

국내외 연기금의 사회적 책임투자와 정책적 시사점: 사례 분석을 중심으로*

여 은 정**

최근 글로벌 금융위기 발생의 주요 원인으로 투자자 탐욕 등이 거론되며 윤리적 투자의 중요성이 부각됨에 따라 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)에 대한 사회적 관심과 요구가 증대되고 있는 상황이다. 특히 공공성이 높은 연기금들에 대해서 사회적 역할을 강화하고 보다 높은 수준의 선관주의 의무 이행을 위해 책임 투자 도입을 확대해야 한다는 요구가 높아지고 있다. 사회적 책임투자는 장기투자를 통한 지속가능한 이익 창출을 목표로 하며, 기업가치 평가 및 투자대상 선별과정에서 재무적인 분석뿐만 아니라 기업의 환경, 사회, 지배구조 요소들을 고려하여 투자의사를 결정한다. 이에, 본 연구는 국내외 연기금의 책임투자 사례 분석을 바탕으로 국내 연기금이 위탁 운용 중인 책임투자 펀드 수익률에 대한 분석 등을 가미하여 향후 국내 연기금의 바람직한 책임투자 방향에 대한 시사점을 제공하고자 한다. 해외 주요 연기금들의 책임투자 사례를 살펴본 결과 대체로 책임투자를 지속가능한 투자로 유지하기 위해 노력하고 있으며, 그 규모를 점차 확대하고 있음을 알 수 있었다. 또한 국내 책임투자 펀드의 수익률 분석 결과 단기로는 2019년 국내 주식시장 부진의 영향으로 인하여 대체로 음의 수익률을 기록한 반면, 장기인 과거 3년(2017-19) 수익률은 5.30% 기록하여 책임투자는 장기 투자가 필수임을 시사한다. 마지막으로 사례 및 실증분석을 바탕으로 본 연구에서 향후 책임투자 방향에 대하여 다음과 같이 제안 한다: 1) 책임투자의 점진적 확대 및 이행을 위한 체계 정비 및 시스템 구축을 통한 기업의 본질적 가치에 집중하는 투자 환경 조성을 고려한다. 2) 중장기적 관점에서 기업의 가치에 대한 투자를 고려한다. 3) 테마 지수 개발 및 ESG 특화 펀드 조성을 고려한다. 4) 연기금의 ESG 평가 역량 및 성과평가에서 정성평가 강화를 고려한다. 5) 전반적인 책임투자 확대 및 활성화를 위해서 학계나 산업계의 관련 연구 지원을 고려한다. 위의 제언은 향후 국내 연기금의 책임투자 방향 설정 시 참고할 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 사회적 책임투자, 책임투자 펀드, 연기금, 지속가능성
JEL: G11, H55, M14

1. 서론

지난 수십 년 동안 기업의 사회적 책임(Corporate

Social Responsibility, 이하 CSR) 활동은 기업, 투자자, 정부 및 기타 사회 영역에 꼭 필요한 부분으로 자리매김해 왔다.¹⁾ 실제로 많은 기업들이 연례 보고서 및 기업 웹 사이트의 일부를 사회적 책임활

논문접수일: 2020. 04. 20. 1차 수정본 접수일: 2020. 05. 23. 게재확정일: 2020. 05. 25.

* 유익한 심사평을 해 주신 익명의 심사자께 감사를 표하며, 관련 펀드 자료를 제공해 주신 A 자산운용사 관계자 여러분께도 감사를 표한다. 본 논문은 한국금융연구원의 연구지원을 받아 작성된 KIF Working Paper 2019-09인 "국내외 사회적 책임투자 사례 분석과 국제비교에 따른 시사점"을 바탕으로 수정 및 보완하여 작성하였다.

** 중앙대학교 경영학부 부교수(ejyeo@cau.ac.kr)

1) CSR은 사회적, 기업 지배 구조, 윤리 및 환경 문제(Environmental, Social, and Governance, ESG)를 염두에 둔 기업의 의사 결정을 지칭한다. 과거 Friedman (1970)은 CSR을 "법률 및 윤리 관행을 준수하면서 최대한 많은 주주의 부를 창출 할 수 있도록 기업을 경영하는 것"으로 매우 좁게 정의한 반면, McWilliams Siegel(2000)은"기업의 이익과 법의 요구 사항을 넘어서는 사회적 이익을 창출하는 행위"로 포괄적인 정의를 제안하였다.

동에 할애하며 사회적 책임활동에 대한 중요성을 강조하고 있다. 특히 대기업은 매년 청정 환경기술, 직원 및 지역사회 개발 프로그램 및 자선 활동과 같은 사회적 책임활동에 상당한 자원을 투자하고 있다. 주지하다시피 기업은 상품 및 서비스를 생산함으로써 경제에서 없어서는 안될 중요한 역할을 수행하지만 이 과정에서 여러 가지 환경 및 사회적 문제를 야기하기도 한다. 특히 부정적 외부성(negative externality)과 같은 시장 실패가 존재하는 경우 기존의 경제학적인 접근만으로 사회 전체 효용의 극대화를 가져올 수 없다는 사실은 잘 알려져 있다.

한편, 최근 글로벌 금융위기 발생의 주요 원인으로 투자자 탐욕 등이 거론되며 윤리적 투자의 중요성이 부각됨에 따라 ESG 투자²⁾를 비롯한 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)에 대한 사회적 관심과 요구가 증대되고 있는 상황이다. 사회적 책임투자는 장기투자를 통한 지속가능한 이익 창출을 목표로 하며, 기업가치 평가 및 투자 대상 선별과정에서 재무적인 분석뿐만 아니라 기업의 환경, 사회, 지배구조 요소(Environment, Social, Governance)들을 균형 있게 투자 의사결정 과정에 반영하고자 하는 시도라고 볼 수 있다.

특히 공공성이 높은 연기금들에 대해서 사회적 역할을 강화하고 보다 높은 수준의 선관주의 의무 이행을 위해 책임투자 도입을 확대해야 한다는 요구가 높아지고 있는 상황이다.³⁾ 국내외 연기금들은 공적 기금으로서 고유의 설립목적과 철학을 투자운용과정에 반영하는 한편, 투자자 입장에서 장기 수익성을 제고하기 위해 책임투자를 도입해야 한다는 요구가 증대되고 있다. 이러한 책임투자는 기금운용의 투명성 및 수탁자 책임성의 확보를 용이하게 하기도 한다. 책임투자의 혜택이 한 경제 내 다수의 경제주

체들에게 공유된다는 점에서 책임투자는 광범위한 가입자 기반을 갖는 연기금에 매우 적합한 투자방식으로 알려져 있기도 하다(고려대 산학협력단, 2017). 현재 국내에서도 국민연금, 공무원연금, 사학연금 등 대형연기금 위주로 책임투자가 도입되어 있으며, 나아가 공적 연기금 전체에 책임투자를 확대 적용해야 한다는 목소리도 커지고 있는 현실이다.

사회적 책임투자의 시작은 2007년 유럽투자은행이 최초로 6억 유로 규모의 그린본드(주가지표연동 증권형태)를 발행하여 그 수익금을 재생에너지 및 에너지 효율성 제고를 위한 프로젝트에 사용된 때부터 라고 할 수 있다. 이듬해부터 세계은행이 이를 따라 2017년도까지 1,550억 달러 이상의 공공 및 기업 그린본드를 지속적으로 발행해 왔다. 2018년 초 미국 기준으로 11.6조 달러의 전문적으로 운용되는 자산이 사회적 책임투자(ESG 투자) 범주에 속하는 것으로 나타났으며, 이 수치는 2010년 3조 달러에 비해 급격히 증가한 것이다(Connaker and Madsbjerg, 2019). 이러한 규모는 미국에 투자되고 있는 총자산 규모의 약 25%에 해당한다. 특히 기후 변화에 따른 기후 리스크 등이 공공 재무영역에서 매우 중요한 주제로 대두됨에 따라 향후 공공 및 일반분야에서 다양한 사회적 책임투자가 더욱 증가할 것이라는 예상을 할 수 있다.

이와 같은 사회적 책임 투자는 그 동안 미국이나 유럽을 중심으로 급성장해 왔지만 아시아에서도 최근 들어 주목을 받으며 성장세가 높아지고 있는 상황이다. 일례로 2017년 세계 최대 규모 연기금 중 하나인 일본 공적 연기금인 GPIF가 책임투자 원칙을 도입한 이후 개발한 ESG 지수에 1조엔을 투자하면서 큰 주목을 받았다. 이는 우리나라에서도 사회적 책임 투자에 대한 구체적 논의가 다시 활발해

2) ESG 투자에서 E는 Environmental, S는 Social 그리고 G는 Governance를 의미한다.

3) 여기서 책임투자는 앞서 서술한 좁은 의미의 사회적 책임투자에서 고려하는 ESG 분석과 더불어 선관주의 의무 이행 및 주주 의결권 행사 등이 더해지는 형태라고 정의할 수 있다. 다만 해외에서는 특별히 둘을 구분하여 사용하지 않는 것으로 판단된다.

지기 시작한 동기로 작용하였다.

본 연구는 먼저 사회적 책임투자 현황과 관련 선행연구를 소개하고, 해외 주요한 사회적 책임투자 사례를 정리하고 분석하며, 국내 사회적 책임투자의 사례와의 비교 및 분석을 통해 향후 우리나라 연기금의 바람직한 사회적 책임투자 방향을 제시하고자 한다. 구체적으로 선행연구 및 현황, 해외 우수 연기금의 사회적 책임투자 도입 사례를 소개하고, 다음으로 국내 대형 연기금의 책임투자 도입 사례 분석을 필두로 그 밖에 ESG 펀드 특징 및 성과 등 국내 사례를 정리 및 분석하고자 한다. 특히 ESG 펀드의 경우 ESG 분석 지표 및 비교 가능한 여타 펀드와의 성과 비교 등 간략한 실증분석도 자료가 가능한 범위에서 수행하고자 한다. 마지막으로 국내와 해외 사례의 비교 수행에 바탕을 두고 우리나라 연기금의 책임투자에 관한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

우리나라 연기금의 책임투자가 점차적으로 증가할 것으로 예상되는 상황에서 해외 우수 연기금의 사례를 소개하고 국내 사례와의 비교 분석 및 실증분석을 통한 시사점 도출은 연기금이 나아갈 바람직한 방향을 제시할 수 있는 의미 있는 일이라 할 수 있다.

사회적 책임투자에 대한 재무적 성과에 관한 논쟁은 Markowitz (1952)의 선구적인 연구가 발표된 이래 지속되었지만 이들 연구의 이론적 기초는 주류 재무이론(Fama, 1970; Markowitz, 1952; Sharpe, 1964 등)이며, 이에 따르면 사회적 책임투자는 비효율적(inefficient)일 수밖에 없다. 왜냐하면 포트폴리오 이론으로 대표되는 주류 재무 모델과 시장 효율성 가설에 따르면 사회적 책임투자가 분산화 및 선택에 제약을 가하게 됨으로써 투자 선택 기회를

줄인다는 것을 시사하기 때문이다.⁴⁾ 효율적인 포트폴리오(efficient portfolio)는 잘 분산되어야 하는데 이에 제약이 존재하는 사회적 책임투자는 전통적인 투자보다 낮은 재무성과를 창출할 수밖에 없다고 결론짓기도 하였다.

그러나 이와 같은 전통 재무 측면에서의 전제를 바탕으로 하는 사회적 책임투자의 효율성에 대한 논의에는 장기적인 관점에서 투자자의 책임과 지속가능성에 대한 개념을 포함하지 않고 있다는 사실에 주목할 필요가 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 (2009년부터) 단기 성과에만 집착한 기존 시장참가자들의 탐욕과 이를 제어할 수 있는 수단으로써의 윤리의 중요성이 부각되면서 실제로 SRI 투자가 전 세계적으로 증가하는 동시에 ESG 통합전략⁵⁾의 채택도 빠르게 퍼져나갔다(Revelli, 2017).

무엇보다도 글로벌 금융위기와 같이 시장신뢰가 저하된 상태에서는 CSR과 같은 사회적 자본의 가치가 더욱 부각됨에 따라 위기 기간 동안 CSR 수준이 높은 기업은 다른 비교군 기업에 비해 주가 하락 영향이 적은 것으로 나타나기도 하였다(Lins et al. 2017). 이들은 2008 ~ 2009년 금융위기 기간 동안 기업의 사회적 책임(CSR) 강도로 측정된 사회적 자본(social capital)이 높은 기업은 사회적 자본이 낮은 기업보다 주식 수익률이 4 ~ 7%p 높은 것으로 나타남을 실증적으로 밝혔다.

관련 선행연구에 따르면 사회적 책임투자의 투자 성과에 대해서는 사실상 아직까지 명확한 실증분석 자료의 합의가 없는 상태로 볼 수 있다. 앞서 언급한 대로 이론적으로는 ESG분석을 투자 의사결정에 반영할 경우 투자 성과가 저하될 것이라는 견해가 있

4) 기본적으로 신자유주의 이론 및 이에 대한 가장 대표적 지지자인 Friedman(1970) 이래로 발전해 온 Chicago School의 아이디어를 바탕으로 하며, 이들은 자본주의 회사의 이윤 극대화에 대한 제약으로 CSR을 공개적으로 비판하기도 하였다. 보다 자세한 관련 내용은 Revelli(2017) 등을 참고하기 바란다.

5) ESG 통합투자(ESG integration)는 투자자의 결정을 위한 재무적 분석 프로세스에 ESG 요소를 체계적, 명시적으로 융합시키는 방식이다. 지속가능성 테마투자(sustainability themed investing)는 지속가능성에 특화된 테마, 즉 청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등의 기업에 투자하는 방식이다.

으나 이를 명확하게 뒷받침하는 실증분석 자료는 아직까지 찾기 어려운 것으로 나타났다. 다수의 실증분석 결과를 면밀히 살펴보면 사회적 책임투자의 투자성과가 일반 투자와 큰 차이가 없다는 결과가 대부분을 차지하는 것으로 나타나며, 유사한 조건이라면 장기적 지속가능성을 추구하는 사회적 책임투자가 바람직할 것이라 결론을 도출할 수 있다.⁶⁾ 다만 향후 사회적 책임투자가 사회 전반적으로 바람직할 수 있다는 당위성을 제공하는 이론적 기틀을 마련하는 것은 중요한 과제로 여전히 남아있다.⁷⁾

본 연구는 국내의 사회적 책임투자 사례 분석을 바탕으로 원칙과 단계적 실행전략 등을 제시하여 향후 사회적 책임투자의 나아갈 길 및 운용 프로세스 정립에 고려해야 할 주요 사항을 미리 짚어보는 데 그 의의가 있다고 할 수 있다.

이후의 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서 사회적 책임투자 현황 및 관련 선행연구 제시 후 3장에서 국내의 연기금의 사회적 책임투자 사례 및 국내 책임투자 펀드 성과분석을 수행하고, 4장에서 결론 및 관련 정책적 시사점을 제시하며 마무리한다.

II. 사회적 책임투자 현황 및 선행연구

2.1 사회적 책임투자 필요성

일반적으로 기업의 사회적 책임활동은 좁은 의미의 기업 목표인 '주주 부의 극대화'에 그치지 않고 나

아가 '사회 전체 효용(social welfare)의 극대화'에도 초점을 두고 수행된다. 얼핏 생각하면 기업의 사회적 책임활동은 주주 부의 극대화와 상반되는 개념일 듯 하지만 실제로는 ESG 측면의 이익을 함께 고려함으로써 오히려 주주의 이익 극대화와 부합하는 동시에 사회 전반의 이익을 높일 수 있다고 알려져 있다(Heal, 2005).⁸⁾

기업의 사회적 책임활동이 어떻게 기업가치에 영향을 주는지에 대한 메커니즘은 다음과 같이 정리할 수 있다. 먼저 다양한 이해관계자의 이익 극대화를 동시에 고려한 경영 의사결정이 고객 충성도 제고와 기업 평판 개선 등의 효과를 유발하여 장기적 기업가치 극대화에 긍정적이라는 것이다. 또한 사회적 책임활동은 발생확률이 낮지만 발생하게 되면 기업 가치에 치명적일 수 있는 사건 및 사고와 소송 위협의 발생확률을 낮추는 긍정적인 효과도 있다는 것이다.⁹⁾

따라서 직접적인 재무적 자금 조달 비용의 감소뿐 아니라 브랜드 이미지 개선을 통한 사회적 평판 향상 등 무형자산 가치 증진의 효과가 궁극적으로 주식가격에 반영되어 기업 가치를 높인다는 것이다(Fombrun and Shanley 1990). 게다가 CSR 활동은 제품 시장에서 경쟁을 완화함으로써 기업 가치를 높이기도 하고, 동기 부여된 직원을 유치할 수 있는 전략이 된다고 알려져 있다(Allen et al. 2007, Brekke and Nyborg 2005).

2.2 사회적 책임투자 현황

최근에는 세계적으로 사회적 책임투자로 SRI 보다 지속 가능한 투자라는 의미의 sustainable investment

6) 이에 대한 보다 상세한 내용과 관련 선행연구에 대한 서술은 2.3절을 참고하기 바란다.
 7) 이와 관련하여 사회적 책임투자에 대한 결정은 전통적인 효율적 시장 가설에 기반한 재무이론보다는 행태재무 이론에 기반하며 윤리와 사회의 지속가능성에 중점을 두고 판단하는 것이 바람직하다는 의견도 제시되었다. 보다 자세한 관련내용은 Revelli (2017)를 참고하라.
 8) Heal(2005)에 따르면 CSR은 기업과 사회의 잠재적인 갈등을 예측하고 최소화함으로써 갈등 비용(costs of conflicts)을 줄이는 역할을 한다.
 9) 사회적 책임을 무시하는 기업은 평판 손실 및(또는) 잠재적 소송비용으로 인해 장기 주주 가치를 훼손할 수 있다는 주장이다.

가 보다 빈번하게 사용되는 추세라고 할 수 있다. 윤리적 투자라고도 하는 사회적 책임 투자는 사회적 또는 환경 적 문제에 대한 우려를 주식 포트폴리오 구성 또는 활동의 결정 요인으로 위험 및 수익의 정상적인 문제에 추가하는 투자 원칙을 가지고 있다. SRI에는 배제(exclusion), 행동주의(activism), 대화 또는 참여(dialogue or engagement)와 같이 순차적으로 겹치거나 따를 수 있는 세 가지 고유한 전략이 존재한다. 배제는 운영이 용납 될 수 없는 것으로 판단되는 특정 회사에 대한 투자를 피하는 반면, 행동주의는 사회적 목표를 주장하기 위해 지분 소유권을 사용하는 것을 의미한다. SRI는 개인이나 일반적으로 뮤추얼 펀드 또는 자선 재단 및 연금 펀드와 같은 기관을 통해 수행 될 수 있다. SRI 전략을 채택하는 기관 투자자에 대한 장벽에는 투자 성과에 대한 영향 및 인지된 법적 제한 등에 대한 우려가 존재한다.

SRI는 단기 수익 보다는 장기적 관점에서 위험관리에 기초하여 장기 투자수익의 극대화를 추구하는 투자 방식이라고 볼 수 있다. 책임투자의 유형은 다음과 같다. 네거티브 스크리닝(negative/exclusionary screening)은 특정 E, S, G 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업, 기업을 포트폴리오나 펀드 구성에서 배제하는 방식을 의미한다. 반면, 포지티브 스크리닝(positive/best-in-class screening)은 동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업 등을 선별하여 투자하는 방식을 지칭한다. 다음으로 규범기반 스크리닝(norms-based screening)은 국제적으로 통용되는 규범 - 예를 들면, 국제노동조약, OECD 가이드라인 등 - 에 입각하여 그 충족 여부를 투자심사에 반영하는 방식을 일컫는다. ESG 통합투자(ESG integration)¹⁰⁾는 투자의사 결정을 위한 재무적 분석 프로세스에 ESG

요소를 체계적, 명시적으로 융합시키는 방식이다. 지속가능성 테마 투자(sustainability themed investing)는 지속가능성에 특화된 테마, 즉 청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등의 기업에 투자하는 방식이다. 임팩트/지역사회 투자(impact/community investing)는 사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적 영향을 이끌어 내기 위한 투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 투자(지역사회 투자)를 지칭한다. 기업 관여 및 주주활동(corporate engagement and shareholder action)은 책임투자 기준에 맞는 기업경영을 위해 주주로서의 결권을 활용하여 적극적인 영향력을 행사하는 방식을 의미한다.

〈표 1〉에 따르면 '18년도 기준 전 세계 책임투자 규모는 30조 6,830억 달러로 '16년 대비 34.4% 증가하였으며 지속적으로 확대 추세에 있음을 알 수 있다. 지역별 책임투자 규모는 유럽이 가장 크며, 미국, 일본, 캐나다, 호주 및 뉴질랜드 순으로 나타난다.

〈그림 1〉에 따르면 '18년 기준 세계적으로 가장 많이 사용되는 책임투자 유형 또는 전략은 네가티브(19.8조 달러)이며, 그 다음 ESG 통합(17.5조 달러), 기업 관여 및 주주활동(9.8조 달러)으로 나타남을 알 수 있다. 네가티브는 유럽 지역에서 가장 많이 활용되는 전략이며, ESG 통합은 미국, 캐나다, 호주 및 뉴질랜드 지역에서 지속적으로 많이 활용되고 있다. 기업 관여 및 주주활동은 일본에서 지배적인 전략으로 활용되고 있는 것으로 나타난다.

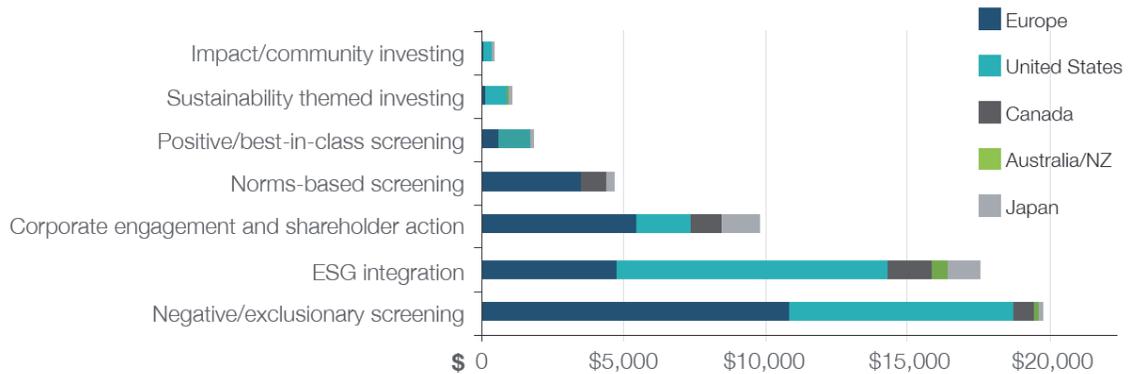
'16년부터 '18년 동안 유럽지역에서 책임투자 규모는 11% 증가하여 12.3조 유로(14.1조 달러)에 달하며, 미국지역에서 그 규모는 38% 증가하여 12조 달러에 달하며, 특히 일본에서 책임투자가 동기간 4배 이상 증가한 것으로 나타났다. 책임투자가 가장 빠르게 증가한 지역은 일본, 그 다음 호주/뉴질랜드

10) 통합 전략은 스크리닝 전략에 비해 다소 진화된 것으로 최근 다양한 ESG 통합 전략이 시도 중에 있다.

〈표 1〉 전세계 책임투자 자산 현황 ('16년~'18년, 단위: 십억 달러)

Region	2016	2018
Europe	12,040	14,075
United States	8,723	11,995
Japan	474	2,180
Canada	1,086	1,699
Australia/New Zealand	516	734
Total	22,838	30,683

주) 모든 2016 자산은 '15년말 기준 환율로 미국 달러로 변환되며, 모든 2018 자산은 보고 시점의 환율을 기준으로 미국 달러로 변환됨.
출처: 제작성, 2018 Global Sustainable Investment Review, GSIA



출처: 2018 Global Sustainable Investment Review, GSIA

〈그림 1〉 전략 및 지역별 지속가능 투자 자산 (2018년, 단위: 십억 달러)

와 캐나다 순으로 나타났다. 일본의 경우 '16년 책임투자 규모가 총자산의 3%에 불과하였으나 '18년 18%로 크게 증가하였다. 일본에서 가장 많은 책임투자 전략은 총 141 조 엔 규모의 기업 참여와 주주 행동이며, 그 다음으로 ESG 통합이 122 조 엔 규모로 나타났다.

2.3 사회적 책임투자 관련 선행 연구

기업의 사회적 책임활동에 대한 상당한 연구가 진행되었음에도 불구하고, 관련 연구는 사회적 책임활동이 전반적인 투자 성과, 즉 기업 가치에 미치는 영

향 및 영향의 범위에 대해 전체적으로 합의된 결론을 제시하고 있지 못하다(Margolis and Walsh 2003; Orlitzky et al. 2003; Renneboog et al. 2008a; van Beurden and Gossling 2008; Margolis et al. 2007; Dowell, Hart, and Yeung 2000; Hong et al. 2012; Deng, Kang, and Lo 2013; DiGiuli and Kostovestsky 2014; Krüger 2015; Ferrell et al. 2016). 이와 같이 선행연구 결과가 서로 상반되는 이유는 여러 가지가 있을 수 있는데 주로 분석 대상 기간, 국가, 산업, 관측된 CSR 차원 등의 차이에 기인한다고 할 수 있다. 또한 재무적 측정치 등 방법론의 차이 역시

간과할 수 없는 이유이다.¹¹⁾

다만 초기 연구들이 대체로 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장한 반면, 최근 연구들은 긍정적인 영향을 주장하는 연구가 많은 것이 사실이다. 특히 Renneboog et al.(2008a)은 사회적 책임투자 및 사회적 책임활동 관련 이론 및 실증연구들을 체계적으로 정리한 논문으로 기업의 사회적 책임투자가 주주의 장단기 성과와 대체로 정(+의 상관성을 갖는다고 결론 내렸으나 인과관계에 대한 입증은 아직 부족하다고 지적하였다. 인과관계와 관련하여 Hong et al.(2012)는 기본적으로 성과가 좋은 기업들만이 사회적 책임 투자를 할 수 있는 여력이 있기 때문에 기업의 사회적 책임 이행으로 인해 재무적 성과가 높아지는 것이 아니라, 재무적 성과가 좋고 재무제약이 적인 기업들이 사회적 책임활동을 활발히 수행할 수 있음으로써 상관관계가 형성된다고 주장하기도 하였다.

ESG 요소 가운데 첫 번째 요소인 Environmental screening에 대한 연구는 주로 높은 환경 기준과 Tobin's Q로 대변되는 기업가치가 연관이 있는지를 살펴보는 것에 초점을 두었다. 그 결과 엄격한 글로벌 환경 기준을 도입한 다국적 기업들이 상대적으로 기업가치가 높은 것으로 나타났다(Dowell et al. 2000). 다만 상기 연구는 둘 간에 상관성은 있으나 인과성은 확인하지 못했다는 약점이 존재한다. Derwall et al. (2004)은 환경 점수(긍정적 선별 기준)가 높은 기업의 포트폴리오가 동 점수가 낮은 기업의 포트폴리오보다 연간 6% 이상 성과가 높게 나타나다고 주장하였다. 이는 환경 정보를 사용하면 포트폴

리오 성과를 향상시킬 수 있다는 사회적 책임투자에 대한 상당히 중요한 시사점을 가진다고 볼 수 있다.

다음으로 두 번째 요소인 social screening에 대한 연구는 주로 CSR의 가치향상 효과에 중점을 맞춰 진행되어 왔다. 환경이나 거버넌스 요소와 달리 사회적 요소가 기업 가치를 향상시킨다는 근거는 다소 제한적이다. 일례로 Hillman and Keim (2001)는 CSR이 두 가지 구성 요소, 즉 이해관계자 관리와 사회적 이슈 참여로 구성되어 있다고 보고, 이해관계자 가치에 중점을 둔 경영진이 주주 가치를 창출할 수 보여준 반면, 사회적 이슈 참여는 종종 주주 가치를 훼손한다고 주장하였다. 반면 Borgers et al.(2015)는 미국 주식 뮤추얼펀드 보유 분석을 바탕으로 투자 결정에서의 사회적 요소 중요성에 대한 연구를 통해 Hong and Kacperczyk(2009)과 같이 술, 담배, 도박과 같은 유해 주식(sin stock) 익스포저가 클수록 재무성과는 높아졌으나 사회적으로 민감한 투자에 대한 정의를 폭넓게 한 경우 그다지 유의하지 않게 나타났다.¹²⁾ 이는 펀드 매니저가 사회적 고려와 실질적인 제약으로 인해 논란이 많은 유해 주식에 크게 관심을 가지지 않음을 시사한다.

마지막으로 세 번째 요소인 governance screening에 대한 연구는 기업 거버넌스가 주로 기업 가치와 정(+의 관계가 있다는 주장을 뒷받침하고 있다(La Porta et al., 2002). 특히 Gompers et al. (2003)은 1990 년대의 24 가지 기업 거버넌스(독점 방지) 조항과 장기 성과 간의 관계를 살펴본 결과 주주권리가 가장 강한 기업을 매수함과 동시에 주주권리가 가장 약한 기업을 매도하는 투자 전략으로 연

11) 많은 연구에서 ROI (투자 수익률) 또는 ROE (자본 수익률)와 같은 회계 측정치를 사용했으며(ROE: Orlitzky et al. 2003; Margolis et al. 2009), 이들은 과거의 활동에 대한 정보(backward looking)를 제공함으로써 객관성과 정보 가치를 지니는 지에 대한 의문이 발생한다(Benston 1982). 반면, 주식 시장 측정치는 주가에 포함된 미래 현금 흐름에 대한 기대치로 미래 전망(forward looking), CSR이 투자자에 미치는 영향을 고려하는 데 보다 적합하다고 알려져 있다.

12) Hong and Kacperczyk(2009)은 유해주식의 특징을 분석한 결과 예상대로 사회적 책임투자를 수행하는 연기금이 이들 주식 지분을 적게 소유하고 있는 한편, 비슷한 주식들에 비해 기대 수익률은 오히려 높음을 보였다. 다만 Borgers et al.(2015)의 시사점은 국민연금이 지난해 책임투자 가운데 직접투자에서 유해주식 보유를 오히려 늘렸다는 점에서 우리나라 매니저 행태와 다소 다르다(각주 31 참조).

8.5%의 초과수익률을 달성할 수 있다는 것이며, 거버넌스 지수는 Tobin's q로 대변되는 기업 가치와 높은 관련성이 있음을 밝혔다. Ferrell et al. (2016)은 기업 거버넌스가 기업의 사회적 책임 이행에 미치는 영향을 분석함으로써 둘 간 정(+)의 관계가 있음을 보였고 사회적 책임을 적극적으로 추구하는 기업일수록 기업가치가 더 높으며 동시에 대리인 문제로 인해 기업 가치에 미치는 부정적인 영향을 감소시키는 것으로 나타났다.

한편 국내 관련 연구의 경우 사회적 책임활동의 역할이 대체로 긍정적이라는 결과가 주를 이룬다.¹³⁾ 김창수(2009)는 앞서 선행연구에서 언급된 내생성을 통제하고 나서 사회적 책임활동을 하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치에 비해 높다고 주장하였다. 국찬표와 강윤식(2011)은 사회적 책임활동이 전반적으로 기업가치를 제고시키는 것으로 나타났다으며, 기업지배구조 수준에 따라 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향이 다르다는 것을 보였다.¹⁴⁾ 여은정(2017)은 사회적 책임활동이 기업 주가변동성에 미치는 영향을 분석하여 사회적 책임활동이 기업의 내재가치를 증진시킴으로써 통계적으로 유의하게 주가변동성을 축소한다고 주장하였다. 또한 여은정(2019)은 특정 사회적 책임투자 펀드의 과거 3개월, 1년, 3년 성과분석을 통해 사회적 책임투자의 경우 3년 이상 장기 투자가 수익률 측면에서 바람직하다는 제언을 하였다.

한편, 사회적 책임투자 펀드의 투자성과에 대해서도 아직까지 명확한 실증분석 결과의 합의가 없는 상태로 볼 수 있다. 실제 펀드 성과에 영향을 미치는 요소는 투자시점, 펀드 매니저의 능력, 리서치, 운용 보수 등으로 다양하기 때문에 단순한 수익률 비교를

통한 판단은 바람직하지 않으며, 포트폴리오 간의 성과 비교가 바람직하다는 점은 잘 알려져 있다.

Auer(2016)는 유럽 시장을 대상으로 ESG가 좋은 기업에 투자한 투자자들의 재무성과가 높게 나타난 반면, Renneboog et al.(2008a)는 프랑스, 아일랜드, 스웨덴, 일본의SRI 펀드를 대상으로 살펴본 결과 일반 펀드에 비해 연간4~7% 저조한 성과를 나타낸다고 주장하기도 하였다. 그 밖에 많은 연구들이 둘 간 뚜렷한 성과 차이가 없다고 주장하고 있다(Hamilton et al., 1993; Kreander et al., 2005; Kempf and Osthoff, 2008; Hoepnerand Schopohl, 2018).

최근 연구로 Kim(2019)은 메타분석을 이용하여 사회적 책임투자 성과가 일반 투자의 성과와 다르지 않다는 결과를 지지함과 동시에 방법론, 위험조정방법, 가중치 체계, 자료 정제, 벤치마크 모형, 매칭 과정 등이 성과 차이를 가져오는 주요 요인으로 지목하였다. 무엇보다도 글로벌 금융위기와 같이 시장 신뢰가 저하된 상태에서는 사회적 책임활동과 같은 사회적 자본(social capital)의 가치가 더욱 부각됨에 따라 위기 기간 동안 CSR 수준이 높은 기업은 다른 비교군 기업에 비해 주가 하락 영향이 적은 것으로 나타나기도 하였다(Lins et al. 2017). 이들은 2008 ~ 2009년 금융위기 기간 동안 기업의 사회적 책임 강도로 측정된 사회적 자본이 높은 기업은 사회적 자본이 낮은 기업보다 주식수익률이 4 ~ 7%p 높은 것으로 나타남을 실증적으로 밝혔다.

그러나 이들 실증분석 결과를 종합하면 사회적 책임투자의 투자성과가 일반 투자와 큰 차이가 없다는 것으로, 유사한 조건이라면 장기적 지속가능성을 추구하는 사회적 책임투자가 궁극적으로 바람직할 것

13) 본 논문의 범위에 포함되지는 않으나 기업의 사회적 책임활동이 소비자 행동에 미치는 영향에 관한 연구(불평행동의 부정적 영향 감소나 소비자 인식 및 반응 개선 등)는 Kim et al.(2018)과 강선희 외(2016) 등을 참조하기 바란다.

14) 즉, 기업지배구조가 우수한 경우에 CSR 활동은 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 반면 기업지배구조가 취약한 경우에 CSR 활동은 기업 가치에 아무런 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이라 예측할 수 있다. 다만 향후 사회적 책임투자가 사회 전반적으로 바람직할 수 있다는 당위성을 제공하는 이론 및 실증적 기틀을 마련하는 것은 중요한 과제로 여전히 남아있다.

III. 해외 연기금의 사회적 책임투자 사례 분석

외국 주요 연기금의 책임투자 위주로 사례 분석을 수행한다. 주류 기관투자자가 책임투자 및 ESG 통합에 관한 선제적 시도를 해온 주요 선진국의 연기금 및 공적기금 현황을 살펴보는 것이 우선 필요할 것이다. 미국 캘리포니아주 공무원연금(CalPERS), 네덜란드 공무원연금(ABP), 캐나다 국민연금위원회(CPPIB), 일본 정부 연금투자 펀드(GPIF) 등에 대한 사례를 차례로 정리하고 분석하고자 한다.

[사례 1] 미국 캘리포니아주 공무원연금(CalPERS)

캘리포니아 주정부 공무원과 공공기관 근무자의 퇴직연금 지급을 위해 1932년에 설립된 CalPERS (California Public Employee's retirement System)는 미국 내 최대 규모의 공적 연기금이다. 2017-18 기준 연금 펀드의 총 시장가치는 3540억 달러이며, 순수익률(net rate of return)은 8.6%에 이른다. 2013년에는 기금운용의 지속가능성을 향상시키기 위한 목적으로 장기적 투자 포트폴리오 운용에 대한 최상위 원칙에 해당하는 'Investment Beliefs'를 수립하여 책임투자 관련한 정책을 구체적으로 명시하기도 하였다. Investment Beliefs는 장기투자를 위한 구체적인 투자원칙인 10개의

Investment Belief와 41개의 Sub-beliefs로 구성되며 장기 투자가치 창출을 위해서는 재무적(Financial), 물적(Physical), 인적(Human) 자본의 효과적 운용이 요구된다는 책임투자 원칙을 포함한다.

CalPERS는 1984년 '기업지배구조 개선 프로그램(Corporate Governance Reform Program)을 발족한 이래 투자자 입장에서 기업의 사회적 책임을 제고하기 위해 적극적으로 주주권을 행사하고 기업과의 직접적인 대화를 지속적으로 추진해 왔다. CalPERS의 기업지배구조 개선 프로그램은 소극적 주식보유자(share owner)가 아닌 책임 있는 주주(shareholder)로서 주주권 행사를 통해 기업 경영 관행의 책임성을 촉진함으로써 투자수익을 제고하는 것을 목적으로 한다. 특히 1987년부터 매년 지배구조개선 집중감시대상 기업을 선정해 발표하는 '포커스 리스트(Focus list)'를 도입하였는데, 이후 리스트에 포함된 기업들의 평균 주가가 벤치마크 대비 크게 상승하는 이른바 'CalPERS 효과'라는 현상이 나타나면서 주주권 행사가 기업가치를 높인다는 실증 결과로 널리 알려져 있다. '10년까지는 포커스 리스트에 오른 기업들을 공개하였으나 비공개적인 대화가 건설적인 관계 구축 및 투자수익을 제고에 더 효과적이라는 판단에 '11년부터는 비공개적인 대화의 형태로 진행하고 있다.

CalPERS의 주요 전략으로 책임투자를 위해 투자 배제, 기업 관여, Focus list 선정 등이 있다. 담배, 군수무기제조업 등에 대한 투자를 배제하고, 기업 관여 활동으로 의결권 행사(반대 42%) 및 경영진과의 대화를 주로 활용하고 있다. 특히 이사회 다의 다양성¹⁵⁾ 추구를 중요시 하고 있는데 이를 위해 Diverse Director Database 3D를 구축하기도 하였다. 앞

15) 이사회 다양성은 능력(skill sets), 성별(gender), age(나이), nationality(국적), race(인종), sexual orientation(성적 지향), gender identity(성적 정체성), 그리고 역사적으로 소외되어온 집단 등을 포함하여 평가한다.

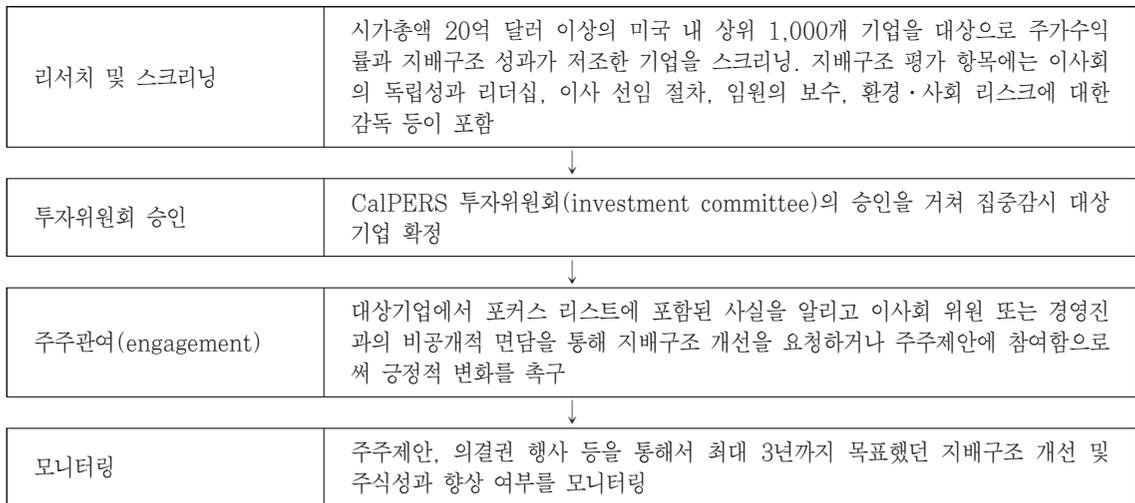
서 언급한 포커스 리스트¹⁶⁾는 지배구조가 취약한 기업을 집중감시 기업으로 선정하고, 경영진과의 비공개 대화를 통해 기업지배구조 개선을 요청하는 주요 전략으로 활용되고 있다.

CalPERS는 장기적인 연금 혜택의 지속가능성을 개선하고 사업 위험을 적극적으로 관리하기 위해 '22년까지 5개년 지속가능한 투자전략 계획(2017-22 strategic plan)을 수립하였으며 그 가운데 사회적 책임투자를 강조하고 있다.

2017년 7월부터 발효된 CalPERS 5개년 전략 계획을 통해 다음의 다섯 가지 목표를 설정하여 수행하기 위해 노력하고 있다: 1) 펀드의 지속성 (장기적인 수익률을 강화하는 방향) 2) 가입자의 의료 보험 가격 인하 3) 기금 조직과 경영의 복잡성 축소 4) 리스크 관리 5) 인재 관리 (기금 인사에서 높은 성과와 다양성을 추구). 특히 Fund sustainability (장기적 지속가능성 강화) 부문의 투자결정 과정에

ESG 요인을 통합하여 고려하도록 하고 있다. 그 밖의 분야로 금융 시장 옹호(financial markets advocacy), 주주 캠페인(shareowner campaign), 기업 및 관리자 관여, 위임장 대결(proxy voting), 책임 있는 계약자 프로그램(responsible contractor program), 탄소 배출, 그리고 즉석 미디어(ad hoc media) 및 이해관계자 요구사항(stakeholder requests) 등을 선정하여 중점적으로 활동하고 있다.

특히 Climate Action 100+를 통해 탄소배출량이 큰 기업에 대한 기업 관여(engagement)를 활발히 수행하기도 한다. 이는 이산화탄소 배출량이 가장 큰 기업 100개를 대상으로 기업별 환경 리스크와 기회에 관련한 지배구조, 환경 리스크와 기회가 기업에 어떠한 실제적 혹은 잠재적 영향을 미치는지에 대한 전략 분석 능력, 환경관련 리스크를 식별, 평가, 관리하는 방법, 환경 리스크와 기회를 평가하고 관리하는 기준과 목표 등에 대한 정보 요구와 그



출처: 제작성, 2018 글로벌 공적기금 및 대형연기금의 책임투자 현황, 서스틴베스트

〈그림 2〉 포커스 리스트 선정 및 운영 프로세스

16) 포커스 리스트의 선정은 투자대상 기업의 성과를 개선하기 위한 CalPERS 관여전략의 핵심적인 프로그램으로, 선정된 기업에 대해서는 임원 등 관계자와의 직접 대화를 통해 개선작업을 수행하거나 주주제안 등을 통한 주주관여 활동이 이루어지고 있다.

〈표 2〉 CalPERS의 책임투자자 관련 ESG 전략 플랜

	Environmental	Social	Governance
	<ul style="list-style-type: none"> Data and corporate reporting standards (includes water risk) 	<ul style="list-style-type: none"> Data and corporate reporting standards (includes human capital) 	<ul style="list-style-type: none"> Data and corporate reporting standards (focusing on the long-term)
	<ul style="list-style-type: none"> Manager Expectations (includes water risk) 	<ul style="list-style-type: none"> Manager Expectations 	<ul style="list-style-type: none"> Manager Expectations
	<ul style="list-style-type: none"> Research <ul style="list-style-type: none"> Sustainable Investment Research Initiative (SIRI) Global Equity Strategies 	<ul style="list-style-type: none"> Research <ul style="list-style-type: none"> SIRI Diversity Income inequality (action plan if warranted) 	<ul style="list-style-type: none"> Research <ul style="list-style-type: none"> Topics from Global Governance Principles Review Supply Chain Activities
	<ul style="list-style-type: none"> Engage 80 PRI Montreal Pledge Companies (identify water risk candidates) 	<ul style="list-style-type: none"> Diversity and Inclusion <ul style="list-style-type: none"> Engagement Voting 3D Advocacy 	<ul style="list-style-type: none"> Private Equity Fee and Profit Sharing Transparency (including AB 2833)
	<ul style="list-style-type: none"> Carbon Footprinting - Total fund Thermal Coal Companies - (SB185) 	<ul style="list-style-type: none"> Responsible Contractor Program 	<ul style="list-style-type: none"> Proxy Voting Shareowner Campaigns (Proxy Access/Majority Voting) Focus List Divestment: Mandates, Policy & Principles
	Work through Partnerships to leverage resources and impact		
	<ul style="list-style-type: none"> Corporate Engagements Federal and Legislative Guidelines Sustainability Report Response to Ad Hoc Media and Stakeholder Requests 		

출처: 제작성, Total Fund Governance & Sustainability Strategic Plan Update, 2019 (CalPERS)

에 대한 평가를 진행하고 있다.

CalPERS의 기업 관여 프로그램은 장기 주주들과 회사들 간 이해관계 개선이 펀드가 지속 가능한 위험 조정 수익을 달성하기 위해 필요한 선의성실 의무를 이행 할 수 있게 한다. 장기적인 가치 창출을 위해서는 재무적, 물리적, 인적의 세 가지 유형의 자본을 효과적으로 관리해야 한다. 기업관여 프로그램의 주요한 4가지 동인을 다음과 같이 설명하고 있다: 기후 변화 및 천연 자원의 가용성을 포함한 환경 실례; 이해 관계의 조정을 포함하지만 이에 국한

되지 않는 거버넌스 실례; 공정한 노동 관행, 건강 및 안전, 책임 있는 계약 및 다양성을 포함하되 이에 제한되지 않는 인적 자본 실례; 리스크 관리 사례. 기업 관여 활동은 시장 전체에서 이루어지며, 이는 포트폴리오 베타의 질을 제고하기 위한 전략으로 간주되고 있다. CalPERS에는 개별 회사별 관여도 있으며 이는 알파 관련 위험을 해결하기 위한 전략으로 간주되고 있다. 이와 같은 기업 관여는 포커스 리스트 프로그램, 파트너십과 옹호, 의결권 행사 등으로 실천되고 있다.

CalPERS는 의결권 행사 정책(Global Proxy Voting Policy)과 책임있는 지배구조 원칙(Global Principles of Accountable Corporate Governance)에 따라서 연간 10,000여개 안건에 대한 의결권을 행사하고 있다. CalPERS는 의결권 행사가 주주로서 기업운영 및 지배구조에 영향을 미칠 수 있는 중요한 메커니즘이라고 판단하고 있다. 최근 엑손 모바일(Exxon Mobil Corp.)과 셰브론(Chevron Corp.)에 대한 의결권 행사 결과를 공표함으로써 일반 주주들의 동의를 구하고 CalPERS의 의결권 행사 정책을 알리는 역할을 적극적으로 수행하고 있다.

[사례 2] 네덜란드 ABP (공무원 연금)

네덜란드 ABP는 네덜란드의 공무원/교직원 연금으로 1922년 퇴직연금법(Superannuation Act)에 기초하여 설립되었으며, 1996년에 민영화되었다. 네덜란드 ABP 지배구조는 이사회 및 투자위원회(investment committee)에서 정책에 관한 결정을 수행하며 이를 실행하기 위한 조직으로 APG investment organisation과 그 아래 External managers가 존재한다.

2008년 개정 연금법(Pension Act 2007)에 따라 자회사로 설립된 APG(All Pensions Group)가

기금 운용을 수행하며 책임 투자를 표방하고 적극적으로 이행하고 있다. 총운용규모는 '18년말 기준 4,590억 유로에 달하며, 지속가능성과 기업지배구조 관련 기업관여(engagement) 회사 수 366개로 이 가운데 환경 134개, 좋은 기업지배구조 178개, 인권 96개, 안전한 작업 환경 74개, 부패 척결 34개, 아동 노동 배제 15개, 기타 78개로 나타난다. 기업의 포함과 배제에서 선두 또는 후발로 평가된 기업 7,700개이며, 배제된 국가 수(또는 국제) 11개, 배제리스트 기업 수 153개로 나타난다. 의결권을 행사한 주주총회 4,732건이며, 1,515건의 보수 안건(remuneration proposals) 가운데 찬성 56%, 반대 42%이며, 이사선임 안건 18,981건 가운데 찬성 74%, 반대 19%이며, 모든 안건 49,702건 가운데 찬성 76%, 반대 18%로 나타난다(ABP sustainable and responsible investment, 2008).

APG는 ESG 기준을 모든 투자 평가에 고려하고 있으며, 지속적인 성장을 위한 투자(sustainable development investments)를 확대하고 있는 추세이다. 책임투자를 엄격히 적용하는 자산(Sustainable Development Investments, SDIs)은 '14년 약 290억 유로(전체자산의 8.5%)에서 '18년 기준 약 692억 유로(전체자산의 15%)로 증가하였다. SDIs

〈표 3〉 네덜란드 ABP의 책임투자 원칙

1. 투자 프로세스에 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 요인을 통합
2. 기업지배구조 및 지속가능성 성과를 개선하기 위하여 주주관여 활동을 수행
3. 의결권 행사를 비롯한 기업 지배구조 정책을 적극 실행
4. 지속가능성 솔루션을 제공하는 기업에 대한 투자 기회를 최대한 활용
5. 시장 전체의 지속가능성 및 기업지배구조 기준을 장려하도록 정책입안자와 대화
6. 국내외 법규로 금지된 제품 또는 사회적으로 부적절하게 여겨지는 제품 생산과 연루된 기업에 대한 투자 배제
7. UN 안전보장이사회의 무기수출 금지조치 결의에 포함된 국가의 국제은 투자 배제
8. 책임투자 정책의 실행에 있어서 다른 기관투자자들과 공동 대응
9. 이해관계자, 특히 연금가입자의 의견을 경청하며 책임투자 실행 내역을 보고

출처: 제작성, 서스틴베스트 (2018)

는 UN Sustainable Development Goals에 기여할 수 있는 상품과 서비스를 제공하는 기업에 투자하며, SDI도 다른 투자와 마찬가지로 수익률, 위험 및 비용 기준에 부합해야 한다. 재생 에너지 관련 투자 58억 유로, 그린본드 관련 투자 69억 유로, 이산화탄소 배출 감소량은 '14년 대비 -28.3%로 나타났다. 최근 내부 자료 분석팀인 ENTIS가 스마트 알고리즘이라 불리는 AI를 이용한 SDI 평가 방법을 개발하여 활용 중이기도 하다.

APG 책임투자 정책의 세 가지 목표는 1)위험조정 재무수익률의 향상 2)사회적 책임 수행 3)금융시장의 완전성(integrity)에 기여로 설정하고 있다. ESG 요소를 투자의사결정에 포함하는 것이 재무적 효과뿐만 아니라 사회적 책임 측면에서도 필요하다고 보고 투자전략에 반영하고 있다. ABP의 투자정책서에 명시된 10가지 투자원칙 중 하나로 “건전한 지배구조, 환경 및 사회 이슈는 중요한 고려사항”임을 언급할 뿐만 아니라 투자정책서 내 세 가지 챕터에서 책임투자와 관련된 사항을 다루고 있다. 기금 전반에 적용되는 투자원칙선언서의 역할을 하는 투자정책서와 별도로 『ABP Responsible Investment Policy』를 수립하여 책임투자 원칙과 ESG 분석, 투자배제 기준 등에 대한 구체적 가이드라인을 제공하고 있다. Vision 2020에서 제시한 ‘현재와 미래의 연금 지불을 충족하기 위해 책임 있고(responsible) 지속가능한(sustainable) 방법으로 수익을 달성하겠다’는 선언과 연계하여 2020년까지의 구체적인 책임투자 목표를 제시하고 있다.

APB는 책임투자 전략으로 기업 관여(engagement), 투자 배제(exclusion) 등을 주로 활용하고 있는데, 기업 관여로 의결권 행사 및 경영진과의 대화를 주로 활용하고 있으며, 투자 배제로 대인지뢰, 핵무기 비확산조약을 위반한 무기생산 관련 기업, UN Global

Compact 원칙¹⁷⁾ 위반 기업 등을 배제하고 있으며, 이산화탄소 배출감소, 신재생에너지 등 지속적인 성장을 위한 투자(SDI)를 적극적으로 실시하고 있다.

[사례 3] 캐나다 국민연금위원회 (CPPIB)

CPPIB는 2,000만의 가입자와 수급자를 위해서 미래 CPP연금 급여가 지급될 수 있도록 캐나다 국민연금 기금을 운용하는 독립적인 조직이다. 캐나다 국민연금(CPP, Canada Pension Plan)은 의회법에 따라 '97년에 정부로부터 기금운용을 독립시키기 위해 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)를 설립하였다. CPPIB의 주요 목표는 “CPP의 자금 조달에 영향을 줄 수 있는 요소와 관련하여 과도한 손실 위험 없이 최대 수익률을 달성하기 위해 자산을 투자하는 것”으로 설정하였다. 더불어 CPPIB는 환경, 사회 및 거버넌스(ESG) 요소를 효과적으로 관리하는 조직이 장기적으로 지속 가능하고 가치를 창출 할 가능성이 높다는 믿음 하에 지속가능한 투자(sustainable investing) 표방하고 있다.

CPPIB 연기금의 총 시장가치는 '19년 3월 기준 3,920억 달러이며, 제반 비용을 제외한 순이익은 '19 회계연도 기준 320억 달러이며, 같은 기간 순수익률도 8.9% 기록하였다. 자본시장 및 팩터 투자는 AUM으로 665억 달러 규모이며, 액티브 주식은 AUM으로 632억 달러 규모이며, 특히 신흥국 투자 비중은 약 20%이며 중국본토 투자도 502억달러에 달해 아시아와 라틴 아메리카 투자를 크게 증가시켰다. 채권투자는 366억 달러규모이며, 사모투자는 877억 달러 규모, 실물자산 포트폴리오 역시 941억 달러 규모를 기록하고 있다(CPP Investment Board, Annual report, 2019).

CPPIB는 지속가능성 및 지배구조 개선에 중점을 두어 ESG 고려 투자 및 적극적 기업관여, 대리투표

17) UN과 기업들이 인권, 노동, 환경, 반부패와 관련된 기업전략의 원칙을 제시한 자발적 이니셔티브이다.

권리 행사 등을 실시하고 있다. CPPIB는 ESG 성과/요인을 잘 관리하는 기업이 장기적으로 지속가능한 가치를 창출할 수 있다는 전제하에 ESG 성과에만 근거한 투자를 실행하기 보다는 ESG를 투자 분석에 통합(integrated)하고 있다. 주식, 사모시장에 투자 시 ESG 요소를 고려하여 투자하고 있다. ESG 요소가 기업의 장기적 가치 창출에 미치는 영향은 점진적으로 나타나거나 여러해에 걸쳐 ESG 문제의 전략적 관련성이 있는 기업의 잘못된 관리나 평가 미흡으로 인해 발생한 위기(crisis)를 통해 나타난다고 믿고 있다.¹⁸⁾

CPPIB의 Sustainable Investing Group은 전사적으로 ESG 요소의 영향에 대한 투자 분석을 지원하고, 업계 표준 및 모범 사례에 대한 연구를 수행하고, 외부 파트너 및 산업 협회와 협력하여 지식과 자원을 확장하고 있다. Sustainable Investing Group은 내부 포트폴리오 매니저와 함께 기업의 전체 성과와 관련 있는 ESG 리스크와 기회 요인을 분석한다. 사모 및 부동산 투자의 ESG 요인을 평가하고 적용하며 투자 과정 상 실사 및 모니터링에 이를 적용한다.

아울러 CPPIB의 Sustainable Investing Group은 투자 의사결정 및 모니터링에 ESG요인의 통합, 기업 관여, 의결권 행사 등을 지원한다. Sustainable Investing Group은 모든 의결권 행사 활동을 수행하여 적극적인 관여 주주로서의 역할을 지원하고 있다. 독자적 또는 공동으로 다른 투자자와 함께 투자하는 회사의 장기적인 성과를 향상시키기 위해 노력하고 있다. 기후 변화(화석연료 절감, 신재생에너지), 인권(아동 노동), 경영진 보수 등을 중심으로 경영진과 논의 및 의결권 행사를 수행하고 있다. '18년 4,921건 주주총회 참석하였으며, 의결한 안건 수 52,288건(58개국)이며, 경영진에 반대 비중 8.7%

를 기록하였다.

최근 CPPIB가 수행한 Sustainable Investment의 예는 다음과 같다. 그린본드를 발행한 최초의 연기금으로 지난해 10년 고정 금리로 캐나다 달러 표시 15억 달러 및 곧이어 유로 표시 10억 달러를 발행하였다. 통합 기술 플랫폼과 개인 및 소규모 비즈니스에 보다 안전하고 투명한 금융 서비스를 제공하는 파트너 간 에코 시스템을 갖춘 회사인 중국 Ant Financial에 6억 달러를 투자하기도 하였다.

풍력, 유틸리티 규모의 태양광 및 옥상 태양광 발전 관련 자산에 걸쳐 다양한 청정 에너지 기술을 보유한 인도 최고의 재생 가능 에너지 개발회사인 ReNew Power의 지분 6.3%를 인수하기도 하였으며, 총 투자액은 3억 1,100만 달러에 달한다. 북미 옥상 풍력 및 태양광 자산 포트폴리오와 독일의 해상풍력 프로젝트 2건에 대한 Enbridge의 지분 50%를 인수하고, 향후 유럽 해상풍력 투자 기회를 추구하기 위한 합작 투자로 총 투자액 22.5억 캐나다 달러에 합의하기도 하였다. 부동산 투자 역시 장기투자 목표에 맞게 높은 지속가능성 지표를 가진 자산 획득에 초점을 두고 오피스 포트폴리오인 Parkway 인수로 그린 빌딩 증서에(Leadership in Energy and Environmental Design, LEED Platinum certified) 지속적인 관심을 추구하고 있다.

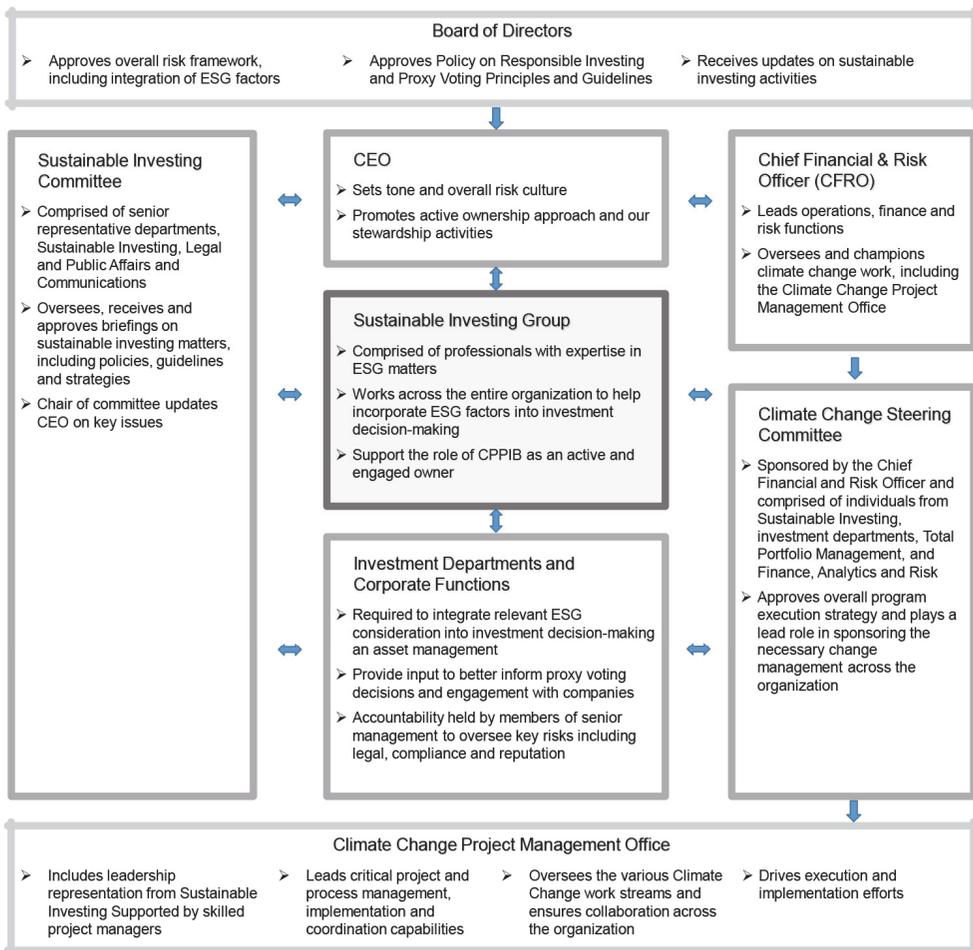
최근 기후 변화(climate change) 관련 투자 활동에 역점을 두고 네 가지 부문에 대한 권고를 이행하고 있다. 지배구조, 전략, 위험관리 그리고 측정지표 및 목표치가 그 네 가지 부문에 해당된다. CPPIB는 기후 변화를 세계에서 가장 중요한 물리적, 사회적, 기술적, 경제적 과제 중 하나로 간주하고 있다. 투자자에 대한 복잡성은 역사적 사실 집합의 부재, 미래에 대한 확률을 예측하기 위한 요구사항 및 회사 간의 표준화 된 공시 부족 등의 요소로 인해 심화되고 있다.

18) 이러한 요인은 예를 들어 규제가 강화되어 운영비용이 높아짐으로써 회사의 수익성에 확실하고 직접적인 영향을 줄 수 있다. 또한 고객 충성도, 브랜드 자산, 인계 유지 능력 및 회사의 '운영 라이선스'에 영향을 줄 수도 있다.

지배구조(governance)의 경우 이사회는 CPPIB의 기후 관련 위험과 기회를 이해하고 관리하고자 하는 노력을 감독하고 있다. 광범위한 트렌드와 특정 투자 관련 개발에 대해 지속적인 위험보고를 통한 업데이트를 수행하고 있다. 기후 변화 프로젝트 관리 사무소(climate change project management office) 및 기후 변화 운영위원회(climate change steering committee)는 기후 관련 작업 흐름을 안내하고 지원하는 역할을 하고 있다.

다음으로 전략(strategy)은 기후 변화를 구체적으로 고려함으로써 장기적으로 더 적절한 투자가 수행되도록 지원하고 있다. 항공사, 화석 연료, 철강 및 시멘트 생산 업체 및 기타 여러 회사를 포함한 포트폴리오의 일부가 기후 변화 위험에 노출되어 있는 반면, 재생 에너지 및 자원 효율성 부문의 새로운 투자 기회가 각광받고 있다.

CPPIB는 '17년말 독립형 발전 및 재생 그룹(Power & Renewables group)을 탄생시켜 기후



출처: 재작성, CPPIB 2018 Report on Sustainable Investing

〈그림 3〉 CPPIB의 통합적 책임투자 체계 (CPPIB's integrated sustainable investing framework)

변화 관련 투자에 적극 대응하며, 분산 투자 효과를 위해 그 이후 재생 에너지 프로젝트에 21억 달러 이상을 투자하고 있다. 세계가 저탄소 에너지 공급으로 전환함에 따라 '19 회계 연도에 CPPIB는 세계에서 그린본드를 발행 한 최초의 연기금이 되었다.

위험 관리(risk management)의 경우 기후 변화는 CPPIB 이사회의 승인을 받은 통합 리스크 체계의 필수 요소이며, 기후 변화 운영위원회(Climat Change Steering Committee)가 주도적인 역할을 수행하고 있다. 기후 변화 운영위원회(Climat Change Steering Committee)가 펀드뿐 아니라 투자 그룹 수준에서 기후 관련 위험을 식별, 평가 및 관리하고자 하는 다년간의 노력을 이행하고 있다.

마지막으로 측정지표와 목표치(metrics and targets) 관련 CPPIB는 공공 주식 포트폴리오의 첫 탄소 배출 관련 발표를 하기도 하였다. 지속 가능한 투자에 대한 2018 보고서의 포트폴리오에서 측정 항목(또는 지표)으로 총 탄소 배출량 및 탄소 배출, 탄소 강도를 포함하며, 온실 가스(GHG) 배출 데이터, 물 소비 및 에너지 효율 관련 지표를 주요 성과 지표로 고려하기로 하였다. 다만 현재 측정 관련 품질, 완전성 및 적시성에는 변동 가능성이 존재함에 따라 측정의 정확도에 영향을 미치는 점을 감안한다. 개선된 데이터를 사용할 수 있게 되면 방법을 지속적으로 개선해야 하며, 시간이 지남에 따라 공공 주식을 넘어 광범위한 포트폴리오의 탄소 관련 측정치의 공개를 확대할 예정이다.

[사례 4] 일본정부 연금 투자 펀드 (GPIF)

GPIF는 일본의 국민연금 투자 펀드로 세계에서 가장 큰 연기금 중 하나로 장기적 안목을 가지고 스투어드십 책임준수와 지속가능한 투자를 지향하고 있다. GPIF는 '54년 종업원 연금 보험법과 국민연금법('59년)에 따라 보건, 노동 및 복지 부처가 위탁한 국민연금 수급 펀드를 관리 및 운용하고 있다.

회계연도 '18년 기준 자산 규모는 159조 2,154억 엔이며, 수익률은 연 1.52%를 기록하였으며, 운용 자산 비중은 해외 주식 25.5%, 해외 채권 17.0%, 국내 주식 23.5%, 국내 채권 26.3%, 단기자산 7.7%로 나타났다(GPIF, 2017 ESG report).

GPIF는 투자원칙(investment principles)에 스투어드십 이행여부를 모든 자산 부문에 적용하고 스투어드십 책임준수 활동의 예로 ESG에 대한 설명을 명시하고 있다. '14년 스투어드십 코드 도입 이후 UNPRI(현 PRI, Principles of Responsible Investment)에 서명하고 스투어드십 코드 전문인력을 확보하기 위해 노력하고 있다. 외부운용사 및 투자회사들도 의결권 행사를 포함한 기업 관여를 실행하도록 장려하고 있다. GPIF 투자원칙의 최근 수정사항('17년 10월 수정)은 주식부문에만 적용되던 스투어드십 이행여부를 모든 자산 부문에 적용하는 것과 스투어드십 책임준수 이행여부를 측정하여 ESG에 추가하는 것이 골자이다.

GPIF는 또한 일본 주식에 대해 3가지 ESG 지수를 선정하고 해당 지수를 추적하는 패시브 투자를 수행하고 있다. GPIF 역시 다른 연기금과 마찬가지로 ESG 요소를 추종하는 투자가 장기적으로 위험 조정수익률이 우수할 것으로 전제하고 있다. GPIF가 해당 지수를 추적하는 현재 운용 중인 패시브 투자 규모는 일본 주식 포트폴리오의 3%정도(1조엔 정도)이나 향후 ESG 투자를 액티브나 다른 지수를 적용하는 투자까지 확대할 계획에 있다.

앞서 언급한 대로 GPIF는 3가지 ESG 지수 중 두 가지는 ESG 모두를 대상으로 하는 광범위한 지수(broad index)이며, 나머지 하나는 사회적 요소 가운데 성별 다양성(gender diversity)에 초점을 맞춘 테마 지수(thematic index)로 선정하였다.

GPIF는 ESG 지수 선정 시 “positive screening (긍정적 심사)” 채택, 공개 정보를 기반 평가, ESG 평가자와 지수 제공자 간 이해상충 방지를 명시적으

〈표 4〉 일본 GPIF의 세가지 ESG 지수

Type	Name of index
Broad index	FTSE Blossom Japan Index
Broad index	MSCI Japan ESG Select Leaders Index
Thematic/social (S)	MSCI Japan Empowering Women Index (WIN)

* 환경 요소에 대한 주제별 지수는 아직 고려중
출처: 제작성, GPIF 홈페이지, ESG

〈표 5〉 일본 GPIF의 세가지 ESG 지수와 벤치마크 비교

	Benchmark rate of return			Excess rate of return	
	ESG index (a)	Parent index (b)	TOPIX (c)	Excess return over the parent index (a-b)	Excess return over TOPIX (a-c)
(1) MSCI Japan ESG Select Leaders Index	13.74%	14.94%	15.87%	-1.20%	-2.13%
(2) MSCI Japan Empowering Women Index	15.29%	14.94%	15.87%	0.35%	-0.58%
(3) FTSE Blossom Japan Index	14.83%	15.13%	15.87%	-0.30%	-1.04%

주) 벤치마크수익률의 기간은 '17년 4월부터 '18년 3월까지로 GPIF의 ESG 지수 추종 투자 시작과 일치하지 않음. (1)과 (2)에 대한 모 지수(parent index 구성 유니버스)는 MSCI Japan IMI Index에 포함된 시총 상위 500개 회사임. (3)에 대한 모지수는 FTSE Japan Index임.

출처: 제작성, 2017 ESG report(2018), GPIF

로 언급하고 있다. ESG 평가를 기반으로 구성될 회사를 결정하는 “positive screening(긍정적 심사)”를 채택해야 한다. 적지 않은 지수가 ESG 요인 외에 낮은 변동성 및 형성 과정에서의 품질 등 서로 다른 요인들을 통합하고 있으며, ESG 지수라고 해도 이러한 요소들의 영향을 많이 받고 있다. 지수가 주로 ESG 평가에 중점을 둔다는 사실을 강조함으로써 “중기에서 장기까지 위험 감소 효과 및 초과 수익(excess returns)의 획득을 기대할 수 있는 지수”를 요구한다는 취지로 지수 평가가 수행된다. ESG 평가를 기반으로 한 positive screening과 일본의

전체 주식 시장을 활성화한다는 관점에서, 가치 있는 지수들은 광범위한 회사가 포함될 수 있는 기회를 제공하고 특정 상품 및 서비스를 제공하는 회사를 범주적으로 배제하는 것을 피할 수 있는 장점이 있다. 같은 관점에서, 광범위한 지수와 테마 지수 간 균형 잡힌 조합도 고려되고 있다.

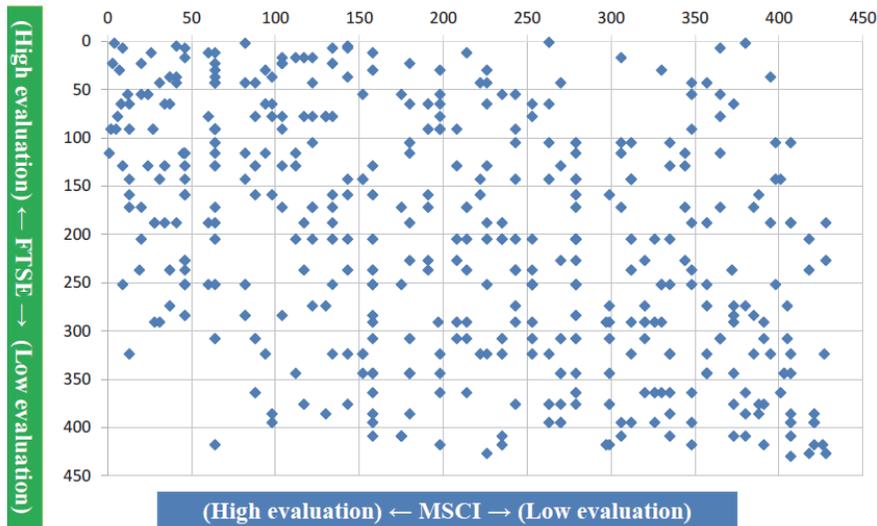
이러한 평가는 공개 정보를 기반으로 하되, 그 방법 및 결과를 공개하도록 하고 있다. FTSE와 MSCI는 ESG 평가 방법 및 결과에 대한 자세한 공개에 적극적으로 참여하여 기업에 평가 결과를 제공하고 ESG 지수를 사용하여 투자자와 대화하며 ESG 평가를

개선하기 위해 결과를 분석할 예정이다. “MSCI Japan Empowering Women Index (WIN)”는 구성 회사가 해당 정보를 공개하도록 장려하기 때문에 높이 평가되며, 통상 공개가 적은 회사는 점수가 낮다. 주지하다시피 재무 분석과 달리 ESG 평가는 짧은 역사를 가지고 있으며 표준적 평가 방법이 아직 구축되지 못하였으며, 평가에 필요한 정보의 공개도 충분하지 않은 상황이다. <그림 4>에서 보듯이 FTSE와 MSCI에 의한 ESG 평가 간 상관관계가 매우 낮은 상황인 것을 알 수 있다.

ESG 평가자와 지수 제공자 간 지배구조가 적절히 형성되어야 하며, 이들 간 이해 상충 역시 제대로 관리되어야 한다고 명시하고 있다. 전통적인 자본규모가중 주가지수의 경우 구성 회사는 시가 총액과 유동성에 따라 “자동으로” 결정되는 반면에, 선정된

ESG 지수의 경우, ESG 평가를 구현하는 분석가나 지수를 확립하기 위한 방법론을 고안하는 분석가와 같이 “인간” 개입의 여지가 더 크다고 볼 수 있다. ESG 평가의 연속성, 투명성 및 중립성을 보장할 때 이해 상충을 방지하기 위한 거버넌스 및 관리가 중요하며, 이러한 관점에서 현장 연구는 여러 기반에서 수행될 필요가 있다.

GPIF는 주식에서 모든 자산군으로 ESG 활동을 확대하기 위해 채권투자의 ESG 통합에 대해 World Bank Group과 공동 연구를 수행하고 '18년 4월 그 결과를 발표하였다. 주식 분야와는 달리 채권 분야에서의 ESG 연구와 적용은 초기 단계로 최근 연구에 따르면 ESG를 채권투자에 통합하는 것은 전반적인 신용 위험 분석의 일부이어야 하며, 보다 안정적인 재무 수익에 기여한다고 알려져 있다.¹⁹⁾ 채



주1) 분석을 위한 유니버스는 FTSE와 MSCI를 통해 공통적으로 설문조사된 430개 일본 회사임 (‘16년 7월 기준)
 주2) 도표 위 그림(점들)은 각 회사의 ESG 평가 순위를 나타냄 (1위부터 430위까지)
 출처: Results of ESG Index Selection (2017)

<그림 4> FTSE와 MSCI에 의한 ESG 평가 비교

19) World Bank Group는 세계 최고의 그린본드 및 사회 채권 발행자이며, 전 세계 정부 및 기업에 대한 투자 및 대출 과정에서 ESG 요소의 통합을 수행하고 있어 공동 연구의 당위성에 부합한다.

권투자에 있어서 ESG 활용의 방법은 주식의 경우와 비슷한 점도 있고 다른 점도 있다고 할 수 있는데 일례로 녹색, 사회적 및/또는 지속 가능한 '표시된' 채권을 구입하고, ESG/SRI (사회적 책임 투자) 펀드를 설립하거나 투자하는 것 또는 ESG 지수 추종, ESG에 적극적인 매니저 채용 및 전체 투자 과정에 걸쳐 ESG를 통합하고 포함하여 투자결정을 하는 것이라고 볼 수 있다.

현재 채권에 있어서 ESG 투자는 완전한 과정 중심의 활동에서 보다 결과 중심의 활동으로 발전 중이며, 다음과 같은 시사점을 제시하고 있다. 우선, ESG 데이터의 폭과 깊이를 향상시키는 이니셔티브가 계속 지원될 필요가 있다. 둘째, ESG 요소와 재무위험 및 채권 수익률 간 관계에 대한 보다 정치한 연구가 수행될 필요가 있다. 셋째, 투자자가 강건한 기반에서 자신의 접근 방식을 자유롭게 사용할 수 있도록 ESG와 impact investing을 적용하기 위한 표준, 원칙 및 지표가 정교해져야 한다. 마지막으로, 지속가능한 채권 투자에 대한 높아진 수요를 수용할 수 있는 보다 혁신적이고 확장 가능한 상품의 개발이 필요하다고 할 수 있다.

GPIF는 다양한 이해관계자들과 대화를 통해 ESG 관련 활동을 수행하고 있는데, 직접 주식투자가 허용되어 있지 않기 때문에 외부 자산운용 위탁에 따

른 자산운용가들과의 기업 관여 관련 대화 및 토의를 하고 있다.²⁰⁾ ESG 지수의 경우, 특히 구성 종목과 그 가중치는 ESG 평가를 기반으로 결정되므로 ESG 평가자의 책임이 특히 중요하다.²¹⁾ 이를 고려하여 GPIF는 국내 주식에 대한 ESG 지수를 선택할 때 평가 및 지수 선정의 투명성과 중립성을 보장하기 위해 지수 제공자와 ESG 평가자의 지배 구조 평가를 위한 실사를 수행하고 있다. 아울러 '16년부터 매년 ESG 이슈에 대한 현황을 포함하여 기관투자자의 스튜어드십 활동에 대한 상장사 설문조사를 수행하고 있다.

GPIF는 Global Asset Owners' Forum과 Business and Asset Owners' Forum을 구성하여 ESG 관련 활발한 토의를 수행하고 있기도 하다. '16년부터 공동 주최자 역할을 하는 2개의 미국 공적 연기금인 캘리포니아 공무원 퇴직연금 시스템(CalPERS) 및 캘리포니아 주 교사 퇴직연금 시스템(CALSTRS)과 공동으로 전 세계 자산 소유자 간 아이디어 및 의견 교환을 위한 플랫폼인 Global Asset Owners' Forum을 형성하고 있다. GPIF는 또한 기업의 의견 수렴을 위한 플랫폼인 Business and Asset Owners' Forum을 설립하여 운영하고 있다. 이 두 포럼에서 주로 ESG 문제와 관련된 주제에 대한 토론이 진행되며 GPIF의 ESG 관련 이니셔티브를 보

〈표 6〉 국가별 ESG 점수의 순위

Ranking	1st	2nd	3rd	4th	5th	6th	7th	8th	9th
ESG rating (March '18)	France 3.55	U.K. 3.41	Canada 2.83	U.S. 2.68	India 2.52	Japan 2.20	Hong Kong 2.12	South Korea 1.90	China 1.36
ESG rating (March '17)	France 3.39	U.K. 3.29	Canada 2.72	U.S. 2.53	India 2.31	Japan 2.00	Hong Kong 1.92	South Korea 1.75	China 1.17

출처: 제작성, 2017 ESG report(2018), GPIF

20) 특히 투자과정에 ESG를 통합함으로써 GPIF 의결권 원칙에 부합하는 의결권 행사가 외부 자산운용가들을 통해 이뤄지고 있다.

21) 또한 지수 제공자와 ESG 평가자들 역시 투자에서 중요하기 때문에 이들과의 대화 및 포럼 진행이 중요하다.

다 높은 수준으로 끌어 올리는 데 매우 유익한 것으로 평가되고 있다.

GPIF는 FTSE Global Equity Index에 포함 된 회사의 9 개 주요 국가 및 지역에서 평균 ESG 점수 순위를 작성하고 2017년 3월에서 2018년 3 월까지 순위 변경을 비교하고 있다. 국가별 순위를 보면 프랑스가 1위, 일본이 6위를 기록하고 있으며, FTSE 의 ESG 점수는 5점 스케일로 작성된다.

IV. 국내 연기금의 사회적 책임투자 사례 분석

4.1 국내 연기금 책임투자 도입 사례

국내 사회적 책임투자는 공적 연기금이 그 확산을 주도하고 있어 먼저 연기금 사회적 책임투자 도입 사례에 대한 분석을 수행한다. 그 대상은 국민연금, 사학연금, 공무원연금이다.

[사례 1] 국민연금

국민연금은 우리나라 대표적인 공적 연기금으로서 국민경제와 투자기업의 지속가능한 성장과 발전에 기여가 필요하다는 사회적 요구가 높아짐에 따라서 책임투자를 도입하였다. '18년말 기준 국민연금의 총운용 규모는 총 638.78조원이며, 운용 수익률은 -0.92%를 기록하였다.

같은 해 기준 국민연금의 책임투자 규모는 총 26.74 조원이며, 국내주식 직접운용 22.16조원, 국내주식 위탁운용 4.58조원으로 구성되어 있다. 국민연금의 책임투자 정책 및 계획, 조직, 책임투자 촉진 활동, 책임투자를 위해 고려하는 ESG 기준, 자산군의 운용 현황, 책임투자 위탁운용사 선정 및 평가기준 등을 공시하고 있다.

국민연금의 책임투자 목표는 “기금의 장기 안정적 수익률 제고에 기여”이며 이를 위해 ESG평가지표 선정을 바탕으로 ESG 평가 및 요인분석을 통한 책임투자의 체계화와 국내주식에 대해 액티브 직접운용 및 위탁운용 중 책임투자형 설정을 통한 책임투자 전문성 강화를 추구하고 있다. 국민연금은 책임

〈표 7〉 국민연금 책임투자 활동 연혁

연도	활동 내역
2013년	3월, 기금운용본부 운용전략실 내 책임투자팀 신설
2014년	8월, 책임투자 가상펀드 운용
2015년	2월, 의안분석 전문기관 선정을 통한 의결권행사 전문성·객관성 제고 11월, 사회책임투자형 펀드 신규 벤치마크지수 도입 (주식운용실) 12월, 국내주식의 ESG 평가모형 구축
2016년	4월, 기금운용지침에 책임투자 관련 조항 마련 12월, 국내주식의 ESG 평가시스템 구축 및 평가지표 개선
2017년	7월, ESG 컨트롤러버설 이슈 평가방법 마련 12월, 국민연금 책임투자자과 스튜어드십코드에 관한 연구
2018년	3월, 의결권행사전문위원회 권한 확대 관련 지침 개정 7월, 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙 도입 다운로드 12월, 수탁자책임실(책임투자팀, 주주권행사팀)로 개편, 국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인 마련

출처: 제작성, 2019 국민연금 홈페이지 https://www.nps.or.kr/jspage/fund/mcs/mcs_06_03.jsp

투자 관련 법 제도 마련, 위탁운용 실시, 직접운용을 위한 인프라 구축 등 책임투자 확대를 점진적으로 추진 중에 있다.

국민연금의 책임투자 관련 국민연금법령 및 지침 개정은 다음과 같다. 국민연금법²²⁾에 책임투자 원칙을 규정하고(15.1), 책임투자 관련 현황을 공시하도록 하였으며(15.8월), 기금운용지침²³⁾에 책임투자 원칙을 반영하고 있다(16.4월).

한편, 국민연금은 책임투자 관련 위탁펀드를 운용하고 있는데 '06년부터 민간 전문성을 활용하기 위해 책임투자 펀드²⁴⁾를 위탁 운용 중에 있다. '17.7월 기준으로 6.2조원, 8개 운용사를 대상으로 하고 있다.²⁵⁾ 사회책임투자형 위탁운용사는 기존의 재무적인 분석뿐만 아니라 환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보를 분석할 수 있는 스크리닝 기법을 보유해야 하며, 벤치마크 대비 장기초과수익을 추구하는 것을 목표로 하고 있다. 책임투자 위탁펀드 규모의 추이를 살펴보면, '07 약 0.4조원에서 '12 약 5.4조원, '17.7 약 6.2조원으로 규모가 상당히 커지고 있는 것을 알 수 있다.

이에 '16.11 국민연금은 책임투자 특성을 강화하기 위한 벤치마크 개선(15.10) 및 보완 조치를 시행하였다. 벤치마크의 경우 기존 KOSPI에서 기업의 ESG 평가정보를 반영한 책임투자형 벤치마크 개발·적용하고 있으며 내용은 대외비에 해당한다.

또한 국민연금은 책임투자 직접 운용을 위한 인프라 구축 및 보완을 실시하였다. 책임투자 직접 운용시 활용을 위한 ESG 관련 평가지표 마련하고(15.11

월)·보완, 기업 평가(총 832개 기업, 6등급 평가) 등을 정기적으로 실시하고 있다(매년 연 1회 기업평가). 다만 ESG 평가모형 및 지표는 지속적으로 보완, 검증이 필요하여 평가지표별 배점, 세부기준, 기업 ESG 평가결과 등은 외부에 공개하고 있지 않은 상황이다. 운용역이 ESG 평가정보(832개 기업)를 투자자의사 결정시 고려할 수 있도록 하는 운용역 재량 하의 'ESG 시스템'을 구축하였다(16.12~). 국민연금 공단 기금운용본부 내부적으로 시뮬레이션 성격의 책임투자 가상펀드(14.8~)를 운용하고 평가지표를 검증하고 있다.

아울러 국민연금은 책임투자 활성화를 위해 '17년 말 "사회책임투자전문위원회"를 설치하고 운영하고 있다. 기금운용위원회(이하 기금위) 산하에 '사회책임투자전문위원회' 설치로 책임투자 관점에서 국민연금 기금운용 평가 및 모니터링,²⁶⁾ 이외에도 책임투자 사항은 책임투자지침(가이드라인)을 사전 검토하고 기금위 안건으로 상정하고 있다. 책임투자에는 주주권 행사가 중요하므로 주주권 행사 범위, 한계 등 사항도 검토할 필요가 있다. 이에 '13년 3월 책임투자 의사결정을 강화하기 위해 운용전략실을 책임투자팀과 투자운용팀으로 나누어 조직을 개편하고, '04년도부터 의결권 행사지침을 마련하여 기금의 의결권 행사에 관한 기준, 방법 및 절차 등을 규정하였으며, 2005년에는 의결권행사 전문위원회를 구성하여 보유주식에 대해 의결권을 행사하도록 하였다.

현재 국민연금이 책임투자를 위해 고려하는 ESG 평가는 E부문 3개 이슈 12개 평가지표, S부문 5개

22) 국민연금법 제102조 ④ ... 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.
 23) 기금운용지침(제17조 책임투자): 증권의 매매 및 대역의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.
 24) 위탁운용사가 기업의 재무적 성과와 ESG 이슈를 종합 고려(술, 도박, 담배 관련 기업 투자배제 등) 하여 투자하는 펀드
 25) 사회책임투자형 위탁운용사 선정 절차는 제안서 예비심사 및 현장실사와 기술심사로 이루어지며, 사회책임투자형 위탁운용사로 선정된 운용사는 위탁운용지침에 따라서 순자산가액(NAV)의 70% 이상을 지속가능 종목군에 투자하고 있다. 장기투자를 유도해야 하는 사회책임투자의 성격 상 회전문이 대형주 유형(200%)에 비해 낮은 수준인 150%를 유지해야 한다.
 26) ESG 측면에서 명백하게 문제가 있는 기업에 대한 투자 제한, 변경 등 의견을 기금위에 제시하고 있다.

이슈 21개 평가지표, G부문 5개 이슈 19개 평가지표로 구성되어 있다(상세사항은 <표 8>참조).

국민연금은 의결권행사 관련 원칙 및 행사대상을 정해 놓고 있으며 '18년 한 해 동안 총 656건 국내 주식에 대한 의결권을 행사하였다. 기금보유 주식 의결권은 기금자산의 증식을 목적으로 행사하고 있다. 의결권 행사원칙은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 행사하도록 하며, 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 행사해야 하며, 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 행사하도록 하고 있다.²⁷⁾

국민연금은 그 밖에 배당관련 권리도 기업과의 대화, 중점관리 기업 지정, 주주 제안 등을 통해 행사하고 있다. 주요 행사 내용은 합리적 배당정책 수립 및 배당정책에 따른 배당 요구이다. 기업과의 대화의 대상²⁸⁾은 합리적 배당정책을 수립하지 않거나, 배당정책에 따른 배당을 하지 않은 기업으로 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 합리적인 배당정책의 자발적 수립 유도하고 있다.

중점관리기업의 대상은 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 다음연도 정기주주총회 전까지 개선이 없는 기업으로 중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선을 유도한다. 다만 비공개가 원칙이며, 중점관리기업 지정 후 다음연도 정기주주총회까지 개선이 없는 경우 수탁자책임전문위원회가 대상 명단의 공개여부를 결정한다. 또한 중점관리기업이 합리적

인 배당정책을 수립하여 공개하는 경우, 수탁자책임전문위원회가 이를 평가하여 명단에서 제외하기도 한다. 주주제안의 대상은 기업과의 대화 대상기업 가운데 대화를 거부하는 등 개선여지가 없는 기업 또는 명단을 공개한 중점관리기업 중 다른 주주가 주주제안에 참여를 요청하는 경우로 수탁자책임전문위원회 의결로 행사참여 혹은 직접 수행 여부를 결정한다. 참고로 '18년 공개 중점관리기업 명단으로 남양유업을 올리기도 하였다.

[사례 2] 사학연금

사학연금기금은 '73년 사립학교교직원연금법 제정으로 '75년부터 기금형태로 사립학교교직원 급여를 충당하기 위한 책임준비금 확보를 목적으로 운용되고 있다. '18년말 기준 금융자산 총 규모는 16조 312억원 규모이며 수익률은 직접비용 차감전으로 -2.45%를 기록하고 있다.

기금의 총 자산은 2018년말 기준 19조 2,565억원으로 투자유가증권이 16조312억원(83.3%), 대여사업대여금 1조9551억원(10.2%), 국고학자금대여금 5,873억원(3.0%), 토지 등 유형자산 2,866억원(1.5%), 기타 유동자산 등으로 3,963억원(2.0%)이다. 금융자산은 채권(국내직접 5조 8,966억원, 해외간접 9,967억), 주식(국내직접 1조 4,839억원, 국내간접 1조 9,549억원, 해외간접 2조 2,672억원), 대체투자 3조 1,355억원, 현금성 자산 2,385억원이다.

사학연금의 사회적 책임 투자 규모가 점차적으로 확대되고 있어 투자액 기준 '09년 105억원에서 '18년

27) 행사대상의 경우 기금은 기금 이름으로 보유하고 있는 상장 주식에 대해 의결권을 행사한다. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식 전체 대비 1,000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1,000분의 5 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있다; 의결권 행사는 국민연금공단 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사. 그럼에도 불구하고 기금운용본부가 판단하기 곤란하여 『국민연금기금 수탁자책임 전문위원회』에 결정을 요청한 안건이거나 『국민연금기금 수탁자책임 전문위원회』 주주권행사 분과 위원 3인 이상이 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 전문위원회에 회부할 것을 요구하는 안건인 경우 기금운용위원회 산하 『국민연금기금 수탁자책임 전문위원회』에서 결정하고 그에 따라 공단이 행사한다.

28) 배당 관련 반대 의결권 행사 기업, 배당성향이 낮은 기업을 우선 검토하도록 한다.

〈표 8〉 국민연금 ESG 평가지표

구분	ESG 이슈	정의	평가 지표
환경 (E)	기후변화	탄소배출 관리 수준	온실가스관리시스템
			탄소배출량
			에너지소비량
	청정생산	환경유해물질 배출 관리 수준	청정생산관리시스템
			용수사용량
			화학물질 사용량
			대기오염물질 배출량
	친환경 제품 개발	환경 친화적 제품 개발 노력 수준	폐기물 배출량
			친환경제품 개발 활동
친환경 특허			
사회 (S)	인적자원관리	근로환경과 인권 및 다양성 관리 수준	친환경 제품 인증
			제품 환경성 개선
			급여
			복리후생비
			고용
			조직문화
	산업안전	작업장 내 안전성 관리 수준	근속연수
			인권
			노동관행
	하도급 거래	공정하고 합리적인 협력업체 관리 수준	보건안전시스템
			안전보건경영시스템 외부 인증
			산재다발사업장 지정
			거래대상선정 프로세스
			공정거래자율준수 프로그램
			협력업체 지원 활동
	제품 안전	제품 안전성 관리 수준	하도급법 위반 사례
			제품안전시스템
			제품안전경영시스템 인증
제품안전사고 발생			
내부거래위원회 설치			
공정경쟁 저해 행위			
공정경쟁	공정경쟁 및 사회발전 노력 수준	정보보호시스템	
		기부금	
		경영권 보호장치	
		주주의 권리	
		주주의견 수렴장치	
		주주총회 공시시기	
지배 구조 (G)	주주의 권리	주주권리 보호 및 소통 노력 수준	대표이사과 이사회 의장의 분리
			이사회 구조의 독립성
			이사회외 사외이사 구성 현황
			이사회 활동
	이사회 구성과 활동	이사회외 독립성 및 충실성 수준	보상위원회 설치 및 구성
			이사보수 정책 적정성
			감사위원회 사외이사 비율
			장기 재직 감사 또는 감사위원 비중
	감사제도	감사의 독립성 수준	감사비용 대비 비감사용역 비용
			순자산 대비 관계사 우발채무 비중
	관계사 위험	관계사 부실로 인한 위험성 수준	관계사 매출 거래 비중
			관계사 매입 거래 비중
배당	배당 등 주주가치 환원 노력 수준	중간/분기배당 근거 마련	
		총주주수익률	
		최근 3년 내 배당 지급	
		과소 배당	

출처: 국민연금, 2019

1,329억원으로 12.7배 증가하고 있는 추세이다. 사학연금은 '18년과 '19년 81개 기업 주주총회에서 의결권을 행사하였는데, '19년 5월말 기준 81개 기업 주주총회 649개 안건 가운데 반대 61건으로 반대 비중이 9.4%를 차지하는 것으로 나타났다.

[사례 3] 공무원연금

공무원연금은 '82년 공무원연금 특별회계 및 기금의 설치·운영 등에 관한 법률(1983년 공무원연금법으로 흡수·통합)에 의거하여 공무원연금공단에 의해 운용되고 있다. 안정성·유동성을 바탕으로 수익성, 공공성을 고려하여 운용한다는 원칙을 제정하였다.

'18년말 기준 금융자산 총 규모는 8조 8,267억원 규모이며 수익률은 직간접비용 차감 후로 -1.7%를 기록하고 있으며, 자산구성은 채권 3조 6519억원, 주식 2조 6161억원, 대체투자 1조 5154억원, 단기자금 1조 434억원이다.

공무원연금은 금융자산운용지침(IPS)에 책임투자 및 의결권 행사 원칙을 포함시키고²⁹⁾ 의결권 행사의 대상, 기준, 절차 등을 마련하여 운영 중이다. “증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회책임·기업지배구조 등 책임투자요소를 고려할 수 있다”고 명시하였다. 공단은 기금의 선량한 관리자로서의 주의의무를 다함에 있어 기금의 이익 최대화를 최우선으로 하고, 환

경, 사회책임, 기업지배구조 개선 등 책임투자 요소 등을 고려하여 신의에 따라 신중하고 성실하게 의결권을 행사한다. 다만, 기금의 이익 향상 목적 외에 기업의 소유나 경영권 참여 등에 대하여는 의결권을 행사하지 않는다. 행사대상은 기금이 직접 또는 위탁운용(투자일임자산, SOC민자사업투자)의 방법으로 소유하는 주식을 대상으로 정하고 있다. 행사 기준을 마련하여 기금관리자의 자의적인 판단이나 외부 이해관계자의 부당한 개입을 방지하는 한편, 기업의 정상적인 경영활동에 대한 부당한 간섭이 발생하지 않도록 의결권 행사기준을 행사한다.³⁰⁾

공무원연금은 금융자산운용지침 지침에서 정한 의결권 행사기준과 절차 및 의결권 행사 세부기준 등을 공단 홈페이지에 공시하도록 정하고 있다. 의결권 행사내역을 주주총회 후 14일 이내에 사전에 정한 양식에 따라 공단 홈페이지에 공시하며, 분기별로 자산운용위원회에 그 행사내역을 보고하여야 한다. 다만, SOC민자사업투자로 소유하는 주식의 경우는 공시대상에서 제외하도록 하고 있다.

공무원연금공단은 의결권 행사내역을 연도별, 건별로 상세하게 정리하여 홈페이지에 게시하고 있는데 '18년 한 해 동안 33개 기업 주주총회에서 의결권을 행사하였으며, '19년 현재까지 44개 기업 주주총회에서 의결권을 행사하였다. 특히 '19년의 경우 공무원연금공단이 의결권을 행사한 전체 안건 354건 중 반대가 79건으로 반대 비중이 22.3%를 기록

29) (10. 책임투자 및 의결권 행사) 금융자산운용지침 중 10.1. 기본원칙에 의결권 행사에 관한 사항도 정립하여 포함시켰다.

30) 해당회사의 성향 및 사업성격, 기타 주주총회 관련 법제도의 변화 등을 감안하여 기업가치의 훼손 또는 주주권익의 침해 등을 초래하지 않는 한 회사의 경영권 및 이사회의 재량권을 인정하여 찬성의 의사표시를 한다: 주주가치를 현저히 감소시키거나 저해할 우려가 있는 부의 안건에 대해서는 외부 자문기관 의견을 참고하여 객관적 지표와 사실(공시사항, 보도자료 등)에 근거하여 반대의 의사표시를 한다: 기업가치의 훼손 또는 주주권익의 침해 여부에 대해 논란의 여지가 있거나, 충분한 정보부족 등으로 찬반여부를 판단하기 어려운 사안에 대해서는 중립의 의사표시를 할 수 있다: 구체적 의결권 행사는 의결권 행사 세부 기준에 따른다. 행사절차의 경우 기금이 보유한 국내주식 및 해외주식 전체에 대하여 원칙적으로 의결권을 행사한다. 다만, 보유비중이 1% 미만이거나 보유지분율이 1% 미만인 경우에는 행사하지 않을 수 있다.: 공단 보유 국내주식 전체 대비 보유비중 및 보유지분율이 1% 이상인 경우에는 전문기관의 의견 수렴 후 금융자산투자위원회의 심의·의결(SOC 민자사업투자 제외)을 거쳐 행사하며, 그 외의 경우에는 자금운용부서의 장이 의결권을 행사한다: 공단 보유 해외주식 전체 대비 보유비중 및 보유지분율이 1% 이상인 경우에는 전문기관의 의견 수렴 후 금융자산투자위원회의 심의·의결(SOC 민자사업투자 제외)을 거쳐 행사하며, 그 외의 경우에는 자금운용부서의 장이 의결권을 행사한다.

한 것으로 나타났다.

한편, 공무원연금은 '09년부터 책임투자 펀드를 위탁 운용하고 있다. 공무원연금의 사회책임투자 펀드 규모는 '09년 226억원에서 '18년 1,022억원으로 4.5배 이상 증가하고 있는 추세이다.

[시장 현황 및 기타 사항]

국내 책임투자 시장은 2018년말 기준 약 7조원으로 국민연금과 같은 공적 연기금과 공모형 책임투자 펀드 시장(현재 5개 펀드)으로 나눌 수 있는데 공적 연기금의 비중이 절대적이라고 할 수 있다. '18년말 기준 책임투자 규모는 국민연금 26.74조원 (직접운용 22.16조원, 위탁운용 4.58조원), 사학연금 1,329억원, 공무원연금 1,022억원 수준으로 나타난다. 다만 국민연금 직접운용 부분은 진정한 의미의 책임투자로 보기 어려운 부분이 있어 이를 제외하고 산출하면 국내 공적 연기금 책임투자규모는 6.88조원으로 볼 수 있다.

한편 '19년 현재 기준 공모형 책임투자 펀드는 총 5개로 그 규모는 1,049억원으로 마이다스책임투자, 삼성착한책임투자, 한화코리아레전드책임투자, 하이사회책임투자, KBSTARESG사회책임투자상장지수가 운용 중에 있다. 이들 공모형 책임투자 펀드의 1년 수익률을 살펴보면 모두 마이너스를 기록하고 있으며 그나마 가장 오래된 마이다스책임투자가 상대적 수익률이 가장 우수(-13.64%)하고 3년 수익률이 유일하게 존재하며 Ae형의 경우 17.74%를 기록한 것으로 나타났다.

최근 국민연금, 사학연금, 공무원연금 등 국내 3대 공적연기금과 우정사업본부가 그린본드 투자를 통해 책임투자 구현 노력을 기존 주식분야에서 채권분야까지 확대하고 있다. '19년 4월 현대캐피탈이 국내 기관투자자들을 대상으로 5~10년 만기 원화표시 그린본드 3천억원 규모를 발행금리 5년물 기준 2.155%로 발행하였다. 국민연금, 사학연금, 공

무원연금 등 국내 3대 공적연기금과 우정사업본부가 기관별 최대 700억원 규모로 투자하기로 하였다. 현대캐피탈은 여신전문금융사 최초로 원화 그린본드를 발행하였으며, 조달한 자금을 현대·기아차의 전기차와 수소차 등 친환경 차량의 할부금융 서비스에 활용할 계획에 있다. 연기금들은 주로 책임투자를 국내 주식 위탁 운용 유형 중 하나로 진행했으나, 채권에서도 책임투자를 함으로써 책임투자 영역을 넓히게 된 계기로 볼 수 있다.

최근 사학연금과 공무원연금은 탈석탄 및 재생에너지 투자를 선언하기도 하였다. '18년 10월 양 기관은 석탄발전이 기후변화와 미세먼지의 주요 요인임을 인식하고, 향후 국내의 석탄화력 프로젝트 파이낸싱과 관련 회사채 등을 통한 금융투자나 지원에 참여하지 않겠다고 선언하였다. 글로벌 기후변화 대응기관인 350.org의 '파슬 프리 캠페인'(Fossil Free Campaign)에는 현재 985개 기관이 석탄발전 등 화석연료 투자 배제에 동참하고 있고, 이들의 자산운용 규모는 6조2400억 달러에 달하며, 150여개 연기금이 합류하였으나 국내 금융기관의 참여는 지금까지 전무한 상황이었다. 최근 공무원연금은 주요 상장사를 대상으로 한 환경관련 정보공개 이니셔티브인 CDP(탄소정보공개프로젝트)에 국내 연기금으로는 유일하게 가입하였다.

4.2 국내 연기금 책임투자 펀드 현황 및 성과

앞서 사례분석을 수행한 주요 국내 연기금은 책임투자의 방식으로 국내 주식형 펀드를 위탁 운용 중에 있는데 주요 국내 연기금의 책임투자 펀드 현황 및 성과를 개략적이거나 실증적으로 분석하고자 한다.

보다 구체적으로 특정 자산운용사가 각 연기금으로부터 위탁받아 운용중인 책임투자형 펀드의 기간별 수익률 및 위험조정수익률을 살펴보고, 규모와 연령을 기준으로 비슷하다고 판단되는 일반 공모펀

〈표 9〉 사회적 책임투자 펀드 운용 현황

(단위: 억원)	순자산	종목수	펀드연령
A연기금 책임투자형	7,140	88개	12년
B연기금 책임투자형	233	72개	2년
C연기금 책임투자형	523	80개	1년

주) '19년 7월26일 기준, A 자산운용사

드를 비교군으로 삼아 비교를 수행하고자 한다. 원칙적으로 해당 자료가 비공개 자료임에 따라 접근이 불가능하였으나 A 자산운용사 측에서 관련 자료의 일부 제공으로 개략적인 실증분석 및 현황 파악 정도가 가능해졌다고 할 수 있다.

해당 자산운용사의 책임투자 펀드 운용 철학은 사회책임투자 관점(ESG 평가)의 지속경영 가능한 기업군 내에서 경쟁력 있는 기업에 대하여 장기투자를 통한 초과 수익 창출을 목표로 하고 있다. 환경, 사회, 지배구조(ESG) 지표 평가를 통하여 기업의 지속가능 수준을 평가하고 재무적 요인과 ESG 요인을 균형적으로 고려하여 기업의 경쟁력을 판단하고 있으며, 추가로 외부 전문 자문기관의 ESG 스코어를 활용하기도 하는 것으로 알려져 있다.

자산운용사의 책임투자 펀드 운용 전략은 통합전략, 네거티브 스크리닝, 테마 위주 전략, Best in Class 전략 등 다양한 ESG 평가 전략을 구사하는 것으로 알려져 있다. 앞서 언급한 대로 통합(Integration)전략은 전통적인 재무분석과 비재무적인 분석(ESG기준 정량화)을 통합하는 것이며, 네거티브 스크리닝 전략은 ESG기준에 근거하여 특정 종목 또는 산업 대한 투자를 배제하는 것이며, Theme 전략은 정기이슈 보고서를 통한 최근의 ESG관련 Theme파악을 통한 기회 및 위험관리를 수행하는 것이며, BEST in Class (또는 포지티브 스크리닝) 전략은 펀더멘털, 계량적(Quant) 분석

통해 ESG 우수기업에 투자규모/비중 확대전략을 의미한다.

해당 자산운용사가 운용 중인 국내 주식 5.52조원 가운데 책임투자형이 7.96억원으로 14.3%를 차지하는 것으로 나타났으며, 책임투자형으로 분류된 투자규모는 다른 부문을 제외한 국내 Long Only 주식 운용 자금으로 볼 수 있다. 수익률 측면에서 책임투자형과 비교군으로 사용되는 일반공모 주식형 펀드에 대한 개요는 다음과 같다. 일반 공모주식형 1은 펀드 연령 12년, 순자산 677억 규모이며, 일반 공모주식형 2은 펀드 연령 18년, 순자산 569억원 규모이며, 일반 공모주식형 3은 펀드 연령 17년, 순자산 261억원 규모로 모두 국내 주식을 주된 투자대상자산으로 하여 투자대상자산의 가격 상승에 따른 투자 수익을 추구하는 펀드로 실제 주식 비중은 90%에 육박하거나 그 이상이다. 다만 일반 공모주식형 3은 주로 주식 및 주식관련 자산에 투자함으로써 발생하는 자본 및 이자, 배당소득을 통해 자본이득을 추구한다는 특징이 추가로 있다. 2019년 3분기 기준 주요 투자종목은 삼성전자, 케이엠더블유, SK하이닉스, SK텔레콤, 현대차, 현대모비스, LG화학 등으로 세 유형 모두 유사하다고 할 수 있다.

먼저 위탁운용 중인 책임투자 펀드의 수익률은 〈표 10〉에 나타났듯이 최근 국내 주식시장 부진을 반영하여 과거 2년 수익률까지 모두 마이너스를 시현하였다.³¹⁾ 그러나 과거 3년 수익률은 5.30% 기록하

31) 특히 미 연준의 긴축재정에 따른 유동성 축소 우려, 미-중 무역분쟁 우려 등이 복합적으로 작용하면서 국내 주식시장이 하락세를 보이고 있었다는 점에 유의할 필요가 있다.

〈표 10〉 국내 연기금의 책임투자형 위탁운용 펀드와 일반 공모주식형 펀드 간 수익률 비교

	펀드연령	순자산	3M		6M		YTD	
			펀드	BM대비 수익률	펀드	BM대비 수익률	펀드	BM대비 수익률
A연기금 책임투자형	12년	7,140	-3.24	-2.32	-2.77	-3.99	4.26	3.50
B연기금 책임투자형	2년	233	-4.48	-4.99	-5.72	-5.05	0.90	1.32
C연기금 책임투자형	1년	523	-4.56	-4.97	-4.22	-3.60	2.65	3.06
일반 공모주식형 1	12년	677	-2.79	2.40	-3.99	1.13	0.96	-0.28
일반 공모주식형 2	18년	569	-2.67	2.52	-3.10	2.01	1.68	0.44
일반 공모주식형 3	17년	261	-3.84	1.35	-3.89	1.22	0.27	-0.97

	펀드연령	순자산	1Y		2Y		3Y	
			펀드	BM대비 수익률	펀드	BM대비 수익률	펀드	BM대비 수익률
A연기금 책임투자형	12년	7,140	-7.14	-9.97	-12.11	-13.11	5.30	8.00
B연기금 책임투자형	2년	233	-8.98	-7.73	N/A	N/A	N/A	N/A
C연기금 책임투자형	1년	523	-8.99	-7.76	N/A	N/A	N/A	N/A
일반 공모주식형 1	12년	677	-10.37	-0.64	-16.45	-1.33	-4.31	-6.23
일반 공모주식형 2	18년	569	-10.69	-0.95	-16.11	-0.98	-4.17	-6.09
일반 공모주식형 3	17년	261	-12.15	-2.41	-21.31	-6.18	-10.29	-12.21

주) '19년 7.26 기준, A 자산운용사가 세 군데 연기금으로부터 위탁받아 운용 중인 책임펀드 벤치마크(BM) A 연기금: 연기금 개별 벤치마크, B 연기금 & C 연기금: KOSPI 총수익지수, 일반 공모주식형 1~3: KOSPI 가격지수
 여기서 BM대비수익률은 BM과 포트폴리오간 상대수익률을 나타내며, 책임투자형 A, B, C에 각 운용 규모 및 기간이 매칭되는 펀드가 없어 해당운용사 국내주식형 대표 펀드 3개 기준으로 작성
 KOSPI 총수익지수: 원지수 KOSPI 구성종목의 현금배당이 채투자되는 것을 가정하여 배당수익률이 가산된 총수익률을 반영하여 산출하는 지수
 YTD(Yield to Date) 수익률은 올해 첫날(1.2)부터 기준 시점까지의 각 포트폴리오 수익률을 의미

여 책임투자 펀드는 장기 투자가 필수임을 알 수 있다. 가장 펀드연령이 높은 A연기금 책임투자형의 경우 3개월, 6개월 수익률 모두 기준수익률 대비 낮은 수익률을 기록하고 있기도 하였다. 다만 유의할 점은 연기금 책임투자형 펀드의 벤치마크 수익률은 개별(customized index)이거나 배당수익을 포함하는 KOSPI 총수익지수인 반면 일반 공모주식형 펀드의 벤치마크 수익률은 모두 KOSPI 가격지수로 달라 비교의 근원적인 한계점이 존재한다. 다음으로 펀드마다 노출되는 위험이 다르므로 위험조정 수익률을 살펴보는 것이 보다 의미가 있을

수 있다. 이에 책임투자 펀드의 리스크 관리를 위한 위험조정수익률 중 대표적인 샤프 비율(Sharpe Ratio, SR), 추적 오차(Tracking Error, TE), 정보비율(Information Ratio, IR)을 차례로 구하여 〈표 11〉에 나타내었다. 주지하다시피 위험조정 성과는 포트폴리오 간 성과순위를 비교할 수 있는 지표이다. 먼저 샤프비율(SR)은 포트폴리오 위험 한 단위당 무위험 대비 초과수익률을 나타내는 지표로 결과값이 높을수록 우수한 투자성적을 의미한다. 즉, 자본시장선의 원리를 이용하여 운용성적을 변동성 대비 투자수익의 비율로 표현하는 것이다. 다음

〈표 11〉 국내 연기금의 책임투자형 위탁운용 펀드와 일반 공모주식형 펀드 간 위험조정수익률 비교

	펀드연령	순자산	3M			6M		
			TE	IR	SR	TE	IR	SR
A연기금 책임투자형	12년	7,140	2.10	-0.26	-0.27	2.57	0.11	-0.0045
B연기금 책임투자형	2년	233	1.58	0.16	-0.33	2.27	-0.01	-0.08
C연기금 책임투자형	1년	523	1.77	0.12	-0.34	2.16	-0.01	-0.04
일반 공모주식형 1	12년	677	3.50	0.43	-0.00006	3.11	0.11	-0.000015
일반 공모주식형 2	18년	569	3.64	0.43	-0.00005	3.48	0.18	-0.000007
일반 공모주식형 3	17년	261	4.49	0.18	-0.00008	3.74	0.11	-0.000013

	1Y			2Y			3Y		
	TE	IR	SR	TE	IR	SR	TE	IR	SR
A연기금 책임투자형	2.68	0.99	-0.55	2.54	0.19	-0.58	2.52	-0.34	0.03
B연기금 책임투자형	2.88	-0.31	-0.66	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
C연기금 책임투자형	3.25	-0.20	-0.65	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
일반 공모주식형 1	3.78	-0.09	-0.0187	3.58	-0.17	-0.0146	3.54	-0.64	-0.0040
일반 공모주식형 2	4.69	-0.13	-0.0196	4.03	-0.10	-0.0140	4.11	-0.52	-0.0037
일반 공모주식형 3	4.20	-0.58	-0.0230	4.03	-0.82	-0.0191	4.05	-1.04	-0.0067

주) '19년 7.26 기준, A 자산운용사가 세 군데 연기금으로부터 위탁받아 운용 중인 책임펀드.
 일반 공모주식형은 모두 국내 주식 투자비중이 90% 이상으로 연령과 규모 기준으로 비교군으로 선정
 TE는 추적오차, IR은 정보비율, SR은 샤프비율로 위험조정수익률 가운데 대표적인 지표를 나타냄

으로 추적오차(TE)는 적극적인 운용 시 주로 고려하는 지표로 일정기간 투자한 포트폴리오의 수익률이 기준수익률과 어느 정도 괴리를 나타내는가를 표현하는 지표(active risk)라고 할 수 있다. 결과값이 작을수록 기준수익률과 유사하게 운용되었음을 의미한다고 볼 수 있다. 마지막으로 정보비율(IR)은 적극적인 투자활동의 결과 시현한 기준수익률 대비 초과수익률과 적극적인 활동에 따른 초과수익률의 표준편차 비율로 시장 대비 수익률의 질을 평가하는 지표로 상용되며 일반적으로 결과값이 높을수록 우수한 투자 성과를 의미한다.

〈표 11〉에서 알 수 있듯이 책임투자 펀드의 위험조정수익률 역시 최근 국내 주식시장 부진을 반영하여 샤프비율은 거의 0에 가까우며, 추적오차는 일반 공모형보다 낮으나 양의 수치를 기록하는 것으로 나타났다. 추적오차 기준 과거 1년의 수익률이 가장

성과가 좋으며, 정보비율 기준으로 A펀드의 경우 3개월, B와 C펀드의 경우 1년 수익률이 가장 높은 것으로 나타났다.

4.3 국내외 연기금 책임투자 비교분석 결과

앞서 살펴본 바와 같이 해외 유수의 연기금 책임투자 활동에 비해 국내 연기금의 책임투자는 아직까지 체계가 구성 중이며 책임투자 원칙의 명문화 및 책임투자 확대를 위한 다양한 정책적 노력이 필요한 것을 알 수 있다. 일본 GPIF를 비롯하여 세계 유수의 연기금들은 책임투자 원칙에 ESG 고려를 명문화하고 이행하도록 하고 있다. 〈표 12〉에 개략적인 국내외 연기금의 사회적 책임투자 관련 특징을 비교하여 나타내었다. 우리나라 국민연금과 달리 외국 유수 연기금의 책임투자 성과는 같은 기간 대체로

〈표 12〉 국내외 연기금의 사회적 책임투자 특징 비교

	미 CalPERS	네덜란드 ABP	캐나다 CPPIB	일본 GPIF	우리나라 NPS
설립연도	1932년	1922년	1997년	1959년	1987년
기금 수혜자/ 종류	캘리포니아 주정부 공무원과 공공기관 근무자 퇴직연금	공무원 및 교직원 퇴직연금	국민연금	국민연금	국민연금
기금 운용 주체	CalPERS	사회사인 APG	CPPIB	GPIF	NPS
규모	3,540억 달러	4,590억 유로('18년말 1.14 적용시 5,233억 달러)	3920억달러	159조 2154억엔(18년말 환율 109.66 적용시 1조 4,519억 달러)	638.78조원(18년 말 환율 1111.72 적용시 5,746억 달러)
순수익률('18)	8.6%	N/A	8.9%	1.52%	-0.92%
책임투자 정책	Investment Beliefs	Statement on the investment principles	Sustainable investing	Investment Principles	책임투자과 수탁자 책임에 관한 원칙
주요 전략	투자 배제, 기업관여, 다양성 추구, Focus list 선정	기업관여, 투자 포함 및 배제, 지속적인 성장을 위한 투자(SDI) 실시	ESG 고려 투자 및 기업관여, 의결권 행사 등	positive screening, 기업관여, 의결권 행사 등	기업관여, 의결권 행사 등
특징	기업지배구조 개선 프로그램: Focus list	ESG기준을 모든 투자평가에 고려	Sustainable Investing Group은 ESG요인 통합, 기후변화	모든 자산부문에 스튜어드십 적용, ESG 고려, 3가지 ESG지수 선정	ESG평가 고려(국내주식), 액티브 직접운용의 경우 투자배제가 적용되지 않음.

상당한 양의 수익률을 거둔 것으로 나타났다.³²⁾ 또 다른 특징 가운데 하나는 국민연금과 같은 우리나라 연기금의 경우 위탁운용에는 ESG 평가를 적용하나 직접운용에는 적용하고 있지 않다는 점을 들 수 있다. 게다가 우리나라 연기금은 책임투자 원칙의 명문화 및 스튜어드십 코드를 도입하였으나(국민연금의 경우 2018년) 스튜어드십 코드 성실 이행 등을 명시적으로 운용에 적용하고 있다고 보기 어려운 측면이 있다.

실상은 최근 국내 주식시장 부진 등을 이유로 국민연금의 책임투자 위탁펀드 운용 비중은 최근 3년

사이 꾸준히 감소하고 있는 추세에 있다(이데일리 '19년 8. 19). 국민연금은 “위탁펀드는 수익성 등 반기 종합평가 결과를 기준으로 자금을 추가배분·조정하는데 책임투자 펀드는 성과가 뛰어나지 않아 국내 증시 부진에 따라 책임투자 규모가 줄어든 것”이라고 설명하고 있다. '16년 13.7%, '17년 11.4%, '18년 9.1%로 오히려 감소 추세에 있는데 특히 '17년은 코스피가 440포인트 이상(2026.46→2467.49) 오르며 21.76%의 상승률을 보였음에도 책임투자 위탁펀드 비중은 감소한 것으로 나타났다. '17년 ‘책임투자·스튜어드십 코드 관련 연구’ 용역을 수행한

32) 다만 일본의 GPIF에서 만든 세 가지 ESG지수의 1년 BM 대비 초과수익률(BM: TOPIX): MSCI Japan ESG select leaders index -1.20%(-2.13%), MSCI Japan Empowering Women Index 0.35%(-.58%), FTSE Blosson Japan Index -3%(-1.04%)로 각각 나타났다.

고려대 산학협력단 연구진은 현재 10% 수준의 책임투자 위탁펀드 규모를 향후 1~2년 내에 20%까지 늘리고 3~4년 내에는 25%, 5년 이후 30%로 확대할 것을 제안하기도 하였다.

게다가 국민연금은 최근 책임투자 직접 운용에서 술, 담배, 도박 관련 주식을 신규로 편입시킴으로써 해외 우수 펀드들의 기본적인 ESG 네가티브 전략과 오히려 반대 방향으로 가고 있음을 알 수 있다(부록 표 참조). 구체적으로 외국인 전용 카지노업체인 GKL 지분은 11.59%에 달하며 내국인 전용 카지노업체인 강원랜드 지분은 6.88% 규모에 달하며, 이외에도 대표적인 담배 주식인 KT&G(9.99%), 주류업체인 무학(6.21%), 하이트진로(5.06%) 등을 편입하여 운용하고 있다. Hong & Kacperczyk(2009)에 따르면 유해주식(sin stocks)의 기대수익률이 비교군에 비해 높다고 알려져 있음을 유의할 필요가 있다.

국민연금만 해도 총 자산 규모로 세계 3위권을 형성하고 있어 향후 책임투자 활성화가 장기적 성장을 위해 필수적이라고 볼 수 있다.³³⁾ 앞서 살펴본 국내 책임투자 펀드 성과 분석에 따르면 책임투자에서 중요한 점은 무엇보다도 장기적인 안목을 가지고 합리적인 ESG평가를 바탕으로 투자를 수행해야 할 필요가 있다.

V. 결론 및 정책적 시사점

본 연구는 해외 주요한 사회적 책임투자 사례 및

현황을 정리하고 분석하며, 국내 사회적 책임투자의 사례와의 비교 및 분석을 통해 향후 우리나라 연기금의 바람직한 사회적 책임투자 방향을 제시하고자 하였다.³⁴⁾

앞서 살펴본 바와 같이 해외 우수의 연기금 책임투자 활동에 비해 국내 연기금의 책임투자는 아직까지 체계가 구성 중이며 책임투자 원칙의 구체적 실행 및 책임투자 확대를 위한 다양한 정책적 노력이 필요한 것을 알 수 있다. 이에 본 연구에서 도출한 구체적인 책임투자 방향에 대한 제언은 다음과 같다.

첫째, 연기금은 기업의 본질적 가치에 집중하는 투자 환경 조성에 앞장서야 할 것이다. 현재 국내 연기금의 책임투자가 점차적으로 증가하고 있는 추세이긴 하나 그 규모가 해외의 경우와 비교 시 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 기관투자자인 연기금도 매년 성과평가를 수행하고 외부로부터 성과에 대한 지적 및 비판에 직면한 현실을 감안할 때 사회적 책임투자를 제대로 수행하며 그 규모도 늘리겠다는 중장기적 계획은 있으나 제대로 이행하고 있지 못하다고 볼 수 있다.³⁵⁾ 국민연금을 제외한 다른 연기금의 책임투자는 대부분 위탁형 펀드 형태로 기금 내에 책임투자를 이행할 수 있는 체계가 제대로 마련되어 있지 않은 상황이다. 연기금의 책임투자 관련 정책, 가이드라인, 조직체계 재정비가 필수이며 관련 시스템 구축이 뒤따라야 할 것이다. 또한 연기금의 투자가 새로운 투자를 이끄는 선순환 구조 확립에도 노력을 기울여야 할 것이다.

둘째, 연기금은 단기차익 실현이 아니라 중장기적으로 기업의 가치에 대한 투자 실행에 보다 힘을 기울여야 할 것이다. 국민연금만 해도 총 자산 규모로 세계 3위권³⁶⁾을 형성하고 있어 향후 책임투자 활성화

33) 2019년 기준 일본 GPIF, 노르웨이 GPF, 국민연금 순으로 국민연금 자산규모가 세계 3위 수준으로 나타난다.

34) 본 절에서 제시하는 정책 제언은 앞서 분석한 실증연구 결과에 기반 한 것은 일부이며, 국내외 주요 연기금의 사회적 책임투자 관련 특징을 비교·분석하면서 도출된 것이라 할 수 있다.

35) 국민연금은 2019년 책임투자 직접 운용에서 술, 담배, 도박 관련 소위유해주식을 신규로 편입시킴으로써 수익률 제고를 위해 기업의 본질 및 ESG에 충실한 투자를 하지 못하고 있음을 알 수 있다(이데일리 2019).

36) 2019년 기준 일본 GPIF, 노르웨이 GPF, 국민연금 순으로 국민연금 자산규모가 세계 3위 수준으로 나타난다.

화가 장기적 성장을 위해 필수적이라고 볼 수 있다. 앞서 살펴본 실증분석 연구의 시사점에 따르면 책임 투자에서 중요한 점은 무엇보다도 장기적인 안목을 가지고 합리적인 ESG 평가를 바탕으로 투자를 수행해야 할 필요가 있다는 점이다.

셋째, 테마 지수 개발 및 ESG 특화 펀드 조성이 필요할 것이다. 일례로 일본 국민연금인 GPIF에서 책임투자 테마 지수로 gender diversity를 도입한 사례(여성 지수)를 벤치마크 하여 책임투자 확대를 위한 테마 지수 개발을 고려할 필요가 있다.³⁷⁾ ESG 특화 펀드를 통해 책임투자에 대한 전반적인 인식 개선과 장기적인 수익 증대 방안을 모색하는 것이 중요하기 때문이다. 사회적 책임투자에 대한 국민적 합의를 바탕으로 향후 점진적 확대를 추진하고자 한다면 테마 지수 개발 및 ESG 특화 펀드 조성이 가장 쉽게 사회적 책임투자를 늘리면서 국민적 인식을 개선할 수 있는 합리적인 방안으로 판단된다.

넷째, 연기금의 ESG 평가 역량 및 성과평가에서 정성평가 비중을 강화할 필요가 있다. 국내 연기금들은 ESG 평가 고려를 주식투자에 국한하고 있으며, 그마저도 대부분 위탁 운용으로 수탁 자산운용사의 ESG 평가 방법 및 역량에 절대적으로 의존하고 있다. 반면, 해외 우수 연기금들은 내부에서 정치한 수준의 ESG 평가를 수행하고 있어 국내 연기금들도 위탁 투자만 할 것이 아니라 자체 ESG 평가 역량을 키워 나갈 필요가 있다. 최근 일본 GPIF가 World Bank Group과 공동 연구를 통해 지금까지 주식부문에만 국한되어 오던 ESG 분석을 채권투자에도 확대하는 방안을 발표한 사례는 좋은 본보기가

될 것이다.

자산 운용활동의 성과를 고려할 때 조직이 성과의 효율성과 효과성을 평가하기 위한 관점(perspectives) 및 차원(dimensions)을 결정할 수 있는 구조적 체계가 필요하며, Financial, Performance, Risk의 세 가지 관점에 대한 기존 평가 지표에 사회적 책임 활동에 특수한 정성요소를 가미할 수 있다.³⁸⁾ 이 세 가지 관점 중 하나 이상에서 각 자산 운용활동 또는 시스템에 대한 평가 메트릭의 개발이 필요하다. 사회적 책임투자의 경우 ESG에 대한 공헌도, 사회적 책임투자 수행에 따른 직원의 윤리의식 제고도나 만족도 향상 등을 정성적 평가요소로 가미할 수 있다. 다만 성과평가 지표에서 어떤 정성평가 지표를 얼마나 포함시키는 가 등에 대한 사항은 구성원의 합의가 필수적임에 유의할 필요가 있겠다.

마지막으로 이와 같은 전반적인 책임투자 확대 및 활성화를 위해서 학계나 산업계의 관련 연구 지원이 필요할 것이다. 해외에는 책임투자 확대 필요성을 지지해 주는 연구가 다수 존재하지만 국내에는 아직 초기 단계이며 관련 실증연구도 별로 없는 상황이다. 특히 SRI의 장기성과에 대한 광범위하고 보다 정치한 실증분석을 통해 ESG 분석을 통합한 투자결정에 따른 투자 성과가 일반적인 투자보다 열위에 있지 않다는 점을 보여줄 필요가 있다. 무엇보다도 책임투자의 활성화를 지지해 줄 일반화된 이론도 구축할 필요가 있어 향후 관련 과제로 남기고자 한다. 아울러 책임투자 타당성과 당위성에 대한 범국민적 인식 공유도 필수적이라 할 수 있다.

37) 우리나라는 OECD 국가 가운데 임금의 성별 차이가 가장 심한 나라 중 하나로 이미 성별에 따른 불평등은 매우 심각한 문제로 gender diversity가 주요 테마 가운데 시급성이 높은 것으로 판단된다.

38) 자산의 성과를 측정하기 위한 관리 시스템을 제대로 구축하기 위해서는 조직이 자산 운용의 일부로 수행하는 활동을 명확하게 식별하고, 조직 전략, 목표 및 성과 목표 달성에 기여하는 방법을 이해하고 지표를 구성해야 한다. 일반적으로 사업의 성과평가는 투자 자본수익률(ROI), 고객응대(Customer), 수익성(Profit), 종업원(Employee) 지표로 구성된다. 자산운용 시스템에 대한 성과평가는 안정성(safety), 가치 창출(value creation), 신뢰도(reliability), 비용(cost) 지표로 구분하여 구성할 수 있다(Attwater et al., 2014).

REFERENCES

- ABP, Sustainable and responsible investment, 2018
- Allen, F., Carletti, E., Marquez, R., (2007), Stakeholder capitalism, corporate governance and firm value. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Attwater et al., (2014), Measuring the performance of asset management systems, IEEE asset management conference.
- Auer, B. R. (2016), Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value? *Journal of Business Ethics*, 135, 381-397.
- Borgers, A. J. Derwall, K. Koedijk, and J. ter Horst (2015), Do social factors influence investment behavior and performance? Evidence from mutual fund holdings, *Journal of Banking & Finance*, 60, 112-126.
- Brekke, K., Nyborg, K., (2005), Moral hazard and moral motivation: Corporate social responsibility as labour market screening. Working Paper, The Ragner Frisch Centre for Economic Research, Oslo.
- CalPERS, Total Fund Governance & Sustainability Strategic Plan Update, 2019
- CalPERS, Comprehensive Annual Financial Report, Fiscal Year Ended June 30, 2018
- Connaker A. and S. Madsbjerg (2019), The State of Socially Responsible Investing, *Harvard Business Review*, Jan.
- CPP Investment Board, Annual report, 2019
- CPP Investment Board, Report on Sustainable Investing, 2018
- Deng, X., J.K. Kang, and B. Low (2013), Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers, *Journal of Financial Economics*, 110, 87-109.
- Derwall, J., Gunster, N., Bauer, R., Koedijk, K., (2004), The eco-efficiency premium puzzle, *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51-63.
- Dowell, G., S. Hart, and B. Yeung (2000), Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? *Management Science*, 46, 1059-1074
- Fama, E. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, 25(2), 382-417.
- Ferrell, A., H. Liang, and L. Renneboog (2016), Socially Responsible Firms, *Journal of Financial Economics*, 122, 585-606.
- Fombrun, C., Shanley, M., (1990), What's in a name? reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Galema, R. et al. 2008, The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment, *Journal of Banking & Finance*, 32, 2646-2654.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003) Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- GPIF, 2017 ESG report, 2018 <https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg.html>
- GPIF, 2017 Results of ESG Index Selection,
- GSIA, 2018 Global Sustainable Investment Review
- Hamilton, S., H. Jo, and M. Statman, (1993), Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal*, 49, 62-66.
- Heal, G., (2005), Corporate social responsibility: An economic and financial framework. The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, 1-23.
- Hillman, A., Keim, G., (2001), Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management*

- Journal*, 22, 125-139.
- Hong, H., and M. Kacperczyk, (2009), The price of sin: The effects of social norms on markets, *Journal of Financial Economics*, 93, 15-36.
- Hong, H., and J. Kubik, and J. Scheinkman (2012), Financial Constraints and Corporate Goodness, NBER Working paper No. 18476
- Hoepner, A., and L. Schopohl, (2018), On the price of morals in markets: An empirical study of the Swedish AP-Funds and the Norwegian Government Pension Fund, *Journal of Business Ethics*, 151, 1-28.
- Inderst, G and Fiona Stewart (2018), Incorporating ENVIRONMENTAL, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment, World Bank Group, IFC.
- Kempf, A., and P. Osthoff, (2008), SRI funds: Nomen est omen, *Journal of Business Finance and Accounting*, 35, pp. 1276-1294.
- Kim, C. S., (2019), Can Socially Responsible Investments Be Compatible with Financial Performance? A Meta analysis, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48(1), 30-64.
- Kim, H. G., T. Rho, and I. Nam, (2018) "A Dynamic Panel Data Analysis on the Corporate Social Responsibility (CSR) Activities Mitigating the Negative Impact of Customer Complaining Behavior on a Firm's Performance," *Korea Business Review*, 22(1), 131-154.
- Kreander, N., R. H. Gray, D. M. Power, and C. D. Sinclair, (2005), Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: A matched pair analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1465-1493
- Kruger, P. (2015), Corporate Goodness and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 115, 304-329
- La Porta, R, L. S Florencio, A. Shleifer, and R. Vishny (1998), *Journal of Political Economy*, 106, 1134-1155.
- Lean, H. H., Ang, W. R., & Smyth, R. (2015), Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America. *The North American Journal of Economics and Finance*, 34, 254-266.
- Leite, P., & Cortez, M. C. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, 30, 248-267.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017), Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Margolis, J. and J. Walsh (2003), Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2007, August), Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance. Paper presentation at the Academy of Management Meetings, Philadelphia, PA.
- Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7(1), 77-91
- Orlitzky, M., Schmidt, F., Rynes, S., (2003), Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-411.
- Renneboog, L., J. Horst, and C. Zhang, (2008a), Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investment Behavior, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1723-1742.
- Revelli, C. (2017), Socially responsible investing

(SRI): From mainstream to margin?, *Research in International Business and Finance*, 39, pp.711-717.

Sharpe, W. F. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Sparkes, R. and C. J. Cowton (2004), "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social responsibility," *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.

Sparkes, R. (2008), "Handbook of Finance Volume II Investment Management and Finance Management"

국내참고문헌

곽선희, 노미진, 강보현, "기업의 사회적 책임활동에 대한 소비자의 인식, 지각된 가치, 그리고 반응," **한국경영학회 Korea Business Review**, 20(4), 2016. 205-229.

고려대 산학협력단, 국민연금 책임투자 활성화 및 스튜어드십 코드 도입 방안, 2017

공무원연금공단, 공무원연금기금, 금융자산운용 홈페이지, 2019 https://www.geps.or.kr/openinfo/management/page_08_03_06.jsp?viewLayer=1

국민연금공단, 국민연금기금 운용본부 투자정보 홈페이지, 2019 http://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_06_03.jsp

국민연금공단, 사회적 책임투자전문위원회 설치 방향, 2017.

국찬표, 강윤식, 2011, 기업의 사회적 책임, 지배구조및기업가치, **한국증권학회지**, 40(5), 713-748.

김창수(2009), 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치, **한국증권학회지**, 38(4), 507-545.

사학연금, 기금공시 홈페이지, 2019 http://www.tp.or.kr:8088/tp/tpinfo/tpinfo_0104_11_tab1.jsp

서스틴베스트, 2018 글로벌 공적기금 및 대형연금의 책임투자 현황, 2018. 9

여은정 (2017), 기업의 사회적 책임 활동이 주가변동성에 미치는 영향, **금융연구**, 31(4), 77-101.

여은정 (2019), 국내의 사회적 책임투자 사례 분석과 국제 비교에 따른 시사점, 한국금융연구원 KIF Working Paper 2019-9.

이데일리, 2019. 8, 국민연금 책임투자 지지부진... 투자 비중 줄고 최악주 담고, <https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=01223446622588960&mediaCodeNo=257&OutLnkChk=Y>

이투뉴스, 2018. 10, 사학연금·공무원연금 '석탄발전 투자 배제, 재생에너지에 투자할 것' <http://www.e2news.com/news/articleView.html?idxno=202897>

이코노미 조선, 2018. 1 '나쁜 기업' 배제... '착한 기업' 투자 각광, <https://m.post.naver.com/viewer/postView.nhn?volumeNo=12227140&memberNo=35002835&vType=VERTICAL>

〈부 록〉

〈표 A-1〉 국민연금 책임투자자과 고려하는 자산군의 투자 현황('18년말)

	종목명	기금전체 지분율 (%)
1	풍산	13.55
2	한솔케미칼	13.51
3	한라홀딩스	13.50
4	동아쏘시오홀딩스	13.49
5	신세계	13.49
6	SKC	13.48
7	만도	13.48
8	SBS	13.45
9	대림산업	13.22
10	동아에스티	13.20
11	코스맥스	13.03
12	LG상사	13.00
13	한화에어로스페이스	12.99
14	현대미포조선	12.95
15	현대그린푸드	12.86
16	GS건설	12.74
17	LG하우시스	12.62
18	현대위아	12.57
19	CJ제일제당	12.48
20	DB하이텍	12.48
21	한국콜마	12.47
22	HDC현대산업개발	12.41
23	키움증권	12.41
24	대상	12.40
25	KT	12.31
26	호텔신라	12.31
27	현대리바트	12.30
28	한섬	12.29
29	코오롱인더	12.16
30	LS산전	12.06
31	현대엘리베이터	11.92
32	삼성SDI	11.87
33	종근당	11.82

(계속)

	종목명	기금전체 지분율 (%)
34	한국단자	11.78
35	대한항공	11.73
36	하나투어	11.73
37	LS	11.60
38	GKL	11.59
39	KCC	11.59
40	현대홈쇼핑	11.39
41	효성중공업	11.39
42	S&T모티브	11.34
43	신세계 I&C	11.32
44	NH투자증권	11.17
45	SK케미칼(신설)	11.15
46	엔씨소프트	11.09
47	효성	10.98
48	한국카본	10.93
49	삼성전기	10.83
50	이노션	10.83
51	현대백화점	10.77
52	POSCO	10.71
53	농심	10.61
54	현대건설	10.50
55	한전KPS	10.47
56	유한양행	10.37
57	GS	10.22
58	현대글로비스	10.22
59	LIG넥스원	10.18
60	한미약품	10.18
61	LG유플러스	10.15
62	OCI	10.14
63	삼성증권	10.11
64	한세실업	10.07
65	KT&G	9.99
66	삼성전자	9.99
67	SK텔레콤	9.82
68	화승엔터프라이즈	9.82

(계속)

	종목명	기금전체 지분율 (%)
69	LG화학	9.81
70	이마트	9.79
71	메리츠종금증권	9.70
72	DB손해보험	9.69
73	하나금융지주	9.69
74	현대중공업지주	9.59
75	SK이노베이션	9.58
76	영원무역	9.56
77	사조산업	9.53
78	현대해상	9.53
79	KB금융	9.49
80	한국금융지주	9.49
81	NAVER	9.48
82	효성티앤씨	9.47
83	현대모비스	9.44
84	롯데정밀화학	9.42
85	신한지주	9.37
86	미래에셋대우	9.31
87	CJ CGV	9.30
88	케이엠더블유	9.30
89	현대중공업	9.30
90	현대중공업	9.30
91	대웅제약	9.19
92	BNK금융지주	9.18
93	휴켄스	9.16
94	롯데칠성	9.14
95	제일기획	9.11
96	LG전자	9.09
97	SK하이닉스	9.06
133	두산	7.73
134	세아제강지주	7.71
135	팜스코	7.69
136	후성	7.56
137	한국가스공사	7.55
138	동원F&B	7.51

(계속)

	종목명	기금전체 지분율 (%)
139	세아베스틸	7.46
140	한국타이어월드와이드	7.40
141	롯데푸드	7.35
142	SK네트웍스	7.34
143	한화케미칼	7.29
144	한국전력	7.26
145	효성화학	7.26
146	카카오	7.23
147	일진머티리얼즈	7.22
148	한전기술	7.22
149	서울반도체	7.21
150	신세계인터넷내셔널	7.19
151	한국타이어	7.12
152	한진칼	7.10
153	LG생활건강	7.09
154	넥센타이어	7.03
155	SK디스커버리	6.96
156	두산중공업	6.91
157	강원랜드	6.88
158	LG디스플레이	6.84
159	롯데하이마트	6.80
160	컴투스	6.76
161	힐라코리아	6.68
162	에스원	6.58
163	LG	6.57
164	대우건설	6.55
165	기아차	6.48
166	빙그레	6.46
167	아모레퍼시픽	6.46
168	현대차2우B	6.37
169	한국항공공우주	6.35
170	S-Oil	6.31
171	삼성물산	6.25
172	남해화학	6.21
173	무학	6.21

	종목명	기금전체 지분율 (%)
174	팬오션	6.01
175	한올바이오파마	5.87
176	에코프로	5.69
177	한온시스템	5.68
178	CJ ENM	5.62
179	포스코대우	5.59
180	셀트리온	5.58
181	태평양양물산	5.42
182	롯데쇼핑	5.39
183	삼성에스디에스	5.33
184	삼성생명	5.28
185	유진테크	5.15
186	하이비전시스템	5.14
187	하이트진로	5.06
188	우리산업	5.00

Case Study of Socially Responsible Investment of Global Major Pension Funds and Policy Implications to Korean Pension Funds

Eunjung Yeo*

Abstract

The greed of investors has been cited as one of the principal causes of the global financial crisis, and the importance of ethical investment has been increasing, and social interest and demand for socially responsible investment (SRI) are also increasing. Socially responsible investment or sustainable investment aims to create sustainable profits of companies through long-term investment, and decides the investment intention in consideration of the corporate environment, society, and governance (ESG) factors as well as traditional financial analysis in the process of valuation and construction of investment universe.

In light of this situation, this study analyzes the cases of SRI of domestic and foreign pension funds. After careful investigation of the cases of major SRI, we found that they are trying to maintain responsible investment as a sustainable investment, and they are gradually expanding the scale. Besides, the brief analysis of nominal return and risk-adjusted return of the domestic responsible investment funds indicates negative returns overall both in nominal return and risk-adjusted return. The results mainly rely on the recent sluggishness of the domestic stock market. However, if we extend the time horizon for about three years, some SRI funds' performance becomes positive. Finally, based on the case and empirical analyses, this study proposes the following directions for SRI: 1) Creating an investment environment that focuses on the intrinsic value of the company through system maintenance and system establishment for gradual expansion and implementation of SRI; 3) Development of a theme index and creation of an ESG specialized fund; 4) Need to strengthen qualitative evaluation in the ESG performance evaluation and overall performance evaluation of the pension funds; 5) In order to expand and

* Associate Professor, School of Business Administration, Chung-Ang University(ejyeo@cau.ac.kr)

revitalize the overall SRI, it is necessary to support academic and industrial research. It is expected that these suggestions can shed light on setting the direction of policy related to SRIs in the future.

Key Words: Socially Responsible Investment, Pension Funds, Risk-Adjusted Return, Sustainability

JEL Code: G11, H55, M14

<Teaching Note>

국내외 연기금의 사회적 책임투자와 정책적 시사점: 사례 분석을 중심으로

1. 기업의 사회적 책임활동 및 사회적 책임투자의 정의 및 의미에 대해 간략하게 서술하시오.

기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility, CSR)은 사회적, 기업 지배 구조, 윤리 및 환경 문제(Environmental, Social, and Governance, ESG)를 염두에 둔 기업의 의사 결정을 지칭한다. 과거 Friedman (1970)은 CSR을 “법을 및 윤리 관행을 준수하면서 최대한 많은 주주의 부를 창출 할 수 있도록 기업을 경영하는 것”으로 매우 좁게 정의한 반면, McWilliams Siegel(2000)은 “기업의 이익과 법의 요구 사항을 넘어서는 사회적 이익을 창출하는 행위”로 포괄적인 정의를 제안하였다.

사회적 책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)는 ESG투자를 비롯하여 장기투자를 통한 지속가능한 이익 창출을 목표로 하며, 기업가치 평가 및 투자대상 선별과정에서 기존의 재무적 분석뿐만 아니라 기업의 환경, 사회, 지배구조 요소(Environment, Social, Governance)들을 균형 있게 투자 의사결정 과정에 반영하고자 하는 시도라고 볼 수 있다. 최근 글로벌 금융위기 발생의 주요 원인으로 투자자 탐욕 등이 거론되며 윤리적 투자의 중요성이 부각됨에 따라 ESG 투자³⁹⁾를 비롯한 사회적 책임투자에

대한 사회적 관심과 요구가 증대되고 있는 상황이다.

2. 사회적 책임투자의 다양한 전략과 유형에 대해 간략하게 서술하시오.

SRI에는 배제(exclusion), 행동주의(activism), 대화 또는 참여(dialogue or engagement)와 같이 순차적으로 겹치거나 따를 수 있는 세 가지 고유한 전략이 존재한다. 배제는 운영이 용납 될 수 없는 것으로 판단되는 특정 회사에 대한 투자를 피하는 반면, 행동주의는 사회적 목표를 주장하기 위해 지분 소유권을 사용하는 것을 의미한다.

책임투자의 유형은 다음과 같다. 네거티브 스크리닝(negative/exclusionary screening)은 특정 E, S, G 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업, 기업을 포트폴리오나 펀드 구성에서 배제하는 방식을 의미한다. 반면, 포지티브 스크리닝(positive/best-in-class screening)은 동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업 등을 선별하여 투자하는 방식을 지칭한다. 다음으로 규범 기반 스크리닝(norms-based screening)은 국제적으로 통용되는 규범 - 예를 들면, 국제노동조약, OECD 가이드라인 등 - 에 입각하여 그 충족 여부

39) ESG 투자에서 E는 Environmental, S는 Social 그리고 G는 Governance를 의미한다.

를 투자심사에 반영하는 방식을 일컫는다. ESG 통합투자(ESG integration)⁴⁰⁾는 투자의사 결정을 위한 재무분석 프로세스에 ESG 요소를 체계적, 명시적으로 융합시키는 방식이다. 지속가능성 테마 투자(sustainability themed investing)는 지속가능성에 특화된 테마, 즉 청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등의 기업에 투자하는 방식이다. 임팩트/지역사회 투자(impact/community investing)는 사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적 영향을 이끌어 내기 위한 투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 투자(지역사회 투자)를 지칭한다. 기업 관여 및 주주활동(corporate engagement and shareholder action)은 책임투자 기준에 맞는 기업경영을 위해 주주로서 의결권을 활용하여 적극적인 영향력을 행사하는 방식을 의미한다.

3. 사회적 책임활동이 투자 성과에 미치는 효과를 아래의 관점에서 각각 서술하십시오.

3.1 사회적 책임활동이 주식 등 투자자산에 긍정적인 효과를 미치는 근거 및 과정

기업의 사회적 책임활동이 어떻게 기업 가치에 영향을 주는지에 대한 메커니즘은 다음과 같다. 먼저 다양한 이해관계자의 이익 극대화를 동시에 고려한 경영 의사결정이 고객 충성도 제고와 기업 평판 개선 등의 효과를 유발하여 장기적 기업가치 극대화에 긍정적이라는 것이다. 또한 사회적 책임활동은 발생 확률이 낮지만 발생하게 되면 기업 가치에 치명적일 수 있는 사건 및 사고와 소송 위험의 발생확률을 낮추는 긍정적인 효과도 있다는 것이다. 즉, 사회적 책

임을 무시하는 기업은 평판 손실 및(또는) 잠재적 소송비용으로 인해 장기 주주 가치를 훼손할 수 있다는 주장이다. 따라서 직접적인 재무적 자금 조달 비용의 감소뿐 아니라 브랜드 이미지 개선을 통한 사회적 평판 향상 등 무형자산 가치 증진의 효과가 궁극적으로 주식가격에 반영되어 기업 가치를 높인다는 것이다(Fombrun and Shanley 1990). 게다가 CSR 활동은 제품 시장에서 경쟁을 완화함으로써 기업 가치를 높이기도 하고, 동기 부여된 직원을 유치할 수 있는 전략이 된다고 알려져 있다(Allen et al. 2007, Brekke and Nyborg 2005).

3.2 포트폴리오 이론의 관점

사회적 책임투자에 대한 재무적 성과에 관한 논쟁은 Markowitz (1952)의 선구적인 연구가 발표된 이래 지속되었지만 이들 연구의 이론적 기초는 주류 재무이론(Fama, 1970; Markowitz, 1952; Sharpe, 1964 등)이며, 이에 따르면 SRI는 비효율적(inefficient)일 수밖에 없다. 왜냐하면 포트폴리오 이론으로 대표되는 주류 재무 모델과 시장 효율성 가설에 따르면 사회적 책임투자가 분산화 및 선택에 제약을 가하게 됨으로써 투자 선택 기회를 줄인다는 것을 시사 하기 때문이다. 효율적인 포트폴리오(efficient portfolio)는 잘 분산되어야 하는데 이에 제약이 존재하는 SRI는 전통적인 투자보다 낮은 재무성과를 창출할 수밖에 없다고 결론짓기도 하였다. 기본적으로 신자유주의 이론 및 이에 대한 가장 대표적 지지자인 Friedman (1970) 이래로 발전해 온 Chicago School의 아이디어를 바탕으로 하며, 이들은 자본주의 회사의 이윤 극대화에 대한 제약으로 CSR을 공개적으로 비판하기도 하였다 (Revelli, C., 2017 등).

40) 통합 전략은 스크리닝 전략에 비해 다소 진화된 것으로 최근 다양한 ESG 통합 전략이 시도 중에 있다.

4. Environment, Social, Governance 의 3대 요소 중 투자수익과 상대적으로 낮은 연관성을 갖는 요소 및 그 이유를 서술하시오.

두번째 요소인 social screening에 대한 연구는 주로 CSR의 가치향상 효과에 중점을 맞춰 진행되어 왔다. 환경이나 거버넌스 요소와 달리 사회적 요소가 기업 가치를 향상시킨다는 근거는 다소 제한적이다. 일례로 Hillman and Keim (2001)는 CSR이 두 가지 구성 요소, 즉 이해관계자 관리와 사회적 이슈 참여로 구성되어 있다고 보고, 이해관계자 가치에 중점을 둔 경영진이 주주 가치를 창출 할 수 보여준 반면, 사회적 이슈 참여는 종종 주주 가치를 훼손한다고 주장하였다. 반면 최근 연구인 Borgers et al.(2015)는 미국 주식 뮤추얼펀드 보유 분석을 바탕으로 투자 결정에서의 사회적 요소 중요성에 대한 연구를 통해 Hong and Kacperczyk(2009)과 같이 술, 담배, 도박과 같은 유해 주식(sin stock) 익스포저가 클수록 재무성과는 높아졌으나 사회적으로 민감한 투자에 대한 정의를 폭넓게 한 경우 그다지 유의하지 않게 나타났다. 이는 펀드 매니저가 사회적 고려와 실질적인 제약으로 인해 논란이 많은 유해 주식에 크게 관심을 가지지 않음을 시사한다.

5. 국내외 연기금의 사회적 책임투자의 특징 (책임투자 정책, 주요 전략, 기타 특징 을 중심으로)을 비교하여 서술하시오.

본문 <표 12> 참조