



ESG & Transition

ESG 규범과 시장 사이, 스튜어드십 코드 내실화의 방향

Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 3772-7406

국내 ESG는 강화되는 방향 : 기관투자자의 ESG 활동 ‘진짜인지 들여다보겠다는 의지’

12/30 발표된 스튜어드십 코드 내실화 방안은 기관투자자가 단순 가입을 넘어 실제로 투자기업 가치 제고에 기여했는지를 점검하겠다는 의지를 담고 있다. 2016년 제정 후 멈춰 있던 코드를 내년 개정하겠다는 계획을 함께 제시했다.

큰 변화 중 하나는 원칙 7(수탁자 책임 이행 전문성 확보)의 하위 항목에 '위탁운용사 관리'가 신설되어, 연기금 등 자산소유자가 위탁운용사를 선정·사후관리하는 절차와 내역을 이행점검 항목(12번 항목)으로 관리하는 점이다. 또한 수탁자 책임 범위가 지배구조 중심에서 ESG전반으로 확대되며, 적용 자산도 상장주식에서 채권, 인프라, 비상장주식 등으로 확대된다. 약 249개 기관이 코드에 참여하고 있지만, 연기금 위탁운용사 선정 시 가점을 받기 위한 형식적 가입이라는 비판이 있었기 때문에 이행 여부를 점검하는 절차와 함께 모든 기관의 이행 현황을 한눈에 비교할 수 있는 ‘종합점검보고서’가 한국에서(한국ESG기준원) 공시될 예정이다. 예를 들어 A 운용사는 이행했으나 B 운용사는 미이행했다는 점이 비교될 것이다.

#사례1. 유럽 - ESG가 여전히 공고한 운용 철학

최근 네덜란드 연기금 PME가 블랙록과의 약 59억 달러 규모 위탁 계약을 해지한 것은, ESG, 특히 기후 리스크 관리가 유럽 연기금 시장에서 주요 운용 원칙이자 운용사 선정 기준이라는 점을 재확인시킨 사례이다. PME는 블랙록이 기후 리스크와 관련해 펀드의 최선의 이익을 충분히 대변하지 못한다고 판단했다.

#사례2. 미국 - ESG를 둘러싼 정치적 공방 심화

미국에서는 반ESG·반DEI 정치 공방과 소송·규제 리스크가 커지면서 운용사들이 공개적으로 ESG 전략을 내세우기 어려워졌고, 유럽의 엄격한 ESG·기후 요구를 맞추기 위해 비공개 부속계약(Side Letters)이나 분리계좌와 같은 맞춤형 구조를 활용하는 양면적 행태가 나타나고 있다. 그럼에도 블랙록은 2025년 10월까지 미국 시장에서 가장 큰 순자금 유입을 기록하며 경쟁사 대비 뚜렷한 우위를 유지하고 있어, 일부 유럽 연기금과는 ESG·기후 이슈로 계약 해지를 겪고 있음에도 미국 리테일·기관 자금 측면에서는 블랙록으로 자금이 계속 유입되는 ‘ESG 논쟁 vs 시장 현실’ 간 괴리가 존재한다.

스튜어드십 코드 내실화 방안, ‘전환’의 과정으로 이해해야

이번 내실화 방안은 ESG 요소를 명시하고 이행 점검·공시를 강화했다는 점에서 진전이지만, 설명·공개 의무에 무게가 실려 있고, 주주권 행사 및 인게이지먼트 성과(지배구조 개선, 배당 정책 변화 등)를 운용사 보상이나 위탁 평가에 직접 연계하는 장치는 부족하다는 한계도 일부 거론되고 있다. 산업재해 등 중대한 사건이 발생해도 시장이 일회성 비용으로 처리해 주가가 크게 반응하지 않는 경우가 적지 않아, 운용사 입장에서는 주가가 우상향하는 기업과의 관계를 감수해 가며 강한 주주권 행사에 나설 유인이 충분하지 않을 수 있다.

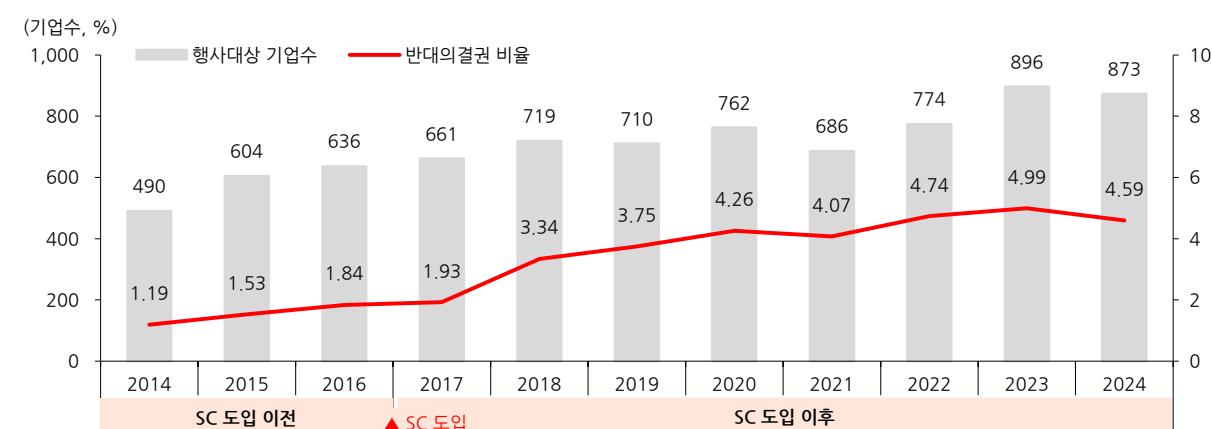
우리나라 ESG정책은 유럽처럼 자금 배분과 계약해지로 직결되는 단계는 아니지만, 투명성과 이행력을 높여가는 전환기라고 이해해야 한다. 동시에, 블랙록 사례에서 보듯 우리나라로도 공시를 넘어 주주권 행사 성과를 인센티브·위탁평가와 연동시키는 구조를 갖추지 못할 경우, 정책/형식적 ESG는 강화되지만 시장 현실은 크게 변하지 않는 괴리가 반복됨을 경계해야 한다.

[표1] 스튜어드십 코드 12 개 이행점검 항목

원칙	이행점검 항목(안)	이행점검 항목(안)
1.수탁자책임 정책 마련·공개	① 수탁자책임 정책 마련·공개	수탁자책임 정책, 비채택원칙 사유, 책임자·담당자, 관련 사이트 제시 여부 등
2.이해상충 정책 마련·공개	② 이해상충 관리 정책 마련·공개	이해상충 관리 정책, 주요 이해상충 유형 예시 및 관리·대응방안 여부 등
3.투자대상회사 주기적 점검	③ 이해상충 관리 내역 공개	발생한 주요 이해상충 관리내역 여부 등
4.수탁자책임 활동 관련 세부 이행지침	④ 수탁자 책임 이행지침 마련·공개	수탁자책임 이행지침(회사와의 대화, 주기적 점검 포함) 마련 여부 등
5.의결권 행사 정책 및 행사 내역 공개	⑤ 주주 관여활동 공개	주요 관심 주제별 관여활동 건수(종합 표로 작성) 및 모범사례 제시여부 등
	⑥ 기업가치제고 관여활동 공개	관련 관여활동 건수 및 모범사례 제시 여부 등
	⑦ 의결권 행사 정책 마련·공개	의결권 행사 가이드라인, 의결권 행사 방법 및 대상회사 제시 여부 등
	⑧ 의결권 행사 내역 공개	의결권 행사 내부 지침에 따른 의결권 행사, 의결권 행사/불행사 사유근거 제시 등
6.수탁자책임 활동 주기적 보고	⑨ 스튜어드십 코드 이행보고서 작성·공개	연 1회 이상 보고서 작성 후 홈페이지 공개 및 스튜어드십 코드 센터 제출
	⑩ 수탁자책임 수행조직 및 인력의 마련·공개	수행 조직 및 직원의 전문성 확보·강화방안 마련 여부 등
7.수탁자책임 이행 전문성 확보	⑪ 전문성 확보 노력	이행조직 현황 및 전문성 확보노력 여부 등
	⑫ 위탁운용사 관리자산소유자 대상	선정 절차 및 내역, 사후관리 여부 등

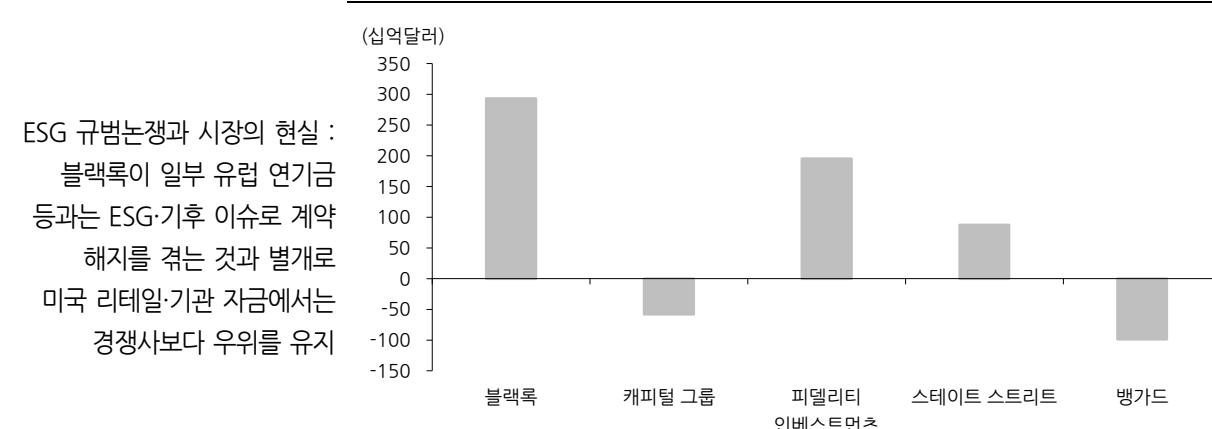
자료: KCGS, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 국내 기관투자자 의결권 행사 추이



자료: KCGS, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2025년 10월까지 미국 대형 자산운용사 순자금 유입유출 규모



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.