의 가치를 반영하여 ESG평가를 시행하고 이를 운용역이 반영하여 직접운용을 시행한다는 점은 국민연금기금의 강점임에도 불구하고, 외부

ESG평가 기관의 결과가 상이하여 비교가능성이 낮다는 일부 외부의견이 존재한다. 다행히, 최근 투자 전문가 및 학계에서 ESG 평가 점수가 상이한 것에 대한 이해의 합의점이 도출되고 있는 실정이다. 따라서 국민연금기금은 외부 ESG 평가 결과와의 비교가능성 보다 내부평가의 타당성 및 신뢰성 확보가 중요시될 필요가 있다. 향후 글로벌 연기금과 같이 지표 및 방법론 개선이 요구되는 상황을 지속적으로 반영하여 유연하게 평가체계를 개선할 것을 제안한다.

〈표 III-17〉 글로벌 연기금의 책임투자 체계 비교

	일본 GPIF		미국 CalPERS		네덜란드 ABP		국민연금기금
기금규모	'23.9월 223.9조 엔(한화 2,020조 원)		'23.9월 4,660억 달러(한화 625조 원)		'23.6월 4,730억 유로(한화 677조 원)		'23.8월 997.4조 원
책임투자 전략	(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정평가에 반영 (투자제한 전략) - 대상 : 이란·수단 무기 관련/서반화력 기업		(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정평가에 반영 (투자제한 전략) - 대상 : 쿠제이준 위반/ 짐수탄 및 대인질/ 핵무기/ 담배생산 (테러)투자) SDGs 투자		(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군 (투자제한 전략) - 대상 : 국제기준 위반/ 짐수탄 및 대인질/ 핵무기/ 담배생산 (테러)투자) SDGs 투자		(ESG 통합) - 대상: 전체 자산군(국채 등 제외) - 위탁운용사 선정시 ESG를 선정평가에 가정 요소로 반영 (투자제한 전략) - 대상 : 석탄채굴 발전산업 대상으로 준비 중 - ESG 평가 결과의 등급별 분포
ESG 투자 관련 공시	- ESG 지수에 따른 운용 결과 - 주시 포트폴리오의 ESG 평가 점수 (FTSE, MSCI)		- 미공시		- SFDR에 따른 ESG 투자 목표 및 결과		- ESG 평가 결과의 등급별 분포
ESG 투자 규모	(책임투자 규모) : '23.3월 200조 엔 (ESG 투자 규모) - ESG 지수 추종 투자 : 약 12.5조 엔(전체 6.25%) - 녹색채권 투자 : 약 1.9조 엔(전체 0.95%)		- 미공시		(ESG 투자 규모) - SDGs 투자 : 약 915억 유로(전체 19.34%) - 녹색채권 투자 : 약 1.9조 엔 : 약 130억 유로(전체 2.7%)		(책임투자 규모) - 전체 자산군(국채 등 제외) : '22년말 384.1조 원(전체 43.1%) (ESG 투자 규모) - 국내주식·채권 직접운용 : 99.7조 원(전체 11.2%) - 위탁 ESG 지수 추종 : '21년말 약 8조원(전체 0.8%)
ESG 평가	- ESG 지수		- 외부 평가자료(MSCI 등) 이용 - 소비관련채권의 경우 내부평가		- 자체 ESG 평가 방법론 보유 : ESG 선도 및 후발기업의 범주 구분 - ESG 지수		- 자체 ESG 평가 방법론 보유 : ESG 지수 및 등급 선정 - ESG 지수
ESG 모니터링	- ESG 평가 및 자산선정 회사에 관여 정책 이행		- 외부 평가자료(MSCI 등) 이용하여 투자 반영 - 위탁운용사의 ESG 활동 모니터링		- 후발(Laggards)기업에 관여 정책 실시, 개선 이 없는 경우 투자 배제 및 철회		- 하위등급(C, D) 종목은 ESG 세부내역 확인 및 ESG 보고서 첨부로 모니터링을 지속 - 환경 및 산업안전 위험관리가 필요한 시간 (ESG 평가지표 고려)에 대해 주주활동 수행 ('21년 평가지표 구성 및 선정방식 개정 - 내 외부 여건 등 고려하여 ESG 평가지표 등 평가체계를 지속적으로 개선·보완
ESG 평가체계 개선	- ESG 지수에 따른 운용 결과를 지속적으로 검증 - ESG 흐름 반영하여 지수 개선		- (실물자산) ESG 평가 실온 지속 개선		- 타 평가기관의 점수와 비교하여 장기적인 점 검을 수행 - ESG 지표 및 데이터를 지속적으로 검토하고, 투자자의 피드백을 통해 ESG 평가체계 개선		- '21년 평가지표 구성 및 선정방식 개정 - 내 외부 여건 등 고려하여 ESG 평가지표 등 평가체계를 지속적으로 개선·보완

IV. 실증분석

1. ESG 평가 선행연구

가. 외부 선행연구

ESG 평가가 급증에 따라 평가사 간 ESG 평가 결과가 상이한 것에 대한 의문이 제기됨에 따라 이에 대한 학문적 검증이 지속적으로 이루어지고 있다. 여기서는 'ESG 평가' 관련 선행연구를 확인한다.

ESG 평가에 대해서는 과거 기업의 사회적 책임(CSR, Corporate Social Responsibility) 평가에서부터 그 논의가 이어지고 있다. Chatterji et al.(2016)은 측정하려는 내용을 정의하는 방법과 측정방법을 구별하여 기업의 사회적 책임의 평가 등급이 평가자 간 차이가 수렴하는지 확인하였다. 이를 위해 6개 평가기관을 대상으로 분석한 결과, 평가자 간 명시적 차이를 조정 하더라도 평가결과의 타당성이 낮게 나타났으며, 이에 대한 CSR 결과의 차이는 평가자 간 측정 방법론 차이에서 비롯됨을 확인하였다. 여기서는 CSR 등급 사용자에게 결과를 이용하여 기업을 평가할 때 주의해야 함을 시사하고, 평가자에게 정기적으로 CSR 측정 데이터를 검증해야 함을 제시한다.

Dimson et al.(2020)은 ESG 등급의 평가기업 간 차이와 이유에 대해 분석하였다. 이를 위해 ESG 포트폴리오 및 지수 관련 투자성과를 검토한다. ESG 등급이 평가기업 간 차이가 나타나는 것에 대해 ESG 등급의 각 요소에 부여되는 가중치가 기관마다 다르기 때문이라고 설명한다. ESG 등급과 성과를 확인한 분석결과, 단일 평가자의 ESG 등급은 포트폴리오 수익에 유의미한 기여를 하지 못하였으며, ESG 지수 또한 모지수(parent index)의 투자수익을 초과하지 못하는 것으로 확인하였다. 여기서는 ESG 지수를 이용한 투자성과가 낮다는 증거 또한 없음을 보고한다.

ESG 평가 차이의 원인에 대해 ESG 정보 공시에 대해 문제를 제기하는

연구도 존재한다. Christensen et al.(2022)는 ESG 관련 공개가 많을수록 평가자 간 해석 차이로 평가 불일치가 더욱 커짐을 확인하고 ESG 공시기준(standard)의 중요성을 강조한다. 또한, ESG 불일치가 클수록 수익률 변동성, 가격 변동성 및 외부 자금 조달 가능성이 낮아지는 것을 확인하였다. 특히, 지배구조 관련 공개 보다는 환경 및 사회적 요소의 공개가 많을수록 ESG 평가 결과의 차이가 커지는 것으로 나타났다. 이외에도 Berg et al.(2022)는 주요 ESG 평가기관(KLD, Sustainalytics, Moody's ESG, S&P Global, Refinitiv, MSCI)의 데이터를 기반으로 ESG 등급의 차이를 조사하였다. 분석결과, 측정 방법론, 범위, 가중치 중 측정 방법론의 차이로 ESG 등급의 차이가 가장 크게 나타남을 확인하였다. 이에 대해 ESG 등급 차이가 단순히 ESG에 대한 다양한 정의의 문제가 아니라 근본적인 데이터 불일치의 문제임을 지적한다. 여기서는 ESG 평가에서 어떤 범주가 가장 중요한지에 대해 평가자가 서로 다른 견해를 갖는 것은 타당하며, 투자자에게 ESG 평가 기관을 선택할 때 ESG 평가기관의 ESG 범위, 측정 및 가중치가 투자 목표와 일치함을 확인하고 투자에 반영해야 함을 제언하고 있다.

이외에도 평가사 간 ESG 등급 차이의 존재를 통해 ESG 등급 차이와 주가수익률 간 관련성에 대한 선행연구도 진행되었다. Gibson Brandon et al.(2021)은 2010년부터 2017년까지 S&P 500 기업 표본에 대해 7개 데이터 제공업체의 ESG 등급을 사용하여 ESG 등급 불일치와 주가수익률 사이의 관계를 분석하였다. 분석결과, 주식 수익률은 ESG 등급 불일치와 양(+)의 관련성이 있음을 확인하였다. 이에 대해 ESG 등급 불일치가 큰 기업은 위험 프리미엄을 가지고 있으며, 특히 환경 부문에 대한 평가 차이로 위험 프리미엄이 나타남을 확인하였다.

나. 내부 선행연구

국민연금기금의 ESG 평가와 관련한 선행연구는 국민연금연구원 내부적으로 두 차례 진행된 바 있다. 다만, 연구원 선행연구에서는 국민연금기금의 고유 ESG 평가자료의 대용치로 외부 ESG 평가자료를 이용하여 분석을 실시하였다.

우선 조은영 외 2인(2021)는 ESG요인을 고려한 포트폴리오 운용전략에 대한 연구를 수행하였다. 국민연금기금의 국내주식 포트폴리오와 서스틴 베스트의 ESG 등급데이터를 매칭시켜 국내주식 포트폴리오 분석하였다. 세부적으로, ESG 요인에 기반한 포트폴리오 운용전략 분석, 국내주식 위탁운용 책임투자형 분석 등을 실시하였다. 분석결과, 국내주식 포트폴리오의 ESG 등급수준은 전략적 벤치마크인 KOSPI 대비 양호한 것으로 나타났으며, 주식 포트폴리오 특성은 ESG 요인별로 수익률과 총변동성에 차별적인 결과를 확인하였다. 또한, 매수-매도 전략의 성과분석에서도 일부 ESG 등급별 분석에서만 유의한 성과가 나타났다. 이외에 국내주식 위탁운용 책임투자형 분석을 실시하였으나, 분석 시점에 따라 유형별 특성이 혼재되어 나타났다.

차기 노정희 외 4인(2022)은 국민연금기금의 책임투자 평가방안에 대한 연구를 수행하였다. 이는 국민연금기금의 책임투자 평가방안을 수립하기 위한 연구로서, ESG 평가체계 검토 및 서스틴 베스트의 ESG 등급데이터를 이용한 ESG 투자 포트폴리오의 초과수익률 분석 등 수행하였다. ESG 평가와 관련한 분석결과, ESG 등급수준이 높은 종목으로 구성된 포트폴리오의 평균 수익률이 높은 것으로 나타났으나 강건한 결과는 확인하지 못하였으며, 위험조정수익률 기준으로도 유의하지 않게 나타났다. 또한, ESG 요인과 투자성과 간 보다 정교한 관계를 찾기 위해 다변량회귀단면 회귀분석을 실시하였으나 유의미한 결과를 확인하지 못하였다.

다. 선행연구와의 차별성

앞서 살펴본 바와 같이 국외 선행연구의 경우 ESG 평가 차이에 대한 논의가 상당수 존재하였으나, 현재는 ESG 평가자 간 결과 차이의 원인분석을 통해 관련 논란에 합의점을 찾은 양상이다(Berg et al., 2022)이에 평가기관 간 상관성이 높은 ESG 평가 결과 보다는 단일 평가기관의 일관되고 지속적인 투자성과 검토가 더욱 중요한 것으로 사료된다(Chatterji et al., 2016, UNPRI, 2023).

그간 기금의 ESG 투자에 대해 지속적으로 관련 내부 선행연구가 진행되었으나, 기금 내부 평가자료 제약으로 외부 ESG 평가자료를 이용하여 제한적으로 분석이 진행된 바 있다. 반면, 본 연구는 국민연금기금의 내부 ESG 평가자료를 이용하여 실증분석을 실시함에 따라 정확한 기금의 ESG 투자 실효성을 고찰하고 장기 수익성 제고 효과 시현을 위한 근거자료 마련이 가능할 것으로 판단한다. 이를 위해 국내 상장주식에 대해 기금이 평가한 ESG 평가 등급 및 점수의 기초 데이터 분석을 통해 자료의 신뢰성을 확보한다. 다음으로는 국민연금기금의 국내주식을 대상으로 ESG 평가와 포트폴리오 실증분석을 실시한다. 여기서는 1) 실제 기금이 투자하고 있는 포트폴리오 대상으로 ESG 평가 관련 기초통계량을 확인, 2) ESG 투자전략을 검토하기 위해, 수익률 횡단면 분석, ESG 포트폴리오로 매수-매도 전략의 초과수익률 분석을 실시, 자산가격결정 요인을 확인하며, 3) 마지막으로 ESG 투자전략 관점에서 국민연금기금의 실제 국내주식 과거성과를 검증한다.

이를 통해 본 연구는 상기 글로벌 ESG 관련 정책 기초와 ESG 투자 동향 간의 유기적 관련성의 고찰을 통해 현상(現狀)을 진단하고, 실증분석 결과를 바탕으로 국민연금기금의 보다 실효적인 ESG 투자 전략의 수립을 위한 정책제언을 하고자 한다.

2. ESG 평가 기초 데이터 분석

본 보고서는 국민연금기금운용본부가 제공한 ESG 평가자료(ESG 평가 등급 및 점수)를 이용하여 국내주식의 ESG 운용전략의 실증분석을 실시하였다. 기금운용본부는 2016년을 시작으로 2018년까지 연 1회 ESG 평가를 실시하였으며, 2019년부터는 반기별로 연 2회 ESG 평가를 실시하였다. 이에 본 보고서에 이용된 ESG 평가자료는 2016년부터 2022년 하반기까지의 ESG 평가자료이다. 현재 기금운용본부는 유가증권시장 전체 상장기업(KOSPI)과 코스닥시장의 KOSDAQ150기업, 이외 기금이 5% 이상 지분율을 보유한 KOSDAQ 상장기업을 대상으로 ESG 평가를 실시한다.

〈표 IV-1〉은 연도별 ESG 평가 대상 기업의 표본 구성을 나타낸 것이다. 연도별 추이는 KOSPI 기업은 유사한 것으로 나타났으며, KOSDAQ 기업은 2021년부터 KOSDAQ150기업과 지분율 5% 이상 기업이 평가에 반영된 것으로 확인된다.

〈표 IV-1〉 표본의 구성

연도	분기	전체	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI 비중	KOSDAQ 비중
2016	2	832	734	98	0.882	0.118
2017	2	852	743	109	0.872	0.128
2018	2	871	766	105	0.879	0.121
2019	1	864	766	98	0.887	0.113
2019	2	891	771	120	0.865	0.135
2020	1	900	774	126	0.860	0.140
2020	2	907	772	135	0.851	0.149
2021	1	947	780	167	0.824	0.176
2021	2	947	783	164	0.827	0.173
2022	1	953	794	159	0.833	0.167
2022	2	953	793	160	0.832	0.168
계		9,917	8,476	1,441	0.855	0.145

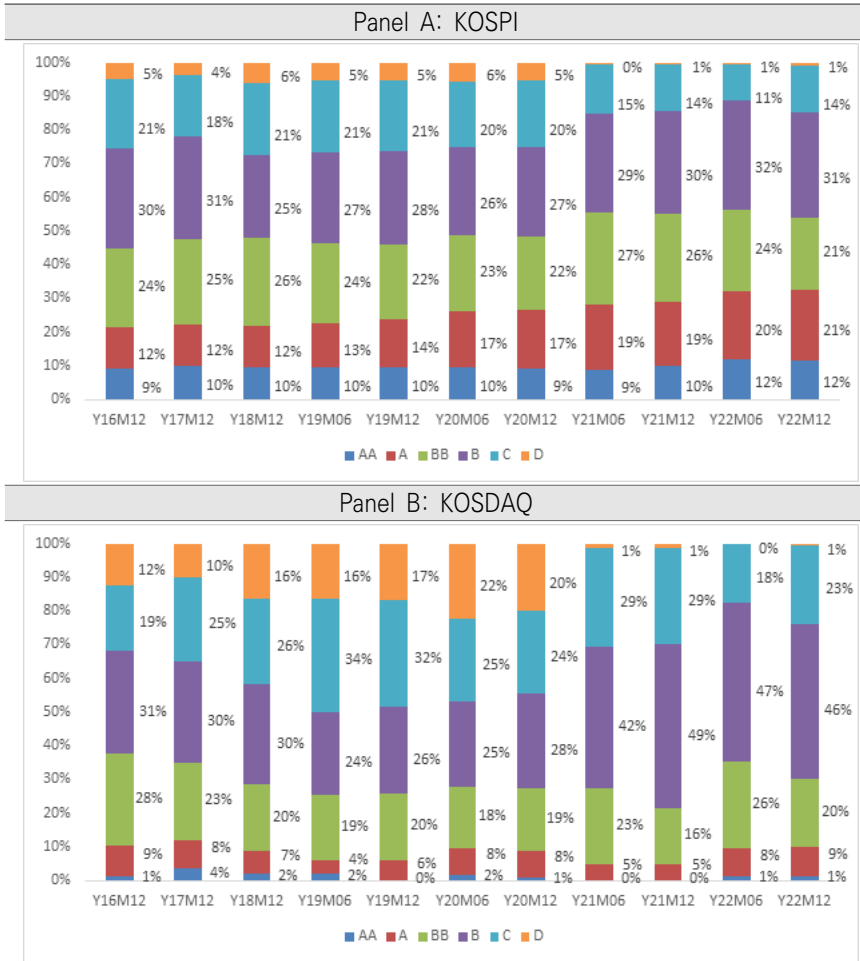
주 1) 표의 KOSPI(KOSDAQ) 비중은 국민연금기금 전체 평가대상 기업 대비 소속 시장의 표본 수입

[그림 IV-1]은 ESG 등급별 백분위 추이를 시장별로 구분하여 나타낸 것이다. 살펴보면, KOSPI 기업의 경우 상위등급(AA~BB)이 연도별 약 50% 정도 차지하고 있으며, KOSDAQ 기업의 경우 대부분 B이하 등급으로 연도별 약 70% 이상 차지하고 있는 것으로 확인된다. 세부적으로 KOSPI(KOSDAQ) 기업의 경우 연도별 평가결과에서 AA 등급은 부분 10%(1%) 이상(이하) 비중을 차지, D 등급은 5%~1%(22%~0%) 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 IV-2〉는 ESG 종합 등급별 시가총액 비중을 나타낸 것이다. 살펴보면, 국민연금기금의 ESG 평가 대상 기업이 국내 전체 주식시장(KOSPI+KOSDAQ)의 90% 이상을 차지하고 있는 것으로 확인된다. 이 중 AA등급 기업이 시가총액의 약 50% 이상을 차지하고 있었으며, D등급의 경우 약 0.1%를 차지하고 있는 것으로 확인되었다. 이를 통해 국민연금기금의 ESG 평가 기업은 시가총액에 따른 영향이 있을 것으로 사료된다. 따라서 이에 후속하는 분석에서는 시가총액을 통제하여 회귀분석을 실시한다. 앞서 KOSDAQ 기업표본의 경우 KOSDAQ150 기업과 기금이 5% 이상 지분율을 보유한 기업으로 평가하고 있음에 2022년 하반기 기준 160개 기업으로 코스닥 시장 기업수의 10%(22년 기준 코스닥 전체 1,611개)임에도 불구하고 코스닥 시장의 약 46% 차지하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 IV-3〉은 전체 표본을 대상으로 산업별로 ESG 종합 등급의 분포를 나타낸 것이다. 산업별 등급 분포를 확인한 결과, 산업별 구성 기업 수가 많다고 해서 등급 내 비율이 높은 것은 아님을 확인하였다. 예를 들어, 자동차 및 부품의 경우 전체 650개이고 미디어 및 엔터의 경우 330개인데, 전체 AA등급에서의 비중은 3%와 5%로 표본수가 적은 미디어 및 엔터에서 더 높게 나타났다. 이에 따라 산업별 기업수의 영향은 적은 것으로 판단한다.

[그림 IV-1] ESG 등급별 백분위 추이



주 1) 표의 백분위는 연도별-시장별-등급별 표본 구성 비율임

〈표 IV-2〉 ESG 등급별 시가총액 기준 비중 추이

Panel A: 전체							
구분	AA	A	BB	B	C	D	계
Y2016	0.517	0.182	0.097	0.065	0.036	0.008	0.904
Y2017	0.339	0.349	0.098	0.079	0.030	0.007	0.902
Y2018	0.365	0.291	0.121	0.073	0.054	0.014	0.917
Y2019(1)	0.306	0.351	0.121	0.077	0.037	0.011	0.904
Y2019(2)	0.316	0.365	0.113	0.071	0.032	0.015	0.912
Y2020(1)	0.501	0.171	0.111	0.055	0.043	0.021	0.901
Y2020(2)	0.510	0.175	0.102	0.049	0.047	0.017	0.900
Y2021(1)	0.250	0.395	0.164	0.061	0.032	0.001	0.903
Y2021(2)	0.443	0.219	0.121	0.071	0.028	0.001	0.884
Y2022(1)	0.460	0.272	0.103	0.066	0.012	0.000	0.914
Y2022(2)	0.483	0.245	0.097	0.068	0.018	0.001	0.912
Panel B: KOSPI							
구분	AA	A	BB	B	C	D	계
Y2016	0.593	0.203	0.100	0.062	0.023	0.004	0.985
Y2017	0.389	0.406	0.102	0.049	0.025	0.003	0.973
Y2018	0.422	0.334	0.132	0.061	0.044	0.005	0.997
Y2019(1)	0.355	0.404	0.130	0.071	0.027	0.004	0.991
Y2019(2)	0.367	0.418	0.119	0.064	0.021	0.003	0.993
Y2020(1)	0.603	0.198	0.124	0.047	0.019	0.005	0.997
Y2020(2)	0.608	0.201	0.114	0.038	0.022	0.004	0.986
Y2021(1)	0.296	0.464	0.174	0.036	0.015	0.000	0.985
Y2021(2)	0.533	0.251	0.131	0.035	0.016	0.000	0.967
Y2022(1)	0.541	0.306	0.099	0.039	0.007	0.001	0.993
Y2022(2)	0.569	0.275	0.097	0.041	0.009	0.001	0.993
Panel C: KOSDAQ							
구분	AA	A	BB	B	C	D	계
Y2016	0.026	0.049	0.071	0.090	0.115	0.032	0.383
Y2017	0.056	0.027	0.077	0.251	0.062	0.029	0.502
Y2018	0.025	0.037	0.058	0.145	0.112	0.065	0.442
Y2019(1)	0.008	0.031	0.072	0.112	0.096	0.057	0.376
Y2019(2)		0.038	0.074	0.116	0.099	0.090	0.417
Y2020(1)	0.005	0.041	0.051	0.099	0.170	0.102	0.468
Y2020(2)	0.003	0.042	0.042	0.108	0.177	0.083	0.456
Y2021(1)		0.028	0.109	0.193	0.125	0.007	0.462
Y2021(2)		0.060	0.071	0.250	0.089	0.006	0.476
Y2022(1)	0.004	0.082	0.123	0.217	0.041		0.467
Y2022(2)	0.003	0.078	0.095	0.217	0.063	0.002	0.459

〈표 IV-3〉 ESG 종합 등급별-산업별 표본 비율(N=9,917)

산업명	N	AA	A	BB	B	C	D
에너지	65	0.023	0.004	0.006	0.005	0.001	0.016
소재	1,788	0.137	0.177	0.210	0.201	0.154	0.086
자본재	1,313	0.144	0.161	0.135	0.137	0.113	0.047
자동차 및 부품	650	0.030	0.054	0.074	0.073	0.073	0.047
내구소비재 및 의류	675	0.028	0.021	0.029	0.081	0.130	0.163
소비자서비스	147	0.000	0.012	0.015	0.020	0.015	0.014
미디어 및 엔터	330	0.050	0.039	0.030	0.028	0.024	0.075
소매	189	0.042	0.039	0.015	0.010	0.013	0.012
음식료소매	57	0.006	0.012	0.006	0.003	0.006	0.000
음식료담배	517	0.054	0.050	0.044	0.047	0.062	0.098
가정 및 개인용품	148	0.020	0.009	0.010	0.018	0.017	0.026
건강관리서비스 및 장비	131	0.000	0.000	0.002	0.020	0.024	0.056
제약 및 생명과학	775	0.014	0.037	0.065	0.090	0.123	0.145
은행	112	0.052	0.029	0.006	0.001	0.003	0.009
다각화된금융	299	0.084	0.071	0.024	0.018	0.007	0.005
보험	140	0.035	0.043	0.015	0.004	0.001	0.000
소프트웨어 및 IT서비스	261	0.038	0.030	0.038	0.014	0.025	0.016
하드웨어 및 IT장비	485	0.043	0.018	0.031	0.054	0.085	0.072
반도체 및 반도체장비	416	0.027	0.017	0.055	0.052	0.039	0.033
통신서비스	42	0.026	0.005	0.002	0.000	0.002	0.009
유틸리티	127	0.007	0.016	0.020	0.015	0.004	0.000
상업전문서비스	123	0.000	0.008	0.020	0.014	0.011	0.007
운송	276	0.029	0.033	0.034	0.025	0.024	0.009
부동산	51	0.005	0.006	0.009	0.003	0.002	0.012
지주회사	800	0.106	0.111	0.107	0.067	0.043	0.044
계	9,917	859	1,473	2,334	2,953	1,869	429

주 1) 표 안의 비율은 등급별 전체 표본 수 대비 해당 산업의 기업 수 비율임

〈표 IV-4〉는 ESG 평가 등급별 점수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 살펴보면, ESG 종합점수와 요인별로 ESG 점수 평균과 중간값이 유사하게 구성된 것을 확인할 수 있다. 국민연금기금의 경우 E, S, G의 개별 점수를 고유의 산정방법론으로 다시 종합등급을 산출한다. 여기서는 국민연금기금의 ESG 등급 산정 범위를 확인할 수 있는데, 이를 확인하는 이유는 이후 ESG 점수를 이용한 상관분석 및 회귀분석 결과에서 등급별 점수 차이에 기인한 영향을 해석하기 위해 사전에 기술통계량을 파악하는 것이다.

종합등급(E 요인)의 경우 AA등급 범위는 최저 70점에서 90점으로 30점, 이하 상위등급(A, BB)은 60점대, 50점대로 10점으로 구성되어 있으며, D등급 범위는 20점으로 최저 11점에서 최고 약 30점인 것으로 확인되었다. S와 G 요인의 경우 D등급 범위(30점)를 제외하고 종합등급(E 요인)과 등급 산출 범위가 동일한 것으로 확인된다.

표본 수와 등급 범위를 연결지어 해석하면, ESG 종합 등급의 경우 AA가 30점으로 가장 넓은 범위를 차지하지만, D 등급(429개) 다음으로 적은 859개 표본수를 나타냄에 따라 등급 범위가 넓다고 하여 이의 비율에 따라 등급이 산정되는 것은 아닌 것으로 판단한다. 반면, 종합 등급은 G 요인에 높은 가중치를 두어 산정되는 것으로 사료된다. 살펴보면, ESG 종합 등급과 요인별 기업수와 평균에서 ESG 종합 등급과 G 요인의 AA 등급의 평균은 70점대, E/S요인의 AA평균은 80점대를 나타내었다. 기업수 또한 종합등급과 G 요인이 등급별로 유사한 수준으로 보고하고 있다. 이에 대해서는 후속해서 ESG 등급 내 요인별 상관분석 결과를 통해 재확인한다.

〈표 IV-4〉 ESG 평가 등급별 ESG 평가 점수의 기술통계량

Panel A: ESG 종합						
구분	N	Mean	STD	Min	Median	Max
AA	859	75.43	4.35	70.00	74.31	91.85
A	1,473	64.62	2.87	60.01	64.32	69.99
BB	2,334	54.72	2.90	50.00	54.54	60.00
B	2,953	45.07	2.94	40.00	45.09	50.00
C	1,869	36.04	2.70	30.02	36.51	40.00
D	429	26.22	3.36	11.00	27.32	29.98
Panel B: E 요인						
구분	N	Mean	STD	Min	Median	Max
AA	1,836	82.70	7.75	70.00	82.13	99.98
A	869	64.66	2.93	60.01	64.22	69.99
BB	1,207	54.02	3.52	50.00	53.89	59.98
B	1,011	44.63	2.85	40.00	44.67	49.96
C	1,372	34.96	2.57	30.03	34.97	39.99
D	2,281	23.20	4.17	12.33	22.56	29.97
평가제외	1,341	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Panel C: S 요인						
구분	N	Mean	STD	Min	Median	Max
AA	1,785	81.04	7.44	70.00	80.09	99.37
A	1,195	64.83	2.88	60.00	64.84	69.99
BB	1,589	54.48	2.99	50.00	54.29	59.99
B	1,972	44.59	2.82	40.03	44.64	50.00
C	1,836	35.65	2.76	30.00	36.15	40.00
D	1,540	23.64	4.79	6.84	24.48	30.00
Panel D: G 요인						
구분	N	Mean	STD	Min	Median	Max
AA	908	75.58	4.66	70.00	74.36	93.12
A	1,629	64.67	2.87	60.01	64.60	69.98
BB	2,267	54.67	2.87	50.00	54.54	60.00
B	2,685	45.11	2.85	40.00	45.17	49.99
C	1,755	35.51	2.79	30.06	35.78	40.00
D	673	24.99	4.22	9.34	26.10	30.00

〈표 IV-5〉는 ESG 요인 간 ESG 점수의 상관분석 결과를 나타낸 것이다. 살펴보면, 종합등급과 G/S 요인의 상관계수(약 0.8)가 높게 나타났다. 반면, G 요인과 E/S 상관관계 분석결과에서는 상관계수가 0.23/0.31로 비교적 낮게 나타났다. 이는 ESG 종합 등급 산정에서 G 요인이 다른 요인에 비해 큰 영향을 주고 있음을 재확인하는 결과이다.

〈표 IV-6〉은 등급 내 ESG 요인 간 ESG 점수의 상관분석의 결과를 나타낸 것이다. 분석결과, 종합등급과 ESG 요인의 상관계수는 대부분 유의미한 양(+)의 관계가 나타났다. 반면, 모든 등급에서 G요인과 E/S요인 간 상관성이 대부분 유의미한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 앞서 ESG 평가 등급별 ESG 평가 점수의 기술통계량에서 시사한 바와 같이 ESG 종합 등급에서 G 요인이 높은 가중치로 반영되고 있음을 재확인하는 결과이다.

〈표 IV-7〉은 ESG 종합 등급별 기업특성의 결과를 나타낸 것이고, 〈표 IV-8〉은 개별 요인별 등급의 기업특성을 나타낸 것이다. ESG 종합 등급의 경우, ESG 등급 및 점수가 우수할수록 시가총액, 기업규모, 부채비율, ROA, ROE, CFO가 높게 나타났으며, MTB, 업력, 상장연수는 낮게 나타났다. 개별 요인의 기업특성에서는 E 요인의 경우 업력과 상장연수가 오래될수록 ESG 점수가 높은 것으로 나타났고, 반면에 S와 G 요인은 업력과 상장연수가 오래될수록 ESG 등급이 낮게 나타났다. 이는 ESG 평가지표에 업력은 포함되어 있지 않음에도 나타난 결과이므로 향후 업력이 ESG 요인에 미치는 영향에 대한 심도있는 고찰이 필요할 것으로 보인다.

ESG 등급에서 가중치와 이에 기반한 ESG 평가는 기금고유의 가치가 반영된 것이다. 이에 단순히 ESG 등급 및 점수의 평균과 상관관계 분석결과를 가지고 ESG 평가자료가 투자성과에 잘 반영되고 있는지 판단할 수 없다. 따라서 본 보고서는 후속해서 ESG 평가가 기금운용에서 실제 투자성과로 나타났는지 확인하고, 이의 결과를 기반으로 ESG 평가 산정에서 개선할 점이 없는지 고찰 후 시사점을 도출한다.

〈표 IV-5〉 ESG 점수 간 상관분석

Panel A: 전체				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.67 ***	0.76 ***	0.80 ***
E_S	0.64 ***	1	0.53 ***	0.23 ***
S_S	0.73 ***	0.52 ***	1	0.31 ***
G_S	0.79 ***	0.22 ***	0.29 ***	1
Panel B: KOSPI				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.67 ***	0.76 ***	0.79 ***
E_S	0.66 ***	1	0.53 ***	0.23 ***
S_S	0.74 ***	0.52 ***	1	0.31 ***
G_S	0.79 ***	0.22 ***	0.30 ***	1
Panel C: KOSDAQ				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.48 ***	0.67 ***	0.82 ***
E_S	0.44 ***	1	0.41 ***	0.06 **
S_S	0.66 ***	0.47 ***	1	0.20 ***
G_S	0.80 ***	0.02	0.19 ***	1

주 1) 패널 내 상관분석의 표의 상단은 피어슨 상관계수이고, 하단은 스피어만 상관계수를 나타냄

〈표 IV-6〉 ESG 종합 등급별

Panel A: AA 등급					Panel B: A 등급				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S		ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.21 ***	0.43 ***	0.58 ***	ESG_S	1	0.16 ***	0.32 ***	0.21 ***
E_S	0.25 ***	1	-0.03 ***	-0.36 ***	E_S	0.16 ***	1	0.06 **	-0.53 ***
S_S	0.46 ***	0.02	1	-0.30 ***	S_S	0.32 ***	0.08 ***	1	-0.65 ***
G_S	0.52 ***	-0.30 ***	-0.23 ***	1	G_S	0.21 ***	-0.53 ***	-0.64 ***	1
Panel C: BB 등급					Panel D: B 등급				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S		ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.21 ***	0.22 ***	0.22 ***	ESG_S	1	0.19 ***	0.21 ***	0.32 ***
E_S	0.22 ***	1	0.10 ***	-0.56 ***	E_S	0.19 ***	1	0.09 ***	-0.52 ***
S_S	0.23 ***	0.11 ***	1	-0.67 ***	S_S	0.21 ***	0.15 ***	1	-0.62 ***
G_S	0.20 ***	-0.56 ***	-0.67 ***	1	G_S	0.31 ***	-0.54 ***	-0.60 ***	1
Panel E: C 등급					Panel F: D 등급				
	ESG_S	E_S	S_S	G_S		ESG_S	E_S	S_S	G_S
ESG_S	1	0.19 ***	0.20 ***	0.40 ***	ESG_S	1	0.22 ***	0.27 ***	0.62 ***
E_S	0.23 ***	1	0.04 ***	-0.39 ***	E_S	0.23 ***	1.00	0.07 ***	-0.24 ***
S_S	0.20 ***	0.16 ***	1	-0.63 ***	S_S	0.31 ***	0.25 ***	1	-0.35 ***
G_S	0.39 ***	-0.41 ***	-0.62 ***	1	G_S	0.53 ***	-0.33 ***	-0.40 ***	1

주 1) 패널 내 상관분석의 표의 상단은 피어슨 상관계수이고, 하단은 스피어만 상관계수를 나타냄

〈표 V-7〉 ESG 종합 등급별 기업특성

구분	시총(백만)	Size(백만)	MTB	LEV	ROA	ROE	CFO	Firm_Y	IPO_Y
AA	10,407,092	17,843,289	1.483	0.444	0.034	0.054	0.050	42.8	27.1
A	4,126,424	9,665,426	1.372	0.468	0.029	0.036	0.039	42.3	26.9
BB	1,090,228	2,861,550	1.619	0.401	0.032	0.035	0.039	41.4	26.3
B	497,841	643,726	1.902	0.374	0.020	0.023	0.031	43.1	27.0
C	395,908	347,265	2.392	0.382	-0.005	-0.029	0.011	44.9	28.4
D	411,947	257,972	2.957	0.376	-0.053	0.202	0.002	44.0	28.4

〈표 IV-8〉 ESG 요인 등급별 기업특성

Panel A: E 요인									
구분	시총(백만)	Size(백만)	MTB	LEV	ROA	ROE	CFO	Firm_Y	IPO_Y
AA	6,005,136	7,427,383	1.485	0.416	0.024	0.009	0.039	44.7	29.7
A	2,323,260	2,428,600	1.344	0.409	0.029	0.045	0.036	43.8	28.4
BB	702,352	1,050,485	1.730	0.407	0.028	0.012	0.031	44.6	28.3
B	583,004	786,429	1.610	0.390	0.021	0.033	0.031	42.8	26.6
C	490,362	434,120	2.166	0.358	0.017	0.001	0.027	42.6	26.3
D	506,722	471,356	2.548	0.349	0.005	0.069	0.024	41.9	25.7
평가제외	2,698,858	14,434,200	1.516	0.519	0.011	0.013	0.031	40.7	25.5
Panel B: S 요인									
구분	시총(백만)	Size(백만)	MTB	LEV	ROA	ROE	CFO	Firm_Y	IPO_Y
AA	7,345,993	11,305,944	1.558	0.436	0.030	0.023	0.045	42.1	27.4
A	1,920,965	7,335,533	1.536	0.435	0.031	0.037	0.040	42.1	26.8
BB	1,078,139	2,788,785	1.807	0.410	0.026	0.027	0.032	41.0	25.7
B	623,327	1,398,983	1.859	0.393	0.015	0.023	0.028	42.8	26.9
C	436,962	699,695	1.877	0.370	0.016	0.011	0.026	44.5	27.7
D	515,348	965,200	2.485	0.378	-0.011	0.055	0.016	44.8	28.4
Panel C: G 요인									
구분	시총(백만)	Size(백만)	MTB	LEV	ROA	ROE	CFO	Firm_Y	IPO_Y
AA	4,613,212	11,813,526	1.356	0.442	0.034	0.066	0.047	40.8	24.7
A	5,588,976	9,431,032	1.672	0.425	0.035	0.048	0.042	42.3	26.2
BB	1,551,353	3,518,330	1.818	0.393	0.026	0.028	0.037	41.8	26.7
B	711,302	1,218,803	1.810	0.385	0.020	0.018	0.029	43.4	27.4
C	483,634	666,371	2.136	0.387	-0.004	0.050	0.012	44.6	28.7
D	596,033	606,864	2.583	0.431	-0.026	-0.089	0.013	44.8	29.2

3. 국민연금기금 국내주식 포트폴리오

본 절에서는 국민연금기금의 ESG 투자 수준을 파악하기 위해 개별주식의 ESG 등급과 점수를 바탕으로 국민연금기금 국내주식 포트폴리오를 분석했다. 분석을 위해 국내주식 전체 포트폴리오와 유형에 따라서 구분한 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브⁷⁹⁾ 포트폴리오도 함께 고려했다. 분석결과의 비교를 위해 국내주식 전략적 벤치마크인 KOSPI, 전술적 벤치마크인 KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)을 같이 분석했다.⁸⁰⁾

주가와 발행주식수를 포함한 주식 관련 자료는 데이터가이드에서 입수했다. 또한, 벤치마크를 구성하고 있는 종목 관련 자료는 한국거래소 및 NPF, 국민연금기금 국내주식 포트폴리오 보유내역은 NPF에서 입수했다.⁸¹⁾ t 기의 ESG 평가자료는 t 기에 속한 월의 주식 관련 자료와 매칭됐다.

79) 위탁운용은 모두 액티브 형태로 운용된다.

80) 성과평가를 위한 국민연금기금 국내주식 벤치마크는 다음과 같다. 먼저 전략적 벤치마크는 KOSPI이며 직접과 위탁운용의 전술적 벤치마크는 2021년을 기점으로 바뀌었다. 2020년까지는 직접운용은 KOSPI200, 위탁운용은 KOSPI와 KOSDAQ100의 시가총액가중평균지수(KOSPI+KOSDAQ100)를 각각 사용했다. 2021년부터는 범위가 확대되어 직접운용은 KR250, 위탁운용은 KOSPI와 KOSDAQ150의 시가총액가중평균지수(KOSPI+ KOSDAQ150)를 각각 사용하기 시작했다. 본 연구는 이러한 변화를 반영해 관련된 분석을 수행했다. KOSDAQ100의 경우 구성종목 내역을 파악할 수 없었기 때문에 KOSDAQ150을 구성하고 있는 종목 중 시가총액 기준 상위 100개의 종목으로 구성되었음을 가정했다.

81) 데이터가이드는 FnGuide가 서비스하는 데이터 제공 플랫폼으로 기업의 주식과 회계 관련 자료를 제공한다. NPF는 국민연금 기금운용본부 내부 시스템에 해당한다.

가. ESG 등급별 분포

〈표 IV-9〉는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오에 포함되어 있는 개별주식의 ESG 등급에 따른 분포를 보여주고 있다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보고하고 있다. 종목수를 기준으로 살펴보았을 때 확인할 수 있는 결과는 다음과 같았다. 직접운용의 경우 패시브 유형은 벤치마크(KR250)와 유사한, 액티브 유형은 벤치마크(KR250)보다 AA등급 종목에 치중된 ESG 등급별 분포를 보이고 있었다. 예를 들어, 패널 A에서 ESG AA등급 종목을 직접 액티브 유형은 31%만큼 보유하고 있었지만, 벤치마크에는 28%만큼 포함되어 있었다.

위탁운용도 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150) 대비 등급이 낮은 종목의 비중을 낮게 가져가고 있었다. 예를 들어, 패널 A에서 ESG C와 D등급 종목의 경우 위탁운용은 각각 11%, 2%만큼 보유하고 있었던 반면, 벤치마크에는 각각 19%, 4%만큼 포함되어 있었다. 다만, 이러한 분포의 차이가 높은 ESG 등급 종목의 보유가 아닌 평가대상이 아닌 주식의 보유와 관련이 있다는 것에 유의해야 한다.

다음으로 시가총액을 기준으로 살펴보았다. 국민연금기금과 같은 기관 투자자는 일반적으로 벤치마크에서 일정 수준 이상 벗어날 수 없는 제약을 가지고 있으며 이를 ‘액티브 위험’⁸²⁾의 형태로 관리하고 있다. 그렇기 때문에 매니저의 투자의사결정은 특히 대형주의 경우에 종목을 아예 보유하지 않기보다는 해당 종목의 투자비중을 낮추는 형태로 나타날 가능성이 높아서 종목수보다는 시가총액을 살펴보는 것이 더 유의미한 결과를 가져다준다.

직접운용의 패시브와 액티브 유형 모두 벤치마크(KR250)보다 AA등급 종목의 비중을 높게 가져가고 있었다. 예를 들어, 패널 A에서 ESG AA등급 종목을 패시브와 액티브 유형은 각각 54%, 55%만큼 보유하고 있었지만, 벤치마크에는 52%만큼 포함되어 있었다.

82) 액티브 위험은 일반적으로 투자자가 보유하고 있는 포트폴리오의 수익률에서 벤치마크의 수익률을 차감하여 계산한 초과수익률 시계열의 표준편차로 정의된다.

위탁운용도 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150)보다 AA등급 종목의 비중을 높게 가져가고 있었다. 예를 들어, 패널 A에서 ESG AA등급 종목을 위탁운용은 47%만큼 보유하고 있었던 반면, 벤치마크에는 44%만큼 포함되어 있었다.

다른 패널을 살펴보면 종목수를 기준으로 위탁운용은 E(환경)와 S(사회) AA등급의 비중이 벤치마크보다 낮으나 시가총액을 기준으로는 이러한 결과가 반전됐다. 이는 위탁운용이 보유하고 있지 않으나 벤치마크에는 포함되어 있는 E(환경)와 S(사회) AA 등급 종목의 시가총액이 크지 않음을 의미한다.

〈표 IV-9〉 ESG 등급별 분포

본 표는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오와 벤치마크의 ESG 등급별 분포를 보고한다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보고한다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

		AA	A	BB	B	C	D	평가 제외	평가 대상 제외
패널 A: ESG									
		종목수							
AP	전체	0.09	0.13	0.20	0.21	0.11	0.02		0.23
	직접 패시브	0.28	0.29	0.25	0.13	0.04	0.01		0.01
	직접 액티브	0.31	0.30	0.24	0.12	0.03	0.01		0.01
	위탁 액티브	0.09	0.13	0.20	0.21	0.11	0.02		0.23
BM	KOSPI	0.10	0.15	0.24	0.29	0.18	0.04		0.01
	KR250	0.28	0.29	0.25	0.13	0.03	0.01		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.09	0.14	0.23	0.29	0.19	0.04		0.02
시가총액									
AP	전체	0.51	0.32	0.10	0.04	0.01	0.00		0.01
	직접 패시브	0.54	0.33	0.09	0.03	0.01	0.00		0.00
	직접 액티브	0.55	0.34	0.09	0.02	0.01	0.00		0.00
	위탁 액티브	0.47	0.30	0.12	0.06	0.02	0.01		0.02
BM	KOSPI	0.47	0.32	0.12	0.05	0.02	0.00		0.00
	KR250	0.52	0.33	0.11	0.03	0.01	0.00		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.44	0.30	0.13	0.08	0.04	0.01		0.01
패널 B: E(환경)									
		종목수							
AP	전체	0.16	0.07	0.08	0.08	0.10	0.16	0.12	0.23
	직접 패시브	0.39	0.11	0.10	0.07	0.05	0.11	0.17	0.01
	직접 액티브	0.41	0.11	0.10	0.07	0.05	0.09	0.18	0.01
	위탁 액티브	0.16	0.07	0.08	0.08	0.10	0.16	0.12	0.23
BM	KOSPI	0.20	0.09	0.11	0.10	0.13	0.22	0.14	0.01
	KR250	0.40	0.11	0.10	0.07	0.06	0.11	0.16	0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.18	0.09	0.11	0.10	0.13	0.24	0.14	0.02
시가총액									
AP	전체	0.59	0.10	0.03	0.02	0.02	0.03	0.20	0.01
	직접 패시브	0.62	0.11	0.03	0.02	0.01	0.02	0.20	0.00
	직접 액티브	0.63	0.11	0.02	0.01	0.01	0.02	0.20	0.00
	위탁 액티브	0.55	0.10	0.04	0.03	0.02	0.05	0.19	0.02
BM	KOSPI	0.57	0.10	0.04	0.03	0.03	0.04	0.20	0.00
	KR250	0.61	0.10	0.03	0.02	0.02	0.02	0.19	0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.53	0.10	0.04	0.03	0.03	0.06	0.20	0.01

		AA	A	BB	B	C	D	평가 제외	평가 대상 제외
패널 C: S(사회)									
종목수									
AP	전체	0.17	0.10	0.12	0.14	0.13	0.10		0.23
	직접 패시브	0.46	0.17	0.13	0.10	0.08	0.04		0.01
	직접 액티브	0.48	0.18	0.12	0.11	0.07	0.03		0.01
	위탁 액티브	0.17	0.10	0.12	0.14	0.13	0.10		0.23
BM	KOSPI	0.19	0.12	0.15	0.19	0.18	0.16		0.01
	KR250	0.46	0.17	0.12	0.12	0.08	0.04		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.18	0.12	0.15	0.19	0.18	0.17		0.02
시가총액									
AP	전체	0.73	0.11	0.06	0.04	0.03	0.02		0.01
	직접 패시브	0.78	0.11	0.05	0.03	0.02	0.01		0.00
	직접 액티브	0.78	0.11	0.05	0.03	0.02	0.01		0.00
	위탁 액티브	0.68	0.11	0.07	0.05	0.04	0.03		0.02
BM	KOSPI	0.69	0.12	0.07	0.05	0.03	0.03		0.00
	KR250	0.74	0.11	0.06	0.04	0.02	0.02		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.64	0.11	0.08	0.06	0.04	0.05		0.01
패널 D: G(지배구조)									
종목수									
AP	전체	0.09	0.14	0.18	0.20	0.11	0.04		0.23
	직접 패시브	0.21	0.28	0.26	0.16	0.06	0.02		0.01
	직접 액티브	0.23	0.28	0.26	0.15	0.06	0.02		0.01
	위탁 액티브	0.09	0.14	0.18	0.20	0.11	0.04		0.23
BM	KOSPI	0.10	0.17	0.23	0.26	0.16	0.07		0.01
	KR250	0.21	0.28	0.26	0.16	0.06	0.02		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.09	0.16	0.23	0.26	0.17	0.07		0.02
시가총액									
AP	전체	0.28	0.45	0.16	0.07	0.02	0.01		0.01
	직접 패시브	0.29	0.47	0.15	0.05	0.02	0.01		0.00
	직접 액티브	0.29	0.48	0.15	0.05	0.01	0.01		0.00
	위탁 액티브	0.27	0.42	0.17	0.09	0.03	0.01		0.02
BM	KOSPI	0.26	0.43	0.17	0.08	0.03	0.02		0.00
	KR250	0.28	0.46	0.17	0.06	0.02	0.01		0.01
	KOSPI+KOSDAQ150	0.25	0.41	0.18	0.10	0.04	0.02		0.01

나. ESG 점수

〈표 IV-10〉은 가치기증법을 활용해 계산한 국민연금기금 국내주식 포트폴리오의 ESG 점수를 보고하고 있다. 가치가중에는 국민연금기금이 보유하고 있는 주식의 시장가치가 활용됐다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보여준다. 앞선 결과와 유사하게 직접과 위탁운용의 ESG 점수는 모두 벤치마크보다 높았다. 패널 A의 ESG 종합점수를 살펴보면 직접운용의 패시브와 액티브 유형은 각각 69.96, 70.17, 벤치마크(KR250)는 이보다 낮은 수준인 69.21이었다. 유사하게 위탁운용은 67.43, 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150)는 이보다 낮은 수준인 66.00이었다. 다른 패널에서도 비슷한 결과를 확인할 수 있었다.

[그림 IV-2]는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오의 연도별 ESG 점수를 보고한다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보여준다. 본 연구는 연도별 ESG 점수를 통해 〈표 IV-10〉의 결과가 시간의 흐름에 따라 달라지는지 확인했다. 패널 A를 살펴보면 직접운용 패시브와 액티브 유형의 ESG 종합점수는 벤치마크(KR250)보다 지속적으로 높은 수준에서 형성되어 있었다. 위탁운용은 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150)와 ESG 종합점수가 초기에는 비슷했으나 이후로 차이가 벌어지기 시작한 것으로 나타났다. ESG 개별점수에 대한 결과를 보고하는 다른 패널에서도 유사한 결과를 확인할 수 있었다.

〈표 IV-10〉 ESG 점수

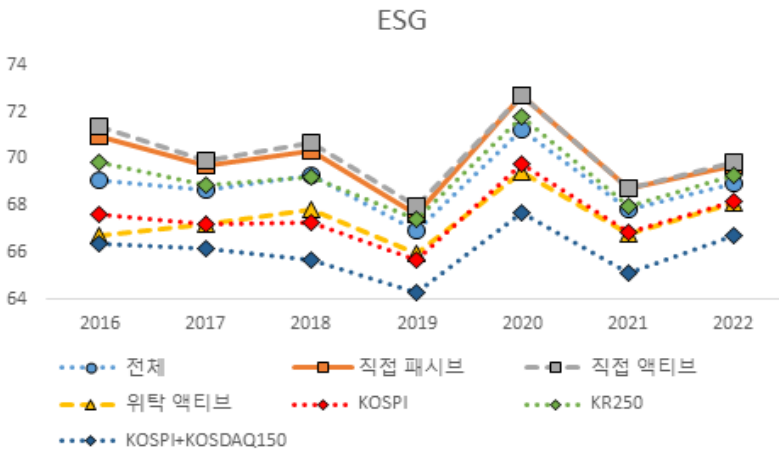
본 표는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오와 벤치마크의 ESG 점수를 보고한다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보고한다. ESG 점수는 가치가중법을 활용해 계산됐다. 가치가중에는 국민연금기금이 보유하고 있는 주식의 시장가치가 활용됐다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

		BM		
	AP	KOSPI	KR250	KOSPI +KOSDAQ150
패널 A: ESG				
전체	68.86			
직접 패시브	69.96	67.52	69.21	66.00
직접 액티브	70.17			
위탁 액티브	67.43			
패널 B: E(환경)				
전체	78.67			
직접 패시브	80.91	76.81	79.76	73.96
직접 액티브	81.03			
위탁 액티브	75.88			
패널 C: S(사회)				
전체	77.19			
직접 패시브	79.10	74.85	77.60	72.83
직접 액티브	79.25			
위탁 액티브	74.81			
패널 D: G(지배구조)				
전체	64.48			
직접 패시브	65.25	63.39	64.52	62.25
직접 액티브	65.51			
위탁 액티브	63.44			

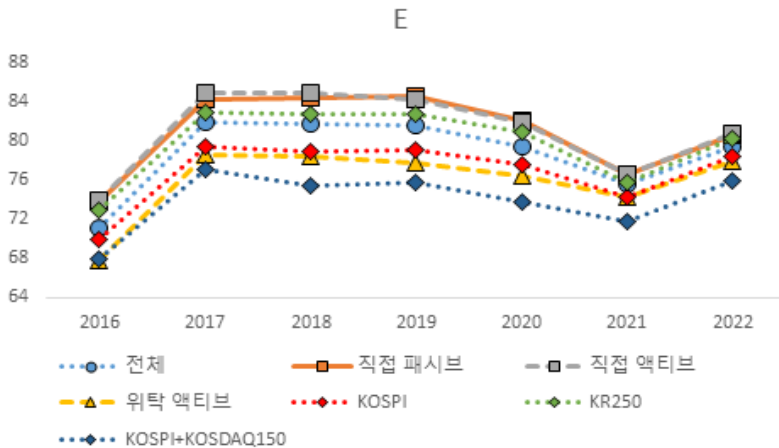
[그림 IV-2] 연도별 ESG 점수

본 그림은 국민연금기금 국내주식 포트폴리오와 벤치마크의 연도별 ESG 점수를 보여준다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보여준다. ESG 점수는 가치가중법을 활용해 계산됐다. 가치가중에는 국민연금기금이 보유하고 있는 주식의 시장가치가 활용됐다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

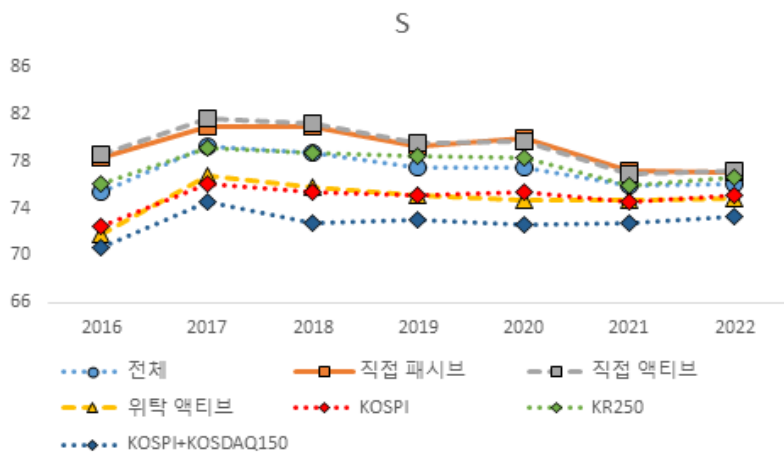
패널 A: ESG



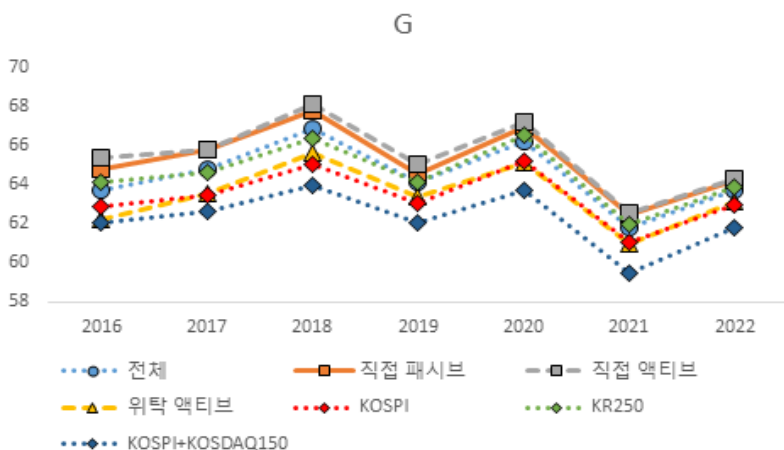
패널 B: E(환경)



패널 C: S(사회)



패널 D: G(지배구조)



다. 보유비중별 ESG 점수

〈표 IV-11〉은 국민연금기금 국내주식 보유비중을 기준으로 구성된 포트폴리오의 ESG 점수를 보고하고 있다. ESG 점수는 시가총액을 활용한 가치가중법을 통해 계산됐다. 보유비중을 나누는 기준은 20, 40, 60, 80 백분위수이며 0인 경우는 따로 분리했다. 모든 패널에서 보유비중이 높을수록 ESG 점수가 증가하는 관계가 확인됐다. 패널 A의 ESG 종합점수를 살펴보면 직접운용 액티브 유형의 경우 보유비중이 가장 낮은 포트폴리오(L)가 57.69, 가장 높은 포트폴리오(H)가 71.40이었다. 위탁운용의 경우에도 보유비중이 가장 낮은 포트폴리오(L)가 45.62, 가장 높은 포트폴리오(H)가 69.67이었다.

〈표 IV-11〉의 분석이 가지는 한계점은 국민연금기금 국내주식 포트폴리오는 시가총액에 기반해 계산되는 벤치마크의 영향으로 대형주의 보유비중이 높을 수밖에 없다는 것이다. 따라서, 앞선 결과가 매니저의 투자 의사결정에 의한 것인지, 아니면 단순히 높은 ESG 평가등급을 받는 경향이 있는 대형주의 비중이 높아 나타나는 것인지 구분하기 어렵다. 이러한 한계점을 해결하기 위해 포트폴리오와 벤치마크의 보유비중 차이⁸³⁾를 계산해 벤치마크보다 과다 보유하고 있는 종목과 과소 보유하고 있는 종목 간의 ESG 점수를 비교했다. 초과보유비중을 나누는 기준은 0이며 정확히 0인 경우는 따로 분리했다. 벤치마크의 보유비중은 시가총액을 기준으로 산출됐으며 ESG 점수는 시가총액을 활용한 가치가중법을 통해 계산됐다.

〈표 IV-12〉는 분석결과를 보고한다. 국민연금기금은 ESG 점수가 높은 (낮은) 종목을 벤치마크보다 과다(과소) 보유하고 있는 것으로 확인됐다. 패널 A의 ESG 종합점수를 살펴보면 직접운용 액티브 유형의 경우 벤치마크 대비 과소 보유하고 있는 종목으로 구성된 포트폴리오(UW)의 ESG 종합점수는 66.50, 과다 보유하고 있는 종목으로 구성된 포트폴리오(OW)의 ESG 종합점수는 70.82이었다. 이러한 차이는 유형을 불문하고 다른 패널에서도

83) 보유한 포트폴리오와 벤치마크의 보유비중 간의 차이를 ‘Active Share’(Cremers and Petajisto, 2009)라고 부른다.

관측됐다.

본 절의 결과를 요약하면 다음과 같다. 직접과 위탁운용 모두 상대적으로 ESG 등급 또는 점수가 높은 종목의 비중이 높았으며 결과적으로 벤치마크보다 ESG 점수가 높게 형성되어 있었다. 이는 ESG 관점에서 국민연금기금 국내주식 포트폴리오를 KOSPI와 비교한 조은영 외 2인(2021)의 결과와 유사하다. 다만, 이러한 결과가 ESG 평가자료를 참고해 투자의사결정을 내려 나타나는 것인지, ESG와 높은 관련성을 가지고 있는 기업 또는 주식특성 등을 참고해 투자의사결정을 내려 나타나는 것인지 본 연구가 제시하는 결과만으로는 구분하기 어려우며 관련한 분석은 후속연구의 과제로 남긴다. ESG 평가자료를 제공받고 있지 않은 위탁운용에서도 직접운용과 유사한 결과가 나타났다는 것은 위탁운용기관이 내부조직 또는 외부기관을 통해 평가한 ESG 등급 또는 점수를 반영해서 운용전략을 수립하고 있을 가능성, 또는 언급한 바와 같이 위탁운용도 ESG와 높은 상관관계를 가지는 지표를 참고해 투자의사결정을 내리고 있을 가능성을 의미한다.

〈표 IV-11〉 보유비중별 ESG 점수

본 표는 보유비중을 토대로 구성된 포트폴리오의 ESG 점수를 보고한다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보여준다. 보유비중을 나누는 기준은 20/40/60/80 백분위수이며 0인 경우는 따로 분리했다. ESG 점수는 시가총액을 활용한 가치가중법을 활용해 계산됐다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

	0	L	2	3	4	H
패널 A: ESG						
전체	43.45	45.56	47.11	49.66	53.71	69.74
직접 패시브	48.37	54.66	57.71	61.78	65.94	71.33
직접 액티브	49.18	57.69	59.41	63.79	66.63	71.40
위탁 액티브	43.45	45.62	47.45	51.14	55.45	69.67
패널 B: E(환경)						
전체	42.98	40.59	41.85	44.36	50.04	80.40
직접 패시브	42.24	49.86	59.66	60.19	69.82	84.14
직접 액티브	42.59	60.08	58.72	61.85	73.25	84.27
위탁 액티브	42.98	40.69	42.44	47.57	51.84	80.42
패널 C: S(사회)						
전체	41.46	43.59	45.07	48.73	54.16	78.41
직접 패시브	46.82	54.64	60.31	67.13	69.86	81.31
직접 액티브	48.37	59.77	63.31	68.98	70.77	81.39
위탁 액티브	41.46	43.55	46.21	51.21	56.66	78.28
패널 D: G(지배구조)						
전체	44.08	47.17	48.49	50.28	53.30	65.00
직접 패시브	49.61	54.83	55.03	58.56	62.00	66.21
직접 액티브	50.05	55.40	56.81	60.51	62.35	66.34
위탁 액티브	44.08	47.30	48.43	50.87	54.67	64.97

〈표 IV-12〉 벤치마크 대비 보유비중별 ESG 점수

본 표는 벤치마크 대비 보유비중을 기준으로 구성한 포트폴리오의 ESG 점수를 보고한다. 패널 A는 ESG 종합점수, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별점수에 대한 결과를 보여준다. 초과보유비중을 나누는 기준은 0이며 0인 경우는 따로 분리했다. 벤치마크의 보유비중은 시가총액을 기준으로 계산됐다. ESG 점수는 시가총액을 활용한 가치가중법을 활용해 계산됐다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

	0	UW	OW
패널 A: ESG			
전체	40.50	62.49	68.04
직접 패시브	48.11	66.78	70.05
직접 액티브	48.29	66.50	70.82
위탁 액티브	39.97	62.73	68.35
패널 B: E(환경)			
전체	33.31	69.79	76.26
직접 패시브	41.39	75.36	81.32
직접 액티브	41.07	75.86	81.99
위탁 액티브	35.19	67.78	77.75
패널 C: S(사회)			
전체	36.99	65.52	77.12
직접 패시브	46.37	70.76	80.84
직접 액티브	46.90	71.36	81.41
위탁 액티브	36.52	66.39	77.57
패널 D: G(지배구조)			
전체	42.97	58.82	64.21
직접 패시브	49.55	62.28	65.42
직접 액티브	49.60	61.72	66.26
위탁 액티브	41.70	59.31	64.39

4. ESG와 수익률 횡단면

본 연구는 다음으로 국내 주식시장에서 ESG를 활용한 투자전략의 가능성을 검토하기 위해 ESG 평가자료를 바탕으로 ESG 등급에 따른 주식특성을 파악하고 ESG 점수를 활용한 수익률 횡단면의 예측 가능성을 분석했다.

(수정)주가, 발행주식수, 거래량, 거래대금을 포함한 주식 관련 자료와 더불어 자산, 부채를 포함한 회계 관련 자료는 데이터가이드를 통해 입수했다. 초과수익률 계산을 위한 콜금리와 규모, 가치, 모멘텀 요인을 구성하기 위한 수익률 자료 또한 데이터가이드를 통해 입수했다. 주식특성 분석에서는 앞선 절과 같이 t 기의 ESG 평가자료는 t 기에 속한 월의 주식 및 회계 자료와 매칭됐다. 반면, 회귀분석, ESG 포트폴리오 구성 등 수익률 예측과 관련한 분석에서는 t 기의 ESG 평가자료가 $t+1$ 기에 속한 월의 주식 및 회계 자료와 매칭됐다.

가. 주식특성

본 연구는 먼저 ESG 등급에 따른 주식특성을 분석했으며 이를 위해 다음과 같은 변수가 구성됐다: 회전율, 비유동성⁸⁴⁾, 시장베타, 변동성, 왜도, 수익률의 최솟값과 최댓값. 변동성과 왜도는 각각 총변동성과 고유변동성, 총왜도와 고유왜도가 고려됐으며 이는 추정된 시장베타에 기반해 계산됐다. 모든 주식특성 관련 변수는 일별 자료를 활용해 월마다 반복해서 추정됐다.

〈표 IV-13〉은 ESG 등급을 기준으로 구성한 포트폴리오의 주식특성을 보고한다. 주식특성은 시가총액을 활용한 가치가중법을 통해 계산됐다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보여주고 있다. 패널 A에서 ESG 종합등급이 높을수록 회전율, (고유)변동성, (고유)왜도, 최대수익률은 감소하는 반면, 유동성과 최소수익률은 증가하는 경향이 확인됐다. 패널 A뿐만 아니라 다른 패널에서도 비슷한 결과가 관측됐다.

84) Amihud (2002)를 참고해 계산됐다.

앞선 절에서는 시가총액, 장부가치 대비 시가총액 비율 등, 본 절에서는 유동성, 변동성 등이 ESG와 상관관계를 가지고 있음을 확인했다. 이는 ESG를 운용전략에 실제로 반영하지 않아도 시가총액, 유동성, 변동성 등과 관련된 신호로 인해 결과적으로 ESG 투자를 하는 것으로 보일 수 있음을 의미한다.

본 연구는 추가로 변수 상호 간의 영향이 통제되도 <표 IV-13>의 결과와 여전히 유의한가를 확인하기 위해 다음과 같은 회귀모형을 추정했다:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{i,t} + \beta_2 ILLIQ_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 SKEW_{i,t} + \beta_6 MAXR_{i,t} + \beta_7 MINR_{i,t} + u_{i,t}$$

여기서, t 와 i 는 각각 월과 개별기업을 인덱싱하며 $ESG_{i,t}$ 는 ESG 점수, $TURN_{i,t}$ 는 회전율, $ILLIQ_{i,t}$ 는 비유동성, $BETA_{i,t}$ 는 베타, $VOL_{i,t}$ 은 (고유) 변동성, $SKEW_{i,t}$ 는 (고유)왜도, $MAXR_{i,t}$ 은 최대수익률, $MINR_{i,t}$ 은 최소수익률을 의미한다. Fama and MacBeth (1973)의 방법을 따라 본 연구는 위의 회귀모형을 추정했다.⁸⁵⁾ 분석을 위해 모든 독립변수는 평균이 0, 분산이 1이 되도록 표준화됐다.

<표 IV-14>는 추정결과를 보고하고 있다. ESG 등급과 최대수익률 간의 음(-)의 관계는 다른 변수의 영향이 통제되면서 양(+)의 관계로 전환됐지만, 이를 제외한 다른 변수와 ESG 점수 간의 관계는 <표 IV-13>과 동일했다.

85) Fama and MacBeth (1973)는 베타와 수익률 간의 관계를 분석하기 위해 시점마다 횡단면에 존재하는 관측치를 활용해 추정한 회귀계수의 시계열 평균을 검정하는 방법을 제안했다.

〈표 IV-13〉 ESG 등급과 주식특성

본 표는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오와 벤치마크의 ESG 등급별 주식특성을 보고한다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보고한다. 다음과 같은 주식특성이 고려됐다: 회전을, 비유동성, 시장베타, 변동성, 왜도, 수익률의 최솟값과 최댓값을, 비유동성은 Amihud (2002)를 참고해 계산됐다. 변동성과 왜도는 각각 총변동성과 고유변동성, 총왜도와 고유왜도가 고려됐으며 이는 추정된 시장베타에 기반해 계산됐다. 모든 변수는 일별 자료를 활용해 월마다 반복해서 추정됐다. 주식특성은 시가총액을 활용한 가치가중법을 통해 계산됐다.

	AA	A	BB	B	C	D	평가제외
패널 A: ESG							
회전율	0.0039	0.0041	0.0066	0.0110	0.0156	0.0184	
비유동성	0.0006	0.0021	0.0089	0.0222	0.0248	0.0221	
베타	0.9903	1.0516	0.8696	1.0112	1.0823	1.1390	
총변동성	0.0194	0.0201	0.0230	0.0265	0.0294	0.0319	
고유변동성	0.0158	0.0164	0.0201	0.0231	0.0258	0.0283	
총왜도	0.1781	0.1690	0.2344	0.2859	0.2936	0.4336	
고유왜도	0.2411	0.2945	0.3009	0.3455	0.3754	0.4859	
Max(수익률)	0.0418	0.0435	0.0509	0.0596	0.0669	0.0753	
Min(수익률)	-0.0366	-0.0381	-0.0443	-0.0501	-0.0566	-0.0575	
패널 B: E(환경)							
회전율	0.0041	0.0055	0.0081	0.0093	0.0102	0.0122	0.0045
비유동성	0.0014	0.0062	0.0144	0.0162	0.0256	0.0202	0.0030
베타	1.0665	0.9947	0.9181	0.9041	0.9388	1.0240	0.8610
총변동성	0.0199	0.0217	0.0244	0.0239	0.0255	0.0279	0.0200
고유변동성	0.0160	0.0184	0.0212	0.0208	0.0223	0.0244	0.0171
총왜도	0.2001	0.1478	0.2237	0.2966	0.2940	0.2489	0.1638
고유왜도	0.2983	0.2573	0.3066	0.3852	0.3212	0.3405	0.2068
Max(수익률)	0.0433	0.0473	0.0537	0.0539	0.0575	0.0626	0.0432
Min(수익률)	-0.0373	-0.0420	-0.0478	-0.0447	-0.0481	-0.0536	-0.0383
패널 C: S(사회)							
회전율	0.0039	0.0053	0.0071	0.0092	0.0112	0.0120	
비유동성	0.0009	0.0051	0.0090	0.0157	0.0249	0.0209	
베타	1.0539	0.8738	0.9457	1.0022	0.9245	0.9152	
총변동성	0.0193	0.0214	0.0242	0.0256	0.0256	0.0256	
고유변동성	0.0154	0.0185	0.0210	0.0222	0.0225	0.0226	
총왜도	0.1580	0.2365	0.2607	0.2428	0.2797	0.2977	
고유왜도	0.2570	0.2925	0.3181	0.3030	0.3512	0.3839	
Max(수익률)	0.0414	0.0474	0.0543	0.0568	0.0579	0.0582	
Min(수익률)	-0.0365	-0.0408	-0.0460	-0.0488	-0.0488	-0.0484	
패널 D: G(지배구조)							
회전율	0.0040	0.0039	0.0065	0.0095	0.0120	0.0148	
비유동성	0.0017	0.0023	0.0070	0.0134	0.0190	0.0236	
베타	0.8871	1.1051	0.9231	0.9700	1.0038	1.1012	
총변동성	0.0192	0.0195	0.0230	0.0250	0.0268	0.0300	
고유변동성	0.0161	0.0154	0.0198	0.0217	0.0235	0.0263	
총왜도	0.1700	0.1431	0.2423	0.2655	0.2842	0.3142	
고유왜도	0.2375	0.2523	0.3189	0.3231	0.3579	0.3873	
Max(수익률)	0.0412	0.0419	0.0512	0.0558	0.0603	0.0688	
Min(수익률)	-0.0363	-0.0373	-0.0436	-0.0475	-0.0513	-0.0567	

〈표 IV-14〉 ESG 점수와 주식특성

본 표는 다음의 회귀분석 결과를 보고한다:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TURN_{i,t} + \beta_2 ILLIQ_{i,t} + \beta_3 BETAS_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 SKEW_{i,t} + \beta_6 MAXR_{i,t} + \beta_7 MINR_{i,t} + u_{i,t}$$

여기서, i 와 t 는 각각 월과 개별기업을 인덱싱하며 $ESG_{i,t}$ 는 ESG 점수, $TURN_{i,t}$ 는 회전율, $ILLIQ_{i,t}$ 는 비유동성, $BETAS_{i,t}$ 는 베타, $VOL_{i,t}$ 은 (고유)변동성, $SKEW_{i,t}$ 는 (고유)왜도, $MAXR_{i,t}$ 은 최대수익률, $MINR_{i,t}$ 은 최소수익률을 의미한다. 회귀모형은 Fama and MacBeth (1973)의 방법을 따라 추정됐다. 괄호 안에 는 회귀계수의 p-값이 보고되어 있다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수가 통계적으로 유의함을 지칭한다.

	ESG		E(회귀)		S(사회)		G(지배구조)	
	A	B	A	B	A	B	A	B
상수항	50.21*** (0.00)	50.21*** (0.00)	47.91*** (0.00)	47.91*** (0.00)	49.78*** (0.00)	49.78*** (0.00)	50.35*** (0.00)	50.35*** (0.00)
회전율	-1.28*** (0.00)	-1.28*** (0.00)	-1.64*** (0.00)	-1.66*** (0.00)	-1.90*** (0.00)	-1.87*** (0.00)	-0.78*** (0.00)	-0.80*** (0.00)
비유동성	-2.31*** (0.00)	-2.30*** (0.00)	-2.04*** (0.00)	-2.02*** (0.00)	-2.97*** (0.00)	-2.97*** (0.00)	-1.91*** (0.00)	-1.88*** (0.00)
베타	-0.02 (0.88)	-0.30** (0.04)	0.28 (0.19)	0.00 (0.99)	0.40** (0.03)	0.23 (0.23)	-0.31*** (0.01)	-0.63*** (0.00)
총변동성	-2.17*** (0.00)		-2.11*** (0.00)		-0.96** (0.03)		-2.69*** (0.00)	
고유변동성		-2.42*** (0.00)		-2.44*** (0.00)		-2.04*** (0.00)		-2.51*** (0.00)
총왜도	-0.68*** (0.00)		-0.55** (0.02)		-0.40** (0.05)		-0.82*** (0.00)	
고유왜도		-0.77*** (0.00)		-0.76*** (0.00)		-0.82*** (0.00)		-0.73*** (0.00)
Max(수익률)	1.40*** (0.00)	1.65*** (0.00)	1.51*** (0.00)	1.95*** (0.00)	0.56* (0.09)	1.64*** (0.00)	1.75*** (0.00)	1.53*** (0.00)
Min(수익률)	0.77*** (0.00)	0.70*** (0.00)	0.70** (0.02)	0.72** (0.01)	0.82*** (0.00)	0.66*** (0.00)	0.75*** (0.00)	0.71*** (0.00)

나. 수익률 횡단면 회귀분석

ESG 점수를 활용해 수익률 횡단면을 예측할 수 있는가를 분석하기 위해 Fama and French (1992) 등을 참고해 다음과 같은 회귀모형을 추정했다:

$$r_{i,t+1} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + u_{i,t}$$

여기서, t 와 i 는 각각 월과 개별기업을 인덱싱하며 $r_{i,t}^e$ 는 수익률, $ESG_{i,t}$ 은 ESG 점수, $X_{i,t}$ 는 통제변수 벡터로 수익률 횡단면을 예측하는 것으로 밝혀진 시가총액, 시장가치 대비 장부가치 비율(이하 B/M), 고유변동성, 과거성과로 구성됐다(Banz, 1981; De Bondt and Thaler, 1985, 1987; Jegadeesh, 1990; Lehmann, 1990; Lehmann, 1991; Fama and French, 1992, 1993, 2015; Jegadeesh and Titman, 1993; Ang et al., 2006). 앞선 분석과 동일하게 Fama와 MacBeth (1973)의 방법을 활용해 위의 회귀모형을 추정했다. 분석을 위해 모든 독립변수는 평균이 0, 분산이 1이 되도록 표준화하였다.

〈표 IV-15〉는 추정결과를 보고하고 있다.⁸⁶⁾ ESG 점수가 높을수록 수익률이 증가하는 양(+)의 관계가 확인됐다. 다만, 이는 ESG 종합점수가 아닌 E(환경)과 S(사회)에 국한된 결과였다. E(환경)과 S(사회) 개별점수의 회귀계수는 각각 0.19와 0.16으로 10% 수준에서 통계적으로 유의했다. G(지배구조) 개별점수의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았는데, 이를 통해 미루어 짐작할 수 있는 바는 ESG 종합점수의 회귀계수가 유의하지 않은 이유가 G(지배구조) 요인의 영향일 가능성이 크다는 것이다.

이 밖에도, 적어도 본 연구가 분석하고 있는 기간에는 국내 주식시장에는 규모효과(Banz, 1981)를 제외한 다른 시장이상현상이 존재하지 않는 것으로

86) VIF는 평균적으로 ESG의 경우 1.72, E의 경우 1.39, S의 경우 1.48, G의 경우 1.30 수준인 것으로 나타나 분석에 있어 다중공선성으로 인한 문제는 없는 것으로 나타났다.

나타났다. 규모효과는 시가총액이 감소할수록 수익률이 증가하는 현상을 의미한다. 이러한 체계적인 관계는 재무학에서 ‘시장이상현상’이라고 불린다. 이상현상이라는 이름이 붙은 이유는 전통 재무학 이론에서 이야기하는 위험과 수익 간의 관계를 통해 이러한 현상이 설명되지 않기 때문이다.

〈표 IV-15〉 수익률 횡단면 회귀분석

본 표는 다음의 회귀분석 결과를 보고한다:

$$r_{i,t+1} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + u_{i,t}$$

여기서, t 와 i 는 각각 월과 개별기업을 인덱싱하며 $r_{i,t}^e$ 는 수익률, $ESG_{i,t}$ 은 ESG 점수, $X_{i,t}$ 는 통제변수 벡터로 수익률 횡단면을 예측하는 것으로 밝혀진 시가총액, 시장가치 대비 장부가치 비율, 고유변동성, 과거성과로 구성됐다. Fama and MacBeth (1973)의 방법을 따라 회귀모형이 추정됐다. 괄호 안에는 회귀계수의 p-값이 보고되어 있다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수가 통계적으로 유의함을 지칭한다.

	ESG	E	S	G
상수항	0.53 (0.42)	0.55 (0.42)	0.53 (0.42)	0.53 (0.42)
ESG	0.13 (0.21)	0.19* (0.06)	0.16* (0.08)	-0.02 (0.85)
시가총액	-0.46*** (0.00)	-0.48*** (0.00)	-0.47*** (0.00)	-0.37*** (0.01)
B/M	0.09 (0.37)	0.05 (0.60)	0.09 (0.40)	0.12 (0.24)
고유변동성	-0.23 (0.16)	-0.26 (0.14)	-0.24 (0.15)	-0.24 (0.14)
R_{t-1}	0.07 (0.66)	0.13 (0.50)	0.08 (0.66)	0.07 (0.70)
$R_{t-12,t-2}$	-0.08 (0.59)	-0.09 (0.55)	-0.08 (0.57)	-0.09 (0.53)
$R_{t-36,t-13}$	-0.15 (0.16)	-0.17 (0.13)	-0.14 (0.18)	-0.16 (0.13)

다. ESG 포트폴리오

본 연구는 수익률 횡단면에 존재하는 ESG와 관련한 체계적인 패턴을 분석하기 위해 ESG 점수를 기준으로 포트폴리오를 구성했다. 포트폴리오가 ESG 점수가 갱신되는 시점에 리밸런싱 되는 것으로 가정됐으며⁸⁷⁾ ESG 점수를 나누는 기준은 30, 70 백분위수가 사용됐다. 수익률은 시가총액을 활용한 가치가중법을 통해 계산됐다. 또한, 시장, 규모, 가치, 모멘텀 관련 전략과 ESG 투자전략의 독립성을 확인하기 위해 관련 변동이 통제된 수익률을 함께 분석했다. 이를 위해 다음과 같은 회귀모형이 고려됐다:

$$\begin{aligned}
 \text{Raw:} \quad & r_t^e = a_1 + u_{1,t} \\
 \text{CAPM:} \quad & r_t^e = b_0 + b_1 MKT_t + u_{2,t} \\
 \text{FF3:} \quad & r_t^e = c_0 + c_1 MKT_t + c_2 SMB_t + c_3 HML_t + u_{3,t} \\
 \text{FFC4:} \quad & r_t^e = d_0 + d_1 MKT_t + d_2 SMB_t + d_3 HML_t + d_4 MOM_t + u_{4,t}
 \end{aligned}$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 r_t^e 는 수익률, MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t 은 각각 시장, 규모, 가치, 모멘텀에 대한 프리미엄을 포착하고 있는 요인을 의미하며 CAPM, FF3, FFC4는 각각 Sharpe (1964), Fama and French (1993), Carhart (1997)가 제안한 모형을 지칭한다. 상수항은 평균 초과수익에 해당하며 CAPM, FF3, FFC4와 같은 모형에서 통계적으로 유의하게 상수항이 0이 아니라는 것은 해당 요인에 의해 수익률이 완벽하게 설명되지 않음을 의미한다(Gibbons, Ross, and Shanken, 1989; Fama and French, 2015).

〈표 IV-16〉은 추정결과를 보고한다. ESG 점수가 높은 종목에 투자하면 상대적으로 더 높은 수익률을 기대할 수 있는 것으로 나타났다. 패널 A를 살펴보면 Raw 모형을 기준으로 ESG 종합점수가 낮은 포트폴리오(L)의 평균 초과수익률은 -0.25%, 높은 포트폴리오(H)의 평균 초과수익률은 0.50%로

87) 이는 포트폴리오가 2018년까지는 연에 한 번, 2019년부터는 연에 두 번 리밸런싱됨을 의미한다.

ESG 종합점수가 증가하면서 수익률이 단조적으로 증가하고 있었다. 룡쑈전략(H-L) 성과의 통계적 유의성은 다른 전략에 대한 영향이 배제되며 오히려 증가하는 모습이었다. 룡쑈전략은 70 백분위수보다 ESG 종합점수가 높은 종목을 매입하고 30 백분위수보다 ESG 종합점수가 낮은 종목을 매도하는 전략을 의미한다. 패널 A를 살펴보면 룡쑈전략 성과는 Raw 모형에서 유의하지 않았지만, FFC4 모형에서는 10% 수준에서 유의했다.

다른 패널을 살펴보면 E(환경) 개별점수를 활용했을 때 룡쑈전략 성과의 통계적 유의성이 가장 일관적으로 나타났다. 패널 B를 살펴보면 룡쑈전략은 Raw와 FFC4 모형에서 모두 10% 수준에서 유의했다. S(사회)와 G(지배구조) 개별점수의 경우에도 ESG 점수가 증가할수록 단조적으로 수익률이 증가하는 관계가 나타났지만, 룡쑈전략 성과는 통계적으로 유의하지 않았다.

〈표 IV-16〉 ESG 포트폴리오 초과수익률

본 표는 ESG 점수를 기준으로 구성된 포트폴리오의 평균 초과수익률을 보고한다. ESG 점수를 나누는 기준은 30, 70 백분위수가 사용됐다. 수익률은 시가총액을 활용한 가치중립법을 통해 계산됐다. 평균 초과수익률은 다음 회귀모형의 상수항에 해당한다:

Raw: $r_t^e = a_0 + u_{1,t}$
CAPM: $r_t^e = b_0 + b_1 MKT_t + u_{2,t}$
FF3: $r_t^e = c_0 + c_1 MKT_t + c_2 SMB_t + c_3 HML_t + u_{3,t}$
FFC4: $r_t^e = d_0 + d_1 MKT_t + d_2 SMB_t + d_3 HML_t + d_4 MOM_t + u_{4,t}$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 r_t^e 는 수익률, MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t 은 각각 시장, 규모, 가치, 모멘텀에 대한 프리미엄을 포착하는 요인을 의미하며 CAPM, FF3, FFC4는 각각 Sharpe (1964), Fama and French (1993), Carhart (1997)가 제안한 모형을 지칭한다. 괄호 안에는 회귀계수의 p-값이 보고되어 있다.

	초과수익률					p-값		
	L	M	H	H - L	L	M	H	H - L
패널 A: ESG								
Raw	-0.25	0.13	0.50	0.75	(0.73)	(0.84)	(0.39)	(0.12)
CAPM	-0.67	-0.24	0.13	0.79	(0.09)	(0.43)	(0.24)	(0.10)
FF3	-0.50	-0.12	0.09	0.59	(0.07)	(0.63)	(0.21)	(0.07)
FFC4	-0.51	-0.13	0.09	0.60	(0.06)	(0.61)	(0.21)	(0.06)
패널 B: E(환경)								
Raw	-0.33	0.33	0.60	0.93	(0.66)	(0.61)	(0.32)	(0.09)
CAPM	-0.73	-0.04	0.22	0.95	(0.09)	(0.90)	(0.19)	(0.09)
FF3	-0.54	0.01	0.19	0.74	(0.11)	(0.97)	(0.19)	(0.09)
FFC4	-0.56	-0.01	0.20	0.76	(0.10)	(0.98)	(0.18)	(0.08)

초과수익률							p-값		
		L	M	H	H - L	L	M	H	H - L
패널 C: S(사회)									
Raw	-0.20	0.08	0.53	0.74	(0.75)	(0.90)	(0.36)	(0.10)	
CAPM	-0.55	-0.30	0.16	0.71	(0.12)	(0.32)	(0.17)	(0.11)	
FF3	-0.43	-0.19	0.12	0.55	(0.14)	(0.46)	(0.14)	(0.11)	
FFC4	-0.45	-0.20	0.12	0.57	(0.12)	(0.45)	(0.14)	(0.10)	
패널 D: G(지배구조)									
Raw	-0.01	0.37	0.48	0.49	(0.98)	(0.58)	(0.40)	(0.27)	
CAPM	-0.40	-0.04	0.12	0.52	(0.26)	(0.84)	(0.32)	(0.25)	
FF3	-0.23	-0.04	0.09	0.31	(0.36)	(0.85)	(0.32)	(0.31)	
FFC4	-0.24	-0.05	0.09	0.33	(0.32)	(0.83)	(0.31)	(0.28)	

라. ESG 자산가격결정 요인

지금까지 본 절에서 수행된 분석결과에 따르면 ESG 점수가 증가할수록 높은 수익률을 기대할 수 있는 것으로 나타났다. 이를 토대로 본 절의 마지막 분석에서는 ESG 점수가 높은 종목을 매입하고 낮은 종목을 매도하는 전략의 성과인 ESG 프리미엄을 포착하는 자산가격결정요인을 구성하고 선행연구가 제시한 자산가격결정요인과의 관계를 분석했다. 본 절에서 구성된 ESG 요인은 다음 절에서 수행되는 성과평가에 활용될 예정이다.

Fama and French (1993, 2015)와 같은 선행연구를 참고하여 시가총액과 ESG를 기준으로 2×3 포트폴리오를 구성하고 시가총액에 기반한 가치가중법을 통해서 수익률을 계산했으며 이를 활용해 ESG 요인을 구성했다. 시가총액을 나누는 기준은 50 백분위수, ESG 점수를 나누는 기준은 30, 70 백분위수가 사용됐다.

〈표 IV-17〉 ESG 요인 구성

시가총액	ESG 점수		
	SL	SM	SH
	BL	BM	BH
ESG 요인 = (SH+BH)/2 - (SL+BL)/2			

〈표 IV-18〉은 시장(MKT), 규모(SMB), 가치(HML), 모멘텀(MOM) 요인과 함께 ESG 요인의 통계량을 보고하고 있다. ESG 요인은 평균적으로 0.61%의 프리미엄을 가지고 있는 것으로 나타났다. 앞선 결과와 유사하게 E(0.80%), S(0.50%), G(0.38%) 요인 순으로 평균 프리미엄의 크기가 형성되어 있었다. 변동성의 관점에서 살펴보면 ESG 요인의 표준편차는 3.00%였으며 E 요인(3.13%)의 표준편차가 가장 컸던 반면, G 프리미엄(2.61%)의 표준편차가 가장 작았다.

다른 요인과 비교했을 때 ESG 요인에 투자하면 더 낮은 위험을 부담하고도 더 높은 수익을 기대할 수 있는 것으로 나타났다. 예를 들어, 시장 요인의

평균과 표준편차는 각각 0.38%, 5.28%로 ESG 요인과 비교했을 때 수익성은 낮고 안정성도 떨어졌다. 이는 다른 요인의 경우에도 마찬가지였다.

상관계수를 살펴보면 ESG 요인은 시장가치 대비 장부가치를 기준으로 구성되는 가치 요인과 높은 상관계수를 보이고 있었는데 이는 앞서 <표 IV-7>에서 보았듯이 ESG 점수가 증가할수록 시장가치 대비 장부가치의 역수에 해당하는 장부가치 대비 시장가치가 감소하는 관계를 가지고 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 ESG 요인(0.61%)은 가치 요인(0.32%)의 두 배에 가까운 프리미엄을 가지고 있었다.

[그림 IV-3]은 요인의 누적수익률을 보여주고 있다. 여기서 관측할 수 있는 가장 흥미로운 사실은 ESG 요인은 시장 요인과 비교해 시장의 하락기에는 적게 떨어지는 반면, 상승기에는 비슷한 수준으로 상승한다는 것이다. 이는 ESG가 하방위험 관리에 있어서 장점을 보유하고 있을 가능성을 의미한다.

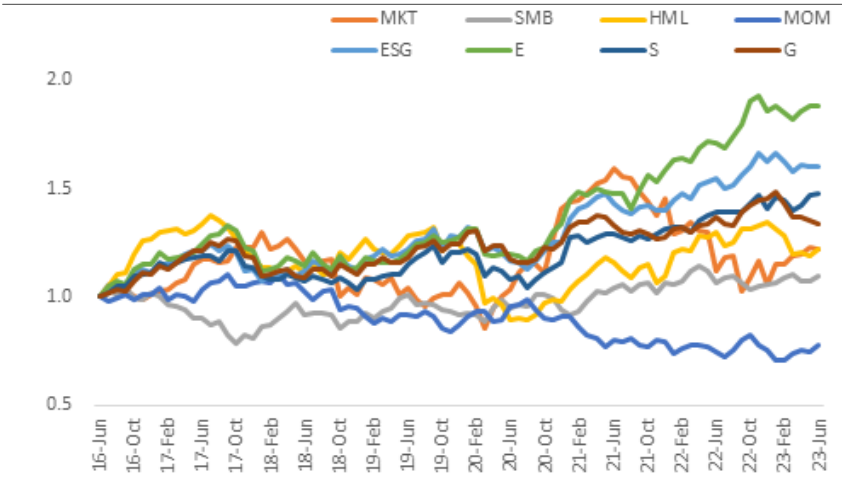
〈표 IV-18〉 요인 요약통계량

본 표는 시장(MKT), 규모(SMB), 가치(HML), 모멘텀(MOM), ESG(ESG) 요인에 대한 평균, 표준편차, 최대값, 최소값을 보고한다. ESG 요인은 시가총액과 ESG를 기준으로 구성된 2×3 포트폴리오를 활용해 구성됐다. 시가총액을 나누는 기준은 50 백분위수, 앞선 분석과 같이 ESG 점수를 나누는 기준은 30, 70 백분위수가 사용됐다. 시장 요인은 유가증권과 코스닥 시장에 존재하는 보통주 전체를 대상으로 구성됐다. 규모, 가치, 모멘텀 요인도 ESG와 유사하게 구성됐다. 요인의 구성에 활용된 수인들은 모두 시가총액을 활용한 가중치중법을 통해 계산됐다.

	평균	표준편차	최대	최소	상관계수							
					MKT	SMB	HML	MOM	ESG	E	S	G
MKT	0.38	5.28	13.90	-14.67	1	0.22	-0.17	-0.04	-0.16	-0.03	0.13	-0.12
SMB	0.16	3.26	6.72	-7.01	0.26	1	0.09	-0.07	-0.17	-0.11	-0.10	-0.21
HML	0.32	4.06	9.53	-15.81	-0.13	0.09	1	-0.29	0.70	0.64	0.54	0.59
MOM	-0.25	3.39	6.37	-8.79	0.02	-0.05	-0.29	1	-0.26	-0.07	-0.22	-0.14
ESG	0.61	3.00	8.63	-7.09	-0.09	-0.18	0.73	-0.22	1	0.77	0.76	0.84
E	0.80	3.13	8.37	-8.80	0.04	-0.15	0.65	-0.09	0.80	1	0.70	0.70
S	0.50	2.79	9.97	-8.39	0.18	-0.09	0.60	-0.15	0.81	0.74	1	0.71
G	0.38	2.61	5.53	-7.41	-0.13	-0.21	0.67	-0.17	0.87	0.73	0.75	1

[그림 IV-3] 요인 누적수익률 추이

본 표는 시장(MKT), 규모(SMB), 가치(HML), 모멘텀(MOM), ESG(ESG) 요인에 대한 누적수익률을 보고한다. 누적수익률은 2016년 6월에 1을 기준으로 수익률에 1을 더한 값을 곱해서 계산됐다.



ESG 요인과 다른 요인 간의 관계를 조금 더 자세하게 살펴보기 위해 본 연구는 Fama and French (2015)를 참고해 다음과 같은 회귀모형을 추정했다:

$$MKT_t = a_0 + a_1SMB_t + a_2HML_t + a_3MOM_t + a_4ESG_t + u_{1,t}$$

$$SMB_t = b_0 + b_1MKT_t + b_2HML_t + b_3MOM_t + b_4ESG_t + u_{2,t}$$

$$HML_t = c_0 + c_1MKT_t + c_2SMB_t + c_3MOM_t + c_4ESG_t + u_{3,t}$$

$$MOM_t = d_0 + d_1MKT_t + d_2SMB_t + d_3HML_t + d_4ESG_t + u_{4,t}$$

$$ESG_t = e_0 + e_1MKT_t + e_2SMB_t + e_3HML_t + e_4MOM_t + u_{5,t}$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t , ESG_t 는 각각 시장, 규모, 가치, 모멘텀, ESG에 대한 프리미엄을 포착하는 요인을 의미한다. 앞서 설명한 바와 같이 모형에서 통계적으로 유의하게 상수항이 0이 아니라는

것은 한 요인이 다른 요인에 의해 완벽하게 설명되지 않는 것을 뜻한다 (Gibbons, Ross, and Shanken, 1989; Fama and French, 2015).

〈표 IV-19〉는 추정결과를 보고하고 있다. 패널 A를 살펴보면 ESG 요인은 다른 요인에 의해 완벽하게 설명되지 않는 것으로 확인됐다. 상수항은 0.45로 5% 수준에서 통계적으로 유의했으며 이는 ESG 요인이 시장, 규모, 가치, 모멘텀 요인으로 설명되지 않는 프리미엄을 포착하고 있음을 입증한다. 반면, 시장, 규모, 가치, 모멘텀 요인은 상수항이 유의하지 않아 ESG 요인을 포함한 다른 요인에 의해 완벽하게 설명되는 것으로 확인됐다.

다른 패널을 살펴보면 E 요인은 다른 요인의 선형결합에 의해 완벽하게 설명되지 않았지만, S와 G 요인은 설명되고 있었다. 이는 앞서 확인한 〈표 IV-15〉의 결과와 유사하다. 이 밖에도, 시장, 규모, 가치, 모멘텀 요인은 패널 A의 결과와 유사하게 다른 요인의 선형결합에 의해 완벽하게 설명되고 있었다.

본 절의 결과를 요약하면 다음과 같다. ESG 등급 또는 점수가 높을수록 회전을, 변동성, 왜도가 감소하며 유동성, 최대수익률, 최소수익률은 증가했다. 이는 ESG 등급 또는 점수가 높을수록 변동성과 왜도가 감소하며 유동성이 증가함을 보인 조은영 외 2인 (2021)의 결과와 유사하다.

ESG 점수가 증가할수록 수익률이 증가하는 양(+)의 관계가 관측됐으며 결과적으로 ESG 요인은 다른 요인으로 설명되지 않는 양(+)의 프리미엄을 가지고 있었다. 선행연구의 경우 조은영 외 2인 (2021)는 ESG 등급 간의 유의미한 관계를 밝혔지만, 노정희 외 4인 (2022)는 그렇지 않았다. 이러한 차이는 ESG 평가자료와 표본기간의 차이에서 비롯되는 것으로 사료된다.⁸⁸⁾

본 절의 결과를 해석하는 데 있어 유의해야 할 점은 ESG 요인에 대한 투자는 실제로는 실현되기 불가능한 공매도 포지션을 동반하며 분석에서 거래에 수반되는 비용 등과 같은 현실적인 요소들이 고려되지 않았다는 것이다.

88) 조은영 외 2인 (2021)와 노정희 외 4인 (2022)는 모두 서스틴베스트에서 제공하는 ESG 평가자료를 활용했으며 표본기간은 각각 2016년부터 2020년, 2012년부터 2021년으로 차이를 보였다.

〈표 IV-19〉 요인 회귀분석

본 표는 다음의 회귀분석 결과를 보고한다:

$$MKT_t = a_0 + a_1SMB_t + a_2HML_t + a_3MOM_t + a_4ESG_t + u_{1,t}$$

$$SMB_t = b_0 + b_1MKT_t + b_2HML_t + b_3MOM_t + b_4ESG_t + u_{2,t}$$

$$HML_t = c_0 + c_1MKT_t + c_2SMB_t + c_3MOM_t + c_4ESG_t + u_{3,t}$$

$$MOM_t = d_0 + d_1MKT_t + d_2SMB_t + d_3HML_t + d_4ESG_t + u_{4,t}$$

$$ESG_t = e_0 + e_1MKT_t + e_2SMB_t + e_3HML_t + e_4MOM_t + u_{5,t}$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t , ESG_t 는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, ESG에 대한 프리미엄을 각각 포착하는 요인을 의미한다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보고한다. 괄호 안에는 회귀계수의 p -값이 보고되어 있다.

패널 A: ESG							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	ESG	R ²
MKT	0.23 (0.69)		0.51 (0.01)	-0.37 (0.10)	-0.01 (0.95)	0.30 (0.31)	0.06
SMB	0.31 (0.35)	0.17 (0.01)		0.41 (0.00)	-0.03 (0.79)	-0.58 (0.00)	0.18
HML	-0.34 (0.25)	-0.09 (0.10)	0.32 (0.00)		-0.13 (0.14)	1.01 (0.00)	0.59
MOM	-0.14 (0.70)	0.00 (0.95)	-0.03 (0.79)	-0.21 (0.14)		-0.05 (0.80)	0.04
ESG	0.45 (0.04)	0.04 (0.31)	-0.25 (0.00)	0.56 (0.00)	-0.02 (0.80)		0.58

패널 B: E(환경)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	E	R ²
MKT	-0.04 (0.95)		0.56 (0.00)	-0.52 (0.01)	-0.07 (0.67)	0.59 (0.02)	0.11
SMB	0.35 (0.31)	0.20 (0.00)		0.35 (0.00)	0.03 (0.78)	-0.47 (0.00)	0.15
HML	-0.44 (0.17)	-0.16 (0.01)	0.30 (0.00)		-0.25 (0.01)	0.88 (0.00)	0.53
MOM	-0.30 (0.43)	-0.03 (0.67)	0.03 (0.78)	-0.35 (0.01)		0.21 (0.20)	0.06
E	0.64 (0.01)	0.12 (0.02)	-0.26 (0.00)	0.57 (0.00)	0.10 (0.20)		0.49

162 국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

패널 C: S(사회)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	S	R ²
MKT	0.01 (0.98)		0.55 (0.00)	-0.59 (0.00)	-0.03 (0.83)	0.91 (0.00)	0.19
SMB	0.20 (0.56)	0.23 (0.00)		0.29 (0.01)	-0.01 (0.94)	-0.44 (0.01)	0.12
HML	-0.16 (0.62)	-0.23 (0.00)	0.27 (0.01)		-0.21 (0.04)	0.94 (0.00)	0.47
MOM	-0.18 (0.62)	-0.02 (0.83)	-0.01 (0.94)	-0.26 (0.04)		0.06 (0.75)	0.04
S	0.33 (0.15)	0.17 (0.00)	-0.20 (0.01)	0.46 (0.00)	0.02 (0.75)		0.45

패널 E: G(지배구조)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	G	R ²
MKT	0.33 (0.56)		0.47 (0.01)	-0.27 (0.19)	-0.02 (0.91)	0.14 (0.66)	0.05
SMB	0.21 (0.52)	0.16 (0.01)		0.36 (0.00)	-0.01 (0.94)	-0.60 (0.00)	0.17
HML	-0.16 (0.62)	-0.08 (0.19)	0.32 (0.00)		-0.19 (0.05)	1.07 (0.00)	0.52
MOM	-0.18 (0.63)	-0.01 (0.91)	-0.01 (0.94)	-0.26 (0.05)		0.05 (0.81)	0.04
G	0.27 (0.18)	0.02 (0.66)	-0.23 (0.00)	0.46 (0.00)	0.01 (0.81)		0.51

5. 국민연금기금 국내주식 성과분석

국민연금기금은 국내주식 전반에 걸쳐 ESG를 반영해 운용전략을 수립하고 있다. 본 절에서는 이러한 노력이 성과에 어떠한 영향을 미쳐왔는가를 평가한다. 이를 위해 본 연구는 다음과 같은 요인 모형을 고려했다:

$$r_t^e = \beta_0 + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 MOM_t + \beta_5 ESG_t + u_t$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 r_t^e 는 수익률, MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t , ESG_t 는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, ESG에 대한 프리미엄을 각각 포착하는 요인을 의미한다. ESG 요인의 회귀계수(β_5)를 통해 국내주식 절대성과와 더불어 벤치마크 대비 초과성과가 ESG에 의해 설명될 수 있는가를 유형별로 비교하고 분석한다.

본 절에서는 절대성과 분석을 위해 국내주식 전체 포트폴리오와 함께 유형에 따라서 구분한 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 포트폴리오의 수익률을 가치가중법을 활용해 계산했다. 가치가중에는 국민연금기금이 보유하고 있는 주식의 시장가치가 활용됐다. 초과성과 분석을 위해서는 전략적 벤치마크인 KOSPI와 전술적 벤치마크인 KR250(직접운용)과 KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)의 수익률을 시가총액에 기반한 가치가중법을 활용해 계산했다.⁸⁹⁾

앞선 절과 같이 주가, 발행주식수를 포함한 주식 관련 자료, 초과수익률을 계산하기 위한 콜금리, 규모, 가치, 모멘텀 요인을 구성하기 위한 수익률 자료는 모두 데이터가이드를 통해 입수했다. 벤치마크 관련 자료는 한국거래소

89) 2021년을 기점으로 발생한 직접운용 전술적 벤치마크는 KOSPI200에서 KR250, 위탁운용 전술적 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100에서 KOSPI+KOSDAQ150으로 변경됐으며 이를 반영해 분석을 진행했다. KOSDAQ100은 구성종목 내역을 파악할 수 없었기 때문에 KOSDAQ150을 구성하고 있는 종목 중 시가총액 기준 상위 100개의 종목으로 구성되어 있음을 가정했다.

및 NPF, 국민연금기금 국내주식 포트폴리오 보유내역은 NPF에서 입수했다.

〈표 IV-20〉은 분석을 위해 계산된 수익률의 요약통계량을 보고하고 있다. 직접운용은 벤치마크(KR250) 대비 높은 성과, 위탁운용은 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150) 대비 낮은 성과를 기록하고 있는 것으로 나타났다.⁹⁰⁾ 다만, 본 연구는 보통주만을 대상으로 하며 월말의 (수정)종가를 기준으로 계산한 수익률만을 활용해 성과를 분석하기 때문에 실제 국민연금기금 성과평가에 사용되고 있는 수익률과는 약간의 차이가 있을 수 있음을 알린다.

〈표 IV-20〉 국민연금기금 국내주식 초과수익률

본 표는 국민연금기금 국내주식 포트폴리오(AP)와 벤치마크(BM) 초과수익률의 평균, 표준편차, 최대값, 최소값을 보고한다. AP의 수익률은 보유하고 있는 주식의 시장가치에 기반한 가치가중법, BM의 수익률은 시가총액에 기반한 가치가중법을 통해 계산됐다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다.

		평균	표준편차	최대	최소
AP	전체	0.43	5.15	14.20	-13.13
	직접 패시브	0.46	5.20	14.65	-13.17
	직접 액티브	0.47	5.15	14.13	-13.02
	위탁 액티브	0.38	5.15	13.89	-13.18
BM	KOSPI	0.37	5.20	14.35	-13.49
	KR250	0.38	5.20	14.47	-13.13
	KOSPI+KOSDAQ150	0.41	5.22	14.25	-13.95

가. 절대성과

국민연금기금 국내주식의 절대성과를 분석한 결과는 〈표 IV-21〉에 보고되어 있다. 직접과 위탁운용 모두 ESG에 통계적으로 유의한 양(+의) 익스포처를 가지고 있었다. 앞선 분석결과에서 ESG 요인이 양(+의) 프리미엄을 가지고 있음을 고려했을 때 이는 국내주식 절대성과에 ESG가 긍정적인 기여를

90) 국민연금 기금운용본부의 위탁운용사 선정과 관리 프로세스 개선을 위한 지속적인 노력을 통해 국내주식 위탁운용의 절대와 초과성과는 2021년부터 큰 폭으로 개선되기 시작했다.

하고 있다는 것을 의미한다. 유형별 결과를 비교해보면 흥미로운 사실을 발견할 수 있었다. 직접운용의 경우 벤치마크의 성과를 복제하기 위해 노력하는 패시브 유형(0.18)보다 벤치마크의 성과를 초과하기 위해 노력하는 액티브 유형(0.20)이 더 높은 ESG 익스포저를 가지고 있었다. 또한, 위탁(0.07)보다 직접운용(0.18/0.20)이 더 높은 ESG 익스포저를 가지고 있었다. 이러한 ESG 익스포저의 차이는 모두 통계적으로 유의했다. 이는 위탁 대비 직접운용, 직접운용의 패시브 대비 액티브 유형의 우월한 절대성과를 ESG를 통해서 적어도 일부는 설명할 수 있음을 의미한다.

다른 패널의 결과 역시 직접과 위탁운용 모두 ESG에 양(+)의 익스포저를 가지고 있었으며 위탁 보다는 직접운용, 직접운용의 경우 패시브보다는 액티브 유형이 ESG에 더 높은 익스포저를 가지고 있는 것으로 나타났다.

〈표 IV-21〉 국민연금기금 국내주식 절대성과 분석

본 표는 다음의 회귀분석 결과를 보고한다:

$$r_t^e = \beta_0 + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 MOM_t + \beta_5 ESG_t + u_t$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 r_t^e 는 수익률, MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t , ESG_t 는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, ESG 요인을 의미한다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별등급에 대한 결과를 보고한다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형이 고려됐다. 괄호 안에는 회귀계수의 p-값이 보고되어 있다.

패널 A: ESG							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	ESG	R ²
전체	-0.02 (0.64)	0.99 (0.00)	-0.11 (0.00)	0.05 (0.01)	0.03 (0.07)	0.13 (0.00)	0.99
직접 패시브(A)	-0.01 (0.91)	1.00 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.03 (0.19)	0.02 (0.29)	0.18 (0.00)	0.99
직접 액티브(B)	-0.01 (0.91)	0.99 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.03 (0.23)	0.03 (0.25)	0.20 (0.00)	0.98
위탁 액티브(C)	-0.04 (0.29)	0.99 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.07 (0.00)	0.03 (0.02)	0.07 (0.00)	0.99
A-B	0.00 (0.99)	0.01 (0.01)	0.00 (0.99)	0.00 (0.98)	0.00 (0.51)	-0.03 (0.02)	0.19
A-C	0.04 (0.59)	0.01 (0.26)	-0.11 (0.00)	-0.04 (0.15)	-0.01 (0.70)	0.11 (0.00)	0.36
B-C	0.04 (0.62)	0.00 (0.80)	-0.11 (0.00)	-0.04 (0.18)	0.00 (0.87)	0.14 (0.00)	0.37

패널 B: E(환경)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	E	R ²
전체	-0.05 (0.25)	0.98 (0.00)	-0.11 (0.00)	0.05 (0.00)	0.01 (0.41)	0.14 (0.00)	0.99
직접 패시브(A)	-0.05 (0.47)	0.99 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.03 (0.18)	0.00 (0.97)	0.18 (0.00)	0.99
직접 액티브(B)	-0.05 (0.47)	0.98 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.03 (0.21)	0.00 (0.92)	0.21 (0.00)	0.99
위탁 액티브(C)	-0.06 (0.16)	0.98 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.07 (0.00)	0.02 (0.08)	0.07 (0.00)	1.00
A-B	0.00 (0.84)	0.01 (0.00)	0.00 (0.98)	0.00 (0.93)	0.00 (0.84)	-0.02 (0.01)	0.20
A-C	0.01 (0.86)	0.01 (0.64)	-0.10 (0.00)	-0.04 (0.09)	-0.02 (0.30)	0.11 (0.00)	0.39
B-C	0.01 (0.91)	-0.01 (0.63)	-0.10 (0.00)	-0.04 (0.12)	-0.02 (0.37)	0.14 (0.00)	0.41

패널 C: S(사회)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	S	R ²
전체	-0.01 (0.82)	0.98 (0.00)	-0.12 (0.00)	0.06 (0.00)	0.02 (0.12)	0.14 (0.00)	0.99
직접 패시브(A)	0.01 (0.83)	0.98 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.05 (0.02)	0.01 (0.46)	0.17 (0.00)	0.99
직접 액티브(B)	0.02 (0.81)	0.97 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.06 (0.03)	0.02 (0.41)	0.20 (0.00)	0.98
위탁 액티브(C)	-0.04 (0.26)	0.98 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.07 (0.00)	0.03 (0.03)	0.09 (0.00)	1.00
A-B	0.00 (0.88)	0.01 (0.00)	0.00 (0.84)	0.00 (0.71)	0.00 (0.62)	-0.02 (0.01)	0.20
A-C	0.06 (0.40)	0.01 (0.72)	-0.12 (0.00)	-0.02 (0.51)	-0.01 (0.58)	0.08 (0.01)	0.33
B-C	0.06 (0.41)	-0.01 (0.55)	-0.12 (0.00)	-0.01 (0.62)	-0.01 (0.71)	0.11 (0.00)	0.34

패널 D: G(지배구조)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	G	R ²
전체	0.00 (0.94)	1.00 (0.00)	-0.11 (0.00)	0.06 (0.00)	0.02 (0.12)	0.15 (0.00)	0.99
직접 패시브(A)	0.02 (0.76)	1.01 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.05 (0.05)	0.02 (0.43)	0.19 (0.00)	0.99
직접 액티브(B)	0.02 (0.73)	1.00 (0.00)	-0.16 (0.00)	0.05 (0.06)	0.02 (0.39)	0.21 (0.00)	0.98
위탁 액티브(C)	-0.04 (0.33)	0.99 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.07 (0.00)	0.03 (0.03)	0.09 (0.00)	1.00
A-B	0.00 (0.82)	0.01 (0.01)	0.00 (0.91)	0.00 (0.68)	0.00 (0.60)	-0.02 (0.03)	0.18
A-C	0.06 (0.39)	0.02 (0.18)	-0.11 (0.00)	-0.02 (0.38)	-0.01 (0.59)	0.10 (0.01)	0.34
B-C	0.06 (0.39)	0.01 (0.62)	-0.11 (0.00)	-0.02 (0.49)	-0.01 (0.73)	0.12 (0.00)	0.34

나. 초과성과

국민연금기금 국내주식의 초과성과를 분석한 결과는 <표 IV-22>에 보고되어 있다. 직접과 위탁운용 모두 ESG에 통계적으로 유의한 양(+)의 익스포저를 가지고 있어 국내주식 초과성과에도 절대성과와 유사하게 ESG가 긍정적인 기여를 하고 있음을 확인했다. 유형별 결과를 비교해보면 위탁(0.05)보다 직접운용(0.06/0.09), 직접운용의 경우 패시브(0.06)보다 액티브 유형(0.09)이 더 높은 ESG 익스포저를 가지고 있었다. 앞선 분석결과와 다르게 유형별 ESG 익스포저의 차이는 직접 패시브와 액티브 유형 간의 비교를 제외하면 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 직접운용의 패시브 대비 액티브 유형의 우월한 초과성과만을 ESG를 통해서 설명할 수 있음을 의미한다.

다른 패널의 결과를 살펴보면 직접과 위탁운용 모두 ESG에 양(+)의 익스포저를 가지고 있었다. E 요인을 사용했을 때는 유형별 ESG 익스포저 차이가 모두 통계적으로 유의했다. 이는 위탁 대비 직접운용의 우월한 초과성과를 ESG 종합요인보다는 E 개별요인을 통해서 설명할 수 있음을 의미한다.

본 절의 결과를 요약하면 다음과 같다. ESG는 국내주식 절대과 초과성과 모두에 긍정적인 기여를 하는 것으로 확인됐다. 절대성과 측면에서 ESG를 통해 직접의 패시브와 액티브 유형, 직접과 위탁운용 간의 성과 차이를 설명할 수 있었다. 초과성과 측면에서 ESG를 통해 직접의 패시브와 액티브 유형 간의 성과 차이는 설명할 수 있었지만, 직접과 위탁운용 간의 성과 차이는 설명할 수 없었다.

〈표 IV-22〉 국민연금기금 국내주식 벤치마크 대비 초과성과 분석

본 표는 다음의 회귀분석 결과를 보고한다:

$$r_t^e = \beta_0 + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 MOM_t + \beta_5 ESG_t + u_t$$

여기서, t 는 월을 인덱싱하며 r_t^e 는 벤치마크 대비 수익률, MKT_t , SMB_t , HML_t , MOM_t , ESG_t 는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, ESG 요인을 의미한다. 패널 A는 ESG 종합등급, 패널 B/C/D는 각각 E/S/G 개별 등급에 대한 결과를 보고한다. 국내주식 포트폴리오는 전체를 비롯해 직접 패시브, 직접 액티브, 위탁 액티브 유형, 벤치마크는 KOSPI(전체), KR250(직접운용), KOSPI+KOSDAQ150(위탁운용)이 고려됐다. 괄호 안에는 회귀계수의 p-값이 보고되어 있다.

패널 A: ESG							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	ESG	R ²
전체	0.04 (0.31)	-0.01 (0.43)	-0.03 (0.04)	0.01 (0.57)	0.03 (0.03)	0.04 (0.05)	0.21
직접 패시브(A)	0.05 (0.28)	0.00 (0.66)	0.00 (0.81)	0.00 (0.83)	0.01 (0.34)	0.06 (0.01)	0.13
직접 액티브(B)	0.05 (0.36)	-0.02 (0.14)	0.00 (0.84)	0.00 (0.84)	0.02 (0.28)	0.09 (0.00)	0.22
위탁 액티브(C)	-0.07 (0.14)	-0.01 (0.11)	0.02 (0.13)	0.06 (0.00)	0.02 (0.09)	0.05 (0.05)	0.45
A-B	0.00 (0.99)	0.01 (0.01)	0.00 (0.99)	0.00 (0.98)	0.00 (0.51)	-0.03 (0.02)	0.19
A-C	0.12 (0.04)	0.01 (0.35)	-0.03 (0.15)	-0.07 (0.00)	-0.01 (0.54)	0.02 (0.57)	0.19
B-C	0.11 (0.06)	0.00 (0.91)	-0.03 (0.20)	-0.07 (0.01)	-0.01 (0.74)	0.04 (0.19)	0.11

패널 B: E(환경)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	E	R ²
전체	0.01 (0.72)	-0.01 (0.08)	-0.02 (0.09)	-0.01 (0.51)	0.02 (0.08)	0.08 (0.00)	0.34
직접 패시브(A)	0.03 (0.53)	-0.01 (0.23)	0.00 (0.97)	-0.01 (0.43)	0.00 (0.73)	0.08 (0.00)	0.21
직접 액티브(B)	0.02 (0.65)	-0.02 (0.02)	0.00 (0.99)	-0.01 (0.52)	0.01 (0.70)	0.10 (0.00)	0.30
위탁 액티브(C)	-0.08 (0.08)	-0.02 (0.04)	0.02 (0.10)	0.06 (0.00)	0.02 (0.20)	0.05 (0.01)	0.47
A-B	0.00 (0.84)	0.01 (0.00)	0.00 (0.98)	0.00 (0.93)	0.00 (0.84)	-0.02 (0.01)	0.20
A-C	0.11 (0.06)	0.01 (0.48)	-0.02 (0.18)	-0.07 (0.00)	-0.01 (0.44)	0.03 (0.30)	0.20
B-C	0.10 (0.10)	-0.01 (0.66)	-0.02 (0.23)	-0.07 (0.00)	-0.01 (0.53)	0.05 (0.07)	0.13

패널 C: S(사회)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	S	R ²
전체	0.04 (0.30)	-0.02 (0.07)	-0.03 (0.04)	0.00 (0.78)	0.03 (0.03)	0.07 (0.00)	0.28
직접 패시브(A)	0.05 (0.21)	-0.01 (0.19)	-0.01 (0.67)	0.00 (0.91)	0.01 (0.43)	0.06 (0.00)	0.14
직접 액티브(B)	0.06 (0.25)	-0.03 (0.02)	-0.01 (0.65)	0.00 (0.81)	0.01 (0.38)	0.09 (0.00)	0.24
위탁 액티브(C)	-0.07 (0.08)	-0.03 (0.01)	0.03 (0.05)	0.05 (0.00)	0.02 (0.11)	0.08 (0.00)	0.52
A-B	0.00 (0.88)	0.01 (0.00)	0.00 (0.84)	0.00 (0.71)	0.00 (0.62)	-0.02 (0.01)	0.20
A-C	0.13 (0.02)	0.01 (0.25)	-0.03 (0.06)	-0.05 (0.01)	-0.01 (0.54)	-0.01 (0.58)	0.19
B-C	0.13 (0.03)	0.00 (0.92)	-0.03 (0.09)	-0.05 (0.03)	-0.01 (0.70)	0.01 (0.73)	0.09

패널 D: G(지배구조)							
	상수항	MKT	SMB	HML	MOM	G	R ²
전체	0.04 (0.27)	-0.01 (0.46)	-0.03 (0.06)	0.00 (0.85)	0.03 (0.03)	0.07 (0.00)	0.26
직접 패시브(A)	0.06 (0.20)	0.00 (0.77)	0.00 (0.86)	0.00 (0.90)	0.01 (0.41)	0.07 (0.00)	0.15
직접 액티브(B)	0.06 (0.23)	-0.01 (0.19)	0.00 (0.85)	0.00 (0.95)	0.01 (0.36)	0.10 (0.00)	0.23
위탁 액티브(C)	-0.07 (0.11)	-0.01 (0.11)	0.03 (0.04)	0.05 (0.00)	0.02 (0.10)	0.08 (0.00)	0.50
A-B	0.00 (0.82)	0.01 (0.01)	0.00 (0.91)	0.00 (0.68)	0.00 (0.60)	-0.02 (0.03)	0.18
A-C	0.12 (0.02)	0.01 (0.31)	-0.03 (0.08)	-0.05 (0.01)	-0.01 (0.53)	-0.01 (0.78)	0.18
B-C	0.13 (0.03)	0.00 (0.99)	-0.03 (0.11)	-0.05 (0.02)	-0.01 (0.70)	0.02 (0.63)	0.09

V. 국민연금기금의 ESG 통합 정책제언

본 연구는 상기 글로벌 ESG 관련 정책 기조와 ESG 투자 동향 간의 유기적 관련성의 고찰을 통해 국민연금기금의 현상(現狀)을 확인하였다. 그리고 그간 국민연금기금의 ESG 투자 핵심 도구인 ESG 평가자료를 이용하여 실증분석하였다. 본 장에서는 앞서 살펴본 국민연금기금의 ESG 투자 현황과 ESG 평가 관련 실증분석 결과를 바탕으로 향후 기금의 ESG 투자에서 ESG 평가자료를 이용한 ESG 통합 전략의 정책제언을 하고자 한다.⁹¹⁾

ESG 통합 전략을 이용한 ESG 투자를 실행하기 위해서는 환경(ESG 통합 프로세스)이 구축되어야 한다. ESG 통합 프로세스는 다양한 요소로 구성되어 있기 때문에 요소별로 세부적이고 구체적인 제언이 필요하다. 본 연구보고서는 ESG 통합 전략의 세부적인 ESG 투자 운용에 초점을 맞추어 정책제언한다. 이에 국민연금기금의 ESG 통합 프로세스를 검토하고 이에 대한 전반적인 필요사항과 대략적인 개선방안을 제시하고, 다음으로 ESG 평가자료를 ESG 투자 프로세스에 적용하는 구체적이고 세부적인 운용전략을 제시한다.

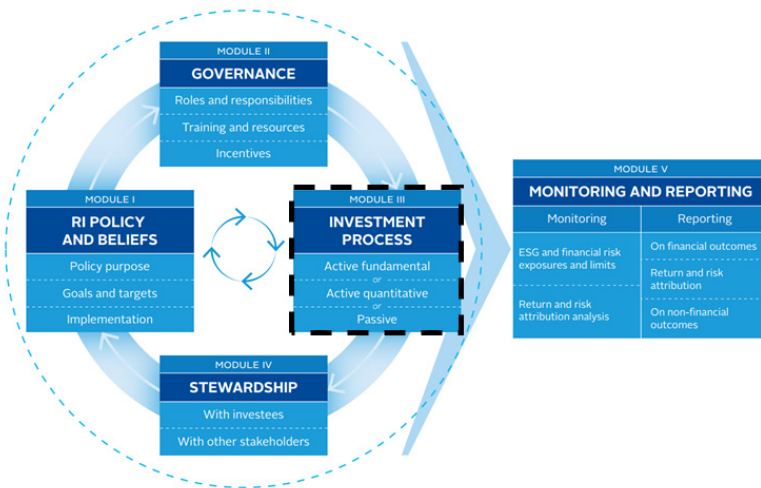
1. ESG 통합 프로세스

UNPRI는 ESG 통합 전략을 “위험을 더 잘 관리하고 수익을 개선하기 위해 투자 분석 및 의사결정에 ESG 요소를 포함시키는 프로세스”로 정의한다. 본 보고서는 국민연금기금이 따르는 UNPRI가 자산소유자를 위해 기술 가이드로 제시하는 「상장주식의 ESG 통합」의 방법론에 따라 국민연금기금에 맞는 ESG 투자 전략 개선방안을 제시한다.

91) 본 장은 UNPRI의 자산소유자를 위한 「상장주식의 ESG 통합: 기술가이드」를 상당수 인용하여 국민연금기금의 상황에 맞게 정책제언을 하고자 한다. 이에 특별히 출처 표기가 없으면 「ESG INTEGRATION IN LISTED EQUITY: A TECHNICAL GUIDE」의 내용을 출처로 한 것이다.

[그림 V-1]은 UNPRI의 5단계 상장주식 ESG 통합 프로세스를 나타낸 것이다. 여기서는 자산소유자가 ESG 통합 전략을 적용하기 위해 1) 책임투자 정책과 신념 수립(Module I: RI Policy and Beliefs) → 2) 책임투자 이행을 위한 조직(Module II: Governance) → 3) ESG 투자 프로세스 적용(Module III: Investment Process) → 4) 수탁자책임 이행(Module IV: Stewardship) → 5) 포트폴리오 모니터링 및 보고(Module V: Monitoring and Reporting)의 과정을 통해 진행할 것을 제시하고 있다.

[그림 V-1] 상장주식의 ESG 통합 프로세스



주 1) UNPRI, 「ESG INTEGRATION IN LISTED EQUITY: A TECHNICAL GUIDE」 (2023.04.)

첫 번째 절차인 책임투자 정책과 신념 수립(Module I: RI Policy and Beliefs)에서, UNPRI는 책임투자 정책과 신념 내에 ① 정책의 목적, ② 구체적인 목표와 대상, ③ 실행계획, ④ 정책과 신념의 정기 검토 등을 제안한다.

국민연금기금은 2015년 국민연금법 개정을 통해 투자대상에 ESG 요소를 고려할 수 있도록 법적 근거를 마련하고, 2018년에는 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)」을 도입, 「국민연금기금 수탁자 책임

활동에 관한 지침」을 제정함으로써 수탁자책임 활동에 대한 체제를 정립하였다. 기금은 책임투자를 위한 제도적 기반은 마련하였으나, 아직까지 ESG 통합 전략의 환경을 구축하는 단계로써 구체적 ESG 투자의 목표와 대상, 이를 위한 실행 계획 수립에 미흡함이 있는 것으로 사료된다. 예를 들어, 네덜란드 ABP의 경우 주기적으로 투자신념에 동반한 기후정책의 목표와 과제를 수립하고 있으며, CalPERS 또한 투자위원회를 통해 2030년까지 달성해야 하는 지속가능 투자의 목표 및 계획 등을 수립하고 있다.

국민연금기금의 경우 2019년 11월 「국민연금 기금 책임투자 활성화 방안」을 수립하고, 2023년까지 달성해야 할 책임투자 활성화 로드맵을 마련하였다. 이후 로드맵에 따른 이행 결과를 매년 기금 홈페이지를 통해 공개하고 있었으나, 2024년 이후의 책임투자 활성화 로드맵은 아직 수립된 바 없는 것으로 확인된다. 기금은 글로벌 연기금에 비해 아직까지는 책임투자 환경을 조성하는 단계를 밟고 있다. 이에 향후 지속적으로 책임투자 이행 목표와 이를 위한 계획의 로드맵을 주기적으로 수립할 필요가 있는 것으로 판단한다.

두 번째 절차인 책임투자 이행을 위한 조직 구성(Module II: Governance)에서, UNPRI는 책임투자 이행을 위한 조직(지배구조)을 위해 ① 역할과 책임, ② 교육 훈련 및 자원, ③ 보수 등을 제안한다.

국민연금기금의 경우 정책을 결정하는 국민연금기금운용위원회, 이를 보좌하는 수탁자책임전문위원회로 의사결정 기구를 마련하고 있다. 앞서 글로벌 연기금의 경우 책임투자 전문 부서와 투자부서 간 교류를 통해 정책을 수립하고 적용하고 있는 것을 확인하였다. 국민연금기금은 기금운용본부 내 실행부서인 수탁자책임실을 통해 책임투자 조직을 구성하고 책임투자 전략 수립 및 정책 등의 역할과 책임(R&R)을 이행하고 있으나, 이에 반해 투자부서는 책임투자와 관련한 R&R이 명확하지 않은 것으로 보여진다. 구체적으로, 투자부서인 직접운용 주식운용역은 수탁자책임실에서 제공하는 ESG 평가자료를 고려하여 기금운용에 적용하는 것을 끝으로 책임투자 R&R을 수행하고 있다. 아직까지 기금 내 투자 세부운용 관점에서 ESG 투자 전략이

마련되어 있지 않기 때문에, 기금운용역의 ESG 투자에 대한 적극적인 역할과 책임은 부여되어 있지 못하고 있는 것으로 사료된다. 향후에는 ESG 투자에 대한 세부운용 관점의 구체적 전략이 수립되어 기금운용역에게 지속적인 교육 훈련 및 ESG 정보가 제공될 필요가 있다. 또한, 기금의 책임투자 목적인 “장기적이고 안정적인 수익 증대”를 위하여 ESG 투자에 따른 성과 보수 정책 등도 마련될 필요가 있는 것으로 판단한다.⁹²⁾

다섯 번째 절차인 포트폴리오 모니터링 및 보고(Module V: Monitoring and Reporting)의 과정에서, UNPRI는 ESG 투자 프로세스를 위해 포트폴리오 모니터링(Monitoring) 관점으로 ① ESG와 재무위험 사이의 관련성, ② 수익 및 위험에 대한 효과 검증을 제안하며, 포트폴리오 보고(Reporting) 관점으로 ① 재무적 및 비재무적 성과, ② 수익 및 위험에 대한 공헌도 등을 제안한다. 이에 대해 UNPRI는 이해관계자에게 포트폴리오 포지셔닝 및 수익에 대한 보고를 필수 사항으로 강조한다. 여기에는 ESG 통합 전략 수행을 위해 반영한 재무지표뿐만 아니라 비재무적 지표의 공개도 포함되어 있다. 일본 GPIF의 경우 이와 관련하여 매년 「ESG 활동 보고서」에 ESG 활동의 효과에 대해서 ESG 지수 투자에 대한 지수성능 검증과 ESG 지수 추종에 대한 초과 수익률의 결과를 공시하고 있다.

국민연금기금의 경우 연차보고서를 통하여 ESG 투자에 대해서는 책임 투자를 고려하는 자산 규모, ESG 평가지표 및 평가결과를 공개하고 있으며, 책임투자자와 관련한 전반적 활동 내용과 주주권행사 내역을 공개하고 있다.

국민연금기금의 직접운용에 있어서 ESG 통합 전략이 직접적으로 기금운용 성과에 영향을 미치는 것은, ESG 평가에서 하위등급 D를 받은 기업에 대해서 벤치마크 대비 초과편입을 금지(D캡 적용)하는 방식이 유일하다. 아쉬운 점은 D캡의 경우 벤치마크 대비 초과편입을 금지하는 것이기 때문에 기금운용 성과

92) 세 번째 절차인 ESG 투자 프로세스(Module III: Organisational Governance)에서, UNPRI는 ESG 투자 프로세스를 위해 ① 액티브 펀더멘탈 전략, ② 액티브 퀀트 전략, ③ 패시브 인덱스 전략 등을 제안한다. 이에 대해서는 다음 소절에서 자세히 논의한다. 또한, 본 보고서는 ESG 투자에 대해 주요하게 살펴보기 때문에 네 번째 절차인 주주권 행사와 같은 수탁자책임 이행(Module IV: Stewardship)의 논의는 생략한다.

측면에서 수익 안정이 되지 않아 공시 또한 어려운 상황이다. 이외에도 앞서 계속 논의하는 바와 같이 직접운용에서 아직까지 전략을 구사할 수 있는 ESG 세부운용 전략이 존재하지 않아 책임투자에 대한 성과(수익 및 위험 관리 등)의 공시를 하기 힘들다. 또한, 위탁운용에서 기금은 책임투자형 지수(NPS-FnGuide 책임투자지수)에 따라 세부운용전략을 적용하는 것이 유일한데, 이의 투자 성과는 성과평가보고서에만 보고되어 있고 연차보고서에는 그 세부 규모와 성과가 공개되어 있지 않다.

향후 ESG 통합 전략에서 세부 운용전략이 적용되는 경우 기금은 ESG 투자 효과 검증을 통한 운용전략의 개선과 세부운용전략별 성과평가 및 이의 공시를 이행해야 할 것이다.

UNPRI는 이뿐만이 아니라 책임투자와 관련한 자산소유자의 투자운용사에 대한 모니터링 프로세스 가이드라인(INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE)을 제시한다. 여기에는 1) 공시 → 2) 보고 형식 → 3) 보고 빈도 → 4) 검증 → 5) 검토 → 6) 개선 및 조치 활동의 순차적 모니터링 순환과정을 소개한다(그림 V-2] Panel A 참조). 이는 국민연금기금의 경우 위탁운용사에 대한 모니터링 프로세스 지침에 적용될 수 있을 것이다. 국민연금기금의 직접운용은 책임투자 지침 및 조직, 전략 및 수탁자책임 절차가 전반적으로 구축되어 기금운용에 적용하고 있으나, 위탁운용의 경우 상대적으로 모니터링 프로세스가 미흡한 실정이다. 위탁운용사 선정시 책임투자를 가점요인으로 반영하고 있으며, 이후 모니터링 프로세스는 개별 운용부서에서 전담하는 것을 끝으로 관리가 이루어지고 있다.

이에 국민연금기금의 ESG 투자 전략이 고도화될 시점에 대비하여 내외부적으로 ESG 평가체계 개선 작업의 프로세스가 준비될 필요가 있다. [그림 V-2] Panel B는 UNPRI의 책임투자 체계 검증절차를 나타낸 것이다. 이는 자산을 관리하는 기관에 대한 책임투자 신뢰성을 확보하기 위한 프로세스으로써 국민연금기금의 ESG 평가체계 개선작업의 신뢰성 확보에 적용될 수 있을 것으로 판단한다.

[그림 V-2] 자산소유자의 투자운용사 모니터링 프로세스

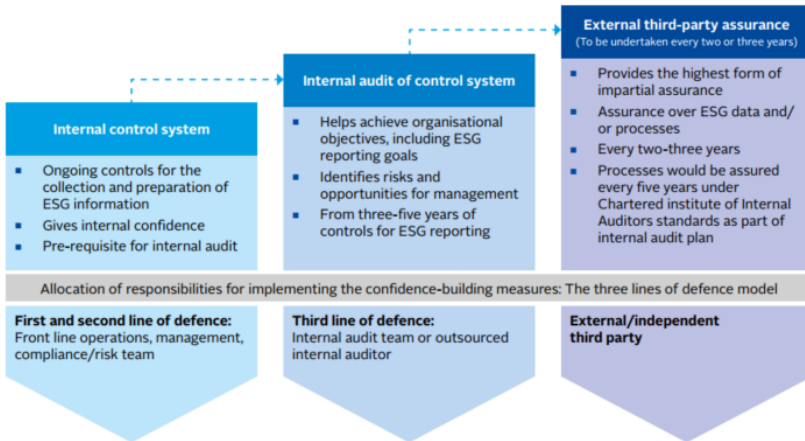
Panel A: 투자운용사 모니터링 프로세스

Figure 3: The investment manager monitoring process



Panel B: 책임투자 체계 검증 절차

Figure 4: Investment manager reporting ESG audit and assurance. Source: PRI (2018), [Introducing confidence-building measures to PRI signatories](#).



주 1) UNPRI, 「INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE」(2020.10.27.)

향후 ESG 세부운용 전략이 수립되어 진행되는 경우 후속해서는 이에 대한 책임투자의 개선작업도 이루어져야 한다. 이때, 우선적으로 국민연금기금 실무 부서에서 개선작업이 이루어져야 할 것이다. 예를 들어, 전략부서인 수탁자 책임실과 운용부서인 주식운용실 간의 ESG 투자 피드백 작업을 통해 ESG 전략 개선 작업이 도출될 수 있다.

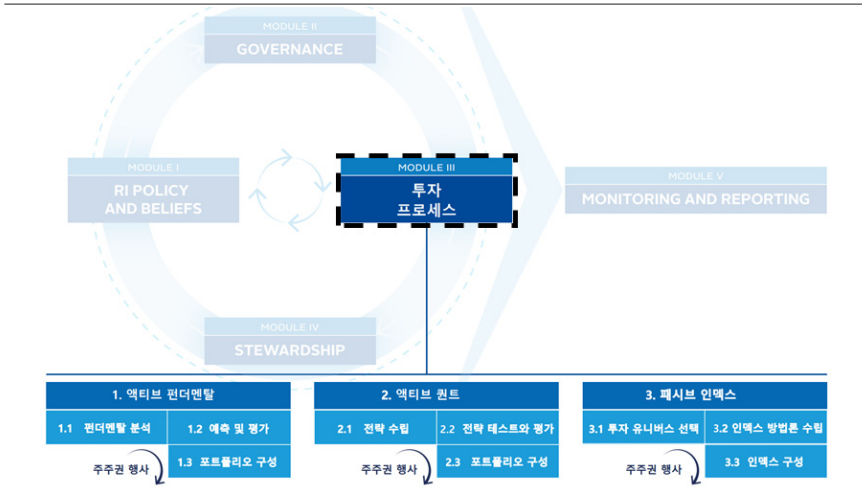
다음은 실무부서에서 마련된 개선작업에 대해 실무부서 외 제3자를 통해 이를 검증하고 개선하는 것이다. 예를 들어, 국민연금기금 내부 있으나 ESG 투자 실무부서가 아닌 부서로는 국민연금연구원의 기금정책분석실이 있다. 본 보고서의 작성에서 이루어진 수행 과정을 확장하는 등의 작업을 통해 지속적으로 ESG 투자 검증 및 개선작업을 수행한다면, 현재보다 진일보한 국민연금기금의 책임투자 신뢰성을 확보할 수 있을 것이다.

책임투자 체계 검증절차는 프로세스의 주기 또한 중요한데, 실무부서는 수시로 책임투자 평가체계를 개선할 필요가 있으며, 평가체계 신뢰성 확보를 위한 후속검증은 짧으면 2-3년 주기로 평가체계 개선을 검증하고, 길게는 5년 주기로 검증이 진행될 필요가 있다.

2. ESG 투자 프로세스

본 소절은 보고서에서 주요하게 확인하고자 하는 ESG 평가자료를 이용한 세부적인 ESG 통합 투자운용 전략의 개선방안을 제시한다. UNPRI는 「상장주식의 ESG 통합」의 세 번째 절차인 ESG 투자 프로세스(Module III: Organisational Governance)에서, ESG 투자 프로세스를 위해 ① 액티브 펀더멘탈 전략, ② 액티브 퀀트 전략, ③ 패시브 인덱스 전략 등을 제안한다. 자산운용에는 다양한 전략이 적용될 수 있으나, ESG를 투자의사결정 전반에 걸쳐 고려하는 ESG 통합 전략에 적용하는 세부 운용전략은 ESG 평가자료를 기초적 기업평가자료로 이용하는 펀더멘탈 전략, 계량모형에 구조화에서 가치평가 모델 내 ESG 요인을 반영하는 퀀트 전략, 그리고 패시브 운용 관점에서 ESG 인덱스를 추종하는 전략 등이 있다. 본 보고서는 이를 기반으로 국민연금기금 운용에 적합한 ESG 투자를 제안하고자 한다.

[그림 V-3] 3단계 투자 프로세스의 개별 ESG 투자 운용 전략



주 1) UNPRI, 「ESG INTEGRATION IN LISTED EQUITY: A TECHNICAL GUIDE」, (2023.04.)

가. 액티브 펀더멘탈 전략

기존 액티브 운용의 펀더멘탈 전략(Active fundamental strategy)은 포트폴리오에 해당되는 경제, 산업부문, 기업별 펀더멘탈을 정성과 정량 데이터(qualitative and quantitative data)를 이용하여 분석하고, 예측 및 평가하여 포트폴리오를 구축하는 전략이다. 여기에 이용되는 ESG 정보는 기업의 지속가능보고서, 주요 업체의 ESG 조사 결과, 미디어 정보 그리고 ESG 평가자료 등이 있다. 이 중 ESG 평가자료는 액티브 운용역에게 ESG 문제를 식별하고 개별 포트폴리오의 비재무적 요소에 대한 위험 노출의 중요성 정도(degrees of materiality)를 기수적으로 제공할 수 있는 정보이다. 또한, 동종 업계와의 비교를 통해서 해당기업의 ESG 요소를 식별할 수 있게 기준을 제시한다.

국민연금기금은 ESG 평가결과를 포함한 ESG 정보를 기금운용본부 내부 'ESG 시스템'을 통해 국내주식 및 국내채권 직접운용 운용역에게 제공하며,

직접 운용역은 투자의사결정 과정에서 재무적인 정보와 함께 이를 고려하고 있다. 현재는 ESG 평가자료가 직접운용역에게 ‘ESG 시스템’을 통한 투자의사결정의 ‘정보’로써 전달되고 있는 형국이다. 향후에는 역(易)으로 개별 운용역이 관리하는 포트폴리오에서 발생한 ESG 이슈로 투자의사결정에 반영된 내용을 ‘ESG 시스템’에 등록하거나, 내부통제시스템 안에서 수탁자책임실과 주식 운용실의 정기적 대화를 통해 ESG 정보가 교류되어 ESG 평가체계 개선에 반영될 수 있는 창구를 마련할 필요가 있다. 이는 ESG 등급 및 점수 이외에 중요성 관점에서 ESG 이슈가 개별 포트폴리오 관리에 반영될 수 있게 도움을 줄 수 있을 것이다. 또한, ‘ESG 시스템’에 ESG를 고려한 운용성과를 추적할 수 있도록 기술적 도구가 마련될 필요가 있다. 빠른 투자판단이 필요한 순간에 ESG 평가자료가 유용하게 사용되기 위해서는 보다 비교가능한 정보를 제공하는 것도 중요한 요소라 사료된다.

나. 액티브 퀀트

액티브 운용의 퀀트 전략(Active Quantitative strategy)은 개별 포트폴리오 간 계량모형을 기반으로 컴퓨터 알고리즘을 통해 포트폴리오를 구축하는 전략이다. 퀀트 투자는 다수의 개별 주식을 집단으로 구성하여 고객 선호도에 맞춤형 포트폴리오를 구성할 수 있는 장점이 있다. 이에 최근 인공지능(Artificial Intelligence, AI) 기술의 발달로 ESG 자료가 계량화됨에 따라 이를 이용한 퀀트 투자 시장이 발전하고 있다.

국민연금기금의 경우 위탁 액티브 운용에서 ‘액티브퀀트’와 위탁 패시브에서 ‘퀀트인덱스’를 세부운용 전략으로 구성하고 있다. 현재 퀀트 투자는 모두 위탁 운용되고 있으나, 향후에는 직접운용의 경우에도 책임투자형 퀀트 투자를 시도하여 관련 전략을 구체화 시킬 필요가 있는 것으로 사료된다. 직접운용의 책임투자형 퀀트 전략 수립을 위해서는 국민연금기금의 ESG 투자 철학을 정립하고, ESG 평가자료를 이용하여 종목을 구성할 수 있을 것이다.

다. 패시브 인덱스

패시브 운용의 인덱싱 전략(Indexing strategy)은 특정 지수를 추종하여 지수 구성 비에 따라 포트폴리오를 복제하는 전략이다. 인덱스 투자는 투자자가 추구하는 목적에 따라 지수를 설계하여 낮은 비용과 추적 오류를 통해 안정적으로 자산을 운용할 수 있는 장점이 있다. UNPRI는 최근 미국시장에서 ESG 투자에 패시브 펀드의 급속한 성장이 있었음을 주목하면서 향후에는 유럽 및 아시아에도 ESG 패시브 투자가 선호될 것을 전망하였다.

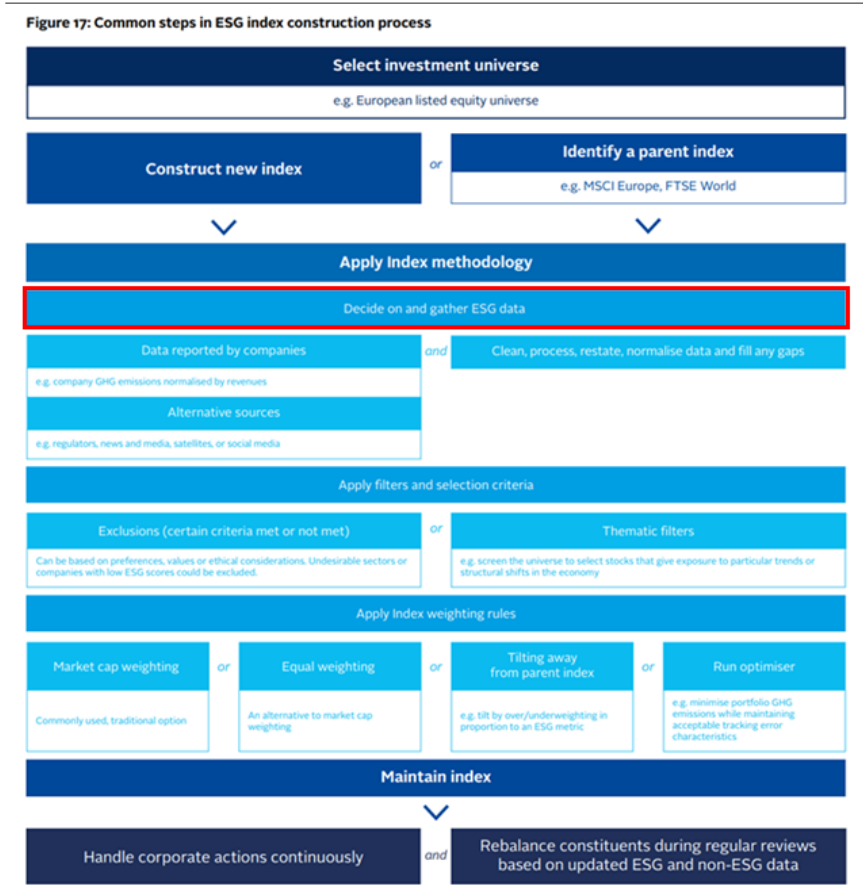
국민연금기금의 경우 위탁운용에서 책임투자형 지수(NPS-FnGuide 책임투자지수) 전략을 구사하고 있으나 직접운용에서는 책임투자형 인덱스 전략을 적용하고 있지 않은 상황이다. 이에 향후에는 직접운용에 필요한 책임투자 지수의 개발을 통해 인덱스 전략을 고려해 볼 수 있다. 여기에는 기존의 ESG 평가자료를 이용하여 기금 고유의 책임투자 기조가 반영되어 있어야 할 것이다.

[그림 V-4]는 UNPRI의 ESG 지수를 구성하기 위한 절차를 단계적으로 보여준다. 먼저, 국내주식 및 해외주식 시장별로 투자 유니버스를 선택하고, 시장별로 적용할 상위 지수를 선정할 필요하다. 예를 들면, 국내주식의 경우 국민연금기금이 반영하는 KOSPI, KR250, KOSPI+KOSDAQ150과 같은 특정 운용전략에 대한 적절한 투자비중을 도출하는 상위 지수를 선정해야 한다. 또는 포지티브 스크리닝 전략으로 ESG 점수가 높거나 특정 주식(ex: 녹색 투자 혹은 재생에너지 기업)으로 지수를 구성할 수도 있다(ex: 일본 GPIF MSCI 일본 여성 활약 지수, S&P 탄소 효과 지수 등). 이후에는 국민연금기금의 책임투자 기조에 따른 ESG 투자 가중치를 반영하여 지수를 구성 해야 한다. 이 때 국민연금기금의 ESG 평가 기준이 활용될 수 있을 것으로 사료된다.

책임투자 지수 구성 이후에는 이의 사후관리가 매우 중요하다. 일본 GPIF의 경우 ESG 지수 추종 전략을 우선 적용하고 있음에 따라 매년 ESG 지수 선정 및 모니터링에 상당한 노력을 기울인다. 이를 통해 기금의 책임투자 정책에 맞는 ESG 지수를 구성하고 있다. 또한, 지수를 구성하는 지수회사와의 지속적인 대화를 통해서 책임투자 지수를 구성하는 포트폴리오를 관리하고 있다. 이에

국민연금기금은 향후 직접운용 내 ESG 지수를 구성할 때 ESG 평가자료를 어떻게 적용할지 충분한 논의를 해야한다. 이를 위해서 위탁운용사의 책임 투자형 지수의 포트폴리오를 기반으로 직접운용에 맞는 투자비중을 재설계 하거나, ESG 평가 자료를 이용한 백테스팅(backtesting)을 진행할 수 있을 것이다.

[그림 V-4] ESG 지수 구성 프로세스



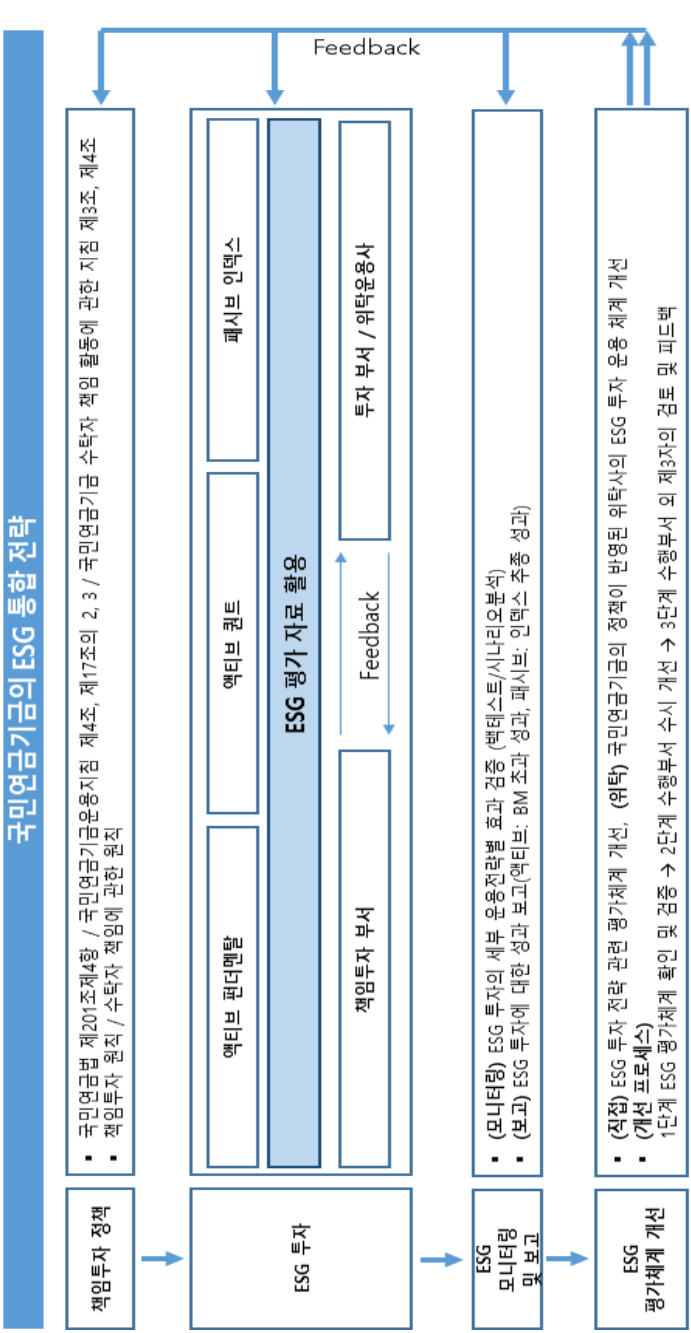
주 1) UNPRI, 「ESG INTEGRATION IN LISTED EQUITY: A TECHNICAL GUIDE」 (2023.04.)

〈표 V-1〉은 상기 논의한 정책제언을 ESG 통합 프로세스 개선방안과 ESG 투자 프로세스 개선방안으로 나누어 나타낸 표이다. 또한, [그림 V-5]는 국민연금기금의 ESG 통합 전략 프로세스를 나타낸다. 이는 상기 논의한 사항에 대한 개선 이후에도 ESG 평가체계의 지속적인 개선을 피드백하는 선순환을 강조하고자 나타낸 것이다.

〈표 V-1〉 국민연금기금의 ESG 통합 전략 개선방안

Panel A: ESG 통합 프로세스 개선방안	
구분	개선방안
책임투자 정책	- 주기적인 책임투자 목표 설정과 로드맵 수립
책임투자 조직	- 직접운용역에 대한 책임투자 역할과 책임 부여 - ESG 투자 세부운용에 따른 성과보상 체계 마련
ESG 투자 프로세스	- ESG 투자 세부운용 전략 수립(Panel B)
모니터링 및 보고	- (모니터링) ESG 투자의 세부운용전략별 효과 검증 (백테스트/시나리오 분석) - (보고) ESG 투자에대한 성과 보고(액티브: BM 초과 성과, 패시브: 인덱스추종 성과)
ESG 평가체계 개선	- (직접) ESG투자 전략관련 평가체계 개선 - (위탁) 국민연금기금의 정책이 반영된 위탁사의 ESG투자운용 체계 개선 - (개선 프로세스) : 1단계 ESG 평가체계 관련 결과 확인 및 검증 : 2단계 ESG 수행부서의 평가체계 수시 개선 : 3단계 수행부서 외 제3자의 검토 및 피드백
Panel B: ESG 투자 프로세스 개선방안	
구분	개선방안
ESG 투자 프로세스	액티브 펀더멘탈 - 직접운용역의 ESG 이슈 등록 - 수탁자책임실과 주식운용실의 정기 대화 - 'ESG 시스템' 내 BM 대비 성과 정보 제공
	액티브 퀀트 - 위탁운용에 책임투자형 액티브 퀀트 종목 개설 - 위탁운용사에 국민연금기금의 ESG 투자철학 제공 - 위탁운용사에 ESG 평가 기준 제공
	패시브 인덱스 - 직접운용부문에 ESG 지수 추종 전략 종목 개설 - ESG 평가자료를 이용한 ESG 지수 개발 : 위탁사 책임투자지수 기반 투자비중의 재설정 : ESG 평가 자료 기반 백테스팅 후 지수 개발 - ESG 지수 개발 후 정기 조정 및 점검

[그림 V-5] 국민연금기금의 ESG 통합 전략 프로세스



VI. 결론

국민연금은 2019년 11월 글로벌 3대 공적 연기금으로서 국내외 시장신뢰를 확보, 투자 위험을 최소화하여 기금의 장기수익 제고를 위해 「국민연금 기금 책임투자 활성화 방안」을 수립하고, 책임투자 활성화를 위한 로드맵을 마련하여 관련 활동을 추진하고 있다. 그간 국민연금기금은 2019년에 마련된 로드맵에 따라 2023년까지의 책임투자 과제를 충실히 이행하고 있다.

본 연구의 목적은 기금의 ESG 평가자료를 이용한 투자가 기금의 안정적인 장기 수익률 제고에 기여할 수 있다는 근거를 확보하고 이의 개선방안을 마련하는 것이다. 이를 위해 글로벌 ESG 금융동향을 통해 최신의 트렌드를 살펴보고, 타 공적연기금들의 책임투자과 국민연금기금의 책임투자 상황을 비교 분석하여 국민연금기금의 책임투자 현황을 확인하였다. 본 보고서는 연구의 핵심 사항으로써 지금까지 국민연금기금이 수행한 ESG 평가자료를 이용하여 기금의 ESG 포트폴리오 실증분석을 처음으로 수행하였다. 이에 나아가 향후 이를 이용한 ESG 투자에 대한 정책을 제안하였다.

2023년은 국민연금기금의 첫 번째 책임투자 로드맵(2019-2023)이 마무리되는 시점이다. 글로벌 트렌드에 발맞추어 국민연금기금만의 책임투자 이행을 위해서 국민연금기금은 향후에도 이어 나가야 할 목표와 과제를 마련해야 한다. 이에 본 보고서의 각 장에서 제시하는 주요한 연구결과와 이를 토대로 국민연금기금의 과제를 정리하면 다음과 같다.

첫 번째, 글로벌 ESG 정책 환경 및 ESG 투자 현황을 검토한 결과와 향후 과제는 다음과 같다. 우선, 글로벌 주요 국가의 ESG 정책은 2015년 UN의 SDGs 의제 결의와 파리협정 이후 본격적으로 마련됨에 따라 EU를 필두로 계속해서 그 제도적 환경을 구축 중인 것으로 확인된다. 우리나라의 경우 EU의 ESG 정책에 동반하여 적기에 ESG 환경을 조성하고 있으나, 가이드라인 위주의 정책을 마련하고 있음에 따라 ESG 위상에 대한 규제환경이 조성될

필요가 있는 것으로 보인다.

ESG 금융 정책은 특히 기후변화 위험 및 녹색전환을 중심으로 정책이 마련되고 있는 것으로 확인되었다. 이에 향후 국민연금기금은 글로벌 ESG 금융 정책을 예의주시하며, 이에 동반한 자산운용 정책을 지속적으로 개선할 필요가 있다. 구체적으로 금융위원회가 마련한 「ESG 평가기관 가이드스」와 KSSB의 한국형 ESG 공시기준과 같은 ESG 금융정책이 기금 고유의 ESG 평가체계에 영향을 줄 것으로 예상되는 상황이다.

다음으로 ESG 투자 현황과 관련하여 현재 글로벌 ESG 투자는 현재 과도기 상태인 것으로 확인되었다. 이는 앞서 살펴본 ESG 금융 정책이 아직까지 금융시장에 정착되지 않은 이유에서 나타난 결과라 사료된다. 또한, 최근의 글로벌 경제 악화도 장기 수익성에 적합한 ESG 투자에 제약요인으로 작용한 것으로 보인다. 이에 반해, 최근 감소추세이나 글로벌 ESG채권(특히 녹색채권) 투자는 비교적 안정적으로 시장이 조성되어 운영 중이다. 우리나라는 ESG채권 시장을 운영 중이나 ESG 규제 환경에 기반하여 ESG채권 발행 및 관리와 관련한 ESG위성 문제에 직면해 있는 것으로 보인다.

향후 국민연금기금은 국내외 ESG 투자 시장의 동향을 반영하되 기금에 적합한 ESG 투자 방향을 모색할 필요가 있다. 국민연금기금은 국민의 연금으로써 가입자와 수급자의 노후를 보장할 책임이 있다. 예를 들어 수익을 전제하는 ESG 투자에 초점을 맞추어 진행하여야지, 일부에서 요구하는 자선적 투자는 기금운용의 역할과 목적 범위를 넘어서는 것으로 사료된다. 이에 시장 위험을 고려하고 장기적인 수익 제고에 기여할 수 있는 방향으로 ESG 투자 전략을 수립해야 할 것이다.

두 번째, 글로벌 공적연기금의 책임투자를 통해 국민연금기금의 책임투자과 ESG 투자 상황을 점검한 결과와 향후 과제는 다음과 같다. 첫째, ESG 통합 및 스크리닝 전략과 관련한 사항이다. 글로벌 연기금은 ESG 통합 전략을 기본으로 기금운용에 적용하는 것을 확인하였다. 또한, 연기금의 소속 국가 특성별로 스크리닝 전략 진행 중인 것으로 보인다. 대부분 위탁 운용하는 일본

GPIF는 스크리닝 전략을 미시행하고 있고, 북미 연기금은 정부의 법적제재가 되는 사항에 대해서만 네거티브 스크리닝 전략 적용하고 있으며, 유럽 연기금은 강경하게 네거티브 스크리닝 전략을 실시하고 해당 기업 및 국가 리스트까지 공개하고 있다. 연기금별 스크리닝 전략의 차이는 국가 산업의 영향이 큰 것으로 판단한다. 이에 향후 국민연금기금의 스크리닝 전략 수립에는 국가 산업 및 전력수급 상황을 반영하는 정책을 모색해야 한다.

둘째, ESG 투자 규모의 산정과 공시와 관련한 사항이다. 글로벌 연기금(GPIF, ABP)의 경우 책임투자 전략별로 ESG 투자 규모를 공개하고 있다. 일본 GPIF는 ESG 지수 추종 규모, 네덜란드 ABP는 SDI 금액을 공시하며, 글로벌 2050 넷제로 정책에 따라 녹색채권 및 ESG 채권 투자금액을 분류하여 공시한다.

국민연금기금은 책임투자를 고려하는 자산군으로 그 규모로 금액을 공시하고 있다. 국민연금기금의 경우 자산군 내 세부적으로 녹색채권, 특수채 및 금융채 등 ESG채권에 투자하고 있고, 위탁운용사를 통해 ESG 지수 추종으로 ESG 투자도 시행하고 있다. 국내외 기관들의 ESG 투자 금액 산정 및 공시 기준이 일관적이지 않은 상황이지만, 수탁자책임 의무로써 투명한 기금 공시가 요구됨에 따라 향후에는 ESG 투자 규모의 산정과 이의 공시에 대해 면밀한 검토를 통한 개선방안 마련이 필요한 것으로 사료된다.

셋째, ESG 평가와 관련한 사항이다. 글로벌 연기금 특성에 따라 포트폴리오에 ESG 평가를 적용하고 있다. 일본 GPIF는 연기금의 가치가 반영된 ESG 지수를 선정하여 운용하고, 글로벌 투자 및 자국 금융시장이 발달되어 있는 미국 CalPERS는 MSCI 등 외부 평가자료를 일부 이용, 소버린채권 등은 내부평가하고 있다. 자체 연기금의 가치를 ESG 평가에 반영해야 함을 강조하고 있는 네덜란드 APG는 자체 평가로 선도와 후발기업 범주를 구분한다.

국민연금기금은 고유의 ESG 평가체계를 구축하고 있다. 국민연금기금은 국내투자 비중이 높음에 따라 시장에 미칠 수 있는 영향이 일반 자산운용사와

다르다. 기금은 국내 대형 상장기업의 주요주주이고, 자본시장에서 차지하는 비중이 단일 투자자로서 높다. 이에 ESG 평가 내에 기금고유의 투자철학을 담고, 외부 ESG 평가 결과와의 비교가능성 보다 내부평가의 타당성 및 신뢰성 확보가 중요시될 필요가 있다. 글로벌 연기금과 같이 지표 및 방법론 개선이 요구되는 상황을 지속적으로 반영하여 유연하게 평가체계를 개선할 필요가 있는 것으로 판단한다.

세 번째, 국민연금기금의 ESG 평가지표를 이용한 국내주식 포트폴리오 실증분석의 결과와 향후 과제는 다음과 같다. 먼저, 실증분석의 결과이다. 국민연금기금 국내주식 포트폴리오를 ESG 관점에서 분석한 결과 ESG 직접과 위탁운용 모두 ESG 등급이 높은 종목의 비중이 높았으며 결과적으로 국내주식 포트폴리오가 벤치마크보다 높은 ESG 점수를 갖도록 하고 있었다. 보유비중을 기준으로 살펴봐도 직접과 위탁운용은 모두 ESG 점수가 높은 종목에 대한 비중을 높게 가져가고 있는 것으로 나타났다.

ESG와 수익률 횡단면의 관계를 분석한 결과 ESG 점수가 높은 종목에 대해서 높은 수익률을 기대할 수 있는 것으로 나타났다. 이 밖에도, 위험관리 측면에서 ESG 요인은 시장 하락기에는 적게 떨어지지만, 상승기에는 같이 상승하는 경향을 보여 하방위험 관리에 장점이 있을 수 있음을 확인했다. 마지막으로, ESG는 시장을 포함한 다른 요인으로 설명되지 않는 프리미엄을 포착하고 있어 독립적인 투자전략으로써의 가능성을 확인했다.

국민연금기금 국내주식 성과를 ESG 관점에서 분석한 결과, ESG는 직접과 위탁운용 모두 절대과 초과성과 모두에 긍정적인 기여를 하고 있는 것으로 나타났다. 유형별로 결과를 살펴보면 절대성과의 경우 ESG를 통해 직접의 패시브와 액티브 유형, 직접과 위탁운용 간의 성과 차이를 모두 설명할 수 있는 것으로 확인됐다. 반면, 초과성과의 경우에는 ESG를 통해 직접의 패시브와 액티브 유형 간의 성과 차이는 설명할 수 있었지만, 직접과 위탁운용 간의 성과 차이는 설명하지 못하는 것으로 나타났다.

본 연구의 실증분석 결과를 통한 향후 과제는 다음과 같다. 본 연구의 결과는

국민연금기금이 ESG를 활용한 운용전략 수립을 통해 운용수익률 제고를 꾀할 수 있음을 의미하며, 이를 위해 향후 다음과 같은 부분이 수행되어야 할 것으로 예상된다. 첫째, 국민연금기금은 ESG 평가자료를 기금의 책임투자 기초에 부합한지 점검하고, 장기성장에 기반하여 ESG 지표의 신뢰성과 타당성 검증을 지속적으로 실시해야 한다. 예를 들어, G 요인의 경우 주식 수익률과 기금 성과에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났는데, 향후 이에 대한 지표 점검이 이루어질 필요가 있는 것으로 사료된다. ESG 평가는 위험을 고려한 장기적 성과를 위해 고안된 투자 전략의 도구이다. 이에 아직까지 기금의 단기 성과 위주로 살펴본 실증결과를 기반으로 ESG 평가지표의 유효성을 속단하기는 어렵다. 따라서 향후에는 G 요인을 포함하여 장기성장에 기반한 ESG 평가지수의 개발이 지속적으로 이루어질 필요가 있다.

둘째, ESG 요인을 위험과 수익의 관점에서 추적·관찰하여 운용전략의 유효성을 지속적으로 점검해야 한다. 선행연구는 ESG가 항상 양(+)의 프리미엄을 가질 것으로 예상하고 있지 않다.⁹³⁾ 이는 ESG와 수익률 간의 관계가 투자자의 행태에 따라 자산가격결정 메커니즘이 변화하여 바뀔 수 있기 때문이다. 따라서, ESG를 활용해 운용수익률을 제고하고자 한다면 ESG 프리미엄의 변화를 계속해서 지켜봐야 한다. 이에 본 연구의 실증분석에 해당하는 부분을 주기적으로 검토할 필요가 있으며 이는 단기적인 성과보다는 중장기적인 성과에 초점을 맞추어 수행되어야 할 것이다.

마지막으로 본 연구는 문헌검토와 실증분석 결과를 토대로 국민연금기금에 적합한 ESG 평가자료를 이용한 ESG 투자에 대해 종합적인 정책제언을 한다. 국민연금기금은 우선 ESG 종합 전략에서 ESG 평가자료를 이용한 ESG 통합 전략을 수행할 수 있도록 전반적인 환경을 구축할 필요가 있다. 우선 ESG 통합 프로세스의 전반적 개선이 필요하고, 이와 함께 ESG 투자 프로세스가

93) Pedersen, Fitzgibbons, and Pomorski (2021)와 Pastor, Stambaugh, and Taylor (2021)는 ESG와 관련한 투자자의 행태에 따라 ESG 프리미엄의 부호와 크기가 바뀔 수 있음을 보였다.

개선되어야 할 것이다.

우선, ESG 통합 프로세스의 정책제언이다. 첫째, 책임투자 정책 측면에서 향후 지속적으로 책임투자 이행 목표와 이를 위한 계획의 로드맵을 주기적으로 수립할 필요하다. 둘째, 책임투자 조직구성 측면에서는 ESG 투자에 대한 세부운용 관점의 구체적 전략이 수립되어 기금운용역에게 지속적인 교육 훈련 및 ESG 정보의 제공과 ESG 투자에 따른 성과 보수 정책 등도 마련될 필요가 있다. 셋째, 포트폴리오 모니터링 및 보고 측면에서 ESG 통합 전략에서 세부 운용전략이 적용되는 경우 기금은 ESG 투자 효과 검증을 통한 운용전략의 개선과 세부운용 전략별 성과평가 및 이의 공시를 이행 필요가 있을 것으로 사료된다. 넷째, ESG 평가체계의 개선을 위해서는 직접 및 위탁운용에 ESG 투자 전략이 고도화될 시점에 대비하여 내외부적으로 ESG 평가체계 개선 작업의 프로세스가 준비될 필요가 있다.

다음으로 ESG 투자 프로세스의 정책제언은 다음과 같다. 첫째, 액티브 펀더멘탈 전략에서 기금은 내부통제 시스템 안에서 실무부서 간 긴밀한 정보 교류와 데이터 구축을 마련할 필요가 있다. 둘째, 액티브 퀀트 전략에서 기금은 현재 기초를 유지하고 운용 효율성 제고하기 위해서 책임투자형 퀀트 투자는 위탁 운용 부문에서 구체화시킬 필요가 있다. 이를 위해 기금의 ESG 투자 철학을 정립하여 위탁사에 전달하거나 기금의 ESG 평가 기준을 위탁운용사에 제공하여 NPS 퀀트투자 종목 구성에 반영할 수 있을 것이다. 셋째, 패시브 인덱스 전략에서 기금은 직접운용에 필요한 책임투자 지수의 개발을 통해 인덱스 전략을 고려해 볼 수 있다. 이를 위해 위탁운용사의 책임투자형 지수의 포트폴리오를 기반으로 직접운용에 맞는 투자비중을 재설계하거나, ESG 평가 자료를 이용한 백테스팅(backtesting)을 진행할 수 있을 것이다.

ESG가 시장에서 중요하게 논의된 것은 최근이지만, ESG의 요소 면면은 기업이 법인격을 생성할 때부터 갖추고 만들어진 사항이다. 과거에는 재무적 요소를 중심으로 투자가 이루어졌다면, 금융시장이 발전하고 투자기법들이 고도화되면서 이제는 불확실한 미래 경제에 대응하기 위한 ‘위험’을 관리하는

것도 중요한 투자 전략이다.

국민연금기금은 타 연기금과는 비교하여 국내 자본시장의 투자 비중이 높기 때문에 기금의 책임투자 이행은 시장 흐름에 하나의 기준선으로 작용할 수 있다. 이에 우리나라 국민의 노후자금으로써 기금의 수익 제고와 국내 시장 경제에 미칠 수 있는 영향을 최우선으로 책임투자가 이행될 필요가 있다.

본 연구는 국민연금기금의 책임투자 과제와 ESG 통합 전략 및 ESG 투자 관련 정책제언을 하였다. 가까운 미래 안에 본 보고서의 제언이 고려되어 ESG 평가 체계 개선 및 더욱 구체적인 투자 전략 계획의 수립된다면 기금의 책임투자가 현재 보다 진일보 할 수 있을 것이다. 향후에는 이에 나아가 기금의 책임투자 정책 및 운용전략에 대한 세밀한 검토가 지속적으로 진행되어, 국민을 위한 국민연금기금의 책임투자 프로세스가 안정적으로 정착되기를 기대한다.

부 록

1. 국민연금기금 책임투자 관련 추진근거 규정

국민연금법

제102조④

- ① 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자 대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

국민연금기금 운용지침

제4조(기금운용원칙)

5. 지속 가능성의 원칙 : 투자자산의 지속 가능성 제고를 위하여 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 신의를 지켜 성실하게 운용하여야 한다.

제17조(책임투자)

- ① 증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있으며, 책임투자 원칙은 별표 4와 같이 정한다.

제17조의2(수탁자 책임에 관한 원칙)

국민연금 수탁자 책임 활동의 투명성 및 독립성 강화, 기금의 장기 수익을 제고하기 위해 한국 스튜어십 코드인 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙을 도입하고 기금운용위원회가 별도로 정한 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」에 따라 이행한다.

국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침

제3조(기본원칙)

- ① 기금은 기금자산의 증식을 목적으로 수탁자 책임 활동을 이행한다.
② 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 수탁자 책임 활동을 이행한다.
③ 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 수탁자 책임 활동을 이행한다.
④ 기금은 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 수탁자 책임 활동을 이행할 수 있다.
⑤ 기금은 「국민연금기금 기금운용지침」과 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」 및 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 따라 책임투자 및 주주권 행사 등 수탁자 책임 활동을 이행한다.

2. 국민연금기금 책임투자 관련 주요 원칙과 활동 지침

책임투자 원칙	수탁자 책임에 관한 원칙
(원칙1) 장기적·안정적인 수익 증대 목적 (원칙2) 「수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 따라 이행 (원칙3) 주식, 채권 자산군에 대해 책임투자 이행 (원칙4) 투자시 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소 고려 (원칙5) 투자대상기업에 대한 주주활동 이행 (원칙6) 위탁운용사 선정 및 평가 시 책임투자 고려 (원칙7) 환경·사회·지배구조 등의 공시 개선 유도 (원칙8) 책임투자 역량 및 전문성 제고 (원칙9) 책임투자 활동 주기적 보고	(원칙1) 수탁자 책임 정책 제정·공개 (원칙2) 이해상충 방지 정책 제정·공개 (원칙3) 투자대상회사에 대한 주기적 점검 (원칙4) 수탁자 책임 활동 지침 마련 및 주주활동 수행 (원칙5) 의결권 정책 제정·공개, 행사내역·사유 공개 (원칙6) 수탁자 책임 활동 주기적 보고 (원칙7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량·전문성 제고
국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침	

국민연금기금운용지침 제17조의3(책임투자 및 주주권 행사)

- ① 기금의 책임투자 및 주주권 행사는 기금자산의 안정적인 증식을 목적으로 행사한다.
- ② 기금의 책임투자 및 주주권 행사는 국민연금 가입자 및 수급자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 이루어져야 한다.
- ③ 기금의 책임투자 및 주주권 행사는 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 이루어져야 한다.
- ④ 책임투자 및 주주권 행사의 기준, 방법, 절차 등에 관한 사항은 기금운용위원회가 별도로 정한 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 따른다.
- ⑤ 책임투자 및 주주권 행사는 원칙적으로 공단에서 행사하되, 공단에서 의결권행사의 찬성 또는 반대 및 주주권 행사의 이행여부 등에 대한 판단을 하기 곤란한 사안, 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 수탁자책임전문위원회 재적위원 1/3 이상이 요구하는 사안, 비공개대화 대상기업 선정, 비공개·공개 중점관리 기업 선정, 주주제안(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제154조 제1항에 해당하는 주주제안은 제외), 공개서한 발송 등 관련 사안은 기금운용본부의 분석 등을 거쳐 「수탁자책임전문위원회」에서 결정한다.
- ⑥ 공단은 위탁운용사에 대해 의결권 행사방향 결정을 위임할 수 있다.

국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침 제4조(수탁자 책임 활동의 내용)

- ① 기금은 기금의 투자대상 국내외 주식 및 채권에 대해 비공개대화 및 다음 각 호의 책임투자를 이행할 수 있다.
 1. 투자대상 관련 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소 고려
 2. 환경 사회 지배구조 등과 관련한 중점관리사안 등
- ② 기금이 보유하고 있는 상장주식에 대해 비공개대화 및 다음 각 호의 주주권 행사를 이행할 수 있다.
 1. 의결권 행사
 2. 중점관리사안에 대한 비공개 대화, 비공개 중점관리기업 선정, 공개중점관리기업 선정, 공개서한 발송, 주주제안 등
 3. 예상하지 못한 우려에 대한 비공개 대화, 공개서한 발송, 주주제안 등
 4. 소송 제기
- ③ 제1항제2호에 따른 주주활동은 제2항 각호를 통해 이행할 수 있다.
- ④ 그 밖에 국민연금기금운용위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 사안 또는 기금운용위원회가 의결한 사안에 대해 수탁자 책임 활동을 이행할 수 있다.

출처) 국민연금공단, 「2022년 국민연금기금 연차보고서」

3. ESG 평가기관 가이드نس(금융위원회)

1) 총칙

- 가. 이 가이드نس는 ESG 평가기관과 그 임직원(계약직 및 임시직 등을 포함한다. 이하 이 가이드نس에서 같다.)이 ESG 평가 업무를 수행함에 있어 준수해야 할 기준과 절차에 관한 사항을 정함으로써 ESG 평가의 신뢰성, 공정성 및 투명성을 제고하고 ESG 경영 확산에 기여하며 정보이용자와 투자자 보호를 강화함을 목적으로 한다.
- 나. ESG 평가(ESG Ratings)란 기업 등의 ESG 위험과 기회에 대한 노출 또는 관리 수준을 평가하는 등급, 점수, 순위(이하 ‘평가등급’이라고 한다.) 등을 포함하는 상품 및 서비스를 의미한다.
- 다. 이 가이드نس는 ESG 평가서비스, 평가등급 등을 제공하는 기관(이하 “ESG 평가기관”이라 한다.) 및 그 임직원에 적용한다. 계약에 의하여 ESG 평가기관 업무의 일부를 위탁받은 기관 등의 행위는 그 위임받은 범위 내에서 이를 ESG 평가기관의 행위로 본다. 이 경우, ESG 평가기관은 수탁기관에 가이드نس를 준수할 것을 요구할 수 있다.
- 라. 이 가이드نس는 그 취지와 내용에 동의하여 가이드نس의 수용과 이행에 자율적으로 참여할 것을 천명한 ESG 평가기관에 한해 적용된다. 참여 ESG 평가기관은 원칙 준수 및 예외 설명(comply or explain) 방식에 따라 기본적으로 원칙을 준수하되, 예외적으로 원칙을 준수할 수 없는 경우에는 이유를 설명해야 한다. 참여 ESG 평가기관은 사업모델 등을 고려하여 원칙을 준수할 수 없는 세부 사항에 관해서 미이행 사유와 대안을 정보이용자에게 충분히 설명하고 내용을 공개해야 한다.

2) 내부통제체제 구축

- 가. ESG 평가기관은 그 임직원이 직무를 수행함에 있어서 준수해야 할 적절한 기준 및 절차로서 내부통제기준을 마련한다. 내부통제기준은 이해상충 방지, 불공정행위의 금지 등의 업무처리에 관한 내용을 포함해야 한다. 또한, 특히 중요한 이해상충, 불공정행위 등의 우려를 식별하는 경우 이에 관한 내부통제 정책을 별도로 명시하여 공개해야 한다.
- 나. ESG 평가기관은 내부통제기준의 준수 여부를 점검하고 평가과정에서 이해상충을 관리하는 등의 업무 수행을 위해 준법감시인을 두어야 한다. ESG 평가기관은 준법감시인을 두는 경우 준법감시체제를 구축 운영하고 준법감시프로그램을 마련하는 등 준법감시업무의 효율적 수행을 지원해야 한다.
- 다. ESG 평가기관은 평가과정 전반에 대한 문서화된 내부 운영지침을 마련하여 평가의 독립성, 객관성, 전문성 및 일관성을 최대한 담보해야 한다.

3) 데이터 수집 및 관리

- 가. ESG 평가기관은 객관적이고 검증 가능한 데이터에 근거하여 평가 등급을 결정하도록 노력해야 한다. 특히, 추정 데이터가 사용되는 경우, 해당 사실과 추정의 기본 방법론을 공개한다. ESG 평가기관은 원천데이터의 범위, 수집 방법 등을 공개하기 위해 노력해야 한다.
- 나. ESG 평가기관 및 임직원은 ESG 평가를 목적으로 비공개로 제공받은 정보를 업무 수행과 관련된 목적으로만 이용해야 한다. 임직원은

평가대상기업의 비공개정보를 취득한 경우 이를 이용하여 해당 기업 등의 증권 또는 파생상품 등 금융투자상품을 매수 또는 매도하거나 기타 거래를 하여서는 아니 된다.

- 다. ESG 평가기관은 ESG 평가와 관련하여 취득한 비공개정보의 사용, 보관, 폐기 등 전 과정에 관한 관리체계를 수립하여 문서화하고 공개해야 한다.

4) 평가체계 공개

- 가. ESG 평가기관은 정보이용자 등이 평가등급 혹은 평가 관련 데이터의 유용성을 비교 판단할 수 있도록 ESG 평가방법론을 최대한 투명하게 공개해야 한다. 평가방법론은 원천데이터의 수집, 평가지표, 가중치 설정 등의 내용을 포함해야 한다. 평가방법론과 관련된 주요 관행, 절차 및 평가 프로세스에 중대한 변경이 있는 경우 내부 절차에 따라 사전에 의견을 수렴하거나 변경사항을 공개하도록 노력해야 한다.

- 나. ESG 평가기관은 기업별 평가등급 등을 포함한 평가결과를 아래 라항에 따른 범위 내에서 공개해야 한다. 평가결과 공개시 정보이용자의 편의를 고려하여 평가등급별 정의 등 상세 내용을 포함할 수 있으며 정보이용자를 오도할 수 있는 내용이 포함되지 않도록 해야 한다.

- 다. ESG 평가기관은 정보이용자들에게 충분하고 정확한 정보를 공개하도록 노력해야 한다. ESG 평가기관은 정보 공개시 인터넷 홈페이지 등 정보 접근성이 높은 방식을 이용하여 공개해야 한다.

- 라. ESG 평가기관의 평가체계, 평가결과 등 가공 데이터와 자료 등은 재산적 가치가 있는 것으로서 지식재산기본법, 저작권법 등 관련 법령에 따라 보호를 받을 수 있으며, 평가기관은 이를 고려하여 평가방법론, 평가결과

등을 공개한다.

5) 이해상충 관리

- 가. ESG 평가기관 및 그 임직원은 ESG 평가에 관한 업무를 함에 있어 독립적인 입장에서 공정하고 충실하게 그 업무를 수행해야 한다. ESG 평가기관 및 그 임직원은 업무 수행의 독립성과 공정성을 저해할 수 있는 관계, 절차 등을 회피하고 관련 사실을 적절히 공개하도록 노력해야 한다.
- 나. ESG 평가기관은 이해상충 문제를 확인하고 제거 관리하는 업무와 관련된 내부절차를 마련해야 한다. ESG 평가기관은 컨설팅, 자문 등 해당 기관이 제공하는 다른 서비스로 인해 ESG 평가에 이해상충 가능성이 있다고 판단하는 경우 해당 업무와 인력으로부터 ESG 평가 업무 및 ESG 평가전문인력을 분리시켜야 한다. ESG 평가기관은 이해상충과 관련한 제보가 있는 경우 이를 심사한 후 이해상충을 완화시키는 데 필요한 조치를 즉시 취해야 한다.
- 다. ESG 평가기관은 ESG 평가업무와 관련하여 계열회사(그 임직원을 포함한다) 업무 간에 이해상충의 문제가 발생하지 않도록 내부정책을 수립하고 운영해야 한다.
- 라. ESG 평가기관은 해당기관과 일정한 비율 이상의 출자관계에 있는 등 이해관계가 있는 회사와 관련된 ESG 평가에 있어 잠재적인 이해상충을 관리해야 한다.

6) 평가대상기업과의 관계

- 가. ESG 평가기관과 그 임직원은 ESG 평가 업무를 수행함에 있어 평가 대상기업에 대하여 불공정행위를 하여서는 아니 된다. 불공정행위는 특정 등급의 부여를 조건으로 평가대상기업에 ESG 평가기관 및 계열사의 서비스나 상품을 이용하도록 강요하거나 권유하는 행위, 해당기관이 제공하는 서비스 상품의 이용 여부에 따라 평가등급을 조정하는 행위 등을 포함해야 한다.
- 나. ESG 평가기관은 평가등급을 확정하기 전에 평가를 위해 수집한 데이터의 범위, 내용 등을 평가대상기업에 통보하여 평가와 관련한 사실에 오류가 있는 경우 평가대상기업이 추가로 자료를 제출하거나 이에 대하여 설명할 기회를 부여하도록 노력해야 한다.
- 다. ESG 평가기관과 그 임직원은 ESG 평가업무와 관련하여 평가대상 기업 등에 일반적인 거래 관행 또는 사회통념에 비추어 통상적인 수준을 현저히 벗어나는 금전 물품 편익 등의 재산상 이익을 제공하거나 제공받아서는 아니 된다.

참고문헌

1. 학술논문

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. *Journal of Finance*, 61(1), 259-299.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-299.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175.
- Cremers, K. J. M., & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3329-3365.

- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). Divergent ESG ratings. *The Journal of Portfolio Management*, 47(1), 75-87.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607-636.
- Gibbons, M. R., Ross, S. A., & Shanken, J. (1989). A test of the efficiency of a given portfolio. *Econometrica*, 57(5), 1121-1152.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104-127.
- Hou, K., & Moskowitz, T. J. (2005). Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies*, 18(3), 981-1020.
- Jegadeesh, N. (1990). Evidence of predictable behavior of security returns. *Journal of Finance*, 45(3), 881-898.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

- Lehmann, B. N. (1990). Fads, martingales, and market efficiency. Quarterly Journal of Economics, 105(1), 1-28.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, 19(3), 425-442.

2. 연구보고서

- 노정희, 황준호, 김재욱, 태엄철, 강태현. 국민연금기금의 책임투자 평가방안에 대한 연구 -평가체계 수립 및 도입방안 중심으로. 2022. 국민연금연구원.
- 조은영, 노정희, 태엄철. ESG 요인을 고려한 포트폴리오 운용전략에 대한 연구 . 2021. 국민연금연구원.

3. 인터넷 사이트

정부 홈페이지

대한민국 금융위원회 홈페이지, <https://www.fsc.go.kr/>

대한민국 지속가능발전포털 홈페이지 참조. <https://www.ncsd.go.kr/>

미국 GOV, <https://www.gov.uk>

미국 SEC 홈페이지, <https://www.sec.gov/securities-topics/climate-e>

미국 DOL 홈페이지, <https://www.dol.gov/>

미국 SEC 홈페이지, <https://www.sec.gov/>

영국 FRC 홈페이지, <https://www.frc.org.uk/>

캐나다 혁신, 과학 및 경제발전 홈페이지, <https://ised-isde.canada.ca/>

캐나다 증권관리소, <https://www.securities-administrators.ca/>

캐나다 공공안전 홈페이지, <https://www.publicsafety.gc.ca/>

캐나다 조달청 홈페이지, <https://buyandsell.gc.ca/>

캐나다 정부 홈페이지, <https://www.canada.ca/en/>

EU 집행위원회 홈페이지, <https://finance.ec.europa.eu/>

UN 홈페이지 <https://www.un.org/sustainabledevelopment>

KRX 사회책임투자채권 홈페이지, <https://sribond.krx.co.kr/>

연기금 홈페이지

ABP 홈페이지, <https://www.abp.nl/>

APG 홈페이지, <https://assetmanagement.apg.nl/>

CalPERS 홈페이지, <https://www.calpers.ca.gov/>

GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/>

국민연금기금운용본부 홈페이지, <https://fund.nps.or.kr/>

기타 홈페이지

Pleiades Strategy 홈페이지, <https://www.pleiadesstrategy.com/>

4. 그 밖의 자료

ABP, 「Duurzaam en Verantwoord Beleggingsbeleid ABP vanaf」

ABP, 2022, 「Klimaatbeleid ABP 2022 - 2030」

ABP, 2023, 「SFDR-bijlage IV Pensioenregeling」

CalPERS, 「Global Equity Sustainable Investment Practice Guidelines」

CalPERS, 「Global Fixed Income Sustainable Investment Practice Guidelines」

CalPERS, 「Private Equity Sustainable Investment Practice Guidelines」

CalPERS, 「Real Assets Sustainable Investment Practice Guidelines」

CalPERS, 2019, 「CalPERS' Governance & Sustainability Principles」

CalPERS, 2019, 「Total Fund Investment Policy」

CalPERS, 2021, 「California Public Employees' Retirement System 2021 California Public Divest from Iran Act and Sudan Act Legislative Report」

CalPERS, 2022, 「CalPERS 2022-27 Strategic Plan」

CalPERS, 2023, 「CalPERS' Sustainable Investments 2030 Strategy」

- Euro SIF, 2017, 「SDGs for SRI investors」
- Euro SIF, 2018, 「Eurosif 2018 SRI study」
- FRC, 2018, 「THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE」
- G7 Hiroshima Summit, 2023, 「G7札幌 気候・エネルギー・環境大臣会合
結果概要」
- GSIA, 2020, 「Global Sustainable Investment Review」
- GSIA, 2023, 「Global Sustainable Investment Review 2022」
- GPIF, 「Description for Investment Principles」
- GPIF, 2023, 「2022年度 ESG活動報告」
- GPIF, 2023, 「ESG 指数選定における実務指針」
- GPIF, 2023, 「業務方針」
- ICMA, 2023, 「ICMA Quarterly Report」
- JSIF, 2023, 「日本サステナブル投資白書2022」
- NASDAQ, 2023, 「NASDAQ'S BOARD DIVERSITY RULE: WHAT
COMPANIES SHOULD KNOW」
- Pledias Strategy, 2023, 「2023 STATEHOUSE REPORT」
- UK GOV, 「Mobilising Green Investment 2023 Green Finance Strategy」
- UK GOV, 「Transforming finance for a greener future: 2019 green
finance strategy」
- UNPRI, 「INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE」, 2020
- UNPRI, 2020, 「BRIEFING ON SUSTAINABLE FINANCE POLICY IN
JAPAN」
- UNPRI, 2023, 「ESG INTEGRATION IN LISTED EQUITY: A TECHNICAL
GUIDE」
- UNPRI, 2023, 「THE ROLE OF THE G7 IN SUSTAINABLE FINANCE AND
ECONOMIC TRANSITION POLICY REFORMS」
- UNPRI, 「WHAT IS RESPONSIBLE INVESTMENT?」
- UNDP, 2021, 「SDG IMPACT STANDARDS Enterprises」

US SIF, 2022, 「REPORT ON US SUSTAINABLE INVESTING TRENDS」

국민연금공단, 2021, 「2020년 국민연금기금 연차보고서」

국민연금공단, 2023, 「2022년 국민연금기금 연차보고서」

국민연금기금운용위원회 회의자료, 2021. 「국민연금기금 책임투자 활성화 방안
추진현황 및 향후계획(2021-6호)」

대한민국 정부 관계부처 합동, 2022, 「기업 경쟁력 제고와 지속가능 경제구축을
위한 ESG 인프라 고도화 방안」

저자 약력

- 김 혜 리

한양대학교 경영학 석사

부산대학교 경영학 박사

부산대학교, 동의대학교 박사후연수연구원

부산대학교 연구교수

현 국민연금연구원 부연구위원

〈주요 저서〉

- ▶ “기후변화 요인이 재무성과 및 이해관계자 평가에 미치는 영향”, 2024, 재무관리연구.
- ▶ 『국민연금기금의 해외주식 의결권 행사 개선방안에 관한 연구』, 2022, 국민연금연구원.
- ▶ 『기후변화 위험에 대응하는 책임투자에 관한 연구』, 2021, 국민연금연구원.

- 안 근 배

홍익대학교 독어독문학, 경영학 학사

홍익대학교 경영학 석사

시드니공과대학교 재무학 박사

국민연금연구원 부연구위원

〈주요 저서〉

- ▶ “Investing in a Leveraged World”, 2024, International Journal of Managerial Finance.
- ▶ “Reversal Evidence from Investor Sentiment in International Stock Markets”, 2024, International Review of Finance.
- ▶ “The Value-at-Risk of Time-Series Momentum and Contrarian Trading Strategies”, 2021, Journal of Risk Model Validation.

- 최 영 민

고려대 경영학과 재무론 석사

고려대 경영학과 재무론 박사

LG투자증권, 삼성생명

현 국민연금연구원 연구위원

〈주요 저서〉

- ▶ 「주식의 이해», 「채권의 이해», 「파생상품의 이해», 2021, 홍문사.
- ▶ 『국내외 주요 연기금 운용체계 연구』, 2022, 국민연금연구원.
- ▶ 『인구고령화가 금융시장 및 국민연금 기금운용에 미치는 영향분석』, 2020, 국민연금연구원.

프로젝트 보고서 2023-06

국민연금기금의 ESG 평가체계와 운용전략 연구

2023년 12월 인쇄

2023년 12월 발행

발행인 : 김 태 현

편집인 : 권 문 일

발행처 : 국민연금공단 국민연금연구원

전북 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)

TEL : 063-713-6776 / FAX : 063-900-3250

ISBN 978-89-6338-707-9