

Changing Hands

[리서치센터 투자전략실 | ESG | 2026. 10. 26 |

ESG 규제 공백을 채우는 투자자

- Part I 규제가 물러난 자리에
- Part II 기준은 갈리고, 잣대는 다르다
- Part III 국내 제도도 함께 움직인다

ESG

Analyst 김윤정
yunjeong.kim@ls-sec.co.kr



LS증권 김윤정입니다.

올해 글로벌 ESG 관련 소식은 두 갈래로 엇갈렸습니다.

미국을 중심으로 기후 공시 폐지 제안, 넷제로 연합체 해산 등 규제가 물러나는 소식이 이어졌습니다.

같은 기간 해외 연기금은 기업과 운용사를 평가하는 자체 기준을 꾸준히 다듬어 왔습니다. 국내에서도 스튜어드십 코드 개정 등 제도 정비가 이루어졌습니다.

이번 자료는 해당 흐름을 'ESG의 후퇴'로 보는 것이 아니라, '주도권과 평가 방식의 이동'으로 해석합니다.

규제가 빠진 자리에서 누가, 어떤 기준으로 기업을 평가하는지 해외의 사례를 중심으로 우선 살펴보았고, 국내 기관투자자께서 참고할 만한 시사점도 담았습니다.

Part I 규제가 물러난 자리에서는 **공시 중심의 규제가 후퇴하는 과정**을 다룹니다. 국가를 불문하고 규제가 현행 대비 완화되는 흐름이 나타납니다. 한편, CBAM처럼 탄소배출량에 가격을 매기는 형태의 규제는 속도만 조절될 뿐 방향성은 유지되고 있습니다. 미국의 E·S 주주제안이 크게 위축된 가운데, 주주관여가 기업의 기후 약속을 지속할 수 있도록 역할을 한 BP의 사례를 살펴보았습니다.

Part II 기준은 같리고, 잣대는 다르다는 해외 연기금 6곳의 사례에서 **기업을 거르는 기준이 업종에서 전환 증거로 옮겨가는 현상**을 살펴봅니다. 다만 같은 기업을 두고도 기관마다 판정이 갈리는 현상도 함께 짚었습니다. 투자자들은 전환 계획을 감안하지만, CBAM은 현재 배출량에만 비용을 매깁니다. 기관투자자 간, 그리고 투자자와 가격 규제 간 잣대의 차이를 메우는 것은 결국 검증 가능한 이행 데이터라는 결론에 다다릅니다.

Part III 국내 제도도 함께 움직인다는 올해 발표된 **스튜어드십 코드 개정, 국민연금법 개정, 지속가능성 공시 로드맵** 등 국내 변화를 정리합니다. 2028년부터는 국내 대형 상장사의 기후 공시가 시작될 방침입니다. 국민연금의 위탁 구조 변화와 함께, 앞서 해외 선례에서 참고할 만한 변화의 방향도 진단합니다.

변화하는 국내외 규제 환경 하에서 해당 자료가 ESG 투자자 및 실무자들에게 참고가 되길 바랍니다.
감사합니다.

Contents

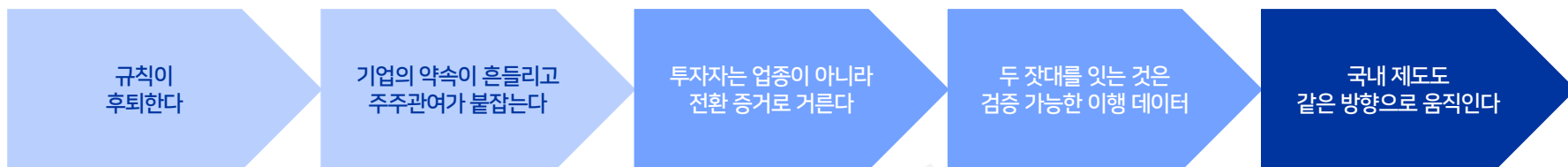


Changing Hands | ESG 규제 공백을 채우는 투자자

- Part I 05 규제가 물러난 자리에
주주관여가 붙잡은 기업의 약속
- Part II 17 기준은 같리고, 잣대는 다르다
검증 가능한 이행 데이터 수요
- Part III 33 국내 제도도 함께 움직인다
스튜어드십 코드·국민연금법·공시 로드맵

Changing Hands

- ESG는 후퇴한 것이 아니라 주도권과 평가 방식이 옮겨가고 있다



자료의 구성

Part 1	Part 2	Part 3
규칙이 물러난 자리에서 무엇이 바뀌었나	거르는 기준이 바뀌었다 업종에서 전환 증거로	국내 주주관여 제도가 움직인다
미국·유럽의 규제 후퇴/강화 구분, 연합체 재편, BP 주총, 주주관여의 실질적 역할	해외 연기금(CPPIB·AP7·NBIM·CalPERS 등) 사례, 기관별 기준 불일치, 가격(CBAM)과의 대비, 기관 및 운용사에 요구되는 기준 비교표	스튜어드십 코드·국민연금법·공시 로드맵, 국민연금 위탁 구조, 운용사 대응, 해외 선례와의 비교
① 규제가 물러난 자리에서 나타난 변화 양상	② 투자자는 무엇을 증거로 기업을 거르는가	③ 해외 선례에서 참고할 국내 제도 개선 방향

Part I

규제가 물러난 자리에

주주관여가 붙잡은 기업의 약속

- 엇갈리는 규제 환경
- 주주 관여의 실질적 역할

엇갈리는 규제 환경, 연기금 행보는 더 적극성을 띄고 있다

- 2026년 하반기 뉴스 플로우, 규제는 후퇴와 강화가 엇갈리는 중.
연기금은 기업에 “전환 증거”를, 운용사에는 “선정·평가·계약 조건”을 요구하며 자체 기준 제정 행보

하반기 정부·규제당국 주요 행보: 규제 후퇴와 강화 방향성 혼재

보도일	주체	내용	방향
7/2	EU 집행위	빅테크 로비 이후 기후규제 완화 초안	▼
7/7	독일	히트펌프 보조금 €21억 삭감 추진	▼
7/14	미국	청정에너지 인센티브 축소로 \$830억 규모 프로젝트 지연·축소	▼
7/21	EU	ETS 개정안: 무상배출권 2038년까지 연장, 2031년부터 탈탄소 투자 연계	-
7/27	ECB	기업대출 담보에도 기후리스크 계수 확대	▲
8/17	미국	EU에 ESG 공시규정 추가 완화 요구	▼
9/7	영국	기업 지속가능성 공시 요건 대대적 개편 제안	▼
9/15	미국 EPA	발전소 온실가스 규제 폐지 확정	▼
9/15	유럽의회	CBAM 적용 범위 확대안 채택	▲
9/22	프랑스	EU에 메탄 규제(MRV) 시행 1년 연기 요청	▼
9/28	EU	그린워싱 방지 소비자지침(ECGT) 시행	▲
10/8	미국 EPA	석유·가스 메탄 규제 완화 추진	▼
10/12	EU 환경이사회	CBAM 단계 도입 2034 → 2038 연장안 첫 논의 (12월 입장 목표)	-

하반기 연기금·국부펀드 주요 행보

보도일	주체	내용
7/20	BLF (대만)	\$30억 기후전환 인프라 패시브 위탁, 5개 운용사 선정
7/29	FRR (프랑스)	BNP파리바와 기후전환 역량 평가 지수 개발
8/4	AP7 (스웨덴)	SEC 기후공시 폐지안에 반대 의견 제출
8/12	LAPFF·CCLA (영국)	FTSE100에 기후전환계획 주주투표 6년 연속 요구
8/14	CPPIB (캐나다)	전환 거버넌스 지표 도입
9/7	BLF (대만)	2030년부터 화석연료 신규투자 중단
9/9	NBIM (노르웨이)	독일 지배구조 코드 개정에 이사회 책임 강화 의견
9/15	미국 주 연기금 (FL·WI·CT)	SEC 주주제안 규정 변화에 스튜어드십 약화 우려
9/18	BpfBouw (네덜란드)	€700억 통합위탁 우선협상대상자로 블랙록자산운용 선정
9/28	Caisse des Dépôts (프랑스)	2027년부터 석유기업 신규 채권 투자 중단
10/5	OPERF (미국 오리건)	사모·실물자산까지 배출량데이터 수집 확대
10/12	Akademiker Pension 등 유럽 연기금	SEC의 CA100+ 경고에도 기후 공동관여 지속 방침
10/14	Ircantec (프랑스)	€16억 탈탄소지수 위탁, 운용사에 의결권 정책 준수·관여 의무화

미국 등을 중심으로 규제 후퇴 양상

● 미국 내 ESG 공시 및 환경 규제 후퇴

- 미 SEC 기후공시는 2024년 3월 채택 후 2년 반만에 폐지 제안 단계까지 왔고, EPA 규제와 보조정책 역시 같은 방향으로 움직였음
- 주 단위로 보면, 캘리포니아주의 SB 253만 시행중(첫 Scope 1·2 보고기한 11/10), SB 261은 법원 금지명령으로 집행 중단, 그 외 주는 정체

SEC 기후 공시 규정 폐지 제안 경과



미국 내 뚜렷한 규제 후퇴 양상

일자	헤드라인(요약)	주요 내용
5/29	SEC, 기후공시 규정 전면 폐지 제안	'24년 채택한 기후공시 규정을 전면 폐지하고 원칙 기반 공시로 복귀하는 안 제안 5/7 SEC는 법원에 규정 방어를 재개하지 않겠다고 통보. 의견접수 8/3 마감
7/14	청정에너지 인센티브 축소로 \$83B 프로젝트 지연·취소	추가 \$695B 규모도 위험 노출, 투자·일자리 둔화 우려
8/17	미국, EU에 ESG 공시규정 추가 완화 요구	EU의 기존 완화에도 공시·공급망 규제가 과도하다며 대응조치 경고
9/15	EPA, 발전소 온실가스 규제 폐지 확정	배출기준·CCS 의무 대부분 폐지, 법적 근거 철회도 제안. 환경단체 소송 예고
10/8	EPA, 석유·가스 메탄 규제 완화 추진	'24년 규제 완화, 저생산 유정 별도 기준, '초대형 배출원 프로그램' 폐지 계획

국가별 방향성이 양분되는 것은 아니다

● 영국·캐나다·EU 집행위·독일·프랑스 등에서도 완화 움직임 포착

- ESG를 선도하는 EU 내에서도 공시 범위는 줄고 (cf. 2026.3월 EU 옴니버스 I 발효에 의한 공시 범위 축소 결정), 회원국 차원의 규제 시행일정 연기·보조금 삭감 등 규제 완화 움직임. 반대로, 미국 역시 일부 주에서는 규제가 강화되는 흐름을 보이고 있어, 단순히 국가별로 '미국, 영국 등은 규제 후퇴, EU는 강화'식의 이분법 적용은 맞지 않음

규제 강화 및 후퇴 방향성 혼재

구분	일자	주체·지역	헤드라인(요약)	핵심 내용
규제 강화	7/27	ECB	기업대출 담보에도 기후리스크 계수 확대	기존 회사채→기업대출로 확대, '27년 말 시행 목표, 최대 5% 담보가치 조정 가능
	7/28	싱가포르	ACRA, ISSB 정합 공시기준(SFRS S1/S2) 초안	의무 기후공시와 자발 지속가능성 공시의 기준으로 활용 예정
	9/22	EU(집행위)	500kW 이상 데이터센터 지속가능성 A~G 라벨 의무화안	전력·용수 효율, 에너지원 구성, 계통 유연성을 평가, 첫 라벨 2027년 8월
	9/28	EU	그린워싱 방지 소비자 지침(ECGT) 시행	근거 없는 일반 환경주장·탄소상쇄 기반 '배출중립' 표시 금지 미래 기후목표 광고 시 이행계획·독립 제3자 검증 요구
규제 후퇴	7/2	EU(집행위)	빅테크 로비 이후 기후규제 완화 초안	가스발전 기반 데이터센터의 기후 영향을 저렴한 청정에너지 인증서로 상쇄하도록 허용하는 방안 검토
	7/7	독일	히트펌프 보조금 €2.1B 삭감 추진	국방·안보 지출 확대에 따른 예산 절감, 최대 70% 보조금 축소·신규 가스·석유 난방 금지 완화 논의 병행
	7/7	캐나다	청정전력 확대 속 가스발전 규제 완화 추진	'50년까지 발전·전력망 용량 2배 목표, AI 데이터센터 수요 대응으로 가스발전 배출 규제는 완화
	9/7	영국	기업 지속가능성 공시 요건 대대적 개편 제안	환경영향·다양성·사회적 책임·인권 의무보고를 핵심 규율에서 삭제하는 방안 포함
	9/22	프랑스→EU	프랑스, EU에 메탄 규제(MRV) 시행 1년 연기 요청	석유·가스 수입품 메탄 측정·보고·검증 의무를 '27.1월→'28년으로 연기 요청 수입업체 법적 리스크를 이유로 제시
	10/5	독일	개도국 기후지원 예산 '25년 €4.75B로 삭감	'24년 €6.1B 대비 감소, 연 €6B 이상 목표 미달
법원·주 변수	7/11	미국 일부 주	데이터센터에 재생E 조달 요건 추진	뉴욕·미시간·오리건 등. 연방의 화석연료 부활 기조와 대조
	8/18	미국 펜실베이니아주	신규 데이터센터 환경·지역사회 규제 강화	신속 인허가 제외, 환경보호·정보공개·지역사회 동의 강화 행정명령

자료: 언론종합, LS증권 리서치센터

가격형 규제는 방향 유지, 속도 조절

● 후퇴한 것은 공시 중심의 연성 규제. 탄소에 가격을 매기는 형태의 규제는 방향성 유지. 다만, 시간표는 조정중

- 공시형 규제는 “무엇을 공개하느냐”가 쟁점이고, 가격형 규제는 “언제부터, 얼마를 내는가”가 변화의 영역. 가격형 규제의 타임라인이 늦춰져도 방향성이 유지되는 한, 이행 증거를 요구하는 투자자의 잦은 자체는 악화되지 않을 것

공시형 규제 vs 가격형 규제

공시형 연성 규제: 내용 자체가 후퇴

SEC 기후공시 규정
전면 폐지 제안 (5/29)

EU Omnibus I
공시 대상 대폭 축소·검증 완화

영국 공시 요건
대대적 개편 제안 (9/7)

미국 EPA
발전소 규제 폐지 (9/15), 메탄 완화 (10/8)

가격·실체형 규제: 방향 유지, 시간표 조정

ECB 담보 기후계수
기업대출 담보까지 확대 (7/27)

EU ECGT
그린워싱 방지 지침 시행, 제3자 검증 요구 (9/28)

유럽의회 CBAM
적용 범위 확대안 채택 (9/15)

EU ETS·CBAM 개정안
무상할당 2040까지 연장, CBAM 단계 도입 2034→2038 (10/12 첫 논의)

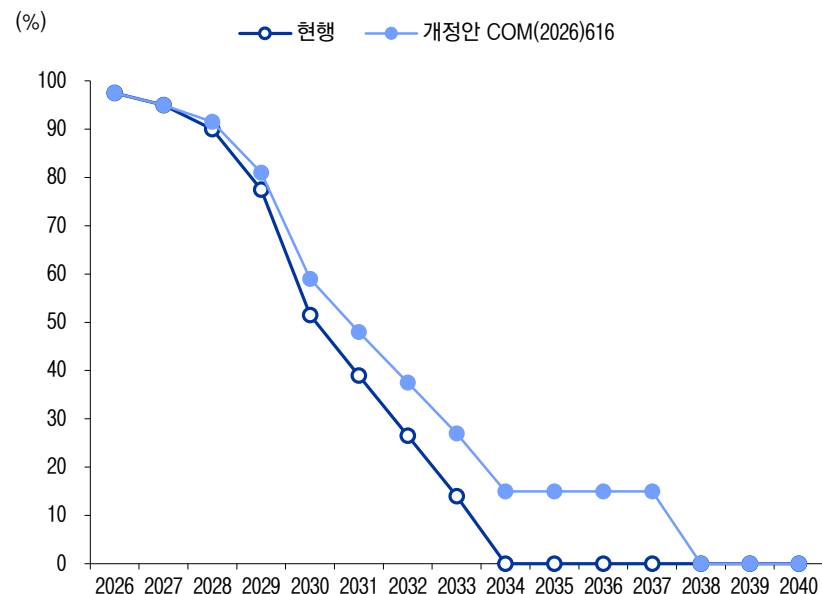
EU ETS·CBAM 개편 논의

- 강화 기조 속 속도 조절: EU집행위 개정안은 ETS·CBAM 무상할당분 소멸을 2034년에서 2038년으로 늦추고, 2031년 이후 감축률 하향
 - CBAM Factor(EU 역내 무상할당 비중에 대응해 수입품에 면제되는 비율)에 대해 현행 기준 2034년을 0% 시점으로 정하던 것에서, 개정안은 2034~37년 15% 유지, 2038년 0%로 개정하는 안 제시
 - 10/12 환경이사회에서 처음으로 논의, 같은 날 EU ETS 가격 €86.28. 향후 일정은 12월 일반접근, 연내 의회 입장 표명, 2027년 1월부터 3자 협상 예상

EU ETS 개정안 주요 내용

항목	현행	개정안
연간 감축률(LRF)	4.3%(~2027) 4.4%(2028~)	3.7%(2031~35) 1.7%(2036~40)
무상할당	단계적 소멸	2040년까지 연장 (2031~ 탈탄소 투자계획 연동)
MSR 흡수율	24%	12% (2028~)
국제 크레딧	불허	2036~40년 최대 2.6억 톤
산업탈탄소은행	-	€1,000억

무상할당비중 단계적 감축안: 0% 시점 2034년 → 2038년으로 연기



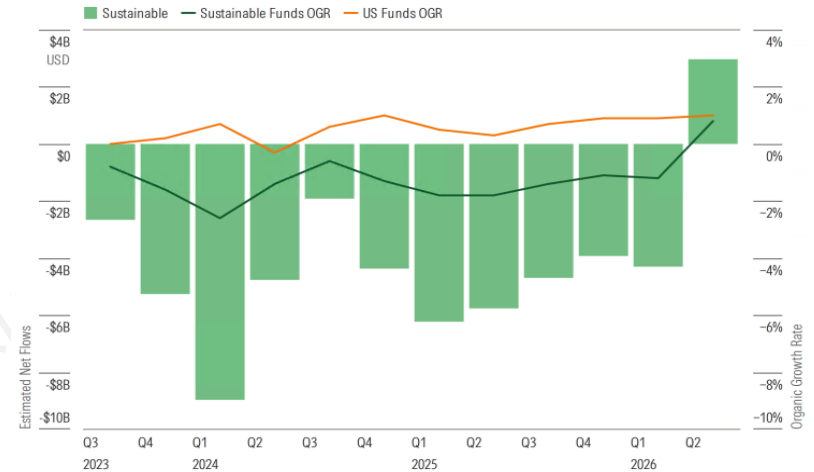
자료: EU 집행위, ICAP, LS증권 리서치센터

연합체의 해체와 재편

● 금융권 넷제로 연합체 약화(NZBA 해산, NZAM 목표 삭제 및 재출범) 미국 지속가능펀드 자금도 2Q26에야 순유입 전환

- 미 트럼프대통령 집권 전후로 글로벌 주요 금융기관들의 탈퇴 러시가 이어진 NZAM, NZBA 각각 활동 중단. 이후 NZBA는 2025년 10월 해산을 공식화했고 NZAM은 2026년 2월 재출범. 그러나, 활동중단 전 대비 참여기관 약 80곳 이탈 (글로벌 9대 운용사 모두 미참여), 2050 넷제로 목표 삭제 등 이전 대비 약화
 - 연합체간 결속 및 목표는 약화되었으나, 자금흐름 지표는 바닥 확인
- 미국 지속가능펀드는 14개분기 연속 순유출을 지나 2Q26 약 \$30억 순유입. 다만 아직 방향 전환으로 단정하기엔 시기상조

미국 지속가능펀드 14분기 연속 순유출 이후 2Q26 순유입 전환

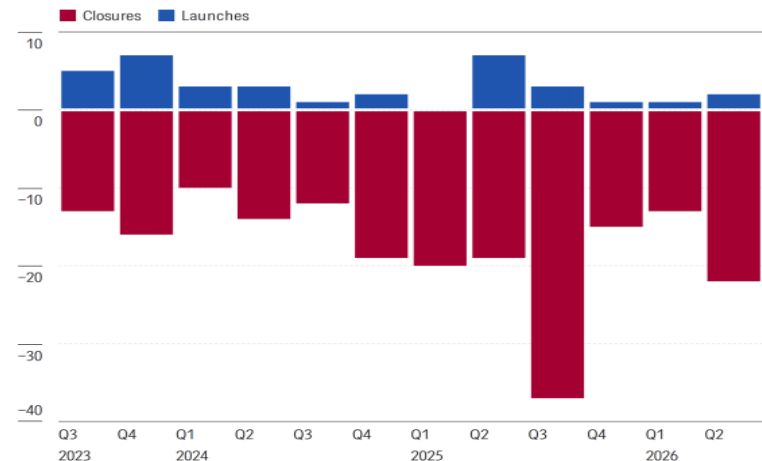


NZBA 탈퇴 주요 글로벌 은행 (2024-2025년)

분야	내용
미국	골드만삭스, 웰스파고,뱅크오브아메리카, 씨티그룹, 모건스탠리, JP모건체이스
캐나다	내셔널뱅크, 몬트리올은행, 스코샤뱅크, CIBC, TD뱅크
영국	바클레이스, HSBC
일본	노무라, 미즈호, 미쓰이스미모토, 미쓰비시UFJ
그 외	맥쿼리(호주), BPCE(프랑스)

주: OGR=organic growth rate, 해당 기간 시작시점의 총자산 대비 순유입 비율
자료: 언론보도, Manifest, Morningstar, LS증권 리서치센터

미국 분기별 지속가능펀드 출시·청산 수 추이

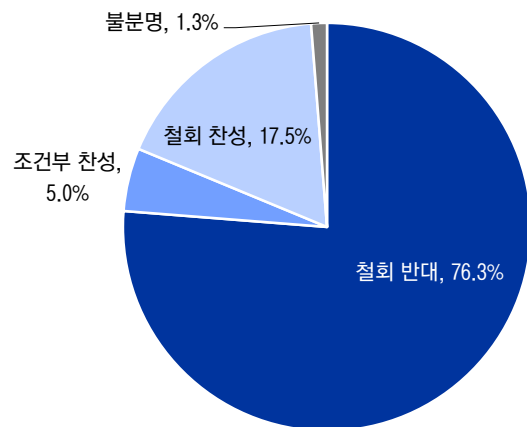


규칙의 후퇴에 대한 투자자의 반응

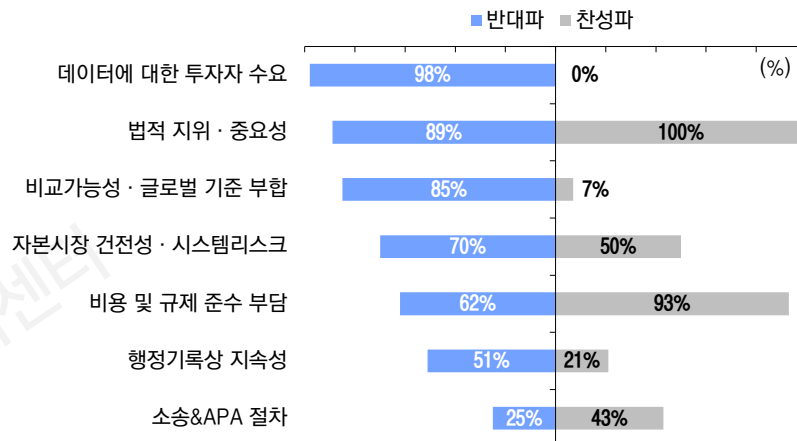
● 미 SEC 기후공시 폐지안, 기관투자자 반대 의견 지배적

- 지난 5월말 제기된 미 SEC 기후공시 전면 폐지안에 대해 8월 3일까지 공개 의견 수렴. 개인, 단체 캠페인을 제외한 81개 기관이 공개 의견을 표명했고, 그 중 76%가 폐지안에 반대. 반대의견을 표명한 기관에는 CalSTRS, NYCERS, NBIM, AP7 등 미국·유럽 주요 연기금들 다수 포함
- 기후공시 폐지안 반대 사유는 데이터 품질 관련 사유가 가장 빈번하게 언급. 현재 이용 가능한 기후 데이터는 비싸고 일관성이 없어 신뢰하기 어렵다는 것
- 기후리스크가 곧 재무리스크라는 인식 하에 표준화 공시가 투자 판단의 전제가 되며, 공시가 후퇴한다 하더라도 투자자가 요구하는 데이터가 사라지지 않는다는 것이 반대 의견을 표한 투자자들에서 공통적으로 언급된 부분

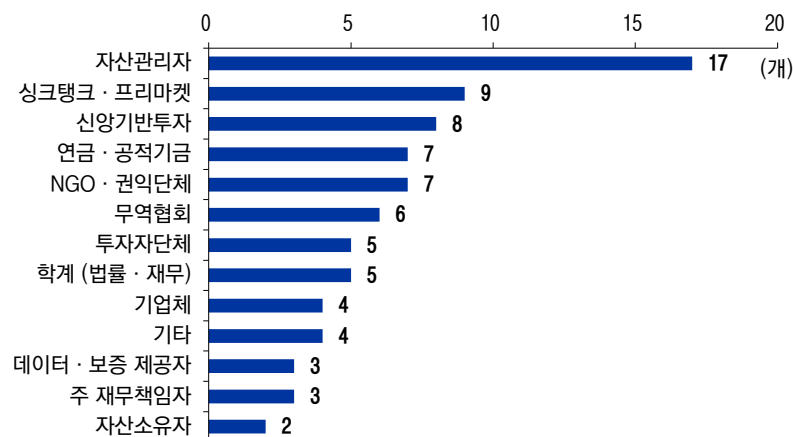
SEC 기후공시 폐지안에 대한 기관 공개의견 분포 (개인, 단체 제외)



찬성파·반대파 양 측이 지지하는 사안들



공개의견 표명 기관 유형

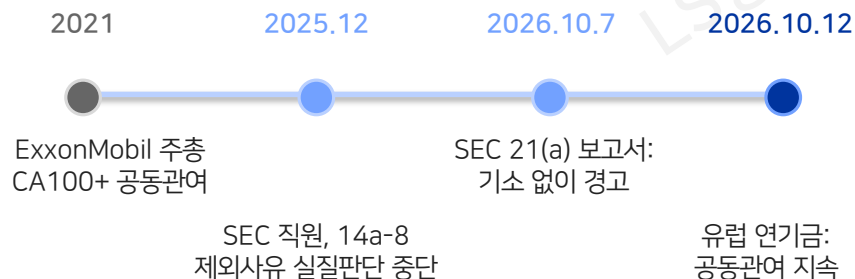


심판이 관여를 견제하다

● SEC는 기후 공동관여(CA100+) 조사에서 기소 없이 경고했고, 유럽 연기금은 같은 시기 공동관여 지속 방침을 밝혔다

- 심판이 규칙 변경이 아니라 관여 행위를 견제하기 시작. 같은 관여라고 할지라도 지역에 따라 법적 부담이 달라지면서 연기금과 패시브 운용사의 행동이 달라진다
- 미국 패시브 운용사 입장에서는 공동관여 참여 부담이 커짐. Vanguard 미 법인은 13개 주와 합의해 CA100+·NZAM 참여 금지
- 유럽연기금(AkademikerPension)은 기후 공동 관여를 지속하겠다는 입장(10/12)

규제당국의 태도 변화



SEC 21(a) 보고서 (10/7)

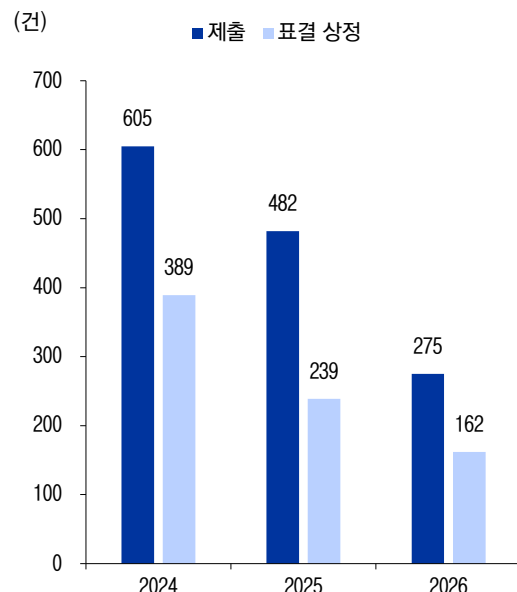
항목	내용
대상	CA100+ 및 ExxonMobil 2021 주총 관련 약 1년 조사
결과	BlackRock·Vanguard·State Street 기소 없음
경고	지배권에 영향을 주려는 그룹 활동은 13G(약식)가 아닌 13D(상세) 공시 대상이 될 수 있음
요구	2027 주총 시즌 전 보고의무 점검
반론	Ceres: "항상 미국 증권법 안에서 활동"

주주제안의 위축

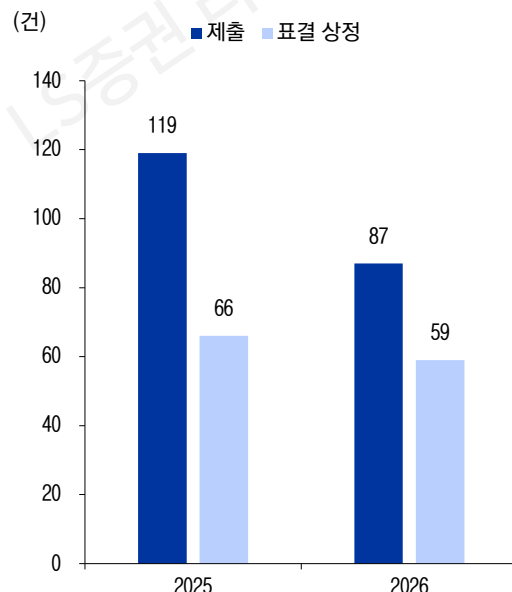
● 미국 내 ESG 주주제안 건수 축소. 다만, 반(反) ESG 주주제안 역시 위축

- ISS 집계에 따르면, 미국 내 E(환경) 및 S(사회) 관련 주주제안 규모는 최근 3년간 감소. 안건에 대한 평균지지율도 전년비 -0.9%p 감소, 과반 이상의 지지를 얻는 안건이 올해 한 건도 없는 부분은 ESG 관련 주주활동의 축소로 해석될 수 있음
- 다만, ISS는 해당 지표에서 보수 성향 단체 내지 투자자가 제출하는 반ESG 주주제안 역시 규모를 축소하고 있음을 짚음. ESG 안건의 찬반을 떠나 주주제안 주체들이 대체로 공개 주주제안보다는 비공개 협상 등으로 이동했다고 해석하는 편. 지지율 측면에서 비교해도 E·S 안건 지지율이 3년간 하락해 올해 기준 9.7%로 낮은 편이나, 반ESG 안건 지지율이 1.6%에 불과해 사실상 거부 수준이라 해당 안건을 제외할 경우 평균지지율이 개선되는 흐름도 관찰됨

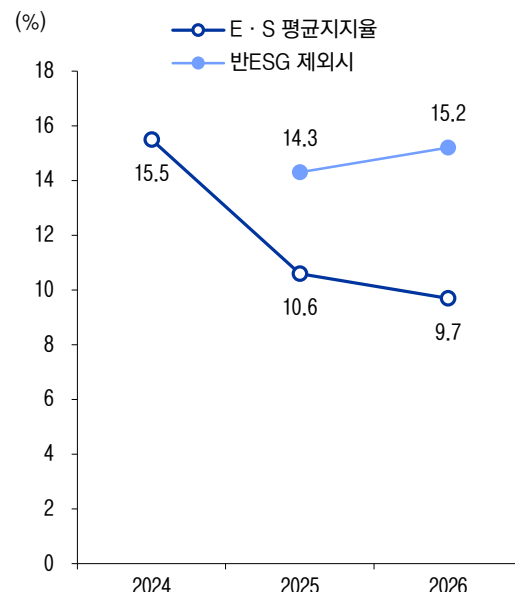
E·S 안건 주주제안 제출 및 표결 상정 추이



반ESG 주주제안 건수 역시 줄었다



E·S 안건 평균지지율 변화



주: 각해 6/30 집계치 기준

자료: ISS-Corporate, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2026.9), LS증권 리서치센터

[Case] BP 주총 (2026.4월)

● 규제 변화가 약속 철회의 명분이 되다

- BP 이사회는 기후공시 의결 건에 대하여 해당 결의들이 의무 공시 프레임워크(제도)의 발전으로 대체되었다며 개별 약속은 불필요하다는 주장 하에 철회를 시도. 규제 완화 및 변경이 개별 기업의 자발적 약속을 철회하는 명분으로 쓰인 사례
- 해당 철회안은 47%의 찬성으로 특별결의 요건인 75% 기준에 못미쳐 부결. 주주의 반대가 제동을 걸어주긴 했으나, 글래스루이스·ISS·LGIM 등 기관의 반대 권고에도 찬성률이 47%에 달했다는 점과, NBIM이 해당 철회안을 지지했다는 부분이 NGO의 지적을 받기도 했음. 기관 및 연기금 간에도 의견이 갈리는 것 역시 드러난 사례

BP 기후공시 의결 철회안 주주반대에 의한 부결 보도 (4/23)



COMPANIES / ESG REPORTING / INVESTORS

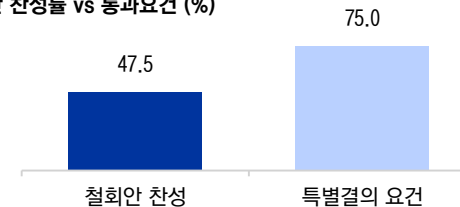
bp Shareholders Defeat Resolution Aimed at Reducing Climate Disclosures

Mark Segal April 23, 2026

자료: BP, LS증권 리서치센터

안건별 결과

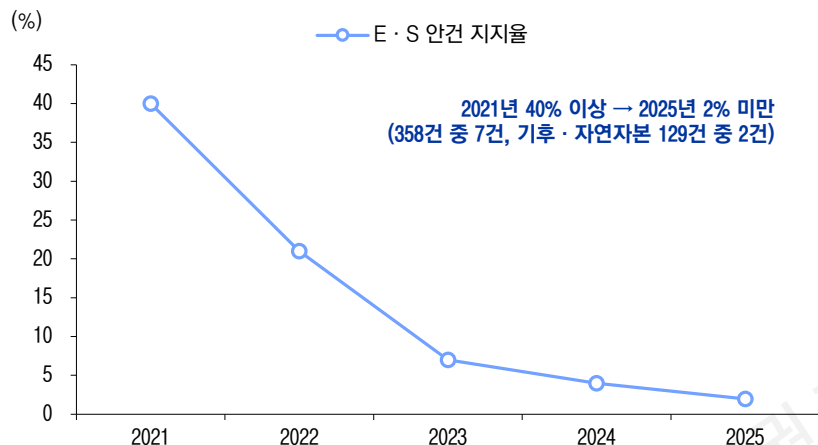
기후공시 의무 철회안 찬성률 vs 통과요건 (%)



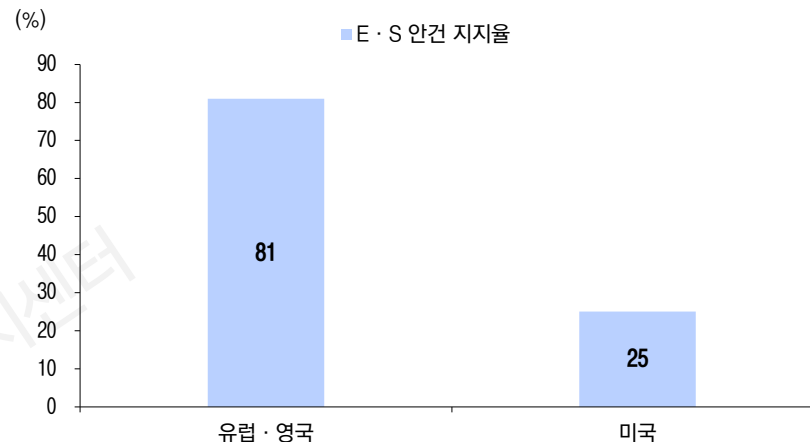
안건	결과
기후공시 의무 철회(특별결의)	찬성 약 47% (요건 75% 미달, 부결)
기후공시 축소안	반대 52.53%
가상 주총 전환안	반대 52.88%, 부결
의장(Manifold) 재선임	반대 18%
ACCR 자본규율 주주제안	지지 약 26%

기관 간에도 의견은 갈린다

BlackRock의 E·S 주주제안 지지율 추이



유럽·영국 vs 미국 운용사 (E·S 제안 평균 지지율, 2024 주총 기준)



주주 관여의 실질적 역할: '의무'가 아니라 규제가 빠진 자리에서 기업의 약속을 붙잡아두는 장치로 작동

① 투표로 약속을 지킨다	② 공동관여로 계획을 요구한다	③ 법적 압박으로 확인한다
BP 2026.4 주총	LAPFF·CCLA 6년 연속	RBKC 소송(2026.7)
기후공시 의결 철회안(찬성 47%)이 특별결의 요건 75%에 못 미쳐 부결	FTSE 100에 기후전환계획 주주투표 요구 현재 약 20% 기업이 실시, BP·Barclays·Lloyds 등은 불참	영국 지방정부 연기금(RBKC)이 기후리스크 평가가 부실하다며 ClientEarth에 제소당함
의미 규제 완화를 근거로 한 약속 철회를 주주가 제동	의미 기업별 이행 수준 격차를 드러내 압박	의미 관여의 대상이 기업을 넘어 연기금 자신으로 확장

규칙이 약속을 강제하던 자리 → 주주의 투표·관여·소송이 약속을 유지하는 자리로 이동

Part II

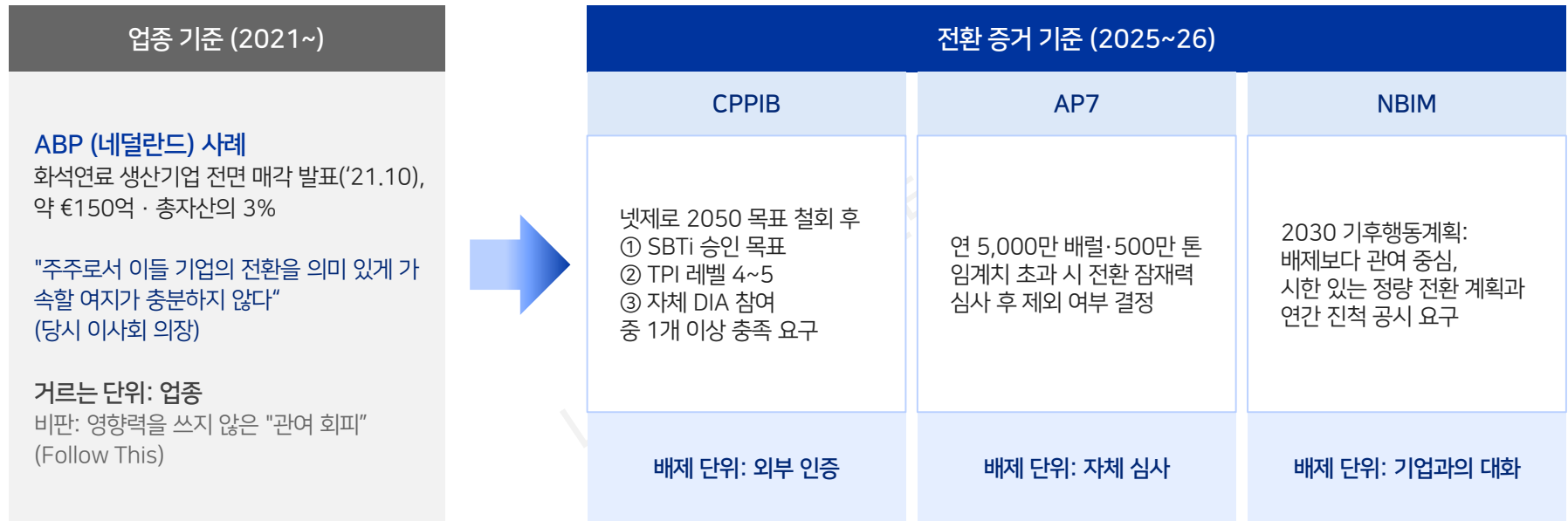
기준은 같리고, 잣대는 다르다

검증 가능한 이행 데이터 수요

- 글로벌 연기금 사례: CPPIB, AP7, NBIM, CalPERS 등
- 기관별 기준 불일치 및 가격 규제와의 대비
- 기관 및 운용사에 요구되는 기준 비교표

배제의 기준이 바뀐다

- 배제(Negative Screening)는 남아 있되, 판단의 기준이 "어떤 업종인가" → "전환의 증거가 있는가"로 이동



같은 방향의 유사 사례

일자	주체	내용	성격
9/28	Caisse des Dépôts(프랑스)	2027년부터 석유기업 신규 채권 투자 중단(녹색채권 예외), 기존 지분은 유지·관여	자산군별 다른 잣대
10/12	AP2·AP3·AP4(스웨덴)	공동 윤리위원회용 ESG 스크리닝·관여 서비스 입찰	체계 정비
10/15	노르웨이 정부 위원회	국부펀드 핵무기 관련 방산업체 배제 해제 권고(권고 단계)	배제 목록 재검토

자료: ABP, CPIB, AP7, NBIM, 언론종합, LS증권 리서치센터

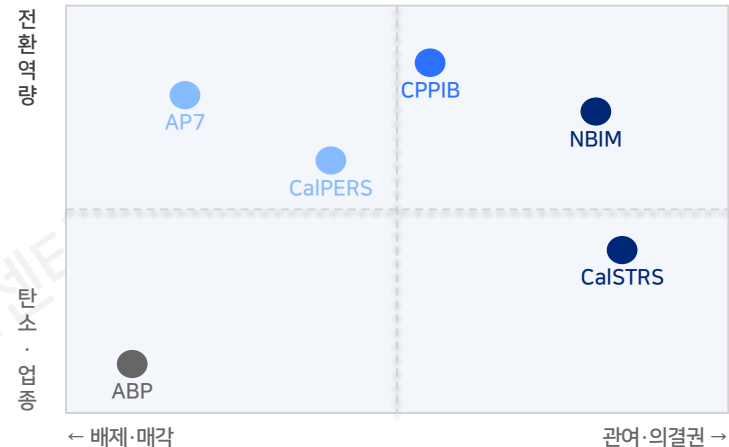
배제의 기준이 바뀐다

● 해외 연기금 사례: 모두 잣대를 '보유 자산의 탄소집약도'로 변경

→ '기업의 전환 역량'으로 변경

- 기관마다 증거를 확인하는 수단(제외·분류·매각·관여)은 제각각 다른 형태를 띄고 있음. 다만 변화 양상은 공통적으로 정량 목표의 후퇴와 평가 지표의 정교화, 관여 대상의 집중 형태로 나타남. 한편으로는 정교해진 규범과 실질 의결권 행사 간 간극 문제(ex. NBIM 등)가 나타나기도 하며, 유연해진 규정 대비 검증 절차가 약해졌다는 부분에 대한 비판 여지를 남기기도(ex. AP7, CPPIB, CalPERS 등)

전환 역량을 확인하는 수단은 제각기 다르다



아래 6개 연기금 모두 잣대를 '보유 자산의 탄소집약도'에서 '기업의 전환 역량'으로 변경

기금	규모	배제 기준	비판
AP7 (스웨덴)	SEK 1.5조	생산 임계치 + 전환 잠재력 심사 → 제외	제외 600개로 급증 후 리스트 비공개, 10% 목표 2년 연기
NBIM (노르웨이)	약 \$2조	시한·정량 전환계획 + KPI 진척 공시 요구, 관여	석유·가스 23개 안건 중 반대 3건, BP 회사 안 지지
CPPIB (캐나다)	C\$8,636억	SBTi / TPI 4~5 / 자체 DIA 중 1개 → 분류	"이행을 판정할 국제 방법론 없음" 자인
CalPERS (미국)	기후솔루션 목표 \$1,000억	신뢰할 넷제로 계획 없으면 수탁자 리스크로 매각	보유 자산 경로 여전히 2.7°C
CalSTRS (미국)	\$3,000억+	공시·전환계획 요구, 불응 시 이사 반대	- (SEC 심판 역할 이탈을 공개 비판)
ABP (네덜란드)	약 €5,000억	업종 기준 전면 매각 (대조군)	관여 회피라는 비판

자료: 각 기금 공시, 언론종합, LS증권 리서치센터

CPPIB ① 목표 대신 지표

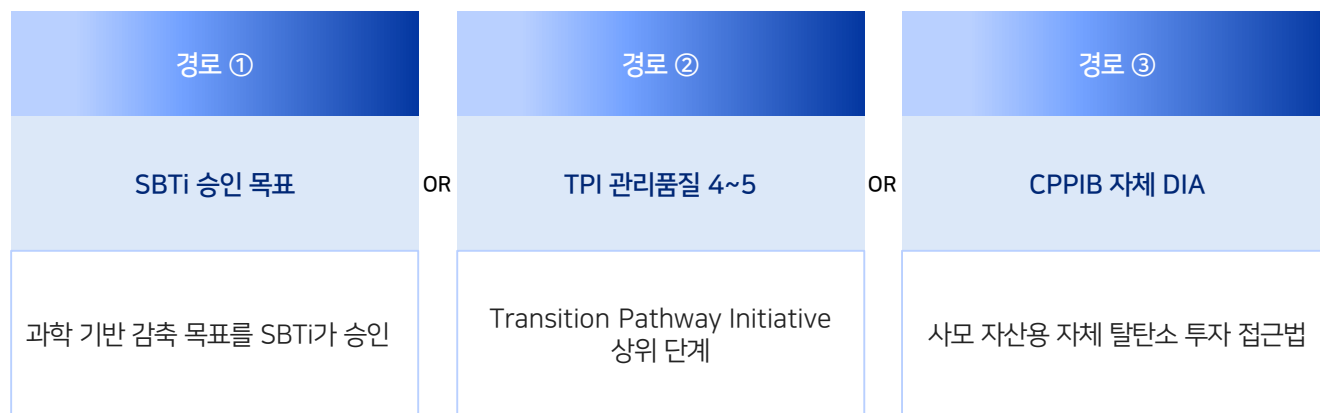
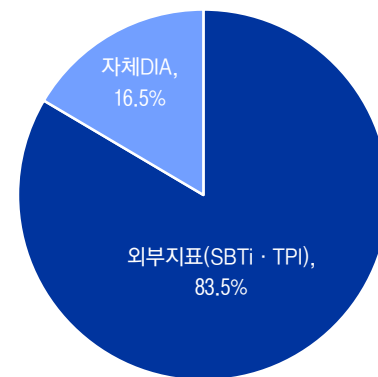
● CPPIB는 넷제로 목표 철회 대신 "전환 거버넌스 증거"를 갖춘 기업을 따로 분류하는 지표 도입: 증거는 세 경로 중 하나면 충족

- 2025년 6월 초 넷제로 2050 공약 철회. 캐나다 법적 환경 변화로 공약 해석에 새 고려사항이 생겨, 법적 불확실성 관리보다 성과에 집중한다는 취지
- 올해 8/14 전환 거버넌스 지표 공시. 포트폴리오 기업을 "탄소집약도 x 전환 거버넌스" 2축으로 분류 + 3개 경로 중 하나 이상 만족시 전환 거버넌스 증거를 보유한 것으로 간주

● 지표 적용 결과, CPPIB 포트폴리오 중 탄소집약도 40tCO2e/\$M EVIC 미만인 비중 86.7%

- 다만, 해당 지표를 충족하지 못한 경우에도 즉각적인 제재나 매각은 없고, 공시상 '미분류'로 처리되는 정도. 이는 NBIM·CalPERS처럼 기업에 시한을 요구하고 안되면 매각을 단행하는 방식과 대비
- 인증 지표와 관련해 상장사 중심의 대부분 포트폴리오는 외부 지표를 활용하지만, 비상장 사모 자산의 경우 자체 DIA를 적용(16.5%)
- 한편, CPPIB는 전환계획 이행 여부를판정할 국제 합의 방법론이 부재하고, 기존 프레임워크도 미래 배출 결과를 확정적으로 측정하지 못한다는 점을 명시. 결국 지표 도입으로 자체 기준은 분명해졌지만 해당 기준이 공통의 잣대는 아니라는 것

전환 거버넌스 확인의 근거 및 활용 비중



CPPIB ② 철회 후에도 자본은 전환으로

- 공약은 후퇴했지만 자본은 전력·인프라 쪽으로 계속 움직임. 다만, 가스·LNG 등 화석 인프라와 혼재해 “전환 투자”의 경계의 모호성 문제

- 최근 1년간 CPPIB가 집행한 인프라 투자 내역을 살펴보면, 목표 철회가 곧 전환 자금 축소를 뜻하지는 않는다는 것을 보여줌. AI 등에 의해 늘어나는 전력하 수요와 공급 안정을 논리로 한 투자가 주를 이루고 있어, 주된 투자 논리가 ‘탈탄소’가 아닌 ‘전력 부족’에 되고 있음을 보여주기도 함
- 한편, 가스·LNG 인프라와 송전망·재생에너지가 한 포트폴리오 내에 혼재되어 있는 경우도 있어, ‘전환 투자’를 어떻게 정의하는지가 쟁점 사항이 될 수 있음

지난 2월 아이스퀘어드와 50:50 공동 인수한 페루 인키아 에너지



최근 1년간 CPPIB가 집행한 대형 에너지 인프라 투자 내역

발표	투자	규모·지분	자산 성격
2025.9	Sempra Infrastructure Partners (KKR 계열 공동)	약 13% 간접지분 약 US\$30억	북미 가스 파이프라인·LNG 수출·발전 + 재생 1.6GW+
2025.10	AlphaGen (ArcLight 보유)	소수지분 US\$10억	미국 PJM 등 11GW+ 발전자산·AI 전력 수요가 논리, 연료 구성 미공개
2026.2	Inkia Energy (페루) (I Squared와 50:50)	50% · EV US\$34억	발전 플랫폼, 풍력·태양광·가스·ESS 4GW+ 개발 계획
2026.7	Tarchon (영국·독일 HVDC)	약 C\$10억 · 과반 (WindGrid 25%)	1.4GW 해저 송전망 (전환 인프라)

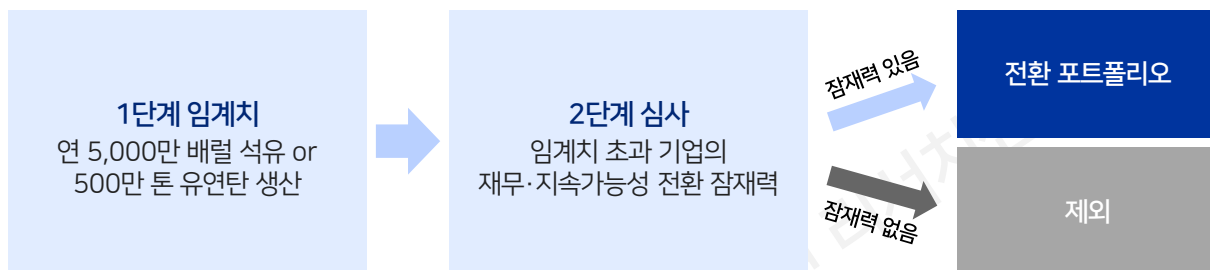
자료: CPPIB, 언론종합, LS증권 리서치센터

AP7: 리스크 기반 제외

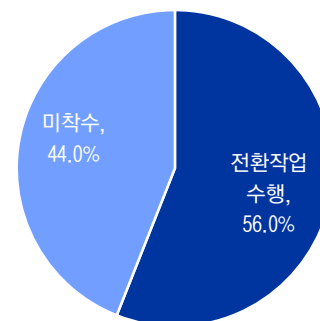
● 특정 업종이 아닌 '임계치 지표 + 전환 잠재력 심사'를 통해 배제 여부 결정

- 투자 여부를 가르는 것이 업종이 아닌 전환 가능성에 있는 것. 주주관여 대상도 넓고 얇은 형태에서 좁고 깊게 변화
- 다만, 제외 기업이 600개 이상 늘어남에 따라 배제 리스트를 비공개 전환하면서 비판의 여지. 또한 전환 포트폴리오 10% 목표 시점을 기존 2025년 → 2027년 연기

선별 절차



관여 우선순위 고배출 기업의 전환 진척도



AP7 포트폴리오 배제 기준 변화

항목	내용
제외 근거	2017~ 파리협정 정합성 → 2025.12 "기후 전환에 실패할 리스크가 높은 기업" 추가
제외 대상	BP·Chevron·Total Energies·Woodside 등 대형 석유사(신규 제외 합계 SEK 180억)
관여	영향력 행사 여지가 제한적인 기업과의 대화 단계적 중단, 기후 사유 제외 기업은 관여 대상에서 제외 → 전환 포트폴리오에 집중
목표	전환 포트폴리오 2027년까지 주식형의 10%, 2030년 편입 기업 100%가 "신뢰할 만한 전환 작업" 수행

NBIM: 관여 중심 모델의 명암

● 가장 정교한 관여 모델을 갖추었으나, 실제 의결권 행사에 있어서는 소극적이라는 비판도 받고 있음

- NGO 집계상 석유·가스 12개사 우선순위 안건 23건 중 반대가 3건 뿐이라며 기후 주주제안 2건(Shell, Mitsui)는 모두 반대했고, 2025년 기후 주주제안은 0건이었다고 비판. 또한 BP 주총 기후공시 축소안에 AP7는 제외 조치한 반면 NBIM은 지지했다는 지적. 다만, NBIM은 투표는 여러 수단 중 하나라며 반박
- 한편 비상장 전환 인프라에는 자금을 늘리고 있는 모습도 나타나고 있음
- 공개한 관여 모델 및 기업 요구사항과 실제 의결권 행사 기록이 일치하는지를 점검받는 상황

NBIM이 기업에 요구하는 것

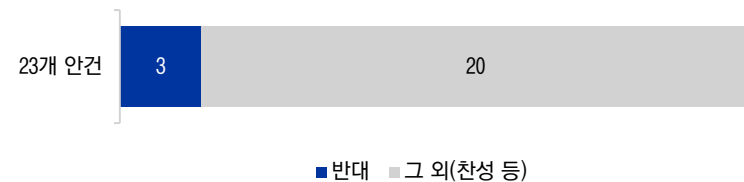
구분	내용
위상	2022년부터 운용 위임장에서 기후를 시장·신용 리스크와 동급의 투자 리스크로 규정
요구	시한이 있는 정량 전환계획 + 사전 설정 KPI 대비 연간 진척 공시
수단	이사회 반대표, 주주제안 지지 등으로 단계적 확대
2030 계획	포커스 리스트에 Scope 3 최다 배출·물리 리스크 취약 기업 추가 과학 기반 넷제로 목표 적용 배출 비중 57% → 76%

자료: NBIM, IPE, NordSIP, 언론종합, LS증권 리서치센터

이전 기후행동계획 기간 실적 vs 최근 비교

구분	직전 계획 기간	최근(2025~26)
대화	금융배출 71% 해당 기업과 대화	-
이사 선임	기후리스크 관리 미흡 69개사 이사 반대	BP 주총: 기후공시 축소안 지지 (NGO 지적)
주주제안	7건(3건 표결)	2025년 기후 주주제안 0건 Shell·Mitsui 기후 제안 2건 반대
매각	리스크 기반 44개사 매각	-

석유·가스 12개사 우선순위 안건 23건 중 NBIM의 반대 (NGO 집계)



반면, 자본 배분은 전환 쪽으로

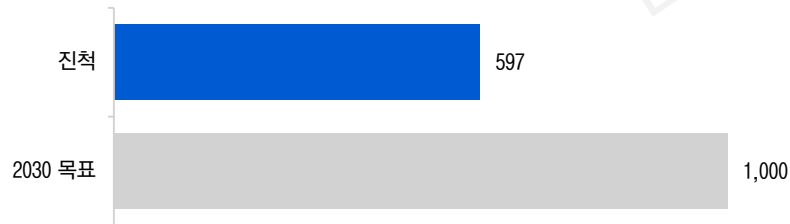
€12억	€9억	\$15억
CIP VI 출자(2026.10)	CIP V 출자(2024)	Brookfield 전환펀드(2025)

CalPERS: 계획 없으면 매각, 설명은 수익으로

● 반ESG 압력이 가장 강한 미국이지만, 기후 투자를 늘리고 있는 공적연기금

- 전환 계획이 없는 기업은 수탁자 리스크로 판단해 매각 결정. 한편 해당 사유를 윤리적인 점이 아닌 수익으로 설명하는 것이 특징적인 부분
- 지난 10월에는 에너지 전환 사모신용 확대를 검토한다는 보도. 상반기 전환 투자 \$413억 중 부채 약 \$110억
- 한편, CalPERS의 행보 역시 비판의 여지는 남기고 있음. 보유 자산의 탄소배출경로가 여전히 2.7°C 경로에 정렬되어 있어, 목표와 실제 포트폴리오 간 간극을 보여줌

기후 솔루션 투자: 진척 vs 2030 목표 (억 달러)



50%

포트폴리오 탄소집약도
2030 감축 목표

\$58억

맞춤형 Climate
Transition Index

14.8%

직전 회계연도
전체 수익률

판단 구조: 실물 경제와 포트폴리오 양쪽의 실질적인 탈탄소 추구

신뢰할 만한 넷제로 계획이 있는가

없으면 → 수탁자 리스크로 판단

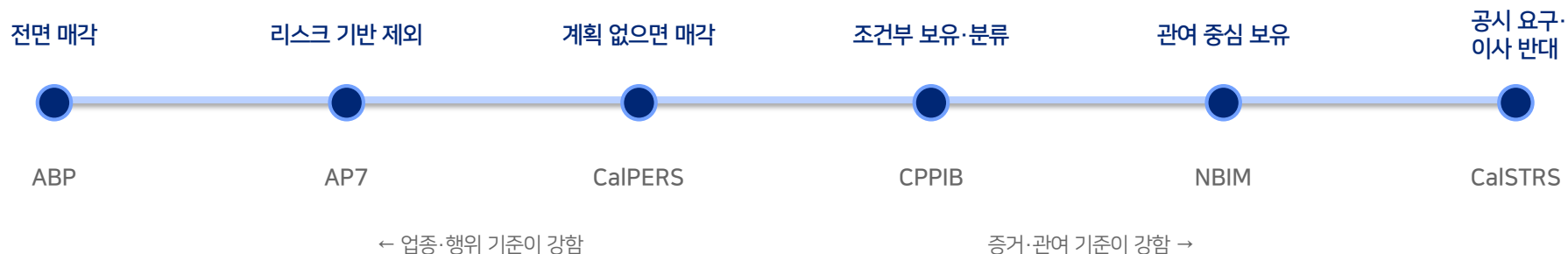
보유 지분 매각 (전면 매각은 아님)

같은 기업, 다른 판정: 기준의 불일치

- 같은 기업에 대해서도 기관마다 "제외·보유·관여"로 판정이 갈린다 → 전환의 증거를 어떻게 읽느냐가 기관마다 다르다

대상 기업	A측	B측	갈리는 이유
BP	AP7: 제외	NBIM: 보유 · 2026.4 주총 회사 안 지지	임계치+전환 잠재력 심사 vs 관여 중심 모델
석유 생산기업 (Caisse des Dépôts)	채권: 2027년부터 신규 투자 중단 (녹색채권 예외)	주식: 기존 지분 유지 + 관여	수단이 다름 : 채권은 자금 공급 차단, 주식은 의결권
Whitehaven Coal (호주 석탄)	AustralianSuper: 7월 재투자로 단일 최대주주 등극	넷제로 원칙과 충돌한다는 비판	기관 자체 원칙과 투자 사이의 충돌 기준이 있어도 적용이 갈림

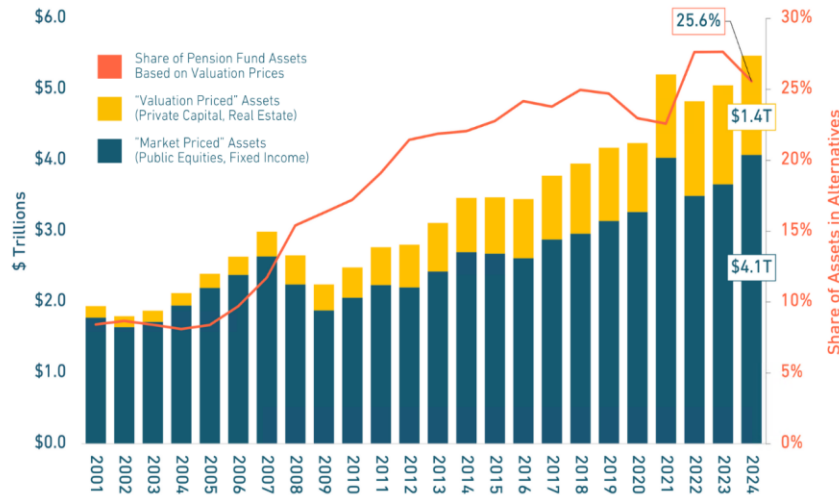
판정의 스펙트럼



자료: 각 연금금 공시, 언론종합, LS증권 리서치센터

상장주식 외 영역으로 확대되는 측정의 범주

연기금자산 내 가치평가 기반의 사모·대체투자 비중 증가 추세



글로벌 주요 연기금의 대체자산 ESG 전략 비교 (요약)

구분	CalPERS (미국)	CPPIB (캐나다)	GPFG (노르웨이)	APG/PGGM (네덜란드)
선정 기준	GP ESG 스코어링 (점수화)	투자 생애주기 전반 통합실사	재무부 Mandate 및 윤리 규정	이중 중대성 평가
모니터링	전용 로드맵 및 소급 검토	탈탄소화 지원 및 Climate VaR	위험 기반 자산 매각(Divest)	신호값 트리거
사후 평가	SI 전문팀 심층 리뷰	탄소 감축 성과 공시	독립 윤리위원회 권고	독립 리스크 팀의 교차 검증
주요 도구	ILPA, EDCI	ACF, EDCI	UNGP, OECD가이드라인	SASB, GRESB, CRREM

최근 움직임: 측정 범위 확장

OPERF (미국 오리건, 10/5)

사모·실물자산까지 배출량 데이터 수집 확대, 탄소회계 협의체 구성.
'35년 집약도 60% 감축·'50 넷제로 유지

CPPIB

사모에 외부 지표를 쓸 수 없어 자체 DIA(분석 틀)를 만들

FRR (프랑스, 7/29)

BNP파리바와 기후전환 역량 평가 지수 개발

EDCI

LP가 합의한 사모 ESG 데이터 표준. 국내 업계가 대체투자 GP 대응 수단으로 제안

Part II 기준은 같리고, 잣대는 다르다

정책과 규제 간 괴리
가격은 계획을 보지 않는다

CBAM ① 가격은 계획을 보지 않는다

- 투자자 잣대와 달리, 가격(CBAM)은 "지금 얼마나 배출하나"를 기준으로 과금. 계획은 감안되지 않고, 과금 범위는 하류 품목으로 넓어지는 중

- 국내 철강을 예시로 들면 2030년대 상용화 예정인 수소환원제철에 대하여 투자자 판단에는 참작될 수 있으나, CBAM 과금상 고려되지 못하고 비용을 치르는 구간이 존재 (무상할당 소멸시한인 2034년 내지 2038년)
- CBAM 적용 품목이 다운스트림으로 확대되는 상황도 염두해야 함. 아직 확대 품목의 최종 범위가 확정되진 않았으나, 지난 9월 의회에서 논의 대상 품목을 기계, 변압기, 가전, 히트펌프 등 다변화하여 적용품목수가 453~457개로 증가

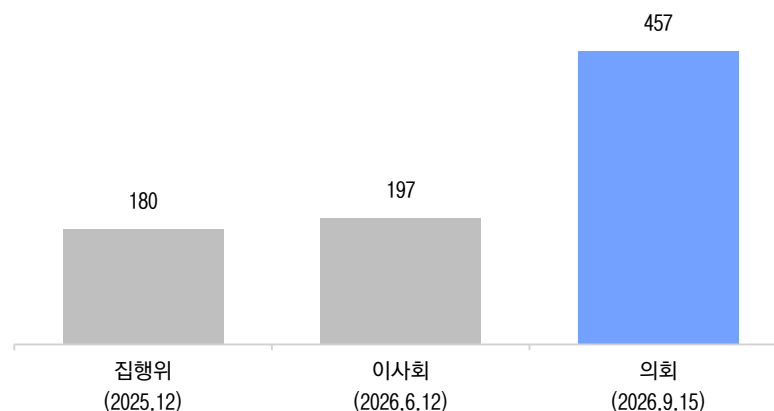
CBAM 제도 현황 (2026.10월 기준)

항목	상태
간소화 규정 (EU 2025/2083)	확정 · 2025.10.20 발효(50t 면제 등)
단계 도입 2034 → 2038	개정안 · 10/12 환경이사회 첫 논의
다운스트림 품목 확대	3자 협상 · 10/20 첫 공식 협상, 연내 합의 목표(2028.1 적용)
ETS 가격	€86.28 (10/12 경매가 기준)

투자자의 판단 기준과 가격 잣대 간 차이

투자자 잣대	가격 잣대 (CBAM)
어디로 가고 있나 계획·목표·거버넌스 SBTi·TPI 등 외부 평가	지금 얼마나 배출하나 내재배출량 × 무상할당제외분 × ETS 가격 검증된 실제값만 인정, 없으면 기본값 (배출 상위 10개 수출국 평균) 적용

다운스트림 확대안: 연별 추가 품목 수



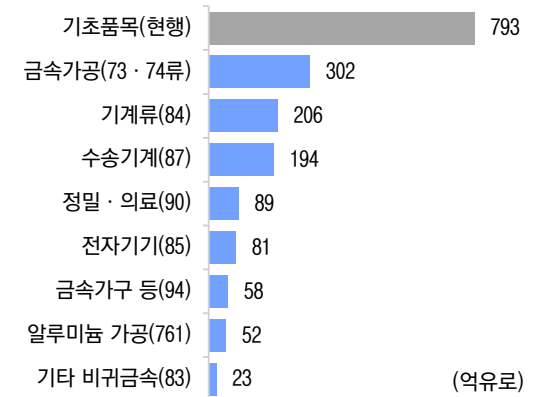
자료: EU 집행위, EU 이사회, PwC, LS증권 리서치센터

CBAM ② 하류품목 확대시 새로 영향권에 들어오는 업종

● 확대안 확정시 신규 영향권에 기계·전기기기·자동차부품·가전·금속가공 업종 포함

- 무역협회 추정상 대EU 수출가격은 2030년까지는 한 자릿 수대 영향권, 무상할당이 절반 아래로 내려가는 2031년부터 영향 본격화. 2038년 무상할당비중 소멸 개정안을 기준으로 추산하면 2034년 +15.5%
- 연 50t 이하 수입자는 면제(수입자 약 90%, 배출량의 약 1%)이지만, 중소 수출기업은 대형 수입자를 통한 간접 영향 가능. KIEP 추정에 의하면 중소기업 노출의 55.7%가 간접 수출
→ 다운스트림 기업에도 계획이 아닌 검증된 배출 데이터 요구(없으면 기본값 적용)

EU 역외 수입액 (2025)

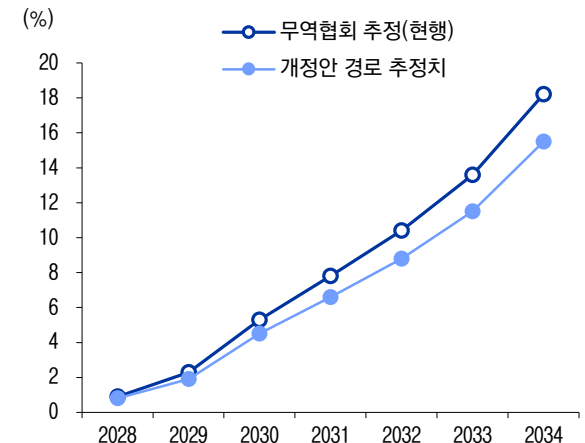


새로 영향권에 들어오는 국내 업종 후보 및 기업 예시

품목군	국내 해당 업종 · 기업(예시)	포인트
금속가공 (73·74류)	체결구·와이어·스프링 등 금속가공 중소·중견	현행 대상만 경남 206개사가 EU에 직수출
기계류(84)	건설·산업기계(HD현대건설기계·두산밥캣), 히트펌프	이사회·의회안에서 범위 확대
수송기계(87)	자동차 부품 1·2차 협력사, 기아 상용·PBV	승용완성차는 제외, 협회 추정은 87류 전체(상한)
전자기기(85)	변압기·컨버터(HD현대일렉트릭·LS일렉트릭·효성중공업), 가전(삼성·LG)	가전·부품은 EU 비중이 높아 가격에 직접 전가 가능
정밀·의료(90)	의료기기·계측기 중소기업	언론이 의료기기·자동차부품을 영향 업종으로 지목
기타(94·761·83)	알루미늄 압출·창호·금속가구·철물	알루미늄 하한: 의회 5t vs 집행위·이사회 50t

주: 완전 전가, 기술개선, 수출선 전환 미반영. 품목군 전체 적용, 철강 비중이 큰 평균치를 기준으로 추산
자료: 한국무역협회, Eurostat, CBAM Guide, LS증권 리서치센터

대EU 수출가격 상승률 (2025년 대비)



결국, 잣대 간 괴리를 잇는 것은 검증 가능한 이행 데이터

- 기관 간 적용 기준 불일치와 계획·가격의 괴리는 모두 “전환 중인 사실을 확인할 데이터가 없다”는 같은 원인에서 발생
 - ‘계획 → 실제 감축’으로 이어지는 경로를 보여주는 검증 가능한 데이터가 투자자 잣대와 가격 잣대를 잇는다

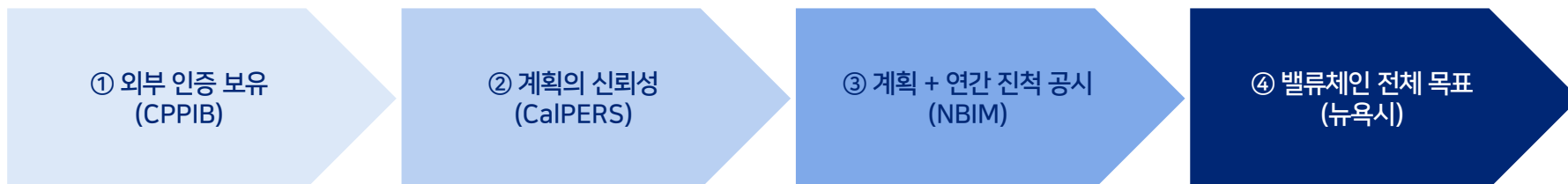
검증 가능한 데이터를 만들고자 하는 움직임



기업에 요구하는 것: 기준 비교

● 연기금이 기업에 요구하는 증거는 외부 인증 → 계획의 신뢰성 → 연간 진척 공시 → 밸류체인 전체 목표의 네 단계로 정렬

주체	요구 기준	판정 방식	미충족 시
CPPIB	전환 거버넌스 증거	SBTi 승인 목표 / TPI 레벨 4~5 / 자체 DIA 중 1개 이상	공시상 미분류(즉각 제재 없음)
AP7	전환 잠재력	임계치(연 5,000만 배럴, 500만 톤) 초과시 전환 잠재력 심사	제외(리스트 비공개)
NBIM	시한 있는 정량 전환계획 + 연간 진척 공시	자체 기후 기대사항 + 기후 포커스 리스트	이사 선임 반대, 주주제안 지지, 매각
CalPERS	신뢰할 만한 넷제로 계획	수탁자 리스크 평가	보유 지분 매각
CalSTRS	넷제로 이행에 필요한 기후 리스크 공시	스튜어드십 우선순위 기준	이사회 반대표 (2023년 글로벌 2,035개사)
뉴욕시 3개 기금	전체 밸류체인(Scope 3 포함) 넷제로 목표	운용사를 통해 포트폴리오 기업에 요구(간접 전달)	운용사 단계에서 조치
EU ECGT (참고)	미래 기후목표 광고 시 이행계획 + 독립 제3자 검증	법적 의무(2026.9.28 시행)	소비자법 위반



자료: 각 연기금, EU ECGT, LS증권 리서치센터

운용사에 요구하는 것: 기준 비교

- 기업 요건만 정비하고 운용사 요건을 비워두면 기준이 집행되지 않는다. 해외 자산소유자는 선정·평가·계약 조건으로 운용사를 움직이는 중

주체	요구 기준	미충족 시 실제 조치
뉴욕시 3개 기금 (약 \$2,800억)	넷제로·과학기반 목표 또는 대안 채택, 서면 넷제로 계획 제출 → 감사원이 실행 가능성 심사	전략을 경쟁입찰에 부침. BlackRock·Fidelity "불충분", PanAgora는 보완 후 명단 제외. 2026.6 패시브 공모 착수
자산소유자 공동선언 (26개 기관, 약 £1.2조)	공공정책 관여, 전사 기후 목표 공개, 스튜어드십 자원 배치, 에스컬레이션 유형·시한 명문화	운용사 등급 하향, 위탁 재검토, 정합성 높은 운용사로 교체
IIGCC 가이드라인(2026)	투자일임계약에 관여 우선순위·보고·의결권 지시·에스컬레이션 단계 명시	- (NZAM 가입 여부를 결정 사유로 삼는 데는 반대)
AP7	LGIM 위탁 전환 전략에서도 의결권은 AP7이 직접 보유	구조적으로 이탈 불가

실제로 집행된 사례: 선언이 아니라 자금 이동

자산소유자	조치
PFZW·PME(네덜란드)	BlackRock 위탁 회수
The People's Pension(영국) · AkademikerPension(덴마크)	State Street 위탁 회수 · People's Pension은 약 £200억 이전
네덜란드 한 연기금	의결권 불일치를 이유로 €140억 위탁 해지(2차 자료)
영국 자산소유자 18곳(약 £6,750억)	운용사 의결권이 방침과 어긋날 때의 제재 명문화(2차 자료)
BpfBOUW(네덜란드) - 반대 방향	약 €700억 위탁 우선협상대상자로 BlackRock 선정, Follow This는 자체 기후전환계획과 상충한다고 비판

자료: NYC 감사원, IIGCC, AP7, UN PRI, LS증권 리서치센터

Part III

국내 제도도 함께 움직인다

스튜어드십 코드·국민연금법·공시

- 제도 변화 타임라인
- 국민연금 위탁 구조 및 운용사 대응
- 해외 선례와의 비교

2026 하반기, 국내 책임투자제도 변화 집중

● 2026년 하반기 '제도 설계' 일정 집중, 2027년은 이행 점검, 2028년 공시 시행

- 스튜어드십 코드 개정, 국민연금 이행 점검, 국민연금법 개정 등 2026년 하반기 한꺼번에 움직인 제도 → 향후 2년에 걸쳐 단계적 시행 방침

국내 제도 변화 타임라인

	2025.12 ~ 2026.3	2026.6 ~ 7	2026.8 ~ 11	2027 ~ 2028
스튜어드십 코드	2025.12.28 내실화 방안 이행점검 도입(7원칙 12항목), 이행보고서 비교공시(매년 12월)	6.8 개정 공청회 7.24 개정안 의결 (제정 10년 만의 첫 개정)	가이드라인 개정 후 6개월 내 참여기관 반영계획 제출	2027 이행점검부터 개정 기준 적용 (대상 2026 운용사·연기금 → 2029 VC)
국민연금 (기금운용)	1.10 의결권 사전공개 확대 (지분율 10% ↑ → 5% ↑) 3.5 위탁 의결권 위임 방안 보고	7.2 기금위 의결 이행점검 체계 도입, 위탁 질적평가 본 배점 반영	10~11월 위탁운용사 현장실사·시뮬레이션 → 배점 확정	이후 자금 배정· 회수와 연계 (예정)
법·공시	1~3월 국민연금법 102조 개정안 발의, 2.12 금융사지배구조법 개정안 발의	7.8 공시 로드맵 발표 (법정공시 즉시 시행, 초기 3년 면책)	8.20 국민연금법 개정 본회의 의결 (대체투자 ESG)	공포 후 6개월 시행 2028 사업보고서부터 기후공시(10조 ↑ 코스피)

자료: 금융위원회, 스튜어드십코드 발전위원회, 언론종합, LS증권 리서치센터

스튜어드십 코드: 10년 만의 개정

● 적용 자산이 채권·대체자산으로 넓어지고, ESG·지속가능성이 명시되며 이행 점검 명문화

- 가이드라인 개정 후 6개월 내 참여기관 반영계획 제출, 2026년 12월 첫 이행보고서 비교 공시 필요. 2027년 이행 점검부터 개정 기준 적용
- 해외에서 자산소유자가 운용사들에 요구하던 '선정 및 관리 기준'이 국내 스튜어드십 코드에도 도입. 다만, 기후 관련 판정기준 및 에스컬레이션 단계는 가이드라인 개정에서 정해질 부분

스튜어드십 코드 개정 내용

항목	기존 코드(2016 제정)	개정안(2026.7 의결)
적용 자산	주로 상장주식	채권·대체자산 등으로 확대
관점	지배구조(G) 중심	ESG·지속가능성(기후변화 명시 예정)
관여 방식	개별 기업 대상	협력적 관여 명시
이행점검	내실화 방안(2025.12)으로 도입, 코드 본문에 언급 없음	이행점검 명문화
위탁운용·자문	선정·관리 규정 약함	위탁운용사·의결권 자문사 선정·관리 의무
해외 코드	-	해외 코드와의 동등성 검토

이행점검 대상 확대 일정

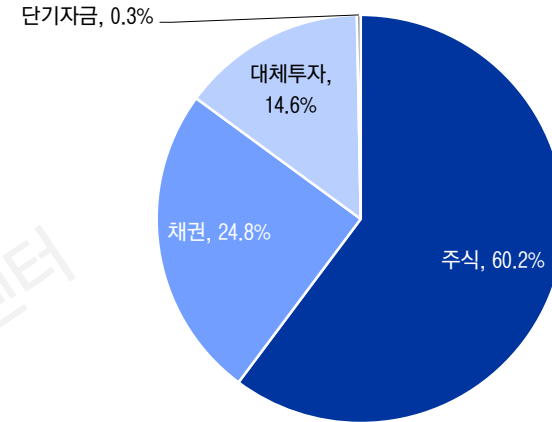
2026 자산운용사·연기금(시범)
2027 PEF·보험
2028 증권·은행·자문
2029 VC 등

국민연금법 개정: ESG 적용 자산군 확대

● ESG 책임투자 원칙 적용 자산이 채권 및 사모·부동산·인프라 등 대체투자자로 확대

- 위탁운용 비중이 높은 만큼, 향후 GP 선정 및 점검 단계에서 ESG를 확인하는 구조로 확장될 가능성 높아짐
- 대형 GP의 경우 ESG 실사·위원회 운영으로 대응 가능하나, 중소형 GP의 경우 출자 및 문턱 상승 우려 존재. 업계에서는 EDCI 등 공통 ESG 데이터 표준의 적용 및 제 3자 검증이 제안되는 단계

국민연금 자산별 배분 비중(2026.2월말 기준)



국민연금법 개정 내용 (제102조 4항)

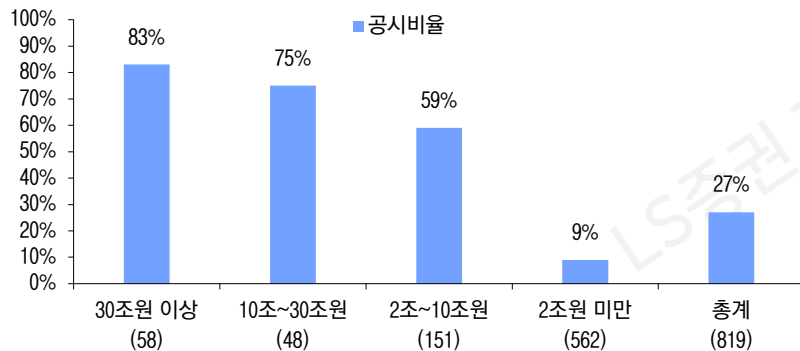
구분	내용
적용 대상	채권, 대체투자(사모·부동산·인프라) 등 주식 외 자산군까지 책임투자 원칙 확대 (범위는 시행령)
핵심 변경	기금운용지침에 E·S·G 요소별 고려 기준·방법 필수 포함
시행	공포 후 6개월
위탁 구조	대체투자 약 99%가 위탁 → 위탁운용사 선정·점검에 ESG 반영 예정
법적 근거	102조 4항: 책임투자 원칙을 대체투자에 적용할 수 있는 법적 근거 마련 (8/20 본회의의 통과 보고) *의무·임의 여부는 공포본에서 확정될 사항. 3/6 발의안은 의무화를 제안

금융위 ESG 공시 로드맵 최종안 발표 (7/8)

● ESG 공시, 2028년부터 자산 10조원 이상 코스피 상장사부터 의무화

- 초안 대비 초반 공시 의무화 대상 확대. 2028년부터 연결자산총액 10조원 이상 코스피 상장기업부터 의무 공시 대상이 되며, 2029년 자산 5조원 이상 코스피 상장사로 단계적 확대 예정. Scope3 탄소배출량 공시 3년 유예 조치는 유지
- EU는 옴니버스 I 로 대상 축소, 제한적 보증만 검증하는 등 조정 국면인 점을 고려하면, 한국의 의무화는 일정이 늦고 범위가 좁지만 설계는 비교적 단단한 편

기존 자산규모별 공시기업 수 현황 (FY2024 기준)



공시대상 포함 기업 수 (FY2025 자산·매출액 기준 산정)

	2028 (FY27)	2029 (FY28)	2030 (FY29, 잠정)	2031 (FY30, 잠정)
연결자산총액 기준	10조원	5조원	2조원	2조원
공시대상 기업 수	107개사	157개사	259개사	259개사
공시범위 포함 종속회사 수	184개사	3,014개사	3,490개사	3,799개사

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

국내 ESG 공시제도 로드맵 최종안 (요약)

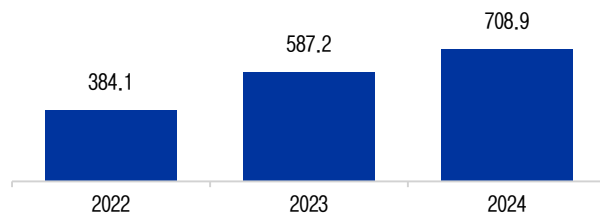
항목	내용
공시 시기	- 2028년(FY27)부터 순차 공시 - 시행 첫해 한정 자산 및 매출액이 연결기준 10% 미만인 국내 외 종속회사는 연결대상 제외
공시 대상	- 연결자산총액 30조원 이상 → 10조원 이상인 코스피 상장사 - 2029년 5조원 이상 코스피 상장사 확대, 향후 공시 상황 평가 후 2030년 2조원까지 추가 확대 검토 예정
Scope3 유예	- 공시대상별 3년간 유예, 원칙적으로 2031년부터 공시 ('31 연결자산총액 10조원 이상, '32 5조원 이상 등) - 중소기업기본법상 소기업 & 해외탄소규제 업종이 아닌 가치사슬 내 기업은 공시 면제
공시 기준	- IFRS 기준 기반 한국형 기준 제정(국제적 정합성) - 일부 기준 완화(국내 산업 특수성)
공시 채널	- 거래소 공시 우선 도입, 제도 안착 후 법정 공시 전환 - 2028년(FY27)부터 자본시장법상 사업보고서 공시로 즉시 시행 - 공시정보 전체에 대한 3년 한시 면책(고의적 그린워싱에 대한 손해배상책임 및 행정제재 제외), 예측·추정정보 및 통제 불가능한 제3자 정보에 대한 면책 허용
제3자 인증	- 공시 시행 2년 후부터 제3자 인증 의무화 (세부제도는 자본시장법령 개정 과정에서 구체화 예정)
이행 지원	- 기관투자자 ESG 정보 활용 확대, 전환금융 심사시 공시보고서 활용 - 컨설팅·정책자금 패키지 지원 - 파일럿 테스트 실시, 한국형 시나리오 분석 개발 등 - Scope3 관련 산정 가이드라인·추정 인프라 구축 - '28까지 업종별 Scope3 배출량 산정 가이드라인 개발, 현장수요가 높은 전과정목록데이터(LCI) 1천개 구축 예정

국민연금: 위탁 중심으로의 이동

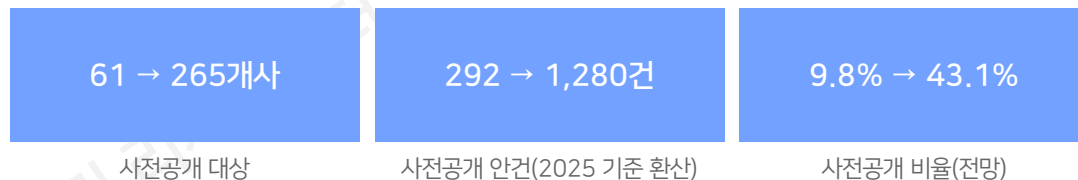
● 책임투자 적용 규모 확대, 위탁 의결권 위임·질적 평가 본 배점 반영·사전공개 확대가 이어지고 있음

- 지난 3/5 보고된 위탁 의결권 위임안은 투자일임 → 단독펀드, 운용사 명의로 의결권 행사, 대상 위탁 국내주식 약 130조원, 책임투자형 운용사(27개사 중 8개사)부터 시범 운영 방침

책임투자 적용 규모 (조원)



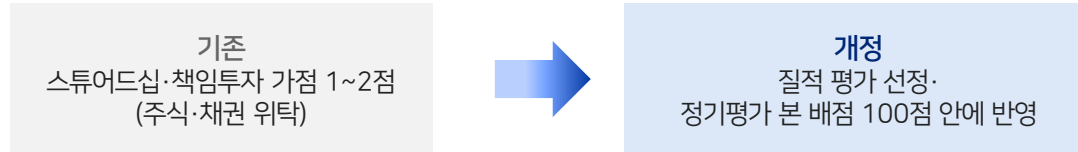
의결권 행사 방향 사전공개 확대 (2026.3월 정기주총부터)



2025 의결권 행사 (599개사)



위탁운용사 질적 평가의 반영 방식 (7/2 기금위 의결)



향후 방향



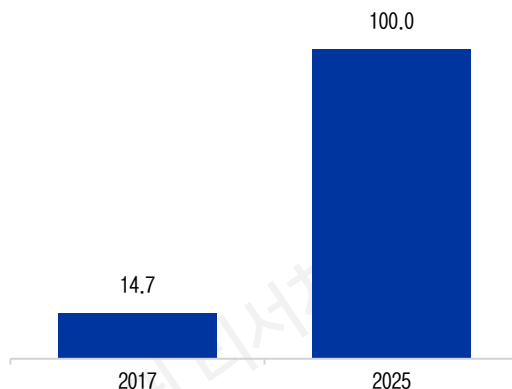
주: 위탁 의결권 위임은 보고 단계로 시범 세부 미정
자료: NPS, 언론종합, LS증권 리서치센터

운용사·GP 대응 및 이행 역량

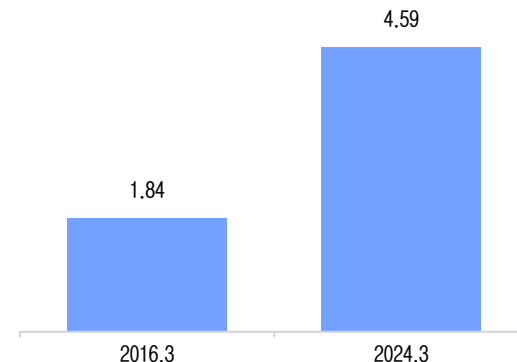
● 운용사 코드 참여는 사실상 100%, 반대 의결권 비중도 여전히 낮지만 개선세

- 대체투자 GP는 규모별로 대응력 갈릴 것
- 향후 점검의 초점은 서명 여부보다는 전담조직 등 이행체계로 이동할 전망. '참여'는 형식이고 '전담조직'은 이행 체계로 해석될 여지
- 참여 시기가 이른 운용사일수록 조직을 갖춘 비율이 높으며, 향후 점검항목에 편입될 경우 점검 초점은 서명 여부보다 조직·인력, 실질적 활동 수행 실적 등으로 옮겨갈 것

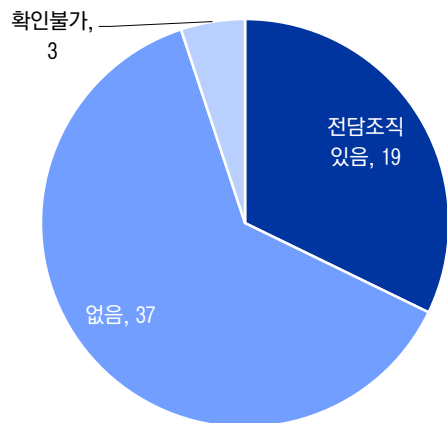
국내주식 위탁운용사 코드 참여율 (%)



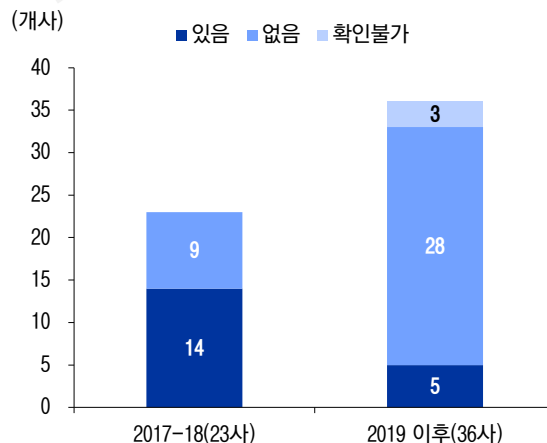
기관투자자 반대의결권 행사 비율 (%)



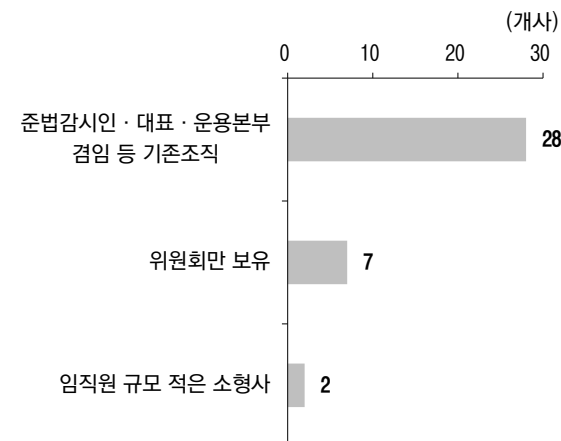
ESG 전담조직 보유 현황 (국내 59사 대상)



스튜어드십 코드 참여 시기 구분



전담조직 미비한 기관(37개사)의 구조



자료: KSC, 각 운용사, 언론종합, LS증권 리서치센터

해외 선례 대비 국내 제도 정비 현황

- 참여와 형식은 갖췄지만 "무엇을 증거로 보고, 미충족 시 무엇을 하는가"는 해외 선례를 참고해 정비가 진행중인 항목

항목	해외 선례	국내 현황	정비 단계
기업에 요구하는 증거의 판정 기준	CPPIB: SBTi/TPI/DIA 중 1개, AP7: 임계치+전환 잠재력	중점관리사안에 기후변화 포함, 세부 판정 기준은 공개 자료에서 확인되지 않음	정비 대상
에스컬레이션 (단계·시한)	NBIM 이사 선임 반대·매각, 공동선언은 단계·시한 명문화	석탄: 5년 대화 후 투자제한 기후 전반은 공개 자료에서 확인되지 않음	일부 도입
운용사 선정·평가 조건	NYC 서면 넷제로 계획 심사, Ircantec 의결권 정책 준수 의무	질적 평가 본 배점 반영(2026.7), 현장실사 중	진행 중
자금 배정·회수 연계	PFZW·PME·People's Pension 위탁 회수, NYC 경쟁입찰	점검 후 배정·회수 연계 예정	예정
데이터·제3자 검증	ECGT, EDCI, OPERF 사모 배출량	공시 2028, 인증 2030(Scope 1·2 등), EDCI는 업계 제안 단계	예정
대체투자 ESG	CalPERS·CPPIB·APG 전략	국민연금법 개정 (공포 후 6개월)	제도화

해외 선례 대비 국내 제도 정비 현황

- 앞서 살펴본 의결권 판단과 위탁운용사 평가, 두 축에서 해외 자산소유자가 활용하는 항목을 국내 제도 현황과 비교

① 기업 대상: 의결권·관여 판단에 쓰이는 요소

판단 요소	해외 선례	국내 관련 제도
외부 인증·평가	CPPIB: SBTi 승인 목표·TPI 4~5·자체 DIA 중 1개 이상	공시 2028~, 제3자 인증 2030(Scope 1·2 등)
전환계획의 구체성	NBIM: 시한 있는 정량 전환계획 + 사전 설정 KPI	중점 관리사안에 기후변화 포함
연간 진척 공시	NBIM: KPI 대비 연간 진척 공시 요구	공시 2028~(초기 3년 면책)
밸류체인(Scope 3)	NBIM: 2030 계획에서 Scope 3 최다 배출 기업을 포커스 리스트에 추가	Scope 3 공시 2031~(3년 유예)

② 운용사 대상: 선정·평가·계약·자금 배분

구분	해외 선례	국내 현재 상태
선정	서면 기후 스튜어드십 계획 제출·심사(NYC 3개 기금)	질적 평가 본 배점 반영(7.2)
평가	에스컬레이션 단계·시한, 의결권 행사 실적(공동선언·IIGCC)	이행보고서 비교공시(12월)
계약	위탁계약에 의결권 정책 준수·관여 우선순위 명시(Ircantec, IIGCC IMA 가이드스)	위탁 의결권 위임(단독펀드) 보고
배정·회수	평가 결과를 자금 배정·회수에 연결(PFZW, People's Pension)	점검 후 연계 예정

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김윤정).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.