

# 사학연금기금의 책임투자 활성화 방안 연구 : 스튜어드십 코드의 이행을 중심으로

변희섭\*, 문성훈\*\*

## 〈 초 록 〉

본 연구는 공적 연기금인 사학연금기금의 책임투자 활성화 및 스튜어드십 코드의 이행을 위한 전략적 방향성을 제안한다. 책임투자 및 스튜어드십 코드 도입의 의미와 논쟁, 해외 연기금의 사례, 사학연금기금의 현황 및 여건 등을 종합적으로 고려할 때, 다음과 같은 검토사항들을 도출하였다.

(1) 책임투자 및 스튜어드십 코드 이행을 위한 정책 및 지침의 제·개정, (2) 내부 조직의 확대·개편, (3) 자체적인 ESG 평가 모형 구축과 다양한 외부 평가기관의 자료 확보·활용, (4) 외부 위탁운용사 평가 체계 개선, (5) 책임투자 및 주주권 행사 관련 공시 강화가 그것들이다. 본 연구는 사학연금기금의 효과적인 위험관리와 중·장기적 수익의 안정성을 제고하기 위한 대안으로써 책임투자의 성공적 도입을 위한 제반 여건을 제시하는 실무적 시사점을 가질 것으로 기대된다.

핵심용어 : 연기금의 책임투자 전략, ESG 요인, 기관투자자의 선관주의 의무, 스튜어드십 코드, 투자 위험관리

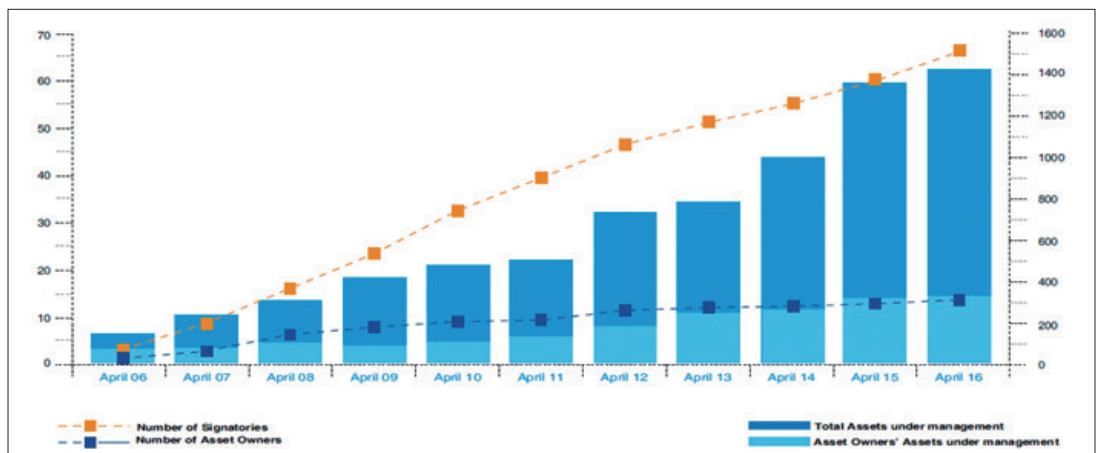
\* 한림대학교 금융재무학과 교수

\*\* 한림대학교 경영학과 교수

## 제1장 서론 : 연구의 배경, 목적 및 기여도

저성장 기조 하에서 국민경제의 지속 가능한 발전을 위한 대안으로, 국내 자본시장에서 책임투자(responsible investment)<sup>1</sup>에 대한 정책적, 실무적 관심이 점차 고조되고 있다. 책임투자는 기업의 현금흐름, 위험, 성장성 등을 반영하는 재무요인과 더불어, 환경(Environment), 사회(Social), 기업지배구조(Governance)(이하, ESG)와 같은 비재무적 요인을 고려하는 투자 전략<sup>2</sup>으로 이해될 수 있다. 동 투자 전략이 대두된 배경에는 지속 가능성 확대에 ESG 요인의 강화가 기여할 수 있다는 사회적 요구에 기인하기도 하지만, 투자자의 입장에서는 미래 발생 가능한 투자위험을 사전에 완화함으로써 투자가치를 개선할 수 있다는 기대에 기초한다. 특히, 최근 들어 기업의 환경오염, 노동자와 지역사회 등 여러 이해관계자와의 갈등, 일감 몰아주기 등 지배주주의 사적이익(private benefit) 추구에 관련한 문제들에 대한 사회적 관심이 확대되고 있으며, 기업가치 하락에 주요 원인으로 지목되고 있다. 자연히, 이러한 위험요인들을 적극적으로 관리·통제하는 기업, 즉, ESG 성과가 우수한 기업에 대한 자본시장 참여자의 투자 수요를 증가할 것이고, 이는 투자가치 개선으로 이어질 것으로 예상된다.

〈그림 1〉 UN PRI의 책임투자 원칙 가입 추이



자료 : UN PRI (2016) 참고

UN PRI(Principle of Responsible Investment)는 연금기금 등 기관투자자의 책임투자를 장려하고 촉진하기 위한 투자자들의 네트워크로 2006년 조직되었다. 전 세계의 기관투자자들은 UN PRI가 제시한 원칙의 이행에 서명함으로써 책임투자를 적극적으로 고려할 것이라는 의지를 표명하고 있다. 미국 CalPERS(California Public Employee Retirement System), 네덜란드 APG(All Pension Group), 일본 GPIF(Government Pension Investment Fund) 등 주요 선진국의 공적 연기금들이 동 원칙에 서명하였다. <그림 1>은 UN PRI에 서명한 기관투자자 수의 추이를 제시한다. 동 수치는 2006년 이후 지속적으로 증가하고 있으며, 이들 기관투자자의 운용 자산 중 책임투자 원칙에 대응되는 자산의 규모 역시 점진적으로 증가하고 있다. 이는 책임투자가 전 세계적으로 주목을 받아 글로벌 자본시장에서 대세로 자리잡고 있음을 확인시켜준다.

이러한 현실 하에서, 국내 자본시장에서는 공적 연기금의 책임투자에 대한 요구가 점차 확대되고 있다. 이는 공적 연기금의 운용자산 규모가 점차 확대되어 자본시장에 미치는 영향력이 점차 강화되고 있으며, 광범위한 연금 수급자의 부(wealth)를 안정적으로 유지·확대하기 위한 중·장기적 관점의 가치투자 전략으로서 책임투자가 적합하기 때문이다. 이에 대한 배경으로써 먼저, 과거와 달리 운용자산 규모의 확대로 인해 공적 연기금이 단순히 선호하는 주식(stock)을 매수하고, 그렇지 않으면 매도하는 전통적 투자전략<sup>3</sup>에 국한하여 효율적으로 투자 포트폴리오를 관리하는데 한계에 직면할 수 있다. 뿐만 아니라, 전통적 투자자산인 주식, 채권만으로는 충분한 위험 다각화(diversification)가 어려워짐에 따라 다양한 대체투자 수단으로의 시각전환이 요구되고 있다. 따라서, 위험 대비 수익을 극대화하기 위한 수단으로 투자대상기업의 경영활동 개선을 유도하거나 환경, 에너지 등 다양한 분야를 투자대상으로 고려하는 책임투자가 주목받을 수밖에 없다. 다음으로, 비교적 장기적 관점을 바탕으로 투자를 결정하는 책임투자는 비교적 긴 만기(maturity)를 갖는 연기금의 운용구조와 일치한다. 자연히, 연기금은 책임투자의 성과를 충분히 누릴 수 있는 특성을 갖는다. 마지막으로, 공적 연기금은 자본시장을 선도하는 역할을 수행할 것이라는 사회적 기대가 클 뿐만 아니라, 여러 이해관계자의 이해를 충족시켜야 한다는 측면에서도 책임투자가 효율적 대안으로 고려될 수 있다. 즉, 책임투자의 수행을 통한 편익이 투자자와 더불어 환경보존, 사회갈등 완화 등 다양한 경제주체들과 공유된다는 측면은 광범위한 수급자 기반을

1. 책임투자는 RI(Responsible Investment) 또는 보다 구체적으로 사회책임투자를 의미하는 SRI(Social Responsible Investment)로 명명되기도 한다. 본 연구는 보다 광범위한 의미를 포함하는 RI를 책임투자자로 정의한다.  
 2. 구체적인 책임투자 전략에 대해서는 제 II 장에서 보다 상세히 논의한다.  
 3. 이른바 Wall Street Rule로서, 투자가치가 없는 기업에 대한 매각하는 전략을 의미하는데, 국내 자본시장의 규모가 한정적이라는 전제 하에서 동 전략을 통해서 다각화된 포트폴리오 구성에 한계가 존재한다.

보유한 공적 연기금의 역할을 달성하는데 기여할 수 있음을 시사한다(박경서 외, 2017).

한편, 공적 연기금의 책임투자 활성화의 한 축으로<sup>4</sup> 스튜어드십 코드(stewardship code)의 이행에 대한 관심 역시 고조되고 있다. 기관투자자에게는 수탁자의 책임<sup>5</sup>을 적극적으로 이행하도록 성실한 관리자의 의무(fiduciary duty)가 부과되는데, 이를 위한 기본원칙이 바로 스튜어드십 코드이다. 스튜어드십 코드는 비단, 국내 뿐만 아니라 전 세계적 관심이 대두되고 있으며, 도입 국가는 2017년말 현재 19개 국가<sup>6</sup>이다. 이들 국가의 대표적인 연기금인 CalPERS, APG, GPIF, BT(British Telecom) Pension Scheme(영국) 등이 스튜어드십 코드에 참여하고 있다. 스튜어드십 코드 도입의 주된 배경에는 글로벌 금융위기 전후로, 기관투자자들이 투자대상 기업에 대한 위험관리, 경영진 견제 등의 경영통제 역할을 적절히 수행하지 못하였다는 지적이 촉발되면서, 미국, 영국을 중심으로 제정·도입이 논의되었다. 국내에서는 2016년 12월 자율규범의 형태로 ‘기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙’이라는 한국형 스튜어드십 코드가 발표되었다. 국내 대표적인 공적 연기금인 국민연금기금은 2018년 7월 스튜어드십 코드 도입 방안을 공표하였으며, 공무원연금 역시 2019년 동 코드의 도입을 계획하고 있다. 자연히, 사학연금기금의 스튜어드십 코드 이행에 대한 사회적 관심도 대두될 수밖에 없는 현실이다.

공적 연기금의 스튜어드십 코드 이행에 대한 사회적 관심이 대두되고 있는 이유는 기관투자자로서 투자대상 기업의 가치 극대화를 위한 의결권 행사(proxy voting)나 경영관여활동(engagement)이 적극적이지 못하였다는 지적에서 출발한다. 특히, 국내에서 이러한 요구가 더욱 강화된 이유는 공적 연기금의 적극적인 주주행동주의(shareholder activism)가 경영자의 대리인문제(agency problem)를 완화하기 위한 주된 경로로서 주목받고 있기 때문이다. 국내 자본시장은 영미권 국가에 비해 법적으로 투자자 보호(investor protection)가 적극적으로 이루어지지 않으며, 지배주주에게 과도한 통제권이 부여됨에 따라 경영자 교체(CEO turnover)이나 M&A 등 시장규율(market discipline) 수단을 통해 효과적인 경영통제가 이루어지기 어려운 특성을 갖고 있다. 이 때문에 이사회(board of directors), 감사제도(audit system) 등과 같은 기업의 내부

4. 책임투자는 ESG 성과가 우수한 기업을 투자 대상으로 고려하거나, 그렇지 않은 기업을 배제하는 투자 전략 뿐만 아니라, 기존 투자대상 기업에 대한 적극적인 ESG 성과 개선 요구 등과 같은 주주관여활동, 의결권 행사를 포괄하는 비교적 광범위한 의미를 내포한다. 이러한 관점에서 스튜어드십 코드의 이행은 공적 연기금의 책임투자 전략의 이행의 한 가지 경로로 고려될 수 있다.

5. 기관투자자가 수익자(투자자)의 이익을 극대화하도록 수탁자산을 신의성실의 원칙에 따라 적극적으로 관리해야 함을 의미한다.

6. 영국, 미국, 네덜란드, 스위스, 이탈리아, 덴마크, 캐나다, 브라질, 일본, 말레이시아, 홍콩, 대만, 싱가포르, 한국, 남아프리카공화국, 호주, 인도, 카자흐스탄, 케냐

통제수단들이 대리인문제 해소를 위해 주목받고 있지만, 사외이사의 거수기 문제, 분식회계 등이 지속적으로 발생하고 있는 현실은 이러한 수단들의 역할에도 한계가 존재함을 시사한다. 기관투자자는 여타 소액투자자에 비해 높은 투자규모를 가져 상당한 협상력(bargaining power)을 가질 뿐만 아니라, 전문적 투자자로서 투자대상 기업에 대한 충분한 분석능력을 보유하고 있다. 특히, 이들은 자신의 투자 지분의 가치를 극대화하기 위해서라도 적극적으로 투자대상 기업에 대한 경영의사결정에 참여할 유인(incentive)을 보유하므로 경영자 감시의 무임승차문제(free rider problem)가 완화될 수 있다. 자연히, 공적 연기금은 대표적 기관투자자로서 경영자의 감시·규율은 물론, ESG 성과 개선을 견인함으로써 건전한 자본시장 발전을 도모하는 역할을 수행할 것을 요구받고 있는 상황이다.

<표 1> 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙의 7가지 세부 원칙

구분	세부원칙
원칙1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면 할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 대해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
원칙3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
원칙4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.
원칙5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 대해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

자료 : 스튜어드십 코드 제정위원회 (2016) 참고

본 연구는 사학연금기금의 책임투자 활성화와 스튜어드십 코드의 이행에 관한 구체적인 방안을 제시한다. 이를 위해 먼저, 책임투자의 대두 배경을 바탕으로 동 투자전략의 적극적인 수행의 이론적, 실무적 배경을 제공한다. 특히, 이러한 과정에 있어 공적 연기금의 책임투자 강화에 따른

사회적 우려와 상충된 견해에 대해서도 논의함으로써 도입시 감안해야 할 사항들을 제시한다. 더불어, 스투어드십 코드의 이행을 포함하는 다양한 책임투자 전략과 현황에 대해 논의함으로써 사학연금기금이 수행 가능한 대안 모색의 기초자료를 제시한다. 다음으로, 비교적 책임투자를 성공적으로 수행하고 있는 해외 연기금들의 투자 전략 및 프로세스의 사례를 소개하고, 현재 사학연금기금의 관련 현황을 제시함으로써 실무적으로 수행 가능한 대안의 방향성을 모색한다. 마지막으로, 사학연금기금의 책임투자 활성화와 스투어드십 코드의 이행의 기초적인 방향성을 제시하고, 이를 바탕으로 정책적, 실무적 시사점을 도출한다.

본 연구는 사학연금기금의 책임투자를 위한 효율적인 대안을 모색함으로써 중·장기적으로 투자위험 최소화와 위험 다각화를 통한 운용자산의 가치 증대를 통해 연기금의 수익성과 안정성을 확보하기 위한 기초자료를 제공할 것으로 기대된다. 이와 더불어, 자본시장에서 공적 연기금의 책임투자와 스투어드십 코드의 이행에 대한 사회적 요구가 점차 강화되고 있는 가운데, 이에 대한 사전적 준비가 이루어지지 않은 경우 자본시장의 신뢰를 잃고, 투자성과 역시 하락할 가능성이 존재한다. 무엇보다도 관련한 법·제도가 본격적으로 도입될 경우 이러한 변화에 선제적으로 대응하지 못할 우려도 내재한다. 그러므로 본 연구를 통해 사학연금기금의 운용에 있어 합리적인 시스템과 체계화된 절차를 마련함으로써 효율성을 담보함은 물론, 책임투자와 관련한 발생 가능한 논쟁이나 정책 변화에도 선제적으로 대응할 수 있는 토대를 마련할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 책임투자와 스투어드십 코드의 이행 현황을 제시한다. 제III장에서는 해외 연기금의 책임투자 사례를 제시하고, 제IV장에서는 사학연금기금의 책임투자 현황을 검토한다. 제V장에서는 앞서 내용들을 종합하여, 사학연금기금의 책임투자 활성화와 스투어드십 코드의 이행을 위한 방안을 도출한다. 제VI장에서는 정책적, 실무적 시사점을 바탕으로 연구의 결론과 시사점을 제시한다.

## 제2장 책임투자와 스튜어드십 코드의 이해와 현황

### 1. 책임투자의 대두 배경

전 세계적으로 책임투자가 대두된 배경에는 종교적 신념에 기초하여 흔히, 죄악시 되는 무기, 담배, 주류 등에 관련한 기업을 투자대상에서 배제하는 것이 그 시발점이 되었다. 하지만, 최근에 들어서는 국민경제의 지속 가능한 발전을 도모하기 위한 대안으로서 책임투자에 대한 시각이 전환되고 있다. ESG 요소로 환경(E)은 온실가스 배출로 인한 지구 온난화, 폐기물 배출에 따른 오염, 자원고갈 등의 문제에, 사회(S)는 노동 환경, 지역사회 발전, 다수의 이해관계자 간의 갈등 등의 문제에, 지배구조(G)는 경영자와 주주 간 이해상충의 문제에 기초하여 경영의 투명성, 뇌물 및 부패, 정치적 로비 등의 문제와 연관될 수 있다. 자연히, 이러한 문제가 지속될 경우 단순히 기업 차원의 수익성이 악화되는 것은 물론이거니와, 국가 경제의 생태계 자체가 붕괴되는 극단적인 결과를 야기할 수 있다. 따라서, 이러한 문제들을 적극적으로 해결하고자 노력하는 기업, 즉, ESG 성과가 우수한 기업에 대한 사회적 관심은 자연스럽게 높아질 것이며, 이는 해당 기업의 재화와 서비스에 대한 수요 증가로 이어져 중·장기적으로 경영성과가 개선될 것이다.<sup>7</sup> 이러한 ESG 성과 개선에 따른 편익을 감안하자면, 이러한 성과가 우수한 기업을 선별하여 투자하거나 성과를 개선하도록 적극적으로 경영에 관여하는 책임투자는 연기금의 투자성과 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 가능성이 높다.

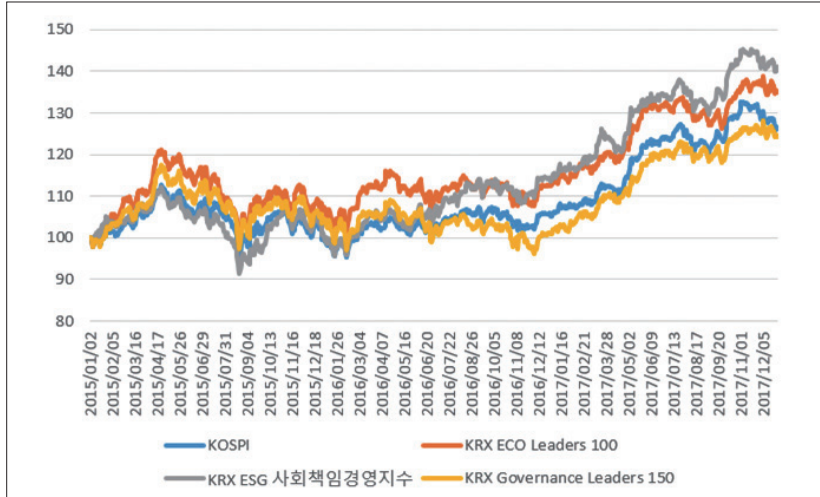
7. 보다 구체적인 ESG 성과 개선의 효익으로, 먼저, 발생 가능한 규제비용을 감소시킴으로써 수익성을 개선시킬 수 있다. 환경파괴, 노동 및 인권 문제 등에 대한 전 세계적 관심이 대두됨에 따라 이에 대한 규제가 점차 강화되는 추세에 있다. 좀 더 확장하면, 이러한 문제들은 소비자, 노동자 및 시민단체 등 다양한 이해관계자에 의한 소송 가능성을 가중시킬 수 있다. 따라서, 이러한 문제를 사전적으로 완화시키는 경우 기업의 잠재적이며, 외생적인 위험요인을 낮추는 효과를 얻을 수 있다. 둘째, 평판위험(reputation risk)을 최소화하고, 이미지 개선을 통해 자본비용의 감소를 유도할 수 있다. 앞서 논의한 바와 같이 ESG 성과가 우수한 기업은 사회적 요구에 적극적으로 부응하는 일종의 보증효과를 갖게 될 것이다. 이러한 기업에 대한 자본시장 참여자의 수요가 증가하고, 우수한 ESG 성과로 인해 잠재적 위험요인이 완화됨으로써 위험 프리미엄(risk premium)이 감소하여 낮은 외부자금조달 비용을 부담하게 될 것이다. 셋째, 기업 내부적으로는 ESG 성과를 개선하는 과정에 있어 새로운 사업기회를 발굴함은 물론, 종업원이나 주주들의 자긍심을 높여 생산성을 개선함으로써 기업가치 개선을 유도해 낼 수 있다.

〈그림 2〉는 국내 자본시장의 대표적인 ESG 관련 주가지수의 시계열 추이를 제시한다. KRX ECO Leaders 100은 환경(E)성과가 우수한 기업을, KRX ESG 사회책임경영지수는 사회(S)성과가 우수한 기업을, KRX Governance Leaders 150은 지배구조(G)성과가 우수한 기업을 투자 포트폴리오를 구성한 성과를 제시한다. 이상의 ESG 관련 주가지수들은 2015년을 기준으로 지속적으로 상승하는 추이에 있다. 특히, 시장 포트폴리오의 대용치로 KOSPI에 비해서도 대체적으로 우수한 성과를 보이고 있는데, 이는 2015년에 ESG 성과가 우수한 기업에 투자했을 때, 투자수익률이 시장 전체의 평균을 상회할 수 있음을 시사한다.

국내 자본시장에서 스튜어드십 코드에 대한 관심이 대두된 이유로 먼저, 전 세계적으로 책임투자에 대한 요구가 강화되어, 이를 실행하기 위한 주된 주체로 기관투자자의 적극적인 주주권 행사(active ownership)에 대한 기대가 확산되고 있는 점을 들 수 있다. 하지만, 보다 더 중요한 요인으로 국내 자본시장에서 기관투자자들의 적극적인 경영참여를 통한 수탁자의 책임을 제대로 이행하지 못하고 있다는 문제점에서 출발한다. 이러한 현상의 원인으로 (1) 국내 자본시장에서 주주활동에 대한 관심과 저변이 부족하였으며, (2) 사업관계로 얽혀 있는 이해상충의 문제가 존재하며, (3) 투자성과 훼손에 따른 기관투자자에 대한 책임추궁이 존재하기 어려우며, (4) 집중된 소유구조 하에 지배주주의 존재로 인해 주주권 행사의 실익이 크지 않다는 지적이 존재한다(박경서 외, 2017). 이론적, 실무적으로 기관투자자는 자신의 투자자산의 가치를 개선하기 위해서라도 투자, 배당 등 전통적인 경영의사결정을 합리화하는데 영향력을 보유할 뿐만 아니라, 내부 지배구조 개선 등을 요구함으로써 경영 투명성을 강화시킬 유인을 보유한다. 특히, 이러한 유인은 기관투자자의 전문적 투자분석 능력, 대규모 자본에 기초한 높은 협상력 등으로 인해 현실화될 가능성이 높다. 더욱이, 대부분 기관투자자의 투자자금은 여타 자본시장 참여자로부터 위탁된 자산이기 때문에 이에 대한 적극적인 관리에 대한 필요성에 대한 요구는 더욱 강화될 수밖에 없다.



〈그림 2〉 한국거래소의 ESG 관련 주가지수<sup>주)</sup>의 성과



자료 : 한국거래소 홈페이지 (www.krx.co.kr) 참고

주) KRX ECO Leaders 100 지수는 유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중 한국기업지배구조원이 평가한 환경경영 지수가 우수한 100 종목으로 구성, KRX ESG 사회적책임경영 지수는 사회적 책임 지수가 우수한 130 종목으로 구성, KRX Governance Leaders 150 지수는 지배구조 지수가 우수한 150 종목으로 구성되며, 각 지수가 높은 순서대로 편입비중이 결정

기관투자자의 적극적인 주주권 행사 전략은 4가지로 구분될 수 있다. 먼저, 비교적 수동적인 형태로 의결권 행사가 존재한다. 여타 투자자에 비해 투자규모가 커 높은 협상력(다수의 의결권)을 갖는 기관투자자는 투자자산의 가치를 극대화할 수 있는 경우에만 찬성 의견을 제시하며, 그렇지 않은 경우에는 중립 또는 반대 의견을 개진한다. 둘째, 주주제안(shareholder proposal)은 적극적인 주주로서 기업의 경영전략이나 지배구조 개선에 대해 요구하고 여타 주주들과 공유함으로써 경영진의 주의를 환기하는 목적으로 활용된다. 셋째, 사적협상(private negotiation)은 경영진과의 개별적 접촉은 통해 문제시되는 경영행태에 대한 개선을 요구하는 방식으로 주주제안에 비해 비교적 유연한 방식으로 이해될 수 있다. 넷째, 위임장 경쟁은 비교적 적극적인 수단으로 기존 경영진 교체를 통해 경영전략의 전면적인 수정을 요구할 목적으로 이루어지는데, 비교적 대규모 자본을 보유한 기관투자자가 동 수단을 활용한다는 정보만으로도 비효율적인 경영행태에 대한 주의를 환기시키는 효과를 갖는다. 이러한 다양한 기관투자자의 적극적인 주주권 행사의 기본 전제는 이들 역시 다수의 투자자로부터 자산을 위임받은 수탁자로서 가치 극대화를 위해 최선을 다해야 하는 의무를 보유한다는 점이다. 하지만, 국내 자본시장에서 공적 연기금을 포함한 기관투자자들은 주주권 행사에 비교적 적극적이지 못하였으며, 그나마 소극적인 수단인 의결권

행사에 있어서도 대부분 찬성 의견을 제시하여 비효율적인 경영진을 견제하지 못하였다는 문제가 대두되게 되었다. 이러한 문제점을 해소하고자 정책당국은 스튜어드십 코드의 도입과 이행을 유도하고 적극적인 주주권 행사를 지원하여 자본시장 선진화의 기반마련을 준비하고 있다.

## 2. 책임투자 전략

UN PRI는 아래 <표 2>와 같은 책임투자 원칙을 제시하고 있다. 이러한 원칙의 기본 방향은 투자대상 기업의 ESG 정보를 투자 의사결정은 물론 주주권 행사에 활용하고, 해당 정보를 자본시장 참여자들에게 확산·이해될 수 있도록 공개하는데 있다. 동 원칙에는 투자자산의 운용기관(asset manager) 역시 자신들의 책임투자 원칙과 그 과정에 대해 투자자들에게 보고하는 보다 광범위한 과정이 포괄적으로 제시되어 있다.

책임투자 원칙의 이행을 위해서는 보다 세부적인 투자 전략의 수립이 필요하다. 이러한 투자 전략은 크게 사전적(ex-ante) 전략과 사후적(ex-post) 전략으로 구분이 가능하다. 사전적 전략은 투자의사결정이 이루어지기 이전 투자대상 기업을 선별하는 과정에 있어 ESG 정보를 활용하는 것이다.

<표 2> UN PRI의 책임투자 원칙

구분	내용
원칙1	모든 투자 분석과 의사결정 과정에 ESG 이슈를 반영한다.
원칙2	활동적인 주주로서 주주권 행사에 ESG 이슈를 활용한다.
원칙3	투자대상기업에 대하여 적절한 ESG 정보 공개를 요구한다.
원칙4	투자대상산업에 대하여 책임투자 원칙 준수와 이행을 위해 노력한다.
원칙5	책임투자 원칙의 이행효과를 향상시키기 위해 상호 협력한다.
원칙6	책임투자 원칙 이행에 관련한 활동과 그 과정에 대해 보고한다.

자료 : UN PRI 홈페이지 (www.unpri.org) 참고

동 전략으로 먼저, 네거티브 스크리닝(negative screening)은 ESG 성과가 낮은 기업을 투자대상에서 배제하는 것이며, 포지티브 스크리닝(positive screening)은 이와 반대로, ESG 성과가 높은 기업을 적극적으로 투자 포트폴리오에 포함시키는 것을 의미한다. 이러한 두 가지 투자전략은 비재무적 요인으로써 ESG 정보를 투자의사결정에 있어 선행적으로 활용하기 때문에 비교적 적극적인 책임투자 행태로 이해될 수 있다. 규범 기반 스크리닝(norms-based

screening)은 국제적으로 통용되는 규범을 최소한의 기준으로 책임투자시 활용하는 전략이다. 이는 흔히 핵무기, 대인지뢰 등 무기생산에 관여한 기업(핵확산 금지조약), UN 안전보장이사회의 무기수출 금수조치에 해당하는 기업을 투자대상에서 배제하는 방식으로 이행되고 있다. ESG 통합투자(integration)은 단순히 ESG 요인만을 투자 포트폴리오 구축시 고려하는 것이 아니라, 재무적 요인과 동시에 ESG 정보를 투자과정에 포함시키는 투자전략을 의미한다. 쉽게 말하면, 투자대상기업의 선정에 있어 수익성, 성장성, 생산성 등에 기초한 재무비율과 동시에 ESG 성과도 특정 수준을 충족시켜야만 포트폴리오에 포함하는 방식이다. 앞선 투자전략에 비해서 적극적으로 ESG 정보를 투자과정에 활용한다고 보기는 힘들다. 가장 현실적인 대안으로 간주될 수 있다. 지속가능성 테마투자(sustainability themed investing)는 청정에너지, 녹색기술 등 환경적, 사회적 지속가능성을 확대할 수 있는 분야에 대한 투자를 실시하는 방식이며, 임팩트 투자(impact investing)은 환경, 사회문제를 완화할 수 있는 대안에 투자를 실시하는 방식이다. 이 두 가지 투자전략은 앞선 전략들과 달리 특정한 분야에 대한 직접적인 투자를 집중한다는 측면에서 적극적인 방식으로 이해될 수 있지만, 반대로 선별된 분야에 대한 투자성과가 담보되기 어려운 경우 논쟁이 발생할 가능성이 높다.

〈표 3〉 책임투자 전략의 유형

책임투자 전략	정의
네거티브 스크리닝(negative screening/exclusionary screening)	환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 기준을 바탕으로 부정적으로 평가되는 (성과가 낮은) 산업 또는 기업을 투자대상에서 배제하는 방식
포지티브 스크리닝 (positive /best-in-class screening)	상대적으로 우수한 ESG 성과를 보유한 기업을 선별하여 투자하는 방식
규범 기반 스크리닝 (norms-based screening)	국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 최소한의 기준으로 설정하고 그 충족 여부를 투자시 고려하는 방식
ESG 통합투자 (integration of ESG factors)	투자대상기업 선정을 위해 재무적 요인과 동시에 ESG 요인을 체계적/명시적으로 통합하는 방식
지속가능성 테마투자 (sustainability themed investing)	지속가능성에 연관된 테마(청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등)의 자산 또는 기업에 투자하는 방식
임팩트/지역사회 투자 (impact/community investing)	환경, 사회 문제를 완화하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 자본투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 책임투자(지역사회 투자) 방식
기업 관여활동 및 주주행동 (corporate engagement and shareholder action)	책임투자 기준에 맞는 기업영업을 위해 주주 권한을 적극적으로 활용하여 영향력을 행사함으로써 가치 개선을 유도하는 방식

자료 : Global Sustainable Investment Alliance (2016), 박경서 외 (2017) 참고

사후적 투자전략은 기 설정된 투자 포트폴리오의 관리과정에 있어 ESG 정보를 활용하는 것으로 기업 관여활동 및 주주행동(corporate engagement and shareholder action)으로 인식된다. 동 전략은 기업의 주인인 주주로서 투자대상 기업의 경영의사결정에 참여하거나 경영자의 대화(dialogue)를 통해 ESG 성과 개선을 유도하는 방식이다. 가령, 기업이 노동자 문제, 환경문제 등을 발생시키는 경우 이러한 문제를 해소하거나 사전에 예방할 수 있는 지침 등을 발표하도록 유도하는 방식이다. 뿐만 아니라, M&A, 투자지출 등 경영의사결정이 주주의 이익에 반하는 경우 주주총회(shareholder meeting)에서 적극적인 반대의사를 표시하고, 더 나아가 경영권 위협을 통해 현직 경영진의 개선을 요구하는 행태도 포함한다. 이러한 전략은 스튜어드십 코드의 이행을 통해 구체화·체계화될 수 있다. 즉, 스튜어드십 코드의 이행은 책임투자 전략의 한 종류인 기업 관여활동 및 주주행동을 효과적으로 구현해낼 수 있는 장치로 이해될 수 있으며, 모든 주식투자 포트폴리오에 적용이 가능하기 때문에 ESG 정보를 투자의사결정에 활용하는 사전적 전략에 비해 그 적용범위가 넓은 뿐만 아니라 적극적인 대안이라고 볼 수 있다.

기관투자자의 책임투자의 한 수단으로서 스튜어드십 코드는 자산운용자(asset manager)가 자산보유자(asset owner)의 수탁자산을 적극적으로 관리함으로써 그 가치를 극대화하기 위한 원칙 또는 행동강령으로 이해될 수 있다. 스튜어드십 코드에 대한 법적 구속력은 없지만, 이를 이행하기로 공표한 기관투자자는 각 원칙을 이행하는 것이 바람직하며, 그렇지 않을 경우 그 이유와 가능한 대안을 충분히 설명하고 공개해야만 한다.

2010년 영국이 최초로 채택한 스튜어드십 코드(stewardship code)는 전 세계 국가들의 관심을 촉발시키는 계기가 되었다. 다만, 이보다 먼저, 글로벌 기관투자자 네트워크(The International Corporate Governance Network: ICGN)가 2003년에 채택한 기관투자자의 책임원칙(principles for institutional investor responsibilities)은 스튜어드십 코드의 시작점으로 보는 편이 적절하다(송홍선, 2018).

각 국가의 스튜어드십 코드는 대체로 7-9개 정도의 원칙으로 구성되어 있다. 각 국가의 자본시장의 발전 수준, 투자자 보호 수준, 규제체계 등이 상이하기 때문에 이러한 원칙의 도입 여부의 차이가 관찰되는 것으로 이해될 수 있다. 다만, 몇 가지 원칙은 대부분의 국가에서 동시에 도입하고 있는데, (1) 수탁자 책임 정책 공개, (2) 이해상충방지 정책 공개, (3) 투자대상회사 점검, (4) 책임이행 지침 마련, (5) 의결권 행사 정책·내역 공개, (6) 수탁자 책임 활동 보고가 그것들이다. 먼저, 수탁자 책임 정책 공개는 기관투자자가 자체적으로 마련한 정책/지침을 외부에 공표함으로써 수탁자의 책임을 다하겠다는 의지를 표명함과 동시에 그 기본방향을 제시하는 것으로 볼 수 있다. 이해상충방지 정책 공개는 정보비대칭성으로 인해 야기될 수 있는 기관투자자와 자산소유자 간의

발생 가능한 이해상충(conflict of interest)의 유형을 제시하고, 이를 사전에 차단하기 위한 수단 역시 공표하는 것을 포함한다. 투자대상회사의 점검은 재무적 정보뿐만 아니라, ESG 관련 비재무적 정보에 기초하여 감시(monitors)하는 과정을 의미하는데, 이는 일종의 투자대상 기업에 대한 정보공시를 요구하는 것으로 이해될 수 있다. 책임이행 지침 마련은 앞선 정보를 바탕으로 투자대상 기업을 점검하고, 만일 문제가 인식되었을 경우 어떤 체계적인 과정을 거쳐 개선을 요구할 것인지에 대한 내용을 포함한다. 즉, 사적협상(또는 대화)을 통한 기업 관여활동이 어떤 기준과 방식을 통해 이행될 것인지를 명문화하는 것을 의미한다. 의결권 행사 정책·내역 공개는 주주권 행사의 수단으로서 의결권 행사시 기관투자자가 고려하는 찬성·중립·반대의 기준에 대한 내부지침을 마련하며, 이러한 지침과 행사 내역을 공표하는 것을 의미한다. 마지막으로, 수탁자 책임 활동 보고는 지금까지 논의한 기관투자자의 활동을 정기적으로 자산소유자에게 보고하는 것을 의미한다. 이는 자산소유자로 하여금 기관투자자가 수탁자의 책임의 적극적인 이행 여부를 판단할 수 있도록 정보를 제공하는 것을 의미한다. 한국의 스튜어드십 코드의 경우 ICGN, 영국 등과 달리 수탁자 책임 역량 강화에 대한 원칙도 포함하고 있는데, 이는 기관투자자의 주주권 행사가 적극적이지 않았으며, ESG 요소의 식별에 기초한 책임투자의 저변이 확대되어 있지 않은 국내 자본시장의 여건을 고려한 조치로 이해될 수 있다.

〈표 4〉 주요국의 스튜어드십 코드의 수탁자 책임 원칙

구분	ICGN(2003)	영국(2010)	일본(2014)	한국(2016)
수탁자 책임 정책 공개	○	○	○	○
이해상충방지 정책 공개	○	○	○	○
투자대상회사 점검	○	○	○	○
책임이행 지침 마련	○	○	○	○
의결권 행사 정책·내역 공개	○	○	○	○
수탁자 책임 활동 보고	○	○	○	○
수탁자 책임 역량 강화	×	×	○	○
기관투자자 공동 협력	○	○	×	×
ESG 통합	○	×	×	×

자료 : 송흥선 (2018) 참고

이상에서 살펴본 바와 같이 스튜어드십 코드는 대체로 기관투자자의 주주권 행사가 효과적으로 이행되기 위한 원칙으로 이해될 수 있으며, 내부 지침은 자본시장의 환경, 기관투자자의 자산 규모 및 다각화 정보 등에 따라 달라질 수 있다. 이는 각 원칙들을 구체화하기 위한 이행 방안은 기관투자자가 자체적으로 마련해야 하며, 이는 일종의 책임투자 전략으로 이해될 수 있다.<sup>8</sup>

### 3. 책임투자를 둘러싼 상충된 견해<sup>9</sup>

책임투자와 스튜어드십 코드의 이행은 사회적 흐름으로 받아들여지고 있지만, 이를 반대하는 측면의 논리도 존재한다. 본 연구에서 이러한 논의를 다루는 이유는 사학연금기금이 책임투자 활성화하는 과정에 있어 직면할 수 있는 논쟁을 예측하고, 이에 대응할 수 있는 대안을 사전에 마련하는 것이 내부 정책적 안정성을 확보하는데 기여할 수 있기 때문이다. 반대의견의 근본적인 논리는 책임투자와 스튜어드십 코드의 이행이 이렇다 할 투자성과 개선에 도움이 되지 않을 수 있다는 점에 기인하며, 오히려 지나친 비용만을 야기할 것이라는 점에 주목한다. 책임투자의 이행에 있어서는 ESG 요인 식별, 분석모형 구축, 전문역량 강화를 통한 교육 등 다양한 비용이 수반된다. 스튜어드십 코드의 이행 역시 주주권 행사를 위한 투자대상 기업의 분석을 위해서는 외부기관의 컨설팅 또는 내부 전문부서 구성 등 상당한 비용이 발생할 수밖에 없다.

보다 중요하게, 연금기금의 주된 역할이 수급자의 미래 금전적 이익의 안정성을 확보하는데 있으며, ESG 요인을 고려하는 책임투자가 이러한 목표를 달성하는데 큰 기여를 하지 못함을 주장한다. 특히, 비재무적 요소인 ESG는 미래 현금흐름의 창출능력, 위험 등을 통해 포괄적으로 주가에 반영되었기 때문에 굳이 이러한 특성을 투자의사결정시에 반영할 필요성이 크지 않으며,

8. 연금 등 자산소유자(asset owner) 경우 기본 원칙을 제시하며, 선정·평가 등의 수단을 통해 자산운용자(asset manager)가 적극적으로 책임투자를 이행할 수 있도록 유도해낼 수 있다. 자산운용자의 경우 직접적으로 구체적인 책임투자를 이행하고 주주권을 행사한다. 사학연금기금의 경우 직접운용 측면에서는 자산운용자, 간접운용(위탁운용) 측면에서는 자산소유자로 인식될 수 있으므로, 보다 포괄적이며, 광범위한 접근이 요구된다.

9. 본 연구에서는 공적 연금의 책임투자에 대한 상충된 견해를 주로 제시한다. 공적 연금의 투자대상 기업의 측면에서는 과연 주주(shareholder)와 이해관계자(stakeholder) 간의 이해상충문제가 주로 논의될 수 있다. 즉, 노동자, 지역사회, 환경단체 등과 같은 다수의 이해관계자의 이익을 위한 ESG 성과를 개선이 궁극적으로 기업에 재무적 이익을 개선시킴으로써 주식가치를 개선할 수 있는가, 아니면 불필요한 비용 지출로서 오히려 주식가치를 약화시킬 수 있는가라는 상반된 주장에 기초한다. 특히, 최근에는 자본시장에서 ESG 강화되는 추세를 악용하여 경영자가 자신의 명성을 강화하기 위해 동 분야에 지나치게 많은 자원을 투입할 수 있다는 주장도 제기되고 있다.

책임투자를 위해서는 지나치게 투자 포트폴리오의 범위를 축소해야 하므로 다각화 효과를 제한함으로써 주식수익률을 감소시킬 수 있다는 주장도 존재한다(Renneboog, Horst, and Zhang, 2008). 하지만, 이러한 주장과 달리 최근 여러 학술연구들은 ESG 기초한 투자 포트폴리오 구성이나 기업 관여활동이 주식가치를 개선시킬 수 있음을 주장하고 있다. 이는 책임투자가 사회적 평판이나 종업원 만족도를 개선하는데 기여할 수 있으며(Edmans, 2011), 특히, 네거티브 스크리닝보다는 포지티브 스크리닝이 양(+)의 초과 주식수익률을 유도해내고 있음을 제시하고 있다(Statman and Glushkov, 2009).

한편, 스튜어드십 코드의 이행을 반대하는 견해는 동 수단을 통한 주주권 강화가 주주 가치 개선에 기여하지 못할 수 있으며, 오히려 특정 주주의 이익을 확대하기 위해 노동자, 여타 소액주주 등 이해관계자의 이익을 훼손할 수도 있음을 주장한다. 특히, 공적 연기금의 스튜어드십 코드의 이행에 대해서는 더욱 뜨거운 논쟁이 야기되고 있는데, 이들이 단순히 연금 수급자의 이익을 위한 것이 아닌 사회적 이익을 대변한다는 명목 하에 ESG 성과 개선을 이유로 지나치게 기업경영에 관여할 경우 연금사회주의로 변질될 우려가 존재하기 때문이다(황현아, 2018). 특히, 국내의 스튜어드십 코드의 도입 과정에 있어 산업계 중심이 아닌 정부가 주도적인 역할을 수행하였으며, 국내 자본시장의 규모는 협소한데 반해 공적 연기금의 운용자산의 급증하고 있는 상황에서는 투자대상 기업에의 영향력이 지나치게 높아질 수 밖에 없다. 이러한 여건 하에서 만일, 공적 연기금의 주주권 행사에 있어 독립성이 보장되지 못할 경우 오히려 정치적 수단으로 스튜어드십 코드가 악용될 우려도 배제하기 힘들다.

이렇듯 공적 연기금의 스튜어드십 코드의 이행에 대해서 우려의 목소리가 적지 않지만, 전 세계적 대세로 자리 잡아가고 있는 현 상황에서 도입이 적극적으로 논의되고 있다. 이는 글로벌 스탠다드인 스튜어드십 코드의 도입을 통해 자본시장의 발전 수준을 한 단계 성숙시키고, 연기금 규모가 급증하고 있는 현 상황에서 공적 연기금의 수탁자로서의 역할을 재정립하는 측면의 편익이 기대되고 있기 때문이다. 스튜어드십 코드와 연관되는 기업 관여활동을 분석한 연구들 역시 동 활동을 통해 성공적인 경영개선(기업지배구조, 기후변화 관련)을 유도하는 경우 주식가치가 유의적으로 상승함을 보고하고 있다(Dimson, Karakas, and Li, 2015). 다만, 우려되는 여러 문제점을 고려하고, 실효성을 제고함으로써 실제 수급자의 이익을 안정적으로 개선하기 위해 구체적인 대안을 모색하는 것이 바람직할 것이다.

## 4. 책임투자 현황

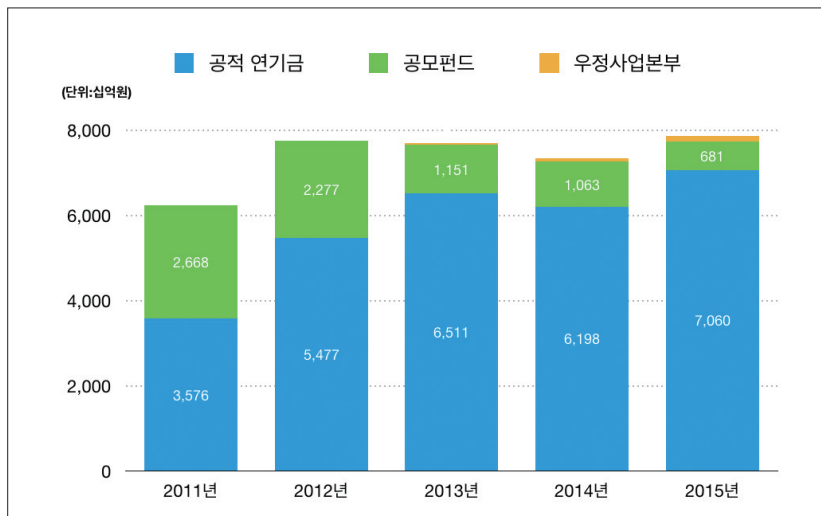
### 가. 국내 책임투자 현황

#### (1) 국내 책임투자 규모

국내 책임투자의 시작은 2011년 삼성투신운용에서 출시한 삼성에코펀드로 볼 수 있으며, 이후 일부 자산운용사에서 사회책임투자펀드를 출시했으나 큰 관심은 받지 못하였다. 그러나, 2009년 국민연금에서 사회책임투자형 펀드를 설정하면서 여러 민간운용사에서도 다양한 상품을 출시하기 시작하였다. 펀드유형은 초기에는 대부분 주식형과 혼합채권형으로 구성되었으나, 점차 파생상품과 부동산상품으로 유형이 확대되었다.<sup>10</sup>

〈그림 3〉 국내 책임투자 시장규모 추이

(단위: 십억 원)



출처 : 2016 한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망, 한국사회책임투자포럼 참고

10. 박경서 외(2017a), 「국민연금 책임투자자 스투어드십 코드에 관한 연구(1)」, 용역보고서 2017-4, 국민연금공단 국민연금연구원, p.137.



국내 책임투자 규모는 지속적으로 증가해 2013년 말 최초로 8조 원대를 넘겼으나, 공모펀드 시장에서의 외면 등으로 2014년에는 감소세로 반전되면서 2015년말 현재 7조 원대로 하락하였다. 공적 연기금의 책임투자 규모는 2011년 약 3.9조 원에서 2016년 약 7조 원으로 계속 확대되는 추세에 있으나, 책임투자 공모펀드 규모는 2011년 약 2.7조 원에서 2015년 약 0.7조 원으로 크게 감소하여 국내 전체 공모펀드 규모 약 221조원에서 차지하는 비중이 0.3%에 불과하고, 그 비중도 2011년 이후 지속적으로 하락하고 있다.<sup>11)</sup>

국내 책임투자 시장은 국민연금 등 공적 연기금의 비중이 약 90%로 공적 연기금 주도의 시장이며, 특히 우정사업본부를 제외한 전체 공적연금 중에서 국민연금 비중은 97%로 절대적이다. 2015년 말 전체 책임투자규모 약 7.9조 원 중 공적 연기금이 차지하는 비중은 약 90%이며, 그 중에서도 국민연금의 책임투자 규모는 약 6.9조 원으로 절대적인 비중을 차지하고 있다. 공적 연기금 중 사학연금은 약 1.0조 원, 공무원연금은 약 1.1조 원으로 전체 공적 연기금에서 차지하는 비중은 국민연금에 비해서는 높지 않은 수준이다.

〈표 5〉 국내 책임투자 시장규모

(단위 : 백만 원)

구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
공적 연기금	3,575,800	5,476,600	6,510,500	6,197,500	7,060,300
공모펀드	2,668,020	2,276,770	1,551,449	1,063,160	680,765
우정사업본부	-	-	43,100	79,000	124,000
총계	6,243,820	7,753,370	8,105,049	7,339,660	7,865,065

출처 : 2016 한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망, 한국사회책임투자포럼 참고

〈표 6〉 공적 연기금과 우정사업본부의 책임투자 규모 추이

(단위 : 억 원)

구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
국민연금	34,497	52,444	62,610	60,006	68,516
사학연금	523	1,181	1,445	979	996
공무원연금	738	1,141	1,050	990	1,091
소계	35,758	54,766	65,105	61,975	70,603
우정사업본부	-	-	431	790	1,240
총계	35,758	54,766	65,536	62,765	71,843

출처 : 2016 한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망, 한국사회책임투자포럼 참고

11. 한국사회책임투자포럼, 2016 한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망, p.9.

## (2) 국내 책임투자 전략별 규모

국내 책임투자 시장의 대부분을 차지하고 있는 공적 연기금은 기금의 일부만을 책임투자 방식으로 운영하고 있다. 국민연금, 사학연금, 공무원연금은 직접 책임투자를 운영하지는 않고 자산운용사와 투자자문사에 위탁해 운용하고 있으며, 국내 주식에 한정하여 책임투자를 운용하고 있다. 국민연금의 경우 책임투자 국내주식 위탁운용규모는 2017년 말 현재 약 6.9조 원이며 7개 자산운용사에 위탁하고 있다.

한편, 책임투자 공모펀드는 국내주식형 이외에도 채권형, 재간접형, 혼합채권형 등 다양하게 운용하고 있으며, 해외투자 병행하고 있다. 그러나, 2015년말 현재 전체 책임투자 공모펀드 규모 약 7.0조 원에서 주식형의 비중이 88.7%, 혼합채권형이 11%, 재간접형이 0.34%, 채권형이 0.01%로 주식형이 차지하는 비중이 압도적으로 높은 것을 알 수 있다. 투자 지역별로는 국내투자가 87%, 해외투자가 13%로 국내투자비중이 높다. 투자 기준별로는 2014년 말 현재 지배구조 펀드가 71%, 환경 펀드가 21%, ESG 펀드가 8.2%로 지배구조 펀드의 비중이 높지만, 지배구조 펀드의 규모와 수는 감소하는 추세이다.

〈표 7〉 국민연금 책임투자 펀드 국내주식 위탁운용현황(2017년 말)

번호	운용사 명	평가 금액(억 원)
1	책임투자형 1	19,860
2	책임투자형 2	16,600
3	책임투자형 3	15,093
4	책임투자형 4	7,883
5	책임투자형 5	7,624
6	책임투자형 6	1,286
7	책임투자형 7	432
합계		68,778

\* 위탁운용사 : ABL글로벌자산운용, NH-Amundi자산운용, 마이다스자산운용, 미래에셋자산운용, 브레인자산운용, 한국투자신탁운용, 현대인베스트먼트자산운용(가,나,다 순)

출처 : 국민연금공단 홈페이지 참고

## (3) 국내 스튜어드십 코드 도입 현황

한국의 스튜어드십 코드는 민간 중심의 스튜어드십 코드 제정위원회의 주도로 다양한 이해관계자의 토론 및 의견수렴과정을 거쳐 2016년 12월 공표 및 시행되었다. 한국 스튜어드십

코드 도입 이후, 기관투자자들의 코드 참여가 용이하도록 ‘참여 예정 기관투자자 지정 제도’를 도입하였으며, 스튜어드십 코드의 효과적인 시행과 정책유도를 위해 한국기업지배구조원은 ‘한국 스튜어드십 코드 제1차 해설서’를, 금융위원회는 ‘스튜어드십 코드 법령해석집’을 발간하여 배포하였다.<sup>12</sup>

2017년 12월 기준 15개사의 기관투자자 등이 스튜어드십 코드에 참여한 이후, 2018년 8월 말 현재 국민연금 및 보험사 2개사, 자산운용사 18개사, PEF 운용사 24개사, 증권사 2개사, 투자지문사 2개사, 서비스기관 3개사, 은행 1개사, 기타 7개사로 총 60개사의 기관투자자 등이 스튜어드십 코드에 참여하고 있다.

## 나. 해외 책임투자 현황

### (1) 해외 책임투자 규모

Global Sustainable Investment Alliance(GSIA)에서 발간한 2016년 보고서(2016 Global Sustainable Review)에 따르면 책임투자 전략에 따라 운용되는 자산규모는 2016년 말 현재 약 22.9조 달러로 2014년 18.2조 달러 대비 2년 간 약 25%(연간 11.9%) 성장하였다. 지역별 성장률은 일본이 2014년 7조 달러에서 2016년 474조 달러로 2년 간 약 6,689.6%의 폭발적 성장을 하였으며, 호주·뉴질랜드도 2년 간 약 247.5%의 성장을 하는 등 크게 성장하는 모습을 보이고 있다. 지역별 투자규모는 2016년 말 현재 유럽이 12.0조원으로 가장 규모가 크며, 단일 국가로는 미국이 8.7조 원으로 다른 국가에 비해 압도적으로 책임투자 규모가 큰 것을 알 수 있다.

2016년 말 현재 전 세계 책임투자에 의한 자산규모는 전체 투자자산 규모의 약 26.3%에 해당하며, 특히 유럽과 캐나다의 경우 전체 투자자산의 각각 52.6%, 50.6%로 절반 이상을 책임투자를 하고 있다. 반면, 일본을 제외한 아시아와 일본의 책임투자규모는 각각 0.8%, 3.4%로 다른 지역에 비해서 책임투자 비중이 높지 않은 편이다.

12. 박경서 외(2017b), 「국민연금 책임투자자 스튜어드십 코드에 관한 연구(II)」, 용역보고서 2017-4, 국민연금공단 국민연금연구원, pp.26-27.

〈표 8〉 전 세계 지역별 책임투자 규모 및 성장률

(단위 : 십억 달러)

구분	2014년	2016년	기간성장률	연간성장률
유럽	10,775	12,040	11.7%	5.7%
미국	6,572	8,723	32.7%	15.2%
캐나다	729	1,086	49.0%	22.0%
호주/뉴질랜드	148	516	247.5%	86.4%
아시아(일본 제외)	45	52	15.7%	7.6%
일본	7	474	6,689.6%	724.0%
합계	18,276	22,890	25.2%	11.9%

출처 : 2016 Global Sustainable Investment Review, GSIA 참고

〈표 9〉 전 세계 지역별 책임투자 비중

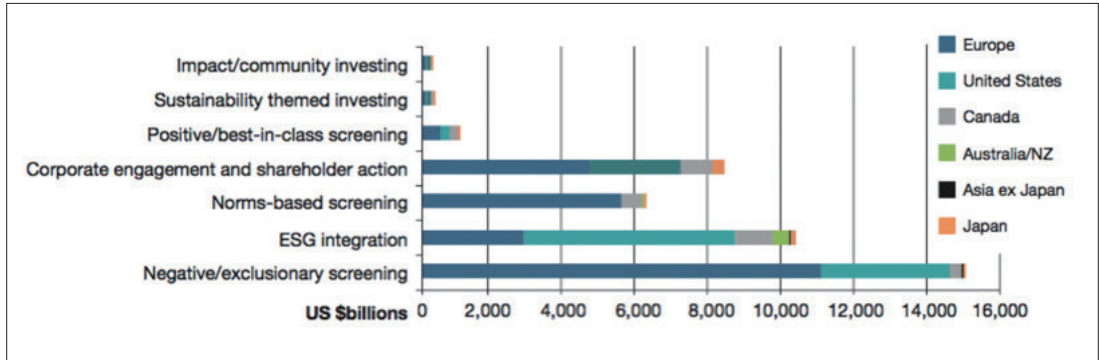
구분	2014년	2016년
유럽	58.8%	52.6%
미국	17.9%	21.6%
캐나다	31.3%	37.8%
호주/뉴질랜드	16.6%	50.6%
아시아(일본 제외)	0.8%	0.8%
일본	-	3.4%
합계	30.2%	26.3%

출처 : 2016 Global Sustainable Investment Review, GSIA 참고

## (2) 해외 책임투자 전략별 규모

전 세계 책임투자 유형 중 자산규모가 가장 큰 전략은 네거티브 스크리닝 유형으로 2016년 현재 약 15.0조 달러이며, ESG 통합투자가 10.4조 달러, 기업 관여활동 및 주주행동투자가 8.4조 달러로 그 뒤를 잇고 있다. 지역별로는 유럽 지역이 네거티브 스크리닝을 가장 많이 채택하고 있으며, 미국, 캐나다, 호주·뉴질랜드, 일본을 제외한 아시아 지역에서는 ESG 통합투자를 가장 많이 사용하고 있다. 한편, 일본에서는 기업관여 활동 및 주주행동투자의 비중이 가장 높았다.

〈그림 4〉 전 세계 전략별 책임투자 규모(2016년 말 기준)



출처 : 2016 Global Sustainable Investment Review, GSIA 참고

### (3) 해외 스튜어드십 코드 도입 현황

2017년 이전에 영국, 캐나다, 일본 등 15개 국가가 이미 스튜어드십 코드를 도입하였으며, 2017년에는 미국, 호주, 인도, 카자흐스탄, 케냐 등 5개 국가가 스튜어드십 코드를 도입하여 2017년 현재 전 세계 20개 국가가 스튜어드십 코드를 도입하였다. 각국의 스튜어드십 코드는 모두 기관투자자가 적극적인 관여활동 등을 통해 대상회사의 중장기적 발전과 고객의 이익을 도모할 책임이 있음을 명시하고 있으며, 동시에 장기투자자인 연기금이 코드의 핵심적 가입 대상이라는 점도 명확히 하고 있다.<sup>13</sup>

미국의 CalPERS, 영국의 BT Pension Scheme, 일본의 GPIF 등 해외 주요 연기금은 자국 및 해외의 스튜어드십 코드에 가입하여 수탁자 책임을 이행하고 있다. 한편, 스튜어드십 코드에 가입하지 않은 노르웨이 국부펀드와 캐나다연금투자위원회 등 해외 연기금들도 책임투자원칙을 공식문서에 명시해 공개하고 있어 사실상 스튜어드십 코드 가입 기관투자자와 동일한 책임을 이행하는 등 다양한 형태의 주주활동을 적극적으로 수행하고 있다.<sup>14</sup>

13. 박경서 외(2017b), 앞의 보고서, pp.30-31.

14. 박경서 외(2017b), 앞의 보고서, pp.31-32.

## 제3장 해외 연기금의 책임투자 및 스튜어드십 코드 도입 사례

### 1. 책임투자 사례 : 미국 TIAA-CREF와 네덜란드 ABP

#### 가. 미국 TIAA-CREF

미국 TIAA-CREF(Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund)는 1918년 설립된 교사보험 및 연금협회와 1952년 설립된 대학퇴직연금기금이 합쳐져 설립되었다. 2017년 말 기준 약 5,447억 달러의 자산운용 규모를 갖는 미국 최대 규모의 사학연금기금이다. 2009년 UN PRI에 가입하였으며, 이들은 운용 중인 전 자산에 대해 책임투자 정책 및 지침을 명시적으로 적용하고 있다. TIAA-CREF의 자산 관리자인 Nuveen은 2016년 말 기준 약 6,330억 달러의 자산을 책임투자 원칙하에 운용하고 있다. 직접운용은 주로 상장주식, 채권, 취약계층을 위한 포용적 금융(inclusive finance)과 현금을, 간접운용은 포용적 금융에 국한하여 이루어지고 있다. TIAA-CREF는 책임투자의 적극적인 이행을 위해 기업 지배구조 및 사회적 책임 위원회(TIAA corporate governance and social responsibility committee)를 설치하고 있는데, 동 위원회는 수탁자 위원회(board of trustee)의 상임 위원회로 투자정책서 검토, 의결권 행사 지침은 물론, 이와 관련한 이슈들을 관리/감독하는 등의 역할을 수행한다. 조직 내부에 정규 인력은 234명이며, 이 중 책임투자 전담 인력은 약 25명으로 구성되어 있다. 매년 2회 책임투자 활동에 대한 목표와 성과를 검토하고 있으며, 2017년에는 기존 책임투자 팀에 스튜어드십 및 기업 지배구조팀(stewardship & corporate governance team)을 추가하여 책임투자 그룹(responsible investing group)을 구성하여, 투자 의사결정에 있어 ESG 요인의 통합적 고려 및 경영참여 과정을 보다 긴밀히 조정할 수 있는 구체적인 통로를 마련하였다. ESG 요인의 식별과 평가에 있어서는 자체적인 가이드라인을 활용함과 동시에 외부 ESG 평가 등급, 관련 투자 분석결과 등 다양한 정보를 동시에 고려함으로써 강건한(robust) 투자 의사결정을 도출하기 위해 노력하고 있다.

TIAA-CREF의 책임투자는 크게 4가지 특성을 강조하고 있다. 먼저, 투자 분석 및 포트폴리오 구축시 ESG 요인을 명시적이고 체계적으로 고려하는 ESG 통합 전략을 구사하고 있다(ESG

integration). 둘째, 의결권 행사와 비공식적인 대화 참여를 통해 투자대상기업의 ESG 성과 개선을 유도하고 있다(active ownership & engagement). 셋째, 책임투자 표준(standard), 모범 사례 및 정책이 투자대상산업에서 채택되어지도록 유도함으로써 그 규모와 범위를 확장시키고 있다(market development & thought leadership). 마지막으로, ESG 이슈와 관련하여 투자자들이 이용할 수 있는 정보의 양과 질을 개선하는 등 책임투자 목표와 진행과정을 체계적으로 보고하고 있다(transparency & disclosure).

〈표 10〉 미국 TIAA-CREF의 책임투자 주요 전략

구분	내용
ESG integration	ESG 요인을 투자 분석과 포트폴리오 구축시 고려
ESG-focused funds	투자 의사 결정 방식에서 ESG 요인을 명시적으로 포함하는 포트폴리오 형성
Active ownership	적극적인 영향력 행사를 통해 ESG 성과 관리 및 그 결과를 공개
Impact investing	투자 수익률 뿐만 아니라 측정 가능한 환경적, 사회적 성과를 개선하기 위한 투자

자료 : TIAA-CREF 홈페이지(www.tiaa.org) 참고

특히, 책임투자를 위한 전 자산군에 대한 방향성을 제시하는 정책을 수립함과 동시에 환경, 사회, 지배구조 각 ESG 요인을 식별하기 위한 세부 가이드라인(TIAA-CREF policy statement on corporate governance)을 마련하고 있다. 뿐만 아니라, 자산군(asset-class)별, 산업(sector)별 차별화된 책임투자 정책을 명문화하고, 투자배제(exclusion or screening), 의결권 행사, 기업 경영관여 등 책임투자의 구체적인 전략 수행을 위한 정책 역시 구체화하고 있다.

TIAA-CREF의 투자 가이드라인에는 ESG 요인을 어떻게 식별하고 평가할 것인지에 대한 사항도 포함되어 있다. 환경 요인으로는 (1) 온실가스 배출, (2) 기후 변화, (3) 폐기물 노출, (4) 자원 부족, (5) 공중보건 문제를 적극적으로 해결하고자 노력하지 않는 투자대상기업에 대해서는 중·장기적으로 높은 위험이 내재하여 있는 것으로 판단하고 있다. 사회 요인으로는 (1) 인권 및 노동 기준 준수, (2) 인종 차별, (3) 정치자금 등 부패, (4) 생산한 제품의 안전성 등의 문제를 고려하고 있다.

기업의 경영통제 수단인 지배구조 요인으로는 크게 (1) 이사회 구성 및 운영, (2) 경영자의 보상 프로그램을 핵심 정보로 판단하고 있다. 가령, 이사회에 일정 기준 이상의 독립된 사외이사로 구성해야 하였는지, 이사회 내 내부 감시위원회(monitoring committees)이 조직되었는지, 주식가치 기반의 경영자 보상 프로그램이 적절히 구축되었는지 등 세부적이며, 체계적인 내용들을

가이드라인에 포함하고 있다. 이들 ESG 정보는 TIAA-CREF의 투자 포트폴리오 구축의 기초적인 방향성을 제시하고 있다. 특히, 각 ESG 요인에 대한 구체적인 의결권 행사 지침도 세분화함으로써 적극적인 주주권 행사와 경영참여의 토대를 마련하고 있다.

〈표 11〉 미국 TIAA-CREF의 ESG 요인의 식별과 평가

구분	내용
환경(E)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 온실가스 배출과 기후 변화에 적극적으로 대응하지 못하는 기업은 잠재적 위험이 큰 것으로 인식</li> <li>· 사업시설에서 안전 관리 부족과 유독가스 누출에 관련한 위험은 법적 책임 증가, 명성 감소, 비용 증가와 같은 위험을 상승시킬 가능성이 높은 것으로 평가</li> <li>· 에너지 고갈, 생물의 다양성 감소 등은 장기적으로 기업의 불확실성을 확대시키는 요인으로 작용</li> <li>· 공중 보건을 저해시키는 기업의 제품이나 서비스는 장기적 성장을 저해하는 요인으로 인식</li> </ul>
사회(S)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인권법 준수, 공정한 노동 기준 채택은 기업의 명성을 보호하고, 생산성과 고객 충성도를 개선함으로써 경쟁우위 확보에 기여</li> <li>· 인종의 다양성과 비차별적 대우는 노동력 유지와 의사결정의 효율성을 증진</li> <li>· 지나친 정치자금 지출은 주주의 이익을 훼손할 가능성 내재하기 때문에 이를 투명하게 공개하는 것이 바람직</li> <li>· 생산된 제품의 안전성과 적합성을 유지하지 못하는 경우 평판 및 법적 위험에 노출될 가능성이 상승함에 따라 경쟁우위를 약화</li> </ul>
지배구조(G)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 이사회(board of directors)주주의 이익을 대표하기 위해 (1) 기업의 장기사업 전략 개발 및 감독, (2) 재무적 신뢰성을 보장, (3) 보상 및 승계 정책을 개발, (4) 기업의 윤리적 분위기 조성, (5) 경영의 책임성을 확인의 역할을 수행하므로, 그 적정성이 담보</li> <li>· 경영자 보상(executive compensation) 프로그램은 주주가치 극대화를 위한 필수적 요소로서 적절한 구축이 요구</li> </ul>

자료 : TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance 참고

대표적으로 TIAA-CREF의 상장주식에 대한 책임투자 전략은 크게 (1) 스크리닝, (2) 테마투자, (3) ESG 통합, (4) 적극적인 주주권 행사로 구체화할 수 있다. 스크리닝 중 Negative 방식은 특정 산업, 국가 내 기업에 대한 투자를 배제하는 방식을 택하고 있으며, Positive 방식은 ESG 요인이 우수한 기업을 선별하는 방식을 활용하고 있다. 규범 기반(norms-based) 방식은 UN, OECD 등 국제기구들에서 공표한 준칙이나 협약을 준용하고 있다. 테마투자의 대표적 예시로 Social Choice Low Carbon Equity Fund를 들 수 있는데, ESG 요인과 시장 포트폴리오의 성과를 주요 판단기준으로 설정한 투자수단이다. ESG 통합의 경우 자체적인 내부 ESG 분석 등급과 외부 평가/분석 결과를 활용하여 투자 포트폴리오를 형성하고 있다. 마지막으로 적극적인 주주권 행사에 있어 ESG 요인은



물론, 수탁자, 시민단체 등과 같은 여러 이해관계자의 의견 등을 참고하고 있다. 채권의 경우 주로 스크리닝과 ESG 통합 방식을 동시에 고려하여 책임투자를 구현하고 있다. 이러한 스크리닝에 있어서도 상장주식과 유사하게 negative, positive, norms-based 방식을 모두 활용하고 있다.

〈표 12〉 TIAA-CREF의 상장주식(listed equity)의 책임투자 전략(직접) 예시

구분	내용
Screening	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Negative: 산업별, 국가(지역)별</li> <li>· Positive: ESG 요인</li> <li>· Norms-based : UN Global Compact Principles, The UN Guiding Principles on Business and Human Rights, International Labour Organization Conventions, OECD Guidelines for Multinational Enterprises</li> </ul>
Thematic	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Social Choice Low Carbon Equity Fund<sup>*)</sup></li> </ul>
ESG integration	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 내부 ESG 분석 등급과 외부 평가/분석 결과를 활용</li> </ul>
Active ownership	<ul style="list-style-type: none"> <li>· ESG 요인과 더불어 포트폴리오의 시장위험, 투자대상기업의 국가, 수탁자와의 면담, 시민단체 등 여러 이해관계자와의 의견 등의 정보를 참여활동의 기준으로 활용</li> </ul>

자료: UN PRI 홈페이지 (www.unpri.org) 참고

\*) Social Choice Low Carbon Equity Fund는 TIAA가 2015년 8월 개발한 펀드로 ESG 요인을 고려하면서 미국 주식시장 전체 성과도 고려한다. 특히, 최근에는 탄소 배출량을 최소화하는 기업을 펀드에 적극적으로 편입시키고 있다.

### 나. 네덜란드 ABP<sup>15</sup>

네덜란드 ABP는 자국 내 6개 공적 연기금을 통합하여 관리하는 기관으로, 2017년 기준 약 4,850억 달러의 자산규모를 보유한 유럽 최대 공적 연금이며, 2006년 UN PRI에 가입하였다. ABP는 효율적인 자산운용을 위한 자회사로 APG(All Pension Group)을 설립하였으며, 이들에 대한 약 92% 지분을 소유하고 관리/감독과 투자정책입안을 수행하고 있다(박경서 외, 2017). 따라서, 실질적인 자산운용은 APG를 통해 이루어지며, 이들은 상장주식, 채권, 사모주식, 토지 및 건축물, 인프라, 헤지펀드 등 비교적 높은 수준의 다각화된 포트폴리오를 보유하고 있다. ABP는 수탁자위원회를 통해 투자정책을 최종 결정하지만, 외부 전문가를 포함하여 자문 기능을 수행하는 독립기구로서 투자위원회(investment committee)와 실질적인 의사결정 과정을 주도하는 이사회(board of

15. 동 사례는 박경서 외 (2017)의 내용을 부분 발췌, 확장하여 서술하였음을 밝힙니다.

directors) 등이 존재한다. 조직 내부에 40명의 정규인력 중 책임투자를 전담하고 있는 인력은 2명으로 구성되어 있다. ESG 요소의 식별과 평가가 전 자산군에서 이루어질 수 있도록 포트폴리오 매니저는 ESG dashboard, Bloomberg ESG performance monitor, ESG county risk monitor 등 다양한 경로의 정보를 확보하고 있다. 분기 1회 이상의 책임투자 목표 및 성과 평가를 내부적으로 검토하고 있으며, 특히, 평가시에는 투자배제, 경영관여, 의결권 행사의 세부내역과 사례도 포함하고 있다.

### 〈그림 5〉 ABP의 투자정책서 상 책임투자 원칙

- (제3장 6조: sustainability and corporate governance) 연기금의 투자수익률의 확대를 위해 장기적 관점에서 투자대상 기업의 지속가능한 성장과 관련한 정보를 활용하며, 위탁운용시에도 이러한 중요성을 강조해야 함
- (제3장 7조: assessment framework) 투자대상기업이 UN Global Compact, OECD의 다국적 기업 가이드라인과 기업지배구조 원칙 등과 같은 국제적 지속 가능성 기준을 준수할 것을 기대함
- (제3장 8조: limitations on investment freedom-exclusions) 법적으로 금지된 제품을 생산하는 기업이나 자국 내 사회적으로 부적절하게 여겨지는 제품 생산에 연관된 기업을 투자대상기업에서 배제할 수 있음

자료 : 박경서 외 (2017), ABP Investment Policy Statement 참고

ABP는 책임투자에 가장 적극적인 연기금으로 알려져 있으며, 전 자산군 중 가장 엄격한 책임투자 기준을 적용하는 HSI(High Sustainable Investments)는 약 410억 유로 수준이다. 무엇보다 ABP는 투자정책서에 ESG 요인에 기초한 책임투자를 명시적으로 고려할 것으로 제시하고 있다. 이와 별도로 책임투자원칙(ABP responsible investment policy)을 수립하고, ESG 요인별, 책임투자 전략별, 자산군별, 산업별 별도의 가이드라인도 마련하고 있다. 특히, APG의 경우 섬유, 의류, 조선, 인프라 등 세부 산업의 기업 관여활동의 목적을 세분화하고 있다.

ABP의 자회사인 APG는 고유의 책임투자 원칙을 구축하여 모든 자산군에 대한 투자 의사결정에 활용하고 있다. 이러한 투자원칙에는 투자대상기업과 적극적인 의사소통과 의결권 행사를 통한 주주권을 강화시키고, 국제 기구에서 공표된 규범을 준용하여 투자 포트폴리오 구축 시 활용함을 명시하고 있다. 무엇보다, 환경적, 사회적 지속 가능성을 확대하기 위한 투자대안을 적극적으로 모색함에 있어 APG가 선도적인 역할을 수행하며, 여러 연기금과의 유기적인 협력을 이행할 것을 명시하고 있다. APG의 책임투자 이행전략은 전통적 수단인 스크리닝, 경영관여, ESG 통합과 더불어, 보다 능동적으로 환경적, 사회적 지속 가능성을 확대하기 위한 수단들을 포함하고 있다. 이러한 수단에는 녹색채권, 신재생에너지 투자 확대 등 테마투자, 주식 포트폴리오 내 투자대상기업의 이산화탄소 배출량 모니터링, 투자 부동산의 환경적 영향 감소를 위한 전기, 물 소비량 감축 등 매우 구체적인 대안들이 활용되고 있다.

〈그림 6〉 APG의 책임투자 원칙

- (1) 책임투자를 투자의사결정에 있어 필수적인 요소로 고려함
- (2) 지배구조 개선과 지속 가능성 확대를 위해 기업과 적극적으로 의사소통을 시도함
- (3) 기업이 UN Global Compact의 원칙을 준용할 것을 기대하며, 개선되지 않는 경우 투자를 철회함. 더불어, 자국(네덜란드) 법률이나 국제 규정에 의해 금지된 제품에는 투자하지 않음
- (4) UN 안전보장 이사회의 무기금수 조치 대상 국가가 발행한 국채는 투자하지 않음
- (5) 적극적으로 주주권을 행사함
- (6) 지속 가능성과 지배구조를 개선하기 위한 자국(네덜란드) 법률이나 국제 규정을 강력히 지지함
- (7) 지속 가능성을 확대하는 투자대안을 적극적으로 모색함
- (8) 지속 가능성과 지배구조를 개선하기 위해 책임투자 정책을 적극적으로 전파함

자료 : 박경서 외 (2017), APG 홈페이지 (www.apg.nl) 참고

ABP의 책임투자 전략은 ESG 통합, 투자배제(screening)을 중심으로 자산군별로 상이한 형태를 갖는다. 특히, 주식의 경우 의결권 행사, 경영관여를 중요한 책임투자 전략으로 인지하고 있다. 전통적인 투자수단인 주식과 채권이외 ABP는 인프라, 원자재 등 비교적 환경적, 사회적 문제를 적극적으로 해결하기 위한 투자수단도 주요 자산군으로 고려하고 있는데, 이들에 대한 책임투자 전략은, 정부의 환경정책과 합치되는 투자나, 안전/공중보건에 관련한 이슈를 분석하고 투자 의사결정시 활용한다는 점이다.

〈표 13〉 ABP의 자산군별 책임투자 전략

자산군	주요 전략
주식	ESG 성과 분석(ESG 통합), 투자배제(UN Global Compact 이행 여부 등), 의결권 행사, 경영관여
채권	투자배제(UN Global Compact 이행 여부 등), ESG 통합
부동산	경영관여
인프라	ESG 통합, 정부의 환경정책 고려, 안전/공중보건 이슈 분석
헤지펀드	개발도상국의 에너지 관련 투자
사모주식	ESG 통합, 소액금융(micro finance)
원자재	농업, 산림, 바이오 에너지 분야

자료 : 박경서 외 (2017) 참고

〈표 14〉 ABP의 상장주식(listed equity)의 책임투자 전략(직접) 예시

구분	내용
European focus strategy	· 유럽 중소기업에 대한 투자를 결정하여 재무적 성과 뿐만 아니라 ESG 요소의 평가결과도 포트폴리오 구축시 활용
European fundamental strategy	· MSCI(Morgan Stanley Capital International Index Europe)에 편입된 주식들을 대상으로 ESG 요소를 고려하여 포트폴리오를 구축
Global Emerging Markets Strategy	· 아시아, 남미 등 신흥국가의 기업을 투자하고, 재무/국가 위험요인과 더불어 ESG 요소도 고려하여 투자가중치 설계
Quantitative strategies	· 재무성과와 ESG 요소와의 연계성을 바탕으로 위험요인을 파악하여 이를 바탕으로 투자대상기업을 선별

자료 : 박경서 외 (2017), ABP (2013) 참고

ABP의 상장주식 책임투자 전략의 예시가 〈표 14〉에 제시되어 있다. 기업 규모별, 지역별 세분화된 포트폴리오를 구축함에 있어 ESG 요소를 적극적으로 고려한다는 점이 공통된 정보로 인지할 수 있다. 특히, 중소기업, 신흥국가에 대한 별도의 포트폴리오 구축이 눈에 띄는데, 이는 자산군 다각화는 물론, 기업 규모별, 지역별 ESG 성과의 차이를 세분화하기 위한 행태로 이해될 수 있다. 또 하나 여타 국가의 투자 포트폴리오 형성 시에도 ESG 정보를 고려한다는 점에 이들에 대한 자체적인 ESG 평가가 가능하거나 활용 가능한 데이터베이스가 광범위하게 구축되어 있음을 유추해낼 수 있다.

ABP의 자회사인 APG는 위탁운용사를 통한 간접 투자에 있어서도 책임투자의 이행상황을 점검하고 있다. APG는 상장주식, 채권에 대한 위탁운용을 실시하고 있는데, 위탁운용사 선정시 구사해야 하는 구체적인 책임투자 전략까지도 요구하고 있다. 가령, 상장주식을 위탁운용할 경우 스크리닝과 ESG 통합을 통해 책임투자를 이행할 것으로 제안하고 있다.

## 2. 스튜어드십 코드 도입 사례 : 일본 GPIF

GPIF(Government Pension Investment Fund)는 일본의 공적연금으로 2015년 UN PRI에 가입하였다. 이보다 1년 전인 2014년 일본 스튜어드십 코드의 참여를 발표하였으며, 이를 기폭제로 일본 내 200여개 이상의 기관투자자들이 코드를 이행하고 있다. 비교적 적극적으로 스튜어드십 코드를 이행하는 사례로 꼽히고 있다.

〈표 15〉 일본 GPIF의 투자 원칙

구분	내용
원칙 1	투자활동은 전적으로 수익자를 위한 것이므로, 최소 위험을 부담하는 요구수익률을 추구함으로써 연금 시스템의 장기 안정성을 고려해야 한다.
원칙 2	주요 투자전략은 투자자산의 장기보유를 통한 안정적인 수익률 확보로, 투자자는 투자 의사결정과정 에서 반드시 자산 종류별, 지역별, 그리고 기간별 요소를 모두 고려함으로써 시장 상황에 따른 가격 변동 위험을 최소화할 수 있어야 한다. 동시에, 연금 지급을 위한 충분한 유동성을 확보해야 한다.
원칙 3	기준수익률 달성을 넘어 투자 포트폴리오 내 기회요인을 찾고자 패시브 전략과 액티브 전략을 혼용할 뿐만 아니라, 투자 단계별 리스크 관리 정책을 수립해야 한다.
원칙 4	스튜어드십 책임(ESG 요소에 고려를 포함)을 다함으로써 연금 수급자의 이익을 위해 지속적으로 중·장기적인 투자수익을 극대화한다.

자료 : GPIF 홈페이지 (www.gpif.go.jp) 참고

운용자산은 2017년 말 기준 약 12,851 억 달러로 직접운용은 채권에 국한되어 있으며, 상장주식은 외부 운용사에 위탁하고 있다. 자연히, 주주권 행사는 GPIF 내부적으로 이루어진다기 보다는 외부 위탁운용사를 관리/감독하는 방향으로 이행되고 있다.

운용 포트폴리오는 2017년 3월 기준 자국 채권에 약 31.68%, 자국 주식에 약 23.28%, 해외 채권은 약 13.03%, 해외 주식은 약 23.12%, 기타 단기자산(현금)은 약 8.89%를 차지하고 있다. 이중 책임투자는 주로 상장주식을 통해 ESG 통합, 경영관여 등의 방식을 통해 이루어지고 있다. 비교적 자본시장의 발전 과정이나 특성이 국내와 유사하며, 스튜어드십 코드의 도입이 성공적으로 이루어졌다는 측면에서 GPIF의 사례를 참고대상으로 고려될 수 있다.

GPIF는 2017년 투자원칙 중 4원칙의 수정을 통해 보다 적극적인 스튜어드십 활동을 위한 초석을 마련하고 있다. 이에 추가하여 스튜어드십 코드의 이행을 위한 투자원칙(stewardship principle)을 발표하였다. 동 원칙은 GPIF의 위탁운용사(external asset manager)가 준수해야 하는 원칙으로 만일, 준수하지 못할 경우 그 이유를 설명하도록 명시되어 있다. 더불어, GPIF는 위탁운용사의 의결권 행사, 사적 대화를 포함하는 경영관여 활동 등 스튜어드십 활동이 적극적으로 이루어지고 있는지에 대해 상시 모니터링을 실시하고 있다. 뿐만 아니라, 자산운용사가 따라하는 자체적인 의결권 행사 원칙도 동시에 마련하였다.

일본 스튜어드십 코드 도입에 체계적인 대응을 위해 GPIF는 각 원칙별로 내부 정책 방향을 수립하고 있다(〈표 16〉 참조). 원칙 1과 관련하여, 스튜어드십 활동을 위해 구체적인 정책 또는

원칙을 수립하고, 위탁운용사로 하여금 이를 준수하도록 관리하고 있음을 명시하고 있다. 원칙 2에 관련하여, GPIF는 상장주식에 대한 직접 자산을 운용하지 않으며, 기업 경영에 영향력을 행사하지 않을 것을 요구받기 때문에 위탁운용사의 이해상충 문제를 어떻게 완화할 것인가에 대응의 초점을 맞추어져 있다. 이러한 완화방안은 GPIF가 자체적으로 구축한 스튜어드십 원칙과 의결권 행사 원칙에 포함하고 있으며, 이의 준수 여부를 위탁운용사 선정과 평가시 활용하고 있다. 원칙 3, 4와 관련하여, 투자대상기업에 대한 모니터링을 위한 위탁운용사 자체적인 스튜어드십 활동 지침을 마련하도록 명문화하고, 향후 선정시 투자대상기업에 대한 이해와 평가가 적절히 이루어지고 있는지도 종합적으로 확인한다.

〈표 16〉 일본의 스튜어드십 코드와 관련한 GPIF의 대응

구분	내용
원칙 1	기관투자자는 스튜어드십 책임을 어떻게 이해할지 명확한 정책을 수립하고 공개해야 한다.
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자산소유자로서 스튜어드십 활동 정책을 수립</li> <li>· 위탁운용사를 위한 스튜어드십 원칙과 의결권 행사 원칙을 구축하여 주식 포트폴리오 운용사에 대한 준수와, 그렇지 못한 경우 합리적인 설명을 제시하도록 요구</li> <li>· 위탁운용사의 의결권 행사에 있어 앞선 두 원칙의 준수 여부를 감독하고, 적극적인 대화를 실시</li> </ul>
원칙 2	기관투자자는 스튜어드십 코드 책임과 관련한 이해상충 발생 시 어떻게 대처할지 명확한 정책을 수립하고 공개하여야 한다.
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· GPIF는 자산을 직접운용하지 않으므로, 위탁운용사로 하여금 이해상충 문제 관리를 위한 규정을 스튜어드십 원칙과 의결권 행사 원칙에 포함하고, 준수 여부를 이들의 선정과 평가에 있어 활용</li> </ul>
원칙 3	기관투자자는 투자대상기업에 대한 모니터링을 시행해야 하며 스튜어드십 책임을 충족함으로써 투자대상기업이 지속적으로 성장할 수 있도록 이끌어야 한다.
원칙 4	기관투자자는 투자대상기업과 공동으로 합의를 도출하도록 노력하고 건설적인 관여를 통해 문제를 해결하도록 노력해야 한다.
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 경영관여를 포함한 스튜어드십 활동 정책을 자체적으로 마련하고, 투자과정에 ESG 통합을 운용하도록 스튜어드십 원칙과 의결권 행사 원칙에 명시하여 위탁운용사로 하여금 준수하도록 유도</li> <li>· 더불어, 위탁운용사의 선정과 평가시 인터뷰를 통해 위탁운용사가 피투자기업에 대한 이해도, 경영참여 여부 등을 종합적으로 확인</li> </ul>

<p>원칙 5</p>	<p>기관투자자는 의결권 행사와 관련하여 명확한 행사지침과 공시 정책을 가지고 있어야 한다. 의결권 행사에 관련한 정책인 기술적인 체크리스트 외에 투자대상기업의 지속적인 성장에 기여할 수 있도록 하여야 한다.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위탁운용사로 하여금 스튜어드십 원칙과 의결권 행사 원칙을 준수하도록 유도함은 물론, 자체적인 의결권 행사 정책과 가이드라인을 제정하여 제출하도록 요구</li> <li>· 투자대상기업에 대한 각 안건별 의결권 행사 내역을 위탁운용사에게 공개하도록 요구. 만일, 자국 내 주식투자를 위한 위탁운용사가 상기 정보를 공개하지 않는 경우 공개를 지속적으로 요구함과 동시에 공개를 대신하여 아래의 행동을 취하도록 권유             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 위탁운용사가 투자대상기업 또는 그들의 계열그룹과 이해상충 문제가 없을 문서를 공개</li> <li>(2) 행사된 투자대상기업이 경영에 대한 정보에 대한 이해를 도모할 수 있도록 직접적이고 정확하게 의결권 행사의 결과를 전달하고, 그러한 결과에 대한 이유를 제시</li> <li>(3) GPIF에게 (2)에 관련한 모든 리포트를 제공</li> <li>(4) 주요 안건별로 취합된 의결권 행사 내역을 대중에 공개하고 반대 의견을 제시한 안건에 대한 이유를 명확히 제시</li> </ol> </li> <li>· 각 자산운용사의 스튜어드십 활동의 검토를 위해 매년 회의를 개최하고 전반적인 평가를 시행. 평가에는 개별 안건별, 투자대상기업별 의결권 행사 공개 여부를 포함</li> </ul>
<p>원칙 6</p>	<p>기관투자자는 의결권 책임을 포함하여 정기적으로 스튜어드십 코드 책임을 충족하고 있는지를 고객과 수익자에게 보고해야 한다.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자산소유자로서 GPIF는 스튜어드십 활동을 충족하기 위해 정책을 보고, 수탁자 개개인에 대한 보고가 힘들기 때문에 대중에 대한 공시가 적절하도록 개요를 보고</li> <li>· 의결권 행사를 포함한 스튜어드십 활동 보고서를 위탁운용사의 연례 총회가 열리는 4월과 6월 사이에 웹사이트에 공시. 더불어, 위탁운용사의 의결권 행사 내역을 포함한 연간 보고서(annual report)를 공시</li> </ul>
<p>원칙 7</p>	<p>투자대상기업에 대한 지속적인 성장에 기여하기 위해 기관투자자는 적절한 관여를 위한 투자대상기업의 경영 환경과 기술, 그리고 필요한 자원에 대한 깊은 이해도가 있어야 하고 스튜어드십 코드 행위를 충족하기 위한 적절한 판단을 내려야 한다.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· GPIF의 최고경영자(의장)는 스튜어드십 활동을 충족하기 위한 적절한 능력과 경험을 보유하며 동 활동을 촉진하기 위한 구조를 개발해야 하는 책임과 의무의 중요성을 인식. 이를 위해, 2016년 10월, 아래와 같은 업무를 수행하는 조직을 구성하고, 상당한 인력을 투입             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) GPIF의 적절한 스튜어드십 활동을 연구하고, 세부 행동 계획을 수립</li> <li>(2) ESG 요소를 고려한 스튜어드십 활동(위탁운용사에 의한 활동도 포함)의 분석과 평가</li> <li>(3) 책임투자 원칙에 관련한 자국, 외국 기관투자자 및 관련 조직과의 협력을 촉진</li> </ol> </li> <li>· 자산소유자로서 위탁운용사의 의결권 행사, 경영관여 실적을 관리/감독함으로써 스튜어드십 책임을 충족</li> <li>· 스튜어드십 활동이 보다 적절히 이행될 수 있도록 각 원칙의 이행여부에 대한 정기적인 검토를 실시하고, 적합한 대안에 대한 연구를 수행</li> </ul>

자료 : GPIF (2017a) 참고

원칙 5와 관련하여, 위탁운용사 자체적인 의결권 행사 원칙을 제정 및 제출하도록 요구하고 있으며, 투자대상기업별 안전별 의결권 행사 내역을 공개하도록 규정하고 있다. 더불어, 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 관리하기 위해 연례 회의를 거쳐 그 과정과 결과의 적정성에 대한 검토를 실시한다. 원칙 6과 관련하여, 자산소유자인 GPIF는 스튜어드십 활동에 대한 개요를 웹사이트에 공시하고, 위탁운용사의 의결권 행사 내역 역시 이러한 공시에 포함하고 있다. 마지막으로, 원칙 7과 관련하여, 최고경영진이 주도적으로 스튜어드십 활동을 촉진하기 위한 조직을 구성하고, 주기적인 점검과 선정과정의 엄밀성을 제고함으로써 위탁운용사 역시 스튜어드십 책임을 다할 수 있도록 관리·감독하고 있다.

앞서 살펴본 바와 같이 GPIF의 경우 상장주식의 전부를 외부 위탁운용사에 맡기고 있기 때문에 직접적인 의결권 행사, 경영관여 등 스튜어드십 활동을 실시하지는 않는다. 하지만, 간접 운용자산 역시 수탁자의 책임을 다함으로써 장기적인 투자가치 제고를 위해 적극적으로 관리할 필요성이 제기되기 때문에 이에 대한 원칙을 제정하고, 이를 위탁운용사에게 준수하도록 요구하고 있다. 동 원칙은 사실상 위탁운용자의 선정과 평가에 있어 기준으로 활용되고 있기 때문에 사실상 강제되는 효과를 가질 것으로 유추할 수 있다. <표 17>는 GPIF의 스튜어드십 원칙을 제시하고 있다. 원칙은 크게 5가지 분류로 나뉘는데, (1) 위탁운용사의 지배구조 형성, (2) 이해상충 문제의 해소, (3) 스튜어드십 정책 마련, (4) 투자과정에서의 ESG 통합, (5) 의결권 행사로 구분된다. 위탁운용사의 지배구조 형성에 관련하여, 스튜어드십 활동의 독립성을 확보하기 위한 사외이사 임명, 유인 시스템의 설계 등이 조치가 이루어져야 함을 명시하고 있다. 이해상충 문제의 해소와 관련하여, 위탁운용사는 동 문제를 관리하기 위한 정책을 개발하고 공개해야 하며, 보다 구체적으로 제3자로 구성된 위원회를 구성, 자문기관 활용하는 등의 조치가 이루어져야 함을 요구하고 있다. 경영관여를 포함한 스튜어드십 활동 정책 수립에 관련하여, 위탁운용사 자체의 명시된 정책, 활동계획의 수립 및 공개가 필요하며, 다양한 정보원천을 통해 동 활동이 이행되어야 함을 제시하고 있다. 뿐만 아니라, 외부 자문기관 등을 활용하여 스튜어드십 활동이 이행되는 경우 동 기관에 대한 적극적인 모니터링이 필요함으로 명시하고 있다. 투자과정에 있어 ESG 요소를 통합하는 것은 먼저, UN PRI에 가입하는 것을 시작으로, ESG 요소를 고려한 투자가 중·장기적인 위험 최소화를 통한 투자수익 극대화에 도움이 될 수 있음을 인지하고, 투자 의사결정에 반영해야 함을 제시하고 있다. 마지막으로, 의결권 행사와 관련하여, 위탁운용사는 GPIF의 의결권 행사 원칙을 준수해야 하며, 이를 통해 연금 수급자의 수익을 개선하는데 기여해야 함을 명시하고 있다.



〈표 17〉 일본 GPIF의 스튜어드십 원칙

구분	내용
(1) Corporate governance structure of asset managers	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위탁운용사는 일본 스튜어드십 코드를 채택해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 건전한 지배구조를 갖추어야 한다. 특히, 자산운용사는 독립적인 사외 이사를 임명하는 등의 조치를 통해 감독시스템을 발전시켜야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 스튜어드십 활동을 위한 충분한 내부 역량을 갖추어야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 그들의 종업원을 위한 보상 및 유인체계가 GPIF의 이해와 일치하는지를 설명해야 한다.</li> </ul>
(2) Management of Conflicts of Interest by Asset Managers	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위탁운용사는 수탁자의 이해를 최우선으로 고려하기 위해 이해상충 문제를 적절히 관리해야 한다. 위탁운용사는 사업관계와 투자관계에 관련한 이해상충 문제의 종류를 분류한다. 위탁운용사는 이해상충 문제의 관리를 위한 정책을 개발하고 공개해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 제3자로 구성된 독립적인 위원회를 설립함으로써 이해상충 문제를 해소해야 한다. 위탁운용사는 위원회 구성원을 선정함에 있어 독립성, 전문성 등을 고려해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사가 자신의 모회사나 계열사에 대한 의결권 행사시 자의적 의사결정을 방지하기 위한 위원회가 결정을 내리거나, 적정성을 검토받거나, 자문기관의 추천에 따르는 조치를 내려야 한다.</li> </ul>
(3) Policy for Stewardship Activities, including Engagement	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위탁운용사는 경영관여 활동을 포함한 그들의 스튜어드십 활동을 위한 정책을 개발하고 공개해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 그들의 스튜어드십 정책과 활동이 단기적이 아닌, 중·장기적인 주주가치 개선에 도움이 되는지 확인해야 한다. 더불어, 더 효과적인 스튜어드십 활동을 위해 위탁운용사는 중·장기 활동계획을 마련해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 투자대상기업의 관여활동에 있어 비재무적 정보를 고려해야 한다. 비재무적 정보는 지배구조 보고서나 통합보고서 등을 포함한다.</li> <li>· 만일, 기업이 국가 내 기업지배구조 코드나 이와 유사한 원칙들을 준수하지 못하는 경우 위탁운용사는 이에 대한 설명을 제시하도록 해야 하며, 필요한 경우 기업 관여활동을 실시해야 한다.</li> <li>· GPIF 주식 포트폴리오의 수동적 투자(passive investment)가 상당하다는 점을 감안할 때, GPIF의 투자성과는 중·장기적인 자본시장의 지속 가능한 성장에 의존한다. 위탁운용사는 수동적 투자에 적합한 경영관여 전략을 개발하고, 효과적으로 실천해야 한다.</li> <li>· 경영관여 자문기관을 활용할 경우, 위탁운용사는 선정과정 이전에 적절한 실사(due diligence)를, 선정 이후에는 지속적인 모니터링을 실시해야 한다.</li> </ul>
(4) ESG Integration into the Investment Process	<ul style="list-style-type: none"> <li>· GPIF는 투자과정에 ESG 요인을 통합하는 것이 기업가치의 지속 가능한 성장을 촉진하고, 중·장기적으로 더 나은 위험조정수익을 창출할 것이라고 판단한다. 위탁운용사는 투자대상기업의 산업과 경영여건과 관련된 ESG 요소를 고려하고, 관련된 문제들을 적절하게 다루어야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 ESG 문제에 관련하여 적극적으로 투자대상기업에 개입해야 한다.</li> <li>· 위탁운용사는 책임투자 원칙(PRI)에 가입해야 한다.</li> </ul>
(5) Exercise of Voting Rights	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 위탁운용사는 GPIF와 수탁자의 이해를 극대화하는 방향으로 의결권을 행사해야 한다.</li> <li>· 투자대상기업의 가치를 개선하기 위해 위탁운용사는 GPIF의 원칙(GPIF Proxy Voting Principles)에 따라 의결권을 행사해야 한다.</li> <li>· 의결권 자문기관을 활용할 때, 위탁운용사는 선정과정 이전에 적절한 실사를, 선정 이후에는 서비스의 질에 대한 지속적인 모니터링을 실시하고 필요하다면 해당 기관과의 논의를 해야 한다.</li> </ul>

자료 : GPIF (2017b) 참고

## 제4장 사학연금기금의 책임투자 현황 및 활성화 방안

### 1. 사학연금기금의 책임투자 현황

#### 가. 책임투자 규모

사학연금은 직접 책임투자를 하지는 않고 국내 주식에 한정하여 주식운용팀에서 책임투자를 위탁운용(일임) 방식으로 투자하고 있다. 사학연금은 2009년 105억 원 규모의 책임투자 펀드를 설정한 이후, 지속적으로 펀드규모를 확대하여 2016년 말 2,124억 원에 달했으나, 2017년 말 현재 약 1,020억 원으로 운용규모가 축소되었다. 사학연금의 책임투자 펀드 규모는 2013년 말 전체 주식투자규모 3.2조 원의 약 4.6%에 해당했으나, 2017년 말 현재 책임투자 펀드 규모는 약 1,020억 원으로 전체 주식투자 규모 6.3조 원의 약 1.6%에 불과한 상황이다.

사학연금 책임투자 평잔 수익률은 2013-2017년 5년 평균 약 6.4%로 국내간접 주식투자<sup>16</sup> 평잔수익률 5.6%에 비해 높은 편이다. 그러나, 2015년을 제외하고는 책임투자 수익률이 국내간접 주식투자 수익률보다 낮아 전반적으로 책임투자의 수익률이 높지 않다는 것을 알 수 있다.

〈표 18〉 사학연금의 책임투자 운용규모(2013-2017년)

(단위 : 억 원)

연도	책임투자	책임투자/전체 주식투자
2013	1,445	4.6%
2014	979	2.8%
2015	1,189	2.9%
2016	2,124	4.4%
2017	1,020	1.6%

출처 : 사학연금공단 내부자료

16. 사학연금의 책임투자는 전부 국내주식으로 위탁운용하고 있기 때문에 국내간접 주식투자 수익률과 비교하였음

〈표 19〉 사학연금의 책임투자 평잔수익률(2013-2017년)

(단위 : %)

연도	책임투자(A)	국내간접 주식투자(B)	차이(A-B)
2013	-1.2	2.9	-4.1
2014	-9.0	-5.4	-3.6
2015	20.1	3.3	16.8
2016	-0.8	2.5	-3.3
2017	23.0	24.5	-1.5
평균	6.4	5.6	0.8

출처 : 사학연금공단 내부자료

## 나. 책임투자 규정

### (1) 책임투자 정책 및 지침

사학연금의 자산운용지침은 책임투자 및 의결권 행사와 관련해서 기금운용시 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위해 투자대상과 관련한 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance) 등의 요소를 고려할 수 있다고 규정하고 있다. 또한 기금은 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하는 바에 따라 투자하고 있는 기업들의 지배구조 위험을 최소화하고 기업 가치를 훼손하거나 주주의 이익을 침해하는 결정을 내리는 경우 이에 반하는 의결권을 행사할 것이라고 명시하고 있다. 한편, 의결권 행사의 가장 중요한 판단기준은 기금 이익의 최대화에 있으며 투명하고 객관성 있게 이루어지도록 하는 것을 목표로 하고 있으며, 기업의 소유나 통상적인 경영자의 의사결정과는 무관하다는 것을 자산운용지침에서 밝히고 있다.<sup>17</sup>

사학연금의 책임투자의 위탁투자지침은 자산운용지침의 국내주식형 위탁운용상품 운용기준과 크게 다르지 않게 구성되어 있는 것으로 보인다. 구체적으로 살펴보면, 책임투자의 운용방법은 목표수익률 초과 달성을 위해 운용역의 판단으로 업종과 종목을 선택하고 투자비중을 조절하여 포트폴리오를 구성하며, 목표수익률은 KOSPI+배당수익률로 하고 있다. 운용대상은 ① 한국거래소 및 코스닥 상장 주식, ② CD, CMA, CALL, MMF, 금융기관의 예금 등 유동성 자산, ③ 기타 공단과 운용사가 사전에 합의한 유가증권 및 금융상품으로 한정하고 있다.<sup>18</sup> 자산종류별 편입한도는 위탁자산 순자산가치(NAV)의 최소 90%로 유지해야하며, 특별한 경우를 제외하고는 주가지수선물

17. 사립학교교직원연금공단 자산운용지침(2018.5.18.), pp.20.

등 파생상품을 운용할 수 없다. 또한 종목별 주식 투자한도는 해당 종목 발행 주식의 5%를 초과할 수 없고, 순자산총액의 10%를 초과할 수 없도록 규정하고 있다.<sup>19</sup> 한편, 설정일 이후 기준수익률 대비 5.0%p 이상 저조할 경우 운용규모의 30%를 회수하고, 5.0%p 이상 저조할 경우 운용규모 전액을 회수하는 운용기간 중 위험관리규정을 두고 있다.<sup>20</sup>

국내주식의 경우 사회적책임투자가 위탁운용 일임방식으로 투자되고 있기 때문에 관련 투자기업 선정 기준 및 평가모형 등은 각 위탁운용사별 판단에 따르고 있다. 기본적으로 ESG 기반 정보수집 및 리서치 방법으로 내부 ESG평가 활용 및 외부 ESG 평가 기관(지속가능금융센터 등)의 자료 참조하여 사회적책임투자의 목적에 맞게 투자기업을 선정하고 있다.

## (2) 의결권 행사(proxy voting) 지침 및 행사기준

사학연금은 의결권 행사에 있어서 의결권을 투명하고 객관적으로 행사함으로써 자의적 판단의 불합리성을 제한하고 대외적 공정성을 제고하는 것을 목표로 하고 있다. 사학연금의 의결권 행사는 ‘국가재정법 제64조<sup>21</sup>’와 ‘자산운용지침 12. 의결권행사<sup>22</sup>’에 근거하여 선량한 관리자의 주의의무를 다하고 기업지배구조 위험을 최소화하며, 기업가치 훼손과 주주이익 침해 결정을 이를 반대하는 의결권 행사를 명시하고 있다. 또한 사학연금은 보유지분율에 따라 ① 지분율이 3% 이상이고, 보유비중이 1% 이상인 경우 자금관리단장을 위원장으로 하고, 자금운용관리단 소속 각 팀장으로 구성된 협의회에서 의결권(주식의결권 심의위원회)을 행사하며, ② 지분율이 1% 이상이고,

18. 사립학교교직원연금공단 사회적책임투자형 위탁투자지침, 2018.01. p.1.

관리종목 및 불공정 매매, 시세 조종 등 문제의 소지가 있는 종목, 전환사채(CB), 신주인수부채권(BW), 교환사채(EB) 등 주식관련 증권, 기업어음(CP), 집합투자증권(ETF, REITS 등 포함) 및 뮤추얼 펀드 등 실적배당 상품, ELS 등 파생결합증권 등은 운용할 수 없음

19. 사립학교교직원연금공단 사회적책임투자형 위탁투자지침, 2018.01. p.2.

20. 사립학교교직원연금공단 사회적책임투자형 위탁투자지침, 2018.01. p.3.

21. 국가재정법 제64조(의결권행사의 원칙)

기금관리주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고, 그 행사내용을 공시하여야 한다.

22. 사립학교교직원연금공단 자산운용지침(2018.5.18.), 12. 의결권 행사

기금은 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하는 바에 따라 투자하고 있는 기업들의 지배구조 위험을 최소화하고 기업 가치를 훼손하거나 주주의 이익을 침해하는 결정을 내리는 경우 이에 반하는 의결권을 행사할 것입니다.

의결권 행사의 가장 중요한 판단기준은 기금 이익의 최대화에 있으며 투명하고 객관성 있게 이루어지도록 하겠습니다. 기업의 소유나 통상적인 경영자의 의사결정과는 관련이 없습니다. 공단은 기금운용에 대한 투명성 제고를 위하여 공단 홈페이지 (www.tp.or.kr)를 통하여 의결권 행사내역을 공시하고 있습니다.

보유비중이 0.5% 이상인 경우 자금운용관리단장이 결정하여 의결권을 행사하며, ③ 지분율이 1% 미만이거나, 보유비중이 0.5% 미만인 경우 운용지원팀장이 의결권을 행사할 수 있도록 하고 있다. 또한 주주총회 의결안건에 따라 해당 기업에 참석의 위임 뿐만 아니라 행사의 포기도 규정하고 있다.<sup>23</sup>

한편, 사학연금의 주식의결권 행사기준에 따르면, 사학연금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사할 뿐만 아니라, 장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위해 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 의결권을 행사하도록 규정하고 있다. 사학연금의 의결권 행사의 기본원칙은 ① 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성하고, ② 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 경우에는 반대하며, ①과 ②에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다고 규정되어 있다. 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준은 별도로 정해져 있으며, 세부기준에서 정하지 않은 경우에는 해당 운용팀장의 의견을 들어 의결권을 행사할 수 있도록 하고 있다. 또한 의결권 행사의 찬반을 결정할 때에는 외부 의결권 자문기관에 의안 분석보고서를 참고할 수 있다. 즉, 주주총회 의결권 행사와 관련해서는 사학연금 자금운용관리단 산하 주식의결권 심의위원회에서 내부결정하는 경우 이외에도, 의결권관련 자문기관에 자문을 받거나 전문가로 구성된 외부위원회에 위탁하여 의결권 행사와 관련된 결정에 참고할 수 있는 것이다.

### (3) 의결권 행사 현황

2014년에서 2017년까지 사학연금의 주주총회 의결권행사는 안건에 찬성하는 경우가 93.4%로 대부분을 차지하였고, 전부반대 및 일부반대는 6.6%에 불과하여, 기관투자자의 기업관여와 적극적인 의결권 행사를 하지 않고 있다는 것을 알 수 있다. 연도별로 살펴보면, 2014년에는 주주총회 안건에 전부 및 일부반대는 약 3.4%에 불과했으나, 2016년 전체 주주총회 건수에도 불구하고 반대의견의 증가하여 전체 안건의 11.8%로 증가했으나, 2017년에는 다시 7.2%로 감소하였다.

23. 사립학교교직원연금공단 자금운용지침 제24조(의결권의 행사)

〈표 20〉 사학연금의 주주총회 의결권 행사현황(2014-2017년)

(단위 : 건수)

구분	전체	전부찬성	전부 및 일부반대	반대비율
2014년	87	84	3	3.4%
2015년	74	72	2	2.7%
2016년	93	82	11	11.8%
2017년	97	90	7	7.2%
합계	351	328	23	6.6%

출처 : 사학연금공단 내부자료

사학연금이 주주총회 의결권 안건을 반대한 유형별로 살펴보면 이사 선임반대가 10건으로 가장 많으며, 전체 반대건수의 약 38%를 차지하고 있다. 다음으로 주식매수선택권 부여에 대한 이의제기가 7건으로 약 27%를 차지하고 있으며, 재무제표 승인이나 회사합병, 정관변경 등도 의결권 반대행사의 이유로 제시되고 있다. 이사선임 반대안건의 사유는 사외이사 선임후보자 중 일부가 기업가치 훼손 등 결격사유 등이며, 주식매수선택권 반대안건은 특정 경영성과 달성과 연동된 청구권 부여에 해당하지 않거나 적정 근거 있는 주식매수청구권 권리행사 유보기간 단축 등이 반대사유로 제시되고 있다.

〈표 21〉 사학연금의 주주총회 의결권 안건유형별 반대현황(2014-2017년)

(단위 : 건수)

구분	2014	2015	2016	2017*	합계
이사 선임	1	2	5	2	10
감사위원회위원 선임	-	-	-	1	1
회사 합병	1	-	1	-	2
재무제표 승인	-	-	3	-	3
주식매수선택권 부여	-	-	2	5	7
정관 변경	-	-	-	2	2
기타	1	-	-	-	1
합계	3	2	11	10	26

출처 : 사학연금공단 내부자료

\* 2017년 반대건수가 앞의 표와는 달리 7건이 아니고 10건인 이유는 1개 회사의 주주총회에 반대안건이 2건 이상인 경우가 있기 때문

한편, 2013년 이후 2017년까지 사학연금은 지분율 5% 이상을 보유하고 있는 기업은 없었으며, 지분율 3% 이상을 보유한 기업은 2015년 2개사 총 81억 원이 있었으나, 2016년 이후에는 지분율 3% 이상 기업도 존재하지 않는다.

〈표 22〉 사학연금의 지분율 3%·5% 이상 투자기업 수 및 규모(2013-2017년)

(단위 : 건수)

연도 말	지분율 5% 이상		지분율 3% 이상	
	기업수(개)	규모(억원)	기업수(개)	규모(억원)
2013	-	-	-	-
2014	-	-	-	-
2015	-	-	2	81
2016	-	-	-	-
2017	-	-	-	-

출처 : 사학연금공단 내부자료

#### 다. 책임투자 조직

국민연금이 책임투자를 위한 책임투자위원회와 자체적인 내부 조직을 구성하고 있는 것과는 달리, 사학연금은 인력부족 등으로 인해 별도의 조직이 구성하고 있지 않다. 국내주식의 경우 주식운용팀에서 사회책임투자를 위탁운용(일임) 방식으로 투자하고 있다.

한편, 자금운용관리단장을 위원장으로 하고, 주식운용팀 등 자금운용관리단 소속 각 팀장으로 구성된 협의회(주식의결권 심의위원회)에서 주주총회 의결권의 행사를 결정하는 것을 볼 때, 의결권 행사에 국한한 자체위원회를 운영하고 있다. 또한 책임투자과 관련하여 별도의 이슈가 발생하는 경우에는 주로 외부 전문위원회를 활용하고 있다.

#### 라. 책임투자 성과평가

##### (1) 위탁운용사 선정 기준

사학연금의 책임투자 관련 운용사 선정절차와 기준은 별도로 없고 국내주식 위탁운용사 선정에 준하여 선정되며, 사립학교교직원연금공단 「자금운용규칙」 제47조(운용기관의 선정 및 관리) 및 국내 주식형 위탁운용상품 운용기준 제16조(신규 위탁운용기관의 선정)에 따라 결정된다.

사학연금의 위탁운용사 선정은 투자일임업무를 등록한 자산운용회사 및 투자자문회사를 대상으로 자금운용계획 및 시장전망 등을 종합적으로 고려하여 운용유형을 선정한다. 운용사 선정시에는 운용기관 현황, 재무상태, 운용조직, 인력현황 뿐만 아니라, 운용전략, 위험관리, 전문성, 운용계획 및 운용강점 등을 고려한다. 운용전략은 운용철학, 운용스타일, 투자의사 결정체계,

위험관리는 위험관리체계 등을, 컴플라이언스 방안 및 주기, 운용성과평가 및 보상 등을, 전문성은 담당운용역 경력 및 대표펀드 운용성과 등에 대한 내용이 포함된다.

## (2) 자산운용 성과평가 벤치마크 지수

사학연금은 책임투자 관련 별도의 성과평가 벤치마크는 존재하지 않으며, 사학연금기금의 자산군별 벤치마크에 따라 책임투자의 성과를 평가한다. 즉, 사회책임형 펀드는 국내주식 간접형이기 때문에 ‘KOSPI+배당수익률’이 성과평가의 벤치마크가 된다. 한편, 사학연금은 ‘시간가중수익률 - 실적’, ‘시간가중수익률 - 벤치마크(BM)’, 초과수익률, 평잔수익률, 평잔손익 등을 이용하여 국내주식간접 사회책임형 펀드의 성과를 측정하고 있다.

### 마. 책임투자의 주요 전략

사학연금은 연기금 사회책임투자 확대 요구에 따라 지속적인 사회책임투자를 확대할 계획으로 있지만, 현재까지는 별도의 책임투자 전략을 가지고 있지 않다.

## 2. 사학연금기금의 책임투자 활성화 및 스튜어드십 코드 이행 방안

### 가. 정책 및 지침 세분화

주요 선진국의 공적 연기금은 대부분은 책임투자 전략의 구체적, 체계적 이행을 위해 내부적 지침을 보유하고 있다. 무엇보다, 투자정책서 상에 책임투자 의지를 표명하고 별도의 책임투자 원칙을 마련함으로써 모든 자산군은 물론, 포트폴리오 매니저로 하여금 책임투자를 투자의사결정시 필수적으로 고려하기 위한 여건을 마련하고 있다. 이러한 조치는 외부적으로도 위탁운용사에게는 책임투자의 중요성을 강화하고, 실제로 이를 이행하기 위한 토대를 제공함과 동시에 연금 수급자와 자본시장 참여자에게 사회적 대세로 자리잡고 있는 책임투자에 적극적으로 대응하고 있는 신호효과를 가질 것으로 예상된다. 사학연금기금의 투자정책서인 자산운용지침에는 해외 연기금과 유사하게 책임투자와 적극적인 의결권 행사 촉진할 것이라는 내용이 포함되어 있다. 다만, 이러한 내용을 보다 구체화하기 위한 책임투자 원칙의 제정도 필요할 것으로 판단된다.



이러한 원칙에는 투자배제, ESG 통합 등 세부적인 책임투자의 전략을 구사하기 위한 방향성을 제공한다는 측면에서 책임투자 이행의 가장 기본적인 틀로 이해될 수 있다. 대표적인 공적 연금인 네덜란드 ABP, 미국의 CalPERS 등도 별도의 책임투자 원칙을 마련하고 있다.

한편, 체계적인 책임투자가 이행될 수 있도록 세부적인 정책 또는 지침을 마련할 필요가 있다. 현재 사학연금기금은 ESG 요소에 관련한 별도의 세부 가이드라인을 보유하고 있지 않고 있으며, 단지, ESG 요인을 고려할 수 있는 점만을 제시하고 있다. UN PRI는 연기금들의 책임투자 관련 내부 지침의 보유 여부를 보고하도록 제시하고 있다. 이와 관련한 대표적인 내부 지침은 (1) 환경적 요인에 대한 가이드라인(guidelines on environmental factors), (2) 사회적 요인에 대한 가이드라인(guidelines on social factors), (3) 지배구조 요인에 대한 가이드라인(guidelines on corporate governance factors), (4) 투자배제 정책(screening/exclusions policy), (5) 경영관여 정책(engagement policy), (6) 의결권 행사 정책(Proxy voting policy) 등이다. ESG 요소에 기초한 책임투자의 이행에 있어 가장 근본적인 전제는 어떤 정보를 ESG 정보로 인식하고 평가할 것인가를 사전에 판단해야 한다는 점이다. 이는 가장 쉽게 이행될 수 있으며, 대중적인 책임투자 전략으로서 ESG 통합 전략의 토대로 인식될 수 있다. 이러한 ESG 요인의 식별과 평가는 앞선 <표 11>에 제시된 미국 TIAA-CREF의 사례를 참고할 수 있을 것으로 판단된다. 한편, 투자배제 정책 역시 어떤 기준을 활용하는지에 대한 명확한 기준을 제시할 필요가 있다. 예를 들어, 네덜란드 ABP의 경우 투자배제 기준은 물론, 이에 대응되는 투자대상기업의 이름을 공개하고 있다.

<표 23> ABP 투자배제 List (2017년 기준, 상장기업과 국가)

사유	기업 또는 국가
UN Global Compact 위반	PetroChina(중국), TEPCO(일본), Walmart(미국)
집속탄(cluster munitions) 생산에 관여	Aryt Industries Ltd., Ashot Ashkelon(이상 이스라엘), China Aerospace International Holdings, China Spacesat, Norinco International Cooperation Ltd.(이상 중국), Esterline Technologies, Orbital ATK Inc., extron(이상 미국), Hanwha Corporation, Poongsan Corporation, Poongsan Holdings Corporation(이상 대한민국), Motovilikha Plants JSC(러시아)
대인지뢰(anti-personnel mines) 생산에 관여	S&T Dynamics Co Ltd, S&T Holdings(이상 대한민국)
핵확산 금지 조약을 위반하여 핵무기 생산에 개입	Larsen & Toubro, Larsen &Toubro Infotech Limited, L&T Finance Holdings, L&T Technology Services Limited, Walchandnagar Industries Ltd(이상 인도)
UN 안전보장 이사회의 무기금수 조치에 해당(국가)	중앙 아프리카 공화국, 콩고 민주 공화국, 에리트레아,이란, 이라크, 리비아, 북한, 소말리아, 수단, 예멘

자료 : ABP (2018) 참고

사후적 책임투자 전략으로서 경영관여, 의결권 행사는 공적 연금의 지나친 경영간섭 등과 같은 논쟁이 발생할 가능성이 항시 존재한다. 따라서, 이에 대한 명확한 기준을 마련하는 것은 이러한 논쟁을 사전에 완화하는 한편, 투자대상기업으로 하여금 바람직한 경영의사결정에 대한 가이드라인을 제공함으로써 자구적인 경영개선의 방향성을 제공하는 긍정적인 효과를 갖는다. 현재 사학연금기금은 내부적으로 주식 의결권 행사 지침을 보유하고 있다. 동 지침에는 배당수준, 이사회 구성 및 운영, 자본구조, 인수·합병 등 비교적 기업 지배구조 이슈에 대한 주식 의결권 행사에 대한 세부적인 대안이 포함되어 있다. 다만, 환경, 사회요인에 대한 고려가 아직까지는 적극적으로 이루어지지 못하여 이를 명시적으로 지침에 포함할 필요가 있다.

한편, ESG 요인 판별기준 마련에 있어 국내 자본시장의 여건과 현실을 고려한 지표를 활용한 필요성도 제기될 수 있다. 왜냐하면, 해외와 국내는 자본시장의 여건, 산업 발전의 역사와 단계 등의 차이가 존재하여, 발생할 수 있는 환경·사회 문제의 양상이 다르게 나타날 수 있기 때문이다. 다만, 이러한 기준 설정에는 객관성이 담보되어야만 연금사회주의에 대한 우려를 불식시킬 수 있을 것이다. 국내에서 ESG 요인을 평가하는 대표적 기관으로 한국기업지배구조원이 존재한다. 동 기관은 ESG 분야의 전문적으로 조사·연구하는 준정부기관으로 매년 상장기업에 대해 사회·환경·지배구조 분야의 평가를 실시하고 그 결과와 모범규준을 공표하고 있다.<sup>24</sup> 따라서, 동 모범규준을 한국적인 ESG 요인의 판별에 활용한다면, 구체적이며 현실적으로 실행 가능한 평가 기준을 마련하는데 유용할 것으로 판단된다.

〈표 24〉 미국 TIAA-CREF의 의결권 행사 지침 상 환경, 사회요소 관련 주요 내용

구분	항목	내용
환경	글로벌 기후변화	· 온실가스 배출량 공개, 기후 변화에 대한 기업의 장기적 영향력을 줄이기 위한 전략을 추구하는 결의안을 지지
	천연자원 사용	· 기업의 천연 자원 사용, 자원 감소 사업에 미치는 영향 및 천연 자원 사용 효율을 향상시키기 위한 계획에 관한 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지
	생태계에 대한 영향	· 지역 또는 지구 생태계에 대한 운영 또는 활동으로 인한 유해한 영향 또는 기타 위험을 줄이기 위한 기업의 이니셔티브와 관련된 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지

24. 한국기업지배구조원의 환경·사회·지배구조 분야의 모범규준은 해당 기관의 홈페이지(www.cgs.or.kr)를 참고하길 바란다.

구분	항목	내용
사회	노동 기준	· 기업의 노동 기준 및 집행 관행을 검토하고 국제적으로 인정된 기준에 따라 노동 정책을 수립 할 수 있는 결의안을 지지
	다양성과 차별 금지	· 기업의 차별 금지 정책 및 관행에 관한 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지 · 기업의 인력 및 이사회 다양성 정책 및 관행에 관한 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지
	세계 인권 행동 강령	· 기업의 인권 기준 검토 및 글로벌 인권 정책 수립, 특히 분쟁 지역에서의 기업 운영과 관련한 결의안을 지지
	글로벌 건강 위험에 대한 기업의 대응	· 일반적으로 기업 운영 및 제품으로 인한 주요 공중 보건 영향뿐만 아니라 기업의 운영 및 장기 성장에 대한 전 세계적 건강 전염병의 영향에 관한 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지
	기업의 정치적 영향력	· 이사회 감독 절차, 직접 정치 지출 및 선거 결과에 영향을 미치기 위한 목적으로 제3자에게 기부금을 포함한 기업의 정치 지출과 관련된 공개 또는 보고서를 요구하는 결의안을 지지 · 기업의 자선 기부금 및 기타 자선 활동과 관련된 공개 또는 보고서를 구하는 결의안을 지지 · TIAA-CREF의 목적이나 가치 또는 회사의 장기적인 건전성에 위배되는 정치적 의제를 홍보하는 주주들의 결의안을 지지하지 않음
	동물 복지	· 기업에 동물 복지에 미치는 영향에 대한 보고서를 요구하는 결의안을 지지
	제품 책임	· 기업의 제품이 제공하는 고객 및 지역 사회에 대한 안전 및 영향과 관련된 공시를 모색하는 결의안을 지지
	약탈적 대출	· 차입자에 대한 대출 활동의 영향 및 약탈적 대출 관행을 방지하기 위한 정책을 기업에 요구하는 결의안을 지지
	담배	· 담배 사용과 관련된 위험에 관한 공개 또는 보고서와 젊은 또는 취약 계층 간의 담배 제품 노출을 줄이기 위한 기업의 노력과 관련된 결의안을 지지 · 금융기관의 투자 정책을 변경하거나 담배회사 주식의 매각을 요구하는 결의안을 지지하지 않음

자료 : TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance 참고

이러한 원칙과 지침은 대외적으로 공개하는 것이 바람직하며, 이는 사학연금기금의 책임투자 의지와 체계성을 자본시장에 신호함은 물론, 아직까지 책임투자가 활성화되지 않은 국내의 현실을 감안할 때, 선도적 역할을 수행하는데 기여할 수 있을 것이다. 보다 현실적으로, 동 지침들은 잠재적 위탁운용사에 대한 일종의 기준 척도로 활용됨으로써 자본시장의 건전한 발전을 위한 책임투자의 확산과 정착에도 기여할 것으로 판단된다.

## 나. 내부 인프라 확대

책임투자를 이행하기 위한 근본적인 선결조건은 이를 지속적으로 관리/감독하기 위한 안정적인 운영조직이 마련되어야 한다는 점이다. 하지만, 현재 사학연금기금은 책임투자를 전담하는 위원회와 내부 조직이 존재하지 않는다. 이러한 측면에서 사학연금기금의 책임투자를 전사적 차원에서 조율하고, 감독하기 위한 위원회의 설립과 전담인력으로 구성된 책임투자 팀을 구성하는 것이 바람직할 것이다.

책임투자는 비단 특정 자산군과 전략에 국한하기 보다는 재무위험과 더불어, 투자 의사결정 과정 전반에 걸쳐 고려/통합되는 방식이 효과적으로 판단된다. 이는 해외 연기금이 ESG 통합 전략을 채택, 주식 등 전 자산군을 아우르는 가장 기초적인 책임투자 전략으로 활용된다는 점이 뒷받침될 수 있다. 더불어, 체계적인 책임투자 이행을 위한 대안으로 관련 정책 또는 지침의 제·개정은 물론, 자산군별 세부적인 전략이 수립이 요구되며, ESG 정보의 수집/분석, 위탁운용사에 대한 관리 등 비교적 방대한 조직 내부 업무의 범위가 확대될 것으로 예상된다. 자연히, 제한적인 조직의 규모 내에서 효율적으로 업무를 배분하고, 관리하는 과정이 성과 극대화를 위해 필요할 것으로 판단된다. 따라서, 전사적 차원에서 책임투자 목표 설정, 이행 수준, 성과 관리를 총괄할 수 있는 독립된 위원회(가칭, 책임투자위원회)의 구성하거나 책임투자 자문위원회를 조직화할 필요가 있을 것으로 판단된다. 앞서 살펴본 바와 같이, 미국 TIAA-CREF의 경우 기업 지배구조 및 사회적 책임 위원회를 수탁자 위원회의 상임 위원회로 설치하여 책임투자에 관련한 이슈를 전담하고 있다. 네덜란드의 의료·복지부문 근로자에 대한 연금의 기금운용 기관인 PGGM의 경우 외부 전문가로 구성된 책임투자 자문위원회를 구성하고 있다. PGGM의 책임투자 목표와 전략은 투자정책위원회, 투자위원회가 검토/결정되고, 동 자문위원회에는 필요시 관련 사안에 대한 자문을 구하는 형태로 운용되고 있다.

자문위원회 설치시 책임투자 분야의 외부 전문가로 구성하되 사학연금의 내부 규정을 준용하여 그 규모를 결정하는 것이 바람직할 것이다. 동 위원회의 역할은 큰 틀에서 책임투자 목표 및 전략 수립에 관련한 사안에 대한 자문을 제공하는 것으로 설정될 수 있을 것이다. 구체적으로 자본시장의 여건을 종합적으로 고려한 책임투자 규모 및 전략의 적정성 판단에 대한 의견을 제시하며, 이는 사학연금의 책임투자 포트폴리오 설정(또는 변경) 시기 이전에 정기적으로 실시되는 것이 바람직하다. 다음으로, 의결권 행사시 개별 사안에 대한 방향성 마련을 위한 자문을 제공하며, 이는 사학연금의 보유 지분이 높고, 사안의 판단 방향이 명확하지 않은 경우 실시되는 것이 적절하다. 마지막으로, 책임투자를 위한 효율적인 대안 마련은 물론, 그 필요성에 대한 보다 객관적인 논거를

마련하기 위해 내부 직원과 책임투자 관련 조사 및 협업을 실시하는 것도 필요할 것이다.

다음으로, 책임투자 전략을 이행하는 전담인력과 이들로 구성된 내부 조직의 구성이 필요하다. 책임투자의 전략이 다양하며, ESG 요소의 식별과 평가의 과정에는 전문적 지식이 요구된다는 측면에서 관리 조직의 구성의 필요성이 크다. 국민연금기금의 경우에도 내부적인 책임투자의 강화를 위해 2013년 책임투자 팀을 신설하였으며, 최근 동 조직의 확대를 검토하고 있다. 미국 TIAA-CREF의 경우 지배구조 팀(corporate governance department)은 기업지배구조 관련 전략을 주로 이행하고, 사회 및 지역사회 투자 팀(social & community investing department)은 사회적 투자와 책임투자 펀드의 관리를 전담하고 있다. 책임투자 팀의 업무는 관련 정책 및 지침의 기본적인 틀 마련과 ESG 요소를 고려한 투자대상 분석 및 연구 등 기본적인 업무 외에 책임투자의 전사적 확대를 위한 포트폴리오 매니저와의 정기 회의 주최, 내부 인력을 대상으로 한 교육 등도 포함되어야 할 것이다.

#### 다. ESG 요소 평가와 분석 체계화

책임투자는 ESG 정보를 근간으로 하며, 이는 정량화된 수 있는 재무적 정보가 아닌 비재무적 정보라는 차원에서 이를 명확히 식별하고 평가하는 과정이 필수적이라 할 수 있다. 그럼에도 불구하고, 사학연금기금은 ESG 요인을 평가하기 위한 자체적인 프로세스는 아직까지 구축되어 있지 않다. ESG 요소가 단기적으로 가시화되기 힘들며, 아직까지 명확한 판단기준이 수립되지 않은 정성적 정보라는 측면에서 평가의 주체에 따라 자의적 해석으로 인한 논쟁이 발생할 여지가 존재한다. ESG 정보의 식별과 별도로, 동 요인이 과연 투자대상의 가치 증진에 기여하는지를 사전에 판단하는 연구도 안정적인 책임투자 이행의 측면에서 필요할 것으로 판단된다. 특히, 국내와 같이 책임투자의 인식과 저변이 확대되지 않은 상황에서는 책임투자의 편익이 명확히 판단되지 않음에 따라 동 투자 전략 자체에 대한 논쟁이 야기될 우려가 존재한다. 이러한 불필요한 논쟁을 사전에 해소하기 위해서는 책임투자 전략이 유의미한 투자수익을 가져오는지에 대한 사전적 연구의 결과들을 축적해야만 선제적으로 대응이 가능할 것이다. 따라서, 자체적인 ESG 평가 프로세스를 구축할 필요가 있다.

〈표 25〉 해외 기관투자자의 ESG 관련 정보 데이터베이스

구분		내용
Hermes	ESG dashboard	<ul style="list-style-type: none"> <li>· ESG 이슈에 대한 투자대상기업 간 비교가 가능한 보고서로서 포트폴리오 관리자가 ESG 분석결과를 포트폴리오 구축시 반영하여 ESG 통합 전략을 구사하기 용이하도록 함</li> <li>- 과거 의결권 행사 현황, 경영관여 실적 및 외부 평가기관의 자료와 통합되어 제공</li> <li>- QESG 점수는 ESG 위험을 얼마나 관리하고 있는지 지수화되어 제공됨</li> </ul>
	Portfolio ESG monitor	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 포트폴리오별, 벤치마크별 ESG 요소의 수준 제공하여, 실질적인 의사결정 측면의 활용이 용이하도록 함</li> </ul>
J.P. Morgan asset management		<ul style="list-style-type: none"> <li>· MSCI ESG data를 기초로 독자적인 CGov(corporate governance) 지수는 에널 리스트의 분석에 통합됨</li> <li>- 6개 범주의 32가지 자료를 분석하여 ESG 가이드라인에 위배된 수준에 대한 가중치를 부여하여 산업별 점수를 산출</li> </ul>

자료 : Hermes (2017), J.P. Morgan asset management (2017) 참고

영국 Hermes는 ESG dashboard를 활용하여 ESG 관련 정보를 수립하고 있는데, 동 데이터베이스는 투자대상기업의 ESG 위험을 정량적으로 파악할 수 있는 지수를 제공하고 있으며, 과거 의결권 행사 또는 경영관여 실적 등 주주권 행사와 외부 평가기관의 자료도 통합적으로 포함하고 있다. 한편, 이들은 Portfolio ESG monitor라는 데이터베이스도 활용하고 있는데, 포트폴리오 차원에서 ESG 수준을 평가/분석이 가능한 정보를 제공한다. J.P. Morgan asset management의 경우 MSCI ESG data를 기초로 독자적인 지수를 형성하여 투자 분석에 통합적으로 활용하고 있다. 동 지수는 6개 범주의 32가지 자료를 분석하여 ESG 가이드라인에 위배된 수준에 대한 가중치를 부여하여 산업별 점수를 산출되고 있다.

앞서 언급한 바와 같이 ESG 정보의 식별과 평가에는 자의적인 해석에 대한 논쟁이 야기될 우려가 존재한다. 따라서, 이러한 문제를 사전에 통제하기 위해서는 내부적인 평가 프로세스를 통해 도출된 정보를 외부 평가기관의 자료와 비교하는 과정도 포함할 필요가 있다. 국내에서는 한국기업지배구조원, 서스틴베스트(sustainvest), 대신경제연구소 등이 관련한 정보를 제공하고 있다. 해외의 경우 Morningstar(펀드 대상), Bloomberg(기업 대상) 등이 ESG 지수를 제공하고 있어 활용의 대안으로 고려될 수 있다.

〈표 26〉 해외의 이용 가능한 ESG 요인 평가 수단

분석대상	ESG 요인 평가 수단
뮤추얼 펀드 및 상장지수 펀드	Morningstar Sustainability Rating, SocialFunds.com, US SIF Sustainable & Responsible Mutual Fund Chart, MSCI ESG Fund Metrixx
기업	Bloomberg ESG Disclosure Score, Sustainalytics Company ESG Reports, Oekom Corporate Rating Reports, ISS Quality Score, Covalence Ethical Quote Ethical Snapshots, RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment, RepRisk Company Reports, MSCI ESG Company Rating Reports, FTSE ESG Ratings, HIP Investor Ratings, Thomson Reuter Corporate Responsibility Ratings, Vigeo Eiris Sustainability Ratings, Solaron emRatings, Inrate Sustainability Rating, CDP Open Data Portal, ISS_IW Financial Score
기타	Mercer ESG Rating, Social(k)

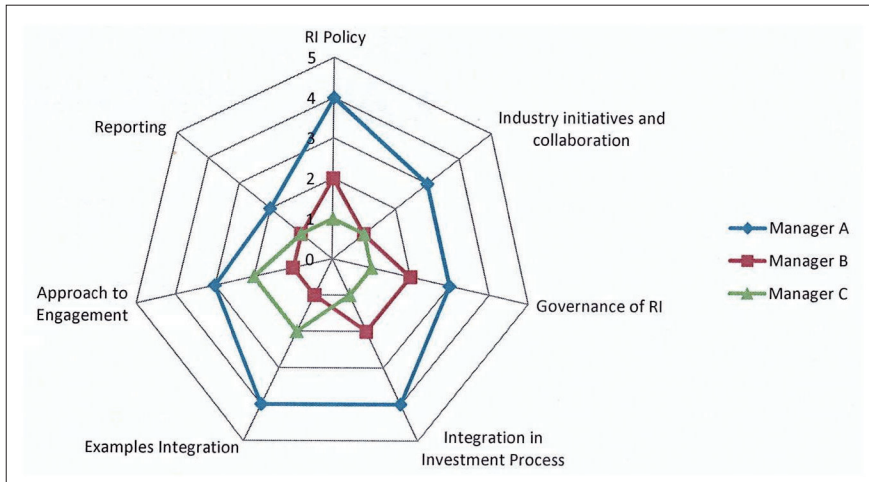
자료 : 박영석 (2018) 참고

### 라. 외부 위탁운용사 평가 체계 개선

현재까지 사학연금기금의 주식투자는 외부 위탁운용(간접)의 비중이 상당히 높다는 측면을 감안할 때(2017년 기준 약 79.7%), 이들의 선정, 평가과정에서 책임투자의 이행 여부를 검토하는 것이 효과적일 것으로 판단된다. 사학연금기금의 책임투자 관련 위탁운용사 선정은 1차 서류심사(50%)와 2차 PT 심사(50%)를 거치고 있다. 1차 서류심사 시에는 (1) 재무안정성, (2) 운용신뢰도, (3) 금융감독기관 제대사항, (4) 제안보수 수준, (5) 운용성과를 고려하고 있다. 이들 서류평가 기준은 대개 투자성과, 수탁고 등 정량적 지표를 바탕으로 이루어지고 있다. 2차 PT 심사시에는 (1) 경제안정성, (2) 운용전략, (3) 위험관리, (4) 펀드매니저의 전문성 등 4가지 기준이 활용되고 있다. 한편, 사학연금기금의 그 간 책임투자는 주로 주식의 사회책임투자형 위탁투자를 통해 이루어졌다. 이러한 투자 체계가 유지된다는 전제 하에서는 동 투자를 위한 지침 상에 책임투자의 이행을 명문화할 필요가 있다.

이를 위한 두 가지 접근이 필요할 것으로 판단된다. 먼저, 위탁운용사에 대해 사학연금기금의 책임투자 이행의 기준을 제시하는 작업이 선행되어야 할 것이다. 이는 앞서 제언한 사학연금기금의 책임투자 원칙, ESG 요인의 식별 및 평가, 의결권 행사에 관련한 지침을 활용하는 것이 바람직할 것이다. 특히, 이러한 지침에 대한 명시적 고려를 위탁운용사 선정 과정에서 선결 조건을 제시하는 것이 현실적으로 가능할 것으로 판단된다. 이는 책임투자에 대한 사학연금기금의 전략적 방향성을 제시하는 한편, 이해도를 제공시키는데 도움이 될 것으로 예상된다.

〈그림 7〉 APG의 위탁운용사 책임투자 이행 평가 체계



자료 : 박경서 외 (2017) 참고

둘째, 위탁운용사에 대한 선정과 평가 과정에서 책임투자의 이행 가능성에 대해 평가 기준으로 고려할 필요가 있다. 네덜란드 APG, 미국 CalPERS는 위탁운용사의 선정 시 자산군별 구체적인 책임투자 이행 전략을 제시하고 있다. 이들은 상장주식에 대해 스크리닝, ESG 통합 전략을 이행할 것으로 요구하고 있다. 뿐만 아니라, 위탁운용사의 선정과 평가 과정에 있어 (1) 책임투자 정책, (2) 산업의 특성과 협력, (3) 책임투자의 지배구조, (4) 투자 과정에서의 통합, (5) ESG 통합 전략의 예시, (6) 경영관여 접근 방식, (7) 공시로 구분된 7가지 요소 책임투자 관련 특성을 고려하고 있다.

#### 마. 스튜어드십 코드 이행 방안

2018년 7월 국민연금기금은 스튜어드십 코드 이행을 공표하고, 세부적인 방안을 발표하였다. 국민연금기금과 더불어 대표적인 공무원연금기금 역시 2019년 동 코드의 도입을 목표로 준비 작업에 착수하였다. 이는 비교적 대규모의 투자규모를 갖는 기관투자자인 공적 연기금이 주주권 행사를 통해 투자대상기업의 가치를 개선하는 것이 수탁자 책임의 필수사항이라는 인식이 자본시장에 확산되고 있기 때문이다.

한국형 스튜어드십 코드의 원칙 1은 수탁자 책임 정책(또는 원칙)을 명시적으로 마련하고, 이를 자본시장에 공표하는 것을 의미한다. 이러한 정책에는 사학연금기금의 주주권 행사의 모든 과정을 아우를 수 있는 포괄적이며, 종합적인 내용이 포함되어야 할 것이다. 구체적으로 이러한 내용은



수탁자의 책임을 적극적으로 이행하기 위한 기본 원칙, 목표, 철학과 더불어 관련된 권한, 의무, 조직 및 과정에 대한 사항을 의미한다.<sup>25</sup> 특히, 사학연금기금은 자산소유자이므로 위탁운용사에게 제시할 수 있는 원칙을 포함함은 물론, 다양한 수단을 통해 효과적인 주주권 행사를 촉진하기 위한 대안도 고려되어야 한다. 일본 GPIF의 경우 위탁운용사를 위한 스튜어드십 원칙을 별도로 구축하여 주식 포트폴리오의 운용사에 대한 준수를 요구하고, 그렇지 못한 경우 합리적인 설명을 제시하도록 규정하고 있다. 또한, 이러한 원칙은 위탁운용사의 주주권 행사를 관리·점검하기 위한 근거와 기준으로 활용이 가능할 것이다.

원칙 2는 이해상충 문제의 방지를 위한 제반여건이 마련되어야 있음을 제시한다. 이러한 이해상충 문제는 정부, 근로자 단체, 위탁운용사 등 다양한 형태로 발생할 수 있는데, 이를 해소하기 위해서는 독립적인 제3자가 주주권 행사를 객관적으로 평가할 수 있어야 한다는 점이다. 최근 스튜어드십 코드를 도입한 국민연금기금의 경우 이를 위해 기존 ‘의결권행사 전문 위원회’를 확대·개편하여 ‘수탁자 책임 전문 위원회’를 설치하였다. 동 위원회에서는 주주권 분과와 책임투자 분과를 설치하여 보다 전문화된 운영이 이루어질 수 있는 체계를 구축하였다. 사학연금기금의 경우 아직까지 주주권 행사에 기초한 스튜어드십 활동을 전문 위원회가 구축되어야 있지 않다. 이는 앞서 제안한 바와 같이, 책임투자 활성화를 위한 책임투자위원회(가칭)의 도입에 있어 스튜어드십 활동까지도 고려한 위원회의 구성과 운영이 이루어질 수 있는 체계를 구축함으로써 실현이 가능할 것으로 판단된다. 한편, 이해상충 문제는 사학연금기금 내부가 아닌, 외부 위탁자산에 대한 운용에 대해서도 발생할 수 있다. 따라서, 위탁운용사에 대한 이해상충 문제를 적극적으로 관리·감독하려는 노력도 필요하다. 대표적으로 일본 GPIF는 스튜어드십 원칙 상 위탁운용사의 이해상충 문제 차단을 위한 내용을 포함하고 있다. 동 내용에는 위탁운용사 자체적인 내부 정책 개발 및 공개, 독립된 위원회의 설치, 자문기관의 추천 활용 등 다방면의 대안을 포함하고 있다. 사학연금기금 역시 이러한 원칙 혹은 지침은 앞선 원칙 1의 대응에서 언급된 수탁자 책임 원칙에 포함하는 것이 바람직할 것이다. 다만, 위탁운용사에 대한 선정과 평가시에 이러한 이해상충 문제를 해소하려는 조치는 충분히 이루어져야 하지만, 주주권 행사는 전적으로 위임하는 것이 정치적 권력 개입 가능성, 연금사회주의 등과 같은 논란을 사전에 차단할 수 있는 장치로 활용이 가능할 것이다.

25. 한국기업지배구조원 (2017)의 ‘한국 스튜어드십 코드 제1차 해설서’에서는 수탁자 책임 정책에는 다음과 같은 내용이 포함되어야 함을 제시하고 있다. (1) 기관투자자의 사업 모델, 투자 철학과 전략, 투자 흐름(investment chain) 내에서의 위치 등 개요, (2) 기관투자자가 이해하는 수탁자 책임의 핵심 내용과 기본 철학, (3) 비재무 위험요소 등의 관리에 관한 사항, (4) 수탁자 책임의 이행을 위한 주주활동의 범위, (5) 주주활동 관련 조직체계와 권한·책임의 배분, (6) 의결권 행사 및 기업지배구조 등에 관한 가이드라인, (7) 이해상충 방지정책

원칙 3은 투자대상회사에 대한 주기적 점검이 요구됨을 의미한다. 이러한 점검을 위해서는 투자대상회사의 다양한 경영의사결정을 객관적이며, 일관성 있게 평가할 수 있는 모형의 구축이 선행되어야 한다. 이는 앞서 제시한 책임투자 활성화 방안에서도 제시한 내용과 일맥상통한다. 이러한 평가에는 재무적 요소와 비재무적 요소로서 ESG 요인이 동시에 고려되어야 할 것이며, 해외 연기금의 사례에서도 알 수 있듯이 잠재적 모형 리스크(model risk)에 의한 논쟁의 발생 가능성을 최소화하기 위해서 다양한 외부 평가기관의 자료도 동시에 활용되어야 할 것이다. 더불어, 평가 요인, 과정과 주기를 명시적으로 공개함으로써 투자대상회사로 하여금 자구적인 노력을 통한 개선의 통로를 마련해야 할 것이다. 한편, 위탁운용사에 대해 주주권 행사를 위임하더라도, 이들이 투자대상회사에 대한 주기적인 점검을 실시하는지를 확인하는 과정도 구축할 필요가 있다. 이러한 과정에는 앞서 제안한 수탁자 책임 원칙이 도입됨을 가정할 때, 위탁운용사에 대해 사학연금기금의 동 원칙을 준수할 것을 명시하는 것과 위탁운용사의 자체적인 스투어드십 코드 이행 원칙을 마련해야 함을 요구하는 것을 포함해야 할 것이다. 사후적으로 위탁운용사의 평가시 투자대상회사에 대한 경영참여, 의결권 행사 현황을 보고·공개하도록 요구하는 과정이 필요할 것으로 판단된다.

〈표 27〉 국민연금기금의 스투어드십 코드 이행 방안 요약

구분	국민연금기금의 이행 방안
원칙 1 : 수탁자 책임 정책 제정·공개	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 국민연금기금의 ‘수탁자 책임 원칙’을 제정하고, 기존 규정·지침을 개정</li> <li>- 이는 원칙2-7을 포괄할 수 있는 정책을 의미</li> <li>- 이에 더하여, 주주권행사 원칙, 범위, 절차 등을 포함한 ‘수탁자 책임 활동에 관한 지침’을 별도 제정</li> </ul>
원칙 2 : 이해상충 방지정책 제정·공개	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 수탁자책임전문위원회 설치·운영(기존, 의결권행사 전문 위원회를 확대·개편)</li> <li>- 2개 분과 분리 운용(주주권분과, 책임투자분과)</li> </ul>
원칙 3 : 투자대상회사에 대한 주기적 점검	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 재무적, 비재무적(ESG) 요인을 주체별로 주기적 점검</li> <li>- (재무) 분기별, 이벤트 발생시</li> <li>- (비재무) ESG 평가모형을 활용하여 연 1-2회 점검·평가, 기업가치에 중대한 영향을 미치는 이슈 발생시 수시 점검·평가</li> </ul>
원칙 4 : 수탁자 책임 활동지침 마련 및 주주활동 수행	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 기업 경영간섭 우려, 기금운용상 제약 등을 감안하여 자본시장법상 경영참여 미해당 주주권부터 도입</li> <li>- 의결권 행사 사전 공시, 주주대표소송 등 요건 마련과 중점관리사안(횡령·배임 등) 선정, 이사회 구성 가이드라인 제공, 위탁운용사 선정 평가시 코드 이행 여부에 가산점을 부여하고 의결권행사를 위임 등</li> <li>- 경영참여 주주권(임원 선임·해임, 정관 변경 등)은 제반여건이 구비된 후 도입 재검토</li> <li>- ‘18~’20년에 걸친 연도별 로드맵 구축</li> </ul>

구분	국민연금기금의 이행 방안
원칙 5 : 의결권 정책, 행사내역 · 사유 공개	· 기 조치 중
원칙 6 : 의결권 행사, 수탁자 책임 활동 주기적 보고	· ‘국민연금 주주활동 연차 보고서’발간 추진
원칙 7 : 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보	· 국민연금 기금운용본부 인력 · 조직 확충, 외구 기관과의 간담회 · 교류 등 전문성 강화 노력 지속 - 책임투자팀 9명 → 책임투자실(2팀) 30여명

자료 : 보건복지부 국민연금공단 보도자료 (2017) 참고

원칙 4는 실질적인 주주권 행사와 관련한 사항으로 수탁자 책임 이행을 위한 구체적인 절차와 방법에 대한 내부지침을 마련해야 함을 제시한다. 이는 앞선 수탁자 책임 정책을 보다 구체화하는 수단으로 이해될 수 있다. 지침에는 투자규모와 지분율을 포함하는 사학연금기금의 주주권 행사 대상이 되는 투자대상기업의 범위를 한정해야 한다. 다음으로, 주주권 행사가 넓은 의미에서 의결권 행사와 경영참여로 구분될 수 있기 때문에 이에 대한 구체적인 지침이 필요할 것이다. 먼저, 의결권 행사 지침은 현재 사학연금기금이 보유하고 있지만, 그 내용을 보다 세분화할 필요가 있다. 관련하여, 경영진 교체나 정관 변경 등과 같은 경영참여 안건과 그렇지 않은 안건에 대한 구분이 필요하며, 전자의 경우 지나친 기업 경영에 대한 개입에 대한 논쟁이 야기될 수 있으므로 보다 구체적이며 세밀한 의결권 행사의 방향성이 모색되어야 할 것이다. 경영참여의 경우 주로 투자대상기업에 대한 비공개 대화의 형식을 통해 이루어지는데, 이 경우에도 사전적으로 어떤 사안이 비공개 대화 요청에 기준이 되는지 이에 대한 사후관리는 어떤 방식으로 이루어져야 하는지에 대한 내용도 포함해야 할 것이다. 한편, 수탁자 책임 활동에 있어 우려되는 사항은 주주권 행사 과정에 있어 획득하게 되는 미공개 정보를 활용한<sup>26</sup> 내부거래의 위험이 존재한다는 점이다. 따라서, 지침 상에는 이러한 미공개 정보의 활용 경로를 차단하기 위한 조항도 포함하는 편이 바람직하다. 수탁자 책임 이행 지침과 이행 현황 등은 모두 대중에게 공개해야만 주주권 행사의 기대효과를 극대화할 수 있을 것으로 기대된다. 한편, 위탁운용사에게는 사학연금기금의 자체적인 수탁자 책임 활동 지침을 준수하여 자체적인 의결권 행사 정책 등 세부 가이드라인을 제정하도록 요구하는 것이 바람직할 것이다. 또한 투자대상기업에 대한 투자대상기업별, 안건별 의결권 행사

26. 자본시장법 상 '미공개중요정보 이용행위 금지' 조항(제174조)과 '시장질서 교란행위의 금지' 조항(제178조의2)의 위반에 해당

내역을 공개하도록 함과 동시에 정례 회의를 통해 수탁자 책임 활동의 적정성을 점검해야 할 것이다. 이는 잠재적으로 위탁운용사가 투자대상기업은 물론 계열기업과의 이해상충 문제에 노출될 가능성을 배제할 수 없기 때문에 필요한 조치이다.

원칙 5는 주주권 행사의 효과를 극대화하기 위해 정책과 현황 등을 공개해야 함을 제시한다. 현재, 사학연금기금은 의결권 행사 현황을 홈페이지 상 공개하고 있으며, 행사 반대안건에 대해서는 이유도 구체적으로 보고하고 있다. 다만, 의결권 행사 지침은 사전에 수립하고 있지만, 이를 공개하지는 않고 있다. 의결권 행사 지침의 공개는 투자대상기업에게 바람직한 경영의사결정에 대한 기준을 제시함과 동시에 여타 기관투자자를 선도하는 역할을 요구받는 공적 연금의 역할을 감안할 때, 필수적이라 할 수 있다. 뿐만 아니라, 위탁운용사의 의결권 행사 정책의 공개를 요구하고, 이를 주기적으로 점검하는 것도 자산소유자인 사학연금기금이 고려해야 할 부분이다. 한편, 의결권 행사 사전공시를 도입할 필요성도 제기된다. 국민연금기금의 경우 의결권 행사 사전공시도 도입할 것을 검토하고 있는데, 이러한 조치는 여타 투자자들에게 의미있는 정보를 제공하여 자본시장의 선진화를 유도하는 역할을 수행하기 위함이다. 특히, 사전공시는 자산소유자의 수탁자 책임 이행이라는 긍정적인 신호를 자본시장에 전달하는 효과도 가질 것이다.

원칙 6은 수탁자 책임 활동의 주기적인 보고를 요구하고 있다. 네덜란드 APG, 미국 CalPERS 등은 주주권 행사를 포함하는 책임투자 현황 보고서를 매년 정례화하여 보고하고 있다. 사학연금기금도 연차보고서와 별도로 연 1회 이상 발간하는 것을 검토할 필요가 있다. 더불어, 공개가 가능한 주요 수탁자 책임 활동에 대해서는 보도자료의 형태를 통해 수시로 공개할 필요가 있다. 마지막으로 원칙 7은 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보로 내부 조직 구축 또는 확대와 연관된다. 앞선 책임투자 활성화 방안에서도 제안한 바와 같이 주주권 행사를 포함한 책임투자의 이행을 위해서는 체계화된 조직의 구축이 필수적이다. 하지만, 아직까지 사학연금기금은 수탁자 책임 활동을 이행하기 위한 별도의 조직은 마련되어 있지 않다. 따라서, 조직 개편을 통해 책임투자팀(가칭) 또는 수탁자책임팀(가칭)을 신설하고 전문인력을 확충할 필요가 있다. 동 조직은 책임투자의 이행을 위한 전사적 차원 정책 수립, 인프라 구축 및 정보 생산/분석 등을 업무를 수행하며, 각 포트폴리오 매니저와의 유기적인 협업체계를 구축해야 할 것이다. 스텔어드십 코드 이행의 측면에서는 기 구축된 정책 또는 지침을 활용한 의안 분석, 위탁운용사의 점검 등의 역할을 수행해야 할 것이다. 자체적으로 자문단을 구축하여 정례 세미나 개최와 해외 관련기구의 참여 등과 같은 협력 노력도 필요할 것이다.

## 제5장 결론 및 시사점

국내 자본시장에서 공적 연기금의 책임투자와 주주권 행사에 대한 관심이 대두되는 현실 하에서 본 연구는 사학연금기금의 책임투자 활성화 및 스튜어드십 코드 이행을 위한 대응방안을 제시하였다. 해외 연기금의 사례, 사학연금기금의 현황 및 여건 등을 종합적으로 고려할 때, 대응방안은 크게 5가지로 요약된다. 먼저, 주주권 행사를 포함한 책임투자의 효과적인 이행을 위한 기본 근거 및 사학연금기금의 철학과 의지를 반영한 정책 및 지침의 제·개정이 필요하다. 이는 책임투자 전략의 체계성과 구체성을 개선하고, 스튜어드십 코드 원칙 1과 원칙 4를 이행하는 과정으로 이해될 수 있다. 관련하여, 책임투자를 위한 (1) 환경적 요인에 대한 가이드라인, (2) 사회적 요인에 대한 가이드라인, (3) 지배구조 요인에 대한 가이드라인, (4) 투자배제 정책, (5) 경영관여 정책, (6) 의결권 행사 정책의 마련이 요구되며, 스튜어드십 코드의 이행을 위해서는 (1) 수탁자 활동 원칙, (2) 이와 관련한 지침을 마련하는 것이 바람직하다.

둘째, 책임투자와 스튜어드십 활동을 위한 전문적이며 독립적인 조직의 확충이 요구된다. 책임투자가 비재무정보를 활용하기 때문에 재무정보를 물론, 이들 정보를 생산하고 분석할 수 있는 내부 역량을 확보가 필요할 것이다. 한편, 전사적 차원의 책임투자에 대한 의사결정을 유도하고, 잠재적인 이해상충 문제를 차단할 수 있는 독립된 별도의 위원회 구성은 필수적이라 할 수 있다. 이러한 조치는 스튜어드십 코드 원칙 2와 원칙 7의 이행과 연결될 수 있다.

셋째, 자체적인 ESG 평가 모형 구축과 다양한 외부 평가기관의 자료 확보·활용이 필요하다. 이는 책임투자의 객관성과 일관성을 확보하고, 스튜어드십 코드 원칙 3이 강조하는 투자대상기업 또는 수단에 대한 주기적인 점검에 있어 선결조건이라 할 수 있다. 이는 앞선 제언한 ESG 요인의 가이드라인을 바탕으로 별도의 평가모형을 구축하여 ESG 통합 전략에 활용하고, 과거 의결권 행사, 경영참여 등 주주권 행사 내역 역시 데이터베이스화하여 전사적으로 공유하는 것이 바람직할 것이다.

〈표 28〉 사학연금기금의 책임투자 활성화 및 스튜어드십 코드 이행을 위한 대응방안

구분	내용
대응방안 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 관련 정책 및 지침의 제·개정</li> <li>- 세부적인 책임투자 전략(주주권 행사 포함) 이행의 기본 근거 및 방향성 제시</li> <li>- 스튜어드십 코드 원칙 1와 원칙 4의 이행</li> </ul>
대응방안 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 내부 조직 확대 및 개편</li> <li>- 책임투자와 주주권 행사의 전문성과 독립성 개선</li> <li>- 스튜어드십 코드 원칙 2과 원칙 7의 이행</li> </ul>
대응방안 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자체적인 ESG 평가 모형 구축과 다양한 외부 평가기관의 자료 확보·활용</li> <li>- 책임투자 이행의 객관성과 일관성을 제고</li> <li>- 스튜어드십 코드 원칙 3의 이행</li> </ul>
대응방안 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 외부 위탁운용사 평가 체계 개선</li> <li>- 책임투자 적극적인 이행을 효과적으로 평가·점검하고, 주주권 행사에 관련된 이해상충 문제를 사전에 차단</li> </ul>
대응방안 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 책임투자 및 주주권 행사 관련 공시 강화</li> <li>- 의미있는 정보를 자본시장에 전달함으로써 선진화에 기여하고, 적극적인 수탁자 책임 활동의 이행을 신호함</li> <li>- 스튜어드십 코드 원칙 5와 원칙 6의 이행</li> </ul>

넷째, 외부 위탁운용사 평가 체계를 개선할 필요가 있다. 기존의 평가 체계를 보다 확장하며, 위탁운용사의 책임투자 의지, 정책 및 지침 확보, 내부 인력 등 제반 인프라의 구축 여부를 포함할 필요가 있다. 더불어, 주기적인 점검·평가 과정에는 주주권 행사 실적과 현황을 포함하는 것이 바람직하다. 다만, 이러한 과정에 있어 위탁운용사에 대한 평가와 점검은 엄밀하게 이루어져야 하지만, 의결권 행사는 위임해야 공적연금의 기업경영 개입이라는 비판을 해소할 수 있을 것이다.

마지막으로, 책임투자 및 주주권 행사 관련 공시 강화해야 할 것이다. 이를 위해 책임투자 연간 보고서의 발간을 검토하고, 의결권 행사 현황 등을 홈페이지에 공개하는 것이 바람직하다. 뿐만 아니라, 책임투자 이행에 관련한 정책 및 지침, 의결권 행사 정책, 경영참여 지침 등도 공개함으로써 여타 투자자에 대한 가이드라인을 제공할 필요가 있다. 이러한 조치는 의미있는 정보를 자본시장에 전달함으로써 선진화에 기여하고, 적극적인 수탁자 책임 활동의 이행을 신호하는 효과를 가질 것으로 예상된다. 무엇보다, 이는 스튜어드십 코드 원칙 5와 원칙 6의 이행과 연관될 수 있다.

본 연구는 사학연금기금의 중·장기적으로 연금 수급자를 위한 안정적인 자금운용 체계와 전략의 대안을 제시하는 측면의 정책적, 실무적 시사점을 제공할 것으로 기대된다. 책임투자에 대한 사회적 요구와 별도로, 증시 불안과 저금리 현상으로 인해 전통적 방식의 투자로는 안정적인

수익률을 확보하기 어려워졌으며, 운용자산의 규모가 점차 확대되고 있는 상황에서 단순히 투자수단을 매입·매도하는 전략으로만은 효과적인 위험관리를 수행하기 힘들다. 이러한 측면에서 책임투자는 새로운 투자 포트폴리오 형성을 위한 대안으로 간주될 수 있으며, 주주권 행사 역시 환경, 사회, 지배구조 등 비재무정보에 기초한 위험을 관리하기 위한 전략으로 인식될 수 있다. 한 발 더 나아가, 아직까지 책임투자가 활성화되지 않은 국내 자본시장의 여건을 감안할 때, 본 연구의 결과는 여타 기관투자자들의 책임투자 이행과 주주권 행사를 위해 사전에 요구되는 제반여건 등을 제시하는 차원의 시사점도 가질 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- 국민연금공단 홈페이지 (www.nps.or.kr)
- 박경서 · 강윤식 · 김용재 · 김중혁 · 김형석 · 나현승 · 변희섭 · 송민경 · 정지웅 (2017), 「국민연금 책임투자과 스튜어드십 코드에 관한 연구」, 국민연금공단 국민연금연구원 용역보고서
- 박영석 (2018), 「ESG를 활용한 자산운용 전략」, 한국기업지배구조원 연구논단
- 보건복지부 국민연금공단 (2018), 「국민연금기금 스튜어드십 코드 도입방안(안) 발표자료」, 국민연금기금 스튜어드십 코드 도입관련 공청회 자료
- 송홍선 (2018), 「스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사」, 자본시장연구원 조사보고서 18-03
- 스튜어드십 코드 제정위원회 (2016), 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」
- 한국거래소 홈페이지 (www.krx.co.kr)
- 한국기업지배구조원 (2017), 「한국 스튜어드십 코드 제1차 해설서」
- 한국사회책임투자포럼 (2016), 「한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망」
- 황현아 (2018), 「스튜어드십 코드 도입과 보험회사의 고려사항」, KIRI 리포트 (보험연구원)
- ABP (2013), Responsible Investment Report 2012
- ABP (2018), Investment Policy Statement
- ABP (2018), Sustainable and responsible investment 2017
- ABP 홈페이지(www.abp.nl)
- APG 홈페이지(www.apg.nl)
- Dimson, E., O. Karakas, and X. Li (2015) Active Ownership, Review of Financial Studies 28, pp.3225-3268
- Edmans, A. (2011), Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices, Journal of Financial Economics 101, pp.621-640
- Global Sustainable Investment Alliance (2016), 2016 Global Sustainable Investment Review



## 참고문헌

- GPIF (2017a), Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities
- GPIF (2017b), Stewardship Principles
- GPIF 홈페이지 (www.gpif.go.jp)
- Hermes (2017), ESG Investing
- J. P. Morgan asset management (2017), Sustainable Investing
- Renneboog, L., J. Horst, and C. Zhang (2008), Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investment Behavior, Journal of Banking and Finance 32, pp.1723-1742
- Statman, M. and D. Glushkov (2009) The Wage of Social Responsibility, Financial Analysts Journal 65, pp.33-46
- TIAA-CREF (2018), TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance, 6<sup>th</sup> Edition
- TIAA-CREF 홈페이지(www.tiaa.org)
- UN PRI (2016), Principles for responsible investment: An investor initiative in partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact
- UN PRI 홈페이지 (www.unpri.org)