

ZOOM
-IN

ETF 시장 확대와 자산운용사의 의결권 행사

최근 국내 주식형 ETF를 중심으로 ETF 시장이 빠르게 성장하면서 자산운용사의 개별 기업 보유 지분과 증시 내 영향력이 확대되고 있다. 그러나 이러한 영향력 확대에도 불구하고 국내 자산운용사의 수탁자책임활동은 아직 충분하지 않아 기업 지배구조에 미치는 실질적인 영향력은 제한적인 수준이다. 반면 해외 주요 자산운용사는 기업과의 지속적인 관여와 적극적인 의결권 행사를 통해 장기적인 기업가치 제고와 지배구조 개선을 위한 책임 있는 주주활동을 수행하고 있다. 국내에서도 국민연금과 정부가 수탁자책임활동 평가 강화와 의결권 위임 확대 등을 추진하고 있는 만큼, 자산운용사의 수탁자책임 이행 역량과 내부 거버넌스 체계의 고도화가 필요하다.

□ 최근 국내 주식형 ETF를 중심으로 ETF 시장이 유례없이 빠르게 성장하며 증시 내 ETF의 영향력이 확대

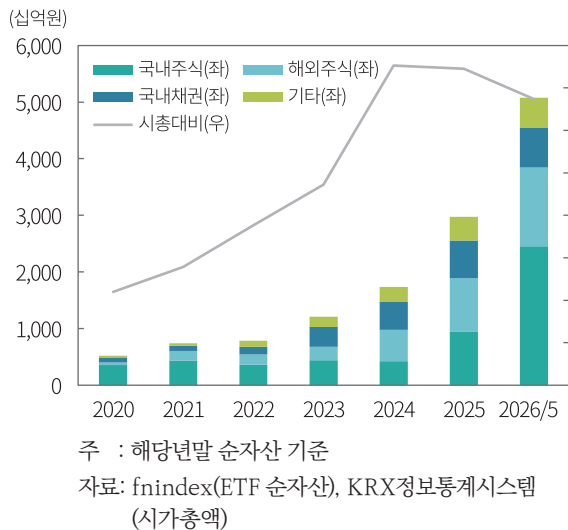
- 국내 ETF 시장은 2023년 순자산 100조원을 달성한 이후 단기간 내 500조원을 상회하며 급성장
 - ETF 순자산은 100조원('23.6월) → 200조원('25.5월말) → 300조원('25.12월말) → 500조원('26.5월말)으로 증가
- 금년 들어 국내 증시 활황으로 국내주식형 상품이 전체 시장의 절반 가까이(48%)를 차지하며 ETF 시장 성장을 주도¹⁾
 - '26.5월말 기준 ETF 순자산은 전년말 대비 71% 증가하는 등 증가 속도가 더욱 빨라짐
- 절대적 규모 뿐만 아니라 증시에서 ETF가 차지하는 구조적 비중이 확대²⁾
 - 전체 시총에서 ETF 순자산이 차지하는 비중은 '20년말 2.2%에서 '25년말 7.5%로 상승³⁾

1) 순자산 기준 국내주식형 48%, 해외주식형 27%, 국내채권 14%, 기타 10%로 구성, 거래량 기준 국내주식형이 90.08%를 차지하고 있으며, 해외주식형 1.47%, 국내채권형 0.17%, 기타 8.27%

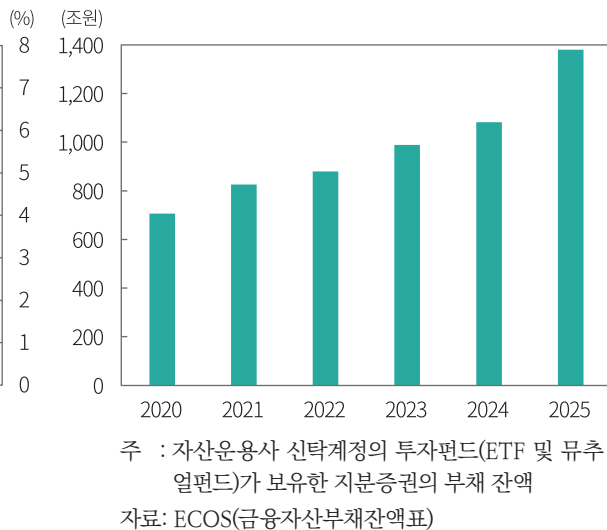
2) 전체 증시 규모는 해당년도 마지막 거래일의 시가총액을 사용

3) 2025년 시총(코스피+코스닥) 규모는 전년대비 73% 증가하였으며, ETF 순자산은 71% 증가하여 시총대비 비율이 소폭(0.07%) 감소

〈그림 1〉 국내 ETF 시장 규모 추이



〈그림 2〉 자산운용사 위탁 증권 잔액



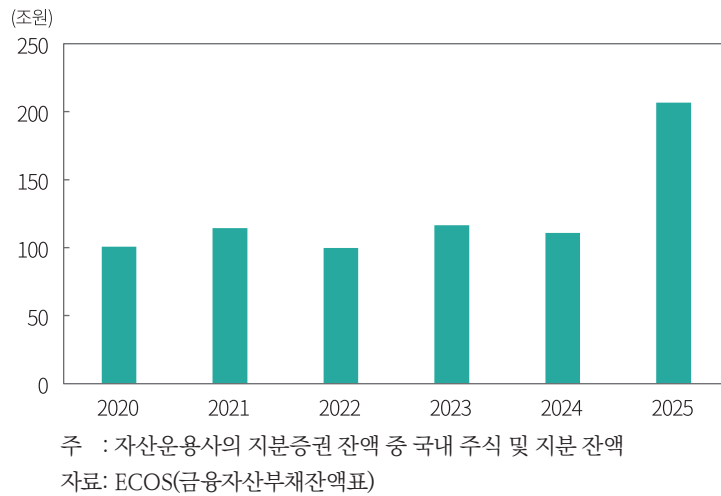
□ ETF 성장에 따라 자산운용사의 시가총액 상위 기업 보유 지분이 증가하면서 증시 내 영향력 확대

- ETF는 지수를 구성하는 종목을 실물로 편입·보유하는 구조로 ETF 순자산 증가로 자산운용사가 보유한 주식 잔액도 함께 증가
 - 자산운용사가 보유한 국내 주식 잔액은 '20년말 100조원 수준에서 '25년말 전년 대비 87% 증가한 206.6조원을 기록⁴⁾
- 시가총액 가중 지수를 추종하는 ETF의 구조상 대형주 편입 비중이 자동적으로 확대되어, ETF 규모가 커질수록 리밸런싱 과정에서 대형주에 대한 일괄 매수/매도가 집중 반복되며 수급과 주가에 미치는 영향도 확대
 - 국내 ETF 순자산의 상당 부분은 코스피200 등 시가총액 가중 지수를 추종하는 ETF로 구성되어 있어, ETF 순자산 증가에 따라 자산운용사의 시가총액 상위 기업 보유 비중도 기계적으로 확대
 - '26.5월말 기준, 국내 상장 ETF의 삼성전자 편입 금액은 53.1조원(시가총액 대비 2.9%), SK하이닉스 편입 금액은 57.9조원(시가총액 대비 3.5%)으로 추정되며, 연초 대비 각각 248%, 145% 증가⁵⁾
- 또한 대형 ETF의 설정 및 환매 과정에서 발생하는 현물 바스켓 거래가 증가
 - ETF는 일반 공모펀드와 달리 설정·환매과정에서 현물을 직접 납입·수령하는 구조로 기초지수 구성 종목에 대한 실질적 매수·매도 수요가 반복적으로 발생

4) 거주자 발행주식 및 출자지분 합계 수치를 사용, ECOS.

5) IT Chosun, 2026. 6. 2, ETF는 이미 시총 역전?... SK하이닉스 편입액, 삼성전자 추월.

〈그림 3〉 자산운용사의 국내주식 보유잔액 추이



□ 자산운용사의 보유 지분 증가는 기업 지배구조에 대한 영향력을 구조적으로 확대될 수 있으나, 수탁자책임 이행의 한계 등으로 실제 영향력은 제한적⁶⁾

- ETF·인덱스펀드 등 패시브펀드는 장기 보유를 전제로 하는 운용 특성상 매도를 통한 영향력 행사에 한계가 있어, 기업 관여와 의결권 행사가 기업가치 제고를 위한 핵심적인 수단
- 우리나라는 2016년 스튜어드십 코드 도입 이후 참여 기관은 지속적으로 증가하였으나, 실제 이행에 대한 검증체계와 공시체계가 미흡하여 실효성은 제한적⁸⁾
 - 참여 기관의 원칙 이행 여부를 검증하는 장치가 없고, 이행 내역 공시도 개별 홈페이지에 분산되어 있어 실질적인 평가가 어려운 실정
- 자산운용사의 의결권 행사율, 반대율 및 공시 수준은 매년 개선되는 추세이나, 이러한 수치 개선이 수탁자책임의 실질적인 이행으로 이어졌다고 보기는 어려움
 - 전체 대상 운용사의 42.4%가 의결권 행사 사유의 절반 이상을 ‘주주총회 영향 미미’, ‘주주권 침해 없음’ 등 형식적인 내용으로 일괄 기재하는 관행이 잔존⁹⁾
- 주주권 행사를 뒷받침하는 조직·인력 및 의사결정체계도 운용사별 편차가 커 적극적인 수탁자책임활동에 현실적 제약¹⁰⁾
 - 공모운용사 67개사 중 18개사만 주주권 행사 전담조직을 운영(평균 4.2명)하고 있으며, 나머지 49개사는 운용·리서치 부서 또는 백오피스에서 관련 업무를 겸임

6) 금융감독원, 2025. 6. 5, ‘24년 자산운용사 의결권 행사 현황 점검 결과, 금융감독원 보도자료.

7) 금융감독원, 2026. 7. 6, 금융감독원은 자산운용사 의결권 점검으로 자본시장의 투명성 제고를 위해 계속 노력하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

8) 황현영, 스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를 위한 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-29호.

9) 금융감독원, 2026. 4. 15, 자본시장의 투명성 제고를 위해 자산운용사 의결권 행사 내역을 점검하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

10) 금융감독원, 2026. 7. 6, 금융감독원은 자산운용사 의결권 점검으로 자본시장의 투명성 제고를 위해 계속 노력하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

- 주요 안건을 심의·의결하는 별도 의사결정기구를 운영하는 운용사는 40개사이며, 나머지 27개사는 담당 운용역 또는 운용본부장이 의안별 중요도에 따라 전결
- 의결권 행사 관련 업무 실적을 KPI에 반영하는 곳은 20개사에 불과

□ 반면 해외 대형 자산운용사는 ETF 등 패시브펀드를 통해 확보한 대규모 지분을 바탕으로 기업과의 지속적인 관여(Engagement)와 적극적인 의결권 행사를 통해 장기 기업가치 제고를 위한 주주활동을 수행

- 미국 패시브 펀드 시장의 80%를 차지하는 Big 3 자산운용사(블랙록, 뱅가드, 스테이트스트리트)는 S&P500 구성 기업 지분의 약 20%~25%를 보유하는 것으로 추정되며 기업 의사 결정에 상당한 영향력을 행사¹¹⁾
 - 패시브펀드는 운용 특성상 투자기업의 지분을 장기간 보유하므로, 매도보다 기업 관여¹²⁾와 의결권 행사를 통해 투자기업의 장기적 가치 제고를 도모하는 것이 핵심적인 수탁자책임활동으로 정착
- 블랙록은 기업과의 지속적인 관여를 중심으로 개선을 유도하고, 필요시 의결권 행사를 병행하는 책임투자 중심의 스튜어드십을 수행¹³⁾
 - 2025년 기준 인덱스 추종 펀드를 대상으로 42개국 기업에 대해 2,373회의 기업 관여, 1,811개 기업과의 대화, 1만 6,500회 이상의 의결권 행사, 15만 4천여 건의 안건에 대한 투표를 실시
 - 기업 관여는 전략 및 재무건전성, 이사회와 효과성, 임원보수, 인적자원, 기후 및 자연자본 등 장기 기업가치에 영향을 미치는 핵심 이슈를 중심으로 지속적으로 이루어짐
 - 충분한 관여에도 개선이 이루어지지 않을 경우 최종적으로 안건에 반대표를 행사
- 뱅가드는 장기 투자수익 제고를 목표로 원칙 기반의 스튜어드십을 운영하며, 기업 관여와 의결권 행사를 상호 보완적으로 활용¹⁴⁾
 - 2025년 기준 1,542회의 기업 관여, 1,336개 기업과의 대화, 13,432회의 의결권 행사, 19만여 건의 안건에 대한 투표를 실시
 - 기업 관여는 이사회 운영, 전략 및 위험관리, 최고경영자 보수 등 핵심 거버넌스 이슈를 중심으로 신중하게 수행되며 기업과의 대화는 필요한 경우로 제한
 - 의결권 행사는 모든 안건을 개별적으로 검토(case-by-case)하는 원칙 아래 적극적으로 행사하며, 장기 주주가치 제고를 위한 핵심 수단으로 활용

11) 한국경제, 2025. 11. 3, 역대 최대 ETF가 시장 경쟁 없앤다?...자본주의 혼돈 '빅3' 운용사 [글로벌 머니 X파일], 인터넷판 기사.

12) 기업 관여(engagement)란 기업 경영진과의 비공식·비공개 대화를 중심으로 기업의 장기 전략, ESG 과제, 거버넌스 체계 등에 설득과 협의를 통해 영향력을 행사하는 방법으로, 공개적 압박보다 신뢰 형성을 통해 자율적 변화를 유도하여 경영진의 수용 가능성이 높음

13) BlackRock, 2025, BlackRock Investment Stewardship Annual Report Jan.1 ~Dec. 31.

14) Vanguard Corporate, Vanguard Investment Stewardship 2025 Annual Report.

□ 국민연금은 위탁운용사에 대한 수탁자책임활동 평가를 강화하고 의결권 위임을 확대하는 등 자산운용사의 책임 있는 주주활동을 유도

- 국민연금은 책임투자형 위탁운용을 중심으로 일부 위탁운용사에 대한 의결권 위임 시범사업을 추진하는 한편 위탁운용사 선정 시 주주권 행사 및 수탁자책임활동에 대한 질적 평가를 강화하는 등 의결권 위임을 단계적으로 확대할 계획¹⁵⁾¹⁶⁾
- 위탁운용사의 수탁자 책임활동 기준을 마련하고, 점검·평가 결과를 자금 배정 및 회수에 반영할 예정
- 수탁자책임활동 체계, 이해상충 관리, 의결권 행사의 적정성 등을 주요 평가항목으로 반영하고, 관련 정책 수립, 전담조직 및 전문인력 확보, 일관된 원칙에 따른 의결권 행사 여부 등을 중점 평가할 예정

□ 정책 당국도 ETF 등 패시브펀드의 성장에 대응하여 자산운용사의 충실한 수탁자책임 이행과 적극적인 주주권 행사를 위한 제도적 기반을 강화

- 금융감독원은 그간 의결권 행사 가이드라인 전면개정(2023년 10월), 의결권 행사 내역 점검, 최고경영자 간담회(2026년 2월) 등 다방면으로 노력
- 그 결과 불성실 기재 비율은 2024년 점검 당시 96.7%에서 2025년 26.4%로 낮아졌으며, 내부 지침 공시 비율도 55.8%에서 79.1%로 개선되었고, 2023년 10월 개정 가이드라인 반영 비율 역시 18.6%에서 59.3%로 높아짐
- 지난해 말 발표한 스튜어드십 코드 내실화 방안에서 기관투자자들의 기업가치 제고 관여 활동이 별도 이행 점검 항목으로 신설¹⁷⁾
- 민간 자율규범으로 도입된 스튜어드십 코드의 실효성 제고를 위해 자산운용사와 연기금을 대상으로 이행점검 절차가 도입되었고, 그 결과가 보고서 형태로 공개
- 특히 기업가치 제고 관여활동이 별도 점검 항목으로 신설되어 기관투자자들이 기업의 주주 환원 확대 등을 위해 얼마나 적극적으로 관여했는지를 공개해야 함

□ 향후 시장 성장과 정책환경 변화에 대응하여 자산운용사의 수탁자책임 이행 역량과 내부 거버넌스 체계의 고도화 필요

- 패시브펀드를 통한 대규모 지분 보유에 상응하는 수준의 기업 관여(Engagement)와 의결권 행사 체계 구축 필요
- 주주권 행사 전담조직 및 전문인력을 확충하고, 투자·리서치 조직과 독립적인 의사결정체계를 마련하여 수탁자책임 이행의 전문성과 독립성 제고

15) 서울경제, 2026. 3. 5, 국민연금 의결권 민간에 넘긴다...‘기업과 대화’ 미개선시 주주대표 소송, 지면 기사.

16) 한국경제, 2026. 7. 2, 국민연금, 위탁운용사 스튜어드십 코드 직접 챙긴다, 인터넷판 기사.

17) 금융감독원, 2026. 12. 29, 스튜어드십 코드 내실화 방안 발표, 금융감독원 보도자료.

- 의결권 행사 원칙과 기업 관여 절차를 체계화하고, 이해상충 관리체계 및 내부통제를 강화하여 책임 있는 주주활동 기반 마련
 - 단순한 의결권 행사율 제고를 넘어 기업과의 지속적인 대화와 장기 기업가치 제고를 중심으로 한 스튜어드십 활동으로 전환 필요

선임연구원 김보영