

■ 프로젝트 2016-01



# 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

이정화·원상희



## 머 리 말

책임투자란 투자자가 투자 의사결정 시에 기업의 재무적 요소 외에 비재무적요소인 환경, 사회, 지배구조(ESG)까지도 고려하는 투자방식을 말한다. 책임투자는 장기적으로 운용수익을 제고할 수 있는 주요 투자정책으로서 인식됨에 따라 전 세계적으로 책임투자에 대한 관심이 증대되고 그 투자규모 또한 증가하는 추세다.

이에 따라, 본 프로젝트 보고서는 주요 해외 연기금의 책임투자 원칙 및 정책, 책임투자 전략, 책임투자 현황 그리고 각 국가별 책임투자 동향을 조사·분석하여, 전반적인 책임투자 주요 사항을 살펴보았다. 본 프로젝트는 글로벌 책임투자 현황을 살펴보고 향후 국민연금기금이 지향해야 하는 책임투자의 방향성을 모색하려는 목적으로 수행되었다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 주요 해외 연기금 중 공적연금에 해당하는 일본 GPIF, 캐나다 CPPIB와 직역연금에 해당하는 미국 CalPERS, 네덜란드 ABP를 중심으로 하여 기금개요, 책임투자 원칙 및 정책, 책임투자 전략, 책임투자 현황 그리고 각 국가별 책임투자 동향을 살펴본다.

본 프로젝트 보고서는 국민연금연구원 기금정책분석실의 이정화 주임 연구원과 원상희 주임연구원의 공동 집필로 수행되었다. 자료 수집에 많은 수고를 해준 유상민 연구원과 원고의 부족함에 대하여 조언을 아끼지 않은 최영민 부연구위원에게 감사를 드리는 바이다.

본 프로젝트 보고서의 내용은 각 연기금이 대외적으로 공시하고 있는 자료를 주된 근거로 사용하였으며 각 연기금은 조사시점 이후에도 지속적으로 자료를 수정하고 있어 본 보고서의 조사내용과 차이가 발생할 수 있음을 알린다. 또한 세부 분석의 내용들은 집필자들의 개인적인 의견을 반영한 것으로 국민연금공단 및 연구원의 공식 견해가 아님을 밝

혀둔다. 앞으로 본 보고서가 해외 연기금 관련 연구시 유의한 자료로 참고가 되기를 바라며 국민연금기금의 운용 발전에 도움이 되기를 바란다.

2016년 12월 31일

국민연금공단 이사장 문 형 표  
국민연금연구원 원장 김 성 숙

## 목 차 | Contents

<b>I. 일본 GPIF 책임투자</b> .....	<b>9</b>
1. 기금개요 .....	9
2. 책임투자 관련 원칙 및 정책 .....	10
3. 책임투자 전략 .....	12
4. 책임투자 현황 .....	13
5. 일본의 책임투자 동향 .....	15
<b>II. 캐나다 CPPIB 책임투자</b> .....	<b>17</b>
1. 기금개요 .....	17
2. 책임투자 관련 원칙 및 정책 .....	18
3. 책임투자 전략 .....	20
4. 책임투자 현황 .....	21
5. 캐나다의 책임투자 동향 .....	26
<b>III. 네덜란드 ABP 책임투자</b> .....	<b>29</b>
1. 기금 개요 .....	29
2. 책임투자 관련 원칙 및 정책 .....	29
3. 책임투자 전략 .....	31
4. 책임투자 현황 .....	34
5. 네덜란드의 책임투자 동향 .....	34

<b>IV. 미국 CalPERS 책임투자</b>	<b>37</b>
1. 기금 개요	37
2. 책임투자 관련 원칙 및 정책	37
3. 책임투자 전략	38
4. 책임투자 현황	40
5. 미국의 책임투자 동향	41
<b>부록</b>	<b>43</b>
1. 해외연기금의 책임투자 주요현황 비교	43
2. UN Principles	45
<b>참고문헌</b>	<b>49</b>

## 표 차례

〈표 I-1〉 GPIF의 투자지침 .....	10
〈표 II-1〉 CPPIB의 책임투자정책서 .....	18
〈표 III-1〉 새롭게 수립된 ABP 책임투자 정책의 특징 .....	30
〈표 III-2〉 2015년 의결권 행사 현황 .....	33
〈표 IV-1〉 CalPERS 투자 원칙 내 지속 가능성 원칙 .....	38
〈표 IV-2〉 미국 내 책임투자 규모 .....	41

## 그림 차례

[그림 Ⅲ-1] ABP 책임투자 프로세스 .....	32
[그림 Ⅲ-2] 네덜란드 SRI 투자 전략별 규모 .....	35

# I . 일본 GPIF 책임투자

## 1. 기금 개요

일본의 연금 체계는 국민들의 안정적인 노후생활 보장을 위한 3층 구조로 구성되어 있다. 1층 국민연금은 전 국민을 가입대상으로 하는 기초 연금에 해당하며, 2층 후생연금은 소득비례연금으로서 회사원 외에 국가 공무원, 지방공무원, 사립학교 교직원을 가입대상으로 한다. 또한, 3층 개인연금의 경우 국민연금과 후생연금을 보충하기 위한 제도로써 후생연금기금, 확정급여기업연금, 확정각출연금(개인형, 기업형), 국민연금기금 등으로 구성된다.

일본 GPIF는 공적연금에 해당하는 1층 국민연금과 2층의 후생연금의 연금적립금을 운용하여 일본 사회에서 급격히 진행되고 있는 저출산·고령화에 대응하여 장기적 관점에서 국민들의 안정적인 노후보장을 제공하고자 134.7조 엔(2016년 3월말 기준)의 기금자산을 보유하고 있다. 이는 국내채권, 해외채권, 국내주식, 해외주식, 단기자산에 투자되고 있으며, 각 자산군별 투자비중의 경우 채권투자가 점차 감소하고 주식투자가 지속적으로 증가하여 위험자산이 차지하는 비중이 증가하는 추세이다. 전체 기금자산에서 일부 채권 부문을 제외하고는 대부분의 기금이 신탁은행, 투자자문회사와 같은 외부 위탁운용기관에서 포트폴리오 분산투자를 활용하여 패시브(passive) 또는 액티브(active) 전략을 통해서 운용되고 있다.

## 2. 책임투자 관련 원칙 및 정책

### (1) GPIF의 UN-PRI 관련 책임투자 정책

2015년 9월에는 글로벌 흐름에 맞춰 ESG 이슈에 대한 의사를 표명하고자 'United Nations' Principles for Responsible Investment (UN-PRI)'에 서명함과 동시에 스튜어드십 활동을 위한 내부전문가를 구축하였다. 이는 2015년 3월 공시한 투자원칙을 근거로 하며 스튜어드십 코드를 수행하기 위함이기도 하다. 투자원칙에는 다음과 같이 “4. 주식 투자활동 시 스튜어드십 책임 활동을 통해 피보험자를 위한 중장기적인 투자 수익의 확대를 도모한다.”라고 기술되어 있다. 이는 ESG 이슈를 투자 의사결정과정에 고려함으로써 장기적으로 투자 기업가치 향상을 도모하고 투자대상 기업의 잠재적 성장을 촉구하며 연금수급자의 중장기 투자수익률을 강화하기 위함이다. 이에 공적연금기금 투자운용은 장기적 관점에서 연금수급자의 혜택을 목표로 해야 한다는 신념을 바탕으로 한다.

〈표 1-1〉 GPIF의 투자원칙

- 투자원칙 中 -

4. 주식 투자활동 시 스튜어드십 책임 활동을 통해 피보험자를 위한 중장기적인 투자 수익의 확대를 도모한다.
- 2014년 2월, 금융서비스기구(Financial Services Agency)의 “일본판 스튜어드십 코드 관련 전문가의회”는 기관투자자들의 책임투자를 위한 원칙인 〈일본의 스튜어드십 코드〉를 공시하였다. 스튜어드십 책임은 기관 투자자가 투자 대상 일본 기업이나 그 사업 환경 등에 관한 깊은 이해를 기반으로 건설적인 '목적'을 가진 대화(경영참여) 등을 통해 해당 기업의 기업 가치 향상 과 지속적인 성장을 촉진함으로써 고객·수익자의 중장기적인 투자 수익의 확대를 도모해야할 책임을 말한다.
  - 기업 가치 향상 및 지속 가능한 성장은 중장기 수익률을 제고하고 장기적으

로 장기적으로 국내 주식을 보유하고 있는 경우 중요성이 증대에 따라 기관 투자자는 스튜어드십 책임을 다해야 한다.

- GPIF 법령에 따르면 외부 위탁 운용사를 통한 의결권 행사를 실시하고 있으며, 위탁 운용사들은 대리 투표의 목적인 주주의 장기적 이익을 극대화해야 하며, 기업 지배구조의 중요성을 인식하고 관련 정책과 대리투표 결과를 보고해야 한다.

자료 : GPIF, Investment Principles, 2015.3.

UN-PRI<sup>1)</sup>와 관련하여 GPIF가 제시하고 있는 정책은 다음과 같다.

먼저 UN-PRI에 따르면 ESG요소를 투자분석 및 의사결정 과정에 반영해야하고 적극적인 소유자(active owners)로서 의결권 정책과 실행에 있어 ESG이슈를 반영해야 할 것을 권고한다. 이에 GPIF 법령에서는 직접적인 주식투자를 허용하지 않고, 외부 위탁운용매니저를 통해 ESG 이슈를 반영한 투자를 허용하고 있다. 또한 국내 및 해외 주식 운용매니저에 대한 평가 기준으로서 ESG이슈를 고려함과 동시에 경영참여 활동을 통해 ESG이슈를 적절히 반영하지 여부를 모니터링한다. GPIF는 투자주체로서 적절한 ESG 이슈를 공시해야한다는 UN-PRI 원칙에 대응하여 외부위탁운용매니저의 경영참여 활동을 통해 투자대상기업으로 하여금 ESG정책서를 준수하도록 하고 있다. 또한 UN-PRI는 투자산업 내 원칙을 준수하고 실행해야 하고, 원칙 실행에 있어 효율성을 제고해야 하며, 원칙 실행에 있어 활동내역과 진행과정을 보고해야 한다고 권고하고 있다. 이에 외부 위탁운용매니저들의 UN-PRI 서명 여부 확인하고 ESG 활동내역을 보고하도록 하며, 서명하지 않은 매니저는 그에 대한 이유에

1) 2006년 4월 UN은 총 6개의 원칙으로 구성된 UN-PRI(United Nations Principles for Responsible Investment)를 발표하였다.(부록 참조) 이는 환경, 사회책임, 지배구조 이슈를 투자와 관련된 의결권 의사결정에 반영하기 위함이다. 2016년 4월 기준, 1,500개 이상의 글로벌 기관이 UN-PRI에 서명한 상황이며, ESG 투자에 있어 글로벌 기준으로서 역할을 담당하고 있다.

## 12 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

대한 설명을 요구하고 있다. 이에 대응하여 GPIF는 UN-PRI 교류 활동에 참여하며, UN-PRI 요구사항인 ESG 보고서를 발행하고 외부 위탁운용매니저가 실시한 ESG 활동내역에 관한 분석을 포함하여 연간 ESG 활동내역을 보고할 것을 요구하고 있다.

### 3. 책임투자 전략

#### (1) 의결권 행사

후생노동성에서 수립하는 중기목표에서는 GPIF가 기업경영에 과도한 영향을 미치지 않도록 고려함과 동시에, 주주의 장기적 이익을 최대화한다는 관점의 의결권 행사를 포함한 적절한 조치를 취해야 한다고 제시하고 있다. 이러한 관점에서 GPIF는 기본 지침만 제시하고 별도의 의결권을 행사하지 않고 있으며, 외부 위탁운용사에서 GPIF가 기업경영에 직접적인 영향을 미치지 않도록 개별적으로 의결권을 행사하고 있는 상황이다. 또한, GPIF는 위탁운용 매니저들이 기업 지배구조의 중요성을 인지하도록 하고 있으며, 주주의 장기적 이익을 최대화하도록 의결권을 행사하도록 하고 있다. 자세한 의결권 정책서(가이드라인)을 수립하여 의결권 결과내용을 GPIF에 보고해야 함에 따라, 외부 위탁운용사에 의결권 가이드라인을 제시하고 매년 의결권을 보고하도록 한다.

GPIF는 외부 위탁운용사를 대상으로 실시한 인터뷰에서 위탁운용사 스튜어드십 활동의 양극화 현상을 확인할 수 있었다. 이전보다 자본 효율성의 장기적 지속가능성을 증가시키기 위한 목적의 경영참여가 다수 이루어진 것으로 확인된 것이다. 반면, 기업의 단기성과 제고와 장기적 개선을 위한 경영참여 활동을 동일한 것으로 이해함에 따라 혼동된 개념이 존재함을 확인하였다.

국내주식 위탁운용 전문가의 지위(status)와 관련하여 투자 대상 기

업의 지속가능한 성장과 기업가치 강화를 위한 “조직적 대화”(경영참여)는 주로 액티브운용 시에 실행되었다. 반면, 패시브운용의 경우 경영참여는 액티브운용활동의 일부분으로서 실시되는 경우를 제외하고는 경영참여는 행사되지 않았다. 동일한 위탁운용전문가에 의해 패시브운용과 액티브운용 모두 실시되는 경우에는 의결권행사 관련 판단은 투자기간과 수익률 목적에 따라 다르게 행사될 수 있다. 이는 액티브 투자 운용전문가들의 의견이 반영될 수 있다. 금융기관의 위탁 운용전문가들이 모회사의 이해상충관계와 같은 상황을 고려하기 위해 조직적으로 대응하지 않거나, 위탁 운용전문가의 거버넌스와 관련된 경우도 있을 수 있다.

## 4. 책임투자 현황

### (1) ESG 요소 통합 관리

2016년 8월에는 적립금 운용에 있어 안정적인 수익 확보를 위하여 재무적인 요소뿐만 아니라 비재무적 요소인 환경, 사회, 지배구조(ESG) 요소를 고려한 지수를 적용하기로 결정하였다. 이는 투자위험을 완화하고 장기적으로 초과수익률을 창출함과 동시에 환경 및 사회적 이슈와 관련된 부정적인 외부효과를 최소화함으로써 장기 투자수익률을 극대화하기 위함이다.

이에 ESG 지수는 다음의 조건을 충족해야 함을 공시하고 있다.

첫째, 지수에 포함될 구성종목은 충분한 보유기록을 가지고 있거나, 둘째, 평판이 우수하고 외부 ESG 조사기관의 지수 계산을 위해 충분한 기록을 보유해야 한다. 셋째, 내부에서 개발된 지수를 사용한 투자 기록을 보유하여야 한다. 넷째, 일본 내 모든 사무소가 해당된다.

또한 ESG지수의 구성 대상 종목은 다음의 조건을 만족해야 한다.

첫째, 지수는 위험을 완화하고 초과수익률 창출을 위해 ESG 요소를

## 14 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

고려해야 하며, 둘째, 과거 성과를 백테스트를 통해 입증해야 하고, 셋째, ESG요소 1개 이상(특히 E와 S요소)을 고려하여 기업을 선정하고 가중치를 부여해야 한다. 넷째, 오직 국내 기업을 대상으로 하며 지수 구성 방식을 공개해야 한다. 다섯째, 패시브 투자에 필요한 데이터를 공시해야하며, 여섯째, 특정 기업에 대한 편견을 피해야 하고 상당한 투자능력을 보유해야 한다.

이 외에도, GPIF는 내부에 ESG 전담부서를 신설함과 동시에 ‘지배구조 강화 그룹’을 설립하여 스튜어드십 활동 책임성을 논의 및 평가하며, ESG 관련 투자를 분석하고 있다.

### (2) 의결권 행사

2016년 3월말 기준, 국내주식(총 29개의 펀드), 해외주식(총 23개 펀드)에 대하여 위탁관리자들의 주주권 행사 현황을 살펴보면 다음과 같다. 국내주식의 경우 전년대비(164,122개) 증가한 총 206,313개의 의결권을 행사하였고 경영진이 제안한 안건에 대해서는 8.3%의 비율로 반대 의결권을 행사하여, 전년대비(9.5%) 반대 투표율이 감소한 것을 알 수 있다. 한편, 주주제안에는 96.7%의 비율로 반대하여 경영진과 같은 입장을 견지하고 있으며, 전년대비(97.1%) 감소하였다. 특히 반대 행사비율이 높은 안건은 주로 기업구조, 이사회 임원 보상, 정관 변화, 배당, 자사주 매입과 같은 자본관리와 관련된 제안이다.

해외주식의 경우에는 전년대비(176,466개) 증가한 총 216,373개의 의결권을 행사하였으며, 경영진 제안 안건에 대해 8.0%의 비율로 반대하였다. 이사회 보상, 정관 변화, pre-warming type에 대한 독소조항과 관련된 안건에 대해서 반대 의결권 행사 비율이 높은 것을 알 수 있다.

## 5. 일본의 책임투자 동향

1999년 일본 닛코증권에서 발매한 ‘에코펀드(Eco Fund)’를 시작으로 일본 내 책임투자가 개시되어 2000년 기업의 환경배려활동을 중요시하는 환경배려형 투자신탁이 등장하였다. 그러나 주가하락 등의 영향으로 펀드 수탁잔고는 감소하였고 그 후 주가 회복이 시작된 2003년 환경배려활동을 고려한 펀드 수탁잔고가 다시 증가하기 시작하였다. 일본의 많은 금융기관에서는 기업의 환경배려활동을 지원하기 위해 ‘환경용자’를 실시하였다. 환경용자는 환경배려활동을 목적으로 환경대책을 실시하고 있는 기업을 대상으로 금리나 수수료 측면에서 혜택을 제공하는 용자를 말한다. 환경 기업에 대한 구체적인 지원방식에는 환경인증제도, 환경등급용자제도, 무이자용자제도, 탄소배출권거래제도 등이 있다.

일본정부는 환경과 관련하여 개별 민간 기업이 자발적으로 사회보고서 또는 환경보고서를 작성하도록 해왔다. 일본 환경성은 2004년 「환경 정보 제공 촉진에 의한 특정 사업자 등의 환경을 배려한 사업활동 촉진에 관한 법률(환경배려촉진법)」을 제정하였으며, 2005년부터 『환경배려촉진법』에 따라, 국민은 투자 기타 행위를 함에 있어서 환경정보를 감안하여 행할 것을 권고하였다. 여기에는 독립행정법인 25개와 국립대학 61개 등을 포함한 특정 공공사업자 91개 법인을 적용대상으로 하여 환경성에서 발간하는 환경보고서 가이드라인을 참고하여 자율적으로 작성해야 함을 기재하고 있다. 또한 국가에 대한 환경보고서 작성 및 환경배려 상황 등에 대한 정보공개를 의무화하고, 특정사업에 대한 환경보고서 공표 의무화를 규정하고 있으며, 민간기업 등에 대해서는 환경보고 발간 등 자발적 노력을 권고하고 있다.

2006년에는 ‘환경보고서의 기재사항 등에 대한 지침서’를 작성 및 공표하여 환경보고서를 처음으로 작성 및 공표하는 사업자들을 위해 환경보고서에 기재되어야 한 사항을 자세히 포함하고 있다.

## 16 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

일본 환경성은 2009년에 ‘환경배려촉진법의 시행상황의 평가, 검토에 관한 보고서’를 발표하였는데, 상기 언급한 환경배려촉진법의 규정에 관한 내용(사업자, 국민의 책무) 뿐 아니라 일본의 책임투자 현황을 설명하고 있다. 보고서에 따르면, 1) 특정사업자에 의한 환경보고서 작성발표의 의무화 등 환경보고서에 관한 제도적 틀, 2) 제품 등에 관련한 환경부하저감에 관한 정보 제공, 환경정보의 이용촉진 등을 규정하고 있다. 이를 통해, 특정 사업자로 하여금 매년 환경보고서의 작성 및 공표를 의무화함에 따라 환경 관련 정보를 공개하여 사회에 활용되는 것을 목적으로 한다. 법률이 시행된 3년 후에는 시행상황에 대하여 평가를 한다고 되어 있으며, 2008년 11월부터 중앙환경심의회 종합정책부회 ‘환경을 배려한 사업 활동의 촉진에 관한 소위원회’에서 평가와 심의가 이루어져 본 보고서가 정리되었다.<sup>2)</sup>

---

2) 한국기업지배구조원, ‘사회책임정보 공시 법제화의 도입 필요성’참고

## Ⅱ. 캐나다 CPPIB 책임투자

### 1. 기금 개요

CPPIB는 캐나다 연금 기여자와 수급자들의 노후의 재무적 안정을 제고하기 위해 2,791억 달러(CAD) 규모의 캐나다 공적연금을 운용하며, 국내주식, 해외주식, 채권, 기타채권(직접사모채권, 자산유동화증권, 모기지펀드 등), 부동산, 인프라와 같은 다양한 투자 자산군에 투자를 실시하여 포트폴리오 다변화를 추구한다. 해외투자 규모는 2,348억 달러(CAD), 국내투자 규모가 531억 달러(CAD)로 해외투자 규모가 지속적으로 확대되고 있는 추세이다. (2016년 3월말 기준)

2005년 10월 CPPIB 이사회는 책임투자정책서(Policy on Responsible Investing)을 채택하였다. 이는 유럽, 미국, 캐나다의 기관투자자들이 책임투자이슈를 수행하기 위한 1년 이상 기간 동안의 리서치와 연구를 통한 결과로 기업의 ESG요소를 고려한 책임투자활동으로 장기적 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 보고하였다. 이에 2005년 3월부터 12개월 간 거버넌스 이슈에 초점을 맞추어 약 10,000건의 proxy resolutions에 대해 투자를 하였다. 또한 Canadian Coalition for Good Governance와 International Corporate Governance Network에 참여를 시작하였다. 2006년에는 211개의 기관투자자들이 31조 USD 자산을 운용하고 있는 탄소 공시 프로젝트에 참여를 시작하였다. 초기 목표는 약 2,400개의 공공기관 사업에 영향을 미칠 수 있는 기후 위험을 어떻게 관리하는지를 공시하도록 하는 것이었다.

## 2. 책임투자 정책

CPPIB는 책임투자정책서에 책임투자 목표, 주요 책임투자 분야, 투자 프로세스를 명시하고 있다. 또한 UN-PRI의 6개 원칙을 준용함에 따라 모든 대리투표 현황 및 행사 내역을 공시하며 매년 책임투자 활동 내용을 보고한다. 투자조항에서는 책임투자정책, 규정, 절차 등을 공시함과 동시에 운용역은 책임투자 규정에 맞게 투자를 집행할 것을 제시하고 있다.

〈표 II-1〉 CPPIB의 책임투자정책서

책임투자정책서(Policy on Responsible Investing)
<p>1.0 의무</p> <p>CPP 투자위원회는 투자전문운용기관으로서 CPP가 현재 급여를 지급하기 위해 필요로 하지 않는 기금을 운용한다. 장기적 목표는 CPP의 재무적 측면을 강화하는데 기여하는 것으로 CPP 자산을 운용하고 과도한 손실 없이 수익을 극대화하는 것이다.</p> <p>주 연방 정부로 받은 의무로서 CPP 투자위원회는 CPP 스튜어드 역할을 하고 있는 주연방 재무부장관에게 책임을 다하여야 한다. CPPIB는 자격을 부여받은 독립적 이사회에 의해 지배되며 CPP와 정부와는 독립적으로 운영된다. CPP 자산은 정부기금과는 완전히 분리된다.</p>
<p>2.0 지침</p> <p>CPP 투자위원회는 장기투자자로서 기업이 장기적 기업 재무적 성과를 강화할 수 있는 정책과 방법론을 채택하도록 독려해야 한다. CPPIB는 책임투자과 관련하여 다음과 같은 특정 지침을 따라야 한다. (단, 여기에만 제한되는 것은 아님)</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• CPP 투자위원회가 가장 중요시하는 의무는 과도한 손실 없이 투자수익률을 극대화하는 것이다.</li><li>• 포트폴리오 분산은 장기 위험조정수익률을 극대화할 수 있는 효율적인 방법이다</li></ul>

- 포트폴리오 제한사항은 위험을 증가시키거나 수익률을 감소시키는 것이다.
- ESG 요소 관련하여 책임 기업 행동은 일반적으로 장기적 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, ESG 요소의 중요성은 산업별, 지리적, 시간에 걸쳐서 변화할 수 있음을 인지해야 한다.
- 공시는 기업 성과에 대하여 투자자의 이해를 제고하고, ESG요소의 잠재적인 영향을 포함하여 잠재적 위험과 수익을 평가하도록 한다.
- 투자분석은 위험과 수익에 영향을 미칠 수 있는 ESG요소를 반영해야 한다.
- 기업 지배구조(주주, 이사, 경영진)의 권한과 책임 간 분배를 수용해야 한다.
- 일반적으로 고용인, 소비자, 공급자, 정부, 단체는 긍정적인 기업행동과 장기 경영 성과에 있어서 귀속된 이해를 가지고 있다.

자료 : Policy on Responsible Investing

이처럼 CPP는 책임투자가 장기성과에 미치는 영향을 극대화하기 위한 방안으로 기금운용에 있어서 ESG 정책을 통합적으로 고려하고 있다. 즉, 투자정책 수립 및 의사결정 과정에 있어 ESG 요인만 단독으로 고려하지 않고, ESG 위험 요인과 기회 요인 모두 통합하여 고려한다.

CPPIB는 책임투자를 통해 다음과 같은 역할을 수행하고자 한다.

첫째, ESG 통합(Integration) 목적이다. 책임투자는 ESG 위험과 기회를 투자 의사결정과 자산운용활동을 함에 있어 표준적인 관례(standard practice)로서 반영되고 있다. 과도한 손실위험 없는 투자 수익률의 극대화라는 투자목표 하에 정부에 간섭을 받지 않은 채 기금자산을 운용하면서도 ESG요소를 고려한 투자분석 및 운용을 실시하는 것이다. 이를 위해 각 자산군과 지리적 특징을 반영한 ESG 접근법을 고려하고 있다.

둘째, 경영참여(Engagement)이다. 투자 대상기업으로 하여금 공시를 장려하며, 기업의 장기 성과에 중요한 영향을 미친다고 판단되는 ESG 요소에 관해서 우수한 관례(practices)를 채택하도록 하며, 의결권 행사에서부터 이사회 의장 직접 대면 등 다양한 방법을 이용해 경영참여를

추구한다.

또한, UN-PRI와 Canadian Coalition for Good Governance와의 협력을 통해서도 경영참여 행사, 의결권 행사 등 주주 권리를 행사하고, 의결권 원칙과 가이드라인(Proxy Voting principles and Guidelines)을 통해 의결권 행사내역을 공시한다.

2015년 말에는 브라질, 인도, 중국과 같은 이머징시장에서 개발 프로젝트 업체와 제3차 계약 당사자 간에 대한 감시를 강화하고자 하였고, 2016년에는 건강과 안전, 뇌물방지, 붕괴위험을 주요 관리 분야로 선정하였다.

### 3. 책임투자 전략

책임투자지침(Policy on Responsible Investing)에서 제시하고 있는 책임투자 가이드라인에서 포트폴리오 내 모든 자산군에 있어 ESG요소를 투자 운용 프로세스에 반영할 것을 명시하고 있다.

공모주식의 경우 책임투자팀이 내부 포트폴리오 운용역들과 ESG 위험과 기회를 평가하고 있다. 사모시장과 부동산 투자에 있어서는 ESG요소를 적용 가능한 경우 실사 과정에서 평가되고 투자기간 전체에 대하여 모니터링된다.

CPPIB는 다음과 같은 프로세스를 거쳐 책임투자를 수행한다.

먼저 내·외부 리서치를 활용하여 공모주식 포트폴리오 내 기업들의 ESG 위험을 분석한 후, 중요성, 투자기간, 자원, 성공가능성 등을 고려하여 주요 경영참여 분야를 선정한다.

다음으로 최적의 경영참여 방식을 결정하는데, 여기에는 직접참여, 공동 협력을 이용한 경영참여, 대리인 투표 등이 포함된다.

마지막으로 경영참여 기업 리스트를 선정하고 세부적으로 경영참여 목표를 설정한다.

## 4. 책임투자 현황

### (1) ESG 요소 통합 관리

2015년 12월에 195개국이 글로벌 기온 상승 제한을 목표로 파리 협정(Paris Agreement)에 서명한 이후 기후변화에 대응하기 위한 대책을 세우고 있다. 이에 기후변화와 이로 인한 자산 가치, 시장, 경제에 미치게 될 잠재적 영향을 고려하고자 상호부서인 기후변화 대응작업반(Climatic Change Working Group)을 신설하기도 하였다. 이는 기술적·물리적 위험이 기후변화에 어떠한 영향을 미치고 미래에 어떤 기회를 창출하는지 분석한다. 또한 기후변화를 고려하여 개인 투자에 대한 의사결정을 넘어 전체적인 포트폴리오를 검토한다.

CPPIB는 크게 ① 기후변화, ② 인권, ③ 물 ④ 경영자 보상문제를 중심으로 책임투자를 실시한다. 인권 분야의 경우에는 2016년에 추가되었다.

### (2) 경영참여

모든 경영참여 활동은 비용과 경영참여 프로세스의 잠재적 이익을 모두 고려하여 선별된다.

#### ① 경영참여 대상의 선정

주요 ESG 이슈를 우선순위화하기 위해 상대적인 위험과 지분 크기를 포함하여 위험 기반의 접근법을 이용하여 경영참여 대상을 확인하고 있다.

#### ② 직접적인 경영참여

기업 이사회 또는 경영진과 직접적으로 대화하여 ESG 요소에 관한 투명성과 성과에 대해 논의함으로써 직접적인 경영참여를 행사한다.

## 22 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

### ③ 공동 경영참여(Collaborative Engagement)

건전한 지배구조를 위한 캐나다 연합(Canadian Coalition for Good Governance; CCGG), 채굴산업투명성운동기구(Extractive Industries Transparency Initiative), 탄소 공시 프로젝트와 같은 공동 경영참여에 협력하고 있다. 또한 공동 경영참여는 공식적으로 공시되고 있다.

### ④ 다양한 협력관계 구축

책임투자의 정의, 우선순위, 기준, 최적의 방법론 등에 관하여 국내 및 해외에서의 논의에 참여하고 있다. 이에 CPPIB는 UN Principles of Responsible Investment, Canadian Coalition for Good Governance, Pension Investment Association of Canada, International Corporate Governance Network, Council of Institutional Investors와 같은 조직에 참여하고 있다.

### ⑤ 의결권 행사

CPPIB는 일반적으로 ESG요소와 관련하여 합리적인 정보공시를 요구하는 주주제안을 지지하고 있다. 또한 환경 또는 사회적 정책의 검토 및 채택을 요구하는 제안을 지지한다.

## (3) 책임성 및 보고

CPPIB는 책임투자 전략과 활동을 승인하고 감독하기 위해 지속가능투자위원회를 개설하였다. 의결권 행사 내역을 시기적절하게 공시하고자 책임투자보고서를 매년 발간하고 있으며 여기에는 의결권을 포함한 책임투자에 대한 전반적인 활동을 공시하고 있다.

2016년에 발표한 책임투자보고서(Report on Sustainable Investing)를 따르면, 의결권 행사 시 주요 주제에 따라 다음의 3가지로 구분하고 있다.

첫째, 주주 민주주의 강화와 관련된 의결권 권한, 초 다수결 투표의 요구조건 완화, 독립적 이사회 대표 요구의 총 세 건의 주주 제안에 대하여 CPPIB는 각각 100%의 찬성표를 던졌다. 의결권 권한에 대한 주주제안에 대해서 이사회 후보를 지명할 수 있는 권한은 주주권을 강화하고 이사회의 책임감을 증가시킬 수 있기 때문이며, 초 다수결 투표<sup>3)</sup>의 요구조건완화 제안은 주주 이해를 반하는 행동을 제지하여, 경영자가 참호를 구축하게 할 수 있다는 데 근거 마련을 두고 있다. 또한 독립적인 이사회 대표를 요구하는 제안에 대해 100%의 찬성표를 던졌다.

둘째, 환경, 사회적 문제와 관련된 공시와 실무 강화 장려와 관련하여 환경 및 사회적 위험, 성과 관련 공시 강화, 기업의 책임 기준 채택 및 공개, 정치적 기부금 및 로비 관련 보고의 총 세 건의 주주 제안에 대하여 각각 70%, 57%, 83%의 찬성표를 던졌다.

셋째, 보수와 장기 성과와의 연결 강화 주제로 경영진이 제안한 주주 제도 승인, "Say on Pay", 보수 보고서 승인에 대하여 각각 60%, 17%의 반대표를 던졌으며, 보상과 관련된 주주제안에 대해서는 보수와 성과 간 연계성을 강화하고 보상 관련 위험을 완화하기 위해 58%의 찬성표를 던졌다.

2016년 기준 의결권 행사 내역은 다음과 같다. 총 4,994회의 주주총회에 참여하여 51,193건의 안건 중에서 10.4%로 반대표를 던졌다. 전체적인 반대 비중은 높지 않은 편이며, 각 주제 별로 찬/반 비율의 차이가 존재한다. 전년의 경우 총 4,467의 주주총회에 참여하여 47,574의 안건에 대하여 9%의 반대표를 던져 2016년에는 전년대비 참여 주주총회와 안건 수가 증가하였으며, 참여한 주주총회와 안건 수는 2011년 이후로 지속적으로 증가하고 있는 상황이다. 또한, 지역별 참여한 주총 수를 살펴보면 2016년 기준 북미(1,878회), 아시아·태평양(1,936회), 유럽(644회), 라틴아메리카(182회), 그 외 354회로 전년대비 전 세계적으로

3) 초 다수결 투표: 보통의 다수결 투표보다 더 큰 의결권을 요구 하는 것

주총 수가 증가하였다.

CPPIB는 기업의 장기적 성과를 강화하고, 위험을 줄일 수 있는 주주 제안에 대해서 지원을 하거나, 직접 제안하고 있다. CPPIB의 의결권 중에서 주주 제안, 경영자 제안 등의 의결권 행사 건수는 정확하게 공시되어 있지 않으나, 전반적인 의결권 건수 안에 포함된다.

한편, CPPIB가 일반적으로 지지하는 경영자 제안과 주주 제안은 다음과 같다. 경영자 제안은 이사회 선출, 감사 임명, 일반적 경영 사항을 다루는 기타 이슈 이사회(other issues boards)와 관련된 사항이며, 주주제안은 장기적 관점에서 이익성에 부정적으로 영향을 미치게 되는 위험을 감소시키거나 공시 개선에 관한 제안이다.

#### (4) 자산 유형별 책임투자 현황

CPPIB는 직접 사모투자, 부동산, 투자 파트너십 관계에 대해서 경영 참여 소유주로서 책임투자를 독려하고 투자결과를 모니터링하기 위한 프로세스를 수립하고 있다.

##### ① 사모투자

2016년 3월말 기준, CPPIB의 사모투자(Private Investment department(PI)) 규모는 563억 달러(CAD)로 섹터별 투자내역을 보면 산업주 28.3%, 금융 22.6%, 임의 소비재(Consumer Discretionary) 11.9%, 유틸리티 9.5% 순으로 차지하고 있다.

CPPIB는 직접사모투자를 시행하는데 있어서는 크게 환경, 건강과 안전, 근로·근무환경, 커뮤니티 관계, 경영 통합, 기업지배구조로 주제를 나누고 각 요소별로 세부적인 평가요소를 제시한다. 먼저, 환경 부문에는 환경 컴플라이언스 및 관련 실적, 환경 관련 정책, 감시, 인증, 물·에너지 등의 자원 사용, 환경 발자국<sup>4)</sup> 등을 평가하며, 다음으로 근로·근무

4) 환경 발자국 : 인간이 삶을 영위하는 데 있어 환경에 미치는 영향을 측정할 수 있는 지표

환경 부문에는 인적자원 정책 및 근로 기록, 아동 노동, 강제 노동, 최소임금 등을 평가한다. 그 외, 건강 및 안전, 기업 지배구조 부문 등에서 이사회 설립과 구성원, 지배구조 절차, 위험관리와 컴플라이언스 프로세스 등을 평가한다. 직접사모투자의 경우 고유의 투자환경과 자산 유형으로 인해 각 사모투자별 특성을 고려한 ESG 요소 관련 실사를 수행할 필요가 있다. 하지만 모든 실사 프로세스는 ① 기회 스크리닝, ② 주요 실사와 거버넌스, ③ 투자 권고사항과 같은 세 가지 절차를 따라야 한다.

## ② 부동산

2016년 3월말 기준 CPPIB의 부동산 투자규모는 408억 달러(CAD)로 지역별 투자내역을 살펴보면 미국, 영국, 캐나다, 호주, 유럽(영국 제외), 아시아(일본제외), 라틴아메리카 등에서 각각 36.1%, 14.1%, 11.8%, 11.7%, 10.9%, 9.6%, 3.4% 등 순으로 부동산 자산을 보유하고 있다.

CPPIB는 부동산투자에 있어서 지역 환경 규정을 우선적으로 고려하고는 있으나 내부 지침을 따라 파트너와의 ESG요소를 통합하여 운용함으로써 부동산 보유가치를 제고하는데 목표를 둔다. 특히, 오피스섹터는 환경요소와 운영 효율성 등의 영향을 많이 받으므로 임대인은 ESG 기준을 따라야 하며, 비용적 측면에서 통제가 가능한 환경 친화적인 빌딩에 투자할 필요가 있다.

## (5) 투자 파트너십

2016년 3월말 기준 CPPIB의 투자 파트너십(IP, Investment Partnerships department) 규모는 660억 달러(CAD)에 달한다. 이는 사모 및 공모시장 펀드를 통해 운용되며, 아시아지역의 공동투자, 직접투자와 장기적 부문별 기회가 포함된다. 지역별 투자비중을 살펴보면 다음 [그림 II-5]와 같이 미국이 차지하는 비중이 55.4%로서 절반 이상이 미국에 투자되

고 있으며, 아시아(일본 제외), 유럽(영국 제외), 영구, 캐나다, 일본 등의 순으로 각각 18.0%, 14.3%, 4.6%, 2.9%, 2.7% 등 투자되고 있다.

## (6) ESG 평가 및 운용관리

ESG 위험 평가는 투자파트너십 부문의 실사와 투자 모니터링 프로세스 과정의 일부분으로 볼 수 있다. 각 투자대상의 투자 환경 및 이슈는 투자 구조, 기업, 산업별, 지역별, 전략에 따라 상이하므로 이를 충분히 고려하여 투자방식을 선택한다. 외부 위탁매니저가 ESG요소를 관리하는 경우 CPPIB 지침을 따라야 하며, CPPIB는 운용매니저가 위험 경감, 성과 제고를 위해 어떠한 방식으로 ESG이슈를 고려하여 운용하였는지를 평가한다.

## 5. 캐나다의 책임투자 동향

2016년 기준 총 1.7조 달러(CAD)를 운용하고 있는 캐나다 기관투자자를 대상으로 ESG투자에 관해 조사한 보고서(2016 Canadian Investor Survey)에 의하면, 2015년 8월~10월 기간에 연기금, 뮤추얼 펀드, 공동출자기금, 기타 투자 매니저 등 캐나다 투자자들이 투자 의사 결정시에 ESG 이슈를 반영한다는 결과를 보여주고 있다. 대개 액티브 투자자들이 포함된 응답자들은 자산군과 투자전략에 따른 다양한 범위의 시계열로 투자를 하고 있다.

캐나다 온타리오 주는 캐나다 내에서 연기금 운용 시 ESG요소를 고려한 투자정책을 의무적으로 공시할 것을 최초로 주장하였다. 2016년 내에 온타리오 주 연금보험료 법(PBA, Pension Benefits Act)을 따라 SIPP(Statement of Investment Policies and Procedures)으로 하여금 ESG 요소 반영 여부와 제도 투자 정책에 어떻게 반영되어 있는지

공시할 것을 요구하였다.

2012년 UN-PRI는 기업들이 ESG 요소를 경영진 보상에 반영하는 프로세스에 관한 연구를 시작하였다. 2014년 10월에는 온타리오 교직원연금(Ontario Teachers' Pension Plan)이 동일 주제로 몬트리올 회담에 PRI 패널로 참석하였으며, 2015년 10월에는 QPP, Ontario Teachers' Pension Plan, PSP 투자, British Columbia Investment Management Corporation이 경영진 보상을 주제로 기업전략과 보상과의 관계, material ESG metrics, MD&A, CD&A와 지속가능성 보고 간의 일관성(consistency)에 대해 의견을 나누기도 하였다.



### Ⅲ. 네덜란드 ABP 책임투자

#### 1. 기금 개요

ABP는 네덜란드 연금제도 2층 해당하는 직역연금으로 1922년 교육 및 정부 기관 종사자의 노후 생활 보장을 위해 설립되었다. 그 당시에는 내무부 장관의 지배를 받는 구조였으나, 1996년 ABP 민영화법(Privatization ACT)에 따라 주요 역할과 기능을 유지한 채 민영화되었으며, 이후 2008년에는 ABP의 하부 조직이었던 APG를 분리하여, 기금의 운용업무를 위임하였다.

ABP의 책임투자 프로세스는 일반적인 투자 의사결정과 동일하게 최고 의사결정위원회인 수탁자위원회에서 최종 승인한다. 그리고 실제 이행은 자산운용 조직인 APG 매니저, 외부 위탁 매니저 및 기타 자문 기구에서 담당하고 있는 것으로 파악되었다.

한편, ABP의 책임투자 규모는 최근 들어 급격히 증가하고 있는 것으로 나타났으며, 책임투자 유형 역시 주식, 채권, 인프라, 사모주식, 커머디티, 헤지펀드, 오피튜니티 등 다양한 자산 유형으로 책임투자를 이행하는 것으로 파악되었다.

#### 2. 책임투자 관련 원칙 및 정책

##### (1) 투자정책서(IPS) 내 책임투자 원칙

ABP는 투자정책서의 이행(Implementation) 사항 내 책임 투자에 대한 중요성을 다음과 같이 명시하고 있다.

먼저, 장기 투자자의 관점에서 투자 대상 기업의 선정 시 비재무적 요인 즉, 기업의 지속 가능성에 대한 정보 및 기업에 대한 질적 분석 내용을

포함해야 한다. 또한, 기업의 지속 가능성과 좋은 지배구조는 책임 경영의 실천사항이며, 경영진은 이러한 문제와 관련하여, 공개하고 책임질 수 있어야 한다. 그리고 투자정책서 내 투자 원칙(Investment Principles)에서도 “훌륭한 지배구조, 환경, 사회 관련 이슈는 중요한 고려사항”임을 명시하고 있다.

## (2) 책임투자 정책

네덜란드는 2004년 자체적인 ‘Dutch Code’를 마련하여 기관투자자의 선관의무를 도입하였다. 그리고 이후 ABP의 최초 책임투자 정책은 2007년에 수립하였다.

한편, 2015년에는 ABP 책임투자 부문에 대한 중·장기(향후 5년) 정책이 발표되었다.

### 〈표 III-1〉 새롭게 수립된 ABP 책임투자 정책의 특징

- 
- ① 사회 책임과 지속성 기준에서 투자 대상 기업의 “배제”와 “포함”을 동시에 고려해야 한다.
  - ② 객관적인 목표(측정 가능한)를 부여해야 한다.
  - ③ 책임투자 부문에 대한 투명성을 강조해야 한다.
  - ④ 다른 투자자와의 협력해야 한다.
  - ⑤ 고-지속가능투자에 대한 규모 증가 계획을 수립해야 한다.
- 

자료 : Sustainable and Responsible Investment Report, 2015

## (3) 의결권 행사 정책

ABP의 보유 기업에 대한 의결권 행사는 기금운용 조직인 APG의 실무 부서에서 수행한다. 한편, APG의 투자 포트폴리오는 현재(2015년 기준) 전 세계 약 4,000개 기업에 투자되고 있으며, 이 가운데 ABP는 특히 APG가 상당한 지분을 보유하고 있는 기업, 경제에 상당한 영향을

미칠 경우, 특별한 주의가 필요한 결의안에 보다 집중하고 있다. 이외 해외 기업 등 주총에 직접 참석하기 어려운 경우에는 위임투표(Proxy Voting)나 전자 투표 방식을 활용하고 있다.

### 3. 책임투자 전략

ABP의 책임투자 전략은 주식, 채권, 부동산, 인프라, 상품 등 거의 모든 자산을 통해 이행되고 있는데, 투자 방식은 스크리닝, 경영 참여, 주주권 행사 및 ESG 통합 등 여러 방식을 채택하고 있다. 그리고 자산 유형 혹은 투자 방식에 따라 내부 매니저와 외부 매니저, 혹은 내·외부 매니저 협력을 통해 책임투자를 이행하거나, 경우에 따라서는 외부 전문가나 국제적 기구, 시민사회단체 등의 자문 및 협력을 활용하고 있다.

#### (1) 투자 유형별 ESG 반영 사항

ABP는 투자 결정에 있어서 ESG 요소를 반영할 경우 더 나은 위험 조정 수익에 기여할 것으로 기대한다.<sup>5)</sup>

기금운용 조직인 APG 내에는 9명(2015년 기준)으로 구성된 S&G팀(Sustainability & Governance Team)이 존재하며, 해당 팀에서 기금의 책임투자에 대한 실제 이행을 담당하고 있다(단, 현재 기금자산의 80% 수준은 내부적으로 운용하고, 이외 자산은 외부매니저에게 위탁하고 있다). 이어 투자 결정에 있어서 ESG 요인을 어떻게 통합 고려하고 있는지를 살펴보면 먼저, 환경 정책, 사회 정책, 기업 지배구조에 관한 기업의 점수를 측정할 수 있는 ESG Dashboard와 기업의 ESG 위험 요인을 비교하기 위해 Bloomberg와 협력하여 만든 모형을 활용하며,

5) 그 예로 2014년에 광범위한 기업을 대상으로 한 내부 연구 결과에서도 ESG 등급이 낮은 기업일수록 더 높은 위험을 취하고 있는 것으로 나타났다.

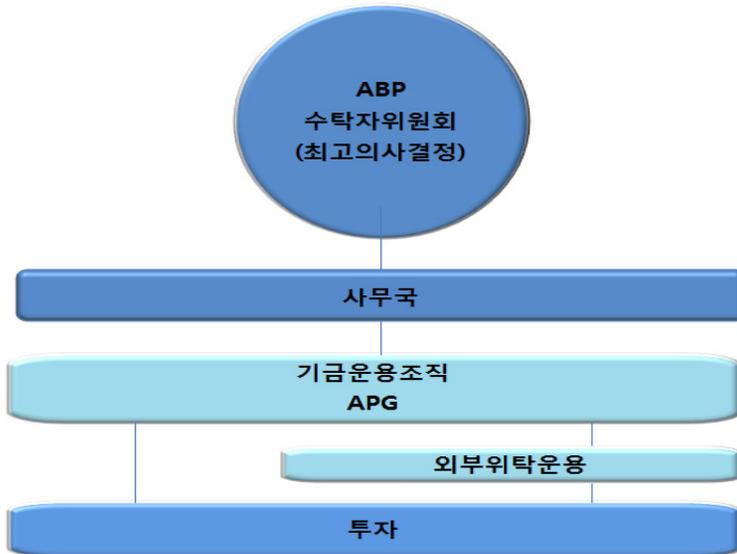
## 32 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

실질적인 포트폴리오 투자 결정에 있어서 ESG 요인을 정량적으로 단순하게 고려할 수 있도록 설계된 Quant model을 사용하여 개별 투자 대상 기업에 대한 ESG 성과를 측정하고 있다.

### (2) ESG 통합 프로세스<sup>6)</sup>

책임투자 프로세스를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, ABP 책임투자 전략의 수립은 ABP의 최고 의사결정위원회인 수탁자위원회에서 담당한다. 그리고 ABP의 실제 책임투자 전략의 이행은 ABP의 자산운용 조직인 APG<sup>7)</sup>에서 담당한다.

[그림 Ⅲ-1] ABP 책임투자 프로세스



자료 : Sustainable and Responsible Investment Report 2015

6) 「Sustainable and Responsible Investment Report」(2015)

7) APG는 네덜란드 연기금을 운용하는 독립된 기관으로 2008년에 자산운용공사를 설립하였으며, 현재 ABP뿐만 아니라, 다른 공적 연기금의 자산을 함께 운용하고 있다 (현재(2015년 기준) APG 전체 자산 중 약 92%가 ABP 자산이다).

(3) 경영 참여<sup>8)</sup>

2015년 한 해 동안 약 199개 기업에 대해 부패, 환경, 인권, 노동권, 지배구조 등에 개선을 요구하기 위한 대화 등을 시도하였다.

주제별로는 지배구조 관련 149건, 노동 27건, 인권 22건, 환경 49건, 부패 12건에 대해 보유 기업과의 대화를 시도하였다.

(4) 주주권 행사

ABP는 의결권 행사 방침에 따라 2015년에 4,446개 주총에서 약 47,000여건의 결의안에 대한 의결권을 행사하였으며, 각 개별 기업에 대한 의결권 행사 내역은 ABP 홈페이지에 게시되어 있다.

〈표 Ⅲ-2〉 2015년 의결권 행사 현황(2015년 12월 말 기준)

	보상 관련	이사 선출 관련	모든 결의안
찬성	45%	85%	81%
반대	54%	9%	15%
기권	1%	6%	4%

자료 : Sustainable and Responsible Investment Report 2015

(5) 투자배제

ABP는 현재(2016년 7월 기준) 전 세계 총 13개 기업의 주식과 중앙 아프리카공화국을 포함한 총 12개 국가의 국채를 투자 배제 대상으로 선정하고 있다. 한편, 투자 배제 대상으로 선정된 기업은 대개 국제 협약에 의해 금지 된 무기를 생산하는 기업, 기업 책임에 관한 국제 연합 (UN)의 규정을 위반하고 있는 기업에 해당하며, 국채 투자를 중단하고 있는 국가의 경우 대부분 유엔안보리의 무기 금수 조치를 받고 있는 것

8) Sustainable and Responsible Investment Report 2015 내용 참조

으로 파악되었다.

#### (6) 주제중심의 투자 대상 선별

ABP는 CO<sub>2</sub>, 고-지속가능 투자, 재생가능 에너지 부문 등 특정 주제를 선정하여, 책임투자에 대한 구체적 목표를 수립하고 있다. 예를 들어, 기후 문제를 해결하기 위해, 2020년까지 ABP가 투자하고 있는 약 4,000개 기업의 CO<sub>2</sub> 방출량을 25%까지 감소시킬 계획과 에너지 부문에 대해 2020년까지 현재 10억 유로 수준의 투자 규모를 5배까지(50억 유로) 늘릴 계획을 수립하였다.

### 4. 책임투자 현황

2015년 말 기준 ABP의 기금 전체 자산 규모는 약 3,510억 유로에 달하며, 이 가운데 약 355억 유로(2015년 말 기준)에 달하는 자산을 책임투자를 통해 이행하고 있다.

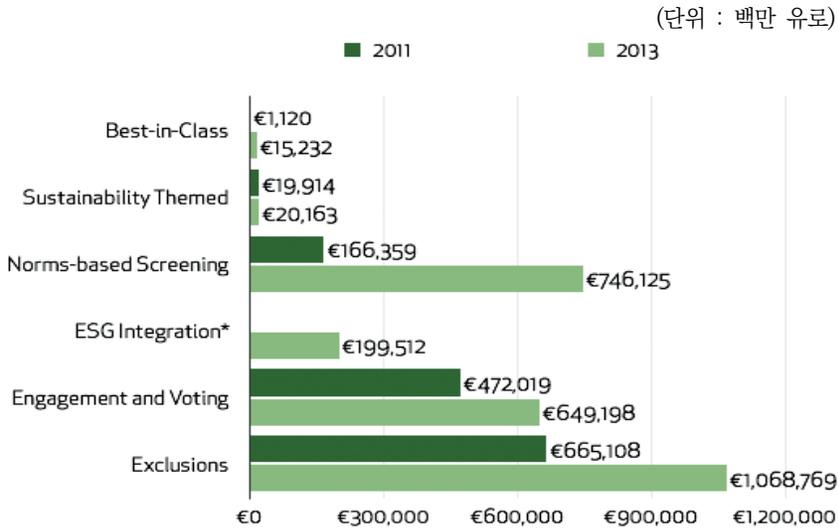
ABP의 책임투자를 투자 유형별로 살펴보면 현재 책임투자 자산 중에서 가장 높은 비중을 차지하는 자산은 부동산으로 전체 책임투자 비중에서 약 57%를 차지하고 있으며, 두 번째로 높은 비중을 차지하는 자산은 선진국 주식으로 전체 책임투자 비중에서 약 14% 비중을 차지하고 있다. 이외에도 회사채, 인프라, 사모주식, 커머디티, 헤지펀드, 오퍼튜니티 등 다양한 자산 유형을 통해 책임투자를 이행하고 있다.

### 5. 네덜란드의 책임투자 동향

2013년 기준 네덜란드의 책임투자 규모는 약 1,244,576 백만 유로에 달하며, 투자방식별로 가장 많이 활용되고 있는 전략은 배제(Exclusions)

로 규모는 1,068,769 백만 유로에 달한다. 이어 두 번째로 많이 사용되는 방식은 기준 기반 스크리닝(Norms-based screening) 방식이며, 그 규모는 746,125 백만 유로 수준이다. 이외에도 ESG 요인 통합 방식, 경영 참여 및 주주권 행사, 그리고 주제별 지속가능 투자 방식 등 다양한 방식을 통해 책임투자를 이행하고 있다.

[그림 Ⅲ-2] 네덜란드 SRI 투자 전략별 규모



자료 : European SRI Study 2014



## IV. 미국 CalPERS 책임투자

### 1. 기금 개요

CalPERS는 국가 내 연금 시스템 2층에 해당하는 직역연금으로 1932년 미국 캘리포니아 주의 공공부문 근로자 및 은퇴자, 그들의 가족의 퇴직 급여를 관리하기 위해 설립되었다.

이어 CalPERS의 미션은 장기에 걸쳐 안정적으로 은퇴연금 급여를 제공하는 것으로 이러한 미션을 달성하기 위해서는 현재 의무와 장기 미래 의무 사이의 균형을 맞추어야 한다고 인지하고 있으며, 그렇기 때문에 투자 전략 수립 시, 장기 수익률 제고 측면에서도 역시 지속가능성이 고려되어야 한다고 판단하고 있다.

이렇듯 CalPERS는 기금 운용 시 지속가능성을 고려하기 위한 측면에서 운용전략에 ESG 요인을 반영해 오고 있다.

### 2. 책임투자 관련 원칙 및 정책

CalPERS는 미국 연기금 중에서는 최초로 투자 원칙 내 지속 가능성 원칙 및 글로벌 지배구조 원칙을 반영하였다.

투자 원칙 내 지속 가능성 원칙을 살펴보면 먼저, 지난 2013년 10월, CalPERS의 관리이사회는 투자원칙 내 지속가능성 원칙을 반영하여 최종 승인하였는데, 이에 대한 사항은 10가지 항목으로 구성되어 있고 그 내용은 다음과 같다.

〈표 IV-1〉 CalPERS 투자 원칙 내 지속 가능성 원칙

- 
- ① 부채는 자산 구조에 영향을 미친다.
  - ② 장기투자는 책임과 이점이 존재한다.
  - ③ 투자 결정은 다양한 이해관계자의 견해를 반영하면서도 동시에 수탁자로서 의무를 제공할 수 있어야 한다.
  - ④ 장기적인 가치 창출을 위해서는 재무적, 물리적, 인적 자원에 대한 효과적인 관리가 요구된다.
  - ⑤ 투자목표와 투자 프로그램에 대한 성공은 기금의 장기 목표 수익률에 대한 달성 여부로 판단할 수 있다.
  - ⑥ 전략적 자산배분은 포트폴리오의 위험과 수익을 결정하는 지배적 결정 요인이다.
  - ⑦ 위험에 대한 보상을 확신할 경우에만 투자에 따른 위험을 감내할 수 있다.
  - ⑧ 비용문제는 효과적으로 관리될 필요가 있다.
  - ⑨ 위험은 다방면으로 발생하며, 완전히 포착되지 않기 때문에 여러 가지 방식(변동성 또는 Tracking error 등)으로 위험을 측정해야 한다.
  - ⑩ 목표를 성취하기 위해서는 강력한 투자 프로세스와 팀워크 그리고 충분한 자원이 필요하다.
- 

자료 : CalPERS, 2013, Investment Belief

이외에도 CalPERS는 책임투자 정책 수립 및 이행에 있어, 위험- 수익측면에서 장기적인 영향을 고려하기 위해 투자자 권리, 이사회 웰리티 & 다양성, 규제효과, 기업보고, 임원 보상 이렇게 총 5가지 이슈를 중점적으로 다루고 있다.

### 3. 책임투자 전략

CalPERS는 세 가지 형태 자원(재무적, 물리적, 인적)과 ESG 요인을 결합하여, 책임투자전략을 수립·이행하고 있다.

먼저, 재무적 자본과 지배구조 문제에 대해서는 금융시장 개선, 경영 참여, 의결권 행사, Focus list 작성 등을 활용하고 있다. 이어 물리적

자본과 환경요인의 경우 기업 보고서 및 탄소 자산위험 이니셔티브를 도입하거나, 환경 투자 이니셔티브 등을 활용하고 있었다. 마지막으로 인적 자본과 사회 요인에 대해서는 경영참여, 이사회 퀄리티<sup>9)</sup>와 다양성 제고측면에서 접근하거나, 자산군별 이니셔티브를 통해 책임투자 전략을 수행하고 있다.

### (1) 주주권 행사

CalPERS는 지난 2013년에는 세계 47개국 시장의 보유 기업에 대해 글로벌 책임 있는 기업 지배구조 원칙에 따라 약 9,000건의 의결권을 행사하였고, 그 중 이사회 임명, 보수 관련 주주 제안(928건) 가운데 58%(536건)비중으로 찬성표를 42%(392건)비중으로 반대표를 행사하였다.

### (2) 투자배제(Exclusions)

CalPERS는 지난 2013년 기준 기금 전체 포트폴리오 가운데 투자 제한 및 기존 포트폴리오에 대한 투자 회수를 목적으로 “배제 기업 리스트”를 선별하고 있다.

먼저, 2000년 이후 CalPERS는 담배 관련 주식 및 채권 투자에 제한을 두고 있다. 이는 소송, 규제, 평판위험 등을 검토한 후 위험-편익 분석에 따라 장기 지속가능성에 영향을 미칠 수 있는 담배 관련 주식 및 채권에 대한 투자를 회수하기로 결정하였다.

이어 2007년 이후 분쟁지역(이란과 수단)에 대한 투자 제한을 결정하였다. 이는 재무 및 평판위험 관리차원에서 분쟁 지역인 이란과 수단에 투자를 제한한 것이다. 그리고 같은 해 신흥 주식 시장 정책을 통해, 인권 침해, 노동권 남용 등에 해당하는 상당 수 신흥국 시장을 투자 포트폴리오에서 제외하기로 결정하였다.

9) 이를 위해 자체적으로 3D(Diverse Director Data Source)를 개발했다.

## 40 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

그리고 2013년 이후부터는 무기제조 관련 기업 투자 제한 및 회수를 결정하였다.

한편, 2011년부터 CalPERS는 책임투자 대한 정보 일부를 공개에서 비공개로 전환하였다.

### (3) Focus list

CalPERS는 1987년에 처음으로 Focus list를 작성하기 시작하였다. 다만, 그 당시에는 실적이 저조하거나 지배구조에 문제가 있는 기업의 관행을 개선하기 위한 목적으로 미국 내 몇 개 기업에 대해 Focus list를 작성하였고, 관련 기업을 모두 공개하는 방식을 선택하였다.

그러나 이후 2011년부터는 Focus list를 비공개 방식으로 전환하였으며, 2012년부터는 실적이 저조한 기업을 관리하기 위한 측면만이 아닌 Focus list 통해 수익을 창출하기 위한 프로그램을 시작하였다.

### (4) 파트너십

CalPERS는 파트너십을 통해 ESG 전략에 대한 경험과 모범 사례를 공유하고, 파트너들의 Leverage Resources에 대한 보고와 책임투자 활동에 대한 영향 강화를 위한 접근 방식 그리고 연간 비용(멤버십 비용과 관련 전략에 대한 비용)등에 대한 정보를 파악하고 있다. 대표적으로 ICGN, UN Global Compact, 美 CII(Council of Institutional Investors) 등을 그 예로 들 수 있다.

## 4. 책임투자 현황

CalPERS의 책임투자 전략 및 규모, Focus list 등은 비공개 원칙을 주장하고 있어, 그 현황을 파악하기 어렵다.

## 5. 미국의 책임투자 동향

미국 대형 연기금들은 자체적으로 주주행동주의 실천 및 기업지배구조 개선 프로그램 등을 운영하고 있으며, CalPERS의 경우 ICGN(International Corporate Governance Network)의 창립 멤버로서 1995년 이후 현재까지 미국 공적연금을 비롯한 기관투자자들의 주주행동주의 실천방안을 모색하고, 전 세계 기업 지배구조의 표준을 제정하는 활동에 참여하고 있다.

한편, 미국 내 Sustainable, Responsible and Impact Investing에 동향을 매 2년 마다 조사하여, 발표하는 USSIF 2014 보고서에 따르면, 최근(2013년 기준) 미국 내 Sustainable, Responsible and Impact Investing 투자 규모는 약 6.57 조 달러 규모로 이는 2012년 3.74 조 달러에 비해 약 1.75배 증가한 것으로 나타났다.

단, 기본적으로 임팩트 투자(Impact Investing)는 재무적 수익을 창출하면서 동시에 사회적·환경적 임팩트(성과)도 달성하는 자본투자를 의미하므로 그 성격이 사회·환경적 영향을 고려하여, 기존에 미치는 영향을 최소화하는 데 목적을 둔 책임투자와는 다르다. 하여, 명확하게는 책임투자와 임팩트 투자는 구분할 필요가 있다. 그러나 동 보고서에서는 임팩트 투자를 네거티브 스크리닝, 배제, 포지티브 스크리닝, best in class 등 함께 임팩트 투자와 지역 사회 투자를 SRI 전략 중 하나로 소개하고 있다.

〈표 IV-2〉 미국 내 책임투자 규모

(단위 : 조 달러)

	2010	2012	2014
미국	3.07	3.74	6.57

주1) USSIF 보고서는 2년 단위로 조사되며, 가장 최근 보고서는 US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014 버전임

자료 : US SIF Foundation, 2014

## 42 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

한편, 미국 내 SRI 투자 규모는 1995년부터 2014년까지 약 1조 달러 규모에서 6.6조 달러 규모로 가파르게 증가하고 있는 것으로 나타났다. 특히, SRI 전략 중에서는 ESG 요인을 고려한 책임투자 전략이 가장 크게 증가한 것으로 나타났으며 반면, 주주권 행사, 주주 결의안 등을 통한 SRI 전략은 그 규모가 점차 줄어들고 있는 것으로 나타났다.

## 부 록

### [부록] 1. 해외연기금의 책임투자 주요현황 비교

	GPIF (일본)	CPPIB (캐나다)
책임 투자 관련 원칙 및 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본판 스투어드십 코드 도입</li> <li>- 투자원칙(2015.3.) 내 스투어드십 역할 공시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임투자정책서</li> <li>- 의결권행사 가이드라인</li> </ul>
책임 투자 담당 역할	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임투자전담팀을 개설하여 책임투자 실시</li> <li>- '지배구조 강화 그룹' 설립으로 스투어드십 활동 책임성 논의 및 평가, ESG 관련 투자 분석 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실제 이행은 지속가능투자그룹과 투자팀에서 실시</li> <li>- 지배구조위원회: 의결권 원칙 등 최종 승인 역할</li> <li>- 지속가능투자위원회: 지속가능투자그룹, 투자팀으로 구성되어 ESG 관련 투자사항 감독</li> </ul>
책임 투자 행사 범위 및 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 행사범위: 국내주식, 해외주식 펀드에 대하여 실시</li> <li>- 책임투자 전략: 외부 위탁운용사가 개별적으로 의결권을 행사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 행사범위: ① 기후변화, ② 인권, ③ 물 ④ 경영자 보상문제</li> <li>- 책임투자전략: ESG 통합 관리, 경영 참여, 다양한 투자파트너십 구축 등</li> </ul>
책임 투자 현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임투자전담부서 개설 및 ESG요소를 고려한 지수 개발 계획 발표 등으로 향후 확대될 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 내·외부 리서치를 활용하여 기업들의 ESG위험을 분석하고 투자 중요성, 기간, 자원, 성공가능성 등을 고려하여 주요 경영참여 분야를 선정하여 책임투자 실시</li> </ul>
자국 내 책임 투자 동향	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1999년 '에코펀드(Eco Fund)'를 시작으로 일본 내 책임투자 개시</li> <li>- 2004년 『환경배려촉진법(환경정보의 제공 촉진 등에 의한 특정사업자 등의 환경을 배려한 사업 활동의 촉진에 관한 법률)』 제정에 따라 2005년부터 환경을 배려한 투자 공개 실시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자 의사결정시에 ESG 이슈를 반영하여 투자 시행</li> </ul>

#### 44 해외 연기금의 책임투자관련 주요현황

	CalPERS (미국)	ABP (네덜란드)
책임 투자 관련 원칙 및 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자원칙 내 지속가능성 원칙 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자 정책서 내 장기 투자 및 ESG 관련 투자 원칙 명시</li> <li>- 책임투자 정책</li> <li>- 의결권행사 정책</li> </ul>
책임 투자 담당 및 역할	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임 투자 프로세스의 최종 승인은 투자위원회(관리아사회 구성원 전원)에서 담당</li> <li>- 실제 이행은 ① ESG 요인 분석은 지속가능투자실에서 담당 ② 의결권 및 경영참여는 글로벌투자실에서 담당</li> <li>- 기타 : 지배구조정책 및 원칙의 검토를 위한 특별소위원회 설치</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임 투자 프로세스의 최종 승인: 수탁자위원회</li> <li>- 실제 이행은 자산운용조직(APG) 내 S&amp;G팀에서 담당</li> </ul>
책임 투자 행사 범위 및 전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 행사범위 : 주식, 채권, 부동산, 사모투자 등 전체 기금 자산 투자 시 ESG 요인 고려</li> <li>- 책임투자전략 : ① 주주권행사 ② 배제 ③ Focus list ④ 파트너십</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 행사범위 : 주식, 채권, 부동산, 인프라, 상품 등 거의 모든 자산을 통해 이행</li> <li>- 책임투자 전략 : ① ESG 통합 ② 경영참여 ③ 주주권행사 ④ 배제 ⑤ 주제 중심의 투자 대상 선별</li> </ul>
책임 투자 현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2011년 이후 구체적인 책임투자 전략 및 현황에 대해 비공개 원칙 실시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임투자 규모 : 355억 유로(2015년 말 기준)</li> <li>- 주요 책임투자 자산 : 부동산</li> <li>- 기타 특징 : ABP의 책임투자는 부동산 부문과 헤지펀드 부문을 중심으로 증가하고 있음. 또한, 현 ABP 책임투자 정책의 일환으로 향후에도 책임투자 규모는 지속적으로 늘어날 것으로 전망</li> </ul>
자국 내 책임 투자 동향	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임 투자 규모 : 6.57조 달러</li> <li>- 주요 책임 투자 전략 : 주주행동(경영참여, 주주제안, 의결권 행사 등), ESG 통합 전략(Focus list, 배제 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 책임투자 규모 : 네덜란드의 책임투자 규모는 약1,244,576 백만 유로 (2013년 말 기준)</li> <li>- 주요 책임투자 전략 : 배제</li> </ul>

## [부록] 2. UN Principles

### 원칙1. ESG 사안을 투자 분석 및 의사결정 절차에 통합할 것

- 투자지침서에 ESG 사안을 다루어라
- ESG와 관련된 기법, 지표, 분석 등의 개발을 지원하라
- ESG사안 통합 내부투자운용사 능력을 평가하라
- ESG사안 통합 외부투자운용사 능력을 평가하라
- 투자 서비스 제공업체(재무분석가, 컨설턴트, 브로커, 연구기관, 평가 기관 등)에게 통합 ESG 요소를 포함하는 연구와 분석의 발전을 요구하라
- 이 주제에 관하여 학술적 연구 또는 그 외 연구를 권장하라
- 투자 전문가를 위한 ESG 교육을 권장하라

### 원칙2. 적극적 주주로서 활동하고 ESG 사안을 투자 보유 정책과 관행에 통합할 것

- 원칙에 부합하는 적극적인 주주활동 정책을 개발하고 공시하라
- (위임하는 경우) 의결권 행사 정책에 준수하여 의결권을 행사하거나 모니터링 하라
- (직접이든 아웃소싱이든 간에) 기업 관계 활동 능력을 개발하라
- (주주의 권리 강화 및 보호와 관련된) 정책, 규정, 기준 설정 등의 개발에 참여하라
- 장기적 관점의 ESG사안과 일치하는 주주 결의안을 제출하라
- ESG사안에 대해 기업들과 논의하라
- 공동 기업 관계 활동에 참여하라
- 투자운용사에게 ESG와 관련된 기업 관계 활동 시행 및 보고 요구

### 원칙3. 투자 대상 기업에 ESG 사안에 대한 공시를 요구하는 길을 모색할 것

- (GRI, Global Reporting initiative처럼 기법을 사용하여) ESG사안에 관한 표준화된 보고를 요구하라
- (UN 세계기업 협약기구처럼) 기업으로부터 채택하고 있는 관련 규범, 기준, 윤리 강령 또는 글로벌 이니셔티브(활동) 등에 관한 정보를 요구하라
- ESG 공시를 장려하는 주주활동(이니셔티브)과 주주결의안을 지지하라

### 원칙4. 투자산업 내에서 책임투자원칙의 수용과 실천을 촉진할 것

- 제안요청서에 원칙과 관련된 요구사항 포함하라
- 운용위탁, 모니터링 절차, 성과 지표 그리고 인센티브 구조 등을 적절하게 조정하라 (예를 들어 적절할 경우 장기적 관점에서 투자 관리 과정을 반영하라)
- 투자 서비스 제공업체에게 ESG 기대목표에 대해 알려라
- ESG 기대목표를 충족하지 못하는 서비스 제공업체와의 관계를 재논의하라
- ESG 통합 벤치마크 기법 개발을 지원하라

### 원칙5. 책임투자원칙 실천의 효율성을 개선하기 위해 협력할 것

- 교육의 자료로서 기법 공유, 자원 공유, 투자자보고를 활용하기 위하여 정보플랫폼과 네트워크에 참여 및 지원하라
- 새로 대두되는 사안에 대해 총괄하여 다루어라
- 적절한 공동 이니셔티브를 지원하고 개발하라

**원칙6. 책임투자원칙 실천에 관한 활동과 진척 상황을 각기 보고할 것**

- ESG 사안의 투자관행 통합 방법을 공시하라
- 적극적 주주활동(의결권 행사, 기업 관계 활동, 정책대화 등)을 공시하라
- 원칙과 관련하여 서비스제공업체에게 요구하는 것을 공시하라
- 수혜자에게 ESG사안과 원칙에 대하여 알려라
- ‘준수 또는 설명’ 1 접근법을 이용한 원칙에 관련된 진행과정 또는 성과에 대해 보고하라
- 원칙의 영향력을 알아내도록 시도하라
- 다수의 이해관계자들의 인식을 제고하기 위하여 보고를 활용하라



## 참고문헌

이상훈, 2010, 사회책임정보 공시 법제화의 도입 필요성, 한국기업지배구조원

환경부, 2007, 기업 환경정보 공시제도 도입방안 연구(용역보고서)

ABP, 2010, Statement Of Investment Principles

ABP, 2015, Annual Report

ABP, 2015, Sustainable and Responsible Investment Report

APG, 2011, Corporate Governance Framework

CalPERS, 2012~2014, ESG Report

CalPERS, 2013, Investment Belief

Canadian Investor Survey. 2016

CPPIB, Annual report. 2016

European, 2014, SRI Study

GPIF, 2015, Annual report

GPIF, 2015, GPIF has become a signatory to the UN-PRI

USSIF, 2012~2014, SRI Trends

### 〈웹사이트〉

일본 GPIF : <http://www.gpif.go.jp>

캐나다 CPPIB : <http://www.cppib.ca>

네덜란드 ABP : <http://www.abp.nl>

미국 CalPERS : <http://www.calpers.ca.go>



## 국민연금연구원 발간보고서 목록

### 2015년도

연구보고서 2015-01	자녀세대의 부모에 대한 소득이전과 노후준비	송현주, 임란	2016.3.
연구보고서 2015-02	결축치 대체방법 연구 -국민노후보장패널 소득관련 자료를 이용하여	박주완, 김호진	2016.3.
연구보고서 2015-03	중기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2016.3.
연구보고서 2015-04	국민연금이 소비와 저축에 미치는 영향 연구	성명기, 이준상	2016.3.
연구보고서 2015-05	미국의 경기국면의 예측과 투자전략	손경우, 최영민	2016.3.
연구보고서 2015-06	자산소유자를 대상으로 한 GIPS®기준의 국민연금 성과평가 적용에 관한 연구	정문경, 이지연 외	2016.3.
연구보고서 2015-07	노인가구의 경제적 가치 수준과 빈곤완화 효과 분석 -한국, 미국, 영국의 패널자료를 이용하여	이상봉, 이은영 외	2016.3.
연구보고서 2015-08	국민연금가입자 중기전망방법 개선 연구	박성민, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-09	기초연금 재정시뮬레이션	신경혜, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-10	국민연금 보험료수입 및 신규수급자의 기본연금액 추계를 위한 소득지수 개선방안 연구	한정림, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-11	사망률 전망 모형의 선택과 전망된 사망률에 기초한 국민연금의 수익비와 재정효과 분석	최장훈, 권미애 외	2016.3.
연구보고서 2015-12	출산율과 사망률 변경에 따른 인구전망	최장훈, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-13	미시모의실험 모형에 의한 국민연금의 세대간·세대내 소득재분배 측정	최기홍, 신승희	2016.3.
연구보고서 2015-14	국민연금의 재정안정화정책의 평가: OG모형 파레토개선 접근법	최기홍, 신성휘 외	2016.3.

연구보고서 2015-15	재무공격위험을 고려한 해외주식 포트폴리오 구성전략에 관한 연구 -미국시장을 중심으로	강대일, 조재호 외	2016.3.
연구보고서 2015-16	외부 위탁운용 매니저의 군집투자 행태(herding)와 유인에 관한 연구	이지연, 태엄철	2016.3.
정책보고서 2015-01	기초연금 급여적정수준 유지를 위한 연동방법 검토	최옥금, 한신실 외	2016.3.
정책보고서 2015-02	고령화의 진전과 공사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응방안	박태영, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-03	국민연금기금의 통화 오버레이 전략에 관한 연구	주상철, 노상윤	2016.3.
정책보고서 2015-04	국민연금 부동산투자 다각화 방안에 관한 연구	노상윤, 주상철 외	2016.3.
정책보고서 2015-05	CVaR를 사용한 전략적 자산 배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2016.3.
정책보고서 2015-06	국민연금 국내주식 위탁운용 관리개선에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2016.3.
정책보고서 2015-07	2014년도 국민연금기금의 성과평가	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-08	국민연금 사업장가입자 증가요인분석과 확대 방안에 관한 연구	이용하, 김원섭 외	2016.3.
정책보고서 2015-09	공적연금제도와 고령자 고용정책의 보완적 발전 방안	정인영, 민기채 외	2016.3.
정책보고서 2015-10	생애주기별 소비 및 저축실태 분석에 따른 노후준비 전략	성혜영, 이은영	2016.3.
정책보고서 2015-11	국민연금 목표초과 수익률 산출체계 개선 방안에 관한 연구	강대일, 정문경 외	2016.3.
조사보고서 2015-01	중·고령자의 일상적 스트레스와 대처 전략 -국민노후보장패널 5차 부가조사 기초분석보고서	송현주, 박주완 외	2016.3.
연차보고서 2015-01	2016년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로	최영민, 박태영 외	2016.3.
Working Paper 2015-01	가입자 및 수급자 추계의 기초율 추정	김진미	2016.3.

프로젝트 2015-01	해외 연기금의 기금관련 주요 현황	이정화, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-12	정년제와 공적연금제도 변화과정에 관한 연구	김현수, 유현경	2016.5.
연구보고서 2015-17	국민연금 가입자 평균소득 전망방법 개선 연구	한정림, 허재준 외	2016.5.
연차보고서 2015-02	국민연금 중기재정전망(2016-2020)	박성민, 신경혜 외	2016.5.
연구자료 2015-01	2015년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가 보고서	황정욱, 태엄철	2016.5.
프로젝트 2015-02	주요 동유럽 체제전환 국가의 경제사회적 성과 비교 -동독, 체코, 헝가리, 폴란드를 중심으로	이용하, 민기채 외	2016.5.
프로젝트 2015-03	우리나라 노후소득보장의 종합적 고찰	이용하, 김원섭 외	2016.5.
용역보고서 2015-01	싱가포르 공적연금 기금운용의 시사점	이준희	2016.5.
용역보고서 2015-02	국민연금기금의 공공사회서비스 인프라 투자	주은선, 김진석 외	2016.5.
용역보고서 2015-03	기금규모 증가에 따른 국민연금의 시장영향력 분석	이재현	2016.5.

## 2014년도

연구보고서 2014-01	가입기간별 기초율을 적용한 국민연금 장기재정전망(II)	박성민	2014.12
연구보고서 2014-02	공적연금 가입자 추계 방법 연구	박주완, 한정림	2014.12
연구보고서 2014-03	국민연금 이력자료에 의한 계층별 특성치의 통계적 추정	최기홍, 신승희	2014.12
연구보고서 2014-04	국민연금제도변수 중기 전망 연구	성명기, 최장훈	2014.12
연구보고서 2014-05	국민연금과 거시경제 모의실험모형 연구	성명기	2014.12

연구보고서 2014-06	국민연금 포트폴리오의 최적공분산 추정에 관한 연구	최영민	2014.12
연구보고서 2014-07	경제적불평등과 노후최저보장제도의 관계 및 시사점 -OECD국가를 중심으로	이상봉, 서대석	2015.3
연구보고서 2014-09	국민연금의 재정평가 지표에 대한 비교연구	최기홍, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-10	남부유럽 연금개혁 연구	권혁창, 정창률 외	2015.3
연구보고서 2014-11	독거노인의 생애노동이력과 이전소득 효과 연구	송현주, 성혜영 외	2015.3
연구보고서 2014-12	부도위험을 고려한 주식 포트폴리오 구성과 거래전략에 관한연구	강대일, 조재호 외	2015.3
연구보고서 2014-13	고연령 사망률 추정과 미래 사망률 전망방식 개선에 관한 연구	최장훈, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-14	시간변동성 성과평가지표를 이용한 국민연금기금의 성과평가에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2015.3
연구보고서 2014-15	우리나라 다층노후소득보장체계의 연금소득 추정	한정림, 박주완	2015.3
연구보고서 2014-16	유족연금 및 중복급여 산출방법 개선방안	신경혜, 신승희	2015.3
연구보고서 2014-17	환경, 사회, 지배구조요인(ESG)을 이용한 투자 전략에 관한 연구	손경우, 주상철	2015.3
정책보고서 2014-01	국민연금 국내부동산 벤치마크 사용자지수 산출에 관한 연구	노상윤, 민성훈 외	2014.12
정책보고서 2014-02	국민연금기금의 액티브 외화관리전략에 관한 연구	주상철, 손경우	2014.12
정책보고서 2014-03	공적연기금 리스크 관리체계의 국제비교	최영민, 박태영 외	2014.12
정책보고서 2014-04	국민연금 국내 인프라투자 벤치마크 지수 개선방안 연구	노상윤, 유승동 외	2014.12

정책보고서 2014-05	정년연장이 국민연금제도에 미치는 영향에 관한 연구	김현수, 김원식 외	2015.3
정책보고서 2014-06	2013년 국민연금 기금운용 성과평가 (공개)	강대일, 정문경 외	2015.3
정책보고서 2014-08	국민연금기금운용지침개선방안	박태영, 이정화	2015.3
정책보고서 2014-09	국민연금사각지대 완화를 위한 지역가입자 관리개선방안연구	정인영, 김경아 외	2015.3
정책보고서 2014-10	노인기초보장제도와 국민연금 간 역할분담관계에 관한연구	이용하, 최옥금 외	2015.3
정책보고서 2014-11	단시간 근로자 실태와 국민연금 적용방안	최옥금, 조영은	2015.3
정책보고서 2014-12	연금교육 활성화를 통한 노후준비 수준 제고 방안	성혜영, 송현주 외	2015.3
정책보고서 2014-13	우리나라 노년층의 노후소득격차 발생요인 분석과 지원방안연구	김경아, 김한수 외	2015.3
정책보고서 2014-14	우리나라 중·고령자들의 노동시장 특성과 국민연금제도 가입확대방안	유호선, 박주완 외	2015.3
조사보고서 2014-01	유족연금제도의 국제비교 연구	유호선, 김경아 외	2015.3
조사보고서 2014-02	장애인 소득보장체계의 국제비교연구	이용하, 정인영 외	2015.3
조사보고서 2014-03	중·고령자의 경제생활 및 노후준비실태 -제5차(2013년도)국민노후보장패널(KRelS)분석보고서-	송현주, 이은영 외	2015.3
용역보고서 2014-01	최적사회보장과 창조경제 -국민연금기금의 효율적 투자방안을 중심으로	임양택	2014.12
용역보고서 2014-02	1. 독일연금통합의 전개과정 평가(고려대학교 산학협력단) 2. 북한사회보장과 연금제도 운영실태 분석(신한대학교산 학협력단)	김원섭 이철수 외	2015.3

용역보고서 2014-03	국민연금 사각지대 개선방안 연구 (인제대학교 산학협력단, 충북대학교 산학협력단)	김재진, 이정우 외	2015.3
용역보고서 2014-04	반납·추납 보험료 대여사업 사업타당성 분석 및 수요도 조사(대구대학교 산학협력단)	전승훈	2015.3
용역보고서 2014-05	일반국민과 공무원의 노후보장체계 국제비교 연구	김상호, 배준호 외	2015.6
연차보고서 2014-01	2015년 국민연금기금의 자산배분 -ALM분석을 중심으로(비공개)	기금정책팀	2014.12
프로젝트 2014-01	OECD 주요 국가의 기초보장 급여적정성 평가방법	이용하, 최옥금 외	2015.3

## 2013년도

연구보고서 2013-01	소득계층별 국민연금 수급부담구조 분석	최기홍 한정림	2013.12
연구보고서 2013-02	주요 거시경제변수 동태적 전망모형 개발	성명기 박무환	2013.12
연구보고서 2013-03	고령화가 자산가격에 미치는 영향과 장기전망 연구	성명기 홍기석	2013.12
연구보고서 2013-04	OECD 주요 국가들의 연금개혁의 효과성 연구	권혁창	2013.12
연구보고서 2013-05	시장구조에 따른 자산군 분류체계에 관한 연구	강대일 황정욱	2013.12
연구보고서 2013-06	국민연금 해외주식 포트폴리오의 변동성 활용에 관한 연구	최영민 주상철	2013.12
연구보고서 2013-07	가입기간별 기초율을 적용한 국민연금 장기재정전망(Ⅰ)	박성민 신승희	2013.12
연구보고서 2013-08	중고령자의 은퇴와 조기 수급률에 관한 연구	신경혜 권혁진 신승희	2013.12

연구보고서 2013-09	국민연금 재정화 정책의 세대별 생애효과 분석	최기홍 김형수	2013.12
연구보고서 2013-10	국민연금 가입자의 가입이력과 급여수준 분석	우해봉 한정림	2013.12
연구보고서 2013-11	국민연금 국내주식 위탁운용규모와 수익에 관한 연구	정문경 박영규	2013.12
연구보고서 2013-13	우리나라 가구의 자산보유 실태와 자산형성 요인 분석	김현수 김경아	2013.12
연구보고서 2013-14	베이비부머세대의노후소득보장실태 및 지원방안 연구	김경아 김현수	2013.12
연구보고서 2013-15	자동조정장치에 의한 급여 결정방식에 관한 연구	최장훈 신승희	2013.12
정책보고서 2013-01	국민연금 보완제도로써 개인연금의 역할 정립 및 발전방향에 관한 연구	이용하	2013.12
정책보고서 2013-02	국민연금 사회보험료 지원의 합리적 운영방안 연구	최옥금	2013.12
정책보고서 2013-03	연금개혁을 위한 사회적 합의 과정에 관한 연구	유호선	2013.12
정책보고서 2013-04	국민연금 국내부동산 벤치마크 지수개발에 관한 연구(1)	노상윤 태엄철	2013.12
정책보고서 2013-05	국민연금 국내 채권투자방식에 대한 정책대안 연구 -미국 OASDI 사례 중심으로	박태영 김영은	2013.12
정책보고서 2013-06	국민연금기금의 환위험 관리 개선방안	주상철 최영민	2013.12
정책보고서 2013-07	시장영향력을 고려한 기금운용방안 -주주권 행사를 중심으로-	김순호 김영은	2013.12
정책보고서 2013-09	국민연금법과 장애인복지법의 장애개념 및 장애판정체계 비교 연구	정인영 윤상용	2013.12
정책보고서 2013-10	공공영역 노후설계 서비스의 역할과 기능	성혜영	2013.12

조사보고서 2013-01	우리나라 중·고령자의 성공적 노후와 노인관련제도에 대한 인지 및 이용실태 -제4차(2012년도) 국민노후보장패널부가조사 기초분석 보고서 -	송현주 이은영 외	2013.12
용역보고서 2013-01	대위권 행사시 일시금 환산제도 도입방안 연구	전주대 산학협력단	2013.12
용역보고서 2013-02	신규복지사업 수익성분석에 대한 연구	한국비용 편익분석 연구원	2013.12
연차보고서 2013-02	국민연금 중기재정전망(2014 ~ 2018)	박성민 신경혜 외	2013.12
Working Paper 2013-01	소규모 개방경제 DSGE모형을 이용한 통화정책의 거시경제 파급효과 분석	박무환	2013.12
Working Paper 2013-03	R 프로그램을 이용한 기금운용분석 - 국민연금 국내주식 위탁펀드의 현금유입이 펀드의 운용행태에 미치는 영향 분석	정문경	2013.12
Working Paper 2013-04	동아시아 국가의 연금제도 비교	성혜영	2013.12
Working Paper 2013-05	국민연금 자산이 노후소득에 미치는 영향 분석과 한국인의 은퇴준비정도 추정	김현수 최기홍	2013.12
프로젝트 2013-01	주요 국외패널 비교연구와 국민노후보장패널에 주는 시사점	김현수	2013.12
프로젝트 2013-02	국민노후보장패널조사(KReIS) 발전방안 연구	송현주	2013.12
프로젝트 2013-03	해외(미국, 일본) 재정추계 비교 연구	최장훈	2013.12
연구자료 2013-01	2013년 상반기 국민연금 기금운용 성과평가 보고서	황정욱 태엄철	2013.12

## 저자 약력

### • 이 정 화

부산대학교 수학과

부산대학교 경영학 재무관리 석사

현 국민연금연구원 주임연구원

#### 〈주요 저서〉

- ▶ 『해외 연기금의 기금관련 주요현황』, 2015, 국민연금연구원 (공저)
- ▶ 『국민연금 기금운용지침 개선 방안』, 2014, 국민연금연구원 (공저)
- ▶ 『공적연기금 리스크 관리체계의 국제비교』, 2014, 국민연금연구원 (공저)
- ▶ 『국내 액티브 펀드수익률의 설명요인에 관한 연구』, 2014, 석사학위 논문

### • 원 상 희

서경대학교 경제학과

서울시립대학교 경제학 석사

현 국민연금연구원 주임연구원

#### 〈주요 저서〉

- ▶ 『미국 대형 연기금의 운용 현황』, 2016, 연금포럼, vol. 61
- ▶ 『해외 주요 연기금의 해외투자 및 외환 정책』, 2016, 연금포럼, vol. 62
- ▶ 『환 헤지 전략의 제약이 해외투자 배분에 미치는 영향』, 2016, 연금포럼, vol. 64(공저)
- ▶ 『고령화의 진전과 공·사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응 방안』, 2015, 국민연금연구원 (공저)



프로젝트 2016-01

**해외 연기금의 책임투자관련 주요현황**

---

2017년 3월 인쇄

2017년 3월 발행

발행인 : 이 원 희

편집인 : 김 성 숙

발행처 : 국민연금공단

국민연금연구원

전북 전주시 덕진구 기지로 180(만성동)

TEL : 063-713-6778 / FAX : 063-715-6564

---

ISBN 978-89-6338-351-4