



20260303

대신경제연구소
ESG리서치센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
- I. 서론
- II. GPIF 개요
- III. GPIF의 위탁운용사 이행점검 체계
- IV. GPIF의 위탁운용사 이행점검 사례
- V. 결론 및 시사점

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소 ESG리서치센터

최수연 팀장

suyoun.choi@daishin.com
02-2084-7834

일본 공적연금(GPIF) 스튜어드십 코드 이행점검 현황과 사례

Executive Summary

최근 일본과 한국의 자본시장은 밸류업 정책 추진과 외국인 및 행동주의 투자자의 영향력 확대 등 구조적 변화를 겪고 있다. 이러한 상황에서 한국 스튜어드십 코드의 이행점검 절차 부재, 체계적 공시기반 미비 등 운영 체계 개선에 대한 필요성이 제기되면서, 스튜어드십 코드 내실화, 이행점검 권한에 대한 논의가 활발히 진행되고 있다. 특히, 우리나라의 대표적 자산소유자인 국민연금을 비롯한 연기금은 직접운용과 위탁운용 방식을 혼합하여 자금을 운용하고 있는 가운데, 기관투자자의 역할과 책임에 대한 재정의(redefinition) 필요성이 제기되고 있다.

이에 본 보고서는 보유 주식 100%를 위탁 운용하면서 운용사의 스튜어드십 활동을 체계적으로 평가·관리하고 있는 일본 공적연금(GPIF)의 사례를 분석하였다. GPIF는 기업에 직접 경영 개입은 하지 않으면서, 체계적인 위탁운용사 평가와 관리 정책 및 프로세스를 통해 장기적 기업가치 제고와 시장의 지속가능한 성장을 추구한다. GPIF는 운영정책, 투자원칙, 스튜어드십 책임 이행 정책, 스튜어드십 활동 원칙, 이니셔티브 등 명문화된 정책과 원칙을 기반으로 위탁운용사 모니터링과 평가를 수행한다. 또한, 패시브·액티브 운용사별 특성과 투자 대상에 맞춰 정성적 평가 중심의 종합평가를 시행하며, 인게이지먼트 강화형 패시브 운용 모델을 도입해 시장 전체의 지속가능성을 높이는 활동을 장려하고 그 성과를 정기적으로 평가하고 있다.

이 외에도, GPIF는 TOPIX 상장기업을 대상으로 실시한 설문조사를 통해 위탁운용사 스튜어드십 활동의 효과를 점검한다. 이를 통해 기업에 대한 인게이지먼트가 장기 전략·ESG·재무 성과 개선에 긍정적 영향을 미치고 있음을 확인했다.

이처럼 GPIF의 위탁운용사에 대한 이행점검 체계와 사례는 한국형 스튜어드십 이행점검 체계 설계에 직접적인 참고가 된다. 특히, 자산소유자 차원의 명문화된 정책 및 원칙 수립과 위탁운용사 스튜어드십 활동의 제3자 검증 체계(설문조사 등) 도입, 인게이지먼트 실효성을 고려한 평가 체계 및 점검 구조를 구축할 필요가 있다. GPIF 사례는 위탁운용사 평가 및 관리와 인게이지먼트 체계를 통합하여 장기적 기업가치 제고와 시장 지속가능성을 동시에 달성할 수 있음을 보여주며, 국내 스튜어드십 코드 이행점검 정책 설계에 실증적 근거를 제공한다.

I. 서론

최근 일본과 한국의 자본시장은 기업가치 제고를 핵심 과제로 설정하고 관련 제도를 정비하고 있다. 상장회사의 수익성, 자본 효율성, 주주환원 정책에 대한 공시 요구가 확대되고 있으며, 이사회 책임과 경영진 보상 체계에 대한 점검도 강화되는 추세다. 동시에 해외 자금의 유입이 확대되고 행동주의 투자자의 주주제안이 증가하면서 경영 의사결정 구조 전반에 대한 재검토가 이루어지고 있다. 이러한 흐름은 기업 경영진과 투자자 간 권한 재정립, 정보 공개 수준 등에 대한 구조적 변화를 동반하고 있다.

특히, 한국의 경우 코스피 상승 국면과 맞물려 자본시장 제도 개선 논의가 활발해지고 있다. 스튜어드십 코드의 실효성 제고, 코드 개정 방향, 이행 점검 주체의 권한에 대한 정책 검토가 이어지고 있으며, 기관투자자의 의결권 행사 기준과 수탁자 책임 이행 방식에 대한 구체화 논의도 제기되고 있다. 이에 따라 연기금과 자산운용사를 포함한 기관투자자의 스튜어드십 책임, 기업과의 대화 방식, 공시 범위 등을 재정립하려는 논의 역시 확산되고 있다. 이는 자본시장 참여자의 역할 구조를 재편하는 과정으로 이어진다.

이 논의의 핵심 쟁점 중 하나는 '자산소유자와 자산운용사 간의 권한과 책임'이다. 일본 스튜어드십 코드의 경우, 기업과의 직접적인 인게이지먼트는 자산운용사가 수행하되, 그 방향과 기준을 제시하고 이행 여부를 점검·평가하는 책임은 자산소유자가 담당하도록 명확히 구분함으로써, 자산소유자의 궁극적인 책임을 제도적으로 강조하고 있다.

이러한 기관투자자 간의 권한과 책임은 한국에서도 곧 현실적 쟁점이 될 수 있다. 2025년 11월 말 기준 국민연금 기금적립금의 약 17.0%가 국내 주식이며, 이 중 약 55.7%가 위탁운용사에 의해 운용²되고 있다. 이러한 위탁운용 구조는 기관투자자의 스튜어드십 책임 배분과 실효성 있는 이행점검 체계를 정립할 필요성을 제기한다.

이 과제를 검토하는 데 있어, 보유 주식 100%를 위탁 운용하면서 운용사의 스튜어드십 활동을 체계적으로 평가·관리하고 있는 일본 공적연금(GPIF)은 가장 직접적인 비교 대상이 된다. GPIF는 기업에 대한 직접적인 경영 개입을 지양하면서도, 운용사 평가와 인게이지먼트 관리 체계를 통해 장기적 기업가치 제고와 시장 전체의 지속가능한 성장을 추구한다. 이러한 GPIF의 이행점검 방식에 대한 분석은 한국형 연기금 스튜어드십 체계의 방향성과 코드 이행점검 구조 설계에 실증적 시사점을 제공할 것이다.

따라서 본 보고서는 GPIF가 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 대한 이행점검을 어떠한 정책·원칙에 근거하여, 어떠한 평가기준과 절차로 수행하고 있는지 검토한다. 아울러 GPIF 위탁운용사의 실제 사례를 통해 평가 방식을 구체적으로 제시하고, 상장기업을 대상으로 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 평가한 설문조사 결과를 함께 제시함으로써, 국내 스튜어드십 코드의 이행점검 체계 설계에 필요한 시사점을 도출하고자 한다.

¹ 이에 대한 자세한 내용은 대신경제연구소가 발간한 「일본 스튜어드십 코드 이행점검 현황 및 사례」 참고

² 국민연금기금운용본부 홈페이지(<https://fund.nps.or.kr/main.do>)

II. GPIF 개요

일본공적연금(Government Pension Investment Fund, 이하 'GPIF')은 2006년 4월 1일 일본 후생노동성 산하에서 연금 적립금의 관리·운용 업무를 담당하는 독립적 행정법인으로 설립되었다. GPIF의 공식 명칭은 연금적립금관리운용독립행정법인(年金積立金管理運用独立行政法人)으로, 2025년 3분기 기준 약 293조 엔 규모의 자산³을 운용하는 세계 최대 규모의 연기금 중 하나이다.

설립 이후, GPIF는 연금 적립금을 관리 및 운용하는데 있어서 달성해야 할 목표인 제1차 중기목표(Medium-term Objectives, FY2006-2009)와 이에 따른 세부 계획을 정리한 문서인 제1차 중기계획(Medium-term Plan, FY2006-2009)을 발표하였다. 매 5년마다 발표⁴되는 GPIF의 중기목표 및 계획은 연금 적립금을 장기적·안정적·효율적으로 운용하여 미래의 연금 지급에 기여하기 위해 법령과 내부 목표에 따라, 해당 기간 동안의 목표 수익률 시나리오와 자산군별 배분 비율 등 적립금 운용 목표와 계획을 상세하게 제시한다. 2025년 3월 발표된 GPIF 제5차 중기계획(FY2025-2029)⁵은 국제적 분산투자 체계, 다양한 자산과 운용기법의 활용, 지속가능한 투자 원칙과 스튜어드십 활동에 대한 내용을 포함한다.(자세한 내용은 표1 및 부록1 참고)

표1. GPIF 제5차 중기계획(FY2025-2029) 주요 내용

구분	내용
기본 방침	• 장기적 국제 분산투자를 기본 원칙으로 유지 • 수탁자 책임(선관주의의무·충실의무)을 철저히 준수 • 시장 가격 형성 및 민간 투자행동을 왜곡하지 않도록 리밸런싱의 특정 시기 집중을 피하고, 시장에 과도한 영향이 발생하지 않도록 고려 • 개별 기업 경영에 직접적이고 과도한 영향을 미치지 않도록 각 위탁운용사의 동일 기업 지분 보유에 제한을 두며, 주식 운용에서 개별 종목을 직접 선택하지 않음 • 타 관리운용주체와 정보 공유 및 협력 강화
투자 수익률 및 자산 배분 목표	• 기본 목표 수익률을 실질 투자수익률(적립금 운용수익률에서 명목 임금상승률 차감) 1.9%로 설정 • 장기적이고 안정적인 연금 지급 재원을 확보하기 위해 국내채권·국내주식·해외채권·해외주식의 4대 자산을 각 25%로 균형 있게 배분하는 자산구성 비율 유지(일정 범위 내 편차 허용) • 인프라, 사모펀드, 부동산 등 대체자산도 전체 자산의 최대 5%까지 허용되며, 경영위원회의 심의·의결을 거쳐 상향 초과를 인정
운용의 다양화·고도화	• 패시브·액티브 운용을 병행하되, 액티브는 충분한 초과수익 근거와 적정 리스크 범위 내에서 운영 • 다양한 벤치마크를 활용하고, 대체투자는 별도 성과평가 체계를 구축해 관리

³ GPIF, Investment results for 3Q of fiscal 2025(update report)

⁴ 제2차(FY2010-2014)부터는 5년 기간 단위로 발표되었는데, 이러한 목표기간은 적립금의 목표수익률 시나리오를 고려하여 정책자산배분(policy asset mix)을 결정하고, 이를 중기계획에 명시하도록 규정한 관련 법을 반영하여 설정됨(GPIF 2015년 연차보고서 참고). 「GPIF법(年金積立金管理運用独立行政法人法)」 제20조(중기계획의 기재 사항)에 따르면, GPIF가 연금적립금의 관리 및 운용의 기본 정책과 장기적 관점의 자산 구성에 관한 사항, 준수 사항을 중기계획에 정할 것과, 이러한 과정에서 「후생연금보험법(Employees' Pension Insurance Act, 厚生年金保険法)」 제2조의4 제1항에 규정된 재정 현황 및 전망과 「국민연금법(国民年金法)」 제4조의3 제1항에 규정된 재정 현황 및 전망을 고려할 것을 명시함.

⁵ 자세한 내용은 GPIF의 「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(2025.03.31) 참고

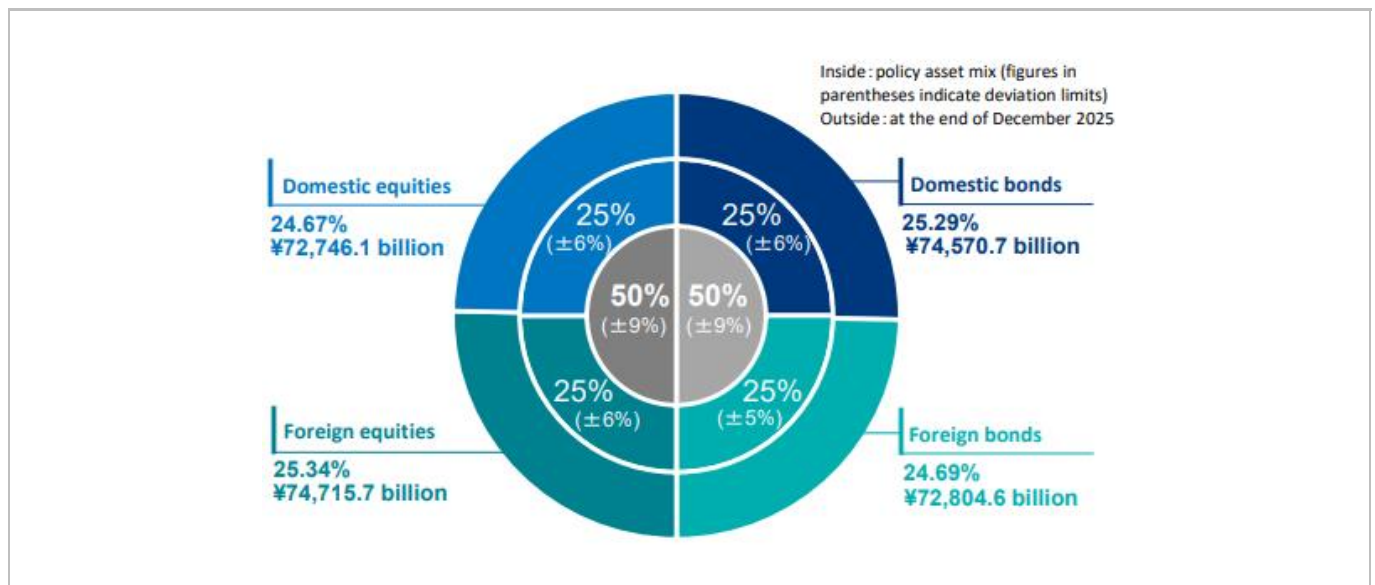
운용수탁기관 선정·평가 및 관리	- 위탁운용사의 선정·관리 체계를 강화하고, 정기 평가를 통해 자금배분 등을 적시에 재검토 - 초과수익 창출 및 스튜어드십 활동 등 부가가치 역량을 반영하도록 평가체계 고도화
스튜어드십 활동 및 ESG 통합 투자	- 의결권은 직접 행사하지 않고 위탁운용사에 위임하되, 장기 수익 제고를 위한 ESG 기반 스튜어드십 활동 강화 - 스튜어드십 활동은 가입자의 장기적 투자수익 향상을 유일한 목적으로 하며, 활동 결과는 보고·평가 체계로 관리 - 일본 스튜어드십 코드 및 자산소유자 원칙에 따라 시장 참여자들과 지속적 대화를 추진 - 장기 수익 확대를 위해 재무요소뿐 아니라 ESG 등 비재무요소를 고려한 투자 확대

출처: 年金積立金管理運用独立行政法人, 「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(2025.03.31)

제5차 중기계획(FY2025-2029)에 따르면, GPIF는 국내외 주식 및 채권으로 구성된 4대 자산의 목표 비중을 각 25%로 구성하여 배분하였다. 이러한 구성은 제4차 중기계획과 동일한데, 이는 GPIF가 이러한 자산배분을 통해 실질 투자수익률을 최소 위험으로 달성할 수 있을 것으로 판단하였기 때문이다. 2025년 12월 말⁶ 기준, GPIF의 적립금 비중은 국내 주식 24.67%, 해외 주식 25.34%, 국내 채권 25.29%, 해외 채권 24.69%로 구성되어 있다.⁷

또한, GPIF 중기계획은 개별 기업 경영에 직접적이고 과도한 영향을 미치지 않도록 각 위탁운용사의 동일 기업 지분 보유에 제한을 두는 방침을 두고 있다. GPIF는 이러한 방침을 운영 정책(operation policy)에도 반영하여 일본 국내외 주식을 위탁받은 개별 운용사가 동일 상장사 지분의 5%를 초과하여 보유하는 것을 금지하고 있다. 이는 각 위탁운용사의 동일 상장사에 대한 지분 보유를 일정 수준 이하로 제한함으로써 투자 위험을 분산하고 리스크를 최소화하며, 5% 초과 지분 보유로 인해 시장 및 기업 경영에 지나친 영향력을 행사할 수 있는 가능성을 제한하기 위한 의도로 볼 수 있다.

그림1. GPIF 정책 자산 배분(Policy Asset Mix)



출처: GPIF, 「Investment results for 3Q of fiscal 2025(update report)」

⁶ 자세한 내용은 GPIF의 「Investment results for 3Q of fiscal 2025(update report)」 참고

⁷ 우리나라 국민연금은 2025년 11월 기준 1,437조 원 규모의 기금적립금을 보유하고 있으며, 자산군별 비중은 국내 주식 17.0%, 해외 주식 38.2%이며, 국내 채권 21.5%, 해외 채권 7.1%, 대체투자 15.9% 등으로 구성되어 있음.

III. GPIF의 위탁운용사 이행점검 체계

1. GPIF의 위탁운용사 이행점검 관련 정책과 원칙

GPIF 설립 당시 제정된 「GPIF법」 제20조(중기계획 기재사항)에 의거하여, GPIF는 연금적립금의 관리 및 운용의 기본 정책과 장기적 관점의 자산 구성에 관한 사항, 준수 사항을 중기계획에 정하고 있다. 2006년 제정된 제1차 중기계획과 GPIF 운영정책을 시작으로, GPIF는 투자원칙과 스튜어드십 책임 이행 정책, 스튜어드십 활동 원칙 및 의결권 원칙, 자산소유자 원칙 등을 제정하였다.

그림2. GPIF 위탁운용사 이행점검 관련 정책과 원칙



출처: GPIF 홈페이지 자료를 바탕으로 대신경제연구소 작성

1) 운영 정책(Operation Policy)⁸

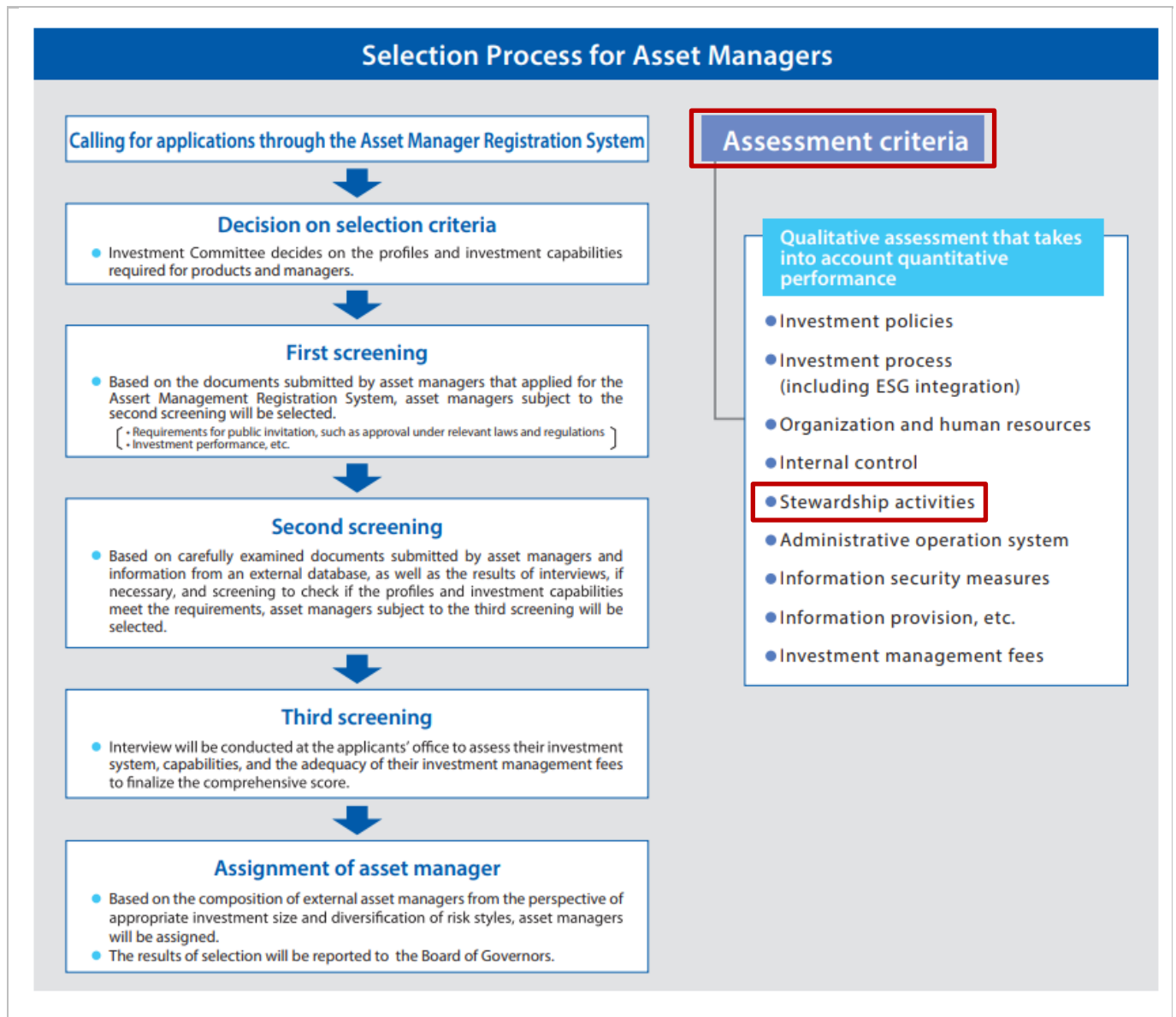
GPIF 운영 정책(Operation Policy)은 「GPIF법」 제20조(중기계획 기재사항) 등 관련 법에 근거한 연금적립금의 관리 및 운용에 관한 구체적인 방침이다. GPIF 운영정책에 따르면, GPIF 위탁운용사는 스튜어드십 코드를 채택한 경우 각자의 스튜어드십 정책에 기반한 이행 활동을 수행해야 하며, 코드를 채택하지 않은 경우 그 사유를 GPIF에 설명해야 한다.

또한, 그림과 같이 GPIF는 신규 위탁운용사 선정과 기존 위탁운용사에 대한 자금 배분 확대, 일부 회수 또는 계약 종료에 대한 의사결정 과정에서 평가기준(assessment criteria)을 설정하고 있다. 이 때, GPIF는 기존 운용사를 대상으로 회계연도마다 최소 1회 또는 필요 시 그 이상의 종합평가를 수행한다.

⁸ GPIF의 「Operation Policy」은 2006년 4월 1일 제정되어 최근 개정일 2025년 6월 12일까지 총 61회 개정이 이루어짐.

- **[스튜어십 책임 이행]** 위탁운용사가 이해상충을 관리하기 위한 프레임워크 구축 등 주주의 이익을 실현하기 위한 기타 이니셔티브와, GPIF의 '스튜어십 책임 이행 정책(Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities)'에 근거한 건설적인 인게이지먼트 등을 통해 투자대상기업의 기업가치 제고와 지속가능한 성장을 장려하고 있는지 여부
- **[ESG 인식 및 의결권 행사]** 위탁운용사가 ESG의 중요성을 인식하고 있는지, 그리고 장기적 주주 이익 극대화라는 의결권 행사의 목적을 기반으로 의결권 행사 가이드라인을 수립하고 이를 적절히 행사하고 있는지 여부
- **[ESG 관련 인게이지먼트]** 위탁운용사가 인게이지먼트 과정에서 투자대상기업에 대해 ESG 이슈에 대한 대응을 설명하도록 요구하고 있는지, 그리고 기업가치 제고와 지속가능한 성장을 장려함으로써 장기 투자 수익을 제고하기 위한 ESG 관련 활동을 적극적으로 수행하고 있는지 여부

그림3. GPIF의 위탁운용사 선정과정과 평가 기준



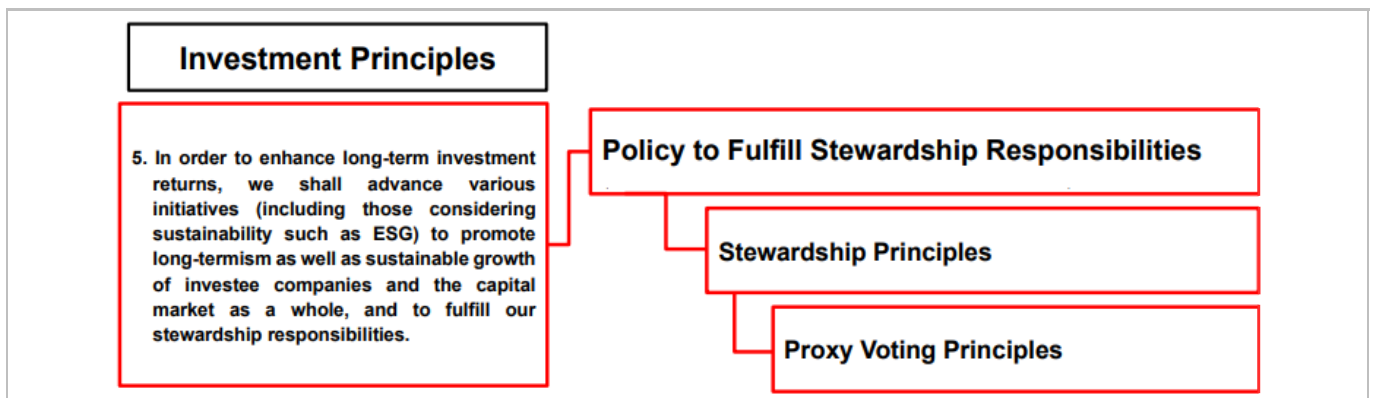
출처: GPIF, 「Annual Report」(2024)

2) 투자 원칙(Investment Principles)

2014년 일본 스튜어드십 코드 제정 이후, 2015년 3월 GPIF는 **투자 원칙(Investment Principles)**을 제정하였다. 이후 세 차례 개정이 이루어진 GPIF 투자 원칙 중 다섯번째 원칙은 “GPIF가 장기적인 투자수익을 제고하기 위해 장기주의(long-termism) 및 투자대상기업과 자본시장 전체의 지속가능한 성장을 촉진하고, 스튜어드십 책임을 이행하기 위한 다양한 이니셔티브를 추진”할 것을 강조한다. 이에 따라, GPIF는 스스로 수행 가능한 활동을 추진하고, 운용사의 활동을 이해하고 모니터링하며, 운용사와 적극적으로 소통하고, 연간 활동을 공시함으로써 자산소유자로서 스튜어드십 책임을 이행할 것을 명시⁹하였다. 아래 그림과 같이, GPIF의 투자 원칙은 GPIF의 스튜어드십 책임 이행 정책과 스튜어드십 활동 원칙 등을 통해 구체화되었다.

또한, GPIF는 자산소유자가 수익자의 이익을 위해 자산을 책임있게 관리하기 위한 공통 원칙인 **자산소유자 원칙(Asset Owner Principles)**¹⁰을 수용하였다. 자산소유자 원칙5는 GPIF가 자산소유자로서 직접 또는 위탁운용사를 통해 스튜어드십 책임을 이행할 것을 명시하였으며, 자산소유자 원칙의 이행 정책은 GPIF가 위탁운용사를 활용하는 한편, 고도화되고 전문적인 지식을 도입하기 위한 체계를 구축할 것을 강조하였다.

그림4. GPIF 투자 원칙을 포함한 스튜어드십 활동 관련 원칙



출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

⁹ 자세한 내용은 GPIF의 「Explanation of Investment Principles」 참고

¹⁰ 2014년 스튜어드십 코드 제정 이후, 일본 금융청(FSA)은 자산소유자의 자산운용사에 대한 효과적인 감독을 강조하는 의견서(opinion statement)를 발표하였다. 일본 스튜어드십 코드의 1차 개정(2017)은 이 의견서를 반영하여 자산소유자의 적극적인 역할을 더욱 강조하는 방향으로 이루어졌다. 이후 일본 정부는 2023년 12월 수립한 '일본을 선도적 자산운용 중심지로 육성하기 위한 정책 계획(Policy Plan for Promoting Japan as a Leading Asset Management Center)'에 근거하여, 2024년 8월 28일 '자산소유자의 투자-거버넌스-리스크 관리에 관한 공통 원칙(Asset Owner Principles, 이하 자산소유자 원칙)'을 제정하였다. 이는 '수익자의 최선의 이익을 고려하여 자산소유자가 자산을 관리할 책임(fiduciary duties)을 이행하는 데 유용한 공통 원칙을 제시하는 것'을 목적으로 한다. 특히, 자산소유자 원칙5는 “자산소유자는 수익자의 투자목표를 달성하기 위하여, 스스로 또는 운용위탁기관(investment trustee, 運用委託先)을 통해 스튜어드십 활동을 수행함으로써 투자대상기업의 지속가능한 성장을 고려해야 한다.”고 명시하고 있다. GPIF는 이를 지지하고 수용하였으며, 2024년 9월 18일 자산소유자 원칙에 대한 정책(Policy on Asset Owner Principles)을 수립하였다. GPIF의 자산소유자 원칙에 대한 이행 정책의 주요 내용은 아래와 같다.(GPIF Annual report, 2024)

- 투자 목적과 투자 목표 달성을 위한 투자정책을 수립하고, 이에 따라 행동할 것
- 위탁운용사를 활용하는 한편, 고도화되고 전문적인 지식을 도입하기 위한 체계를 구축할 것
- 연금 수급자의 이익만을 위해 적절한 투자 방식과 자산운용사를 선정하고, 분산투자에 기반하여 투자 리스크를 관리할 것
- GPIF와 관련된 모든 이해관계자가 정확히 참고할 수 있도록, 그리고 일본 국민의 이해를 얻을 수 있도록, 연금적립금 운용 현황과 투자 성과에 관한 정보를 공시할 것
- 피보험자의 이익을 위한 장기 투자수익 확보를 염두에 두고 스튜어드십 책임을 이행하기 위한 활동을 추진할 것

(1) 스튜어드십 책임 이행 정책(Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities)

GPIF 스튜어드십 책임 이행 정책은 GPIF가 자산소유자로서 일본 스튜어드십 코드의 7가지 원칙을 구체적으로 이행하기 위한 방식을 규정한다. GPIF 이니셔티브 관련 정책은 GPIF가 자체적으로 수행 가능한 스튜어드십 활동에 직접 참여하도록 요구한다. 또한, 위탁운용사 대상 이니셔티브 관련 정책은 GPIF가 운용사의 스튜어드십 활동에 대한 적절한 감독을 수행하며, 위탁운용사와 적극적으로 대화(인게이지먼트)를 실시하고, 매 회계연도마다 'GPIF 스튜어드십 활동 보고서'를 공표함으로써 스튜어드십 책임을 이행하도록 요구한다. 스튜어드십 책임 이행 정책은 일본 스튜어드십 코드 각 원칙에 해당하는 이행 방식을 제시한다. GPIF는 의결권을 직접 행사하지 않고 스튜어드십 책임 이행 과정에서 이해상충이 발생하지 않기 때문에, 위탁운용사를 통해 원칙2(이해상충 관리 정책 수립 및 공시)를 이행한다. 따라서, 위탁운용사가 이해상충 관련 원칙을 준수하도록 요구하고, 이를 위탁운용사 선정 또는 연간 평가 과정에 반영한다. 원칙3(투자대상기업 모니터링)과 원칙4(기업과의 공통의 이해 형성 및 건설적 목적 있는 대화)에 대해 GPIF는 자산운용사를 선정하거나 연간 평가를 실시할 때, 필요에 따라 자산운용사와의 인터뷰를 통해 투자대상기업에 대한 이해 수준과 투자대상기업과의 인게이지먼트 등 자산운용사의 인게이지먼트 실태를 점검한다. 또한, 원칙5(기업의 지속가능 성장에 기여하는 의결권 정책 수립 및 공시)와 관련하여 GPIF는 매 회계연도마다 개별 위탁운용사와 미팅을 개최하여 의결권 행사를 포함한 스튜어드십 활동의 이행 현황을 파악하고, 투자대상 기업별·안건별 의결권 행사 내역 등 공시 사항을 포함한 종합적인 평가를 실시한다.

표2. GPIF 스튜어드십 책임 이행 정책(일부 발췌)

구분	내용
GPIF 이니셔티브 관련 정책	- GPIF는 자산소유자로서 스튜어드십 코드에 따른 역할과 책임을 충실히 수행 - GPIF는 스튜어드십 활동을 촉진하며, 적절한 스튜어드십 책임을 검토하고, 수익자의 중장기 투자 수익 극대화 추구 - 수탁자 책임 관점에서, 장기 자본 생산성 향상을 위한 벤치마크 선정 연구 등 다양한 활동을 검토
위탁운용사 대상 이니셔티브 관련 정책	- GPIF는 국내외 주식 위탁운용사에 대해 GPIF의 '스튜어드십 활동 원칙' 및 '의결권 행사 원칙' 준수 요구 (원칙 미준수 시, GPIF에 사유 설명 의무 부과) - 위탁운용사 의결권 행사 등 스튜어드십 활동에 대한 지속적 모니터링, 운용사와 적극적 대화(인게이지먼트) 실시 - 동일한 조건 하에서 위탁운용사 평가 시, 스튜어드십 활동을 충실히 이행한 운용사 우대
일본 스튜어드십 코드 원칙별 이행 방식	[코드 원칙 2. 이해상충 관리 정책 수립 및 공시] - GPIF는 의결권을 직접 행사하지 않고 스튜어드십 책임 이행 과정에서 이해상충이 발생하지 않기 때문에, 위탁운용사를 통해 원칙2를 이행 '자산운용사의 이해상충 관리'에 관한 규정을 GPIF '스튜어드십 활동 원칙'과 '의결권 행사 원칙'에 각각 반영 - GPIF 위탁운용사 선정 또는 연간 평가 시, 해당 규칙을 기준으로 삼아 운용사와의 인게이지먼트 촉진 [코드 원칙 3. 투자대상기업 모니터링] & [코드 원칙 4. 기업과의 공통의 이해 형성 및 건설적 목적 있는 대화] - GPIF 위탁운용사 선정 또는 연간 평가 시, 위탁운용사와 인터뷰 진행, 투자대상기업에 대한 이해도 점검 및 기업과의 인게이지먼트 등 현황 점검 [코드 원칙 5. 기업의 지속가능 성장에 기여하는 의결권 정책 수립 및 공시] - 위탁운용사 의결권 행사 정책 수립 및 공시 요구 - 국내 주식 위탁운용사의 의결권 행사 정책 미공시 경우, 구체적 의결권 행사 현황을 기업 경영진과 GPIF에 보고 - 위탁운용사 연간 점검 및 평가: 매 회계연도 운용사별 미팅 개최, 기업별·안건별 의결권 행사 내역과 공시를 포함한 스튜어드십 활동 전반에 대한 종합 평가 실시

출처: GPIF, 「Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities Stewardship Principles」(2025.12.08)

(2) 스튜어드십 활동 원칙(Stewardship Principles)

GPIF 스튜어드십 활동 원칙(stewardship principles)은 GPIF가 자산소유자로서 위탁운용사에 요구하는 **5가지 원칙**을 의미¹¹ 한다. GPIF는 자체적인 스튜어드십 책임을 이행하기 위해 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 지속적으로 모니터링하고 이들과의 대화(인게이지먼트)를 적극적으로 수행하며, 5가지 스튜어드십 활동 원칙 준수를 위탁운용사에 요구한다. 단, GPIF 위탁운용사가 투자 대상 자산의 특성이나 투자 스타일로 인해 일부 원칙을 준수하지 않기로 결정한 경우, 그 사유를 설명할 수 있다. 아래 표와 같이, GPIF 스튜어드십 활동 원칙은 위탁운용사가 코드를 채택할 것과 이해상충 관리, 스튜어드십 활동 정책 수립 및 공개, 투자 프로세스 내 ESG 통합을 포함한 지속가능성 고려, GPIF와 수익자의 최선의 이익만을 위한 의결권 행사¹² 등을 이행할 것을 제시한다. (전문은 부록4 참고)

표3. GPIF 스튜어드십 활동 원칙(Stewardship Principles)

구분	내용
원칙1. 위탁운용사의 기업지배구조 체계	- 일본 스튜어드십 코드 채택 - 독립성·투명성 강화를 위한 견고한 지배구조 구축(독립이사 등) - 스튜어드십 책임 이행을 위한 충분한 내부 자원 확보 - 임원·직원 보상체계가 GPIF 이익과 어떻게 정렬되는지 설명
원칙2. 위탁운용사의 이해상충 관리	- 수익자 이익을 최우선으로 이해상충(그룹 차원 포함) 적절히 관리 - 이해상충 유형 구분(자본관계 및 사업관계)과 관리정책 수립·공개 - 독립성 높은 제3자 위원회 설치 및 정보 공개 - 이해상충 가능 기업에 대한 의결권 행사 시, 제3자 위원회 활용 또는 의결권 자문사 권고 반영 등 자의성 배제 절차 마련
원칙3. 인게이지먼트를 포함한 스튜어드십 활동 정책	- 스튜어드십 정책 수립·공개, 인게이지먼트 방침 포함 - 장기 위험조정수익 중심 활동 및 투자 프로세스와 통합 - ESG 등 비재무 정보 활용, 이해관계자(규제기관·거래소·기업 등)와 교류 - 기업 거버넌스 코드 미준수 시 설명 타당성 검토 - 외부 인게이지먼트 기관 사용 시 사전 실사 및 모니터링
원칙4. 투자 프로세스 내 ESG 통합을 포함한 지속가능성 고려	- ESG 및 지속가능성 요소를 투자 프로세스에 통합 - 중요(중대성) ESG 이슈 식별 및 장기 목표 설정 - 투자대상 기업과 적극적 대화 - PRI 가입 및 ESG 관련 업계 이니셔티브 참여
원칙5. 의결권 행사	- GPIF 및 수익자 이익을 최우선으로 의결권 행사 - GPIF 의결권 행사 원칙에 따라 장기 기업가치 제고 지향 - 의결권 자문사 선정 시 사전 실사 및 지속적 품질 점검

출처: GPIF, 「Stewardship Principles」(2025.12.08)

¹¹ 이 원칙은 일본 스튜어드십 코드의 원칙과 달리, GPIF가 자체적으로 수립한 스튜어드십 활동 원칙을 의미함.

¹² GPIF 의결권 행사 원칙(Proxy Voting Principles)에 따라, GPIF 위탁운용사는 의결권 행사 내역을 정기적으로 점검하고 자체 평가(self-evaluation)를 수행해야 하며, 그 결과를 바탕으로 다음 연도의 정책을 필요에 따라 개정해야 함.

3) 제5차 중기계획에 따른 이니셔티브¹³

2014년 일본 스튜어드십 코드가 도입된 이후, GPIF 제3차 중기계획(FY2015-2019)¹⁴은 GPIF 위탁운용사가 연금적립금 위탁 운용 과정에서 코드를 준수할 것을 요구하였다. 이후 제4차 중기계획(FY2020-2024)¹⁵부터는 위탁운용사의 선정 및 평가관리에 스튜어드십 활동 등을 반영하여 위탁운용사 평가 체계를 정교화 할 것을 명시하였고, 2025년 발표한 제5차 중기계획(FY2025-2029)¹⁶은 이를 더욱 구체화하였다. 특히, GPIF는 **제5차 중기계획에 따른 이니셔티브**를 추가로 수립 및 공표하고 향후 스튜어드십 활동의 방향과 우선순위, 추진과제를 제시하였다. 이를 통해 GPIF는 향후 5년간 추진할 위탁운용사와의 대화(인게이지먼트) 계획과 다양한 이해관계자와 협력하여 스튜어드십 책임을 이행하는 방안을 구체적으로 명시하였다.

표4. GPIF 제5차 중기계획 및 이에 따른 이니셔티브(일부 발췌)

구분	내용
<제5차 중기계획> GPIF 스튜어드십 활동 및 ESG 투자	• [의결권 행사] GPIF는 기업 경영 등에 직접적 영향을 미치지 않기 위해, 의결권 행사는 직접 수행하지 않으며 위탁운용사 판단에 위임 • [스튜어드십 활동 강화] 위탁운용 시, 장기적 투자수익 향상에 기여하는 ESG 요소를 포함한 지속가능성 고려하여 효과적인 인게이지먼트 수행 • [목적 명확화] 의결권 행사 등 스튜어드십 활동의 목표는 오직 피보험자의 장기적 투자수익 향상 • [스튜어드십 활동의 효과 평가] GPIF와 위탁운용사 간 양방향 커뮤니케이션을 통한 인게이지먼트를 수행하며, 스튜어드십 활동 상황을 스튜어드십 활동 보고서로 작성 후, 경영위원회에 보고 • [정책 및 원칙 기반 대화] 코드를 기반으로, 스튜어드십 책임 이행 정책(Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities)에 대응하고, 자산소유자 원칙(Asset Owner Principles)을 참고하여 투자 체인 내 다양한 주체와의 지속적 대화를 통한 스튜어드십 활동 강화
<제5차 중기계획에 따른 이니셔티브> GPIF 스튜어드십 활동 관련 향후 추진과제	① 위탁운용사와의 대화(인게이지먼트) • 위탁운용사의 투자전략에 부합하는 스튜어드십 활동의 질을 평가하는 체계 검토 • 위탁운용사의 투자전략에 부합하는 효과적인 스튜어드십 활동 모범사례(성공사례) 정리 및 공표 • 위탁운용사의 스튜어드십 활동 데이터베이스 구축을 통한 평가 절차의 효율성 제고 ② 투자 사슬의 선순환 구축 • 투자대상기업에 대한 위탁운용사의 기대 등 투자자의 관점을 적극적으로 전달 • 기업가치 제고와 자본시장 및 전체 경제의 지속가능한 성장에 기여하는 스튜어드십 활동 분석 및 공유 • 투자대상기업 및 다른 자산소유자(asset owners) 등 시장참여자와의 의견 교환 기회 확대 및 협력 강화

출처: GPIF, 「Direction and medium-term initiatives of GPIF's stewardship activities」(2025.03.31)

¹³ 자세한 내용은 GPIF의 「Direction and medium-term initiatives of GPIF's stewardship activities」(2025.03.31) 참고

¹⁴ 자세한 내용은 「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(2015.04.01) 참고

¹⁵ 자세한 내용은 「Government Pension Investment Fund Medium-Term Plan」 (2023.01.25) 참고

¹⁶ 자세한 내용은 「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(2025.03.31) 참고

2. 자산군별 위탁운용사 이행점검 기준¹⁷

1) 주식

(1) 패시브/액티브 운용

GPIF는 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 대한 평가에서 정량적 성과를 고려하되, 정성적 평가를 중심으로 종합적으로 실시한다. GPIF의 주식 투자 중 약 90%는 패시브 운용이며, 광범위한 상장기업에 투자하고 있기 때문에, GPIF의 수익률 제고를 위해서는 시장 전체의 지속가능성이 핵심이다. 이에 따라, GPIF는 패시브 운용사에 의한 인게이지먼트가 장기적 관점에서 투자대상기업의 기업가치 제고 및 시장 전체의 지속적 성장에 기여하는 것을 중요하게 간주한다. 또한, 코드 2차 개정(2020)에서 스튜어드십 책임의 정의에 'ESG 요소를 포함한 중장기적인 지속가능성을 고려할 것'을 추가적으로 명시한 것은 스튜어드십 책임 이행에 있어서 지속가능성의 중요성이 확대되고 있음을 알 수 있다. GPIF는 형식적인 면담이 증가하는 것을 방지하기 위해, 인게이지먼트의 '횟수'만을 기준으로 자산운용사를 높게 평가하지는 않으며, 스튜어드십 책임을 보다 실질적으로 이행하는 자산운용사를 높이 평가한다.

GPIF 위탁운용사의 운용 스타일에 따른 스튜어드십 책임 이행에 대한 평가는 아래를 기준으로 한다.

▪ **패시브 투자: 투자대상기업의 장기적 기업가치 제고 및 시장의 지속가능한 성장에 대한 기여도**

▪ **액티브 투자: 투자대상기업의 장기적 주주가치 증대에 대한 기여도**

코드 2차 개정(2020) 이후, GPIF는 위탁운용사 종합평가에서 실질성이 높은 활동을 중점적으로 평가하는 체계로 전환하였다. 이에 따라, GPIF는 평가 과정에서 위탁운용사와 의견을 교환하며, 외부로부터 제공되는 정보를 참고하여 아래 사항을 확인한다. GPIF가 보고서 또는 인터뷰를 통해 위탁운용사의 이해상충 등 거버넌스 문제에 대한 우려를 발견한 경우, 이를 운용사에 전달하고 다양한 대화를 통해 우려사항을 해소한다.

▪ **거버넌스 체계 (조직, 이해상충 관리)**

▪ **일본 스튜어드십 코드 및 책임투자원칙(PRI) 수용 여부**

▪ **스튜어드십 활동 (정책, 현황, 인게이지먼트 이행)**

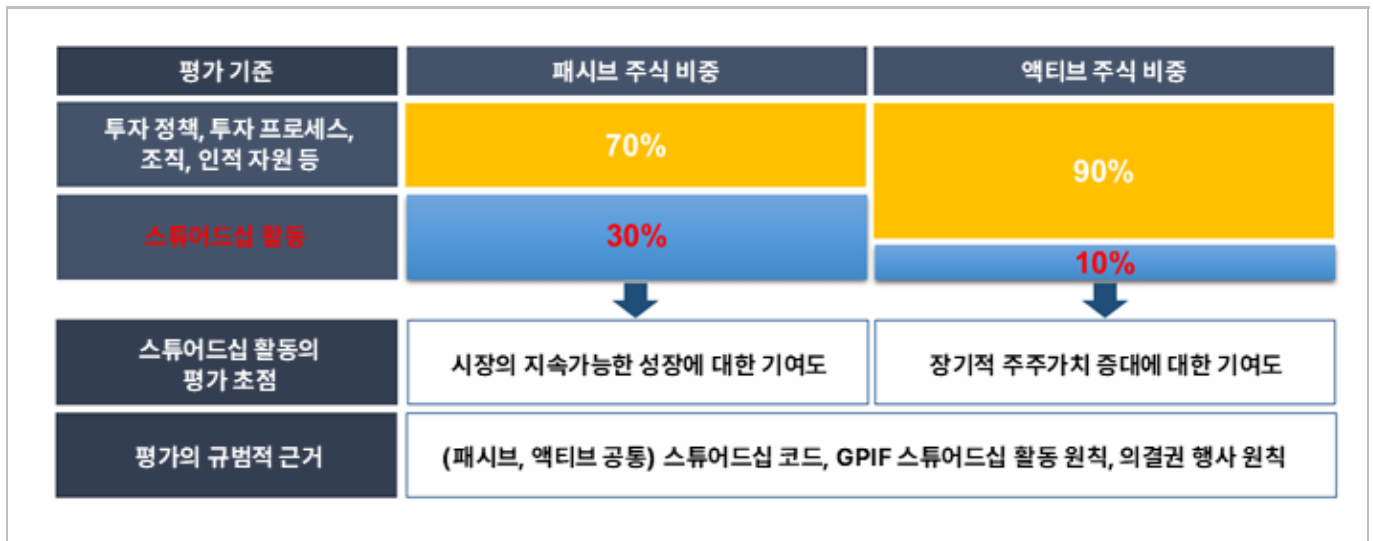
▪ **자산운용사가 식별한 중요 ESG 이슈에 대한 대응**

▪ **주주총회 의결권 행사 (예: 주요 안건, 운용사 간 판단이 상이한 사례, 주주제안에 대한 판단 과정 등)**

▪ **GPIF의 '스튜어드십 활동 원칙' 및 '의결권 행사 원칙'에 대한 대응 (의결권 행사 내역 공개 포함)**

¹⁷ 자세한 내용은 GPIF의 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025) 참고

그림5. GPIF의 주식 패시브/액티브 운용에 대한 스튜어드십 활동 평가



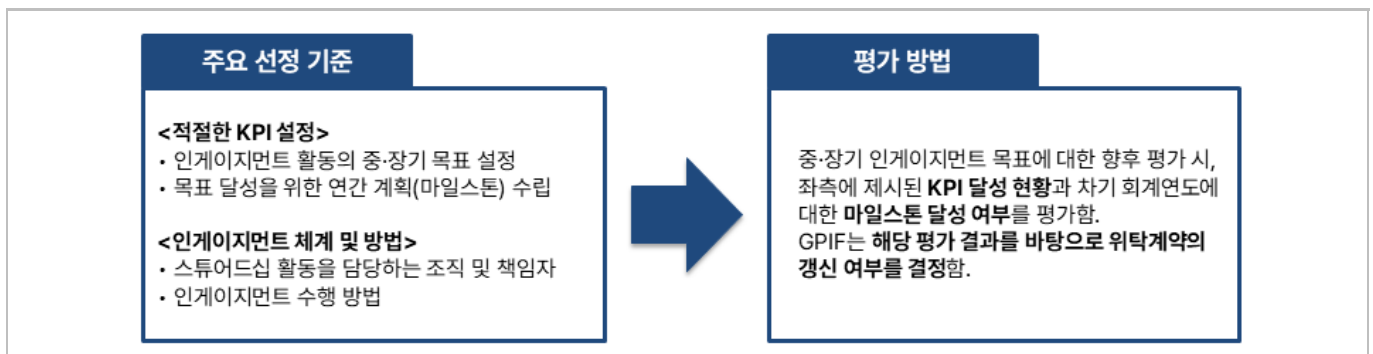
출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

(2) 인게이지먼트 강화형(engagement-enhanced) 패시브 운용

GPIF는 스튜어드십 활동을 통해 시장 전체의 지속가능한 성장을 달성하고, 스튜어드십 활동의 접근 방식과 수단을 다양화·고도화하기 위해, 2018년부터 스튜어드십 활동에 중점을 둔 패시브 투자 모델인 인게이지먼트 강화형 패시브 운용(Engagement-enhanced Passive)을 도입하기 시작하였다. 해당 모델을 선정¹⁸함에 있어, GPIF는 투자 프로세스, 스튜어드십 정책, 그리고 조직 체계와 수수료 수준을 포함한 비즈니스 모델을 종합적으로 검토한다.

아래 그림과 같이 인게이지먼트 강화형 패시브 운용의 주요 선정 기준은 1) '적정 KPI 설정' 영역에서 '인게이지먼트 활동의 중·장기 목표 설정'과 '목표 달성을 위한 연간 계획(마일스톤)' 달성 여부와 2) '인게이지먼트 체계 및 방법' 영역에서 '스튜어드십 활동을 담당하는 조직 및 책임자'와 '인게이지먼트의 수행 방법'이다. GPIF는 이러한 KPI 달성 현황과 연간계획(마일스톤) 달성 여부를 평가한 결과를 바탕으로 위탁계약의 갱신 여부를 결정한다.

그림6. GPIF의 인게이지먼트 강화형 패시브 운용에 대한 스튜어드십 활동 평가 항목



출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

¹⁸ 인게이지먼트 강화형 패시브 위탁운용사로 선정된 애셋 매니지먼트 원과 FIL 인베스트먼트, 스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용, 리소나 자산운용의 구체적 사례는 본 보고서의 'III. GPIF 위탁운용사 이행점검 사례' 참고

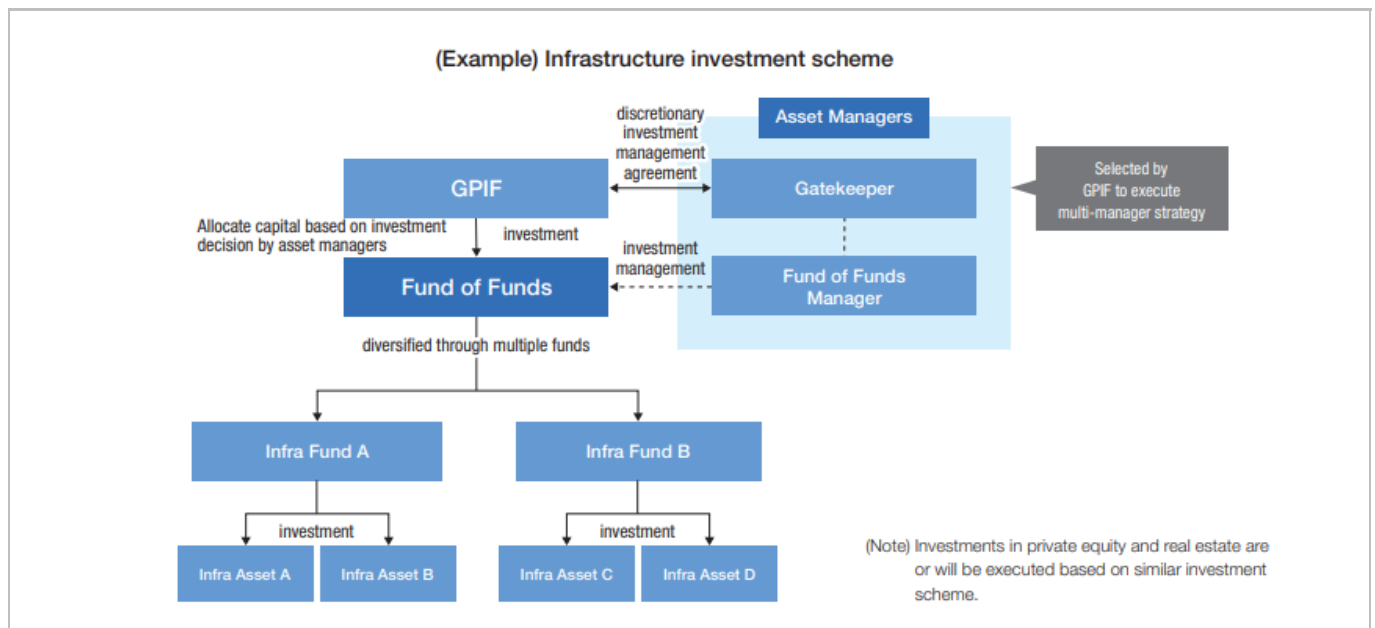
2) 채권

코드 2차 개정(2020)에서 주식 외 자산에도 스튜어드십 책임이 적용되면서, GPIF는 스튜어드십 책임 이행 정책의 적용 범위를 주식에서 채권을 포함한 전 자산으로 확대하였다. GPIF는 채권 위탁운용사에 대한 평가 방법의 일환으로 스튜어드십 활동 관련 설문조사를 실시하여, 인게이지먼트 이행 현황, 향후 계획 및 과제를 파악하였다. GPIF는 2022년부터 채권 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 투자대상기업의 지속가능한 성장 촉진 및 신용위험 감소에 대한 기여도 관점에서 평가하고 있다. 또한, 위탁운용사의 거버넌스 체계(조직, 이해상충 관리), 일본 스튜어드십 코드 및 PRI 수용 여부, 스튜어드십 활동 정책, GPIF 스튜어드십 활동 원칙에 대한 대응을 확인한다.

3) 대체투자

대체자산(인프라, 부동산, 사모펀드)은 운용사가 투자대상기업의 ESG 활동에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 자산군으로, ESG를 중시하는 글로벌 투자자들 사이에서 중요성이 증가하고 있다. 대체자산 위탁운용사 선정 시, 스튜어드십 책임과 ESG 활동이 중요한 평가 요소로 포함되며, 운용사 선정 후에는 정기적으로 ESG 보고서 제출을 요구하고, 이를 토대로 종합평가에서 스튜어드십 책임 이행을 평가한다. 또한, 게이트키퍼(Gatekeeper) 및 펀드오브펀드(Fund of Funds) 운용사의 스튜어드십 활동에 대해서도 의견 교환을 실시한다. 구체적인 평가 항목은 거버넌스 체계(조직, 이해상충 관리 등)와, PRI 수용 여부, ESG를 포함한 스튜어드십 활동(정책, 현황, 인게이지먼트 이행, 자산 특성에 따른 ESG 대응)이다. GPIF는 위탁운용사 평가 시 GRESB(Global Real Estate Sustainability Benchmark)¹⁹ 데이터 활용 현황도 확인한다.

그림7. GPIF의 대체투자 구조



출처: GPIF, 「Annual Report(2024)」

¹⁹ GRESB는 부동산 및 인프라 포트폴리오의 ESG 성과를 평가하는 글로벌 벤치마크 기관으로, GPIF는 2020년 3월 부동산 투자자 회원으로 가입하였고, 2022년 8월에는 일본 최초의 인프라 투자자 회원으로 가입함.

3. GPIF 위탁운용사 이행점검 방식

1) 상장기업 대상 설문조사

GPIF는 2016년부터 2025년까지 **TOPIX 기업을 대상으로 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 평가하는 설문조사**를 실시해왔다. 해당 설문조사를 통해 GPIF는 위탁운용사와 기업 간의 목적 있는 건설적 대화(인게이지먼트) 현황과 지난 1년간의 변화를 확인하였으며, 상장기업 측 관점에서 운용사의 활동을 평가하고 개선사항을 파악하여 평가의 객관성을 확보하고자 하였다. 한편, 최근 5년간 설문조사의 응답률은 2020년 30.6%에서 점차 상승하는 추세를 보이면서, 2025년 37.3%로 가장 높은 수치를 기록하였다. 설문조사 응답률의 절대적인 수치는 낮은 수준이지만, 응답률의 증가 추세는 투자자와 기업 간의 소통에 대한 기업의 적극적인 의지가 반영된 것으로 판단된다.

설문조사의 내용은 크게 4개의 영역으로, 1) GPIF 위탁운용사를 포함한 기관투자자의 현황 및 변화 동향, 2) 기업의 IR 및 ESG 활동, 3) GPIF의 ESG 지수 관련 이니셔티브, 4) GPIF의 전반적인 스튜어드십 활동을 포함한 이니셔티브로 구분된다. 2025년 1월부터 3월까지 TOPIX 기업 1,696개사를 대상으로 시행된 제10차 설문조사²⁰는 ▲기관투자자와의 IR 미팅 등 소통 현황과 ▲자본비용과 주가를 고려한 경영 실현을 위한 대응의 영향, ▲SSBJ(일본 지속가능성 공시기준) 초안에 대한 대응 계획에 대한 질문이 기존 양식에서 추가되어 진행되었다.

제10차 설문조사 결과, 첫째, 기업들은 GPIF와 위탁운용사의 대화를 대체로 유익하게 평가하였으며, 특히 장기 전략, ESG, 재무 성과 관련 대화가 기업의 전략 개선과 이해에 도움을 주었다고 응답했다. 일부 기업은 단기 실적 중심의 질문이 충분히 유익하지 못했다는 의견도 제시했다. 둘째, 기업의 IR 및 ESG 활동과 관련하여, 상장기업들은 SSBJ(일본 지속가능성 공시기준)와 기후 관련 재무공시(TCFD), 자연자본 관련 재무공시(TNFD) 등 ESG 정보 공개와 비재무 정보 설명에 적극 대응하고 있는 것으로 나타났으며, 통합보고서를 활용한 정보 제공도 점차 확대되고 있다. 셋째, GPIF가 채택한 ESG 지수와 평가방법에 대해서도 기업들의 의견을 수집하였으며, 기업들은 지수 구성과 평가 방식 개선에 관심을 갖고 피드백을 제공했다. 넷째, GPIF의 전반적인 스튜어드십 활동에 대해 기업들이 긍정적으로 평가하면서도, 장기적 기업가치 제고와 ESG 관련 대화 확대에 대한 기대를 나타냈다.

특히, 제10차 설문조사에서 신규로 추가된 질문 중에서 기관투자자와의 대화가 실제로 유익했는지를 평가하는 질문은 주목할만 부분이다. 응답 기업의 약 90%는 기관투자자와의 대화를 긍정적이고 유익하게 평가했으며, 장기 전략, ESG 활동, 재무 성과 관련 논의가 기업의 이해와 전략 개선에 기여한 것으로 나타났다. 다만, 일부 기업은 단기 실적 중심의 질문은 효과가 제한적이었다고 응답했다. 긍정적으로 응답한 기업은 기관투자자와 대화가 실질적인 행동 변화로 이어졌으며, 재무 및 비재무 정보 공개 강화, 장기 전략 반영, 지속가능성-지배구조 활동 강화, 재무전략 수정 등 다양한 개선 활동이 이루어졌음을 밝혔다. 이러한 결과는 기관투자자와 기업 간의 대화가 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미치는 방향으로 이루어지고 있음을 보여준다.

²⁰ 자세한 내용은 GPIF의 「Report of the 10th Survey of Listed Companies Regarding Institutional Investors' Stewardship Activities」(May 2025) 참고

표4. GPIF 위탁운용사의 스튜어드십 활동에 대한 상장기업 설문조사 영역별 질문

구분	내용
GPIF 위탁운용사를 포함한 기관투자자 현황 및 변화 동향	Q1. 기관투자자와의 IR 미팅 및 기타 대화 진행 현황과 유의 수준 평가(신규 항목) Q2. 지난 1년간 IR 미팅 등에서 관찰된 기관투자자의 변화(일부 신규 항목) Q3. 기관투자자와의 대화로 인해 관찰된 기업 행동의 변화(신규 항목) Q4. 기업의 장기 비전과 관련하여 기관투자자와 대화를 수행한 현황 Q5. 기관투자자의 기업지배구조 보고서 활용 현황 Q6. 기관투자자의 통합보고서 활용 현황 Q7. 지난 1년간 기관투자자와 독립이사 및 감사위원 간 대화 수행 현황 Q8. 지난 1년간 협력적 인게이지먼트 수행 현황 Q9. 국내 주식 운용을 위탁 받은 GPIF 위탁운용사의 Engagement 평가 Q10. 채권 투자자와의 대화 수행 현황 Q11. 기관투자자가 중장기적으로 기업가치 제고 및 지속가능 성장을 위해 수행할 역할에 대한 기대
기업의 IR 및 ESG 활동	Q1. SSBJ(일본 지속가능성 공시기준) 초안에 대한 기업 대응(신규 항목) Q2. 기관투자자 대상 비재무 정보 설명 현황 Q3. 통합보고서 작성 여부 Q4. TCFD(기후 관련 재무공시) 권고사항에 따른 공시 수행 여부 Q5. TNFD(자연자본 재무공시) 권고사항에 따른 공시 수행 여부(일부 신규 항목) Q6. 증권보고서상의 지속가능성 공시 현황(신규 항목) Q7. 도쿄증권거래소(TSE) 요청 '자본비용과 주가를 고려한 경영 실현을 위한 대응' 현황(일부 신규 항목) Q8. ESG 활동의 목적 Q9. ESG 활동의 주요 주제(일부 신규 항목)
GPIF의 ESG 지수 관련 이니셔티브	Q1. GPIF가 채택한 ESG 지수에 대한 평가 Q2. ESG 지수 평가 방법론 검토 현황 Q3. 자사 기업의 ESG 지수 편입에 대한 의견 Q4. ESG 지수 제공기관 및 평가사와의 대화 수행 현황 Q5. ESG 지수에 대한 기업 의견
GPIF의 전반적인 스튜어드십 활동을 포함한 이니셔티브	Q1. GPIF의 전반적 스튜어드십 활동에 대한 평가 Q2. GPIF의 이니셔티브 인지도 및 평가(일부 신규 항목) Q3. GPIF의 홍보 활동 인지도 Q4. GPIF 위탁운용사가 수행한 대화 현황 확인 협조 요청 Q5. 자산소유자로서 GPIF의 스튜어드십 활동에 대한 기대 Q6. GPIF에 대한 의견 또는 요청

출처: GPIF, 'Report of the 10th Survey of Listed Companies Regarding Institutional Investors' Stewardship Activities'(May 2025)

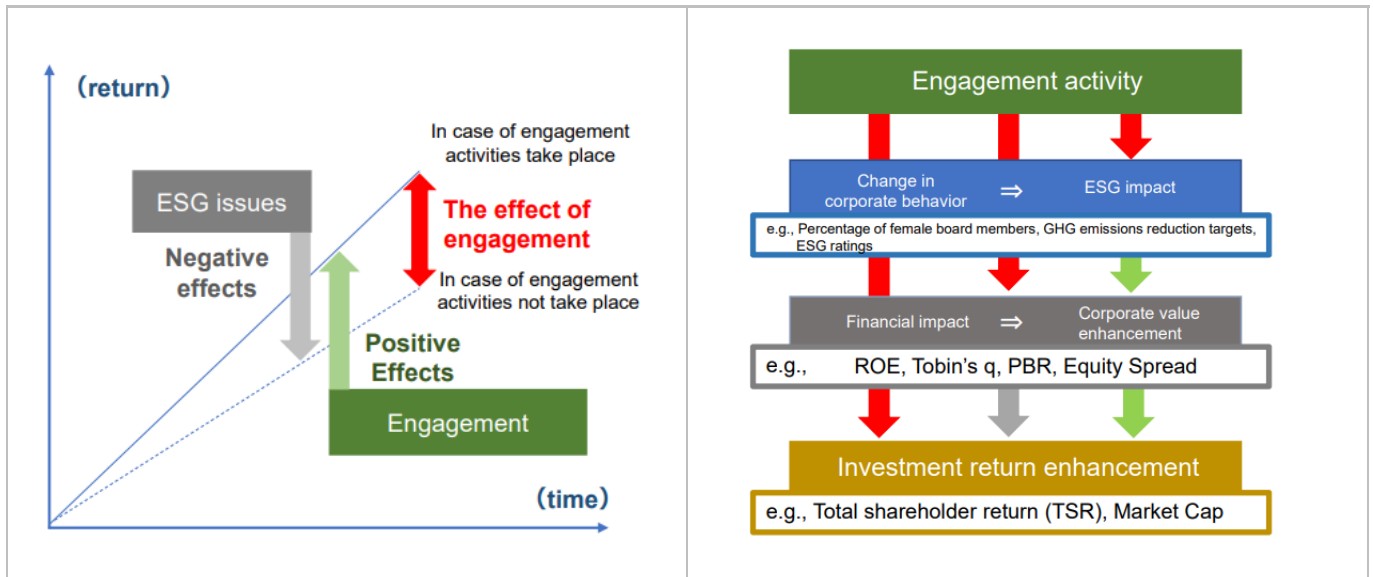
2) GPIF 스튜어드십 활동 효과 평가²¹

GPIF는 FY2017부터 FY2022(12월)까지 국내 주식 투자를 위탁받은 위탁운용사가 수행한 인게이지먼트 기록을 활용하여, 인게이지먼트와 기업가치 개선 간의 인과관계를 분석하여 발표하였다. 이는 국내 주식 투자를 위탁받은 운용사 펀드가 FY2017부터 FY2022(12월)까지 수행한 26,792건의 인게이지먼트, 총 48,077개 주제(theme)에 대한 기록을 활용하여, 인과관계를 포함한 인게이지먼트의 효과를 실증 분석한 연구이다.

분석 결과, 위탁운용사가 수행한 인게이지먼트가 기업가치 개선에 유의미한 가치를 지니고 있음이 확인되었다. 특히 기후 관련 인게이지먼트의 경우, 대화를 통해 직접적으로 연계된 온실가스(GHG) 감축 목표 설정 비중의 증가, 그리고 PBR, 토빈의 Q(Tobin's Q)와 같은 기업가치 지표의 개선이 확인되었으며, 이를 통해 인게이지먼트가 시장의 지속가능한 성장에 기여하고 있음이 나타났다.

또한, FY2017에 '이사회 구조, 자기평가(Board Structure, Self-evaluation)'를 주제로 인게이지먼트 대상이 된 기업은 256개사였으며, 이들 기업의 총 시가총액은 약 304조 엔(2018년 3월 말 기준)으로, 이는 당시 TOPIX 구성 종목 전체 시가총액의 47%를 차지하였다. 이 연구는 GPIF의 국내 주식 위탁운용사가 수행한 인게이지먼트 효과로 인해 해당 기업의 시가총액이 평균 6% 증가하여, 인게이지먼트가 미치는 영향이 매우 크다는 결론을 도출하였다.

그림8. GPIF 스튜어드십 활동 효과 평가



출처: GPIF, 「Evaluation Project on the effects of engagement」(May 2024)

²¹ 자세한 내용은 GPIF의 「Evaluation Project on the effects of engagement」(May 2024) 참고

IV. GPIF 위탁운용사 이행점검 사례²²

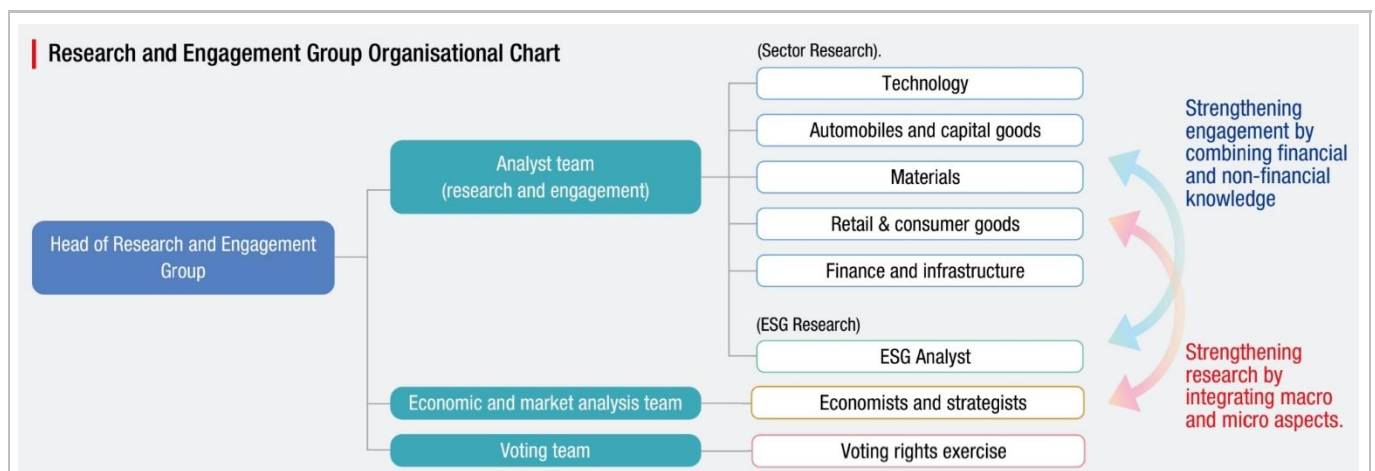
2018년 인게이지먼트 강화형 패시브 운용(Engagement-enhanced Passive)을 도입한 GPIF는 해당 운용사로 애셋 매니지먼트 원과 FIL 인베스트먼트를 선정하였으며, 2021년 스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용과 리소나 자산운용을 추가로 선정하였다. 아래 사례를 통해 GPIF가 선정한 인게이지먼트 강화형 패시브 운용사의 주요 스튜어드십 활동, 그리고 GPIF에 정기적으로 보고되는 사항과 GPIF가 구체적으로 평가하는 항목을 확인하고자 한다.

1. 애셋 매니지먼트 원(Asset Management One)²³

애셋 매니지먼트 원은 2016년 10월, 4개의 자산운용회사가 합병하여 출범하였다. 애셋 매니지먼트 원은 타 운용사보다 이른 시기에 책임투자 전담 부서를 설치하고, 기업지배구조 개선과 기업가치 제고를 촉진하기 위해 스튜어드십 활동을 적극적으로 강화해 왔다. 특히, 애셋 매니지먼트 원은 기관투자자로서 기업과의 건설적인 대화(engagement)를 통해 장기적 수익성과 지속가능성을 동시에 달성하는 것을 중요한 역할로 인식하고 있다.

이러한 방향성에 따라 2024년 4월 애셋 매니지먼트 원은 **리서치와 인게이지먼트 기능을 중심으로 조직 개편**을 시도하였다. 기존에는 섹터 및 ESG 분석, 의결권 행사, 거시경제 및 전략 분석 등이 각자 분리된 구조로 운영되었으나, 개편 이후에는 리서치 & 인게이지먼트 그룹 체계로 통합되었다. 이러한 개편의 핵심 목적은 기업 분석과 의결권 행사, 인게이지먼트 활동이 서로 연계되고, 기업과의 대화 과정에서 재무적·비재무적 요소를 동시에 고려할 수 있는 기반을 마련함으로써, 하나의 투자 판단 체계 안에서 전문 분야 간 상호작용과 협업을 강화하는 데 있다. 이러한 조직적 변화를 통해 애셋 매니지먼트 원은 GPIF의 자산을 수동적으로 위탁받아 운용하는 역할을 넘어, 장기 투자자로서 기업의 지속가능한 가치 창출을 촉진하고자 하였다.

그림9. 애셋 매니지먼트 원의 조직적 변화



출처: Asset Management One, 「Sustainability Report 2024」

²² 자세한 내용은 GPIF의 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025) 참고

²³ 자세한 내용은 Asset Management One의 「Sustainability Report 2024」 참고

애셋 매니지먼트 원은 섹터 애널리스트와 ESG 애널리스트의 전문성 통합을 통해 재무적·비재무적 관점 모두에서 기업의 최고경영진과 대화함으로써 기업가치 제고에 기여하는 것을 목표로 하는 '코어 인게이지먼트(core engagement)'를 개시하였다.

또한, 애셋 매니지먼트 원은 2030년을 목표로 한 새로운 스튜어드십 활동 로드맵을 수립하였다. 본 로드맵에서는 '향후 2년 이내 자본 효율성과 주가를 의식한 경영 확립 및 진행', '2027년까지 효과적인 기업지배구조 및 공시 개선', '2030년까지 글로벌 수준의 기업지배구조 달성'과 같이 구체적인 시기별로 투자대상기업에 대한 운용사의 기대 수준을 명확하게 제시하고 있다.

그림10. 애셋 매니지먼트 원의 스튜어드십 활동 로드맵



출처: Asset Management One, 'Sustainability Report 2024'

애셋 매니지먼트 원은 인게이지먼트 대상 기업 및 달성 목표(milestone)를 관리하기 위해 지속가능한 기업가치 제고와 지속가능한 시장 성장 달성을 목표로 하여, 투자대상기업의 ESG 관련 주제를 시장 공통의 핵심 과제로 식별하였다. 이에 따라 18개의 ESG 이슈를 설정하고, 이슈(Issues)를 문제의 소재로, 목표(Goals)를 달성하고자 하는 성과로, 행동(Action)을 기업의 구체적 이니셔티브로 명확히 제시함으로써 인게이지먼트의 방향성을 구체화하였다. 또한, 18개 ESG 이슈에 대해 8단계 목표(milestone)를 설정하고, 이슈의 식별부터 해결까지 인게이지먼트 진행 상황을 정기적으로 GPIF에 보고²⁴하고 있다. 이 외에도, 애셋 매니지먼트 원은 스튜어드십 활동에 대한 자기 평가 보고서를 공개하고 있으며, 영국 스튜어드십 코드 서명기관 등재 및 UN PRI로부터의 우수한 평가 점수 등 스튜어드십 활동에 대한 외부 평가 결과를 공개하여 스튜어드십 활동의 진정성을 대외적으로 공표하여 스튜어드십 활동을 실질적으로 검증하였다.

²⁴ FY2024 3 분기까지 단계별 달성 목표(milestone)의 관리 대상이 된 이슈는 495 건임. ESG 이슈 중에서 지배구조 및 공시(Governance and Disclosure)가 전년 대비 증가하여 가장 많은 비중을 차지했으며, 대화의 주요 주제로는 이사회, 기업지배구조, 지속가능경영, 자본효율성, 공급망 관리 등이 포함됨. FY2024 3 분기까지 총 55 개의 인게이지먼트 프로젝트가 완료되었으며, 이들은 주로 지속가능경영, DE&I(다양성·형평성·포용성) 분야임.

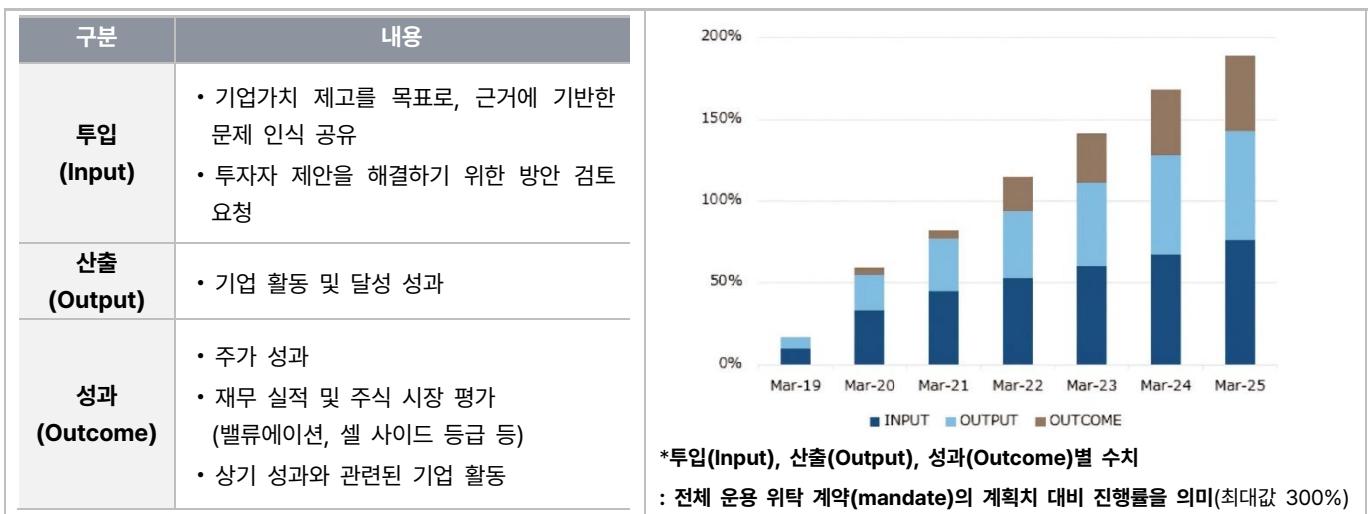
이처럼 애셋 매니지먼트 원 스튜어드십 활동의 특징은 ▲인게이지먼트 강화를 위한 조직적 변화와 ▲코어 인게이지먼트 개시, ▲중장기 관점의 스튜어드십 활동 로드맵 구축, ▲구체적인 인게이지먼트 주제와 목표 공개, ▲외부 평가 공개로 구분된다. 특히, GPIF는 애셋 매니지먼트 원이 중장기 관점의 스튜어드십 활동 로드맵을 구축해 기업 정보 공시와 인게이지먼트를 효과적으로 결합하고 있는 점을 긍정적으로 평가하였다.

2. FIL 인베스트먼트(FIL Investment (Japan))

FIL 인베스트먼트²⁵는 액티브 투자 애널리스트의 전문성을 바탕으로, 대형주 기업의 인식 전환을 유도함으로써 β (베타)를 효율적으로 제고하는 것을 목표로 하고 있다. 또한, 투자대상기업의 가치를 제고하기 위해, 수익성과 성장성이 개선될 수 있도록 인게이지먼트의 주제를 식별하고, 이를 바탕으로 기업들과 인게이지먼트를 수행하고 있다. FIL 인베스트먼트는 시가총액에 미치는 영향이 클 것으로 예상되는 대형주를 중심으로 인게이지먼트를 실시하기 위해 시가총액 1조 엔 이상, 기업가치가 50% 이상 개선될 것으로 기대되는 기업 등의 조건을 기준으로 인게이지먼트 대상 기업을 선정한다. 또한, 세가지 지표인 투입(input), 산출(output), 성과(outcome)를 설정하고 각 진행 정도에 점수를 부여하여 인게이지먼트의 진행 상황을 관리하여 GPIF에 보고하고 있다. 이 외에도, FIL 인베스트먼트는 학문적 관점에서 외부 기관을 통해 인게이지먼트의 효과를 검증하였다. FIL 인베스트먼트는 약 80%의 인게이지먼트 대상 기업에서 최고경영진과 이슈에 대한 문제의식을 공유하였다.

FIL 인베스트먼트 스튜어드십 활동의 특징은 ▲인게이지먼트 대상 기업 선정 기준(시가총액 1조 엔 이상, 기업가치 50% 이상 개선 기대) 보유, ▲투입(input), 산출(output), 성과(outcome) 지표의 진행 정도에 따른 점수 부여, ▲외부기관을 통한 인게이지먼트 효과 검증, ▲최고경영진과 문제의식 공유로 구분된다. 특히, GPIF는 FIL 인베스트먼트의 인게이지먼트 대상 기업 수는 적지만, 대부분의 기업이 인게이지먼트 주제와 관련하여 구체적으로 행동을 변화하고 있음을 긍정적으로 평가하였다.

그림11. FIL 인베스트먼트 스튜어드십 활동 진행 상황



출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

²⁵ FIL Investment(Japan)은 Fidelity International의 일본 현지 자회사임.

3. 스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용

스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용(이하, '스미토모 미쓰이')의 스튜어드십 활동은 ▲ 다층적 인게이지먼트 모델, ▲ ESG 중대성에 기반한 주제 및 목표 설정으로 요약된다.

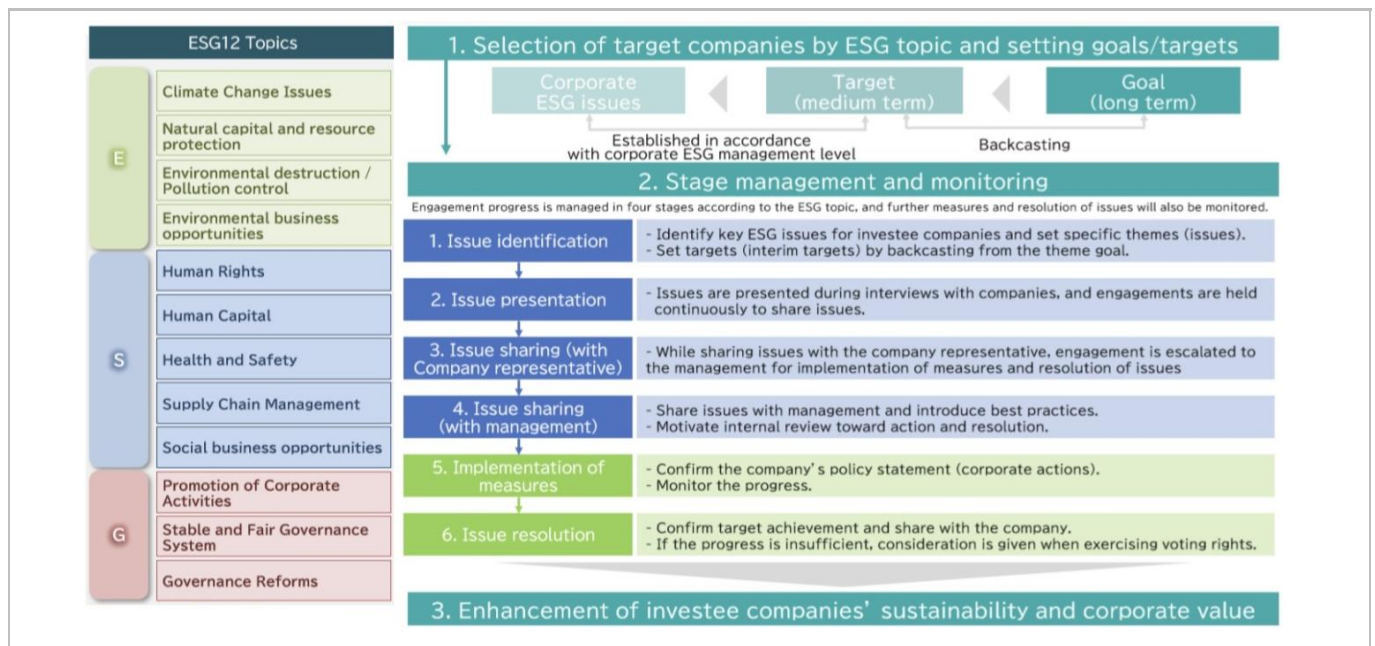
스미토모 미쓰이의 다층적 인게이지먼트 모델(multi-engagement model)은 투자대상기업 뿐만 아니라 최고경영진과 시장 참여자, 감독 당국 등 광범위한 이해관계자와의 인게이지먼트를 포함한다. 스미토모 미쓰이는 이를 통해 기업이 직면한 과제의 해결을 촉진하고 기업가치 제고를 도모하였다. 특히, 이사회 의장 및 사장을 포함한 최고경영진이 직접 해외 컨퍼런스 등에서 발언하는 등 적극적인 메시지를 통해 최고경영진 차원의 강력한 의지에 기반하여 인게이지먼트를 추진하였다.

또한, 스미토모 미쓰이는 ESG 중대성(materiality)에 기반한 12개 ESG 주제에 대해 리스크와 기회 관점에서 ESG 과제를 분류하였다. 기업의 특정 ESG 주제에 대한 장기 목표로부터 백캐스팅(backcasting) 방식으로 중기 목표를 설정하고, 해당 목표 달성을 목적으로 인게이지먼트를 실시하고 있다. 또한, 이에 대해 6단계 목표(milestone)를 설정하여, 이슈 선정부터 해결까지의 인게이지먼트 활동 상황을 정기적으로 GPIF에 보고하고 있다.

스미토모 미쓰이의 인게이지먼트는 다수의 기업에서 모든 ESG 주제에 대해 4단계(경영진과의 과제 인식 공유)까지 진행하였다. 거버넌스(G) 영역에서는 도쿄증권거래소(TSE)의 개혁 이후 PBR 개선 방안과 상호보유주식 축소에 관한 기업 및 감독당국 등 관계기관과의 대화, 의결권 행사와 연계한 인게이지먼트를 통해 기업의 인식이 제고되고 상호보유주식이 꾸준히 감축되는 등 일부 기업의 변화를 유도하였다.

GPIF는 스미토모 미쓰이 트러스트가 기업과의 대화를 통해 달성되는 '직접적인 효과'와 기업 이외의 이해관계자들과의 대화를 통해 달성되는 '간접적인 효과'를 함께 추구하는 다층적 인게이지먼트 모델을 적절하게 실행하고 있다고 평가하였다.

그림12. 스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용 스튜어드십 활동



출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

4. 리소나 자산운용(Resona Asset Management)

리소나 자산운용은 자체 개발한 AI 기술을 활용하여 통합보고서의 핵심 중점 사항을 평가 항목으로 설정하고 점수화하여 주요 주제를 식별한다. 인게이지먼트 담당자는 AI 평가 점수에 대한 피드백을 제공하고, 기업의 가치창출을 위한 대화를 진행하며, 질적 개선을 중간 목표 및 트리거로 설정한 상태에서 통합보고서의 비재무 정보 공시를 촉진함으로써 기업가치 제고를 도모한다. 기업가치 개선을 위한 단계별 목표(milestones)는 기업별로 설정되며, 이슈 선정부터 해결까지 인게이지먼트 활동의 진척 상황, 상기 AI 평가 점수의 시간 경과에 따른 변화도 정기적으로 GPIF에 보고된다.

그림13. 리소나 자산운용 인게이지먼트 대상 기업의 통합보고서 AI 종합 점수



출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025」(March 2025)

또한, 리소나 자산운용은 FY2022부터 AI 분석의 범위를 통합보고서에서 유가증권보고서까지 확대하였다. TCFD 공시와 인적자원 전략을 정량화하여 점수화하였고, 그 이후에는 기후변화 이슈가 기업가치에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있는 기업과 TCFD 공시 측면에서 중요도가 높은 업종에 속한 기업들을 선정하여 TCFD 관련 인게이지먼트도 개시하였다. 기업과의 인게이지먼트 시에는, 정량화된 점수에 인게이지먼트 담당자의 의견을 첨부한 문서를 제공하였다. 아래의 그림과 같이, 리소나 자산운용 인게이지먼트 대상 기업들의 통합보고서 AI 점수 평균이 상승하는 등 질적으로 개선되었으며, 통합보고서의 품질이 향상되었다. GPIF는 리소나 자산운용사가 AI를 활용한 독자적인 접근 방식과, AI 평가 점수에 대한 피드백을 기업에 제공하는 체계를 통해 기업들이 자신의 과제를 보다 쉽게 인식하도록 지원함으로써 동종 업계와 차별화된 이니셔티브를 실행하고 있다고 평가하였다.

표4. GPIF 위탁운용사 주요 스튜어드십 활동 및 보고·평가 사례

운용사 명	주요 스튜어드십 활동	정기적 보고 및 긍정적 평가 항목
애셋 매니지먼트 원	- 인게이지먼트 강화를 위한 조직적 변화 - 코어 인게이지먼트(core engagement) 개시 - 중장기 관점의 스튜어드십 활동 로드맵 구축 - 구체적인 ESG 주제와 달성 목표 공개 - UN PRI 등 외부 평가 공개	(1) 정기적 보고 - ESG 이슈별 8단계 목표(milestone) - ESG 이슈 선정부터 해결까지의 기업별 인게이지먼트 진행 상황 (2) 긍정적 평가 - 중장기 관점의 스튜어드십 활동 로드맵 구축
FIL 인베스트먼트	- 인게이지먼트 대상 기업 선정 기준 설정 - 투입(input), 산출(output), 성과(outcome) 지표의 진행 정도에 따른 점수 부여 - 외부기관을 통한 인게이지먼트 효과 검증 - 기업 최고경영진과 문제의식 공유	(1) 정기적 보고 - 투입(input), 산출(output), 성과(outcome) 지표를 활용한 인게이지먼트 진행 상황 (2) 긍정적 평가 - 인게이지먼트 주제와 관련한 기업의 구체적 행동 변화
스미토모 미쓰이 트러스트 자산운용	- 다층적 인게이지먼트 모델 (기업을 포함한 최고경영진, 시장 참여자, 감독 당국과의 인게이지먼트 수행) - ESG 중대성에 기반한 중장기 목표 설정	(1) 정기적 보고 - ESG 이슈별 6단계 목표(milestone) 진행 상황 (2) 긍정적 평가 - 다층적 인게이지먼트 모델(직/간접적 효과) 구현
리소나 자산운용	- 자체 개발한 AI 기술을 활용한 통합보고서 분석으로, 평가 항목 설정 및 점수화 - AI 분석범위를 TCFD 기반 공시와 인적자원 전략으로 확대하여 정량화 - 기후변화 관련 인게이지먼트 시행	(1) 정기적 보고 - AI 기반 통합보고서 분석 결과와 점수 변화 - 이슈 선정부터 해결까지의 인게이지먼트 진행 상황 (2) 긍정적 평가 - AI 활용 독자적 접근 방식 - AI 평가 점수에 대한 피드백을 기업에 제공하여 차별화된 스튜어드십 이니셔티브 실행

출처: GPIF, 「Stewardship Activities Report 2024-2025(March 2025)」

V. 결론 및 시사점

본 보고서는 세계 최대 규모의 연기금으로서 일본 국내외 주식을 100% 위탁운용하는 GPIF가, 자산소유자로서 위탁운용사의 스튜어드십 활동을 어떻게 점검하고 평가하는지 살펴보았다. GPIF의 이행점검 체계는 명문화된 정책·원칙에 근거한 스튜어드십 활동 평가, 투자대상기업을 통한 운용사 활동의 제3자 검증, 그리고 우수 사례의 체계적 공유라는 세 축을 중심으로 운영된다. 이를 통해 GPIF는 개별 위탁운용사의 스튜어드십 역량을 높이는 동시에, 장기적 기업가치 제고와 시장 전체의 지속가능한 성장을 추구하는 자산소유자로서의 역할을 수행하고 있다. 이러한 GPIF의 사례는 국내 스튜어드십 코드 이행점검 체계 설계에 있어 다음과 같은 시사점을 제공한다.

첫째, 자산소유자 차원의 명문화된 정책·원칙 수립이 필요하다. GPIF는 운영 정책(Operation Policy), 스튜어드십 책임 이행 정책(Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities), 스튜어드십 활동 원칙(Stewardship Principles), 중기 이니셔티브(Meium-term Initiatives) 등 다층적인 정책 체계를 구축하여 위탁운용사 선정·평가의 기준을 명시하고 있다. 이러한 정책·원칙은 단순히 선언적 의미 이상으로, 스튜어드십 활동을 통한 장기적 기업가치 제고와 시장 전체의 지속가능한 성장이라는 목표, 그리고 이에 대한 궁극적인 책임이 자산소유자에게 있음을 보여준다. 우리나라 자산소유자 역시 위탁운용사 스튜어드십 활동의 방향과 기준, 평가 항목을 담은 독자적인 정책 문서를 마련하고, 이를 위탁운용사와의 계약 및 평가에 연동시키는 체계가 필요하다.

둘째, 투자대상기업을 활용한 운용사 스튜어드십 활동의 제3자 검증 체계 도입을 검토할 필요가 있다. GPIF는 상장기업을 대상으로 운용사의 인게이지먼트 질과 영향력을 직접 평가하는 설문조사를 실시함으로써, 운용사의 자체 보고에만 의존하지 않는 객관적인 정성평가 체계를 갖추고 있다. 이는 자산소유자가 위탁운용사를 평가할 때 발생할 수 있는 정보 비대칭을 완화하는 동시에, 인게이지먼트 활동의 실질적 영향력과 기업가치 제고 효과를 파악하는 데 있어 중요한 보완 수단이 된다.

셋째, 인게이지먼트 강화형 위탁운용사를 선정하고 평가하는 방안을 도입할 수 있다. GPIF는 별도의 수수료 체계를 적용하여 인게이지먼트 강화형 패시브 운용사에 대해 주요 이슈(Issues) 기반의 인게이지먼트 로드맵과 단계별 목표(milestone) 진행 상황에 대한 정기적 보고를 요구하고 있다. 운용사 선정 및 평가 과정에서 단순한 재무 성과 외에 인게이지먼트 목표와 이행 현황을 정기적으로 보고받고 평가하는 구조가 설계되어야 하고, 이 때 적절한 인센티브를 제공할 수 있다.

일본과 우리나라 자산소유자의 제도적 환경과 운용 규모가 완전히 동일하지는 않으나, 위탁운용 구조 하에서 자산소유자가 스튜어드십 활동의 방향을 설정하고 운용사를 평가·관리한다는 핵심 원리는 동일하게 적용될 수 있다. 국내 기관투자자들이 스튜어드십 코드의 실질적 내실화를 추진하는 데 있어, GPIF의 사례는 제도 설계와 운영 방향 모색에 의미 있는 준거점이 될 것이다.

부록1. GPIF 제5차 중기계획(FY2025-2029) 주요 내용

구분	주요 내용
1. 연금적립금 관리 및 운용 방침	• 연금적립금은 피보험자의 이익을 위해 장기적·안정적·효율적으로 운용하며, 법령·중기목표 및 기본지침에 근거하여 수행 • 국제적 분산투자를 기본으로, GPIF 등을 포함한 관리운용주체가 공동으로 모델 포트폴리오(적립금 자산구성의 목표, Reference Asset Mix)를 설정하고 이를 참작해 기본 포트폴리오(구체적 자산구성의 비율, Policy Asset Mix)를 수립하며, 환경 변화 시 재검토·수정 • 수탁자 책임(선관주의의무·충실의무)을 철저히 준수 • 시장 가격형성 및 민간 투자행동을 왜곡하지 않도록 리밸런싱의 특정 시기 집중을 회피하고, 시장에 과도한 영향이 발생하지 않도록 고려 • 개별 기업 활동에 직접적이고 과도한 영향을 미치지 않도록 각 위탁운용사의 동일 기업 증권 보유에 제한을 두며, 주식 운용에서 개별 종목을 직접 선택하지 않음 • 타 관리운용주체와 정보 공유 및 협력 강화
2. 조직 운영	• 경영위원회(의사결정·감독), 감사위원회(감사), 이사장 등(집행) 간 명확한 역할 분담과 연계 체계 구축 • 자율적 PDCA 사이클(Plan-Do-Check-Act cycle)을 통해 건전한 조직운영 및 사명 수행 • 경영위원회 의결사항의 정리·규정화를 통해 투명성 제고 • 임직원 의식조사를 통해 지속적 업무 개선 추진
3. 운용 방식 및 목표	• 장기 실질수익률 1.9%를 최소 위험으로 확보하기 위해 기본 포트폴리오 기반의 국제 분산투자를 실시 • 복합 벤치마크 수익률 확보와 요인 분해 중심의 성과평가로 시장 평균 수익 달성 • 타 운용주체와 공동으로 모델 포트폴리오 수립 • 운용환경 변화 시 모델 포트폴리오를 재검토·수정 • 전문적 지견과 선행적 리스크 분석을 반영해 장기 관점에서 기본 포트폴리오 설계 • 국내채권·외국채권·국내주식·외국주식 각 25% 배분, 허용 편차 및 대체투자(5% 한도) 설정 • 시장 변화에 따라 기본 포트폴리오를 정기 검증하고 필요 시 조정 • 연금 지급을 위한 충분한 유동성 확보 및 효율적 현금관리 수행
4. 운용의 다양화·고도화	• 운용기법 도입 및 주요 사항은 경영위원회 감독 하에 결정하고 철저한 리스크 관리 실시 • 패시브·액티브 운용을 병행하되, 액티브는 충분한 초과수익 근거와 적정 리스크 범위 내에서 운영 • 다양한 벤치마크를 활용하고, 대체투자는 별도 성과평가 체계를 구축해 관리 • 분산투자 강화를 위해 대체투자를 확대하되, 전문인력 확충·외부 자문 활용 등으로 선별 투자 및 체계적 관리
5. 운용수탁기관 선정·평가 및 관리	• 위탁운용사의 선정·관리 체계를 강화하고, 정기 평가를 통해 자금배분 등을 적시에 재검토 • 과거 수익률뿐 아니라 투자 철학, 자산선정 기준, 리스크 관리 방식까지 종합적으로 평가 • 개별 기관 평가와 함께 스타일 분산 등 매니저 구조도 고려하여 선정 • 초과수익 창출 및 스튜어드십 활동 등 부가가치 역량을 반영하도록 평가체계 고도화 • 운용 고도화·다양화에 맞춰 유연하고 질 높은 자산관리기관 활용 및 운용 데이터 활용 확대 • 운용 전문성 강화를 위해 미들·백오피스 체계 보강
6. 리스크 관리	• 분산투자를 기반으로 자산 전체의 시장·유동성·신용 등 주요 리스크 관리 • 연금적립금의 포트폴리오 배분과 기본 포트폴리오 간의 괴리를 종합 관리 • 자산별 또는 위탁운용사 별로 가이드라인을 설정하고 운용현황·리스크 부담을 지속적으로 모니터링·평가 • 자산배분·벤치마크·매니저 변경 등에 따른 자금이동 비용을 체계적으로 관리 • 통합적 리스크 관리체계와 미들·백오피스 기능을 강화하고, 지정학·기후 등 외부 리스크와 내부통제 관리
7. 스튜어드십 활동 및 ESG 통합	• 의결권은 직접 행사하지 않고 위탁운용사에 위임하되, 장기 수익 제고를 위한 ESG 기반 스튜어드십 활동 강화 • 스튜어드십 활동은 가입자의 장기적 투자 수익 향상을 유일한 목적으로 하며, 활동 결과는 보고·평가 체계로 관리 • 일본 스튜어드십 코드 및 자산소유자 원칙에 따라 투자체인 참여자들과 지속적 대화를 추진 • 장기 수익 확대를 위해 재무요소뿐 아니라 ESG 등 비재무요소를 고려한 투자 확대 • 지속가능성 투자 정책에 따라 PDCA 기반으로 ESG 투자 성과를 지속 점검·개선 • 시장 평균 수익률을 확보하는 범위 내에서 기업의 사회·환경적 영향(임팩트)을 고려한 투자도 검토·추진

8. 운용체계 고도화 전략	• 운용 고도화를 뒷받침할 전문인력의 확보·육성·정착을 전략적으로 추진하고, 역할·경력을 명확화 • 성과평가와 보수체계(성과연동·민간 수준 비교 등)를 통해 인재 유인 및 기여도 제고, 투명성 확보 • 전문교육·자격취득 지원과 다양성 확대를 통해 조직의 업무역량과 지속가능한 인재기반 강화
9. 디지털 전환 및 정보보안 강화 전략	• 데이터사이언스 기반의 데이터 통합·분석 인프라를 구축해 운용 고도화 및 리스크 관리 역량 강화 • IT 전문인력 확보와 정보시스템 고도화를 통해 업무 디지털화 및 효율성 제고 • 전략적 디지털 추진체계 강화 및 정부 정보시스템 관리 원칙에 따른 적정 운영 • 정보보안 규정을 엄격히 적용하고, 보안대책의 실효성을 상시 점검 • 클라우드 활용 시 보안수준을 고도화하고, 외부 운용기관을 포함한 정보관리 체계도 철저히 관리
10. 정보공개 및 투명성 강화	• 연·분기별 운용실적과 위탁기관·수수료 등 주요 정보를 신속히 공표하고, 전략적 홍보를 통해 국민 이해 제고 • 장기투자·ESG·대체투자 등 운용 방향에 대해 알기 쉽게 설명하고, 다양한 채널로 소통 강화 • 중요 사항은 경영위원회 심의를 거쳐 공개하고, 보유자산·대체투자·운용비용 등을 가능한 범위 내 투명하게 공시하되 시장 영향에 유의

출처: 年金積立金管理運用独立行政法人, 「年金積立金管理運用独立行政法人中期計画」(2025.03.31)

부록2. GPIF 투자 원칙(Investment Principles)

GPIF 투자 원칙(Investment Principles)

제정: 2015년 3월 26일

개정: 2017년 10월 2일

개정: 2020년 4월 1일

개정: 2025년 3월 31일

정부연금투자기금(Government Pension Investment Fund, "GPIF")의 경영위원회는 GPIF의 투자 원칙을 정하였다.

GPIF 임직원은 본 원칙을 국민과의 약속으로 삼고, 높은 직업윤리에 기반하여 행동해 나갈 것이다.

또한 관리·운용 체계를 더욱 강화하고 설명 책임을 이행함과 동시에 국민으로부터 더 큰 신뢰를 얻고자 한다.

1. 우리의 최상위 목표는 연금 수급자의 이익만을 위해, 장기적 관점에서 최소한의 위험으로 투자수익을 확보함으로써 국민연금 제도의 안정에 기여하는 것이다.
2. 우리의 주요 투자 전략은 자산군, 지역, 그리고 기간별로 분산투자를 하는 것이다. 시장가격은 단기적으로 변동할 수 있으나, GPIF는 장기투자기간이 가지는 이점을 최대한 활용하여 보다 안정적이고 효율적인 방식으로 투자수익을 달성하고, 동시에 연금급여 지급에 필요한 충분한 유동성을 확보한다.
3. 우리는 전반적인 정책적 자산 배분을 수립하고, 포트폴리오, 자산유형 및 운용사 수준에서 위험을 관리한다. 우리는 패시브와 액티브 운용을 모두 활용하여 벤치마크 수익률(즉, 평균 시장 수익률)을 달성하는 동시에 수익을 창출할 투자 기회의 발굴에 노력한다.
4. 우리는 투자대상기업과 자본시장 전체의 지속가능한 성장이 장기적인 투자수익 제고에 필수적이라고 믿는다. 따라서 가입자의 이익을 위한 이러한 수익을 확보하기 위해, 재무적 요인뿐 아니라 ESG나 사회·환경적 효과(임팩트) 등 비재무적 요인을 고려한 지속가능투자를 추진한다.
5. 장기적인 투자수익을 제고하기 위해 우리는 장기주의(long-termism) 및 투자대상기업과 자본시장 전체의 지속가능한 성장을 촉진하고, 스튜어드십 책임을 이행하기 위한 다양한 이니셔티브(ESG 등 지속가능성을 고려한 이니셔티브 포함)를 추진한다.

출처: GPIF, 「Investment Principles」(2025)

부록3. GPIF 스튜어드십 책임 이행 정책(Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities)

GPIF 스튜어드십 책임 이행 정책

제정: 2014년 5월 30일

개정: 2015년 9월 10일

개정: 2017년 8월 1일

개정: 2019년 11월 18일

개정: 2020년 6월 29일

개정: 2025년 3월 31일

개정: 2025년 12월 8일

1. 기본 방침

(1) 스튜어드십 책임에 대한 기본 개념

- 정부연금투자기금(GPIF)은 매우 큰 자금 규모와 자본시장 전반에 걸친 광범위한 분산 포트폴리오를 보유한 유니버설 오너(universal owner)이자, 100년 지속 가능한 연금 제도의 일환으로 설계된 초장기 투자자이다. 이러한 특성을 고려할 때, 기업의 장기 성장과 자본시장 전체의 지속 가능한 성장을 저해하는 활동을 방지하는 것은 GPIF가 장기 투자수익을 확보하기 위해 필수적이다. GPIF는 다음과 같은 활동을 통해 투자대상기업과 자본시장의 지속 가능한 성장에 기여한다.
- GPIF는 자산의 대부분을 외부 위탁운용사(자산운용사)를 통해 투자하고 의결권을 행사하고 있으므로, 지속 가능한 성장에 기여할 수 있는 자산운용사와 투자대상기업 간의 건설적인 대화(engagement)를 촉진한다. GPIF는 자산운용사와 투자대상기업(발행기업) 간의 인게이지먼트를 장려하고, 투자 체인 전반에서 상생(win-win) 관계를 구축함으로써 스튜어드십 책임을 이행한다. 이 과정에서 기업가치의 장기적 제고는 경제 전체의 성장으로 이어지며, 이는 궁극적으로 투자수익의 증대로 연결된다.
- GPIF는 수익자(연금 가입자)를 위한 장기 투자수익 극대화라는 사명을 달성하기 위해, 스튜어드십 책임을 이행하는 다양한 활동과 연금제도의 안정적 운영에 기여하는 활동을 수행한다. 이러한 사명에는 ESG(환경·사회·지배구조) 및 기타 지속가능성 이슈에 대한 고려가 포함된다. ESG 및 지속가능성 이슈를 고려하는 것은 리스크를 줄여 위험조정수익률을 제고하며, 투자기간이 길수록 그 효과는 더욱 커진다고 GPIF는 인식하고 있다.
- GPIF는 일본 스튜어드십 코드(이하 “코드”)에서 정의한 자산소유자(asset owner)로서, 아래 (2)에 명시된 바와 같이 스스로 수행 가능한 이니셔티브에 직접 참여한다. 한편, (3)에 명시된 자산운용사의 투자 활동과 관련해서는 그 이행 현황을 파악하고 적절한 감독을 수행하며, 자산운용사와 적극적으로 대화(인게이지먼트)를 실시하고, 매 회계연도마다 「GPIF 스튜어드십 활동 보고서」를 공표함으로써 스튜어드십 책임을 이행한다.

(2) GPIF가 직접 수행하는 이니셔티브에 관한 방침

- GPIF는 코드에 부합하는 자산소유자로서의 역할과 책임을 이행하고, 수익자의 장기 투자수익 극대화를 목표로 적절한 스튜어드십 책임에 대한 검토를 바탕으로 스튜어드십 활동을 추진한다.
- 수탁자 책임(fiduciary duty)의 관점에서, GPIF는 수익자의 중·장기 투자수익 극대화를 목적으로 하는 지속가능 투자, 관련 연구·조사 등 다양한 활동을 검토·추진한다.

(3) 자산운용사가 수행하는 이니셔티브에 관한 방침

- GPIF는 자산운용사에게 “스튜어드십 활동 원칙”과 “의결권 행사 원칙”의 준수를 요구한다. 자산의 특성이나 투자 스타일로 인해 일부 원칙을 준수하지 않는 경우에는, 그 사유를 GPIF에 설명해야 한다.
- GPIF는 자산운용사의 스튜어드십 활동(의결권 행사 포함)을 지속적으로 모니터링하고, 이들과 적극적으로 대화(인게이지먼트)를 실시한다. 자산운용사에 대한 종합 평가에서, GPIF는 스튜어드십 활동을 중요하게 평가한다.

2. 일본 스튜어드십 코드 각 원칙에 따른 대응 방안

원칙 1. 기관투자자는 수탁자 책임을 어떻게 이행할 것인지에 대한 명확한 정책을 마련하고, 이를 대외적으로 공개해야 한다.

- GPIF는 자산소유자로서 “스튜어드십 책임 이행 정책”을 수립하고 이를 공표한다.
- GPIF는 “투자 원칙”에 지속가능 투자와 스튜어드십 활동을 명시하고 있다.
- GPIF는 자산운용사를 위한 “스튜어드십 활동 원칙”과 “의결권 행사 원칙”을 제정·공표하였으며, 이들의 준수를 요구한다. 이들 원칙은 ESG 및 기타 지속가능성 이슈를 고려하도록 요구한다.
- 자산운용사의 의결권 행사 등을 포함한 스튜어드십 활동에 대해, GPIF는 관련 원칙에 근거해 적절히 감독하고 적극적인 대화(인게이지먼트)를 실시한다.

원칙 2. 기관투자자는 수탁자 책임을 이행하는 과정에서 발생할 수 있는 이해상충을 어떻게 관리할 것인지에 대한 명확한 정책을 마련하고, 이를 대외적으로 공개해야 한다.

- 원칙 2는 GPIF가 원칙 3부터 원칙 5에서 설명된 바와 같이 의결권 행사 등을 직접 수행하지 않고, 스튜어드십 책임 이행 과정에서 이해상충이 발생하지 않기 때문에, 자산운용사를 통해 이행된다. 구체적으로 GPIF는 “자산운용사의 이해상충 관리”에 관한 규칙을 “스튜어드십 활동 원칙”과 “의결권 행사 원칙”에 각각 반영하였으며, 자산운용사 선정이나 연간 종합 성과 평가 시 해당 규칙을 기준으로 삼아 자산운용사와의 인게이지먼트를 촉진하고자 한다.

원칙 3. 기관투자자는 투자대상기업을 모니터링하여, 해당 회사의 지속 가능한 성장을 지향하는 방향으로 수탁자 책임을 적절히 이행할 수 있도록 해야 한다.

원칙 4. 기관투자자는 투자대상기업과 공통의 이해를 형성하고, 건설적인 대화를 통해 문제를 해결하기 위해 노력해야 한다

- 원칙 3과 4는 자산운용사를 통해 이행된다. 이는 a) GPIF가 대부분의 자산을 자산운용사를 통해 투자하고 있으며, b) GPIF가 중기목표에 따라 민간기업 경영에 미치는 영향을 충분히 고려하여 의결권 행사 등 적절한 조치를 취해야 하며, c) 원칙 5에 따라 의결권 행사를 자산운용사에 위탁하고 있기 때문이다. 구체적으로 GPIF는 “인게이지먼트를 포함한 스튜어드십 활동 방침”과 “투자 프로세스에서의 ESG 통합을 포함한 지속가능성 고려”를 각각 “스튜어드십 활동 원칙”과 “의결권 행사 원칙”에 반영하였다.
- GPIF는 기관투자자와 투자대상기업 모두가 보유 지분 규모와 무관하게 투자자 지분 현황 공개를 통해 효과적인 대화를 촉진하는 것이 바람직하다고 본다. 이에 따라 GPIF는 투자대상기업의 요청이 있을 경우, 자산운용사가 해당 기업에 대해 보유한 주식 수를 설명하고, 투자대상기업의 요청에 대한 대응 방침을 사전에 공시하도록 요구한다. GPIF는 회계연도 말 기준 자산군별 보유 현황을 공시하여 투명성을 확보한다.
- 또한, 자산운용사 선정 또는 연간 평가 과정에서 GPIF는 필요 시 운용사와 면담을 통해 투자대상기업에 대한 이해도 및 투자대상기업과의 관여 활동 등 운용사의 Engagement를 점검한다. GPIF는 투자대상기업의 지속 가능한 성장에 기여하기 위해, 운용사가 어떤 형태의 대화가 효과적인지, 건설적 대화(constructive dialogue)를 염두에 두고 판단하는 것이 중요하다고 본다. 기관투자자가 독자적으로 기업과 관여하는 것뿐 아니라, 협력적 관여(collaborative engagement)도 중요한 선택지로 인식한다. 이를 고려하여 GPIF는 자산운용사와 적극적으로 Engagement를 수행한다.
- 아울러 GPIF는 국내외 자산소유자, 이니셔티브, 기관투자자 커뮤니티, 경제단체 등과 법령 범위 내에서 대화와 협력을 추진하는 것이 필수적이라고 본다. 앞서 언급한 시장 참여자들과의 지속적인 대화와 협력을 통해, GPIF는 투자 체인의 선순환 구축에 기여함으로써 스튜어드십 책임을 다한다.

원칙 5. 기관투자자는 의결권 행사 및 의결권 행사 내역 공개에 관한 명확한 정책을 마련해야 한다. 의결권 정책은 단순한 기계적 체크리스트에 그쳐서는 안 되며, 투자대상기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있도록 설계되어야 한다.

- GPIF는 주식을 자산운용사를 통해 투자하며, 중기목표에 따라 민간기업 경영에 미치는 영향을 충분히 고려하여 의결권 행사 등 적절한 조치를 취해야 한다. 이러한 이유로 GPIF는 의결권을 직접 행사하지 않고, “스튜어드십 활동 원칙”과 “의결권 행사 원칙”에 명시된 바와 같이 자산운용사에 의결권 행사를 위탁한다. GPIF는 운용사에게 의결권 행사 정책이나 가이드라인을 제출하고 공시하도록 요구한다.
- 또한, 개별 의안별 투자기업의 의결권 행사 내역 공개와 관련하여, GPIF는 실제로 의결권을 결정하는 운용사에게 이러한 정보를 공개하도록 요구한다. 운용사는 필요성과 중요성에 근거한 의결권 행사 결정 사유를 적절히 공개해야 한다. 만약 운용사가 해당 정보를 공개하지 않을 경우, GPIF는 운용사에게 공개 대신 아래 조치를 요구하며, 지속적으로 공개를 요청하고 운용사와 Engagement를 이어간다.
 - (1) 운용사가 투자기업 및 그 기업 그룹과 이해상충이 없음을 표명하고 공개한다.
 - (2) 의결권 행사 결과와 결정 사유를 정확하게 전달하여, 의결권이 행사된 모든 기업 경영진이 이해할 수 있도록 한다.
 - (3) 위 (2)에 관한 사항을 GPIF에 보고하도록 한다.
 - (4) 주요 의안 분류별로 집계한 의결권 행사 내역을 반드시 공개하고, “반대(Against)”가 발생한 의안에 대한 사유를 명확히 한다.
- GPIF는 매 회계연도마다 운용사와 개별 회의를 개최하여, 의결권 행사 등 스튜어드십 활동을 파악하고 종합 평가를 실시한다. 평가에는 개별 의안별 투자기업의 의결권 행사 내역 공개와 같은 사항도 포함된다.

원칙 6. 기관투자자는 원칙적으로 의결권 행사 책임을 포함한 수탁자 책임 이행 현황을 주기적으로 고객과 수익자에게 보고해야 한다.

- GPIF는 자산소유자로서 스스로의 스튜어드십 책임 이행 정책과 활동을 정기적으로 보고한다. 수익자별로 개별 보고하는 것은 어렵기 때문에, GPIF는 공개가 적절한 범위에서 개요를 보고한다.
- 구체적으로, GPIF는 운용사가 수행한 스튜어드십 활동 보고서를 웹사이트를 통해 공개한다. 여기에는 대부분의 정기주주총회가 개최되는 4월에서 6월 사이의 의결권 행사 내역 요약(의안 주요 분류별 집계)이 포함된다. 또한 GPIF는 각 회계연도 연차보고서를 통해, 해당 회계연도 전체 운용사의 스튜어드십 책임 이행 활동과 의결권 행사 요약(의안 주요 분류별 집계)을 공개한다.

원칙 7. 기관투자자는 투자대상기업의 지속가능한 성장에 긍정적으로 기여하기 위해 투자대상기업과 그 사업 환경에 대한 깊이 있는 이해와 더불어 투자운용전략과 일관된 지속가능성 고려를 바탕으로 해당 기업과의 대화나 스튜어드십 활동에 필요한 판단을 적절히 이행하기 위한 실력을 갖추어야 한다.

- GPIF의 이사장과 집행임원은 스튜어드십 책임을 다할 수 있는 적절한 능력과 경험을 습득하고, 자신의 역할과 의무의 중요성을 인식하며, 스튜어드십 활동 촉진을 위한 체계 구축 등 관련 이니셔티브를 주도한다. 현재 GPIF는 아래 주요 역할을 수행하는 전담 조직을 두고 있으며, 스튜어드십 책임을 적절히 수행할 수 있는 능력을 향후에도 지속적으로 강화할 계획이다.
 - (1) GPIF의 적절한 스튜어드십 책임과 구체적 실행 계획을 연구한다.
 - (2) 자산군 전반에 걸쳐 운용사가 수행하는 활동을 포함하여, ESG 및 기타 지속가능성 요소를 고려한 스튜어드십 활동 분석 및 평가를 연구한다.
 - (3) 국내외 기관투자자 및 책임투자원칙(PRI) 관련 조직과의 협력을 촉진한다.
- GPIF는 자산소유자로서 스튜어드십 책임을 다하기 위해, 운용사가 수행하는 스튜어드십 활동(의결권 행사 포함)을 적절히 감독하고, 운용사와 적극적인 대화(Engagement)를 수행한다. 이 과정에서 GPIF는 운용사의 스튜어드십 활동에 포함된 ESG 및 기타 지속가능성 측면을 고려한다.
- GPIF는 향후 스튜어드십 활동의 적절성을 제고하기 위해, 코드 각 원칙의 이행 현황을 정기적으로 점검하고, 보다 적합한 스튜어드십 책임 수행 방안을 연구함으로써 활동을 개선해 나갈 계획이다.

출처: GPIF, 「Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities Stewardship Principles」(2025.12.08)

부록4. GPIF 스튜어드십 활동 원칙(Stewardship Principles)

GPIF 스튜어드십 활동 원칙

제정: 2017년 6월 1일

개정: 2020년 2월 6일

개정: 2025년 3월 31일

개정: 2025년 12월 8일

정부연금투자기금(GPIF)은 위탁 자산운용사(이하 "자산운용사")가 다음의 원칙을 준수할 것을 요구한다. 자산운용사가 투자 대상 자산의 특성 및/또는 투자 스타일로 인해 일부 원칙을 준수하지 않기로 결정한 경우, 그 사유를 GPIF에 설명해야 한다.

GPIF는 자체적인 스튜어드십 책임을 이행하기 위해 자산운용사의 의결권 행사 여부를 포함한 스튜어드십 활동을 지속적으로 모니터링하고, 이들과의 대화(인게이지먼트)를 적극적으로 수행한다.

(1) 자산운용사의 기업지배구조 체계

- 자산운용사는 일본 스튜어드십 코드를 채택해야 한다.
- 자산운용사는 견고한 기업지배구조를 갖추어야 하며, 특히 독립성이 높은 독립이사 선임 등을 통해 독립성과 투명성을 제고하는 감독 체계를 구축해야 한다.
- 자산운용사는 스튜어드십 책임을 효과적으로 수행할 수 있도록 충분한 내부 자원을 투입해야 한다.
- 자산운용사는 임원 및 직원의 보수·인센티브 체계가 GPIF의 이익과 어떻게 정합적으로 연계되어 있는지를 설명해야 한다.

(2) 자산운용사의 이해상충 관리

- 자산운용사는 수익자 이익을 최우선으로 하기 위해 이해상충을 적절히 관리해야 한다. (자산운용사가 기업집단에 속한 경우, 자산운용사 내부뿐 아니라 그룹 전체 차원의 이해상충도 관리 대상에 포함된다.) 이해상충 유형은 금융·자본 관계와 사업 관계로 구분해야 하며, 이해상충 관리 정책을 수립·공개해야 한다.
- 자산운용사는 독립성이 높은 제3자 위원회 설치 및 관련 정보 공개 등의 방법을 통해 이해상충을 관리해야 하며, 위원 선정 시 독립성, 경험, 전문성 등을 고려해야 한다.
- 자기 회사, 모회사 또는 동일 그룹 회사 등 잠재적 이해상충이 있는 기업에 대해 의결권을 행사할 경우, 제3자 위원회가 의결권 결정을 하거나 결정의 타당성을 검토하도록 하거나, 의결권 자문사의 권고를 따르는 등 자의성을 배제하고 모범적인 기업지배구조 및 이해상충 관리 관행에 부합하는 절차를 수립·공개해야 한다.

(3) 인게이지먼트를 포함한 스튜어드십 활동 정책

- 자산운용사는 관여활동 접근 방식을 포함한 스튜어드십 정책을 수립·공개해야 한다.
- 스튜어드십 정책과 활동은 단기 성과가 아닌 장기적 위험조정수익에 기여해야 하며, 보다 효과적인 스튜어드십 활동을 위해 관여활동 목표와 계획 수립을 고려해야 한다.
- 자산운용사는 개별적인 기업과의 대화뿐 아니라 공동 관여활동도 중요한 수단임을 인식하고 이를 활용해야 한다.
- 자산운용사는 스튜어드십 활동과 투자 활동을 통합해야 한다.
- 자산운용사는 수익자의 이익 증진을 위해 지수 제공자와도 적극적으로 소통해야 하며, 지수 구성 종목에 관한 의견수렴 절차에 참여하는 등 활동을 수행해야 한다.
- 자산운용사는 규제당국, 거래소, 투자대상 기업, 지수 제공자 등 다양한 이해관계자와의 관여활동을 통해 GPIF와 본인이 투자하는 시장의 지속가능성을 제고해야 한다.
- 자산운용사는 투자대상 기업과의 대화 시 비재무 정보를 고려해야 하며, 이는 기업지배구조보고서 및 통합보고서에 포함된 정보를 포함하되 이에 한정되지 않는다.
- 개별 국가의 기업지배구조 코드 또는 이에 준하는 원칙을 준수하지 않고 설명하기로 선택한 기업의 경우, 자산운용사는 그 사고 과정을 이해하고, 필요에 따라 이러한 설명의 질과 구체성을 점검하고 개선하기 위해 해당 기업과 대화(engage)해야 한다.
- GPIF는 패시브 주식 운용을 수행하는 자산운용사가 시장의 지속가능한 성장을 촉진하기 위한 기업 관여활동 전략을 수립하고 효과적으로 이행할 것을 기대한다.

- 자산운용사는 투자대상 기업의 요청이 있을 경우, 해당 기업의 보유 주식 수를 설명해야 하며, 이러한 요청에 어떻게 대응할 것인지에 대한 정책을 사전에 공개해야 한다.
- 관여활동 대행기관 또는 제3자 서비스를 활용하는 경우, 자산운용사는 선정 전 적절한 실사를 수행하고 선정 후에도 지속적인 모니터링을 해야 한다.

(4) 투자 프로세스 내 ESG 통합을 포함한 지속가능성 고려

- GPIF는 ESG(환경·사회·지배구조) 및 기타 지속가능성 요소를 투자 프로세스에 통합하는 것이 기업가치 제고와 투자대상 기업 및 자본시장의 지속가능한 성장을 촉진하여 장기 투자수익에 기여한다고 본다. 자산운용사는 산업별 중요성과 개별 기업의 상황을 고려해 ESG 및 지속가능성 이슈를 판단·반영해야 한다.
- 자산운용사는 중요하다고 판단하는 ESG 및 지속가능성 이슈를 식별하고, 장기 투자자로서 달성하고자 하는 목표를 설정한 뒤 해당 이슈에 대해 기업과 적극적으로 대화해야 한다.
- 자산운용사는 책임투자원칙(PRI)에 서명하고, 기타 산업 차원의 ESG 및 지속가능성 이니셔티브에 참여해야 한다.

(5) 의결권 행사

- 자산운용사는 GPIF 및 그 수익자의 최선의 이익을 위해서만 의결권을 행사해야 한다.
- 투자대상 기업의 장기적 기업가치 제고를 위해, 자산운용사는 첨부된 GPIF 의결권 행사 원칙에 따라 의결권을 행사해야 한다.
- 의결권 자문사를 활용하는 경우, 선정 전 적절한 실사를 수행하고 선정 후에도 서비스 품질을 지속적으로 점검하며 필요 시 자문사와 소통해야 한다(자기주식 의결권 행사 시 이해상충 관리 목적의 경우는 제외).

출처: GPIF, 「Stewardship Principles」(2025.12.08)

부록5. GPIF 의결권 행사 원칙

GPIF 의결권 행사 원칙(Proxy Voting Principles)

제정: 2017년 6월 1일

개정: 2020년 2월 6일

개정: 2025년 3월 31일

[의결권 행사]

- GPIF의 스튜어십 활동 원칙에 따라, 위탁 자산운용사는 모든 의결권을 지속적인 기업 인게이지먼트 및 기타 스튜어십 활동과 정합적으로 행사해야 한다.
- 자산운용사는 주주의 장기적 이익 극대화에 기여하는 의결권 행사 정책과 가이드라인을 수립하고 이를 공개해야 한다.
- 자산운용사는 투자대상 기업과 충분히 소통하여 신중한 판단 하에 모든 의결권을 행사해야 한다.
- 자산운용사는 중·장기적 기업가치 제고를 목표로 ESG 및 기타 지속가능성 이슈를 의결권 행사 시 충분히 고려해야 한다.
- 소수주주 이익을 훼손할 수 있는 안건 및 이를 보호하는 안건에 대해서는 각별한 주의를 기울여 의결권을 행사해야 한다.
- 자산운용사는 투자대상 기업이 속한 국가의 기업지배구조 코드를 원칙적으로 지지하는 방향으로 의결권을 행사해야 하며, 해당 코드가 없는 경우 국제적으로 인정된 기준을 지지해야 한다.
- 의결권 자문사를 활용하더라도(이해상충 관리 목적의 경우 제외), 자문사의 권고를 기계적으로 따르지 않아야 하며, 의결권 행사에 대한 최종 책임은 전적으로 자산운용사에 있다.

[주주총회 이후 조치 사항]

- 자산운용사는 개별 기업·개별 안건별 의결권 행사 내역을 전면 공개해야 한다.
- 자산운용사는 필요성 및 중요성에 따라 의결권 행사 사유를 공개해야 한다.
- 자산운용사는 투자대상 기업의 요청이 있을 경우, 의결권 행사 사유를 상세히 설명해야 한다.
- 자산운용사는 의결권 행사 내역을 정기적으로 점검하고 자체 평가를 수행해야 한다.
- 자체 평가 결과를 바탕으로 다음 연도의 정책을 필요에 따라 개정해야 한다.

출처: GPIF, 「Proxy Voting Principles」(2025.03.31)

Compliance Notice

본 보고서는 신뢰할 만한 자료와 정보를 사용하여 작성한 보고서로 단순 참고용으로 제공됩니다. 본 보고서의 내용은 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고를 포함하고 있지 않으며 당 연구소는 본 보고서에서 제공된 분석, 전망을 포함한 모든 내용에 관하여 그 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다. 누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포하는 행위를 금지합니다.