

공적 연기금 책임투자 평가

이종민



공적 연기금 책임투자 평가

사업평가 16-14(통권 366호)

공적 연기금 책임투자 평가

총 괄 | 고기석 사업평가국장

기획·조정 | 진 익 경제사업평가과장

작 성 | 이종민 경제사업평가과 사업평가관

지 원 | 인정은 경제사업평가과 행정실무원
김형주 (전)경제사업평가과 자료분석요원

「사업평가 보고서」는 국가 주요사업에 대한 종합적이고 체계적인 평가를 통하여 주요 정책 및 사업에 대한 문제점을 진단하고 개선방안을 모색함으로써, 국회의 예산 및 법안 심사와 의제 설정을 실효성 있게 지원하기 위한 것입니다.

문의 : 사업평가국 경제사업평가과 | 02) 788-3780 | peb1@assembly.go.kr

이 책은 국회예산정책처 홈페이지(www.nabo.go.kr)를 통하여 보실 수 있습니다.

공적 연기금 책임투자 평가

이종민

2016. 8



국회의산정책처
National Assembly Budget Office

이 보고서는 「국회법」 제22조의2 및 「국회예산정책처법」 제3조에 따라 국회의원의 의정활동을 지원하기 위하여, 국회예산정책처 「보고서발간심의위원회」의 심의(2016. 8. 26)를 거쳐 발간되었습니다.

발간사

최근 공적 연기금을 중심으로 투자대상 기업의 재무적 성과뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조(ESG)와 같은 비재무적 성과를 분석하고 투자에 반영하는 책임투자에 대한 관심이 증가되고 있습니다. 2006년 UN 책임투자원칙(PRI: Principles for Responsible Investment)이 제정된 이후 2016년 현재 PRI에 서명한 기관은 약 1,500여개에 이르고 있으며, 전세계 책임투자의 규모 또한 2014년 기준 약 21조 달러로 전세계 운용자산 대비 30.2% 비중으로 성장하였습니다.

이와 같이 국제적으로 책임투자가 활성화되고 있는 반면, 우리나라의 책임투자는 아직 본 궤도에 이르지 못한 것으로 보입니다. 책임투자를 도입한 공적 연기금의 전체운용자산 대비 책임투자의 비중은 2015년말 기준 1.33%에 불과하고, 책임투자의 프로세스가 아직 정비되지 않았으며, 연기금 담당자들의 책임투자에 대한 인식과 대응 수준 또한 낮은 것으로 조사된 바 있습니다.

공적 연기금 중 군인연금기금과 공무원연금기금은 이미 1973년과 2001년에 각각 고갈되었으며, 국회예산정책처의 추계 결과 국민연금기금은 2053년, 사립학교교직원연금기금은 2028년에 각각 고갈될 것으로 추산되는 등 공적 연기금의 지속가능성 및 고갈문제는 우리 사회의 주요 쟁점으로 부상하였습니다. 책임투자는 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 동시에 장기 수익률을 제고할 수 있으며, 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현할 수 있다는 점을 고려할 때, 조성된 기금의 특성상 많은 경우에 중장기적 자산보유가 불가피한 공적 연기금의 운용 특성에 부합하는 투자방법이라고 할 수 있습니다.

이에 본 보고서에서는 책임투자의 최근 논의 및 현황, 활성화 저해요소 및 효과성에 대하여 살펴본 후 공적 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법령 및 정책 대안을 제시하고자 하였습니다. 특히 책임투자의 수익률 측면을 집중 분석하여 책임투자가 장기투자에 있어 효과적인 투자수단인지 여부를 살펴보고자 하였습니다.

아무쪼록 본 보고서가 책임투자에 대해 관심을 가지고 계신 국회의원님들의 의정활동에 기여할 수 있기를 기대합니다.

2016년 8월

국회예산정책처장 김준기

요 약

□ 평가 배경 및 방법

- 전세계적으로 책임투자에 대한 관심이 증대되고 있으나, 우리나라 공적 연기금의 책임투자는 본 궤도에 이르지 못하고 있음.
 - － 책임투자는 환경, 사회 및 지배구조(ESG: Environmental, Social, Governance)로 대표되는 기업의 비재무적 성과를 재무적 성과와 동시에 고려하되 투자기회를 제한하지 않는 범위와 수준 내에서 투자 의사결정에 반영하는 투자전략임.
 - － 국내에서도 2015년 국정감사 시 국민연금기금의 합리적 책임투자원칙 수립·이행 방안 마련이 필요하다는 지적이 있었고, 최근 가습기 살균제 피해 사건 등을 놓고 책임투자 활용에 대한 관심이 증가함.
 - － 책임투자는 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 동시에 장기수익률을 제고할 수 있다는 점에서, 조성된 기금의 특성상 중장기적 자산보유가 불가피한 공적 연기금의 운용 특성에 부합함.
 - － 국회예산정책처의 추계 결과 국민연금기금은 2053년, 사립학교교직원연금기금은 2028년에 각각 고갈될 것으로 추산됨.
- 본 보고서는 책임투자 확대 필요성 및 기대효과에 대해 선행연구를 분석·종합하고, 2015년 한국책임투자포럼이 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사’ 결과를 통해 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소를 도출하였으며, 수익률 측면에서 책임투자의 효과성 및 책임투자 펀드의 하방위험을 직접 분석하여 리스크관리가 제대로 이루어지고 있는지를 평가하였음.

□ 책임투자 활성화 저해요소

- 2014년 기준 전세계의 책임투자 규모는 21조 3,580억 달러이며, 총 운용자산 대비 책임투자 비중은 2012년 21.5%에서 2014년 30.2%로 8.7%p 증가함.
 - － 반면, 우리 국민연금기금, 공무원연금기금, 사립학교교직원연금기금의 2015년말 책임투자액은 각각 6조 8,521억원, 1,189억원, 1,110억원 등 총 7조 820억원으로, 총 운용자산 대비 1.33% 수준임.
- 우리나라의 경우, 책임투자 성과에 대한 의문, 기업 공시보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움, 책임투자에 대한 지식 부족 등이 책임투자의 활성화를 저해하고 있는 것으로 분석되어 개선이 필요함.

- 책임투자 근거법률, 성과 평가 기준(중장기 성과평가 강화) 및 위탁 운용사 선정기준 정비, 기업의 정보공개 확대, 연기금 담당자의 책임 투자 인식 개선 등을 통해 총체적인 시스템 변화 도모 필요

□ 책임투자 성과(효과성) 분석 및 성과 평가 기준 정비 필요

- (문제점 : 책임투자 성과에 대한 의문) 단기성과지향주의가 팽배한 가운데, ESG 요소와 성과와의 관계에 대한 의문이 존재함.
- (효과성 분석) 책임투자의 수익률 측면에서의 효과성을 직접 분석한 결과, 책임투자의 벤치마크 대비 초과수익률 성과가 비슷하거나 우수하게 나타남.
 - 특히 포지티브 스크리닝 방식을 택한 펀드는 벤치마크 대비 초과 성과가 유의하게 검증이 되었으며, 5년 또는 10년의 장기적인 관점에서 특히 좋은 성과가 관찰됨.
- (개선방안 : 기금운용평가[자산운용] 기준 정비) 장기적 관점에서 성과를 평가할 수 있도록 관련 기준을 정비할 필요
 - 계량지표인 자산운용실적[성과]에서 현재는 중장기자산의 경우 과거 3년간의 운용수익률만을 반영하고 있으나, 장기투자 관점에서의 안정적인 장기수익률 제고를 위한 책임투자를 정확하게 평가하기 위해 3년만이 아닌 5년 및 누적수익률을 평가지표로 추가할 필요

□ 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법률 및 기준 정비 필요

- (문제점 : 법률 제정 및 시행 등의 결점) 투자 실행과 프로세스에서 ESG 이슈에 초점을 맞추도록 하는 규정이 부재함.
- (개선방안 1) 법률 정비
 - (「국가재정법」 개정) 「국가재정법」에 「국민연금법」과 같이 책임투자 근거조항을 선언적으로라도 신설하는 방안
 - (개별 연기금 근거법률 개정) 「국가재정법」 개정논의와 함께 개별 연기금 근거법률에 책임투자 근거를 신설하는 방안
- (개선방안 2) 책임투자 프로세스 개선
 - (연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 기준 개선) 위탁운용사를 선정할 때 운용사의 ESG 요소 분석능력을 평가
 - 운용프로세스·전략 수행 방안·유니버스 구성 방법론 등 펀드 운용의 지속가능성을 예측할 수 있는 정성적 평가를 도입

□ 기업의 ESG 정보 공개 확대 필요

- (문제점) 기업 공시보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움.
 - － 영국, 프랑스, 독일, 미국, 캐나다, 호주 등은 기업의 ESG 정보 공시를 의무화하고 있음.
- (개선방안 : 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정) 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 정보를 사업보고서에 기재하여 공시하도록 의무화하는 방안

□ 연기금 담당자의 책임투자 인식 개선 필요

- (문제점) 연기금 담당자의 책임투자 이해도가 낮음.
 - － 한국사회책임투자포럼이 2015년 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사’ 결과, 공적 연기금 담당자 중 ‘책임투자를 알고 있다’는 응답자는 전체의 18.4%에 그쳤고, ‘모른다’는 응답이 전체의 절반이 넘는 56.3%였으며, ‘알고 있지만 정확히는 모른다’는 응답이 25.3%로 나타남.
- (개선방안 : PRI(Principles for Responsible Investment) 아카데미 활용) 연기금 담당자가 쉽게 접할 수 있도록 온라인 교육(PRI 아카데미 강좌)을 활성화

□ 국민연금기금의 책임투자 실행을 위한 가이드라인 구체화 필요

- (문제점) 책임투자 실행을 위한 구체적인 정책이 부재함.
 - － PRI 가입 취지를 실질적으로 실현하기 위한 구체적인 후속 조치 부재
 - － 모니터링 체계 및 세부 운용가이드라인 부재
 - － 책임투자 실행 관련 정보공개 미흡
 - － 책임투자의 평가체계 미비
- (개선방안 1 : 전체 포트폴리오 측면에서 책임투자 기조 강화) 기금 전체 포트폴리오 차원에서 책임투자를 강화할 수 있는 방안으로서 투자정책서(IPS) 상에 책임투자를 보다 명확히 정의하고 기술할 필요
- (개선방안 2 : 책임투자정책 및 구체적 실행 체계 수립) 책임투자정책과 구체적인 운용가이드라인을 마련하고, 이에 상응한 목표 및 평가체계를 수립하여 책임투자 위탁운용사에게 제시할 필요가 있으며, 책임투자 실행 내역에 대한 정보 공개를 확대할 필요

1. 평가개요

- 최근 책임투자의 확산은 세계적인 추세로, 국내에서도 공적 연기금을 중심으로 투자대상 기업의 재무적 성과뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조(ESG: Environmental, Social and Governance)와 같은 비재무적 성과를 함께 분석하고 투자에 반영하는 책임투자에 대한 관심이 증대되고 있음.
 - 2015년 국정감사 시 국민연금기금의 책임투자원칙 수립과 합리적이고 단계적인 이행 방안 마련이 필요하다는 지적
 - 최근 가습기 살균제 피해 사건, 삼성물산-제일모직 합병 시 국민연금기금의 주주권 행사 논란 등을 통해 책임투자 활용에 대한 관심 증가
 - 책임투자는 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목한다는 점에서 조성된 기금의 특성상 중장기적 자산보유가 불가피한 공적 연기금의 운용 특성에 부합
 - － 공적 연기금 중 군인연금기금과 공무원연금기금은 이미 1973년과 2001년에 각각 고갈되었으며, 국회예산정책처의 추계 결과 국민연금기금은 2053년, 사립학교교직원연금기금은 2028년에 각각 고갈될 것으로 추산됨.
- 그러나 아직 국내 공적 연기금의 책임투자에 대한 대응 수준은 낮은 것으로 조사됨.
 - 국민연금기금, 공무원연금기금, 사립학교교직원연금기금의 2015년말 책임투자액은 각각 6조 8,521억원, 1,189억원, 1,110억원 등 총 7조 820억원으로, 전체운용자산 대비 1.33% 수준임.
- 본 보고서는 국내외 책임투자의 현황 및 공적 연기금의 책임투자 활성화 필요성에 대해 살펴본 후, 책임투자의 수익률을 중심으로 책임투자의 저해요소로 파악되는 요소들과 국내 연기금의 책임투자 프로세스를 분석함.
 - － 책임투자 확대 필요성 및 기대효과에 대해서는 선행연구를 분석·종합하고, 2015년 한국책임투자포럼이 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식조사’ 결과를 통해 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소를 도출하였으며, 수익률 측면에서 책임투자의 효과성 및 책임투자 펀드의 하방위험을 직접 분석하여 리스크관리가 제대로 이루어지고 있는지를 평가하였음.

- 이를 통해 공적 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법률 및 제도 개선 필요사항 등을 제시하고, 책임투자 인식 개선과 관련하여 정책 아이디어를 제안함.

2. 책임투자의 최근 논의 및 현황

- (책임투자 정의) 책임투자는 환경, 사회 및 지배구조(Environment, Social and Governance)로 대표되는 기업의 비재무적 성과를 재무적 성과와 동시에 고려하는 것으로, 투자기회를 제한하지 않는 범위와 수준 내에서 투자의사결정에 반영하는 투자전략임.
 - 책임투자는 경제, 사회, 환경적 성과를 균형 있게 투자에 반영하는 사회책임 투자에서 파생되었으나, 최적의 투자성적을 강조하는 선량한 관리자의 주의(선관주의) 의무(Fiduciary Duty)를 최우선시 한다는 측면에서 전통적인 사회책임투자와 구별됨.
- (책임투자 3대 원칙) 책임투자의 기본원칙으로는 ESG와 같은 비재무적 요소 분석, 단기성과 위주의 투자에서 벗어난 장기 투자수익 추구, 선관주의 의무에 따른 주주권 행사가 있음.
 - (책임투자 전략) 책임투자 전략은 크게 ESG 분석과 주주권 행사로 구분할 수 있으며, 이 중 ESG 분석을 위한 전략으로는 스크리닝, 통합, 테마 등이 주로 활용됨.
 - 네거티브 스크리닝(Negative screening) : ESG 기준에 근거하여 특정 산업 또는 종목에 대한 투자를 배제하는 가장 기초적인 책임투자 전략
 - 포지티브 스크리닝(Positive Screening) : 특정한 ESG 기준에 부합하는 종목 또는 산업에만 투자하는 전략
 - 통합(ESG Integration) : 재무성과에 영향을 미칠 만한 ESG 요인들에 중점을 두고 기업가치평가 단계에서부터 재무적 분석과 비재무적 분석을 병행하는 전략
 - 테마투자(Thematic Investing) : 기후변화, 생태효율성, 보건, 수자원 등 지속가능성과 관련된 특정 테마에 기여하는 자산 또는 종목에 선별 투자하는 전략

- (책임투자 시장의 글로벌 규모와 성장) 2014년 기준 전세계의 책임투자 규모는 21조 3,580억 달러이며, 총 운용자산 대비 책임투자 비중은 2012년 21.5%에서 2014년 30.2%로 8.7%p 증가함.
 - 조사한 모든 국가에서 책임투자 비중이 증가하였으며, 유럽의 경우 2014년 전체 투자액의 절반 이상인 58.8%를 책임투자로 수행함.
 - 책임투자 취지에 공감하는 투자자와 전문기관들이 모여 만든 글로벌 독립기관인 PRI(Principles for Responsible Investment)에 가입한 기관은 2016년 4월 기준 1,506개이며, 총 운용 자산규모는 60조 달러에 이르고 있음.
 - 우리나라는 국민연금기금, 서스틴베스트, 기업지배구조연구원 등 3곳이 가입
- (국내 기금의 책임투자 현황) 국민연금기금을 필두로 공무원연금기금, 사학연금기금, 우정사업본부 등이 국내주식 위탁투자 형태로 책임투자형 펀드를 도입하여 운용 중임.
 - 국민연금기금의 책임투자 위탁운용 규모는 2006년 900억원에서 2015년말 기준 6.85조원까지 성장하였으며, 책임투자 시장 인프라가 조성됨에 따라 사학연금기금(2009년 도입, 2015년 1,189억원), 공무원연금기금(2009년 도입, 2015년 1,110억원)도 위탁운용사를 선정하여 기금자산의 일부를 책임투자형으로 운용 중임.

3. 쟁점별 실태분석 및 평가

3-1. 연기금의 책임투자 확대 필요성 및 기대효과

- (지속가능한 투자 수단) 지속가능성은 최근 몇십년 동안 자본·금융시장에서 가장 중요한 흐름 중 하나로, 최근에는 책임투자가 지속가능한 투자 수단으로 주목받고 있음.
 - ('From the Stockholder to the Stakeholder(2015)' 보고서) ESG를 고려한 지속가능성이 기업성과(corporate performance)와 투자이익(investment return)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고됨.
 - ESG 점수가 높으며 지속가능성 지수를 가졌다고 볼 수 있는 기업들은

보다 나은 운영성과와 낮은 위험도를 보였고, ESG 이슈를 반영한 투자 전략은 반영하지 않은 투자전략보다 나은 성과를 보이는 것으로 나타남.

- (수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현) 책임투자는 수익성·안정성 뿐만 아니라 사회적으로 문제가 되는 환경, 노동 이슈 등을 고려하고, 문제 해결에 일조할 수 있다는 점에서 공공성을 강화하는 의미가 있음.
 - 「국가재정법」은 제63조에서 기금관리주체가 안정성·유동성·수익성과 함께 공공성을 고려하여 기금을 운용하도록 규정하고 있음.
 - 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 책임투자는 장기투자자로서의 공적 연기금의 운용 특성에 부합함.
 - 책임투자는 책임 있는 방식으로 기업이 상품 또는 서비스를 생산하도록 유도하는 동시에 기업의 사회적 측면의 활동을 제고한다는 측면에서 공적 가치 역시 추구할 수 있음.
- (해외 연기금의 책임투자 확대 추세) 책임투자가 활발한 선진국에서는 가장 안정적인 노후 보장수단이어야 할 연기금은 공적 성격을 가장 강하게 띠고 있으므로, 단순히 재무적 성과에 의존하기보다는 더 장기적인 안목으로 사회발전에 기여해야 한다는 공감대가 형성되고 있음.

3-2. 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소

- (해외에서의 인식 및 저해요소) 책임투자에 대한 지식 부족, 책임투자 성과에 대한 의문, 기업 보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움 등이 공통적으로 지적됨.
 - (책임투자에 대한 지식 부족) ESG 의미에 대한 이해가 부족함.
 - (책임투자 성과에 대한 의문) 단기성과지향주의가 팽배해 있으며, ESG 요소와 성과와의 관계에 대한 의문이 존재함.
 - (기업 보고서의 불충분함) 기업 보고서에 ESG 요소가 모두 담겨져 있지 않고, 담겨져 있는 정보 또한 일관성이 부족함에 따라 투자자가 ESG 이슈를 투자 프로세스에 고려하기가 어려움.
- (국내에서의 인식 및 저해요소) 우리나라의 경우, 책임투자 성과에 대한 의문,

기업 공시보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움, 책임투자에 대한 지식 부족 등이 책임투자의 활성화를 저해하고 있는 것으로 분석되어 개선이 필요함.

- (책임투자에 대한 지식 부족) 한국사회책임투자포럼이 2015년 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사’ 결과, 공적 연기금 담당자 중 ‘책임투자를 알고 있다’는 응답자는 전체의 18.4%에 그쳤고, ‘모른다’는 응답이 전체의 절반이 넘는 56.3%였으며, ‘알고 있지만 정확히는 모른다’는 응답이 25.3%로 나타남.
 - 연기금을 운용하거나 위탁운용사를 선정할 때 ESG를 고려하는 곳은 37.8%에 그쳤으며, ESG를 고려하지 않는 이유(중복 답변 가능)로는 ‘기금 운용의 내부지침’이 44%, ‘수익률 때문’이 31%로 조사됨.
- (정보와 인프라 부족) 책임투자를 위한 기업 정보와 평가 정보는 현재 매우 부족하며, 책임투자 전문인력 부족, ESG 요인 평가방식의 한계 등도 아울러 지적되고 있음.
 - 유가증권시장 상장기업 700사 중 약 80사 정도만 지속가능보고서(Sustainability Report)를 통해 관련정보를 공개하고 있는 상황으로, 책임투자를 위한 기업 정보와 평가 정보는 현재 매우 부족한 실정임.
- 책임투자 근거법률, 성과 평가 기준(중장기 성과평가 강화) 및 위탁운용사 선정기준 정비, 기업의 정보공개 확대, 연기금 담당자의 책임투자 인식 개선 등을 통해 총체적인 시스템 변화 도모 필요

3-3. 책임투자의 효과성 분석 및 평가

- (국내외 연구동향) 지난 수년 간 비재무적 요인인 ESG 이슈를 훌륭하게 관리하는 기업의 지속가능경영이 재무성과 및 해당 주가에 긍정적인 영향을 준다는 연구 결과가 꾸준히 발표됨.
 - (옥스퍼드 대학 연구) 기존 연구들 중 90%에서 건전한 ESG 기준이 자본비용을 줄일 수 있었고, 88%에서 견고한 ESG 시행이 더 나은 운영성과를 보였으며, 80%에서 기업의 적극적인 지속가능성 시행이 기업의 주가에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석됨

- 동 연구는 190여개의 기존 연구물(학술연구, 산업보고서, 신문기사 및 도서)에 대한 메타분석을 바탕으로 실시됨
- (국내 연구) 책임투자의 투자성고가 시장수익률이나 다른 전통적 펀드 보다 높다는 연구와 별다른 차이가 없거나 오히려 낮다는 연구가 나뉘어 있어서 일관성이 있는 결론을 도출하기 어려움.
 - 국내의 경우 아직 책임투자 시장이 활성화되지 않아 장기데이터 확보가 힘들고, 책임투자를 표방하고 있는 펀드가 실제로 책임투자요소를 활용하고 있는지 여부가 불분명하다는 한계가 존재
- (책임투자 펀드의 초과수익률 분석) 책임투자의 수익률 측면에서의 효과성을 직접 분석한 결과, 책임투자의 벤치마크 대비 초과수익률 성과가 비슷하거나 우수하게 나타남.
 - 특히 포지티브 스크리닝 방식을 택한 펀드는 벤치마크 대비 초과 성과가 유의하게 검증이 되었으며, 5년 또는 10년의 장기적인 관점에서는 특히 좋은 성과가 관찰됨.
 - 미국의 책임투자 펀드의 수익률 자료를 이용하여 책임투자가 지속적으로 좋은 성과를 보이고 있는지를 직접 분석·평가
 - 책임투자를 한다고 명시한 펀드를 이용한 책임투자 성과를 벤치마크 대비 초과수익률(월 평균 초과수익률과 누적 초과수익률) 측면에서 분석

3-4. 국내 기금의 책임투자 프로세스 평가

- 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금 등 3개 기금은 책임투자에 적합한 평가 프로세스가 갖추어지지 않은 것으로 판단됨.
 - 위탁운용사의 ESG 요소 분석능력을 평가할 수 있는 구체적인 기준이 부재함.
 - 공통적으로 책임투자 위탁운용사 선정 기준은 기금 위탁운용사 선정기준의 틀 안에서 ESG 요소를 고려하는 것 이외에는 다른 유형의 국내주식형 운용사 평가 항목 간의 큰 차이는 발견되지 않음.
- 특히 사학연금의 경우 최근 1년 실적에 기초한 운용성고가 1차 평가에서 큰 비중을 차지하고 있는데, 이는 책임투자의 장기성고가 더 우수하다는 점을 감안할 때 적절치 못한 것으로 판단됨.

4. 개선방안

4-1. 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법령 정비

- (「국가재정법」 개정) 책임투자가 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현할 수 있는 투자방법이라는 점을 감안하면, 「국가재정법」에 「국민연금법」과 같이 책임투자 근거조항을 신설하는 방안을 검토할 필요가 있음.
 - 「국민연금법」과 같이 “기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다”는 항을 신설하는 방안을 고려할 수 있음.
- (개별 연기금 근거법률 개정) 「국가재정법」 개정논의와 함께 개별 연기금 근거법률에 책임투자 근거를 신설하는 방안을 함께 고려할 수 있음.
- (「국민연금법」 개정) ESG 요소를 고려했는지 여부, 고려했다면 고려 정도, 고려하지 않았다면 그 사유 등을 공시하는 조항을 신설하는 방안을 검토할 필요가 있음.
 - 「국민연금법」은 ESG 공시 대상 및 방법을 국민연금기금운용지침에 마련하도록 규정하고 있음에도 불구하고, ESG 각 요소 중 어떠한 요소를 고려하고 있는지와 고려 정도, 고려하지 않는 경우 등의 사유 등은 공시되지 않고 있음.
- (「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정) ESG 등의 비재무적 정보를 사업보고서에 기재하여 공시하도록 의무화하는 방안을 검토할 필요가 있음.
 - 책임투자가 활성화되기 위해서는 기업의 재무적 정보 이외에 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 정보가 체계적으로 공개되는 것이 매우 중요함.
 - 공적 연기금의 책임투자 관련 공시의무가 부과된 해외 선진국의 경우에는 주식시장 상장기업 등에 대하여 윤리, 사회, 환경 등 비재무적 요소에 대한 공시의무를 부과하고 있어 책임투자를 위한 자료축적도 용이한 반면, 우리나라는 유가증권시장 상장기업 700사 중 약 80사 정도만 지속가능보고서(Sustainability Report)를 통해 관련정보를 공개하고 있는 실정임.

- ((가칭)책임투자에 관한 기본법」 제정) 책임투자를 활성화하기 위해 민간 영역에서 책임투자를 행할 때 각종 세제 혜택 및 정책 지원을 제공하고, 정부에게 책임투자 인프라를 구축하는 역할을 부여하며, 일정 요건을 갖춘 기업들에게 사회책임보고서를 발간하도록 의무화하는 등 책임투자를 전반적으로 규율하는 기본법을 제정할 필요성에 관하여 추후 논의가 필요함.
 - 다만, 이는 책임투자에 대한 사회적 공감대가 형성된 후에 추진이 가능할 것으로 판단됨.

4-2. 연기금의 책임투자 내실화를 위한 제도 정비

- (기금운용평가(자산운용) 기준 정비) 장기적 관점에서 성과를 평가할 수 있도록 관련 기준을 정비할 필요가 있음.
 - 계량지표인 “자산운용실적[성과]”에서 현재는 중장기자산의 경우 과거 3년간의 운용수익률만을 반영하고 있으나, 장기투자 관점에서의 안정적인 장기수익률 제고를 위한 책임투자를 정확하게 평가하기 위해 3년만이 아닌 5년 및 누적수익률을 평가지표로 추가할 필요가 있음.
 - 비계량지표에 장기투자자로서의 올바른 기금 운용 방향을 설정하기 위한 목적에서 ‘장기투자’ 지표를 신설하는 것을 검토할 필요가 있음.
- (연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 기준 개선) 책임투자를 내실화하기 위하여 책임투자형 위탁운용사 선정 기준에 “위탁운용사의 ESG 요소 분석능력”을 포함할 필요가 있음.
 - 운용프로세스·전략 수행 방안·유니버스 구성 방법론 등 펀드 운용의 지속가능성을 예측할 수 있는 다양한 정성적 평가 또한 도입할 필요가 있음.

4-3. 국민연금기금의 책임투자 내실화 및 활성화 방안

- (전체 포트폴리오 측면에서 책임투자 기조 강화) 현재 국민연금기금이 PRI 가입 등을 통해 정책적으로 추진하고 있는 책임투자 기조를 전체 포트폴리오 측면에서 보다 강화할 필요가 있음.

- 현재 국내주식 위탁운용 유형의 하나로 시행되고 있는 책임투자 활용을 확대하여, 기금 전체 포트폴리오 차원에서 ESG 요인을 고려한 책임투자를 강화할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있음.
- 기금 설립 목적에 부합하는 기금운용의 투자신념(investment belief) 중 하나로 책임투자가 투자정책서(IPS) 상에 보다 명확히 정의되고 기술될 필요가 있음.
- (책임투자정책 및 구체적인 실행 체계 수립) 책임투자정책과 구체적인 운용가이드라인을 마련하고, 이에 상응한 운용목표를 수립하여 책임투자 위탁운용사에게 제시할 필요가 있으며, 책임투자 실행 내역에 대한 정보 공개를 확대할 필요가 있음.
 - 현재 책임투자 위탁사 선정기준은 책임투자의 특성을 거의 반영하지 못하고 있고, 모니터링 체계 및 세부 운용가이드라인 또한 부재한 상황이며, 책임투자 실행 관련 정보공개가 미흡함.
 - 책임투자 평가체계 미비 : 현행 평가지침상 ESG 분석의 실질적 반영 여부 보다는 단기운용성과만으로 책임투자펀드를 평가
- (국민연금기금의 지배구조(G) 관점에서의 평가 및 개선방향)
 - (문제점) 기금운용에 있어 이사장(CEO)과 본부장(CIO)의 역할 및 권한이 분명하지 않은 상황에서, 직간접적으로 운용에 관여하는 이사장을 위원장으로 하는 공단 내부 위원회로는 책임투자의 근간인 위험관리의 전문성 및 독립성을 확보하기 어려운 측면이 있음.
 - 금융위기 이후 자산운용 기관의 리스크관리체계는 집행기구(CxO)와 분리된 최고리스크관리이사(Chief Risk Officer; CRO) 체계가 권장되고 있음에도 불구하고, 국민연금기금의 리스크관리위원회는 공단 이사장(CEO)을 위원장으로 하는 국민연금공단 내의 위원회 조직으로 구성되어 있음.
 - 기금운용위원회 산하에 실무평가위원회를 두고 있으며, 다시 또 이를 보완하기 위하여 그 하부에 다수의 전문위원회를 두고 있음.
 - (개선방안) 리스크관리센터와 리스크관리위원회를 포함하는 기금의 위험관리 체계 전반에 걸쳐 독립성 및 전문성 강화가 요구됨.
 - 의사결정체계의 투명성과 연금 운용에 대한 공적 관리감독 기능을 강화

하기 위하여 연금 운용의 사회적, 법적 책임을 충실히 이행할 수 있도록
보고 및 공시체계를 확립할 필요가 있음.

4-4. 책임투자에 대한 인식 개선 - PRI 아카데미 활용

- 책임투자에 대한 이해도가 극히 낮은 상황에서 책임투자에 대한 인식을 개선할 필요가 있음.
 - 연기금 담당자가 쉽게 접할 수 있도록 온라인 교육을 활성화하는 방안을 검토할 필요가 있음.
 - 국제적 전문가들이 개발하여 PRI에서 제공하는 PRI 아카데미 강좌를 적극 활용할 필요

차 례

I. 서 론	1
1. 평가배경 및 목적	1
2. 평가 내용 및 방법	2
3. 주요 쟁점	4
II. 책임투자의 최근 논의 및 현황	6
1. 책임투자의 개요	6
가. 책임투자의 정의	6
나. 책임투자의 기본 원칙	7
다. 책임투자개념의 변천 과정	9
2. 최근의 책임투자 관련 논의	10
가. 현대적 의미의 책임투자	10
나. 선관주의 의무와 책임투자	11
다. 책임투자의 유형과 전략	12
3. 주요국의 책임투자 현황	15
가. 책임투자 시장의 글로벌 규모와 성장	15
나. 미국	16
다. 캐나다	18
라. 유럽	18
마. 아시아	19
4. 국내 기금의 책임투자 현황	20
가. 개관	20
나. 국민연금기금	21
다. 공무원연금기금	24
라. 사학연금기금	25
III. 쟁점별 실태분석 및 평가	27
1. 연기금의 책임투자 확대의 필요성 및 기대효과	27
가. 지속가능한 투자 수단	27

나. 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현	29
다. 해외 연기금의 책임투자 확대 추세	30
2. 국가별 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소	32
가. 해외에서의 저해요소	32
나. 국내에서의 책임투자 활성화 저해요소	33
3. 책임투자의 효과성 분석 및 평가	35
가. 국내외 연구동향	35
나. 책임투자 펀드의 초과수익률 분석	39
다. 책임투자 펀드의 하방위험 분석	50
4. 국내 기금의 책임투자 프로세스 평가	54
가. 국민연금기금	54
나. 공무원연금기금	55
다. 사학연금기금	57
라. 소결	59
 IV. 개선방안	61
1. 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법령 정비	61
가. 해외 사례의 시사점	61
나. 「국가재정법」 및 개별 연기금 근거법률 개정 검토	62
다. 「국민연금법」 개정 검토	63
라. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정 검토	64
마. 「(가칭)책임투자에 관한 기본법」 제정 검토	66
2. 연기금의 책임투자 내실화를 위한 제도 정비	67
가. 기금운용평가(자산운용) 기준 정비	67
나. 연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 기준 개선	69
3. 국민연금기금의 책임투자 내실화 및 활성화 방안	70
가. 전체 포트폴리오 측면의 책임투자 기조 강화 필요	70
나. 책임투자정책 및 구체적 실행 체계 수립	72
다. 국민연금기금의 지배구조(G) 관점에서의 평가 및 개선방향	74
4. 책임투자에 대한 인식 개선 - PRI 아카데미 활용	80
 참고문헌	82

〈표 차례〉

[표 1] ESG 요인 사례	7
[표 2] 선관주의 의무(fiduciary duty) 개념의 진화	11
[표 3] 선관주의 의무(fiduciary duty)에 관한 법적 견해	12
[표 4] 책임투자 전략의 범주	13
[표 5] 지역별 ESG 투자규모	15
[표 6] 지역별 총 운용자산 대비 ESG 투자 비중	16
[표 7] 국민연금의 책임투자 추진 경과	22
[표 8] 국민연금 사회책임투자형 위탁운용 현황	23
[표 9] 공무원연금 위탁운용사 선정 현황(국내주식)	24
[표 10] 사학연금기금 사회책임투자형(SRI형) 운용기준	25
[표 11] 지역별 책임투자 성장률	31
[표 12] 국가별 ESG 저해요인	33
[표 13] 국내 책임투자 성과 연구	38
[표 14] 책임투자요소 변수 설명	41
[표 15] 책임투자요소별 투자 방법	41
[표 16] 책임투자요소 및 투자방법 세분화 분석	45
[표 17] 포지티브 스크리닝과 혼합투자 초과수익률 유의성 검정	46
[표 18] 부분기간별 책임투자요소 및 투자방법 세분화 분석	47
[표 19] 책임투자의 장기성과 분석	49
[표 20] 펀드 그룹별 최대누적하락수익률 및 연 수익률	52
[표 21] 국민연금 책임투자형 운용 지침	55
[표 22] 공무원연금 사회책임투자형 위탁운용사 선정기준	56
[표 23] 공무원연금 사회책임투자형 BM 및 성과 목표	56
[표 24] 공무원연금 위탁운용사 선정기준	57
[표 25] 사학연금의 위탁운용사 선정 조건(사회책임투자형)	58
[표 26] 사학연금 사회책임투자형 운용 방법(BM 주식편입비율)	58
[표 27] 국내 연기금 책임투자 위탁운용사 선정 기준 비교	59
[표 28] 책임투자의 해외 입법사례	61
[표 29] 「국가재정법」 개정안 예시	62
[표 30] 「국민연금법」 개정안 예시	64
[표 31] 주요 국가의 책임투자 관련 기업공시제도화 비교	65

[표 32] 홍일표의원 대표발의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」 신구조문대비표	66
[표 33] 자산운용 평가 세부지표	68
[표 34] 기금운용 의사결정기구	76
[표 35] 해외 연기금 운용체계 비교	76

〈그림 차례〉

[그림 1] 미국의 ESG 투자 추세	17
[그림 2] 국민연금 책임투자 자산운용조직	22
[그림 3] ESG 요소가 우수한 포트폴리오 vs. 부진한 포트폴리오	36
[그림 4] 보유월수별 누적초과수익률 분포	43
[그림 5] 국민연금기금 책임투자 프로세스	73
[그림 6] 기금운용 의사결정 체계	75

I. 서 론

1. 평가배경 및 목적

책임투자의 확산은 세계적인 추세로, 국내에서도 공적 연기금을 중심으로 투자대상 기업의 재무적 성과뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조와 같은 비재무적 성과를 분석하고 투자에 반영하는 책임투자에 대한 관심이 확대되고 있다.

2006년 코피 아난 UN 사무총장의 주도로 UN 책임투자원칙(PRI: Principles for Responsible Investment)이 제정된 이후 각국 투자업계와 시민사회, 학계 등의 참여로 책임투자원칙에 대한 논의가 본격적으로 전개되고 있으며, 2014년 기준 총 운용자산 대비 책임투자 비중은 30.2%에 달하는 등 연기금뿐만 아니라 자산운용사와 보험사 등 주류 투자업계에서도 책임투자 도입이 활발히 이어지고 있다.

국내에서도 2015년초 「국민연금법」 개정을 통해 국민연금 운용 시 투자대상 기업의 환경·사회·지배구조(ESG: Environmental, Social, Governance)를 고려할 수 있는 책임투자의 법적 근거가 마련된 바 있다. ESG를 포함한 기업의 사회적 책임을 공시하도록 규정한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」이 제19대국회에 이어 제20대국회 정무위원회에도 계류 중이고, 2015년 국정감사에서는 국민연금의 책임투자원칙 수립과 합리적이고 단계적인 이행 방안 마련이 필요하다는 지적이 있었으며, 최근 가습기 살균제 피해 사건, 삼성물산-제일모직 합병 시 국민연금기금의 주주권 행사 논란 등 기금의 책임투자에 대한 관심이 증대되고 있다.

그러나 2015년 한국책임투자포럼이 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사’ 결과 국내 연기금 담당자들조차 절반 이상이 아직 책임투자의 개념을 정확히 숙지하지 못하고 있으며, 책임투자가 수익률 측면에서 성과가 좋지 않을 것이라는 막연한 선입견을 가지고 있는 것으로 파악되었다. 또한 분석 결과 책임투자를 운용 중인 기금들도 책임투자에 맞는 프로세스를 갖추지 못하고 있는 것으로 평가되는 등 국내의 책임투자는 아직 본 궤도에 이르지 못한 것으로 보인다.

최근에는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR)¹⁾이 지속가능 발전의 주요 요건으로 등장하면서 자본시장에서도 장기적인 리스크관리 측면 등에서 책임투자의 중요성이 부각되고 있는데, 기업의 사회적 책임(CSR)이 기업에게 요구되는 가치라고 한다면, 책임투자는 적정 수익률을 추구하는 투자자의 입장에서 고려해야 할 투자방식의 하나라고 할 수 있다.

특히 책임투자는 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 동시에 장기수익률을 제고할 수 있다는 점에서, 조성된 기금의 특성상 많은 경우에 중장기적 자산보유가 불가피한 공적 연기금의 운용 특성에 부합한다. 공적 연기금 중 군인연금기금과 공무원연금기금은 이미 1973년과 2001년에 각각 고갈되었으며, 국회예산정책처의 추계 결과 국민연금기금은 2053년, 사립학교교직원연금기금은 2028년에 각각 고갈될 것으로 추산되었는바, 안정적인 재원확보라는 측면에서 책임투자의 확대를 논의할 필요가 있다.

따라서 본 보고서에서는 책임투자의 개념, 활성화 저해요소 및 효과성에 대하여 살펴본 후 공적 연기금의 책임투자 활성화를 위한 방안에 대해 분석하고자 한다. 특히 책임투자의 효과성 부분에서는 선행 연구들을 분석하고, 직접 미국의 책임투자 펀드의 수익률 자료를 이용하여 책임투자가 지속적으로 좋은 성과를 보이고 있는지를 분석·평가하여 수익률 측면에서의 의문을 해소하고자 하였다. 또한 개선방안에서는 책임투자의 활성화를 위하여 필요한 사항과 법률 및 제도 개정 필요사항 등을 제시하고자 한다.

2. 평가 내용 및 방법

본 보고서는 제1장 평가개요를 포함하여 총 4장으로 구성하였다. 이어질 제2장에서는 책임투자의 최근 논의 및 현황을 기술하였다. 이는 시대의 흐름에 따라 변하고 있는 책임투자의 현대적 정의 및 책임투자 전략에 대해 알아보고, 세계 각국의 책임투자 현황 및 국내의 책임투자 현황을 알아보기 위함이다.

1) 기업의 활동과정에서 뇌물수수 금지와 회계투명성 등 윤리경영, 환경과 인권 보호, 사회공헌 등의 가치를 제고시켜, 이해관계자뿐만 아니라 지역사회, 더 나아가 인류사회 전체에 이익이 되도록 하는 조직체의 책무를 말한다.(중소기업청 전문용어, 2010. 11., 대한민국정부)

제3장에서는 본 보고서에서 제시한 책임투자의 주요쟁점에 대한 실태분석 및 평가를 실시하였다. 구체적인 평가내용 및 방법은 다음과 같다. 첫 번째 절에서는 연기금의 책임투자 확대 필요성 및 기대효과를 살펴보았다. 먼저 지속가능한 투자 수단으로 주목받고 있는 책임투자가 어떠한 초과성과를 내고 있는지를 선행연구를 통해 살펴본 결과, ESG를 고려한 지속가능성이 기업성과(corporate performance)와 투자이익(investment return)에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다.

다음으로 책임투자가 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현할 수 있는 적합한 투자수단인지를 살펴본다. 공적 연기금은 특성상 운용에 있어서 공공성을 일정부분 고려하여야 하는데, 사회적으로 문제가 되는 환경, 노동이슈 등에 대해서 고려하고 해결에 일조할 수 있다는 점에서 공공성을 강화할 수 있는 적절한 투자수단임을 검토하였다. 세 번째 절에서는 전세계 총 운용자산 대비 책임투자 비중이 2012년 21.5%에서 2014년 30.2%로 8.7%p 증가하였으며, 유럽의 경우 2014년 전체 투자액의 절반 이상인 58.8%를 책임투자로 수행하는 등 북미와 유럽에서는 책임투자가 주류 투자기법 중 하나로 자리를 잡아가고 있는 추세를 살펴보았다.

두 번째 절에서는 국가별 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소를 살펴보았다. 해외부문은 PRI가 발간한 ‘21세기 신의성실의무보고서’를 통해 책임투자에 대한 인식이 부족하고, 책임투자 실천, 과정, 성과 등에 대한 의문, 기업 보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움, 책임투자에 대한 법률 제정 및 시행 등에 있어서의 결점 등이 활성화에 걸림돌이 되고 있다는 것을 확인하였다. 국내는 2015년 한국책임투자포럼이 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사’ 결과를 토대로 책임투자에 대한 인식과 활성화 저해요소를 살펴보았다.

세 번째 절에서는 책임투자의 효과성을 분석하였다. 책임투자와 관련하여 기존에 발표된 국내외 연구동향을 살펴보았으며, 이와 별개로 책임투자의 수익률 측면에서의 효과성을 직접 분석하고, 책임투자의 위험관리가 제대로 이루어지고 있는지를 평가하기 위해 책임투자 펀드의 하방위험 분석 또한 직접 수행하였다.

네 번째 절에서는 국내 기금의 책임투자 프로세스를 평가하였다. 국내 공적 연기금의 책임투자는 모두 위탁운용방식으로 이루어지고 있는바, 여기에서는 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금 각각의 위탁운용사 선정 기준과 절차상의 문제점을 살펴보았다.

마지막으로 제4장에서는 연기금의 책임투자 활성화를 위한 개선방안을 살펴보

았다. 먼저 법령부문에서는 「국가재정법」, 개별 연기금 근거법률, 「국민연금법」, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정에 대해 살펴보았고, 책임투자에 대한 사회적 공감대가 형성됨을 전제로 「(가칭)책임투자에 관한 기본법」 제정에 관하여도 검토하였다. 다음으로, 제도와 관련하여서는 기금운용평가(자산운용) 기준 및 책임투자 위탁운용사 선정 기준과 관련하여 개선점을 살펴보았다.

세 번째 절에서는 국민연금기금의 책임투자 내실화 및 활성화 방안을 살펴보았다. 국민연금기금 책임투자 정책의 문제점을 살펴보고 개선점을 도출하였으며, 자산운용평가 시의 문제점도 아울러 살펴보았다. 또한 국민연금기금 자체의 의사결정 체계와 지배구조의 현황 및 문제점을 살펴보고, G(지배구조) 관점에서 어떠한 개선 방안이 있는지를 짚어보았다.

끝으로 네 번째 절에서는 책임투자에 대한 인식 개선을 위하여 PRI 아카데미를 활용하는 방법을 제안하였다.

3. 주요 쟁점

현대의 책임투자는 경제, 사회, 환경적 성과를 균형 있게 투자에 반영하는 사회책임투자에서 파생되었으나, 최적의 투자성적을 강조하는 선량한 관리자의 주의(선관주의) 의무(Fiduciary Duty)를 최우선시 한다는 측면에서 전통적인 사회책임투자와 구별된다.

아직까지 책임투자에 대하여 제대로 인식하고 있는 사람은 소수에 불과하다. 연기금 담당자조차 책임투자에 대해 제대로 알고 있다고 답한 사람이 18.4%에 그쳤으며, 책임투자가 수익률에 부정적인 영향을 끼친다는 생각을 가지고 있는 사람도 상당수 존재하는 것으로 조사되었다.

이에 본 보고서에서는 우선 책임투자의 현대적 정의와 기본원칙을 알아보고자 한다. 책임투자에 대해서 논의하기 위해서는 책임투자에 대한 명확한 정의가 선결되어야 하기 때문이다.

다음으로, 해외와 국내에서의 책임투자에 대한 인식 및 저해요소를 살펴보고자 한다. 저해요소 중 가장 대표적인 것으로는 책임투자의 성과에 관한 의문을 들 수 있는데, 기존의 연구들은 시장수익률보다 평균적으로 낮다는 결과와 장기적으로 지속가능성이 높은 기업을 선별하여 투자하는 만큼 오히려 시장 평균보다 높은 초과

수익을 얻을 수 있다는 결과가 상반되어 존재한다. 이에 기존의 연구결과들을 종합하여 분석하는 동시에, 미국의 책임투자 펀드의 수익률 자료를 이용하여 책임투자가 지속적으로 좋은 성과를 보이고 있는지를 직접 분석·평가하였다. 또한 책임투자를 수행 중인 국내 기금이 책임투자를 제대로 수행하고 있는지를 알아보기 위해 책임투자 프로세스의 적절성을 평가하였다.

개선방안으로는 연기금의 책임투자 확대를 위하여 「국가재정법」 등 법률 개정 사항 및 자산운용지침 등 제도개선사항을 살펴보았으며, 국민연금기금의 경우 현재 책임투자 성과, 제도상 문제점과 개선점 및 지배구조(G) 측면에서 국민연금기금의 의사결정체계와 지배구조상 개선과제를 도출하고자 하였다.

II. 책임투자의 최근 논의 및 현황²⁾

1. 책임투자의 개요

가. 책임투자의 정의

책임투자는 경제, 사회, 환경적 성과를 균형 있게 투자에 반영하는 사회책임투자(Social Responsibility Investment, 이하 ‘SRI’)에서 파생되었으나, 최적의 투자성과를 강조하는 선관주의 의무(Fiduciary Duty)³⁾를 최우선시 한다는 측면에서 전통적인 사회책임투자와 구별되는 특성을 가지고 있다.

즉 책임투자는 환경, 사회 및 지배구조(Environment, Social and Governance; 이하 ‘ESG’)로 대표되는 기업의 비재무적 성과를 재무적 성과와 동시에 고려하는 것이지만, 투자수익을 제한하지 않는 범위와 수준 내에서 투자의사결정에 반영하는 투자전략이라는 점에서 전통적인 의미의 SRI와는 차별성을 가진다.⁴⁾

다만 책임투자는 전통적 투자방식과 비교할 때 금융시장에서 상대적으로 새로운 개념으로, 다양한 투자주체들의 성향과 시각에 따라서 상이한 해석이 존재할 가능성이 있는바,⁵⁾ 이하에서는 본격적인 논의 전개에 앞서 책임투자의 기본 원칙과 개념, 발전과정에 대해서 알아보기로 한다.

2) 본 장은 ‘류영재 외, 「고용·산재보험기금 여유자금 책임투자 도입방안」, 서스틴베스트, 2014’ 및 ‘Fiduciary Duty in the 21st Century(2014)’를 토대로 작성하였다.

3) 선관주의 의무에 대한 정의와 법적 해석은 국가별로 다양하지만 일반적으로 자산운용 측면에서의 선관주의 의무란 투자자의 이익에 대한 충실의무(Duty of Loyalty)와 선량한 관리자로서의 주의의무(Duty of Care)를 의미한다.

4) 최근 들어 유엔책임투자원칙(UN PRI) 등에서는 SRI의 S(사회)를 생략하고 책임투자(Responsible Investment, RI)라고 호칭하기도 한다. 이는 과거 SRI가 사회에 대한 책임에 방점을 찍고 규범적으로 접근해 왔다면, 근래의 SRI는 지속가능한 투자수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 ESG 분석 및 투자전략을 실행한다는 점에서 수탁자의 책임에 방점을 찍고 있다고 볼 수 있다(한국증권연구원, 2006).

5) 모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.

나. 책임투자의 기본 원칙

책임투자의 기본원칙으로는 ESG와 같은 비재무적 요소 분석, 단기성과 위주의 투자에서 벗어난 장기 투자수익 추구, 선관주의 의무에 따른 주주권 행사 강조를 들 수 있다.

(1) ESG 분석

과거 선진국 자본시장에서는 투자대상을 선별함에 있어 기업의 재무성과를 지배적 기준으로 활용해 왔으나, 근래에는 ESG로 대표되는 비재무적 요인과 결부된 위험 및 기회 분석의 중요성이 점차 증대되고 있다.

보다 구체적으로 소비자를 비롯한 각종 이해관계자들의 영향력이 증대되고 오염자 부담 원칙에 따른 온실가스 규제와 저탄소 녹색성장 등이 핵심적 화두로 등장하면서, 적극적 지속가능전략의 모색은 기업의 생존에 영향을 미치는 중요한 요소가 되고 있다.

이러한 흐름을 반영하여 책임투자는 기업 가치평가 및 투자대상 선별 과정에서 재무요소뿐만 아니라 기업의 지속가능성과 관련된 ESG 요소들을 핵심적으로 고려하고 있다.

[표 1] ESG 요인 사례

환경 Environmental (E)	사회 Social (S)	지배구조 Governance (G)
생물 다양성, 토지 이용	지역사회 관계	신뢰성
탄소 배출	논란이 있는 사업	기업인수규제
기후 변화	고객 관계 / 제품 다양성	이사회 구조 및 규모
에너지 사용	고용 관계	뇌물, 부패
원자재 채굴	건강 및 안전	최고경영자 이원성
규제, 법적 위험	인적자산 관리	임원 보수 구조
공급 체인 관리	책임 있는 판매 및 R&D	주주 권리
폐기물 및 재활용	노동조합 관계	투명성
기후 이벤트		주주권 행사 프로세스

자료: University of Oxford, From the Stockholders to the Stakeholders(2015)

(2) 장기투자

책임투자는 단기투기(short-term speculation)에 의한 단기적 이익이 아닌 장기투자(long-term investment)를 통한 지속가능한 이익을 목표로 한다.⁶⁾

단기 투자성과 위주의 투자문화는 기업 경영진의 단기 업적주의를 부추김으로써 기업의 장기 성장 동력을 약화시키고, 나아가 투자 포트폴리오의 장기성과를 저해할 가능성이 장기 투자보다 상대적으로 높다고 할 수 있다.

이에 반해 책임투자는 장기적 관점에서 투자대상을 분석하고 종목을 선정해 포트폴리오를 구성함으로써 기업의 장기성과를 독려하는 한편, 펀드매니저에 대한 관리를 강화해 운용실적 평가 및 보상체계 역시 장기적이고 지속가능한 투자수익을 유인할 수 있는 방향으로 재설계할 수 있다는 장점이 있다.

(3) 주주권 행사

주주권 행사는 선관주의 의무에 따라 「상법」상 명시된 주주권을 행사하는 것으로, 기업과의 우호적인 대화를 통해 지속가능성 측면의 성과를 개선하여 주주가치를 제고하는 것을 목적으로 한다.

즉 책임투자에서의 주주권 행사는 기업과 공동의 이익을 모색하는 상생(win-win) 전략이라는 점에서 사회적 문제를 공론화하여 기업을 압박하는 적대적인 주주행동주의(shareholder Activism)와는 확연히 구별되는 개념이다.

주주권 행사의 방법으로는 대표적으로 주주총회에서 보유 지분율만큼 안건에 대한 의견을 표명하는 의결권 행사(voting)와 경영진 면담을 통해 기업의 지속가능한 성장을 위해 필요한 구체적 개선점을 제안하는 주주관여(Engagement)를 들 수 있다.⁷⁾

6) 다만, 책임투자의 단기성과 또한 평균을 상회하는 것으로 분석되었는데, 이는 제3장에서 후술하기로 한다.

7) 다만, 본 보고서에서는 주주권 행사는 행사 수준 등에 있어 사회적 합의가 아직 이루어졌다고 보기 힘들며 성과측정에도 어려움이 있는 점을 감안하여 주주권 행사에 관하여는 가급적 다루지 않기로 한다.

다. 책임투자개념의 변천 과정

(1) 책임투자의 초기 발전 과정

책임투자의 효시는 종교기관이 주도했던 윤리투자로부터 찾아볼 수 있는데, 당시 교회 투자자들은 성경적 가치규범에 반하는 기업들을 투자에서 배제함으로써 신에게서 부여받은 사명을 구현하고자 하였다.⁸⁾ 이들은 술, 담배, 도박 등 비윤리적이라고 간주되는 산업군을 투자에서 배제하는 투자방식을 사용하였는데, 이는 네거티브 스크리닝(Negative Screening) 전략의 출발점이 되었다.

이후 1970년대부터는 종교적 투자자와 더불어 반전인권 사회운동가, 환경운동가 등이 합류하면서 본격적으로 SRI가 거론되기 시작하였다. 베트남 전쟁에 생화학 무기 등을 납품한 기업, 인종차별이 심한 남아프리카공화국에 협력하는 기업, 환경사고 등 다양한 사회적 문제에 연루된 기업들을 투자에서 배제하거나 주주권을 활용하여 관련 기업들에 압력을 행사하려는 캠페인이 벌어졌으며, 미국과 영국을 중심으로 사회책임투자펀드의 주주행동주의가 등장하였다.

(2) 2000년대 이후 책임투자 개념

책임투자가 본격적으로 이슈가 되기 시작한 시기는 공적 연기금의 책임투자 관련 법제화가 나타나기 시작한 이후로 볼 수 있다. 2000년 영국이 최초로 연기금의 책임투자 정보공시를 법제화한 이래로 연기금 정보공시법, 공적 연기금 책임투자 의무화법, 기업의 ESG 정보 공시제도 등 제도적인 장치가 속속 도입되며 책임투자 시장이 활성화되기 시작하였다. 2006년에는 전 세계 기관투자자들에게 자발적 책임투자 실행을 권고하는 UN PRI가 제정되어 종래 NGO 중심의 사회운동 형태로 진행되어 오던 SRI가 주류적 투자기법으로 성장할 수 있는 계기를 마련하였다.⁹⁾¹⁰⁾

UN PRI 출범 초기에는 대형 연기금들이 책임투자의 흐름을 주도했으나 최근에는 자산운용사와 보험회사 등 투자업계 전반으로 책임투자 전략이 확산되는 추세

8) 이슬람교 율법에 반하는 제품을 생산하는 기업을 포트폴리오에서 배제하고자 하는 샤리아(Sharia) 준수 역시 같은 개념이라 할 수 있다.

9) 연기금, 보험회사, 국부펀드, 뮤추얼펀드 등의 주류 투자기관들이 최적의 장기투자 수익률 구현을 목적으로 다양한 ESG 요소들을 재무지표와 혼합하여 투자분석에 반영하는 것을 권고하고 있다.

10) PRI는 사회책임투자에서 다소 의미가 추상적인 사회(Socially)란 단어를 빼고 책임투자(Responsible Investment)라는 용어를 사용하면서 전통적 SRI와의 차별화를 시도하였다. 윤리투자 성격의 전통적 SRI에서 재무적 성과는 상대적으로 소홀히 취급되었던 반면, 현대적 의미의 책임투자는 ESG 요소와 재무적 성과와의 관련성을 적극 탐색하는 실용적인 관점을 취하고 있다.

로, 대안적 투자(Alternative investment)로 등장한 책임투자는 이제 주류적 투자(Mainstream investment)의 한 방식으로 채택되고 있다고 할 수 있다.¹¹⁾

2. 최근의 책임투자 관련 논의

가. 현대적 의미의 책임투자

앞서 살펴본 바와 같이 책임투자는 현재까지도 진화를 거듭하고 있는 개념으로, 과거 전통적인 SRI가 ‘사회적 책임(social responsibility)’에 방점을 찍고 규범적으로 접근한다는 특성을 지닌 반면, 현대적 의미의 책임투자는 ‘선관주의 의무(fiduciary duty)’의 큰 틀에서 지속가능한 투자수익의 구현에 집중한다는 차이점이 있다.¹²⁾

즉, 전통적 SRI는 비재무적 가치들에 대한 관심을 환기해 기업의 사회적 책임을 제고하려는 가치중심적 성격이 강한 반면, 책임투자는 주류투자자의 관점에서 비재무적 이슈까지 고려한 포괄적 리스크 관리를 통해 투자수익의 극대화를 꾀하는 실용적 측면을 강조한다는 것이다.

다만 책임투자가 SRI로부터 발전된 개념임을 상기할 때 이 두 가지 개념을 이분법적으로 구분하는 것은 바람직하지 않을 것이다. 둘은 공통적으로 재무분석과 ESG 분석의 균형을 중시하나 그 목적에 있어 규범적 측면과 실용적 측면 중 어느 쪽에 더 무게를 두는가에 차이가 있을 뿐이다.

본 보고서에서 책임투자 개념은 PRI의 관점을 따르기로 한다.¹³⁾ 즉 본 보고서의 ‘책임투자에 대한 정의는 ‘환경, 사회, 지배구조(ESG)와 같은 비재무적 요소가 투자성과에 미치는 장기적 영향을 고려하여 투자의사결정을 내리는 것’으로 해석한다.

11) 예를 들어 전 세계 금융회사들이 널리 사용하는 블룸버그, 톰슨로이터와 같은 금융정보업체의 플랫폼에서도 ESG 데이터베이스 서비스를 제공하여 투자자들의 ESG 정보 활용을 촉진시키고 있다.

12) 비록 책임투자의 원형이 윤리투자에 있다 하더라도 가치와 사명의 구현을 위해서라면 수익률의 희생을 기꺼이 감수하는 윤리투자자과 최적의 장기투자 수익률을 추구하는 현대적 책임투자는 그 목적이 구분된다.

13) 최근 들어 유엔책임투자원칙(UN PRI) 등에서는 SRI의 S(사회)를 생략하고 책임투자(Responsible Investment, RI)라고 호칭하기도 한다. 이는 과거 SRI가 사회에 대한 책임에 방점을 찍고 규범적으로 접근해 왔다면, 근래의 SRI는 지속가능한 투자수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 ESG 분석 및 투자전략을 실행한다는 점에서 수탁자의 책임에 방점을 찍고 있다고 볼 수 있다.(한국증권연구원, 2006).

나. 선관주의 의무와 책임투자

선관주의 의무에 대한 정의와 법적 해석은 국가별로 다양하지만, 일반적으로 자산 운용 측면에서의 선관주의 의무란 투자자의 이익에 대한 충실의무(Duty of Loyalty)와 선량한 관리자로서의 주의의무(Duty of Care)를 의미한다.

책임투자의 관점에서 기관투자자들이 장기적 시각으로 ESG 요소를 고려하고 주주권을 적극 행사하는 것은 궁극적으로 ‘수익자(beneficiary)의 이익 수호’라는 선관주의 의무를 충실히 이행하기 위함이라고 볼 수 있는데, 이를 고려할 때 선관주의 의무는 책임투자의 근간이 되는 중요한 개념이라고 할 수 있다.¹⁴⁾

과거에는 ESG 분석에 의한 투자 결정이 수익률을 제한하는 행위로 간주되어 최적의 재무성과를 추구할 선관주의 의무와 상충된다는 논쟁이 벌어졌으나, 최근에는 주주권의 수호를 위해서라면 ESG 스크리닝과 주주권 행사 역시 선관주의 의무의 범주에 포함된다는 관점이 자리를 잡아가고 있다.

[표 2] 선관주의 의무(fiduciary duty) 개념의 진화

- 1993년 영국의 연금법 검토위원회는 만일 수탁자가 재무적 이익을 최우선적으로 고려한다면 윤리적 이슈나 여타 비재무적 측면을 고려하는 것도 인정될 수 있다는 견해를 밝히면서 그동안 재무적 성과만을 지배적으로 간주하던 기업 평가에 기타 이슈들이 개입할 수 있는 여지를 마련
- 2005년 프레시필드 로펌이 UNEP Finance Initiative⁷⁾에 제출한 선관주의 의무의 법적 의미에 대한 보고서는 ‘선관주의 의무는 오직 재무적 측면에만 한정되는 것이 아니며, 기금운용자가 투자성과를 보다 명확하게 예측하기 위해 ESG 요인을 투자분석에 반영하는 행위는 선관주의 의무에 위배되지 않는다’고 명확히 밝히고 있음
- 프레시필드 보고서의 후속편으로 2009년 UNEP FI에서 발간한 보고서에 따르면 ESG 요인에 대한 분석 역시 연기금의 선관주의 의무 범주에 포함되는 것으로 널리 받아들여지고 있음. 동 보고서는 또한 자산운용계약서에 기관투자자와 자산운용사 양측의 ESG 기대목표와 의무를 명확히 기술할 필요성을 강조함
- 2011년 비영리단체인 FairPensions는 선관주의 의무의 비전을 담은 보고서를 발간함. 저자들은 수익자의 이익을 극대화하기 위해 ESG 분석이 필요하다는 견해가 점차 많은 지지를 얻고 있음에도 불구하고 주류 업계의 투자방식에 완전히 반영되고 있지 못한 까닭은 ESG 분석이 투자수익 제고보다는 고객의 윤리적 선호를 충족시

14) 수익자의 이익을 수호하기 위해서는 기업이 가진 기회와 위험 요소를 모두 투자에 반영해야 한다. 따라서 ESG 리스크에 대한 지속적인 모니터링이 중요하며, 필요시에는 주주로서 기업에 적극적으로 관여하여 위험요소를 바로잡는 것 또한 선관주의 의무에 포함된다.

키기 위한 행위로 인식되고 있기 때문이라고 진단하면서 선관주의 의무 개념의 법적 재정립이 필요하다고 주장함

- 선관주의 의무에 대한 법적 해석이 불명확하여 기관투자자들이 장기 수익보다 단기 수익에만 과도하게 집중하고 있다는 우려가 제기됨에 따라서 2014년 영국의 법 개정위원회(Law Commission)는 ‘연기금 운용자는 단기 수익 극대화를 위해서 장기 수익을 희생해서는 안 되며, 재무적으로 중요한 윤리적 이슈와 ESG 요인 또한 고려해야 한다’는 견해를 밝힘. 이는 투자자들은 수익자의 장기적 이익을 위해 행동할 의무가 있으며 따라서 투자성가에 영향을 미치는 ESG 요인들을 고려해야 한다는 UN PRI의 입장과도 일치하는 것임

자료: 모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.

[표 3] 선관주의 의무(fiduciary duty)에 관한 법적 견해

- 영국 법 개정위원회: 연기금은 단기 수익 극대화를 위해 장기 수익을 희생해서는 안 되며 재무적으로 중요한 윤리적 이슈와 ESG 요인을 고려해야 함
- 미국 노동부(DOL): ESG 요소는 부차적 고려사항이 아닌 경제적 가치분석의 일환임
- 미국 로펌 Morgan Lewis: ESG 요소에 대한 리스크 및 분산 수준, 유동성 분석을 통해 신중한 투자자(Prudent Investor)의 역할을 제고할 것임

자료: 「Addressing ESG Factors under ERISA」, UN PRI

다. 책임투자의 유형과 전략

책임투자 전략은 ESG분석과 주주권 행사로 구분할 수 있으며, 이 중 ESG분석을 위한 전략으로는 스크리닝, 통합, 테마 등이 주로 활용된다.

[표 4]에서 확인할 수 있듯이 책임투자 전략은 ESG 요인을 고려한다는 점에서 전통적 투자방식과 차이를 보이며, 환경·사회적 목표 달성을 위한 재무성과의 희생을 허용하지 않는다는 측면에서 임팩트 투자와도 구별되는바, 구체적인 전략은 아래에서 살펴보기로 한다.

[표 4] 책임투자 전략의 범주

투자 전략	책임투자					
	전통적인 투자방식	스크리닝	통합	테마	임팩트	사회공헌
비교	목표한 사회적/환경적 임팩트					
	경쟁력있는 수익률					
중간	• ESG 요인에 대한 반영이 제한적임	• 네거티브 스크리닝, 포지티브 스크리닝, 섹터 내 우수종목 선별 전략 등 다양한 방법(상품 활동, 섹터, 국제적 기준)으로 스크리닝함	• 정성적, 정량적인 ESG 정보를 투자프로세스에 반영함. • 포트폴리오 수준에서 ESG 관련 트렌드, 종목, 이슈 등을 반영함	• 기후변화, 물부족 등과 같은 지속가능성 관련된 테마에 기여하는 자산/종목에 선별투자함	• 재무성과를 일부 희생하더라도 환경, 사회 이슈와 관련된 투자기회를 창출함	• 사회, 환경 이슈에 중점을 두며 100%의 재무성과 희생을 감수해야함
예시		• 윤리적 기준으로 스크리닝된 펀드 • Best-in-class SRI펀드	• ESG 통합전략을 통해 부가가치를 창출하는 주식형 공모펀드	• 재생에너지 공모펀드 • 이머징마켓 헬스케어 펀드 • 소액금융 구조화채권 펀드	• 사회적 기업 또는 자선단체 부설 사업체에 투자하는 펀드 • 펀드(주식형/채권형)	

자료: UN PRI(www.unpri.org)

(1) 네거티브 스크리닝(Negative screening)

네거티브 스크리닝(Negative screening)은 ESG 기준에 근거하여 특정 산업 또는 종목에 대한 투자를 배제하는 가장 기초적인 책임투자 전략이다.

이는 초기 종교기관들이 담배, 술, 도박과 같은 특정 산업을 죄악주로 간주해 투자하지 않기로 결정한 데서 시작되었으며, 윤리적 기준에 입각한 전통적 사회책임투자와 관계 깊은 전략이지만 현대적 책임투자에서도 기관투자자들에 의해 널리 사용되고 있다.

(2) 포지티브 스크리닝(Positive Screening)

포지티브 스크리닝(Positive Screening)은 특정한 ESG 기준에 부합하는 종목 또는 산업에만 투자하는 스크리닝 방식¹⁵⁾으로, ESG 성과가 우수한 종목을 선별하여 투자한다는 측면에서 네거티브 스크리닝에 비해 더욱 엄격한 방식으로 볼 수 있다.

다만, 포지티브 스크리닝은 우수 종목을 가려내야하기 때문에 기업의 ESG 성과를 평가할 수 있는 방법론 개발이 선행되어야 하며, 이에 따른 자원소모가 크다

15) 포지티브 스크리닝으로는 업종 내에서 경쟁사 대비 ESG 성과가 우수한 종목들을 선별하여 투자하는 전략(Best-in-class)이 대표적이다.

는 단점이 있다. 해외에서는 DJSI¹⁶⁾ 또는 FTSE4GOOD¹⁷⁾과 같은 기업 지속가능성 평가 지수가 활발히 활용되며, 이 경우 ‘패시브 스크리닝(Passive Screening)’ 또는 ‘인덱스 추종형’으로 분류되기도 한다.

(3) 통합(Integration)

통합은 재무성과에 영향을 미칠 만한 ESG 요인들에 중점을 두고 기업가치평가 단계에서부터 재무적(financial) 분석과 비재무적(non-financial; ESG) 분석을 병행하는 방식을 뜻한다. 이는 재무적 분석에 근거한 투자 유니버스에 단순히 ESG 스크리닝만을 곁들이는 방식에 비해 한층 더 진화된 책임투자 전략으로, 메인스트림 투자업계를 중심으로 다양한 ESG 통합 전략이 시도되고 있다.¹⁸⁾

PRI에 의하면 메인스트림 투자자들이 상장주식 분석 시 주로 활용하는 ESG 통합 전략은 ESG 요인이 경제성장 및 거시경제에 미치는 영향을 분석하는 경제분석, 소비자 선호와 규제 변화 등에 미치는 영향을 분석하는 산업분석, ESG 관련 리스크 및 기회를 잘 관리하는 기업을 선정하는 기업분석, ESG요인이 기업의 수익과 현금흐름, 무형자산 등에 미치는 영향을 분석하는 재무회계분석, 현금할인모형(DCF) 또는 EVA(Economic Value Added)와 같은 밸류에이션 모형에 ESG 요인을 반영하는 기업가치평가 등이 있다.¹⁹⁾

(4) 테마 투자(Thematic investment)

테마투자는 기후변화, 생태효율성, 보건, 수자원 등 지속가능성과 관련된 특정 테마에 기여하는 자산 또는 종목에 선별 투자하는 전략을 뜻한다.²⁰⁾

16) Dow Johns Sustainability Index: 1999년 다우존스와 SAM이 만든 우량기업 주가지수 중 하나. 기업을 단순히 재무적 정보로 파악하는데 그치지 않고, 사회, 지배구조 등을 토대로 지속가능경영을 평가하여 선정한다.

17) FTSE4GOOD Index: 영국의 경제일간지 FT와 런던증권거래소(LSE)가 2001년 7월 새로 개발한 지수. 기존 FTSE지수에 포함된 757개의 기업을 대상으로 환경, 인권, 사회적 책임 등의 세 가지 항목을 조사해 우수한 점수를 얻은 기업들로 구성된다. 또한 담배, 무기, 핵 관련 등 3개 업종은 원천적으로 배제된다.

18) 전통적인 기업분석과 ESG 분석을 통합한 구체적인 사례로 Goldman Sachs GS Sustain Index를 들 수 있음. Goldman Sachs는 ① 자기자본수익률, ② 업계 포지셔닝, ③ 경영진의 자질 등을 분석하여 ESG 성과가 우수하고 경쟁사 대비 높은 주식성적을 보이는 종목을 가려내고자 하였다.

19) UN PRI, Integrated Analysis: How Investors are Addressing Environmental, Social and Governance Factors in Fundamental Equity Valuation, February 2013.

이는 사회 문제 해결에 기여한다는 측면에서 임팩트 투자와 유사한 측면이 있으나, 임팩트 투자가 수익에 국한하지 않고 사회에 긍정적 영향을 미치는 사업에 투자하는 방식인 반면, 테마전략은 수익 창출을 일차적 목적으로 한다는 점에서 차이가 존재한다.

3. 주요국의 책임투자 현황

가. 책임투자 시장의 글로벌 규모와 성장

글로벌지속가능성투자보고서(Global Sustainable Investment Review (2014))²¹⁾에 따르면 2014년 기준 전세계의 책임투자 규모는 21조 3,580억 달러로, 이는 유럽 13조 6,080억 달러, 미국 6조 5,720억 달러, 캐나다 9,450억 달러, 호주·뉴질랜드 1,800억 달러, 아시아 530억 달러 등의 순으로 나타났다. 또한 총 운용자산 대비 책임투자 비중은 2012년 21.5%에서 2014년 30.2%로 8.7%p 증가하였는데, 조사한 모든 국가에서 책임투자 비중이 증가하였으며, 유럽의 경우 2014년 전체 투자액의 절반 이상인 58.8%를 책임투자로 수행한 것으로 나타났다.

[표 5] 지역별 ESG 투자규모

지역	\$ Billion	비중(%)
유럽	13,608	63.7
미국	6,572	30.8
캐나다	945	4.4
호주/뉴질랜드	180	0.8
아시아	53	0.2
합	21,358	100

자료: 2014 Global Sustainable Investment Review

20) 영국의 EAPF(영국 정부기관인 환경청(Environment Agency) 직원들의 노후 보장을 위한 연금 운용기관)는 친환경 테마 펀드인 Impax의 글로벌 주식형펀드와 Robeco의 글로벌 사모형펀드에 약 1.6억 달러를 투자한바 있으며, 2013년에는 Townsend Group에 약 4백만 달러 규모의 실물자산투자를 위탁하여 인프라, 산림, 농업 등과 관련된 친환경 테마 펀드에 투자하였다.

21) Global Sustainable Investment Alliance가 발간한 보고서이다.

[표 6] 지역별 총 운용자산 대비 ESG 투자 비중

(단위: %, %p)

지역	2012(A)	2014(B)	(B-A)
유럽	49.0	58.8	9.8
미국	20.2	31.3	11.1
캐나다	11.2	17.9	6.7
호주/뉴질랜드	12.5	16.6	4.1
아시아	0.6	0.8	0.2
글로벌	21.5	30.2	8.7

자료: 2014 Global Sustainable Investment Review

한편 PRI²²⁾는 책임투자 취지에 공감하는 투자자와 전문기관들이 모여 만든 글로벌 독립 기관으로, 가입한 기관은 2016년 4월 기준 1,506개, 총 운용 자산규모는 60조 달러에 이르고 있다.

가입 기관은 자산 소유자(Asset Owners) 308개 기관, 투자운용사 (Investment Managers) 995개, 서비스 제공자 (Service Providers) 203개 등이며, 블랙록 (BlackRock), 뱅가드(Vanguard), JP모건(JPMorgan), 골드만삭스(Goldman Sachs), 핼 코(PIMCO), 프랭클린 템플턴(Franklin Templeton) 등 규모가 큰 투자기관들이 포함되어 있다. 우리나라에서는 국민연금, 서스틴베스트, 기업지배구조연구원 등 3곳이 가입했다.

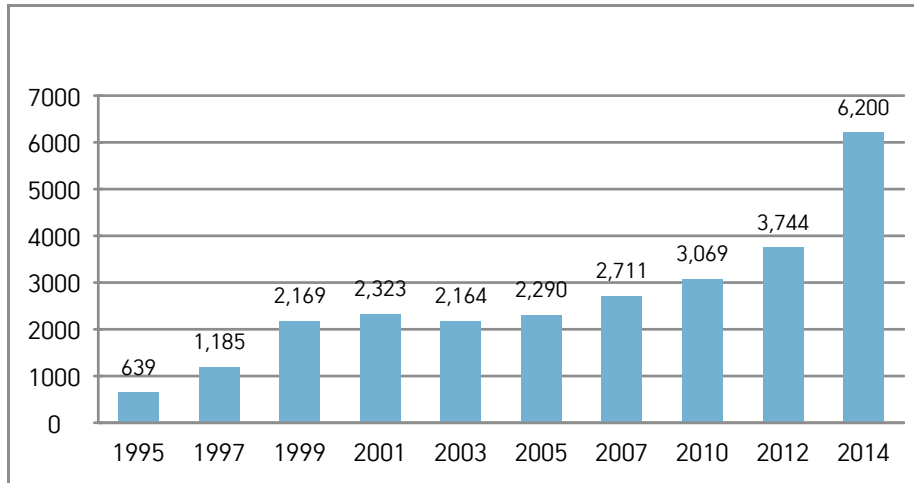
나. 미국

글로벌지속가능성투자보고서(2014)에 따르면 미국의 480개의 기관투자가, 308명의 매니저, 880개의 금융기관이 6.2조 달러 규모의 자산에 대한 투자분석과 포트폴리오 선정 과정에서 ESG 요인들을 반영하고 있다. 미국의 총 책임투자 자산은 2014년 초 기준 6.2조 달러로 2012년 3.74조 달러 대비 76% 증가하였는데, 이는 개인투자자와 기관투자자의 책임투자 수요가 증가했기 때문으로 분석되었다(USSIF, 2014).

22) PRI는 2006년 4월 27일 오전 뉴욕증권거래소에서 Kofi Annan 전 UN사무총장에 의해 발표되었으며, ABP, CalPERS, NYCERS 등의 연기금, Thailand, Ireland, Norway 등 정부유관 연기금, BT Pension Scheme 등 기업연금, Groupama, Henderson, MitsubishiUFJ 등 기관투자가 등 30개 금융기관이 서명한 것으로 알려져 있다. 이 PRI는 6개 분야 33개 주요 실천프로그램으로 구성되어 있으며, 참여하고 있는 금융기관들이 투자의사결정시 ESG이슈를 고려하도록 하는 것을 핵심 내용으로 하고 있다.

[그림 1] 미국의 ESG 투자 추세

(단위 : \$ Billion)



자료: US-SIF Report on US Sustainable, Responsible, and Impact Investing Trends, 2014

동 보고서에 따르면 2014년은 2012년에 비해 보다 많은 펀드 매니저가 ESG 요인을 반영하는 펀드를 출시하거나 기존 상품에 ESG 요인들을 반영하기 시작하였다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면, ESG 요인을 고려하여 투자하는 뮤추얼펀드의 수는 2012년 333개에서 2014년 456개로, 자산규모는 2012년 6,410억 달러에서 2014년 1조 9,200억 달러로 각각 증가하였다. 사모주식 혹은 대체투자펀드 가운데 ESG 요인을 고려하는 펀드는 2012년 301개에서 2014년 336개로, 자산규모는 2012년 1,320억 달러에서 2014년 2,240억 달러로 증가하였으며, 환경변화와 탄소배출권 관련 투자상품은 280개에서 325개로, 자산규모는 1,340억 달러에서 2,760억 달러로 각각 증가하였다. 또한 2012년 코네티컷 초등학교에서 발생한 총격사건의 영향으로 무기제조 기업의 주식 보유를 제한하는 투자상품의 숫자는 248개에서 291개로, 해당 자산은 1,560억 달러에서 5,900억 달러로 증가하였다.

UN, UNEP, PRI가 공동 수행한 21세기 선관주의의무(Fiduciary Duty in the 21st Century) 보고서(2014)에 따르면, 업계관계자들은 ESG 투자전략을 활용하는 투자자의 숫자가 시간이 지날수록 증가할 것이라고 긍정적으로 보는 것으로 평가되었다. 또한 이러한 전망은 ESG 이슈와 재무적인 관련성에 대한 시장의 인식 제고, 윤리적인 선정과 ESG 통합 간의 차이에 대한 시장의 이해도 증가, ESG 성과 관련 기업의 공시 개선, 기후변화와 인권과 같은 이슈에 대한 사회적 관심 확대 등에 근거한 것으로 분석되었다.

다. 캐나다

글로벌지속가능성투자보고서(2014)에 따르면, 캐나다의 경우 1개 이상의 책임투자 전략을 구사하는 투자자산 규모는 2014년 9,450억 달러로 2012년 5,890억 달러에 비해 약 60%가 증가하였다. 이는 책임투자 가이드라인을 준수하는 대형 연금 투자 자산이 2년간 2,460억 달러 증가한 7,680억 달러에 이르렀고, 책임투자 자산을 운용하는 운용사가 2012년 24개에서 2014년 41개로 늘었으며, ESG에 대한 인식변화가 어울려 이루어진 것으로 평가되었다.

선관주의의무 보고서(2014)에 의하면 캐나다의 최근 책임투자에 대한 시장의 관심은 ESG요인에 잠재적 투자 가치 결과에 대한 인식 확산, 시장 요구²³⁾, PRI 보고서 의무²⁴⁾, 규제 변화²⁵⁾, 국제관행 등에 힘입어 증가추세에 있는 것으로 조사되었다.

라. 유럽

유럽은 다른 지역에 비해 책임투자가 한 발 앞서 있다고 평가받고 있다. 신의성실 보고서(2014)에 의하면 2014년 기준으로 유럽 전체 운용자산의 58.8%가 책임투자 방식으로 운용되고 있는데, 이는 미국 31.3%, 캐나다 17.9%에 비하면 상당히 높은 비중이다. 이와 같이 유럽이 책임투자 시장을 선도하는 이유 중 하나는 유럽의 기관투자자가 수탁자 책임의 일환으로 책임투자 방식을 활용한다는 점을 들 수 있다. 예를 들어 세계에서 가장 큰 연기금 중 하나인 네덜란드 공무원연금기금(ABP)은 이미 책임투자 방식의 선두 주자로 인식되고 있는데, ABP의 투자목표는 지속 가능하고 사회적으로 책임 있는 투자 및 2020년까지 온실가스 배출을 25% 이상 줄이는 기업에 투자하는 것이다. 또한, ABP는 주식 포트폴리오에서 책임투자를 현재 290억 유로에서 2020년까지 580억 유로까지 증가시킬 계획을 가지고 있다.

프라이빗 뱅크와 웰스 매니저들도 투자프로세스에 지속가능성 요인의 반영비

23) 캐나다의 많은 수의 대규모 자산가가 PRI에 서명하였고 이들은 특별히 책임투자에 대한 중요성을 시사했다.

24) PRI 서명자들은 PRI 보고서 의무와 이 보고서가 대중에게 제공되도록 하는 부분이 그들의 시스템과 프로세스를 강화하는데 필요하다고 간주한다.

25) 인터뷰에 의하면 온타리오(Ontario)의 연금 기준 제정이 촉매제 역할을 하였다. 연금 펀드 사무 행정인은 온타리오와 캐나다의 다른 주들 사이에서 ESG 이슈에 관한 솔직한 대화와 신의 성실 의무에 현대의 해석에 대한 법률 상담 및 컨설팅으로 조언을 구했다고 밝혔다.

중을 증가시키려 하고 있다. 예를 들어 로보뱅크(Robobank)는 십수년 전 부터 PRI 서명에 해당하는 펀드로만 운용을 제한해 오고 있으며, 유엔글로벌콤팩트원칙(UN Global Compact Principles)을 프로세스에 포함시켰다.

마. 아시아

신의성실보고서(2014)에 의하면 아시아에서 책임투자가 규모가 가장 큰 곳은 말레이시아, 홍콩, 한국이다.²⁶⁾

아시아에서 가장 많이 사용되는 책임투자 전략은 ESG요인 통합 전략으로, 이 전략으로 운용중인 자산 규모는 약 234억 달러로 전체 책임투자 자산의 44%를 차지하고 있으며, 네거티브 스크리닝 방식이 33%인 약 166억 달러로 그 뒤를 따르고 있다. 말레이시아와 인도네시아의 경우, 정부의 지원 아래 이슬람 펀드들이 책임투자의 큰 비중을 차지하고 있다.

동 보고서는 아시아에서 기후 변화와 에너지·자원 고갈에 대한 우려가 향후 2~3년간 책임투자의 발전을 증가시키는 주요 요인으로 부상할 것으로 보았다. 일례로 중국 선전 거래소와 상해 거래소는 기업들에게 공시를 위한 가이드라인을 제공하고 있으며, 책임투자에 관련된 지수²⁷⁾를 개발하여 제공하였다. 2012년 홍콩 거래소는 ESG 보고 가이드라인을 제공하고 있고, 싱가포르 거래소는 책임투자 보고서 제출 기업 목록을 의무화하였으며, 말레이시아도 2014년 12월 ESG 지수를 산출하기 시작하였다.

거래소 뿐만 아니라 정부 차원에서 책임투자에 대한 지원을 하는 국가들이 존재한다. 일본 재무성은 2014년 2월 기관투자자를 위한 책임투자 원칙을 설정하였는데, 6개월도 되지 않아 일본공무원연금(Government Pension Investment Fund, GPIF)과 지방공무원 연금 펀드를 포함한 160개 기관이 서명하였다. 또한 말레이시아 정부는 정부 자산을 운용하기 위한 ESG 기준을 설정하고, 책임투자 펀드를 지정하는 등 자국을 책임투자의 중심으로 삼기 위한 노력을 기울이고 있다. 중국 규제당국은 ESG 위험들에 대해 보다 관심을 나타내고 있으며, 시장 개발을 위해 녹색 금융(Green Finance)을 장려하고 있다.

26) 우리나라가 포함된 것은 개인투자 시장은 작지만 연기금 책임투자 규모가 상대적으로 크기 때문이다.

27) SSE Sustainable Development index

4. 국내 기금의 책임투자 현황²⁸⁾

가. 개관

국내에서는 국민연금기금을 필두로 공무원연금기금, 사학연금기금, 우정사업본부 등이 국내주식 위탁투자 형태로 책임투자형 펀드를 도입하여 운용 중에 있다.

2006년 국내 연기금 중 최초로 SRI형을 국내 주식 위탁운용 유형으로 신설한 국민연금기금의 책임투자 위탁운용 규모는 2006년 900억원에서 2015년 말 기준 6.85조원까지 성장하였으며, 책임투자 시장 인프라가 조성됨에 따라 사학연금기금(2009년), 공무원연금기금(2009년), 우정사업본부(2013년)도 위탁운용사를 선정하여 기금자산의 일부를 책임투자형으로 운용하고 있다.

그동안 국내 연기금의 책임투자 현황과 개선방안에 대해서는 많은 전문기관의 연구가 진행되었다. 특히 최근 몇 년 동안 국민연금연구원²⁹⁾과 고용·산재보험³⁰⁾에서 진행한 책임투자 연구는 연기금이 주체적으로 수행했다는 측면에서 연기금의 내부에서 책임투자에 대한 관심이 차츰 증가하고 있다는 신호로 해석할 수 있다.

본 보고서에서 책임투자를 선도하고 있는 국민연금기금을 비롯하여 사학연금기금, 공무원연금기금 등 3개 기금의 책임투자현황을 살펴본 결과, 3개 기금 모두 위탁운용 카테고리의 안의 국내 주식형의 세부 유형 중 하나로 책임투자를 다루고 있었다.

세 곳 모두 책임투자를 사회책임투자(SRI)로 명명하고 있는데, 국민연금기금은 책임투자와 혼용해서 사용하고 있으며, 공무원연금기금은 부분적으로 기업지배구조 형으로 표기하는 경우가 있는 것으로 파악되었다. 국민연금기금은 「국민연금법」과 운용지침에서, 사학연금기금은 운용지침에서 책임투자를 규정하고 있으며, 공무원연금은 위탁운용사 선정공고에 책임투자는 위탁운용지침을 따른다고 명시하고 있다.

28) 본 절은 ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.’를 토대로 작성하였다.

29) 국민연금연구원, 공적기금운용론(II)(2014)
국민연금연구원, 환경 사회 지배구조(ESG) 요인을 이용한 투자 전략에 관한 연구(2014) 등

30) 고용산재보험기금, 여유자금 책임투자 도입방안 연구(2014.11, 연구기관: ㈜서스틴베스트)

나. 국민연금기금

(1) 책임투자 발전과정

국민연금기금은 공적 연기금으로서 국민경제와 투자기업의 지속가능한 성장과 발전에 기여가 필요하다는 사회적 요구가 증가함에 따라 기금운용의 수익성 제고와 사회적 역할을 병행할 수 있는 투자방안으로써 책임투자 도입을 추진하였으며, 2006년 국내주식 위탁운용의 한 유형으로 SRI펀드를 설정하여 운용을 시작하였다.

당시 국민연금 기금운용본부는 지속가능한(sustainable) 종목에 투자하여 장기적으로 안정적인 수익을 향유하는데 목적을 두는 것으로 SRI펀드의 내부 방침을 정하고, ① 종목 선정에 있어 재무적인 분석 이외에도 ESG 요소에 대한 분석을 수행, ② 투자수익의 저하를 가져올 수 있는 네거티브 스크리닝을 지양하고 적극적인 분석에 의한 종목발굴을 위한 포지티브 스크리닝을 지향, ③ 장기평가를 원칙으로 하되 단기적 수익률 악화를 막을 수 있는 방법도 병행하고 분석인력의 전문성과 안정성을 위해 정성평가를 타 유형에 비해 비중을 높게 두고 모니터링을 강화, ④ 투자하는 펀드의 운용은 장기적으로 기업의 사회적 책임성을 향상시키는 방향으로 수행하는 등의 원칙을 수립하였다.

국민연금기금은 2009년 PRI를 준수한다는 것에 서명하였고, 2011년 기금 및 제도의 성장에 따른 사회적 책임을 실현하기 위해 사회책임경영부를 신설하고 사회책임경영 전략을 수립하였다. 사회책임경영의 최고 의사결정기구로 사회책임경영위원회를 두고 있으며, 사회책임경영실무위원회를 운영하고 실행안을 실천하도록 하고 있다. 실무 집행은 총무지원실 사회책임경영부를 중심으로 각 영역별 담당분과를 통하여 수행하고 있다. 또한 외부전문가그룹으로 구성된 사회책임경영자문위원단과 이해관계자자문회를 통해 다양한 제언을 수렴하여 반영 노력을 기울이고 있다.

한편 2013년 3월 국민연금 기금운용본부에서는 책임투자 의사결정을 강화하기 위해 운용전략실에 책임투자팀을 신설하였다. 또한 2015년 책임투자용 벤치마크를 내부적으로 개발하였으나, 외부로의 공개는 거부하고 있는 상황이다.

[표 7] 국민연금의 책임투자 추진 경과

2006.09	[SRI형 국내주식 위탁운용사 최초 선정] 농협CA투신운용, SH자산운용, 코스모투자자문 등 3개사를 위탁운용사로 선정하였으며 연말까지 각각 300억원씩 총 900억원을 투자 집행
2008.08	[국민연금 사회책임투자 TFT 구성] 책임투자를 본격적으로 모색하기 위하여 2008년부터 ‘사회책임투자 TFT’를 구성하여 UN PRI 가입을 준비
2009.06	[UN PRI 가입] 국제적 책임투자 권고 규범인 UN PRI(Principles for Responsible Investment)에 서명기관(signatory)으로 가입하면서 국내외에 책임투자 추진 의지를 천명
2009.12	[책임투자 원칙을 포함하도록 의결권 행사지침 개정] 의결권 행사 시 사회책임투자 요소를 고려하여 판단한다는 내용을 새로 담은 2010년 의결권 행사 지침 개정안을 의결
2011.01	[운용전략실 ESG 리서치 업무 신설] 기금운용조직의 전면적 개편 과정에서 운용전략실에 ‘ESG 리서치’ 업무를 신설하여 책임투자 실행을 위한 리서치 역량 강화
2013.03	[책임투자팀 신설] 기금운용본부 운용전략실 산하에 책임투자팀 신설
2014.10	[의결권 행사 강화] 외부 의안분석서비스의 시범사용 시작. 2015년부터 주요 주주총회 안건에 대해 의안분석 전문 업체를 활용할 계획이라고 밝힘
2014.12	[국민연금법 개정]
2015.11	사회책임투자형 펀드 신규 벤치마크 지수 도입

자료: 국민연금 지속가능보고서 2012 등을 근거로 국회예산정책처 재구성

[그림 2] 국민연금 책임투자 자산운용조직



자료: 국민연금 홈페이지

(2) 책임투자 위탁운용현황(국내주식형)

국민연금기금은 책임투자 펀드를 설정한 이후 기금운용본부의 국내주식 위탁운용³¹⁾ 자산 내에서 2015년말 기준 약 6.85조원을 운용하고 있는데, 이는 투자 의사 결정 시 기존의 재무적 분석과 함께 ESG 등 비재무적 요소를 분석하여 지속가능한 기업에 투자하는 형태로 운용되고 있다. 2015년말 기준 운용 중인 운용사는 총 14군데로, 정식 운용펀드 9개, 예비운용펀드 5개가 각각 운용 중에 있다.

[표 8] 국민연금 사회책임투자형 위탁운용 현황

	펀드	운용사	규모(억 원)
1	책임투자형펀드1	마이다스자산운용	11,697
2	책임투자형펀드2	미래에셋자산운용	4,761
3	책임투자형펀드3	브레인자산운용	686
4	책임투자형펀드4	알리안츠자산운용	17,417
5	책임투자형펀드5	프랭클린템플턴투신	12,936
6	책임투자형펀드6	프렌드투자자문	991
7	책임투자형펀드7	한국투자신탁운용	9,895
8	책임투자형펀드8	한화자산운용	3,443
9	책임투자형펀드9	NH-CA자산운용	6,690
10	책임투자 예비형펀드1	현대인베스트먼트 자산운용	322

자료: 국민연금 홈페이지

31) 국민연금은 2001년 위탁운용을 처음 시작했다. 당시 순수주식형과 인덱스형으로 운용하였고 2014년 말 기준으로 인덱스형, 코스닥형 등 불필요한 유형이 제거되어 총 6개 유형(순수주식형, 중소형주형, 사회책임형, 장기투자형, 액티브퀀트형, 대형주형)으로 운용되고 있다.

다. 공무원연금기금

공무원연금기금의 자산운용³²⁾은 「국가재정법」 및 동 법 시행령, 「공무원연금법」 및 동 법 시행령의 적용을 받으며, 「공무원연금법」 제74조에 의하여 기금을 관리·운용하는 공단이 관련법령의 허용범위 내에서 제정한 내부규정 및 지침 등의 적용을 받는다.³³⁾ 지침에는 책임투자를 특정한 규정은 없으나, 공무원연금 위탁운용사 선정공고안을 보면 사회책임유형은 위탁주식 지침을 따르도록 되어 있다.

공무원연금기금은 2009년 국내주식 위탁운용 내 유형중의 하나로 책임투자형을 도입하였고, 2015년 기준 위탁운용사 2곳을 선정하여 운용중이다. 공무원연금공단의 국내주식 위탁운용 운용사는 총 11개 기관으로, 이 가운데 책임투자형에는 메리츠자산운용과 프랭클린템플턴자산운용이 선정되었다.

[표 9] 공무원연금 위탁운용사 선정 현황(국내주식)

구 분		기관명
배당성장형		한화자산운용, 미래에셋 자산운용, KB자산운용
동일비중형	운용사	삼성자산운용, 이스트스프링자산운용
	자문사	밸류앤드스페셜시추에이션투자자문, 제이앤제이투자자문
사회책임투자형		메리츠자산운용, 프랭클린템플턴자산운용
중소형주형		IBK자산운용, 현대인베스트먼트자산운용

자료: 공무원연금

32) 공무원연금 지침에 자산운용의 목적은 ‘공적 기금으로서의 공공성과 운용의 독립성을 유지하는 한편, 안정성, 수익성, 유동성을 원칙으로 기금증식을 통해 기금이 공무원 연금급여 지급을 위한 책임준비금으로서의 역할을 할 수 있도록 하고 적정유동성을 유지함으로써 공무원연금급여 지급에 차질이 없도록 하기 위함이다.’라고 기재되어 있다.

33) 「공무원연금법」 제74조(기금의 관리·운용) ① 기금은 공단이 관리·운용한다.
 ② 기금은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 운용한다.
 1. 기금증식과 공무원의 후생복지를 위한 재산취득
 2. 금융기관에 예입
 3. 재정자금에 예탁
 4. 국가, 지방자치단체 또는 금융기관이 직접 발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권의 매입
 5. 공무원 또는 공무원연금을 받을 권리가 있는 자에 대한 대부
 6. 그 밖에 대통령령으로 정하는 기금증식사업 또는 공무원후생복지사업
 ③ 공단은 기금의 운용에 관한 중요사항에 대하여는 미리 인사혁신처장의 승인을 받아야 한다.

라. 사학연금기금

사학연금기금은 공적연금으로서 사회적 책임을 다하는 기업에 투자하여 기업의 사회적 책임을 유도하고자 2009년부터 위탁운용의 한 유형으로 책임투자를 도입하였다. 2009년 도입 당시에는 삼성투자신탁운용이 선정되었으며, 2016년에는 국내주식형 위탁운용펀드 운용사들 중 책임투자형에는 한화자산운용, 현대인베스트운용 2곳을 선정하였다. 책임투자형의 운용 규모는 2009년 105억원을 시작으로 2015년말 1,189억원, 2016년 6월 현재 1,725억원이다.

사학연금기금의 기금 자산운용은 「국가재정법」 및 동 법 시행령, 「사학연금법」 및 동 법 시행령의 적용을 받고 있다. 기금의 자산운용은 「사학연금법」³⁴⁾의 규정에 따라 공단이 직접 하고 있으며, 공단이 제정하고 이사회에서 승인한 규정 및 규칙의 적용을 받는다. 사학연금의 자산운용지침(2015.6월 기준)에는 책임투자에 관련된 사항을 특별히 규정하고 있지 않으나, 지침 내 위탁운용방법 중 국내주식형의 하위 유형으로 책임투자형과 기준수익률을 제시하고 있는 것으로 나타났다.

[표 10] 사학연금기금 사회책임투자형(SRI형) 운용기준

사학연금 국내주식형 위탁운용상품 운용기준
제2장 국내 주식형 위탁운용 일반사항
제 2절 위탁운용의 실행 및 운용
제9조(위탁운용기관 및 운용상품의 선정) 위탁운용 담당자는 제7조(위탁운용상품 운용계획의 수립)에 따른 『위탁운용상품 운용계획』 및 금융시장의 상황에 맞추어 안정성을 바탕으로 최고의 수익률을 거둘 수 있는 적절한 운용기관 및 상품을 선정한다.
제10조(위탁운용상품의 분류) ①위탁운용상품의 운용유형은 성장형, 사회책임투자형(SRI형), 중소형주형, 인덱스형, 배당주형으로 한다.
②기금운용 수익률 제고를 위해 위탁운용상품에 새로운 운용유형이 필요한 경우, 이 사장의 결재를 받아 새로운 유형을 설정할 수 있다.
제14조(유형별 편입한도 및 종목별 투자한도) ①위탁운용상품의 자산종류별 편입한도는 다음 각 호와 같다.
1. 성장형 및 사회책임투자형

34) 기금은 「국가재정법」 및 동 법 시행령, 사학연금법 및 동 법 시행령의 적용을 받고 있다. 기금의 자산운용은 사학연금법 제53조의3(기금의 관리·운용) 및 동 법 시행령 제87조의2(사립학교교직원연금기금의 운용방법)의 규정에 따라 공단이 직접 하고 있으며, 공단이 제정하고 이사회에서 승인한 규정 및 규칙의 적용을 받고 있다.

가. 주식 : NAV의 최소 90% 이상 유지
나. 주가지수 선물 등 파생상품 : 운용불가
2. 중소형주형
가. 주식 : NAV의 최소 90% 이상 유지
나. 주가지수 선물 등 파생상품 : 운용불가
3. 인덱스형
가. 총 주식(현물 + 주가지수 선물) : NAV의 100% 이내
4. 배당주형
가. 주식 : NAV의 최소 90% 이상 유지
나. 주가지수 선물 등 파생상품 : 운용불가

자료: 사학연금 국내주식형 위탁운용상품 운용기준(2015년 4월)

III. 쟁점별 실태분석 및 평가

1. 연기금의 책임투자 확대의 필요성 및 기대효과

가. 지속가능한 투자 수단

지속가능성은 최근 몇십년 동안 자본금융시장에서 가장 중요한 흐름(trend) 중 하나이며, 최근에는 책임투자가 지속가능한 투자수단으로 주목받고 있다.

이러한 흐름에서 2015년 3월, 옥스퍼드 대학 연구진 및 Arabesque Asset Management는 ‘From the Stockholder to the Stakeholder’ 보고서에서 ESG를 고려한 투자가 결과에 어떠한 영향을 끼치는지에 대해서 메타분석을 실시하였다.³⁵⁾

동 보고서는 3가지 틀(기업의 지속 가능성을 위한 비즈니스 사례/지속가능성을 투자결정에 반영한 경우/적극적인 주주권 행사를 투자자의 포트폴리오에 반영한 경우)에 기초하여 기존 연구물을 분석하였다. 그 결과 아래와 같이 ① ESG 점수가 높아 높은 지속가능성 지수를 가졌다고 볼 수 있는 기업들은 보다 나은 운영성과와 낮은 위험도를 보였고, ② ESG 이슈를 반영한 투자전략은 반영하지 않은 투자전략 보다 나은 성과를 보이는 것으로 나타났다.

[요약] ESG를 고려한 투자 결과

(1) 기업의 지속 가능성과 ESG 통합의 효과

2013년 Accenture가 실시한 103개국 27개 산업분야의 1,000명의 CEO에 대한 설문 결과 응답자의 80%가 지속가능성이 기업의 경쟁력으로 작용한다고 답했고, 81%는 소비자의 구매결정에 기업의 지속가능성 인지도가 영향을 준다고 답변했다. 그러나, 응답자의 33%만이 지속가능성 이슈가 실제 기업 경영과 투자 전략에 적극적으로 반영된다고 생각하는 것으로 나타났다.

지속가능성의 중요성 인식과 실제 반영여부의 괴리의 이유로는 자본시장이 단기성과주의에 치중하기 때문인 것으로 보이는데, 장기적으로는 기업 성과와 연동된 ESG를 기업 전략에 반영하는 것이 중요하다.

지속가능성은 기업의 중장기적 위험을 감소시키고, 성과 및 인지도를 향상시키는바, 이런 결과는 결국 기업의 재무적 성과에도 긍정적인 영향을 미치며, 이는 포괄적 중심의

35) 이는 190여개의 기존 연구물(학술연구, 산업보고서, 신문기사 및 도서)에 대한 메타분석을 바탕으로 실시되었다.

이해관계자와 주주들 중심을 기반으로 이뤄진다.

한편 지속가능성이 ESG와 통합되어 경쟁적 우위를 확보하는 방안은 [표]와 같다.

[표] ESG를 통한 경쟁우위 확보방안

구 분	항 목	내 용
위험 (risk)	기업개별위험 (company specific risk)	벌금, 과징금 등
	외부비용 (external costs)	기후변화, 공기, 종의 변화 물 등과 같은 요인들로 인한 비추계자연자본비용 (unpriced nature capital costs)
성과 (performance)	공정혁신 (process innovation)	폐기물관리로 인한 쓰레기감소 및 지역 사회와의 원활한 관계유지
	제품혁신 (product innovation)	가치창출, 효율성향상, 비용감소, 공급망 확대, 위험관리
인지도 (reputation)	인적자본 (human capital)	기업 내 인적자본은 소비자에게 기업의 지속가능성을 전하는 역할을 함
	소비자 (consumers)	지속적 가치 창출 및 극대화

(2) ESG 이슈를 반영한 투자전략의 성과

ESG 이슈를 반영한 투자전략의 성과에 관하여는 ① 자본비용(cost of capital) 연구들 중 90%에서 건전한 ESG 기준이 자본비용을 줄일 수 있었고, ② 연구들 중 88%에서 견고한 ESG 시행이 더 나은 운영성과를 보였으며, ③ 연구 중 80%에서 기업의 적극적인 지속가능성 시행이 기업의 주가에 긍정적인 영향이 나타났다.

(가) 지속가능성과 자본비용

ESG 스코어가 높아 좋은(good) 지속가능성 기준을 가졌다고 볼 수 있는 기업은 낮은 자본비용을 가지고, 이러한 우월한(superior) 지속가능성 기준은 기업의 자본 접근도를 높이는데, 지속가능성과 기업의 자기자본비용(cost of equity) 및 부채비용(cost of debt)의 관계는 아래와 같다.

- 자기자본비용(cost of equity)
 - 작고 효과적인 이사회와 좋은 공시정책을 가진 좋은 기업지배구조는 기업의 차입비용을 감소
 - 독성물질관리 및 오염감소는 기업의 차입비용을 감소
 - 종업원 복지는 기업의 차입비용을 감소
- 부채비용(cost of debt)
 - 기업인수규제(anti-takeover)의 존재는 기업의 자기자본비용을 증가
 - 좋은 종업원관계와 높은 제품안전도는 기업의 부채비용을 감소

(나) ESG 성과와 운영성과

전반적으로 지속가능성과 운영성과 간에 양의 상관관계가 존재하며, 지속가능성은 ESG 각 요소의 운영성과에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다.

보다 구체적으로, 사회적 요인은 종업원관계, 좋은 직장실천 같은 요인들이, 환경주제와 관련해서는 기업환경관리실천(corporate environmental management), 오염감축(pollution abatement), 자원효율성(resource efficiency)과 같은 요인들이, 지배구조

와 관련해서는 이사회구조(board structure), 임원보상(executive compensation), 기업인수규제(anti-takeover) 메커니즘, 인센티브가 각각 중요한 것으로 분석되었다.

(다) 지속가능성과 주가

우월한 지속가능성 수준(지속가능성지수로 측정)은 주식시장에서 가치화되며 일반적으로 지속가능 기업이 우월한 성과를 보인다. 이를 ESG 요소별로 살펴보면, ① E(환경)에서는 기업의 친환경행동과 에너지 효율성은 우수한 주식 시장 성과를 창출하는데 있어 가장 중요한 요소로 간주되고, ② S(사회)에서는 좋은 직원 관계 및 직원 만족도가 주식 시장 성과에 기여한다는 것을 알 수 있으며, ③ G(지배구조)가 잘 짜여진 기업의 주식은 그렇지 못한 기업보다 나은 성과를 보였다.

동 보고서는 지속가능성을 기업의 전략관리 결정에 포함시키는 것은 기업 운영자의 장기적인 주 관심사이며, 신의성실의무(fiduciary duties)³⁶⁾를 충족시키기 위해 지속가능성 변수를 통합적 투자 과정에 포함시키는 것은 기관투자자와 신탁관리자들의 가장 큰 관심사라고 기술하였다.³⁷⁾ 이를 종합하면, 위와 같이 ESG를 고려한 지속가능성이 기업성과(corporate performance)와 투자이익(investment return)에 긍정적인 영향을 준다는 결과는 연기금의 ESG 연관 투자에 시사점을 제시해 준다고 평가할 수 있다.

나. 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현

「국가재정법」은 제63조에서 기금관리주체가 안정성·유동성·수익성과 함께 공공성을 고려하여 기금을 운용하도록 규정하고 있다.³⁸⁾ 이 중 공공성은 기금이 특정한 개인이나 기업, 단체 등의 이익이 아닌 사회 전체의 이익을 위하는 방향으로 관리 및 운용되어야 함을 의미한다.³⁹⁾

공적 연기금은 조성된 기금의 특성상 많은 경우에 중장기적 자산보유가 불가피

36) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제37조(신의성실의무 등) ① 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 한다.

② 금융투자업자는 금융투자업을 영위함에 있어서 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제삼자가 이익을 얻도록 하여서는 아니 된다.

37) 다만, 동 보고서는 어떤 지속가능성 변수들이 얼마나 운영 성과와 투자금 회수에 영향을 주는지는 추가적으로 연구가 이뤄져야 한다고 덧붙였다.

38) 「국가재정법」 제63조(기금자산운용의 원칙) ① 기금관리주체는 안정성·유동성·수익성 및 공공성을 고려하여 기금자산을 투명하고 효율적으로 운용하여야 한다.

39) 국회예산정책처, 「국가재정법 이해와 실제」, 2014

하다. 이로 인해 앞에서 살펴본 바와 같이 재무정보 이외에 ESG 등 투자대상기업의 지속가능성 여부가 연기금의 투자의사결정에 있어 주요 기준이 될 수 있다. 예를 들어, 공적 연기금 중 하나인 국민연금기금은 일반적인 투자원칙인 수익성과 안정성 외에 대표적인 공적 연기금으로서 공공성이라는 가치가 부가적으로 요구된다. 즉, 국민연금기금은 공적 연기금이라는 특성상 운용에 있어서 공공성을 일정부분 고려하여야 하는데, 책임투자는 사회적으로 문제가 되는 환경, 노동이슈 등에 대해서 고려하고 해결에 일조할 수 있다는 점에서 공공성을 강화하는 의미가 있다.⁴⁰⁾

또한 이는 외부성(Externalities) 관점에서도 접근이 가능하다. 예를 들어, 어떠한 기업이 환경 오염을 통해 이득을 극대화하는 경우 그 기업은 이윤을 더 남길 수 있으나, 이로 인해 피해를 보는 기업이 있을 수도 있으며, 전체 포트폴리오 측면에서나 사회 전체적으로는 손해가 발생할 수 있다. 공적 연기금은 일부가 아닌 대다수의 국민이 수급자가 될 수 있는바,⁴¹⁾ 수급자인 국민 대다수의 관점에서 볼 때 수탁자는 기금 수급자들의 삶에 영향을 미치는 ESG 이슈를 반드시 고려할 필요가 있다. 이는 수탁자에게 요구되는 선량한 관리자의 의무 측면에서도 같다.

이러한 측면에서 책임투자는 매우 눈여겨 볼만 한 투자형태이다. 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 책임투자는 장기투자자로서의 공적 연기금의 운용 특성에 부합한다. 그리고 이러한 책임투자는 책임 있는 방식으로 기업이 상품 또는 서비스를 생산하도록 유도하는 동시에 기업의 사회적 측면의 활동을 제고한다는 측면에서 공공적 가치 역시 추구할 수 있기 때문이다.⁴²⁾

다. 해외 연기금의 책임투자 확대 추세

2014년 기준 전세계의 책임투자 규모는 21조 3,580억 달러에 이르고 있다. 이 중 가장 큰 규모를 보이고 있는 유럽은 2012년 8조 7,580억 달러에서 2014년 13조 608억 달러로 2년간 55% 증가하였으며, 미국 또한 2012년 3조 7,400억 달러에서

40) 국회 보건복지위원회 「국민연금법 일부개정법률안(이목희의원 대표발의)」 검토보고서, p.32

41) 국민연금비가입자를 제외하면 국민연금, 공무원연금, 사학연금, 군인연금 중 하나의 수급권자라 볼 수 있다.

42) 이를 위해 기업이 CSR투자를 통해 기업가치를 제고하고, 투자자들이 책임투자를 통해 투자수익률을 제고하는 것은 비단 기업과 투자자들만에게 편익이 돌아가는 것이 아니고, 공동체 및 구성원 모두에게 편익이 돌아가는 것임을 사회 또는 시장 차원에서 이해하고 적극적으로 홍보할 필요가 있음.

2014년 6조 5,720억 달러로 2년간 76% 증가하였다. 또한 총 운용자산 대비 책임투자 비중은 2012년 21.5%에서 2014년 30.2%로 8.7%p 증가하였으며, 유럽의 경우 2014년 전체 투자액의 절반 이상인 58.8%를 책임투자로 수행하는 등 북미와 유럽에서는 책임투자가 주류 투자기법 중 하나로 자리를 잡아가고 있는 중이라 평가할 수 있다.⁴³⁾

[표 11] 지역별 책임투자 성장률

(단위: billion \$, %)

지역	2012(A)	2014(B)	증감률
유럽	8,758	13,608	55
미국	3,740	6,572	76
캐나다	589	945	60
호주/뉴질랜드	134	180	34
아시아	40	53	32
합계	13,261	21,359	61

자료: 2014 Global Sustainable Investment Review

이러한 성장의 배경에는 1990년대 말 연기금 자산의 급속한 성장과 이를 토대로 한 기관투자가, 그 중에서도 대규모 연기금의 참여가 있었다. 2007년 이후 유럽 책임투자 시장의 90%는 기관투자에 의해 이루어졌는데, 이는 특히 네덜란드, 영국 등에서 높은 비율을 나타내고 있으며 스페인, 프랑스 등에서도 증가추세에 있다.

영국의 경우 2000년 7월 연금법 개정(The Amendment to the UK Pension Act)을 통해 연기금을 운용하는 모든 주체는 투자 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리를 함께 고려할 것을 명문화하고 있고, 프랑스는 Fabius Act(2001.2)에서 연기금이 윤리, 사회, 환경 측면을 고려하여 투자하는지 공개할 의무를 명시하고 있으며, 독일 역시 동일한 의무를 부여하고 있다. 스웨덴의 경우에도 펀드 운용에 있어 ESG 요소를 고려하여 투자할 것을 Swedish State Pension Scheme에서 정하고 있다.

이러한 흐름은 가장 안정적인 노후 보장수단이어야 할 연기금이야말로 공적 성격을 가장 강하게 띠고 있으며, 따라서 단순히 재무적 성과에 의존하기보다는 더 장기적인 안목으로 사회발전에 기여해야 한다는 공감대가 형성되었기 때문으로 해석할 수 있다.⁴⁴⁾

43) 모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.

2. 국가별 책임투자에 대한 인식 및 활성화 저해요소⁴⁵⁾

가. 해외에서의 저해요소

UNEP FI가 2005년 ESG 요소를 투자과정에 고려하는 것은 명백히 필요하고 요구되어지는 사항이라고 밝힌 이후, 여러 기관들은 PRI에 가입했으며, 여러 국가에서도 기관투자자들이 투자과정에서 ESG 요소를 반영하고 설명토록 하는 규정과 법률을 제정하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 책임투자는 사회책임투자에서 파생되었으나 최적의 투자성과를 강조하는 선관주의주의를 최우선시 한다는 점에서 사회책임투자와 구분되는데, PRI는 이와 관련하여 ESG 요소를 고려하는 것이 자산수탁자의 신의성실의무와 어떠한 관련이 있는지(신의성실의무가 ESG 요소를 투자과정에 반영시키는 것을 방해하는지 여부)를 신의성실의무보고서를 통하여 검증하였다.

그 결과, 동 보고서는 투자과정에서 장기투자 요인인 ESG 요소를 고려하지 못한 것은 신의성실의무를 이행하지 못한 것이라 결론내렸으며, 기관투자자가 신의성실의무를 이행했는지 평가하는 과정은 결과와 그 과정이 모두 중요하게 고려되어야 한다고 덧붙였다.

다만, 동 보고서는 상당한 논의 진행에도 불구하고 국가별로 상당수 투자자들이 여전히 ESG 요소를 투자과정에 반영하지 못하고 있다고 평가하였다. 이의 공통적인 요인으로는 ① ESG 요소를 투자과정에 반영하는 부분에서 신의성실의무 정의의 명확성 결여 등 책임투자에 대한 지식 부족, ② 단기성과지향주의, ③ 책임투자 실천, 과정, 성과 등에 대한 의문, ④ (ESG 요소의 불충분한 재무적 분석을 비롯한) 기업 보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움, ⑤ 책임투자에 대한 법률 제정 및 시행 등에 있어서의 결점 등이 지목되었으며, 국가별 요인은 [표 12]과 같다.

44) 송원근·오건호, 「국민연금기금의 사회책임투자 활성화 방안」, 국회입법조사처 연구용역보고서, 2008, p.26

45) 본 절은 ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.’를 기초로 작성하였다.

[표 12] 국가별 ESG 저해요인

국가	지식 부족	단기성과 지향주의	실천·과정·성과 의문	투자평가 어려움	법률 제정 및 시행 등 결점
미국	●	●			●
호주		●			●
브라질			●	●	●
캐나다	●		●	●	●
영국	●				●
일본	●				●

자료: US SIF

나. 국내에서의 책임투자 활성화 저해요소

우리나라에서 책임투자에 대한 인식은 앞서 살펴본 외국의 사례와 크게 다를 것이 없는 것으로 보인다. 이에 우리나라에서 연기금이 책임투자를 도입하는 데 저해가 되는 요소로는 책임투자 성과에 대한 의문, 책임투자에 대한 지식 부족, 정보(기업 공시보고서의 불충분함으로 인한 투자 평가의 어려움)와 인프라 부족, 연기금의 책임투자 프로세스 미흡 등을 들 수 있다. 이들 중 책임투자의 성과에 대한 의문 및 연기금의 책임투자 프로세스에 관해서는 각각 제3절과 제4절에서 따로 살펴보기로 하고, 아래에서는 책임투자에 대한 지식과 정보 및 인프라에 대하여 살펴보기로 한다.⁴⁶⁾

(1) 책임투자에 대한 지식 부족

2015년 3월 한국책임투자포럼이 수행한 ‘공적 연기금의 사회책임투자 인식 조사결과⁴⁷⁾에 따르면, 국내 공적 연기금의 사회책임투자에 대한 인식 수준이 매우 낮은 것으로 나타났다.⁴⁸⁾ 이 조사에 따르면 ‘사회책임투자를 알고 있다’는 응답자는 전

46) 우리나라의 경우 책임투자 근거법률, 성과 평가 기준(중장기 성과평가 강화) 및 위탁운용사 선정기준 정비, 기업의 정보공개 확대, 연기금 담당자의 책임투자 인식 개선 등을 통해 총체적인 시스템 변화 도모가 필요한 것으로 보이는데, 이는 제4장 개선방안에서 후술하기로 한다.

47) 당시 설문조사는 국민연금기금 등 국내 64개 공적 연기금 가운데 주식·채권을 운영하며 「국가재정법」에 따라 자산운용위원회를 운영 중인 37곳을 대상으로 실시되었음. 설문 대상은 연기금 관리자, 직간접 운용자, 평가 및 위험 관리자, 연기금 풀 운용자 등 45명이다.

48) 이 연구에서 집계한 공적 연기금의 운용규모는 1,300조원에 달한다.

체의 18.4%에 그쳤고, ‘모른다’는 응답이 전체의 절반이 넘는 56.3%였으며, ‘알고 있지만 정확히는 모른다’는 응답이 25.3%로 나타났다.⁴⁹⁾

대응 수준 또한 인식수준과 마찬가지로 낮게 측정되었는데, 향후 자산 운용 과정에서 ‘ESG 등의 비재무적 요소를 고려하겠느냐’는 질문에 ‘잘 모르겠다’는 응답이 56%로 절반을 웃돌았고, ‘사회책임투자를 증대할 것이냐’는 물음에는 무응답층이 압도적(70%)으로 많았다. ESG 등의 비재무적 요소를 고려하지 않는 이유로는 기금 운용의 내부지침(44%), 연기금투자폴 위탁(33%), 수익률(31%), 조직 내 관련 인프라 부족(25%), 기업의 관련 공시정보 부족(19%) 순이었다.⁵⁰⁾

향후 사회책임투자를 위해 필요한 것으로는 법·정책·제도적 인프라 구축이 47%로 가장 많았고, 이어 리서치와 자산 운용 등의 시장 인프라가 42%, 사회적 분위기 형성이 32%로 뒤를 이었다.

이 조사가 실시된 지 1년이 지난 지금에도 국내 공적 연기금의 책임투자에 대한 인식은 크게 개선되지 않은 것으로 판단된다. 우리나라 투자자 중 과거 SRI 투자자가 ESG 요소로 구체화 되어 ESG 요소를 반영한 책임투자로 발전해 왔다는 것에 대해 인지하고 있는 사람은 일부에 불과한 것으로 보인다.

(2) 정보 및 인프라 부족

국내 책임투자의 인프라에 관하여는 책임투자 유니버스가 제한적이며 국민연금의 책임투자 위탁운용 펀드가 대기업 위주의 종목으로 구성되어 있어 변별력이 떨어진다는 비판이 계속 되고 있으며, 책임투자 전문인력 부족, ESG 요인 평가방식의 한계 등도 아울러 지적되고 있다.

국내에서 기업의 ESG 요소 반영정도를 측정하기 위한 정보는 기업이 생성하는 지속가능보고서(Sustainability Report)와 공시자료 등이 있는데, 2015년초 기준 유가증권시장 상장기업 700사 중 약 80사 정도만 지속가능보고서(Sustainability Report)를 통해 관련정보를 공개하고 있는 상황으로, 책임투자를 위한 기업 정보와 평가 정보는 현재 매우 부족한 실정이다.

49) 무응답자는 제외하였다.

50) 중복 답변이 가능하였다.

3. 책임투자의 효과성 분석 및 평가

가. 국내외 연구동향

책임투자 관련 국내외 연구동향을 살펴보면, 기업의 지속가능경영과 재무성과 또는 주가 수익률과의 상관관계에 대한 연구가 가장 활발하게 진행되고 있다는 것을 알 수 있는데, 이는 위에서 살펴본 바와 같이 아직까지도 책임투자 또는 ESG 요인을 고려한 투자의사 결정이 투자성과를 저해하지는 않는지에 대한 주요 시장 참가자들의 선입견 또는 의문이 존재하기 때문으로 보인다.

이에 대한 다양한 연구가 시도되었고, 지난 수년 간 비재무적 요인인 ESG와 관련된 이슈를 훌륭하게 관리하는 기업의 지속가능경영이 재무성과 및 해당 주가에 긍정적인 영향을 준다는 연구 결과가 꾸준히 발표되었는바, 상세한 내용은 아래와 같다.

(1) 옥스퍼드 대학 연구

앞의 제1절에서 살펴본 바와 같이, 옥스퍼드 대학 연구진은 ESG 성과와 재무성과와의 관계에 대한 190여 건의 연구결과를 취합·분석한 결과, 자본비용(cost of capital) 연구들 중 90%에서 건전한 ESG 기준이 자본비용을 줄일 수 있었고, 연구들 중 88%에서 견고한 ESG 시행이 더 나은 운영성과를 보였으며, 연구 중 80%에서 기업의 적극적인 지속가능성 시행이 기업의 주가에 긍정적인 영향이 나타났다.

(2) 기업의 지속가능성과 펀드 투자성과

운용 포트폴리오 수준에서 이루어진 투자성과 관련 연구인 Olaf Weber et al.(2010)는 151개 SRI 펀드의 2002~2009년 수익률을 MSCI World Index 대비 비교·분석하였다.⁵¹⁾ 동 연구는 SRI펀드 포트폴리오는 전 기간 동안 MSCI World Index 대비 높은 수익률을 기록했으며, 재무분석과 ESG 분석의 통합을 심화한 SRI펀드의 경우 투자자들에게 양(+)의 수익률을 제공하는 최적의 조건이라고 밝혔다.

(3) 수익률에 미치는 영향

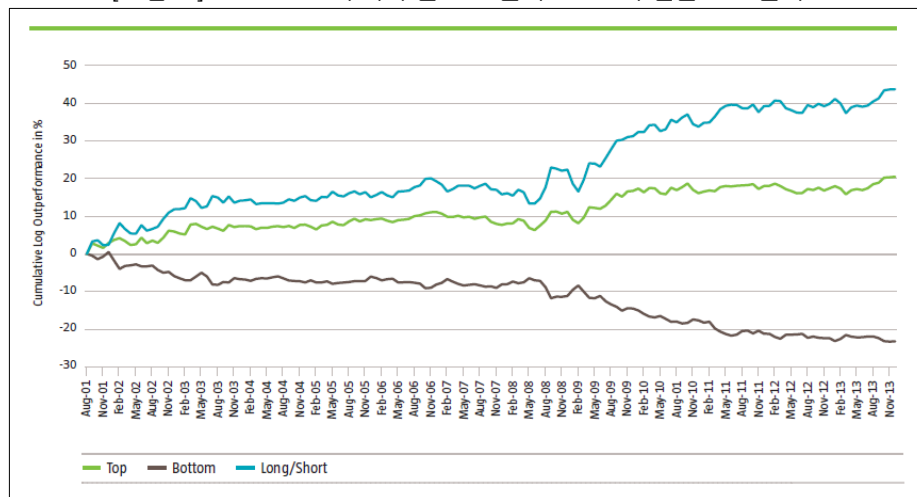
펀드의 성과는 매니저의 능력, 운용 보수, 펀드 전략, 리스크 허용한도 수준 등 다

51) Olaf Weber et al., The Financial Performance of SRI Funds Between 2002 and 2009, 2010.

양한 요소에 의해 영향을 받기 때문에 SRI펀드와 일반 펀드의 수익률 차이만을 근거로 ESG 요소가 펀드의 성과에 미치는 영향을 단정짓기는 어렵다. 따라서 ESG 분석을 통합하는 포트폴리오를 구성하여 벤치마크 인덱스와 비교하는 것이 여타 요인을 제거하고 판단을 내릴 수 있는 효과적인 방법이라고 할 수 있는데, 아래 연구 결과에 따르면 ESG 분석을 통합한 포트폴리오의 수익률이 벤치마크 대비 더 높은 수익률을 기록한 것을 알 수 있다.

Robeco SAM은 2011년 발간한 ‘Alpha from Sustainability’ 보고서에서 ESG 리서치 자료를 활용하거나 전통적인 재무분석에 ESG 요인을 통합함으로써 초과성과(알파, Alpha) 창출이 가능하다고 분석하였다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면, 2001~2010년 기간 동안 매년 지속가능 경영평가를 진행한 500개 기업을 대상으로 분석한 결과, 기업의 지속가능성과 주가 수익률은 양(+)의 상관관계가 있는바, 지속가능경영 우수 기업으로 구성된 포트폴리오는 일반 포트폴리오 대비 연간 1.74% 초과수익을 달성했으며, 성과가 낮은 종목으로 구성된 포트폴리오는 연간 -1.87%의 성과를 기록한 것으로 나타났다.

[그림 3] ESG 요소가 우수한 포트폴리오 vs. 부진한 포트폴리오



자료: Robeco SAM, Alpha from Sustainability (2014.6)

또한 MSCI(2014)는 MSCI ESG Research의 데이터를 활용하여 ESG 성과에 따른 5개의 포트폴리오를 구성한 후 2006년~2010년 사이의 주가변화를 분석하였는데,⁵²⁾ Global Best-in-Class ESG 종목으로 구성된 포트폴리오는 MSCI Equal World

Index 대비 1.7% 높은 수익률을 기록한 반면, Worst-in-Class ESG 종목으로 구성된 포트폴리오는 1.0% 낮은 수익률을 기록했다는 결과를 발표하였다.

(4) 국내의 연구결과⁵³⁾

책임투자펀드의 성과에 관한 국내 연구를 살펴보면 박정윤·정효진(2009)은 2007년 10월 기준으로 8개의 책임투자펀드와 270개의 일반주식형 펀드의 수익률을 t-검정과 회귀분석모형을 이용하여 비교하였다. 그 결과 책임투자펀드의 수익률에 영향을 줄 수 있는 펀드의 연령, 펀드의 설정규모, 펀드의 위험, 펀드 판매회사 수와 같은 변수들을 제외하더라도 책임투자펀드가 일반펀드에 비해 수익률이 높은 것으로 나타났다. 하지만, 동 연구의 연구기간이 1년 미만인 점은 한계로 지적할 수 있다.

조강래(2009)는 2005년부터 판매된 책임투자펀드의 투자수익을 Sharpe 모형, Treynor 모형 등을 이용하여 K자산운용회사의 책임투자 펀드와 배당형 펀드, 그리고 성장형 펀드와 비교 분석하였다. 그 결과 책임투자 펀드가 종합주가지수 보다 상대적으로 변동성이 작았으며, 전통적 펀드인 배당형 펀드 및 성장형 펀드와 성과를 비교한 경우에도 책임투자 펀드의 성과가 우수한 것으로 나타났다고 하였다. 그러나 이 연구는 연구대상 표본이 K자산운용사가 설정한 펀드로 한정되어 있다는 문제점을 안고 있었다.

고영찬·이상호(2011)는 2005년부터 2010년까지의 책임투자펀드 36개와 일반펀드 83개(배당형 펀드 38개, 성장형 펀드 45개)의 성과를 Sharpe 모형, Treynor 모형 등을 통해 비교하였다. 그 결과 책임투자펀드는 종합주가지수나 일반펀드(배당형, 성장형)보다 높은 초과수익률을 달성함을 발견하였다. 비교적 많은 표본과 오랜 기간을 대상으로 분석하여 통계적 유의성을 높이하고자 하였다는 것에 의의가 있으나, 펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있는 펀드의 연령이나, 설정 규모 등을 고려하지 않은 점은 한계라 할 수 있겠다.

이와 반대로, 박정윤·손성훈(2011)은 일반 주식형펀드가 책임투자 펀드에 비해 높은 수익률을 보여주고 있다는 것을 t-검정과 회귀분석을 통해 주장하였다. 2010년

52) 분석 종목은 모두 MSCI World, MSCI Europe, MSCI US Index에 편입되어 있으며 동일 가중 방식을 활용했다(MSCI, MSCI KLD 400 Social Index, 2014).

53) 본 항은 ‘최은수, 국민연금기금의 사회적책임투자 타당성에 관한 연구, 서울대학교 행정대학원, 2014’를 기초로 작성하였다.

10월 기준으로 운용되고 있는 펀드 중 운용기간 1년 이상, 펀드규모 50억원 이상의 책임투자펀드 28개와 일반 주식형펀드 324개를 표본으로 하여 분석하였다. 펀드의 연령과, 설정규모 등 펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있는 변수를 고려하였으나, 투자 성과의 분석대상 기간을 3년으로 한정함으로 인해 책임투자가 가지는 장기적 관점에서 성과분석에는 한계가 있다 하겠다.

가장 최근으로는 2014년 국민연금연구원의 손경우주상철(2014)이 ESG 요소에 의한 투자가 기존의 자산가격 모형으로 설명할 수 없는 추가적 수익을 창출하는지 여부를 조사하였다. 다양한 기준으로 ESG 포트폴리오의 성과를 측정해보았으나 유의한 초과성과는 관찰하지 못하였으며, 따라서 ESG 요소는 특별히 투자자에게 장기 성과를 제고 또는 저해하지 않는다는 결론을 도출하였다. 다만, 동 연구는 짧은 ESG 성과평가 기간으로 인해 ESG 요인 포트폴리오의 장기성과측정이 가능하지 않았기 때문에 장기성과를 단정적으로 논할 수 없는 한계가 있다.

[표 13]에서 알 수 있듯이 최근까지의 국내의 책임투자에 관한 연구들을 살펴보면 책임투자의 투자성과가 시장수익률이나 다른 전통적 펀드보다 높다는 연구(조강래, 2009; 고영진·이상호, 2011; 이상원, 2011)와 별다른 차이가 없거나 오히려 낮다는 연구(박정운·손성훈, 2011; 손경우주상철, 2014)가 나뉘어 있어서 일관성이 있는 결론을 도출할 수 없었다. 이는 책임투자의 특성상 장기적인 투자성과 달성이 목표인데 아직 운용 역사가 짧은 국내 책임투자의 성과를 측정한다는 것이 다소 제약요인이기 때문일 수 있다. 그럼에도 불구하고 책임투자가 투자방식에 있어 중요한 이슈로 부각되고 있는 만큼 책임투자의 투자성과에 대한 연구는 지속적으로 필요할 것으로 판단된다. 특히, 공적 연기금은 그 특성상 책임투자 확대에 대한 사회적 요구에 직면하고 있고 실제로도 투자비중이 확대 추세에 있음에도 불구하고 이에 대한 선행 연구는 부족한 상태라 할 수 있으므로, 유의미한 누적 데이터가 쌓이는 시점이 도래하면 이에 대한 추가적 연구가 반드시 필요하다 하겠다.

[표 13] 국내 책임투자 성과 연구

연구자	자료	모형	결과	한계
박정운· 정호진 (2009)	2007.10 기준 8개의 책임투자펀드와 270개의 일반주식형 펀드	t-검정, 회귀분석모형	책임투자펀드가 일반펀드에 비해 수익률이 높음	연구기간이 1년 미만

연구자	자료	모형	결과	한계
조강래 (2009)	2005년부터 판매된 책임투자펀드를 K자산운용회사의 책임투자 펀드와 배당형 펀드, 그리고 성장형 펀드와 비교·분석	Sharpe 모형, Treynor 모형	책임투자 펀드가 종합주가지수 보다 상대적으로 변동성이 작았으며, 전통적 펀드인 배당형 펀드 및 성장형 펀드와 성과를 비교한 경우에도 책임투자 펀드의 성과가 우수	연구대상 표본이 K자산운용사가 설정한 펀드로 한정
고영진· 이상호 (2011)	2005년부터 2010년까지의 책임투자펀드 36개와 일반펀드 83개를 비교·분석	Sharpe 모형, Treynor 모형	책임투자펀드는 종합주가지수나 일반펀드보다 높은 초과수익률을 달성	펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있는 펀드의 연령이나, 설정 규모 등을 고려하지 않음
박정윤· 손성훈 (2011)	2010년 10월 기준으로 운용되고 있는 펀드 중 운용기간 1년 이상, 펀드규모 50억원 이상의 책임투자펀드 28개와 일반 주식형펀드 324개	t검정과 회귀분석	책임투자펀드가 일반 주식형 펀드에 비해 낮은 수익률을 보임	투자성과의 분석대상 기간을 3년으로 한정함으로 인해 책임투자가 가지는 장기적 관점에서의 성과분석에는 한계
손경우· 주상철 (2014)	2010년 이후 한국기업구조지 배원과 서스틴베스트의 자료를 활용	CAPM, Fama-French 3 요인 모형, GMM-SDF	ESG 포트폴리오에서 유익한 초과성과를 관측하지 못함	짧은 ESG 성과평가 기간으로 인해 ESG 요인 포트폴리오의 장기성과측정이 가능하지 않음

자료 : 각 연구결과를 국회예산정책처가 인용·정리함.

나. 책임투자 펀드의 초과수익률 분석

(1) 개요

앞서 국내외의 책임투자의 효과성에 관한 연구들을 살펴본 것과 별개로, 본 장에서

는 책임투자의 수익률 측면에서의 효과성을 직접 분석해보기로 한다.

우리나라의 경우 아직 책임투자 시장이 활성화되지 않아 장기데이터 확보가 힘들고, 책임투자를 표방하고 있는 펀드가 실제로 책임투자요소를 활용하고 있는지가 불분명하다는 한계가 있다. 따라서 이하에서는 우리나라에서의 책임투자의 효과성을 간접적으로 측정·판단하기 위하여 상대적으로 책임투자가 많이 이루어지고 있는 외국의 사례를 분석하기로 한다. 대표적으로 미국의 책임투자 펀드의 수익률 자료를 이용하여 책임투자가 지속적으로 좋은 성과를 보이고 있는지 평가해보기로 한다.

(2) 데이터

미국의 책임투자 펀드 리스트는 US SIF(The Forum for Sustainable and Responsible Investment)⁵⁴⁾에서 제공하고 있는 자료를 사용하였다. US SIF에 가입되어있는 회원 중 기관회원이 제공하는 책임투자 펀드의 이름, 고유번호(Ticker), 벤치마크 종류, 펀드 규모 등의 정보는 US SIF 홈페이지에 공개되어 있으나, 각 펀드와 그에 대응되는 벤치마크의 수익률 자료는 제공하지 않고 있어서 모닝스타(Morningstar)의 펀드 데이터를 활용하였다. 그 중 분석대상은 US SIF 펀드 리스트 중에서 모닝스타 데이터베이스 상에 각 펀드가 책임투자를 한다고 명시한(Socially Conscious) 펀드⁵⁵⁾로 한정하였다.

한편 모닝스타는 벤치마크를 모닝스타 카테고리(Category)의 대표 벤치마크를 사용하는바, 따라서 본 분석에서도 각 펀드가 속한 카테고리의 벤치마크 수익률을 대응시켜 이용하였다.⁵⁶⁾ 다만, 모닝스타에서 제공하는 펀드 데이터에는 각 펀드 고유의 벤치마크 정보 대신에 모닝스타 카테고리 벤치마크만 존재하기 때문에, 본 분석에서도 각 펀드가 속한 카테고리 벤치마크 수익률을 대응시켜 이용하였다.

2016년 3월 기준으로 US SIF에서 제공하는 펀드는 205개이며, 이 중 모닝스타

54) <http://charts.ussif.org/mfpc/> 참조.

55) 모닝스타는 각 펀드가 책임투자를 한다고 명시한 경우를 분류해놓았고, 책임투자펀드의 벤치마크 대비 성과를 보고자 하기 때문에 명시한 펀드만을 분석하기로 한다. 자세한 내용은 모닝스타 코리아가 수행한 ‘기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기법’ 참조.

56) 모닝스타 카테고리란 국가, 구성 자산 특성 등에 따라서 모닝스타가 자체적으로 분류한 펀드 분류 체계이다. 또한 모닝스타 카테고리 벤치마크는 카테고리를 대표하는 하나의 벤치마크 지수를 뜻한다.

데이터에서 책임투자를 명시한 펀드와 겹치는 펀드는 76개이다. 그러나 백분위 분석을 통해 확인해본 결과 2개의 펀드의 수익률이 다른 펀드와 비교할 때 음의 방향과 양의 방향으로 비정상적으로 큰 값을 지니는 등 매우 예외적인 분포를 보이고 있어, 해당 펀드를 제외하고 총 74개 펀드를 최종 분석대상으로 선정하였다. 분석기간은 1980년 1월부터 2015년 12월까지 총 36년이다.

US SIF에서는 책임투자의 요소를 환경요소 3가지, 사회요소 5가지, 지배구조요소 2가지로 세분화하여 보고하고 있으며, 각 펀드별로 해당 요소에 어떠한 방법으로 투자하고 있는지를 5가지로 나누어서 보고하고 있다. 총 10가지의 책임투자요소와 5가지 투자방법은 각각 [표 14], [표 15]와 같다.

[표 14] 책임투자요소 변수 설명

책임투자요소 변수 명		변수 설명
환경(E)	Clim	기후변화 및 청정 기술 (Climate/Clean Technology)
	Poll	오염 및 기타 유해한 상품 (Pollution/Toxics)
	Env	환경 관련 기타 요소 (Environment/Other)
사회(S)	Comm	공동체 개발 및 발전 (Community Development)
	Div	다양성 및 고용 기회 균등 (Diversity & EEO)
	Hum	인권 (Human Rights)
	Lab	노사관계 (Labor Relations)
	Sud	수단(국가)에서의 사업 (Sudan)
지배구조(G)	Board	이사회 (Board Issues)
	Exec	경영진 보수 (Executive Pay)

자료: US SIF

[표 15] 책임투자요소별 투자 방법

투자방법	설명
무관심투자	해당 요소를 투자과정에서 평가 및 분석하지 않음(No Screening)
투자제외	해당 요소에 연관된 모든 투자 대상을 제외
포지티브 스크리닝	해당 요소에 긍정적인 투자 대상을 포트폴리오에 포함
네거티브 스크리닝	해당 요소에 부정적인 투자 대상을 포트폴리오에서 제외 ⁵⁷⁾
혼합투자	포지티브 스크리닝과 네거티브 스크리닝을 함께 고려

자료: US SIF

57) US SIF상에는 Restricted/Exclusionary Investments라고 표기되어 있지만 정의상 앞의 네거티브 스크리닝과 동일하다.

그러나 이러한 분류를 가지고 분석을 하는데 있어서는 다음과 같은 점을 염두에 두어야 한다. US SIF에 보고된 각 펀드의 각 요소별 투자 방법은 펀드 자체적으로 혹은 매니저가 스스로 보고한 투자 방식으로 절대적인 기준이 없다는 점과 US SIF에는 현재시점 기준으로 각 펀드의 요소별 투자 방법이 보고되어 있기 때문에 시간에 따라서 투자 방식에 변화가 생긴 부분은 반영하지 못한다는 점이다.

(3) 책임투자 초과수익률 분포 분석 결과

(가) 분석방법

본 분석에서는 벤치마크 대비 펀드의 초과수익률을 이용하여 성과를 분석하였다. 수익률은 월별 초과수익률과 펀드 운용 시작 시점 기준 누적 초과수익률을 모두 이용하였다. 본 보고서에서는 초과수익률로서 기하초과수익률(Geometric Excess Return)⁵⁸⁾을 이용하고, 다음과 같이 월별 초과수익률과 누적 초과수익률을 정의하고 분석하였다. 아래 계산식에 사용된 수익률 단위는 모두 %이다.

[Box 1] 초과수익률 정의 모형

$$\text{월별 초과수익률}(r_{i,e}) = \left(\frac{1 + \text{월별 펀드수익률}(r_i) \times 0.01}{1 + \text{월별 벤치마크수익률}(r_b) \times 0.01} - 1 \right) \times 100$$

$$n\text{개월 누적 초과수익률}(r_{i,e,n}) = \left(\frac{1 + n\text{개월 누적 펀드수익률}(r_{i,n}) \times 0.01}{1 + n\text{개월 누적 벤치마크수익률}(r_{b,n}) \times 0.01} - 1 \right) \times 100$$

자료: 국회예산정책처

책임투자 성과를 보기 위해, 우선 누적 초과수익률을 이용하여 보유월수별 기초통계량 및 수익률 분포를 살펴보았다. 다만 본 분석은 벤치마크 자체에 외부 상황이 모두 반영되어 있다는 가정 하에 이루어졌다.

가정을 둘 수밖에 없는 이유는 누적 초과수익률 분포를 이용한 분석에서는 각

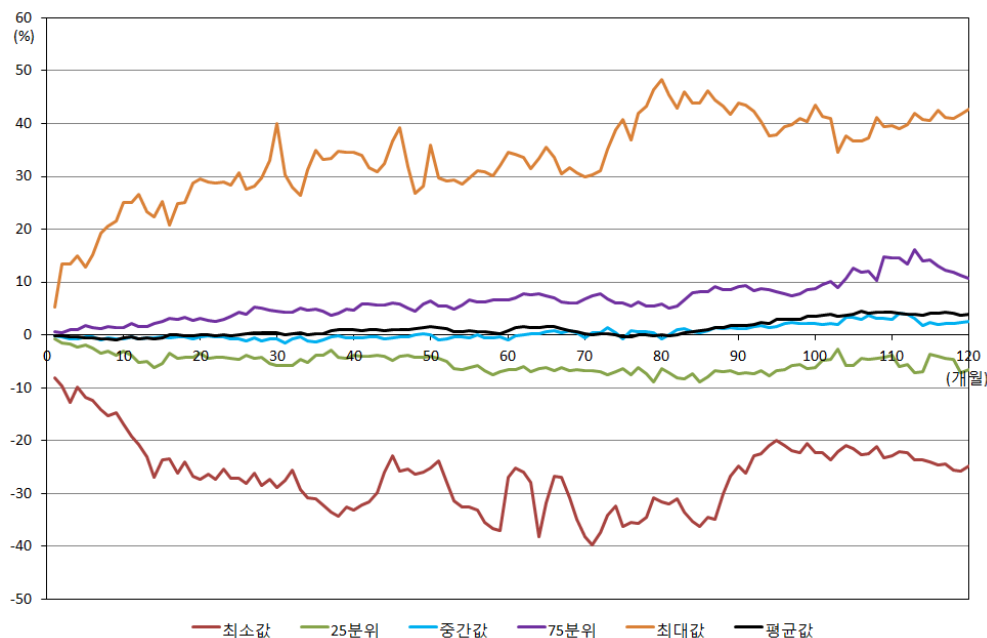
58) 수익률 r_0 대비 r_1 의 기하초과수익률($r_{0,1}$)은 $(1 + r_1) = (1 + r_0) \times (1 + r_{0,1})$ 을 만족하는 수익률을 의미한다.

펀드 별로 운용 시작 시점이 상이함으로 인해 운용 시작 이후 누적 초과수익률을 관찰하는 시점별 경제 상황, 투자 규제 및 정책 등의 외부 상황이 다를 수밖에 없기 때문이다.

(나) 분석결과

[그림 4]은 보유월수별 누적초과수익률의 최소값, 25분위, 중간값, 75분위, 최대값, 평균값을 나타낸 그래프이며, 보유기간은 1개월부터 120개월까지 나타나있다.

[그림 4] 보유월수별 누적초과수익률 분포



여기서 알 수 있는 특징적인 부분은 평균값과 중간값이 0 근처에 머물다가 보유월수에 따라 증가하여 장기적으로는 양의 수익률을 보이고 있다는 것이다. 그러나 이는 전체 샘플에 대한 평균 혹은 중간값일 뿐, 펀드의 특성을 비롯한 세부적인 항목이 고려되지 않았기 때문에 이 결과를 가지고 책임투자의 투자성과가 항상 긍정적이라고 단정지을 수는 없다.

다음 두 항에서는 각각 월 평균 초과수익률과 누적 초과수익률을 책임투자요소, 투자방법 등을 고려한 추가분석을 통해 책임투자 성과를 더 세부적으로 분석해 보기로 한다.

(4) 책임투자요소 및 투자방법별 월 평균 초과수익률 분석

(가) 분석방법

앞의 ‘(3) 책임투자 초과수익률 분포’에서는 펀드 전체를 가지고 분석하였는데 반해, 본 항에서는 특히 어떤 요소에 투자하였을 때 좋은 성과를 보여주는지를 관찰해보기로 한다. 이를 위해 책임투자요소와 투자방법을 앞의 [표 14]과 [표 15]를 따라 세분화한 후 투자성과 분석을 실시하였다.

우선 각 요소별, 투자방법별 성과를 확인하기 위하여 월별 초과수익률을 이용하였다.⁵⁹⁾ 분석 방법은 매 월마다 각 그룹에 속한 펀드 초과수익률의 평균을 취한 후 또 다시 각 그룹의 1980년 1월부터 2015년 12월까지 시계열 평균을 구하여 최종적으로 월별 초과수익률 평균값을 산출하였다. 다만 각 그룹에 포함된 펀드 수가 많지 않은 경우가 있는데, 이러한 경우 소수의 펀드가 해당 그룹을 대표한다고 보기 어렵기 때문에 펀드 수가 10개 이상인 경우로 한정하였다. 이 때, 평균 투자성과가 각 그룹별로 차이가 나타난다면 통계적으로도 다른지의 여부를 F-검정([Box 2] 참조)을 통해 확인한다. 뿐만 아니라, 전체 기간이 아닌 최근 20년 동안을 5년씩 나누어서 부분기간 분석을 통해 과거에서 현재까지 책임투자 성과 추이를 살펴보았다.

[Box 2] F-검정

F-검정은 분산분석(Analysis of Variance, ANOVA)을 통해 두 그룹 간의 평균값 차이 여부에 대한 가설을 검정하는 것이다. 분산분석은 두 그룹 간의 총 변동을 그룹 간의 변동(between variation)과 그룹 내의 변동(within variation)으로 구분하여 총 변동에서 그룹 간의 변동이 차지하는 부분이 크다면 그룹 간의 모평균에 차이가 있다고 판단한다. 따라서 귀무가설로 그룹 간의 모평균 평균이 같다고 설정하고, 그룹 내의 변동 대비 그룹 간의 변동 비율을 F-통계량으로 정의한다면 해당 통계치가 커질수록 귀무가설을 기각하게 된다. 이 때 통계치가 F-분포를 따르기 때문에 위의 가설검정을 F-검정이라 부른다.

자료: 고길곤, 「통계학의 이해와 활용」, 문우사, 2014, p.292

(나) 분석결과

[표 16]은 책임투자요소 10가지와 투자방법 5가지를 세분화하여 펀드를 분류한 후, 통계 분석의 신뢰성을 더하기 위해 펀드 수가 10개 이상인 기간에 한정된 후의 월별 초과수익률 평균값이다.

59) 책임투자요소 10가지와 투자방법 5가지를 세분화함에 따라서 총 50가지로 펀드가 분류되는데, 앞으로 본문에서는 이 50가지 책임투자요소와 투자방법의 쌍을 ‘그룹’이라고 지칭한다.

[표 16] 책임투자요소 및 투자방법 세분화 분석

패널 - 매월 10개 이상의 펀드가 속한 그룹 분석						
책임투자요소		투자방법에 따른 월 초과수익률(%)				
		무관심투자	투자제외	포지티브 스크리닝	네거티브 스크리닝	혼합투자
환경	Clim	-0.112 *		0.081		0.022
	Poll	-0.025		0.128 **		0.021
	Env			0.119 **		0.014
사회	Comm			0.098 *		0.027
	Div			0.102		0.017
	Hum			0.071		0.011
	Lab			0.065		0.017
	Sud	0.032	-0.007		0.069	
지배구조	Board	0.021		0.053		0.015
	Exec	0.045		0.046		0.016

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

이는 포지티브 스크리닝과 혼합투자 모두 모든 요소에 대해 평균적으로 양의 초과수익률을 보여주고 있다. 특히 포지티브 스크리닝의 경우, Poll, Env, 그리고 Comm에서는 통계적으로 유의한 양의 초과수익률을 보여주고 있으며, 결과가 기록된 9가지 요소 모두에서 포지티브 스크리닝 초과수익률 값의 크기가 다른 투자방법에 비해 크게 나타났다.

이를 종합하면, 평균적으로 포지티브 스크리닝이 5가지 투자방법 중에서 가장 좋은 월 초과수익률을 보였다는 것을 알 수 있었다. 다만 펀드 수가 10개 이상인 기간에 한정시켜서 분석하다보니 투자제외와 네거티브 스크리닝의 경우 사회요소 Sud에서만 값이 기록되었다는 샘플의 한계가 나타났다. 따라서 이하 분석에서는 투자제외와 네거티브 스크리닝을 제외하고 무관심투자, 포지티브 스크리닝, 혼합투자에 집중하여 분석하였다.

[표 16]의 패널을 기준으로 각 책임투자요소별로 무관심투자, 포지티브 스크리닝, 그리고 혼합투자의 매월 초과수익률 평균값이 통계적으로 차이가 있는지 확인하기 위한 아래 귀무가설([box 3] 참조)에 대한 F-검정의 결과는 [표 17]과 같다.

[Box 3] 귀무가설

귀무가설(H_0^i): 책임투자요소 i 의 무관심투자, 포지티브 스크리닝, 혼합투자의 매월 초과수익률 평균이 같다.

자료: 국회예산정책처

[표 17] 포지티브 스크리닝과 혼합투자 초과수익률 유의성 검정

책임투자요소		F-통계량	p-값
환경	Clim	3.05 **	0.048
	Poll	1.73	0.179
	Env	2.99 *	0.085
사회	Comm	1.11	0.292
	Div	1.40	0.238
	Hum	1.19	0.276
	Lab	0.69	0.408
	Sud		
지배구조	Board	0.19	0.831
	Exec	0.20	0.819

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

위 표에서 알 수 있듯이 환경요소의 Clim와 Env에 대해서는 각각 5%와 10% 수준에서 유의하게 귀무가설을 기각하지만 나머지 요소에 대해서는 귀무가설을 기각하지 못한다. Poll의 경우에 p-값⁶⁰⁾이 17.9% 정도로써 10% 수준에서도 기각하지는 못하지만 그 값이 비교적 작기 때문에 결과적으로 환경요소에 대해서는 세 가지 투자방법의 초과수익률 월 평균값이 통계적으로 같다고 말할 수 없는데, 이는 세 가지 투자방법에 대해서 적어도 한 가지 투자방법의 초과수익률 평균값이 나머지 평균값과 같다고 할 수 없다는 것이다. 이에 원인으로는 [표 17]의 패널에서 특히 포지티브 스크리닝이 다른 투자 방법과는 달리 유의한 양의 초과수익률을 보여주고 있기 때문으로 추측할 수 있다. 따라서 [표 17]과 [표 18]을 통해 말할 수 있는 한 가지는 환경요소에 한해서 포지티브 스크리닝이 다른 투자 방법보다 성과가 좋다고 볼 수 있다는 점이다.

60) p-값이란 귀무가설을 유의하게 기각하는 영역의 유의확률을 일컫는다. 예를 들어서, 본 분석에서는 F분포 하에서 F-통계량 값보다 큰 값이 존재하는 영역의 확률이 p-값에 해당하고, 5% 유의수준에서 기각여부를 판단한다면 p-값이 0.05보다 작거나 같을 때 귀무가설을 기각한다.

한편 사회 및 지배구조에 대해서는 어느 요소에서도 유의한 결과가 나오지 않았는데, 이는 무관심투자, 포지티브 스크리닝, 그리고 혼합투자의 초과수익률 평균 값이 같다는 귀무가설을 기각하지 못한다는 것을 뜻한다. 즉, [표 17]을 통해 포지티브 스크리닝이 다른 투자방법에 비해 초과수익률의 절대적 크기가 더 크다는 것을 확인할 수 있지만, 통계적 유의성 관점에서는 환경 요소를 제외한 나머지 책임 투자요소에서 다른 투자방법보다 더 좋은 성과를 보이고 있다고 말할 수 없다.

이하에서는 보다 세분화하여 분석하기 위해 기간을 부분별로 나누어서 추가 분석을 실시하였으며, 그 결과는 [표 18]과 같다.

[표 18] 부분기간별 책임투자요소 및 투자방법 세분화 분석

책임투자요소		부분기간1: 2011~2015			부분기간2: 2006~2010		
		월 초과수익률(%)			월 초과수익률(%)		
		무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자	무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자
환경	Clim	-0.112 [*]	0.055	0.044	0.043	0.234 ^{**}	-0.018
	Poll	-0.102 [*]	0.061	0.043	0.037	0.202 [*]	-0.008
	Env		0.029	0.042		0.108	-0.014
사회	Comm		-0.006	0.051 [*]		0.115	-0.017
	Div		-0.010	0.043		0.104	-0.015
	Hum		0.035	0.044 [*]		0.164	-0.022
	Lab		0.024	0.043		0.161	-0.015
	Sud	0.024			-0.007		
지배구조	Board	-0.028	0.005	0.051 [*]	0.042	0.176	-0.014
	Exec	-0.060	0.064	0.054 ^{**}	0.034	0.231 ^{**}	-0.014

책임투자요소		부분기간3: 2001-2005			부분기간4: 1996-2000		
		월 초과수익률(%)			월 초과수익률(%)		
		무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자	무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자
환경	Clim	0.124	0.193	0.092 [*]	0.182	-0.130	-0.001
	Poll	0.144	0.127	0.124 ^{**}	0.114	0.028	-0.078
	Env		0.149	0.101 [*]		0.049	-0.051
사회	Comm		0.196 [*]	0.064		-0.081	-0.009
	Div		0.243 [*]	0.068		-0.075	-0.024
	Hum		0.242 [*]	0.058		-0.156	-0.030
	Lab		0.242 [*]	0.068		-0.156	-0.024
	Sud	0.071			0.029		
지배구조	Board	0.043	0.336 ^{**}	0.051	0.089	-0.066	-0.022
	Exec	0.100	0.327 [*]	0.051	0.152	-0.165	-0.022

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

여기서 나타나는 가장 중요한 특징은 포지티브 스크리닝과 혼합투자의 경우 과거에는 음의 초과수익률을 보였지만 책임투자가 더 활발해진 최근에는 양의 초과수익률을 보인다는 점이다. 특히 포지티브 스크리닝의 경우 부분기간2(2006~2010년)와 부분기간3(2001-2005년)에서 통계적으로 유의한 양의 초과수익률이 많이 존재함을 볼 수 있다. 반면 무관심투자는 어떤 기간에서도 유의한 양의 초과수익률을 보여주지 못하고 있다. 이 분석을 통해 확인할 수 있는 한 가지는 기간을 나누어서 분석해보아도 포지티브 스크리닝이 다른 투자에 비하여 보다 많은 ESG 요소에서 유의한 양의 초과수익률을 보여주었으며, 그 크기도 더 크게 나타난다는 점이다.

(5) 책임투자요소 및 투자방법별 장기성과 분석

(가) 분석방법

마지막으로 책임투자가 장기적·지속적으로 좋은 성과를 보여주고 있는지를 살펴보기 위해 각 그룹의 누적 초과수익률 평균을 구하여 관찰해보았다. 앞의 ‘(4) 책임투자요소 및 투자방법별 월 평균 초과수익률 분석’과 다른 점은 월 수익률을 모든 기간에 대해서 평균한 것이 아니라 보유기간동안 누적 수익률을 계산했다는 점이다. 따라서 펀드를 보유 후 매월 초과수익률이 아니라 보유기간동안의 누적 초과수익률을 본다는 점에서 장기성과 분석이 가능하다. 대표적으로 12개월, 36개월, 60개월, 120개월 누적 초과수익률 평균을 이용하여 장기성과 추이를 분석하였다.

(나) 분석결과

[표 19]는 책임투자가 단기적으로는 성과가 좋지 않을 수 있어도 장기적으로는 좋을 수 있다는 것을 보여준다. 특히 포지티브 스크리닝을 택한 펀드의 경우 이러한 현상이 유의하게 그리고 두드러지게 나타난다. 구체적으로 책임투자에 해당하는 포지티브 스크리닝과 혼합투자를 살펴보면, 12개월, 36개월, 60개월, 120개월로 갈수록 음의 누적초과수익률이 양의 누적초과수익률로 바뀌고 그 크기 또한 증가하고 있다(지배구조요소에 대해 혼합투자를 하는 경우만 120개월 누적수익률에서 음의 수익률을 보인다.) 포지티브 스크리닝의 경우 120개월 누적수익률에 대해 7개의 요소에서 통계적 유의성도 나타난다.

앞의 [그림 4]에서 보면 장기적으로 100~120개월 후에 평균적으로 가장 높은 누적초과수익률을 유지하는데, 그룹을 고려하지 않은 전체 샘플에 대한 이 평균값은

5% 미만이다. 하지만 [표 19]을 통해 책임투자요소 및 책임투자방법을 세분화하여 관찰하면, 책임투자 중 포지티브 스크리닝이 비록 초기에는 성과가 좋지 않아도 장기적으로는 상당한 양의 성과를 보이고 있다. 성과의 절대적인 크기도 10가지 책임투자 요소 중에 7가지 요소에서 평균 누적초과수익률이 10%를 상회한다. 따라서 이를 통해 책임투자가 부분적으로 좋은 장기성과를 유의하게 보여줄을 확인할 수 있다.

[표 19] 책임투자의 장기성과 분석

책임투자요소		12개월 누적 초과수익률(%)			36개월 누적 초과수익률(%)		
		무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자	무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자
환경	Clim	-1.563	-1.338	-0.046	1.964	-0.835	0.101
	Poll	-1.354	-1.778	-0.023	2.811	-1.777	0.193
	Env		-1.437	0.150		-0.357	0.228
사회	Comm		-1.275	0.318		-0.446	0.409
	Div		-0.871	-0.032		-1.185	0.181
	Hum		-1.514	0.253		-0.332	-0.522
	Lab		-1.452	-0.032		-0.672	0.181
	Sud	-0.708			0.758		
지배구조	Board	-2.828 **	-0.334	0.091	1.125	-0.949	0.403
	Exec	-2.003 *	-0.454	0.062	1.496	-2.548	0.447

책임투자요소		60개월 누적 초과수익률(%)			120개월 누적 초과수익률(%)		
		무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자	무관심투자	포지티브 스크리닝	혼합투자
환경	Clim	1.336	3.869	-0.580	-5.439	14.373 **	2.500
	Poll	0.051	1.975	0.458	-3.277	13.129 **	2.603
	Env		0.486	0.429		6.118	2.197
사회	Comm		-0.495	1.347		5.097	1.909
	Div		-0.533	1.120		7.360 *	1.929
	Hum		0.773	0.098		11.952 **	0.595
	Lab		0.506	1.120		11.952 **	1.929
	Sud	2.071			3.704		
지배구조	Board	0.703	0.942	0.787	6.111	10.249 *	-0.024
	Exec	0.641	0.733	0.923	2.703	16.912 ***	-0.024

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

(6) 소결

US SIF와 모닝스타 데이터베이스를 기반으로 책임투자를 한다고 명시한 펀드를 이용한 책임투자 성과를 벤치마크 대비 초과수익률(월 평균 초과수익률과 누적 초과수익률) 측면에서 분석한 결과, 전체 샘플을 가지고 누적 초과수익률의 단순 통계량

을 관찰하면 평균값과 중간값이 모두 장기로 갈수록 양수 값을 보였다.

보다 세부적인 분석을 하기 위해 펀드 특성을 고려하기로 했고, 책임투자요소를 크게는 환경, 사회, 지배구조적 요소 세 가지로 나누고, 이를 다시 세부적으로 총 10가지 요소로 나누었다. 뿐만 아니라 투자 방법을 무관심투자, 투자제외, 포지티브 스크리닝, 네거티브 스크리닝, 혼합투자로 총 5가지 방법을 구분하여 각 그룹별 펀드 성과도 분석하였다. 그 결과, 포지티브 스크리닝의 경우 거의 모든 책임투자요소에서 평균적으로 양의 월 수익률을 보였다. 또한 분석기간을 부분적으로 살펴보면 시기별 효과를 통제한 후의 성과를 살펴보았다. 5년씩 부분기간을 나누었으며, 어떤 부분기간에서도 포지티브 스크리닝의 성과가 다른 투자방법에 비하여 지속적으로 더 큰 양의 초과수익률을 많이 보여 왔고 특히 2001년~2005년 기간에는 0보다 큰 평균 초과수익률이 과반수 이상 유의하게 나타났다.

마지막으로 누적수익률을 각 그룹별로 계산해 본 결과, 장기적으로 책임투자가 벤치마크 대비 양의 초과수익을 내고 있음을 확인하였다. 특히 포지티브 스크리닝에서 가장 효과적으로 그리고 통계적으로 유의하게 장기성과가 좋게 나타났다.

결론적으로, 본 절을 통하여 책임투자의 벤치마크 대비 초과수익률 성과가 나쁘지 않음(비슷하거나 더 좋다는 것을 의미)을 알 수 있었고, 특히 포지티브 스크리닝 방식을 택한 펀드는 벤치마크 대비 초과 성과가 유의하게 검증이 되었다. 그리고 비록 단기적으로는 책임투자의 성과가 좋지 못한 경우도 있었지만, 5년, 10년 장기적인 관점에서는 오히려 좋은 성과를 보여주었다.

다. 책임투자 펀드의 하방위험 분석

(1) 개요

펀드를 비롯한 투자 상품을 평가할 때에는 수익률뿐만 아니라 위험도 같이 고려해야한다. 앞의 ‘가. 책임투자 펀드의 수익률 분석’에서 책임투자 펀드의 벤치마크 대비 초과수익률을 책임투자 특성을 고려하여 분석하였고, 장기성과 또한 관찰하였다. 본 절에서는 책임투자 펀드의 하방위험 분석을 통해 책임투자의 위험관리가 제대로 이루어지고 있는지를 평가하고자 한다.

(2) 데이터

모닝스타에서 제공하는 전체 펀드 데이터 중에서, 각 펀드가 책임투자를 한다고 명시

한 펀드만을 이용한다.⁶¹⁾ 그 중에서 모닝스타 카테고리를 이용하여 다음 기준 [Box 4]에 해당하는 카테고리를 추출한 후 그곳에 속하는 펀드 샘플만 다시 추출한다.

[Box 4] 모닝스타 카테고리 추출 기준

1. 펀드를 구성하는 기초자산이 주식인 카테고리
2. 주식규모(소형주, 중소형주, 중형주, 대형주)의 구분이 가능한 카테고리⁶²⁾

분석에는 연 수익률과 펀드 자산 규모, 펀드가 속한 카테고리의 벤치마크 수익률이 모두 존재하는 437개의 펀드를 대상으로 2015년 1월부터 2015년 12월까지의 1년간 데이터를 사용하였다.

(3) 분석방법

하방위험 분석을 통한 위험관리 자체만을 관찰하는 것보다 위험관리에 따른 수익률 성과를 같이 분석할 때 의미가 있다. 가령 위험관리가 잘 이루어지는 동시에 수익률 성과도 좋은지를 보고자 하는 것이다. 우선 앞 절과 사용하는 데이터도 다르고 분류 기준도 책임투자요소와 투자 방법이 아니라 카테고리별 분류이기 때문에 수익률도 새롭게 계산하여 살펴볼 필요가 있다.

펀드는 모닝스타 카테고리를 통해 다음과 같이 그룹을 나누어서 그룹별로 분석한다. 아래 방식을 따르면 최종적으로 소형주, 중소형주, 중형주, 대형주 가치형, 대형주 혼합형, 대형주 성장형, 대형주 기타로 7개의 펀드 그룹이 형성된다.

[Box 5] 펀드 분석 그룹 분류 기준

1. 주식규모를 소형주, 중소형주, 중형주, 대형주 네 가지로 분류한다.
2. 대형주 카테고리 안에서 가치형, 혼합형, 성장형, 기타 네 가지 카테고리로 추가 분류한다.⁶³⁾

61) ‘가. 책임투자 펀드의 수익률 분석’에서는 모닝스타 데이터 중 책임투자를 한다고 명시하였고 그 중에서 US SIF의 리스트와 일치하는 펀드를 사용했다. 그 이유는 US SIF에만 책임투자요소 및 투자방법에 관한 정보가 나타나있기 때문이다. 그러나 본 절에서는 책임투자요소 및 투자방법을 고려하지 않고 책임투자를 한다고 명시한 모닝스타의 모든 펀드를 가지고 분석을 시작한다.

62) 모닝스타 카테고리 명칭상에 Small, Small/Mid, Mid, Large Cap으로 표기된 경우에 해당한다.

수익률은 배당이 반영된 연간 수익률 자료를 사용하며, 위험지표의 경우 하방 위험(수익률 하락에 대한 위험)을 사용하고 이를 측정하는 값은 최대누적하락수익률(Max Drawdown)을 사용한다. 모닝스타에서 정의하고 있는 최대누적하락수익률은 해당 기간(본 보고서에서는 2015년 1년의 기간)동안 펀드 가격이 기록한 최고치에서 이후에 기록한 최저치까지의 가격 변화율(%)이다.

분석 시점은 2015년 연말시점을 기준으로 하며, 각 펀드 그룹의 수익률을 산정할 때에는 자산 규모로 가치가중평균을 내어 계산한다. 펀드의 평균수익률뿐만 아니라 그룹별 벤치마크 수익률 평균을 구할 때에도 각 펀드에 대응되는 벤치마크에 해당 펀드의 자산 규모로 가중치를 부여하여 계산한다. 각 펀드 그룹의 최대누적하락수익률 역시 같은 방법으로 계산한다. 수익률과 최대누적하락수익률에 대해서 펀드와 벤치마크가 서로 유의하게 차이 나는지 보기 위해서 대응표본 t-검정(paired t-test)⁶⁴⁾을 실시한다. 대응표본 t-검정을 택한 이유는 각 펀드와 그에 대응되는 벤치마크가 다르기 때문이다.

참고로 최대누적하락수익률은 가격 하락에 대한 변화율이므로 항상 음수를 가지며, 하방위험관리가 잘 이루어지고 있는 경우는 가격 하락이 많이 일어나지 않을 것이기 때문에 절대 값이 작게 나타난다. 따라서 펀드의 최대누적하락수익률이 벤치마크의 최대누적하락수익률보다 작은 경우(절대 값이 더 작은 경우를 지칭) 하방 위험관리가 잘 이루어지고 있다고 판단할 수 있다.

(4) 분석결과

펀드유형별 최대누적하락수익률을 분석한 결과는 [표 20]에서 보는 바와 같다.

63) 모닝스타 카테고리 명칭상에 Value, Blend, Growth로 표기된 경우에 해당하며, 이에 대한 정보가 없는 경우 기타로 분류한다. 주식규모 분류가 가능한 카테고리에 대해서는 가치/성장형 구분이 이루어지지 않은 경우도 있지만, 반대로 가치/성장형 구분이 가능한 경우에는 주식규모 분류가 모두 이루어져있다. 본래는 소형주, 중소형주, 중형주에 대해서도 가치/성장형 구분을 적용시켜 추가 분류를 하였지만, 샘플 수가 작아서 이들에 대해서는 가치/성장형 구분 없이 주식규모 분류만으로 그룹을 형성한다.

64) 대응표본 t-검정이란 짝을 이룬 두 표본을 이용하여 모평균에 차이가 있는지를 확인하는 것이다. 두 그룹에 대해서 짝을 이룬 표본끼리의 차분을 계산하여, 차분에 대한 샘플의 평균이 0과 같은지 t-검정을 하는 것과 동일하다.

출처: 고길곤 (2014), 통계학의 이해와 활용, 문우사, p.219

[표 20] 펀드 그룹별 최대누적하락수익률 및 연 수익률

펀드 그룹	펀드 수	최대누적하락수익률(%)			연 수익률(%)		
		펀드 (A)	벤치마크 (B)	차분값 (A-B)	펀드 (A)	벤치마크 (B)	차분값 (A-B)
소형주	19	-6.58	-10.16	3.58 ***	7.07	17.60	-10.53 ***
중소형주	12	-7.38	-7.94	0.56	26.19	24.84	1.35
중형주	19	-12.49	-10.13	-2.36 *	-2.08	5.92	-8.00 ***
대형주 가치형	29	-8.38	-9.26	0.88	3.22	-0.03	3.25 *
대형주 혼합형	210	-9.81	-10.45	0.64 **	7.48	0.52	6.96 ***
대형주 성장형	53	-8.84	-9.42	0.58	8.40	2.14	6.26 ***
대형주 기타	95	-12.36	-13.88	1.52 ***	6.62	1.58	5.04 ***

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

위 표의 결과를 참고하면, 중형주 펀드에서만 펀드가 벤치마크보다 평균적으로 더 높은 최대누적하락수익률을 보이고 있고, 그 수치는 10% 수준에서 유의함을 알 수 있다.⁶⁵⁾ 반면에 다른 그룹에서는 펀드가 벤치마크보다 평균적으로 낮은 하방위험을 보이고 있고, 특히 소형주, 대형주 혼합형, 대형주 기타 펀드에서 매우 유의한 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과는 수익률 분석을 통해 더 크게 지지되는데, 펀드의 하방위험이 더 높았던 중형주의 경우 1% 수준에서 유의하게 벤치마크 수익률이 펀드 수익률보다 높게 나타난다. 그러나 대형주의 경우 모든 그룹에서 펀드 수익률이 벤치마크 수익률보다 유의하게 높음을 알 수 있다. 따라서 소형주 펀드 그룹을 제외한 나머지 그룹에서는 평균적으로 하방위험이 낮은 펀드일수록 연 수익률이 높게 나타난다. 즉, 책임투자 펀드 중에 대형주 그룹에 대해서는 위험관리가 제대로 이루어지는 동시에 수익률 측면에서도 좋은 성과를 보이고 있다는 것을 시사하고 있다.

하지만 소형주 펀드 그룹의 경우 펀드의 최대누적하락수익률이 벤치마크보다 유의하게 작은 반면, 연 수익률은 벤치마크가 유의하게 더 크다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 소형주 그룹에서는 하방위험의 결과와 수익률 결과가 조금은 상반되는 것처럼 보이나, 이는 특정 카테고리에 기인한 것으로 추론되며 무조건 펀드 수익률이

65) 여기서 유의하다는 것의 정확한 의미는 펀드와 벤치마크의 수치(최대누적하락수익률 혹은 수익률)가 같다는 귀무가설을 유의하게 기각한다는 것이다.

벤치마크 수익률보다 좋지 않다고 말하기는 어려워 보인다.⁶⁶⁾

결과적으로 위험관리 측면과 수익률 측면 모두를 고려했을 때 책임투자 펀드가 벤치마크 대비 좋은 성과를 나타내는 것으로 보이며, 특히 대형주 그룹에서 눈에 띄게 관찰된다.

4. 국내 기금의 책임투자 프로세스 평가⁶⁷⁾

현재 우리나라에서 책임투자를 실시하고 있는 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금 등의 대형 기금은 대부분 책임투자를 직접 운용이 아닌 위탁 방식으로 운용하고 있다. 이 중 책임투자 전문팀을 두고 있는 기금은 국민연금기금뿐이며, 운용지침과 의결권행사지침에 책임투자의 요소인 ESG를 명확하게 명시하고 있는 곳도 국민연금기금이 유일하다. 이하에서는 3개 기금별로 책임투자 위탁운용사 선정 기준 및 절차에 대해 살펴보기로 한다.

가. 국민연금기금

국민연금기금의 책임투자형 위탁운용사 선정 절차는 제안서 예비심사, 현장실사 및 구술심사로 이루어지며, 선정된 운용사는 위탁운용지침에 따라서 책임투자펀드의 순자산가액(NAV)의 70% 이상을 지속가능 중목군에 투자하고, 장기투자를 목적으로 하는 책임투자의 성격상 회전율이 대형주 유형(200%)에 비해 낮은 수준인 150%를 유지해야 한다.

위탁운용사 선정 절차는 제안서 설명회 → 펀드별 내역 접수 → 예비심사 → 제안서 접수 → 구술심사 대상자 선정(2배수) → 구술심사 대상자 현장실사 → 구술심사 → 최종 선정으로 진행되며, 심사 평가항목은 경영안전성과 운용조직 및 인력, 운용성과, 투자 및 리서치 과정, 위험관리로 구성되어 있다.

66) 해당 카테고리는 Japan OE Japan Equity Small-Cap Growth이며, 여기에는 Kamakura Yui 2101 Fund(ISIN Code: JP90C0006VG1) 하나만이 속해있다. 그런데 이 펀드의 자산 규모가 소형주 전체 펀드 자산 규모의 89.9%를 차지하고 있으며, 벤치마크 수익률은 19.1%임에 반해 펀드 수익률은 훨씬 낮은 7.92%이다. 위 표는 자산 규모로 가중 평균 하였기 때문에 소형주 펀드의 평균 연 수익률은 이 펀드의 영향을 크게 받을 것으로 시사되어진다.

67) 본 절은 ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.’를 기초로 작성하였다.

책임투자형 위탁운용사는 기존의 재무적인 분석뿐만 아니라 환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보를 분석할 수 있는 스크리닝 기법을 보유해야 하며, 벤치마크인 KOSPI 대비 장기초과수익을 추구하는 것을 선정 기준에 포함하였다.

[표 21] 국민연금 책임투자형 운용 지침

국민연금 위탁운용지침 책임투자형 위탁운용사
◦ 책임투자펀드의 순자산가액(NAV)의 70% 이상을 지속가능 종목군에 투자 ◦ 회전율이 대형주 유형(200%)에 비해 낮은 수준인 150%를 유지 ◦ 사회책임투자형 위탁운용사는 기존의 재무적인 분석뿐만 아니라 환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보를 분석할 수 있는 스크리닝 기법을 보유해야 함 ◦ 벤치마크인 KOSPI 대비 장기초과수익을 추구하는 것을 선정 기준에 포함

자료: ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역 보고서, 2016. 7.’에서 인용함

나. 공무원연금기금

공무원연금기금은 [표 22]에서 알 수 있듯이 책임투자형을 위탁주식운용의 한 가지 유형으로 고려하는 등 일반적인 위탁주식운용과 거의 동일하게 취급하고 있으며, 책임투자형 위탁운용사 선정 절차 또한 다른 위탁운용사 선정기준과 동일한 것으로 파악된다.⁶⁸⁾

책임투자형 위탁운용사는 환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보를 분석할 수 있는 분석 기법을 보유해야 하고, 벤치마크인 KOSPI 대비 장기적 초과수익을 추구한다. 공무원연금의 책임투자운용 성과 목표는 [표 23]과 같이 벤치마크보다 2%p 초과 수익을 달성하는 것이며, 책임투자 종목 선정 시 재무적 성과 달성에 초점을 맞추고 재무적 요소를 강조하는 것으로 보인다.

공무원연금기금 위탁운용사 선정기준 내 1차 심사는 [표 24]과 같이 정량평가만을 통해 대상 운용사를 선정하고 있는데, 이는 1차적으로 정량기준을 통해 후보를 좁힌 뒤 2차에서 정성평가에 집중하려는 의지로 해석된다.

68) 다만 지속가능 종목군 투자 대상 유니버스 혹은 투자비중 제한 항목은 제외되었다.

[표 22] 공무원연금 사회책임투자형 위탁운용사 선정기준

펀드유형		지 원 자 격		
		수탁고	펀드운용기준	자본총계
사회책임형 ⁶⁹⁾ 배당성장형 중소형주형 동일비중형	운용사	100억원 이상	50억원 이상 & 1년 이상	100억원 이상
	투자자문사			20억원 이상

자료: 공무원연금공단(2015년 4월 위탁운용사 선정공고)

[표 23] 공무원연금 사회책임투자형 BM 및 성과 목표

운용유형	BM	주식편입비율	성과 목표
SRI형	배당반영KOSPI	60%이상	BM+2%p

자료: 공무원연금공단(2015년 4월 위탁운용사 선정공고)

69) 약관 또는 계약서상 펀드의 60% 이상이 주식으로 운용되며, 사회책임투자형 또는 이와 유사한 운용전략으로 운용되는 해당유형 펀드들의 총 수탁고(설정액)가 100억 원 이상인 회사

[표 24] 공무원연금 위탁운용사 선정기준

구분			평가항목	점수
1차심사 (서류심사)	정량평가 (100점)	운용성과 (60점)	BM초과수익률	30
			위험조정성과(IR)	30
		자본건전성 (10점)	자본총계	5
			총자산 순이익률	5
		운용신뢰도 (25점)	유형별수탁고(잔고)	10
			운용기간	5
			금융감독기관 제제사항 (위탁운용사 및 담당 운용역)	5
			운용인력 수(해당 유형)	3
			위험관리인력 수	2
		운용보수 (5점)	운용보수율	5
2차심사 (구술심사)	정성평가 (100점)	경영안정성		10
		은행잔액		40
		위기관리능력		30
		펀드매니저의 전문성 및 운용성과		20

자료: 공무원연금공단

다. 사학연금기금

공무원연금은 [표 25]에서 알 수 있듯이 책임투자형을 위탁주식운용의 한 가지 유형으로 고려하는 등 일반적인 위탁주식운용과 거의 동일하게 취급하고 있으며, 책임투자형 위탁운용사 선정 절차 또한 다른 위탁운용사 선정기준과 동일한 것으로 파악된다.

[표 25] 사학연금의 위탁운용사 선정 조건(사회책임투자형)

유형	지 원 자 격
인덱스형	○ 2016.02.01.현재 해당 유형 펀드를 운용규모(순자산총액의 평균잔액) 100억 원 이상 및 운용기간 1년 이상으로, 최소 1개 이상 운용 ※해당 유형은 공단 펀드평가사인 제로인 분류기준 공/사모 국내주식 KOSPI200 인덱스형에 한함 ※ 단, 국민연금, 공무원연금 및 우정사업본부(보험, 예금)의 국내 KOSPI200 인덱스형 일임자산을 운용 중인 기관 중 해당펀드가 지원자격을 충족하는 경우 지원 가능하며, 해당펀드도 평가에 포함
사회책임투자형	○ 2016.02.01.현재 해당 유형 펀드를 운용규모(순자산총액의 평균잔액) 100억 원 이상 및 운용기간 1년 이상으로, 최소 1개 이상 운용 ※해당 유형은 공단 펀드평가사인 제로인 분류기준 공/사모 국내주식 사회책임투자형에 한함 ※단, 계약상 주식편입비 60% 이상으로 사회책임투자형 운용전략으로 일임자산을 운용 중인 기관 중 해당 펀드가 지원 자격을 충족하는 경우 지원가능하며, 해당펀드도 평가에 포함 ※사회책임투자형 운용전략 여부 판단은 1차 평가기관인 제로인의 의견을 수렴하여 결정
배당주형	○ 2016.02.01.현재 해당 유형 펀드를 운용규모(순자산총액의 평균잔액) 100억 원 이상 및 운용기간 3년 이상으로, 최소 1개 이상 운용 ※해당 유형은 공단 펀드평가사인 제로인 분류기준 공/사모 국내 배당주형에 한함 ※단, 국민연금, 공무원연금 및 우정사업본부(보험, 예금)의 국내 배당주형 일임자산을 운용 중인 기관 중 해당펀드가 지원자격을 충족하는 경우 지원가능하며, 해당펀드도 평가에 포함
공통사항	○ 금융투자협회 공시 펀드 또는 공단 펀드평가사인 KG제로인으로부터 성과평가를 받거나 객관적 성과 검증이 가능한 일임 펀드 ※제외펀드 : 자사주 펀드, 해외투자 펀드, 벤처 또는 구조조정기금 펀드, 전환형 또는 목표달성형 펀드, 소위 'OEM' 펀드로서 해당 운용사가 직접 운용하지 않은 펀드, 지수 ETF 및 구조화시스템 펀드(ELF 포함), 특정테마 펀드 등 공단의 위탁운용방향과 관계없는 펀드

자료: 사학연금 국내주식형 위탁운용상품 선정공고(2016년 2월)

[표 26] 사학연금 사회책임투자형 운용 방법(BM 주식편입비율)

구 분	운용유형	BM	편입비율	파생상품
국내주식	사회책임투자형	KOSPI+배당수익률	주식 90% 이상	불가

자료: 사학연금 국내주식형 위탁운용상품 선정공고(2016년 2월)

라. 소결

3개 기금 모두 운용사 선정 항목에서 책임투자 고려 요소로 재무적 분석과 함께 ESG 등 비재무적 요소를 분석하는 능력을 평가한다는 항목이 포함되어 있을뿐, 공통적으로 책임투자 위탁운용사 선정 기준은 기금 위탁운용사 선정기준의 틀 안에서 ESG 요소를 고려하는 것 이외에는 다른 유형의 국내주식형 운용사 평가 항목 간의 큰 차이는 발견되지 않았다. 이를 종합하면 3개 기금은 책임투자를 국내주식 위탁운용의 한 형태로 판단하고 운용사 선정과 관리 또한 해당 관점으로 진행하는 것으로 보인다.

[표 27] 국내 연기금 책임투자 위탁운용사 선정 기준 비교

	국민연금	공무원연금	사학연금
운용유형	국내주식형>위탁운용	간접투자>특화펀드>기업지배구조형	국내주식형> 위탁운용> 사회책임투자형
위탁운용사 선정절차	1차 심사(제안서심사) 2차 심사(정성평가)	1차 심사(서류심사) 2차 심사(구술심사)	공개모집을 통해 프리젠테이션 심사 및 현장실사
위탁운용사 선정 기준	최근 1년 기간 중 설정액 50억 원 이상으로 6개월 이상 운용된 주식편입비 60% 이상 주식형 펀드 ⁷⁰⁾	사회책임투자형 수탁고 100억 원 이상 사회책임형 또는 유사전략 펀드 50억원 이상&1년 이상 운용	사회책임투자형 운용규모 100억원 이상, 운용기간 1년 이상, 최소 1개 펀드 운용
위탁운용사 역량	환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보 분석 기법 보유	환경·사회·지배구조 등 비재무적인 정보 분석 기법 보유	운용전략 여부 판단은 1차평가기관인 제로인의 의견을 수렴하여 결정

자료: ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역 보고서, 2016. 7.’에서 인용함

70) 국민연금 2014년도 상반기 국내주식위탁운용사 선정계획 공고에서 인용하였다.

3개 기금 모두 책임투자 위탁 운용사 선정 프로세스는 1차와 2차로 구성되어 있는데, 1차에서는 정량평가를 통해 2배수의 2차 평가 대상운용사를 선정하고 2차에서는 구술심사, 즉 프리젠테이션(방문실사 포함)을 통해 책임투자 위탁 운용사를 선정한다.

1차 정량평가의 경우, 공무원연금기금과 사학연금기금은 계량평가로만 위탁운용사를 평가하는데, 운용성과(수익률과 위험조정성과) 계량점수가 정량평가 배점 가운데 70%를 차지하고 있다. 특히 사학연금의 경우 최근 1년 실적에 기초한 운용성과가 1차 평가에서 큰 비중을 차지하고 있는데, 이는 책임투자는 장기성과가 더 우수하다는 점을 감안할 때 적절치 못한 것으로 판단된다.

또한 사학연금은 해당 펀드의 책임투자형 운용전략 여부 판단은 기금의 1차 평가기관인 제로인의 의견을 수렴하여 결정한다고 기술하고 있어 기금 내부에서 기금이 정의하고 있는 책임투자에 대한 유니버스와 종목별 구분 기준을 갖고 있지 않는 것으로 보인다.

IV. 개선방안

1. 연기금의 책임투자 활성화를 위한 법령 정비

가. 해외 사례의 시사점

이미 선진국은 연금 관련법에 책임투자 원칙을 반영하고 있다. 영국의 경우 2000년 7월 「연금법」(The Amendment to the UK Pension Act) 개정을 통해 ‘연기금 펀드를 운용하는 모든 주체들은 투자 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리의 세 요소를 고려할 것’을 명문화하고 있다. 프랑스는 Fablus Act(2001.2)에서 연기금이 윤리, 사회, 환경 측면을 고려하여 투자하는지 공개할 의무를 명시하고 있으며, 독일 역시 동일한 의무를 부여하고 있다. 스웨덴의 경우에도 ‘펀드운용에 있어 ESG 요소를 고려하여 투자할 것’을 Swedish State Pension Scheme에서 정하고 있고, 호주도 2002년 「재정서비스법」 개정으로 연기금펀드는 ‘상품설명서에 노동기준, 환경, 사회, 윤리적 고려사항이 투자선택, 유지, 취득에 어느 정도 고려되는지 공개’할 것을 의무화했다. 동아시아에서는 일본이 2005년 환경관련법에 ‘국민이 투자 행위를 함에 있어 기업의 환경정보를 감안’하도록 권장하고 있다.

[표 28] 책임투자의 해외 입법사례

국가	제도	주요 내용
영국	The Amendment to the UK Pension Act(2000.7)	연금기금을 운용하는 모든 주체는 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리의 세 요소를 어느 정도 수준으로 고려하는지를 공시토록 유도함
독일	AilZerG(2002.2)	연금제도가 윤리, 사회, 환경적 측면을 고려하여 투자하는지 공개 의무화
프랑스	Fablus Act(2001.2)	연금제도가 윤리, 사회, 환경적 측면을 고려하여 투자하는지 공개 의무화
스웨덴	Swedish State Pension Scheme	SRI 방침의 기본으로 UN 협약을 채택하여 환경 및 사회적 요인이 펀드에 명확하게 통합됨
호주	재정서비스법(2002)	연기금 펀드 등 투자상품의 제공자는 상품설명서에 노동기준, 환경, 사회, 윤리적 고려 사항이 투자선택, 유지, 취득에 어느 정도 고려되는지 공개해야 함.

국가	제도	주요 내용
일본	환경고려사업 활동의 촉진에 관한 법률(2005.4)	제5조에서 국민은 투자행위를 함에 있어 기업의 환경 정보를 감안하도록 권장

자료 : 권순원, 「국민연금과 사회책임투자(SRI)」, 『연금포럼』 2012년 여름호, 국민연금연구원, 2012.

이러한 법적 기반 마련은 해외 연기금의 책임투자 규모 확대에 중요한 기폭제로 작용하였다고 할 수 있다. 우리나라에서도 2014년말 「국민연금법」 개정으로 책임투자의 근거는 마련된 상태이나, 책임투자가 적용 가능한 자산군에 대한 검토와 사후관리 방안 마련 등 제도적 기반은 확충될 필요가 있다.

나. 「국가재정법」 및 개별 연기금 근거법률 개정 검토

「국가재정법」은 제63조제1항에서 ‘기금관리주체는 안정성·유동성·수익성 및 공공성을 고려하여 기금자산을 투명하고 효율적으로 운용하여야 한다’라고 규정하고 있다. 책임투자가 수익성·안정성·공공성의 투자원칙을 균형 있게 구현할 수 있는 투자방법이라는 점을 감안하면, 「국민연금법」의 규정과 같이 “기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다”는 항을 신설하는 방안을 검토할 필요가 있다.

[표 29] 「국가재정법」 개정안 예시

현 행	개 정 안
제63조(기금자산운용의 원칙) ① 기금관리주체는 안정성·유동성·수익성 및 공공성을 고려하여 기금자산을 투명하고 효율적으로 운용하여야 한다. <u><신 설></u> ②·③ (생략)	제63조(기금자산운용의 원칙) ① (현행과 같음) ② <u>기금관리주체는 기금을 운용하는 경우 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다</u> ③·④ (현행 제2항 및 제3항과 같음)

다만, 이러한 개정안에 관하여는 개별 연기금법이 아닌 국가재정에 관한 전반을 규율하는 「국가재정법」에 책임투자를 입법한 해외사례가 없으며, 연기금이 아닌 일반 기금에까지 책임투자를 도입하는 것은 시기상조라는 반론이 있을 수 있다.

그럼에도 불구하고, 책임투자는 책임 있는 방식으로 기업이 상품 또는 서비스를 생산하도록 유도하는 동시에 기업의 사회적 측면의 활동을 제고한다는 측면에서 공공적 가치 역시 추구할 수 있다는 점 및 강행규정이 아닌 ‘고려할 수 있다’의 임의 규정인 점을 고려할 때, 입법을 전향적으로 검토할 필요가 있을 것으로 보인다.

만일 「국가재정법」 개정논의가 지지부진한 상황이라면, 「국가재정법」 개정 앞서 개별 연기금 근거법률에 「국민연금법」 제102조제4항과 같은 책임투자 근거를 신설하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

다. 「국민연금법」 개정 검토

「국민연금법」은 제102조제4항에서 ESG 요소를 고려할 수 있는 근거규정을 두고 있으며, 제105조제1항제5호에서 이에 대한 공시 대상 및 방법을 국민연금기금 운용지침에 마련하도록 규정하고 있다.⁷¹⁾

그러나 현재 국민연금기금은 책임투자 금액과 수익률만 공시하고 있으며, ESG 각 요소 중 어떠한 요소를 고려하고 있는지와 고려 정도는 전혀 공시하고 있지 않고 있다. 또한 고려하지 않는 경우 이에 대한 사유도 공시하지 않고 있다.

따라서 ESG 요소를 고려했는지 여부 및 고려했다면 고려 정도, 고려하지 않았다면 그 사유 등을 공시하도록 「국민연금법」 개정을 검토할 필요가 있을 것으로 보인다.

71) 「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용) ② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 대한 투자는 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다.

3. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4조에 따른 증권의 매매 및 대여

제105조(국민연금기금 운용지침) ① 운용위원회는 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 다음 사항에 관한 국민연금기금운용지침(이하 "기금운용지침"이라 한다)을 마련하여야 한다.

1.~4. (생략)

5. 제102조제2항부터 제5항까지에 따른 기금의 관리·운용 현황에 관한 공시 대상 및 방법

[표 30] 「국민연금법」 개정안 예시

현행	개정안
제105조(국민연금기금 운용지침) ① 운용위원회는 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 다음 사항에 관한 국민연금기금운용지침(이하 "기금운용지침"이라 한다)을 마련하여야 한다. 1.~4. (생략) 5. 제102조제2항부터 제5항까지에 따른 기금의 관리·운용 현황에 관한 공시 대상 및 방법 ② 기금운용지침에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.	제105조(국민연금기금 운용지침) ① (제1항 본문과 같음) 1.~4. (현행과 같음) 5. ----- -----방법. 단, 제102조제4항의 경우 각 요소의 고려 여부 및 고려 정도, 고려하지 않는 경우 그 이유를 포함한다. ② (현행과 같음)

다만, 개정 논의 시 우리나라는 책임투자의 역사가 약 10년으로 상대적으로 짧아 ESG 이슈 전반을 포괄하는 독자적인 ESG 지수가 2009년부터 본격적으로 개발된 바, 안정적인 정착을 위해서는 일정한 시간이 필요하다는 점을 감안할 필요는 있을 것이다.

라. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정 검토

책임투자가 활성화되기 위해서는 기업의 재무적 정보 이외에 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 정보가 체계적으로 공개되는 것이 매우 중요하다. 현재 공적 연금 등의 책임투자 관련 공시의무가 부과된 해외 선진국의 경우에는 1960년대부터 책임투자의 개념이 도입되어 ESG 이슈에 따른 기업의 평가기준이 정착되어 있을 뿐만 아니라,⁷²⁾ 주식시장 상장기업 등에 대하여 윤리, 사회, 환경 등 비재무적 요소에 대

72) 예를 들어 미국에서는 1990년 사회책임투자의 선구자로 불리는 에이미 도미니(Amy Domini)가 개발한 도미니400(Domini 400 Social Index), 1999년 다우존스 글로벌 인덱스를 기초로 개발된 다우존스 지속가능기업 지수(DJSI: Dow Jones Sustainability Index)가 사용되고 있으며, 영국에서도 2001년부터 FTSE4Good(FTSE4Good Global 100 Index)라는 지속가능기업지수가 공개되고 있다.

한 공시의무를 부과하고 있어 책임투자를 위한 자료축적도 용이하다.⁷³⁾ 반면 우리나라는 앞서 언급하였듯이 2015년초 기준 유가증권시장 상장기업 700사 중 약 80사 정도만 지속가능보고서(Sustainability Report)를 통해 관련정보를 공개하고 있는 실정이다.

[표 31] 주요 국가의 책임투자 관련 기업공시제도화 비교

구분	영국	프랑스	독일	미국	캐나다	호주
공시강제	●	●	●	●	●	●
대상기업	상장기업	상장기업	상장기업			비상장, 상장기업
근거법령	회사법	상법	상법	증권법	증권법	회사법
공시범위	종업원, 환경, 사회, 지역	환경, 사회적 책임	환경, 종업원	환경	환경	환경, 특정 비재무
공시항목의 구체성	×	●	×	●	×	×

자료 : 권순원, 「국민연금과 사회적책임투자(SRI)」, 『연금포럼』 2012년 여름호, 국민연금연구원, 2012.

이와 관련하여, 홍일표의원은 재무적 정보 이외에 사회적 책임과 관련된 비재무적 정보를 사업보고서에 기재하여 공시하도록 의무화함으로써 투자자에게 사회적 책임에 관한 정확한 정보를 내실 있게 제공하여 합리적인 투자결정에 반영될 수 있도록 하는 한편, 기업의 자발적인 사회적 책임 이행노력과 투명성을 제고하기 위해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」을 19대에 이어 20대 국회에서도 대표발의하였는 바, 동 개정안의 논의 과정을 지켜볼 필요가 있을 것으로 보인다.⁷⁴⁾⁷⁵⁾

73) 국회 보건복지위원회 「국민연금법 일부개정법률안(이목희의원 대표발의)」 검토보고서, p.34

74) 다만, 동 개정안은 19대 국회에서 기업의 사회적 책임 이행노력과 투명성을 제고하기 위하여 찬성하는 입장과 기업설명회 등을 통해 자발적으로 사회적 책임에 대한 정보를 제공하는 것이 필요하다는 반대 입장이 대립한 끝에 임기만료 폐기되었다.

75) 다만, 개별기업의 ESG 요소를 공시하도록 법률로 규정할 경우, ESG 공시가 기업에게는 공시 부담을 주면서도 ESG 평가기관에는 큰 도움이 되지 않을 수 있기 때문에 공시 대상이 되는

[표 32] 홍일표의원 대표발의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」 신
구조문대비표

현행	개정안
제159조(사업보고서 등의 제출) ① (생략) ② 사업보고서 제출대상법인은 제1항의 사업보고서에 그 회사의 목적, 상호, 사업내용, 임원보수(「상법」, 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다), 재무에 관한 사항, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 기재하고, 대통령령으로 정하는 서류를 첨부하여야 한다.	제159조(사업보고서 등의 제출) ① (현행과 같음) ② 사업보고서 제출대상법인은 제1항의 사업보고서에 다음 각 호의 내용을 기재하고, 대통령령으로 정하는 서류를 첨부하여야 한다. 1. 목적 2. 상호 3. 사업내용 4. 임원보수(「상법」, 그 밖의 법률에 따른 주식매수선택권을 포함하되, 대통령령으로 정하는 것에 한한다) 5. 재무에 관한 사항 6. 금융 및 조세, 환경, 인권 관련 법령 위반에 따른 제재현황 7. 환경보호를 위한 계획 수립과 실행에 관한 정보 및 환경 관련 규제 준수를 위한 비용에 관한 사항 8. 내부신고제도 등 뇌물 및 부패 근절을 위한 제도에 관한 사항 9. 인권 보호 및 신장을 위한 계획 등 인권에 관한 사항 10. 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항
③ ~ ⑦ (생략)	③ ~ ⑦ (현행과 같음)

마. 「(가칭)책임투자에 관한 기본법」 제정 검토

국민연금기금 등의 연기금은 공적 연기금으로서 「국가재정법」 또는 개별 근거법률의 책임투자 근거조항에 의해 책임투자를 수행할 수 있는데 반해, 민간 펀드는 위

ESG 지표 선별에 매우 신중하고 체계적인 접근이 필요할 것으로 보임.

에서 검토한 개정안이 입법되더라도 책임투자의 근거조항이 부재하다. 따라서 책임 투자를 활성화하기 위해 민간 영역에서 책임투자를 행할 때 각종 세제 혜택 및 정책 지원을 제공하고, 정부에게 책임투자 인프라를 구축하는 역할을 부여하며, 일정 요건을 갖춘 기업들에게 사회책임보고서를 발간하도록 강제하는 등 책임투자를 전반적으로 규율하는 기본법을 제정할 필요성에 관하여 논의가 필요할 것으로 보인다. 다만, 이는 책임투자에 대한 사회적 공감대가 형성된 후에 추진이 가능할 것이다.

2. 연기금의 책임투자 내실화를 위한 제도 정비

가. 기금운용평가(자산운용) 기준 정비

기획재정부는 「국가재정법」 제82조제1항7)에 근거하여 기금운용평가를 실시하고 있는데, 이는 매년 전체 기금 중 3분의 1 이상의 기금에 대하여 운용실태를 조사·평가하는 것으로, “사업운영” 평가와 “자산운용” 평가로 구분된다.

이 중 기금운용평가(자산운용)는 기금 여유자금 운용현황을 평가하기 위한 것으로, 민간 전문가들로 구성된 기금운용평가단에 의하여 비계량지표와 계량지표를 활용하여 자산운용의 체계 및 정책, 위험 및 성과관리, 자산운용 성과 등을 평가한다. 「국가재정법」상 자산운용위원회 설치의 의무화된 여유자금 1조원 이상 기금(대형)과 경영평가 대상기금은 매년 평가 대상에 포함되며, 계정성 기금을 제외한 그 외 기금은 2년 주기로 평가한다.

자산운용평가의 계량 부문에 대한 배점은 비계량 부문과 동일한 50점이며, 세부적으로는 수익률 및 위험지표에 각각 35점과 10점, 그리고 질적 개선지표에 5점을 배분하고 있다. 이 중 수익률지표에 할당된 35점은 단기자산과 중장기자산의 비중을 따라 다시 배분되며, 위험지표에 할당된 10점은 샤프비율과 운용기관/상품집중도에 동일하게 5점을 배분하고 있다. 마지막으로 질적 개선지표는 공공성확보와 수익률개선 항목에 2점과 3점을 배분하여 상대적으로 수익률 개선 노력을 보다 중시하고 있다.

76) 「국가재정법」 제82조(기금운용의 평가) ① 기획재정부장관은 회계연도마다 전체 기금 중 3분의 1 이상의 기금에 대하여 대통령령이 정하는 바에 따라 그 운용실태를 조사·평가하여야 하며, 3년마다 전체 재정체계를 고려하여 기금의 존치 여부를 평가하여야 한다.

[표 33] 자산운용 평가 세부지표

평가 항목	평가지표[점수 비중]	세부 평가지표
1. 자산 운용 정책 [계획]	자산운용체계의 적정성 [8.0]	① 자산운용관련 의사결정체계의 구축 [4.5] ② 자산운용관련 업무의 분리와 견제 [1.5] ③ 외부 위탁운용 체계의 적정성 [2.0]
	자금운용계획의 적정성 [10.0]	① 적정유동성 규모 및 자산배분 추정 [4.0] ② 현금성 자금의 최소화 노력 [1.0] ③ 목표수익률 및 허용위험한도 설정의 적정성 [5.0]
	자산배분의 적정성 [7.0]	① 자산운용상품 선택의 적정성 [4.0] ② 중장기자산 자산배분의 합리성 [2.0] ③ 해외투자 및 대체투자 선택의 적정성 [1.0]
2. 자산 운용 관리 [집행]	자산운용관리의 효율성 [10.0]	① 자산운용관련 주요위원회 활동실적 [4.5] ② 자산운용전담조직의 전문성 및 업무체계 [4.0] ③ 운용자산 평가 프로세스의 효율성 [1.5]
	자산운용위험 관리의 효율성 [8.0]	① 위험관리 프로세스의 효율성 [3.5] ② 포트폴리오 전체 통합위험관리의 효율성 [3.5] ③ 부실자산 처리의 효율성 [1.0]
	자산운용성과 관리의 효율성 [7.0]	① 기준수익률 및 목표수익률 대비 운용수익률 차이 분석 [3.5] ② 위험대비 성과 및 원인분석 [1.0] ③ 자산운용 성과평가 및 공시 [2.5]
3. 자산 운용 실적 [성과]	단기자산 운용수익률과 적정유동성 [35W]	① 단기자산 절대수익률 [7W] ② 단기자산 상대수익률 [20W] ③ 현금성자금 보유도 [8W]
	중장기자산의 운용수익률 [35 (1-W)]	① 중장기자산 과거 3년간 운용수익률 [10(1-W)] ② 중장기자산 상대수익률 [25(1-W)]
	위험자산의 성과지표 [5]	① 위험자산 과거 3년간 샤프비율 [5]
	운용기관 및 상품 집중도 [5]	① 운용기관 집중도 [2] ② 운용상품 집중도 [3]
	수익률 개선 노력도 [3]	① 수익률 개선노력도 [3]
	공공성 확보 노력도 [2]	① 공공성 확보노력도 [2]
4. 조정	자산운용 개선노력과 성과, 제출자료의 신뢰도·충실도, 자산운용비용절감 측면 등 가감점사항을 고려하여 평가단에서 조정 [-3~ +2]	

주: W는 전체자산 중 단기자산의 비율(단기자산은 운용기간이 1년 미만인 자산)

자료: 기획재정부(2015회계연도 기금운용평가지침Ⅱ)

계량지표인 자산운용실적[성과]에서 현재는 중장기자산의 경우 과거 3년간의 운용수익률만을 반영하고 있으나, 장기투자 관점에서의 안정적인 장기수익률 제고를 위한 책임투자를 정확하게 평가하기 위해 3년만이 아닌 5년 및 누적수익률을 평가지표로 추가하는 방안을 검토할 필요가 있다.

한편, 비계량지표 중 ‘자산운용관리’에서는 장기투자자로서의 올바른 기금 운용 방향을 설정하기 위한 목적에서 ‘장기투자’ 지표를 신설하는 것을 검토할 필요가 있고, 세부지표로는 기금의 책임투자 강화 및 그 외에 초과수익 창출을 위한 다양한 액티브운용, 기금의 주주권 행사 강화 등도 모두 장기수익률 제고 관점에서 신설을 전향적으로 검토할 필요가 있다.

나. 연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 기준 개선⁷⁷⁾

앞의 제3장제4절에서 살펴본 대로 현재 연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 기준은 기금 위탁운용사 선정기준의 틀 안에서 ESG 요소를 고려하는 것 이외에는 다른 유형의 국내주식형 운용사 평가 항목과 같다.

따라서 책임투자를 내실화하기 위하여 책임투자형 위탁운용사를 선정할 때 위탁운용사의 ESG 요소 분석능력을 평가할 수 있도록 구체적인 기준을 선정 기준에 포함할 필요가 있다. 이는 구체적으로 ‘포트폴리오 구성 종목의 일정 부분 이상을 ESG 점수가 양호한 종목으로 구성해야 한다’, ‘책임투자 리서치기관에서 평가한 종목별 ESG 점수가 포트폴리오 수준에서 평균적으로 높아야 한다’, ‘분쟁점수가 낮아야 한다’ 등과 같이 연기금의 책임투자 목적에 맞는 평가 기준을 생각해 볼 수 있을 것이다.⁷⁸⁾ 또한 책임투자에 대한 전문성이 확고하게 서 있지 못한 상태에서 구체적인 기준을 정하면 자칫 평가의 유연성을 떨어뜨려 잘못된 결과를 초래할 수도 있다는 점을 감안할 때, 일정 이상의 점수 등의 고정된 기준보다 평가의 핵심이 되는 포트폴리오 구성 종목에 대한 ESG 요소의 특성과 반영 정도 등을 반영하는 방안이 더 적절할 것으로 생각된다.

77) 본 절은 ‘모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, NABO 정책연구용역보고서, 2016. 7.’를 기초로 작성하였다.

78) 해당 지표와 관련하여 위탁운용사가 실제 운용과정에서 준수하고 있는지를 성과평가 요소로(책임투자 이행 모니터링) 제반영도 필요할 것으로 보인다. 이 경우 위탁운용사 선정을 위해 허위로 관련 프로세스나 전략을 제시하지 못하게 되어 위탁운용사 선정시 전문성 등을 파악하기 보다 용이해질 것으로 생각된다.

한편, 현재 연기금의 책임투자 위탁운용사 선정 프로세스는 1차와 2차로 구성되어 있는데, 1차 정량평가를 통해 2배수의 2차 평가 대상 운용사를 선정하고 2차 구술심사(프리젠테이션(방문실사 포함))을 통해 책임투자 위탁운용사를 선정한다.

1차 정량평가의 경우, 공무원연금과 사학연금은 계량평가로만 위탁운용사를 평가하는데, 운용성과(수익률과 위험조정성과) 계량점수가 정량평가 배점 가운데 70%로 높은 편이다. 사학연금의 경우 책임투자가 장기성과 제고를 목적으로 한다는 점에도 불구하고 최근 1년 실적에 기초한 운용성과가 1차 평가에서 큰 비중을 차지한다. 이는 현 시점에서는 국내 책임투자 운용 기간을 충분히 확보한 펀드의 과거 운용성과기록이 부족하기 때문에 단기성과를 위주로 평가하는 것으로 추론된다. 그러나 향후 책임투자 운용 기록이 쌓이면 단기성과 평가를 지양하고 장기성과 평가 비중을 늘릴 필요가 있다. 또한 과거 성과가 미래의 지속 가능성을 보장하지 못한다는 점 및 책임투자에는 다양한 투자전략이 있다는 것을 감안할 때, 2차 구술심사에서는 운용프로세스, 전략 수행 방안, 유니버스 구성 방법론 등 펀드 운용의 지속가능성을 예측할 수 있는 다양한 정성적 평가를 도입할 필요가 있다.

마지막으로, 사학연금은 해당 펀드의 사회책임투자형 운용전략 여부 판단은 기금의 1차 평가기관인 제로인의 의견을 수렴하여 결정한다고 기술하고 있어 기금 내부에서 기금이 정의하고 있는 책임투자에 대한 유니버스와 종목별 구분 기준을 갖고 있지 않는 것으로 보인다. 내부 자원이 부족한 경우 외부 기관의 지원을 받는 것은 긍정적이지만, 이 경우에도 기금의 투명성 강화 측면에서 외부 기관의 책임투자의 기준은 명시해 주는 것이 바람직해 보인다.

3. 국민연금기금의 책임투자 내실화 및 활성화 방안

가. 전체 포트폴리오 측면의 책임투자 기초 강화 필요

국민연금기금은 2009년 이후 PRI 가입 등을 통하여 기금 전체의 책임투자 성격을 강화하고자 노력하고 있으나, PRI 가입 취지를 실질적으로 실현하기 위한 구체적인 후속 조치는 수반되지 않고 있는 상황이며, 이는 평판위험 관점에서도 중요한 요인으로 작용할 수 있다.

일례로, 국민연금기금이 가습기살균제의 제조·유통·판매 등으로 논란이 일고 있

는 주요기업 10곳(이마트, GS리테일, SK케미칼, 홈플러스, 롯데쇼핑, 롯데마트, AK홀딩스, 옥시, 테스코, 코스트코)에 투자한 총액은 2015년 기준 3조 8,536억원으로, 2011년 2조 3,582억원보다 1조 5,000억원 가량 증가하였다. 2011년 가습기살균제 문제가 불거지는 상황에서도 국민연금기금은 해당 기업들에 대한 투자금액과 기업별 지분율을 꾸준히 늘려왔는데,⁷⁹⁾ 국민연세로 조성된 기금이 수백명의 국민 목숨을 앗아가는데 들어간 셈이라는 비난과 함께 국민연금의 투자 철회와 공식적인 사과를 촉구하는 목소리가 커지고 있다.

공적연금의 공공적인 성격을 감안한 평판 위험 또는 전체 사회로의 파급효과의 측면을 논외로 하고, 지속적이고 안정적인 장기수익률 제고라는 측면에서 한정한다고 하더라도 현재 국민연금기금이 PRI 가입 등을 통해 정책적으로 추진하고 있는 책임투자 기조를 전체 포트폴리오 측면에서 보다 강화할 필요가 있을 것으로 보인다. 이는 지속가능한 기업에 투자함으로써 전체 포트폴리오 차원에서 실질적인 장기수익률을 제고한다는 재무적 측면에서만 접근해도 충분히 의미를 가질 수 있다.

즉, 이러한 관점에서 현재 국내주식 위탁운용 유형의 하나로 시행되고 있는 책임투자 펀드 개념을 확대하여, 기금 전체 포트폴리오 차원에서 ESG 요인을 고려한 책임투자를 강화할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다. 구체적으로는 성과평가의 관점에서 국민연금의 전체 주식 포트폴리오에 대한 사회책임지수의 현황을 측정하고 이에 대한 개선 사항을 지속적으로 모니터링하는 방안 등을 생각해 볼 수 있을 것이다.

또한 이를 위해서는 기금 설립 목적에 부합하는 기금운용의 투자신념(investment belief) 중 하나로 책임투자가 투자정책서(IPS)⁸⁰⁾ 상에 보다 명확히 정의되고 기술될 필요가 있다.⁸¹⁾

79) 국민연금기금의 제출자료를 바탕으로 기업별 투자금액을 살펴보면 이마트가 1조 2,999억 원으로 가장 많았고, 이어 홈플러스(9,700억 원), 롯데쇼핑(5,530억 원), GS리테일(3,872억 원) 순으로 나타났다. 또한 SK케미칼과 옥시에도 각각 3,308억 원과 1,272억 원을 투자한 것으로 나타났다. 투자 총액은 주식투자액과 채권투자액, 대체투자액을 합산한 금액으로 이 중 주식투자에 따른 기업 지분율 또한 증가해 왔다. 국민연금기금의 SK케미칼과 옥시 지분율은 2015년말 기준 각각 11.9%(3,308억 원), 0.165%(1,272억 원)으로, 5년 전에 비해 2.54%p, 0.12%p씩 증가했다. 기업별 지분율 순위에서는 SK케미칼(11.95%), 이마트(8.35%), GS리테일(6.93%), AK홀딩스(5.98%), 롯데쇼핑(3.91%), 옥시(0.165%)순으로 높았다.

80) 기금운용에 있어서의 투자 신념(investment belief)과 그에 따른 자산의 장기적 운용 방향이 명시적으로 기술되는 곳이 투자정책서(Investment Policy Statement: IPS)라 할 수 있으며, 국민연금기금의 경우 기금운용위원회에서 매년 개정되는 기금운용지침이 투자정책서에 해당한다.

나. 책임투자정책 및 구체적 실행 체계 수립

국민연금기금은 2009년 6월 UN PRI에 가입하면서 대내외적으로 책임투자 원칙을 준수하겠다는 의지를 천명한 이후, 2014년말 「국민연금법」에 국민연금 운용 시 투자대상 기업의 ESG 등 사회적 책임을 고려할 수 있도록 하는 근거가 마련되었다.⁸²⁾

국민연금기금은 2016년 4월 기금운용지침에 책임투자 관련 사항을 규정하였으며,⁸³⁾ 의결권행사지침에서 ‘환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다’라는 조항을 포함하고 있다.⁸⁴⁾ 기금의 책임투자 기본방향은 자발적인 책임투자 실행력을 제고하기 위해 이해관계자의 다양한 의견수렴을 거쳐 상향식 방식으로 점진적·단계적으로 추진하되, 책임투자는 종합적 리스크 관리를 통해 안정적인 장기투자수익을 제고하기 위한 수단임을 명확히 하고, 책임투자로 인해 투자수익이 훼손되지 않도록 신중한 자세를 유지하며, 기금이 국내시장에 미치는 영향을 고려하여 이슈가 있는 기업에 투자를 배제하는 방식(Screening)보다는 기업의 자율적 책임, 사회적 경영(CSR)을 유도할 수 있는 방식에 중점을 두어 추진하겠다는 입장이다.⁸⁵⁾

81) 책임투자철학의 투자지침서 도입은 해외연기금의 사례와 같이, 책임투자철학을 기존의 투자지침서에 최상위의 개념으로 도입하거나 별도의 책임투자 지침서를 만들어서 관련된 자산군(asset class)을 언급하는 것 중 하나를 고려할 수 있을 것이다.

82) 「국민연금법」 제102조(기금의 관리 및 운용) ② 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한으로 증대시킬 수 있도록 제103조에 따른 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 다음의 방법으로 기금을 관리·운용하되, 가입자, 가입자였던 자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 대한 투자는 국민연금 재정의 안정을 해치지 아니하는 범위에서 하여야 한다. 다만, 제2호의 경우에는 기획재정부장관과 협의하여 국채를 매입한다.

3. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4조에 따른 증권의 매매 및 대여

④ 제2항제3호에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

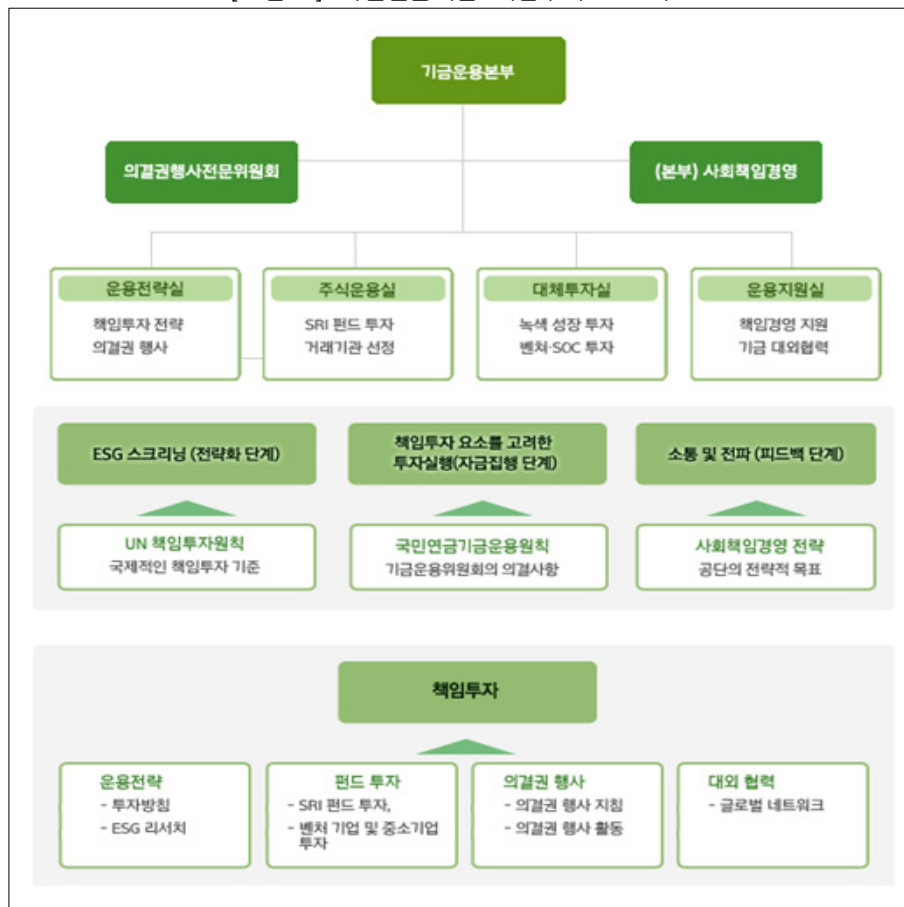
83) 제17조(책임투자) 증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.

84) 국민연금기금 의결권행사지침 내 책임투자관련 규정

제3조(선관주의) 기금은 국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사한다. 제4조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다. 제4조의2(책임투자) 기금은 장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다.

2013년 3월 책임투자 의사결정을 강화하기 위해 운용전략실에 책임투자팀을 신설하였는데, 정책부서인 운용전략실 책임투자팀은 책임투자(ESG) 전략 및 실행 계획 수립과 관련 리서치를 통해 기금 특성에 맞는 책임투자 실행방안을 마련하고 있으며, 운용부서인 주식운용실 위탁투자팀은 위탁운용의 한 유형으로 책임투자펀드를 관리 및 운용하고 있다. 다만 위탁유형의 특성상 현재 ESG 요인을 반영한 관련 투자의사결정은 각 운용사의 판단 하에 이루어지고 있다.

[그림 5] 국민연금기금 책임투자 프로세스



자료: 국민연금 홈페이지

그러나 이와 같은 토대 마련에도 불구하고, 국민연금기금의 책임투자는 아래와 같이 실행을 위한 구체적인 정책이 부재한 것으로 보인다.

85) 국민연금기금 답변자료에서 인용하였다.

첫째, 앞서 살펴본 바와 같이 책임투자 위탁사 선정기준이 일반 위탁사 선정기준과 대동소이한 등 위탁사 선정에 책임투자의 특성을 반영하지 못하고 있으며, 모니터링 체계 및 세부 운용가이드라인 또한 부재한 상황이다.

둘째, 책임투자 실행 관련 정보공개가 미흡하다. 책임투자의 성과벤치마크를 2015년에 개발하고도 내부정보라는 점을 들어 세부적인 내용 공개를 거부하고 있으며, 이에 따라 벤치마크에 ESG 요소 반영 여부 및 정도를 외부에서 알 수 없는 상황이다. 이는 결과적으로 국민연금기금의 책임투자에 대한 모니터링 및 평가 또한 어렵게 하고 있다. 또한 기금 전체의 ESG 수준 또한 공시되지 않고 있다.

셋째, 책임투자의 평가체계가 미비하다. 현행 기금운용평가지침은 월별 또는 1년 단위의 단기 수익률 위주의 평가로 되어 있어 장기수익률에 강점을 보이는 책임투자와 같은 장기투자전략을 실행하기가 어려우며, 현행 평가지침상으로는 ESG 분석의 실질적 반영 여부보다는 단기운용성과만으로 책임투자펀드를 평가하고 있다.

따라서, 향후에는 국민연금기금이 책임투자정책과 구체적인 운용가이드라인을 마련하고, 이에 상응한 목표를 수립하여 책임투자 위탁운용사에게 제시할 필요가 있다. 또한 책임투자 실행 내역에 대한 정보 공개를 확대할 필요가 있고, 책임투자형 위탁운용사에 ESG 통합(Integration) 심화·발전을 요구할 필요가 있으며,⁸⁶⁾ 책임투자 운용 프로세스 등 책임투자 분야의 전문성에 관한 부문은 책임투자팀에서 평가를 하고 운용성과 등 정량적 지표는 위탁운용팀에서 수행하는 방안을 검토할 필요가 있다.⁸⁷⁾

다. 국민연금기금의 지배구조(G) 관점에서의 평가 및 개선방향

국민연금 수급자들이 국민연금기금에 기금 운용을 위탁하여 기금이 선량한 관리자로서 충실히 기금 운용을 하여야 한다는 점을 고려하면, 국민연금기금이 책임투자를 수행하기에 앞서 기금 자체가 ESG 요소를 잘 수행하여야 하는 것은 당연하다고 할 수 있으며, ESG와의 연계성을 높일 필요가 있는바, 이하에서는 국민연금기금을 지배구조(G) 관점에서 평가하기로 한다.

86) 장기운용성과를 평가하는 것도 필요하나, 이는 앞의 제2절에서 공통적인 개선방안으로 살펴보았으므로 본 절에서는 따로 언급하지 않기로 한다.

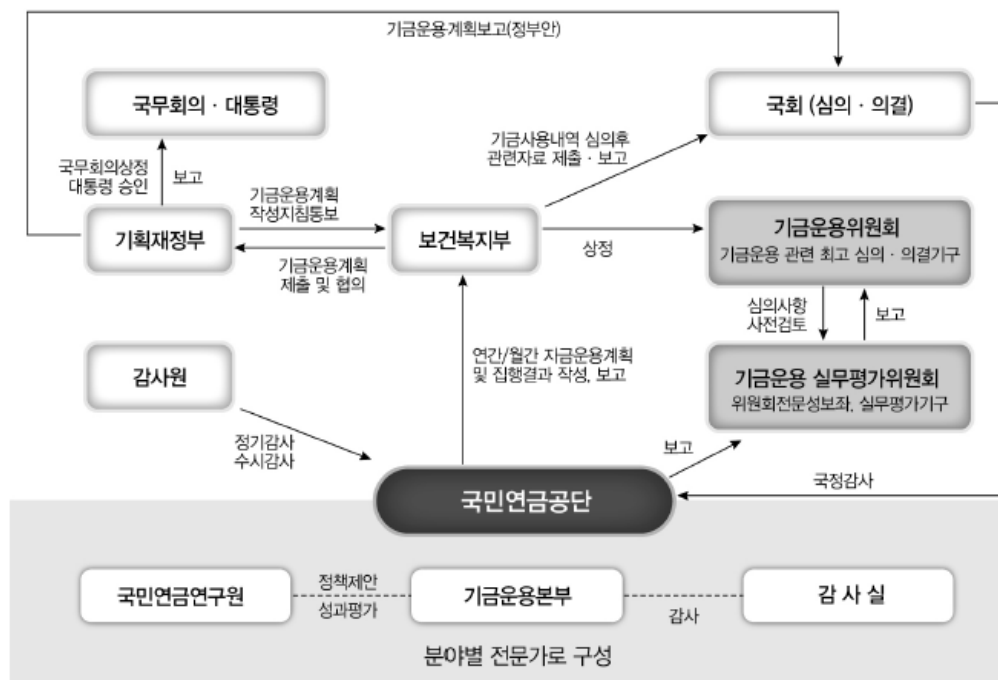
87) 이 경우, 책임투자팀과 위탁운용팀 간 책임투자 관련 상호이해가 높아져 국민연금의 책임투자 방향성이 명확해지고 책임투자 운용 효율성 제고에 도움이 될 것으로 보인다.

(1) 기금운용 의사결정체계

국민연금기금은 보건복지부장관이 관리·운용하며 기금의 운용에 관한 주요 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 국민연금기금운용위원회를 구성하여 운영하고 있다. 보건복지부장관은 기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 국민연금기금을 관리·운용하고 그에 관한 업무를 국민연금공단에 위탁하여 수행하고 있으며, 국민연금공단은 기금의 관리운용 전문조직으로서 기금운용본부를 별도로 설치하여 국민연금기금의 투자 집행 및 시장 모니터링, 내역관리 등을 수행하고 있다.

국민연금기금의 운용체계는 「국민연금법」에 명시하고 있으며, 보건복지부 장관은 매년 기금운용계획을 세워 기금운용위원회 및 국민회의의 심의를 거쳐 대통령의 승인을 받고 국회에 보고한다.

[그림 6] 기금운용 의사결정 체계



자료: 국민연금공단

국민연금 기금운용위원회는 기금운용 정책 최고 의사결정기구로서 기금운용의 중요사항(기금운용지침, 중장기 자산배분, 연간 기금운용계획 등)을 심의·의결하고, 기금운용위원회의 하부기구로서 기금운용위원회 상정 안건들을 사전에 검토하는 ‘실무평가위원회’와 기금운용위원회의 전문적 의사결정을 자문하는 ‘전문위원회’⁸⁸⁾를 두고 있다.

[표 34] 기금운용 의사결정기구

구분	구성	책임과 권한	근거규정
국민연금 기금운용위원회	• 위원장: 보건복지부장관 • 위원: 20인 (위원장+당 연직+위촉직)	• 기금운용 주요 정책사항에 대한 심의·의결	• 국민연금법 제 103조
기금운용 실무평가위원회	• 위원장: 보건복지부차관 • 위원: 20인 (위원장+당 연직+위촉직)	• 기금운용 주요 정책사항에 대한 심의·평가	• 국민연금법 제 104조
의결권행사 전문위원회	• 위원장: 위원 중 호선 • 위원: 9인	• 주식의결권 행사 관련 주요 사항 결정	• 국민연금 주식의 결권행사전문위 원회 운영규정
성과평가보상 전문위원회	• 위원장: 위원 중 호선 • 위원: 12인	• 기금운용 성과평 가 및 보상관련 주요사안 검토	• 국민연금기금 성 과평가보상전문 위원회 운영규정
투자정책 전문위원회	• 위원장: 실무평가위원회 위원중 1인 • 위원: 20인~40인	• 투자정책 자문	• 국민연금 투자정 책전문위원회 운 영세칙

자료: 국민연금공단

[표 35] 해외 연기금 운용체계 비교

구분	OASDI(미)	Calpers(미)	APG(네)	CPPIB(캐)	GPIF(일)
성격	취업자95% 포괄하는 대표적 공적연금제도 (일정소득이상의 피용자, 자영자 모두 포함)	캘리포니아 주 공무원, 공공기관종사자 교직원 (교사제외) 등의 퇴직연금 및 건강보험 관리	네덜란드 공무원연금 (ABP)에서 기업연금을 포함한 운용전문성, 경쟁력 강화를 위해 APG로 개편	퀘벡주를 제외한 캐나다 모든지역을 포괄하는 소득비례연금인 CPP에서 위임한 연금기금 관리	국민연금, 후생연금기금 관리
기금구성	Payroll tax, 운용수익 및 퇴직급여 소	공무원, 공공기관, 사회보험, 의	네덜란드 공무원연금, 기업연금 등	소득있는 피용자, 근로자의 세금	국민연금기금과 후생연금기금

88) 전문위원회에는 투자정책 전문위원회, 주식의결권행사 전문위원회, 성과평가보상 전문위원회로 구성되어 있다. 전문위원회 중 성과평가보상 전문위원회는 기금운용의 성과평가정책 제언 및 보상정책 결정을 수행하며, 보건복지부의 연간 성과평가가 담당한다.

구 분		OASDI(미)	Calpers(미)	APG(네)	CPPIB(캐)	GPIF(일)
		득세	료기관 서비스 기금 모두 포함	기타 연기금 포함		
운용방향		민간경제 불간섭·안정성·공평성, 위원회 의사결정권한 배제	주어진 위험에서의 최고의 수익률 창출	투자원칙서에 의한 장기 실질수익률 극대화	가입자 수급자를 위한 최대한의 수익 달성	적절한 위험관리로 안정적인 효율적 운용
특징		투자정책 법제화 - 시장불능 채권 투자	필요목표 미달시 매년 보험료 조정	민간연기금 운용기관이나, 가입의 강제성과 소득의 세대간 이전 및 소득 재분배 기능	이사회와 집행조직이 하나의 회사조직	시장투자분을 외부자산 운용사 전액 위탁 운용
인력현황		-	270여명 (‘10년말)	500여명 (‘10년말)	490여명 (‘10년말)	75명 (‘10년말)
기금규모		2,922조원 (‘10년말)	253.1조원 (‘10년말)	354.7조원 (‘10년말)	157.4조원 (‘10년말)	1,603.3조원 (‘10년말)
1인당 운용자산		-	0.93조	0.71조	0.32조	21.37조
기금 운용 체계	Governing	기금 운용 위원회 -6명(당연4, 임명2) -기금 운용 방침결정, 재정추계 보고 - 임기 4년	관리위원회 -13명(비상임) -보험료율 조정, 자산배분 등 - 임기 4년	관리위원회 -13명(위원장 표결권 x, 가입자, 사용자 대표 각6, 비상임) - 임기 4년	이사회 -12명(비상설) -금융 전문가로서의 자격요건 명시 -임기3년(연임2회)	후생성 -중기 목표 결정 -위원 및 이사장 임명 권한
	Managing	재무성 -실질적 기금 운용 책임	투자위원회 -운영진에 의해 추천된 정책 검토	이사회 -CEO 및 각 부문 책임자 5명 -실무적 의사결정권한	전문위원회 -4개위원회 -투자전문위원회가 핵심	운용위원회 -비상설 11명 -운용 기본 방침, 자산배분, 성과평가
	Operating	보건복지부(HHS) -OASDI제도 총괄 -사회보장 전반 행정 업무수행	집행조직 -CEO전체 집행기구 총괄 -CIO 실질적 자산운용 총괄	집행조직 -투자실무위원회(5명) 이사회 투자정책에 따른 실무	집행조직 -4개의 조직으로 구성·운영	집행조직 -3실, 3부로 구성·운영

자료: 국민연금공단

(2) 기금운용 의사결정체계의 문제점⁸⁹⁾

금융위기 이후 자산운용 기관의 리스크관리체계는 집행기구(CxO)와 분리된 최고리스크관리이사(Chief Risk Officer; CRO) 체계가 권장되고 있음에도 불구하고, 국민연금기금의 리스크관리위원회는 공단 이사장(CEO)을 위원장으로 하는 국민연금공단 내의 위원회 조직으로 구성되어 있다. 이와 같이 기금운용에 있어 이사장(CEO)과 본부장(CIO)의 역할 및 권한이 분명하지 않은 상황에서, 직간접적으로 운용에 관여하는 이사장을 위원장으로 하는 공단 내부 위원회로는 위험관리의 전문성 및 독립성을 확보하기 어려운 측면이 있다.

국민연금기금의 경우에는 기금운용위원회가 가입자 대표로 구성되어 있으나, 재임 기간이 단기에 머물고 있으며, 자산운용을 이해하기 위한 교육 훈련 또한 제공되지 않고 있어 고도의 전문적 지식이 필요한 투자 의사결정에 대응하기 힘든 상황이라 할 수 있다. 이를 보좌하기 위하여 기금운용위원회 산하에 실무평가위원회를 두고 있으나, 실무평가위원회의 위원 역시 재무적 전문성은 높지 않은 것으로 평가된다. 국민연금기금은 다시 또 이를 보완하기 위하여 그 하부에 다수의 전문위원회를 두는 옥상옥 구조로서, 보다 효율적인 자산운용을 위하여 의사결정 기구에 대한 보다 근본적인 지배구조 개편이 요구되는 상황이라고 하겠다.

또한 운용 방식의 결정에 있어, 외부 전문기관을 활용하는 위탁운용 비중의 결정은 초과수익 창출을 위한 전술적 차원에서 위험예산(risk budgeting)의 관점에서 결정되어야 함에도 불구하고, 국민연금기금은 기금운용위원회에서 이에 대한 목표 비중을 결정하는 구조를 취하고 있다. 최근 들어 위탁비중의 목표치를 설정하던 방식에서 위탁비중의 범위를 설정하는 방식으로 변경되기는 하였으나, 기본적으로 적정 비중을 실무집행 조직이 아닌 이사회 조직에서 결정하는 체계이다.

(3) 19대 국회에서의 논의

정부는 2014년말 「2015년 경제정책방향」을 발표하면서 국민연금 기금운용의 독립성·전문성·책임성을 확보하기 위하여 운용체계(기금운용위원회, 기금운용본부)를 개편한다는 계획을 밝힌바 있다.

19대 국회에서는 기금운용체계 개편과 관련하여 김재원의원, 김성주의원, 정희

89) ‘대규모 기금의 자산운용평가 개선방안 연구용역보고서’, 기획재정부 연구용역, 2014 의 내용을 인용·정리하였다.

수의원, 방윤옥의원, 강기정의원 등이 「국민연금법 일부개정법률안」을 각각 대표발의하였으나, 모두 임기만료폐기되었다. 김재원의원안은 국민연금기금운용공사를 설립하여 민간기금운용체제로 개편하고, 운용위원회를 공사 내에 설치하여 정부로부터 독립토록 하는 방안을 제안하였으며, 김성주의원안은 보건복지부 소속의 기금운용위원회의 역할을 강화하고, 기금운용본부의 법적 근거를 마련하며, 기금운용 목적을 수익성보다는 안정성 위주로 추구하도록 수정하려는 것이었다. 그 후 정희수의원, 박윤옥의원도 국민연금기금운용공사 설립을 골자로 하는 법안을 발의하였다. 한편, 강기정의원안은 가입자대표 구성에서 정부 대표 및 정부 유관 단체의 비중을 축소하여 정부로부터의 독립성을 보다 확대하는 방안을 내용으로 하고 있었다.⁹⁰⁾

(4) 개선방안⁹¹⁾

국민연금기금의 관리 우려를 완화하기 위해서는 리스크관리센터와 리스크관리위원회를 포함하는 기금의 위험관리 체계 전반에 걸쳐 독립성 및 전문성 강화가 요구된다. 특히, 정량적 리스크관리가 어려운 대체투자 자산의 비중이 확대되고 있으며, 이에 따라 사전적 리스크관리의 중요성이 강조되고 있는 상황에서 리스크관리체계 및 리스크관리조직의 독립성 및 전문성 강화가 요구된다.

다시 말하면, 기금운용만을 전문으로 하는 독립적인 기관에 의한 연금운용을 통해 ‘가입자의 퇴직 이후의 소득재원 마련’이라는 본래 목표에 충실해야 할 필요가 있다. 독립적인 기관에서 기금운용의 전문성과 경험이 풍부한 전문인력에 의해 자산운용 정책 및 투자전략이 마련되어야 하며, 이와 관련된 의사결정은 투명하게 이루어져야 한다. 또한 의사결정체계의 투명성과 연금 운용에 대한 공적 관리감독 기능을 강화하기 위해서는 기금운용에 대한 보고 및 공시체계 또한 매우 중요한 요소

90) 현재 국민연금심의위원회의 경우 총 20명의 위원 중 위원장과 가입자 대표인 위원을 제외한 관계 전문가인 위원 5명을 모두 보건복지부장관이 지명하거나 위촉하고 있으며, 국민연금기금운용위원회의 경우 총 20명의 위원 중 위원장·당연직 위원 및 가입자 대표인 위원을 제외한 관계 전문가인 위원 2명을 모두 보건복지부장관이 위촉하고 있다. 개정안은 국민연금심의위원회의 경우 관계 전문가인 위원 5명 중 3명을, 국민연금기금운용위원회의 경우 관계 전문가인 위원 2명 중 1명을 각각 국회 소관 상임위원회에서 추천하는 사람으로 위촉하도록 함으로써 국민연금제도 운영에 균형 있고 다양한 국민의 의견이 반영될 수 있도록 하려는 것이다.

91) ‘대규모 기금의 자산운용평가 개선방안 연구용역보고서’, 기획재정부 연구용역, 2014의 내용을 토대로 작성하였다.

인바, 연금 운용의 사회적, 법적 책임을 충실히 이행할 수 있도록 보고 및 공시체계를 확립할 필요 또한 존재한다.

CPPIB와 같은 글로벌 연기금에 비해 국민연금기금이 자산운용의 관점에서 효율성이 높지 못한 근본적인 이유는 최고의사결정기구인 기금운용위원회의 전문성이 낮기 때문이라 할 수 있는데, 글로벌 연기금 사례를 참조하면, 공적 연기금의 자산운용에서 최고의사결정기구인 이사회(board of director) 조직의 전문성을 높이는 방법은 다음의 두 가지가 있다.

첫 번째는, 대표성을 강화하기 위하여 이사회를 가입자 대표로 구성된 다음 임원의 임기를 장기화하고 집중적인 교육과 훈련을 통하여 준 전문가로 양성하는 방안이다.⁹²⁾

두 번째는, 이사회 조직을 가입자 단체가 추천한 전문가 집단으로 구성하고 절대적인 독립권을 보장하는 방안이다.⁹³⁾

19대 국회에서는 의견의 대립으로 관련된 개정안이 통과되지 못하였는바, 20대 국회에서는 바람직한 의사결정체계 및 지배구조에 관한 평가 기준을 확립하기 위하여 현재 논의되고 있는 다양한 지배구조 개편 방안에 대한 재정 당국 입장에서의 평가와 정책 방안 및 이를 바탕으로 한 의견조정이 강구되어야 할 것으로 생각된다.

4. 책임투자에 대한 인식 개선 - PRI 아카데미 활용

앞서 살펴본 바와 같이 한국책임투자포럼이 수행한 설문조사 결과, 연기금 담당자 중 ‘사회책임투자를 알고 있다’는 응답자가 전체의 16%, ‘알고 있지만 정확히는 모른다’는 응답이 22%에 그치는 등 우리나라 또한 책임투자에 대한 이해도가 극히 낮은 상황에서 가장 선결되어야 할 과제는 책임투자에 대한 인식 개선이라고 할 것이다.

이를 위해서는 연기금 담당자가 바쁜 업무 속에서도 쉽게 접할 수 있는 교육 통로가 필요한데, 가장 효과적인 방법으로는 국내에 있는 책임투자 전문 리서치 기관에서 강사진을 제공하여 연기금 교육을 하는 것을 생각해볼 수 있다. 그러나, 물리적인 제약이 있어 모든 연기금 담당자가 교육 혜택을 받는 것은 어려우므로, 온

92) 캘리포니아공무원연금인 CalPERS가 이와 유사한 구조라 할 수 있다.

93) 캐나다 공적 연기금인 CPPIB가 이에 해당한다.

라인을 통한 방법을 대안으로 고려해 볼 수 있는데, 온라인 교육의 대표적인 과정으로 PRI에서 제공하는 PRI 아카데미⁹⁴⁾를 생각해 볼 수 있다. PRI 아카데미는 국제적 전문가들이 개발한 콘텐츠로 실질적인 사례를 소개할 뿐만 아니라, 가설연구, 재무모델링 등으로 구성되어 있고, 기본·필수·재무분석의 세 가지 과정을 제공하고 있으며, ESG 요소가 어떻게 사업과 투자의사결정과정에 영향을 주는지 이해하는 것을 목표로 하고 있다. 연기금 담당자는 기본 과정과 필수 과정이, 투자 애널리스트와 펀드매니저에게는 재무분석 과정이 각각 효과적일 수 있다.

94) www.priacademy.org

참고문헌

- 고길곤, 「통계학의 이해와 활용」, 문우사, 2014
- 고영진·이상호, 「사회책임투자펀드의 투자성과 비교분석」, Journal of Decision Science, 2011
- 권순원·위경우·정재만·이재현 「공적연금의 SRI투자 선별투자 전력과 선별지표 개발연구」, 국민연금연구원, 2010
- 권순원 외, 「국민연금기금 포트폴리오의 사회책임적 요소 측정」, 국민연금공단, 2011
- 권순원 외, 「SRI 펀드의 사회책임요소 분석」, 국민연금공단, 2012
- 김조원·이종오, 「한국의 사회책임투자 현황 및 분석」, 한국사회책임투자포럼, 2015
- 김연명, 「신탁기금인가? 사회투자자본인가?: 국민연금기금의 성격투자정책에의 함의」, 사회복지정책, 2011
- 류영재 외, 「고용·산재보험기금 여유자금 책임투자 도입방안」, 서스틴베스트, 2014
- 박정운·정효진, 「SRI펀드와 일반주식형펀드의 투자성과 비교」, 한국로고스경영학회, 2009
- 박정운·손성훈, 「SRI펀드와 일반주식형펀드의 투자성과 비교」, 한국산업경영학회 2011년 동계학술대회 재무분과 논문집, 2011
- 박진우, 「한국 주식시장에서 사회책임투자(Social Responsible Investment)의 투자성과: KRX SRI 지수를 중심으로」, 국제지역연구, 2013
- 송원근·오건호, 「국민연금기금의 사회책임투자 활성화 방안」, 국회입법조사처, 2008
- 이상원, 「사회책임투자지수의 성과분석」, 금융공학연구, 2011
- 조강래, 「사회책임투자펀드의 투자성과에 관한 연구」, 가톨릭대학교 박사학위 논문, 2011
- 최은수, 「국민연금기금의 사회책임투자 타당성에 관한 연구」, 서울대학교 행정대학원, 2014
- 정문경·박영규·황정욱, 「국민연금 국내주식 위탁운용관리 개선에 관한 연구(정책보고서 2015-06)」, 국민연금연구원, 2016
- (주)모닝스타코리아, 「기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구」, 국회예산정책처 정책연구용역보고서, 2016. 7.

ABP, 「Statement of Investment Principles」, 2010

CFA Institute, 「Environmental, Social, Governance Issues in Investing」, 2015

Global Sustainable Investment Association, 「Global Sustainable Investment Review」, 2015

Morgan Stanley, 「Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing」, 2015

Olaf Weber et al., 「The Financial Performance of SRI Funds」, 2010

Pictet, 「Investing for growth and safeguarding the environment— complementary goals」, 2015

PRI, 「Annual Report 2015 From Awareness to Impact」, 2015

PRI, 「How Asset Owners can Drive Responsible Investment」, 2015

Sustainability, 「Robeco SAM Alpha」, 2014

S&P Dow Jones Indices, 「Dow Jones Sustainability Indices Methodology」, 2016

Tomas Kuh, 「A Guide to ESG Indices for Asset Managers」, 2012

US-SIF, 「US Sustainable, Responsible, and Impact Investing Trends」, 2014

University of Oxford, 「From the Stockholder to the Stakeholder」, 2015

KoSIF, 「Annual reports of the Funds and Pensions」, 2015

사업평가 16-14

공적 연기금 책임투자 평가

발간일	2016년 8월 31일
발행인	김준기 국회예산정책처장
편 집	사업평가국 경제사업평가과
발행처	국회예산정책처 서울특별시 영등포구 의사당대로 1 (tel 02·2070·3114)
인쇄처	디자인 여백 (tel 02·2672·1535)

내용에 관한 문의는 국회예산정책처 경제사업평가과로
연락해주시기 바랍니다. (tel 02·788·3780)

ISBN 978-89-6073-937-6 93350

© 국회예산정책처, 2016

나라살림 지킴이
나라정책 길잡이

