

글로벌 주요 기관투자자의

# 대체투자 ESG정책과 시사점

교수 노 상 윤  
([dennis@jbnu.ac.kr](mailto:dennis@jbnu.ac.kr))



전북대학교  
JEONBUK NATIONAL UNIVERSITY



# 1. Prologue

# 왜 대체투자도 ESG인가?

## ◆ ESG란?

- Environmental 환경
- Social 사회
- Governance 지배구조

*“대체투자 시장에서 ESG투자정책과 투자전략의 핵심활동은*

*다양한 투자 대상의 Risk-Return Profile과 관련한*

*각양각색의 비재무적(Non-Financial)이고,*

*비정량적(Non-Quantitative), 즉, 정성적(Qualitative)인*

*리스크 요인(Risk Factor)을 찾아가는 활동이며,*

*대체투자 자산군의 하부 투자대상별 정의된 리스크 요인과 관련한*

*ESG 세부요인을 관리하고 개선하여,*

*각 투자대상별 위험(Danger, Downside Risk)을 회피 또는 축소하고,*

*수익기회(Gains Opportunity, Upside Risk)를 모색하고 강화하는*

*대체투자 자산군의 미래 지향적 비재무적 활동이다.”*

# 국민연금 기금의 ESG 평가체계

	항목(14)	평가지표(61)
환경 (E)	기후변화	온실가스 및 에너지 관리시스템, 자발적 기후변화 대응, 온실가스 배출량 평가, 에너지 사용량 평가
	환경영향관리	환경경영시스템 외부 인증, 환경경영 목표 설정, 청정생산 관리 활동, 용수 사용량, 대기오염물질 배출량, 폐기물 배출량, 화학물질 배출량
	친환경 제품개발	친환경제품 개발 활동, 친환경 특허, 친환경제품 인증, 제품 환경성 개선
사회 (S)	인적자원관리 및 인권	급여, 인적자원투자, 고용, 가족친화문화(출산·보육), 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	안전보건시스템, 산업안전보건 전담 조직, 안전보건경영시스템 외부 인증, 산재다발사업장 지정
	공정거래	거래대상선정 프로세스, 공정거래자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법 위반 사례, 공정경쟁 저해 행위
	제품안전과 소비자보호	제품안전 및 소비자 보호 시스템, 제품안전경영시스템 외부 인증, 제품안전 및 소비자 보호 관련 사고 발생, 소비자중심경영 외부 인증, 소비자 고충처리 채널 운영
	정보보호	정보보호시스템, 정보보호시스템 외부 인증, 정보보안 유출사고
지배구조 (G)	주주권리향상	경영권 보호장치, 주주의견 수렴장치, 주주총회 공시시기, 최근 3년 내 배당 지급 여부
	이사회 구성과 운영	대표이사와 이사회 의장의 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성 현황, 이사회 구성의 다양성, 이사회의 활동, 이사보수 정책 적정성
	이사회 내 위원회	사외이사후보추천위원회 설치 및 구성, 보상위원회 설치 및 구성, ESG위원회 설치
	감사제도	감사위원회 사외이사 비율, 장기재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사용역 비용 대비 비감사 용역비용
	관계사위험	순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출 거래 비중, 관계사 매입 거래 비중
	내부통제와 준법	내부통제 및 준법경영시스템, 부패방지경영시스템 외부 인증, 내부통제 및 준법경영 위반 여부



## 2.

# 선행연구 고찰을 통한 ESG 개관



## ◆ 다음 중 어떤 요인이 투자 과정에서 ESG를 활용하지 않기로 결정하는 데 영향을 미쳤습니까?

- ① ESG는 주관성이 지나치게 높고 표준화가 충분하지 않습니다.
- ② ESG 성과는 측정과 비교를 통해 입증하기 어렵습니다.
- ③ ESG는 투자 수익의 희생을 요구합니다.
- ④ ESG는 수탁자 의무 위반에 해당합니다.
- ⑤ ESG는 이미 모범 사례의 일부이기 때문에 중복됩니다.
- ⑥ ESG는 최우선 사회 및 환경 문제와 잠재적 영향 영역에서 주의를 분산시킵니다.
- ⑦ ESG는 대부분 근거 없는 미덕 과시입니다.
- ⑧ 기타:

ESG는 정치적으로 개어 있는 젊은 사회주의자들이 친구들에게 자신을 긍정적으로 표현하는 방식입니다. 막대한 자원 낭비입니다.

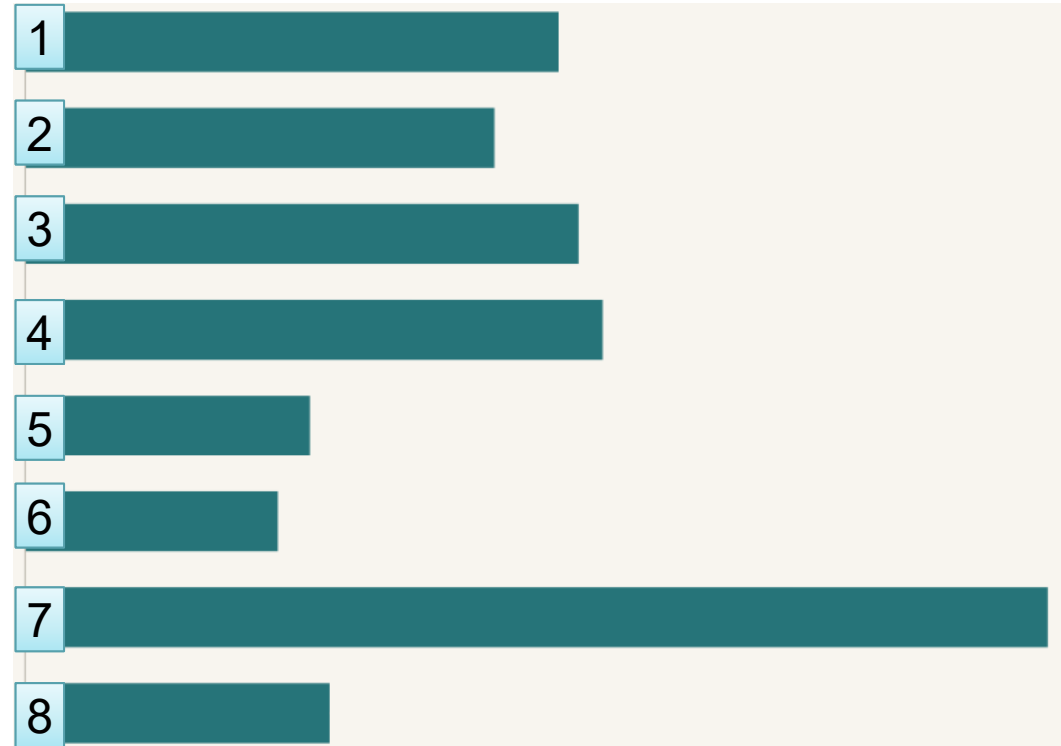
-북미 자산 소유자

ESG는 사회적 또는 경제적으로 유익한 것에 대한 정의가 제한적이고 금지적입니다.

-북미 벤처캐피털

데이터 부족

-유럽 벤처캐피털



# 현재의 “ESG” 란 무엇인가?

## ◆ ESG에 대한 정의와 인식은 실무자와 비실무자 간에 크게 다름

- 64%의 응답자가 ESG 요소를 투자 평가 및 관리 프로세스에 통합한다고 답했고,
- 비실무자 중 64%는 ESG를 근거 없는 미덕 신호로 간주
- ESG 실무자들은 주로 환경적 이유로 투자를 거부하는 반면,
- 비실무자들은 지배구조 문제로 투자를 거부하는 경향이 있음

## ◆ 실무자들이 ESG 프레임워크를 지속하는 이유와 방법

- 조직의 미션 및 가치와의 일치
- 장기적인 투자 수익률 개선
- 규제 요구 사항 준수

*ESG 실무자들은 주로 사모펀드와 벤처 캐피탈 전략에서 ESG 요소를 통합하고 있음*

*ESG 데이터 수집 및 벤치마킹의 어려움이 주요 도전 과제로 꼽혔음*



## ◆ 임팩트 투자(Impact Investment)는 반드시 양보해야 하는가?

- 임팩트 투자자들은 임팩트 결과와 시장 수익률 간의 균형을 맞추는 데 어려움을 겪고 있음
  - 대부분의 임팩트 투자자들은 시장 수익률을 우선시하고,
  - 일부는 임팩트 결과와 수익률을 모두 고려함

*임팩트 투자자들은 주로 건강, 교육, 기후 기술 등 다양한 분야에 투자하고 있음*

## ◆ ESG 및 임팩트 측정에 대한 견해

- ESG와 임팩트 투자에서 데이터 수집, 측정 및 벤치마킹이 주요 도전 과제로 꼽혔음
- 다양한 표준과 프레임워크가 존재하지만,
- ESG 데이터 수집 및 보고의 일관성이 부족하여 실무자들이 어려움을 겪고 있음

*ESG Data Convergence Initiative(EDCI)가 이러한 문제를 해결하기 위한 노력으로 주목받고 있음*

## ◆ 자산 매니저들의 ESG 및 임팩트에 대한 견해

- 자산 매니저들은 ESG 프레임워크를 통해 비재무적 리스크를 식별하고 완화하는 것을 중요하게 생각함
- ESG 실무자들은 주로 환경적 이유로 투자를 거부하고,
- 임팩트 투자에서는 건강과 교육 분야에 더 많은 관심을 보임

*ESG와 임팩트 투자의 주요 도전 과제로는 데이터 수집 및 벤치마킹의 어려움이 꼽혔음*

# 임팩트 투자(Impact Investment)

## ◆ ESG, 임팩트 및 사모 자산(Private wealth)

- 사모 자산 매니저와 패밀리 오피스는 ESG 요소를 투자 프로그램에 통합하는 비율이 낮음
- 이들은 주로 부동산과 같은 실물 자산에 임팩트 투자를 집중하고 있음

*ESG와 임팩트 투자의 이해도가 투자자마다 크게 다르다는 점이 주요 도전 과제로 꼽혔음*

## ◆ 자금은 어디로 흐르는가?

- 지속 가능한 투자 자본은 주로 사모펀드와 벤처 캐피탈에 집중되고 있음
- 공모 주식과 고정 소득 증권도 ESG 요소를 통합하는 주요 전략으로 꼽혔음
- 임팩트 투자는 에너지, 기후, 건강 등 다양한 분야에 집중되고 있음
- 지역별로는 유럽이 에너지와 기후에 더 많은 관심을 보이고 있음

## ◆ 경제 및 정치적 환경의 영향

- 경제 및 정치적 사건이 지속 가능한 투자에 미치는 영향은 지역별로 다름
  - 북미 응답자들은 ESG와 임팩트 투자에 대한 관심이 감소했음
  - 유럽과 기타 지역 응답자들은 관심이 증가했음
- 경제적 불확실성과 정치적 환경이 ESG와 임팩트 투자에 대한 관심에 큰 영향을 미치고 있음



- ◆ DEI(Diversity, Equity & Inclusion)는 ESG 리스크와 지속 가능한 투자 기회로 분석됨
  - 최근 미국 대법원의 판결로 인해 DEI 프로그램에 대한 우려가 증가했지만,
  - 대부분의 응답자들은 DEI 이니셔티브가 여전히 필요하다고 생각함
  - DEI 이니셔티브는 주로 성별 다양성과 관련된 문제로 다루어지며,
  - 지역별로 다양한 접근 방식을 보임



- ◆ 이 연구는 기관 투자자들이 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소를 투자 과정에 통합하는 이유를 이해하기 위해 2020년 영국, 유럽 및 북미의 PE, VC, 연금 펀드 매니저를 대상으로 설문조사를 실시, 다음과 같은 연구결과의 함의와 시사점을 제시함
  - 기관 투자자는 투자 위험을 줄이기 위해 ESG 요소를 사용하고, GP(General Partners)는 고객 수요에 더 많이 동기 부여를 받으며, LP(Limited Partners)는 ESG와 금융 성과 간의 상관관계에 더 많이 동기 부여
  - PE(Private Equity) 회사는 VC(Venture Capital) 회사보다 ESG 요소를 더 집중적으로 사용함
  - 투자 프로세스에서 ESG 데이터를 사용
    - ESG 데이터는 잠재적 투자 검토, 벤치마킹 및 포트폴리오 기업과의 협력에 사용됨
  - ESG 요소와 규제, 소송 및 평판 위험 간의 강한 상관관계가 있음
  - ESG 관련 Voice and Exit 전략
    - Voice 전략: 투자자들이 투자한 기업의 경영에 영향을 미치기 위해 사용하는 전략을 의미로, 주로 주주로서의 권리(주주 제안, 투표권 행사, 대화 및 협상, 공개 서한, 캠페인 등)를 행사하여 기업의 의사결정 과정에 적극적으로 참여하는 것
  - PE 회사는 ESG 활동을 촉진하기 위해 VC 회사보다 Voice and Exit 전략을 더 많이 사용
  - GP는 ESG 문제에 대해 회사에 직접 개입하고, LP는 포트폴리오 수준에서 ESG 문제를 관리함
  - 지배구조가 가장 중요한 ESG 구성 요소로 간주되며, 그 다음으로 환경 및 사회 요소가 중요함
    - 규모가 큰 기관 투자자는 지배구조에 더 많은 중요성을 부여함



### 3. CaIPERS

Real Assets Sustainable Investment  
Practice Guidelines

## ◆ 목표

- 지침은 실물자산군(Real Assets Unit; RAU) 전체에 걸쳐 ESG요소를 통합하기 위한 지속가능 투자 가이드 라인
- 지침은 투자 성과에 영향을 미칠 수 있는 ESG 관련 리스크(Risk)와 기회를 식별, 측정, 모니터링, 관리하고 최신 정보를 파악하는 실물자산부의 접근 방식을 제시함
- ESG 고려 사항은 수탁 원칙(fiduciary principles)의 적용을 받는 선정, 계약 및 모니터링 프로세스에 통합됨
- 본 지침은 다음 사항들을 포함한 ESG 고려 사항과 관련된 기존 신념, 원칙 및 정책을 CalPERS의 ESG 5개년 전략 계획(CalPERS' ESG 5 Year Strategic Plan)과 통합하고 보완함
  - CalPERS 투자 신념(CalPERS Investment Beliefs)
  - 글로벌 지배구조 원칙(Global Governance Principles)
  - UN 지원 책임투자원칙(PRI)(United Nations-supported Principles for Responsible Investment (PRI))
  - 실물자산 프로그램 투자정책(Investment Policy for Real Assets Program)
  - 책임계약자 프로그램(RCP) 정책(Responsible Contractor Program (RCP) Policy)
- 본 지침은 업계 모범 사례가 등장함에 따라 발전하고 적응하도록 설계됨
  - 필요한 경우, RAU 직원은 업계를 선도하는 담화(Conversation)와 워킹 그룹에 참여하여
  - 모범 사례를 지속적으로 학습하고 평가하고, 실행 가능한 경우 이를 통합함



## ◆ 지침에 명시된 ESG 요소의 파악과 평가

- RAU 직원은 투자 선정, 계약 및 모니터링 기능을 통해 ESG 요소를 파악하고 평가함
- RAU 직원은 ESG 요소가 재무적 및 평판에 미칠 수 있는 잠재적 영향을 모두 고려함

## ◆ 투자 프로세스에서 고려되고 반영되는 ESG 요소

Environmental	Social	Governance
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Climate risk (direct and indirect)</li> <li>• Resilience of surrounding infrastructure</li> <li>• Energy efficiency</li> <li>• Emissions</li> <li>• Resource use (including water)</li> <li>• Biodiversity</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fair wages and benefits based on local market conditions</li> <li>• RCP Policy compliance</li> <li>• Diversity and Inclusion</li> <li>• Safety &amp; Wellness</li> <li>• Workforce Housing</li> <li>• Community and Interested Party relations</li> <li>• Accessibility</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Alignment of interest</li> <li>• Control rights</li> <li>• Transparency/reporting</li> </ul>

❖ 상기 나열된 요소에 국한되지 않음

## ◆ 실물자산 ESG Factors 관련 이슈

- RAU 직원은 다음 이슈를 인지하고 있음
  - Real Asset의 다양한 투자 상품 모두와 관련된 ESG 요소를 완벽하게 정리한 단일 자료가 존재하지 않음
  - 특정 투자에는 일부 ESG 요소만 적용된다는 점
- 고려되는 ESG 요소는 업계의 발전에 따라 시간이 지남에 따라 조정될 것으로 예상됨



## ◆ 매니저 선정(Manager Selection)

- RAU 직원은 두 부분으로 구성된 표준화된 매니저 평가 도구(MAT)를 활용하여 각각의 신규 투자 제안서를 평가함
  - 여기에는 ESG 관련 기준이 포함됨
- 1차 심사(MAT 1단계) 후, 추가 검토를 위해 선정된 제안서는 2차 심사를 통해 평가됨
  - 이 2차 심사에는 실사 설문지(Due Diligence Questionnaire; DDQ)가 포함되는데,
  - 이 DDQ에 실물 자산에 대한 ESG 질문이 포함됨
- ESG 질문에 대한 답변은 전반적으로 비중 있게 반영되고,
  - 잠재적 매니저 및 위탁 운용사 평가에도 반영됨
    - RAU 지속가능 투자 가이드라인은 다이나믹(dynamic)하여,
    - 업계 모범 사례가 등장함에 따라 지속적으로 발전할 예정이고
    - RAU 직원은 ESG 질문서를 수시로 업데이트할 예정임
- 실물자산투자위원회에 운용사를 추천하는 제안서(Memoranda)에는
  - 운용사의 ESG 관행 및/또는 실사 과정에서 발견된 ESG 우려 사항에 대한 논의가 포함됨
- 또 다른 심사 메커니즘에는
  - RAU 직원이 실물자산투자위원회(Real Assets Investment Committee; RAIC)에 제출하는
  - 모든 신규 실물자산 투자 추천의 일환으로 작성하는 이해관계 일치 분석이 포함됨



## ◆ 자산 선정(Asset Selection)

- RAU 직원이 신규 자산 투자에 대한 재량권을 가지고 있는 경우,
  - 실사 프로세스(Due Diligence Process)에서
  - ESG 고려 사항 매트릭스(ESG Consideration Matrix) 도구를 활용하여
  - ESG 요소가 체계적으로 고려되도록 함
- 또한, 가능한 경우 ESG 요소 분석을 정량화 하여
  - 가치 및 위험 평가를 위한 재무 모델에 반영함
- ESG 고려 사항 매트릭스 및 재무 모델 분석을 통해 도출된 결과와 결론은
  - 투자 의사 결정을 위해 실물자산투자위원회(RAIC)에 전달됨



- ◆ Real Assets는 가능한 경우 다음 항목을 적절하고 효과적으로 계약서에 명시하여 외부 매니저(external managers)와의 협력을 강화하고자 함
  - 매니저는 관련 장기 지속가능 투자 또는 ESG 요소를 평가하는 투자 프로세스를 보유하고 있거나, 보유할 것을 약속해야 함
    - SA(Separate Account) 매니저는 CalPERS의 요청에 따라 신규 투자에 대한 ESG 고려 사항 매트릭스를 작성하여 제출해야 함
  - 매니저는 관련 ESG 요소 및 지속가능 투자 활동을 보고서에 반영하고,
    - 추가로 CalPERS가 지정하는
    - 제3자 지속가능성 성과 설문 조사(Third party sustainability performance surveys)에
    - 매년 참여해야 함



- ◆ 모니터링 및 운용 직원의 수행업무 유형은 다음과 같으나 이에 국한되지 않음
  - 운영 계약에 따른 매니저의 ESG 의무 준수 여부를 검토하고, 미비점을 기록하고 매니저들과 소통함
  - ESG 이벤트에 대응하고, 권리가 허용되는 경우 중요한 ESG 문제에 개입함
  - 매니저의 지속가능 투자 프로세스, 관행 및 보고를 검토하고 ESG 기회와 리스크를 파악함
    - 여기에는 다음과 같은 내용이 포함되나 이에 국한되지 않음
      - 매니저에게 매년 제3자 모니터링 설문조사에 응답하도록 요청하고 매니저와 결과를 논의함
      - ☞ 설문조사 내용은 수시로 변경될 수 있음
      - 매니저의 ESG 또는 지속가능 투자 보고서, 설문조사 및/또는 PRI 보고서를 매년 검토함
      - 매니저와 정기적으로 소통하여 파악된 ESG 리스크 및 기회의 현황을 문의함
      - 매니저에게 연간 투자 계획 프로세스의 일환으로 부동산 자산에 대한 에너지 최적화 프로젝트를 제출하도록 권장함
  - 매니저의 모범 사례를 파악하고, 학습하고, 공유함
  - 포트폴리오 가치에 영향을 미칠 수 있는 중요한 ESG 문제를 검토하고 문서화함
    - CalPERS가 RAU 포트폴리오 투자에 대해 갖는 정보 접근, 영향력 및 통제 수준은 포트폴리오 내 투자 구조마다 다르므로, 각기 다른 수준의 모니터링 및 관리가 필요함
      - 예를 들어, 직접 소유 투자 및 별도 계좌를 통해 보유하는 투자와 관련하여,
      - CalPERS는 일반적으로 주주 권리를 통해
      - 중요한 ESG 또는 지속가능 투자 문제에 더욱 직접적으로 관여할 수 있음



**4.**  
**CPPIB**



## ◆ 캐나다 연금 계획 투자 위원회(CPP Investments)

- 캐나다 연금 계획(CPP)의 재정적 안정성을 강화하고, 과도한 손실 위험 없이 수익을 극대화하여 CPP 참가자의 연금을 유지하는 것을 목표로 하는 전문 투자 관리 조직임
- CPP Investments는 연방 및 지방 정부와 독립적으로 운영되고, 독립적이고 우수한 자격을 갖춘 전문 이사회가 감독
- CPP Investments의 경영진은 정부가 아닌 CPP Investments 이사회에 보고함

## ◆ 지속 가능한 투자 원칙(Sustainable Investing Principles)

- CPP Investments는 지속 가능성 관련 요소를 효과적으로 예측하고 관리하는 조직이 장기적으로 더 큰 가치를 창출할 가능성이 높다고 믿음
- 주요 원칙에는 투자 결정에 지속 가능성 관련 위험과 기회를 통합하고,
  - 포트폴리오 회사와의 협력을 통해 지속 가능성 관리를 개선하며,
  - 좋은 기업 지배 구조를 지원하는 것이 포함됨
- 고려되는 지속 가능성 요소에는
  - 기후 변화, 형평성, 다양성 및 포용, 건강 및 안전, 책임 있는 AI 보급 등이 포함됨



## ◆ 지속 가능성 관련 고려 사항의 통합

- 지속 가능성 관련 요소는 투자 및 자산 관리 활동에 통합되어 재무적으로 중요한 경우 투자 위험 프로필과 내재 가치를 평가하는 데 영향을 미칠 수 있음
  - 이는 포트폴리오 전반에 걸쳐 더 나은 위험 조정 수익을 창출하는 데 기여한다고 믿음
  - 자산군, 투자 전략, 산업, 지리, 비즈니스 모델 및 투자 논문을 고려하여 지속 가능성 요소의 중요성을 평가
  - CPP Investments는 기업들이 국제 지속 가능성 표준 위원회(ISSB) IFRS 표준에 따라 보고할 것을 권장함

## ◆ 기후 변화에 대한 접근 방식

- 기후 변화는 중요한 위험이자 투자 기회로 간주됨
- CPP Investments는 기후 변화 관련 위험과 기회를 투자 전략, 포트폴리오 설계, 투자 결정 및 자산 관리 활동에 통합하려고 함
- 기후 변화 원칙에는
  - 전체 경제 전환(transition)을 위한 투자
  - 전환 경로와 글로벌 표준의 진화에 따른 전략 발전
  - 가치 창출 및 위험 완화를 위한 영향력 행사
  - 책임 있는 전환 지원
  - 행동 및 영향 보고가 포함됨



## ◆ 인게이지먼트(Engagement)

- CPP Investments는 포트폴리오 회사가 지속 가능성 관련 요소를 적극적으로 식별하고 관리할 것을 기대하며 선택적 인게이지먼트를 사용
- 소통/대화 목표는 시간, 자원 및 성공 가능성을 고려하여 결정
- CPP Investments는 지속 가능한 투자에 대한 규제, 시장 관행, 표준 설정 및 모범 사례를 형성하는 국내외 논의에 참여함
- 공모 회사와의 인게이지먼트 형태로는 주주 투표가 있음

## ◆ 배제 및 청산(Exclusions and Exit)

- CPP Investments는 장기 투자자로서 회사와의 협력을 선호하지만,
- 지속 가능성 관련 문제로 인해 장기 경쟁력이 저하되거나 법적 고려 사항이 있는 경우
- 직접 투자를 추구하거나 유지하지 않을 수 있음



## ◆ 보고(Reporting)

- CPP Investments는 지속 가능한 투자 활동에 대한 공개 투명성을 약속함
- 연례 보고서, 주주 투표 보고서, 녹색 채권 영향 보고서 및 현대판 노예 보고서(Modern Slavery Report)를 통해 지속 가능성 관련 공시(disclosures)를 제공
- 웹사이트의 지속 가능한 투자 섹션에서 추가 정보를 확인할 수 있음

## ◆ 거버넌스(Governance)

- 이 정책은 CPP Investments 이사회에서 승인되고,
- 이사회는 CEO와 경영진에게 정책 시행을 감독할 권한을 위임함



## 5. Epilogue



- McCahery, J. A., Pudschedl, P. C., & Steindl, M. (2022). Institutional investors, alternative asset managers, and ESG preferences. *European Business Organization Law Review*, 23(4), 821–868.
- CalPERS, Real Assets Sustainable Investment Practice Guidelines(<https://www.calpers.ca.gov/documents/real-assets-sustainable-investment-guidelines/download?inline>)
- CPP Investments, Policy on Sustainable Investing, February 11, 2025

경청해 주셔서 감사합니다.