
국민연금 기업투자의 방향과 원칙

(기관투자자 주주권을 중심으로)

국민연금 기금운용위원회
상근전문위원 원종현

2024.7.6.

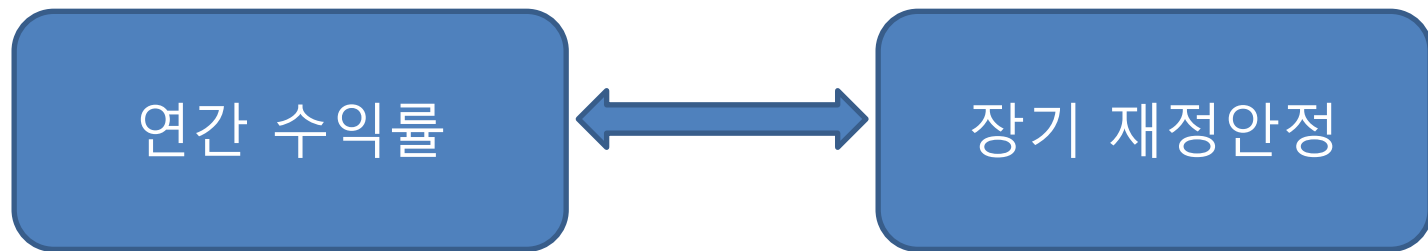
국민연금은..

- **제1조(목적)** 이 법은 국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지하는 것을 목적으로 한다.
- **제101조(기금의 설치 및 조성)** ① 보건복지부장관은 국민연금 사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 국민연금기금을 설치한다.

국민연금 기금운용의 방향

- 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.



국민연금 규모

기금적립금 (2024년 1월 말)

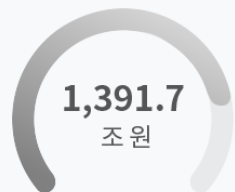
1049조 원

운용수익금 (1988 ~ 2024년 1월 말)

589조 원

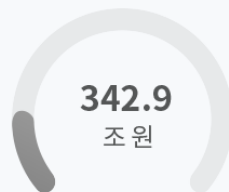
연평균 누적수익률 (1988 ~ 2023년 말)

5.92 %



구성

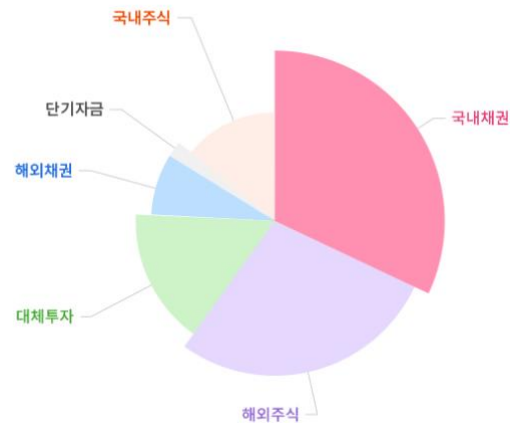
연금보험료 등	802.2
운용수익금	589.5



지출

연금급여	331.1
관리운영비 등	11.8

국민연금 운용 성과와 보유 비중



기금 포트폴리오
(2024년 1월 말 기준)

1048.8조원

◆ 금융부문	1047.3 조원	99.9%
● 국내주식	138.1 조원	13.2%
● 국내채권	322.1 조원	30.7%
● 해외주식	338.9 조원	32.3%
● 해외채권	76.4 조원	7.3%
● 대체투자	170.0 조원	16.2%
● 단기자금	2.0 조원	0.2%
◆ 복지 · 기타부문	1.5조원	0.1%

주식투자에서 초과 수익을 얻는 방법?

종목선택, 타이밍 선택, 기회 매매



연기금과 같은 대형 기금은 활용
이 어려움

저평가 주 발굴 투자



국민연금기금은 개별 종목군에
대한 특정 투자가 어려움

기업 가치 제고 / 기업가치 유지



국민연금기금이 초과수익을
얻기 위한 선택

벤치마크와 국민연금의 투자 포트폴리오

● 전기전자	41.3%
● 화학	10.2%
● 서비스업	9.4%
● 금융업	9.3%
● 운수장비	7.1%
● 의약품	5.3%
● 유통업	3.2%
철강금속, 통신업, 운수창고업, 건설업, 음식료품, 기계, 전기가스업, 비금속광물, 섬유 의복, 의료정밀, 종이목재 등	10.3%
● 기타	4.0%

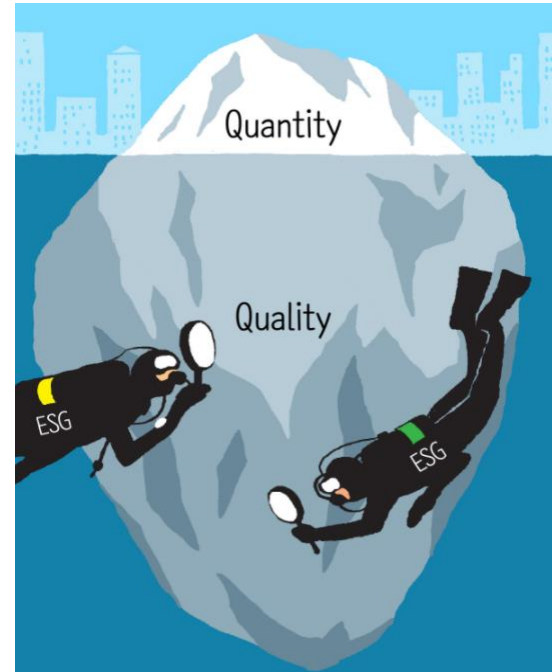
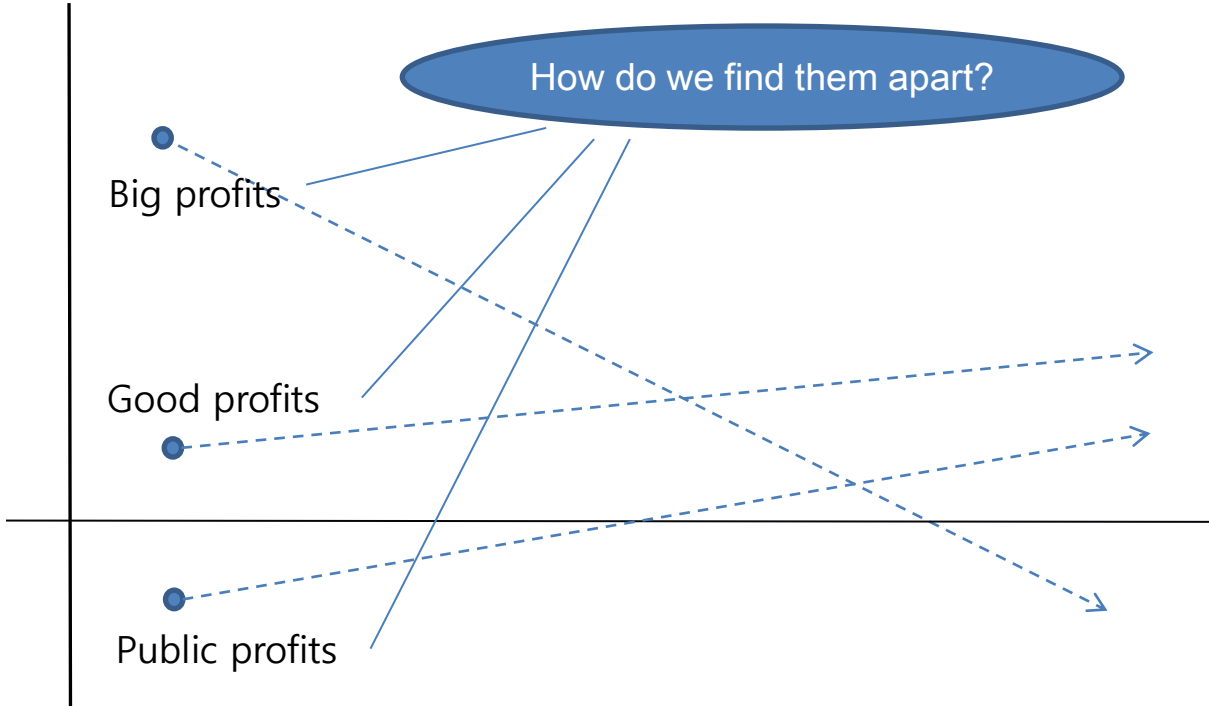
번호	종목명	평가액	자산군 내 비중	지분율
1	삼성전자	517,051	29.5%	10.7%
2	SK하이닉스	94,594	5.4%	11.0%
3	LG화학	56,584	3.2%	9.7%
4	NAVER	55,607	3.2%	11.6%
5	삼성SDI	43,058	2.5%	10.0%
6	현대차	42,013	2.4%	10.2%
7	셀트리온	40,292	2.3%	8.3%
8	카카오	29,471	1.7%	8.6%
9	현대모비스	28,649	1.6%	11.8%
10	POSCO	27,803	1.6%	11.7%

≡



국민연금의 투자는 개별 종목을 picking하는 투자가 아니라,
시장 Index를 추종하는 Universal Owner 투자

Big profits vs. Good profits vs. Public profits



그림출처: KRX와 배우는 금융상식 <10>, 2021.10.16, 국제신문

ESG에의 강요_ 수단과 목적

ESG는

기업-투자자간

대화 언어

PATRICK
SÜSKIND

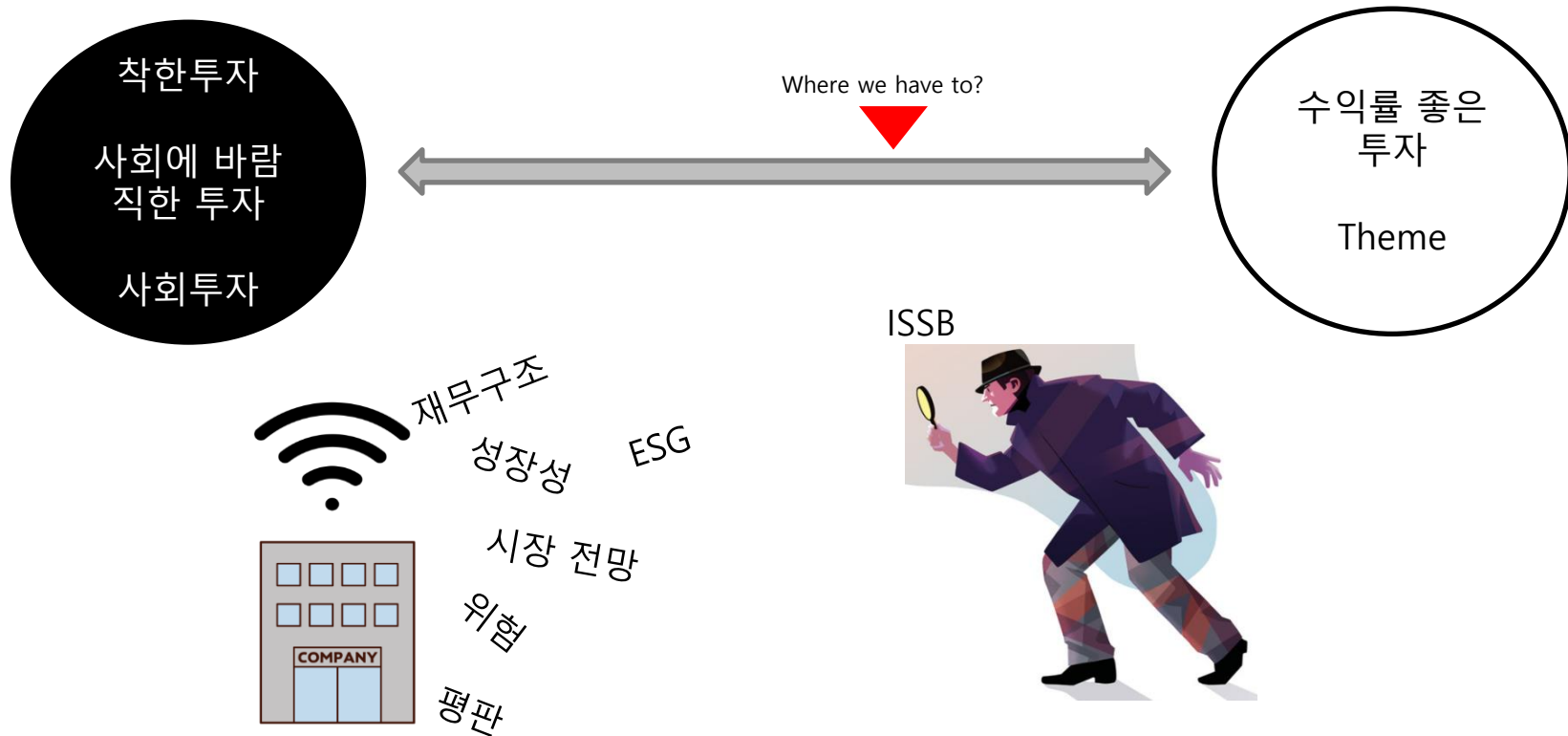
Drei Geschichten und eine Betrachtung



깊이への 강요

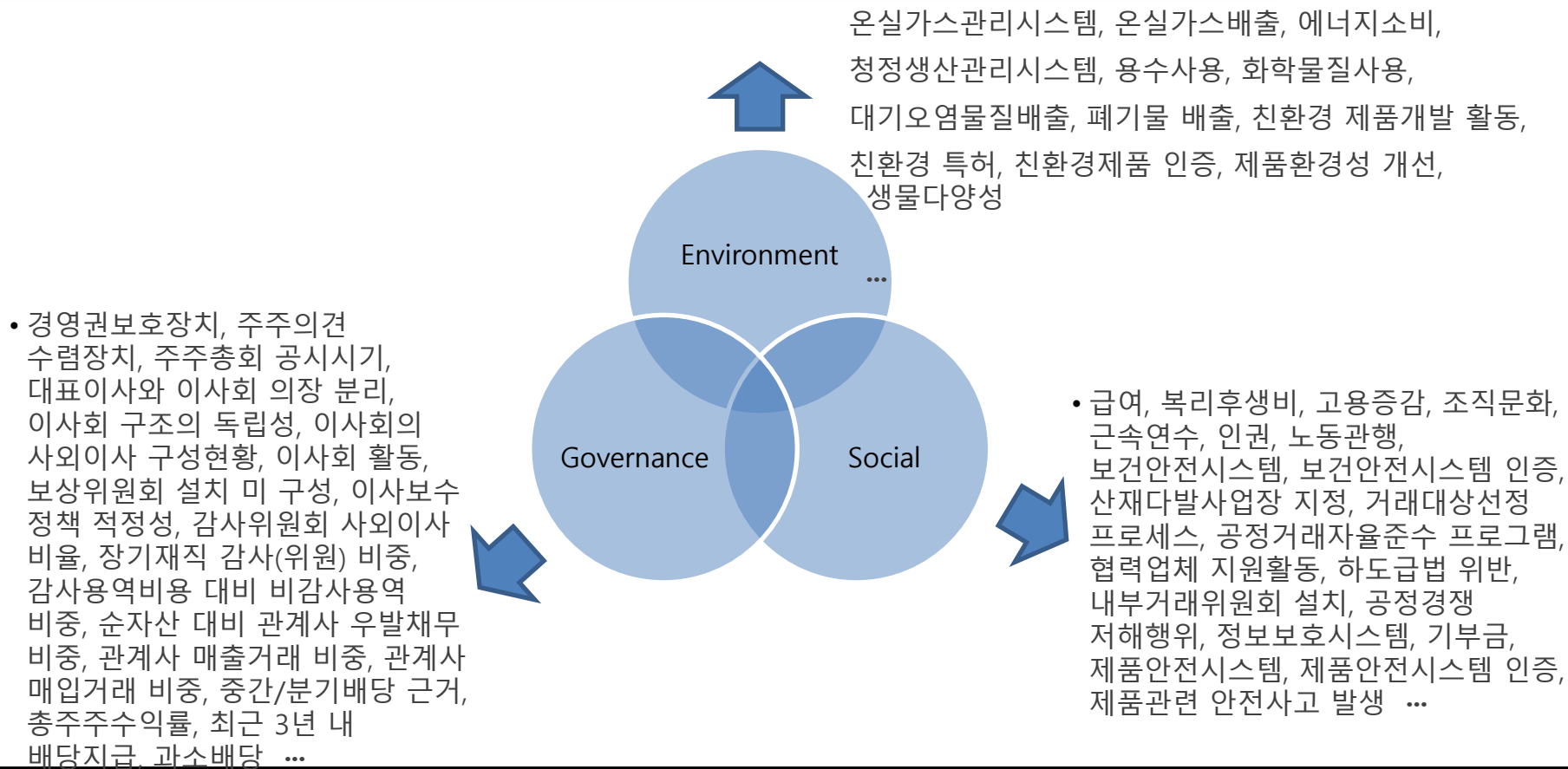
파트릭 쥘스킨트 지음 김인순 옮김

국민연금이 인식하는 ESG

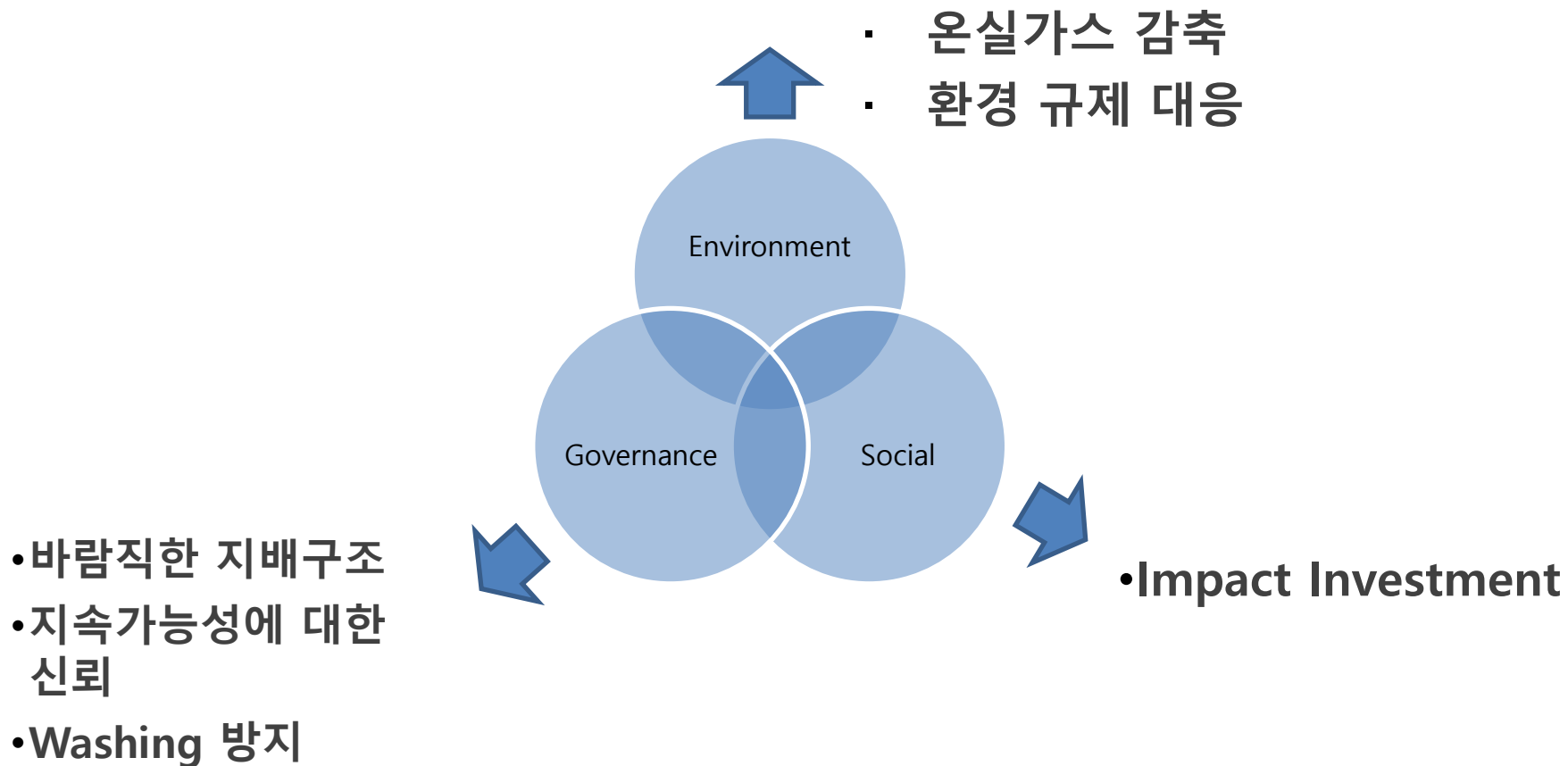


ESG는 기업과 투자자간의 대화 언어

ESG?

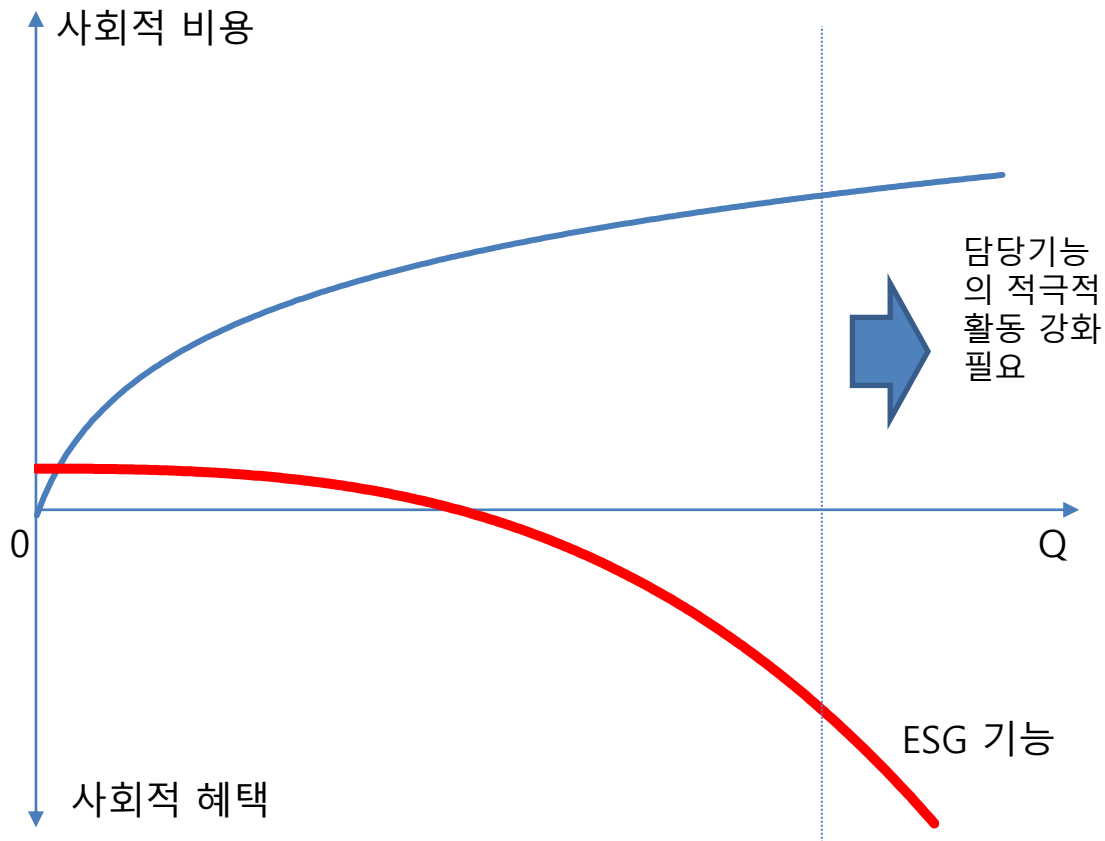


E·S·G의 구분

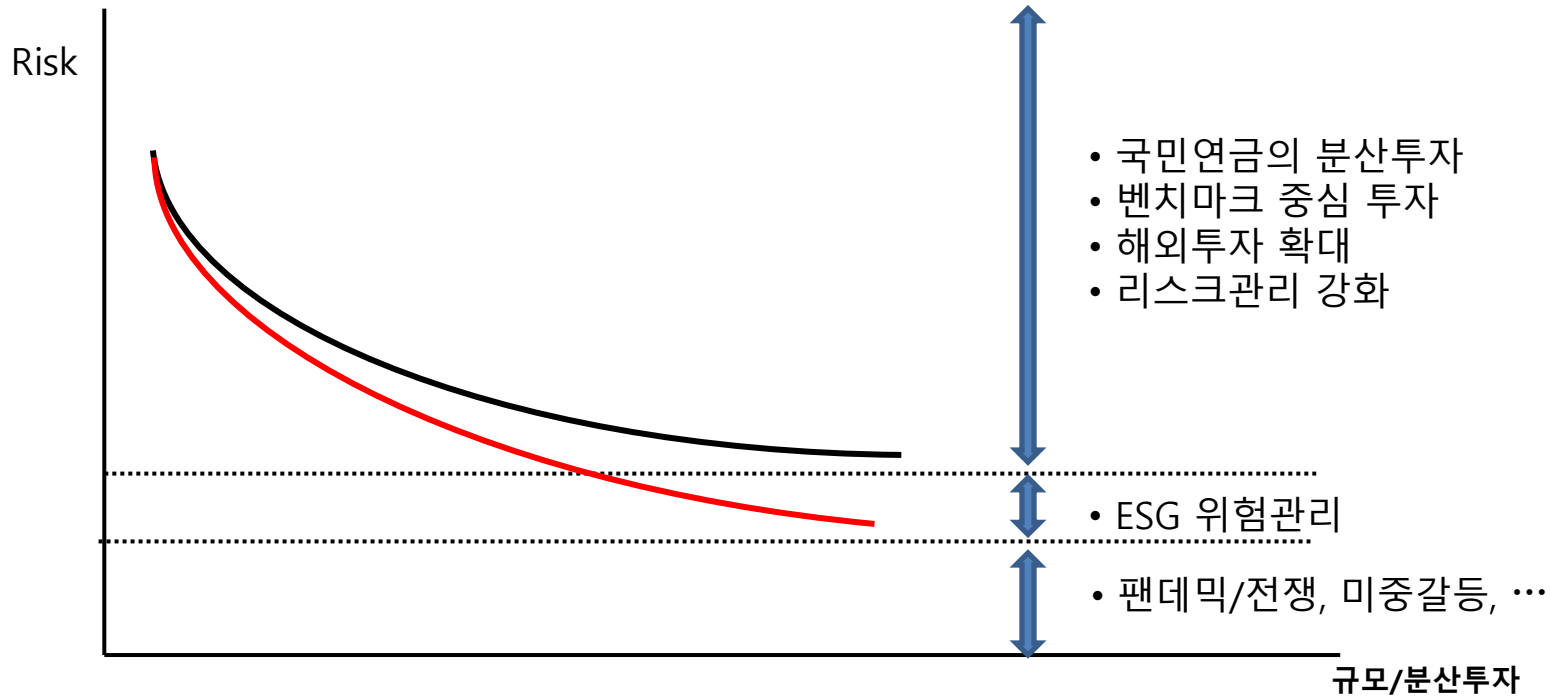


ESG의 기능

- ESG 자체가 목적이 되는 것은 아님
- 기업의 생산활동에서 부수되는 사회적 비용을 최소화하고, 사회적 기여 역할을 강화함으로써 기업의 지속 가능성을 우선 원칙으로 함



국민연금이 인식하는 ESG



(사례) IFRS 공시의 핵심에 대한 국민연금의 위험관리

- 기업가치 증진을 위한 투자자 중심
- 우선과제로 기후문제 선정
- 기존프레임을 활용
- 빌딩블록 방식의 접근

공시기준 명칭	IFRS S1 일반 요구사항(General Sustainability-related Disclosures) IFRS S2 기후 관련 공시(Climate-related Disclosures)
IFRS S1 일반요구사항	일반목적재무보고 이용자의 의사결정에 유용한 모든 지속가능성 관련 위험 및 기회 정보 공시에 필요한 일반 요구사항 규정
IFRS S2 기후 관련 공시	기후 관련 위험 및 기회에 대한 공시를 요구하며 산업전반 및 산업기반 공시 요구사항 규정 (TCFD 권고안 통합)
시행일	'24.1.1일 이후 최초로 시작하는 회계연도부터 유효
주요 경과규정	IFRS S1·S2 기준 적용 첫째, 다음 경과규정 제공 ① 기후 외 지속가능성 관련 사안에 대한 정보는 미공시 허용 ② 관련 재무제표와 동시가 아닌, 차년도 반기 재무제표 발표 시점에 공시 허용 ③ Scope 3 GHG 배출량 정보에 대한 미공시 허용



IFRS의 공시 요구사항에
대한 수용성을 어디까지
확장할 것인가?

확장된 공시 기준을 국민
연금 투자 평가에 어떻게
반영할 것인가?

(사례) EU, 기업의 지속가능한 공급망 실사 지침 (CSDDD)

- Corporate Sustainability Due Diligence Directive
- 2024.3.17. 기업이 전체 공급망에서 발생 가능성이 있는 강제노동이나, 삼림벌채 등 인권과 환경 피해에 대한 피해를 방지하고, 문제해결 의무를 부과
- 법안에서는 연쇄효과(Cascade Effect)를 통한 공급망 인권관리를 강조
- 대기업이 핵심 협력업체를 선정해 인권지침 및 실사체계 수립을 전폭적으로 지원한 후 해당 업체들이 하위 협력사(2-3차 협력사, 인력사무소 등)의 인권관리를 수행
- EU 27개국 관련 장관과 유럽의회가 각각 공식 승인 후 발효 예정 (2027년)
- 인권보호 책임을 위반한 역외 기업과 거래한 사실이 적발되면 해외 매출 5% 과징금.
- 기업에서 CSDDD 의무를 이행하지 않는다면, 유럽 관계사로부터 거래 중단과 같은 기업 생존에 직결되는 조치를 받게 될 확률이 매우 높아짐
- 국내 기업의 경우 CSDDD로 직간접 영향을 받는 국내 기업은 약 16,000여곳으로 예상

국민연금 ESG 지표 (사례)

환경 (E)	기후변화	• 온실가스관리시스템, 온실가스배출량, 에너지소비량
	청정생산	• 청정생산관리시스템, 용수사용량, 화학물질사용량, 대기오염물질배출량, 폐기물 배출량
	친환경 제품개발	• 친환경 제품개발 활동, 친환경 특허, 친환경제품 인증, 제품환경성 개선
사회 (S)	인적자원관리 및 인권	• 급여, 복리후생비, 고용증감, 조직문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	• 보건안전시스템, 보건안전시스템 인증, 산재다발사업장 지정
	하도급거래	• 거래대상선정 프로세스, 공정거래자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법 위반
	제품안전	• 제품안전시스템, 제품안전시스템 인증, 제품관련 안전사고 발생
	공정경쟁 및 사회발전	• 내부거래위원회 설치, 공정경쟁 저해행위, 정보보호시스템, 기부금
지배구조 (G)	주주의 권리	• 경영권보호장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기
	이사회 구성과 활동	• 대표이사와 이사회 의장 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성현황, 이사회 활동, 보상위원회 설치 미 구성, 이사보수 정책 적정성
	감사제도	• 감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사(위원) 비중, 감사용역비용 대비 비감사용역 비중
	관계사위험	• 순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출거래 비중, 관계사 매입거래 비중
	배당	• 중간/분기배당 근거, 총주주수익률, 최근 3년 내 배당지급, 과소배당

ESG 관계

- ESG는 분리할 수 없는 하나의 유기체로서 통합하여 관리
- G(지배구조)는 기업의 지속가능성을 담보할 의지와 방향성을 제시한다는 측면에서 중요하게 인식되어야 한다는 믿음이 있음
- E(환경)에 기초한 기업의 지속가능성과 기업가치의 상승을 견인하는 발전의 원동력으로 바라보며,
- S(사회)에 대한 기업의 책임을 수행함으로써, 주주 및 이해관계자들과의 공동 발전의 기반을 마련함



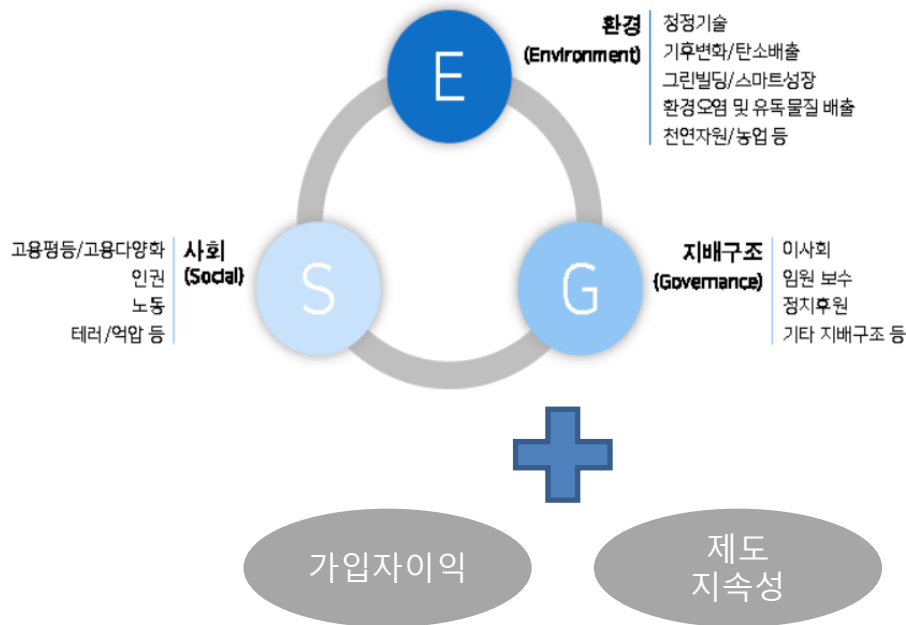
그림참조: Korean Law via the Internet, ESG

ESG 위원회 지위 (상법상 지위)

- 우리나라 상법에서는 회사 혹은 이사로 하여금 주주이익을 보호하도록 하는 의무를 인정하고 있지 않음
- 이사의 선관 의무가 주주의 이익을 보호하는 것이 아니라 회사의 이익을 보호할 뿐이라는 기존의 관점을 극복할 필요
- ESG 위원회가 경영주의 이익을 차선으로 선택하는 의사결정을 할 수 있을까?

국민연금과 ESG

- 국민연금은 일반 펀드나 기관투자자에서 요구되는 ESG외에 가입자 보호라는 추가적인 과제가 더해짐
- ESG로 커버될 수 없는 가입자 보호 및 연금제도 지속성 강화 노력도 함께 경주되어야 함
- ESG에 집중되어 본연의 제도안정성 부문에 소홀할 개연성이 있음
- 국민연금의 시장 영향력에 따른 ESG 전략의 제약사항 존재



소유경영기업/총수 경영기업/재벌/족벌경영 ...

- 생산구조상 다각화를 통해 여러 시장에 걸친 많은 계열 기업을 산하에 소유하고 있으며, 외형상 독립되어 있으나 실질적으로는 산하 기업 간에 자본소유 관계나 임원 겸임 따위를 통해 일관된 체제 아래 활동하는 기업군
 - 재벌(財閥): 복합기업 중에서도 주로 가족이나 일가 친척으로 구성된, 근대 일본 및 현대 대한민국의 기업 집단
- 일반적으로는 가족 또는 친인척 구성원들이 출자한 지주회사(모기업)가 핵심이 되고 다양한 산업을 경영하는 자회사를 지배하는 형태를 이룸
- 계열사들의 관계는 순환출자를 통해 복잡하게 얽혀 있는 경우도 많음.

소유경영기업의 재조명

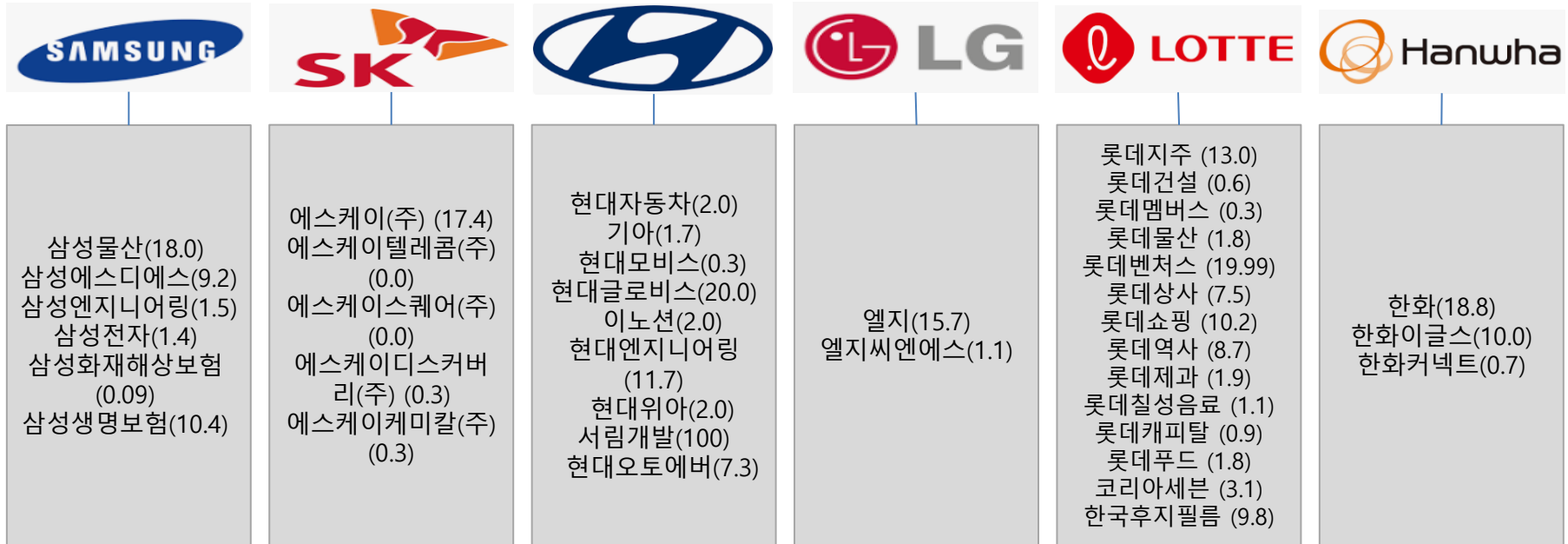
- 코로나 사태 이후 세계적 공급망 혼란/미중 갈등/우크라이나 전쟁 등 불확실성이 커져가는 경영환경에 오너가 책임지고 그룹을 이끌어야 한다는 목소리가 높아지고 있음
- 일반적으로 전문 경영인 체제는 관리는 잘 되지만 단기 실적에 급급해 기업의 미래 동력을 떨어뜨린다는 지적이 있음. 이에 비해 오너 경영은 장기적 관점에서 회사를 이끌어 갈 수 있다는 장점이 부각

전문 경영인을 강조하면서 무슨 일만 터지면 오너에게 책임을 묻는 사회적 분위기도 오너 경영으로의 회귀를 촉구

- 사고를 낸 해당 기업의 CEO는 모두 전문 경영인이었지만 비난의 화살은 오너에게 돌아갔고, 오너가 책임져야 한다는 분위기가 확산
(현대 프리미엄 아울렛 화재사고와 SPC 계열사의 빵 공장 노동자 사망사고, 카카오의 서비스 장애 사태 등)

Owner?

- 총수일가 지분율은 평균 3.7%, 계열회사 지분율은 53.3%, 기타(임원, 비영리법인, 자사주) 지분율은 2.9%
- 전체 76개 공시대상기업집단의 내부지분율은 60.4%



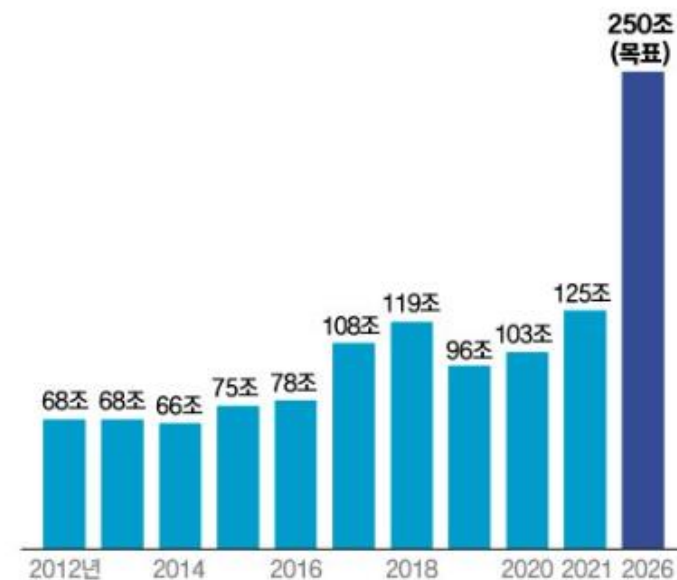
공정거래위원회, 2022년 기업집단별 소유지분도, 2022.

소유경영기업의 성공사례?



삼성전자 반도체 부문 매출

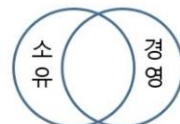
단위: 원 ※디스플레이 부문 포함



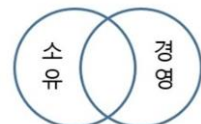
최태원 "전문경영인체제가 무조건 가족 경영보다 좋은 것 아니다"

연합 인포맥스, 2021.7.9, 비즈니스포스트, 2021.7.11.자 기사

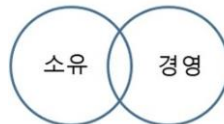
"전문경영인으로론 반도체처럼 리스크 큰 사업 어려워"



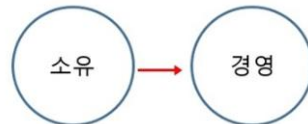
완전소유지배
개인.동족회사



과반수지배: 주식의
51% 이상 소유

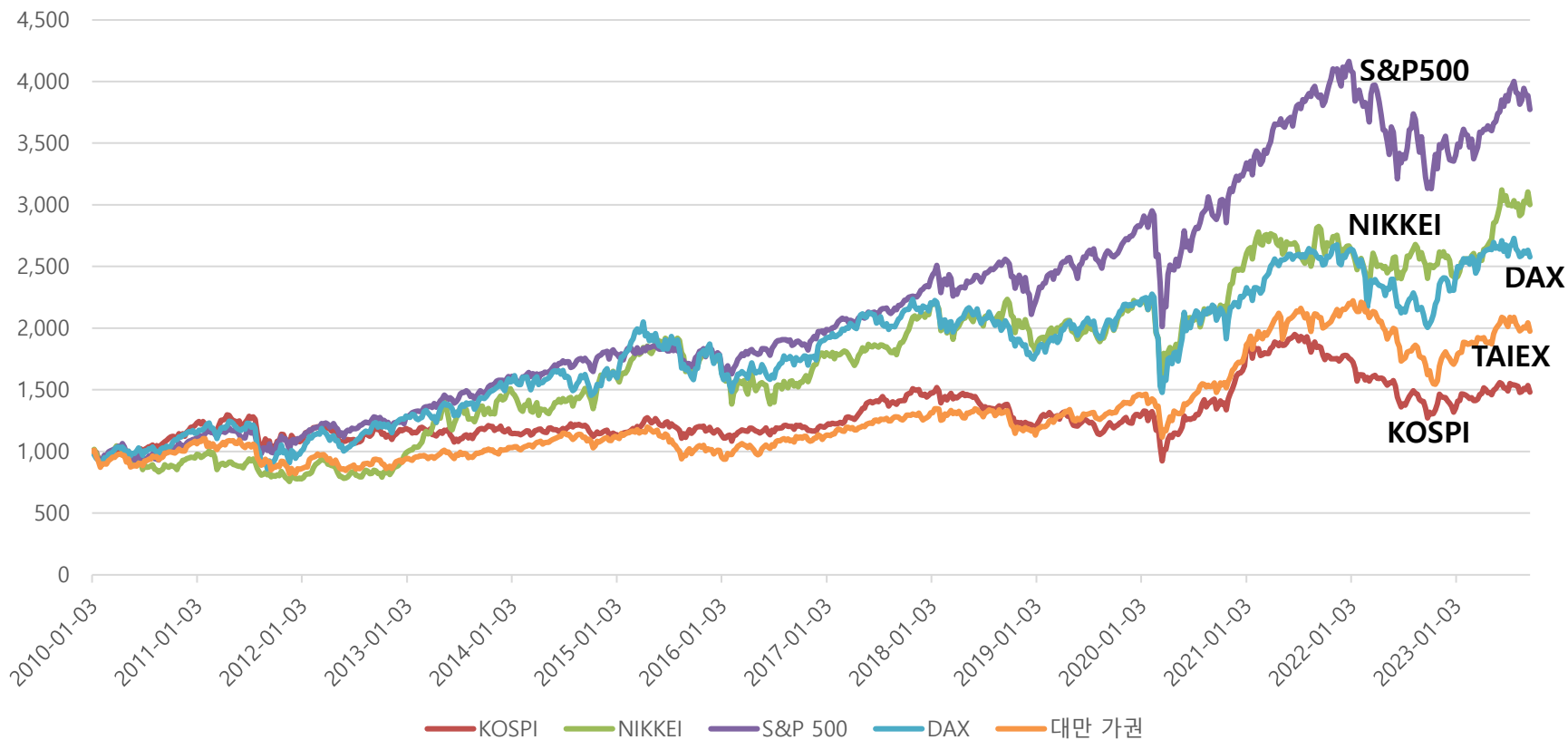


소수지배: 주식의 30%
이하 소유(주식분산)



경영자 지배: 주식소유
비율이 매우 낮음

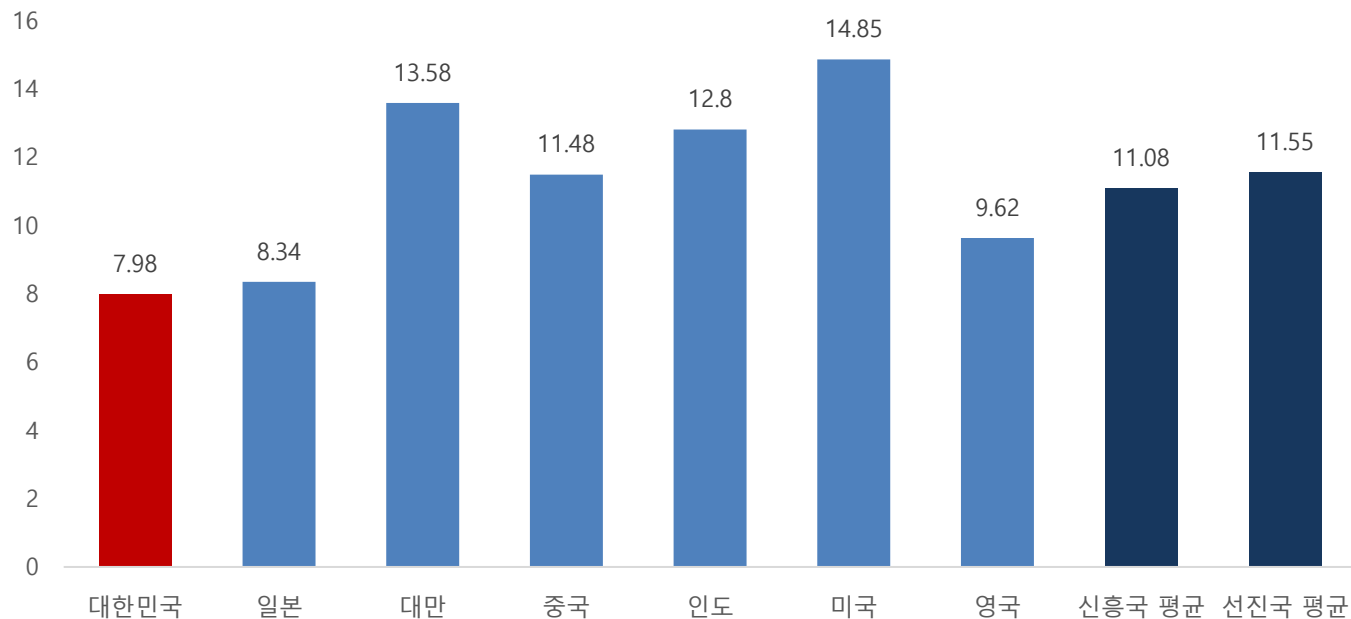
그런데 ... 왜?



2010.1.1. = 1,000을 기준, 지수 추이

2014~2023 주요국 상장기업 10년 평균

ROE(Return On Equity); 자기자본 이익률



Asia CG rating

Market	2023	2020	Highlights
Australia	1	1	Marginal improvement overall but lower score on auditors and audit regulators
Japan	2	5	Strong govt reform programs, TSE proactive and improved listed company performance
Singapore	3	2	Hard stop on INED tenure a plus but underwhelms in tackling large-scale financial scandals
Taiwan	3	4	Strong on sustainable development roadmap, finally lowered threshold for substantial disclosure
Malaysia	5	5	Regulators driving reform, but market manipulation still a significant problem
Hong Kong	6	2	Changed political landscape, pro-issuer reforms undermine CG landscape
India	6	7	Solid regulators who listen to investors, better audit regulation
Korea	8	9	Rise of the retail investor, activism
Thailand	9	8	CG reform takes back seat to politics
China	10	10	New IPO regime, focus on independent directors
Philippines	11	11	Policy focus is elsewhere, securities regulator lacks resources
Indonesia	12	12	Corruption, insider trades increase but some solid players among large caps

CORPORATE GOVERNANCE WATCH 2023 ACGA market ranking

최근 대기업 집단의 기업 지배구조 변화

- 총수일가가 적은 지분으로 계열사 출자 등을 활용하여 기업집단 전체를 지배하는 구조가 지속되고 있고, 국외계열사, 공익법인 등을 통한 우회적인 지배력 유지·강화 사례도 확인
- 최근 20년간(2003년~2022년) 총수 있는 상위 10개 집단의 내부 지분율은 전반적으로 증가 추세
 - 총수 및 총수일가의 지분율은 감소한 반면, 계열회사의 지분율은 더 큰 폭으로 증가하여 전체 내부지분율의 상승을 견인

(공정거래위원회, 2022년 공시대상기업집단 주식 소유현황 분석·공개, 2022.9.7.)

최근 대기업 집단의 기업 지배구조 변화

사외이사, 내부 위원회, 전자투표제 등 지배주주나 경영진을 견제하기 위한 제도적 장치는 지속적으로 강화되는 추세로 제도적 장치는 지속적으로 정착해가는 반면, 실질적인 운영 측면에서 지배주주나 경영진을 견제하기에 미흡

- (사외이사) 공시대상기업집단 소속 상장사(288개)의 전체 등기이사 중 사외이사는 51.7%로 전년 대비 0.7%p 증가
- (이사회 참여) 최근 5년간 사외이사의 이사회 참석률은 점진적으로 증가
- (안건 통과) 이사회 안건 중 원안 가결률은 99.3%로 원안대로 통과되지 않은 안건의 비중은 0.69%에 불과
- (이사회 내 위원회) 상장사들은 관련 법상 최소 기준을 상회하여 이사회 내 위원회를 설치
- (투표제) 집중·서면·전자투표제 중 하나라도 도입한 회사는 지속적으로 증가 추세
- (기관투자자) 국내 기관투자자의 의결권 행사(78.3%) 및 반대(8.7%) 비율은 지난해 대비 증가
- 총수일가가 이사로 등재된 회사의 비율은 감소하는 추세이며 미등기임원으로 재직하는 회사의 비율도 5.3%로 작년에 비해 감소(0.4%p)
- 계열사 주식을 보유하고 있는 공익법인에 총수일가가 집중적으로 이사로 등재
- 다수 기업이 이사회 내 ESG위원회를 다수 설치

자료: 공정거래위원회 2022년 공시대상 기업집단의 지배구조 현황

소유경영기업의 문제점

- 오너리스크 등의 문제는 각 개인의 능력과 관련된 사항으로, 구조적 문제로 보기는 어려움
(오너리스크의 발생에 대비하거나, 이후 대처에 대한 시스템의 문제임)
- 소유경영기업의 구조적 문제는 지배주주의 이익을 공급(경영권 승계 등)하기 위하여 주주의 이익이나 사회적 이익을 침해할 여지가 있다는 것임
 - 재벌 기업집단 내에는 내부자본시장이 존재하여 기업의 투자의사결정에 영향
 - 재벌 기업집단에서 지배주주는 자신의 지분율이 높은 기업의 가치를 증가시키기 위해 계열사 현금흐름을 자신의 지분율이 높은 회사로 이전시켜 당해 기업의 투자를 확대

K-Value Up?

기업 밸류업 지원 방안 주요 내용

▶ 기업 가치 제고 계획자율 공시

- 코스피, 코스닥 상장기업 전체 대상
(2023년 말 기준 코스피 809개사, 코스닥 1598사)
- 기업이 스스로 현황 평가, 분석, 계획 수립 연1회 공시

▶ 코리아밸류업 지수 및 ETF 개발

- 지속적 수익 창출 및 주주 환원으로 기업 가치 성장이
예상되는 기업으로 구성된 지수 개발
- 상장지수펀드(ETF) 등 금융 상품 출시

▶ 주요 투자 지표 비교 공표

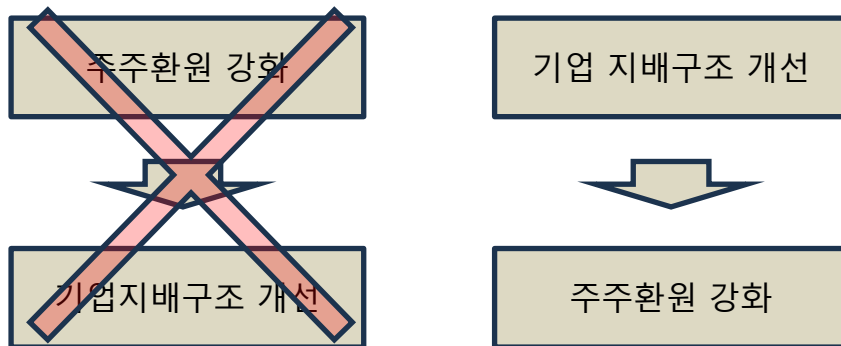
- 분기별로 PBR, PER, ROE 공표
- 연 1회 배당 성향, 수익률 공표

▶ 모범기업 인센티브

- 모범 납세자 선정 등 세정 지원
- 매년 5월 '기업 밸류업 표창'
- 적극 참여 기업은 거래소 공시 우수 법인 선정

근본적 기업가치 제고의 노력

사외이사들의 지배주주 편향성 개선
실질적 스튜어드십 행위 고양
국내 산업 경쟁력 제고 노력
교육, 노동, 연금개혁 등 근본적 구조개혁

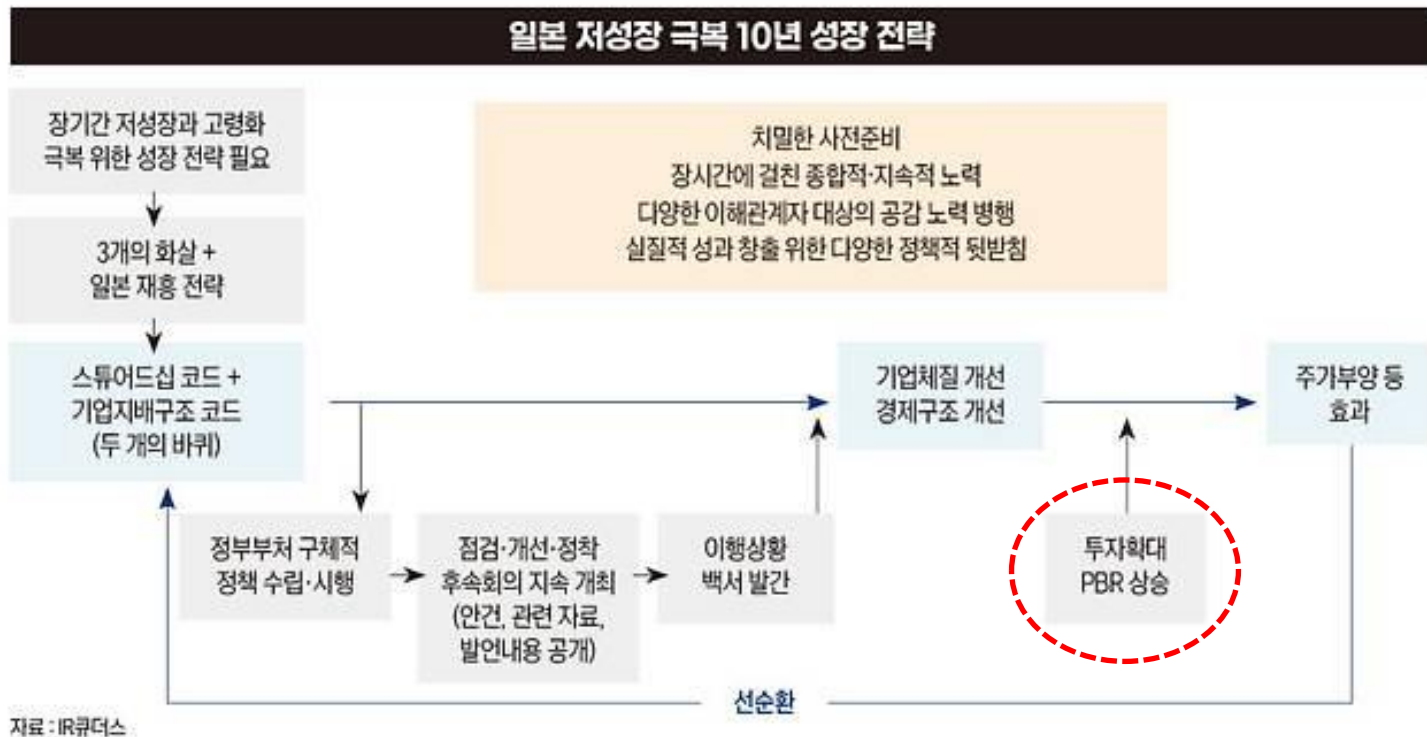


K-Value Up?

오케스트라 리허설의 비밀 : 우아한 백조를 띄워내는 물밑의 치열한 발놀림



일본 Value-Up



출처: 한국경제신문

해외사례

- **일본 (GPIF, 규모 1,976조 원)** : 투자 원칙(Investment Principles) 제4조에 따라 투자 대상 기업과 자본시장의 '지속 가능한' 성장이 장기적인 투자 수익을 높이는 데 필수임을 강조
 - ESG 요소를 통합(ESG Integration)하여 투자해야 함을 권장
 - '유니버설 자산소유자(universal owner)'와 '초장기 투자자(super long-term investor)'로서의 수탁자 의무에 따라 기금적립 자산 전체에 ESG 통합전략으로 투자를 도록 원칙으로 수립
- **노르웨이 국부펀드(GPIF, 규모: 1,541조 원)** : 「책임있는 투자 관리 정책서(Policy Responsible Investment Management)」를 작성하여 ESG 기반 운용을 수행
 - 윤리위원회의 권고와 상관없이 석탄 관련 기업은 투자배제함을 명시하는 등 재무부 지침에 따라 ESG 네거티브 스크리닝(Negative /Exclusionary Screening) 전략을 적용
- **네덜란드 공적연기금(ABP, 규모 663조 원)** : 「지속가능책임투자 정책 2020-2025(ABP's Sustainable and Responsible Investment Policy: 2020-2025)」에 2020년부터 2025년까지의 단기적 목표를 구체화하여 제시
 - 장기적 가치창출을 위한 새로운 전환정책 마련
- **미국 캘리포니아공무원연금(CalPERS, 규모 530조 원)** : 「투자신념(Investment Beliefs)」에 연기금이 가치창출을 위한 자본과 위험의 요소로 ESG를 고려
 - 피투자기업의 ESG 관련 위험 정보 공개와 전략 등의 수립을 촉구하고 연기금 자체적으로 정책의 설계를 명문화
- **캐나다의 공적 연기금(CPPIB, 규모 473조원)** : 「지속가능한 투자 정책(Policy on Sustainable Investing)」에 기후 변화를 포함한 ESG 요인을 고려하고, ESG 정보를 지속가능성 회계기준위원회(SASB) 및 TCFD와 연계하여 공개함을 명시

국민연금의 관심

- 「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.
- 기업의 구성 형식이나 총수/CEO의 경영 구조는 주요 관심 대상이 아님
- **기업의 경영에서 주주는 어디에?**

Michael C. Jensen, “전문경영인은 주주보다는 자신의 사적인 부를 늘리는 데 열심이고, 따라서 전문경영인에 대한 감시체제를 갖추지 않는다면 주주는 물론 국가경제 전체로도 손실을 초래”

국민연금이 추구하는 바람직한 기업 지배구조의 기반

주주존중의 자세로,
주주와 대화하고, 의견을 청취하여
기업에 도움이 되는 방안을 수렴할 수 있는
기업 이사진, 경영진의 자세와

기업의 가치 증진에 방해되는 요인을
독립적인 입장에서 지적하고, 견제 감시할 수 있는
사외이사 체계 마련

주주이익에 대한 상법상 지위

- 우리나라 상법에서는 회사 혹은 이사로 하여금 주주이익을 보호하도록 하는 의무를 인정하고 있지 않음
- 이사의 선관의무가 주주의 이익을 보호하는 것이 아니라 회사의 이익을 보호할 뿐이라는 기존의 관점을 극복할 필요

(사례) 지배주주와 일반주주 사이에 기업분할 등과 관련된 지배구조 조정에서 발생하는 갈등에는 주주 간 이해상충문제

- 대주주 및 회사는 자금조달 및 사업전문화를 위하여 물적분할을 선택하였다고 주장하는 반면, 일반주주들은 자신들을 배제하고 외부에 주식 공개를 통해 지배주주가 별도의 수익을 챙기면서도 지배권을 강화하기 위해 물적분할 방식을 채택하였다고 의심

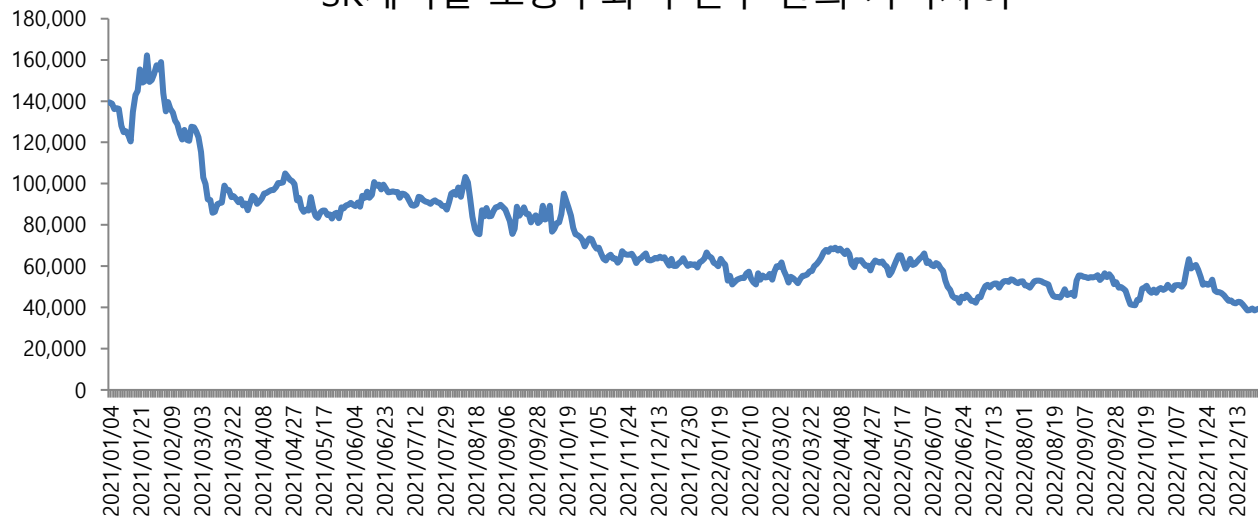
회사의 이익과 주주의 이익은 함께 하는가?



주주권리 가치 하락

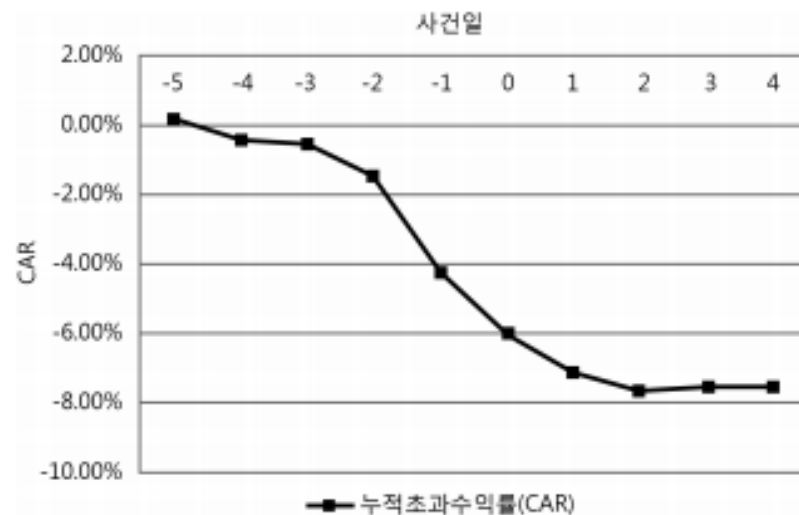
- 자회사가 상장하지 않아 100% 비상장법인으로 남아있더라도 모회사의 지배권(임원선임권, 정관 변경권 등)이 제대로 반영되기 어려움
- 지주회사 주주는 주식의 보유를 제외하고는 자회사들에 대한 지배의 실체가 상실되고, 주주의 권리가 희석됨
- 현행법상 지주회사의 주주는 자회사의 업무집행에 참여할 수 없기 때문에 주주권 축소현상이 나타남

SK케미칼 보통주와 우선주 간의 가격차이



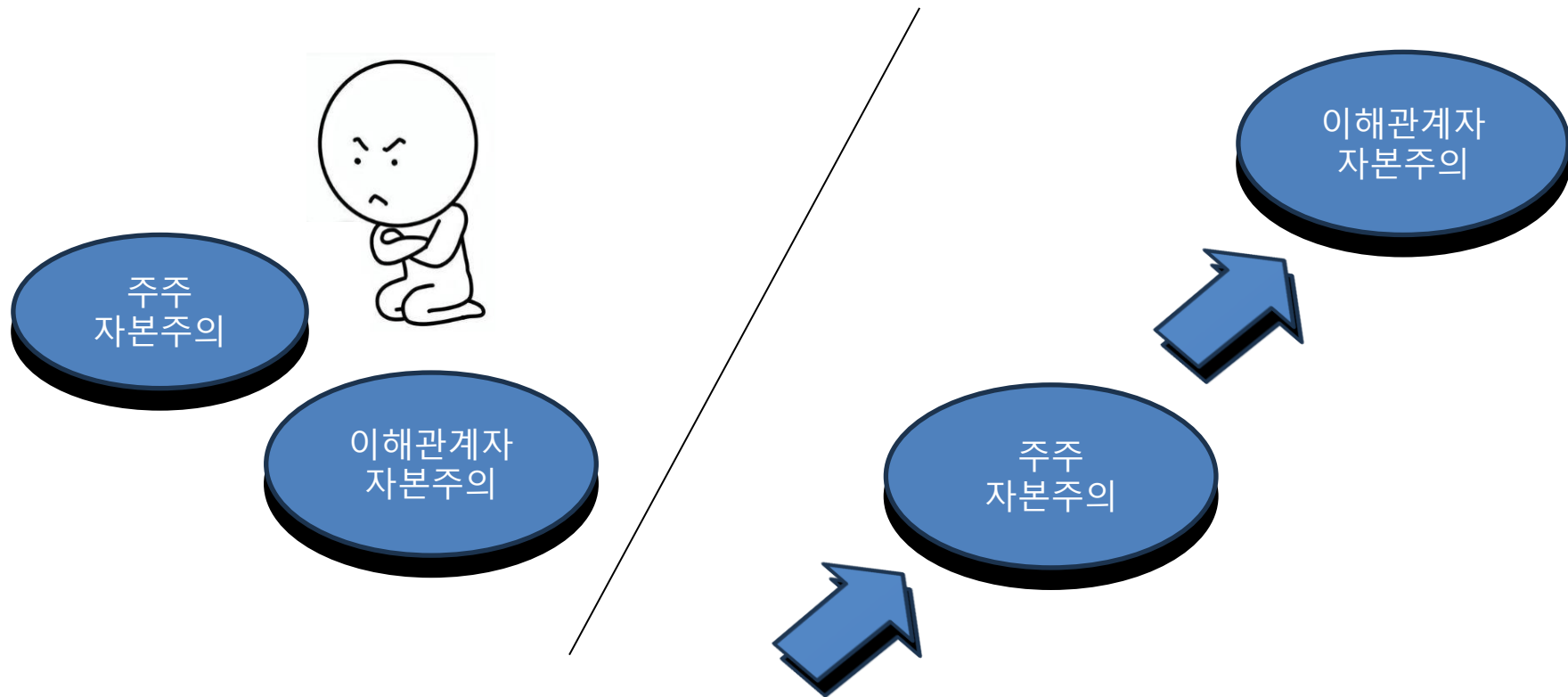
오너리스크의 주가 영향

유형	개수	비중 (%)
횡령·배임	223	64.6
주가조작	33	9.6
탈세	19	5.5
내부자거래	17	4.9
기타상벌죄	14	4.1
길거리범죄	14	4.1
뇌물	11	3.2
사기	8	2.3
분식회계	5	1.4
담합	1	0.3
합계	345	100



이황희·조용민, 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향: 단기 주가 반응을 중심으로, 財務管理研究 第四十卷 第一號(2023. 2), p.46,49

주주자본주의 vs. 이해관계자 자본주의



자본주의 발전 단계

	Actor	Object	
1단계	창업자	사적기업	창업자가 사적기업 운영
2단계	관리자	상장회사	전문경영인이 창업자의 역할 대신해서 운영, 상장회사의 개념 탄생(1930s)
3단계	포트폴리오 매니저	금융중개사	금융 중개자의 등장과 함께 포트폴리오 매니저 영향력 높아져
4단계	수익자	Professional Savings Function	수익자들의 영향력 강화, 저축 기능의 전문화(1970s-1980s) 연금사회주의 개념 탄생. 분산화된 주주권리, 메커니즘 본격화되지 못했음
5단계	기관투자자	피투자회사	연금회사가 소극적 다수의 수익자를 대표해서 주주권 행사

Gordon L. Clark, *Pension Fund Capitalism*, (2004)

국민연금 지배구조관련 모니터링

- 국민연금은 소수 주주로서 기업에 대한 주주의 이익을 지키고, 이를 통한 투자 자산의 지속가능한 가치 제고를 위한 노력에 집중하고 있음

지배구조
(G)

주주의 권리

• 경영권보호장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기

이사회 구성과 활동

• 대표이사와 이사회 의장 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성현황, 이사회 활동, 보상위원회 설치 미 구성, 이사보수 정책 적정성

감사제도

• 감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사(위원) 비중, 감사용역비용 대비 비감사용역 비중

관계사위험

• 순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출거래 비중, 관계사 매입거래 비중

배당

• 중간/분기배당 근거, 총주주수익률, 최근 3년 내 배당지급, 과소배당

국민연금 수탁자 책임의 기반은 기업 경영에 대한 존중

(참조)국민연금 중점관리 사안 및 예상치 못한 우려 사안 현황

구분		비공개 대화 대상	비공개 중점관리 대상	공개중점관리 대상
중점 관리 사안	배당정책 수립	5개 사	2개 사	0개 사
	임원 보수 한도	7개 사	3개 사	0개 사
	법령상 위반 우려	5개 사	1개 사	0개 사
	지속 반대의결권	5개 사	2개 사	0개 사
	기후변화 관련 위험 관리	0개 사	0개 사	0개 사
	산업안전 관련 위험관리	0개 사	0개 사	0개 사
예상하지 못한 우려		2개 사	-	-

2023.3.7. 국민연금기금 수탁자책임활동에 관한 지침 개정으로 기후변화 및 산업안전 관련 위험관리 신설

2023.9월말 기준

국민연금 기금의 주주권 행사 유형 및 결정

결정	유형		대상기업	내용
기금본부 (수책위)	의결권		<ul style="list-style-type: none"> 지분율 1% 이상 또는 보유비중 0.5% 이상 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 지침상 의결권 세부기준에 따라 행사 방향 결정
	대표소송		<ul style="list-style-type: none"> 회사에 손해를 가한 이사 등에게 책임추궁을 게을리 하는 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 회사를 대신하여 손해를 끼친 이사 등에 소 제기
수책위	기업과의 대화		<ul style="list-style-type: none"> 중점관리 사안 해당 기업 예상하지 못한 우려 발생 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 비공개 대상기업, 중점관리 기업 등 선정 선정기업과 비공개 대화 하여 개선 시 선정 해제
	공개서한		<ul style="list-style-type: none"> 기업과의 대화 거부 등 개선여지 없는 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 기업 개선요구 내용 등을 대외 공개
	주주 제안	비경영 참여	<ul style="list-style-type: none"> 기업과의 대화에도 개선 여지 없거나 미 개선 기업 	<ul style="list-style-type: none"> 배당정책 수립 등 대선 내용을 주주 총회 안건으로 제안
기금위		경영 참여		

국민연금기금 의결권 행사 내역 (2022년도)

구분 (결정주체)			행사 주총 수	행사 안건 수	행사내역		
					찬성	반대	중립/기권
전체			825	3,439	2,625 76.3%	803 23.4%	11 0.3%
	직접		507	1,948	1,510 77.5%	433 22.2%	5 0.3%
		(기금운용본부)	482	1,743	1,351 77.6%	387 22.2%	5 0.3%
		(수책위)	25	205	159 77.6%	46 22.4%	0 0.0%
		- 본부판단 곤란	4	13	10 76.9%	3 23.1%	0 0.0%
		- 수책위 회부 요구	21	192	149 77.6%	43 22.4%	0 0.0%
	위임		318	1,491	1,115 47.8%	370 24.8%	6 0.4%

ESG 평가 및 통합 프로세스

- 기금은 투자대상의 환경·사회·지배구조 등 비재무적 요소를 체계적으로 분석하기 위해 고유의 ESG 평가체계를 마련하여, 국내 상장주식(KOSPI+KOSDAQ100)에 대해 매년 2회의 ESG 평가를 실시.
- 기금의 ESG 평가체계는 환경, 사회, 지배구조 영역에서 기업가치에 영향을 미치는 13개 이슈의 52개 평가지표로 구성되어 있으며, 산업별 특성을 고려하기 위해 각 이슈에 대해 산업별 가중치를 달리 적용하여 ESG 점수와 등급을 산출
- 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 ESG 관련 사건 사고 등 '컨트러버셜 이슈'를 모니터링하고 있으며, 해당 사안이 기업가치 및 주주가치에 미칠 영향을 가늠하기 위해 '중대성 평가'를 수행
- 기금은 이러한 중대성 평가결과와 기금 보유 지분율 및 보유비중 등을 종합적으로 고려하여, ESG 평가결과를 조정하거나 주주활동에 연계함



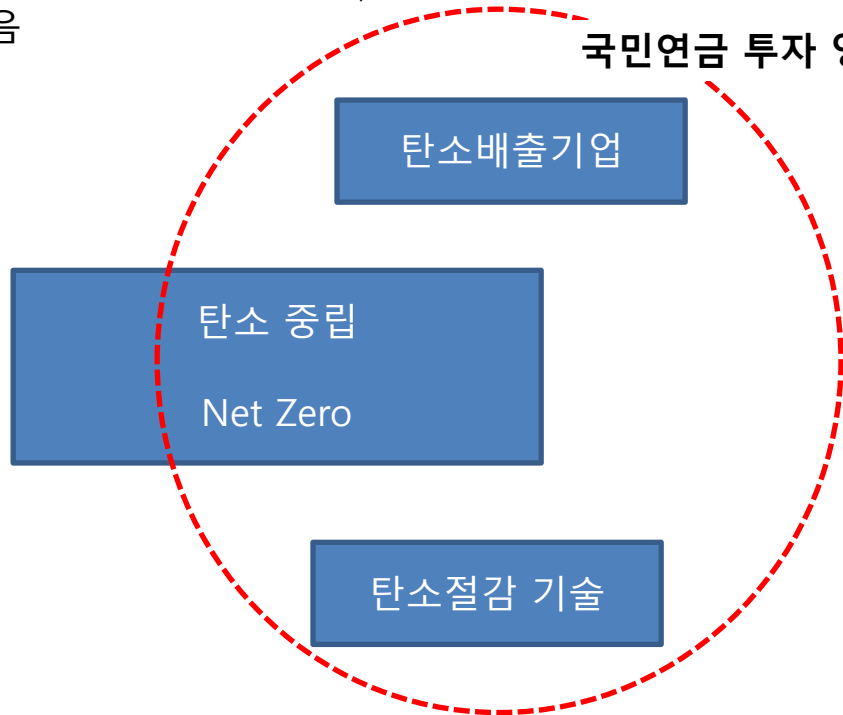
국민연금 석탄채굴, 발전산업 투자제한 과제

기금운용위원회(제6차, '21년 5월)는 기후변화 대응을 위한 기금의 역할을 강화하고자 '석탄채굴·발전산업에 대한 투자제한전략' 도입을 의결
투자제한전략 도입을 위한 준비단계로써 대상산업의 범위 및 기준, 대상기업 선정방식 등 구체적인 시행방안 마련을 위한 연구용역을 시행하였음

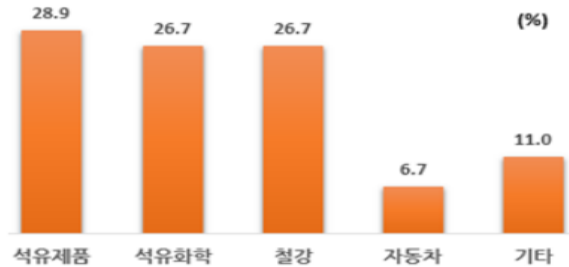
<국민연금 국내주식 포트폴리오>

● 전기전자	41.3%
● 화학	10.2%
● 서비스업	9.4%
● 금융업	9.3%
● 운수장비	7.1%
● 의약품	5.3%
● 유통업	3.2%
철강금속, 통신업, 운수창고업, 건설업, 음식료품, 기계, 전기가스업, 비금속광물, 섬유의복, 의료정밀, 종이목재 등	10.3%
● 기타	4.0%

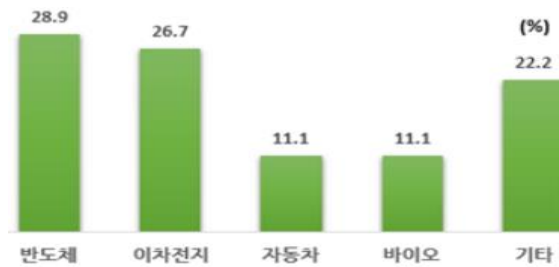
국민연금 투자 영역



ESG 확산에 따른 국내 산업계의 영향 예측



[ESG 타격받을 수출주력사업]



[ESG 전망 밝은 수출주력산업]

출처: 전국경제인연합회, SUSTINVEST 2020 상장기업 ESG 분석보고서, 누비랩 ESG Trend (<https://blog.naver.com/nuvilab/222448780761>)

- 15대 주력 수출산업 중에서는 석유제품 > 석유화학 > 철강산업 순으로 ESG 타격이 클 것으로 보임
- ESG의 확산에 따른 전망이 밝은 산업으로는 반도체 > 이차전지 > 자동차, 바이오산업 순으로 나타남
- 이 때, 자동차산업이 양면적인 모습을 보이는 이유는 글로벌 완성차 업계에서 전기차와 내연기관차를 공동생산하는 경우가 대다수기 때문임

국민연금기금 운용에서 전환의 문제

- 전환 (Transition) : 기존의 경제 및 금융 모델에서 사회적, 환경적 책임의 증가를 기반으로 하는 모델로의 전환
 - 2030 Agenda for Sustainable Development(2항), "경제적, 사회적, 환경적 3가지 차원에서 균형 있고 통합된 방식으로 지속 가능한 발전을 달성하기 위한 여정"을 "전환"으로 정의
 - 특히 환경적 차원에서 "저탄소 경제"로 도달하기 위하여 기존 시스템에서의 구조적 탈피를 '전환'으로 인식
- Universal Owner로서 국민연금 운용과 관련된 위험과 전 국민이 가입자인 가입자 보호(수탁자 책임)의 고려



The reality is that the net zero transition and its investment opportunity won't just be about a few industries. It will be about the whole interconnected economy



— Eric Rice —

Head of Impact Investing at BlackRock



Sustainability is no longer something that can be addressed after strategic investment decisions have been made; it is indispensable to making investment decisions.



[Larry Fink 회장의 2022년 CEO 연례서한 | 블랙록 \(blackrock.com\)](https://www.blackrock.com/ceo-letter-2022)

정의로운 전환 (Just Transition)의 문제

“Net-Zero로의 이행이 고용과 생활비에 미치는 영향이 해결 및 관리되지 않고 가장 영향을 받는 사람들이 토론에 참여하지 않으면 변화에 대한 저항이 있어 전환이 지연될 수 있는 상당한 위험이 있음” (기후변화위원회(CCC)보고서, 2019)

- 국가 경제 전반에 대한 고려
- 공정한 전환의 영향
- 각 산업 부분별 불균형 영향에 대한 위험 제거 필요
- 전환금융의 대상이 탄소배출 감소를 목적으로 하는 상황에서 Just Transition을 어떻게 반영해야 하는가의 문제
- 전환에 따른 전반적인 시스템 리스크 완화를 위한 수단으로 Just Transition 고려
- 탄소배출 감소와 Just Transition간의 조화 문제
- 국민연금의 가입자 보호의 문제
- 각 산업 부분별 불균형 영향에 대한 위험 제거 필요

정의로운 전환 (2021.7.23. 산업변화에 대응한 노동지원 대응방안)

- 탄소중립·디지털화 가속화가 진행 중인 상황에서, 고탄소·노동집약 산업의 정체와 축소가 가시화
 - 경제·산업구조 전환 지연, 구조적 실업 증가, 사회적 갈등 등 우려
 - 본격적인 산업구조 전환이 이루어지고, 실제 피해가 발생한 이후에 정책이 투입되면 사회적 비용은 커지고 효과는 저하

(탄소중립) 사업축소·전환 목표가 확정된 석탄화력발전과 자동차 산업에서 단기적으로 노동전환이 발생할 것으로 예상

* (석탄화력발전) '34년까지 석탄화력발전소 28기 폐지(24기 LNG 전환)

* (자동차) 수소·전기차 신차 판매 비중: '20년 2.8% → '25년 18.3% → '30년 33.3%

- 철강·시멘트·정유·석화·반도체 등은 탄소저감을 위한 원료 및 공정개선 기간 등 고려 시, 중·장기적 노동전환 수요 발생 전망

(디지털화) 쉼 산업에 '얇고·넓게' 영향을 미치며, 특히 코로나로 인해 비대면 수요와 결합하여 일자리 에 미치는 영향 가속화

- 자동화·온라인 대체가 용이한 일부 제조업 저숙련 직종 및 유통·금융 등 오프라인·대면서비스업 중심으로 일자리 감소 전망
 - ▲ 자동화 → (산업) 금속제품제조(뿌리산업), (직종) 장치·기계조작 및 조립, 단순노무 종사자
 - ▲ 온라인 → (산업) 도소매·숙박음식 및 금융, (직종) 판매종사자, 금융사무원, 콜센터 등

정의로운 전환에 기여하는 금융의 역할과 과제

- 정의로운 전환을 위한 정보 인프라 발전에 기여
- 리스크를 줄이고 가치를 높이도록 자산 관리
- 스튜어드십(수탁자 책임) 발휘 (투자과 금융서비스를 통한 정의로운 전환 촉진)
- 통합과 파트너십으로 금융잠재력 활용

※ COP27에서 발표된 ILO와 LSE Grantham Research Institute의 정의로운 전환금융 도구 참조

기후 적응 대책과 정의로운 전환의 통합 과제

- 장기적 전망
- 투명성과 유연성의 상충관계
- 낮은 수익률
- 상충되는 목표
- 측정 가능한 목표와 역할의 명시 필요성
- 지속가능한 투자 기회 부족

전환금융의 필요

- 전통적인 Green-Finance와 지속가능 금융은 탈탄소 달성을 전제로 하고 있어, 조기의 탈탄소가 어려운 온실가스 다 배출산업에 대한 지원이 어려움
- 온실가스 다 배출산업에 의한 장기적인 전환 전략의 수행을 뒷받침하는 구조로서 전환금융이 주목
- 세계적으로 지속 가능한 환경경제활동의 분류를 EU택소노미로 법제화한 EU에서도 충분히 탈탄소를 향한 대치를 지원할 수 없다는 의견이 대두되고 있음
- EU 택소노미의 확장 논의에서도 전환(녹색에는 해당되지 않지만 일정한 저탄소화를 기대할 수 있는 경제 활동)을 정의할 수 있도록 제안하고 있음
- 전환금융은 산업구조와 사회 인프라의 관계로 조기 탈탄소가 어려운 신흥국에 탄소절감을 지원할 수 있는 수단
- 일본: 2021년 3, 9월에 川崎汽船, 같은 해 7월에 日本郵船, 9, 11월 商船三井 전환금융으로 자금 조달
일본 경제 산업성에서는 철강, 화학, 에너지, 시멘트, 종이 등에도 전환금융 로드맵을 책정하고 있음

분류	특징
전환금융	자금사용의 요건이 없음 • 기업의 장기적인 전환 전략 평가
녹색금융	녹색채권에 근거한 목적성 자금 사용
지속가능 연계 금융	자금사용의 요건이 없음 • 설정한 목표 달성으로 차입 조건이 변동

자료: 일본 環境省等を基に日本総研作成

해외 전환금융 기준

국가	수단	전환금융 도입 조건
일본	Concept Paper	<ul style="list-style-type: none"> •탈탄소는 단기적인 미래에 기술적, 경제적으로 해결할 수 없는 과제임 •파리협정에 근거하여 각국은 감축 목표를 가지고 있음
	기후전환금융 기본 지침	<ul style="list-style-type: none"> •Borrower는 과학을 기반으로 목표를 설정하여 전환 전략을 뚜렷하게 해야 함 •ICMA 전환금융 핸드북 및 녹색,사회,지속가능성 연계 채권의 요구사항을 모두 공개
EU	Taxonomy	<ul style="list-style-type: none"> •기술적으로나 경제적으로 실행 가능한 녹색 대안이 부재 •업계 평균 이상으로 성과를 향상시킬 수 있음을 보여야 함 •배출집약적인 자산이나 공정으로 고정되는 것을 방지 •미래 친환경 대안 방해 금지
ICMA	Guidance	<ul style="list-style-type: none"> •Borrower는 기후 변화와 관련된 위험을 관리하고 비즈니스 모델을 파리 협정의 목표와 일치시키도록 전환하기 위한 장기적인 기업 전략을 가지고 있어야 함 •전환 자금 조달은 핵심 비즈니스 운영을 전환하기 위해 찾고 적용해야 함 •전환은 미래 비즈니스 성공의 중심이 되어야 함 •전환 경로는 과학 기반이어야 하고 수량화할 수 있어야 하며 잠정 목표를 포함해야 하며 독립적으로 조사 및 검증되어야 함 •전환 전략을 지원하기 위한 계획된 자본 및 운영 지출은 의도한 기후 관련 영향과 함께 전달되어야 함
Climate Bonds Initiative	백서	<ul style="list-style-type: none"> •프로젝트/기관이 추구하는 모든 목표와 경로는 2050년까지 탄소 제로와 2030년까지 배출량을 거의 절반으로 줄이는 것과 일치 •프로젝트/단체가 추구하는 모든 목표와 경로는 산업 수준에서 글로벌 조화를 보장하기 위해 과학적 증거에 의해 개발되고 지원되는 글로벌 시나리오를 기반으로 함 •신뢰할 수 있는 전환 목표 및 경로는 계산하지 않지만 Scope 3 이상의 배출량을 계산 •경로에는 현재 및 예상되는 기술에 대한 평가가 포함, 신뢰할 수 있는 전환은 약속/서약보다는 운영 지표에 의해 뒷받침

자료: OECD, Transition finance: Investigating the state of play. A state of play of emerging approaches and financial instruments (2021)

해외 전환금융 사례

발행인	Label	세부사항	Metrics to monitor
Bank of China (은행/중국)	전환 (감축목표 설정) USD500M/3년	<ul style="list-style-type: none"> • 적격 전환 금융 프로젝트 대출을 위해 모금된 자본. • 프로젝트는 BoC 전환 채권 프레임워크에 설명된 기준 및 임계값에 따라 선택 • 프로젝트 선택 및 수익금 관리는 전환 활동의 EU 분류 및 ICMA 전환 재정 핸드북에 제시된 원칙과 일치수익금은 12개의 천연 가스 기반 발전소와 시멘트 공장의 2개의 폐열 회수 발전 프로젝트에 할당 	ICMA 권고에 따른 공개
SNAM (가스/이태리)	전환 (감축목표 설정) EUR500M/5년	<ul style="list-style-type: none"> • 회사의 전환 채권 프레임워크에 따라 미래 프로젝트를 위한 재융자 또는 자금 조달과 2030년 만기가 있는 2억 5천만 유로 고정 금리 쿠폰 채권으로 발행 • 적격 프로젝트에는 탄소 및 배출 감소, 재생 에너지, 에너지 효율성, 녹색 건설 프로젝트, 가스 전송 네트워크 개선이 포함 	전환채권의 순 수익금을 적격 프로젝트에 할당
EBRD (개발은행/영국)	녹색전환 AUD280M/10년	Japan Post Insurance Co.가 전액 사모출자 온실가스 감소 및 저탄소 전환을 가능하게 하기 위한 화석 연료 의존 부문의 프로젝트에 대출하기 위해 자본을 조달 에너지 효율성, 자원 효율성 및 지속 가능한 인프라를 촉진하는 프로젝트에 자금을 제공하는 데 사용	
H&M (패션/스웨덴) <small>상품에 사용된 재료 중 30%가 재활용 재료로 제작되며, 10%의 탄소 배출량을 줄이기 위한 목표를 설정함. CO2 포함. 3. Scope 1 및 2의 배출량을 포함하며, Scope 3의 배출량은 제외됨.</small>	SLB (지속가능성 연 계채권) USD500M/3.5년	2017년 기준과 비교하여 2025년까지 (i) 재활용 재료 30%, (ii) Scope 1 및 2 배출량 10%의 감축을 달성하기 위한 목표를 설정함. CO2 및 기타 온실가스 배출을 포함하며, 식물 생산, 의류 제조, 원자재 및 업 스트림 운송과 관련된 배출로 정의	채권 정의된 배출로 정의

자료: OECD, Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments (2021)

전환금융 도입의 문제

Green-Washing

- 전환금융의 타당성을 판단하기 위한 법규나 규정이 미비
- '기업의 장기적인 전환 전략'을 기반으로 하는 것으로 기술적인 과제를 안고 조기에 탈탄소가 어려운 기업에 대해 탄소감축의 타당성을 장기적인 관점에서 파악하기가 용이한 것은 아님
- 전환금융은 탈탄소에 직결되는 효과를 단기에 보는 것이 아니기에 미래 기술적인 과제가 해결되지 않았거나, 기업이 탈탄소를 향한 단계로 진행되지 않는 경우 온실가스 배출이 장기간 계속되어 버리는 상황에 직면할 수도 있음
- ※ 중국은행(BoC)이 발행한 전환채권은 채권 수익을 탄소포집장치(CCS)가 없는 가스 발전소에 할당하였고, 이 활동이 전환에 어떻게 기여하는지 또는 은행이 탈탄소화 목표를 달성하고 파리 협정에 맞추기 위해 어떤 조치를 취하고 있는지 명시하지 않았다는 비판을 받음

분야별 로드맵의 부재

- 기술적인 지식이 한정된 금융기관이나 투자자에게 관련 산업의 공정과 향후 진행에 대한 전문적 상황에 대한 모니터링 시스템이 마련되어 있지 않음
- 각 산업별 미래 전환 공정과 관련된 각 기술에 대해서, 개발 난이도나 도입 비용을 산정할 수 있는 전문적 평가가 어려움
- 장기적 전환 과정에 따른 공정의 이해와 분석이 필요하므로, 시기별 KPI의 설정이 쉽지 않음

장기 온실가스 배출 목표와의 일관성 부족

- 전환금융의 대상이 되는 온실가스 다배출 산업에 대해서 배출량의 감소 계획과 정부 목표와 간극이 존재할 수 있음

전환금융의 정착 과제

기업의 온실가스 배출에 대한 기후위기 관련 정보가 투명하게 공시

- TCFD를 기반으로 한 기업별 온실가스 배출과 그 위험이 투명하게 공시된다는 기반에서 전환금융의 프로세스를 수립
- 중소기업의 경우 아직까지 온실가스 배출과 관련한 체계정비가 부족
- 온실가스 배출 공시가 전환금융 등의 자금 지원의 기반이 될 수 있음을 인식

분야별 로드맵의 실용성·신뢰성 향상

- 분야별 탄소감축 로드맵을 고도화하여 온실가스 배출 삭감을 위한 구체적인 프로세스를 마련
- 전환금융 대상 분야의 확대하고 중소기업용 로드맵을 마련, 표준화 하여 실용성을 높임
- 각 산업별 온실가스 감축 공정 기술에 대한 개발 난이도와 도입 비용 등을 평가하고, 국가 전체의 온실가스 삭감 목표와 일관될 수 있는 모형 구축

금융 기관에 대한 지원

- 전환 금융의 확대는 금융 기관의 통합 배출량(FE)과 신용 위험의 증가로 이어질 수 있음
- 금융기관의 FE관리에 전환금융을 별 건으로 계측하거나 공적인 신용보증의 확충 등이 요구됨

Banking the Just transition in the UK

은행이 영국 전역에서 순 탄소 제로 경제 및 사회로의 공정한 전환을 지원할 수 있는 방법을 식별하는 것을 목표로 한 파일럿 프로젝트



Banking the just transition in the UK

Policy insight

October 2019

In partnership with:



1. 환경적 차원과 사회적 차원 사이의 다리로서의 공정한 전환에 새로운 초점을 두고 지속 가능한 금융 전반에 걸쳐 목적을 갱신.
2. 공정한 전환을 통해 고객, 특히 가계, 중소기업(SME), 기업 및 공공 기관을 지원하기 위해 특히 주택 담보 대출이 있는 가계와 중소기업이 직면한 문제를 검토
3. 국가 전반에 걸친 전환의 차등적 영향 측면에서 장소 기반 우선순위에 대응하고 금융 기관 '앵커' 구축.
4. 기후 정책 구조(탄소 가격 책정 등), 금융 규제 및 공공 금융 기관의 역할 측면에서 정책 및 인센티브 제도를 형성
5. 자본 구성, 위험 관리, 실물 경제 연계 및 시민 참여 측면에서 보다 광범위한 시스템 혁신 탐색

전환의 비용과 국민연금의 고민

<표> Net-Zero 전환을 위한 배출량 목표, 고용 및 기술의 변화 추정 (영국의 사례)

	감축목표	고용수준	각 섹터별 감축으로 영향 받는 근로자 비율	전환으로 새로운 기술이 요구되는 일자리 비율
지상수송	2050년까지 98% 탄소배출 감축	운송 및 보관에 160만명 소매 및 차량 수리 400 만명	46%	26%
산업	2050년까지 90% 탄소배출 감축	공장근로 300만명	50%	17%
Buildings	모든 난방 시스템을 저탄소로 전환	건설부문 240만명, 부동산 50만명	60%	30%
발전	2050년까지 99-100% 저탄소 발전	발전 건설 부문 9만명, 에너지 산업 544,000명	43%	26%
농업	2050년까지 3만~5만 ha 조림 소고기, 양고기 및 유제품 20% 소 비 감소	농업 종사 426,000명 농업 식품 400만명	11%	6%

참고: 1. 운송 및 보관. 2. 제조업 부문만 해당. 3. 건설 부문만 해당. 4. 광업, 채석 및 유틸리티. 5. 농업, 임업 및 어업.

출처: CCC(2019b)의 탈탄소화 및 장기 배출 목표를 위한 주요 부문; Robins et al.의 부문별 기술 프로파일. (2019); Rhodes(2018), Defra et al. (2019), ONS(2017) 및 Energy UK(2018).