OPINION

펀드 · 연금실

2024년 자산운용산업 전망 및 주요 이슈*

최근 들어 글로벌 자산운용시장의 화두로 부상하고 있는 수요 구조의 변화는 2024년에도 우리나라 자산운용시장과 산업에 큰 영향을 미칠 전망이다. AI의 발전에 따른 자산관리 서비스의 대중화, 온라인을 통한 펀드 판매 확대, ETF의 진화 등은 더 가속화될 것이며 다양한 측면에서 자산운용시장과 산업에 영향을 미칠 것이다. 퇴직연금시장 성장 및 구조 변화 또한 중요한 의미를 지닌다. 성장이 정체된 DB를 대신해 DC와 IRP의 비중이 커지면서 퇴직연금의 자산배분이 안전자산 집중으로부터 조금씩 변화될 가능성이 있다. 한 예로 TDF를 중심으로 한 자산배분형 펀드가 장기투자 성격의 퇴직연금 자산운용 수단으로 한층 주목받을 가능성이 크다. 다만, 퇴직연금 자산배분을 적절한 수익을 추구하는 방향으로 전환시키는 촉매제가 될 것으로 보였던 사전지정운용제도는 그 기능을 제대로 하지 못하고 있다. 2024년에 예상되는 자산운용시장 및 산업의 위험 요인은 자산운용사 간 양극화 심화, 해외부동산펀드의 부실화, 사모펀드 전문 운용업의 건전성 문제 등을 들 수 있다. 다양한 긍정적 변수와 부정적 변수가 공존하는 가운데, 2024년 자산운용시장은 양호한 성장을 거둘 것으로 전망된다. 전망이 밝은 분야는 TDF를 포함한 자산배분형 상품, 액티브 ETF 및 채권형펀드 등을 들 수 있겠다. 반면, 부동산 및 인프라 등 특별자산 분야는 부정적인 변수가 많을 것으로 예상된다.

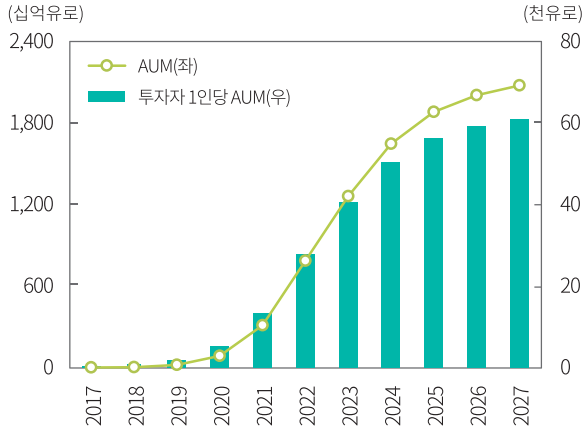
2023년 자산운용시장은 성장세가 회복되는 모습을 보였다. 2023년말 자산운용사들이 운용하는 공사모펀드 순자산총액과 투자일임 평가액은 1,600조원을 넘어섰다. 최근 수년간 높은 성장세를 보였던 사모펀드시장의 성장세가 다소 둔화된 반면, 공모펀드와 투자일임시장은 상대적으로 높은 성장세를 보였다. 공모펀드 내 ETF 비중 증대 추세는 2023년에도 이어졌다. 그동안 부진을 면치 못했던 공모 주식형펀드시장은 순자산이 크게 늘었으나, 순자산 증가의 대부분이 평가액 증가에 따른 것으로 현금유입액은 소폭에 그쳤다. 2023년말 기준 사모펀드 순자산총액과 투자일임 평가액 합산 총액은 1,255조원으로 고액자산가와 기관고객 자산의 증가 추세가 이어졌다. 사모펀드와 투자일임을 구성하는 핵심자산에는 큰 변화가 없었다. 부동산과 특별자산의 사모펀드 내 비중은 50.1%이며, 채권이 투자일임에서 차지하는 비중은 70.3%를 차지하고 있다. 자산운용사들의 수수료수익은 시장규모 회복에도 불구하고 정체되는 모습을 보였다. 운용보수 하락, 저수익 자산 비중 증대 등의 추세적 변화가 자산운용사들의 수익구조에 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 이하에서는 2024년에 주목해야 할 이슈를 수요구조의 변화, 퇴직연금시장의 구조 변화, 위험 요인 등 세 가지 테마로 나누어 자산운용시장과 산업에 미칠 영향을 중심으로 살펴본다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자산운용시장의 수요구조 변화

지난 수년간 자산운용시장에서 부각되었던 수요 측면의 몇 가지 변화들이 2024년에 더 가속화될 것으로 전망된다. 먼저, 인공지능(이하 AI) 기반 맞춤형 자산관리 본격화와 그에 따른 금융권역간 경쟁 격화를 예로 들 수 있다. 자산관리는 펀드를 제조, 판매 및 운용하는 자산운용보다 더 넓은 개념의 금융서비스이다. 이는 가입자의 환경에 맞는 자산배분, 상품 편입 자문 및 중개, 리스크 관리와 리밸런싱 등 가입자의 생애주기에 맞춰 자산을 통합 관리할 수 있는 개인 맞춤형 금융서비스를 의미한다. 그동안 높은 비용 문제로 인해 소액 개인투자자들에게 제공되기 어려웠던 자산관리 서비스가 AI 기반 기술을 바탕으로 개인투자자에게도 제공되기 시작했다. 글로벌 금융회사들은 로보어드바이저와 다이렉트 인덱싱 서비스를 제공하기 위해 기반투자를 늘리고 있고, 이와 동시에 시장규모도 커지고 있다. 해외에서는 은행 및 증권회사뿐만 아니라, 자산운용사들도 이 서비스를 제공하기 위해 적극적으로 나서고 있다. 이는 다른 시장으로 여겨졌던 자산관리시장과 자산운용시장이 동질적인 시장으로 변화될 가능성이 있음을 의미하며, 이 경우 자산관리 및 자산운용을 둘러싼 금융권역간 경쟁도 격화될 것이다. 향후 국내 자산관리시장 및 자산운용시장도 유사한 움직임을 보일 가능성이 크며, 2024년에는 이러한 움직임이 태동하기 시작할 것으로 예상된다.

〈그림 1〉 글로벌 로보어드바이저 AUM 추이



주 : 2023년부터는 예상치
자료: Statista

〈표 1〉 다이렉트 인덱싱 서비스 제공 글로벌 자산관리회사

자산운용회사 AUM 규모별 다이렉트 인덱싱(Direct Indexing) 서비스 제공 회사 비율		
소형사 (50억달러 미만)	중형사 (50억~999억달러)	대형사 (1,000억달러 이상)
46%	68%	84%

주 : 북미지역 1,060개 자산관리회사 대상 조사 결과
자료: Broadridge(2023) 재인용

온라인을 통한 펀드 판매는 팬데믹 이후 본격적으로 늘어나고 있다. 전체 공모펀드시장에서 차지하는 온라인전용펀드 비중은 MMF와 ETF시장을 제외하고 집계할 경우 2019년말 10%에서 2023년말 28%까지 늘어났다. 이는 오프라인 판매채널 대비 편리한 거래와 저렴한 비용 등 온라인 판매채널의 장점이 부각되고, 온라인 펀드 판매 플랫폼의 사용자 친화적인 진화가 지속되고 있기 때문이다. 2024년에도 디지털 기기에 친숙한 젊은 세대를 중심으로 온라인전용펀드 선호 현상이 이어질 것으로 예상된다.

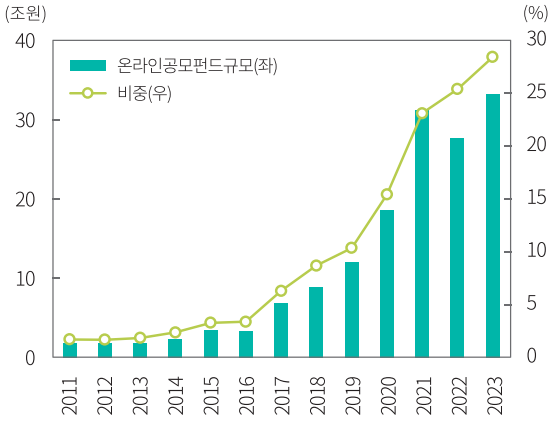
편리한 거래와 저렴한 비용 등 고유의 장점에 더해, 퇴직연금, 연금저축, ISA 등의 저축계좌에 온라인을 통한 펀드 편입이 점차 늘어날 것으로 예상된다.

〈그림 2〉 전체 공모펀드 시장규모 추이



주 : MMF와 ETF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회, 한국거래소

〈그림 3〉 온라인전용펀드 시장규모 및 점유율 추이

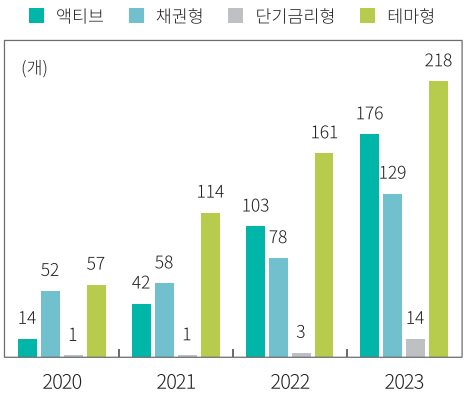


주 : MMF와 ETF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회, 한국거래소

상품 활용도 증대 등 ETF의 진화 역시 수요 측면의 중요한 이슈가 될 것으로 보인다. 최근 수년간 폭발적인 성장세를 보인 ETF는 그동안의 대표지수형 중심에서 액티브형, 채권형, 단기금리형, 테마형 등으로 그 폭이 넓어지고 있다. 2024년에도 파킹통장, 트렌드 추종, 초과수익 추구 등 ETF의 활용 목적 다양화가 진전될 것으로 예상된다. 특히 정부가 액티브 ETF의 상관계수 준수 의무를 없앨 것으로 전망됨에 따라 액티브 ETF 수요가 크게 늘어날 것으로 보인다. ETF 시장의 지속적인 확대로 인해 지나친 단기거래, 자산운용사 수익성 하락, 자산운용사 간 차별화 등의 부작용도 점차 부상할 전망이다.

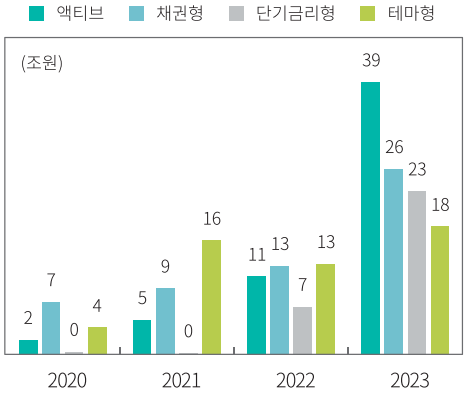
〈그림 4〉 액티브/채권형/단기금리형 ETF 현황

종목수



주 : 1) '채권혼합형'은 '채권형'으로 집계하지 않음
2) 한국거래소 분류체계 상 '업종테마형'과 '전략테마형'을 합쳐 '테마형'으로 정의
자료: 한국거래소

순자산규모

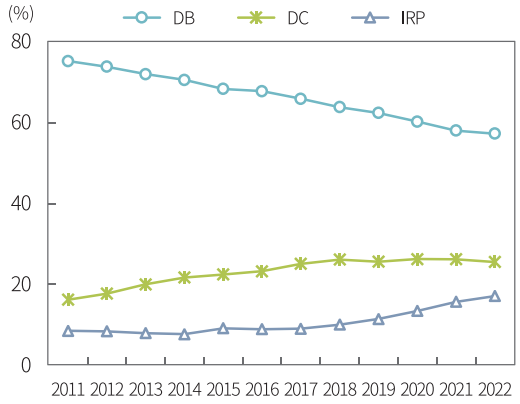


주 : 1) '채권혼합형'은 '채권형'으로 집계하지 않음
2) 한국거래소 분류체계 상 '업종테마형'과 '전략테마형'을 합쳐 '테마형'으로 정의
자료: 한국거래소

퇴직연금시장의 구조 변화

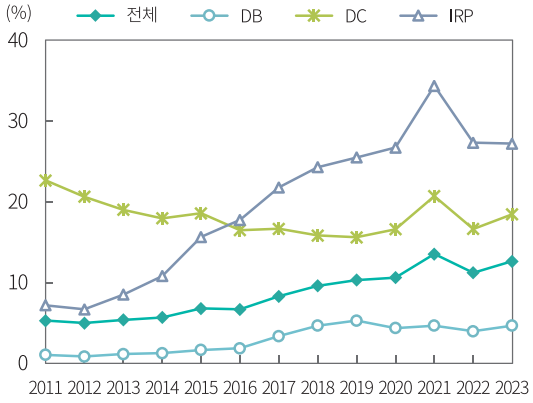
지난 2006년에 도입된 퇴직연금은 시장규모가 크게 늘어났다. 퇴직연금시장의 성장은 실적배당상품에 대한 수요 증대를 통해 자산운용시장에 영향을 미친다. 특히 최근 관측되는 퇴직연금시장의 구조 변화는 2024년에도 자산운용시장에 영향을 미치는 핵심 변수가 될 전망이다. 우선 DB형 대비 DC형과 IRP형의 빠른 성장세가 당분간 이어질 것으로 예상된다. DB형의 경우 대형 사업장의 제도 도입이 어느 정도 마무리된 데다, 외부 적립률 100% 이상을 달성한 도입 기업도 늘어남에 따라 성장 모멘텀이 약해진 것으로 보인다. 반면, 아직 퇴직연금으로 전환하지 못한 다수의 중소규모 기업들이 퇴직연금으로 전환할 경우 대부분 DC형을 선택할 가능성이 크다. IRP 역시 가입대상자 범위가 대폭 넓어짐에 따라 가입률이 높아지는 등 퇴직자산 축적용 저축계좌로서의 중요성이 커지고 있다. 퇴직연금시장이 DB형에서 DC형 및 IRP형으로 무게 중심축이 조금씩 이동하면 퇴직연금시장 전체의 실적배당형 배분 비중이 점진적으로 늘어날 것으로 전망된다.

〈그림 5〉 퇴직연금 유형별 비중



주 : 적립금 기준
자료: 금융감독원

〈그림 6〉 퇴직연금 유형별 실적배당 비중



주 : 2023년도 자료는 3분기 기준
자료: 금융감독원

퇴직연금시장의 규모가 커지면서 자산배분의 중요성도 한층 강조되고 있다. 일반 저축계좌와 달리 퇴직연금, 세제혜택 저축계좌 등은 보다 긴 시각으로 투자하게 되는데, 여기에 가장 적합한 구조의 펀드가 TDF(Target Date Funds)라 할 수 있다. 국내 TDF는 2016년에 출시된 이후 빠르게 성장해 현재는 순자산총액이 10조원을 넘어섰다. TDF 순자산의 대부분은 퇴직연금계좌에 편입된 것인데, 2023년부터 도입된 사전지정운용제도의 영향으로 TDF의 성장세는 향후 대폭 커질 것으로 전망된다. TDF의 성장은 연령에 따른 적절한 자산배분이 중요함을 시사함과 동시에 자산운용사 간의 격차를 확대시키는 요인이 될 수도 있다. TDF 시장의 본격적인 성장이 예상됨에도 불구하고 이를 출시 및 운용하고 있는 자산운용사는 2023년말 기준 20개사에 불과하다. TDF 설계 및 운용을 위해서는 초기 투자비용이 많이 발생하기 때문에 중소형 운용사들이 이 시장에 진입하기 쉽지 않다. 여기에 더해 퇴직연금

사전지정운용제도의 적격상품에 포함되기 위해서는 심사과정이 필요한데, 정교한 설계능력과 낮은 운용비용을 확보하지 못하면 이를 통과하기 어렵다. 따라서 TDF시장은 당분간 중대형 이상 자산운용사들이 경쟁하는 구도를 유지할 것으로 예상된다.

〈표 2〉 TDF 운용회사 및 운용자산 추이

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
운용회사수(개)	3	6	8	10	12	16	19	20
펀드수(개)	70	361	467	641	921	1,057	1,150	1,239
설정액(억원)	661	6,727	13,707	28,799	41,790	80,754	85,690	95,970
순자산(억원)	672	7,424	13,740	33,242	52,018	108,731	97,582	109,634
퇴직연금 TDF(억원)	513	3,036	7,080	15,351	30,860	76,306	74,581	79,502

자료: 제로인(펀드닥터프로), 금융투자협회, 금융감독원

한국형 디폴트옵션인 퇴직연금 사전지정운용제도는 2023년부터 도입되었는데, 당초 안전자산에 집중된 퇴직연금계좌들의 자산 구조를 적절한 수익을 추구하는 구조로 전환시키는 촉매제가 될 것으로 기대를 모았다. 그러나 현재까지 진행되고 있는 움직임은 기대와 달리 퇴직연금계좌들의 자산배분 구조에 거의 영향을 미치지 못하고 있다. 사전지정운용제도는 DC 및 IRP 가입 근로자가 일정 기간 내 구체적인 운용지시를 내리지 못하는 경우 자동으로 운용되는 상품(적격상품)을 근로자 스스로 미리 지정해 두도록 하는 제도이다. 미국 401k의 디폴트옵션과 달리 우리나라 퇴직연금 사전지정운용제도에서는 안정형펀드 편입에 대한 특별한 규제가 없을 뿐만 아니라, 원리금보장상품도 적격상품에 포함되어 있다. 따라서 사전지정운용제도 하에서의 자산배분 의사결정 환경이 이전과 달라진 것이 없다는 의견이 지배적이다. 그 결과가 2023년 사전지정운용제도 가입 현황에 반영되어 있다. 초저위험과 저위험에 포함되는 적격상품을 합하면 가입자 기준 93%를 차지해, 원리금보장형 중심의 기존 퇴직연금 자산배분과 거의 차이가 없다. 따라서 DC와 IRP 비중이 커지는 우호적인 환경하에서도 현재의 사전지정운용제도하에서는 실적배당형 상품의 비중이 단기간에 늘어나기 어려울 전망이다.

〈표 3〉 사전지정운용제도 가입 현황

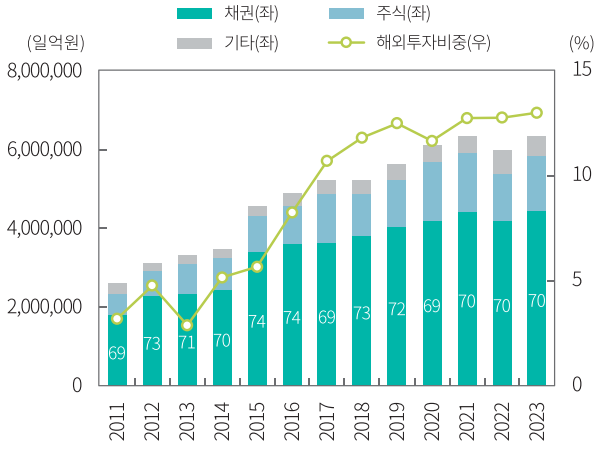
	가입자 기준		적립금 기준	
	가입자	비중	적립금	비중
전체	200만명	100.0%	11,019억원	100.0%
초저위험	177만명	88.5%	9,393억원	85.2%
저위험	9만명	4.5%	806억원	7.3%
중위험	8만명	4.0%	488억원	4.4%
고위험	6만명	3.0%	332억원	3.0%

주 : 위험 분류는 사전지정운용제도 하의 적격상품 위험도 분류 기준
자료: 고용노동부

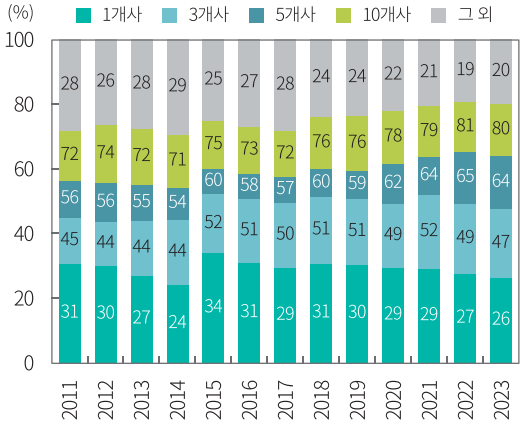
위험 요인

2024년에 예상되는 자산운용시장의 위험 요인 중 하나는 투자일임시장의 비중 확대를 들 수 있다. 자산운용사들의 운용자산 확보라는 측면에서 볼 때 투자일임시장의 성장은 당연히 자산운용사들에게는 기회가 될 것이다. 그러나 투자일임시장의 성장은 두 가지 측면에서 부정적인 영향도 미친다. 저수익성 자산인 채권 위주로 구성된 투자일임시장의 자산 구성은 자산운용사 영업수익성에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 채권은 투자일임시장에서 70% 내외의 비중을 차지하고 있는데, 추세적으로 거의 변화가 없다. 보수율이 낮은 채권 위주의 자산 구성에 더해, 투자일임시장의 고객인 기관투자자(연기금 및 보험사)들은 개인투자자에 비해 가격(운용보수) 협상력이 훨씬 강하다. 이는 동일한 자산에 대해서도 개인고객시장에 비해 더 낮은 운용보수가 책정될 가능성이 큼을 의미한다. 투자일임시장의 성장은 자산운용사들 간의 양극화를 더 심화시킬 가능성도 있다. 투자일임시장의 주요 고객은 연기금과 보험사들이다. 따라서 보험사와 계열 관계에 있는 자산운용사, 브랜드가치가 뛰어난 자산운용사 등 소수의 대형 자산운용사들이 시장을 장악하고 있다. 이러한 회사들은 이미 규모의 경제를 확보하고 있어서, 전술한 저수익성 문제도 일정 수준 극복할 수 있다. 결국 투자일임시장에서 경쟁이 어려운 중소규모 자산운용사들은 대형사들과 운용자산 규모에 있어서 더 큰 격차를 보일 가능성이 크다.

〈그림 7〉 투자일임 설정 규모 및 구성



〈그림 8〉 상위 자산운용사의 투자일임시장 점유율 추이

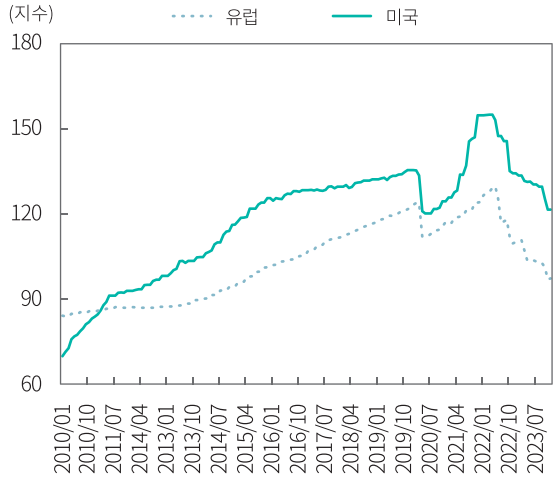


주 : 1) 좌측 그림의 기타 항목은 증권형의 혼합자산과 재간접형, 부동산, 파생형, 특별혼합 등을 포함
2) 우측 그림은 상위 1개사, 3개사, 5개사, 10개 자산운용사가 투자일임시장에서 차지하는 합산 점유율을 의미
자료: 금융투자협회, 남재우(2024) 재인용

2024년에는 우리나라 투자자들이 많이 가입한 해외부동산펀드의 부실화 이슈가 수면 위로 부상할 것으로 예상된다. 각국의 기준금리 인하가 시작될 전망이지만, 높아진 시중금리가 단기간 내에 과거와 같은 수준으로 떨어지기는 어려울 것으로 예상된다. 금리 하락이 글로벌 부동산시장에 온기를 불어넣기 위해서는 시간이 더 소요될 것이다. 이외에도 각국의 경기 둔화 가능성, 근무 형태의 변화 등 글로벌

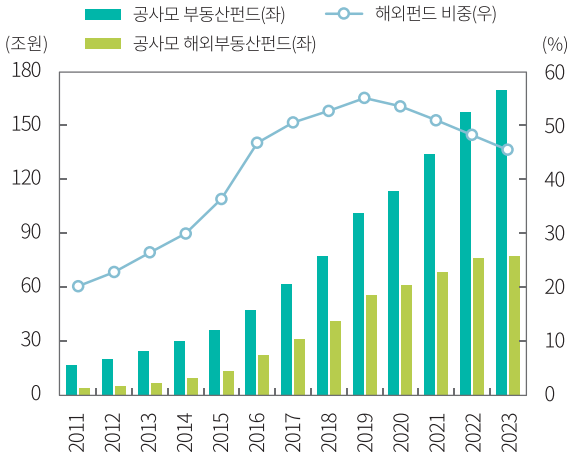
부동산시장에는 여전히 부정적인 변수들이 많은 상황이다. 2023년말에 순자산총액 기준 80조원에 근접한 국내 등록 공사모 해외부동산펀드 중 부동산가격 상승기에 설정된 펀드들의 부실 규모가 확인될 것으로 예상된다. 2023년말 미국과 유럽의 상업용부동산 가격지수는 정점 대비 각각 21.6%와 25.1% 떨어졌다. 부동산펀드는 지분투자자들의 투자와 선순위 대출을 기반으로 자산을 매입한다. 채권 권리상 선순위에 있는 대출의 존재로 인해 펀드 지분투자자들은 펀드 편입 자산의 가격 하락폭보다 더 큰 손실을 입게 된다. 펀드 편입 자산 가격 하락에 따른 순자산가치 하락은 각 펀드 편입 자산의 주기적인 감정평가 직후 확인될 것이며, 일부 펀드는 손실 확정 후 청산절차를 밟게 될 것으로 예상된다. 이러한 과정은 편입 자산 가격 하락 이후 시차를 두고 진행되므로 2024년에 본격화될 전망이다.

〈그림 9〉 글로벌 상업용부동산가격지수



자료: Green Street

〈그림 10〉 해외부동산펀드 비중



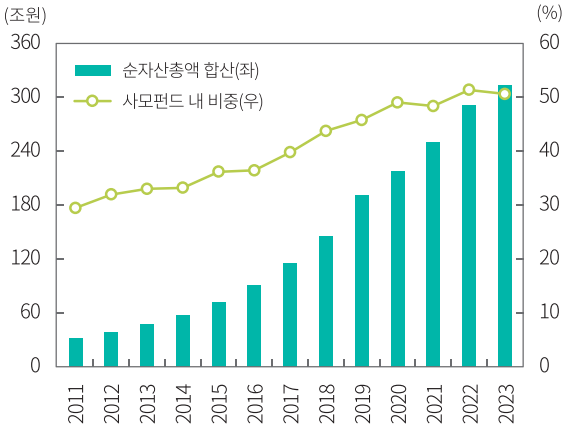
자료: 금융투자협회

해외부동산펀드를 중심으로 한 부동산펀드 부실 문제는 사모펀드 전문 운용업(일반 사모운용회사)의 건전성 문제와도 연결된다. 일반 사모운용회사는 진입제도가 등록제로 바뀐 2010년대 중반 이후 그 수가 급격하게 늘어나 2023년 3월 기준 369개사에 달한다. 2023년 9월말 기준 474개 자산운용사 중 205개사의 당기순이익이 적자를 기록하고 있는데,[1] 이 중 대다수가 일반 사모운용회사인 것으로 추정된다. 2024년에는 사모펀드 전문 운용회사들의 건전성 문제가 본격적으로 부각될 가능성이 있다. 단기간에 신규진입 회사 수가 급증함에 따라 첨예한 경쟁이 벌어지고 있다. 여기에 더해 부동산펀드와 특별자산펀드에 집중된 운용자산의 구조도 자산시장의 현황과 맞물리면서 건전성 문제에 영향을 미칠 것이다. 2023년말 기준 부동산펀드와 특별자산펀드의 순자산총액 합산액은 전체 사모펀드 순자산총액의 50%가 넘는다. 특히, 일반 사모운용회사들의 시장진입이 본격화된 2015년 이후 그 비중은 계속해서 상승하고 있다. 해외부동산펀드의 손실이 확정되고, 청산이 본격화되면 시장 전체의 순자산가치도

1) 2023년 1~3분기 누적 기준(금융투자협회)

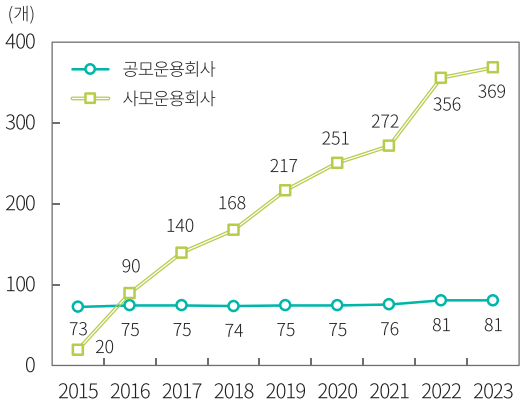
크게 하락할 것으로 보인다. 자산 유형에 따라 차이는 나겠지만, 특별자산펀드도 유사한 상황일 것으로 추정된다. 이 경우 일반 사모운용회사들의 운용자산 규모 위축이 불가피할 것이고, 경영성과에도 큰 영향을 줄 것으로 예상된다.

〈그림 11〉 사모부동산펀드와 사모특별자산펀드



자료: 금융투자협회

〈그림 12〉 사모펀드 전문 운용사 진입 현황



주 : 사모운용회사는 사모펀드만 운용할 수 있는 일반 사모운용회사를 의미

자료: 송홍선(2023) 재인용

2024년 자산운용업 전망 종합

지금까지 2024년 자산운용시장과 산업에 영향을 미칠 주요 이슈들을 세 가지 테마의 범주에서 논의했다. 시장에 긍정적인 영향을 미칠 변수들이 많지만, 한계도 명확할 것으로 보인다. 요약하자면, 2024년에 자산운용시장은 양호한 성장세가 예상되는 가운데, 자산운용사 간 차별화가 더욱 심화될 것으로 전망된다. 전망이 밝은 분야는 TDF를 포함한 자산배분형 상품, 액티브 ETF 및 채권형펀드 등을 들 수 있겠다. 반면, 부동산과 특별자산 분야는 부정적인 변수가 많을 것으로 예상된다.

자산운용산업에 영향을 미칠 것으로 보이는 핵심 변수들을 긍정적 변수와 부정적 변수로 나누어 살펴보면서 글을 마무리한다. 먼저 대내외 경제환경을 살펴보면, 인플레이션 둔화와 금리하락, AI 기반 혁신산업의 성장이 예상되는 반면, 주요국 경기 둔화 가능성도 열려 있다. 자산운용시장의 환경은 연금저축, ISA 등 장기계획성 저축계좌의 확대와 ETF의 진화, 판매채널 다양화 등 수요를 촉진시킬 수 있는 긍정적 변수들이 다수 존재한다. 이러한 변수들이 자산운용사를 포함한 금융회사들의 자산관리 서비스와 잘 연계될 경우 그 잠재력은 무척 클 것으로 예상된다. 반면, 개인투자자들의 직접투자 선호, 자산운용사의 낮아진 영업수익성, 자산관리 시장에서의 금융권역 간 경쟁 격화 등은 자산운용사들이 직면할 어려운 변수들이다. 제도 및 정책 환경에도 긍정 및 부정적 변수들이 공존할 것으로 예상된다. 2023년부터 시동을 걸기 시작한 공모펀드 활성화 정책은 2024년에도 이어질 전망이다. 공모펀드

상장, 펀드 판매사 간 판매보수 경쟁 등 이미 굵직한 정책들이 제시된 데 이어, 개방형 판매채널 경쟁체계 구축 등 온라인 펀드 판매 플랫폼 대폭 개편, 판매보수 체계 개선, 대체투자펀드를 중심으로 한 펀드 자산운용 규제 완화 등 아직 개선의 여지가 많이 남아 있다. ISA 세제혜택 확대 등 세제혜택계좌를 활성화하려는 정부의 의지도 강력한데, 이는 자산운용시장에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, DB, DC 및 IRP 등 퇴직연금과 관련된 자산운용 규제는 여전히 보수적인 시각에 머물러 있어서, 2024년 자산운용시장 성장에 한계점으로 작용할 것으로 예상된다.

〈표 4〉 2024년 자산운용산업 환경

구분	핵심 변수
대내외 경제 환경	- (긍정적 변수) 인플레이션 둔화, 금리 하락, AI 기반 혁신 산업 성장 - (부정적 변수) 주요국 경기 둔화
자산운용시장 환경	- (긍정적 변수) 장기 계획성 저축계좌(연금저축, ISA 등)확대, ETF의 진화, 판매채널 다양화, 기관투자자 운용자산 지속적 증대 - (부정적 변수) 개인투자자의 직접투자 선호, 저수익구조로 변화되는 자산운용사 핵심 운용자산, 광의의 자산관리 영역에서 금융권역간 경쟁 격화
제도 및 정책 환경	- (긍정적 변수) 공모펀드 활성화 정책, ISA 등 세제혜택계좌 활성화 정책 - (부정적 변수) 보수적인 퇴직연금(DB, DC, IRP) 자산운용 관련 규제 및 정책

참고문헌

남재우, 2024, 『투자일임업의 발전과 자산운용회사의 대응』, 자본시장연구원 이슈보고서(발간 예정).

송홍선, 2023, 『규제완화 이후 사모펀드운용업: 진단과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-27.

Broadridge, 2023, *Preparing for the Next Evolution in Passive Investing: Direct Indexing.*

금융감독원 www.fss.or.kr

금융투자협회 www.kofia.or.kr

고용노동부 www.moel.go.kr

한국거래소 www.krx.co.kr

Green Street www.greenstreet.com

Statista www.statista.com