

# 공적연기금의 ESG 투자와 수익성과

2022. 6. 30.

남재우



- I. 서론
- II. 국민연금기금 책임투자
- III. ESG 투자 전략과 성과
- IV. 결론

# ESG 투자의 이해

## ❖ 공적연기금의 ESG 투자는 도구적 관점의 이해관계자자본주의 전제

- 지속가능성(sustainability)을 위한 기존 주주자본주의의 확장 또는 적응의 관점
- 유니버설오너(universal owner)로서 장기적이고 안정적인 수익창출의 수단
- 장기수익 또는 위험조정수익(SR)의 제고 및 위험관리 강화 기능 확인 필요

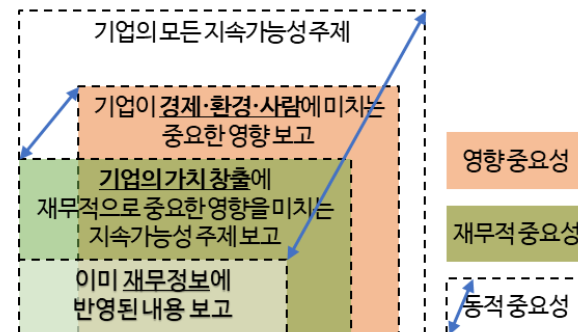
## ❖ 공적연기금 ESG 투자의 개념

- 재무적 요인 외에 환경(E),사회(S), 지배구조(G)와 같은 비재무적 요인의 영향을 고려하여 보다 장기적으로 안정적인 수익성 성과를 창출하기 위한 투자 방법론
  - 장기수익률 또는 위험조정수익률 측면
  - 공적연기금 선관주의의무 부합의 전제조건

✓ 전체 이해관계자에 대한 포괄적 관점에서 투자자 중심의 재무적 중요성 관점으로 수렴하는 추세 (이인형 외, 2022, KCMI)

“ESG 정보 유용성 제고를 위한 기업공시 개선방안” (‘21. 6.)

- 국제정합성을 고려한 글로벌 기준 준용
- 중요 ESG 정보의 공시의무화
- 중요성 여부는 재무적 중요성 관점에서 검토
- 가치관련성 높은 정보의 제공
- 공시채널 일원화



# 공적연기금의 ESG 투자

## ❖ 연기금의 ESG 투자는 운용 철학의 전환보다는 투자 전략의 진화로 이해

- 명확한 전략 목표와 구체적인 실행방안이 설정되고 주기적으로 평가되어야 함
  - (ex) 장기위험조정수의 극대화를 위한 Integration 전략 및 적극적 Engagement 실행
- ESG 투자의 세부 실행 전략은 전체 전략 목표 달성으로 정렬되어야 함
  - ESG factor를 고려한 투자 포트폴리오 조정 전략(Integration 및 Screening)
  - 피투자 기업 ESG factor의 적극적 개선 전략(Engagement 중심의 적극적 주주활동)

## ❖ 국민연금기금의 ESG 투자 전략

- ESG 요인을 고려한 투자 포트폴리오 조정 전략
  - Passive management strategy (Customized RI index 활용)
  - Integration strategy (자체 ESG score 기반)
  - Negative screening strategy (석탄산업 투자 배제 전략 등)
- 피투자 기업 ESG 요인의 적극적 개선 전략
  - 적극적 주주활동(배당 관련 기업관여, 의결권행사, 주주대표소송 등)

→ ESG 투자 실행전략 별로 재무적 성과의 측정 및 관리체계가 요구됨

# 국민연금 책임투자 – 연혁

## ❖ 책임투자(Responsible Investment)를 ESG 투자와 동일 개념으로 해석

### 국민연금기금 책임투자 주요 연혁

2006	국내주식 위탁운용 유형으로 사회책임투자형(SRI 펀드) 위탁운용사 선정
2009	UN PRI(Principles for Responsible Investment) 서명
2013	기금운용본부 운용전략실 산하 책임투자팀 신설(현재 수탁자책임실)
2014	자본시장법 시행령 개정(주1) 및 배당 관련 적극적 주주권 행사 강화
2015	SRI펀드 위탁운용 벤치마크 설정(주2) 및 국내주식 ESG 평가체계(주3) 구축
2016	국민연금법 개정 및 기금운용지침(IPS)에 책임투자 관련 조항 명시
2017	국내주식 직접운용에 ESG 요인 적용 확대
2018	Stewardship Code 도입 및 전문위원회 확대 개편(의결권행사 → 수탁자책임)
	ICGN(International CG Network) 및 ACGA(Asian CG Association) 가입
2019	기금운용원칙에 지속가능성의 원칙 추가 및 책임투자 원칙 도입(주4)
	수탁자책임활동 및 적극적 주주활동의 가이드라인(세부지침) 작성
2020	ESG 적용 대상 운용자산 확대 검토(국내주식 → 국내채권 → 대체투자)

자료: NPS

주1) 경영참여 목적으로의 해석에 있어 공적연기금의 배당의 결정에 관한 사안 예외 적용(자본시장법 시행령 제154조1항)

주2) 기존의 KOSPI에서 자체 개발한 NPS-FnGuide SRI index로 변경. 현재는 NPS-FnGuide 책임투자형 지수로 개편(2020년)

주3) 국민연금 자체 ESG scoring model 개발 및 시험 펀드 운용

주4) 국민연금 책임투자 활성화 방안 마련 및 책임투자 중장기 로드맵 작성(2019~2023)

# 국민연금 책임투자 – 국민연금법

## ❖ 근거법 : 국민연금법 제102조(기금의 관리 및 운용)

- 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위해 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

## ❖ IPS : 기금운용지침 제17조

### - 제17조1(책임투자)

① 증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있으며, 책임투자 원칙은 별표 4와 같이 정한다.

② 「수탁자책임 전문위원회」는 제 1항을 목적으로 기금운용본부의 책임투자에 대해 모니터링하여 관련 기업에 대한 투자제한 및 변경 의견을 「기금운용위원회」에 제시할 수 있다.

### - 제17조2(수탁자 책임에 관한 원칙)

국민연금 수탁자 책임 활동의 투명성 및 독립성 강화, 기금의 장기 수익을 제고하기 위해 한국 스튜어드십 코드인 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙을 도입하고 기금운용위원회가 별도로 정한 「국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙」에 따라 이행한다.

# 국민연금 책임투자 – IPS

## – 제17조3(책임투자 및 주주권 행사)

- ① 기금의 책임투자 및 주주권행사는 **기금자산의 안정적인 증식을 목적으로** 행사한다.
- ② 기금의 책임투자 및 주주권행사는 **국민연금 가입자 및 수급자에게 이익이** 되도록 신의에 따라 성실하게 이루어져야 한다.
- ③ 기금의 책임투자 및 주주권행사는 **장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로** 이루어져야 한다.
- ④ 책임투자 및 주주권 행사의 기준, 방법, 절차 등에 관한 사항은 기금운용위원회가 별도로 정한 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 따른다.
- ⑤ 책임투자 및 주주권 행사는 **원칙적으로 공단에서 행사**하되, 공단에서 의결권행사의 찬성 또는 반대 및 주주권 행사의 이행여부 등에 대한 판단을 하기 곤란한 사안, 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 수탁자책임 전문위원회 주주권행사 분과위원회 위원 3인 이상 요구하는 사안, 비공개대화 대상기업 선정, 비공개·공개 중점관리기업 선정, 주주제안(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 154조 제1항에 해당하는 주주제안은 제외), 공개서한 발송 등 관련 사안은 기금운용본부의 분석 등을 거쳐 「수탁자책임 전문위원회」에서 결정한다.
- ⑥ 공단은 **위탁운용사에 대해 의결권 행사방향 결정을 위임**할 수 있다.
- ⑦ 「수탁자책임 전문위원회」는 매년 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」을 검토하여 기금 운용위원회에 제출한다. 다만, 필요 시 검토 시기를 조정할 수 있다.

# 국민연금 책임투자 – 의사결정체계

## ❖ 책임투자 조직 및 의사결정체계의 지속적 개선

- 의사결정체계 : 의결권행사전문위원회를 수탁자책임전문위원회로 확대 개편
- 실행조직 : 수탁자책임실(책임투자팀+주주권행사팀) 신설
- 위원회 간 또는 위원회 및 실행 조직 간 역할과 책임 명확화

### 국민연금 책임투자 조직 및 의사결정체계



자료: NPS



# 국민연금 책임투자 – Principle

## ❖ 국민연금기금 책임투자 원칙

- <원칙 1> 국민연금기금은 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려하여 책임투자를 이행합니다
- <원칙 2> 국민연금기금은 최고 의사결정기구인 기금운용위원회가 정한 본 원칙, 「국민연금기금수탁자 책임활동에 관한 지침」에 따라 책임투자를 이행합니다. 민간전문가로 구성된 수탁자책임 전문위원회는 책임투자 관련 기금운용위원회의 의사결정을 지원하고 기금운용본부가 이행하는 책임투자에 대한 검토 및 점검 등의 역할을 이행합니다.
- <원칙 3> 국민연금기금은 원칙적으로 주식, 채권 자산군에 대해 책임투자를 이행합니다. 다만, 장기적이고 안정적인 수익증대에 기여를 목적으로 기금운용의 여건 및 자산군별 특성을 고려하여 다른 자산군에 대해서도 책임투자를 이행할 수 있습니다
- <원칙 4> 국민연금기금은 투자의사결정 과정에서 재무적 요소와 함께 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소를 고려하는 프로세스를 마련하여 책임투자를 이행합니다.
- <원칙 5> 국민연금기금은 투자대상기업의 중·장기적인 가치를 제고하기 위해, 수탁자 책임 활동 지침 및 가이드라인에 따른 주주활동 등을 통해 책임투자를 이행합니다.
- <원칙 6> 국민연금기금은 위탁운용사 선정 및 평가 시 책임투자 관련 사항을 고려하고, 위탁운용사의 책임투자 이행 현황에 대해 모니터링을 수행합니다.
- <원칙 7> 국민연금기금은 책임투자 이행과정에서 투자대상의 환경·사회·지배구조 등의 공시 개선을 유도하는 한편, 관련 제도 개선 건의 및 기금운용 관련 거래기관의 환경·사회·지배구조 등 정보 활용 유도 등을 추진합니다.
- <원칙 8> 국민연기금은 책임투자의 효과적 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 제고하기 위해 지속적으로 노력합니다. 이를 책임투자 관련 국제 기관투자자 협의체 등을 통하여 해외 연기금 및 기관투자자와 지속적인 커뮤니케이션 채널을 구축하고 교류 확대 등을 추진합니다
- <원칙 9> 국민연금기금은 기금의 책임투자 현황과 방향을 투명하게 공개하고, 책임투자 원칙 및 지침, 책임투자 이행내역 등을 주기적으로 보고합니다.

# 국민연금 책임투자 - 활성화정책(2019)

- ❖ ESG 등 비재무적 요소를 투자의사결정에 반영하여, 투자위험을 최소화하고 기금의 장기수익성을 제고하기 위한 목적으로 책임투자 활성화 방안 수립
  - 책임투자 대상 자산군 확대
    - 책임투자 대상 자산군을 국내주식 일부에서 기금 전체 자산군으로 확대
  - 책임투자 전략 수립
    - ESG 통합전략을 국내·외 주식 및 채권으로 확대하고 적용 방식 강화
    - 국내주식 기업과의 대화(engagement) 전략에 환경(E), 사회(S) 관련 중점관리사안 추가
    - 해외주식에도 ESG 요소를 고려한 중점관리사안 선정 및 기업과의 대화 전략 이행 기반 마련
  - 위탁운용 책임투자 내실화
    - ESG요소 중심의 신규 SRI 벤치마크 지수 개발 및 적용
    - 국내외 주식 및 채권 위탁운용사 선정 시, 책임투자 요소를 포함한 경우 가점 부여
  - 책임투자 활성화 기반 조성
    - (관련 규정 제·개정) 기금운용원칙, 책임투자원칙, 수탁자책임 활동에 관한 지침
    - (ESG정보 공시 활성화) 기업의 ESG 공시 및 자본시장 참여자의 ESG 고려 활성화 유도
    - (책임투자 조직 역량 강화) 인력 확충 및 책임투자 관련 글로벌 네트워크 강화



# 국민연금 책임투자 - 로드맵

## ❖ 책임투자 운용 전략의 단계적 확대를 위한 중기 로드맵 설정(2019)

### 국민연금 책임투자 활성화 로드맵(2019~2023)

구분	AS-IS		TO-BE		
			'19. 下	'20	'21~' 23
대상 자산군 확대 및 책임투자 전략 수립	ESG통합	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 ESG 정기평가(연2회)</li> <li>컨트러버셜 이슈 모니터링</li> <li>ESG평가모형 개선(연1회)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 직접 (액티브) 강화된 ESG 검토(20), 적용(21) (패시브) ESG 고려 적용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외주식 및 국내외 채권의 ESG 고려를 위한 기반 마련 및 적용 ('21)</li> </ul>
	기업과의 대화	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식의 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려 사안 수탁자책임 활동 추진</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 환경(E), 사회(S) 관련 중점관리사안 마련(가이드라인 개정)</li> <li>해외주식 수탁자책임 활동 가이드라인 마련</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 E, S 중점관리사안의 비공개대화기업 선정 및 주주활동 추진('21)</li> <li>해외주식 수탁자책임 활동 가이드라인 시행('21~)</li> </ul>
위탁운용 책임투자 내실화	책임투자 위탁펀드	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 책임투자 위탁펀드 운영 중</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>BM 개발 및 적용 등('20~)</li> </ul>	
	위탁운용사 선정평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>운용사 조직인력 역량 등을 기준으로 운용사 선정</li> <li>반기평가 또는 상시평가 추진</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 책임투자 위탁펀드 'ESG 평가보고서' 제출의무화('20~)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내·외 주식, 및 채권 위탁운용사 선정시, 책임투자 요소 고려방안 마련('21), 시행('22)</li> <li>모니터링 결과 등 반영한 평가방안 마련('21), 시행('22)</li> </ul>
책임투자 활성화 기반 조성	책임투자 원칙 등 제정	<ul style="list-style-type: none"> <li>국민연금법</li> <li>기금운용지침(제17조)</li> <li>수탁자책임활동에 관한 원칙</li> <li>수탁자책임활동에 지침·가이드라인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>책임투자원칙 개정 및 기금운용지침에 반영</li> <li>수탁자책임활동 지침에 책임투자 관련 사항 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 E, S관련 중점관리사안 시설에 관련 수탁자책임활동 가이드라인 개정</li> </ul>	
	책임투자담당 조직 역량강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>PRI 가입('09.6월) 및 컨퍼런스</li> <li>ACGA, ICGN 가입, 컨퍼런스 참석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주간 현의회 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 이니셔티브 추가 참여 검토</li> <li>해외 증권사 주관 컨퍼런스 등 참석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 사무소 책임투자 인력 파견 및 확대('21~)</li> </ul>
	ESG 공시 등	<ul style="list-style-type: none"> <li>국민연금기금 연차 보고서에 관련사항 공개</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외 연금금 책임투자 보고서 발간 사례 조사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국민연금기금 연차보고서에 책임투자 및 주주권 행사 관련 확대 개편</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>자본시장 참여자(운용사, 증권사) ESG 고려 활성화 유도 적용</li> <li>국민연금기금 책임투자 연차보고서 별도 발간 검토 추진</li> </ul>
	ESG 평가체계개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내주식 ESG 정기평가(연2회)</li> <li>ESG 평가모형 개선(연 1회)</li> <li>컨트러버셜 이슈 모니터링</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG평가체계 개선(E, S 중점관리사안 추가 선정 검토와 연계)</li> <li>해외주식 관련 ESG 리서치 기관선정</li> </ul>	

자료: NPS

# ESG 투자 전략 - 세부유형

## ❖ 글로벌 연기금 책임투자의 전략 유형(GSIA 기준)

- **네거티브 스크리닝(Negative screening)** : 특정한 ESG 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업/기업을 포트폴리오 편입이나 펀드 구성에서 배제하는 방식
- **포지티브 스크리닝(Best-in-class)** : 동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업/프로젝트를 선별하여 투자하는 방식
- **규범 기반 스크리닝(Norms-based screening)** : 국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 비즈니스 관행에 대한 최소한의 기준을 설정하고, 그 기준의 충족 여부를 투자 심사에 반영
- **ESG 통합(ESG Integration)** : 투자 의사결정을 위한 전통적인 재무분석 프로세스에 ESG 요소들을 종합적, 체계적으로 융합시키는 방식
- **지속가능성 테마투자** : 지속가능성(sustainability)을 키워드로 이와 연관된 기업이나 자산, 프로젝트(청정에너지, 녹색기술 등)에 투자하는 방식
- **임팩트 투자(Impact investment)** : 사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 자본투자, 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 책임투자 방식
- **기업관계 활동 및 주주행동** : 기업 관행 및 행태를 개선시키기 위해서 주주권을 활용하여 적극적인 영향력을 행사함으로써 기업의 ESG 요소를 향상시키는 방식

# ESG 투자 전략 – 통합전략

## ❖ UN PRI 'A practical guide to ESG integration for equity investing'

- Fundamental 전략: ESG 요소의 영향을 예측하기 위해 매출액, 비용, 자산의 장부가치, 현금 흐름 등을 조정하거나 (Financial Forecasting), 배당할인모형, 할인현금모형 등과 같은 기업 가치 평가 모델에서 할인율 또는 베타를 조정하여 반영함. 시나리오 분석을 통해 전략을 구현하기도 함.
- **Quantitative 전략**: ESG 요소를 기업가치와 규모, 모멘텀, 성장률, 변동성과 같은 변수와 함께 모델에 포함시키고, ESG 평가 데이터와 다른 재무적 지표와의 통계적 관계를 기반으로 ESG가 취약한 기업의 주식을 포트폴리오 제외하거나 포트폴리오 내 해당 자산의 비중을 변경하여 구현함
- Smart Beta 전략: Smart Beta 전략은 액티브 투자 전략과 패시브 투자 전략을 혼합한 투자 전략으로, ESG Smart Beta 전략에서는 초과 수익 창출과 주가 하락 위험 감소 및 ESG risk profile 개선을 목표로 함. 포트폴리오 구성을 위해 ESG 요소와 점수를 사용하여 단순 규칙 적용으로 가중치를 계산하거나 최적화 기법을 통해 포트폴리오를 구성함
- **Passive 전략**: 맞춤형 벤치마크 지수를 개발하거나 책임투자지수를 활용하여 펀드 구성요소의 가중치를 조정함으로써 ESG 요소를 패시브 투자에 통합시킬 수 있음

# 통합전략 - ESG score

## ❖ 2015년부터 국내주식에 대한 자체 ESG 평가모형 개발 및 시험펀드 운용

- 지속적 개선 작업 및 타 자산군[국내채권] 확대 검토[2020]
- 가중치를 포함한 모형의 구체적 구조와 평가 대상 및 평가 결과는 비공개

### 국민연금기금 내부 ESG 평가모형 개요

구분	평가방법
이슈선정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지속가능성, 재무성과 연계성을 고려한 ESG이슈 선정                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 환경(E): 기후변화, 청정생산, 친환경제품 개발</li> <li>- 사회(S): 인적자원관리, 산업안전, 하도급 거래, 제품 안전, 공정경쟁</li> <li>- 지배구조(G): 주주의 권리, 이사회 구성과 활동, 감사제도, 관계사 위험, 배당</li> </ul> </li> <li>• 재무적 지표(Tobin' s Q EBITDA)와의 상관관계 분석을 통해 유의미한 관계를 보인 지표를 우선 채택</li> </ul>
산업별 구분	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 환경·사회는 산업별로 이슈의 Exposure 값을 산출한 후 특정 이슈의 Exposure값이 평균 이하이면 제외</li> </ul>
산업별 ESG 가중치	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 산업별로 이슈 개수에 따른 ESG가중치 결정</li> <li>• 환경·사회 총 가중치를 Exposure로 안분하여 이슈 별 가중치 설정</li> <li>• 지배구조는 중요도에 따라 안분</li> </ul>
평가지표	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 개별 기업별로 이슈 선정 시 사용된 기업 데이터를 이용하여 평가점수 및 평가등급 산정</li> </ul>

자료: NPS

# 통합전략 – ESG score

## ❖ (Materiality) 환경, 사회, 지배구조의 주요 이슈와 평가지표

- ESG Materiality to shareholder and key stakeholders
- ESG Responsibility to the widest stakeholders including our home planet

### 국민연금 ESG 평가모형의 이슈 및 평가지표

구분	이슈	평 가지 표
환경 (E)	기후변화	온실가스관리시스템, 탄소배출량, 에너지소비량
	청정생산	청정생산관리시스템, 용수/화학물질 사용량, 화학물질/대기오염물질/폐기물배출량
	친환경 제품 개발	친환경제품 개발 활동, 친환경특허, 친환경 제품 인증, 제품 환경성 개선
사회 (S)	인적자원관리	급여, 복리후생비, 고용, 조직문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	보건안전시스템, 안전보건경영시스템 외부 인증, 산재다발사업장 지정
	하도급거래	거래대상 선정프로세스, 공정거래자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법위반 사례
	제품 안전	제품안전시스템, 제품안전경영시스템 인증, 제품 관련 안전사고 발생
	공정경쟁	내부거래 위원회 설치, 공정경쟁 저해행위, 정보보호시스템, 기부금
지배 구조 (G)	주주의 권리	경영권 보호 장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기
	이사회 구성과 활동	대표이사와 이사회 의장의 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성 현황, 이사회 활동, 보상위원회 설치 및 구성, 이사보수 정책, 적정성
	감사제도	감사위원회·사외이사 비율, 장기 재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사 용역 대비 비감사 용역비중
	관계사 위험	순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출(매입) 거래비중
	배당	중간/ 분기배당 근거 마련, 총주주수익률, 최근 3년내 배당 지급, 과소 배당

자료: NPS

# 통합전략 - 국내주식

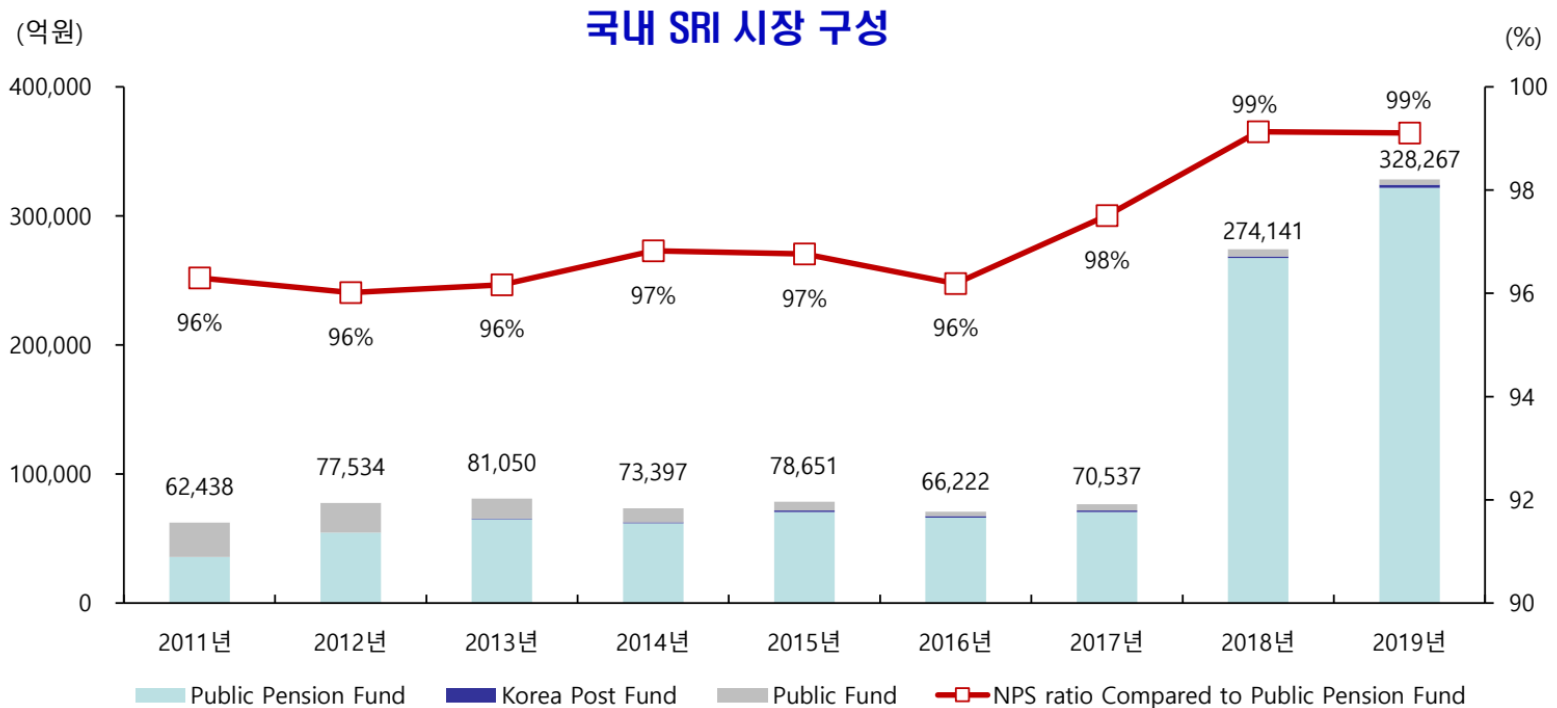
- ❖ 위탁운용 유형(style)의 하나로 2006년부터 사회책임투자형(SRI) 펀드를 운용하였으며, 2018년 ESG 통합전략 차원에서 국내주식 전체 자산으로 확대
- ❖ (직접운용) 액티브운용의 투자가능종목군(Investment Universe) 및 패시브운용의 투자가능종목군(Basket Universe) 관리에 있어 ESG 평가 결과 반영
  - Universe 선정 과정에 ESG 보고서 첨부
  - 벤치마크 대비 초과 편입된 하위등급 종목(C,D등급) 분기별 점검 후 검토보고서 작성
  - 원칙적으로 D등급 종목은 벤치마크 비중 대비 초과 편입(over weight) 금지
- ❖ (위탁운용) 위탁운용사 선정 및 관리의 모든 과정에 ESG 요소 강화
  - SRI 유형 신규 위탁운용사 선정 시 스투어드십코드 도입 운용사에 가점 부여
  - SRI 유형 위탁운용사의 책임투자 보고서 제출 의무화
  - SRI 유형 벤치마크 지수를 ESG요소 중심으로 신규 개발
- ❖ (의결권 위임) 일임위탁 운용사와 의결권 위임 계약 체결



# SRI fund – 국내 시장

## ❖ 국민연금 위주의 국내 사회책임투자 펀드 시장

– 공모형 SRI 펀드 시장 축소 및 연기금 중심의 사모펀드 시장으로 고착

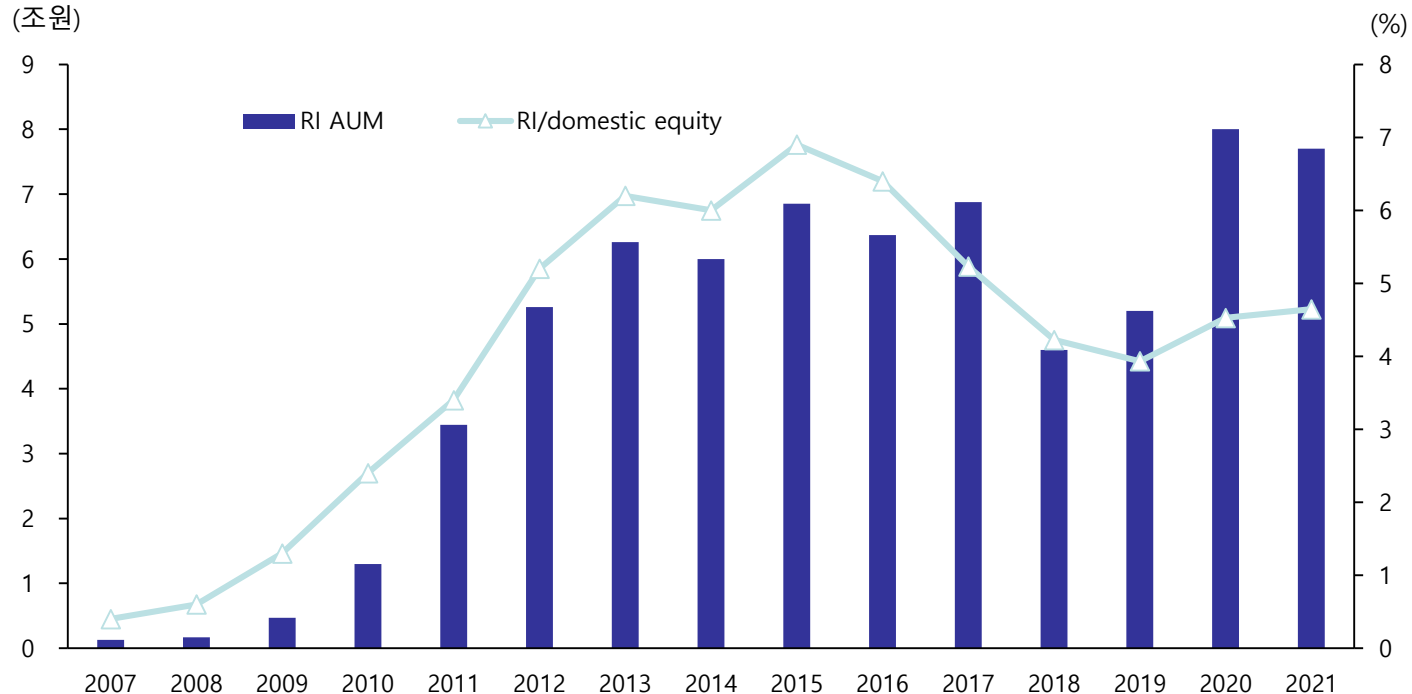


주 : 2018년 국민연금이 직접 운영하는 국내주식의 일부를 SRI형으로 분류함에 따라 시장 규모 급증  
 자료: NPS, TP, GEPS, Korea Post, KOSIF, Morningstar

# SRI fund – 국민연금기금

- ❖ **국내주식 위탁운용 유형(investment style)으로서의 책임투자펀드**
  - 초과수익 원천(alpha source)으로 ESG 요인을 활용하는 액티브펀드의 일환
  - 벤치마크 이슈 및 시장 상황 등으로 2015년부터 위탁운용 비중은 감소 추세

국민연금 책임투자 위탁펀드 규모 및 포트폴리오 비중



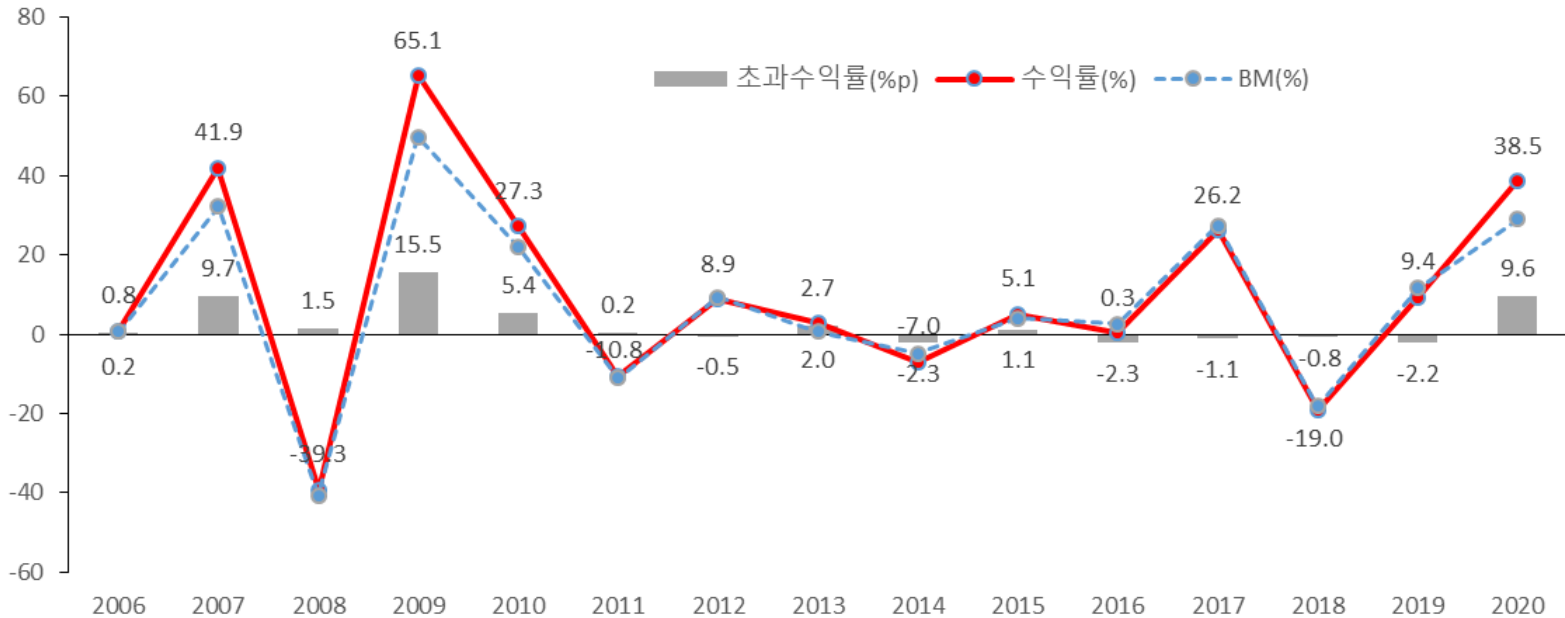
자료: NPS

# SRI fund – 국민연금기금

## ❖ ESG 투자 전략 목표와 조응하지 않는 운용성과

- 시장(KOSPI) 대비 장기수익 제고, 낮은 위험, 높은 위험조정수익의 관점
- 글로벌 금융위기 등 위기상황에서 하방위험 방지 효과 부재

국민연금기금 책임투자펀드 수익률 추이

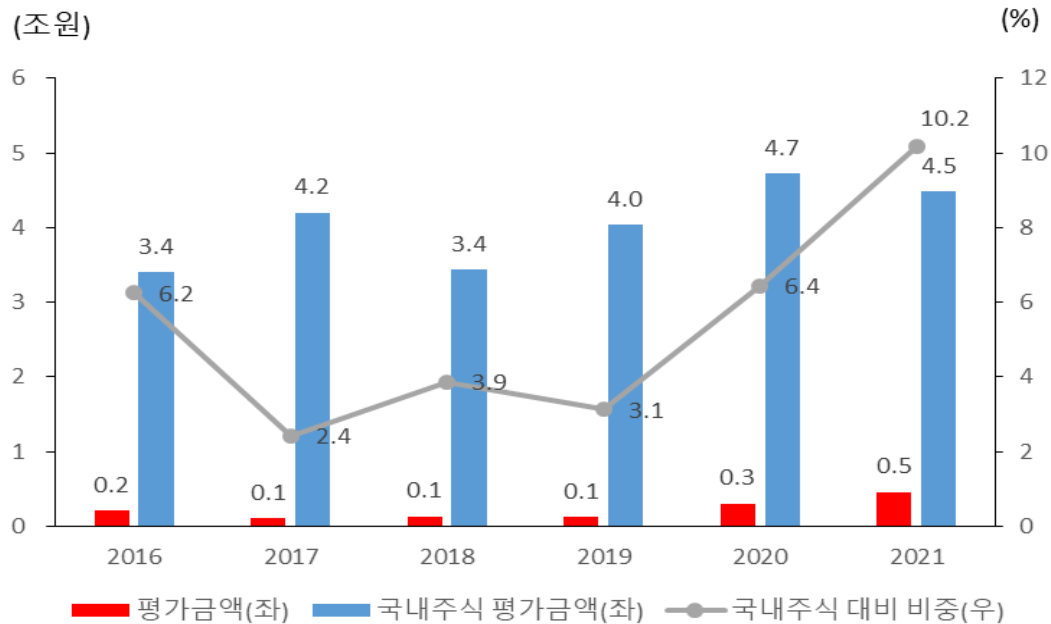


자료: NPS

# SRI fund – 사학연금기금

- ❖ 국내주식 위탁운용 유형(investment style)으로서의 SRI펀드
  - 2020년부터 국내주식 내에서 SRI펀드 투자 비중을 빠르게 확대하는 추세

사학연금 SRI 펀드 규모 및 포트폴리오 비중

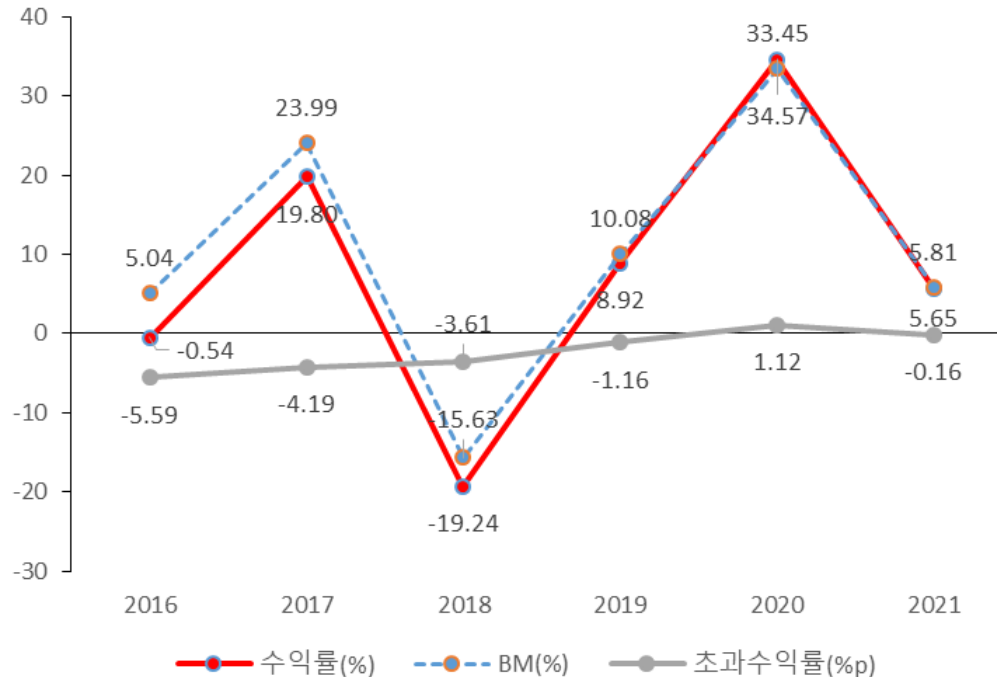


자료 : TP

# SRI fund – 사학연금기금

- ❖ SRI 펀드의 위탁벤치마크를 KOSPI total return으로 설정
  - 시장지수(KOSPI\_TR)에 대한 인덱스펀드와의 차별성 부재

사학연금 SRI 펀드 수익률 추이



자료 : TP

# 포트폴리오 조정 전략의 성과

## ❖ ESG integration 전략에 대한 정량적 성과분석의 필요성

- (직접운용) 자체 ESG score를 활용한 Quantitative 전략
  - 투자 유니버스 재구성 및 AP에서 종목 비중 제한이 전체 수익률에 미치는 영향
- (위탁운용) Customized SRI index에 대한 Passive 전략
  - 총수익 및 초과수익에 대한 요인분해(attribution analysis)
  - 주가 변동성 축소에 따른 위험조정수익 제고 효과
  - 위기 상황에서 과도한 하방위험 방지 기능

## ❖ Negative screening이 전체 포트폴리오 성과에 미치는 영향

- 국민연금의 탈석탄선언(2021) 이후 석탄산업투자배제전략 실행 검토
  - 배제 전략의 대상 산업 : 석탄 채굴, 석탄 발전, 운송 및 장비 등
  - 대상 기업 선정 기준 : 매출 비중, 생산 비중, 설비 비중 등
  - 정성적 예외 기준 : 녹색금융상품 및 에너지 전환 기업
- 배제 전략의 규범적 당위성과 함께 전체 포트폴리오의 재무적 성과도 반영되어야 함

# 적극적 주주활동

## ❖ 적극적 주주활동의 종류 및 구체적 실행 가이드라인을 사전적으로 설정

- 국민연금 주주활동에 대한 시장(기업)의 예측가능성 제고 vs. 지나치게 보수적인 기준 설정
- 배당 관련 기업관여를 포함하여 기금이 수행한 적극적 주주활동의 결과가 기금의 장기성과에 미치는 영향이 측정되고 평가되어야 함

### 국민연금의 적극적 주주활동 사안 선정 기준

구분	선정 기준
기업의 배당정책 수립	합리적인 배당정책을 수립하지 않거나, 합리적인 배당정책에 따른 배당을 하지 않을 경우
임원보수한도의 적정성	기업의 경영성과 등과 연계되지 않은 이사보수한도를 제안하여 주주권익을 침해하는 경우
법령상의 위반 우려로 기업가치를 훼손하거나 주주권익을 침해할 수 있는 사안	국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여 아래의 경우에 해당할 경우 ① 당해 회사와 관련한 횡령, 배임 행위 ② 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위(부당지원행위) ③ 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위(경영진의 사익편취)
지속적으로 반대의결권을 행사하였으나, 개선이 없는 사안	주주총회 안건 중 지속적으로 반대의사 표시를 했음에도 불구하고 개선되지 않는 안건의 경우
정기 ESG 평가결과가 하락한 사안	정기 ESG평가 결과, 종합 ESG 등급이 2등급 이상 하락하여 C등급 이하에 해당할 경우
예상하지 못한 우려 사안 (Controversy)	중점관리사안에 해당하지 않는 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우, 사안의 심각성, 재발가능성 및 자산 노출도를 종합 고려하여 선정

자료: NPS

# 결론 및 시사점

## ❖ 공적연기금 ESG 투자의 선관의무와 재무적 수익성

- 유엔환경프로그램(UN Environment Program, UNEP(2005))은 책임투자가 발달한 9개 EU 국가를 대상으로 기관투자자의 수탁자 선관의무(fiduciary duty)에 관한 법률을 검토한 결과 ESG 요소를 투자 정책에 반영하지 않는 것이 선관의무 위반으로 결론
- 이는 연기금의 책임투자가 재무적 성과의 지속성 및 안정성에 기반하기 때문이나, 기업의 사회적 책임 이행이 기업의 경영성과에 미치는 영향 또는 연기금의 책임투자 전략에 따른 수익률 제고 관련 연구에서는 혼재된 결론을 보고하고 있음
  - ESG 통합(Integration) 전략은 실증분석 결과 혼재
  - 네거티브 스크리닝 전략과 포트폴리오 효율성 간에는 부정적 결과 우세
  - 적극적 주주활동 전략은 장기적인 주주가치 상승으로 연결된다는 결과 우세
- 국민연금 ESG 투자의 세부 실행전략은 장기적이고 안정적인 수익증대라는 전략 목적에 부합하여야 하며, 실행전략의 결과가 전체 포트폴리오 성과에 미치는 장기적 영향이 측정되고 평가되는 체계가 요구됨
  - 포트폴리오 조정 전략의 영향은 장기수익분해의 관점에서 비교적 용이하게 실행 가능하나, 기업관여 활동 또는 적극적 주주권 행사가 기금의 수익성과에 미치는 영향은 현실적으로 파악하기 어려운 한계가 있음



**End of Document**