

홈페이지 바로가기



2024

# 연금이슈 & 동향분석

| 제109호 | 2024. 9. 30.

- 공적연기금의 책임투자를 고려한 위탁운용사 선정 및 모니터링 방안  
김혜리 부연구위원
- 일본후생연금(GPIF)의 책임투자 운용전략과 정책 효과  
정다빈 주임연구원



Pension Issue & Trends Analysis

## CONTENTS

### I. 공적연기금의 책임투자를 고려한 위탁운용사 선정 및 모니터링 방안

- 1 들어가며
- 2 PRI의 위탁운용사 선정 및 모니터링 지침
- 3 글로벌 공적연기금의 위탁운용사 선정 및 관리
- 4 나가며

### II. 일본후생연금(GPIF)의 책임투자 운용전략과 정책 효과

- 1 들어가며
- 2 GPIF 책임투자 정책목표와 운용전략
- 3 GPIF의 ESG 투자와 관여 활동 정책 평가 프로젝트
- 4 맺음말

# 공적연기금의 책임투자를 고려한 위탁운용사 선정 및 모니터링 방안



김혜리 부연구위원

## 1. 들어가며

- ◆ 공적연기금의 책임투자(Responsible Investment, RI) 목적은 장기적으로 재정적 안정과 수익률을 제고하면서도 사회적 가치를 실현하여 지속가능한 경제 및 사회 발전에 기여하는 데 있음
  - 기금은 가입자 및 수급자의 노후보장, 복지 지원 등 공익적 목적을 수행하기 위해 장기 재정 안정성을 유지해야 함
  - 투자의사결정 과정에서 재무적 요소와 비재무적 요소인 ESG(Environmental, Social, and Governance)를 통합함으로써 장기 투자 위험을 줄이고, 지속가능한 투자 수익을 제고할 수 있음
- ◆ 공적연기금은 자산운용의 전문성, 효율성, 리스크 관리, 글로벌 접근성을 확보하고, 내부 자원의 한계를 극복하기 위해 위탁운용함
  - 위탁운용은 글로벌 투자에서 각국 규제와 시장환경을 이해하는 전문성을 활용하고, 직접운용 간의 위험분산 및 다양한 운용 스타일을 통해 리스크 관리와 수익을 증대할 수 있음
  - 특히, 특정 자산군(대체자산: 사모펀드, 부동산, 인프라 등)은 전문성이 높아 내부적으로 운용하기 어렵기 때문에 위탁운용이 필요함
  - 국민연금기금은 외부 운용사의 전문성을 활용하여 수익률을 제고하고 위험을 분산시키기 위해 직접운용과 위탁운용('24.9월 기준, 약 47.8%)을 병행 중
- ◆ 공적연기금의 투자 철학과 정책 방향이 ESG 통합전략에 맞춰진 경우, 이를 실행할 운용사도 동일한 가치를 공유해야 함
  - 책임투자 원칙을 따르지 않는 위탁운용사는 연기금의 투자 목표와 상충할 가능성이 있음
  - 자산소유자는 위탁운용사가 ESG 원칙을 실질적으로 반영하도록 선정 및 관리해야 책임투자 성과를 강화할 수 있음

- ◆ 본고는 PRI(Principles for Responsible Investment)의 위탁운용사 선정 및 관리를 위한 가이드라인을 검토하고, 글로벌 공적연기금의 위탁운용사 선정 및 모니터링 동향을 확인하여 시사점을 도출하고자 함

## 2. PRI의 위탁운용사 선정 및 모니터링 지침

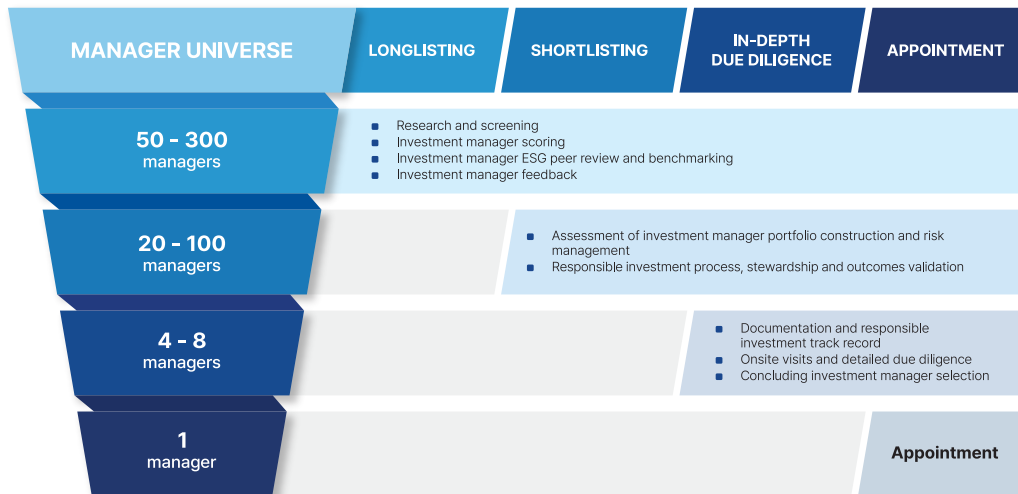
- ◆ PRI는 자산소유자(owner)인 연기금이 자산관리사(manager)인 위탁운용사를 선정하고 관리하는 지침(guideline)을 설정하고 있음<sup>1)</sup>
  - 공적연기금은 공적 자산에 대한 특수한 가치와 일치하는 투자 관행 및 철학을 갖춘 위탁 운용사를 선정하고, 이들에게 구체적인 책임투자 및 ESG의 기대 사항을 명확하게 전달·모니터링할 필요가 있음
  - 이를 위해 PRI는 자산소유자의 책임투자 기초부터 위탁운용사 관리까지의 총 5단계 가이드라인을 단계별로 제안함
    - (Module 1) 자산소유자의 책임투자 전략 및 자산 배분 프로세스 개발
    - (Module 2) 자산소유자의 책임투자 기초와 관련한 위임 사항 및 제안요청
    - (Module 3, 4, 5) 위탁운용사 선정, 임명 계약, 관리
  - 여기서는 위탁운용사의 선정 및 관리까지의 가이드라인(Module 3, 4, 5)을 살펴봄

### 가. 위탁운용사 선정 및 임명

- ◆ PRI 위탁운용사 선정 가이드라인(Module 3)
  - (목적) 투자위임서에 명시된 자산운용사의 ESG 요건을 충족할 수 있는 인력, 프로세스 및 전문성을 갖춘 운용사를 식별하기 위함
    - 1. 위탁운용사 예비선정: 위탁운용사 기본 조사, ESG 점수, 평판 등
    - 2. 최종후보군 선정: ESG 위험 및 성과, ESG 통합 투자 절차 등
    - 3. 심층실사: 법적 사항, 문서 기록, 인터뷰 및 현장 방문 등
    - <그림 1>은 ESG 관점의 위탁운용사 선정 구조를 나타내는 그림임

1) 출처: PRI, <https://www.unpri.org/investment-tools/asset-owner-resources>

〈그림 1〉 PRI의 위탁운용사 선정 프로세스 가이드라인



출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

• 위탁운용사 예비 선정(Longlisting of investment managers)

- (조사) 위탁사의 ESG 요소(기업 문화, 지배구조, 책임투자 정책)와 투자전략 및 펀드 구조 검토
  - 기업 문화: ESG 통합 투자 프로세스, 수탁자책임 활동, 이니셔티브 활동, ESG 교육 등 확인
  - 지배구조: 위탁사의 책임투자 지배구조 검토
  - 책임투자 정책: PRI 서명, 모니터링 정책 등 이해
  - 투자전략 및 펀드 구조: ESG 투자자산의 전략(액티브→패시브) 및 투자펀드 구조(개별→펀드) 파악
- (절대평가) 위탁사를 평가하기 위해 내부 및 제3자 평가 데이터, 설문지 수집 등을 통해 위탁 운용사, 운용사의 투자 펀드, ESG 특정 이슈 등을 평가
  - 내부 데이터
    - : 자체적 평가 지표의 우선순위(ESG 수준, 관여 활동 등)에 따라 내부 데이터베이스를 구축하여 위탁운용사 선정에 활용
  - 제3자 데이터
    - : 신뢰할 수 있는 평가를 위해 독립적인 제3자 데이터 활용 가능
    - : 내부 평가기준에 따라 평가 지표 간 우선순위 및 가중치 조정이 가능함
  - 설문지 수집
    - : 위탁운용사의 ESG 역량을 자세하게 확인하기 위해서 운용 자산군별 실사 질문서(Due Diligence Questionnaires, DDQs)를 활용하여 정보를 수집할 수 있음
    - : DDQs는 필수적인 정보 원천으로, 선정 과정 전반에서 활용됨
    - : DDQs는 투자운용사 선택 과정에서 ESG 역량을 체계적으로 평가하고 비교하는 데 중요한 도구로, 최적의 운용사 선정을 돕는 역할을 함

## Pension Issue & Trends Analysis

### ■ 기타 책임투자 평가

: 기업 수준, 펀드 수준, 특정 ESG 이슈를 중심 평가할 수 있고, 정량 및 정성평가를 반영하여 점수화함

■ <그림 2>는 PRI의 위탁운용사 투자매니저를 평가하는 ESG 점수표의 예시이며, <표 1>은 이의 등급별 기준을 나타낸 것임

<그림 2> PRI의 투자매니저 ESG 점수표

Investment manager	INVESTMENT MANAGER SCORECARD														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Attribute 1</b>															
ESG integration in investment analysis															
ESG integration in investment decision making															
<b>Attribute 2</b>															
Assess ESG ex-ante															
Assess ESG ex-post															
<b>Attribute 3</b>															
Integration in legal documentation															
<b>Attribute 4</b>															
Stewardship															
<b>Attribute 5</b>															
Long-term view on outcomes in environment															
Long-term view on outcomes in society															
<b>Attribute 6</b>															
Public disclosure															
Accountability mechanisms															
<b>Total score (weighted %)</b>	100	100	95	87	85	75	68	55	46	30	27	27	19	12	8
<b>Momentum</b>	↑	↔	↑	↓	↔	↔	↓	↑	↓	↓	↔	↓	↔	↔	↔
<b>Category</b>	Leading					Midfield					Beginners				

출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

<표 1> PRI의 투자매니저 ESG 등급 기준

등급	ESG 수준	내 용
A	ADVANCED	<ul style="list-style-type: none"> <li>매니저가 자신의 목표와 접근 방식을 명확하게 설명함</li> <li>매니저가 충분한 자원을 보유하고 있으며, 최고 경영진(C-suite)이 이에 대한 책임을 가짐</li> <li>책임 투자가 투자 의사결정 및 스튜어드십 활동에 완전히 통합되어 있음</li> </ul>
B	COMPREHENSIVE	<ul style="list-style-type: none"> <li>매니저가 자신의 목표와 접근 방식을 적절히 설명함</li> <li>매니저가 충분한 자원을 보유하고 있으며, 고위 경영진이 이에 대한 책임을 맡음</li> <li>책임 투자가 투자 의사결정 및 스튜어드십 활동에 적절히 통합되어 있음</li> </ul>
C	INTERMEDIATE	<ul style="list-style-type: none"> <li>매니저가 자신의 목표와 접근 방식을 어느 정도 설명함</li> <li>매니저가 기본적인 자원만 보유하고 있으며, 중간 관리자가 이에 대한 책임을 맡음</li> <li>책임 투자가 투자 의사결정 및 수탁 관리 과정에서 개별 사례별로 고려됨</li> </ul>
D	BASIC	<ul style="list-style-type: none"> <li>운용사는 제한적인 목표와 접근 방식을 표현함</li> <li>운용사는 자원이 부족하며 제한된 관리 책임을 가짐</li> <li>책임 투자가 투자 의사결정에서 거의 고려되지 않음</li> </ul>
E	NO INCORPORATION	<ul style="list-style-type: none"> <li>운용사는 목표나 접근 방식을 전혀 명확히 하지 않음</li> <li>운용사는 자원도 없고 관리 책임도 없음</li> <li>책임 투자가 투자 의사결정 및 수탁 활동에 통합되지 않음</li> </ul>

출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

- (상대평가)
  - 위탁운용사 간 비교를 통해서 투자성과 및 ESG 역량을 객관적이고 체계적으로 평가할 수 있음
  - 정성적 요인이 많은 책임투자의 상대평가를 위해서는 기준이 되는 특정 기준(예: 탄소발자국, 지배구조 수준 등), 벤치마크(예: EU CTB, EU PAB)<sup>2)</sup>를 활용하거나 유사 기업 간 평가가 요구됨
- (평가 피드백)
  - 최종 후보군에 들지 못한 운용사들의 책임 투자 활동 개선 지원
  - 책임투자를 시작하는 운용사들에게 학습 및 적응 기회 제공
- 위탁운용사 최종 후보 선정(Shortlisting of investment managers)
  - (목적) 1차 후보군으로 선별된 위탁운용사들의 포트폴리오 구성 및 리스크 관리를 평가, 책임 투자 프로세스를 검증
  - (위탁사의 포트폴리오 구성 및 리스크 관리 평가)
    - 투자전략 및 책임투자 정책에 명시된 요구사항을 포트폴리오 구성의 성과 측면에서 이행할 수 있는지 능력을 검증
      - : <표 2>는 투자전략에서 ESG를 통합하는 방법을 나타냄
    - 위탁운용사 리스크 관리 프로세스의 ESG 통합 방식 검토
      - : 투자 대상에 대한 관여(engagement), 기업과의 대화 영향 측정 및 보고, 위탁사의 ESG 선호도와 제안요청서 정책과의 일치 여부 등

<표 2> PRI의 투자전략과 ESG 통합 방법

ESG 전략	액티브	→	패시브
	투자 접근법		
	펀더멘탈 분석 (Fundamental Analysis)	퀀트와 스마트 베타 (Quant and Smart Beta)	인덱스 투자 (Index Investing)
ESG 통합	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 요소는 다른 모든 중요한 요소와 함께 절대적 및 상대적 평가 모델에 통합됨</li> <li>• 투자자들은 ESG 요소의 예상 영향을 반영하여 다음과 같은 재무 예측치 또는 기업 평가 모델을 조정할 수 있음</li> <li>• 재무 예측치 : 매출, 운영 비용, 자산 장부가치, 자본 지출</li> <li>• 기업 평가 모델 : 배당 할인 모델, 할인된 현금 흐름 모델, 조정된 현재 가치 모델</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 요소는 가치, 품질, 크기, 모멘텀, 성장, 변동성과 같은 요소들과 함께 정량적 모델에 통합될 수 있음</li> <li>• ESG 요소 및 점수는 스마트 베타 포트폴리오 구성에서 다음과 같은 목적으로 가중치로 활용될 수 있음                             <ul style="list-style-type: none"> <li>: 초과 위험 조정 수익률 기여, 하방 위험 감소, 포트폴리오의 ESG 위험 프로파일 개선 등</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중요한 ESG 이슈는 식별되어 전통적인 요인들과 함께 포트폴리오 구성에 반영되는 규칙으로 변환됨</li> <li>• ESG 리스크 프로필 전체 또는 특정 ESG 요인에 대한 노출은 지수 구성 중목의 가중치를 조정하거나 이미 이를 반영한 지수를 추적함으로써 감소시킬 수 있음</li> </ul>

2) PAB(Paris-Aligned Benchmark)는 파리협정 목표에 부합하여 기후 변화 완화와 온실가스 배출 감소를 지원하는 기준점을 제공하는 벤치마크임. CTB(Climate Transition Benchmark)는 전반적인 산업 및 경제의 기후 전환 지원하기 위한 목적으로 제공되는 기준점임

## Pension Issue & Trends Analysis

ESG 전략	액티브	→	패시브
	투자 접근법		
	펀더멘탈 분석 (Fundamental Analysis)	퀀트와 스마트 베타 (Quant and Smart Beta)	인덱스 투자 (Index Investing)
투자 배제	<ul style="list-style-type: none"> <li>투자자의 선호, 가치 또는 윤리를 기반으로 잠재적 투자 목록에 적용되어, 투자 대상 기업을 포함하거나 제외하는 역할</li> <li>일반적으로 특정 제품, 서비스 또는 기업 관행을 포함하거나 배제하는 기준에 따라 설정</li> </ul>		
테마 투자	<ul style="list-style-type: none"> <li>가치평가 및 재무 기준을 충족하고, 지속가능성 과제와 주제를 다루는 기업이 투자 대상으로 식별</li> <li>임팩트 투자 포함</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>환경 및 사회적 주제(예: 청정 기술, 기후 변화 등)에 초점을 맞춘 지수 선택</li> </ul>

출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

- 심층실사(In-depth due diligence)

- (목적) 최종 후보군들의 제출 서류 검토, 현장 방문 및 인터뷰 등을 통해 위탁운용사 최종 결정
- (문서화 및 책임투자 실적 기록 검토)
  - 최종 후보군의 운용 성과 기록, 기타 재무적 및 비재무적 성과 지표에 대한 추가 정보를 검토 (<표 3> 참조)

〈표 3〉 PRI의 위탁운용사 실사의 서류 목록

목록	설명
1. 책임 투자 정책 (Responsible investment policy)	책임 투자에 대한 관리자의 전반적인 접근 방식과 전략을 기술한 문서
2. 책임 투자 보고서 (Responsible investment reports)	과거의 책임 투자 활동과 성과를 상세히 기술한 보고서
3. 책임 투자 방법론 (Responsible investment methodology)	ESG 요소 통합 방법 및 평가 방식에 대한 설명
4. 데이터 세트 및 포트폴리오 분석 (Data sets and portfolio analysis)	투자 관리 포트폴리오의 구성 및 ESG 관련 데이터 분석 결과
5. 임팩트 보고서 (Impact reports)	투자 활동이 환경, 사회, 거버넌스에 미친 긍정적/부정적 영향 평가
6. 사건 보고서 (Incidence reports)	투자 과정에서 발생한 주요 사건 및 이에 대한 대응 조치
7. 마케팅 자료 (Marketing materials)	투자 기회를 설명하기 위한 자료
8. 투자 안내서 (Prospectus or Offering memorandum)	특정 투자 상품의 조건과 특성을 기술한 문서
9. 성과 요약 (Performance summary)	투자 관리자의 과거 재무적 성과와 관련한 요약 자료
10. 운용의 비상 대책 및 개선 계획 (Operational contingency and corrective plan)	비상 상황에서의 대응 계획 및 문제 해결 방안
11. 운용 매뉴얼 (Operative manual)	투자 관리자가 따르는 운영 절차와 지침



목록	설명
12. 서비스 제공자 목록 (Service provider list)	관리자가 협력하는 외부 서비스 제공자의 목록
13. 내부통제 매뉴얼 (Compliance manual)	법적 규제 및 내부 정책 준수 지침
14. 행동 강령 (Code of conduct)	관리자의 윤리 및 행동 기준
15. 재무제표 (Financial statements)	투자 관리자의 재정 상태를 보여주는 공식 문서

출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

- (현장 방문 및 심층 평가)

▪ 현장 방문 및 인터뷰

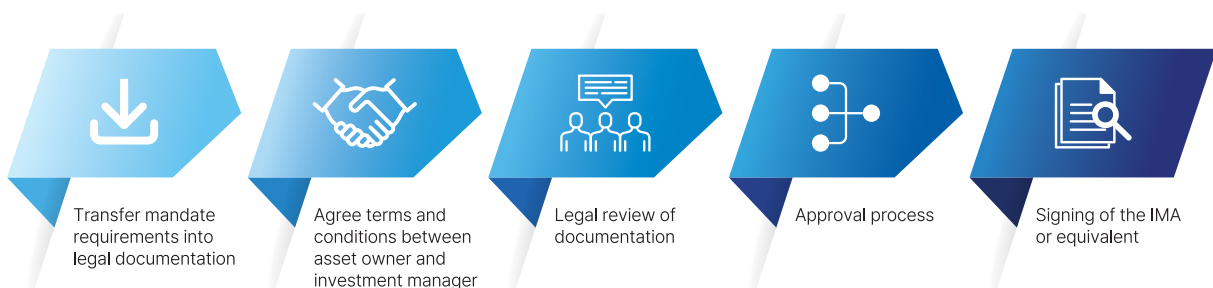
- : 최종 후보군에 대해 현장 방문, 인터뷰, 직접 대면 회의를 통해 관리자의 자원 및 ESG 통합 역량을 추가적으로 평가
- : 투자팀 및 책임 투자팀과의 협업을 통해 ESG 요소가 투자 프로세스에 효과적으로 통합되었는지 확인 가능
- : 위탁운용사가 제안요청서의 투자 목표를 달성할 능력이 있는지 확인

◆ PRI 위탁운용사 임명 계약 가이드라인(Module 4)

• (목적) ESG 활동 등의 투자 위임 요구사항을 법적 문서로 전환하는 것

- 계약 전, 선정 과정(Module 3)을 통해 최종 선택된 위탁운용사에 대한 법적 검토 절차
- 투자운용계약(Investment Management Agreement, IMA) 관련 문서 또는 이에 상응하는 문서를 작성
- 운용사가 프레임워크 내에서 운영할 수 있는 명확하고 이행 가능한 계약을 수립
- 임명 계약서 내에 ESG 관련 요구사항이 포함되어야 함
- <그림 3>은 위탁운용사 임명 계약 구조를 나타내는 그림임

<그림 3> PRI의 위탁운용사 임명 계약 프로세스 가이드라인



출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER APPOINTMENT GUIDE」

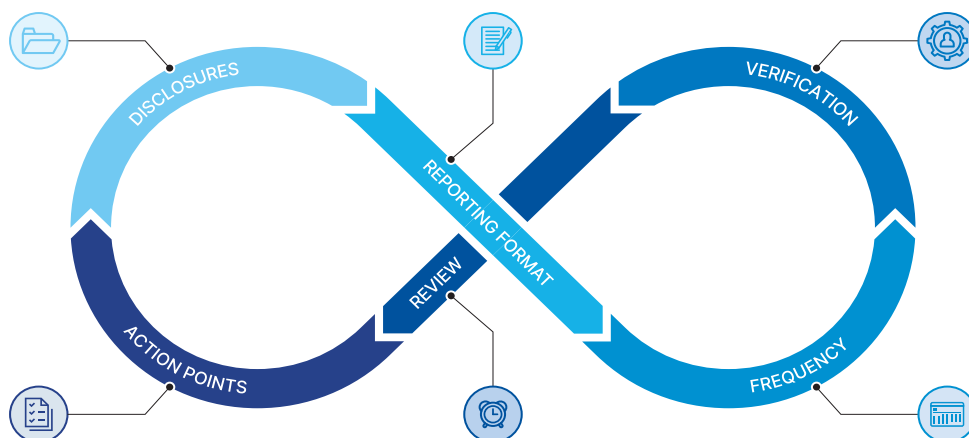
- (Step 1) 투자 위임 사항을 법적 문서 전환
  - 위탁운용사 선정 단계에서 제시된 위임 요구사항(ESG 포함)은 투자운용계약(IMA) 및 관련 문서에 포함되어야 함
  - 위탁운용사는 제안요청서에 명시된 ESG 요구사항을 이해하고, 이를 법적 문서에 반영해야 함
- (Step 2) 계약의 조건 및 조항 합의
  - ESG 조항의 개발에 있어 상호 간에 업계의 충분한 지식과 법적 이해 등이 수반될 수 있어야 함
  - ESG 조항에는 ① 책임투자 원칙 및 ESG 요소, ② 투자배제 목록, ③ 보고 주기, ④ ESG 계약 위반 및 구제책, ⑤ 관여(engagement) 활동 및 결과 보고 등이 포함될 수 있음
- (Step 3~5) 문서의 법률 검토, 계약 쌍방의 승인 절차를 거쳐 위탁운용계약을 체결
  - 최종 투자운용계약(IMA) 내에는 위탁운용사가 ESG 활동 및 보고를 수행할 역량이 있으며 관련한 법적 책임을 포함해야 함

## 나. 위탁운용사 관리(monitoring)

### ◆ PRI 위탁운용사 관리 가이드라인(Module 5)

- (목적) 위탁운용사의 ESG 통합 등의 성과를 상시·정기 모니터링하고, 개선방안을 도출하는 순환 과정을 통해 장기 운용 성과 제고
  - 1) 공개 → 2) 보고 형식 → 3) 보고 빈도 → 4) 검증 → 5) 검토 → 6) 피드백 활동의 순차적 모니터링 순환과정

〈그림 4〉 PRI의 위탁운용사 모니터링 프로세스 가이드라인

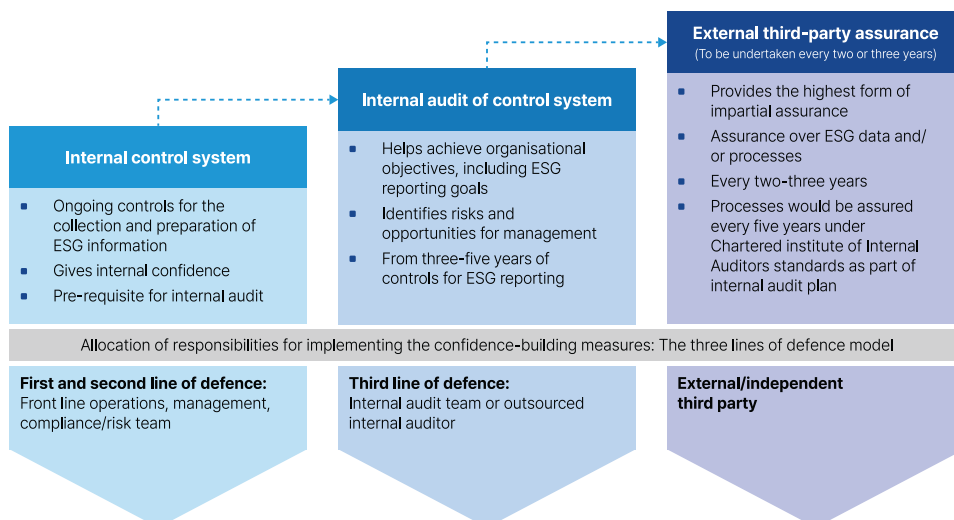


출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE」

- (공개)
  - 위탁사가 공개하는 자료는 위탁 기간 동안 운용의 성과를 검토하고 평가하는 기초 자료

- 자산소유자는 위탁운용사가 책임투자 목표와 수탁 의무를 충족하고 있는지, 부정적 결과를 최소화하고 긍정적 결과를 극대화하고 있는지 확인
- (보고 형식 및 빈도)
  - 보고 형식과 빈도는 자산소유자와 위탁운용사 간의 명확한 합의를 통해 정의되어야 함
    - (형식)
      - : 일관성을 유지하고, 분석 및 활용을 위해 전자적 제출을 권장
    - (빈도)
      - : 정기적(연간, 분기, 월별), 우발 사건 및 중요 사건 기반으로 보고
- (검증)
  - 위탁운용사의 정보는 신뢰성과 검증 가능성을 보장해야 하며, 이는 내부 또는 외부 검증을 통해 달성될 수 있음
    - (내부 및 외부검증)
      - : 모든 보고된 정보에 대해 철저한 문서 기록을 유지하여 필요 시 추가 정보를 추적할 수 있도록 해야 함
      - : 제3자 검증이더라도 보고된 정보는 감사 및 검증이 가능하도록 체계적으로 유지되어야 함
    - (검증 절차)
      - : (기본 검증) 단순히 데이터를 확인하거나 주요 데이터를 추적
      - : (심층 검증) 내부 감사팀을 통한 데이터 점검 및 기록 확인
      - : (제3자 감사) 외부 기관에 의한 ESG 데이터 및 보고 검증
      - : <그림 5>는 위탁운용사 모니터링 체계 검증을 나타냄

〈그림 5〉 PRI의 위탁운용사 모니터링 체계 검증 가이드라인



출처: PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE」

- (검토 및 피드백 활동)
  - 보고된 정보, 평가 및 모니터링에 사용되는 분석 방법, 절차에 대한 검토와 위탁운용사에게 피드백을 제공하기 위한 과정
  - 자산소유자는 1) 위탁운용사의 정보 → 2) 모니터링 체계 → 3) 책임투자 정책 및 목표 등에 대한 내·외부 평가 결과 → 4) 위탁운용사 간 상대평가 등을 통해 개선방안 등을 마련

### 3. 글로벌 공적연기금의 위탁운용사 선정 및 관리

#### ◆ GPIF(일본)

- 글로벌 최대 공적연기금인 GPIF는 기금적립금의 대부분을 위탁운용하므로 위탁운용사 선정 및 관리에서 ESG를 중요하게 평가하고 있음<sup>3)</sup>
- GPIF는 기금적립금의 관리 및 운용 방법에서 스튜어드십 책임을 이행해야 함을 명시하고 있음<sup>4)</sup>
  - 일본판 스튜어드십 코드를 기반으로 책임 투자 활동 지침의 마련 및 공개
  - PRI 활동에 참여, 매년 운용의 책임투자 활동을 점검하고, 해당 내용을 공개
- GPIF의 위탁운용사는 당사의 스튜어드십 코드와 PRI 준수 여부, 의결권 행사 내역을 보고해야 함
  - 일본 스튜어드십 코드 혹은 PRI에 서명하지 않은 경우 그 이유를 보고
- 위탁운용사는 ESG 요소를 반영해 장기 주주이익을 위해 의결권을 행사
  - 의결권 행사 방침을 GPIF에 제출해야 하며, 방침에는 기업의 반사회적 행위에 대한 대응 방침도 포함되어야 함
- GPIF의 위탁운용사 선정 및 관리 기준은 다음과 같음
  - 투자방침, 운용 프로세스(ESG 통합 포함), 조직 및 인적자원, 내부통제, 수탁자 책임 이행 등을 평가
  - (선정)
    - 위탁운용사의 '운용 프로세스'에 펀드 특성에 맞는 ESG 통합 전략을 구사하고 있는가
    - '스튜어드십 책임에 관한 대처'에서 위탁운용사가 ESG 중요성을 인식하고 의결권 행사를 이행하고 있는가
    - 피투자대상기업의 ESG를 촉진하기 위한 대처를 적절하게 수행하고 있는가
    - <표 4>는 GPIF의 위탁운용사 선정의 심사기준 중 ESG 반영 부분을 발췌한 내용임

3) <https://www.gpif.go.jp/esg-stw/>

4) 출처: GPIF(2024), 「業務方針(업무방침)」

〈표 4〉 GPIF 위탁운용사 선정의 ESG 적용 심사기준

#### 4. 종합 평가 방법

##### (1) 운용 수탁 기관

###### • 운영 프로세스 (ESG 통합 포함)

- 투자 정책과 일치하는 운영 프로세스가 구축되고 있는가
- 부가가치 추구방법(패시브 운용기관에 있어서는 총거래비용 최소화 등에 의한 수익 확보에도 배려하면서 매니저·벤치 마크에 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 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 폐해 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)」

##### - (모니터링)

- 위탁 운용사 간 상대 평가
- 모니터링을 위한 종합 평가는 매년 1회 실시, 필요 시 수시 진행

#### ◆ CalPERS(미국)

- 미국 캘리포니아주 공적연기금 CalPERS는 기금적립금의 약 36.6%(공동투자 2.8% 포함)를 위탁운용하고 있음<sup>5)</sup>
  - 대부분 대체투자(사모 펀드, 부동산 등)에서 위탁운용하고 있으며, 채권 및 주식은 대부분 직접 운용하고 있음
- CalPERS는 PRI 원칙 준수를 강조하면서 글로벌주식, 글로벌채권, 사모펀드, 실물자산 부문에 대한 책임투자 가이드라인(Sustainable Investment Practice Guidelines)을 수립
  - 투자신념(Investment Beliefs), 지배구조와 지속가능성 원칙(Governance & Sustainability Principles), PRI 책임투자 원칙 6가지에 기반하여 ESG 통합전략을 명문화

5) 출처: CalPERS(2023), 「Trust Level Review As of December 31, 2023」

- CalPESR의 위탁운용사 선정 및 관리 기준은 다음과 같음<sup>6) 7)</sup>
  - (글로벌 주식)<sup>8)</sup>
    - (선정)
      - : 위탁운용사에게 ESG 정보 요청하고, 이를 기반으로 평가
      - : 위탁운용사의 ESG 점수는 최종 전략 선정에 반영
    - (계약)
      - : 위탁운용사는 지속가능 투자 또는 ESG 요소 평가를 통합하는 투자 프로세스를 보유하고, ESG 요소와 지속가능한 투자 활동을 보고서에 반영
    - (모니터링)
      - ① ESG 관련 이슈 질의
        - : ESG 관련 기회 및 리스크를 식별하고 대응하는 지속적 프로세스
        - : ESG와 관련된 소송 문제
        - : 포트폴리오 가치에 영향을 미칠 수 있는 중요한 ESG 문제
      - ② ESG 보고서는 최소 연 1회 검토
      - ③ 투자배제
        - : 법적 규정(이란 및 수단) 및 이사회 결정(담배 및 특정 총기 제조사)에 의해 선정된 기업
      - ④ 의결권 행사 : CalPERS의 책임투자 원칙에 따라 의결권을 행사
  - (사모 펀드)<sup>9)</sup>
    - (선정)
      - : ESG 정책, GP가 ESG 이슈를 식별, 모니터링, 완화, 해결하는 방법 질문
      - : ESG 관련 소송, 리스크 및 기회 관련 사례 요청 및 검토
    - (계약)
      - : ESG 요소 및 책임투자 절차 및 활동을 보고할 것을 계약서에 명시
    - (모니터링)
      - : 정기적으로 미팅하여 ESG 관련 이슈 확인 및 기록
      - : 위탁운용사 ESG 보고서 검토
  - (부동산)<sup>10)</sup>
    - (선정)
      - : CalPERS는 ESG 기준이 포함된 '표준화된 매니저 평가 도구(Manager Assessment Tool, MAT)'를 사용하여 위탁사 선정

6) 글로벌 채권의 책임투자 가이드라인에는 투자대상인 채권을 중심으로 설명하고 있음에 따라 본고에서는 제외함

7) CalPERS의 자산군별 책임투자 가이드라인에는 투자자산에 대한 선정 및 관리 기준도 설명되어 있으나, 여기서는 위탁운용사 선정 및 관리에 대해서만 설명함

8) 출처: CalPERS, 「Global Equity Sustainable Investment Practice Guidelines」

9) 출처: CalPERS, 「Private Equity Sustainable Investment Guidelines」

10) 출처: CalPERS, 「Real Assets Sustainable Investment Practice Guidelines」

: MAT은 '심층 실사 질문서(Due Diligence Questionnaire, DDQ)'에 ESG 관련 질문을 포함하여 평가, ESG 관행 및 실사 과정에서 발견된 ESG 관련 우려 사항을 확인

■ (계약)

: 다음 사항을 계약에 명시

- ① 책임 투자 및 ESG 요인의 평가 통합 절차 도입 및 보유 내용
- ② ESG 요인 및 지속 가능한 투자 활동의 보고

■ (모니터링)

- : 계약서에 명시된 ESG 의무 준수 여부를 검토 및 수정
- : 중대한 ESG 사건, 권리 범위 내에서 실질적 ESG 문제에 개입
- : 지속가능 투자 프로세스, 관행 및 보고를 검토하고 ESG 기회와 리스크를 식별
- : 매년 CalPERS가 지정하는 제3자 지속가능성 성과 조사
- : ESG 또는 지속가능 투자 보고서, 설문조사, 또는 PRI 보고서 검토

◆ GPF(노르웨이)

- 노르웨이 공적연기금 GPF의 기금을 운용하는 NBIM은 투자금액의 약 4.7%를 위탁운용하고 있음<sup>11)</sup>
  - 1998년부터 위탁 운용사를 기금운용에 적용하고 있음
- NBIM의 위탁 운용사는 심층적인 시장 및 기업 분석을 통해 초과 수익을 창출하고, ESG 문제가 있는 기업에 대한 노출을 줄이는 역할을 수행해야 함<sup>12)</sup>
  - 신흥시장 및 선진국의 소형주 등에서 주로 위탁운용을 위임
  - 위탁운용사는 피투자 대상의 비즈니스 모델, 기업 전략, 지배구조를 검토하여 투자 위험을 관리해야 함
- NBIM의 위탁운용사 선정 및 관리 기준은 다음과 같음<sup>13)</sup>
  - (선정)
    - 위탁운용 자산은 직접운용 자산과 일관된 방식으로 평가, 회계 처리되고 성과가 측정되어야 함
    - 위탁 전 운용사의 사기, 부패 등을 완화하기 위한 위험 기반 실사(risk-based due diligence)를 포함한 선정 절차를 거쳐야 하며, 현장 실사를 실행함
  - (모니터링)
    - 매년 위탁운용사가 PRI(책임투자원칙) 서명자 여부 확인('21년 기준 60%)
    - 서명하지 않은 경우 이에 대한 이유 검토

11) 출처: NBIM(2024), 「Responsible investment Government Pension Fund Global 2023」

12) <https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/external-mandates/>

13) <https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/policies/external-management--/>

- 개별 위탁운용사에 대해 지속가능성 위험 특성을 기반으로 결정된 빈도 주기로 현장 검토를 수행

### ◆ APG(네덜란드)

- 네덜란드 공적연기금 ABP의 자산운용을 전담하고 있는 APG는 투자금액의 약 70%는 직접운용, 나머지 30%는 위탁운용하고 있음<sup>14)</sup>
  - 특히, 대체자산인 사모투자 부분에서 위탁운용의 비중이 높음<sup>15)</sup>
- ABP는 APG에게 투자위임사항을 제공하며, 이를 기반으로 APG 또한 직접 및 위탁운용사에게 동일한 수탁 모델(Fiduciary model)을 적용함<sup>16)</sup>
  - APG의 수탁 관리(Fiduciary Management) 부서는 직접 및 위탁운용의 성과를 검토하고, ABP 포트폴리오의 위험과 수익을 관리함<sup>17)</sup>
  - 위탁사의 책임투자는 지속가능성 위험 관리의 일환으로 투자 프로세스에 적용됨<sup>18) 19)</sup>
- APG의 위탁운용사 선정 및 관리 기준은 다음과 같음<sup>20)</sup>
  - (선정)
    - (투자제안서, ESG DDQ)
      - : 선정 전, 위탁운용사들에게 ESG 실사(ESG Due Diligence) 설문지를 발송하여 주요 지속가능성 리스크 관리에 대한 정책과 상황 등을 요청
      - : 위탁운용사는 설문 응답과 함께 책임투자 리스크 완화 방안을 제시해야 함
    - (평가 기준)
      - : 위탁운용사의 포트폴리오에서 발생했던 과거 지속가능성 리스크 사건
      - : 지속가능성 리스크를 관리하기 위한 운용사의 프로세스
      - : 운용사의 주요 포트폴리오 섹터별 지속가능성 리스크
  - (모니터링)
    - (리스크 관리)
      - : 지속가능성 리스크는 APG의 지속가능성 리스크 분류 체계를 사용해 분기마다 모니터링
      - : ESG 전문 정보(RepRisk) 데이터를 활용해 심각한 ESG 사건을 지속적으로 모니터링
      - : 외부 운용사는 주요 ESG 사건을 APG에 보고해야 하며, 분기별 모니터링 회의에서 이를 논의

14) 출처: APG(2023), 「Annual Report 2023」

15) 출처: APG(2021), 「Responsible investment Report 2021」

16) APG는 수익, 비용, 위험 및 책임투자를 반영하여 투자프로세스를 구축, APG는 투자 자산군 전반에 걸쳐 모든 투자에 대해 ESG(환경, 사회, 지배구조) 기준을 평가함

17) 출처: APG, <https://assetmanagement.apg.nl/fiduciary-management/>

18) APG Asset Management는 SFDR에 따라 지속 가능성 위험 관리와 프로세스, 금융 상품 및 투자 자문에 통합하는 방법에 대한 정보를 공개하고 있음

19) APG의 지속가능성 리스크 완화 정책은 책임투자 지침(Responsible Investment Guidelines)에 따라 ESG 프로세스를 실행하기로 약속한 외부 운용사와 협력하여 이루어짐

20) APG는 대체 자산군의 위탁운용 비중이 높음. 다음 내용은 대체 크레딧(Alternative Credits)의 위탁운용사 선정 및 관리 기준임



- (지속가능성 데이터 수집)
  - : 지속 가능성 요인 중 부정적 영향(온실가스 배출량, 인권침해, 죄악주 등 사항) 평가를 위해 위탁운용사의 관련 자료 수집
- (연간 검토)
  - : 매년 위탁운용사에 대한 검토를 실시하여 지속가능성 리스크를 위임 사항별로 확장해 모니터링하며, 성과표(scorecard)를 활용해 평가해야 함

## ◆ CPPI(캐나다)

- 캐나다 공적연기금(CPPI)는 비용관리 측면에서 경제적 균형(trade-off)를 고려하여 위탁운용함<sup>21) 22)</sup>
  - CPPI의 위탁운용 포트폴리오 관리(External Portfolio Management)는 전 세계 70개 이상의 자산 관리자와 협력하여 내부 투자 프로그램을 보완함
  - 공동 투자 및 신흥 관리자 프로그램을 통해 장기적 파트너십을 구축하여 글로벌 시장 주식, 신용, 금리, 통화, 상품 등에 투자
- CPPI의 위탁운용사 관리 기준은 다음과 같음<sup>23)</sup>
  - (모니터링)
    - (ESG DDQ)
      - : 사모펀드의 GP와 위탁 운용사에게 관계 시작 시점에 지속가능성 관련 실사 설문지를 작성하도록 요구하여 파트너들을 평가
    - (지속가능성 데이터 수집)
      - : 위탁 운용사들을 대상으로 형평성, 다양성, 포용성(Equity, Diversity and Inclusion, EDI) 관행에 대해 조사하고, 90% 이상의 응답을 회수
      - : 2023년 기준, 대부분의 운용사들이 EDI 데이터를 수집하고 있으나, 아직 형식적인 목표나 기준을 고려하는 초기 단계임을 확인
    - (리스크 모니터링)
      - : 사모펀드는 GP의 지속가능성 성과를 매년 평가함
      - : GP 평가를 위해 사모시장에 특화된 'ESG 데이터 융합 이니셔티브(ESG Data Convergence Initiative, EDCI)'의 데이터를 활용

21) TPA(Total Portfolio Approach) 방식으로 포트폴리오를 관리함에 따라 위탁운용 부문에 대한 운용 비중을 특정하고 있지 않음. TPA란, 전통적인 자산 배분 모델과 다르게 모든 투자 결정을 전체 포트폴리오의 성과와 리스크에 미치는 영향을 기반으로 각 자산군과 전략에 내재된 위험-수익 요인을 분석해서 포트폴리오를 구성하는 방식임. 다시말해, 목표로 하는 시장 위험 수준에서 수익을 극대화하기 위해 설계된 글로벌 노출의 최적 조합을 찾아 자산을 배분함

22) <https://www.cppinvestments.com/about-us/our-investment-teams/team-capital-markets/external-portfolio-management/>

23) CPPI의 위탁운용사 책임투자과 관련한 관리 기준은 사모펀드 관련해서만 공개되어 있음

## 4. 나가며

### ◆ 글로벌 공적연기금의 위탁운용사 선정 및 관리 특징

- (PRI 가이드라인 준수) 글로벌 공적연기금은 모두 PRI에 가입되어 있으며, 위탁운용사에게도 PRI 가입할 것을 권고함
  - PRI는 위탁운용사 선정 및 관리에 가이드라인을 설정하고 가입 회원들에게 이를 준수하도록 독려하고 있음
- (선정) ESG 통합 및 실행 여부를 중심으로 평가하며, 각 연기금의 투자 목표와 정책에 부합하는 운용사인지를 철저히 검토
  - 위탁운용사 선정 과정은 책임투자 원칙을 기반으로 하며, 심층실사를 위한 설문지(DDQs) 및 내·외부 ESG 평가 결과를 통해 신뢰성과 적합성을 확보하려는 것이 특징
- (모니터링) 주기적으로 책임투자 결과 및 ESG 요소에 대해 데이터 기반 평가를 하고, 관련 정보 공개를 요청함
  - 공적연기금의 가치관에 따라 책임투자를 이행하고 있는지 점검하며, 이에 반하는 경우 즉각적인 개선 조치 요구
  - 위탁운용사 평가는 정량 및 정성적 측면을 모두 고려하여 데이터화하고, 위탁운용사 간 상대 평가할 수 있도록 관리됨

### ◆ 시사점

- 국민연금기금은 위탁운용사 관리 및 모니터링 체계를 글로벌 스탠다드에 부합하도록 고도화할 필요가 있음
  - 글로벌 공적연기금은 위탁운용사의 선정 및 관리뿐만 아니라, 위탁운용사가 관리하는 자산에 대해서도 책임투자 프로세스를 적용하고 있음
  - 기금은 위탁운용사 선정에서 책임투자를 가점요인으로만 반영하고 있으며, 관리 프로세스는 개별 운용부서가 전담함
- (대체투자 위탁운용) 기금의 대체투자가 확대될 것으로 전망됨에 따라 대체투자 위탁운용 부문의 책임투자에 대해서도 단계적 이행방안 마련이 필요
  - 국민연금기금을 포함하여 글로벌 공적연기금의 경우, 대체자산은 위탁운용하는 경향이 있음
  - 국민연금기금은 위탁운용 선정 및 모니터링에서 책임투자 요소를 고려하면서, 책임투자 적용 자산규모를 대폭 확대함
  - 현재 기금은 대체자산을 제외한 자산군에만 책임투자를 적용하고 있어, 향후 대체자산에 대한 책임투자 방안을 마련할 필요가 있음

**〈참고문헌〉**

- APG(2021), 「Responsible investment Report 2021」
- APG(2023), 「Annual Report 2023」
- CalPERS, 「Global Equity Sustainable Investment Practice Guidelines」
- CalPERS, 「Private Equity Sustainable Investment Guidelines」
- CalPERS, 「Real Assets Sustainable Investment Practice Guidelines」
- CalPERS(2023), 「Trust Level Review As of December 31, 2023」
- CPPI(2024), 「2023 Report on Sustainable Investing」
- GPIF(2024), 「業務方針(업무방침)」
- NBIM(2024), 「Responsible investment Government Pension Fund Global 2023」
- PRI(2020), 「IINVESTMENT MANAGER APPOINTMENT GUIDE」
- PRI(2020), 「IINVESTMENT MANAGER MONITORING GUIDE」
- PRI(2020), 「INVESTMENT MANAGER SELECTION GUIDE」

# 일본후생연금(GPIF)의 책임투자 운용전략과 정책 효과



정 다 빈 주임연구원

## 1. 들어가며

- ◆ 책임투자는 통상 기금의 재정 목표와 지속가능성 달성을 위해 재무적 요인뿐만 아니라 ESG(환경·사회·지배구조) 요인과 같은 비재무적 요인을 통합적으로 고려하여 투자하는 방식을 말함
  - 책임투자 이슈에서 사용되는 관련 용어를 정리하여 이해 가능성을 제고할 필요가 있음
    - ESG Integration: 전체 투자 프로세스에 ESG 요인을 종합적으로 고려한 의사결정 방식 및 투자 전략
    - ESG 투자: 투자 의사 결정 과정에서 ESG 요인을 고려하여 투자 대상에 재무적, 비재무적 성과 달성을 위한 투자
    - 관여(Engagement) 활동: 책임투자 관점에서 포트폴리오의 지속가능성과 장기성과 개선을 목표로 이해관계자에게 직간접적인 영향력(기업과의 대화, 주주의결권 행사 등)을 행사하는 것
- ◆ 일본후생연금(Government Pension Investment Fund; 이하 GPIF)은 2017년부터 GPIF 선정 ESG-Index를 활용한 ESG 투자 활동과 일본판 스투어드십 코드 기반 관여 활동을 적극적으로 수행하고 관련 정보를 매년 공시함
  - 2017년 GPIF는 책임투자 정책의 실현과 ESG 투자 및 관여 활동을 위한 거버넌스 개편, GPIF 선정 ESG-Index 기반 주식 운용전략을 수행하고 세부 내용을 공시함
    - 거버넌스 개편의 경우, 2017년 최고 의사결정 기구인 경영위원회를 확대 개편하고 ESG 담당 주요 3개의 부서(ESG & Stewardship, Investment, Private Market Investment)가 상정한 의제를 논의하여 GPIF의 전체 투자 프로세스의 ESG 통합을 위한 거버넌스 체계를 설정함
    - GPIF 선정 ESG-Index 기반 주식 운용전략의 경우, 2017년 7월 3개의 ESG Index(자국 주식)를 선정하여 벤치마크 패시브 운용전략을 시작한 이래로, 2024년 현재 6개의 ESG thematic index를 활용한 책임투자 운용을 수행 중임
  - 2019년 GPIF는 일본판 스투어드십 코드 채택 이래로 지속가능성 실현을 위해 이해관계자와의 적극적 관여 활동을 수행하고 정보를 매년 공시함
- ◆ 2024년 5월, GPIF는 2017년부터 진행해온 ESG 투자 활동과 스투어드십 관여 활동의 책임투자

정책 및 운용전략 효과 측정을 위한 ‘Evaluation Project on the effects of engagement’라는 제목의 연구 프로젝트 보고서를 발간함

- 해당 프로젝트 보고서에서 GPIF는 FY2017부터 FY2022까지 ESG 테마 투자 실행 결과와 일본 주식투자 위탁운용사와 진행한 관여 활동에 대한 누적된 데이터를 활용한 정책 효과 분석을 수행함

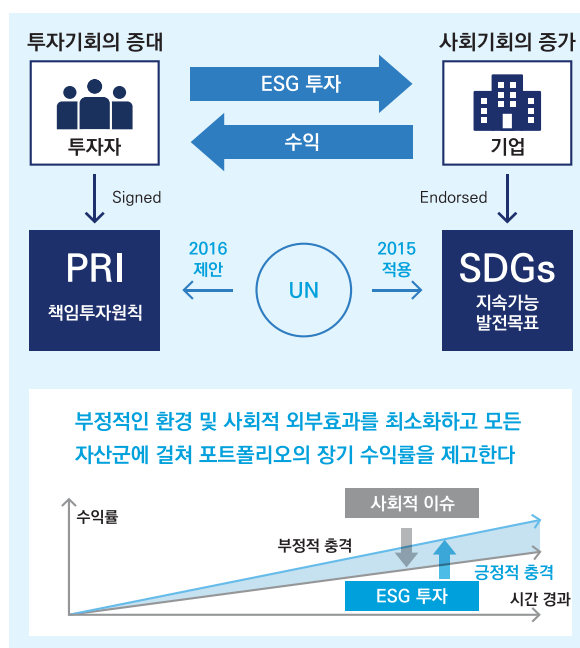
◆ 본 고에서는 2017년부터 수행된 GPIF의 책임투자 정책 평가에 관한 프로젝트 보고서의 주요 내용을 정리하고 공적 연기금의 책임투자 활동에 대한 시사점을 도출하고자 함

## 2. GPIF 책임투자 정책목표와 운용전략

◆ GPIF는 책임투자 정책에 대해 부정적인 외부효과를 줄이고 자본시장의 지속가능성에 기여하며 전반적인 일본 기업 가치 향상을 목표로 한다고 공시함

- GPIF는 책임투자 방식을 통해 투자환경에서 발생할 수 있는 환경 및 사회적으로 부정적인 외부효과를 최소화하고 보유한 전 자산군에 걸쳐 장기 포트폴리오 수익률 제고를 목표로 한다고 밝힘
- 2023년 GPIF ESG 활동 보고서(「2023年度 ESG活動報告」)에 따르면, GPIF의 책임투자 행위가 일본 기업의 지속가능한 SDGs 달성에 기여하는 측면이 있기 때문에, GPIF가 보유한 전체 자산군 포트폴리오에 대해 각종 상관관계가 장기수익률 제고에 기여할 수 있다는 기대감을 갖고 투자를 진행함을 명시하고 있음

〈그림 1〉 GPIF의 책임투자과 SDGs 관계

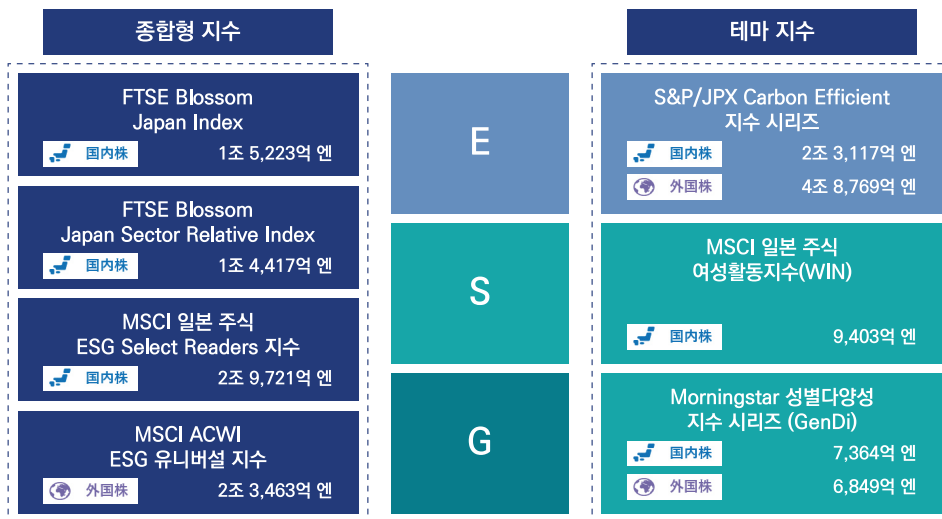


출처: GPIF FY2023 ESG Report, p5-6. 원문 번역

◆ GPIF는 주식 및 채권 부문 책임투자 운용전략 목표가 ESG 리스크에 대해 장기적으로 포트폴리오의 위험과 수익을 개선하는 것임을 책임투자 보고서(GPIF FY2023 ESG Report)를 통해 공시함

- GPIF 책임투자 관점에서의 주식 부문 운용전략의 핵심은 GPIF가 선정한 ESG-Index를 기반으로 한 패시브 투자임
  - GPIF는 2017년 7월 3개의 ESG Index(자국 주식)를 선정하여 벤치마크 패시브 운용전략을 시작하여, 2024년 9월 말 기준 6개의 ESG thematic index를 추종하는 패시브 투자의 총 자산 규모가 17조 8,000억 엔임을 책임투자 보고서를 통해 공시함
  - GPIF ESG-Index의 지속가능성 테마는 여성의 사회활동으로 대변되는 성별 다양성과 기후 변화이며, Index construction은 특정 기준을 충족하는 기업만을 선택하는 포지티브 스크리닝(Best-in-class)과 모든 기업을 포함하되 가중치를 조정하는 틸팅(Tilted) 방식임

〈그림 2〉 GPIF 선정 ESG-Index 목록



출처: GPIF 홈페이지 공시자료 원문 번역, <https://www.gpif.go.jp/> (최종검색: 2024.12.03.)

- GPIF 책임투자 관점에서 녹색 채권, 사회적 채권, 지속가능성 채권, 전환 채권 등 채권 부문 ESG 투자 확대를 지속해왔음
  - GPIF는 2024년 3월 말 기준 녹색 채권, 사회적 채권, 지속가능성 채권에 약 1조 6,000억 엔을 투자하고 있음을 공시하며, 여기에는 일본 기후 전환 채권(일본 정부가 발행하는 GX Economy Transition Bonds)에 대한 약 1,000억 엔 규모의 투자가 포함됨을 밝힘

◆ GPIF의 책임투자 구현을 위한 관여 활동은 위탁운용사와 투자 대상 기업에 대한 관여 활동(Stewardship Engagement Activities)과 ESG-Index 선정을 위한 지수 제공자 및 ESG 평가 기관과의 적극적인 논의 형식의 관여 활동의 두 가지 축으로 형성되어 있음

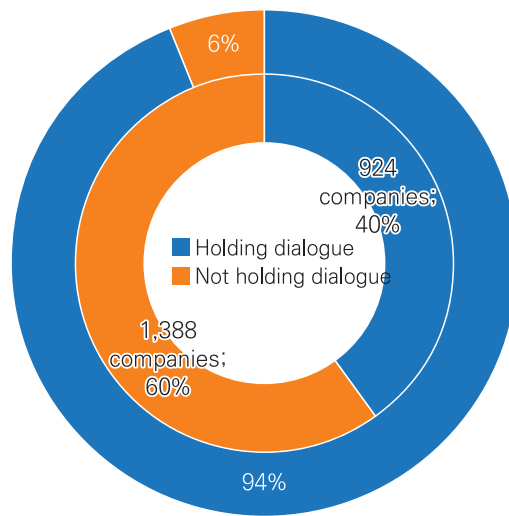
- 위탁운용사와 투자 대상 기업에 대한 관여 활동이 일반적으로 통용되는 스튜어드십 코드 기반

관여 활동에 속하며, 기업과의 대화 및 의결권 행사를 포함함

- GPIF는 FY2023 책임투자 보고서를 통해 2023년 1월부터 12월까지 924개 일본 기업과의 상호 작용에 대한 데이터를 공시하고 있으며, 이는 GPIF 일본 주식 부문 투자 대상 회사의 40%이자 시가총액 기준 94%에 해당하는 규모임을 공시함(<그림 3>)
- 산업별 관여 활동에 관하여 E, S, G의 각각의 주제별 영역 비중을 구분한 형태의 자료를 공시 하면서, 전반적으로 거버넌스(G)에 관하여 자본 효율성 등에 대한 논의가 주를 이루었다는 정보를 추가 공시함(<그림 4>)

<그림 3> GPIF 일본 주식 부문 ESG Dialogue Coverage

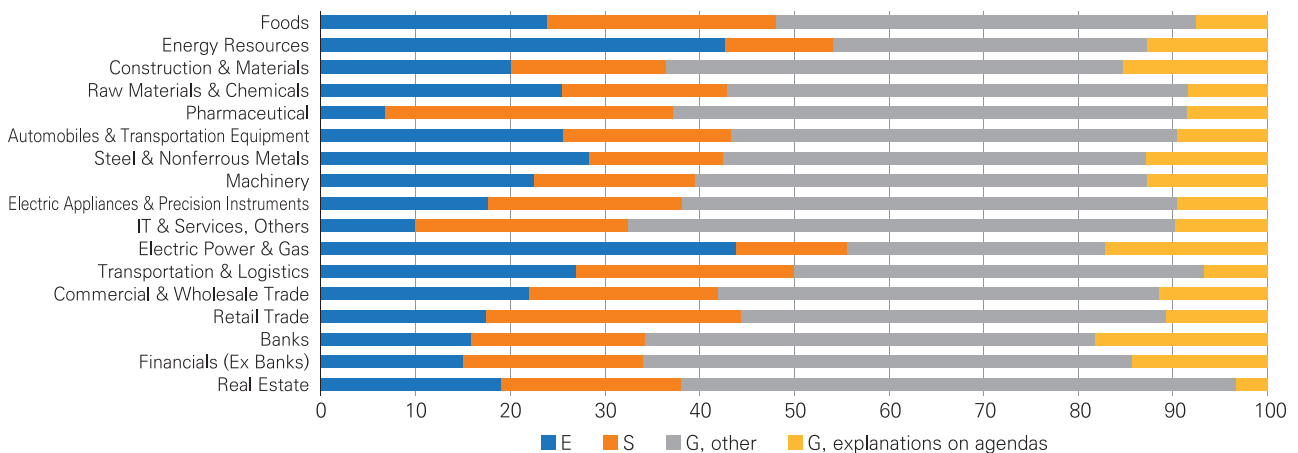
GPIF 포트폴리오의 대화 커버리지(내부: 회사 수 기준, 외부: 시가총액 기준)



(Note) The percentages in the above graphs were calculated using the number of investee companies (domestic equity) and market capitalization as of March 31, 2023 as the denominator.

출처: GPIF FY2023 ESG Report, p29.

<그림 4> GPIF 산업별 ESG Dialogue 주제의 비중



(Note) Industries are based on the TOPIX-17 Series. "G, other" includes a broad range of topics, including capital efficiency, financial strategies and cross-shareholdings.

출처: GPIF FY2023 ESG Report, p29.

### 3. GPIF의 ESG 투자와 관여 활동 정책 평가 프로젝트

◆ 2024년 5월, GPIF는 2017년부터 시행한 책임투자 정책 및 운용전략의 효과 측정을 위한 ‘Evaluation Project on the effects of engagement’ 연구 프로젝트를 수행했으며, GPIF ESG-Index 기반 투자와 스튜어드십 코드 기반 관여 활동 정책 도입 효과 분석을 수행함

- 해당 프로젝트 보고서에서 GPIF는 FY2017부터 FY2022까지 일본 주식투자 위탁운용사 21개사와 진행한 26,792건의 관여 활동과 48,077건의 테마투자 실행에 대한 누적된 데이터를 활용함
- 분석 방법으로는 스튜어드십 코드 도입 채택 및 정책 도입과 수행까지의 효과를 통계적으로 추정하기 위해 성향점수매칭(Propensity Score Matching; 이하 PSM)과 이중차분법(Difference-in-Differences; 이하 DID) 방법론을 적용함
  - GPIF는 해당 프로젝트를 수행에 있어서 2017년 이후 상당한 관여 활동 데이터가 축적되었다는 점을 활용한 정량적 분석을 계획했고 PDCA(Plan 계획-Do 실행-Check 확인-Act 조치) 주기 기반 데이터셋을 구축하여 전문 계량 분석 협력사와 분석을 진행함(그림 5)
  - PSM의 경우, 관여 집단(개입, 처리군)과 비관여 집단(통제, 미처리군)의 비교 집단 간 공정성 확보를 위해 특정 처치(관여 활동 개입)를 받을 확률을 회귀 분석을 통해 추정하고 유사한 특성을 가진 개체들을 짝짓는 과정임. 이를 통해 두 집단 간 비교가능성을 제고하여 처치 효과추정의 정확성을 더 높이는 효과가 있는 방법론임(그림 6)
  - DID의 경우, 관여 집단(개입, 처리군)과 비 관여 집단(통제, 미처리군) 간 사회과학 분야에서 정책 도입 전후의 효과를 분석하여 그 효과를 추정하기 위해 사용되는 방법론임. 스튜어드십 코드 기반 관여 활동 정책 도입 전후 기간 중의 변화와 처리군과 미처리군 간의 차이를 비교하는 과정을 통해 정책 도입의 효과를 추정함(그림 6)

〈그림 5〉 GPIF Evaluation Project Overview

Figure 1.1 Image of the effect of engagement

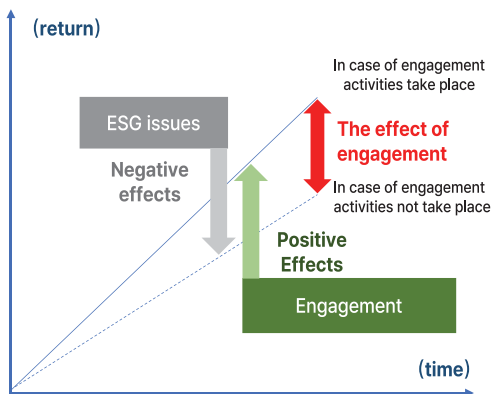
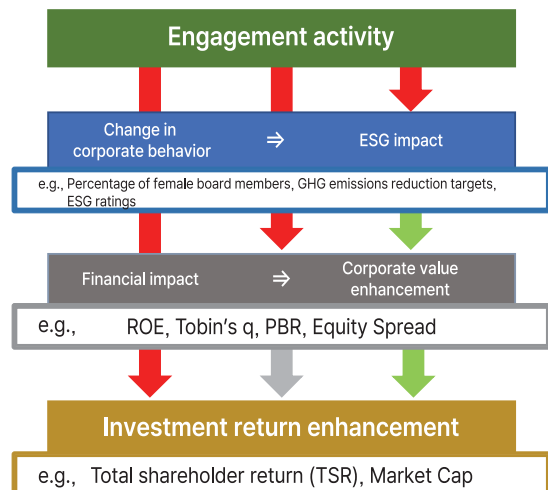


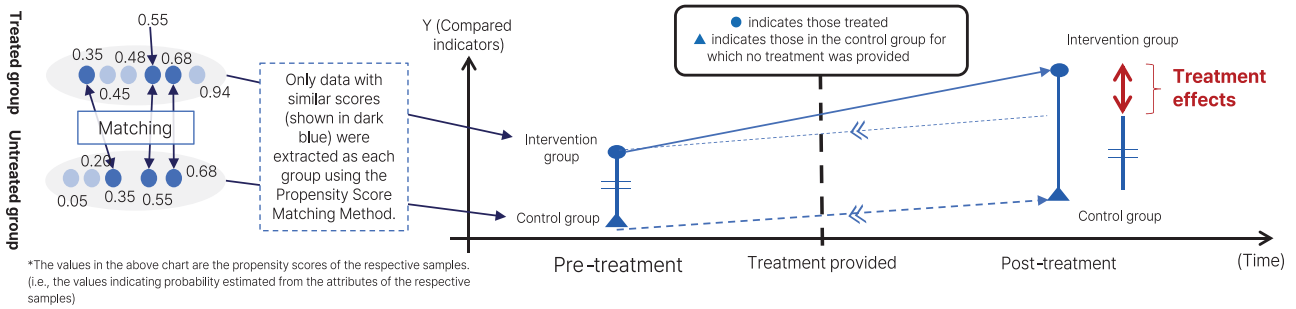
Figure 1.2 Conceptual diagram showing how engagement activities lead to an increase in Investment Return



출처: GPIF, Evaluation Project on the effects of engagement, 2024. 5.



〈그림 6〉 GPIF Evaluation Project Analysis Method Overview



출처: GPIF, Evaluation Project on the effects of engagement, 2024. 5.

◆ 분석 결과, 관여 집단(개입, 처리군)이 비관여 집단(통제, 미처리군)에 비해 핵심성과지표(Key Performance Indicator; 이하 KPI)가 유의미하게 개선되고, 관여 활동이 거의 없는 경우 KPI에 유의미하게 부정적인 영향을 미쳤음을 확인함

- 주요 분석 결과에 대한 결과정리 공시자료는 〈그림 7〉과 아래 설명을 통해 파악가능하며, 각 테마와 직접 관련된 KPI 및 성과 관련 KPI 분석 결과를 확인할 수 있음
  - E1: 기후변화(Climate Change)와 관련하여 관여 활동 대상 기업에서는 기후변화와 관련된 온실가스 배출 감축 목표의 수립과 정보 제공이 증가하고 탄소 집중도 Scope 2가 유의하게 감소함을 확인함
  - G1: 이사회 구조, 내부 자체 평가(Board Structure, Self-evaluation)와 관련하여 관여 활동 정책 도입 이후 독립적인 사회 이사 수가 증가하였으며, 소규모 기업에서는 ESG Score 향상 추세가 관찰됨
  - SG1: 다양성(Diversity)과 관련하여 관여 활동 정책 도입 이후 소규모 (Small) 기업 집단에서 신규 채용에 있어서 여성 직원 채용 비율이 증가했음을 확인함
  - E1: 기후 변화(Climate Change)와 관련하여 관여 활동 대상 기업들의 PBR(Price-to-Book Ratio, 주가순자산비율)과 토빈의 q에서 긍정적인 효과를 확인할 수 있음
  - G1: 이사회 구조, 내부 자체 평가(Board Structure, Self-evaluation)와 관련하여, 관여 활동 정책 도입 이후 PBR, 시가총액의 자연로그 값(Natural Logarithm of Market Cap), 총 주주 수익률(Total Shareholder Return)에서 긍정적인 효과가 관찰되었음
  - SG1: 다양성(Diversity)과 관련하여 관여 활동 정책 도입 이후 전체(Overall) 기업 집단에서 시가총액의 자연로그 값(Natural Logarithm of Market Cap)에 대한 긍정적인 효과가 관찰 되었으며, 대규모(Large) 기업 집단에서 PBR이 증가하는 효과가 있었음을 확인할 수 있음

〈그림 7〉 GPIF Causal Analysis of the Effects of Engagement

Causal Analysis of the Effects of Engagement —Themes & KPIs Showing Significant Outcomes—

	Theme	KPI (Outcome)	Significance level	Estimated effect	Positive/Negative
Overall	E1: Climate Change	Tobin's q	1%	0.07	Positive
		PBR	1%	0.11	Positive
		Presence of GHG Emissions Reduction Targets	1%	0.08	Positive
		Carbon Intensity Scope 2	1%	-5.29	Positive
	G1: Board Structure, Self-evaluation	PBR	5%	0.11	Positive
		Natural Logarithm of Market Cap	5%	0.06	Positive
		Total Shareholder Return	5%	3.80	Positive
		# of Independent Outside Directors	5%	0.15	Positive
	G3: Capital Efficiency	Total Shareholder Return	5%	3.68	Positive
	G4-1: Cross-shareholdings	Cross-shareholding Ratio	5%	-0.01	Positive
SG1: Diversity	Natural Logarithm of Market Cap	1%	0.08	Positive	
Large	B1: Management & Business Strategies	ROE	1%	2.01	Positive
		Equity Spread	1%	2.24	Positive
	B3: Shareholders' Meeting-related Matters	Natural Logarithm of Market Cap	5%	0.14	Positive
		FTSE ESG Score	1%	-0.24	Negative
	E1: Climate Change	Carbon Intensity Scope 2	5%	-8.28	Positive
	SG1: Diversity	PBR	1%	0.38	Positive
Mid	E1: Climate Change	Tobin's q	5%	0.06	Positive
	G1: Board Structure, Self-evaluation	Total Shareholder Return	5%	5.76	Positive
	G4-1: Cross-shareholdings	Cross-shareholding Ratio	1%	-0.01	Positive
Small	E1: Climate Change	Tobin's q	5%	0.09	Positive
		PBR	5%	0.15	Positive
		Presence of GHG Emissions Reduction Targets	5%	0.13	Positive
		Carbon Intensity Scope 2	5%	-8.16	Positive
	G1: Board Structure, Self-evaluation	Natural Logarithm of Market Cap	5%	0.08	Positive

	Theme	KPI (Outcome)	Significance level	Estimated effect	Positive/Negative
Small	G1: Board Structure, Self-evaluation	ROE	5%	1.38	Positive
		Equity Spread	5%	1.33	Positive
		FTSE ESG Score	1%	0.20	Positive
		# of Independent Outside Directors	5%	0.19	Positive
	G3: Capital Efficiency	Natural Logarithm of Market Cap	5%	0.09	Positive
		Total Shareholder Return	1%	8.28	Positive
	SG1: Diversity	% of Female Employees in New Hires	5%	6.17	Positive

(Note) For “Positive/Negative,” we assigned “Positive” to those whose partial regression coefficient indicated KPI improvement and “Negative” to those indicated worsening KPI.

출처: GPIF, Evaluation Project on the effects of engagement, 2024. 5.

## 4. 맺음말

◆ GPIF는 2017년 도입한 ESG-Index 기반 투자와 일본판 스투어드십 코드 기반 관여 활동의 계획에 따른 수행과 정책의 효과를 확인하는 과정을 공적 연기금의 책임투자 관점에서 적절히 수행하는 모습임

- 본 고에서 정리한 GPIF Evaluation Project on the effects of engagement 프로젝트 보고서는 GPIF의 책임투자 및 관여 활동의 전반적인 부분이 어떻게 수행되었고 그 효과는 어떠한지 확인할 수 있는 종합적인 자료로서 가치가 있음
- 분석 결과, GPIF는 관여 활동 대상 기업과 관여 활동이 없었던 기업 간 시가총액 등 KPI의 격차가 존재했음을 관찰했으며 이는 GPIF의 향후 투자 체인 강화와 책임투자 활동을 강조하는 근거로서 중요한 위치를 차지할 것임을 시사함
- 관여 활동 수행이 용이한 기업의 속성에 대한 정보를 추가로 제공하여 책임투자를 수행하는 연기금에의 유용한 참고 자료를 제시함. 분석 결과, 규모가 더 큰 기업, 지배기업의 지분 소유 비율이 낮은 기업, 통합적인 연차 보고서를 발행하는 회사의 경우 관여 활동 수행을 용이하게 한다는 점을 밝힘
- 책임투자과 지속가능성, ESG 투자와 같은 비재무적 요인에 대한 공적연기금의 책임투자 정책과 전략의 목표는 대규모 포트폴리오의 증장기 수익률 제고와 ESG 리스크 감소에 있음

◆ 국민연금기금은 2018년에 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드)을 도입한 이래로 책임투자 이행을 위한 운용전략과 관여 활동을 수행하고 있음

- 국민연금기금의 책임투자 이행 전략은 1) ESG 통합전략(Integration), 2) 투자 제한(Negative Screening), 3) 의결권 행사, 4) 주주 활동으로 구성되어 있으며, 세부 사항은 수탁자 책임 활동 연차보고서를 통해 공시하고 있음
- 본 고에서 다룬 GPIF Evaluation Project on the effects of engagement 프로젝트 사례에 비추어보면, 향후 국민연금기금의 책임투자에 대한 정성적 실효성 검토와 정량적 효과성 검증 분석이 요구될 수 있으며, 정책적 기초 유지 및 개선에 관한 대안 마련에 유용한 정보를 제공할 수 있음

## 국민연금공단 국민연금연구원

연금이슈 & 동향분석(Pension Issue & Trends Analysis)은

연금제도 및 관련 주요 이슈에 대한 시의성 있는 연구결과 제공을 통해 국가정책 발전에 기여하고자 발행되는 월간지입니다.

본 보고서의 내용은 연구자의 개인적인 의견이므로 공단의 공식적인 견해와는 다를 수 있습니다.

국민연금연구원 홈페이지(<http://institute.nps.or.kr>) - 연구 자료실에서 온라인으로도 이용하실 수 있습니다.

발행인 한정림

발행처 국민연금연구원 전라북도 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)

Tel 063. 713. 6776

Fax 063. 900. 3250