

KCGS Report

제12권 8호 | 통권 제152호 | 2022. 8.

ESG 동향

투자 전략으로서의 ESG(1) : ESG 통합(Integration) 전략을 중심으로
국내외 공적연기금의 ESG 투자 현황

Global News

IMF, 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략 발표
싱가포르 통화감독청(MAS)의 ESG 펀드 공시 가이드라인 발표

KCGS Report 제12권 8호

발행일 : 2022년 8월 31일

발행인 : 심인숙

발행처 : 한국기업지배구조원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL : 02-3775-3339 www.cgs.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국기업지배구조원에 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

제12권 8호 | 2022. 8.

● ESG 동향

- 투자 전략으로서의 ESG(1) : ESG 통합(Integration) 전략을 중심으로 2
- 국내외 공적연기금의 ESG 투자 현황 16

● Global News

- IMF, 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략 발표 28
- 싱가포르 통화감독청(MAS)의 ESG 펀드 공시 가이드라인 발표 30

투자 전략으로서의 ESG(1) : ESG 통합(Integration) 전략을 중심으로

한지혜 *

- ▶ ESG가 기업에게 상당한 재무적 영향을 미칠 수 있다는 인식이 전 세계적으로 확대됨에 따라 ESG 투자의 규모는 급속히 확대되고 있음
- ▶ 특히 ESG 투자 전략 중 투자 운용과 관련한 의사결정 전반에 걸쳐 ESG 요소를 반영하는 ESG 통합(Integration)에 대한 기관투자자의 관심이 증가하고 있어, ESG 통합과 관련한 주요 동향, 정의 및 적용 방안을 살펴봄
- ▶ ESG 통합의 적용 방안은 크게 1)운용 프로세스 전반에 ESG 통합 모델의 구축과 2)ESG 요소 통합 기법의 사용으로 구분되며, 해외 기관투자자는 다양한 ESG 통합 전략을 시도하고 있음
- ▶ 국내 기관투자자는 ESG 통합 전략의 내실있는 운영을 통해 향후 ESG 펀드 규제에 선제적으로 대응하고 ESG 투자의 투명성을 제고하는 것이 바람직함

들어가며 - ESG 투자에 대한 정의

- 오늘날 ESG 투자는 사회책임투자(Socially Responsible Investment), 책임투자(Responsible Investment), 지속가능투자(Sustainable Investment) 등과 같은 용어로 통칭되거나 때로는 임팩트 투자(Impact Investing)가 명확한 구분 없이 ESG 투자의 한 종류로 인식되기도 함
- 상기 투자 용어는 모두 ESG 관련 지표 및 방법론의 사용을 고려한다는 공통점을 가지나 궁극적인 투자 목표에서는 중요한 차이점이 있음
- 따라서 이러한 용어 혼용으로 인해 국내 자본시장에 참가하는 기관투자자와 다수 이해관계자가 자칫 'ESG 투자'에 내포된 차별적인 특성을 간과할 우려가 있음
- 이에 사회책임투자, 임팩트 투자와 구별되는 'ESG 투자'만의 특성이 무엇인지, 그리고 ESG 투자의 목적, 범주, 전략적 이행 방안 등을 명확하게 정의할 필요가 있음¹⁾

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

KCGS 사업본부 책임투자팀 선임연구원, jhhan@cgs.or.kr

1) 2020년 OECD가 발간한 "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges" 보고서 내용을 참조하여 사회책임투자, 임팩트 투자, ESG 투자, 책임투자 등 용어의 정의를 기술함

- 전통적인 사회책임투자는 종교적 가치관, 도덕적 신념 등의 윤리적·규범적 기준에 입각해 투자하는 방식으로 도입 초기에는 사회 운동적 성격이 강하였음
 - 사회책임투자는 1960~70년대 베트남 전쟁, 남아프리카공화국의 인종분리정책 등 사회적 사건과 맞물려 확산되었으며, 이는 투자를 통한 재무적 수익 창출보다 사회적·환경적 성과에 중점을 두는 방식이라고 할 수 있음
- 임팩트 투자의 경우 재무적 수익과 함께 긍정적이고 측정가능한 사회·환경적 영향을 창출하려는 목적으로 투자 대상을 선정하는 방식임
 - 임팩트 투자는 지속가능한 농업, 재생에너지, 소액금융 및 주택문제, 의료 및 교육 등 전 세계적 과제로 제시되는 이슈를 해결하기 위해 자본을 제공하는 투자이며, 투자자의 전략적 목표에 따라 재무적 수익의 범위는 시장 이하에서 시장 효율까지 다양하게 설정될 수 있음
- ESG 투자는 “재무적 요소와 함께 ESG 요소를 활용하여 투자 포트폴리오의 장기적인 수익을 높이고 위험을 관리하기 위한 투자 방식”이라고 정의할 수 있음
 - 사회책임투자에서는 윤리적·규범적 기준의 충족을 위해서라면 수익률의 희생을 감수할 여지가 있었지만, ESG 투자는 장기적 투자 성과의 극대화를 목적으로 한다는 점에서 분명한 차이가 있음
 - 또한 ESG 투자와 일반적인 투자는 재무적 위험을 감소시키거나 예상되는 재무적 수익의 증대에 중점을 둔다는 면에서 동일하나, ESG 투자는 비재무적 요소를 추가로 고려한다는 점에서 다름
- 한편, 책임투자는 사회적 책임의 이행보다는 타인의 자산을 관리·운영하는 수탁자로서의 책임을 강조하는 투자 방식으로, 투자대상기업의 중장기 가치 향상 및 고객의 중장기 이익을 고려하는 점에서 ESG 투자와 유사함
 - 이러한 개념은 2006년에 제정된 유엔 책임투자원칙(이하 PRI)에서 “ESG 문제가 투자 포트폴리오의 성과에 영향을 미칠 수 있고, 기관투자자는 수탁자 책임 범위 내에서 ESG 문제를 고려해야 한다”는 주장이 제기되면서 등장하였으며, 공적 연기금의 수익성과 공공성 조화 관점과 일치하며 책임투자 확산이 본격화됨
- 지속가능투자의 경우 ESG 투자와 마찬가지로 ESG 요소를 통합하여 장기적인 수익을 창출하는 것을 추구하는 투자 접근 방식이나, ESG 요소에 대한 접근 방향성에서 세부적인 차이가 존재함
 - ESG 투자는 “가치를 보호하기 위해 위험한 ESG 관행을 완화”하는 것을 추구하는 반면, 지속가능투자는 “가치를 향상시킬 수 있는 진보적인 ESG 관행을 채택”하는 것에 중점을 두고 있음²⁾

2) Bridges Fund Management(2015), “The Bridges Spectrum of Capital”; Definitions of sustainability, Robeco 홈페이지 (Sustainable Investing Glossary)

- 종합하면 ESG 투자는 목표 수익의 관점에서 전통적인 사회책임투자, 임팩트 투자와 차이가 존재하나, ESG 투자의 개념적 발전 과정을 고려할 때 ESG 요소를 고려한 모든 투자는 결과적으로 기업에게 사회적 책임의 이행을 유도한다는 공통점이 있음
- ESG 투자를 이해하는 데 있어 보다 중요한 것은 개별 ESG 요소의 특성에 의해서는 물론, ESG 요소를 어느 의사결정 단계에서 어떤 방식으로 고려할 것인지에 따라 투자 성과에 미치는 영향이 달라진다는 점임
 - 즉 ESG 요소의 활용 방식에 따라 ESG 투자 전략은 여러 유형으로 구분될 수 있으며, 해당 전략 유형들은 상호 배타적인 것은 아니고 운용 과정에서 다수의 전략이 복합적으로 사용되기도 함
- 이에 본 보고서에서는 주식 자산을 대상으로 한 ESG 투자 전략 가운데 가장 큰 비중을 차지하는 ESG 통합(Integration) 전략에 대해 소개하고자 함
 - 세부적으로는 ESG 통합 전략의 국내외 동향과 정의에 대해 살펴보고, 실무적으로 활용할 수 있는 구체적인 적용 방안과 관련 사례를 제시함으로써 기관투자자가 ESG에 부합하는 새로운 행동양식을 갖추기 위해 주목할 만한 점은 무엇인지를 검토하고자 함
 - ESG 통합 전략 이외에 다른 ESG 투자 전략에 대해서는 이후 발간될 책임투자 리뷰를 통해 소개할 계획임

ESG 투자 및 ESG 통합 전략 동향

- ESG 통합을 정의하기에 앞서 국내외 ESG 투자 및 ESG 통합 전략의 주요 동향을 살펴보고 국내 ESG 투자 시장 현황과 ESG 통합의 활용 수준을 점검하고자 함
- **(ESG 투자 동향)** 글로벌 ESG 투자 규모는 지속적으로 증가하는 추세이며, 국내의 경우 ESG 투자 시장이 전체 시장에서 차지하는 비중은 높은 편이라 보기 어려우나 투자 규모는 점차 커지고 있음
 - 글로벌지속가능투자연합(GSIA, Global Sustainable Investment Association)가 실시한 조사 결과, 2020년 기준 글로벌 ESG 투자 규모는 약 35.3조 달러로 ESG 투자 자산이 전체 운용자산(98.4조 달러)의 1/3 이상(35.9%)을 차지하는 것으로 나타나 해외에서는 ESG 투자가 주요한 투자 방식으로 활용되고 있다고 볼 수 있음³⁾
 - 국내 ESG 투자 규모는 한국사회책임투자포럼(KoSIF)에서 발간한 보고서에 따르면, 2021년 7월말 기준 우리나라의 ESG 투자 시장은 212조원 규모로 나타났고, ESG 공모펀드의 경우

3) GSIA(2021), "Global Sustainable Investment Review 2020"

2020년 말 기준 3조 818억 원(전체 공모펀드 규모 대비 1.1%)으로 2019년 말 기준 4,145억 원 규모에서 7배 이상 증가한 수치임⁴⁾)

- 특히 국내 연기금을 중심으로 ESG 투자 확대 계획이 발표됨에 따라 국내 기관투자자의 ESG 투자 활성화 및 관련 상품 출시는 지속될 것으로 전망됨
 - 2020년 11월 국민연금은 2022년까지 ESG 투자 기준을 적용하는 자산 규모를 전체 운용 자산의 50%까지 확대할 계획이라고 발표함⁶⁾
 - 공무원연금의 경우 지난 5월 '2022년 ESG경영 추진계획'을 발표하며 2026년까지 전체 투자규모의 50%까지 ESG 투자를 확대하겠다고 선언하였고, 사학연금도 같은 달 ESG 관련 투자 확대를 검토하겠다고 밝힘⁷⁾
 - 국내 주요 연기금의 2021년 운용자산 대비 ESG 투자 규모는 국민연금 13.7%, 공무원연금 5.0%, 사학연금 1.9%로, 2017년에 비해 많이 증가한 것으로 확인됨 ([표 1] 참조)

[표 1] 국내 연기금 운용자산 규모 대비 ESG 투자 비중

구분	2017	2018	2019	2020	2021
국민연금	1.1%	4.2%	4.4%	12.2%	13.7%
공무원연금	0.9%	1.2%	1.8%	3.9%	5.0%
사학연금	0.6%	0.8%	0.7%	1.5%	1.9%

출처: 한국책임투자포럼·모닝스타(2019), "한국 사회책임투자 시장현황 및 전망 2019"

주: 2020, 2021년의 경우, 각 기금 홈페이지, 보고서 등 공시자료를 토대로 산출함

- **(ESG 통합 전략 동향)** ESG 통합 전략을 적용한 전 세계 투자 규모는 약 25.2조 달러로 2018년 대비 25%, 2016년 대비 143% 성장률을 기록하며 꾸준히 증가하였음 ([그림 1] 참조)
 - 한 상품에 여러 ESG 투자 전략을 결합하는 경우가 늘어나고 있으나, 투자 전략 가운데 ESG 통합 전략을 가장 많이 사용하는 것으로 확인됨
 - 지역별로는 유럽을 제외한 모든 지역에서 ESG 통합 전략을 가장 많이 사용하며, 특히 일본은 기존 기업 관여 및 주주행동 전략에서 ESG 통합 전략으로 추세가 변화함⁹⁾

4) 한국사회책임투자포럼(2021), "2020 한국 ESG금융 백서 - 지속가능금융, 교차로에 서다"

5) 해당 보고서에서는 ESG투자는 "투자의사결정과정에서 기업의 재무적 요소와 더불어, ESG로 대표되는 비재무적인 요소를 고려하는 투자"로 정의되고 있음. 또한 해당 보고서에서 조사한 ESG 투자 규모는 주식뿐만 아니라 채권, 대체 투자 등 모든 투자자산군을 포함하고 있으며, ESG 공모펀드 규모도 주식, 채권 펀드를 모두 포함함

6) 국민연금, 2년내 운용기금 50% ESG에 투자, 매일경제, 2020.11.09

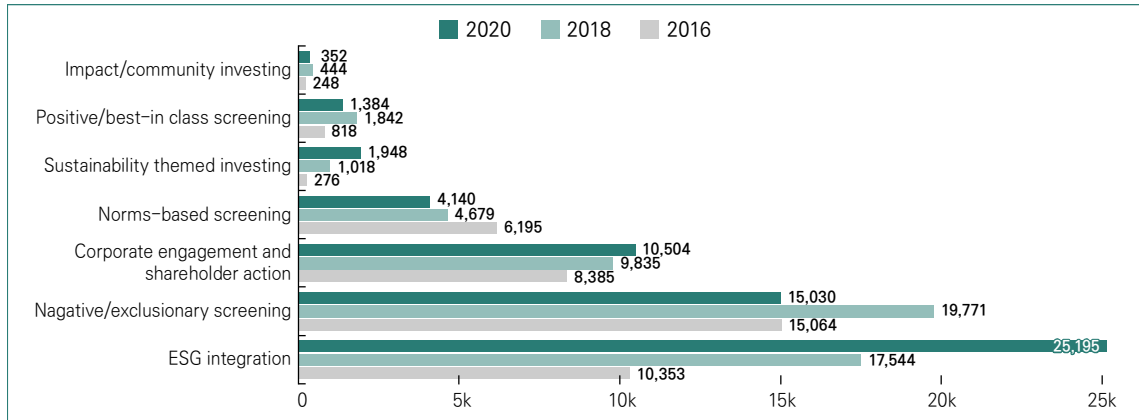
7) 공무원연금공단, 2022년 ESG경영 추진계획 발표, 공무원연금공단 홈페이지, 2022.05.09

8) 사학연금, ESG 경영 본격화 "ESG 관련투자 확대 검토 등", 사학연금 홈페이지, 2022.05.02

9) 유럽의 경우 ESG 통합 전략을 네거티브 스크리닝 전략, 기업 관여 및 주주행동 전략 다음인 3순위로 사용하고 있음

[그림 1] ESG 투자 전략별 성장 추이 2016-2020

(단위: 십억 달러)



출처: GSIA(2021), "Global Sustainable Investment Review 2020"

- 한편, 국내에서는 ESG 통합 전략이 비교적 최근에 도입되었으며, "ESG 요인 또는 평가정보를 투자에 활용한다"는 설명 외에 ESG 통합의 전략적 이행 방안을 구체적으로 설명한 사례를 찾아보기 어려움
- 연기금의 경우 자산운용지침(IPS)에 책임투자 원칙을 반영하여 "장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려"한다고 명시하고 있으며, 국민연금과 공무원연금공단은 일부 자산에 대해 ESG 통합 전략을 구사하고 있음¹⁰⁾
 - 국민연금은 2020년 11월 「국내주식 ESG 통합전략 가이드라인」을 수립하여 국내주식 직접운용자산에 ESG 통합전략을 적용하였고, 지난 7월 현재 ESG 통합 전략을 적용하는 자산군은 국내주식(직접/위탁운용)과 국내채권(직접운용)이며, 올해까지 해외주식(직접운용), 해외채권(직접운용)까지 점진적으로 적용할 것이라고 밝히며 그 적용범위를 확장하고 있음¹¹⁾
 - 공무원연금공단은 지난 6월 국내주식 직접운용자산 전체로 ESG 투자를 확대하며, 적극적인 ESG 통합전략 및 관여 전략을 동시에 구사할 예정이라고 밝힘¹²⁾
- 대부분의 국내 ESG 주식 펀드는 투자설명서에서 "기업의 전통적인 재무적 요소뿐만 아니라 ESG 등 비재무적 요소까지 고려한다"고 밝히고 있음
 - 세부적으로 공시된 투자전략을 살펴보면, 외부 평가기관 정보 또는 자체 ESG 평가체계를 활용하여 ESG 점수 및 등급을 산출해 포트폴리오 구성에 반영하는 것으로 확인되고 있어, ESG 통합 전략과 스크리닝을 병행하여 활용한다고 볼 수 있음¹³⁾

10) 국민연금기금운용지침, 공무원연금공단 금융자산운용지침, 사학연금 자산운용지침
 11) 국민연금 "향후 대표 소송 진행할 수도...전체 운용 자산 50% 이상에 책임투자 적용", 머니투데이, 2022.07.07
 12) 공무원연금공단, 국내 직접주식 전체로 ESG 투자 확대, 공무원연금공단 홈페이지, 2022.06.30
 13) 국내 ESG 펀드의 현황 및 특징 분석, 자본시장연구원, 이슈보고서 20-28

ESG 통합 전략에 대한 정의

- ESG 통합 전략이란 “기존 투자 운용 프로세스에 중대한 ESG 요소를 명시적·체계적으로 통합하여 반영하는 것”으로 정의할 수 있음
 - GSIA에서 제시한 ESG 투자 전략에 대한 정의에 따르면, ESG 통합 전략은 “투자 관리자가 재무 분석에 환경, 사회 및 거버넌스 요소를 체계적이고 명시적으로 포함”하는 것임¹⁴⁾
 - PRI의 경우 ESG 통합 전략을 “중대한 ESG 요소를 투자 분석 및 투자 결정에 명시적이고 체계적으로 포함”하는 것이라고 정의함¹⁵⁾

- 즉 필자의 견해에 따르면, ESG 통합 전략은 기관투자자가 운용 철학을 기반으로 구축해온 운용 방법 안에서 ESG 요인을 고려하는 방안을 모색하는 것으로, 엄격하게 선별/배제 기준을 수립하는 스크리닝 전략과 비교했을 때 실제적으로 무엇을(중대한 ESG 요소), 어느 단계에서(투자 운용 프로세스), 어떻게(명시적·체계적 통합) 활용하는지에 대한 보다 넓은 자율성과 유연성이 부여된다고 봄
 - 1) 중대한 ESG 요소: 기본적으로 ESG는 방대한 주제를 포함하고 있으며, 운용철학, 규제환경, 섹터 등 투자자의 관점에 따라 ESG 요소의 중대성(materiality)을 결정하는 기준이 수립됨
 - 2) 투자 운용 프로세스: 투자 운용 프로세스는 투자유니버스 결정, 투자대상기업 분석 및 평가, 포트폴리오 종목 선정, 포트폴리오 보유 비율 결정, 개별 펀드 적용 등의 포트폴리오 구성 단계는 물론, 포트폴리오 구성 이후 실제 운용 단계와 주기적인 모니터링(자료 수집 및 분석), 리밸런싱(re-balancing), 의결권 행사, 주주참여활동, 투자회수(Exit) 등 투자 활동 전반을 의미함
 - 3) 명시적·체계적 통합: ESG 요소 적용 범위, 평가 및 조정 방식 등의 차이가 존재할 수 있으나 앞서 언급한 투자 운용 프로세스 단계에서 구체적인 최적 ESG 요소를 선정해 사전에 승인된 방식에 따라 통합하는 것을 의미함

- 이에 기관투자자의 ESG 통합 전략에 대한 접근 방식을 분석한 보고서가 발표되기도 하며, 기관투자자는 스스로의 ESG 통합 전략 도입 환경을 파악하고 다양한 ESG 통합 기법을 고려하는 것이 중요함¹⁶⁾
 - IRRCi(Investor Responsibility Research Center Institute)는 70개 기관투자자의 ESG 투자 관행을 연구한 결과, ESG 통합 접근 방식을 관리(management), 리서치(research), 실행(application)의 3가지 차원으로 분류하고, 각 차원 내에서 차별화 요소를 통해 ESG 통합 전략을 사용한 투자 관행을 유형화하여 설명함([표 2] 참조)

14) GSIA는 ESG 투자 전략을 다음과 같이 7가지 유형 ①ESG 통합, ②포지티브 스크리닝(선별적 선택), ③네거티브 스크리닝(선별적 배제), ④규범 기반 스크리닝, ⑤기업 관여 및 주주행동, ⑥지속가능성 테마 투자, ⑦임팩트 투자로 구분함

15) UN PRI(2016), “A Practical Guide to ESG Integration of Equity Investing”

16) IRRCi(2017), “How Investors Integrate ESG: A Typology of Approaches”

○ 이러한 유형화는 ESG 통합의 방식이 투자자별로 상이하게 나타나고 있다는 사실을 뒷받침함

[표 2] ESG 통합에 대한 접근 방식

핵심 차원	내용	차별화 요소	예시
관리 (management)	조직 내 ESG 관련 역할 및 책임	a) 관리 집중화 수준	• ESG 분석 전담조직 설치 • 애널리스트 및 운용역이 ESG 분석 병행
		b) 통합 프로세스	• 경영진 선언/메세지 • 정례적 위원회 설치, ESG 보고 의무
리서치 (research)	ESG 정보 유형 및 ESG 분석 방식	a) 리서치 범위	• 개별 기업 단위 • 섹터, 지역 단위, 경제 전체 영향 요인 등
		b) ESG 정보 입력	• 정성적/정량적 정보 이용 • 외부 평가기관 활용/내부 자체 분석 실시
실행 (application)	투자 프로세스에 ESG 정보 및 분석 통합되는 방법과 시점	a) Top-down (하향식)	• 투자 유니버스 결정 시 반영 • 섹터 배분 결정 시 반영 등
		b) Bottom-up (상향식)	• 개별 기업가치 분석 단계 반영 • 포트폴리오 구축 단계 반영 등

출처: How Investors Integrate ESG: A Typology of Approaches, IRRCI, 2017

ESG 통합 전략의 적용 방안

- 2016년 PRI에서 발간한 「주식투자를 위한 ESG 통합 실용 가이드」 보고서에 따르면, ESG 통합 전략의 적용은 크게 운용 프로세스 전반에 반영되는 ESG 통합 모델을 구축하는 것과 투자 전략에서 ESG 요소를 통합하는 기법(techniques)을 사용하는 것으로 구분 가능함¹⁷⁾
- 이에 본 보고서는 해당 구분을 활용하여 ① ESG 통합 모델의 구축이라는 운용 프로세스 측면과 ② ESG 요소 통합 기법이라는 투자 전략 측면에서 ESG 통합 관련 내용과 사례를 제시함
- **(① ESG 통합 모델)** 우선 PRI는 ESG 통합 모델을 제시하며 4단계의 활동을 통해 기존의 운용 프로세스에 ESG 통합을 적용할 수 있다고 설명함
 - 1단계 정성 분석: 기업 공시 및 제3자 리서치 등을 통해 ESG 정보를 수집하고 투자대상기업에 영향을 미치는 중요한 ESG 요소를 식별
 - 2단계 정량 분석: 포트폴리오 또는 유가증권에 대한 중요한 재무 및 ESG 요소의 영향을 평가하고 평가 모델을 적절하게 조정
 - 3단계 투자 결정: 1단계와 2단계에서 수행된 분석을 토대로 효율적인 포트폴리오를 구성
 - 4단계 적극적 관여: 관여 활동의 결과로 수집된 추가 정보와 결과를 향후 투자 분석에 반영하여 후속 투자 결정에 활용

17) UN PRI(2016), "A Practical Guide to ESG Integration of Equity Investing"

- 이러한 ESG 통합 모델 구축은 ESG 통합 전략이 개별 기업가치 평가 또는 포트폴리오 단에서만 적용되는 것이 아니라, 전사적 차원에서의 중요한 투자 원칙으로 작용하는 것을 의미함
- (CASE 1) J.P. Morgan Asset Management의 경우, ESG Data and Research Working Group(이하 Working Group)과 Sustainable Investing Team이 함께 일반적인 투자 프로세스의 각 중요한 단계에서 ESG 통합 진행 상황을 평가하기 위해 10개 지표 프레임워크(10-metric framework for ESG integration)를 개발함([표 3] 참조)¹⁸⁾
- 해당 프레임워크는 각 투자 부서의 ESG 통합 적용 방식을 검증하는 데에 사용되며, 투자 부서는 ESG 통합을 승인받기 위해서 프레임워크 지표의 총점인 50점 중 최소 30점을 획득해야 하며, 1에서 5까지의 척도로 구성된 각 지표에 대해서는 최소 2점 이상을 받아야 하는 요건을 충족해야 함
 - 투자 부서가 제시된 임계값을 충족하지 못할 경우 다음 단계에서 이를 재적용하기 전에 Working Group과 필요한 개선 사항에 대해 논의해야하며, 임계값을 충족할 경우 해당 점수와 피드백 내용은 지속가능투자심의위원회(SIOC, Sustainable Investing Oversight Committee)에 제출되어 ESG 통합을 공식적으로 승인받게 됨
 - 이후 투자 부서는 승인받은 방식에 따라 ESG 통합을 적용해야하며, 관련 부서에서는 이를 정기적으로 모니터링함

[표 3] J.P. Morgan Asset Management: 10-metric framework for ESG integration

지표	하위 질문	
리서치 및 투자 관리	1. 리서치 애널리스트/투자 실사	<ul style="list-style-type: none"> • ESG 통합이 리서치 또는 투자 실사 프로세스의 필수적인 부분입니까? • 애널리스트는 ESG와 관련된 문제에 대해 기업과 협력하고 분석을 위해 ESG 정보를 활용하고 있습니까?
	2. 포트폴리오 운용 /투자 의사 결정 단계에서의 고려	<ul style="list-style-type: none"> • ESG는 투자 의사 결정 과정의 기본입니까? • ESG 요소가 포트폴리오의 재평가로 이어집니까? • 포트폴리오 매니저 및/또는 투자 위원회가 애널리스트의 ESG 분석에 대한 통찰력을 무시하거나 추가합니까?
	3. 제3자 ESG 데이터의 수준	<ul style="list-style-type: none"> • 독립적, 외부 또는 제3자 데이터가 ESG 분석에 통합됩니까? 이 데이터는 어떻게 사용됩니까? • 팀이 단일 데이터 소스에 의존하고 있습니까, 아니면 다른 제3자 데이터 소스를 활용하여 검증에 사용하고 있습니까?
	4. 자체 리서치 수행 수준	<ul style="list-style-type: none"> • 사용가능한 제3자 데이터와 관련하여 내부 리서치가 얼마나 수행되었습니까? 외부/타사 데이터에 대한 의존도가 높습니까? • 팀에서 생성한 ESG 점수의 증거가 있습니까? • 해당하는 경우, 팀은 ESG와 관련된 문제에 참여하기 위해 기업과의 미팅을 진행합니까?
	5. 기업/섹터 커버리지	<ul style="list-style-type: none"> • 팀은 ESG를 통합할 때 부문별 차이점을 고려하고 ESG 요소의 중요성에 대해 생각했습니까? • 그렇다면 팀은 이를 어떻게 구현하고 있습니까?

18) J.P. Morgan Asset Management(2022), "ESG integration at J.P. Morgan Asset Management"

지표		하위 질문
문서화	6. 통합 방법론의 문서화	<ul style="list-style-type: none"> ESG 통합 방법을 설명하는 문서가 있습니까? 특정 방법론이나 프레임워크를 활용하며 팀 내에서 공유하고 있습니까?
	7. 독자적인 데이터 및 리서치 방법의 문서화	<ul style="list-style-type: none"> 독자적인 데이터 및 리서치에 대한 문서가 있습니까? 이를 입증하는 사례 연구/예시가 있습니까? 지속적인 기업 참여가 프로세스의 일부이며 특히 강조된 중요한 ESG 요소에 대한 참여 활동과 관련하여 이를 어떻게 문서화합니까?
모니터링	8. 위험 관리 및 감독	<ul style="list-style-type: none"> 위험 관리 및 감독이 제대로 이루어지도록 ESG 통합 프로세스에서 역할과 책임이 명확하게 할당되어 있습니까? ESG 통합의 위험 관리 프로세스는 무엇입니까?
	9. 체계화	<ul style="list-style-type: none"> 전체 투자 체계에서 활용할 수 있도록 SpectrumTM과 같은 중앙 집중식 시스템을 사용하여 프로세스를 구현합니까? ESG 통합 정보는 제한된 사람들만이 아니라 팀 전체에서 공유됩니까?
	10. 지속적 모니터링 및 유지 보수	<ul style="list-style-type: none"> ESG 통합 모니터링은 어떻게 이루어집니까? ESG 통합의 개선 사항 및 개선 사항에 대해 논의할 포럼이 있습니까?

출처: J.P. Morgan Asset Management(2022), "ESG integration at J.P. Morgan Asset Management"

- 앞서 ESG 통합 모델의 단계적 활동으로 제시된 정성 분석(1단계)과 정량 분석(2단계)을 적절히 수행하기 위해서는 효율적인 분석 툴(tool)과 체계화된 시스템을 통해 ESG 요인을 적절하게 통합할 필요가 있음
 - (CASE 2) Hermes는 기업분석을 위해 10개의 외부 ESG 정보제공업체의 조사결과를 통합하는 ESG Dashboard을 개발하였으며, 해당 툴은 기본적으로 ESG 데이터에 대한 요약을 제공함¹⁹⁾
 - ESG Dashboard는 ESG 이슈에 대해 투자기업 간 비교가능한 맞춤형 보고서를 제공함으로써 투자 의사 결정 과정 중 ESG 분석결과를 적절히 통합할 수 있도록 활용하고 있음
 - 또한 ESG Dashboard의 주요 구성 요소인 QESG 점수는 13,000개 이상의 글로벌 상장사의 데이터를 보유하고 있으며, 동종업계 대비 ESG 위험 관리 및 ESG 등급 모멘텀 등을 상시 모니터링하고 있음
 - 그 외에도 Interactive Portfolio Snapshot, Carbon Footprint, Engagement Report 등 포트폴리오 수준의 ESG 분석 툴과 주주관여 부서(EOS)의 활동 내역을 포함하고 있음
- 4단계 적극적 관여와 관련하여 BlackRock의 ESG 통합 사례를 들 수 있는데, 주주 관여 활동을 장기적인 성과에 영향을 미치는 ESG 요소에 대한 피드백을 제공하거나 우려 사항을 알리는 핵심 메커니즘으로 활용하고 있음
 - (CASE 3) BlackRock은 매년 주주관여 우선순위를 시장에 공개하고 있으며, 이러한 우선순위 이슈에 집중한 기업은 장기 재무적 수익을 극대화할 수 있는 역량이 제고될 것이라고 주장함²⁰⁾

19) Federated Hermes(2021), "Federated Hermes ESG integration"

20) BlackRock(2022), BlackRock Investment Stewardship - Engagement Priorities

- BlackRock의 우선순위 이슈는 기업, 시장 발전, 변화하는 고객 및 사회적 기대 등에 대한 분석을 기반으로 선정되고 있으며, 관여의 결과를 Aladdin 플랫폼을 통해 액티브 투자 부서와 공유하고 있음
- 특히 인덱스 펀드에게는 보유 자산을 매각할 수 있는 옵션이 없기 때문에 해당 상품 유형에서는 관여 활동이 상당히 중요한 ESG 통합 전략으로 활용되고 있다고 함
 - 2022년의 주주관여 우선순위 주제는 총 5가지로 이사회 리더십 및 효율성, 기업 전략 및 자본배분, 장기 성과 연계 인센티브, 기후 및 환경자본, 인적자본 관리이며, 대부분 ESG와 관련한 이슈임
 - 또한 우선순위로 선정된 ESG 이슈별로 기업에게 기대하는 핵심성과지표(KPIs)를 제시하고 있는데, 이는 BlackRock이 주주관여 활동을 통해 해당 이슈에 관한 기업의 입장뿐만 아니라 성과관리 방식까지 구체적으로 점검하고 있음을 의미함
- (② ESG 요소 통합 기법) 투자 전략에 ESG 요소들을 통합하는 다양한 기법이 있는데, PRI는 펀더멘탈 전략, 퀀트 전략, 스마트베타 전략, 패시브 및 강화 패시브 전략 등 4가지 방안을 제시함 ([표 4] 참조)

[표 4] ESG 통합 기법

구분	설명
펀더멘탈 (fundamental) 전략	• 전통적인 기업가치 평가 방법의 변수에 ESG 요소를 반영하는 방식으로, 투자대상기업과 관련된 ESG 요소의 영향을 분석하여 수익, 영업비용, 자산 장부가, 자본지출, 현금흐름 등 예상재무수치 또는 기업가치모형을 조정하는 전략
양적(quantitative) 또는 체계적(systematic) 전략	• ESG 요소와 가치, 규모, 모멘텀, 성장 및 변동성 등 재무적 지표와의 통계적 관계를 기반으로 퀀트 모형(quant model)의 리스크 요인(risk factor)에 ESG 요소를 추가하여 포트폴리오 제외 또는 비중을 조정하는 방식
스마트베타 (smart beta) 전략	• ESG 평가점수, 평가등급 등 ESG 요소를 활용하여 포트폴리오 구성 가중치를 산출하거나 최적화 기법을 통해 포트폴리오를 구성하는 방식
패시브(passive) 및 강화 패시브(enhanced passive) 전략	• 전체적인 ESG 리스크 프로파일, 또는 특정 ESG 리스크에 대한 노출을 검토하여 구성된 인덱스를 추종(패시브)하거나, • 기존 지수구성 종목을 투자자가 자체적으로 ESG 하방 위험 관리를 목적으로 조정(강화 패시브)하는 전략임

출처: UN PRI(2016), "A Practical Guide to ESG Integration of Equity Investing"

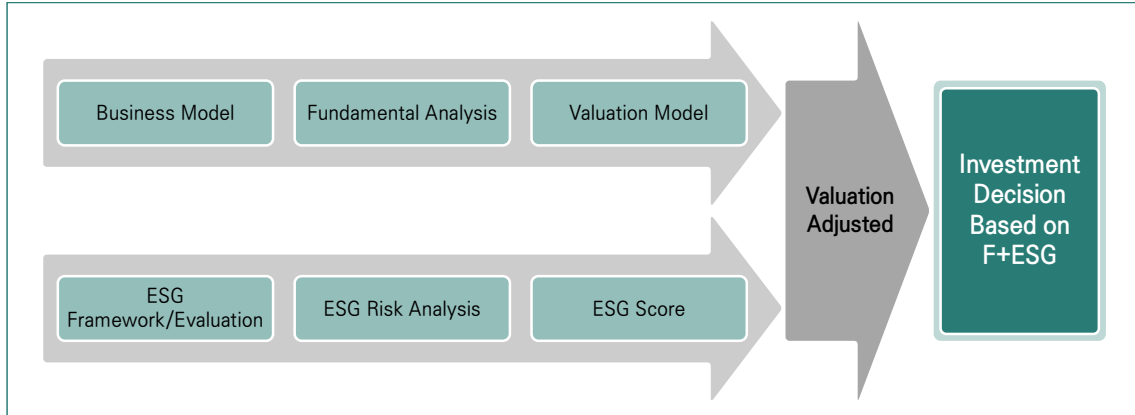
- 이 가운데 펀더멘탈 전략이 가장 활발하게 사용되고 있으며, 이는 기존 기업가치 평가 방법을 토대로 ESG 통합 기법 적용이 용이하기 때문임
- 투자자 입장에서는 다른 전략과 비교하였을 때, 통합하는 ESG 요소의 내용과 통합 강도 등을 조절함으로써 전체 포트폴리오에 미치는 영향을 상대적으로 쉽게 파악할 수 있음

- 이에 대표적인 기업가치 평가방법인 1) 현금흐름할인법(DCF, Discounted Case Flow)과 2) 상대가치평가법(Multiple)에 ESG 통합 전략을 사용하는 방안을 간단히 살펴보고 관련 사례를 제시함²¹⁾
- **(현금흐름할인법)** 기업의 미래 현금흐름을 예상하고, 해당 현금흐름이 가지고 있는 위험수준을 반영한 할인율을 적용해 현재가치화한 금액으로 기업 가치를 산정하는 방식으로, 다음의 접근 방식 중 하나를 택해 ESG 통합 전략을 사용할 수 있음
 - 1) **자본비용(할인율)의 조정:** ESG 평가결과에 따라 할인율을 조정하는 것으로, 낮은 ESG 점수를 받은 기업일수록 평균적으로 더 높은 위험 프로필을 갖게 되어 DCF에서 더 높은 할인율을 반영해야 한다고 주장할 수 있으며, 적정 조정 수준에 대한 논의가 필요함
 - 2) **미래 현금흐름 조정:** 매출액, 영업비용, 감가상각비용, 설비투자 등 주요 재무제표 항목에 ESG 요소로 인한 위험과 기회의 영향을 반영하는 것으로, ESG 정보일 경우 정량화 방식에 대한 고민이 필요함
- **(상대가치평가법)** 유사 기업 또는 동종기업과 수치 비교를 통해 기업 가치를 상대적으로 표현하는 방식으로, PER(Price Earning Ratio), PBR(Price to Book-value Ratio), PSR(Price Sales Ration), EV/EBITDA 등과 같은 시장 지표를 활용함
 - ESG 통합 전략을 사용할 경우 PBR, PER 등을 기준으로 필요한 조정을 한 이후, ESG 평가결과에 따라 프리미엄 또는 디스카운트 하는 방안이 있음
 - 적용 프로세스 자체는 단순하나, 할인율의 조정과 마찬가지로 ESG 평가결과에 따른 적절한 프리미엄과 디스카운트의 조정 수준에 대한 의사결정이 필요하며 이중 반영 가능성에 유의해야함
- **(CASE)** E Fund Management는 펀더멘탈 전략을 사용하여 환경규제에 따른 밸류에이션 조정을 실시하였으며, 해당 과정에서 활용한 ESG 이슈 분석 방법을 설명하고 실제 적용 사례를 제시함²²⁾
 - 우선 E Fund Management는 펀더멘탈 분석과 ESG 평가를 개별적으로 진행한 후, 밸류에이션 조정 단계에서 통합하고 있으며, ESG 이슈에 대한 분석 방법은 다음의 3단계로 구성됨(그림 2 참조)

21) Bos J.(2014), "Using ESG Factors for Equity Valuation", CFA Institute Magazine

22) CFA Institute(2018), "Guidance and Case Studies for ESG Integration Equities and Fixed Income"

[그림 2] E Fund Management: 펀더멘탈 분석과 ESG 평가의 결합



출처: CFA Institute(2018), "Guidance and Case Studies for ESG Integration Equities and Fixed Income"

- 1) **분석 프레임워크 개발:** 환경성과 분석을 위해 전체 ESG 프레임워크에서 환경보호를 중심으로 4가지 요소를 구성함
 - 산업 관련 환경 위험 및 기업에 대한 영향
 - 기업의 환경리스크 대응전략 및 자원관리 품질
 - 환경 보호 장비에 대한 투자 및 자원 사용의 효율성
 - 현지 부정적인 뉴스 및 규제 위반 내역을 포함한 환경 문제 관련 기업의 이력 등
 - 2) **환경성과 평가 및 점수 스코어링:** 애널리스트와 포트폴리오 매니저는 앞서 개발한 프레임워크를 평가 지침으로 활용하여 환경성과를 정량적 점수로 환산함
 - 3) **환경 점수에 따른 밸류에이션 조정:** 애널리스트와 포트폴리오 매니저는 환경 점수를 토대로 밸류에이션 조정을 검토하고, 포트폴리오 매니저는 다음의 3가지 조정 기술을 활용해서 밸류에이션 조정 및 투자 의사 결정을 진행함
 - 동종업계 대비 환경 점수와 비교하여 주가수익률(P/E)에 대한 목표 가격 조정
 - 환경보호 관련 예상 투자비용과 관련된 비용 가정 조정
 - 환경 리스크 프리미엄의 영향을 받는 요구수익률 또는 할인율 조정
- E Fund Management가 앞서 제시한 ESG 이슈 분석 방법을 적용하여 실제 밸류에이션을 조정한 사례의 내용은 다음과 같음
- E Fund Management는 중국 내 화학 산업에서 유사한 비즈니스 모델과 재무적 성과를 보유한 두 회사(Y Chemical, H Corporation)에 대한 분석을 수행함
 - 분석 프레임워크에 따라 실시한 평가 결과, 두 회사 모두 전반적으로 환경위험에 대한 노출 수준이 높고 환경성과가 낮은 것으로 확인되었으며 최종적으로 Y Chemical이 9점, H Corporation이 5점으로 평가됨

- 당시 예상 환경보호 관련 투자비용을 추정하는 데 사용할 수 있는 신뢰할 수 있는 방법이 없었으므로, H Corporation에 대한 낮은 기대 수익치를 반영하기 위해 목표 P/E를 조정하기로 하였으며, 업계 평균인 23.7 P/E에서 20 P/E로 할인된 목표로 설정함
- 이를 E Fund Management의 밸류에이션 모델에 적용한 결과, H Corporation의 예상 실적이 마이너스 수익으로 나타나며 H Corporation은 투자할 가치가 없는 것으로 결정됨

마치며

- 전 세계적으로 ESG 투자 규모가 증가하고, 투자자들이 새로운 투자 전략을 탐색하는 시점에서 국내 자본시장에 참여하는 기관투자자와 이해관계자가 ESG 투자와 ESG 요소를 활용한 투자 전략을 명확히 이해하는 것은 중요함
 - 이에 본 보고서에서는 ‘ESG 투자’의 개념과 특성을 명확히 정의하고, ESG 투자 전략 중 가장 널리 활용되는 ‘ESG 통합 전략’에 대해 소개하였음
- ESG 투자는 장기적 투자 성과의 극대화에 목적으로 하고 있으므로, ESG 통합 전략을 적용하는 데 있어서 가장 중요한 점은 개별 ESG 요소의 특성을 구별하는 것임
 - 자율성, 유연성으로 대표되는 ESG 통합 전략의 특성상 ESG를 단일한 개념으로 판단하려는 시도는 한계가 있으며, ESG 요소 간 영향의 차이를 고려하지 않는다면 오히려 ESG 통합 전략으로 인한 투자 성과가 감소할 우려가 있음
 - 이에 기관투자자는 ESG와 ESG 통합 전략에 대한 단순한 접근을 지양하고, 각 기관의 운용 철학 하에 마련된 투자 운용 프로세스 내에서 구체적인 ESG 요소 통합 방안을 마련하는 것이 바람직함
- 또한 본 보고서에서는 ESG 통합 전략의 적용 방안을 크게 1)전사적인 운용 과정에서의 통합과 2)개별 포트폴리오 단위의 투자 전략 자체로의 통합으로 구분하였으나, 실제 사례를 통해 ESG 통합은 복합적이고 매우 다양한 형태로 나타날 수 있음을 확인함
 - 이에 ESG 통합 전략에 대한 명확한 설명이 부족할 경우, 위탁운용사 선정 및 ESG 펀드 투자 과정에서 최적의 의사결정이 어렵게 되며, 이는 중장기적으로 국내 ESG 투자 활성화에 장애요인이 될 우려가 있음
- 최근 각국의 금융당국에서 ESG 펀드와 관련한 ESG워싱(ESG washing), 그린워싱(green washing) 규제 움직임이 나타나고 있으므로, 국내 기관투자자 또한 ESG 투자 및 ESG 통합 전략 적용 과정에서 주의를 기울일 필요가 있음

- 지난 5월 BNY멜론 투자자문(BNY Mellon Investment Adviser)은 허위 ESG 투자정보를 기재한 혐의로 미국증권거래위원회(SEC)로부터 벌금 150만 달러(한화 약 18억 원)를 부과 받음²³⁾
 - SEC는 이러한 그린워싱을 방지하고자 ‘ESG 투자상품 공시 규정안’과 ‘ESG 펀드 명칭 규칙 개정안’을 발표하였으며, 공시 규정안에서 SEC이 제시한 3가지 유형별로 ESG 펀드 설계 절차와 방법론을 구체적으로 명시할 것을 요구하고 있음²⁴⁾²⁵⁾
 - 한편, 금융감독원은 올해 2월 발표한 ‘2022년도 금융감독원 업무계획’에서 ESG 관련 공시 체계 검토와 더불어 ESG를 표방하는 펀드의 포트폴리오 구성 등 투자전략에 대한 심사를 강화하고 테마검사 등을 통해 사후점검을 실시할 계획을 밝힌 바 있음²⁶⁾
- 따라서 기관투자자는 ESG 통합 전략에 대해 보다 체계적으로 접근할 필요가 있으며, 자본 시장에 참여하는 이해관계자들이 ESG 통합 수준을 합리적으로 판단할 수 있는 정보를 선제적으로 공개하는 것이 바람직할 것으로 사료됨
- 현재 ESG 통합 전략을 사용하며 관련 상품을 운용·판매하고 있는 자산운용사는 ESG 통합 전략의 목적, 범주, 강도 등 이행 방안의 적정성을 종합적으로 검토할 필요가 있음
 - 향후 ESG 통합 전략 사용을 고려하는 투자자의 경우에는 본문에서 제시한 해외 기관투자자의 사례를 참고하여 구체적이고 객관적인 ESG 통합 전략 체계를 구축함으로써 사전적으로 ESG 상품 및 투자 과정 전반의 투명성을 제고하는 것이 요구됨
 - 이러한 노력을 통해 국내 자본시장에서 ESG 통합 전략이 지속가능한 ESG 투자 전략으로 사용되고, 바람직한 ESG 투자 관행이 정착되길 기대함

23) SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations, U.S Securities and Exchange commission, 2022.05.23.

24) SEC Proposes Rule Changes to Prevent Misleading or Deceptive Fund Names, U.S Securities and Exchange commission, 2022.05.25.

25) SEC Proposes to Enhance Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices, U.S Securities and Exchange commission, 2022.05.25.

26) 2022년도 금융감독원 업무계획, 금융감독원, 2022.02.14.

국내외 공적연기금의 ESG 투자 현황

장영민 *

- ▶ 국내외 공적연기금은 유니버설 투자자(Universal investor)로서 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위한 전략으로 ESG 투자를 활용하고, 각국의 연금법 및 스투어드십코드 등 연성규범이 ESG 투자 이행의 기반이 됨
- ▶ ESG 투자에 있어 자본시장의 방향을 가늠하고 대응하기 위해 자산규모가 크고 책임투자 이행수준이 비교적 높은 국내외 공적연기금 6개(일본 GPIF, 대한민국 NPS, 네덜란드 ABP, 미국 CalPERS, 캐나다 CPP, 호주 AustralianSUPER)의 ESG 투자 현황을 살펴보고자 함

검토 배경

- 공적연기금을 비롯한 투자자들의 활발한 책임투자¹⁾ 이행으로 ESG가 강조되고 ESG 정보를 적극 활용하는 ESG 투자가 주류로 편입됨
 - 책임투자를 대표하는 글로벌 이니셔티브 PRI(Principle for Responsible Investment)가 2006년에 ESG를 투자 결정과 자산 운용에 고려한다는 원칙을 발표하고 같은 해에 63개의 투자자(총 운용자산 6.5조 달러)들이 이에 서명 및 참여했으며, 2021년 기준 서명기관 수 3,826개(총 운용자산 121.3조 달러)로 증가함²⁾
 - 2008년 미국발 글로벌 금융위기 이후 기관투자자들의 수탁자 책임 이행이 강조되면서 정부 또는 기관투자자들이 스투어드십코드³⁾를 도입함에 따라 투자자들은 투자대상을 주기적으로 점검하고 필요 시 주주관여 등의 주주활동을 해야 함
- 국내외 공적연기금은 장기적으로 안정적인 수익성 성과를 내기 위해 전략적으로 ESG 투자를 활용하는 추세로 이는 점차 확대될 것으로 보임
 - 2022년 초 기준 PRI에 참여하는 자산보유자(Asset owner)⁴⁾는 약 700개로 매년 약 15%씩 증가하고 있으며 그 중 35%가 공적연기금에 해당됨⁵⁾

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

KCGS 사업본부 ESG사업팀 연구원, jym@cgs.or.kr

1) 본고에서 언급되는 책임투자는 ESG 투자를 포함하는 광의의 개념이며 '투자자가 수탁자 책임을 성실하게 이행하는 다양한 형태의 투자'임. ESG 투자는 책임투자보다 협의의 개념으로 'PRI가 제시하는 ESG 통합, 주주권행사 등의 실제 투자전략'으로 본고에서 사용됨.

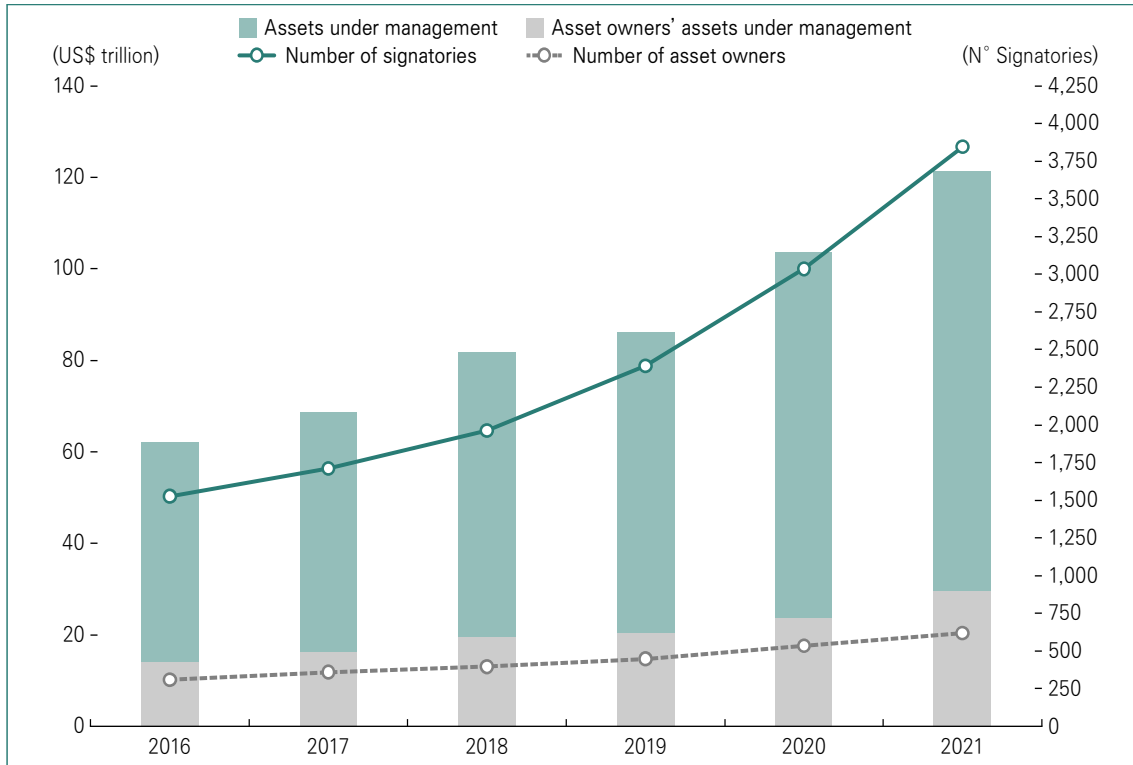
2) PRI 홈페이지

3) 타인의 자산을 관리, 운용하는 수탁자로서 책임을 다하기 위해 이행해야 할 세부 원칙과 기준으로 각 국가별 스투어드십코드 내 세부 내용은 차이가 있음

4) PRI 서명기관은 자산보유자(Asset owner), 운용사(Investment manager), 서비스 제공자(Service Provider)로 구성됨

5) PRI, Inside PRI data : Asset owner action, 2022.

[그림 1] PRI 서명기관 중 자산보유자(Asset owner) 증가 추이



출처: Inside PRI data : Asset owner action, PRI

- 세계 각국에서 도입되는 ESG 정보공개 규제는 투자기업의 ESG 관련 정보 활용을 가능하게 함으로써 공적 연기금의 ESG 투자는 더욱 탄력을 받게 될 전망이다
- 공적연기금의 투자를 이해함으로써 자본시장의 방향을 가늠하고 대응할 수 있기에 공적연기금의 ESG 투자 현황을 살펴보고자 함

공적연기금의 ESG 투자 목적 및 배경

- 공적연기금은 유니버설 투자자(Universal investor)로서 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위한 전략으로 ESG 투자를 활용함
- 패시브 투자 전략⁶⁾을 구사하는 자산운용사 또는 대형연기금은 분산된 포트폴리오를 장기간 투자 및 보유하는 유니버설 투자자로 특정 기업의 성과에 의존하는 것이 아니라 산업 전반에 걸쳐 여러 기업을 투자함으로써 시장 전체에 투자한다고 볼 수 있음⁷⁾

6) S&P 500, KOSPI 200 등 시장 지수를 추종하여 시장 수준의 수익을 추구하는 운용 전략

7) PRI, UNEP Finance Initiative. Universal Ownership - Why environmental externalities matter to institutional investors, 2011.

- 유니버설 투자자는 분산된 포트폴리오를 통해 특정 기업으로 인해 발생하는 비체계적 위험⁸⁾을 제거 및 축소할 수 있으나, 기후변화 등 전체 시장에 영향을 주는 체계적 위험⁹⁾에 노출되어 있음
- 일반적으로 체계적 위험은 분산투자를 통해 회피할 수 없는 위험으로 인식되어 왔으나, 최근에는 체계적 위험을 완화하여 전체 시장의 위험 및 수익을 개선하는 투자 전략이 더욱 중요해지며 그 대안으로 ESG 투자가 제시됨¹⁰⁾
 - 특히 유니버설 투자자는 투자대상이 광범위하기 때문에 특정 투자 대상의 부정적인 외부 효과(Externalities)가 타 투자 대상에도 영향을 미칠 가능성이 크며 이는 전체적인 투자 수익에도 영향을 주게 됨¹¹⁾
 - 예를 들어 목재나 물 등 천연자원 고갈 및 오염을 외부화하는 기업은 타 기업 또는 타 산업의 원자재 조달 비용을 증가시킬 수 있기 때문에 전체 포트폴리오의 이익을 위해 유니버설 투자자는 해당 기업의 이익 감소를 단기적으로 감내하고 천연자원 고갈 및 오염 문제를 개선할 유인이 발생함¹²⁾
- 세계 각국의 연금법 및 연성규범 상 책임투자 관련 사항은 공적연기금의 ESG 투자 이행의 근거가 됨

〈표 1〉 연기금 대상 책임투자 관련 법제도 보유 국가

<p>호주, 오스트리아*, 벨기에, 브라질, 캐나다*, 덴마크*, 핀란드*, 프랑스, 독일, 그리스*, 아일랜드*, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이*, 폴란드*, 포르투갈*, 남아프리카공화국, 대한민국*, 스페인*, 스웨덴*, 영국</p> <p>* 일부 연기금에만 적용되거나 제도 추진 중인 국가</p>
--

출처: Global Guide to Responsible Investment Regulation, PRI, MSCI

- 유럽권 일부 국가에서는 연기금의 책임투자 관련하여 법제 정비를 실시함
 - 영국은 2000년 연금법을 개정하여 ① 투자종목의 선택, 보유, 매각에 있어 사회, 환경 및 윤리의 고려 여부 및 고려 정도, ② 투자에 부수하는 권리(의결권 등)의 행사 규정 방침을 공시하도록 함¹³⁾

8) 시장 변동이 아닌 자산 그 자체의 고유한 성격에 의해 발생하는 가격변동 위험으로, 특정기업에만 영향을 미치는 요인인 경영성과, 재무구조 등 요인에 의해서 발생하여 개별기업에만 제한적으로 영향을 미침

9) 모든 자산에 공통적으로 영향을 미치는 경기변동, 물가상승, 정부정책, 이자율 등 요인으로 자산 가격 변동이 발생하는, 즉 시장 전체에 영향을 주는 위험으로 최근에는 기후변화와 같은 비재무적 위험도 함께 고려됨

10) Jim Hawley and Jon Lukomnik, The Long and Short of It: Are We Asking the Right Questions? Modern Portfolio Theory and Time Horizons, 2018.

11) PRI, UNEP Finance Initiative. Universal Ownership - Why environmental externalities matter to institutional investors, 2011.

12) Susan N. Gary, Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration, 2019.

- 네덜란드는 2014년 연금법 개정을 통해 연기금별 투자정책이 환경과 기후변화, 인권 등을 어떻게 고려하고 있는지 연차보고서 상 공개하도록 함¹⁴⁾
- 북미권 국가는 주 차원에서의 법제도로 인해 해당 주에서 운용되는 연기금에 대한 책임투자 관련 규제가 있으나 유럽과 같이 국가 차원에서 의무화하지 않고 자발적으로 스튜어드십코드를 도입하는 등 비교적 자유로운 움직임을 보임
 - 캐나다 온타리오주의 연금수익법은 온타리오주에 등록된 연기금의 투자정책에 ESG 관련 요인이 정책 및 절차에 어떻게 통합되는지에 대해서 명시하도록 하고 이를 공개하도록 함¹⁵⁾
 - 미국은 2017년 미국 내 기관투자자 연합인 ISG(Investor Stewardship Group)가 스튜어드십 코드 도입을 밝히며, ISG 회원인 캘리포니아 교원연금(CalsTRS), 워싱턴주 투자위원회, 블랙록, 뱅가드 등이 함께 스튜어드십코드 도입에 동참함¹⁶⁾
- 아시아권 국가는 연기금 대상 책임투자를 의무화하는 규정은 없으나 주요국에서 스튜어드십 코드를 도입함
 - 2010년 영국에서 최초 스튜어드십코드 도입 이후 홍콩, 인도, 일본, 싱가포르, 한국, 대만, 태국 등 여러 아시아권 국가들에서도 도입한 바 있음¹⁷⁾

세계 각국 연기금의 ESG 투자 현황

- 자산규모가 크고 책임투자의 이행 수준이 비교적 높은 6개의 공적연기금을 선정하여 ① 책임 투자 관련 정책, ② ESG 투자 전략, ③ 위탁운용의 책임투자(위탁운용사 선정 및 모니터링 등)을 살펴봄
- 세계 최대 규모 연기금인 **일본 후생연금기금(이하 GPIF, Government Pension Investment Fund)**은 ESG 고려 등 수탁자 책임 이행 여부를 포함하여 2017년 투자원칙을 개정했으며, 투자원칙에 따라 모든 자산군의 투자 프로세스에 ESG를 적용하고 있음¹⁸⁾

〈표 2〉 GPIF 투자원칙 중 책임투자 관련 내용

By fulfilling our stewardship responsibilities (including the consideration of ESG (Environmental, Social, and Governance) factors), we shall continue to maximize medium- to long-term investment returns for the benefit of pension recipients.

출처: Investment Principles, GPIF

13) 안세룡, 임병권, 강수미, 국내외 소셜본드 현황 분석, 2019.

14) Overheid.nl 홈페이지

15) PRI, MSCI, Global Guide to Responsible Investment Regulation, 2016.

16) 배미정, 'ISG, 스튜어드십코드 도입...美 기관들 속속 동참 나서', 매일경제, 2017.05.15.

17) 한국사회책임투자포럼, 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점, 2018.

18) GPIF, RI Transparency Report 2020

- (정책) GPIF는 2017년 수탁자 책임 원칙(Stewardship Principles)과 의결권 행사 원칙(Proxy Voting Principles)을 제정하여 본격적으로 책임투자를 이행해 옴
 - GPIF는 위탁운용사를 적용대상으로 하여 지배구조, 이해상충 관리, 수탁자 책임 정책, 투자 과정에 있어 ESG 통합, 의결권 행사 등에 대한 원칙을 제시하고 있으며, 위탁운용사는 원칙준수 예외설명(Comply or Explain)에 따라 원칙을 적용함
 - 수탁자 책임 원칙 이외에 별도의 의결권 행사 원칙을 제정했으며, 위탁운용사는 이에 따라 의결권을 모두 행사하고 행사 시 ESG를 고려해야 함
 - (전략) GPIF는 전체 자산군을 모두 위탁하여 운용하고 있으며, 위탁운용사 선정 및 모니터링 과정에서 책임투자를 적용하는 방식으로 ESG 투자를 이행함
 - 전 자산군을 위탁하기 때문에 GPIF는 벤치마크를 설정하고 위탁운용사의 정보공개에 더욱 중점을 두고 있으며 다양한 ESG 관련 이니셔티브와 활발하게 협업함
 - (위탁운용) GPIF는 위탁운용사 선정 시 운용사의 투자정책, 투자 운용 프로세스, 운용조직 및 인력을 평가하며, 투자 운용 프로세스 평가 시 ESG 통합을 가장 중요하게 고려하여 2019년에는 ESG 통합 평가 기준을 수립함¹⁹⁾
 - 선정된 위탁운용사는 일본 스튜어드십 코드를 도입하고 PRI에 가입하는 등 책임투자의 적극적인 이행이 필요하며 수탁자 책임 활동(의결권 및 주주관여 등)을 GPIF에 보고하도록 함
- 세계 3대 연기금이자 국내 연기금 중 책임투자 이행수준이 높은 **국민연금기금(이하 NPS, National Pension Service)**은 2006년 책임투자형 위탁펀드 운용을 시작하여 2015년 국민연금법 개정을 통해 본격적으로 책임투자 활동을 확대해 옴
- (정책) NPS는 2018년 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」을 제정하고, 이에 따라 책임투자 및 주주권 행사의 기준 및 방법 등에 관한 사항을 규정한 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」을 제정함²⁰⁾
 - 「수탁자 책임 활동에 관한 지침」에서 투자대상의 ESG 등 비재무적 요소를 고려할 수 있음을 명시하고, 주주권 행사 대상, 국내·해외주식 의결권 행사 세부기준, 중점관리사안 선정기준 등을 세부적으로 제시함
 - (전략) NPS는 국내주식 직접운용자산을 대상으로 재무적 요소와 ESG 등 비재무적 요소를 함께 고려하는 ESG 통합전략을 적용하고 주주활동을 진행하며, 해외주식은 의결권 행사만 하고 있음²¹⁾
 - NPS는 국내주식 대상으로 기금 특성을 반영한 ESG 평가체계를 마련하여 연 2회 평가를

19) GPIF, ESG Report 2020

20) 국민연금기금운용본부 홈페이지

21) NPS, 2020 국민연금기금 수탁자 책임 활동 보고서

- 실시하고 있으며 해당 결과를 직접운용 시 투자의사결정 과정에서 고려함
- 현재 국내주식 직접운용자산에 적용하는 ESG 통합전략의 적용대상을 해외주식 및 채권으로 확대할 계획이며, 탈석탄 선언을 함으로써 투자제한 전략(네거티브 스크리닝, Negative Screening)을 도입하여 단계적으로 실행할 예정임
 - (위탁운용) 위탁운용자산 중 책임투자 이행을 요구하는 대상은 국내주식 책임투자형 위탁펀드이며, 선정 시 운용 매니저의 책임투자 관련 전문성, 책임투자 전략 및 프로세스, 책임투자형 투자지침 준수여부 등을 평가 시 고려함
 - 2020년 11월부터 위탁운용사에게 책임투자 관련 운용보고서의 제출을 의무화하고 이를 모니터링에 활용하고 주로 지침의 준수여부, 전략의 이행여부 및 이행사례 등을 확인함²²⁾
 - 추후에는 국내외 주식 및 채권 위탁운용사 선정 시 책임투자 정책 및 지침의 보유여부에 따라 가점을 부여하고, 자산군 특성 및 중소 위탁운용사를 고려한 가점 체계를 마련하여 2022년부터 시행할 계획임²³⁾
 - 모니터링 대상을 기존 국내 주식 책임투자형 위탁펀드에서 국내외 주식 및 채권 위탁운용사 전체로 확대하고 책임투자 보고서 제출을 의무화하여 모니터링 결과에 반영할 예정임²⁴⁾
 - 공공 및 교육 부문 근로자에 대한 8개의 연기금을 통합 관리하는 **네덜란드 공적연금 ABP (Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds)**는 2015년부터 책임투자를 시작했으며, 현재 전체 자산군을 대상으로 책임투자를 적용하고, 자회사 **APG(All Pension Group)**에서 기금운용 및 책임투자를 담당함
 - (정책) ABP는 책임투자의 목적 및 방식, 목표 등 전반적인 내용을 담은 책임투자 관련 정책을 2015년에 제정한 이후 5개년도 단위로 개정함
 - 2020년 초 개정한 책임투자 정책²⁵⁾에 따르면 ABP는 향후 2025년까지 기후변화 및 신재생 에너지로의 전환, 천연자원의 보존, 디지털화에 주력할 예정이며 이는 UN 지속가능개발 목표와 일치함
 - 인권과 기업지배구조는 ABP는 투자 시 기본적으로 고려하는 요소이며, 위 언급한 ABP의 목표에 부합하는 투자 이행을 위해 세부 정책(Inclusion Policy, Exclusion Policy, Stewardship Policy, Voting Policy)을 제정한 바 있음
 - (전략) ABP의 기금운용 부문을 담당하는 자회사 APG는 「Inclusion Policy」에 따라 투자 시 수익, 위험, 비용과 함께 ESG 요소를 적극 고려하는 ESG 통합전략을 전체 자산군에 적용하고 있고, 「Exclusion Policy」에 따라 무기 및 담배 관련 산업에 대한 투자를 배제함

22) NPS, RI Transparency Report 2020

23) NPS, 2020 국민연금기금 수탁자 책임 활동 보고서

24) NPS, 2020 국민연금기금 수탁자 책임 활동 보고서

25) ABP's Sustainable and Responsible Investment Policy

- 책임투자 관련 네덜란드 법제도 및 글로벌 가이드라인에 부합하는 기준을 마련하여 투자 대상의 지배구조와 지속가능성을 평가하여 투자 의사결정 시 반영함
- 수익, 위험, 비용 측면에서 경제적 가치가 높다고 판단되나 지속가능성 측면의 가치가 낮은 경우, APG는 투자 후 적극적인 관여 활동을 진행하며 관여에 따른 지속가능성 성과의 진전도로 투자 지속 여부를 결정함
- (위탁운용) APG는 각 자산군별 위탁운용사 요구사항이 상이하나 공통적으로 앞서 언급한 정책에 따라 ESG 통합 및 투자배제 전략을 시행해야 함²⁶⁾
 - APG는 위탁운용사의 주주관여 활동, ESG 통합 사례 등 APG의 투자정책에 상응하는 투자 활동들을 매년 보고하도록 하고, 이를 통해 위탁운용사의 책임투자 이행수준을 점검함
 - APG의 투자정책을 준수하지 않는 등의 책임투자 이행 수준이 낮은 운용사에 대해서 개선 방안을 논의하고 개선의 여지가 없다고 판단되는 경우에는 계약 종료까지 고려함
 - APG는 부동산 및 인프라 위탁운용사의 GRESB(Global Real Estate Sustainability Benchmark) 평가 참여를 요구하고, PE 및 헤지펀드 위탁운용사의 경우 운용사의 책임투자 정책을 보유하도록 함
- 미국 최대 공적 연기금인 **캘리포니아 공무원 퇴직연금(이하 CalPERS, California Public Employees' Retirement System)**은 ESG 투자 이행을 위한 전략적 계획(ESG Strategic Plan)을 2015년에 수립하여 ESG 투자 전략을 지속적으로 고도화함
- (정책) CalPERS는 전체 자산에 적용하는 투자정책인 「Total Fund Investment Policy」 내 책임투자 관련 조항을 포함하고 있으며, 각 자산군별 세부 지속가능투자 가이드라인과 의결권 행사 가이드라인 등 세부적인 지침을 보유함²⁷⁾
 - CalPERS는 투자정책 내 Governance & Sustainability Principles에 중점적으로 고려하는 지속가능성 이슈를 명시했으며, 이는 투자자 권리, 이사회 다양성, 임원 보수, 공시, 규제 주로 지배구조 관련된 내용임²⁸⁾
 - 위탁 운용하는 자산군에 대해 책임투자를 세부적으로 규정하기 위해 2016년 각 자산군별 지침을 마련하여 위탁운용사 선정 및 관리 방안을 명시함
- (전략) CalPERS는 전체 자산군에 책임투자를 적용하며, 운용 자산군 중 직접 운용하는 주식 및 채권에 대해 투자 수익과 리스크에 영향을 미치는 ESG 요인들을 분석하고 이를 투자 의사결정 및 주주관여 활동에 반영함
 - CalPERS는 Governance & Sustainability Principles 또는 관련 법제도에 따라 투자

26) APG Asset Management, Responsible investment & Stewardship policy

27) CalPERS 홈페이지

28) CalPERS, California Public Employees' Retirement System Total Fund Investment Policy

- 배제 전략을 사용하며, 투자를 배제하는 사유에는 담배생산 및 무기와 같은 제품 및 산업에 대한 배제, 인권침해 등의 행위로 인한 배제, 수단 및 이란 등 국가에 대한 배제가 있음²⁹⁾
- (위탁운용) 위탁운용사는 CalPERS의 정책에 따라 투자배제 등 전략을 적용해야하며, 전 자산군은 공통적으로 ESG 보고서, 설문조사, 대면미팅 등 방식으로 운용사의 ESG 투자 사례 및 성과를 모니터링함³⁰⁾
 - CalPERS는 위탁운용사 선정 시 운용사의 책임투자 관련 정책을 검토하고 ESG를 투자 과정에서 어떻게 고려하는지 중점적으로 확인함
 - PE 및 부동산 등 대체투자자산은 기후 관련 이슈가 모니터링 대상에 포함되는 점이 특징이며, 부동산 및 인프라 자산의 경우 Real Estate Energy Optimization Initiative에 참여하도록 하여 포트폴리오 내 기후변화 관련 경제적 기회와 리스크를 파악하고 기후변화에 적극적으로 대응하도록 함
 - **캐나다 공적연금 CPP(Canada Pension Plan)의 독립적인 기금 운용 기구인 CPP Investments**는 2005년 책임투자 정책을 제정하여 ESG 요인을 위험 및 수익 관점에서 고려하기 시작하며 의결권 행사 및 주주관여 방식을 통해 책임투자를 시작함³¹⁾
 - (정책) CPP Investments는 2021년 책임투자 관련 정책인 「Policy on Sustainable Investing」과 의결권 행사 관련 정책인 「Proxy Voting Principles and Guidelines」를 개정하면서 기후변화, 다양성 등 최근 ESG 이슈를 반영함
 - 「Policy on Sustainable Investing」에는 정책 목적 및 적용범위, 책임투자 원칙, ESG 통합 방식, 기후변화 대응 방식, 주주관여, 투자배제, 투자회수, 정보공개에 대한 내용을 담고 있으며, 궁극적으로 CPP Investments가 투자활동에서 ESG를 어떻게 통합하는지에 대한 기준을 제시함³²⁾
 - CPP Investments는 「Proxy Voting Principles and Guidelines」에서 의결권 행사 원칙과 의결권 행사의 세부적인 기준을 규정하고 있으며, 지배구조 뿐만 아니라 환경 및 사회 이슈에 대한 내용도 다루고 있는 점이 특징임
 - (전략) CPP Investments는 기후변화와 같은 잠재적으로 중요한 ESG 요인에 대한 리스크와 기회를 평가하고 이를 투자의사결정 및 자산관리 시 재무적 요인과 함께 고려함³³⁾
 - SASB 및 TCFD 등 ESG 관련 기준 및 프레임워크를 준용하여 개발한 ESG materiality framework를 바탕으로 각 기업의 경제적 성과에 영향을 미치는 주요한 ESG 요인들을

29) 황운경, 이유민, 해외 주요 연기금 및 자산운용사의 책임투자 및 투자제한 동향으로부터의 시사점, 2021.

30) CalPERS, RI Transparency Report 2020

31) CPPIB, 2008 Report on Responsible Investing

32) CPP Investments, Policy on Sustainable Investing

33) CPP Investments, 2021 Report on Sustainable Investing

- 산업별로 파악하여 투자 전 실사 등에 반영하고, 투자 후에는 보유한 모든 주식형 자산에 의결권을 행사하고 ESG 성과가 저조한 기업을 대상으로 관여활동을 진행함³⁴⁾
- 부동산을 제외한 사모자산(Private asset)은 환경, 보건 및 안전, 인권 및 노동, 지역 사회, 사이버 보안 및 개인정보 보호, 사업 안정성 및 건전성, 지배구조를 바탕으로 자산가치 제고 및 보전을 위한 ESG 밸류에이션 과정을 거치고, 부동산 자산은 물 사용량, 온실가스 배출량, 에너지 소비량 등 운영 효율성을 검토하는 등 자산 특성을 고려한 ESG 실사 프로세스를 갖추고 있음
 - 사모자산의 경우 투자기간동안 ESG 요인을 포함한 모니터링을 진행하는데 부동산 자산은 연간 주기, 부동산 자산을 제외한 자산은 반기 주기로 함
- (위탁운용) CPP Investments는 PE 자산군만 위탁운용하고 있으며 선정 및 모니터링 시 ESG 실사 질문지 작성 등을 통해 위탁운용사의 ESG 역량을 평가하고 연 단위로 위탁운용사의 ESG 투자 이행 중 변경사항 등을 모니터링함³⁵⁾
- ESG 질문지를 통해 위탁운용사가 실사, 모니터링, 정보공개 등 측면에서 어떻게 ESG를 통합하고 있는지를 평가하고, 운용사 및 투자대상 각 단위에서 기후변화 및 다양성 이슈를 어떻게 접근하고 있는지도 확인함³⁶⁾
 - 매년 CPP Investments는 위탁운용사 현행 투자 프로세스 상 변경사항 등을 확인하기 위한 질문지를 보내는 방식으로 모니터링을 진행하며, 위탁운용사는 반기 기준으로 ESG 이행 사례를 LP(Limited Partner) 자문위원회에 제출 및 보고하고 운용사의 정책 및 사례를 재무보고서 등에 공시하도록 함³⁷⁾
- **호주**의 가장 큰 퇴직연금인 **AustralianSuper**는 호주와 뉴질랜드 지역의 책임투자 네트워크인 RIAA(Responsible Investment Association Australasia)에서 선정한 Responsible Investment Leaders 중 하나로 책임투자를 활발하게 이행해 옴
- (정책) AustralianSuper는 기금 운용에 있어 책임투자 관련 전반적 내용을 담은 「ESG and Stewardship Policy」가 있으며, 정책 내 ESG 통합, 수탁자 책임 활동(Stewardship Program), 투자 배제, 글로벌 협업 및 네트워크, 공시 등의 내용을 규정함
- 의결권 행사와 관련한 정책으로 「Share voting approach」를 제정하여 이사 선임, 임원 보수, 인수합병 등에 대한 AustralianSuper의 기준 등을 제시했으며 의결권 행사내역 공시, 주주제안 등의 내용도 해당 정책 내 담고 있음

34) CPP Investments, 2020 Report on Sustainable Investing

35) CPP Investments, 2021 Report on Sustainable Investing

36) CPP Investments, 2020 Report on Sustainable Investing

37) CPP Investments, 2020 Report on Sustainable Investing

- (전략) AustralianSuper는 모든 자산군의 투자 프로세스에서 ESG 관련 리스크와 기회를 중점적으로 확인하여 투자 의사결정에 반영하고, 이때 전체 포트폴리오 또는 투자대상에 미치는 영향 등을 고려하여 ESG 요인의 중대성을 판단함
 - AustralianSuper는 가입자에게 ESG를 고려한 투자옵션을 제공하고 다양한 ESG 이슈 중 기후변화, 성 다양성, 인권 및 공급망, 경영진 보수를 중요하게 생각하며 투자의사결정 및 주주관여 시 이를 반영함
 - ASX 200 구성종목을 대상으로 ESG를 평가하여 내부 운용역이 투자의사결정 과정에서 이를 종합적으로 고려하고 담배 관련 분야에 대한 투자를 배제하고 있음
 - 인프라 및 부동산 등 대체투자자산의 경우 실사 등 매입 전 단계에서 ESG 관련 리스크와 기회를 확인하여 밸류에이션 시 이를 고려하고, 매입 후에는 부동산 자산관리자(Property Manager)를 통해 에너지 효율성 등 ESG 관련 정보를 모니터링하고 GRESB를 벤치마크로 활용함
- (위탁운용) 위탁운용 시 ESG 요인에 대한 모니터링 및 정보공개에 중점을 두고 있으며 AustralianSuper의 정책 미준수 시 계약을 종료함
 - AustralianSuper의 별도의 평가체계로 위탁운용사의 ESG 역량을 평가하고 ESG 보고서 제출을 필수로 요구함
 - 투자의사결정에서의 ESG 통합, 주주관여 등 활동을 매년 점검하고 점수화하는 방식으로 위탁운용사를 관리하며, 대체투자자산의 경우 ESG 보고 요건을 별도로 마련하여 최소 분기별로 운용사의 ESG 관련 활동 등을 모니터링하고 GRESB의 연간 결과에 따라 운용사를 관리함

결론

- 앞서 살펴본 6개의 공적연기금은 공통적으로 연기금의 책임투자 철학 및 기준 등을 담은 책임투자 전반에 관한 정책과 의결권 관련 정책을 보유하고 있으며, ESG 통합전략과 주주권 행사 전략을 모두 적용함
- (정책) 6개의 연기금 모두 각국의 스투어드십코드를 도입함에 따라 수탁자 책임 정책 및 의결권 관련 정책을 보유하고 있으며 각 연기금 특성에 따라 자산군별 또는 특정 ESG 이슈에 대한 지침 및 가이드라인을 제정함
- (전략) PRI가 제시하는 책임투자의 세부전략 중 ESG 통합과 주주권 행사를 공통적으로 이행하고 있으며, ABP(APG), CalPERS, AustralianSuper는 투자 배제(또는 제한)로 대표되는 스크리닝 전략을 도입함

〈표 3〉 각 연기금의 ESG 투자 전략(직접운용주식)

연기금명	ESG 통합	스크리닝			주주권 행사 (주주관여, 의결권행사)
		네거티브	포지티브	규범기반	
일본 GPIF	-	-	-	-	-
한국 NPS	○	×	×	×	○
네덜란드 ABP(APG)	○	○	×	○	○
미국 CalPERS	○	○	○	○	○
캐나다 CPP(CPP Investments)	○	×	×	×	○
호주 AustralianSuper	○	○	×	×	○

출처: 각 연기금의 RI Transparency Report

- NPS는 탈석탄을 선언하면서 석탄채굴·발전에 대한 투자제한을 이행할 계획으로 향후 단계적인 투자제한 이행 방안을 마련 중에 있음
- (위탁운용) 연기금의 책임투자 적용 범위 내 위탁운용자산은 운용사의 ESG 통합 및 주주관여를 필수로 요구하고 이에 대해 모니터링을 진행함
- 주주권 행사 중 주주관여는 운용사에 위임하여 투자대상에 대한 모니터링 및 관여활동을 요구하나, 의결권 위임 여부는 각 연기금 별로 차이가 있음

〈표 4〉 각 연기금의 의결권 위임 여부

연기금명	의결권 위임여부
일본 GPIF	○
한국 NPS	○
네덜란드 ABP(APG)	×
미국 CalPERS	×
캐나다 CPP(CPP Investments)	-
호주 AustralianSuper	×

출처: 각 연기금의 RI Transparency Report

- 6개의 연기금 모두 위탁운용사의 ESG 관련 투자사례 등을 모니터링하며, 자산군에 따라 운용사 선정 및 임명과정에서 ESG 요인을 고려하기도 함
- 또한 책임투자 이행사례의 축적, 여러 기관과의 협업 등과 같이 공적연기금이 ESG 투자 전략 실행에 있어 활용 가능한 자원이 점차 많아지면서 전략이 고도화됨에 따라 책임투자의 적용 범위가 확장됨
- 기존에 책임투자를 적용하던 주식 자산군에서 채권, PE, 부동산 등 그 범위가 확대되고 있으며 TCFD, GRESB 등 관련 글로벌 이니셔티브와 협업하는 방식으로 ESG 투자를 위한 체계를 마련하고 있음

- PRI는 자산보유자를 대상으로 한 책임투자 가이드라인을 발간하여 정책 제정, 투자전략, 운용사 선정·임명·모니터링 등 분야에서의 책임투자 이행을 지원하고 있음
- 앞서 살펴본 바와 같이 공적연기금은 주주권행사 등 투자전략에 있어 각 연기금이 중요하게 생각하는 ESG 이슈를 점차 정교하게 반영할 것으로 예상됨
- 위탁운용사는 공적연기금 책임투자 사례를 참고하여 투자자산 선정 및 관리 시 세계 각국 공적연기금이 공통적으로 중요하게 생각하는 기후변화, 기업지배구조, 인권 등을 반영한다면 공적연기금의 위탁운용자금 유치 측면에서 큰 경쟁력을 확보할 수 있음
- 기업 및 부동산 등 투자자산도 공적연기금이 관심 갖는 주요한 ESG 이슈 및 리스크에 대응하는 체계적인 관리체계를 마련한다면 자금조달 기회 확대가 가능해짐으로써 이는 장기적으로 시장에서의 성패를 좌우할 것으로 보임

Global News

1. IMF, 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략 발표¹⁾

박수빈 *

- 지난 7월 22일 IMF 이사회는 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략²⁾을 승인함
 - IMF의 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략은 기금의 핵심기능인 감시, 대출, 역량개발 등에 성 격차에 관한 관점을 반영하는 것을 목적으로 함
 - 이번 전략을 통해 IMF는 성 격차로 인한 거시경제적 결과, 글로벌 위기와 국제 금융 정책이 성별에 미치는 영향을 분석하고, 회원국 대상 맞춤형 정책지원을 제공할 예정임

- IMF는 성 주류화(Gender Mainstreaming)를 통해 성 격차를 완화하고 나아가 회원국의 경제 안정성과 회복력을 높이기 위해 이번 전략을 도입함
 - 코로나19 확산, 우크라이나 전쟁 등으로 인한 세계 경제 침체, 곡물 및 에너지 가격 폭등으로 성 격차 문제는 더욱 심각해지고 있음. 특히, 분쟁국가 여성의 경우 신체적, 경제적으로 취약하기 때문에 성 격차를 해결하는 것이 더욱 시급한 문제로 대두됨
 - IMF는 성 격차를 해소하는 것과 경제성장이 밀접한 관계를 갖는다는 인식 아래 기금의 핵심기능에 성 격차에 관한 사항을 반영하고, 이를 통해 불평등 감소, 경제회복을 촉진하고자 함

- IMF는 기금의 핵심기능인 감시, 대출 등의 영역에서 성 격차 문제를 해결할 수 있도록 지원할 예정이며 크게 4가지 방향에 따라 성 주류화(Gender Mainstreaming) 전략을 수행할 계획임
 - 첫 번째는 성 격차와 관련하여 세분화된 데이터 허브와 분석도구를 개발함으로써 회원국들에게 보다 맞춤형 정책적 조언을 제공하는 것임
 - (데이터 허브) IMF는 기존 보유 데이터 및 조사 결과를 통합하는 한편, OECD 등 국제기구가 보유한 데이터 중 성 격차 문제 분석에 용이한 데이터를 선별하여 통합할 예정임. 데이터 허브는 재정 접근성, 건강, 노동 및 소득을 포함한 8가지 주제를 중심으로 분류되며 향후 국가별로 성 격차 관련 지표를 비교하는 데에 활용될 것으로 예상됨
 - (분석도구) IMF는 지난 5년간 성 격차와 거시경제학의 관계를 분석하기 위해 생애주기별 일반균형모형을 개발해 왔으며 해당 모형을 통해 글로벌 위기, 정책 변화가 성별에 미치는 영향력을 파악할 계획임. 해당 모형은 세네갈 여성의 중등 교육이 노동 생산성에 미치는 영향을 정량화하는 등 일부 국가의 재정정책에 한하여 적용해 왔으나 향후 통화 정책 개입, 금융 구조 개혁 등으로 그 영역을 확장할 계획이라고 밝힘

* KCGS 사업본부 ESG 평가팀 연구원, moana@cgs.or.kr

1) 본 보고서의 내용은 IMF, Gender:IMF strategy Toward Mainstreaming Gender를 참고하여 작성함

2) 정치, 경제, 사회 영역에서 정책과 프로그램을 설계, 이행, 감시, 평가함에 있어 여성과 남성이 평등한 혜택을 받고 불평등이 지속되지 않도록 하는 전략(유엔경제사회이사회, 1997)

- 두 번째는 강력한 내부 거버넌스를 구축함으로써 거시적 중요성, 공정성의 원칙에 따라 지원 국가 및 지원 범위를 결정하고, 공정하고 일관된 지원을 보장하는 것임
 - (거시적 중요성) 성 격차 문제가 현재 또는 미래 국제수지 또는 국가 안정에 영향을 미칠 수 있는가를 판단하는 것으로 지원 국가 선정은 성 격차 관련 데이터가 양적으로 가장 큰 격차를 보이면서도 해당 문제가 거시적으로 중요한지에 따라 결정될 예정임
 - (공정성) 유사한 상황의 국가의 경우 균등한 지원 정책을 수행하되 해당 국가의 국내, 국제적 위험, 가용자원 등을 고려하여 획일화된 지원은 피하는 것을 원칙으로 함
- 세 번째는 외부 기관과의 협업을 활성화하여 기존의 한계를 보완하고, 성 격차에 관한 IMF의 영향력을 확대하는 것임
 - IMF는 세계은행그룹(WBG)³⁾, 유엔여성기구(UN Women)⁴⁾, 유럽부흥개발은행(EBRD)⁵⁾ 등 외부 파트너와 협력을 통해 업무의 효율성을 제고하고 기금의 영향력을 확대할 계획임
 - 대표적으로 (i) 세계은행그룹(WBG) 보유 데이터와 IMF 데이터 플랫폼 간 연계성 강화, (ii) 유엔여성기구(UN Women)와 여성의 무급 돌봄 노동⁶⁾ 비용 관련 분석 연구 확대, (iii) 유럽부흥개발은행(EBRD)과 공동 작업을 통해 국가별 투자 환경 분석 및 여성 기업이 직면한 문화적, 법적 장애요인 도출, (iv) 그 밖의 우수사례 교환 등의 활동을 수행할 예정
- 마지막으로 중앙조직을 구축하고 기금의 보유자원을 집약하여 효율성을 극대화하고자 함
 - IMF는 2025년까지 관련 분야의 인력 및 예산을 지속 확충하는 한편, 중앙조직을 구축하고 해당 조직에 자원을 집중함으로써 전략 수행을 지원할 계획
 - 중앙조직은 내외부 파트너와 협력을 통한 분석 도구 개발 및 데이터 분석, 성 격차가 거시적으로 중요한 국가 선별 및 역량개발 활동 설계, 성 주류화 전략 실행을 위한 지침 수립, 국가별 맞춤형 자문활동을 위한 지원업무 등을 수행할 예정임

□ 성 주류화 전략은 3단계에 걸쳐 진행될 예정이며 각 단계별로 1~2년 소요될 것으로 예측됨

〈표〉 IMF 성 주류화 전략 로드맵

구분	1단계	2단계	3단계
추진기간	2022~2023년	2023~2024년	2024년 이후
주요내용	<ul style="list-style-type: none"> • 중앙조직 및 외부 협력망 구축 • 데이터 허브, 분석 도구 개발 및 시범운영 • 내부 프로세스 구축 	<ul style="list-style-type: none"> • 분석도구 개선·보완 • 지원국가 심층 분석 및 정책 조언 제공 • 내외부 역량개발 과정 개발 및 지원 	<ul style="list-style-type: none"> • 성 주류화 전략의 효과성 실태조사 • 실태조사 결과 이사회 보고 및 전략 보완 • 성 주류화 지침 수립
적용범위	11개 국가	13개 국가	18개 국가

출처: IMF Strategy Toward Mainstreaming Gender(2022) 재구성

3) 개발도상국 대상 자금지원, 정책 자문활동 등을 수행하는 국제부흥개발은행(IBRD), 국제개발협회(IDA), 국제금융공사(IFC), 국제투자보증기구(MIGA), 국제투자분쟁해결본부(ICSID) 5개 국제기구를 통칭하는 말
 4) 여성 차별 철폐, 성평등 실현을 위해 설립된 국제기구
 5) 동유럽 국가들의 시장경제체제 전환 및 개발 지원을 위해 설립된 금융기관
 6) 어린이, 노인 등 다른 사람을 신체적, 심리적, 정서적, 발달적으로 돌보는 노동활동을 말함

2. 싱가포르 통화감독청(MAS)의 ESG 펀드 공시 가이드라인 발표

박정민 *

- 지난 7월 28일(현지시간) 싱가포르 중앙은행인 싱가포르 통화감독청(Monetary Authority of Singapore, MAS)은 ESG 펀드 공시 가이드라인을 발표함
 - 이번 가이드라인은 싱가포르 내 ESG 펀드의 투자전략과 기준, 방법론 및 관련 리스크 등 세부 내용 공시를 주 내용으로 함
 - MAS는 이번 가이드라인을 통해 ESG 투자상품들의 그린워싱 리스크를 줄이고 ESG 펀드의 비교가능성(comparability)을 개선함으로써 결과적으로 개인투자자들이 충분한 정보 아래 투자결정을 내릴 수 있기를 희망한다고 밝힘
 - 이번 가이드라인은 2023년 1월 1일부터 효력이 발생할 예정임
- **ESG 펀드 공시 가이드라인(Disclosure and Reporting Guidelines for Retail ESG Funds)의 주요 내용**
 - **(적용대상)** 이번 가이드라인은 1) 주요 투자 중점사안과 전략에 ESG 요소를 포함하는 펀드와 2) 자체적으로 ESG 중점펀드(ESG-focused scheme)를 표방하는 펀드를 적용대상으로 함
 - 이때, 네거티브 스크리닝(Negative Screening) 방법만을 사용하거나 ESG 요소보다 투자 수익을 유의미하게 우선시하는 경우 ESG 중점펀드로 간주하지 않음
 - **(펀드명에 관한 사항)** 펀드명에 ESG와 연관되거나 혹은 유사한(e.g. ‘지속가능한’, ‘녹색’) 단어를 포함할 경우, 투자 포트폴리오 및/또는 전략에 ESG 중점사안을 ‘상당한 수준’으로 반영해야 함
 - ESG 중점사안이 ‘상당한 수준’으로 반영되었는지의 여부를 파악하는데 있어 MAS는 투자 상품의 자금 중 적어도 2/3가 ESG 투자전략에 부합하는 경우 ‘우선적으로 투자(primarily invested)’ 되었다고 판단함
 - 나머지 1/3에 대해서도 운용사는 기본적으로 투자대상기업의 거버넌스 수준이 준수한지, 환경·사회적 가치와 배치되는지의 여부를 확인하고 관련 내용을 기재해야 함
 - **(공시상의 요구사항)** ESG 펀드는 투자설명서(Prospectus) 내에 투자목적과 중점사안, 접근법, 관련 리스크를 기재해야 하며, 이때 사용되는 ESG 관련 용어들은 명확하게 정의되어 있어야 함. 투자설명서 내 필수기재 항목은 아래와 같음
 - ① 투자 중점사안(Investment Focus)
 - 투자상품의 ESG 중점사안(e.g. 기후변화, 저탄소배출, 지속가능성, 온실가스 감축)과 이와 관련된 ESG 기준 및 방법론(제3자 제공 또는 자체적인 ESG 평가등급 및 인증 등)

* KCGS 사업본부 책임투자팀 연구원, jmpark@cgs.or.kr

- ② 투자 전략(Investment Strategy)
 - 투자대상 선정 시 사용되는 ESG 관련 원칙과 기준(e.g. 기후 관련 펀드의 경우 탄소발자국, 가중평균탄소집약도 등)
- ③ 투자 관련 리스크(Risks)
 - ESG 중점사안 및 전략과 관련된 리스크(e.g. 방법론 및 데이터의 한계, 보편적인 ESG 기준 또는 분류체계(taxonomy)의 부재, 제3자 제공 ESG 데이터에 대한 의존성 등)
- 추가적으로, ESG 펀드의 연례보고서(Annual Reports)에는 펀드 내 실질적인 ESG 투자비중과 포트폴리오 내 ESG 중점사안 관리를 위해 행해지는 활동들(e.g. 기업에 대한 주주관여)에 대한 세부사항이 포함되어야 함
- ESG 기업들에 대한 간접투자상품인 ESG 펀드와 관련하여 유럽과 미국을 선두로 그린워싱 방지를 위해 관련 금융투자 상품에 대한 규제를 강화한 바 있음
 - 21년 3월 유럽연합(EU)의 '지속가능금융공시규제(SFDR, Sustainability Finance Disclosure Regulation)'가 발효되었으며, 이에 따라 자산운용사들은 지속가능성 관련 리스크 및 해당 투자가 사회·환경에 미치는 영향을 공시할 의무를 짐
 - 22년 3월 호주 증권투자위원회(ASIC, Australian Securities & Investment Commission)은 자산운용사가 제공하는 녹색금융상품(green products)에 대한 검증수준을 높일 것이라 밝힘
 - 22년 5월 미국 증권거래위원회(SEC)는 ESG 투자상품 공시 규정안(ESG Disclosure)과 펀드명 규칙 (Names Rule) 개정안을 발표하였으며 향후 ESG 투자상품에 대한 관리감독을 강화할 것이라 밝힘
- 이번 MAS가 싱가포르 내 ESG 펀드에 관해 동 가이드라인을 발표함으로써 아시아 금융시장에서의 ESG 펀드에 대한 적극적인 규제 움직임이 나타났다고 볼 수 있음

