

# KCGS Report

제15권 12호 | 통권 제192호  
2025. 12.



한국ESG기준원

---

## KCGS Report 제15권 12호

발행일 : 2025년 12월 31일

발행인 : 이 정의

발행처 : 한국ESG기준원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL: 02-3775-3339 [www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr)

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

---

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국ESG기준원에 귀속되며, 보고서의 전체 또는 일부를 복제, 송신, 출판, 재배포하거나 기타 방법에 의하여 영리 목적으로 이용할 수 없으며, 상기 저작물을 무단 도용하거나 취득한 정보를 임의 가공할 수 없음을 밝힙니다. 해당 보고서 인용시 반드시 출처를 표시 바랍니다.

# KCGS Report

제15권 12호 | 2025. 12.

## ● ESG 동향

- 텍스트 분석을 통한 산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석 2
- 반복되는 국민연금의 반대, 바뀌지 않는 기업들:  
12년 의결권 데이터의 경고 13
- 2025 중대성 평가 사회 부분을 토대로 분석한 기업  
ESG 경영 현황 33

## ● Global News

1. 유럽연합, 기업 지속가능성보고 및 공급망 실사 지침  
간소화 방안 합의 45
2. 글로벌 의결권 자문 시장의 환경 변화와 GL·ISS의 대응 47

# 텍스트 분석을 통한 산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석

홍유정\*

- ▶ 유가증권 상장기업 중 기업지배구조보고서 제출 기업 508사를 대상으로 산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석을 수행함
- ▶ 전사 리스크관리 정책 주제 분석 결과에 따르면 투자 및 거래, 감사 및 내부회계 등 재무 리스크 대비 비재무 리스크 키워드에 대한 출현 빈도와 중요도가 다소 낮은 것으로 나타나 비재무 리스크에 대한 전사 리스크관리 체계 확장이 필요해 보임
- ▶ 산업별로 유의미한 전사 리스크관리 성숙도 차이가 있음을 확인할 수 있었으며, 건설 등 일부 산업은 그 중대성에 비해 산업안전·환경 공시에서 상대적으로 미흡한 것으로 나타나 산업별 중대성-전사 리스크관리 정책 연계가 필요한 것으로 보임
- ▶ 부동산 및 증권 등 일부 산업에서 전사 리스크관리 정책으로 내부통제정책, 위원회 등 내부 체계만을 나열하였으나, 투자자들이 기업의 전사 리스크관리 수준과 대응 적정성을 보다 명확하게 파악하기 위해선 리스크 식별 방법, 중대성 평가 체계, 대응 절차, 내부통제 연계 절차 등을 명시적으로 요구하는 세부 공시 기준 마련이 필요함

## 분석 배경

- 최근 글로벌 및 국내 자본시장에서 기업가치 제고를 위해 전사 리스크를 체계적으로 식별·평가·관리하는 것이 주요한 지배구조의 요소로 인식되고 있으며, 그 중요성이 한층 강조되고 있음
  - 기업의 재무성과뿐 아니라 지속가능성, 이해관계자 신뢰, 시장 변동성 대응 능력이 기업가치의 결정 요인으로 부상함에 따라, 리스크 관리는 단순한 운영 통제를 넘어 기업 전략의 핵심 구성요소로 자리매김하고 있음
- 이러한 추세에 따라 전사 리스크관리 체계에 대한 공시 요구가 확대되고 있으며, 이는 기업이 투자자와 이해관계자에게 충분한 리스크관리 수준을 입증할 필요가 있다는 것을 의미함
  - 2024년 5월 금융위원회와 한국거래소(KRX), 자본시장연구원이 공동으로 ‘기업가치 제고

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
한국ESG기준원 ESG정보분석센터 연구원, ddatg0808@cgs.or.kr

계획(밸류업 계획) 가이드라인(안)을 공개하였는데 해당 공시의 가이드라인은 상장기업이 중장기 전략, 리스크 요인, 재무/비재무 목표 등을 포함한 계획을 자율적으로 수립하고 공시하도록 유도하며, 특히 '현황 진단' 공시 항목에서 재무 및 비재무 지표를 포함한 리스크 요인(risk)을 다각도로 분석하도록 권고하고 있음

- 2026년부터 유가증권시장 전체 상장기업이 의무적으로 공시해야 하는 기업지배구조보고서는 세부원칙 3-③을 통해 내부통제정책을 마련하여 위험을 적절히 관리하고 있는지를 공시하도록 하며, 세부원칙 항목 중 가-(1)는 회사의 지속가능한 발전을 위해 전사적인 위험을 체계적으로 인식하고 관리하는 정책이 있는지 그 여부와 운영 현황을 서술하도록 함
- 기업지배구조보고서 가이드라인에 따라 기업은 세부원칙3-③의 가-(1) 항목에서 재무/비재무 리스크를 포함한 회사의 지속가능성을 위협하는 모든 위험을 포함하여 관리하고 있는지 여부 등을 공시함

#### 〈표 1〉 기업지배구조보고서 가이드라인

(세부원칙 3-③) 이사회는 회사의 위험을 적절히 관리할 수 있도록 내부통제정책을 마련하여 운영하고, 이를 지속적으로 개선·보완하여야 한다.

가. 회사의 내부통제 정책에 관하여 아래의 사항을 포함하여 설명하고 이를 지속적으로 개선·보완하고 있는지 설명한다.

(1) 회사의 지속가능한 발전을 위해 전사적인 위험\*을 체계적으로 인식하고 관리하는 정책이 있는지 여부 및 그 운영 현황

*\*여기서 위험이란 재무/비재무 리스크를 포함한 회사의 지속가능성을 위협하는 모든 위험을 포함하는 개념임 (데이터 보안, 조세, 지정학적 위험, 공급망, 기후위기 등)*

\*출처: 한국거래소(2025.2) 기업지배구조보고서 가이드라인

- 이처럼 전사 리스크관리 정책에 대한 공시 요구가 강화되는 환경에서 국내 상장기업의 리스크관리 정책 현황을 분석하여 정책적·실무적 시사점을 제시하고자 함
- 국내 기업의 리스크관리 수준, 재무/비재무 리스크의 상대적 비중, 산업별 리스크관리 유형 등을 종합적으로 진단함으로써, 밸류업 정책의 실효성 제고, 기업지배구조보고서 제도 정착, 공시 제도 개선 방향 제시 등 자본시장의 발전을 위한 근거 자료를 제시할 수 있을 것으로 기대됨

## 분석 대상 및 분석 방법

- **(분석 대상)** 2025년 기업지배구조보고서 제출 법인 549사 중 「금융회사 지배구조 감독규정」 등에 따른 '지배구조연차보고서'를 공시하여 기업지배구조보고서 공시를 대체하는 금융회사 40사와 상장폐지 1사를 제외한 508사(의무공시 기업 500사, 자율공시 기업 8사)를 분석 대상으로 선정함
- 분석 대상의 자산규모 구성을 살펴보면, 자산총액 2조 원 이상 기업이 전체 분석 대상의 44.1%를 차지하며 1조 원 이상 2조 원 미만 기업과 5천억 원 이상 1조 원 미만 기업은 각각 25%, 29.3%를 차지함
- 분석 대상의 중 5천억 원 미만 기업은 총 8개사로 해당 기업군은 기업지배구조보고서 공시 의무가 없는 자율공시 기업이며, 자산총액 5천억 원 미만 유가 상장기업 중 매우 일부에 해당하여 자산규모에 따른 대표성은 다소 낮다는 점을 유의할 필요가 있음

〈표 2〉 분석 대상 자산규모 구성

단위: 사

구분	2조 원 이상(A) (A/E)	1조 원 이상(B) (B/E)	5천억 원 이상(C) (C/E)	5천억 원 미만(D) (D/E)	합계(E)
의무공시	224(48.8%)	127(25.4%)	149(29.8%)	-	500
자율공시	-	-	-	8(100%)	8
분석 대상	<b>224(44.1%)</b>	<b>127(25%)</b>	<b>149(29.3%)</b>	<b>8(1.6%)</b>	<b>508</b>

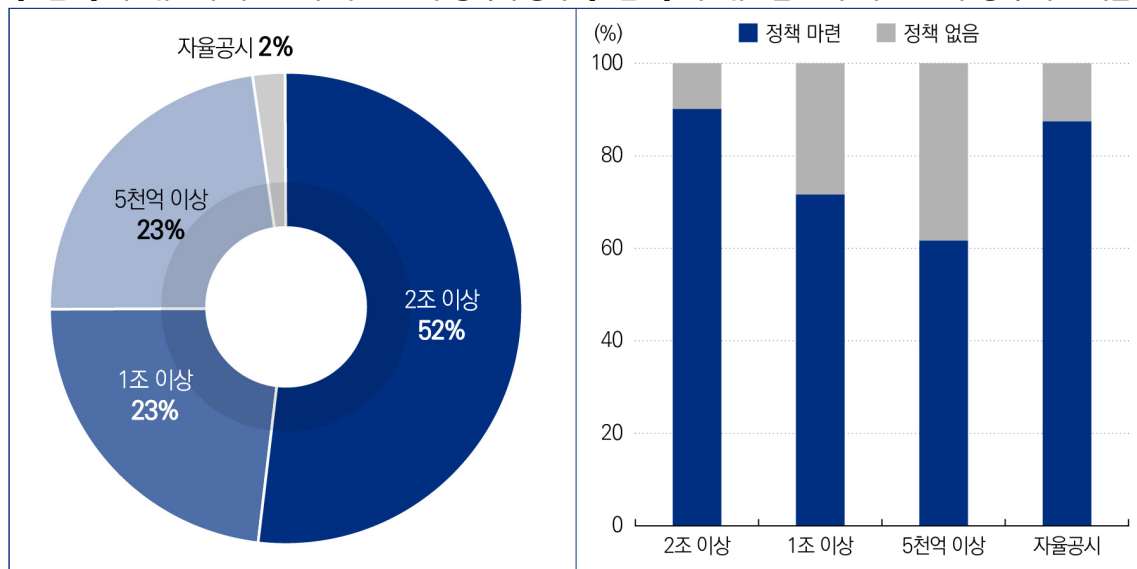
\*출처: KCGS

- **(분석 방법)** 기업지배구조보고서 분석 대상 기업 508사의 세부원칙 3-③의 가-(1) 항목\*의 공시 내용을 통해 ① 전사 리스크관리 정책 주요 주제 분석, ②산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석을 제시함
- \* 세부원칙 3-③의 가-(1) 항목: '회사의 지속가능한 발전을 위해 전사적인 위험을 체계적으로 인식하고 관리하는 정책이 있는지 여부 및 그 운영 현황'
- ① **전사 리스크관리 정책 주요 주제 분석** 세부원칙3-③의 가-(1)의 공시 내용의 텍스트를 추출하여 키워드 빈도 분석(Keyword Frequency Analysis)과 토픽 모델링(Topic modeling)을 통해 전사 리스크관리 정책의 주요 키워드와 주제를 도출함
- ② **산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석** 분석 ①에서 도출된 전사 리스크 주요 주제를 토대로 토픽별 키워드를 중심으로 세부원칙 3-③의 가-(1)의 공시 텍스트를 분석하였으며, 산업별 전사 리스크관리 정책 유형을 분류하여 주제 관심도를 산출함

### 전사 리스크관리 정책 현황 분석

- 분석 대상 중 508사 중 전사 리스크관리 정책을 마련하였다고 공시한 기업은 총 392개사로 분석 대상의 77.2%를 차지함
- 전사 리스크관리 정책을 마련한 기업 392사 중 자산총액 2조 원 이상 기업의 비중이 52%로 과반을 상회하는 것으로 나타났으며, 뒤이어 1조 원 이상 2조 원 미만 기업과 5천억 원 이상 1조 원 미만 기업이 각각 23%를 차지함([그림1])
- 자산규모별 정책 마련 비율을 살펴보면 자산규모가 클수록 전사 리스크관리 정책을 마련한 기업의 비율이 높은 것을 알 수 있었음([그림2])
  - 2조 원 이상 기업은 약 90.2%가량이 전사 리스크관리 정책을 마련한 것으로 나타났으며, 1조 원 이상 2조 원 미만 기업과 5천억 원 이상 1조 원 미만 기업은 각각 71.6%, 61.7%의 비율로 전사 리스크관리 정책을 보유한 것으로 집계됨
  - 단, 자율공시 기업의 경우 자산총액 5천억 원 미만으로 그 규모가 가장 작으나 전사 리스크관리 정책 마련 비율은 자산총액 2조 원 이상 기업 다음으로 높게 나타났는데, 이는 지배구조보고서를 자율적으로 공시한 만큼 지배구조 개선에 대한 기업의 의지와 선진도가 자산규모 상위 의무공시 대상 기업보다 높은 것에서 기인하였다고 볼 수 있음

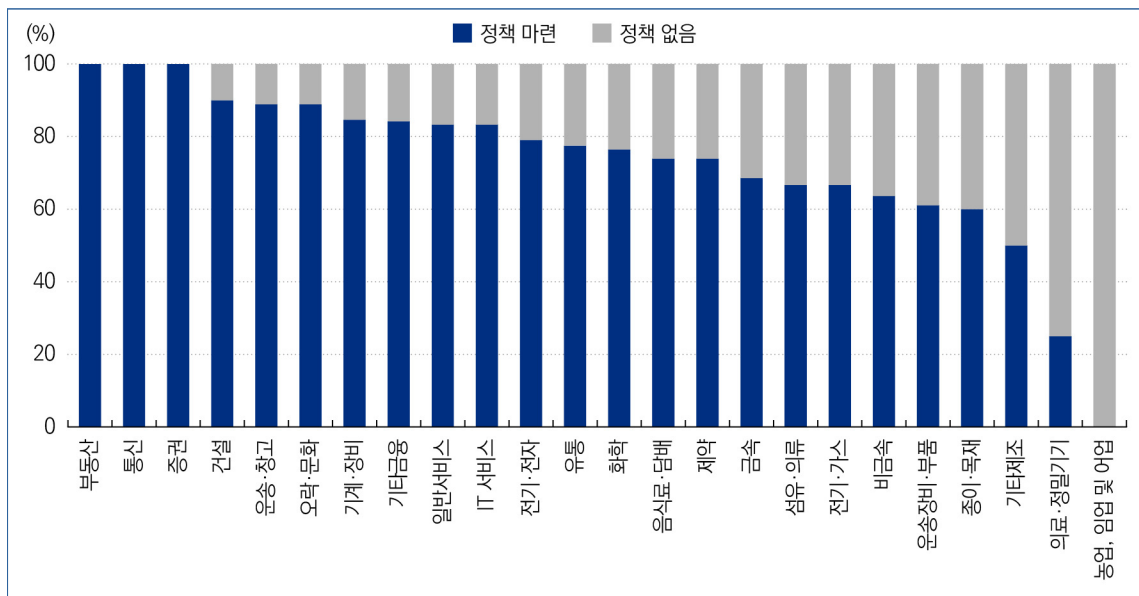
[그림 1] 자산규모에 따른 전사 리스크관리 정책 구성비 [그림 2] 자산규모별 전사 리스크관리 정책 마련 비율



\*출처: KCGS

- 산업분류<sup>2)</sup>별 전사 리스크관리 현황을 살펴보면, 부동산 산업과 통신, 증권 산업의 경우 모든 기업이 전사 리스크관리 정책을 마련한 것으로 나타났으며, 뒤이어 건설(90%), 운송·창고(88.9%), 오락·문화(88.9%), 기계·장비(84.6%), 기타금융(84.4%) 등의 산업이 높은 비율로 전사 리스크관리 정책을 마련하고 있는 것으로 집계됨(그림3)
- 반면, 기타제조(50%), 의료·정밀기기(25%), 농업,임업 및 어업(0%)의 경우 전사 리스크관리 정책 마련 비율이 과반을 넘지 않는 다소 저조한 수치로 나타남

[그림 3] 산업분류별 전사 리스크관리 정책 마련 비율



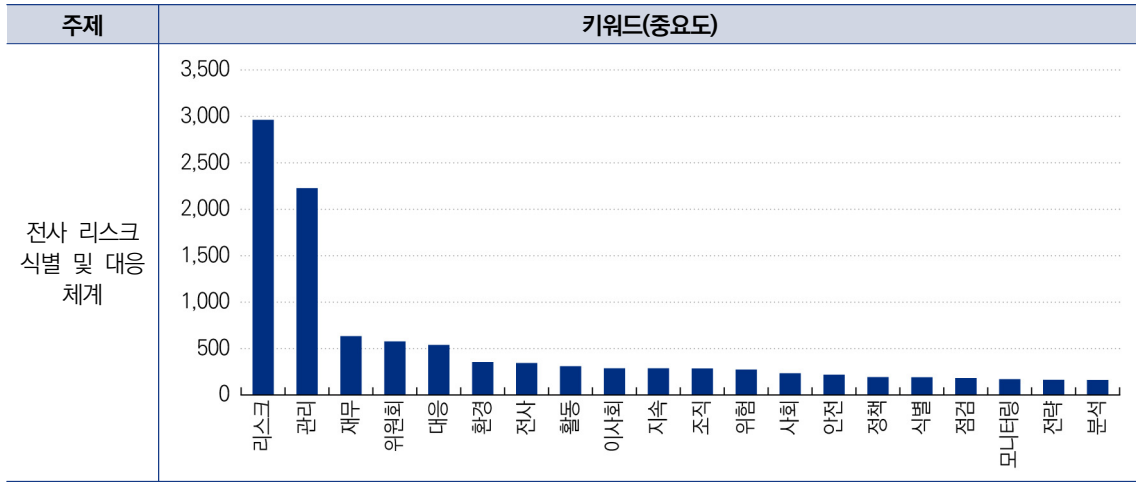
\*출처: KCGS

### 전사 리스크관리 정책 주요 주제 분석

- 리스크관리 정책을 마련한 392사를 대상으로 키워드 빈도 분석(Keyword Frequency Analysis) 및 토픽모델링(Topic modeling) 분석을 수행하여 도출한 주요 주제는 중요도 순서에 따라 ①전사 리스크 식별 및 대응 체계 ② 투자 및 거래 심의·승인 ③ 정보보안 및 임직원 준법경영 ④ 감사 및 내부회계 제도 ⑤ 산업안전·환경 및 근로자 인권으로 나타났음
- (① 전사 리스크 식별 및 대응 체계) 키워드 중요도가 가장 높은 주제로, 재무/비재무 리스크(환경, 사회, 안전)등 포괄적인 전사 리스크에 대한 키워드와 더불어 대응, 활동, 정책, 식별, 점검, 모니터링, 전략, 분석 등 리스크 관리를 위한 식별 및 대응 체계와 관련된 키워드들이 주요하게 도출되었음

2) 산업분류는 한국거래소 코스피 산업 지수 업종 분류체계에 따름

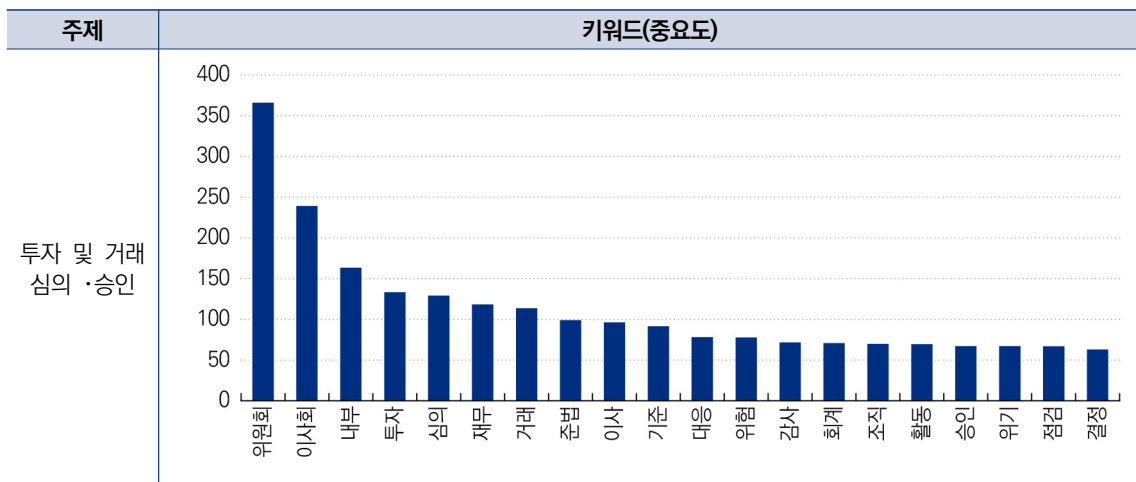
〈표 3〉 토픽 ① 전사 리스크 식별 및 대응 체계



\*출처: KCGS

- (② 투자 및 거래 심의·승인) 두 번째로 키워드 중요도가 높은 주제로 내부, 투자, 거래, 심의, 감사, 기준, 승인 등 투자 및 거래와 같이 기업의 자금 사용 리스크 관련 키워드들이 주요하게 도출되었으며, 위원회가 주요 키워드로 함께 등장하여 위원회가 이러한 투자 및 거래 리스크 관리의 주요 주체로서 역할 한다고 해석할 수 있음

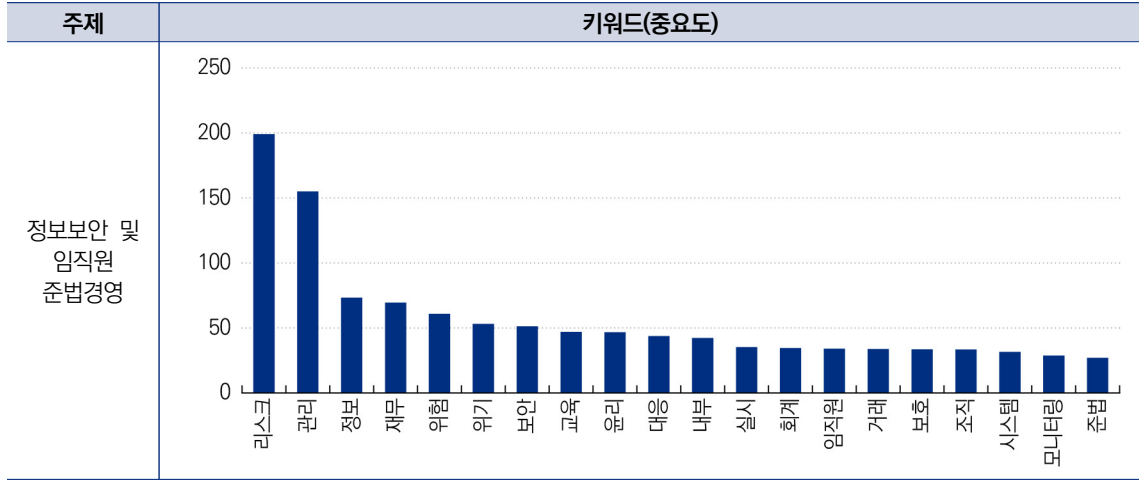
〈표 4〉 토픽 ② 투자 및 거래 심의·승인



\*출처: KCGS

- (③ 정보보안 및 임직원 준법경영) 정보, 보안, 교육 등 정보보안에 대한 키워드와 윤리, 임직원, 거래, 보호, 모니터링, 준법 등 준법경영에 대한 키워드가 주요하게 도출되었음

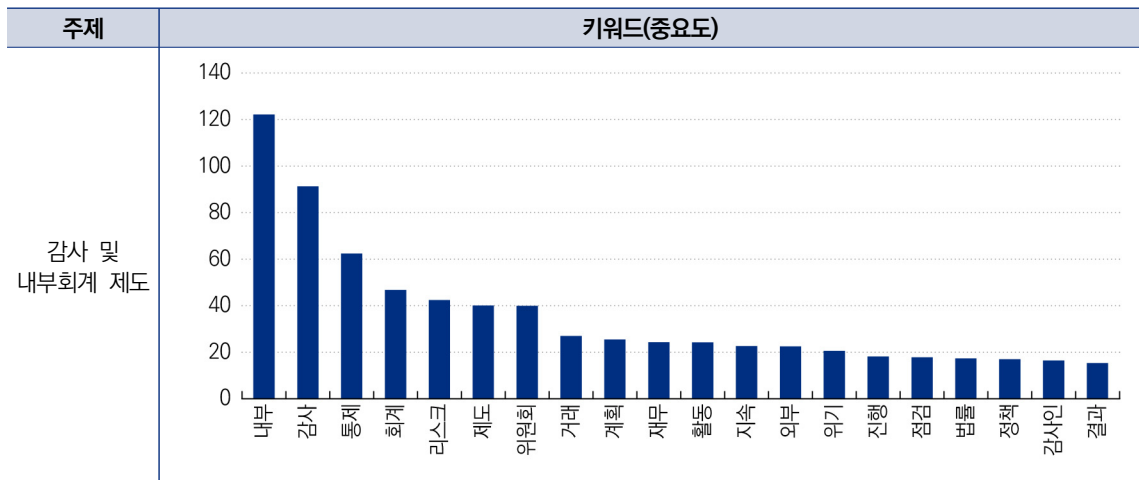
〈표 5〉 토픽 ③ 정보보안 및 임직원 준법경영



\*출처: KCGS

- (④ 감사 및 내부회계 제도) 내부, 감사, 통제, 회계, 거래, 감사인 등 감사 및 내부회계와 관련된 키워드와 제도, 정책 등 명문화 규정과 관련된 키워드가 함께 도출되었음

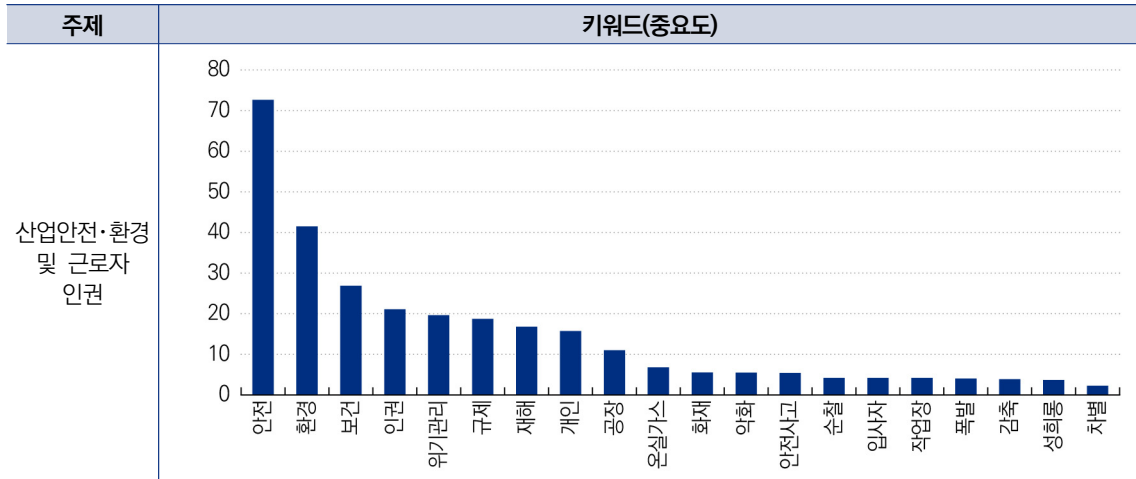
〈표 6〉 토픽 ④ 감사 및 내부회계 제도



\*출처: KCGS

- (⑤ 산업안전·환경 및 근로자 인권) 키워드 중요도가 가장 낮은 주제이며, 안전, 보건, 재해, 온실가스, 화재, 안전사고, 폭발 등 산업안전·환경 리스크 관련 키워드와 더불어 인권, 성희롱, 차별 등 근로자 인권에 대한 키워드들이 주요하게 도출되었음

〈표 7〉 토픽 ⑤ 산업안전·환경 및 근로자 인권



\*출처: KCGS

### 산업별 전사 리스크관리 주제 관심도 분석

- 전사 리스크관리 정책 주제 분석 결과로 도출된 토픽별 키워드를 통해 산업분류별로 전사 리스크관리 정책 유형을 분류하여 산업별 전사 리스크관리 정책 주제 관심도를 산출한 결과는 다음과 같음(〈표 8〉)
- 주제 관심도 산출 수식은 아래와 같으며, 해당 산업에 속한 기업 중 유형별 주제를 공시한 기업의 비율을 뜻함

〈수식 1〉 주제별 공시 여부 행렬

$$d_{c,t} = \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases}$$

〈수식 2〉 주제 관심도 수식

$$Interest_{i,t} = \frac{1}{N_i} \sum_{c \in i} d_{c,t}$$

$c$  : 산업  $i$  소속 기업

$t$  : 전사 리스크관리 정책 주제 (총  $T = 5$ )

1 : 기업  $c$ 가 주제  $t$ 를 공시한 경우

0 : 그렇지 않은 경우

$N_i$  : 산업  $i$ 에 속한 기업 수

- (전사 리스크 식별 및 대응 체계) 대다수의 산업에서 전사 리스크 식별 및 대응 체계에 대한 관심도는 높았으나, 부동산, 증권 산업에서는 타 산업 대비 비교적 낮은 관심도를 보임
- 부동산 및 증권 산업의 경우 대다수의 회사가 리츠회사로 전사 리스크관리 정책을 단순히

리스크관리위원회, 준법감시 조직 등을 나열하여 기술하였으며, 리스크 식별과 대응 체계에 대한 공시는 미흡함

- **(투자 및 거래 심의·승인)** 부동산, 통신, 비금속 제조업, 건설, IT서비스, 기타제조 산업에서 주제 관심도가 0.5 이상으로 나타나 해당 산업에서 투자 및 거래 심의·승인에 대한 전사 리스크관리를 비교적 중요 주요 관리항목으로 인식하고 있음을 알 수 있음
  - 이는 자본투입 규모가 크거나 사업 구조가 복잡한 산업 특성상, 투자·거래 단계에서의 리스크 검토 절차를 강화할 필요성이 반영된 결과로 해석될 수 있음
- **(정보보안 및 임직원 준법경영)** 의료·정밀기기, 통신, IT서비스, 비금속 제조업, 섬유·의류 산업에서 0.7 이상의 주제 관심도가 산출되어 해당 산업에서 정보보안 및 임직원 준법경영 리스크관리를 위험 관리 항목으로 분류하고, 관련 내부통제 체계를 적극적으로 강화하고 있음을 시사함
  - 특히 정보 유출, 시스템 장애, 내부자 통제 등 데이터 관리 리스크가 사업 운영에 직접적 영향을 미치는 산업 특성이 이러한 높은 관심도로 연결된 것으로 보임
- **(감사 및 내부회계 제도)** 23개 산업군 중 18개 산업에서 관심도가 0.5를 상회하여, 감사 및 내부회계 제도가 개별 리스크가 아니라 전사적 위험관리 체계의 품질을 뒷받침하는 핵심 내부통제 장치로 자리 잡고 있음을 보여줌
  - 이는 산업 전반에서 재무 및 운영 정보의 정확성, 내부통제의 신뢰성, 지배구조 투명성 확보를 위한 제도적 장치 강화가 공통적으로 요구되고 있음을 시사함
- **(산업안전·환경 및 근로자 인권)** 비금속 제조업, 금속 제조업, 기계·장비 산업에서 관심도가 0.5 이상으로 나타나 해당 산업에서 산업안전·환경을 주요 리스크로 식별하고 체계적으로 관리하고 있음을 알 수 있음
  - 이는 해당 산업의 특성상 안전사고, 유해물질 배출, 환경규제 준수 등과 같은 운영 리스크의 영향력이 크기 때문이며, 이에 따라 산업 전반에서 예방 중심의 안전관리 및 환경 리스크 완화 활동이 중요하게 다뤄지고 있음을 의미함
  - 반면, 건설 산업의 경우 주제 관심도는 0.44로 산업안전·환경에 대한 리스크관리 필요성에 비해 전사 리스크관리 정책이 충분히 제도화되지 않은 것으로 해석되며, 건설업의 고위험 작업 환경을 고려할 때, 향후 안전관리 체계 고도화 및 환경 리스크 대응력 강화가 필요함을 시사함

〈표 8〉 산업별 전사 리스크관리 정책 주제 관심도\*\*

산업분류	전사 리스크 식별 및 대응 체계	투자 및 거래 심의·승인	정보보안 및 임직원 준법경영	감사 및 내부회계 제도	산업안전·환경 및 근로자 인권
IT 서비스	1.00	0.53	0.73	0.73	0.47
건설	0.94	0.56	0.33	0.50	0.44
금속 제조업	1.00	0.29	0.42	0.50	0.67
기계·장비	0.91	0.45	0.45	0.55	0.55
기타금융	0.98	0.29	0.46	0.54	0.21
기타제조	1.00	0.50	0.50	1.00	0.00
부동산	0.53	0.94	0.41	0.88	0.00
비금속 제조업	1.00	0.57	0.71	0.71	0.86
섬유·의류	1.00	0.43	0.71	0.71	0.43
오락·문화	1.00	0.13	0.50	0.88	0.25
운송·창고	1.00	0.44	0.44	0.38	0.38
운송장비·부품	1.00	0.23	0.41	0.36	0.36
유통	1.00	0.48	0.58	0.65	0.26
음식료·담배	0.94	0.29	0.41	0.53	0.35
의료·정밀기기	1.00	0.00	1.00	1.00	0.00
일반서비스	1.00	0.32	0.44	0.56	0.40
전기·가스	1.00	0.33	0.33	0.50	0.17
전기·전자	0.97	0.47	0.53	0.56	0.47
제약	1.00	0.24	0.29	0.47	0.24
종이·목재	1.00	0.17	0.33	0.50	0.33
증권	0.67	0.33	0.00	0.00	0.00
통신	1.00	0.75	0.75	0.75	0.25
화학	1.00	0.29	0.38	0.42	0.42

\*출처: KCGS

\*\*주제 관심도는 산업별 전사 리스크관리 정책 내 주제 기재 비율을 뜻함

## 결론 및 시사점

- **(비재무 리스크 전사 리스크관리 체계 확장 필요)** 전사 리스크관리 정책 주제 분석 결과에 따르면 투자 및 거래, 감사 및 내부회계 등 재무 리스크 대비 비재무 리스크 키워드에 대한 출현 빈도와 중요도가 다소 낮은 것으로 나타나 분석 대상 기업이 전사 리스크관리 정책에서 중점적으로 공시하고 있는 사안은 재무 리스크인 것으로 해석할 수 있음
- 안전·환경, 보안, 인권, 준법 등 비재무 영역 리스크를 전사 전략과 연계한 관리체계 구축하여 재무 리스크와 비재무 리스크를 비롯한 회사의 지속가능성을 제고하는 통합 리스크 관리체계의 확장이 필요함

- **(산업별 중대성-리스크관리 정책 연계 필요)** 분석 결과 산업별로 유의미한 전사 리스크관리 성숙도 차이가 있음을 확인할 수 있었으며, 정보보안·준법경영(IT서비스·통신 등)과 산업안전·환경(비금속·금속·기계 등 제조업)은 산업 특성에 따라 관리 수준이 높으나, 건설 등 일부 산업은 그 중대성에 비해 산업안전·환경 공시에서 상대적으로 미흡한 것으로 나타나 산업별 중대성-리스크관리 정책 연계가 필요한 것으로 보임
  - 기업은 효과적인 전사 리스크관리를 위해서 주제별 전사 리스크관리 관심도를 주기적으로 평가할 필요가 있으며, 전사 리스크관리 정책이 산업 특성에 따른 중대 리스크를 식별·관리하고 있는지 그 연계 수준을 모니터링하여야 함
  
- **(전사 리스크관리 공시 기준 고도화 필요)** 부동산 및 증권 등 일부 산업에서 기업지배구조보고서 공시 항목 중 전사 리스크관리 정책 마련에 대한 내용으로 내부통제정책, 위원회 등 내부 체계만을 나열하는 경향성이 나타났는데, 이로 인해 투자자들이 기업의 전사 리스크관리 수준과 대응 적정성을 실질적으로 판단하는데 한계가 있을 수 있으므로, 전사 리스크관리 실효성을 평가할 수 있는 보다 세부적인 공시 기준을 마련할 필요가 있음
  - 이를 위해 한국거래소 등 유관 기관은 향후 기업지배구조보고서 가이드라인 개정 과정에서 △리스크 식별 방법 △리스크 중대성 평가 체계 △리스크 대응 및 관리 절차 △내부통제 및 의사결정 체계와의 연계 방식 등을 명시적으로 요구하는 세부 공시 기준을 단계적으로 보완하는 방안에 대해 검토해 볼 수 있을 것으로 판단됨

# 반복되는 국민연금의 반대, 바뀌지 않는 기업들: 12년 의결권 데이터의 경고

강성명\*

- ▶ 본 연구는 2014년부터 2025년까지의 국민연금 의결권 행사 데이터를 바탕으로, 국민연금의 반대가 단발적 판단에 그치는지 또는 반복적·누적적 관여로 이어지는지를 '반대연수' 지표를 활용해 분석하고, 반대연수에 따른 기업 특성의 차이와 변화를 체계적으로 살펴보고자 함
- ▶ 분석 결과, 국민연금의 의결권 행사 행태는 반대 건수 증가를 넘어 반복적 반대를 통해 문제기업에 대한 모니터링을 강화하는 방향으로 전환되었으며, 특히 이사보수한도처럼 구조적 리스크가 큰 안건에서 반대가 누적되면서 장기적 감시 체계가 형성됨
- ▶ 반대연수는 집중된 소유구조, 수익성 악화, KOSPI200 편입 및 대규모 기업집단 소속 등 특정 구조적 특성을 지닌 기업에서 상대적으로 높게 나타나, 국민연금의 관여가 문제가 고착화된 기업을 중심으로 선별적으로 이루어지고 있음을 시사함
- ▶ 사건 연구 결과, 직전연도 찬성에서 당해연도 반대로 전환된 기업은 반대 이전에 이미 수익성이 악화된 것으로 나타나 국민연금의 반대 의결권 행사가 사후적 대응이 아닌 기업 성과 변화에 대한 사전적 반응으로 작동하고 있음을 보여주나, 반대 이후 단기적인 재무성과나 시장가치의 개선은 확인되지 않아 단기적 규율 효과는 제한적인 것으로 나타남
- ▶ 회귀분석 결과, 반대연수와 투자의사결정 간의 연계는 시장과 운용 방식에 따라 상이하게 나타나며, 코스피·직접운용에서는 유의한 연계가 관측되지 않고, 코스닥·위탁운용에서는 구조적 제약으로 관여가 투자 비중 조정으로 이어지지 않아, 주주권 행사가 실질적인 투자 판단으로 연결되지 못함으로써 그 실효성이 제한되는 한계가 드러남
- ▶ 종합적으로, 국민연금의 반복적 반대 의결권 행사는 의결권 행사 기준 및 지침에 따라 문제기업을 식별하여 이루어지고 있으나, 규율 효과가 없어 실질적 개선이 뒤따르지 않는다는 점을 고려할 때, 반대연수 기반의 위험기업 식별 체계를 중점관리기업 선정과 연계하고, 보수·배당 등 핵심 영역에서 제도적 실질성을 높이는 장치를 도입하며, 의결권 행사와 투자의사결정 간 정합성을 강화하는 방향으로 제도적 개선이 요구됨

---

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
한국ESG기준원 책임투자본부 연구원 강성명, smkang@cgs.or.kr

## 배경

- 주주의 의결권 행사는 주주가 기업의 주요 의사결정 과정에 참여함으로써 경영진의 행동을 견제하고, 주주-경영진 간 이해상충을 조정하며, 기업지배구조를 개선하는 핵심적 수단임
- 한국처럼 대주주 지분 집중도가 높은 시장에서는 소액주주와 기관투자자의 의결권 영향력이 구조적으로 제한적이지만, 그렇기에 오히려 이들의 견제 기능은 기업지배구조 안정성과 주주권 보호에 있어 더욱 중요함
- 과거 기관투자자는 감시 활동에 따르는 비용 대비 편익 문제(무임승차 우려)와 지배주주 중심의 소유구조로 인한 낮은 견제 효과 때문에 적극적인 주주권 행사에 대한 유인이 크지 않았음
- 그러나 최근에는 정부의 스튜어드십 코드 이행 점검 강화와 의결권 공시 확대 등 정책적 환경이 개선되고 있으며, 시장에서도 소액주주 연대 플랫폼의 등장과 관여 활동의 활성화로 기관투자자의 감시 비용이 낮아지고 있어, 이러한 변화는 기관투자자가 반대한 안건이 실제 주총에서 부결되는 등 의결권의 실질적 영향력이 확대될 가능성을 나타냄<sup>1)</sup>
- 이에 따라, 국내 최대 기관투자자인 국민연금의 의결권 행사가 실제로 기업의 변화를 이끌어내고 있는지를 실증적으로 검증하고, 그 결과를 토대로 국민연금의 의결권 및 관여 전략은 물론 기업, 시장, 금융당국에 대한 정책적·실무적 시사점을 도출하는 작업은 시의적이며 필수적인 과제임
- 특히 본 연구에서 중점적으로 다루는 반대연수는 기업의 구조적 리스크와 기관투자자의 장기 관여 수준을 나타내는 실질적 지표로, 단일 연도의 반대 여부만으로는 포착하기 어려운 지속적 문제기업을 식별하게 하며, 실무적으로는 중점관리기업 선정과 관여 전략 수립을 위한 보조지표로 활용될 수 있고, 정책적으로는 스튜어드십 코드 이행 점검과 제도 개선 논의에도 기여할 수 있음

## 분석 개요

- (분석 표본) 2014년부터 2025년 8월 20일까지 국민연금 의결권 행사내역 및 2018년부터 2024년까지 국민연금 국내주식 종목별 투자 현황을 조사함
  - 의결권 행사내역 정보는 국민연금공단 기금운용본부의 의결권 행사내역 공시를 통해 수집하였으며, 안건 수 기준으로 총 76,827개의 안건이 포함되며, 이 중 임시주주총회 및

1) 펀드 의결권 행사, 공시 현황 점검 결과 및 향후 계획, 금융감독원 보도자료, 2024.08.06.  
 주주행동 플랫폼 시대 : 주주권 행사 혁신과 경영진의 대응 전략, 법무법인 세종 뉴스레터, 2024.03.05.  
 스튜어드십 코드 발전방향 논의를 위한 세미나 개최, 금융위원회 보도자료, 2025.02.05.

리츠와 인프라투자회사를 제외하여 6,929개의 기업-정기주주총회 관측치와 45,655개의 안건을 분석에 활용함

- 국내주식 종목별 투자 현황 정보는 매년 말 연간공시를 통해 공시되는 자료를 토대로 하여 평가액과 시가총액을 반영한 지분율 및 자산군 내 비중을 계산하고 기존 공시된 값과 비교하여 활용함
- (분석 내용) 국민연금 의결권 자료를 활용하여 반대 의결권 행사의 누적 패턴을 시계열적으로 파악하고, 반대연수에 따른 기업 특성 차이를 비교분석하며, 반대 의결권 행사의 전후 효과와 반대연수가 국민연금 투자의사결정에 미치는 영향까지 종합적으로 검증함으로써, 국민연금의 주주권 행사 행태 및 투자 전략 간의 연계성을 진단하고 시사점을 도출하고자 함

### 국민연금 의결권 행사 행태 변화

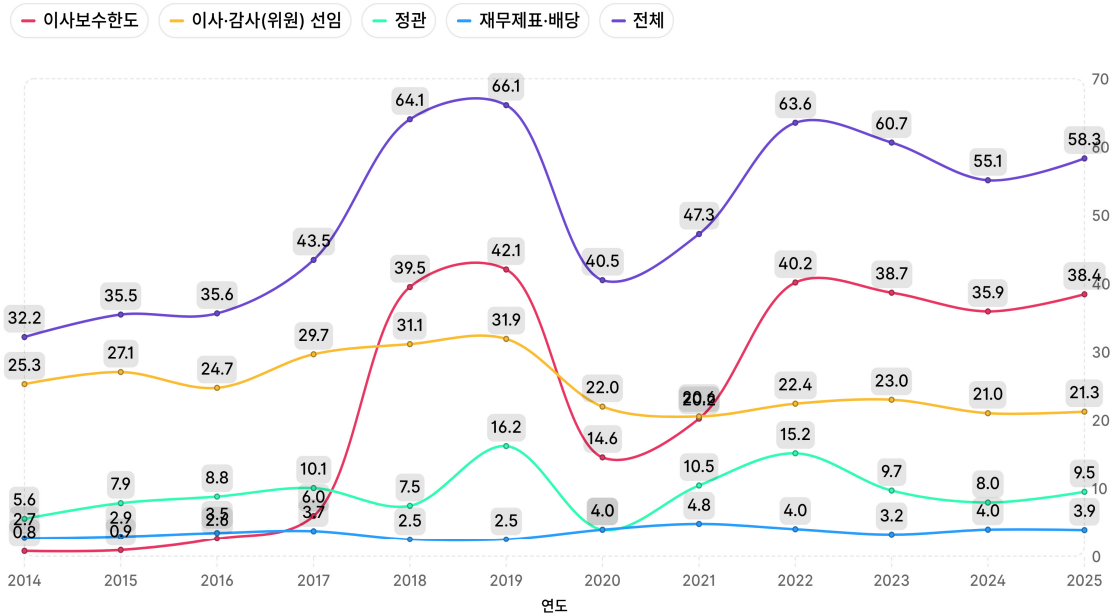
- 국민연금의 반대 의결권 행사 비중(이하 “반대비중”)은 분석 대상 기간 동안 일관되게 증가하여, 기업 경영에 대한 감시 및 주주권 행사 강도가 점진적으로 강화되었음을 나타냄
  - 전체 안건에서 반대비중은 2014-2017년 36.69%에서 2022-2025년 59.56%로 큰 폭으로 증가했으며, 이는 국민연금이 해당 기간 동안 모든 안건에 찬성한 기업 비중은 40.44%로 축소됨을 의미함
  - 이러한 변화는 국민연금이 과거 의결권 거수기라는 비판적 평가를 극복하고, 스투어드십 코드 도입을 기점으로 책임 있는 기관투자자로서의 역할을 적극 이행하고 있음을 나타냄
- 국민연금이 의결권을 행사한 기업 가운데, 과거 반대 이력이 존재하는 기업에 대한 반대 비중(이하 “재반대비중”)은 2014-2017년 37.95%에서 2022-2025년 87.78%로 증가하여, 국민연금의 모니터링이 기존에 지적받았던 기업들에 집중되어 나타나는 경향을 시사함
  - 최초반대비중(1-재반대비중)은 의결권 행사 대상 기업 중 전 기간에 걸쳐 처음으로 반대 행사를 받은 기업 비중으로, 2014-2017년 62.05%에서 2022-2025년 12.22%로 감소함
- 직전연도에 이어 여전히 문제 개선이 이루어지지 않은 기업에 대한 반대비중(이하 “연속반대비중”)도 동 기간 25.22%에서 54.99%로 2배 이상 증가하여, 국민연금의 관여가 일회성이 아닌 지속성을 바탕으로 이루어지고 있음을 나타냄
- 안건 유형별로 분석한 결과, 이사보수한도 안건은 앞서 확인된 국민연금의 전반적인 모니터링 강화 추세와 일치하는 흐름을 보이며, 특히 스투어드십 코드 도입 이후 가장 뚜렷하게 반대 의결권 행사가 증가함
  - 이사보수한도 안건의 반대비중이 과거 2.57%에서 코드 도입 후 28.54%로 약 11배 증가하고,

- 최근에는 38.44%까지 증가하여 안건 유형 중 반대비중이 가장 높음
- 재반대비중은 10.71%에서 76.17%로 큰 폭으로 증가하고 연속반대비중은 8.93%에서 44.07%로 확대되면서, 반대 이력이 있는 기업이 단기간 내 개선되지 않은 채 장기간에 걸쳐 반복적으로 반대를 받는 구조가 나타남
  - 이사·감사(위원) 선임 안건의 경우 다른 안건과 달리 과거에 비해 반대비중이 오히려 감소하는 이례적인 흐름이 나타나며, 연속반대비중은 한때 크게 상승했다가 이후 다시 하락하는 흐름을 보임
  - 재무제표·배당 및 정관 안건은 기업지배구조와 연관되어 지속적으로 반대를 유발하는 구조적 문제라기보다, 해당 연도에 발생한 특정 단발적 이벤트를 중심으로 국민연금의 반대 의결권이 행사되는 경향을 보임
    - 두 안건의 반대비중은 전 기간 각각 3.51%, 9.41%로 반대 행사가 상대적으로 적으며, 연속반대비중 또한 낮아 국민연금이 장기적으로 감시하는 핵심 관여 안건으로 보기 어려움
    - 반면, 최초반대비중이 전 기간 동안 50% 이상을 유지함에 따라 매 기간 과반의 기업이 처음으로 반대 의결권 행사의 대상이 되고 있으며, 이는 해당 안건에서 기존에 반대가 이루어진 기업의 범위가 제한적인 점과 이전에 반대 이력이 없던 기업에서 일회성 요인에 따라 문제가 새롭게 관측되는 경우가 함께 작용한 결과임
  - 결과적으로 국민연금의 의결권 행사 행태는 반복적인 반대 의결권 행사를 통해 기존 문제기업에 대한 모니터링을 강화하고, 단기적 이벤트보다 기업의 근본적인 지배구조 개선이 필요한 영역에서 의결권을 보다 적극적으로 행사하고 있음을 나타냄

〈표1〉 안건-기간별 국민연금 반대 의결권 행사 행태

안건구분	구분	의결권행사 대상 기업수	반대 기업수	반대 비중 (%)	최초 반대 기업수	재반대기 업수	재반대 비중 (%)	연속 반대 기업수	연속 반대 비중 (%)
전체	2014-2017	2,183	801	36.69	497	304	37.95	202	25.22
	2018-2021	2,355	1,272	54.01	307	965	75.86	623	48.98
	2022-2025	2,391	1,424	59.56	174	1,250	87.78	783	54.99
	전체	6,929	3,497	50.47	978	2,519	72.03	1,608	45.98
이사 보수한도	2014-2017	2,183	56	2.57	50	6	10.71	5	8.93
	2018-2021	2,355	672	28.54	419	253	37.65	181	26.93
	2022-2025	2,391	919	38.44	219	700	76.17	405	44.07
	전체	6,929	1,647	23.77	688	959	58.23	591	35.88
이사· 감사(위원) 선임	2014-2017	2,183	582	26.66	386	196	33.68	118	20.27
	2018-2021	2,355	617	26.20	206	411	66.61	187	30.31
	2022-2025	2,391	525	21.96	129	396	75.43	142	27.05
	전체	6,929	1,724	24.88	721	1,003	58.18	447	25.93
정관	2014-2017	2,183	177	8.11	160	17	9.60	9	5.08
	2018-2021	2,355	221	9.38	163	58	26.24	12	5.43
	2022-2025	2,391	254	10.62	143	111	43.70	36	14.17
	전체	6,929	652	9.41	466	186	28.53	57	8.74
재무제표· 배당	2014-2017	2,183	70	3.21	49	21	30.00	20	28.57
	2018-2021	2,355	82	3.48	53	29	35.37	24	29.27
	2022-2025	2,391	91	3.81	51	40	43.96	25	27.47
	전체	6,929	243	3.51	153	90	37.04	69	28.40

〈그래프1〉 안전-연도별 국민연금 반대 의결권 행사 비중



### 반대연수 분포 분석

- 의결권 행사 대상 기업 중 국민연금이 연속적으로 문제를 제기하는 기업의 분포를 파악하기 위해, 기업의 구조적 리스크와 기관투자자의 장기적 관여 수준을 나타내는 반대연수를 도입하여 분석을 실시함
  - 반대연수는 기업의 정기주주총회에서 특정(또는 전체) 안전에 대해 국민연금이 연속적으로 반대한 연수를 나타내는 지표로, 해당 기업에 대한 국민연금의 지속적인 감시 행태를 실증적으로 측정함
- 반대연수 1년인 기업 비중은 전 기간 평균 27.26%로 시기에 따른 수치 변동이 거의 없으며, 이는 매 기간 국민연금의 신규 관여 대상이 되거나 반대가 재개되는 기업이 일정 비율로 꾸준히 나타나고 있음을 가리킴
- 반면, 반대연수 2년 이상인 기업 비중은 2014-2017년 9.25%에서 2018-2021년 26.46%, 2022-2025년 32.75%로 지속적으로 증가하며, 문제가 개선되지 않은 채 연이은 반대를 받는 기업이 누적되고 있는 것으로 나타냄
- 특히 이사보수한도 안전에서 반대연수 누적 현상이 가장 두드러지며, 반대연수 2년 이상인 기업 비중은 2014-2017년 0.23%라는 극히 낮은 수준에서 2018-2021년 7.68%로 큰 폭으로 상승하고 2022-2025년 16.94%까지 급증하여, 국민연금이 경영진 보수정책을 일회성이 아닌

지속적이고 반복적인 감시가 필요한 구조적 문제로 인식함을 시사함

- 이사·감사(위원) 선임 안건은 반대연수 0년(이하 “찬성”)인 기업 비중이 2014-2017년 73.34%에서 2022-2025년 78.04%로 증가한 반면, 반대연수 2년 이상 기업 비중은 5.94%에 그쳐, 국민연금이 이사보수한도 안건에 비해 해당 안건을 상대적으로 덜 민감하게 다루고 있음을 나타냄
- 재무제표·배당 안건은 2022-2025년 찬성 기업 비중이 96.19%에 달할 만큼 국민연금이 찬성 기초가 압도적인 영역이며, 반대연수 2년 이상인 기업 비중도 1.04%에 그쳐, 의결권 행사가 단기적 반대 표명뿐 아니라 장기적 관여 측면에서도 가장 미흡하게 이루어지고 있음
- 결과적으로, 국민연금은 이사보수한도 안건에 대한 반복적인 의견 표명을 통해 장기적이며 선별적인 주주행동을 실행하고 있으나, 상대적으로 다른 주요 안건에 대한 모니터링은 미흡한 실정으로 보다 능동적이고 전방위적인 감시 체계로 확대할 필요가 있음

〈표 2〉 안건-기간-반대연수별 기업 수 및 비중

안건구분	구분	0년(찬성)	1년	2년	3년	4년	5년 이상
전체	2014-2017	1,382 (63.31%)	599 (27.44%)	144 (6.60%)	42 (1.92%)	16 (0.73%)	0 (0.00%)
	2018-2021	1,083 (45.99%)	649 (27.56%)	303 (12.87%)	152 (6.45%)	80 (3.40%)	88 (3.74%)
	2022-2025	967 (40.44%)	641 (26.81%)	338 (14.14%)	188 (7.86%)	115 (4.81%)	142 (5.94%)
	전체	3,432 (49.53%)	1,889 (27.26%)	785 (11.33%)	382 (5.51%)	211 (3.05%)	230 (3.32%)
이사보수한도	2014-2017	2,127 (97.43%)	51 (2.34%)	5 (0.23%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	2018-2021	1,683 (71.46%)	491 (20.85%)	138 (5.86%)	33 (1.40%)	8 (0.34%)	2 (0.08%)
	2022-2025	1,472 (61.56%)	514 (21.50%)	217 (9.08%)	107 (4.48%)	62 (2.59%)	19 (0.79%)
	전체	5,282 (76.23%)	1,056 (15.24%)	360 (5.20%)	140 (2.02%)	70 (1.01%)	21 (0.30%)
이사· 감사(위원) 선임	2014-2017	1,601 (73.34%)	464 (21.26%)	88 (4.03%)	21 (0.96%)	9 (0.41%)	0 (0.00%)
	2018-2021	1,738 (73.80%)	430 (18.26%)	106 (4.50%)	34 (1.44%)	20 (0.85%)	27 (1.15%)
	2022-2025	1,866 (78.04%)	383 (16.02%)	72 (3.01%)	26 (1.09%)	17 (0.71%)	27 (1.13%)
	전체	5,205 (75.12%)	1,277 (18.43%)	266 (3.84%)	81 (1.17%)	46 (0.66%)	54 (0.78%)

안건구분	구분	0년(찬성)	1년	2년	3년	4년	5년 이상
정관	2014-2017	2,006 (91.89%)	168 (7.70%)	9 (0.41%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	2018-2021	2,134 (90.62%)	209 (8.87%)	10 (0.42%)	2 (0.08%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)
	2022-2025	2,137 (89.38%)	218 (9.12%)	30 (1.25%)	5 (0.21%)	1 (0.04%)	0 (0.00%)
	전체	6,277 (90.59%)	595 (8.59%)	49 (0.71%)	7 (0.10%)	1 (0.01%)	0 (0.00%)
재무제표·배당	2014-2017	2,113 (96.79%)	50 (2.29%)	11 (0.50%)	6 (0.27%)	3 (0.14%)	0 (0.00%)
	2018-2021	2,273 (96.52%)	58 (2.46%)	14 (0.59%)	4 (0.17%)	3 (0.13%)	3 (0.13%)
	2022-2025	2,300 (96.19%)	66 (2.76%)	18 (0.75%)	2 (0.08%)	2 (0.08%)	3 (0.13%)
	전체	6,686 (96.49%)	174 (2.51%)	43 (0.62%)	12 (0.17%)	8 (0.12%)	6 (0.09%)

### 반대연수 누적 기업의 구조적 특성

- 국민연금의 구조적 감시 행태가 가장 뚜렷하게 관찰되는 이사보수한도 안건을 대상으로, 분석 대상 기간의 개별 관측치를 해당 시점의 반대연수 값에 따라 그룹별로 분류하고, 각 그룹 간 특성 차이를 실증적으로 비교하는 횡단면 분석을 수행함
- 반대연수에 비례하여 (1) 코스피 상장 기업, (2) KOSPI200 편입 기업(5년 이상 그룹 제외), (3) 대규모 기업집단 소속 기업이 차지하는 비중이 통계적으로 유의하게 증가함
  - 이러한 통계적 유의성은 정형화된 보수정책 등으로 인해 개선이 지연되는 대기업을 중심으로 국민연금의 반대가 집중되고 있음을 의미하며, 이러한 구조적 문제 해결을 위한 반복적인 관여 가능성을 나타냄
  - 한편 KOSPI100 편입 여부는 통계적 유의성이 나타나지 않아 국민연금의 감시 활동이 시장 대표성이 매우 높은 기업보다는 외부 감시의 사각지대에 놓일 수 있는 기업에 선별적으로 집중되고 있음을 보여주지만, 반대연수 5년 이상인 장기 관여 기업의 경우에는 KOSPI100 편입 비중이 유의하게 높게 나타나 국민연금의 장기적 관여 대상이 점차 시장 핵심 기업으로 확대되고 있음을 시사함
- 반대연수가 1년 이상 누적된 그룹(이하 “반대 그룹”)은 반대연수가 0년인 그룹(이하 “찬성 그룹”)에 비해 위탁운용 비중이 통계적으로 낮은 반면, 국민연금의 보유 지분율(4년 이상 그룹 제외)은 높게 나타남
  - 이는 국민연금이 직접운용하고 높은 지분율을 보유하여 실질적인 영향력을 행사할 수 있는

- 기업을 중심으로 보다 강도 높은 모니터링을 수행하고 있으며, 그 결과 보수정책 개선을 위한 반대 의결권 행사가 빈번하게 나타남을 의미함
- 한편 포트폴리오 내 비중에서는 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않으며, 이는 국민연금의 투자 행태가 반대로 인한 투자철회 전략에 기반하기보다는, 지분 보유를 전제로 한 지속적인 관여를 통해 기업 가치 개선을 유도하는 전략에 가깝다고 해석할 수 있음
  - 반대연수가 누적될수록 최대주주등 보유비율이 비례하여 증가하는 현상은, 지배력이 강한 기업일수록 보수정책 개선이 어렵거나 지연됨에 따라 국민연금의 반복적 반대가 나타나기 때문으로 볼 수 있음
  - 반대 그룹은 찬성 그룹에 비해 수익성(ROA, ROE) 수준이 항상 낮게 나타났으며, 통계적 유의성은 2년 이하 그룹에서만 확인됨
    - 수익성 악화와 그로 인해 발생하는 성과-보수 괴리는 국민연금의 반대가 1-2년간 누적되는 초기 메커니즘으로 작용함을 나타냄
    - 초기 단계를 넘어 반대가 지속되는 경우, 그 요인은 수익성 자체가 아닌 국민연금의 개선 요구를 회피하는 기업의 지배구조 요인에 있음을 시사하며, 이를 뒷받침하듯 반대연수 4년 이상 그룹은 찬성 그룹에 비해 ESG 등급과 지배구조 등급이 유의하게 낮게 나타남
  - 반대연수와 비례하여 등기이사 1인당 평균보수가 통계적으로 유의하게 증가하는 현상은, 국민연금의 개선 요구에도 불구하고 보수정책에 대한 내부의 저항이 크거나 지배구조적 결함으로 인해 보수 수준이 하향 조정되지 않아 반대가 누적되는 것으로 볼 수 있음
  - 결론적으로, 국민연금의 의결권 행사는 내부 가이드라인과 지침에 기반한 행사 과정에서 기업의 수익성 저하와 지배구조에 고착화된 구조적 문제를 해결하기 위해 반대연수를 누적하는 장기 모니터링 체계를 확립했음을 확인할 수 있음

〈표 3〉 이사보수한도 안건 반대연수 그룹별 기업 특성 차이

구분	0년(찬성)	1년	2년	3년	4년	5년 이상
기업 특성						
- 규모						
KOSPI 비중	0.66	0.73** (-2.35)	0.80*** (-4.44)	0.86*** (-4.57)	0.96*** (-4.98)	1.00*** (-3.16)
KOSPI100편입 비중	0.16	0.18 (0.06)	0.20 (-1.13)	0.23 (-1.51)	0.19 (-0.21)	0.33* (-1.86)
KOSPI200편입 비중	0.31	0.36** (-2.18)	0.46*** (-4.90)	0.55*** (-5.61)	0.60*** (-4.98)	0.48 (-1.59)
기업집단소속 비중	0.33	0.36 (-1.03)	0.42*** (-2.59)	0.54*** (-4.63)	0.57*** (-3.88)	0.57** (-2.18)
기업규모	11.58	12.42 (-0.97)	14.25 (-1.34)	13.96 (-0.86)	9.77 (0.05)	7.01 (0.24)
- 보유비율						
최대주주등 보유비율(%)	41.52	42.50 (-1.18)	44.14** (-2.45)	45.30** (-2.51)	46.83*** (-2.63)	51.22*** (-2.76)
- 수익성/성과						
ROA(%)	4.45	2.93*** (2.87)	1.75*** (3.56)	2.55 (1.58)	2.95 (0.52)	2.59 (0.50)
ROE(%)	7.05	4.48*** (3.65)	2.54*** (3.52)	4.95 (1.41)	6.01 (0.39)	6.39 (0.24)
M/B(%)	1.72	1.56 (1.05)	1.43 (1.43)	1.42 (0.96)	1.45 (0.36)	0.83 (1.01)
Tobin's Q(배)	1.47	1.33 (1.35)	1.28 (1.35)	1.22 (1.21)	1.38 (0.13)	0.78 (1.18)
- 이사보수						
등기이사 1인당 평균보수(억원)	6.55	7.41* (-1.95)	7.93*** (-2.59)	8.43*** (-2.60)	8.44* (-1.69)	16.32*** (-4.79)
- ESG						
지배구조 등급	2.90	2.79 (1.30)	3.13* (-1.66)	3.45*** (-2.73)	1.07*** (6.73)	1.90** (2.05)
ESG 등급	2.95	2.95 (0.36)	3.51*** (-3.92)	3.96*** (-4.96)	1.36*** (6.00)	2.10* (1.84)
NPS 투자 특성						
위탁운용 비중	0.27	0.14*** (7.08)	0.06*** (8.50)	0.09*** (4.61)	0.04*** (4.14)	0.10* (1.73)
지분율(%)	4.85	5.37*** (-3.60)	5.73*** (-4.19)	5.99*** (-3.69)	5.69 (-1.18)	4.91 (-0.12)
포트폴리오 내 평가액(억원)	2,449.13	2,131.76 (0.25)	2,135.58 (0.19)	2,841.22 (-0.42)	2,413.22 (-0.04)	2,144.00 (0.04)
포트폴리오 내 비중(%)	0.17	0.16 (0.11)	0.15 (0.19)	0.20 (-0.43)	0.15 (0.05)	0.16 (0.01)

1) 기업규모는 총자산에 자연로그를 취한 값이며, ESG 및 지배구조 등급은 한국ESG기준원 정기등급을 기반으로 D등급에 1점을 부여하고, 각 단계마다 1점씩 더하여 산출한 값임

2) 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 나타냄

3) \*\*\*는  $p < 0.01$ , \*\*는  $p < 0.05$ , \*는  $p < 0.1$  수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

## 사건 연구: 반대 발생 조건 및 사후 효과

- 특정 기업에 대한 국민연금의 의결권 행사가 찬성에서 반대로 전환(이하 “사건”)되는 조건과 반대 이후 해당 기업의 행동 변화와 같은 단기적이고 동태적인 현상은 기존의 횡단면 분석만으로는 포착하기 어려우며, 이에 국민연금의 의결권 행사가 사건 전후의 기업 특성에 미치는 영향을 시계열적 관점에서 파악하기 위해 사건 연구를 수행함
  - 국민연금이 찬성에서 반대로 의결권 행사 방향을 바꾸는 시점을 사건 시점으로 설정하고, 사건 발생 직전연도( $t-1$ ), 당해연도( $t$ ), 그리고 직후연도( $t+1$ )의 기업 특성 변화를 추적함으로써 동일 기업 내에서 변화를 분석함
- 이사보수한도, 이사·감사(위원) 선임, 정관 안건의 경우 사건 발생 직전연도에 기업들의 수익성 변화량이 통계적으로 유의하게 감소함
  - 이는 국민연금의 반대 의결권 행사가 문제 신호가 나타난 기업을 중심으로 작동하고 있음을 보여주며, 특히 수익성이 직전연도 대비 급격히 악화된 기업을 주요 개입 대상으로 선별하고 있음을 시사함
- 재무제표·배당 안건에서는 사건 발생 직전연도에 기업들의 (1) 수익성 수준은 증가하지만 (2) 배당수익률 변화량은 감소하는 현상이 나타나며, 이는 국민연금이 애초에 돈을 못 버는 기업이 아닌 돈을 번만큼 주주에게 충분히 환원하지 않는 기업을 선별하여 해당 안건에 반대함을 나타냄
  - 수준 모형에서 ROA와 ROE가 사건 발생 전에 통계적으로 유의하게 증가한 반면, 변화량 모형에서는 배당수익률 변화량이 유의하게 감소함
- 주요 안건에 대한 분석 결과, 사건 발생 이후 ESG 및 지배구조 등급에서는 통계적으로 유의한 개선이 나타났으나, 그 폭은 등급 단위(1점)에 비해 제한적이어서 실질적인 등급 변화를 유도하기엔 부족하였으며, 같은 기간 ROA, ROE, Tobin’s Q는 유의하게 하락하거나 유의성이 나타나지 않아 국민연금의 반대가 재무성과나 시장가치를 단기적으로 개선하는 규율 효과가 확인되지 않음
- 종합적으로 볼 때, 국민연금의 반대 의결권 행사는 기업의 수익성 및 배당 악화 신호에 민감하게 대응하여 나타남으로써 문제기업을 선별하는 기능은 수행하지만, 즉각적 개선을 유도하는 효과는 제한적임을 나타냄

〈표 4〉 사건 발생 기준 (-1, 1) 기간에 대한 사건 연구

패널 A. 수준 모형:  $Y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_{-1}D_{i,t-1} + \beta_{+1}D_{i,t+1} + \epsilon$ 

안전구분	변수구분	종속변수(Y)	관측치수	기업수	$\beta_{-1}$	$\beta_{+1}$
전체	보수	등기이사 1인당 평균보수(억원)	5,755	682	0.82 (0.97)	-0.66*** (-3.16)
	ESG	ESG 등급	5,777	684	0.61 (1.20)	0.19** (2.07)
	NPS투자	포트폴리오 내 비중(%)	3,462	642	0.07 (1.18)	0.08* (1.68)
이사보수한도	수익성	ROA(%)	4,704	571	-0.78* (-1.73)	-1.03*** (-2.75)
	수익성	ROE(%)	4,702	571	-1.39 (-1.43)	-2.59*** (-2.65)
	성과	Tobin's Q(배)	4,699	571	0.02 (0.49)	-0.08*** (-2.84)
	ESG	ESG 등급	5,114	571	-0.07 (-0.73)	0.18*** (3.41)
	ESG	지배구조 등급	5,114	571	-0.07 (-0.53)	0.19*** (3.68)
	NPS투자	포트폴리오 내 평가액(억원)	3,138	561	1556.20* (1.95)	33.82 (0.09)
이사· 감사(위원) 선임	ESG	ESG 등급	4,814	563	0.68 (1.34)	0.18* (1.95)
	NPS투자	포트폴리오 내 비중(%)	2,870	526	0.05 (0.86)	0.09* (1.68)
정관	성과	Tobin's Q(배)	2,812	343	0.31* (1.65)	0.07 (1.28)
	ESG	ESG 등급	3,071	343	0.19 (0.51)	0.16* (1.86)
재무제표·배당	수익성	ROA(%)	871	112	2.54** (1.99)	-1.01* (-1.65)
	수익성	ROE(%)	871	112	3.48* (1.81)	-2.04** (-2.29)

1) 표준오차 추정 시 기업-연도별 클러스터링을 적용함

2) 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 나타냄

3) \*\*\*는  $p < 0.01$ , \*\*는  $p < 0.05$ , \*는  $p < 0.1$  수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

패널 B. 변화량 모형:  $\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \beta_{-1}D_{i,t-1} + \beta_{+1}D_{i,t+1} + \epsilon$

변수유형	변수구분	종속변수( $\Delta Y$ )	관측치수	기업수	$\beta_{-1}$	$\beta_{+1}$
전체	수익성	ROA(%)	4,443	673	-1.31*** (-2.97)	0.11 (0.20)
	수익성	ROE(%)	4,441	673	-2.38*** (-2.95)	-0.56 (-0.46)
	보수	등기이사 1인당 평균보수(억원)	4,866	681	-0.13 (-0.50)	-0.93** (-2.13)
	배당	배당수익률(%)	3,575	579	-0.16** (-2.15)	-0.12 (-0.70)
	NPS투자	지분율(%)	2,739	605	0.45* (1.88)	0.03 (0.31)
이사보수한도	수익성	ROA(%)	3,999	561	-2.91*** (-5.40)	-0.19 (-0.43)
	수익성	ROE(%)	3,997	561	-5.24*** (-5.29)	-0.43 (-0.43)
이사· 감사(위원) 선임	수익성	ROA(%)	3,724	560	-1.35*** (-2.86)	-0.02 (-0.04)
	수익성	ROE(%)	3,723	560	-1.80** (-2.04)	-0.74 (-0.80)
	ESG	지배구조 등급	4,089	563	0.16 (1.18)	0.20* (1.67)
정관	수익성	ROA(%)	2,394	337	-2.07* (-1.89)	-0.62 (-0.79)
	수익성	ROE(%)	2,392	337	-5.69** (-2.18)	-1.42 (-0.93)
재무제표·배당	수익성	ROE(%)	718	111	2.08 (0.72)	-1.93* (-1.93)
	성과	M/B(%)	716	111	-0.21* (-1.67)	0.05 (0.44)
	배당	배당수익률(%)	564	95	-0.16*** (-3.69)	-0.10 (-0.55)
	ESG	지배구조 등급	788	112	0.39* (1.81)	0.41*** (2.98)
	ESG	ESG 등급	788	112	0.41* (1.91)	0.24 (1.55)
	NPS투자	포트폴리오 내 평가액(억원)	453	103	133.31** (2.33)	336.99 (1.46)

- 1) 표준오차 추정 시 기업-연도별 클러스터링을 적용함
- 2) 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 나타냄
- 3) \*\*\*는  $p < 0.01$ , \*\*는  $p < 0.05$ , \*는  $p < 0.1$  수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

## 회귀분석: 반대연수가 투자의사결정에 미치는 영향

- 국민연금의 반대 의결권 행사가 기업의 재무성과나 시장가치를 단기적으로 개선하는 규율 효과가 제한적이라는 분석 결과를 바탕으로, 본 연구는 이러한 반대가 기업 행동의 변화로 이어지지 않는다면 국민연금의 반대연수 누적이 투자철회와 같은 투자의사결정으로 이어지는지를 중심으로 그 인과적인 영향을 검증함
  - 회귀모형에 기업 고정효과 대신 Mundlak 접근법을 활용하여, 시간에 따라 변하는 기업 특성 변수들의 평균값을 모형에서 직접 통제함으로써 (1) 순수한 기업 내 변화 효과(단기적 운용 전략)와 (2) 기업 간 차이 효과(장기적 운용 기조)를 분리하여 추정함
  - 투자의사결정의 지표로 (1) 투자대상기업에 대한 국민연금의 실질적 영향력을 나타내는 지분율과 (2) 포트폴리오 내에서 상대적인 투자 강도를 나타내는 포트폴리오 내 비중 두 가지 변수를 사용함
- 기본 회귀모형을 통해 반대연수가 국민연금의 지분율 수준 및 변화량, 포트폴리오 내 비중 수준 및 변화량에 미치는 영향을 추정한 결과, 통계적으로 유의미한 관계가 나타나지 않음
- 그러나 반대연수가 투자의사결정에 미치는 영향이 기업의 특성에 따라 다른지 확인하기 위해, 조절변수로 (1) 시장구분과 (2) 위임여부를 도입하고 상호교차항을 모형에 포함하여 분석한 결과, 코스닥 기업과 위탁운용 기업에서 투자의사결정과의 연계성이 일부 나타남
  - <표5>의 1번 모형(수준)과 4번 모형(변화량)에 따르면, 코스닥 기업(시장구분 = 1)의 반대연수 효과는 코스피 기업과 다르게 나타나며, 코스닥 기업은 동일기업 내에서 반대연수 증가 시 지분율 변화량이 10% 수준에서 유의하게 감소( $0.03 - 0.17 = -0.14$ ,  $t = -1.82$ )<sup>2)</sup>하는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적인 반대연수 수준이 높은 기업이 평균 수준이 낮은 기업 대비 유의하게 더 높은 지분율 수준( $t = 3.27$ )과 변화량( $t = 3.64$ )을 나타냄
  - <표6>의 1번 모형(수준)과 4번 모형(변화량)에서 위임여부(위탁운용 = 1)에 따른 상호교차항이 유의하지 않아 직접운용과 위탁운용 간에 반대연수 효과 차이는 나타나지 않지만, 위탁운용 기업은 동일기업 내에서 반대연수 증가 시 포트폴리오 내 비중 수준( $t = 2.61$ )과 변화량( $t = 2.59$ )이 1% 수준에서 유의하게 증가하는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적인 반대연수 수준이 높은 기업에서 비중 수준( $t = -1.89$ ) 및 변화량( $t = -1.84$ )이 감소함

2) 독립변수로 활용한 반대연수( $X$ )의 추정계수와 조절변수와의 상호교차항( $X \times D$ )의 추정계수의 합으로 구성된 선형조합의 통계적 유의성을 검증함으로써, 코스닥 기업에서 반대연수가 지분율 또는 포트폴리오 내 비중에 미치는 영향이 유의함을 확인하였으며, 본문에 제시되는 t-통계량은 모두 이러한 선형조합에 대한 검정 결과이며, <표5>와 <표6>에서는 개별 추정계수만 제시되어 있어 선형조합에 대한 통계적 검증 결과는 본문에 별도로 기재함

- 또한, 상호교차항 분석에 더해 반대연수를 찬성(0년), 단기(1년), 중기(2-3년), 장기(4년 이상) 네 개 구간으로 범주화하여 정태적 상태에 따른 효과를 분석한 결과, 반대 지속 기간에 따른 비선형적 효과가 일부 유의하게 나타남
  - <표5>의 2번 모형(수준)과 5번 모형(변화량)에서 코스닥 기업은 동일 기업 내에서 반대연수가 4년 이상일 때는 찬성이었던 상태 대비 지분율 수준( $t=-1.78$ )과 변화량( $t=-2.05$ )이 모두 유의하게 감소하고, 중기(2-3년) 상태에서도 지분율 변화량( $t=-1.82$ )이 유의하게 감소하는 경향이 나타나는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적으로 4년 이상 반대 상태였던 이력이 많은 기업은 찬성 상태 이력이 많은 기업 대비 지분율 수준( $t=3.41$ )과 변화량( $t=3.63$ )에서 유의하게 높은 값을 나타냄
  - <표6>의 2번 모형(수준)과 5번 모형(변화량) 결과, 위탁운용 기업은 동일 기업 내에서 찬성이었던 상태 대비 반대연수가 1년인 상태에서 포트폴리오 내 비중 수준( $t=1.66$ )은 증가하고, 4년 이상인 상태에서도 포트폴리오 내 비중( $t=2.17$ )과 변화량( $t=2.22$ )이 모두 유의하게 증가하는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적으로 1년 반대 상태였던 이력이 많은 기업은 찬성 상태 이력이 많은 기업 대비 비중 수준( $t=-2.18$ )이 유의하게 감소함
- 마지막으로, 반대연수의 동태적 변화에 따른 효과를 살펴보기 위해, 반대연수를 유지(0년→0년), 발생(0년→1년), 심화(N년→N+1년,  $N \geq 1$ ), 해소(N년→0년) 네 개 유형으로 구분한 더미변수를 도입하여 분석한 결과, 반대 의결권의 발생, 누적, 전환 여부에 따른 효과가 일부 유의하게 나타남
  - <표5>의 3번 모형(수준)과 6번 모형(변화량)에 따르면, 코스닥 기업은 동일 기업 내에서 반대연수가 심화되는 구간으로 진입할 경우, 찬성이 유지되는 상태 대비 지분율 수준( $t=-2.21$ )과 변화량( $t=-2.47$ )이 유의하게 감소하는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적으로 반대연수가 심화되거나 해소되는 이력이 많은 기업이 찬성 유지 이력이 많은 기업 대비 지분율 수준( $t=4.08$ ,  $t=2.05$ )과 변화량( $t=4.39$ ,  $t=1.94$ )에서 모두 유의하게 높은 값을 나타냄
  - <표6>의 3번 모형(수준)과 6번 모형(변화량)에서 코스닥 기업은 동일 기업 내에서 반대연수가 해소될 때, 찬성이 유지되는 상태 대비 포트폴리오 내 비중 수준( $t=-1.82$ )과 변화량( $t=-1.97$ )이 유의하게 감소하는 반면, 기업 간 비교에서는 분석 기간 동안 평균적으로 반대가 발생하거나 심화되는 이력이 많은 기업이 찬성 유지 이력이 많은 기업 대비 비중 수준( $t=1.73$ ,  $t=1.80$ )과 변화량( $t=1.86$ ,  $t=1.91$ )에서 모두 유의하게 높은 값을 나타냄
- 시장구분 조절변수를 도입한 회귀분석의 종합적인 결과, 동일 기업 내에서 반대연수가 증가할 때 지분율이 감소하는 음(-)의 관계는 코스닥 기업에서 반대가 장기화될 경우 국민연금이 지분

확대를 통한 적극적 관여보다는 지분 축소를 통한 리스크 관리에 나서는 경향을 나타내며, 이러한 기업 내 결과를 고려할 때, 기업 간 비교에서 반대연수가 높은 기업에서 지분율과 포트폴리오 내 비중이 높게 나타난 양(+)의 관계는 관여 강화를 목적으로 한 지분 확대의 결과라기보다는, 코스닥 기업 중에서 이미 보유 비중이 높은 주요 기업을 중심으로 국민연금의 모니터링이 강화되고 그 과정에서 반대 의결권 행사가 반복적으로 나타나 반대연수가 누적되는 구조적인 관여 양상으로 해석할 수 있음

- 위임여부 조절변수를 도입한 회귀분석의 종합적인 결과, 기업 간 비교에서 나타난 반대연수와 포트폴리오 내 비중 간의 음(-)의 관계는 위탁운용사가 반대연수가 많이 누적된 기업을 사전에 낮은 비중으로 관리하여 리스크를 회피하려는 성향을 나타내는 반면, 동일 기업 내 시계열 분석에서 나타난 양(+)의 관계는, 포트폴리오에 편입된 후에는 반대가 장기화되더라도 벤치마크 추종 등 운용상의 제약으로 지분을 축소하지 못하고 오히려 확대되는 고착 효과가 나타남을 시사하며, 이러한 결과는 위탁운용사가 반대연수에 따른 독자적인 관여 전략을 수행하기보다, 의결권 행사 방향 및 누적 정도와는 무관하게 자산 배분 결정에서 시장을 추종할 수 밖에 없는 수동적 운용구조로 인해 주주권 행사가 투자 의사결정으로 연결되지 못하는 한계를 나타냄
- 결론적으로, 코스피와 직접운용 기업에서는 의결권 행사와 투자 비중 조정 간의 유의한 연계가 관측되지 않는 반면, 코스닥 기업에서는 관여보다는 리스크 회피에 초점을 둔 투자 조정이, 위탁운용 기업에서는 운용구조의 고착화 현상이 각각 나타나며, 이러한 코스닥 및 위탁운용 기업의 특성은 상대적으로 중요도가 낮은 기업에 대해서는 관여가 충분히 이루어지지 않거나, 관여가 이루어지더라도 그 결과가 운용구조로 인해 투자 비중 조정으로 연결되지 못함으로써 국민연금의 주주권 행사의 실효성을 제약하고 있음을 나타냄

〈표 5〉 반대연수가 국민연금의 보유 지분율에 미치는 영향에 대한 회귀분석

변수	지분율(%)			지분율 변화량(%p)( $t-1, t$ )		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
상수항	-0.47* (-1.94)	-0.25 (-0.84)	-0.56** (-2.04)	-0.53** (-2.29)	-0.33 (-1.17)	-0.63** (-2.38)
조절변수( $D$ )	-1.67*** (-2.62)	-1.66** (-2.51)	-1.55** (-2.34)	-1.45** (-2.54)	-1.43** (-2.44)	-1.31** (-2.23)
$X1$	0.03 (1.25)	0.28*** (2.79)	0.23* (1.76)	0.03 (1.29)	0.29*** (3.01)	0.24* (1.94)
$X2$		0.12 (1.10)	0.11 (0.89)		0.14 (1.34)	0.13 (1.07)
$X3$		0.22 (1.52)	0.00 (0.01)		0.21 (1.49)	0.01 (0.06)
$X1 \times D$	-0.15* (-1.83)	-0.03 (-0.12)	-0.20 (-0.77)	-0.17** (-2.16)	-0.07 (-0.32)	-0.25 (-1.01)
$X2 \times D$		-0.49* (-1.92)	-0.65** (-2.39)		-0.53** (-2.23)	-0.70*** (-2.71)
$X3 \times D$		-0.94** (-2.18)	-0.18 (-0.71)		-0.99** (-2.41)	-0.19 (-0.81)
$\bar{D}$	1.42** (2.16)	1.32* (1.89)	0.92 (1.32)	1.18** (2.01)	1.09* (1.74)	0.67 (1.07)
$\bar{X1}$	0.02 (0.43)	-0.84** (-2.27)	0.56 (1.27)	0.02 (0.37)	-0.78** (-2.27)	0.53 (1.24)
$\bar{X2}$		0.01 (0.03)	0.23 (1.09)		-0.05 (-0.18)	0.20 (0.96)
$\bar{X3}$		0.03 (0.12)	-0.48 (-1.15)		0.07 (0.25)	-0.46 (-1.14)
$\bar{X1} \times \bar{D}$	0.39*** (2.89)	0.64 (0.95)	0.42 (0.49)	0.42*** (3.25)	0.64 (0.97)	0.65 (0.78)
$\bar{X2} \times \bar{D}$		0.95 (1.45)	1.78*** (3.33)		1.07* (1.74)	1.87*** (3.66)
$\bar{X3} \times \bar{D}$		2.49*** (3.14)	2.20** (2.34)		2.55*** (3.30)	2.03** (2.24)
관측치 수	2,458	2,458	2,458	2,458	2,458	2,458
독립변수( $X$ )	연속	구간	변화구간	연속	구간	변화구간
조절변수( $D$ )	시장구분	시장구분	시장구분	시장구분	시장구분	시장구분
통제변수	Y	Y	Y	Y	Y	Y
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y	Y	Y
$R^2$	0.798	0.800	0.800	0.314	0.319	0.320
기업 내 $R^2$	0.307	0.309	0.308	0.334	0.336	0.335
기업 간 $R^2$	0.883	0.885	0.887	0.218	0.230	0.247

- 1)  $X$ 는 독립변수로 세 종류(연속, 구간, 변화구간)로 구분됨. 각각은 반대연수 누적 강도를 나타내는 연속변수, 반대연수 누적 정도에 따른 정적인 상태를 나타내는 구간 더미변수(1년, 2-3년, 4년 이상), 그리고 반대연수 누적 상태 변화를 나타내는 변화구간 더미변수(발생, 심화, 해소)이며, 모형에 따라  $X1$ ,  $X2$ ,  $X3$ 에 적용됨
- 2)  $D$ 는 조절변수로 독립변수가 종속변수에 미치는 효과의 강도를 변화시키는 요인이며, 시장구분은 유가증권시장일 때 0, 코스닥시장일 때 1의 값을 가지는 더미변수이고, 위임여부는 직접운용일 때 0, 위탁운용일 때 1의 값을 가지는 더미변수임
- 3) 모든 변수는 극단값의 영향을 완화하기 위해 상·하위 1%에서 윈저라이징을 적용함
- 4) 표준오차 추정 시 기업별 클러스터링을 적용함
- 5) 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 나타냄
- 6) \*\*\*는  $p < 0.01$ , \*\*는  $p < 0.05$ , \*는  $p < 0.1$  수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

〈표 6〉 반대연수가 국민연금의 포트폴리오 내 비중에 미치는 영향에 대한 회귀분석

변수	포트폴리오 내 비중(%)			포트폴리오 내 비중 변화량 (%p)(t-1, t)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
상수항	0.00 (-0.16)	0.00 (-0.46)	-0.01 (-0.71)	0.00 (-0.37)	-0.01 (-0.83)	-0.01 (-0.82)
조절변수(D)	0.00 (0.28)	0.00 (-0.19)	0.01 (1.14)	0.00 (0.52)	0.00 (-0.19)	0.01 (1.47)
X1	0.00 (0.91)	0.00 (-0.01)	0.00 (0.55)	0.00 (1.08)	0.00 (-0.51)	0.00 (0.56)
X2		0.00 (-0.19)	0.01 (0.68)		0.00 (0.09)	0.01 (1.31)
X3		0.01 (1.08)	0.01 (0.79)		0.01 (1.12)	0.01 (1.56)
X1 × D	0.00 (-0.25)	0.00 (0.52)	-0.01 (-1.00)	0.00 (-0.44)	0.01 (0.93)	-0.01 (-1.15)
X2 × D		0.00 (0.51)	-0.01 (-1.24)		0.00 (0.24)	-0.01* (-1.75)
X3 × D		-0.01 (-0.64)	-0.01 (-1.38)		-0.01 (-0.67)	-0.01** (-2.06)
$\bar{D}$	0.00 (0.09)	0.01 (1.61)	-0.02 (-1.47)	0.00 (0.61)	0.01** (2.51)	-0.02** (-2.03)
$\bar{X1}$	0.00 (-0.89)	0.01 (1.03)	0.00 (0.09)	0.00 (-0.85)	0.02 (1.45)	0.00 (-0.22)
$\bar{X2}$		0.01 (0.83)	0.00 (-0.24)		0.01 (0.91)	-0.01 (-0.59)
$\bar{X3}$		-0.02 (-1.20)	0.01 (0.62)		-0.02 (-0.98)	0.01 (0.33)
$\overline{X1 \times D}$	0.00 (-0.03)	-0.03*** (-2.80)	0.03 (0.96)	0.00 (0.03)	-0.03*** (-3.25)	0.04 (1.30)
$\overline{X2 \times D}$		-0.02 (-1.64)	0.02 (1.46)		-0.02* (-1.70)	0.03* (1.78)
$\overline{X3 \times D}$		0.01 (0.70)	0.00 (0.17)		0.01 (0.53)	0.01 (0.55)
관측치 수	2,458	2,458	2,458	2,458	2,458	2,458
독립변수(X)	연속	구간	변화구간	연속	구간	변화구간
조절변수(D)	위임여부	위임여부	시장구분	위임여부	위임여부	시장구분
통제변수	Y	Y	Y	Y	Y	Y
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y	Y	Y
R <sup>2</sup>	0.950	0.950	0.950	0.252	0.253	0.253
기업 내 R <sup>2</sup>	0.187	0.187	0.187	0.230	0.229	0.230
기업 간 R <sup>2</sup>	0.988	0.988	0.988	0.241	0.244	0.248

- 1) X는 독립변수로 세 종류(연속, 구간, 변화구간)로 구분됨. 각각은 반대연수 누적 강도를 나타내는 연속변수, 반대연수 누적 정도에 따른 정적인 상태를 나타내는 구간 더미변수(1년, 2-3년, 4년 이상), 그리고 반대연수 누적 상태 변화를 나타내는 변화구간 더미변수(발생, 심화, 해소)이며, 모형에 따라 X1, X2, X3에 적용됨
- 2) D는 조절변수로 독립변수가 종속변수에 미치는 효과의 강도를 변화시키는 요인이며, 시장구분은 유가증권시장일 때 0, 코스닥시장일 때 1의 값을 가지는 더미변수이고, 위임여부는 직접운용일 때 0, 위탁운용일 때 1의 값을 가지는 더미변수임
- 3) 모든 변수는 극단값의 영향을 완화하기 위해 상·하위 1%에서 원저라이징을 적용함
- 4) 표준오차 추정 시 기업별 클러스터링을 적용함
- 5) 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 나타냄
- 6) \*\*\*는  $p < 0.01$ , \*\*는  $p < 0.05$ , \*는  $p < 0.1$  수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

## 결론 및 시사점

- 지난 12년간 국민연금의 의결권 행사는 반대율이 꾸준히 상승하며 형식적 참여를 넘어선 지속적 관여 패턴을 보여주었으나, 반대가 집중되는 안건은 이사보수한도에 편중되어 있고, 장기간의 반대에도 불구하고 실질적 개선이 제한적이므로 반대연수만 누적되는 결과를 야기함
- 특히 재무제표·배당 안건의 경우, 반대비중이 3% 수준으로 매우 낮아 반대 자체가 드물게 발생하고 있으며, 그 결과 반대연수 역시 충분히 누적되지 못하는 것으로 나타나 해당 영역에서 국민연금의 관심과 직접적 관여 수준이 매우 저조함을 나타냄
- 따라서, 재무제표·배당 안건에 대한 국민연금 내부의 관심 제고와 중요성을 내재화하고, 밸류업 및 주주환원 정책 기조에 부합하도록 모니터링 대상 기업의 선별 기준을 강화하는 동시에, 지속적인 관여를 통해 기업의 자본 효율성 제고와 책임 있는 자본 배분에 대해 보다 적극적으로 의견을 낼 필요가 있음
- 또한, 국민연금의 반대 의결권 행사 이후에도 보수 감소나 배당 확대와 같은 실질적 개선이 나타나지 않는다는 점은 현행 관여 전략의 규율 효과가 제한적임을 시사하며, 이에 중점관리기업 관여 절차에서 비공개 대화 기간을 축소하거나 과감히 생략하는 등 절차적 경직성을 완화하고, 타 기관투자자와 시장참여자 및 여론과의 연계를 통해 공개적 공동 압력을 형성함으로써 기업의 실질적 행동 변화를 유도해야 함
- 이사보수한도 안건은 초기 반대 이후에도 실질적인 개선 없이 반대연수가 누적되는 경향이 나타나며, 실효성을 확보하기 위해 미국과 영국의 Say-on-Pay와 같이 주주총회에서 경영진 보수 전반에 대해 주주가 찬반 의사를 표명할 수 있는 제도 등 임원 보수 전반에 대한 실질적 평가 및 승인 권한을 주주에게 부여하는 제도 도입을 적극적으로 검토할 필요가 있음
  - 보수한도가 실제 지급되는 금액보다 과도하게 설정되는 관행과 보수의 하방 경직성이 결합되면서, 한도 승인에 대한 단순 반대 의결권 행사만으로는 실제 지급되는 임원 보수를 변화시키는 데 구조적 한계가 있음
- 아울러 재무제표·배당 안건에서 국민연금이 반대 의결권 행사를 하지 못하도록 보고 안건으로 상정 또는 전환하여 주주총회 결의를 회피하거나 배당 주주제안을 무력화하는 행위에 대해 국민연금은 공개 관여를 통해 개입하고, 정부는 이러한 회피를 제한하는 제도적 장치를 마련할 필요가 있음
  - 현행 상법 제449조의2(재무제표 등의 승인에 대한 특칙)는 회사가 정관으로 정하는 바에 따라 외부감사인의 의견이 '적정'이고 감사(위원회) 전원이 동의할 경우, 주주총회 승인 대신

이사회 결의만으로 재무제표를 승인하고 주주총회에는 보고만 하도록 허용하고 있으나, 해당 조항이 주주의 배당 결정권을 제한하는 방식으로 사용되는 사례가 늘어나고 있음

- 분석 대상 기간 정기주주총회 재무제표·배당 안건에서 국민연금의 반대·미행사·기권한 사례는 총 433건이며, 이 중 보고안건으로 전환되어 의결권을 행사하지 못한 미행사 사례는 53개 기업의 163건(37.64%)에 해당하고, 이러한 기업들은 일회성이 아닌 과거부터 보고 안건 상정 및 전환을 반복함으로써 주주총회 결의를 지속적으로 회피해 온 것으로 확인됨
- 마지막으로, 반대연수의 누적 투자의사결정에 미치는 영향은 직접운동과 위탁운동, 코스피와 코스닥 간에 서로 상이한 양상을 보이면서, 의결권 행사와 투자 비중 조정 간의 연계가 제도적으로 확립되어 있지 않다는 구조적 한계를 드러내며, 그 결과 투자 비중 조정이 수반되지 않는 의결권 행사는 주주권 행사의 실효성을 낮춰 기업의 지배구조 개선에 대한 유인을 약화시키고 기금의 장기 수익률에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 시사함
- 따라서 반대연수의 누적을 중대한 거버넌스 리스크 요인으로 도입해 포트폴리오 비중 조정 관련 지침 및 위탁운용사 평가 항목에 반영함으로써 관여 행동에 대한 인센티브 부여 및 관여 결과와 투자 판단 간의 연결 구조를 강화한다면, 기업 입장에서 실질적인 압박으로 작용하는 한편, 국민연금 입장에서는 실효성이 확보된 의결권 행사를 통해 기업의 지배구조와 자본 효율성 개선을 유도함으로써 기업가치를 제고하고 수익률을 증진하는 효과와 더불어, 개선 가능성이 낮은 기업에 대한 투자 비중 조정을 통해 리스크를 관리하여 기금의 장기 수익률을 방어하는 기반이 될 수 있음
- 결론적으로, 국민연금의 의결권 실효성을 높이기 위해서는 단순히 반대율을 높이는 접근을 넘어, (1) 반대연수에 기반한 위험 감시 체계 구축, (2) 개선 미이행 시 관여 단계를 자동으로 상향하는 구조 마련, (3) 보수·배당 등 핵심 영역에서 제도적 실질성을 높이는 장치 도입, (4) 투자의사결정과 관여 전략 간의 정합성 강화라는 네 가지 축을 중심으로 정책적 보완이 이루어져야 함

# 2025 중대성 평가 사회 부분을 토대로 분석한 기업 ESG 경영 현황

최두진\*

- ▶ 중대성 평가는 기업이 경영활동 중 마주할 수 있는 다양한 ESG 위험에 대한 사전 식별 수단이며 주요 공시 기준 및 가이드라인은 해당 내용에 대한 공개를 권고하고 있음
- ▶ 상장 기업의 중대성 평가 실시 현황을 살펴보면 2022년, 총 190개 기업에서 2024년 총 301개 기업으로 58.4% 증가함
- ▶ 사회 부문 중대 이슈는 안전보건, 준법, 고객 만족, 공급망 관리 등이 빈출 이슈로 확인되었으며 각각 산업재, 유틸리티, 건강관리, 필수소비재 업종이 해당 이슈의 선정 빈도가 높았음
- ▶ 2024년 발생한 사회 부문 주요 리스크 역시 대체로 중대성 평가 결과와 유사하며, 리스크 완화를 위해 의사결정 프로세스 내 중대성 평가의 연계가 필요할 것으로 판단됨

## 서론 - 중대성 평가의 개념 및 현황

- 중대성 평가는 이해관계자에게 중요한 ESG 이슈를 선별해 우선순위를 도출하는 평가임
  - 기업은 전략 및 방침 수립 시 중대성 검토를 수행해야 하며, 중대성은 기업의 경제, 사회, 환경 성과 측면과 이해관계자들의 의사결정 및 활동 측면으로 분류할 수 있음<sup>1)</sup>
- 중대성 평가에 대한 구체적인 가이드라인으로 유럽재무보고자문그룹(EFRAG)에서 발간한 'Materiality Assessment Implementation Guidance'가 있음
  - 가이드라인에 따르면 중대성 평가는 반드시 따라야 하는(mandatory) 프로세스는 없지만, A. 맥락 이해, B. 실질적 및 잠재적 영향, 위험, 기회(이하 IRO) 식별, C. 평가 실시 및 중대성 이슈와 연관되는 중요한 IRO 결정, D. 보고와 같은 절차를 따를 수 있음<sup>2)</sup>
  - 중대성 평가는 그 대상이 환경, 사회에 미치는 영향 중대성(GRI) 혹은 투자자 관점의 재무적 중대성(IFRS) 경우 단일 중대성 접근방식으로 분류할 수 있으며, 그 두 가지를 모두 고려한 방식은 이중 중대성(EFRAG) 접근 방식으로 분류함

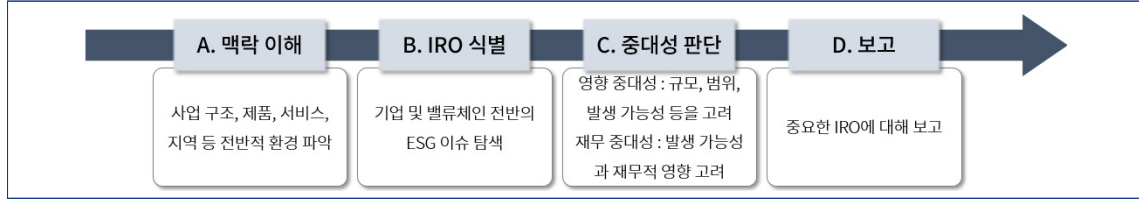
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

한국ESG기준원 ESG평가본부 연구원, doojin.choi@cgs.or.kr

1) 한국ESG기준원, ESG 모범규준, p. 44.

2) EFRAG IG1: Materiality Assessment Implementation Guidance, p. 5.

〈그림 1〉 EFRAG 중대성 평가 프로세스



- 최근 ESG 경영에 대한 기업들의 관심 제고와 지속가능경영보고서의 발간량 증가는 중대성 평가를 수행한 기업의 수 증가의 원인임
  - 선행 분석에 따르면, 유가증권 및 코스닥 150 소속 기업 중 2022년 기준 지속가능경영보고서에 중대성 평가 결과를 수록한 기업의 수는 190개사<sup>3)</sup>였으나, 자체 조사 결과 2024년 기준 기업의 수는 301개로 58.4% 증가함
  - 선행 분석은 중대성 평가 결과에 대한 요약과 더불어 산업별 분석을 함께 다뤘으며, 특정 부문에 국한된 이슈가 아닌, 업종별로 도출된 주요 ESG 이슈 전반과 SASB 산업별 지속가능성회계기준에서 다루는 이슈의 중대성 평가 검토 여부를 확인함
- 본 보고서에선 2024년 지속가능경영보고서 발간 기업을 대상으로 중대성 이슈 공개 현황을 파악하고, 사회(S) 부문 중대성 이슈에 대한 분석을 진행함
  - 사회 부문 중대성 이슈를 파악하고, 해당 이슈의 선정 비율이 높은 업종을 파악해 이슈별 민감 업종을 분석하고자 함
  - 추가적으로, 해당 업종의 이슈별 중대 리스크 발생 현황을 확인해 중대 이슈 관리 실태를 확인한 이후 의사결정 프로세스에 중대성평가를 활용한 우수 사례를 소개하고자 함

### 본론 1 - 분석 방법

- (분석 대상) 유가증권 및 코스닥 150 시장 기업 중 중대성 평가를 실시하고 결과를 지속가능경영보고서에 공개한 기업
  - 조사 대상 기업 1,024개사 중 301개 기업이 중대성 평가 결과를 지속가능경영보고서에 공개했으며 총 2,100개의 중대성 이슈를 공개함
  - 동일 주제 중복 선정(ex. 1순위 근로자 안전, 2순위 협력사 안전) 108건을 제외한 전체 중대성 이슈는 1,992개이며 중대성 이슈를 10개 이상 공개한 기업의 경우 분석 용이성 및 선행 분석과의 통일성을 고려해 10위 이내의 중대성 이슈만을 분석 대상으로 삼음
- (업종 분류) WICS 분류체계 중 대분류와 중분류를 기준으로 분류했으며 일부 업종의 경우

3) 한국ESG기준원 (2023), ESG동향 13권 3호 [국내 기업의 업종별 ESG 중대성 이슈 현황 (1)] p. 25

사업 부문별 매출액 또는 회사의 특성 등을 고려해 조정함

- 예컨대, 호텔신라의 경우 WICS 중분류 상 '소매(유통)' 업종으로 분류되나 숙박 및 레저 부문이 가지는 상징성을 고려해 '호텔, 레스토랑, 레저 등' 업종으로 분류함

○ (이슈 분류) 기업 공개 중대성 이슈를 표준화해 총 28개의 이슈로 재분류함

- 지속가능한 제품 및 서비스(E, S), 준법 및 윤리경영(S, G)과 같이 여러 영역에 걸쳐있는 이슈의 경우 각 부문에 모두 포함함
- 경제 성과, 연구개발 확대, 등 ESG 이슈와 대응되지 않는 이슈는 '기타'로 반영함

## 본론 II - 분석 결과

□ WICS 대분류 기준 산업별 ESG 중대 이슈 선정 현황은 아래와 같음

〈표 1〉 2024 상장기업 중대성 평가 개괄

구분	IT (40)	건강관리 (24)	경기관련 소비재 (48)	금융 (33)	산업재 (66)	소재 (36)	에너지 (8)	유틸리티 (6)	커뮤니케이션 서비스 (23)	필수소비재 (17)
준법 및 윤리경영	17	17	23	26	46	16	4	5	12	6
리더십/거버넌스	6	5	9	9	12	5	1	2	4	4
위험관리	5	4	6	18	10	2	2	-	2	2
이해관계자 소통	3	1	4	2	2	3	1	1	3	1
지속가능한 제품 및 서비스	10	4	23	15	31	17	5	1	5	8
기후변화	28	14	34	25	46	24	6	6	11	12
물/토양/생물다양성	5	2	4	-	5	10	1	1	-	5
에너지	15	2	11	2	10	9	-	3	-	3
오염물질/화학물질	8	2	5	-	8	16	3	1	-	3
온실가스	5	1	9	1	16	11	3	-	2	2
자원순환	19	4	24	-	14	20	2	1	3	5
환경경영체계	6	5	3	2	14	8	1	1	1	4
안전보건	26	10	28	2	58	28	7	5	3	13
고객 만족(안전)및 품질	15	20	29	11	36	10	3	1	12	12
공급망 관리	22	11	30	-	33	18	3	-	2	11

구분	IT (40)	건강관리 (24)	경기관련 소비자 (48)	금융 (33)	산업재 (66)	소재 (36)	에너지 (8)	유틸리티 (6)	커뮤니케이션 서비스 (23)	필수소비재 (17)
공정거래	4	1	7	1	9	3	2	-	2	1
노동관행	6	5	16	3	19	4	-	1	6	2
소비자 보호	2	-	2	23	1	-	-	1	3	3
인권	15	5	14	10	20	10	2	2	6	3
정보보호 및 개인정보보호	18	4	10	24	9	1	1	1	19	1
지역사회 참여 및 개발	7	7	8	14	8	3	-	1	1	1
감사기구 및 내부통제	1	-	1	1	-	-	-	-	-	-
이사회 리더십	4	3	2	-	3	-	-	-	-	-
주주권 보호	2	-	-	-	4	-	1	-	1	-
기타	29	28	22	39	38	16	7	4	19	9

\* 괄호 안 숫자는 산업에 속한 기업의 수

- 중복 적용 이슈 108건을 제외한 1,992건의 중대 이슈 중 복수 적용 549건, 기타 분류 98건을 가감한 분석 대상 중대 이슈는 2,443건임
  - 부문별 등장 빈도를 살펴보면 환경 이슈는 775건(31.7%), 사회 이슈는 1,344건(55%), 지배구조 이슈는 324건(13.3%) 지속가능경영보고서에 보고되었으며 이는 선행 분석의 결과와 유사한(E: 27%, S: 48%, G: 17%) 분포를 따르고 있음
  - 본 고에선 선행 분석과 달리 임의의 가중치를 부여해 중요 이슈를 분석하는 과정은 배제했으며, 사회 이슈에 대한 산업별 분석을 진행함

□ WICS 대분류 기준 산업별 사회 중대 이슈 선정 현황은 아래와 같음

〈표 2〉 2024 상장기업 중대성 평가 사회 중대 이슈 요약

구분	IT (40)	건강관리 (24)	경기관련 소비재 (48)	금융 (33)	산업재 (66)	소재 (36)	에너지 (8)	유틸리티 (6)	커뮤니케이션 서비스 (23)	필수소비재 (17)
안전보건	26	10	28	2	58	28	7	5	3	13
준법 및 윤리경영	17	17	23	26	46	16	4	5	12	6
고객 만족(안전) 및 품질	15	20	29	11	36	10	3	1	12	12
공급망 관리	22	11	30	-	33	18	3	-	2	11
지속가능한 제품 및 서비스	10	4	23	15	31	17	5	1	5	8
인재육성	20	14	11	14	24	9	4	2	11	4
정보보호 및 개인정보보호	18	4	10	24	9	1	1	1	19	1
인권	15	5	14	10	20	10	2	2	6	3
노동관행	6	5	16	3	19	4	-	1	6	2
리더십/거버넌스	6	5	9	9	12	5	1	2	4	4
위험관리	5	4	6	18	10	2	2	-	2	2
지역사회 참여 및 개발	7	7	8	14	8	3	-	1	1	1
소비자 보호	2	-	2	23	1	-	-	1	3	3
공정거래	4	1	7	1	9	3	2	-	2	1
이해관계자 소통	3	1	4	2	2	3	1	1	3	1

- 부문별 등장 빈도를 살펴보면 환경 이슈는 775번(31.7%), 사회 이슈는 1,344번(55%), 지배구조 이슈는 324번(13.3%) 지속가능경영보고서에 보고되었으며, 이는 선행 분석의 결과와 유사한(E: 27%, S: 48%, G: 17%) 분포를 따르고 있음
  - 사회 부문의 이슈별 선정 빈도를 살펴보면, 안전보건(180건), 준법 및 윤리경영(172건), 고객 만족(안전) 및 품질(149건), 공급망 관리(130건), 지속가능한 제품 및 서비스(119건) 순으로 도출됨
  - 본 고에선 선행 분석과 달리 임의의 가중치를 부여해 중요 이슈를 분석하는 과정은 배제했으며, 사회 이슈에 대한 산업별 분석을 진행함
  - 이번 보고서의 목적은 중대성 평가 결과와 기업의 ESG 리스크를 매칭해보는 것으로, 산업별 분석에 앞서 작년 발생한 기업의 사회 부문 중대 리스크를 아래와 같이 요약함

〈표 3〉 2024년 상장 기업의 산업별 사회 부문 중대 리스크 발생 현황<sup>1)</sup>

구분	개인정보	인권	안전보건	노동관행	소비자 피해	공정거래
IT			2			2
건강관리		1				2
경기관련 소비재	2		7	1	1	1
금융	3				21	
산업재		3	17		3	8
소재			5			
에너지						1
유틸리티			1			
커뮤니케이션서비스					1	1
필수소비재					1	
계	5	4	32	1	27	15

- 중대 이슈별로, 안전보건, 소비자 피해 및 공정거래 관련 리스크가 가장 많이 발생했으며, 산업별로 산업재, 금융, 경기관련소비재 산업에서 리스크가 발생하는 경향을 보임
- 빈번하게 발생하는 사회 부문 중대 이슈인 안전보건, 소비자 피해, 공정거래 이슈에 대한 산업별 기업들의 중대성 이슈 선정 비율은 아래와 같음

1) 사회 부문 중대 리스크 발생 현황은 규제기관 제재자료, 사법기관 판결 등을 활용함

〈표 4〉 발생 빈도가 높은 리스크의 산업별 중대성 평가 선정 비율

순위	산업	안전보건	산업	공정거래	산업	소비자보호
1	산업재	88%	에너지	25.0%	금융	69.7%
2	에너지	88%	경기관련 소비재	14.6%	필수소비재	17.6%
3	유틸리티	83%	산업재	13.6%	유틸리티	16.7%
4	소재	78%	IT	10.0%	커뮤니케이션 서비스	13.0%
5	필수소비재	76%	커뮤니케이션 서비스	8.7%	IT	5.0%
6	IT	65%	소재	8.3%	경기관련 소비재	4.2%
7	경기관련 소비재	58%	필수소비재	5.9%	산업재	1.5%
8	건강관리	42%	건강관리	4.2%	건강관리	0.0%
9	커뮤니케이션 서비스	13%	금융	3.0%	소재	0.0%
10	금융	6%	유틸리티	0.0%	에너지	0.0%

- 안전보건 리스크의 발생 빈도는 산업재 부문에서 가장 높았으며 이에 따라 안전보건 이슈에 대한 선정 비율 역시 88%로 가장 높았음<sup>2)</sup>
- 안전보건 리스크의 경우 산업재, 에너지, 유틸리티 등 재해 발생 가능성이 높은 중후장대 산업의 선정 비율이 높으며, 커뮤니케이션서비스, 금융 등 서비스 업종의 선정 비율은 상대적으로 낮음
- 산업재 부문은 공정거래 관련 리스크 발생 빈도 역시 가장 높으며, 이슈의 선정 비율도 13.6%를 기록해 타 산업 대비 높은 수준을 보임
- 공정거래의 경우 사회 부문 리스크 중 두 번째로 높은 발생 빈도를 보이고 있으며, 이는 공정거래 감독 기구인 공정거래위원회의 모니터링 및 제재에 따른 결과임
- 그럼에도, 공정거래 이슈의 중대성 평가 선정 비율은 최고 30%를 넘지 못하는 등 전반적으로 한국 상장 기업들의 공정거래 관련 리스크 인식이 저조함을 알 수 있음
- 마지막으로 소비자 피해의 경우 금융 부문에서 가장 빈번하게 발생하고 있으며 이 역시 감독 기구인 금융감독원의 존재에 기인함
- 이슈 선정 비율은 69.7%로 타 산업 대비 매우 높으며 발생 빈도와 비례하는 모습임

2) 17건의 안전보건 리스크는 산업재 부문의 '자본재' 산업에서 총 16건 발생해 가장 높은 발생 빈도를 보였음

### 본론 III - 우수 사례

- 이슈가 중대성 평가에 포함되는 비율이 높은 산업일수록 실제 중대 리스크 발생 현황이 높다는 사실은 기업이 중요 리스크를 사전 식별하고 있다는 해석 외에도 식별되는 리스크에 대한 관리가 제대로 이루어지지 않고 있다고 유추할 수 있음
- 따라서 중대성 평가가 공시에서 끝나지 않고, 실효적인 프로세스로 기능하기 위해선 리스크 식별부터 성과 관리 및 모니터링으로 이어지는 PDCA 사이클이 전사적 리스크 관리와 연계되는 방안을 고려해야 함<sup>3)</sup>

〈그림 2〉 Vandemoortele 2022년 통합보고서 - 지속가능경영 목표

**OUR CONTRIBUTION TO THE SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS**  
Vandemoortele supports the UN Sustainable Development Goals (SDGs), which provide a shared blueprint to **end poverty, protect the planet and ensure that by 2030 all people will enjoy peace and prosperity**. Our sustainability strategy aligns with the 17 SDGs and their specific underlying targets. We pay special attention to the SDGs that we have the greatest impact on.

**BALANCED NUTRITION**  
As a food company, we are committed to **improving the nutrition profile of our products, to offering Clean Label products and plant-based alternatives, and to being a leader in food safety. By doing so, we contribute to the following SDGs:**

- 2 Zero hunger:** we provide tasty, balanced and safe nutrition (2.1).
- 3 Good health and well-being:** we promote good health by offering nutritious products and contribute to well-being by inspiring tasty moments (3.4).

**PROTECTING NATURE**  
We make every effort to source more responsibly, to strive for net zero carbon emissions and a minimum of food waste, and to contribute to circular packaging. In this way, we contribute to the following SDGs:

- 2 Zero hunger:** we ensure sustainable food production systems and use ingredients from suppliers that implement productive agricultural practices, help sustain ecosystems, increase adaptive capacity in combating climate change, and progressively improve land and soil quality (2.4).
- 7 Affordable and clean energy:** we help to increase the share of renewable energy in the global energy mix (7.2) and we contribute to energy efficiency (7.3).
- 12 Responsible consumption and production:** we afford a great deal of attention to the sustainable management and efficient use of natural resources (12.2). We reduce food waste and we prevent food losses along the supply chain (12.3). We manage all our waste in a responsible way throughout its full life cycle (12.4). Through prevention, recycling and reuse, we prevent the generation of waste (12.5). We adopt sustainable practices and incorporate sustainability information into our annual reporting cycle (12.6). We provide associates, customers and end consumers with the necessary information to be able to act sustainably (12.8).
- 13 Climate action:** we incorporate climate change measures into our strategy and action plans (13.2).
- 15 Life on land:** we contribute to the sustainable management of forests, and help to stop deforestation and restore degraded forests (15.2). We protect natural habitats and help to stop the loss of biodiversity (15.5).

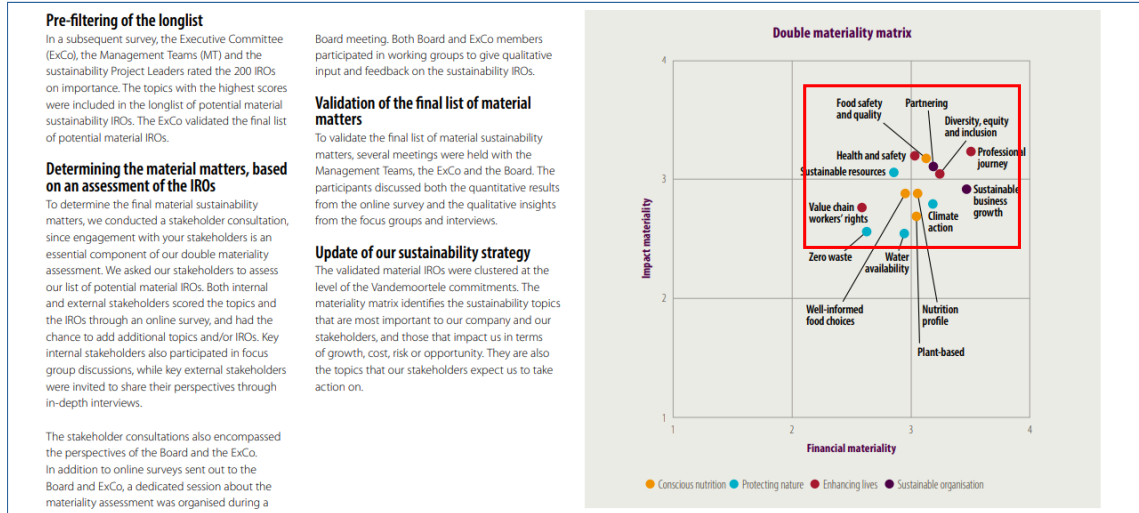
**ENHANCING LIVES**  
By offering an engaging, inclusive and safe workplace to our associates, and by collaborating with our partners in order to create a positive social impact, we contribute to the following SDGs:

- 2 Zero hunger:** we ensure fair incomes of small-scale food producers (2.3).
- 3 Good health and well-being:** we contribute to well-being by offering an engaging and inclusive workplace and by stimulating health and safety at work (3.4).
- 4 Quality education:** we offer our associates a meaningful job where they can flourish and make a difference (4.4). We ensure that there are no gender inequalities in terms of access to training (4.5). We provide our people with the knowledge and skills needed to promote sustainable development (4.7).
- 5 Gender equality:** we do not tolerate any form of discrimination against women (5.1) and ensure women's participation at all levels and provide equal leadership opportunities (5.5).
- 8 Decent work and economic growth:** we push for technological modernisation (8.2) and create decent jobs, entrepreneurship, creativity and innovation (8.3). We strive to decouple economic growth from environmental degradation by reducing our negative impacts (8.4). We offer employment and decent work for all people, including young people and people with disabilities, and pay equally for equal work (8.5). We protect labour rights and promote safe working places for all of our associates (8.8).
- 17 Partnerships to attain goals:** we participate in partnerships that mobilise and share expertise and technology, and we provide financial resources to support the achievement of the SDGs in developing countries (17.6).

- 중대성 평가가 의사결정 프로세스에 반영되는 사례로, 벨기에의 식품기업 반데모르텔 (Vandemoortele)을 소개함
  - 2022년 통합보고서에서 ▲차년도엔 신규 기준(CSRD)을 바탕으로 중대성 평가가 이루어질 것이며 ▲중대성 평가를 바탕으로 지속가능경영 전략을 리뷰할 것임을 기술함
  - 또한 자사의 지속가능경영 목표로 1. Balanced Nutrition, 2. Protecting Nature, 3. Enhancing Lives 세 가지를 설정함

3) EFRAG IG1: Materiality Assessment Implementation Guidance, p. 24.

〈그림 3〉 Vandemoortele 2023년 통합보고서



- 24년 발간 보고서에선 이중 중대성 평가의 수행 및 'Sustainable business growth'와 'Partnering'이 신규 이슈로 추가됨을 확인함

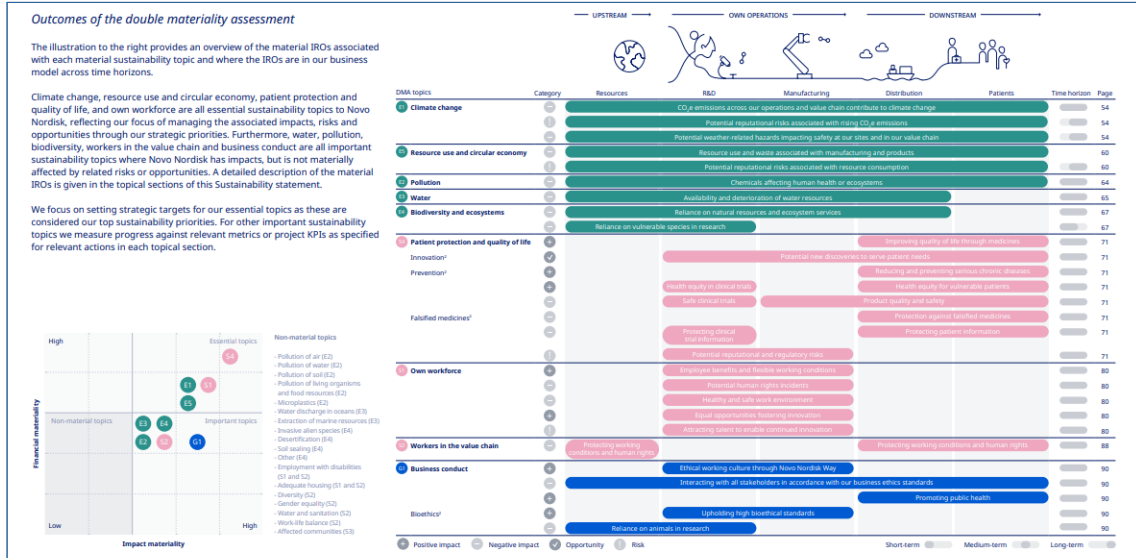
〈그림 4〉 Vandemoortele 2023년 통합보고서



- 해당 이슈는 'Sustainable Organisation'이라는 새로운 목표로 추가되었으며 이는 통합보고서 및 기업 홈페이지 등에서 확인할 수 있음<sup>4)</sup>

4) <https://vandemoortele.com/en/our-company/sustainability>

〈그림 5〉 Novo Nordisk 2024년 통합보고서



○ 노보 노디스크(Novo Nordisk) 역시 통합보고서를 통해 ▲전사적 리스크 관리 프로세스에 따라 인권위험평가를 실시하며 ▲임원 보상에 ESG 요소를 반영하고 ▲중대성 평가 결과에 대한 시계열 관리를 진행하고 있는 사실을 공개함

〈그림 6〉 CJ대한통운 2024년 통합보고서

**중대성 평가**

**중대이슈 관리**

**중대이슈 관리 방안 및 활동**

CJ대한통운은 중대이슈 관리를 위해 발생 가능성이 높은 주요 영향을 식별하고 이에 대한 대응 현황 및 목표를 모니터링하며, 관련 내용을 ESG위원회를 통해 이사회에 보고하고 있습니다. ESG위원회는 각 중대이슈에 대한 KPI를 지속적으로 점검하고 있으며, 2024년 3월 7일, 2023년 성과 및 2024년 추진계획을 승인하였습니다.

영역	중대이슈	리스크 기원	영향 기간	이슈별 주요 영향	2024년 대응 활동	대응 PROGRESS		
						중장기 목표	목표 연도 달성도	
환경	기후변화 대응	기회	중기	· 친환경 물류 비즈니스 확장을 통한 공급망 내 영향력 강화 및 신시장 진출 기반 마련 · 기후변화 리스크에 대한 신형차 대응 체계 구축 · 기후 재해 발생 시 피해 규모 및 복구 비용 최소화	· 기후변화 리스크 및 기회요인 측정 지표 관리 · 기후변화 리스크 시나리오 분석	탄소배출량 37% 감축(기존년도 2021년)	2030년	●○○
						탄소 중립	2050년	○○○
						재생에너지 도입 9,810tCO <sub>2</sub> e	2050년	○○○
환경	온실가스	기회	중기	· 온실가스 배출 저감 및 연료 효율화 기술 도입을 통한 운영 효율성 개선 및 비용 절감 · 탄소배출권 거래를 통한 추가 수익 창출	· 2050 탄소중립 중점 전략 · 온실가스 배출 감축 · 간접 및 시설 에너지 사용 감축	친환경 차량 전환 100%	2040년	●○○
사회	고객만족	리스크	장기	· 고객 요구 수준 대응을 위한 서비스 품질 개선 및 R&D 투자 확대 · 고객 요구 미충족 시 만족도 저하 및 매출 감소 가능성	· 고객 서비스 품질관리 내외부 평가 시행 · 고객 편의성 강화를 위한 서비스 제공 · 고객만족도 증진 활동 수행 · VOC 채널 운영	국토교통부 주관 택배서비스 서비스 평가 A+	2030년	●●○
사회	노동관행	리스크	중기	· 노사 갈등 및 파업 시 계약 이행 차질로 인한 경제적 손실 발생 · 부정적 언론 노출 증가에 따른 기업 이미지 훼손	· 노사협력의 운영 · 택배기사 과로 방지 사회적 합의 이행 · 작업종지권 및 근로자 의견 창구	임금 단체협약 체결 69년 연속 무분규 30년 연속 무투쟁 택배기사 과로 방지 대책 사회적 합의 이행 100% 택배기사 과로 방지 대책 사회적 합의 이행 완료 대리점 연회회 정기 간담회 등 업체사 소통 연 12회 진행	2030년	●●●
사회	공급망 지속가능성	기회	중기	· 지속가능한 공급망 구축을 통한 글로벌 시장 경쟁력 확보 · 협력업체 ESG영향 강화 및 율인성향 프로그램 통한 기업 경쟁력 제고	· 우수 선취기업 인증 경선 · 사회적 책임 지원 · 율인성향 상생협력 조성	협력사 공급망 실시 100%	2030년	●○○
사회	안전 및 건강 관리	기회	단기	· 안전보건 관리 체계 구축을 통한 직원 만족도 및 업무 역량 향상 · 택배대리점, 택배 배송기사 등 협력업체 대상 안전보건 관리 강화로 율인성향 실현	· 안전점검 및 비상대응 시스템 · 작업종지권 및 근로자 의견 창구 · 율인성향요인 발굴 제언단 운영 · 임직원 안전교육 시행 및 비상상황 대처 훈련 실시 · 일몰이웃스 교육	LTFW(근로조건개선율) 0.45	2030년	●●○
						유해위험요인 발굴 개선율 100%	2030년	●●○
거버넌스	윤리경영	기회	중기	· 내부 감사 시스템 도입 및 반부패 정책 실행을 통한 공정한 거래 환경 조성 및 신규 파트너십 확보 · 윤리 리스크 예방을 통한 운영 비용 및 법적 비용 절감	· 윤리경영시스템 운영 · 윤리 위험 관리 처리 절차 준수	인사사고 위험도 167.4점	2030년	●○○
						그를 준법경영 문화 구축	2030년	●○○

○ 국내 사례로, CJ대한통운은 중대성 평가 이후 개별 이슈에 대한 당해 연도 성과, 목표 및 달성도를 공개해 이해관계자들이 중대성 평가 이후 관리 과정을 확인 가능함

- 이처럼, 단기적 보고/공시 의무 충족을 위한 중대성 평가가 아닌, 실효적 수단으로 작용할 때 리스크 완화를 기대할 수 있는 점에서 중대성 평가와 국내 기업들의 경영 프로세스 통합을 위한 노력이 요구됨

## 결론

- 중대성 평가를 활용할 경우 기업은 리스크를 사전 발굴하고 예방 활동을 진행할 수 있음
  - 산업별 중대성 평가 결과를 바탕으로 살펴볼 때, 빈번하게 발생하는 ESG 리스크가 중대성 평가에 도출되는 경향이 있음
  - 즉, 기업들은 리스크 발생 이전 중대성 평가를 통해 해당 리스크의 발생 가능성을 사전 식별하고 있음
    - 특히 안전보건과 소비자 보호 이슈의 경우, 중대성 평가에서 해당 리스크를 식별하는 비율이 높아 기업들이 관련 위험을 이미 인식하고 있는 것으로 파악됨
    - 다만, 공정거래의 경우 이슈 선정 비율이 높지 않은 점에서 기업의 규제, 감독 환경과 기업 대응 실태 대비 인식 수준이 높지 않은 것으로 파악됨
- 국내 기업들의 경우 중대성 평가를 통한 리스크의 발견 및 공시는 일정 수준 이루어지고 있는 것으로 판단됨
  - 다만, 중대성 평가가 단순한 공시 목적에 그치지 않고 기업 경영의 효율성을 제고하기 위해서는 전사적 리스크 관리(ERM) 등 의사결정 프로세스에 중대성 평가 결과를 연계·활용할 필요가 있음
    - 반데모르텔, 노보 노디스크, CJ대한통운은 중대성 평가 결과를 경영 활동에 활용한 우수 사례로 평가됨
  - 이러한 우수 사례를 참고하여, 국내 상장기업들이 중대성 평가 결과를 실제 경영 활동에 보다 적극적으로 반영할 것을 권고함

---

---

# Global News

## 1. 유럽연합, 기업 지속가능성보고 및 공급망 실사 지침 간소화 방안 합의

최두진\*

- 유럽연합은 2025년 12월 9일, 기업 지속가능성 규제 완화에 대해 합의함<sup>1)</sup>
  - 유럽연합 이사회와 집행위원회, 유럽의회는 지난 11월 채택된 지속가능성보고 및 공급망 실사 지침 완화 방안에 대한 3자 회의 이후 해당 내용에 합의함
    - 유럽의회는 2025년 11월, 기업의 환경, 인권 등 지속가능성보고 및 공급망 실사 지침을 완화 적용하는 수정안을 채택한 후 이사회, 집행위원회와 3자 회의를 진행함<sup>2)</sup>
  - 간소화 방안은 2025년 2월 유럽집행위원회가 제안한 지속가능성 정책 간소화 방안인 옴니버스 패키지의 일부로, 기업의 지속가능성 보고 및 실사 의무 시행에 따른 행정 부담을 줄이고 규칙을 간소화하는 것이 목적임
    - 지난 2022년 2월 발표되었던 공급망 실사 지침은 2024년 6월 유럽의회 및 이사회에서 최종 서명 및 동년 7월 발효되었음
    - 하지만 2025년 2월, 집행위원회가 적용 시점 연기를 제안하고 동년 4월, 유럽 의회가 수정안을 본회의에서 채택하는 등 속도 조절에 나섰으며 이번 간소화 방안을 통해 적용 범위 및 보고 기준을 전반적으로 축소함
  - 지속가능성 보고 간소화 방안은 아래와 같은 내용을 포함함
    - 지속가능성 보고 대상은 평균 직원 1,750명 및 연매출 4억 5천만 유로 이상 대기업에만 부여함<sup>3)</sup>
    - 해당 기준은 택소노미(Taxonomy) 하에서의 보고 의무 기준과 동일함
    - 보고 기준은 간소화되며 정성적 정보 요구가 줄어들고 업종별 보고는 선택적(Voluntary)으로 이루어질 예정임
    - 대기업은 자발적 기준에 명시된 범위를 초과한 정보를 요청할 수 없어 중소기업들은 대기업의 추가 정보 요구로부터 보호됨
  - 공급망 실사 의무 간소화 방안 주요 내용은 아래와 같음
    - 실사 의무(CSDDD)는 직원 5천명 초과 및 연매출 15억 유로 초과 기업에만 부여함<sup>4)</sup>
    - 해당 기업들은 의무적으로 작성해야 했던 파리협정과의 정합성을 위한 전환 계획을

---

\* 한국ESG기준원 ESG평가본부 연구원, doojin.choi@cgs.or.kr

1) <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/09/council-and-parliament-strike-a-deal-to-simplify-sustainability-reporting-and-due-diligence-requirements-and-boost-eu-competitiveness/>

2) <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20251106IPR31296/sustainability-reporting-and-due-diligence-meps-back-simplification-changes>

3) 기존 적용 대상 : 직원 250명 이상 기업

4) 기존 적용 대상 : 직원 1천명 이상 및 매출 4.5억 유로 이상

- 의무적으로 작성할 필요가 없음
- 공급업체에 위험 기반 접근(risk-based approach)을 사용하도록 함<sup>5)</sup>
- 실사 의무 불이행 시 제재 수준은 전세계 매출의 최대 3%를 상한으로 하며, 구체적인 가이드라인은 EU 집행위원회와 회원국 차원에서 이루어질 예정임
- 해당 간소화 방안은 이사회에 최종 승인을 남겨두고 있음

---

5) 무조건적(systematically) 정보를 요구하는 방식이 아닌 공개 정보를 우선 이용하되 최후의 수단으로 부가 정보를 요구함

### 2. 글로벌 의결권 자문 시장의 환경 변화와 GL·ISS의 대응

고영재\*

- 최근 글로벌 의결권 자문사인 Glass Lewis(이하 'GL')와 Institutional Shareholder Services(이하 'ISS')는 규제 환경의 변화와 투자자 요구에 대응하여 주요 정책 및 사업 모델의 변화를 예고하고 있음
- 글로벌 의결권 자문사들은 다음과 같은 시장 환경 변화에 직면해 있음
  - (SEC Schedule 13G 적용 요건 강화<sup>1)</sup>) 2025.02.11., 미국증권거래위원회(SEC) 기업금융부(Division of Corporation Finance)가 Schedule 13G(수동적 투자자의 대량 보유 보고 의무 공시) 신고 요건을 엄격히 해석하는 지침을 발표함
    - 동 지침은 ESG 관련 주주 관여가 기업의 지배구조에 실질적 영향을 미치는 경우 13D(적극적 투자자의 대량 보유 보고 의무 공시) 신고 의무를 유발할 수 있음을 명확히 하였으며, 이에 따라 공시 부담과 법적 리스크가 커진 기관투자자들의 주주 관여가 위축될 가능성이 높아짐
  - (의결권 자문사 규제 행정명령<sup>2)</sup>) 2025.12.11. 트럼프 대통령은 미국증권거래위원회, 연방거래위원회(FTC), 노동부 등 주요 연방기관에 GL 및 ISS의 운영 전반을 검토하고, 반독점법 등 법령위반 혐의도 조사할 것을 명령함
    - 이는 외국 소유 의결권 자문사가 ESG·DEI 요소를 중시하여 미국 기업의 이사회 구성, 임원 보수, 주주제안 등에 과도한 영향력을 행사하고 있다는 비판에 따른 것으로, 의결권 자문 활동을 투자 수익 극대화라는 원칙에 한정하려는 정책 기초를 반영함
    - 한편, 비금융 요소 권고 시 분석 근거를 공개하고, 금융적 이해관계에만 근거했음을 명시하도록 하는 Texas Senate Bill 2337<sup>3)</sup>은 GL, ISS의 소송으로 효력이 중단된 상태임
  - (글로벌 기관투자자의 의결권 행사 방식 변화) 대형 자산운용사들은 의결권 행사 조직을 상품별로 분리하고 있으며, 운용사가 일괄 행사하던 의결권을 최종 투자자가 직접 행사하도록 하거나 의결권 정책 선택권을 부여하는 'pass-through' 투표 방식을 도입하고 있음
    - 이는 스튜어드십 이슈에 대한 고객별 관점의 다양화, 규제 강화로 인한 의결권 행사 리스크

---

\* 한국ESG기준원 책임투자본부 연구원, youngjego@cgs.or.kr

1) 자세한 내용은 다음을 참고: Question 103.12

2) 자세한 내용은 다음을 참고: Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically-Motivated Proxy Advisors - The White House

3) 자세한 내용은 다음을 참고: Texas Senate Bill 2337

증대, 표준화된 데이터와 자동화된 시스템의 정착 등에 기인함

- 규제 환경 변화 및 투자자 동향에 대응하여 의결권 자문사는 투자자 맞춤형 의사결정 지원자로서의 전환을 추진하고 있음
  - (GL 벤치마크 기준 단계적 폐지<sup>4)</sup>) 2025.10.15., GL은 2027년부터 일률적인 벤치마크 의결권 행사 가이드라인을 단계적으로 폐지하고, 투자자가 복수의 의결권 프레임워크 중 선택하는 구조로 전환하겠다고 발표함
    - AI를 활용하여 자산운용사 등 고객사의 개별 투자 철학 및 스투어드십 우선순위를 반영한 맞춤형 의결권 행사 프레임워크 및 자료를 제공할 계획임
  - (ISS 선택적 모듈형 서비스 제공<sup>5)</sup>) 2025.10.07., ISS는 2026년에도 벤치마크 의결권 행사 가이드라인은 유지하되, 투자자 맞춤형 판단을 지원하는 서비스를 강화하겠다고 발표함
    - ISS STOXX는 투표 권고 없이 거버넌스 데이터 중심의 리서치 보고서 서비스(Gov360)와 투자자의 고유 투표 정책에 맞춘 데이터 및 분석 보고서 제공 서비스(Custom Lens)를 도입함
- 이러한 변화로 인해 글로벌 의결권 자문 시장에는 다음과 같은 영향이 예상됨
  - (투표 결과의 불확실성 증대) 투자자들이 의결권 자문사들이 규정하는 벤치마크 정책 기반 권고를 그대로 이행하기보다 각기 다른 맞춤형 정책을 적용함에 따라, 기업의 주주총회 결과 예측은 더욱 어려워질 전망이다
    - 행동주의 펀드는 특정 투자자를 겨냥한 정밀한 캠페인 전략을 구사할 수 있는 여지가 확대되는 반면, 기업은 원하는 결과를 도출하기 위해 주주와의 사전 소통을 강화할 필요성이 커질 것으로 보임
  - (데이터 기반 의사결정 인프라 중요성 확대) 단순한 찬성/반대 권고 결과보다, 해당 권고의 근거가 되는 데이터와 논리가 투자자 의사결정의 핵심 요소로 부상할 가능성이 높음
    - 이에 따라 의결권 자문사는 개별 안전에 대한 표준화된 권고 제공을 넘어, 투자자의 판단을 지원하는 의사결정 프레임과 데이터 인프라를 제공하는 역할의 변화가 필요할 수 있음

4) 자세한 내용은 다음을 참고: Glass Lewis Leads Change in Proxy Voting Practices

5) 자세한 내용은 다음을 참고: ISS STOXX Introduces New Research Services to Support Investors' Proprietary Stewardship Programs