



# 기후 없는 스튜어드십

한국 스튜어드십 코드 기후 요인 강화를 위한 개정 제언



기후솔루션은 전 세계 온실가스 감축 및 올바른 에너지 전환을 위해 활동하는 비영리법인입니다. 리서치, 대외협력, 커뮤니케이션 등의 폭 넓은 방법으로 기후위기를 해결할 실질적 솔루션을 발굴하고, 근본적인 변화를 위한 움직임을 만들어 나갑니다.

발간월	2026년 4월
저자	장연주   기후솔루션 투자정책팀장
발행기관	기후솔루션 (Solutions for Our Climate, SFOC)
디자인	Nature Rhythm

# 기후 없는 스투어드십

한국 스투어드십 코드 기후 요인 강화를 위한 개정 제언



## 목차

---

요약	4
----	---

---

I. 왜 지금 한국 스튜어드십 코드에 기후가 필요한가	5
1. 한국 스튜어드십 코드의 현황	5
2. 기후리스크, 재무 문제가 되다	6
3. 글로벌 표준과의 격차	6

---

II. 글로벌 기후 스튜어드십 코드의 흐름	8
1. 15개국 코드 현황 개관	8
2. 주요국 개정 사례와 시사점	10

---

III. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 성과와 국민연금 현황 대조	15
1. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 실증 성과	15
2. 국민연금의 기후 스튜어드십 현황	17
3. 소결: 코드가 바꾼 것, 코드가 바꿀 수 있는 것	18

---

IV. 한국 스튜어드십 코드 기후 요인 강화 개정 제언	20
첫째, 스튜어드십 정의 재정의를 — 기후·ESG를 수탁자 책임의 핵심 요소로 명시	20
둘째, 기후·ESG 통합 투자 원칙 신설 — 정책 수립 단계부터 기후 요소 의무화	20
셋째, 기후 관여 및 모니터링 근거 마련 — 기후리스크를 점검·관여의 공식 항목으로	21
넷째, 기후 대응 의결권 행사 기준 신설 — 기후 스튜어드십의 실질적 이행 연결고리 확보	21
다섯째, 기후 스튜어드십 공시 체계 구축 — 외부 검증 가능한 책임 구조 마련	22

---

참고 문헌	23
-------	----

## 요약

2008년 글로벌 금융위기 이후 기관투자자의 무책임한 단기주의와 감독 부재에 대한 반성으로 탄생한 스튜어드십 코드는 영국(2010년)을 시작으로 빠르게 확산되었다. 한국도 2016년 비교적 빠르게 코드를 도입하였으며, 참여 기관 수는 2017년 16개에서 2025년 249개로 크게 늘었다. 그러나 도입 이후 10년이 지나도록 한국 스튜어드십 코드는 단 한 차례도 개정되지 않았고, 기후변화·환경 요인은 여전히 코드 어디에도 존재하지 않는다. 기후리스크가 금융 규제의 주류 의제가 된 지금, 이 공백은 단순한 미비 사항이 아니라 한국 기관투자자의 기후 스튜어드십 이행을 가로막는 제도적 장벽이다.

스튜어드십 코드를 도입한 주요 15개국 중 13개국이 기후·ESG 요소를 반영하는 방향으로 코드를 개정하였으며, 기후 조항이 없는 코드를 유지하는 국가는 한국과 이탈리아 두 나라뿐이다. 코드가 행동을 바꾼다는 것은 수치로 입증된다. 일본 GPIF의 기후 관여 건수는 코드 개정 후 4년간 3.4배 증가하였고, 호주 ACSI 서명기관의 집단 관여는 ASX200 기업의 TCFD 채택률을 7년 만에 10%에서 82%로 끌어올렸다. 반면 한국의 대표적 기관투자자인 국민연금의 기후 스튜어드십은 사실상 후퇴하고 있다. 기후변화 위험관리 관여 기업 수는 2024년 29개에서 2025년 3분기 13개로 절반 이하로 줄었고, 2024년 기준 기업당 평균 관여 횟수는 연 1.1회에 불과하다. 의결권 행사 기준에는 기후 관련 조항이 전무하다. 국민연금은 자체 수탁자 책임 원칙에 ESG를 명시하고 있다. 그럼에도 그 원칙이 근거하는 한국 스튜어드십 코드에 기후 조항이 없어 실질적인 이행 근거가 취약하다는 것이 근본적인 문제다.

이에 본 보고서는 한국 스튜어드십 코드에 기후 요인을 반영하기 위한 5개 개정 원칙을 제안한다.

- 첫째: 스튜어드십 정의 재정리 — 기후·ESG를 수탁자 책임의 핵심 요소로 명시
- 둘째: 기후·ESG 통합 투자 원칙 신설 — 정책 수립 단계부터 기후 요소 의무화
- 셋째: 기후 관여 및 모니터링 근거 마련 — 기후리스크를 점검·관여의 공식 항목으로
- 넷째: 기후 대응 의결권 행사 기준 신설 — 기후 스튜어드십의 실질적 이행 연결고리 확보
- 다섯째: 기후 스튜어드십 공시 체계 구축 — 외부 검증 가능한 책임 구조 마련

코드가 바뀌어야 이행이 바뀐다.

## I. 왜 지금 한국 스튜어드십 코드에 기후가 필요한가

### 1. 한국 스튜어드십 코드의 현황

우리나라는 2016년 12월 한국 스튜어드십 코드(「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」)를 최초 도입하였다. 도입 초기인 2017년 상반기에는 참여기관이 16개에 불과하였으나, 이후 지속적으로 확대되어 2025년 12월 기준 249개 기관이 참여하는 등 외형적으로는 빠르게 성장하였다. 그러나 같은 기간 글로벌 주요국들이 기후·ESG 요소를 반영하여 스튜어드십 코드를 거듭 개정하는 동안, 한국은 제정 이후 10년 가까이 코드가 개정 없이 유지되었다. 현행 코드 7개 원칙의 내용과 기후·ESG 반영 여부를 살펴보면 이 공백이 더욱 뚜렷하게 드러난다.

[표 1-1] 한국 스튜어드십 코드 7원칙 및 기후·ESG 반영 여부

원칙	내용	기후 요소
원칙 1	고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.	없음
원칙 2	수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 대해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.	없음
원칙 3	투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.	없음
원칙 4	투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.	없음
원칙 5	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.	없음
원칙 6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 대해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.	없음
원칙 7	수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.	없음

출처: 한국ESG기준원, 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(2016)

한국 스튜어드십 코드 7개 원칙 어디에도 기후·ESG에 관한 언급은 없다. 그나마 가장 근접한 표현은 원칙보다 위계가 낮은 안내지침—원칙의 적용을 돕는 보조적 해설—에 나오는 “비재무적 요소”뿐이다. 원칙 3 안내지침은 “지배구조, 경영전략 등 비재무적 요소까지 점검 대상에 포함시킬 필요가 있다”고, 원칙 4 안내지침은 “주요 재무·비재무 경영사항에 관해 투자대상회사와 공감대를 형성하도록 노력할 필요가 있다”고 각각 명시하고 있다. 그러나 이는 규범적 구속력을 갖는 원칙 본문이 아닌 안내지침 수준의 표현인 데다, 기후나 ESG를 직접 언급한 것도 아니라 간접적으로 해석될 여지가 있을 뿐이다. 원칙 1(수탁자 책임 정책)부터 원칙 6(보고)까지 기후리스크를 고려사항으로 명시하지 않으며, 역량 강화를 다루는 원칙 7도 마찬가지다. 기후 요소가 코드의 어느 원칙에도 존재하지 않는다는 것은, 기관투자자가 기후리스크를 수탁자 책임의 범주로 인식할 제도적 근거 자체가 부재함을 의미한다.

2025년 들어 자본시장 선진화 기조 속에서 스튜어드십 코드 내실화 논의가 본격화되었다. 금융위원회는 스튜어드십 코드 발전위원회·한국ESG기준원과 함께 ‘스튜어드십 코드 내실화 방안’을 발표하고, 이행점검 제도 도입, 적용 자산 확대, 수탁자 책임 범위를 ESG 전반으로 넓히는 방안을 추진 중이다. 정부와 관계기관은 2026년 상반기까지 코드 및 가이드라인 개정을 마무리하는 것을 목표로 하고 있다. 그러나 현재까지의 논의는 의결권 행사 투명성과 지배구조(G) 개선에 무게중심이 쏠려 있으며, 기후변화를 포함한 환경(E) 요소가 이번 개정안에 얼마나 실질적으로 반영될지는 아직 불확실한 상황이다.

## 2. 기후리스크, 재무 문제가 되다

한국 스튜어드십 코드가 제정된 2016년 이후 10년 사이, 기후변화가 투자 수익률에 미치는 영향에 대한 인식은 근본적으로 바뀌었다. 과거 기후리스크는 먼 미래의 환경 문제로 여겨졌지만, 이제는 기관투자자의 수탁자 책임과 직결되는 재무적 변수로 자리잡았다.

국내에서도 그 위험이 수치로 확인되고 있다. 한국은행·금융감독원 공동 기후금융 컨퍼런스(2025)에 따르면, 기후위험으로 인한 은행·보험사 잠재 손실은 무대응 시나리오 기준 45.7조 원에 달하며, 이는 1.5°C 대응 시나리오(26.9조 원)의 약 1.7배에 해당한다. 손실이 명확히 ‘증명’되면 대응은 이미 늦다는 것이 전문가들의 공통된 지적이다.

글로벌 실증 연구도 같은 방향을 가리킨다. 2,200개 이상의 연구를 종합한 메타분석(Friede 외, 2015)에 따르면, ESG 요소 반영이 투자 수익률에 긍정적 영향을 미친다는 연구가 전체의 약 63%를 차지하며, 부정적이라는 연구는 10%에 불과하다. 이후 NYU Stern 지속가능경영센터와 Rockefeller Asset Management가 2015~2020년 발표된 1,141편의 학술논문과 27건의 메타리뷰(약 1,400편의 기초 연구 포함)를 종합 분석한 결과에서도, 기업 재무성과 관련 연구의 58%가 ESG와 재무성과 간 긍정적 관계를 보고하였으며, 투자성과 관련 연구에서도 59%가 ESG 투자가 전통적 투자와 동등하거나 더 나은 성과를 보인다고 분석하였다(Atz 외, 2023). 기후리스크를 고려하지 않는 투자 의사결정은 수탁자로서의 의무를 다하지 못하는 것일 수 있다는 인식이 확산되고 있는 이유다.

## 3. 글로벌 표준과의 격차

기후리스크가 재무 문제로 부상하면서, 주요국 스튜어드십 코드는 기후·ESG를 수탁자 책임의 핵심으로 명문화하는 방향으로 빠르게 진화했다. 본 보고서가 조사한 15개국 중 기후·ESG 조항이 전혀 없는 코드를 유지하는 국가는 한국과 이탈리아 두 나라뿐이다. 변화는 양적일 뿐 아니라 질적이기도 하다. 초기 코드들이 기후변화를 주주관여의 예시 항목으로 나열하는 데 그쳤다면, 최근 개정된 코드들은 기후변화를 스튜어드십의 ‘정의’ 자체 또는 수탁자 의무의 핵심 구성 요소로 편입하는 방향으로 수렴하고 있다. 각국의 구체적 개정 내용은 II장에서 상세히 분석한다.

투자 공시 체계와의 연계도 중요한 맥락이다. 현재 40개국 이상이 ISSB 기반 기후 공시 의무화를 도입하거나 추진 중이다. 표준화된 기후 정보가 쌓이면 투자자는 이를 활용해 기업의 기후 리스크를 모니터링하고, 주주관여와 의결권 행사를 통해 기업 행동을 변화시킬 수 있다. 이런 구조 속에서 기후 스튜어드십은 넷제로 목표 달성에 필요한 자본이 적시적소에 배분되도록 하는 핵심 수단으로 자리매김하고 있다. 기관투자자가 그 정보를 투자 의사결정과 주주관여에 활용해야

한다는 코드 근거가 없다면 공사와 스튜어드십 사이의 고리는 단절된다. 코드의 기후 공백은 글로벌 기후 금융 체계에서 한국 자본시장이 고립되는 구조적 위험으로 이어질 수 있다.

## II. 글로벌 기후 스튜어드십 코드의 흐름

### 1. 15개국 코드 현황 개관

본 보고서는 스튜어드십 코드를 도입한 국가 중 비교 분석에 적합한 15개국을 선정하여 검토하였다. 선정 기준은 지역별 대표성이다. 아시아태평양, 아메리카, 아프리카, 유럽 등 권역별로 분류한 뒤, 각 권역 내에서 우리나라와 제도적 유사성이 높거나, 대조적 특징이 뚜렷하거나, 해당 지역을 대표할 수 있는 국가를 우선 선정하였다. 공개된 정보가 충분하지 않아 분석이 어려운 국가는 최종 대상에서 제외하였다.

이렇게 선정된 15개국 코드를 분석한 결과, 기후-ESG를 중심으로 한 글로벌 스튜어드십 코드의 진화 방향이 뚜렷하게 드러났다.

참여 현황을 보면, 15개국 중 13개국이 코드 내에 기후 또는 ESG 원칙·지침을 포함하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 기후-ESG 조항이 전혀 없는 국가는 한국과 이탈리아뿐이다.

개정 흐름을 보면, 15개국 중 11개국이 제정 이후 적어도 한 차례 이상 코드를 개정하였으며, 이 중 10개국이 개정을 통해 기후-ESG 관련 조항을 새롭게 추가하거나 기존 조항을 강화하였다. 개정의 방향은 I장에서 언급한 바와 같이 기후를 스튜어드십의 정의 또는 수탁자 의무의 핵심으로 편입하는 쪽으로 수렴하고 있다. 이하 2절에서 영국·일본·호주의 구체적인 개정 사례를 상세히 분석한다.

이러한 분석 결과는 기후-ESG를 수탁자 책임에 통합하는 것이 일부 선진국만의 실험이 아니라, 글로벌 스튜어드십 규범의 주류적 흐름임을 보여준다. 한국 스튜어드십 코드의 무개정은 이 흐름에서 10년 가까이 뒤쳐진 결과다. 아래 표는 조사 대상 15개국의 스튜어드십 코드 제정·개정 이력을 정리한 것이다.

[표 2-1] 주요 15개국 스튜어드십 코드 제정·개정 현황

지역	국가	코드명	도입 연도	개정연도	기후-ESG 포함 여부
아시아	대한민국	Korea Stewardship Code	2016	—	×
아시아	대만	Stewardship Principles for Institutional Investors	2016	2020	✓
아시아	말레이시아	Malaysian Code for Institutional Investors	2014	2022	✓
아시아	싱가포르	Singapore Stewardship Principles 2.0	2016	2022	✓
아시아	일본	Principles for Responsible Institutional Investors	2014	2017·2020·2025	✓
아시아	태국	Investment Governance Code (I Code)	2017	—	✓ (제정안)
아시아	홍콩	Principles of Responsible Ownership	2016	—	✓ (제정안)

지역	국가	코드명	도입 연도	개정연도	기후-ESG 포함 여부
유럽	영국	UK Stewardship Code	2010	2012-2020-2025	✓
유럽	스페인	Stewardship Code	2023	—	✓ (제정안)
유럽	스위스	Swiss Stewardship Code	2013	2023	✓
유럽	이탈리아	Italian Stewardship Principles	2013	2015-2016	✗
오세아니아	호주	Australian Asset Owner Stewardship Code	2018	2024	✓
아프리카	남아공	Code for Responsible Investing (CRISA 2)	2011	2022	✓
북미	캐나다	CCGG Stewardship Principles	2010	2017-2021	✓
남미	브라질	AMEC Stewardship Code	2016	2021	✓

출처: ICGN Global Stewardship Codes Network; 각국 스튜어드십 코드 원문; 기후솔루션 분석(2026)

아래 표는 조사 대상 15개국 스튜어드십 코드의 기후-ESG 반영 현황을 항목별로 정리한 것이다.

[표 2-2] 주요 15개국 스튜어드십 코드 기후-ESG 반영 단계별 현황

국가	목적·정의	원칙	투자전략	리스크 및 기회 모니터링	주주관여	의결권	총계	비고
대한민국	✗	✗	✗	✗	✗	✗	0	기후 조항 전무
이탈리아	✗	✗	✗	✗	✗	✗	0	기후 조항 전무
홍콩	✗	✗	✗	✓	✓	✗	2	제정안(2016)부터 ESG 포함 (미개정)
대만	✗	✗	✓	✓	✗	✗	2	2020 개정, 환경 모니터링 명시
남아공	✗	✓	✓	✗	✓	✗	3	제정안(2011)부터 ESG 원칙 포함
싱가포르	✓	✗	✓	✓	✓	✗	4	2022 개정, 기후변화 협력관여 명시
태국	✓	✓	✓	✓	✓	✗	5	제정안(2017)부터 기후-GHG 구체 명시
브라질	✗	✓	✗	✓	✗	✗	2	2021 개정, ESG 투자전략 의무화
캐나다	✓	✗	✓	✓	✓	✗	4	ESG=재무리스크 동등
스위스	✓	✗	✗	✓	✓	✓	4	2023 개정, ESG 의결권·리스크 명시
일본	✓	✗	✗	✓	✓	✗	3	2020 개정, ESG 수탁자책임 의무화
영국	✓	✓	✗	✗	✗	✗	2	2020 개정, 기후변화 수탁자책임 핵심화
말레이시아	✓	✓	✓	✓	✓	✗	5	2022 개정, 기후리스크 모니터링 의무
스페인	✓	✓	✓	✓	✓	✗	5	2023 제정, 이중 중대성 명시
호주	✓	✗	✓	✗	✓	✓	4	2024 개정, 기후 정의 편입·협력 공식화

출처: 각국 스튜어드십 코드 원문 종합; 기후솔루션 분석(2026)

## 2. 주요국 개정 사례와 시사점

### ■ 영국 — '정의(定義)'를 바꾼 개정, 그리고 2026년의 선택

영국은 2010년 세계 최초로 스튜어드십 코드를 도입한 국가로, 기관투자자의 수탁자 책임을 명문화된 규범으로 제도화한 선구자다. 당시 영국 금융보고위원회(FRC)가 주도한 코드 제정은 2008년 글로벌 금융위기 이후 기관투자자의 단기 수익 추구하고 무관심한 주주권 행사에 대한 반성에서 비롯되었다. 특히 Walker 보고서(2009)는 금융위기의 원인 중 하나로 기관투자자의 무관심한 감독을 명시적으로 지적하며, 기관투자자가 피투자기업의 거버넌스에 적극적으로 관여해야 한다는 제도적 요구를 제기하였다. 이 보고서의 권고가 FRC의 코드 제정으로 이어졌으며, 이후 일본(2014년), 한국(2016년), 호주(2017년) 등 주요국이 영국 모델을 참조하여 자국 스튜어드십 코드를 제정하였다. 영국 코드의 원칙 구조와 준수 또는 설명(comply-or-explain) 방식은 글로벌 표준의 원형으로 자리잡았다.

영국 코드는 도입 이후 세 차례 개정을 거치며 스튜어드십의 정의를 단계적으로 변화시켜왔다. 제정 당시에는 '주주 장기 수익률 개선과 지배구조 책임의 효율적 이행'을 목표로 하는 비교적 협소한 개념에서 출발하였으나, 2020년 개정에서 스튜어드십을 "경제·환경·사회에 지속가능한 이익을 창출하는 활동"으로 재정의하며 기후변화를 포함한 환경·사회·지배구조 요소를 수탁자 책임의 핵심으로 명시하였다.

[표 2-3] 영국 스튜어드십 코드 정의의 연도별 변천

구분	스튜어드십 정의
2010 코드	<p>The Stewardship Code aims to enhance the quality of engagement between institutional investors and companies to <a href="#">help improve long-term returns to shareholders</a> and the efficient exercise of governance responsibilities.</p> <p><b>번역</b> 스튜어드십 코드는 기관투자자와 기업 간 관여의 질을 향상시켜 <a href="#">주주에 대한 장기 수익률 개선</a>과 지배구조 책임의 효율적 이행을 지원하는 것을 목표로 한다.</p>
2012 코드	<p>Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. <a href="#">Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.</a></p> <p><b>번역</b> 스튜어드십은 자본의 최종 제공자들도 함께 번영할 수 있는 방식으로 기업의 장기적 성공을 촉진하는 것을 목표로 한다. <a href="#">효과적인 스튜어드십은 기업, 투자자, 그리고 경제 전체에 이익이 된다.</a></p>
2020 코드	<p>Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries <a href="#">leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.</a></p> <p><b>번역</b> 스튜어드십은 고객 및 수익자를 위한 장기적 가치를 창출하기 위해 자본을 책임감 있게 배분·관리·감독하는 것이며, <a href="#">이를 통해 경제·환경·사회에 지속가능한 이익을 실현한다.</a></p>

구분	스튜어드십 정의
2026 코드	<p>Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to <a href="#">create long-term sustainable value for clients and beneficiaries</a>.</p> <p><b>번역</b> 스튜어드십은 고객 및 수익자를 위해 <a href="#">장기적이고 지속가능한 가치를 창출</a>하기 위해 자본을 책임감 있게 배분·관리·감독하는 것이다.</p> <p>(서문) Effective stewardship supports investors to make well-informed investment decisions to deliver returns that meet the objectives of their clients and beneficiaries today, without compromising the ability to do so in the future. In doing so, <a href="#">investors take account of long-term risks and opportunities, having regard to the economy, the environment and society</a>, upon which beneficiaries' interests depend. ... Investors consider a wide range of issues when making investment decisions and undertaking stewardship. <a href="#">These include governance, environmental and social factors</a>.</p> <p><b>번역</b> 효과적인 스튜어드십은 투자자들이 오늘날 고객 및 수익자의 목표에 부합하는 수익을 실현하되 미래에도 이를 지속할 수 있는 역량을 훼손하지 않으면서 충분한 정보에 기반한 투자 결정을 내릴 수 있도록 지원한다. 이 과정에서 <a href="#">투자자들은 수익자의 이익이 의존하는 경제·환경·사회를 고려하여 장기적 리스크와 기회를 감안한다</a>. ... 투자자들은 투자 결정 및 스튜어드십 수행 시 다양한 이슈를 폭넓게 검토하며, <a href="#">여기에는 지배구조·환경·사회 이슈가 포함된다</a>.</p>

출처: UK FRC

2020년 개정의 실질적 의미는 정의 변경에 그치지 않았다. 개정 코드는 원칙 7을 신설하여 서명기관이 중대한 환경·사회·지배구조 이슈와 기후변화를 스튜어드십과 투자 활동에 체계적으로 통합해야 한다고 명시하였다. 나아가 FRC(금융 보고위원회)는 코드 서명기관에 연간 스튜어드십 보고서 제출을 의무화하고, 보고서의 질을 평가하여 그 결과를 공개하는 평가 체계를 도입하였다. 기후변화를 포함한 ESG 이슈를 투자 및 관여 활동에 어떻게 통합하였는지를 서면으로 증명해야 하는 구조가 만들어진 것이다.

#### UK Stewardship Code 2020 — Principle 7

*Signatories systematically integrate stewardship and investment, including material environmental, social and governance issues, and climate change, to fulfil their responsibilities.*

**번역** 서명기관은 수탁자 책임을 이행하기 위해 중대한 환경·사회·지배구조 이슈와 기후변화를 포함하여 스튜어드십과 투자를 체계적으로 통합해야 한다.

2026년 개정에서는 'ESG' 문구가 정의에서 삭제되어 논란이 되었다. 이는 미국 트럼프 2기 행정부 출범 이후 확산된 글로벌 ESG 백래시 흐름과 맞닿아 있으며, 영국 내에서도 ESG를 서명기관이 달성해야 할 독립적 목표로 명시하는 것이 과도한 규범화라는 비판이 제기된 결과다. UKSIF(영국 지속가능투자금융협회)와 PLSA(연금·생애저축협회) 등은 ESG 문구 삭제에 반대 의견을 표명하였다.

다만 FRC는 ESG의 중요성이 약화된 것이 아니라고 설명한다. 정의에서는 제외되었지만 서문에서 "투자자들은 수익자의 이익이 의존하는 경제·환경·사회를 고려하여 장기적 리스크와 기회를 감안한다"는 문구를 유지하였고, 지배구조·환

경·사회 이슈를 스튜어드십의 고려 이슈로 명시하였다. 2026 코드는 원칙 수도 대폭 축소되어 자산소유자 및 운용사의 원칙은 12개에서 6개로, 서비스제공사의 원칙은 6개에서 4개로 줄었다. 간소화를 통해 이행의 실질성을 높이겠다는 취지다. 표현 방식은 달라졌지만, 영국은 기후·환경을 수탁자 책임의 범주에서 배제한 적이 없다.

### ■ 일본 — ESG를 수탁자 의무에 내재화

영국이 스튜어드십의 '정의'를 바꾸는 방식으로 기후-ESG를 제도화했다면, 일본은 이를 기관투자자의 수탁자 의무 안에 직접 내재화하는 방식을 택했다. 일본 스튜어드십 코드는 2014년 제정 당시부터 영국 모델을 참조하였으나, 제정 배경은 독자적이었다. 아베노믹스의 핵심 과제 중 하나였던 기업 거버넌스 개혁의 일환으로, 기관투자자의 소극적 주주권 행사가 일본 기업의 저수익성과 낮은 자본효율을 고착시킨다는 문제의식에서 출발하였다. 이후 세 차례 개정을 거치며 ESG-기후 요소를 점진적으로 강화해왔으며, 그 궤적은 아래 표에 정리되어 있다.

[표 2-4] 일본 스튜어드십 코드 ESG-기후 관련 주요 개정 이력

개정	핵심 변화
2014 (제정)	[원칙 3.3] 리스크 모니터링 분야에서 환경 언급 — 단, ESG 용어 미사용. 환경 이슈는 리스크 관리의 일부로만 취급
2017 (1차)	[서문] 투자 시 ESG 고려해야 함을 명시 [원칙 3.3] 환경 리스크뿐 아니라 '사업 기회와 리스크'로 범위를 확장하여 환경의 양면성 인식
2020 (2차)	[서문] 수탁자 책임의 정의에 ESG가 포함되며 ESG 고려가 기관투자자 의무로 격상 [원칙 1.1] 기업가치 제고를 위한 주주관여 시 ESG를 포함한 중장기 지속가능성 고려를 명문화
2025 (3차)	2020년 ESG 포함 정의를 유지하면서 실질적 이행(Principles into Practice) 강조 방향으로 개정. 선언적 의무에서 구체적 이행 방법으로 초점 이동

출처: 일본 스튜어드십 코드 각 개정판; 기후솔루션 분석(2026)

특히 2020년 2차 개정은 전환점이 되었다. 수탁자 책임의 정의 자체에 'ESG 요소를 포함한 중장기 지속가능성'을 핵심 고려사항으로 명문화하고, 이를 단순한 권고가 아닌 투자 전략 수립과 주주관여 이행의 의무적 기준으로 격상시켰다. 나아가 원칙 1.1에서 기업가치 제고를 위한 주주관여 시 ESG를 포함한 중장기 지속가능성 고려를 명문화함으로써, ESG가 투자 의사결정 전반에 걸쳐 작동하는 구조를 만들었다.

#### 일본 스튜어드십 코드 지침 1-1 (2020)

기관투자자는 ESG 요소를 포함한 중장기 지속가능성을 고려하여 투자 대상 기업의 기업가치와 지속가능한 성장을 건설적 관여를 통해 개선·촉진함으로써 의뢰인과 수익자를 위한 중장기 투자 수익률 향상을 도모해야 한다.

2025년 3차 개정은 이 흐름의 다음 단계다. 2020년에 확립된 ESG 포함 정의를 유지하면서, 이번에는 '어떻게 이행할 것인가'에 초점을 맞췄다. 선언적 의무를 넘어 실질적 이행 방법(Principles into Practice)을 구체화하는 방향으로 개정된 것이다. 코드가 '무엇을'에 답했다면, 이번 개정은 '어떻게'에 초점을 맞춘 것이다.

주목할 시사점은 2020년 개정이 GPIF와 같은 대형 연기금의 ESG 관여 방식을 실질적으로 바꿨다는 점이다. 코드가 ESG 통합을 수탁자 의무로 명시하자, GPIF는 위탁운용사 선정·평가 기준에 ESG 관여 실적을 포함시켰고, 이것이 기후 관련 주주관여 건수의 대폭 확대로 이어졌다(구체적 수치는 III장에서 제시한다). 코드 개정 → 기관투자자 행동 변화 → 기업 기후 대응 개선이라는 인과 경로가 실증된 사례다. 한국에서도 코드에 기후 조항이 명시된다면 국민연금을 비롯한 기관투자자의 위탁운용사 평가 기준과 관여 활동이 같은 방식으로 연동될 수 있다.

### ■ 호주 — 기후를 정의(定義)에 편입한 2024년 개정

호주 스튜어드십 코드는 2018년 ACSI(호주 퇴직연금 투자자 협의회)가 주도하여 제정하였다. ACSI는 AustralianSuper 등 대형 슈퍼애뉴에이션(퇴직연금) 기금을 회원으로 두고 있으며, 기후변화를 최우선 주주관여 주제로 삼아 적극적인 주주권을 행사해왔다.

2024년 개정은 기후변화의 위상을 근본적으로 격상시켰다. 기존 코드에서 기후는 ESG 이슈의 '주요 예시(prominent examples)' 중 하나에 불과했지만, 2024년 개정은 스튜어드십의 정의 자체에 '공통의 환경적 자산(common environmental assets) 보호'를 편입하고, 기후변화를 개별 기업 리스크가 아닌 '시장 전반의 투자 리스크(market-wide investment risks)'로 명확히 규정하였다. 집단적 기후행동이 독립 원칙(원칙 7)으로 격상되어 Climate Action 100+ 등 집단적 기후행동을 공식 스튜어드십 활동으로 인정하였다.

[표 2-5] 호주 스튜어드십 코드 기후 관련 항목 비교 (2018 제정안 vs. 2024 개정안)

구분	2018년 제정안	2024년 개정안
기후변화 위상	ESG 이슈의 '주요 예시 (prominent examples)' 중 하나	스튜어드십 정의에 '공통의 환경적 자산 (common environmental assets)' 보호 개념 편입
시스템 리스크	개별 기업 리스크 차원에서 언급	'시장 전반의 투자 리스크 (market-wide investment risks)'로 격상 → 수탁자 의무로 명확화
협력 활동	관여(Engagement)의 하위 수단으로 언급	[원칙 7]로 독립 격상 → Climate Action 100+ 등 집단적 기후행동을 공식 스튜어드십 활동으로 인정
그린워싱	언급 없음	[서문]에 개정 배경으로 명시 → ESG 통합 증가와 그린워싱 우려를 동시에 명시

출처: ACSI, Australian Stewardship Code (2018, 2024); 기후솔루션 분석(2026)

이러한 코드 개정이 기관투자자의 집단 관여를 뒷받침한 결과, ASX200 기업의 TCFD 채택률은 82%에 이르고 기후 중점관리 30개사 중 97%가 넷제로 목표를 설정하는 성과로 이어졌다. 구체적 사례는 III장에서 확인한다.

### III. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 성과와 국민연금 현황 대조

앞서 살펴본 영국·일본·호주의 사례는 스튜어드십 코드가 어떻게 기후·ESG를 수탁자 책임의 핵심으로 끌어올렸는지를 보여준다. 그렇다면 그 개정은 실제로 무엇을 바꿨는가. 기후 스튜어드십 코드의 효과는 선언에 있지 않다. 코드가 개정 되면 기관투자자의 행동이 바뀌고, 그 행동이 기업의 기후 대응을 바꾸며, 그 변화는 수치로 측정된다. 아래에서는 글로벌 기관투자자의 실증 성과를 제시하고, 동일한 잣대로 국민연금의 현황을 평가한다.

#### 1. 글로벌 기관투자자의 기후 스튜어드십 실증 성과

##### 1) 일본 GPIF — 코드 개정이 관여 방식을 바꾸다

세계 최대 규모 공적 연금 중 하나인 GPIF(정부연금투자기금, 운용자산 약 250조 엔, 2025년 3월 기준)는 2020년 일본 스튜어드십 코드 개정을 계기로 기후 관련 주주관여를 체계화하였다. 코드가 'ESG 요소를 포함한 중장기 지속가능성'을 수탁자 의무로 명문화하자, GPIF는 즉각적으로 위탁운용사 선정·평가 기준에 ESG 관여 실적을 반영하였다. 이 코드 연동 평가 체계가 작동하면서, 위탁운용사들의 기후 관련 주주관여 건수는 2018년 314건에서 2022년 1,080건으로 약 3.4배 증가하였다. 기존에는 이사회 구성·사업 전략 등이 주요 관여 주제였으나, 코드 개정 이후 고탄소 산업군을 중심으로 기후변화 관련 주주관여가 빠르게 확대되었다.

GPIF는 이에 그치지 않고 주주관여의 실질적 효과를 인과관계 분석을 통해 검증하였다. 분석 결과, 기후 관련 주주관여를 받은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치(Tobin's q)와 주가순자산비율(PBR)이 모두 통계적으로 유의미하게 높았다. Tobin's q는 기업의 시장가치를 자산 대체비용으로 나눈 지표로, 일반적으로 1을 기준으로 해석한다. 1보다 높으면 시장이 해당 기업의 미래 수익성을 자산 가치 이상으로 평가한다는 의미이며, 제조업 평균은 통상 1.0~1.5 수준이다. 관여 기업은 그렇지 않은 기업보다 이 수치가 0.07 더 높았다. PBR은 주가를 주당 순자산으로 나눈 값으로 기업의 자산 대비 시장 평가를 보여주는데, 관여 기업의 PBR은 0.11 더 높았다. 온실가스 감축목표 보유율은 13%p 더 높고 Scope 2 탄소집약도는 8.16 더 낮았다. 특히 소규모 기업에서 효과가 더 크게 나타나, 정보 비대칭이 큰 기업일수록 코드 기반 관여의 실효성이 높음을 시사하였다. 2023년 기준으로는 관여 대상 기업의 79%에서 기후 관련 조치 개선이 확인되었다.

[표 3-1] GPIF 기후 관련 주주관여 효과의 인과 분석 결과 (2017~2022)

대상	분석 변수	유의수준	계수	해석
전체 기업	Tobin's q (기업가치)	1%	+0.07	관여를 받은 기업의 기업가치가 통계적으로 유의미하게 높음 — 시장이 미래 수익성을 더 긍정적으로 평가
전체 기업	PBR (주가순자산비율)	1%	+0.11	관여를 받은 기업의 PBR이 0.11 더 높음
소규모 기업	온실가스 감축목표 보유율	5%	+13%p	관여 기업이 온실가스 감축목표를 보유할 확률이 13%p 더 높음
소규모 기업	Scope 2 탄소집약도	5%	-8.16	관여를 받은 기업의 Scope 2 탄소집약도가 8.16 더 낮음

출처: GPIF Engagement Report (2024)

## 2) 호주 ACSI — 집단 관여로 시장 표준을 바꾸다

호주 기관투자자협의체 ACSI(Australian Council of Superannuation Investors)는 AustralianSuper를 비롯한 39개 서명기관을 대표하여 총 운용자산 약 2조 2,000억 호주달러 규모의 집단적 영향력으로 기후를 최우선 주주관여 주제로 삼아왔다. 호주 스튜어드십 코드 원칙 3(Engagement may be undertaken to... encourage improved practices and transparency on a variety of issues including those that relate to ESG considerations.)을 근거로 ACSI 서명기관들은 'ESG 및 스튜어드십 정책(ESG and Stewardship Policy)'을 수립하고, 화석연료 및 고탄소 기업에 대한 집단 관여를 체계화하였다. 그 결과 ASX200 기업의 TCFD 프레임워크 채택률은 2017년 10%에서 2024년 82%로 8배 이상 상승하였으며, ASX200 기업 중 131개사(66%)가 넷제로 목표를 선언하였다. 이는 12개월간 8% 증가한 수치다.

두 개 핵심 기업과의 관여 사례는 집단 관여의 실효성을 구체적으로 보여준다. Santos는 호주의 대표적인 에너지 기업으로 대규모 LNG를 생산·수출하는 기업이다. ACSI 서명기관들은 Santos가 Scope 3 배출 감축 목표 수립이나 탄소포집 계획 없이 화석연료 사업을 지속하고 있다는 점을 문제로 삼아, Scope 3 배출 관리 방안과 탄소포집·저장(CCS) 기술의 구체적 실행 계획을 수년간 집중적으로 요구하였다. 그 결과 Santos는 2040년까지 연간 1,400만 톤(Mt)의 Scope 3 배출량을 포집하겠다는 정량목표를 설정하였고, 2024년 10월 Moomba CCS 프로젝트 가동을 시작하여 4분기 메탄 배출량을 17% 감축하는 성과를 거두었다. Santos의 기후 전략에 대한 주주 지지율도 2022년 63%에서 2025년 85%로 상승하였다. Woodside Energy는 호주 최대 석유·가스 기업으로, 넷제로 목표 없이 신규 화석연료 개발을 지속한다는 비판을 받아왔다. ACSI의 집중적인 관여 끝에 기후 전략 수정안 공개와 Say on Climate(기후 전략에 대한 주주 권고 투표) 주주투표를 3년 주기로 정례화하는 공약을 이끌어냈다.

[표 3-2] ACSI 기후 집단 관여 주요 성과 (2017~2024)

지표	2017년	2021년	2024년	변화
ASX200 TCFD 채택률	10%	48%	82%	7년간 8배 이상 상승
넷제로 목표 설정 기업 (기후 중점관리 30개사)	해당없음	57%	97%	거의 전 기업 달성
Say on Climate 주주투표 채택 기업	0개	4개	29개	정기적 기후 책임 메커니즘 정착
Santos — Scope 3 목표 설정	없음	없음	2040년까지 연간 1,400만 톤 포집	집단관여로 정량목표 도출

출처: ACSI Stewardship Report (2025); ACSI Promises, Pathways & Performance (2024); ESG and Stewardship Policy (2025)

## 3) 영국 Railpen — 코드 근거로 '측정 가능한 약속'을 받아낸다

영국 철도 연금 Railpen(운용자산 약 340억 파운드)은 UK Stewardship Code 2020을 근거로 삼아, 미국 최대 LNG 수출 기업 Cheniere Energy에 대한 비공개 주주관여를 수행하였다. Railpen은 2024년 '넷제로 관여 계획(Net

Zero Engagement Plan)’의 우선순위 기업으로 Cheniere를 선정하였는데, 배출 감축목표의 부재와 낮은 전환경로 이니셔티브(TPI, Transition Pathway Initiative) 점수가 주된 이유였다.

Railpen의 요구는 단순한 의지 표명이 아닌 ‘과학 기반 측정 지표’였다. 협상 결과 Cheniere는 2027년까지 LNG 생산 시설의 Scope 1 메탄 배출강도 목표를 0.03%로 설정하여 공개 발표하였다. 아울러 Cheniere는 기업 책임 보고서(Corporate Responsibility Report)를 통해 온실가스 배출 저감 활동을 투명하게 공개하고 외부 검증을 도입하는 데도 합의하였다.

#### 4) 영국 Arcus Infrastructure Partners — 비상장 인프라 기업의 ESG 공시 체계 구축

기후 스튜어드십은 상장 대기업만의 과제가 아니다. 영국 인프라 전문 자산운용사 Arcus Infrastructure Partners는 UK Stewardship Code 2020을 근거로, 자사가 투자한 독일의 비상장 전기차 충전 인프라 기업 eze.network에 대해 적극적인 ESG 관여를 수행하였다.

Arcus는 단순한 외부 주주관여를 넘어 거버넌스 구조 자체를 재설계하는 방식으로 접근하였다. 이사회에 2명의 대표를 직접 임명하고, 자산운용팀이 경영진과 협력하여 ESG 정책을 개발하였다. 기존 재무 성과 중심의 월간 보고 체계를 비 재무 성과까지 포함하도록 전면 개편한 결과, eze.network는 2024년 보고 연도에 창사 이래 처음으로 Scope 1, 2 및 주요 Scope 3 온실가스 배출량을 측정하고 보고하게 되었다. ESG KPI(핵심성과지표)에 중점을 둔 상시 관리 체계가 확립되면서, 경영진이 환경 데이터를 일상적인 의사결정 지표로 활용하는 조직 문화가 정착하였다. 이 사례는 코드의 기후 관여 근거가 비상장 인프라 자산에도 실질적인 공시 체계를 구축하는 데 기여할 수 있음을 보여준다.

## 2. 국민연금의 기후 스튜어드십 현황

국민연금은 국내 최대 기관투자자로 운용자산 약 1,000조 원 이상을 운용하며, 한국 스튜어드십 코드를 채택한 대표적 기관투자자이다. 겉으로 보면 국민연금의 제도적 기반은 상당히 갖추어진 것처럼 보인다. 2018년 코드 도입과 함께 공표한 『국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙』에는 ESG 요소가 명시되어 있으며, 수익성·안정성과 함께 ‘지속 가능성’을 기금 운용 6대 원칙 중 하나로 선언하기도 했다. 그러나 이들 규정은 모두 “고려할 수 있다”는 재량적 표현에 머무르며, ESG 및 기후 요소를 반드시 반영해야 한다는 의무 규정은 존재하지 않는다.

기후 관련 주주관여 활동은 오히려 후퇴하고 있다. 노종화 경제개혁연대 정책위원의 연구(2026)에 따르면, 기후변화 위험관리를 사유로 한 주주관여 대상 기업 수가 2024년 29개에서 2025년 3분기 기준 13개로 1년 만에 절반 이하로 급감하였으며, 서한 발송과 면담 횟수도 같은 기간 절반으로 줄었다. 국내 기업의 기후 대응이 실질적으로 개선되지 않은 상황에서의 관여 축소는 긍정적으로 평가하기 어렵다. 현재 책임투자는 ‘ESG 평가에 기반한 투자 결정’ 수준에 머물러 있으며, 비공개 대화 중심의 관여 방식은 기업에 실질적인 기후 이행 압박을 가하기 어렵다. 기후 전략 등 폭넓은 주제에 대해 주주 의사를 공식 개선할 수 있는 ‘권고적 주주제안’ 제도 도입과 함께 관여 활동 주기 단축이 필요하다는 제안도 나온다.

석탄 배제 전략도 마찬가지다. 국민연금은 해외자산 2025년, 국내자산 2030년부터 최근 3년 평균 석탄 매출 비중 50% 이상 기업에 대해 5년간 비공개 대화를 진행한 후 배제를 검토하는 방식을 채택하고 있다. 그러나 이 전략은 두 가지 측면에서 한계가 있다. 첫째, 배제 기준인 '50% 이상'은 주요 석탄 기업 대부분을 사실상 적용 대상에서 제외하는 수준이다. 둘째, 5년간 비공개 대화 후 배제를 검토하는 절차적 요건은 실질적인 기후 이행 압박보다는 투자 지속을 위한 유예 장치에 가깝다는 비판을 받고 있다. 코드에 기후 관련 기준이 명시되어 있다면 이러한 지연 구조를 제도적으로 제한할 수 있는 근거가 마련될 수 있다.

[표 3-3] 국민연금 기후변화 위험관리 주주관여 현황

구분	2024년	2025년 (3분기)	변화
기후변화 위험관리 관여 기업 수	29개	13개	55% 감소 ▼
기후변화 위험관리 서한+면담 횟수	32회	16회	50% 감소 ▼
기업당 평균 관여 횟수 (기후)	1.1회	1.23회	실질적 개선 미미
기후 관련 의결권 행사 기준	없음	없음	변화 없음
기후 스튜어드십 활동 별도 공시	없음	없음	변화 없음

출처: 국민연금 수탁자책임 활동 공시(2024, 2025); 노종화, 경제개혁연대(2026)

이행 점검 체계도 사실상 부재하다. 스튜어드십 코드에 참여해 지침만 마련하면 위탁운용사 선정 시 2점 가산점을 받는 구조가 실질적인 차별화를 막고 있으며, 코드 이행 보고서를 발간하는 기관은 극소수에 불과하다. 의결권 행사 기준에는 기후·환경 관련 조항이 전무하여 기후 대응에 실패한 이사의 재선임에 반대할 법적·정책적 근거도 없다. 기후 스튜어드십 활동에 대한 별도 공시 역시 이루어지지 않아 외부 검증과 평가가 불가능한 상황이다.

### 3. 소결: 코드가 바꾼 것, 코드가 바꿀 수 있는 것

앞서 살펴본 수치들은 하나의 질문을 던진다. 왜 국민연금의 기후 스튜어드십은 글로벌 선도 기관투자자들과의 격차를 좁히지 못하는가. 아래 표는 글로벌 선도 기관투자자와 국민연금의 기후 스튜어드십 활동을 7개 항목에 걸쳐 비교한 것이다.

[표 3-4] 글로벌 기관투자자 vs. 국민연금 기후 스튜어드십 활동 비교

비교 항목	글로벌 선도 기관투자자	국민연금
코드 내 기후 조항	명시 (코드 정의 또는 원칙 수준)	없음 (전무)
기후 관여 건수 추이	지속 증가 (GPIF: 4년간 3.4배)	2024년 -> 2025년(3분기) 절반 이하로 감소

비교 항목	글로벌 선도 기관투자자	국민연금
기업당 평균 관여 횟수	다회차 지속 관여 (ACSI: 복수 연도)	연 1.1회 (형식적 수준)
기후 의결권 기준	명시적 기준 보유 (스위스·호주·영국)	기준 없음
기후 스튜어드십 공시	연간 보고서에 기후 활동 별도 기술 (영국 FRC 평가)	별도 기재 없음
기후 투자 전략	기후 대응 전략적 투자 추진 (GPIF, CalPERS)	ESG 평가 수준 (스크리닝·임팩트 미실행)

출처: 각국 스튜어드십 코드 및 연간 보고서; 국민연금 수탁자책임 공시(2025); 노종화, 경제개혁연대(2026)

표에서 드러나듯, 격차의 근원은 코드의 유무에 있다. GPIF·ACSI·Railpen 모두 코드에 기후 관련 근거가 명시되어 있었기에 관여를 확대하고 기업으로부터 구체적인 약속을 이끌어낼 수 있었다. 세 기관의 사례는 공통된 패턴을 보여준다. 코드에 기후 조항이 명시되자 기관투자자가 움직였고, 기관투자자가 움직이자 기업의 기후 대응이 변화하기 시작했다. 한국 스튜어드십 코드에 기후가 명시된다면 국민연금도 같은 경로를 밟을 수 있다. 코드를 근거로 기후리스크와 온실가스 감축목표 이행 여부를 투자 대상 기업 모니터링의 공식 항목으로 설정하고, 기후를 주주관여의 공식 의제로 삼으며, 기후 대응에 실패한 이사의 재선임에 반대할 의결권 행사 기준을 마련하고, 위탁운용사 평가 기준에 기후 관여 실적을 반영하며, 그 결과를 별도로 공시하는 체계가 작동할 수 있기 때문이다.

이번 한국 스튜어드십 코드 개정에서 기후 요소가 실질적으로 반영되어, 국민연금을 포함한 기관투자자 전반이 실효성 있는 기후 스튜어드십을 이행할 수 있는 제도적 토대가 마련되기를 기대한다.

## IV. 한국 스튜어드십 코드 기후 요인 강화 개정 제안

### 첫째

#### 스튜어드십 정의 재정의 — 기후·ESG를 수탁자 책임의 핵심 요소로 명시

기후 관련 기회 및 리스크를 선택적 고려사항이 아닌 수탁자 책임의 핵심 요소로 명시하도록 코드의 정의와 목적 조항을 개정한다. 현행 코드 서문은 수탁자 책임이란 "투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임"이라고 규정하고 있으나, 그 구성 요소가 제시되지 않아 기관투자자가 기후리스크를 수탁자 책임의 범주로 인식할 제도적 근거가 없다.

주요국은 스튜어드십 코드 내 정의 조항을 통해 그 목적을 명시적으로 확장하고 있다. 영국은 2020년 개정을 통해 스튜어드십을 '고객과 수익자를 위한 장기적 가치 창출과 함께 경제·환경·사회에 지속가능한 이익을 창출하는 활동'으로 재정의하였다. 브라질 또한 서문에서 스튜어드십의 목적을 단순 수익률 제고가 아닌 금융시장의 구조적 붕괴(structural collapses) 방지로 정의하였다. 일본도 원칙 1.1에서 스튜어드십 책임을 ESG를 포함한 중장기적 지속가능성을 고려해 투자전략을 수립하고 책임 있는 의사결정을 통해 기업가치와 장기 수익을 창출하는 것으로 정의하였다. 스위스 역시 서문에서 스튜어드십을 지속가능성 관련 리스크에 대응하고 긍정적인 영향(positive impact)을 창출하기 위한 지속가능 투자의 접근 방식으로 규정하고 있다.

#### 개정 예시 — 신설 항목 추가 (항목 2 뒤)

수탁자 책임이란 투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임을 의미하며, 이때 기후변화를 포함한 환경·사회·지배구조(ESG) 요인은 수탁자 책임의 핵심 고려사항에 해당한다.

### 둘째

#### 기후·ESG 통합 투자 원칙 신설 — 정책 수립 단계부터 기후 요소 의무화

기후 요소를 투자 전략 수립, 리스크·기회 모니터링, 주주관여, 의결권 행사 전반에 구조적으로 통합하도록 관련 원칙을 신설 또는 개정한다. 현행 코드 원칙 1은 수탁자 책임 정책의 마련·공시를 요구하지만 기후리스크 포함 여부에 대한 언급이 없어, 기관투자자의 기후 대응이 'ESG 평가 고려' 수준에 머무는 제도적 공백이 된다.

주요국은 ESG 및 기후 요소의 투자 통합을 스튜어드십 코드 내 명시적 의무로 규정하고 있다. 영국(2020)은 원칙 7에서 중대한 ESG 및 기후변화 요소를 책임 있는 운용과 투자에 체계적으로 통합하도록 명시하였다. 스페인 또한 원칙 1에서 ESG 요소와 관련 리스크를 투자 전략 및 결정에 통합하는 것을 수탁자 책임의 일부로 규정하였다. 일본(2020)도 원칙 1.1에서 ESG를 포함한 중장기 지속가능성 고려를 주주관여 이행의 의무적 기준으로 명문화하였다. 남아공 역시 원칙 1에서 ESG 요소의 통합을 명시하였으며, 브라질은 원칙 3에서 투자 과정 및 스튜어드십 활동에서 ESG 요소를 고려하도록 규정하였다. 말레이시아는 원칙 5에서 기후 관련 문제를 포함한 지속가능성 고려사항을 투자 의사결정 과정에 통합하도록 의무화하고 있다.

개정 예시

기관투자자는 수탁자 책임 정책에 기후변화를 포함한 ESG 요인이 투자 수익률과 수익자 이익에 미치는 영향에 관한 평가 및 대응 방침을 포함하여야 한다.

셋째

기후 관여 및 모니터링 근거 마련 — 기후리스크를 점검·관여의 공식 항목으로

기후 관련 사업 기회와 리스크를 투자대상회사 점검의 공식 항목으로 설정하고, 필요 시 주주관여를 통해 기업의 실질적 이행을 촉구할 수 있는 근거 조항을 마련한다. 현행 코드 원칙 3은 투자대상회사에 대한 주기적 점검을 요구하지만 기후·ESG 요소를 점검 항목으로 명시하지 않아, 기관투자자가 기후 관여를 축소하거나 그 이유를 공시하지 않더라도 이를 제지할 수 없는 구조적 공백이 존재한다.

모니터링 측면에서, 주요국은 ESG 및 기후 리스크를 피투자 기업 모니터링의 명시적 대상으로 규정하고 있다. 캐나다는 원칙 10에서 기업 전략과 리스크 관리 모니터링 시 재무적 리스크뿐 아니라 ESG 리스크를 포함하도록 규정하였다. 일본 또한 지침 3.3에서 피투자 기업 모니터링 시 사회·환경 문제에서 발생하는 리스크와 기회를 포함한 비재무적 요소를 고려하도록 명시하였다. 말레이시아도 지침 2.2에서 모니터링 대상에 기후 리스크를 포함한 주요 지속가능성 리스크를 반드시 포함하도록 하였다. 태국 역시 지침 3.5에서 피투자 기업에 ESG 원칙 미준수 또는 리스크 요인이 식별될 경우 해명을 요구하도록 규정하고 있다.

주주관여 측면에서도 유사한 흐름이 확인된다. 말레이시아는 서문에서 주주관여를 관련 ESG 이슈와 목표를 식별하고 결과를 모니터링하며 강화 방안을 수립하여 투자 결정에 반영하는 것으로 정의하였다. 홍콩 또한 원칙 3-23에서 사회·환경 문제에서 발생하는 리스크를 주제로 주주관여 활동을 해야 하며 이는 패시브 투자에서도 고려되어야 함을 명시하였다. 캐나다 역시 원칙 4에서 이사회와의 논의 주제로 ESG 리스크를 포함한 중대한 지속가능성 요소에 대한 이사회 감독 여부를 포함하도록 규정하고 있다.

개정 예시

기관투자자는 투자대상회사의 기후리스크 및 온실가스 감축목표 이행 여부를 주기적 점검 항목으로 포함하고, 미흡한 경우 주주관여를 통해 개선을 요구해야 한다.

넷째

기후 대응 의결권 행사 기준 신설 — 기후 스튜어드십의 실질적 이행 연결고리 확보

기후 대응에 실패한 이사의 재선임에 반대할 수 있는 의결권 행사 기준을 코드에 명시하여, 기후 스튜어드십이 실질적인 기업 변화로 이어지는 연결고리를 확보한다. 현행 코드 원칙 5는 의결권 정책의 마련·공시를 요구하지만 기후 관련 기준은 전무하다. 금융투자협회는 2023년 자산운용사 의결권 가이드라인을 개정해 탄소중립기본법상 온실가스배출관리업

체 등 기후 대응 조치를 취하지 않은 책임 있는 이사의 재선임에 반대투표하는 기준을 이미 도입한 바 있으며, 스튜어드십 코드가 이보다 낮은 수준을 유지하는 것은 제도적 역설이다.

호주는 원칙 2에서 의결권 행사를 기업의 ESG 관행 및 관련 공시에 대해 의견을 표출할 수 있는 수단으로 명시하였고, 스위스는 원칙 3에서 피투자 기업의 장기적 성과에 영향을 주는 ESG 요소를 이해하고 투표 정책에 ESG·지속가능성 기준 반영 방식을 공개하도록 규정하고 있다.

**개정 예시**

기관투자자는 기후변화 대응 조치를 취하지 아니한 책임이 있는 이사의 재선임에 반대할 수 있는 기준을 의결권 정책에 포함하여야 한다.

**다섯째**

**기후 스튜어드십 공시 체계 구축 — 외부 검증 가능한 책임 구조 마련**

기후 관련 주주관여 활동과 의결권 행사 내역을 별도로 공시하도록 하여 외부 검증과 이행 점검이 가능한 책임 구조를 만든다. 현행 코드 원칙 6은 수탁자 책임 활동의 주기적 보고를 요구하지만 기후 스튜어드십 활동에 대한 별도 공시 의무는 없어, 이행 수준의 외부 검증과 기관 간 비교가 불가능하다.

영국(2020)은 서명기관에 연간 스튜어드십 보고서 제출을 의무화하고 기후·ESG 이슈의 통합 방식을 서면으로 증명하도록 하였다.

**개정 예시**

기관투자자는 기후 관련 주주관여 활동 및 의결권 행사 내역을 수탁자 책임 보고서에 별도 항목으로 공시하여야 한다.

한국은 지금 선택의 순간에 서 있다. 2026년 상반기로 예고된 스튜어드십 코드 개정은, 기후를 코드에 담을 마지막 기회가 아니라 출발점이다. 영국은 2020년 개정을 통해 기후변화를 수탁자 책임의 핵심으로 명시하였고, 일본은 ESG를 스튜어드십 정의에 포함시킨 이후 기관투자자 전반의 기후 관여 활동이 실질적으로 확대되었다. 한국이 10년 전 영국의 코드를 참조해 스튜어드십 제도를 도입했듯, 이제는 그 코드를 다시 열어 기후를 써 넣을 차례다. 한국 스튜어드십 코드가 기후를 명시하는 순간, 그 파급력은 국민연금을 넘어 한국 자본시장 전체의 기후 대응 방향을 바꾸는 힘이 될 수 있다. 기후는 이미 투자 리스크이고, 수탁자 책임의 핵심이다. 코드가 그 사실을 인정하는 데 더 이상의 시간이 필요하지 않다.

## 참고 문헌

- Walker, D. (2009). A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations. HM Treasury.
- Financial Reporting Council (FRC). (2010). The UK Stewardship Code.
- 한국기업지배구조원(현 한국ESG기준원). (2016). 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙 (한국 스튜어드십 코드).
- The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code. (2014). Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code).
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). (2018). Australian Asset Owner Stewardship Code.
- 국민연금공단. (2019). 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙.
- Financial Reporting Council (FRC). (2020). The UK Stewardship Code 2020.
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2020). Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code), 2nd Revision.
- Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? Review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–833.
- 금융투자협회. (2023). 자산운용사 의결권 행사 가이드라인.
- Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). (2024). Australian Asset Owner Stewardship Code (Revised).
- Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). (2024). Promises, Pathways & Performance: Climate Change Disclosure in the ASX200.
- Government Pension Investment Fund (GPIF). (2024). Evaluation Project on the Effects of Engagement.
- 국민연금공단. (2024). 국민연금기금 수탁자책임 활동 공시.
- Arcus Infrastructure Partners. (2025). UK Stewardship Code Report.
- Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). (2025). ESG and Stewardship Policy.
- Australian Council of Superannuation Investors (ACSI). (2025). Stewardship Report 2025.
- Financial Reporting Council (FRC). (2026). The UK Stewardship Code 2026.
- Railpen. (2025). Preparing for the UK Stewardship Code 2026.
- The Council of Experts on the Stewardship Code. (2025). Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code), 3rd Revision.
- 금융위원회·스튜어드십 코드 발전위원회·한국ESG기준원. (2025). 스튜어드십 코드 내실화 방안.
- 국민연금공단. (2025). 국민연금기금 수탁자책임 활동 공시 (3분기).
- 한국은행·금융감독원. (2025). 공동 기후금융 컨퍼런스 발표 자료.
- 황현영·김선민. (2025). 스튜어드십 코드 이행 현황과 실효성 제고를 위한 과제. 자본시장연구원·한국ESG기준원.
- 이나예·정다솜. (2026). ESG: 스튜어드십 코드 2.0: 주주관여의 시대. 한국투자증권.
- 이승희. (2026). 스튜어드십 코드 실효성 제고를 위한 내실화 방안 모색. 경제개혁연구소. 발표자료, 2026. 1. 23. 국회 토론회.
- 노종화. (2026). 국민연금 기후 스튜어드십 코드의 현황과 과제. 경제개혁연대. 발표자료, 2026. 3. 11. 국회 토론회.
- 장연주. (2026). 글로벌 기후 스튜어드십 코드 개정 동향과 한국에 대한 시사점. 기후솔루션. 발표자료, 2026. 3. 11. 국회 토론회.



# 기후 없는 스튜어드십

## 한국 스튜어드십 코드 기후 요인 강화를 위한 개정 제언

발간일	2026년 4월
저자	장연주   기후솔루션 투자정책팀장
발행기관	기후솔루션 (Solutions for Our Climate, SFOC)
디자인	Nature Rhythm

기후솔루션은 전 세계 온실가스 감축 및 올바른 에너지 전환을 위해 활동하는 비영리법인입니다. 리서치, 법률, 대외 협력, 커뮤니케이션 등의 폭넓은 방법으로 기후위기를 해결할 실질적 솔루션을 발굴하고, 근본적인 변화를 위한 움직임을 만들어 나갑니다.