

한국 스튜어드십 코드 개정과 국민연금

기후 스튜어드십 강화 방안 국회 토론회

2026. 3. 11. (수) 14:00

국회의원회관 제9간담회의실



주최 국회의원 남인순·김윤, 국민연금기후행동·경제개혁연대



프로그램

시간	프로그램	연사
14:00~14:05	축사	국회의원 남인순
14:05~14:10	축사	국회의원 김윤
14:10~14:30	발제 1: 글로벌 기후 스투어드십 코드 사례와 시사점	장연주 기후솔루션 투자정책팀장
14:30~14:50	발제 2: 국민연금 기후 스투어드십 코드의 현황과 과제	노종화 경제개혁연대 정책위원
14:50~15:40	토론 좌장: 이종오 한국사회책임투자포럼 사무총장	① 조대현 AIGCC 한국팀장
		② 은기환 한화그린히어로 매니저
		③ 이나예 한국투자증권 ESG 연구위원
		④ 김혜리 국민연금연구원 기금정책분석실 부연구위원
		⑤ 이지연 보건복지부 연금재정과 사무관
15:40~16:00	종합토론	



< 축사 >

안녕하십니까? 더불어민주당 연금개혁특별위원장 남인순 국회의원입니다.

오늘 국회에서 국민연금기후행동, 경제개혁연대와 함께 스튜어드십 코드 개정화 국민연금 기후 스튜어드십 강화 방안 토론회를 개최하게 되어 매우 뜻깊게 생각합니다. 함께 이 자리를 마련해주신 김윤 의원님께서도 감사의 말씀을 표하며, 바쁜 일정 속에서 자리에 함께 해 주신 발제자와 토론자, 그리고 참석해 주신 모든 분들께 깊이 감사드립니다.

2016년에 도입된 한국 스튜어드십 코드는 우리 자본 시장에 수탁자 책임이라는 원칙을 자리잡게 했습니다. 하지만 10년이 지난 지금 투자 환경은 크게 달라졌습니다. 이제 기후 위기는 더 이상 환경 정책의 영역에 머물지 않고 기업의 생존과 투자 수익률을 좌우하는 핵심 재무 리스크로 자리 잡았습니다.

영국, 일본, 호주 등 해외 주요국들은 이미 스튜어드십 코드의 기후 요소를 핵심 원칙으로 반영하고 있습니다. 그러나 우리나라의 경우 스튜어드십 코드 개정 논의가 여전히 지배 구조 중심에 머물러 있고 기후 관련 원칙과 지침은 충분히 반영되지 못하고 있는 것이 현실입니다. 국민연금은 스튜어드십 코드를 선도적으로 도입했음에도 불구하고 기후 관련 중점 관리 전략이나 주주권 행사를 위한 구체적인 가이드라인은 미흡한 실정입니다.

기후 리스크는 단기적 이슈가 아니라 장기적 투자 성과와 직결됩니다. 탄소 집약적 산업 구조와 전환, 국제 공시 기준 확대, 각국의 내제로 정책 강화는 이미 투자 환경을 근본적으로 변화시키고 있습니다. 이러한 변화에 선제적으로 대응하지 못한다면 이는 곧 기금의 안정성과 수익성에 부담으로 작용할 수밖에 없습니다. 오늘 논의가 한국 스튜어드십 코드 개정을 통해 기후 요소를 체계적으로 반영하는 계기가 되고 국민연금이 책임 있는 글로벌 연기금으로 한 단계 더 도약하는 출발점이 되기를 기대합니다. 저 역시 더불어민주당 연금개혁특별위원회의 위원장으로서 정책과 제도 개선으로 이어질 수 있도록 국회 차원에서 최선을 다하겠습니다.

다시 한번 토론에 함께 해 주신 모든 분들께 감사드리며 환절기에 건강하시기 바랍니다.

감사합니다.

2026년 3월 11일

더불어민주당 국회의원 남인순



국회의원 남인순



< 축사 >

안녕하십니까. 국회 보건복지위원회 소속 더불어민주당 국회의원 김윤입니다.

「한국 스투어드십 코드 개정과 국민연금 기후 스투어드십 강화」라는 중요한 의제를 중심으로 한 오늘 간담회에 함께하게 되어 매우 뜻깊게 생각합니다. 특히 바쁜 의정활동 중에도 이번 간담회를 마련해 주신 남인순 의원님과, 현장의 치열한 목소리를 대변해 오신 국민연금기후행동, 경제개혁연대 관계자 여러분께 존경의 마음을 전합니다.

대한민국 국민연금은 1,400조 원이 넘는 자산을 운용하는 세계 주요 연기금 중 하나이자 국내 최대의 투자자이며, 그 영향력은 우리 자본시장의 질적 성장을 좌우할 만큼 막중합니다. 국민연금이 명확한 원칙과 기준에 기반해 책임 있는 스투어드십을 수행한다면, 이는 기업의 지속가능경영을 유도할 뿐 아니라 중장기적으로 연금의 수익률과 제도의 지속가능성을 높이는 핵심적인 길이 될 것입니다.

하지만 현재 우리 국민연금의 스투어드십 코드 운영 현실은 여전히 형식적인 수준에 머물러 있다는 아쉬움이 큼니다. 위탁운용사에 대한 책임투자 이행 평가는 여전히 사각지대에 놓여 있고, 직접 투자 기업들에 대한 주주관여 또한 충분한 실효성을 거두지 못하고 있는 실정입니다.

이러한 구조적 한계를 해결하기 위해 수탁자 책임 활동과 관련하여 금융당국과 국민연금 간의 협력 체계를 구축하고, 책임투자를 실질적으로 수행할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 데 노력하고 있습니다. 아울러 국민연금의 투자 과정에서 ESG 요소를 보다 면밀히 고려하여, 국민의 소중한 자산을 안정적으로 지켜 낼 수 있도록 다양한 정책적 방안을 검토하고 있습니다.

오늘 이 자리에서 논의될 고견들이 향후 스투어드십 코드 개정과 연금개혁 논의의 핵심적인 토대가 되기를 기대합니다. 저 또한 국회 보건복지위원회 위원으로서 관련 제도 정비와 법·정책 개선이 신속하게 이루어질 수 있도록 책임감을 가지고 역할을 다하겠습니다.

기후위기 시대에 연금의 책임투자는 미래 세대를 위한 최소한의 약속입니다. 오늘의 논의가 실질적인 제도적 진전으로 이어지기를 바라며, 함께해 주신 모든 분의 건강과 건승을 기원합니다.

감사합니다.

2026년 3월 11일

더불어민주당 국회의원 김윤



국회의원 김윤

발제 1

글로벌 기후 스튜어드십 코드 사례와 시사점

장연주 기후솔루션 투자정책팀장



글로벌 기후 스텐더드십 코드 개정 동향과 한국에 대한 시사점

목 차

I. 글로벌 기후 스튜어드십 코드 배경

1. 기후 스튜어드십 코드의 배경 및 의의
2. 조사 대상 15개국 현황 비교

II. 기후 스튜어드십 세부 내용 및 지침

1. 기후·환경을 포함하는 스튜어드십 코드의 특징
2. 주요국 개정 사례 분석 — 일본·영국·호주
3. 개정 전후 비교 — 6개국
4. 기후 스튜어드십 코드의 주제별 분류

III. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 이행 성과

사례 1. 호주

사례 2. 영국 Railpen

사례 3. 영국 Arcus

사례 4. 일본 GPIF

IV. 국내 스튜어드십 코드 개정을 위한 제언

I. 글로벌 기후 스튜어드십 코드 배경

1. 기후 스튜어드십 코드의 배경 및 의의

- Paris Agreement 이후 주요 국가들은 2050 년(또는 그 전후)의 넷제로를 국가 목표로 채택
- 대한민국도 2030 년 국가 온실가스 감축목표(NDC)를 결정하고, 이후 2025 년에 2018 년 대비 53~61% 감축을 목표로 하는 2035 년 NDC 를 새로 설정하여, 이를 구체화·보완 중
- 기후·지속가능성 공시의 확대로 투자자가 표준화된 기후 정보를 해석·활용·관리할 수 있는 기반 확대
 - 약 40 개 이상 국가가 ISSB 기준 도입 또는 도입 준비 중
 - 글로벌 GDP 의 약 55% 이상, 시가총액의 40% 이상이 ISSB 적용(또는 적용 예정) 권역에 포함
 - 공시 제도화로 표준화된 기후 정보가 스튜어드십 활동의 원재료로 기능
- 스튜어드십 코드는 공시 데이터를 기반으로 리스크 모니터링, 주주관여, 의결권 행사, 협업을 유도
 - 투자자 의사결정에 유용한 기후 정보 제공
 - 기업과 투자자 간 기후 대화 강화
 - 재무적 중요성(materiality)에 기반한 지속가능성 정보 연계
- 따라서 기후 스튜어드십 이행을 통해 넷제로 전환에 필요한 자본이 적시에 적정하게 배분되도록 함으로써, 넷제로 목표 달성의 핵심 수단 중 하나로 작용
- 기후 공시 의무화 흐름과 맞물려 2020 년 전후로 다수 국가에서 스튜어드십 코드 개정이 집중적으로 이루어지며, 기후·지속가능성 관련 내용이 강화됨.

글로벌 기후 공시 의무화 주요 흐름

지역	법안/규제	시행 시점	주요 내용
미국	SEC Climate Disclosure Rule	2025년부터 단계적 적용	Scope 1·2 배출량 공시 의무 (조건부). Scope 3는 제외되었으며, 2025~26년 동안 법원 소송 등으로 시행 일정·내용이 일부 지연·조정되고 있음
캘리포니아	California Climate Laws (SB 253, SB 261)	2026년 대기업 대상	Scope 1·2·3 배출량 및 기후 리스크 보고 의무. 미국 내 가장 강력한 규제
EU	CSRD	2024년 대기업 2025~2030년 SME·비EU 기업 확대	ESRS 기준 Scope 1·2·3 포함, EU Taxonomy 연계. 단계적 확대 적용
아시아	ISSB 기반 규제	2024~2025년부터 각국 도입	일본·한국·중국·인도 등 점진적 채택. 글로벌 기준 정합성 확보 목적
호주	Treasury Laws Amendment Act 2024	2025년 1월 1일 이후 시작되는 회	ASRS에 따라 기후 관련 재무 리스크·기회·감축 계획 공시. 첫 보고 FY2025

지역	법안/규제	시행 시점	주요 내용
		계연도부터 상장·비상장 대규모 기업 및 금융기관에 단계적 적용	
싱가포르	SGX·ACRA Climate Disclosure Rules	2025년 상장사 2027년 대형 비상장사 적용	ISSB 기준 채택. Scope 1·2 의무, Scope 3는 2026년부터 단계적 도입

기후 공시가 의무화될수록 스튜어드십 코드를 통해 그 정보를 투자 결정·주주관여에 활용하는 제도적 연결이 필수

2. 조사 대상 15 개국 현황 비교

조사 대상: ICGN 스튜어드십 참여국으로 분류되는 주요 15개국 (2026년 2월 기준)

No.	지역	국가	코드명	도입연도	개정연도	ESG·기후 포함 여부
1	아시아	대한민국	Korea Stewardship Code	2016	—	✗
2	아시아	대만	Stewardship Principles for Institutional Investors	2016	2020	☑
3	아시아	말레이시아	Malaysian Code for Institutional Investors	2014	2022	☑
4	아시아	싱가포르	Singapore Stewardship Principles 2.0	2016	2022	☑
5	아시아	일본	Principles for Responsible Institutional Investors	2014	2017·2020·2025	☑
6	아시아	태국	Investment Governance Code (I Code)	2017	—	☑ (제정안)
7	아시아	홍콩	Principles of Responsible Ownership	2016	—	☑ (제정안)
8	유럽	영국	UK Stewardship Code	2010	2012·2020·2025	☑
9	유럽	스페인	Stewardship Code	2023	—	☑ (제정안)
10	유럽	스위스	Swiss Stewardship Code	2013	2023	☑
11	유럽	이탈리아	Italian Stewardship	2013	2015·2016	✗

No.	지역	국가	코드명	도입연도	개정연도	ESG-기후 포함 여부
			Principles			
12	오세아니아	호주	Australian Asset Owner Stewardship Code	2018	2024	<input checked="" type="checkbox"/>
13	아프리카	남아공	Code for Responsible Investing (CRISA 2)	2011	2022	<input checked="" type="checkbox"/>
14	북미	캐나다	CCGG Stewardship Principles	2010	2017-2021	<input checked="" type="checkbox"/>
15	남미	브라질	AMEC Stewardship Code	2016	2021	<input checked="" type="checkbox"/>

- 15 개국 중 13 개국이 코드 내 기후-ESG 원칙 또는 지침 포함
- 기후-ESG 관련 원칙-지침이 없는 국가는 한국과 이탈리아 2 개국뿐
- 11 개국이 개정 진행, 이 중 10 개국이 기후-ESG 조항 포함
- 태국-홍콩-스페인 은 개정 이력이 없으나 제정안 자체에 ESG-기후 포함 → 한국만 제정안 및 개정 모두 해당 없음

II. 기후 스튜어드십 세부 내용 및 지침

1. 기후·환경을 포함하는 스튜어드십 코드의 특징

- 주요국 코드는 ESG-기후 이슈를 고려사항이 아닌 수탁자 책임(Fiduciary Duty)의 필수 요소로 명시하는 추세
- 2020년 이후 개정안: 스튜어드십 정의·목적·원칙·세부지침 전반에 기후 관련 내용 포함
 - ESG 요소를 장기 기업가치 제고와 리스크 관리의 핵심 요소로 서문에 명시
 - 투자 전략 통합(ESG Integration), 리스크 및 기회 모니터링, 주주관여 (Engagement) 등의 내용으로 도입
- 최근 개정안일수록 기후·환경 원칙과 지침이 확대되는 추세
 - 스페인, 스위스: 이중중대성, 전환 리스크, 장기 시스템 리스크 개념을 직접 반영
 - 태국, 호주: 그린워싱, GHG 배출, 감축목표, 수자원, 환경오염, 생물다양성까지 구체적으로 명시
- 공시 단계를 넘어 적극적 주주관여, 의결권 행사로 기업의 실질적 변화를 유도하는 방향으로 진화

국가별 코드에 ESG-기후 포함 주요 내용 (요약)

국가	ESG-기후 주요 반영 내용
브라질	스튜어드십 목적을 단순 수익률이 아닌 금융 시장의 재무·환경·사회적 구조적 붕괴(structural collapse) 방지로 정의 [원칙3] 투자 과정 및 스튜어드십 활동에서 ESG 요소 고려
대만	[지침1-2] 투자 결정 시 ESG 통합 [지침3-3] ESG 리스크와 기회 분석 [지침3-2] 모니터링 대상에 환경적 영향 명시
말레이시아	[서문] 기후변화를 투자전략에 통합 [원칙2-2] 기후리스크 모니터링 요구 [원칙5] 기후 관련 문제를 투자 의사결정에 포함
싱가포르	[서문] 기업 지속가능한 가치 향상을 위해 ESG 통합 필요성 강조 [원칙3.2] 주주관여 활동으로 ESG 요소 고려 [원칙7.1] 관여 주체의 대표 예시로 기후변화 명시
태국	[지침3.3] 지구온난화·GHG 배출·목표, 수자원, 폐기물관리, 생물다양성 등 구체적 환경 요소 나열 [원칙3] 투자 결정에 ESG 통합, ESG 리스크 관리 책무
홍콩	[원칙2.17] 투자 대상 기업 모니터링 및 관여에 ESG 언급 [원칙3.23] 리스크 관리 차원의 관여 활동으로 환경 언급 (패시브 투자 포함)
남아공	[원칙1] ESG 통합을 대원칙으로 규정 [원칙2] ESG 요소 고려하여 관여(Engagement) 및 투표권 행사 권고
호주	[서문] ESG 통합, 그린워싱 우려 명시 [원칙2] 의결권 행사로 기업의 ESG 활동 지원

국가	ESG-기후 주요 반영 내용
	[원칙7] Climate Action 100+ 등 협력 활동 원칙화
스페인	[서문] 기후변화·환경파괴 리스크를 투자 과정에 통합할 것을 스튜어드십 목적으로 직접 정의 [원칙2] 이중중대성(기후의 재무적 영향 + 기업의 기후 외부 효과) 명시 [원칙3,4] 기후리스크 완화를 위한 주주관여 및 의결권 행사
스위스	[서문] 재무·환경·사회적 가치 고려 명시 [원칙3] ESG 리스크 고려하여 의결권 행사 [원칙4] ESG 리스크 및 기회 모니터링
캐나다	[원칙1] 기업 리스크 모니터링 시 ESG 리스크를 재무 리스크와 동등하게 규정 [원칙7] 환경·사회·지배구조 이슈를 투자 및 스튜어드십에 통합

2. 주요국 개정 사례 분석

■ 영국 — 3차례 개정(2012 · 2020 · 2025*)

개정연도	핵심 변화
2010 (제정)	기업 지배구조 중심 / ESG는 리스크 관리의 일부로 취급 환경·사회 문제는 주주권여 예시로만 언급
2020 (2차)	[서문] 스튜어드십을 '경제·환경·사회에 대한 지속가능한 이익'으로 정의 [원칙1] 수탁자 책임으로 환경 고려 추가 [원칙4] 시스템 리스크 정의에 기후변화 명시 [원칙7] ESG 통합 원칙 신설 — 중대한 ESG·기후변화를 체계적으로 통합해야 함을 규정
2025 (3차)	[원칙7] 'Stewardship, investment and ESG integration' 원칙 제목 삭제 ESG 개별 나열 → '지속가능한 가치(Sustainable Value)'로 통합·간소화 (ESG 중요성 약화가 아닌 포괄적 재구성. [서문] ESG 내용 유지됨)

* 2025년에 발표된 개정안으로, 2026 UK Stewardship Code로 시행

■ 일본 — 3차례 개정(2017 · 2020 · 2025)

개정연도	핵심 변화
2014 (제정)	[원칙3.3] 리스크 모니터링 분야에서 환경 언급 — ESG 용어 미사용
2017 (1차)	[서문] ESG 용어 최초 명문화 [원칙3.3] 환경 리스크뿐 아니라 '사업 기회와 리스크'로 범위 확장
2020 (2차)	[서문] 수탁자 책임 정의에 'ESG 포함 중장기 지속가능성' 명시 → ESG 고려 의무화 [원칙1.1] 기업가치 제고를 위한 주주권여 시 ESG 포함 중장기 지속가능성 고려를 명문화
2025 (3차)	2020년 ESG 포함 정의 유지 실질적 이행(Principles into Practice) 강조 방향으로 개정. 기후 관련 추가 개정 없음

■ 호주 — 1차 개정(2024)

구분	2018년 제정안	2024년 개정안
기후변화 위상	ESG 이슈의 '주요 예시(prominent examples)' 중 하나	스튜어드십 정의에 '공동의 환경적 자산(common environmental assets)' 보호 개념 편입
시스템 리스크	개별 기업 리스크 차원 언급	'시장 전반의 투자 리스크(market-wide investment risks)'로 격상 — 수탁자 의무로 명확화
협력 활동	관여(Engagement)의 하위 수단으로 언급	[원칙7]로 독립 격상 — Climate Action 100+ 등 집단적 기후 행동을 공식적 스튜어드십 활동으로 인정
그린워싱	언급 없음	[서문]에 개정 배경으로 명시 — ESG 통합 증가와 그린워싱 우려를 동시에 명시

3. 개정 전후 비교 — 6 개국

ESG·기후를 선택적 고려사항에서 수탁자 책임의 필수 요소로 전환한 흐름

국가 (개정)	개정 전	개정 후 핵심 변화
영국 (2020)	환경·사회 문제는 개입 사유의 단순 '예시' 지배구조 중심 서술	기후변화를 시스템 리스크 대표 예시로 격상 [원칙기] ESG·기후변화 체계적 통합 의무화 지속가능성을 스텈어드십 정의에 포함
일본 (2020)	ESG 언급 없음 모니터링 대상으로 환경 리스크만 언급	ESG 고려를 기관투자자 의무로 격상 수탁자 책임 정의에 'ESG 포함 지속가능성' 명시 환경 이슈를 리스크뿐 아니라 기회 요인으로 확장
브라질 (2021)	ESG가 수익과 지속가능발전 간 균형을 위한 요소로 언급	ESG를 단순 고려사항에서 투자 프로세스 통합 대상으로 강화 모니터링 핵심 이슈에 ESG 정책 추가
캐나다 (2020)	일반적인 리스크 관리 모니터링에 집중	모니터링 대상에 '환경 및 사회적 리스크' 명시 이사회 논의 주제로 '중대한 지속가능성 요소' 포함
대만 (2020)	재무적 성과와 경영진 감시 위주 활동	피투자 기업 지속가능한 발전을 고려 원칙에 추가 모니터링 대상에 '환경적 영향' 구체적으로 명시
싱가포르 (2022)	환경 고려사항은 관여 활동 주제 중 하나로 언급	ESG를 선택적 주제에서 필수 통합 요소로 변경 협력적 관여 예시로 '기후변화' 명시

공통 흐름: 개정 시기가 최근일수록, 기후 이슈를 단순 예시에서 수탁자 책임의 필수 요소이자 시스템 리스크로 규정하는 경향이 강화되고 있음.

4. 기후 스튜어드십 코드의 주제별 분류

ESG·기후를 포함하는 코드의 6가지 반영 방식 — 15개국 분석

반영 방식	국가 수	주요 국가
① 서문·정의에 기후·ESG 명시	10개국	일본·영국·스페인·스위스·말레이시아·브라질 등
② ESG 원칙(Principle) 보유	5개국	남아공·브라질·말레이시아·스페인·영국(2020)
③ ESG 통합 투자 전략	7개국	말레이시아·태국·스페인·캐나다·호주·대만·싱가포르
④ 기후·ESG 리스크 모니터링	10개국	일본·말레이시아·캐나다·스위스·홍콩·브라질 등
⑤ ESG·기후 주주참여	10개국	일본·말레이시아·홍콩·캐나다·싱가포르·남아공 등
⑥ ESG 의결권 행사	2개국	스위스·호주
한국	0개	6개 영역 모두에서 기후·ESG 관련 명시 조항이 부재

주제별 특징 상세

[① 정의 및 목적]

- 서문 및 도입부 단계에서부터 ESG 또는 기후요인을 스튜어드십의 정의와 목적에 명시하며 기후 요소는 단순 권고사항을 넘어 수탁자 책임 이행에 필수 요소로 인식
- ESG 및 기후 요소는 재무적 리스크를 관리하고 피투자기업과 자본 시장 전체의 장기적 가치 창출 (long-term investment returns)을 높이는 데 필수적임을 명시

스튜어드십 정의와 목적에 ESG, 기후, 지속가능성 관련 내용을 포함하는 코드 예시

국가	주요 내용
브라질	[서문] 스튜어드십의 목적을 단순 수익률 제고가 아닌, 금융 시장의 재무적, 환경적, 사회적 붕괴인 구조적 붕괴(structural collapses)를 방지하는 것으로 정의
일본	[원칙 1.1] 스튜어드십 책임을 투자 대상 기업과 그 사업을 이해하고, ESG 를 포함한 중장기적 지속가능성을 고려해 투자전략을 수립하고 책임 있는 의사결정을 통해 기업가치와 장기 수익을 창출하는 것으로 정의
스위스)	[서문] 스튜어드십을 지속가능성 관련 리스크에 대응하고 긍정적인 영향(positive impact)을 창출을 위한 지속가능투자의 접근 방식으로 간주

[② 코드 원칙]

- ESG 가 투자 전략·의사결정 과정에 의무적으로 통합해야 하는 필수 요소임을 원칙 수준에서 명시

스튜어드십 원칙에 ESG 또는 기후 관련 내용을 포함하는 코드 예시

국가	원칙(Principle)
남아공	[원칙 1] 환경, 사회 및 거버넌스(ESG) 요소의 통합할 것
브라질	[원칙 3] 투자 과정 및 스튜어드십 활동에서 ESG 요소를 고려할 것
말레이시아	[원칙 5] 기후 관련 문제를 포함한 지속가능성 고려사항을 투자 의사결정 과정에 통합하여 장기적 이익을 도모할 것

스페인	[원칙 1] 수탁자 책임의 일환으로 ESG 요소와 관련 리스크를 투자 전략 및 결정에 적절한 수준으로 통합할 것
영국(2020)	[원칙1] 고객과 수익자를 위한 장기적 가치 창출 및 경제·환경·사회에 지속 가능한 기여 [원칙7] 책임 있는 운용과 투자에 중대한 ESG 및 기후변화 요소를 체계적으로 통합

[㉔ ESG 통합 투자 전략]

- 다수 국가의 스투어드십 코드에서 투자 전략과 의사결정에 ESG 요소를 반영할 것을 명시
- 이는 스투어드십 코드가 투자 전략 차원에서 ESG 를 고려하지 않는 행위를 수탁자 책임 미이행으로 간주할 수 있는 방향으로 진화하고 있음을 시사
- 이 중 기후를 직접 언급하는 국가 코드도 있음 (말레이시아, 태국)

ESG 통합 투자전략에 ESG, 기후, 지속가능성 내용을 포함한 예시

국가	주요내용
말레이시아	[원칙 5] 투자 의사결정 과정에 기업 거버넌스 및 지속가능성 고려사항을 통합할 때, 기후 관련 문제(climate-related matters)를 포함해야 함을 명시
태국	[지침 3.3] 지구 온난화(GHG 배출 및 목표), 자원, 폐기물 관리, 생물 다양성 등 구체적인 환경 요소와 리스크를 나열하고 이를 고려해야 함을 명시
스페인	[원칙 1] 투자 전략 및 결정에 ESG 요소와 관련 위험을 통합하는 것을 수탁자 책임(fiduciary obligations)의 일부로 규정하여 의무성을 강조

[㉔ 기후 리스크 모니터링]

- 다수 국가의 스투어드십 코드에서 ESG 및 기후 위기를 개별 기업 리스크를 넘어 금융 안정성을 위협하는 시스템 리스크(Systemic Risk)으로 보고 관련 모니터링·관여 지침이 강화
- 이에 투자자들은 기후 리스크 모니터링을 통해 투자 대상 기업의 전략, 리스크 관리 체계, 대응 수준을 평가하도록 함

기후 리스크 모니터링 관련 내용을 포함한 사례

국가	주요 내용
말레이시아	[지침 2.2] 모니터링 대상 영역에 사회 및 기후 리스크(climate risks)를 포함한 주요 지속가능성 리스크 영역을 반드시 포함해야 함을 명시
캐나다	[원칙 1] 기업의 전략과 리스크 관리를 모니터링할 때, 재무적 리스크뿐만 아니라 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 리스크를 포함해야 함을 명확히 규정
태국	[지침 3.5] 피투자 기업이 ESG 원칙을 준수하지 않거나 리스크 요인이 식별될 경우, 이에 대한 해명을 요구하고 문제 해결을 모색해야 함
일본	[지침 3.3] 피투자 기업 모니터링 시 사회 및 환경 문제에서 발생하는 리스크와 기회를 포함한 비재무적 요소를 고려해야 함

[㉔ 주주관여]

- 지배구조에서 벗어나 기후변화·환경 리스크를 주요 관여 주제로 삼는 움직임 확산
- 투자 대상 회사가 ESG 리스크의 위험이 있다고 판단되면 적극적인 주주관여 활동을 할 것을 명시하는 추세

ESG 및 기후를 주제로 하는 주주관여 내용을 포함한 사례

국가	주요 내용
말레이시아	[서문] 주주 관여(Good engagement)란 관련 ESG 이슈와 목표를 식별하고, 결과를 모니터링하며, 강화 방안(escalation strategies)을 수립하여 투자 결정에 반영하는 것으로 정의
홍콩	[원칙 3-23] 사회 및 환경 문제에서 발생하는 리스크를 주제로 주주관여 활동을 해야 하며, 이는 퍼시브 투자에서도 고려되어야 함
캐나다	[원칙 4] 이사회와의 비공개 회의 등에서 논의할 주제로, 환경·사회·지배구조(ESG) 리스크와 같은 '중대한 지속가능성 요소'에 대한 이사회 감독 여부를 포함함

[㉔ ESG 의결권 행사]

- ESG 이슈가 주주총회 의결권 행사의 중요한 기준임을 명시
- ESG 리스크 및 기회 모니터링, 주주관여에서 더 나아가 의결권 행사까지 수탁자 책임의 범위 확대

ESG 및 기후를 고려한 의결권 행사 내용을 포함한 사례

국가	주요 내용
스위스	[원칙 3] 피투자 기업의 비즈니스 모델과 전략, 그리고 장기적 성과에 영향을 주는 ESG 요소의 잠재적 영향을 이해해야 하며, 투표 정책에 ESG/지속가능성 기준 반영 방식을 공개해야 함
호주	[원칙 2] 의결권 행사는 자산 소유자가 기업의 인수합병 등과 더불어 ESG 관행 및 관련 공시에 대해 의견을 표출할 수 있는 수단임

III. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 이행 성과

- 기후 스튜어드십을 도입한 해외 주요 기관투자자의 적극적 이행은 투자 대상 기업의 기후 전략 수립, 감축 목표 설정, 배출 성과 개선 등 실질적인 행동 변화로 이어짐
 - 호주: 넷제로 목표 설정 확대, TCFD 공시 급증, Say on Climate 도입, CCS 프로젝트 가동 등 실질적 성과
 - 영국: 고배출 기업의 온실가스 감축 목표 수립 유도, 비상장사 ESG 공시 체계 구축
 - 일본 GPIF: 주주관여 증가가 기업가치 제고와 기후 리스크 관리에 긍정적 효과가 있음을 통계적으로 실증

사례 1. 호주 — 기업 기후전략 및 넷제로 목표 개선

- 기관투자자:
 - ACSI 스튜어드십 코드 서명기관 AustralianSuper(호주 최대 퇴직연금) 외 38 개 기관투자자
 - 총 운용자산 약 2.2 조 호주달러 (한화 약 2,250 조원)
- 개선 대상:
 - AustralianSuper 전 자산군(주식·부동산·인프라 등)
 - ACSI 중점 관리 대상인 ASX300 (호주 상장 상위 300 개 기업)
- 근거 코드:
 - [원칙 3] 주주관여는 ESG 관련 사항을 포함한 다양한 이슈에 대해 더 나은 관행 및 투명성을 장려하기 위해 수행할 수 있음

성과 지표	내용
ACSI 중점관리 30개 기업 넷제로 목표	30곳 중 29곳 설정 (97%)
ASX200 넷제로 선언 기업	131개사(66%) — 12개월 만에 8% 증가
ASX200 TCFD 채택률	2017년 10% → 2024년 82% (7년간 8.2배 증가)
Woodside Energy	투자자 반대 의견 수용 → 수정된 기후 전략 발표 'Say on Climate' 3년 주기 정기 도입 약속
Santos (화석연료 기업)	기존 Scope 1-2 목표를 넘어 2040년까지 연간 1,400만 톤 제3자 배출량 포집 목표 설정 2024년 10월 Moomba CCS 프로젝트 가동 (연간 140만 톤 탄소 포집)
기후 전략 주주 지지율	2022년 63% → 2025년 85% (+22%p)

사례 2. 영국 Railpen — 고배출 기업 온실가스 감축 목표 수립 유도

- 기관투자자:
 - UK Stewardship Code 2020 서명기관 Railpen (철도 종사자 연금 자산 관리 기금)
- 대상 기업:
 - 미국 최대 LNG 수출 기업 Cheniere
- 근거 코드:
 - [원칙 9] 서명기관은 자산의 가치를 유지하거나 향상시키기 위해 발행기관과 관여함
 - [원칙 12] 서명기관은 권리와 책임을 적극적으로 행사함

구분	내용
관여 배경	Cheniere의 배출 감축 목표 부재 + 낮은 전환 경로 이니셔티브(TPI) 점수에 대한 우려
스튜어드십 이행	2024년 '넷제로 관여 계획(Net Zero Engagement Plan)' 우선순위 기업으로 Cheniere 선정 → 비공개 주주관여
성과 ①	Scope 1 메탄 배출 강도 목표 0.03% 설정 (2027년까지)
성과 ②	Corporate Responsibility Report를 통해 GHG 배출 저감 활동을 투명하게 공개하기로 약속

사례 3. 영국 Arcus Infrastructure Partners — 비상장사 ESG 공시 체계 구축

- 기관투자자:
 - 영국 인프라 전문 자산운용사 Arcus Infrastructure Partners LLP
- 대상 기업:
 - 독일 전기차 충전 인프라 기업 eze.network (사모펀드를 통해 인수)
- 근거 코드:
 - [원칙 7] 서명기관은 기후변화를 포함한 중대한 ESG 이슈를 체계적으로 스튜어드십과 투자에 통합함

구분	내용
스튜어드십 이행	기업 인수 후 이사회에 2명의 대표 직접 임명 → 강력한 거버넌스 구조 수립 경영진과 협력하여 ESG 정책 개발 및 월간 보고 체계를 재무성과+비재무성과로 개편
성과 ①	2024년 보고연도에 창사 이래 최초로 Scope 1·2 및 주요 Scope 3 온실가스 배출량 측정·보고
성과 ②	ESG KPI 중심 월간 보고 체계 확립 — 경영진이 환경 데이터를 상시 관리하는 구조 정착

상장사뿐 아니라 비상장·인프라 자산에서도 기후 스튜어드십은 공시 체계 구축과 실질적 환경 성과를 창출

사례 4. 일본 GPIF — 기업가치 및 탄소집약도 동시 개선

- 기관투자자:
 - 세계 최대 규모 연기금 공적연금투자펀드(GPIF), 일본 스튜어드십 코드 준수
- 근거 코드:
 - [지침 1-1] 기관투자자는 기업가치와 지속가능한 성장을 제고하기 위해 ESG 를 포함한 중장기 지속가능성을 고려한 건설적 주주관여를 통해 투자 수익을 높여야 함
- 스튜어드십 이행:
 - 기후 관련 주주관여 건수: 2018 년(개정 전) 314 건 → 2022 년(개정 후) 1,080 건 (약 3.4 배 증가)

기업가치와 기후 지표의 통계적 유의성

자산 규모	주주관여 주제	변수	유의수준	효과	의미
전체	기후변화	Tobin's q	1%	+0.07	주주관여 받은 기업의 기업가치가 더 높음
전체	기후변화	PBR (주가순자산비율)	1%	+0.11	주주관여 받은 기업의 PBR이 더 높음
전체	기후변화	온실가스 감축목표 보유	1%	+8%p	감축목표 수립 확률이 더 높음
전체	기후변화	Scope 2 탄소집약도	1%	-5.29	탄소집약도가 더 낮음
소규모	기후변화	Tobin's q	5%	+0.09	소규모 기업에서 기업가치 효과 더 큼
소규모	기후변화	PBR	5%	+0.15	소규모 기업에서 PBR 효과 더 큼
소규모	기후변화	온실가스 감축목표 보유	5%	+0.13	소규모 기업에서 감축목표 효과 더 큼
소규모	기후변화	Scope 2 탄소집약도	5%	-8.16	소규모 기업에서 탄소집약도 효과 더 큼

IV. 국내 스튜어드십 코드 개정을 위한 제언

1. 글로벌 기후 스튜어드십 코드 사례의 시사점

- 최근 해외 주요국의 스튜어드십 코드는 기후·환경 이슈를 투자자의 선택적 고려사항이 아닌 수탁자 책임의 요소로 정의하도록 개정되는 추세
- ESG 및 기후 요소를 장기 수익 창출과 리스크 대응 수단으로 정의하고 투자 전략, 리스크·기회 모니터링, 주주관여, 의결권 행사 전반에 통합
- 기후 스튜어드십으로 주주관여가 확대되며 기업 기후 공시 개선을 넘어 기후 전략 수립, 감축 목표 설정, 탄소집약도 성과 개선으로 이어지는 실질적 효과 창출
- 이는 스튜어드십이 기후 정보를 투자 의사결정, 리스크 관리, 주주관여의 필수 영역으로 기능함을 의미함. 대한민국 스튜어드십 코드는 글로벌 흐름대비 뒤쳐져 있는 수준으로 개선이 시급함

2. 개정 제언

제언	핵심 내용	글로벌 선례
① 스튜어드십 정의 재정립	스튜어드십 코드 정의 및 원칙에 기후 요소를 명시하여, 기후 관련 기회 및 리스크를 고려사항이 아닌 수탁자 책임의 핵심 요소로 반영	일본 2020, 영국 2020 스위스 2023, 스페인 2023
② ESG 통합 투자 전략	기후 요소를 투자 전략, 리스크 및 기회 모니터링, 주주관여, 의결권 행사 전반에 구조적으로 통합하도록 개정	말레이시아, 태국, 스페인 캐나다, 대만, 싱가포르
③ 기후 리스크 모니터링	기후 관련 사업 기회와 리스크를 모니터링하고, 필요 시 주주관여를 통해 실질적인 이행으로 전환을 가속화	일본, 캐나다, 홍콩 말레이시아, 브라질
④ 기후 공시 로드맵 마련	ISSB 기반 기후·ESG 공시 도입과 연계하여 단계적 공시 로드맵을 마련하고, 공시→관여→의결권 행사로 이어지는 실행 체계 구축	호주, 싱가포르, 영국

발제 2 국민연금 기후 스튜어드십 코드의 현황과 과제

노종화 경제개혁연대 정책위원



국민연금 기후 스튜어드십 코드

현황과 과제 (26. 3. 11.)

노종화 변호사 (경제개혁연대 정책위원)

목 차

1. 스튜어드십코드 이행 목적과 연금 수익률 제고
2. 국민연금 책임투자 현황
3. 국민연금 관여활동 현황
4. 실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

목 차

1. 스튜어드십코드 이행 목적과 연금 수익률 제고
2. 국민연금 책임투자 현황
3. 국민연금 관여활동 현황
4. 실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

스튜어드십코드 이행 목적

- 책임투자: 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등 요소를 고려 (국민연금법 제102조 ④)
- 스튜어드십 코드: 국민연금 수탁자 책임활동의 투명성 및 독립성 강화, 기금의 장기 수익을 제고하기 위해 스튜어드십코드 도입 및 이행(기금운용지침 제17조의2)
- 책임투자 및 주주권 행사: 기금의 책임투자 및 주주권 행사는 기금자산의 안정적인 증식을 목적으로 행사 (기금운용지침 제17조의3)

기후위기의 시대, 위와 같은 법률 규정 및 지침을 어떻게 해석해야 하는지 고민이 필요함

- 연금 운용자산의 수익률 제고에 기여할 때에만 스튜어드십코드를 이행 (?) (기여하지 않으면 이행하지 않아도 되는가?)
- 스튜어드십코드를 내실 있게 이행해야만 기후위험 등에 대한 대응이 가능하고, 연금 자산의 장기적·안정적 수익 증대가 가능

기후 스튜어드십코드 이행은 연금 자산의 장기적, 안정적 수익을 위한 필요조건임

미국 연방행정규칙 'ESG Rules' 논란

- 미국 연방법률(29 U.S. Code § 1104, 'Employee Retirement Income Security Act' (ERISA))은 수탁자 신인의무(fiduciary duties)를 정하고 있음. 수탁자는 오로지 참여자 및 그 수혜자에 대한 이익 제공, 퇴직연금 운영에서 발생하는 합리적인 비용의 지불만을 위해, 연금을 운영해야 함.
- 1기 트럼프 정부 연방행정규칙 개정: **오로지 금전적 요소 (pecuniary factors)만을 고려해 투자의사결정**을 하는 것이 수탁자 의무에 부합한다고 규정, ESG와 같은 비금전적 요소가 포함된 투자대상은 적격 기본투자 옵션(Qualified Default Investment Alternatives, QDIAs)에서 배제
- 바이든 정부 22년 **ESG Rules** (연방행정규칙) 마련: ① 신인의무의 구성요소인 신중함(prudence)에는 기후변화로 인한 경제적 영향 등 기타 ESG 요소가 투자에 미치는 영향이 포함됨을 명시, ② ESG와 같은 비금전적 요소가 포함된 투자대상은 '적격 기본투자 옵션'에서 배제했던 1기 트럼프정부 규칙 삭제, ③ 'Tiebreaker Test' 신설 - 금전적 투자수익이 무차별한 복수의 투자대상 중에서 하나를 선택하는 기준(Tiebreaker Test)으로 ESG 요소 등 부가적인 이익(collateral benefits)을 고려할 수 있도록 허용
- **텍사스 등 26개 주의 ESG Rules 무효 소송**: ESG Rules은 수익률을 최우선으로 해야 하는 ERISA에 따른 수탁자 의무에 반한다는 것이 핵심 주장

5

미국 연방행정규칙 'ESG Rules' 논란

텍사스 북부 연방지방법원의 판단: Chevron 원칙이 없어도, 엄격한 문언 해석 하에서 tiebreaker test 등이 ERISA 신인의무에 반하지 않고 여전히 유효함 (State of Utah v. Walsh, No. 2:23-CV-016-Z (N.D. Tex. 2023))

- "Just as a driver, duty-bound to choose the fastest route to his destination, may choose the most scenic of two routes that each bring him to his destination at the same time, so too can a fiduciary choose a preferable investment option between two that will equally satisfy his duty of loyalty."
- "동점인 투자 대상 중 부가적인 이익(E, S)이 있는 자산에 투자하는 것이 이중 충실의무(dual loyalties)나 이해상충을 야기하지 않는다."
다만, 수탁자는 **부가적인 이익보다 분산투자를 할 의무**가 있으므로, 확정기여형(DC)의 경우 E, S 관련 이익 투자대상도 가입자의 선택에 올려야

- ESG rule이 수탁자 의무에 반하지 않는다고 판단했으나, 위 판결은 전제(기초적 인식) 자체에 큰 한계가 존재함
- 기후 위험 등 ESG 요소 고려가 '부가적인 이익'에 불과한지? 금전적 수익률에서 일종의 '양보'를 하는 것인지?
- **기후 위험(물리적 위험, 전환 위험)에 적시에 대응하지 못한다면, 기금자산에도 심각한 손실이 발생 → 수탁자 의무 해태로 보아야 함**
- 위 판결과 별개로, 2기 트럼프 정부는 재차 연방행정규칙 개정 추진

6

수익률 ‘증명’의 문제

ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies (Friede 외, 2015)

- “약 2,200개 이상의 개별 실증 연구 결과를 통합 분석, 부정적이지 않다는 연구 약 90%, 부정적 약 10%, 긍정적이라는 취지 약 63%”

주주제안이 기업의 지배구조 및 가치에 미치는 영향: 스튜어드십코드 도입에 따른 주주권강화 관점에서 (이준서, 2023)

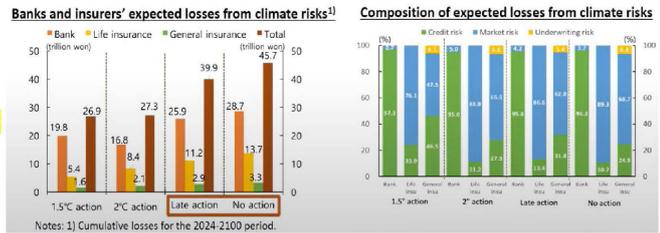
- “2010년부터 2021년까지 주주총회에 상정된 91개 기업, 474건의 주주제안에 대한 분석 결과, 주주제안 이후 기업들의 지배구조 등급 개선. 특히 스튜어드십 코드 도입 이후에 지배구조 등급 개선이 명확하게 나타남. 다만, 주주제안 의결권 행사일 전후 주가의 변동여부를 검증한 결과 누적초과수익률의 유의한 증감을 발견하지 못했다. 다만 의결권 행사일 전후 2일 동안 누적초과수익률이 스튜어드십 코드 도입 이전에는 지속적으로 감소한 반면 코드 도입 이후에는 지속적으로 증가”

한국은행·금융감독원 공동 기후금융 컨퍼런스 (2025. 3.)

- 기후위험으로 인한 은행/보험사 손실:

무대응 (45.7조원) > 지연대응 (39.9) > 2°C 대응 (27.3) > 1.5°C 대응 (26.9)

“손실이 명확히 ‘증명’ 되면 대응은 이미 늦은 것”



목 차

1. 스튜어드십코드 이행 목적과 연금 수익률 제고
2. 국민연금 책임투자 현황
3. 국민연금 관여활동 현황
4. 실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

국민연금 책임투자 현황

▶ 국민연금 책임투자 현황 (2024년말 기준)

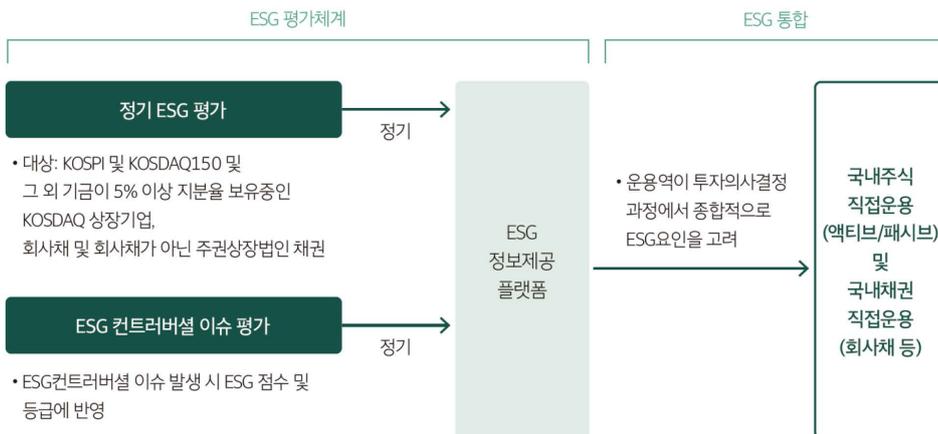
자산군	분류	구분	금액	비중
국내주식	책임투자	직접운용	69	49.4%
		위탁운용	70.8	50.7%
		소계	139.8	100%
	전체 운용자산	합계	139.7	
국내채권	책임투자	직접운용	37.3	10.8%
		위탁운용	53.8	15.6%
		소계	91.1	26%
	전체 운용자산	합계	344.3	
해외주식	책임투자	직접운용	208.1	48.3%
		위탁운용	221.5	51.4%
		소계	429.6	100%
	전체 운용자산	합계	431.0	
해외채권	책임투자	직접운용	10.6	12.0%
		위탁운용	37.8	42.8%
		소계	48.4	55%
	전체 운용자산	합계	88.3	

- 국민연금은 국내주식이나 해외주식에 관해 100% 책임투자를 고려하고 있다고 분류하고 있음. 이러한 현황만 보면, 국민연금은 적어도 주식에 관해서는 책임투자 원칙을 매우 충실히 이행하고 있음.
- 채권의 경우 국내채권은 전체 약 26%, 해외채권은 전체 약 55%를 책임투자 고려 운용자산으로 분류하고 있음.
- 그러나 국민연금이 책임투자를 적극적으로 이행하고 있다는 것을 체감하기가 어려움. 국민연금 직접투자자의 경우 ESG를 책임투자에서 '고려'하는 방식이 주로 ESG 평가이기 때문임.
- 유가증권시장을 놓고 볼 때, ESG 평가를 반영한 포트폴리오와 시가총액 상위기업 포트폴리오 사이에 유의미한 차이가 없음.

9

ESG 평가에 기반한 국민연금 책임투자

국민연금 ESG 평가 및 직접운용 ESG 통합 프로세스



10

국민연금 국내주식 상위 10개 투자 종목

▶ 국민연금 2024년말 기준 (시가총액 순위는 2025. 2. 26. 기준)

번호	종목명 (시가총액 순위 - 우선주 제외)	평가액(억원)	자산군 내 비중	지분율
1	삼성전자 (1)	230,421	16.70%	7.26%
2	SK하이닉스 (2)	95,627	6.93%	7.55%
3	LG에너지솔루션 (4)	51,706	3.75%	6.35%
4	삼성바이오로직스 (6)	46,721	3.39%	6.92%
5	현대차 (3)	33,529	2.43%	7.55%
6	기아 (7)	28,589	2.07%	7.14%
7	NAVER (20)	28,134	2.04%	8.94%
8	셀트리온 (13)	27,624	2.00%	6.79%
9	KB금융 (10)	27,405	1.99%	8.40%
10	신한지주 (16)	20,547	1.49%	8.56%

11

국민연금 책임투자의 한계

▶ 주요 '기후 지수' 및 KODEX200 ESG 펀드 상위 10개 구성종목 (26. 1. 19. 조회 기준)

탄소효율그린뉴딜 (삼성증권)		KODEX기후변화솔루션 (삼성증권)		삼성 KODEX 200ESG	
종목	비중	종목	비중	종목	비중
삼성전자	20.79%	SK하이닉스	13.09%	삼성전자	27.11
SK하이닉스	11.75%	삼성SDI	9.96%	SK하이닉스	12.39
현대차	2.31%	삼성전자	9.82%	KB금융	3.07
NAVER	2.02%	엔켐	6.40%	현대차	2.53
KB금융	1.82%	현대차	5.84%	NAVER	2.49
신한지주	1.80%	포스코DX	5.52%	신한지주	2.41
기아	1.79%	동진썬미켐	5.01%	셀트리온	2.32
셀트리온	1.65%	한화	4.82%	기아	2.19
LG화학	1.57%	한화솔루션	4.48%	카카오	1.85
한화에어로	1.42%	기아	4.44%	하나금융	1.82

- 코스피 상위기업일수록 ESG 대응에 비교적 적극적이므로, 이러한 결과가 오히려 합리적이라는 평가도 가능함.
- 국민연금은 국내 주식시장에서 'universal owner'로서 금액뿐만 아니라 종목 측면에서도 투자 규모가 가장 큼(24년말 기준 국내주식 보유종목 1,200개, 25년 4분기 대량 보유 내역 공시 기준 5% 이상 보유종목 89개 추정).
- 시가총액 상위 기업에 대한 투자비중이 큰 것은 위와 같은 국민연금의 규모나 위상, 기본적인 벤치마크 등을 고려할 때 충분히 이해할 수 있음.
- 문제는 ESG평가에 기반한 통합 투자전략 이외에 보다 적극적인 책임투자 활동은 확인되지 않는다는 것임. ESG 평가에 기반한 책임투자는 ESG 측면에서 볼 때는 비교적 '소극적인' 투자전략임.

12

국민연금 책임투자의 한계

▶ 주요 책임투자 전략 유형 (Global Sustainable Investment Alliance)

투자전략	내용
ESG 통합	전통적인 재무분석에 더해 ESG 평가를 반영하여 투자의사결정
Positive 스크리닝	동종 업계, 기업 대비 ESG 성과 등 특정 항목이 우수한 곳을 선별하여 투자
Negative 스크리닝	특정항목을 기준으로 부정적으로 평가되는 업종, 기업등을 투자대상에서 제외
규범 기반 스크리닝	국제적으로 통용되는 규범(OECD, ILO, UN 등)을 기준으로 이에 미달하는 기업을 투자에서 배제
지속가능 테마	친환경 에너지, 녹색기술 등 지속가능성에 중점을 둔 자산에 투자
임팩트 투자	E.S 등과 관련된 특정 문제를 해결하는 사업에 투자
관여활동	직접적인 관여활동, 주주권행사 등

- ESG 평가에 기반한 책임투자는 기업으로 하여금 ESG 대응에 나서도록 유인하는 효과는 있으나, 스크리닝이나 임팩트 투자와 같이 적극적인 투자, 자본배치를 통해 변화를 이끌려는 전략에 비해 보다 직접적이기 어려움. 그런데 국민연금은 보다 적극적인 형태의 ESG 투자는 실행하고 있지 않음.
- 특히 기후위기 대응 측면에서는 책임투자 이행이 매우 미비함. 해외자산 2025년, 국내자산 2030년부터 '최근 3년 평균 석탄 매출 비중 50% 이상' 기업(석탄채굴 및 발전)에 대해 에너지 전환을 이행하도록 5년간 비공개 대화를 진행하고, 개선되지 않은 경우 투자제한을 결정하는 배제 전략을 의결했음. 그러나 사실상 특정 기업을 고려한 '지연된' 전략, 기후위기 심각성과 기금에 미칠 부정적 영향력이 충분히 반영되지 않았다고 비판할 만함.

13

CalPERS '\$100 Billion Climate Action Plan'



Investing in Solutions: \$100 Billion Climate Action Plan

A broad and expansive plan to capitalize on the new opportunities created by the move to a low-carbon economy.



Mitigation

Renewable energy: Solar, wind, hydro, and other renewable sources to replace fossil fuels

Carbon capture & storage (CCS): Technologies that capture and store CO2 emissions

Waste management: Reducing, recycling, and reusing, as well as capturing methane from landfills



Adaptation

Water management: Systems to manage droughts, floods, and ensure water supply

Agricultural adaptation: Techniques like drought-resistant crops

Disaster risk reduction: Early warning systems and community preparedness



Transition

Climate-friendly operations: Alternative materials in cement production and energy efficiency and carbon capture for cement plants

Developing sustainable fuels: Sustainable aviation fuels from renewable sources and electric or hydrogen-powered aircraft for shorter routes

Renewable energy sources: Transitioning to wind, solar and hydroelectric power, and retrofitting fossil fuel power plants and exploring advanced nuclear power

- CalPERS, '지속가능 투자(Sustainable Investments)'의 일환으로 2030년 1,000억 달러 규모의 Climate Action Plan을 발표함. 에너지 전환 등을 새로운 기회로 인식해 투자하거나, 반대로 기후위기로 인해 기존 운용자산에 가해지는 위험을 줄인다는 차원임.
- 잠재적 투자대상을 'Mitigation' (온실가스 감축), 'Adaptation' (적응 - 기후변화로 인한 위험 감소 및 기회 창출), 'Transition' (Brown to Green)으로 분류하고, 각 영역별로 투자대상인 주요 산업활동을 제시함.

14

GPFG Responsible Investment

Renewable energy infrastructure investments in 2024.

Month	Partner	Stake	Type	Location	Capacity	Impact
January	Iberdrola	49%	Solar and onshore wind	Spain and Portugal	674 MW	Powers equivalent of 350,000 Spanish households
April	Iberdrola	49%	Solar	Spain	644 MW	Powers equivalent of 400,000 Spanish households
June	Arjun Infrastructure Partners and Ørsted	37.5%	Offshore wind	UK	573 MW	Powers equivalent of 510,000 UK households
August	Copenhagen Infrastructure Partners: CIV Fund	Anchor investor	Indirect investment in wind, solar, and energy storage	Europe, North America, Asia-Pacific	N/A	Expands exposure to early-stage projects and segments of the energy value chain

- 노르웨이 GPFG, 운용자산의 최대 2%를 재생에너지 인프라 사업(비상장)에 투자할 수 있다는 지침 마련
- 2024년말 기준 전체 운용자산의 약 0.1% 투자

국민연금 대체투자 현황

▶ 2024년말 기준 대체투자(인프라) 관련 통계

□ 전략별 투자현황(국내)

(단위: 억 원, %)

연번	구분	프로젝트		펀드	
		투자액	비중	투자액	비중
1	BTO	32,832	60.5	903	16.5
2	BTL	8,120	14.8	258	4.3
3	발전	7,145	13.2	4,759	79.2
4	운송·터미널	-	-	-	-
5	자원·에너지	3,726	6.9	-	-
6	디지털	2,489	4.6	-	-
전체		54,312	100	6,010	100

주) 투자잔액 기준

□ 전략별 투자현황(해외)

(단위: 억 원, %)

연번	구분	프로젝트		펀드	
		투자액	비중	투자액	비중
1	Core	51,370	45.1	89,904	29.1
2	Core+	50,452	44.3	111,526	46.4
3	Value-added	12,121	10.6	51,456	21.4
4	Opportunistic	-	-	7,548	3.1
전체		113,943	100	260,434	100

주1) 투자잔액 기준

주2) 인프라 Core전략은 Super-Core 전략 포함

- CalPERS와 GPFG 사례는 기후 관련 책임투자과 관련하여 국민연금도 적극 참고할 만한 사례임. 국민연금의 경우 대체투자 규모가 2025. 11.말 기준 228.6조원으로 전체 기금적립금(1,437.9조원)의 약 15.9%를 차지함. 이중 인프라 영역에 대한 투자가 약 58.6조원으로 전체 기금적립금의 4.07%임.
- 국민연금은 매년말 대체투자의 유형별 운용 현황 (24년말 기준 프로젝트:펀드 약 4:6), 전략별 국내외 투자현황을 공시함.
- 그러나 구체적인 내용 자체를 확인하기는 어려움. 이에 따라, 저탄소 전환이나 기후 대응 등에 초점을 맞춘 투자내역이 확인되지는 않음.

목 차

1. 스튜어드십코드 이행 목적과 연금 수익률 제고
2. 국민연금 책임투자 현황
- 3. 국민연금 관여활동 현황**
4. 실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

국민연금 관여활동 현황 (중점관리사안별)

▶ 국민연금 중점관리대상 기업 (단위: 개사)

구분	비공개대화		비공개중점관리		공개중점관리		합계	
	2024	25.9.	2024	25.9.	2024	25.9.	2024	25.9.
배당정책	4	2	0	1	0	0	4	3
임원보수	4	5	3	5	1	0	8	10
법령 위반	0	1	2	2	0	0	2	3
지속 반대	3	2	0	0	0	0	3	2
기후변화	3	3	0	0	0	0	3	3
산업안전	4	4	0	0	0	0	4	4
예상 못한 우려	2	2	-	-	-	-	2	2
합계	20	19	5	8	1	0	26	27

- 2025년 9월말 국민연금기금 운용현황(잠정)에 따르면, 비공개대화 대상은 19개 기업, 비공개중점관리 대상 8개, 공개중점관리 대상은 없음(2025. 11. 하이트진로를 '법령상 위반 우려'를 이유로 공개중점관리 대상으로 선정)
- 국민연금이 5% 이상 대량 보유한 국내 주식 89개(25년 4분기 추정) 임을 감안할 때, 비공개대화나 중점관리 대상 기업 수 자체가 적다고 보긴 어려움. 다만, 공개 중점관리 기업이 없거나 단 1개인 것은 부족하다고 판단됨.
- 나아가 기후변화에 대해서는 23년 3월 신설 이후 비공개 대화 대상이 3건에 불과했던 것도 미온적이었음을 시사함.

국민연금 관여활동 현황 (중점관리사안별)

▶ 국민연금 중점관리사안별 관여활동 '기업 수'

구분	2021	2022	2023	2024	25 3분기
배당정책 수립	30	38	33	7	10
임원보수한도	12	13	15	33	32
법령상 위반 우려	26	17	9	6	3
지속 반대의결권	11	11	13	9	3
기후변화 위험관리			(신설)	29	13
산업안전 위험관리			(신설)	10	14
예상하지 못한 우려	26	39	54	13	42
기타	52	21	48	40	26
합계	158	139	172	147	143

▶ 국민연금 중점관리사안별 '서한+면담' 횟수

구분	2021	2022	2023	2024	25 3분기
배당정책 수립	61	72	51	15	16
임원보수한도	41	36	39	60	52
법령상 위반 우려	75	40	22	10	7
지속 반대의결권	27	35	31	16	5
기후변화 위험관리	-	-	-	32	16
산업안전 위험관리	-	-	-	18	18
예상하지 못한 우려	38	61	73	25	57
기타	65	28	81	72	33
합계	313	272	297	248	204

- 국내주식 종목 수를 고려할 때, 관여활동 대상이 된 기업의 개수가(25년 3분기 기준 143개) 부족하다고 평가하기는 어려움.
- 다만, 기후변화 위험관리 대응 기업 수가 2024년 29개에서 2025년은 3분기 기준 13개로 크게 감소함. 구체적인 선정(선정 후 철회) 이유, 관여활동의 내용 등에 관해서는 공시되지 않으나, 국내 기업의 기후변화 대응이 실질적으로 개선되지 않은 상황에서 긍정적으로 평가하기는 어려움.

19

국민연금 관여활동 현황 (중점관리사안별)

▶ 1개 기업당 평균 관여활동(서한+면담) 횟수

구분	2021	2022	2023	2024	25 3분기
배당정책 수립	2	1.9	1.5	2.1	1.60
임원보수한도	3.4	2.8	2.6	1.8	1.63
법령상 위반 우려	2.9	2.4	2.4	1.7	2.33
지속 반대의결권	2.5	3.2	2.4	1.8	1.67
기후변화 위험관리	-	-	-	1.1	1.23
산업안전 위험관리	-	-	-	1.8	1.29
예상하지 못한 우려	1.5	1.6	1.4	1.9	1.36
기타	1.3	1.3	1.7	1.8	1.27
합계	2	2	1.7	1.7	1.43

- 전체 기업 수를 고려할 때, 평균적인 관여활동 횟수는 기업당 평균(합계 기준) 연 1.4회임(기후변화 위험관리의 경우 평균 연 1.1회). 다른 정보가 전무하나, 내실 있는 관여활동이 이루어지고 있다고 보기 어려운 수치임.
- 서한발신이나 면담의 정량적 횟수도 중요하지만, 관여활동은 **중장기적인 관점에서 일관성, 지속성 및 내실 있는 수행이 무엇보다 중요함**. 그러나 국민연금이 공시하는 수탁자책임활동 관련 공시를 통해서도 이 같은 내용을 확인하기는 어려움.

20

목 차

1. 스튜어드십코드 이행 목적과 연금 수익률 제고
2. 국민연금 책임투자 현황
3. 국민연금 관여활동 현황
4. **실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언**

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

기후위험 대응 및 기회 활용에 부합하는 지속가능테마 및 임팩트 투자 취지의 펀드 조성

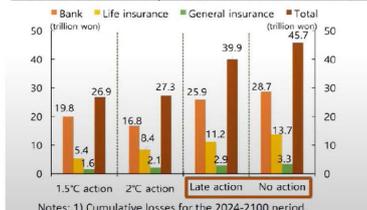
- CalPERS, GPFG 사례 등을 참고해 채권 투자나 대체 영역에서 기후위기 대응에 부합하는 **지속가능테마 및 임팩트 투자를 적극 추진해야** 함. 이는 전체 기금의 **기후위험에 대한 노출 축소뿐만 아니라, 국민연금 포트폴리오의 다변화, 위험 분산 차원에서**도 타당성이 충분히 확보될 수 있음.
- 국민연금이 가진 글로벌 위상을 고려할 때 국민연금이 적정 규모의 지속가능테마, 임팩트 투자 펀드를 조성한다면, **평판 개선 및 신뢰 제고에도 크게 기여** 할 수 있음. 이는 금전적으로 측정하기는 어렵지만, **경제적으로도 상당히 긍정적 효과를 가져올 수 있음.**



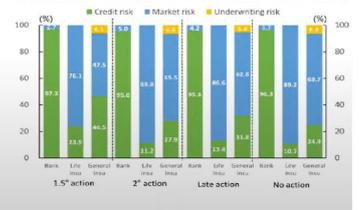
Investing in Solutions: \$100 Billion Climate Action Plan

A broad and expansive plan to capitalize on the new opportunities created by the move to a low-carbon economy.

Banks and insurers' expected losses from climate risks¹⁾



Composition of expected losses from climate risks



Notes: 1) Cumulative losses for the 2024-2100 period.

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

수탁자책임활동 공시 강화

- 현재는 관여활동의 구체적인 내용을 전혀 파악할 수 없고, 정보공개 의미보다는 기금의 홍보활동 성격이 더 강하다고 판단됨.
- 기업이 특정되지 않는 범위 내에서 **비공개 관여활동의 내용과 결과를 최대한 구체적이고, 객관적으로 공시해야 함.** 특히 **공개중점관리 대상으로 전환하지 않은 이유는 공개돼야 한다고 판단되고, 가급적 전체 관여활동에 대해 공시할 필요가 있음.**

국민연금 운용자산의 기후정보 포함 지속가능성 공시 강화

- **국민연금 운용자산 자체의 기후정보 공시**
- 기후위험 대응 거버넌스 및 정책/전략 및 금융배출량, 감축 목표 등에 관한 공시 필요 (운용자산이 아닌 공단에 대한 공시는 실익 ↓)

▶ 수탁자책임활동보고서 발취

국민연금기금은 U기업을 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려사안 대상기업으로 선정하였습니다. X기업 공사 현장에서 발생한 붕괴사고와 관련하여, 국민연금기금은 ESG의 사회(S) 영역 중 '제품안전 및 소비자 보호' 항목 관점에서 중대성 평가 결과 중대한 사안이라고 판단하여, 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 결정을 통해 비공개대화 대상기업으로 선정하였습니다.

기금운용본부는 X기업에 대해, 비공개서한을 발신하여 대상기업으로 선정되었음을 알리고, 대표이사, 사업부 담당 임원, 실무진 면담을 통해, 국민연금기금의 기업과의 대화 취지를 설명하였습니다. 또한, 사고 경위에 대한 구체적 사실관계, 피해보상, 개선대책 수립 등에 관한 X기업의 계획을 문의하였습니다.

X기업은 피해복구 현황 및 계획을 설명하고, 보상 관련 피해자 추과의 협의 진행경과 등을 설명하였습니다. 또한 개선대책과 관련하여 사고 원인을 분석하고, 사고를 예방하기 위한 품질관리 향상 방안을 수립, 이사회 보고를 진행하였습니다.

국민연금기금은 X기업의 대표이사 면담, 이사회 논의 등의 조치 사항, 홈페이지, 지속가능경영보고서 등을 통한 투명한 공개, 피해 복구 조치, 개선 대책 등을 종합적으로 판단하여, 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회를 통해 개선으로 판단하고, 기업과의 대화를 종료하였습니다.

23

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

▶ 수탁자책임활동보고서 발취

국민연금기금은 U기업을 임원보수한도 적정성 대상기업으로 선정하였습니다. U기업은 정기주주총회에 부의한 이사보수한도 수준이 실지금액 대비 과도하여, 설명을 요청하였으나 이에 대한 합리적인 설명이 부족하였습니다. 이에 해당 정기주주총회에서 이사보수 안건에 대해 반대 의결권을 행사하였으며, 이어서 실지금액 대비 보수한도 수준의 과리율이 과도한 점을 고려하여 U기업을 임원보수한도 적정성 대상기업으로 선정하였습니다. 이후, U기업과 수년간 단계적으로 기업과의 대화를 진행하였으나, 개선이 이루어지지 않아 U기업을 공개중점관리기업으로 선정하였습니다.

기금운용본부는 U기업에 대해, 공개서한을 발신하고, 공개중점관리기업으로 선정되었음을 알렸습니다. 그리고 사외이사(보상위원회 위원장) 및 실무진 면담을 통해, 이사보수한도를 산정한 내역에 대한 보수정책을 마련, 공개, 준수해 줄 것을 요청하였습니다. 특히 기업과의 대화 과정에서, 국민연금기금이 일률적인 기준으로 이사보수가 과도하다고 문제 삼는 것이 아니며, 국민연금기금이 지향하는 바는 이사보수가 경영성과(주주가치)와 연계되도록 하는 것임을 강조하였습니다.

이후 U기업은 사외이사로만 구성된 보상위원회를 신설하였으며, 보상위원회에서는 대표이사 및 사내이사의 보수가 경영성과와 연계되도록 보수정책을 수립하였습니다. 또한, 보수정책의 주요 내용을 U기업의 홈페이지에 일부 공개하였으며, 보상위원회는 대표이사 및 사내이사의 '24년 성과평가 및 성과급 결정의 건을 심의하였습니다. 국민연금기금은 U기업이 독립적인 보상위원회를 신설하고, 동 보상위원회를 통해 보수정책을 수립한 점, 보수정책의 일부 내용을 공개한 점, 보수정책을 준수한 점을 감안하여, 국민연금기금 수탁자책임 전문위원회 결정을 통해 개선으로 판단하고, 기업과의 대화를 종료하였습니다.

- KCC글라스 보상위원회, 2024. 9.경 '대표이사·사내이사 성과평가 및 보상정책안 수립의 건'이 보상위원회에서 1회 부결(보상위원회 전원 반대), 재논의 거처 전원 찬성으로 가결

- 이후 '대표이사·사내이사 성과평가 방법 및 성과급 지급비중 검토의 건' 전원 찬성으로 가결

- 25년 3월 국민연금 보수 안건 찬성, 공개중점관리해제

- 정몽익 회장 2024년 약 35.9억원의 보수 수령, 차상위 보수자보다 약 8.8배 많은 수준, 전체 이사회 구성원 보수의 85.7%에 달했음. 전년과 비교할 때 정 회장에게만 집중된 과도한 보수가 개선되지 않은 것임.

24

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

보통주식 투자의 경우 투자 배제 전략에 신중해야 함

- 관여활동이 불가능한 채권 성격의 투자에 대해서는 기후위기의 심각성을 고려해 석탄 등 온실가스 과배출 사업에 대해 보다 적극적으로 투자 배제 전략을 실행해야 함. 관여활동이 가능한 주식투자에 대해서는 손실 회피 등 다른 합리적 사유가 없다면, 투자 배제보다는 적극적인 관여활동을 보다 지속적으로 수행할 필요가 있음.
- 보유 중 주식의 처분은 회사의 투자금 조달에 영향을 미치기 어렵고, 자칫 회사가 스튜어드십코드에 기반한 관여활동으로부터 자유로워지는 결과를 가져올 수 있음.

(주요 포커스대상인 한전의 경우, 과연 경영진이나 이사회가 공개시장에서의 주가나 기업가치평가를 중요하게 생각할지?)

▶ 한국전력공사 주주 구성 (2025 1분기 기준)

주주명	납입 자본금	지분율(%)
대한민국정부	584,209	18.20
한국산업은행	1,056,176	32.90
국민연금공단	241,165	7.51
외국인	487,071	15.18
기타	841,199	26.21
계	3,209,820	100.00

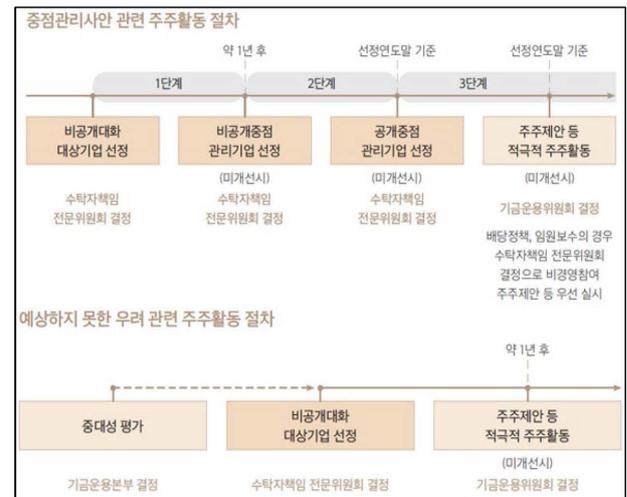
25

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

관여활동 절차 유연화

- 단계별 기간을 1년에서 '6개월 이내'로 단축: 단계별 기간은 정책적으로 결정할 문제이나, 여러 단계가 있는 만큼 '최대' 6개월이 적절하다고 보임. 한편, 현재는 대화 거부 등 개선의 여지 자체가 없을 때에만 바로 다음 단계로 넘어갈 수 있음. 대화를 진행한 결과 유의미한 변화가 없을 때, 사안의 특수성 등을 고려해 다음 단계로 곧바로 넘어갈 수 있는 경우를 보다 유연하게 정할 필요가 있음.
- 예상하지 못한 우려 등에 관하여 곧바로 공개 주주활동이 가능하도록 보장: 사안에 따라서는 회사와의 대화를 시도하기보다는 곧바로 주주제안 등 적극적 주주활동이 필요한 경우도 존재함. (HDC현대산업개발의 건설 사업장에서 두 번째 붕괴사고가 일어난 것은 2022. 1.경 이었고, APG는 사안의 중대성을 고려해 2022. 2. 곧바로 회사에 주주제안) / 수책위에도 권한을 보장해야 함.

▶ 현행 관여활동 절차



26

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

'적극적 관여활동을 위한' 신탁, 단독펀드 방식 운용

- 기후위험 등에 대한 관여활동이 기대에 못 미치는 본질적인 이유는 **운용자산 대비 인적/물적자원의 부족, 실질적으로 정부의 영향으로부터 자유롭지 않은 국민연금 및 기금운용위원회의 위상 등 구조적 문제**에 있음. 현실적으로, 이러한 구조적 문제는 해결이 요원해 보임, 그렇다면 오히려 관여활동에 적극적인 민간 운용사에 **의결권 및 관여활동까지 위임(신탁 또는 단독펀드 형태를 통해)**하는 것이 관여활동 강화를 위해서는 현실적인 방안임. 단, 국민연금이 위탁운용사를 선정, 평가할 때, 적극적 관여활동 수행이 포함된 스튜어드십코드 이행을 주요 지표로 활용해야 함.
- 국민연금이 직접 수행하는 관여활동의 경우 정량보다 더욱 중요한 것은 관여활동의 밀도, 실질적인 영향력임. 대상 기업이 적더라도 특정 사례에서 유의미한 성과를 거둔다면, 그 자체로 반향이 있고, 국민연금의 투자비중이 높은 기업들에게 의미하는 바가 큼.

▶ 위탁운용자산 의결권 위임

매일경제 (+76)

국민연금, 민간 운용사에 의결권 넘기나

김금이 기자
입력 2026.02.19. 오후 7:59 (기사원문)

2 댓글

55% 물량 위탁운용 방식 변경

국민연금이 주주총회 의결권을 민간 운용사가 행사하는 방향으로 위탁운용 방식을 변경하는 방안을 추진한다.

19일 국민연금 등에 따르면 국민연금 수탁자책임전문위원회는 국민연금의 위탁운용 방식을 기존 투자 일임에서 펀드 출자 방식으로 바꾸는 안을 검토 중이다. 기금의 수익 제고와 자본시장 성장 도모 위해서다. 이에 따라 실무적인 절차와 규정 개정 등을 오는 24일 수탁위에서 논의할 예정으로 알려졌다.

위탁운용 방식 변경은 기금운용위원회의 의결을 거쳐야 한다. 이르면 내년 정기 주총부터 이를 단계적으로 적용하는 방안을 살펴보고 있다.

국민연금의 국내 주식 평가액은 지난해 11월 기준 약 244조8000억원이다. 이 중 55%는 위탁운용사에 맡겨 운용하고 있다. 다만 투자 일임 형식으로 운용하기 때문에 주총 의결권은 전부 출자자인 국민연금에 귀속된다. 민간 운용사가 아닌 국민연금이 의결권을 결정하는 것이다.

27

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

환경(E)·사회(S) 관련 의결권 행사기준의 조속한 마련

- 수탁자책임활동 지침은 별표에서 의결권 행사기준을 정하고 있음. 그런데 기후변화 등 환경, 사회 이슈에 관해서는 별다른 기준이 없음. 국민연금은 의결권 행사기준에 따라서만 의결권을 행사하므로, 기준이 없으면 반대 의결권을 행사하기가 어려움.
- 금융투자협회는 2023년 자산운용사 의결권가이드라인을 개정해 ESG 관련 사항을 추가했음. 환경 및 사회 관련 주요 조치를 취하지 않은 책임이 있는 이사 등에 대해 반대할 수 있음. 탄소중립기본법상 '온실가스배출관리업체', 기타 온실가스 직접 배출량이 중요한 회사의 경우 관련 법령에 따른 조치(적절한 온실가스 감축 목표의 설정 및 관리, 측정 및 목표 이행 등)나 기후변화와 관련된 회사의 위험 및 경제 전반의 위험을 이해하고 평가·완화하기 위한 적절한 조치(기후변화 관련이사회 거버넌스, 회사의 전략 수립, 위험 분석 및 관리 등) 등을 취하지 않은 데에 **책임이 있는 이사의 재선임에 반대 투표함**. 이외 ESG 관련 주주제안에 대한 사항도 포함되어 있음.
- 국내 의결권자문사인 서스틴 베스트, 해외 의결권자문사인 ISS 및 Glass Lewis 이사 선임 및 해임과 관련하여 E 및 S 관련 기준을 도입하고 있음.

28

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

금융투자협회 2023년 자산운용사 의결권가이드라인

〈이사 선임 中〉 3.1.3) 탄소중립기본법 상 '온실가스배출관리업체', 기타 온실가스 직접 배출량이 중요한 회사의 경우 관련 법령에 따른 조치(적절한 온실가스 감축 목표의 설정 및 관리, 측정 및 목표 이행 등)나 기후변화와 관련된 회사의 위험 및 경제 전반의 위험을 이해하고 평가·완화하기 위한 적절한 조치(기후변화 관련이사회 거버넌스, 회사의 전략 수립, 위험 분석 및 관리 등) 등을 취하지 않은 데에 책임이 있는 이사(이사회 내 담당위원회가 있는 경우 해당 위원회에 속한 이사, 위원회가 없는 경우 대표이사 또는 해당 업무담당이사 등)의 재선임에 반대 투표한다.

〈주주제안 中〉 10.4) ESG 지속 가능성을 강화시키는 주주제안에 대해서는 주주가치, 책임투자, 사회적 영향 등을 종합적으로 고려하되 부정적인 측면이 크지 않은 경우 찬성 투표한다.

29

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

〈사례 A: 환경 이슈〉

A.1) 기업의 환경에 대한 영향 특히 기업경영이나 제품이 환경에 미치는 영향을 공개하도록 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.2) 환경에 부정적인 영향을 미치거나 생태학적으로 예민한 지역의 생물적 다양성을 위협하는 기업의 행위를 감소시킬 것을 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.3) 기업의 환경보호를 위한 노력, 정책, 환경오염과 기업경영에 기인한 공중위생 위험이나 환경 훼손으로 인해 기업이 부담해야 할 손해 배상액 등을 공개하도록 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.4) 기업의 지속가능한 성장을 위해 구체적인 환경경영 목표의 수립·이행, 기업활동에 따른 환경영향의 관리체계 강화 등 환경경영체계의 구축 또는 강화를 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.5) 기업의 재활용 노력을 공개하거나, 공식적으로 재활용 정책을 채택하도록 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.6) 기업이 속한 산업의 특성에 부합하는 환경보호기준을 채택하도록 권고하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.7) 온실효과를 초래하는 매연가스 방출과 기후 변화에 의해 유발된 손해배상, 그리고 매연가스를 줄이기 위한 조치 및 연구의 공개를 요구하는 주주제안에 찬성 투표한다.

A.8) 이사회 내 환경위원회의 구성 등 기타 환경경영 관련 주주제안에 대해서는 사안별로 투표한다.

30

실효성 있는 기후 스튜어드십코드를 위한 제언

권고적 주주제안 도입 등 제도 개선이 절실함

- 국민연금의 관여활동이 활성화되려면, 제도 개선도 반드시 필요함. 특히 국내에서는 ESG 관련 주주제안을 하는 것 자체가 상법에 대한 해석 문제로 인해 매우 어려운 상황임. 이는 관여활동에 적극적인 해외 기관투자자들이 국내 기업에 투자하기를 꺼리는 주요 원인이기도 함. 적극적인 관여활동을 할 수조차 없는 제도적 환경을 그대로 둔 채, 해외 기관투자자들이 국내 시장에 적극적으로 투자하기를 기대할 수는 없음.
- 국민연금이 관여활동을 적극적으로 수행하도록 하려면, 미국과 같이 주주제안 범위에 원칙적으로 제한이 없으면서, 이사회 및 경영진의 재량을 존중하는 '권고적 주주제안'을 도입해야 함. (노종화.이승희, "주요 국가의 주주제안 현황 및 권고적 주주제안 도입의 필요성", 경제개혁연구소, 경제개혁리포트 2023-10호, 노종화.이승희, "Say on Climate 현황과 국내 도입 방안", 경제개혁연구소, 경제개혁리포트 2023-11호 참고)
- 기후위기 차원에서는 'Say on Climate'과 같은 통로를 제도적으로 마련해야 함. 이는 **관여활동에 적극적인 기관투자자의 국내 기업에 대한 투자 유인을 증가시키는 지름길**이기도 함.

31

감사합니다

32

토론 1

조대현 (AIGCC 한국팀장)

※ 토론문 내용은 토론자 개인의 의견이며, AIGCC의 견해 및 공식 입장과는 다를 수 있습니다.

1. 토론자 및 AIGCC 소개

- **토론자 소개:** 조대현 박사는 기후변화 관련 기관투자자 이니셔티브인 AIGCC (Asia Investor Group on Climate Change)의 한국팀장으로, 국내외 기관투자자 회원사들의 한국 기후변화 대응 관련 업무를 총괄하고 있음. 이전에는 육군3사관학교 경제경영학과 조교수, 서스틴베스트 선임애널리스트/의안분석PM, ISS (Institutional Shareholder Services) 연구보조원 (RA)으로 재직한 바 있음.
- **AIGCC 소개:** 아시아의 기후변화에 관심 있는 기관투자자 약 80여개사가 회원사로 가입하여 활동하는 이니셔티브로, 국내 유관 회원사로는 국민연금, 미래에셋자산운용 홍콩법인 등이 있음. Climate Action 100+라는 프로그램을 운영하여 탄소 고배출 기업 Engagement를 돕고, 기후변화 관련 다양한 정책에 대해 기관투자자 관점에서의 의견서를 제출하는 정책 Engagement를 수행함.

2. 서론

기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙, 이른바 한국 스투어드십 코드는 2016년 12월 제정된 이후 현재까지 단 한 차례의 개정도 이루어지지 않았다.³ 그러나, 앞서 발제자께서 언급하신 바와 같이, 같은 기간 주요국들은 ESG 전반으로 이슈 범위를 확장하고 협력적 관여활동 등을 반영하며 1~3차례의 개정을 단행하였다. 특히, 토론자 본인이 스투어드십 관련 업무를 수행한 경험으로는 해외 사례 중 영국과 일본의 스투어드십 코드를 대표적으로 참고하는데, 두 국가 스투어드십 코드 모두 제정 이후 세 차례의 개정을 거쳤다.

¹ 해당 토론문은 2026년 3월 11일 개최된 [한국 스투어드십 코드 개정과 국민연금] 기후 스투어드십 강화 방안 국회 토론회¹에 사용될 목적으로, 2026년 3월 8일 작성되었음.

² AIGCC (Asia Investor Group on Climate Change) 한국팀장, 기술경영학박사

³ 한국 스투어드십 코드의 해설서 역할을 하는 '한국 스투어드십 코드 가이드라인'은 2024년 3월 한 차례 개정된 바 있으나, 공개 의견수렴도 없었고, 내용도 기업 밸류업 관련 사항 반영 등 유의미하지 않아 고려하지 않았음.

2025년 12월 금융위원회, 한국ESG기준원, 스튜어드십 코드 발전위원회 등 관계기관은 '스튜어드십 코드 내실화 방안'을 발표⁴하였다. 해당 방안은 수탁자 책임의 고려 범위를 기존의 지배구조(G) 중심에서 환경(E)·사회(S)까지 확대하고, 적용 대상 자산 역시 상장주식에서 채권, 인프라, 부동산, 비상장주식, 해외 자산 등으로 확장하는 방안을 검토하겠다는 내용을 담고 있다. 이러한 상황에서 스튜어드십 코드 내 기후변화 관련 내용을 포함하는 방안을 논의하는 자리가 마련된 것은 매우 시의적절하다. 10년 가까이 개정이 없었던 탓에 다소 늦은 감이 있지만, 반드시 필요한 논의의 출발점이라는 점에서 의미가 크다고 생각한다.

3. 기후 리스크와 수탁자 책임

기후 리스크는 이제 다양한 연구와 분석을 통해 재무적으로 실존하는 위험으로 인식되고 있다. NGFS, IPCC 등 해외 기관에서 기후 리스크를 다룬 자료들이 상당수 축적되어 있으며, 글로벌 기관투자자들은 이미 기후 리스크를 인식하고 대응하는 중이다. 다만, 해외 기관 분석 자료가 국내 여건과 정합성이 부족한 면이 있었는데, 이 점에서 2025년 3월 한국은행과 금융감독원이 국내 14개 금융사와 공동으로 실시한 기후 스트레스 테스트⁵는 중앙은행 및 정책기관이 기후변화의 재무적 리스크를 분석하여 국내에 맞춤형 결론물을 낸 것으로, 국내 기관투자자들이 특히 주목해야 할 연구 결과라고 생각한다.

주요 내용은 다음과 같다. 1.5°C 대응, 2°C 대응, 지연 대응, 무대응의 4가지 시나리오로 2100년까지 분석한 결과, 기후 대응을 하지 않을 경우 금융권의 잠재적 손실 규모는 약 45조7천억원 수준까지 확대될 수 있는 것으로 전망된 반면, 1.5°C 대응 시에는 약 27조원 수준으로 감소하는 것으로 추정되었다. GDP 변화도 마찬가지로, 1.5°C 대응 시 2100년에 기준시나리오 대비 -10.2%, 무대응 시 -21.0%로 추정되는 등 시나리오에 따라 손실 추정폭이 크게 벌어진다. 한국은행은 이 결과를 발표하며 기후대응 정책을 조기에 추진하는 것이 개별기관의 경영건전성 제고 및 금융시장 안정에 유리할 것으로 예상한다고 기재한 바 있다.

더 나아가, 이제는 개별 기업들도 지속가능성 관련 공시를 통해 비교가능한 정보를 제공할 예정이다. 글로벌 차원에서는 IFRS Foundation 산하 International Sustainability Standards Board(ISSB)의 IFRS S1-S2 기준을 통해 공시의 표준화가 진행되고 있으며, 한국 역시 ISSB 기반 공시 도입을 논의하고 있다. 이러한 지속가능성 공시의 표준화는 투자자에게 비교가능한 기후 정보를 제공하며, 이는 스튜어드십 활동의 기반 내지는 출발점이 된다. 공시가 정보의 생산이라면, 스튜어드십은 그 정보의 활용이다. 기업의

⁴ https://www.cgs.or.kr/news/press_view.jsp?no=234

⁵ <https://www.bok.or.kr/portal/bbs/B0000502/view.do?menuNo=201265&nttlid=10090346>

기후 공시가 확대되는 흐름에 있는 만큼, 스투어드십 코드도 이에 부합하는 방향으로 발전해야 할 것이다.

설령 스투어드십 코드에 그런 내용이 담겨있지 않더라도, 이러한 재무적 리스크 앞에서 기관투자자는 어떻게 해야 하겠는가? 위탁받은 자산에 대해 책임을 지고, 성실하게, 가용한 모든 정보를 활용하여 운용해야 한다는 것이 곧 수탁자 책임의 본질일 것이다. 중앙은행이 기후 리스크의 재무적 영향을 전망하고, 글로벌 공시 체계가 이를 비교가능한 정보로 전환하고 있는 상황에서, 기후 리스크는 더 이상 선택적 고려사항이 아니라 수탁자 책임의 범위 안에 있는, 가용할 수 있는 정보라고 토론자 본인은 생각한다. 그렇다면 수탁자인 기관투자자는, 응당, 이 정보를 적극적으로 활용하여 운용해야 하지 않겠는가?

4. 글로벌 기관투자자들은 더 발전된 스투어드십 코드에 따라 이미 행동하고 있다.

기후 리스크가 수탁자 책임의 중요한 요소 중 하나라는 인식은 이미 글로벌 차원에서 스투어드십 코드의 개정과 기관투자자의 실질적인 행동으로 이어지고 있다. 앞서 발제자께서 말씀하신 것과 같이, 주요 국가의 스투어드십 코드에는 ESG 또는 기후 요소가 명시되고 있으며, 이는 단순한 정책적 유행이 아니라 기후 리스크가 장기적인 투자 성과에 영향을 미칠 수 있는 구조적 위험이라는 이해관계자 전반의 공감대가 형성된 결과로 볼 수 있다. *(주요 국가 현황은 발제자료와 중복되어 생략함)*

글로벌 기관투자자의 실질적인 행동도 당연히 이어지고 있다. AIGCC가 아시아 내 주요 기관투자자 230여개사의 2024년 기후 행동을 분석한 결과⁶에 따르면, 75%가 기후 위험 및 기회를 인식하고 있고, 35%가 기후 전환 계획을 공시하였다. 특히, 그 중 AIGCC의 회원사인 62개사는 77%가 기후 인게이지먼트 이니셔티브 활동은 물론, 61%가 정책 옹호 활동에서 공동 성명/서한에 대해 지지한 바 있는 등 실질적인 활동을 다양하게 전개하고 있다. 이와 함께, AIGCC 회원사에게 이런 기후 대응의 주요 동인(driver)이 무엇인지 설문한 결과, 70% 이상의 투자자들이 수탁자 책임 이행과 관련 규제가 투자자들의 기후 행동을 유도하는 가장 핵심적인 동인이라고 답변한 바 있다. 글로벌 기관투자자들은 각국 스투어드십 코드의 발전에 발맞춰 기후 리스크를 분명히 인식하고, 수탁자 책임에 따라 기후 리스크 대응 활동을 이미 수행하고 있는 것이다.

5. 한국 스투어드십 코드의 한계와 개정 방향

글로벌 기관투자자들이 기후 리스크를 스투어드십의 주요 의제로 다루며 실제 행동으로 이어가고 있는 것과 달리, 한국의 제도와 시장 환경은 아직 이러한 흐름을

⁶ https://aigcc.net/wp-content/uploads/2025/04/AIGCC-Climate-Transition-Report_April2025.pdf

충분히 반영하지 못하고 있다. 스투어드십 코드의 내용뿐 아니라, 그 이행을 점검하고 공시하는 체계, 기관투자자가 실제로 관여활동을 수행할 수 있는 제도적 환경, 그리고 기관투자자의 인식 및 여건 등 관련 생태계 전반에서 보완이 필요한 상황이라고 토론자 본인은 생각한다. 이러한 문제의식을 바탕으로 다음과 같은 개정 방향을 제시한다:

1) 스투어드십 코드에 기후 요소 명시하여 기관투자자의 행동/공시 유도

가장 기본적인 출발점은 스투어드십 코드의 원칙에 기후 요소를 명시하고, 기관투자자가 이를 실질적으로 투자의사결정에 반영하도록 유도하는 것이다. 단순히 ESG 정책의 보유 여부를 넘어, 기후 리스크를 투자의사결정 과정에서 어떻게 고려할 것인지 적극적으로 고민하고, 실제로 투자의사결정에 고려하고, 그 일련의 과정을 공시하는 것이 가장 바람직하다고 생각한다.

스튜어드십 코드를 도입한 후 기후 리스크를 인식하고 그에 대한 수탁자 책임을 다하고자 하는 기관투자자라면, 기후 리스크를 포트폴리오 수준에서 어떻게 식별·측정·관리하고 있는지, 시나리오 분석이나 전환 리스크 평가를 자산배분이나 투자 판단 과정에 어떻게 반영하고 있는지 등을 투명하게 설명할 수 있어야 할 것이다. 아울러, 기후 리스크 관리 활동이 장기 수익률과 어떤 방식으로 연결되는지, 그 과정에서 어떠한 중간성과가 있었는지를 정기적으로 설명하려는 노력도 필요하다.

관여활동 측면에서도 기후 이슈에 대한 적극적인 활동이 이루어져야 할 것이다. 한국에서는 아직 권고적 주주제안이 쉽지 않다는 제도적 한계가 있지만, 서한, 기업과의 대화 등의 관여활동을 통해 기후 리스크 대응을 촉진하는 역할을 수행할 수 있다. 이 과정에서 기관투자자는 단순한 접촉 횟수나 서한 발송 건수를 넘어, 명확한 목표 설정과 일정, 단계별 기대 수준 등을 바탕으로 체계적인 관여활동을 수행하고 그 내용을 투자의사결정에 반영, 더 나아가 가능하다면 수탁자 등 이해관계자에게 투명하게 설명할 필요가 있다.

2) 실질적인 관리 및 이행 점검과 공시 체계의 구축

이번 스투어드십 코드 개정 논의에서, 설령 앞서 제안한 바와 같이 기후 요소를 아무리 잘 반영하더라도, 지금까지 그랬던 것처럼 수탁자 책임 활동에 대한 정보 공시가 부실하고 스투어드십 코드 도입 기관투자자에 대한 실질적 점검 및 평가가 이루어지지 않는다면 스투어드십 코드는 앞으로도 선언적 원칙에 머물 수밖에 없다.

토론자가 지난 10년간 가장 큰 한계로 생각한 것은 스투어드십 코드 관리 및 이행 점검 체계의 사실상 부재였다. 한국 스투어드십 코드 말미에는 "2년 주기로 코드 세부 내용의 적정성을 점검할 것을 권고한다"고 명시되어 있으나, 스투어드십 코드 홈페이지

내 '제·개정 현황 - 추진경과' 탭에는 2017년까지의 내용이 마지막으로 기록되어 있다. 정상적으로 2년 주기 점검이 이루어졌다면, 주요국 스튜어드십 코드가 세 차례씩 개정되는 동안 한국에서도 최소한 점검이 수행되었어야 하고, 설령 개정하지 않기로 판단했더라도 그 점검 결과와 미개정 사유를 공시했어야 마땅하다. 비교 대상으로 일본을 보면, 일본 금융청(FSA)은 스튜어드십 코드의 개정 이력과 적용 현황을 투명하게 공개하고 있으며, 개정 과정 자체가 공론화되어 있다. 한국에서도 점검이나 개정 논의가 있었다면 그것을 공시하지 않은 것 자체가 문제이고, 논의조차 없었다면 코드 운영에 대한 근본적인 성찰이 필요하다.

스튜어드십 코드는 법적 강제력이 있는 규제가 아니라 연성규범(soft law)이며, 대부분의 국가에서 comply-or-explain 원칙에 기반하여 시장의 자율적 참여를 전제로 운영된다. 즉, 어느 누구도 기관투자자에게 스튜어드십 코드를 도입하라고 강요한 적 없다. 기관투자자가 자율적으로 코드를 도입하고, 그에 따른 책임 있는 투자자라는 지위를 스스로 선택하는 것이다. 그러한 선택을 통해 스튜어드십 코드 도입 기관으로 시장에서 인정받고자 한다면, 수탁자 책임 활동에 대해 고민하고 이를 실제 투자 활동에 반영하며, 그 내용을 시장에 설명하는 책임이 당연히 뒤따라야 한다. 그래야만 스튜어드십 코드 도입이 진정한 의미를 갖게 되고, 그제서야 시장으로부터의 인정도 뒤따를 수 있을 것이다.

이러한 점에서 스튜어드십 코드 관리 기관의 역할 역시 중요하다. 관리 기관은 단순히 코드에 서명한 기관 목록을 관리하는 수준을 넘어, 기관투자자의 스튜어드십 활동이 실질적으로 이루어지고 있는지를 점검하고 평가하는 역할을 수행할 필요가 있다. 그래야만 스튜어드십 코드 도입이 단순한 선언이 아니라 실제 투자 관행의 변화로 이어질 수 있고, 형식적 도입과 실질적 이행이 동일하게 취급되는 작금의 상황을 방지할 수 있을 것이다.⁷

2025년 12월 발표된 스튜어드십 코드 내실화 방안에서 이행점검 절차 도입이 논의된 것은 이러한 점에서 긍정적인 출발점이라고 생각한다. 다만 향후 제도가 발전하기 위해서는 단순한 형식적 보고를 넘어서 관여활동의 내용, 기업과의 대화 과정, 필요 시 에스컬레이션 여부 등 스튜어드십 활동의 질과 성과를 평가할 수 있는 체계로 발전할 필요가 있다. 이러한 체계가 구축되어야만 이번 스튜어드십 코드 개정이 선언적 변화에 그치지 않고 실제 시장 관행의 변화를 이끌 수 있을 것이다.

⁷ 현재 한국 스튜어드십 코드 참여 기관투자자는 251개사, 참여예정 기관투자자는 54개사다. 일본과 영국 스튜어드십 코드 서명 기관투자자는 각 350개사, 299개사인데, 한국 참여기관 수와 큰 차이가 나지 않고, 오히려 경제 규모를 고려했을 때 한국 스튜어드십 코드 참여(예정) 기관투자자 수가 굉장히 많은 것으로 판단된다. 토론자는 이것이 한국 스튜어드십 코드가 다소간 형식적으로 운영되고, 참여(예정) 기관이라는 의미가 퇴색된 이유라고 생각한다.

3) 협력적 관여활동

이행 점검 체계가 갖춰지더라도, 기관투자자가 실제로 기후 관여활동을 수행할 수 있는 제도적 환경이 뒷받침되어야 한다. 특히, 기후 스튜어드십과 관련하여 토론자 본인이 생각하는 가장 큰 걸림돌은 협력적 관여활동이 스튜어드십 코드 내 명시되어 있지 않은 것과, 협력적 관여활동 수행에 관한 법적 불확실성이다. (협력적 관여활동 설명 및 해외 현황에 관한 내용은 앞선 발제자료와 중복되어 생략함)

협력적 관여활동의 법적 불확실성은 자본시장법 시행령 제141조의 공동보유자 규정에서 비롯된다. 동 규정은 "의결권을 공동으로 행사하는 행위를 합의한 자"를 공동보유자로 정의하고 있어, 복수의 기관투자자가 의결권을 함께 행사할 것을 합의하면 합산 지분이 5%를 넘는 경우 대량보유보고 의무가 발생할 수 있음을 내포한다. 문제는 구체적으로 어떤 경우가 "합의"에 해당하는지 명확하지 않다는 점이다. 이러한 해석상 불확실성은 기관투자자들로 하여금 협력적 관여활동이 공동보유로 간주될 가능성을 우려하게 만들며, 그 결과 규제 리스크를 회피하기 위해 협력적 관여활동을 적극적으로 수행하기 어려운 환경을 형성하고 있다.⁸

글로벌 흐름에서 협력적 관여활동은 기후 스튜어드십의 핵심 수단으로 자리잡고 있다. Climate Action 100+는 600개 이상의 기관투자자가 서명하여 세계 최대 온실가스 배출 기업 169개사를 대상으로 구조화된 관여활동을 진행하고 있다. 이 이니셔티브는 투자자 간 집단적 의사결정이나 주식 매매를 요구하지 않으며, 각 서명기관이 독립적으로 투자·의결권 전략을 결정하도록 설계되어 있다. 정보 공유와 관여 활동의 조율을 통해 효율성을 높이되, 반독점 법적 리스크를 최소화하는 구조를 갖추고 있는 것이다.

한 가지 큰 오해를 바로잡자면, 협력적 관여활동은 기업에 부담을 가중하기 위한 수단이 아니다. 오히려 투자자들이 개별적으로 반복 질문을 제기하는 대신, 핵심 쟁점을 구조화하여 일관되게 전달함으로써 기업 입장에서도 대응 효율성을 높일 수 있다.

관여활동의 일원화는 기업과 투자자 모두의 거래비용을 줄이는 효과를 가져올 수 있으며, 영국·일본처럼 공동 관여에 대한 명확한 법 해석과 투자자 포럼 등 협력 플랫폼 구축이 필요하다는 점은 한국 현장에서도 공감대가 형성되고 있다.

따라서 스튜어드십 코드 개정 시 협력적 관여활동을 수탁자 책임 이행의 유효한 수단으로 명시하고, 기후 관련 협력 이니셔티브 참여를 원칙적으로 허용·권장하는 방향을 검토할 필요가 있다. 아울러 자본시장법상 공동보유 규정과 관련하여, 해외의 사례를

⁸ 2026년 3월 금융위원회에서는 법령해석을 일부 발표하여 주주총회 문화 개선, 배당, 임원보수 관련 주주활동이 '경영권 영향 목적'에 해당하지 않음을 명확히 하였다. 이는 의미 있는 진전이나, 복수의 기관투자자가 함께 의결권을 행사할 때의 공동보유자 문제를 직접 해소하는 것은 아니다. 자세한 내용은 다음 링크 참조:

<https://www.fsc.go.kr/no010101/86409?srchCtgr=&curPage=&srchKey=&srchText=&srchBeginDt=&srchEndDt=>

참고하여 공동보유자의 범위를 회사의 지배권 변동이나 사업의 중대한 변경을 목적으로 의결권 공동행사를 합의하는 자로 한정하거나, 개별 주주총회에서 특정 의안에 대해 일시적으로 의결권을 공동행사하는 것은 공동보유자로 간주하지 않도록 하는 세이프하버 조항의 도입을 병행하여야 한다.

4) 권고적 주주제안 제도의 도입

협력적 관여활동과 함께, 기관투자자가 기후 관련 의사를 공식적으로 표시할 수 있는 제도적 통로도 필요하다. 현재 기후 관련 서한이나 면담 등 통상적 관여활동은 가능하지만, 이를 주주총회라는 공식 의사결정 구조 안에서 표현할 수단은 제한적이다. 이 점에서 '권고적 주주제안(non-binding shareholder proposal)'의 도입이 필요하고, 이는 스투어드십 코드 개정과 함께 논의되어야 할 것이다.

현재 한국에서는 상법 제361조, 제363조의2 등으로 인해 주주제안할 수 있는 내용이 제한되고 주주제안이 통과될 경우 법적 구속력을 갖는 구조이기 때문에, 권고적 결의 형태로 기후변화와 관련한 주주제안을 하는 것은 우회적인 방법을 택할 수밖에 없을 뿐만 아니라 실질적으로 큰 의미가 없다. 기후 환경과 같이 중장기 전략에 해당하는 사안의 경우, 즉각적 법적 구속력보다는 주주 의사를 확인하고 기업과의 대화를 촉진하는 수단으로서 권고적 결의가 유용하게 작동할 수 있다. 해외에서는 'Say on Climate'와 같은 방식으로 기후전략에 대한 주주 의견을 수렴하는 사례가 확대되고 있다.

스튜어드십 코드가 개정되어 기후 관련 내용을 명문화하더라도, 이를 실질적인 기관투자자의 의사표시로 연결할 제도적 통로가 없다면 한계가 있다. 권고적 주주제안 제도는 스투어드십 활동을 형식적 관여에서 실질적 대화와 의사표시의 단계로 확장시키는 장치가 될 수 있다. 특히 현재 의결권 행사가 주요한 스투어드십 활동 수단으로 인식되고 있는 만큼, 권고적 주주제안의 도입이 중요할 것으로 생각한다.

6. 결론 및 제언

이상의 논의를 종합하면 다음과 같다. 기후 리스크는 한국은행의 스트레스 테스트가 보여주듯 금융권 손실 최대 45조7천억원에 달할 수 있는 실존적 위협이며, 이를 스투어드십 코드의 범위 안에서 다루는 것은 다양한 국가에서 이미 선택한 방향이다. 한국 스투어드십 코드는 2016년 제정 이후 단 한 차례도 개정되지 않았고, 관리 및 이행 점검 체계도 사실상 부재해 왔다. 이번 개정은 이러한 공백을 메울 기회이며, 다음 네 가지가 특히 중요하다:

첫째, 스튜어드십 코드 내 기후 요소를 명시할 것. 기후 관련 기회 및 리스크를 단순 고려사항이 아닌 수탁자 책임의 핵심 요소 중 하나로 반영되어야 할 것이다.

둘째, 이행 점검과 공시 체계를 실질적으로 구축할 것. 단순 형식적 보고를 넘어 관여활동의 질, 성과, 에스컬레이션 여부 등을 실질적으로 평가하여 스튜어드십 코드 도입의 의미를 되새길 수 있는 체계로 발전시켜야 한다.

셋째, 협력적 관여활동의 범위와 정당성을 제도적으로 명확히 할 것. 자본시장법상 공동보유 규정과 관련한 법적 불확실성을 해소하고, 기후 관련 협력 이니셔티브 참여를 원칙적으로 허용·권장하는 방향을 검토하여야 한다.

넷째, 권고적 주주제안 제도 도입 등 실질적 참여 수단을 병행 검토할 것. 스튜어드십 코드에서의 기후 리스크가 실제 기업과의 대화와 의사결정으로 연결되기 위해서는 제도적 통로가 필요하다.

AIGCC는 한국 워킹그룹(Korea Working Group)을 운영하며 글로벌 기관투자자가 한국의 기후변화와 관련하여 대응할 수 있도록 지원하고 있고, 'State of Investor Climate Transition in Asia' 등 보고서를 통해 아시아 투자자의 기후 통합 현황을 체계적으로 제공하고 있는 등 많은 노력을 다하고 있다. 이러한 경험과 자원이 한국 스튜어드십 코드 개정에서 국제적 정합성을 확보하면서도 국내 시장 여건에 맞는 실효성 있는 방향을 모색하는 데 기여할 수 있을 것이고, 관련한 논의는 언제나 환영함을 강조한다.

마지막으로, 이번 개정 과정 자체의 투명성에 대해서도 당부하고자 한다. 개정의 내용만큼이나 그 과정도 중요하다. 개정 과정을 투명하게 운영하고, 기관투자자, 기업, 학계, 시민사회 등 다양한 이해관계자의 의견을 폭넓게 수렴한다면, 코드의 실효성과 시장의 수용도 모두를 높이는 데 기여할 수 있을 것이다. 이번 개정이 선언적 논의에 그치지 않고 실질적인 변화로 이어지길 진심으로 기대한다.

이상으로 '기후 스튜어드십 강화 방안 국회 토론회' 토론문을 마치고자 한다. 이와 같은 소중한 자리에서 식견이 부족함에도 의견을 피력할 수 있는 기회를 주심에 깊은 감사를 표한다. 끝.

토론 2

은기환 (한화그린히어로 매니저)

왜 스투어드십코드, 특히, 기후스튜어드십코드를 해야 하는가?

기후스튜어드십코드는 기금운용의 장기 방향성을 결정하는 역할을 할 것이다. 이것은 마치 헌법에 기본권 조항을 명시하는 것과 같다. 1940년대 우리나라가 헌법을 처음 만들었을 당시에 국민의 기본권 보장 수준은 형편없었다. 뿐만 아니라 그 이후로도 한참동안이나 군사독재 시절 기본권은 유린당했다. 그러나, 결국 우리나라는 많은 분들의 희생 덕분에 이제 기본권 보장 수준은 과거 대비 매우 높아졌다. 아마 기후스튜어드십코드가 도입되더라도 당장의 가시적인 효과는 나타나기 어려울 것이다. 그러나 앞서 살펴본 기본권 보장의 사례에서 볼 수 있듯이 당장 효과가 없다고 무시할 수 없다. 결국 기후스튜어드십코드는 우리나라 자본시장의 대원칙이 될 것이고, 기업들이 기후위기 대응 노력을 나서게 하는데 큰 역할을 할 것이다. 또한, 당장의 드라마틱한 변화를 기대하는 것 역시 과도하며, 단기에 엄청난 성과가 나오길 기대하는 것 역시 경계해야 한다. 우리가 하려는 것이 정확히 무엇인지 이해해야 한다고 생각하여 이 점을 강조한다.

기후스튜어드십코드(또는 책임투자, ESG투자)는 단기 재무전망과 가치평가를 기초로 자산배분을 하는 현대의 금융이론과 통합될 수 있을까? 다시 말하면, 기업의 온실가스 배출이 줄거나 기업이 온실가스 감축에 기여할 경우, 그 기업이 돈을 더 잘 벌고, 주가가 오를 수 있을까?

그 사례가 없는 것은 아니다. 기후투자의 성공 사례가 바로 그린히어로펀드다. 그린히어로펀드는 기후임팩트펀드로서 최근 5년 성과가 매우 좋다. 주요 해외주식형 펀드 중에서 상위 1%이며, 2020년 펀드 운용 이래 약 3배가량 올랐다. 그린히어로펀드 뿐만 아니라 유사한 다른 펀드도 좋다. 아직까지도 기후위기를 고려한 투자가 성과가 안 좋을 것이란 편견이 있다면, 당장 그런 낡은 생각은 버리길 바란다. 그렇다고 기후위기를 고려한 투자가 무조건 좋은 성과를 달성해 주리라는 기대를 한다면, 그런 헛된 기대 역시 버려야 한다. 기후펀드가 좋은 성과를 거둘 수 있었던 것은 기후임팩트 뿐만 아니라 단기 재무전망에 집중했기 때문이다. 우수한 성과는 재무에 집중했기 때문에 가능했다는 점이 중요하다. 투자의 세계에서 여전히 재무와 가치평가는 스투어드십코드보다 더 우선할 수 없다.

그렇다면 어떻게 전통적인 투자방법론과 기후스튜어드십코드는 공존할 수 있을까?

이를 위해서는 기후스튜어드십코드가 기업의 재무에 미치는 경로를 이해해야 한다. 이 경로를 설

명하는 개념이 바로 이중중대성이다. 이중중대성은 기업의 경제활동이 인류문명의 지속가능성에 미치는 영향을 고려해야 한다는 개념이다.

지난 힌남노 태풍의 피해를 입은 포스코의 사례를 보자. 힌남노라는 단일 사건이 기후위기 때문이라고 말할 수는 없지만, 온실가스 배출이 많아지고 기후위기가 심각해지면 힌남노와 같은 대형 태풍이 더욱 빈번해질 것이라는 것은 이미 과학적으로 밝혀진 사실이다. 지금까지 인류가 배출한 누적 배출량 대비 포스코의 배출량은 사실 미미하겠지만, 우리나라의 단일 주체 중에 가장 많이 배출한 곳이 바로 포스코이다. 이런 점에서 포스코가 힌남노로 피해를 입었지만 스스로 자초한 면도 없지 않다. 포스코는 그동안 배출권으로 부당하게 이익을 얻었던 대표적인 기업이기도 하다. 포스코가 배출한 온실가스는 사실 외부효과인데, 공교롭게도 포스코는 힌남노를 통해 스스로 다시 비용을 내부화했다.

포스코에만 투자하는 주주라면 이 상황이 다소 어리둥절 할 수도 있다. 아마 포스코가 완벽하게 기후친화적인 수소환원제철을 했더라도 힌남노와 같은 일이 없었을 것이라 볼 수 없기 때문이다. 그러나 세상 거의 모든 기업에 투자하는 이른바 유니버설 투자자라면 사정이 다르다. 투자한 거의 모든 기업에서 배출한 온실가스가 사실상 인류 전체 온실가스 배출의 대부분이고, 그 피해도 잠재적으로 투자한 기업을 피해갈 수가 없다. 이쯤이면 왜 아직도 국민연금이 기후 스튜어드십 코드를 도입하지 않았는지 의문이 드는 것이 당연하다. 국민연금은 결국 온실가스 배출에 따른 피해를 피할 수 없다. 국민연금이 가지고 있는 정당한 권한으로 최선을 다해 온실가스 배출을 줄이기 위한 노력을 하는 것이 합당하다.

힌남노 사례에서 알 수 있는 또 하나의 시사점은 바로 인과관계의 시차가 매우 길다는 점이다. 보통 20~30년 전의 온실가스 농도가 현재의 기후에 영향을 미친다고 알려져 있다. 즉, 지금 당장 배출하는 온실가스의 영향은 수십년 뒤에 영향을 미칠 것이고, 그 시점 투자수익률에 영향을 미칠 것이다. 역시 국민의 노후자산은 운용하는 국민연금이라면 장기적인 관점에서 30년, 50년 수익률 극대화를 위해 노력해야 하기 때문에, 충분히 지금의 온실가스 배출을 염려하는 것이 타당하다. 그러나 전통적인 투자방법론에서는 3~5년 정도를 반영하는 것이 최선이고, 정말 최선을 다해야 한 10년 정도다. 기후위기 영향력이 커질 것으로 예상하여 30~50년후 추정치를 반영하는 애널리스트는 전 세계에 단 한 명도 없을 것이다.

현재 국민연금에서 운용하는 전문가들이나, 위탁운용사를 평가하는 담당자들이 30~50년 수익률을 기준으로 평가할 수 있을까? 현재 국민연금의 평가는 보통 1~3년 정도에 불과하다. 국민연금의 성과를 지금보다 장기적인 관점으로 평가할 수 있어야 스튜어드십코드와 투자방법론의 불일치를 줄일 수 있다.

보다 근본적인 수단은 기후기술과 탄소가격

장기적 관점으로 투자를 하고, 평가기간을 조정한다고 해도 그 불일치를 완전히 해소하기란 어렵다. 보다 근본적으로는 기후기술과 탄소가격이 해법이다. 이미 경제성 있는 기후기술이 있는 분

야에서는 기후스튜어드십코드 없이도 온실가스배출을 줄이는 기업이 시장에서 좋은 평가를 받고 있다. 또, 온실가스 배출에 합당한 비용을 부과하는 탄소가격이 도입되어 있다면, 온실가스 배출 자체가 곧바로 재무에 영향을 미치지 않기 때문에 누가 시키지 않아도, 기업 경영진 스스로 온실가스 감축에 나설 수밖에 없다. 투자자들이 굳이 물어볼 필요조차 없다.

기후스튜어드십코드가 잘 되려면 평가와 연동해야

당장 기후스튜어드십코드가 강화된다고 하더라도 현장에서 과연 실효적인 변화가 나타날지 장담하기가 어렵다. 절대적으로 단기수익률이 중시되고 있기 때문에, 기후스튜어드십코드를 잘 따른다고 하더라도 수익률이 부진하다면 좋은 평가를 받지 못할 것이며, 기후스튜어드십코드는 적당히 최소한의 수준에서만 작동할 것이다. 전방위적으로 기후스튜어드십코드를 평가와 연동해야 원하는 소기의 목적을 달성할 수 있을 것이다.

토론 3

이나에 연구위원(한국투자증권 리서치본부 ESG 리서치)

스튜어드십 코드는 기관투자자가 타인의 자산을 맡은 수탁자(Steward)로서, 단순히 주식을 보유하는 것을 넘어 타인의 자산을 관리·운용하는 수탁자로서 책임을 다하기 위해 적극적으로 주주권을 행사하고 이를 통해 기업의 중장기 가치를 제고하는 한편 그 이익을 수익자에게 환원하기 위한 행동 원칙이다.

2010년 영국에서 처음 제정된 스튜어드십 코드는 이후, 독일, 캐나다, 일본, 한국, 싱가포르 등 23개 국가에서 도입해 시행 중이다. 나라마다 스튜어드십 코드의 도입 시기와 이행 방식, 구체적인 내용 등에는 차이가 존재하지만 '기관투자자의 적극적인 주주권 행사를 통해 중장기 기업가치를 제고하고 이를 투자자(즉, 수익자)에게 환원하는 것'이라는 목표는 공통적이다.

우리나라의 상황을 보면 2025년 12월 기준, 4대 연기금과 63개 자산운용사 등 총 249개 기관이 스튜어드십 코드에 서명했다. 스튜어드십 코드 서명의 효과는 의결권 행사 활동을 통해 확인할 수 있다. 2024년 주주총회를 기준으로 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자의 의결권 행사 비율은 95%인 반면 미참여 기관투자자의 의결권 행사비율은 62%에 불과했다. 코드 시행 이후, 반대 의결권 행사 비율도 점진적으로 상승했고, 주주활동 횟수도 매년 증가하는 양상이다. 스튜어드십 코드 참여 여부는 기관투자자의 자율이지만 일단 참여를 선언한 기관투자자라면 이를 인지하고 더 책임을 이행하기 위해 노력한 것으로 해석할 수 있다.

다만, 의결권 행사는 상정된 안건에 대한 찬반의사를 표현하는 것이기 때문에 상대적으로 수동적인 스튜어드십 이행전략이라 볼 수 있다. 권고적 주주제안 제도가 없고 주주제안이 활성화되어 있지 않은 우리나라의 여건이 반영된 결과일 것이다.

실제로 2025년 정기주주총회에 상정된 안건들을 보면, 사내외 이사선임 안건이 약 40%, 감사위원 및 감사 선임 안건이 16%로 그 비중이 압도적으로 높고, 재무제표 및 배당, 정관 변경, 이사와 감사 보수 한도에 관한 안건이 그 뒤를 이었다. 주주제안의 경우, 2,621개 상장 기업의 1.6%에 해당하는 41개 기업의 주주총회에 상정되었는데, 이 중 24개 기업은 연결 자산총액이 5천억원을 상회하는 코스피 상장기업이었다.

또 다른 대표적인 스튜어드십 활동은 '주주서한'이다. 기관투자자들의 주주서한은 공개 또는 비공개 형태로 발송되는데, 경영권 인수 목적의 적대적 행동주의가 아닌 경우 대부분 비공개로 이루어지지만, 기업의 개선 여지가 적거나 문제제기가 필요한 경우에는 공개 서한을 발송해 이를 다른 투자자들이 인식할 수 있도록 공론화하기도 한다. 주로 국민연금을 비롯해 행동주의 투자성향이 강한 운용사들과 50조원을 상회하는 비교적 큰 운용규모를 지닌 중대형 운용사들이 스튜어드십 활동의 일환으로 주주서한을 활용하고 있다.

공개된 주주서한을 통해 우리나라 기관투자자들의 주주관여 주제를 살펴보면 대부분이 지배구조 및 주주환원에 해당함을 확인할 수 있다. 물론 환경을 주제로 한 주주관여가 없었던 것은 아니다. 2023년부터 2025년 5월까지 기관투자자들(국민연금을 제외한)이 기업에 보낸 총 42건의 공개서한 중 14건은 환경 및 ESG가 주제였다. 42건 중의 14건이니 비중이 작은 것은 아니다. 그러나 서한의 내용을 보면 아쉬움이 크다. 주주서한을 받게 될 각 기업의 상황에 따라 주주환원, 기업 자본배분, 임시 주총 요구 등 차별화된 요구를 하고 있는 여타 주주서한과는 달리 환경 및 ESG를 주제로 하는 서한의 경우 정보공개를 요구하거나 답변을 요청하는 다소 일률적인 질의서 수준에 머물렀기 때문이다.

환경 요소에 대한 기업들의 인식과 대응이 미진하기 때문에 나타나는 현상이라 볼 수도 있겠지만, 200개가 넘는 상장 기업이 지속가능경영보고서를 발간하고 있음을 감안하면 그보다는 기관투자자들이 포트폴리오 성과에 중장기적 영향을 미치는 환경 또는 기후변화 대응 관련 주제보다 단기적 영향력이 큰 사항에 더 주목하는 것으로 해석할 수 있다. 게다가 주주관여 활동 중 공개 서한이 차지하는 비중이 비공개서한 발송이나 면담 등에 비해 매우 작을 것임을 감안하면, '환경'을 주제로 하는 주주관여 활동의 실제 비중은 더 낮아질 것이다.

우리나라 기관투자자들의 기후 스튜어드십 활동 강화를 위해선 다음과 같은 변화가 필요하다.

우선 현재 추진 중인 스튜어드십 코드 개정 과정에서 국민연금을 비롯한 기금 등의 자산 소유자와 자산을 위탁 운용하는 자산운용사의 역할을 명확히 구분하여 그에 맞는 스튜어드십 활동에 관한 가이드라인을 제시해야 한다. 스튜어드십의 이행 주체와 이행 점검에 대한 책임 주체를 명확히 규정하는 한편 위탁 운용사 평가에도 각 운용사의 스튜어드십 활동 내용을 반영하고, 우수 운용기관에 대한 인센티브 규정도 수립해야 한다.

이행 점검에 대한 책임의 주체를 명확히 한다는 것은 자산소유자가 책임투자 이행을 위해 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 대한 관리감독을 강화해야 한다는 의미이기도 하다. 일본, 대만, 영국 등 기관투자자의 주주관여 활동이 자본시장 선진화 및 기업의 지속가능 성장에 기여한다고 보고 이를 적극 장려한다. 때문에 스튜어드십 코드가 연성규범임에도 불구하고 기관투자자의 서명 단계부터 이후 이행까지 상당한 수준에서 관리하고 감독한다. 이들 국가의 사례를 살펴보면, 자산 소유자들은 위탁 운용사를 선정할 때, 스튜어드십 코드 서명 여부는 물론 이행전략 수립, 이행을 위한 전문역량 보유 여부 등을 평가하고, 선정 이후엔 주기적으로 실질적 이행 여부와 결과를 평가해 위탁 계약 종료 또는 연장 및 위탁 자산 증감을 결정한다. 또 모범적으로 스튜어드십 활동을 보여준 운용사는 우수 기관으로 선정해 공개하기도 한다.

현재 우리나라의 스튜어드십 코드도 '수탁자 책임 활동을 위해 자산소유자는 주주로서의 직접 활동은 물론 역량 있는 자산운용자 선정과 자산운용자에 대한 지시·평가·피드백 등 간접적인 수단을 활용할 수 있다.'고 명시하고 있으나, 실제 운용사 평가 과정에서 스튜어드십 활동이 차지하는 비중은 낮다. 일례로 국민연금은 국내주식 위탁운용사 선정 시 스튜어드십코드 및 책임투자 항목으로 가점 2점을 부여하고 있는데, 대부분 운용사가 2점을 받는 것으로 알려져 있다. 평가에 변별력이 없는 것이다. 스튜어드십 코드를 도입했는지, 관련 운용지침이 있는지, 책임투자 정책을 수

립했는지가 평가 항목이기 때문이다. 현행 스튜어드십 코드는 참여만 하면 이후 수탁자 책임 활동을 전혀 하지 않아도 자격이 유지된다. 가점이 아닌 기본 점수를 구성항목 중 가장 비중이 낮은 항목이 '제안 수수료'도 4점임을 감안하면 운용사가 별도의 전문인력과 비용 투입이 필요한 스튜어드십 코드 이행에 적극적이지 않은 현 상황이 이해가 될 정도다. 스튜어드십 활동에 대한 실질적 이행 평가가 필요하며, 그 결과가 운용사의 수익과도 연계될 수 있도록 규정을 점검해야 한다.

이에 더해 자산운용사가 투자 의사 결정에 보다 적극적으로 환경, 기후 영향 및 대응 요소를 반영할 수 있도록 스튜어드십 코드 내에 환경, 기후 대응 요구를 명시하는 방안도 고려할 만하다. 스튜어드십 코드 가이드라인은 기관투자자가 수탁자 책임 정책 수립 시 환경·사회·지배구조(ESG) 등 비재무 위험요소 등의 포함을 검토할 수 있다고 언급하고 있다. 가이드라인이 환경을 포함한 ESG 요소를 비재무 요소로 구분하였고, 포함 가능한 여러 예시 중 하나로 다루고 있어 기관투자자에게 환경 부문의 중요성을 강조하기엔 미흡하다. 스튜어드십 코드 내에 환경, 기후 및 ESG 이슈를 책임투자활동의 필수 고려 요소로 명시해 기관투자자가 기업의 실질적인 변화를 유도하는 방향으로 주주관여 활동을 강화할 수 있도록 도와야 한다.

마지막으로 기업들이 기관투자자의 주주관여 활동을 경영방해 활동이 아닌 중장기적인 지속가능한 성장을 위한 발전적 관여 활동으로 여기고 적극적으로 대응할 수 있도록 인식 제고를 위한 공시제도 정비가 필요하다. 기업이 기관투자자로부터 어떤 제안을 받았고, 이에 어떻게 대응했는지, 기관투자자의 제안이나 서한에 불응하거나 수용하지 않았다면 그 사유는 무엇인지 등을 설명하도록 하여 주주관여의 직접적 실행 주체가 아니더라도 이해관계자들이 기업의 대응 관행을 확인하고 견제할 수 있는 토대를 마련해야 한다.

이 외에도 권고적 주주제안제도의 도입, 운용사의 의결권 행사의 독립성 확보를 위한 제도 보완, 위탁자산의 일정 비중을 주주관여형으로 구분하고 자산소유자가 수립한 스튜어드십 정책에 맞는 주주관여 활동 독려 등 스튜어드십 활동의 적극적인 이행을 뒷받침해줄 수 있는 현실적인 방안을 지속적으로 모색해야 할 것이다.

토론 4

김혜리 (국민연금연구원 기금정책분석실 부연구위원)

□ 국민연금의 '기후' 관련 수탁자책임 활동

- (2021년 5월) 국민연금기금 탈석탄 선언, 국민연금기금 투자제한전략 도입 및 기금운용지침에 투자제한 조항 신설
- (2023년 3월) 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침 개정, 환경 및 사회 관련 중점관리사안 신설
- (2024년 12월) 석탄 관련 기업의 에너지 전환을 위한 투자전략(안) 마련

□ 발제 1: 국민연금 기후 스튜어드십 코드의 현황과 과제

- 스튜어드십 코드의 이행 목적과 수익률 간 상관관계를 살피고, 국민연금의 책임투자 및 관여(engagement) 활동을 살펴봄으로써 국민연금의 실효성 있는 기후 스튜어드십 코드 제언
 - 국민연금 기후 스튜어드십 제언 : ① 기후 관련 펀드 조성, ② 수탁자책임활동(기후 정보 포함) 공시 강화, ③ 투자 배제 전략에 신중, ④ 관여활동 절차 유연화, ⑤ '적극적 관여활동'을 위한 신탁 및 단독펀드 방식 운용, ⑥ 환경(E)·사회(S) 관련 의결권 행사기준의 조속한 마련, ⑦ 권고적 주주제안 도입
- 국민연금이 상기 제언들을 반영하여 실효적으로 스튜어드십 코드를 이행하기 위해서는 우선적으로 기후 관련 내용을 기금운용지침에 반영하는 것이 가장 효과적일 것으로 판단됨
 - 기금운용지침의 개정 및 변경은 국민연금기금운용위원회에서 결정하므로 비재무적 요소(ESG) 가운데 '기후'의 중요성을 지침에 반영하기 위해서는 위원회 구성원(위원장, 가입자 대표, 관계 전문가)의 동의가 필요
- 국민연금은 향후 스튜어드십 코드 및 관련 규정에 기금의 책임투자 철학과 목적을 명확하게 명시할 필요
 - 최근 기금운용위원회는 기금의 위탁운용 방식을 '투자일임'에서 '단독펀드'로 추진 중. 위탁운용 방식이 변경되면 위탁운용사가 보유한 지분에 대해서는 위탁운용사의 명의로 의결권 등을 추진하게 됨
 - 의결권이 분산되어 행사됨에 따라 위탁운용사에게 국민연금의 수탁자책임 이행에 대한 철학을 규정을 통해 전달할 필요가 있음

- 국민연금은 「국민연금기금운용지침」 및 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」에 책임투자의 목적을 기금자산의 안정적 증식으로 명시
 - 「국민연금기금운용지침」: 제17조의3(책임투자 및 주주권 행사) ① 기금의 책임투자 및 주주권 행사는 기금자산의 안정적인 증식을 목적으로 행사한다.
 - 「국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침」: (제3조 4항) 기금은 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 수탁자 책임 활동을 이행할 수 있음
- 국민연금은 ‘장기적’이고 ‘안정적’ 수익 증대를 위해 ESG를 고려함을 명시하고 있으나, 구현을 위한 구체적 방향성의 기술이 추가 요구됨
 - 주요 해외 공적연기금(GPIF, GPF, CalPERS)은 ESG를 ‘위험관리’ 수단으로 명확히 규정하여 장기적 수익증대를 도모하고 있는 반면,
 - 국민연금기금은 ESG 고려가 위험관리 차원인지, 적극적 수익 창출을 위한 ESG 투자 전략 차원인지 불명확
- 또한, 책임투자의 원칙으로 ‘최대 수익률’이 아닌 ‘안정적 수익 증대’를 목표로 하고 있는 만큼, ESG 고려가 기금의 수익성을 저해하지 않는다는 점을 명확히 할 필요가 있음
 - 예를 들어, ABP는 ESG 고려가 가입자·수급자 이익을 해치지 않는다는 점을 명문화하고 있음

〈표 1〉 글로벌 공적 연기금의 책임투자 목표

일본 GPIF	노르웨이 NBIM	미국 CalPERS	네덜란드 ABP	캐나다 CPPI	국민연금
지속가능성 투자를 통해 “지속가능성 관련 리스크 저감 및 시장의 지속가능성 제고”와 “시장 평균 수익률의 확보”를 동시에 추구함으로써, 기금 전체 포트폴리오의 장기적인 성과 향상에 기여	투자의 장기적인 경제적 성과를 향상시키고 투자 대상 기업의 환경, 사회, 지배구조 관행과 관련된 재무적 위험을 줄임으로써 펀드의 목표를 달성하는 데 기여	전체 기금에 대해 지속가능한(ESG 요인을 포함하는) 장기적인 목표 위험조정 수익률의 달성”과 “기금 전반에 걸쳐 지속가능한 투자, 정책 옹호, 및 주주 참여 활동에 대한 의사결정”을 지원	ABP의 투자는 사회에 영향을 미치며, 사회는 ABP의 투자에 영향을 미친다. 책임 있는 투자와 투자 포트폴리오의 지속가능화는 포트폴리오의 수익-위험 프로파일을 해치는 일이 아니다	CPP의 재정 건전성에 기여하고, 과도한 손실 위험 없이 수익을 극대화하여 CPP 가입자의 연금을 유지하는 것	기금자산의 안정적 증식을 목적으로 수탁자책임 활동을 이행

□ 발제 2: 해외 연기금의 기후 스튜어드십 코드 사례와 시사점

- 글로벌 기후 스튜어드십 코드 동향을 통해 우리나라 스튜어드십 코드(이하 「한국 스튜어드십 코드」)에 기후 관련 요소 반영을 제언
 - 「한국 스튜어드십 코드」 개정 제언 : ① 스튜어드십 정의 재정의, ② ESG 통합 투자전략, ③ 기후 리스크 모니터링, ④ 기후 공시 로드맵 마련
- 「한국 스튜어드십 코드」는 7개 원칙(principal)으로 구성
 - 개별 원칙은 이하 ‘안내 지침’을 가지고 있으며, ‘안내 지침’을 구성하는 문장들의 이해 제고를 위해서 한국ESG기준원(이하 KCGS)은 「한국 스튜어드십 코드 가이드라인」(이하 가이드라인)을 가지고 있음
 - 가이드라인에는 ‘안내 지침’을 구성하는 문장의 이해를 돕기 위하여 문단별로 해당 내용에 대해 설명

〈표 2〉 우리나라 스튜어드십 코드

코드명	「한국 스튜어드십 코드 원칙」	핵심 내용
원칙 1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.	투자정책 수립 및 공개
원칙 2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.	이해상충 정책 수립 및 공개
원칙 3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다	투자기업 모니터링
원칙 4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.	관여(engagement) 정책 수립
원칙 5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.	의결권 행사 정책 수립, 공개 및 공시
원칙 6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.	고객·수익자에 대한 보고
원칙 7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.	기관투자자의 전문성 확보

- 비재무적 요소 및 ESG 관련 사항은 안내 지침과 가이드라인에 다수 설명이 되어 있음
 - 예 1: 원칙 1은 기관투자자의 투자정책 수립 및 공개에 대해 정하고 있는데, 이에 대한 안내 지침을 설명하는 ‘가이드라인’에는 기관투자자가 투자정책에 반영할 수 있는 사항들로 비재무 위험요소 등의 관리 사항을 예시적으로 설명
 - 예 2: 원칙 3은 투자기업의 모니터링에 대해 정하고 있는데, ‘안내 지침’과 이를 설명하는 ‘가이드라인’에 재무적 재무적 비재무적요소에 대한 점검 범위 등을 제시
 - 예 3: 원칙 4는 관여(engagement) 정책에 대해 기술하고 있는데, 관여 대상으로 비재무 경영사항에 대해서도 노력할 필요가 있음을 명시

- 글로벌 최대 공적연기금이자 국민연금과 같이 국내투자 비중이 높은 일본 GPIF가 따르는 「일본판 스튜어드십 코드」의 경우도 우리와 유사한 구조
 - 두 나라의 스튜어드십 모두 원칙 중심(principle-based)을 강조하고 있으며, 예외적으로 일부 원칙을 이행하지 않는 경우에는 그 사유와 대안을 충분히 설명하고 공개하는 ‘Comply or Explain’(원칙 준수 또는 예외 설명)을 적용
- ESG 중 환경(E), 특히 그중 ‘기후’에 대해서만 집중해서 스튜어드십 코드를 개정한다면, 비재무적 요소 간 우선순위가 고정될 수 있음
 - 「한국 스튜어드십 코드」는 공적 기관투자자인 국민연금뿐만 아니라 사적 기관 투자자들에게도 공통적으로 제공되는 원칙
 - 개별 기관투자자가 중요하게 고려하는 비재무적 요인들은 다양할 수 있음
- 공적 기관투자자가 기후 정책을 수립하는데 도움이 될 수 있도록 ‘가이드라인’ 일부에 기후 관련 내용을 포함할 수 있을 것으로 판단
 - ‘가이드라인’에는 코드별로 기관투자자가 이행할 수 있도록 관련 내용에 대한 예시를 제시하고 있음

