

OPINION

선임연구위원
김재철

공모펀드 상장클래스 도입: 전망과 과제*

공모펀드 상장클래스가 2025년 10월 27일 두 개 펀드를 시작으로 상장 및 거래되기 시작한다. 공모펀드 상장클래스는 간접투자시장의 액티브 운용을 선호하는 투자자들에게 선택의 폭을 넓혀 줌과 동시에, 액티브 운용의 쇠퇴를 막을 수 있는 좋은 대안으로 평가된다. 초기 시장의 안정을 위해서는 다른 클래스에 투자하고 있는 기존 투자자들의 상장클래스 전환을 적극적으로 유도하고, 공모펀드 투자계획을 세운 연기금 자금을 신규로 유치해야 한다. 향후 액티브 주식형펀드 전문운용사 위주로 혁신금융서비스를 추가 지정함으로써 공모펀드 문제의 본질인 액티브 운용 쇠퇴 문제를 풀어 내야 한다. 그러나 공모펀드 상장클래스는 다른 클래스에 비해 판매보수가 매우 낮아 펀드 판매회사들의 유인체계와 부합하지 않는다. 급증하는 ETF 수와 운용자산규모를 고려해 볼 때 지정참가회사(AP)와 유동성공급회사(LP)로 참여할 증권회사의 수도 부족하다. 따라서 장기적으로 공모펀드 상장클래스가 ETF와 함께 안정적으로 발전하기 위해서는 판매회사, AP 및 LP 등 모든 참여자들의 유인체계를 어떻게 만들어 갈지에 대한 정책적인 고민이 필요하다.

공모펀드 상장클래스가 2025년 10월 27일 두 개 펀드의 상장거래 개시를 시작으로 출범한다. 이는 금융위원회가 2024년 1월 3일에 발표한 「공모펀드 경쟁력 제고방안」과 그 후속 조치인 혁신금융서비스 지정(2024년 11월 13일 및 2025년 4월 16일), 한국거래소의 운영규정 및 시행세칙 시행(2025년 5월 12일)¹⁾ 등 여러 과정들의 첫 번째 결과물이다. 이 글에서는 공모펀드 상장클래스 도입의 배경과 기대 효과를 살펴보고, 향후 정책과제에 대해 논의한다.

도입 배경 및 제도적 틀

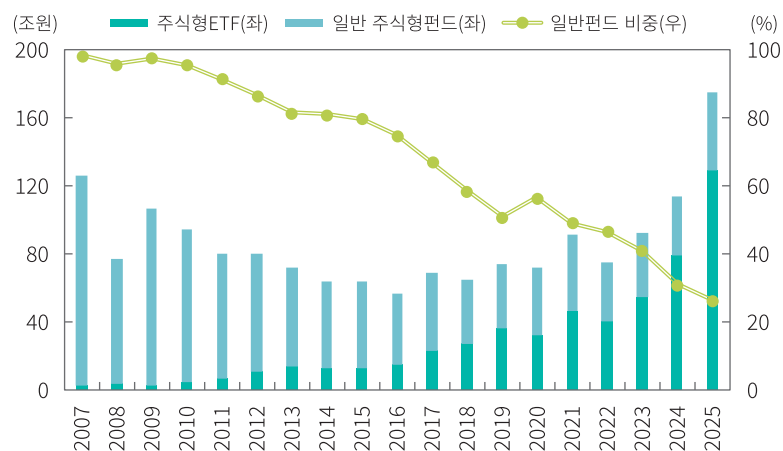
공모펀드 상장클래스 도입은 액티브 운용 펀드, 특히 액티브 공모 주식형펀드의 급격한 쇠퇴에 대한 우려가 그 배경이다. 2010년대 중반을 넘어서면서 우리나라 공모펀드의 중심은 일반펀드에서 ETF로 급격하게 이동했다. 지난 2007년말 123조원을 넘어섰던 일반 주식형펀드의 순자산총액은 2025년 10월 15일 기준 46조원으로 줄어들었다. 반면 주식형 ETF는 같은 시기에 순자산총액이 2조원에서 128조원으로 증가했다. 이는 주식에 대한 간접투자 수요가 액티브 운용에서 패시브 운용으로 이동

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

1) 한국거래소 종류형집합투자기금 상장형 수익증권시장 운영규정 및 운영규정 시행세칙

했음을 의미한다. 저렴한 투자비용과 손쉬운 거래라는 ETF의 결정적인 장점으로 인해 ETF로의 투자 수요 이동은 불가피하지만, 액티브 운용의 쇠퇴는 여러 문제를 초래할 수 있다. 액티브 운용의 쇠퇴와 패시브 펀드의 비대화는 저평가 기업 발굴과 창의적인 상품 설계 등 자산운용사 경쟁력의 근간을 위축시킬 수 있으며, 시가총액 상위 기업으로의 자금집중을 야기하는 것으로 평가된다(Anadu et al., 2020; Blitz, 2014).²⁾ ETF와 일반 공모펀드의 균형 성장이 필요하다는 시각은 액티브 운용의 순기능이 필요하다는 관점에서 출발한 것이며, 이를 위한 정책의 일환이 바로 공모펀드 상장클래스 도입이다.³⁾

〈그림〉 공모 주식형펀드 순자산총액 추이



주 : 일반펀드 비중은 공모 주식형펀드 전체(주식형ETF+일반 주식형펀드)에서 차지하는 일반 주식형 펀드의 비중. 연말 기준이며, 2025년은 10월 15일 기준
자료: 금융투자협회

공모펀드 상장클래스는 이미 출시되어 운용 중인 종류형 공모펀드에 새로운 클래스인 상장클래스(X클래스)를 추가한 것이다. 이는 종류형 공모펀드 중 특정 클래스를 한국거래소에 상장함으로써 ETF 고유의 장점을 공모펀드에 접목한 것이 핵심이다. 따라서 펀드 순자산가치와 거래소 거래가격이 동시에 존재하는 이중가격체계, 원활한 차익거래 메커니즘을 유지하기 위한 지정참가자(AP) 및 유동성공급자(LP)의 역할 등 ETF의 독특한 구조가 공모펀드 상장클래스에도 그대로 적용된다. 즉, 공모펀드 상장클래스와 ETF는 경제적 실질이 사실상 동일하다. 그러나 공모펀드 상장클래스는 종류형집합투자기구에 포함되기 때문에 ETF, 즉 상장지수집합투자기구를 규율하는 자본시장법 제234조와 한국거래소의 유가증권시장 상장규정을 그대로 적용하기 어렵다. 이에 따라 금융위원회는 공모펀드 상장클래스의

2) Anadu, K., Kruttli, M., McCabe, P., Osambela, E., Shin, C., 2020, The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability? *Financial Analysts Journal* 76(4), 23-29; Blitz, D., 2014, Invited Editorial Comment: The Dark Side of Passive Investing, *Journal of Portfolio Management* 41(1), 1-4.

3) 국내에서도 액티브 ETF시장이 커지고 있지만, 주식형 ETF 중 액티브의 비중은 6%에 그칠 정도로 미미하다(김재철, 2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15).

운영 및 관리를 위해 필요한 모든 금융서비스를 금융혁신지원특별법에 따른 혁신금융서비스로 지정함으로써 금융규제 샌드박스를 적용하도록 했다. 이를 통해 금융위원회는 종류형집합투자기구 내 상장 클래스가 ETF처럼 운용될 수 있도록 다양한 특례를 부여하였다.⁴⁾ 한국거래소에서는 종류형집합투자기구 상장형 수익증권시장 운영규정과 시행세칙을 제정함으로써 공모펀드 상장과 관련된 세부적인 규정을 마련하였다. 이에 따르면, 공모펀드 상장클래스는 ETF와 운영 및 관리 방식이 사실상 동일한데, 중요한 차이점도 발견된다. ETF에는 패시브 운용뿐만 아니라 액티브 운용에 대해서도 추종지수와 의 상관계수 유지 의무가 부과되는데, 공모펀드 상장클래스에는 상관계수 유지 의무가 부과되지 않았다. 즉, 액티브 펀드의 상장클래스 추가를 위한 중요한 장벽을 없앴 것이다. 자산구성내역 일일공개는 차익거래 원활화를 위해 불가피하지만, 이 역시 자산액을 기준으로 편입자산의 70% 이상 공개하도록 함으로써 자산운용사들의 부담을 일부 덜어주었다.⁵⁾

해외 동향

해외에서도 종류형펀드의 ETF Share클래스 또는 상장클래스 추가 움직임이 본격화되고 있으며, 자산운용사들의 ETF시장 진출 전략 중 하나로 주목받고 있다. 글로벌 펀드시장에서 종류형펀드에 상장클래스를 추가하는 아이디어는 미국의 대형 자산운용사인 Vanguard에 의해 시작되었다. Vanguard는 지난 2001년 회사의 대표적인 인덱스 뮤추얼펀드인 Vanguard Total Stock Market Index Fund에 ETF Share클래스를 추가할 수 있는 예외조치명령(exemptive order)을 미국 증권거래위원회(이하 SEC)로부터 취득했고, 이 아이디어에 대한 미국 내 특허권까지 확보했다.⁶⁾ Vanguard는 이후 운용 중이던 다수의 인덱스 뮤추얼펀드에 ETF Share클래스를 추가했다. Vanguard의 특허권이 만료된 2023년 5월 이후 BlackRock, State Street Global Advisors, Fidelity 등을 포함, 60개가 넘는 글로벌 자산운용사들이 미국에 설정한 종류형 뮤추얼펀드에 ETF Share클래스를 추가할 수 있도록 SEC에 예외조치명령 취득을 신청했다.⁷⁾ SEC는 Dimensional Fund Advisors의 신청에 대해 2025년 9월 29일, 허용의사를 공식적으로 표명함으로써 조만간 예외조치명령을 부여할 것으로 보인다(K&L Gates, 2025. 9. 30). SEC에 신청서를 제출한 자산운용사들의 펀드 구조에 거의 차이가 없어서 다른 자산운용사들의 예외조치명령 취득 신청도 조만간 받아들여질 것으로 예상된다. 이에 따라 향후 다수의 액티브 전문 운용사들이 ETF Share클래스를 통해 미국 내 액티브 ETF시장의 경쟁수위를

4) 금융위원회, 2024. 11. 13, 일반 공모펀드의 상장클래스 신설을 통한 상장거래 서비스 34건 혁신금융서비스 지정, 보도자료

5) 자본시장법상 상장지수집합투자기구는 자산구성내역의 전부를 매일 공개해야 한다. 이는 ETF의 펀드 순자산가치와 시장 거래가격 간 괴리 최소화를 위해 필수적인 정보이다.

6) 다만, 당시 SEC는 인덱스 종류형 뮤추얼펀드에 대해서만 ETF Share클래스 추가를 허용했다. 이에 대해서는 MorningStar (2025. 6. 11, Vanguard requests active ETF share classes), K&L Gates(2025. 9. 30, Is the industry ready for ETF Share class?)를 참조할 수 있다.

7) 이 중 대부분은 액티브 펀드들이다.

끌어올릴 것으로 전망된다.

미국 이외 ETF시장이 발전한 다른 국가에서도 종류형펀드에 ETF Share클래스 추가나 상장클래스 추가를 허용하고 있다. 예를 들어 호주에서는 Quoted Managed Fund를 통해 상장과 비상장클래스를 동일한 펀드 내에 둘 수 있다.⁸⁾ EU 지역 UCITS펀드의 등록 및 승인 중심 국가인 룩셈부르크와 아일랜드에서도 UCITS 구조의 펀드 내에 ETF Share클래스를 추가할 수 있는 것으로 확인된다.⁹⁾ 이 두 개 국가에서 승인된 ETF Share클래스는 UCITS 펀드가 통용되는 EU 지역의 국가들에서 상장 및 거래될 수 있다.

펀드와 ETF시장이 발전한 주요 국가에서 종류형펀드에 ETF Share클래스 또는 상장클래스 추가를 허용하고 있는 것은 몇 가지 측면에서 의미가 크다. 우선, 각국 금융당국은 투자자 편익에 도움이 된다면 규제완화에 적극적인 모습을 보인다. 최근 글로벌 펀드시장에서 투자자들은 투자비용이 저렴하고 상품이 다양하며, 시장변화에 적극적으로 대응할 수 있는 ETF를 선호하고 있음이 명확하게 드러나고 있다. 이에 각국 금융당국은 기존에 운용 중인 개방형 일반펀드에도 ETF의 특성을 적극적으로 접목시킴으로써 투자자들의 수요 변화에 대응하고 있다. 여기에 더하여, ETF, 종류형펀드 ETF Share클래스 등 광의의 ETF 구조에 액티브 운용이 더욱 확산될 것이라는 점을 지적할 수 있다. 미국 사례에서 보듯 종류형펀드에 ETF Share클래스 추가를 원하는 자산운용사들은 대부분 액티브 운용 펀드에 이를 도입하고자 한다. 이는 글로벌 ETF시장의 액티브 ETF 확대 추세의 한 단면을 보여주는 것이다. 그리고 액티브 ETF시장 확대는 중소형 자산운용사들의 ETF시장 점유율 확보에 크게 기여하고 있음이 미국 사례에서 여실히 입증되고 있다.¹⁰⁾

국내 공모펀드 상장클래스 도입의 기대 효과 및 전망

공모펀드 상장클래스 도입으로 기대되는 효과는 다음과 같다. 펀드시장의 중심축이 ETF로 옮겨감에 따라 전통적인 액티브 운용의 입지가 크게 약해졌는데, 상장클래스 도입으로 인해 액티브 펀드에 ETF의 장점을 더할 경로가 생겼다. 그동안 중소규모 자산운용사들은 패시브 ETF시장의 첨예한 경쟁과 보수를 급락으로 인해 ETF시장에 진출하기 어려웠다. 이 회사들은 액티브 ETF를 통해 ETF시장에 진출할 수도 있다. 그러나 자산운용사들은 액티브 ETF에 부여된 추종지수와 상관계수 유지 의무(0.7 이상)로 인해 액티브 ETF에 기존 액티브 펀드의 운용전략을 그대로 활용하기 어렵다. 자산운용사들은 기존에 운용 중이던 종류형 공모펀드에 상장클래스를 추가하면, 운용전략의 변화없이 ETF와 동일한

8) Australian Securities & Investments Commission(2024, Exchange traded products: Admission Guidelines, INFO230.) 참조

9) Commission de Surveillance du Secteur Financier(2014, Circulaire CSSF 14/592), Central Bank of Ireland(2025, UCITS Questions and Answers, 42nd Edition) 참조

10) 김재철, 2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15.

구조의 상품을 운용할 수 있다. 이는 이미 ETF시장에 진출한 자산운용사들에 비해 상대적으로 규모가 작은 ETF시장 미진입 자산운용사들에게 더 큰 이점으로 작용할 것이다. 이미 운용성과가 입증된 액티브 공모펀드에 상장클래스를 추가하면 액티브 운용을 선호하는 투자자들에게 선택의 폭을 넓혀 줄 수도 있다.

국내에서 ETF시장이 급격하게 성장한 이후 운용성과가 우수한 공모 주식형펀드에서도 자금유출이 지속되었다.¹¹⁾ 공모펀드 상장클래스 도입은 공모펀드로부터의 자금유출 완화에 일부 도움이 될 것으로 전망된다. 다만, 몇 가지 제약 요인으로 인해 공모펀드 상장클래스가 빠르게 정착될 수 있을지는 불확실하다. 먼저, 공모펀드 상장클래스 도입이 판매회사들의 유인체계와 부합하기 어렵다는 점이 지적된다. 기존 종류형펀드의 여러 클래스에 투자하고 있던 투자자들을 상장클래스로 이전시키거나, 새로운 투자자를 상장클래스로 유치하는 것은 판매회사들의 역할이다. 공모펀드 상장클래스는 ETF 수준의 투자비용을 추구한다. 따라서 판매보수도 대폭 낮아질 것이다. 만약 상장클래스 도입을 통해 새로운 투자자를 대거 유치하지 못하고, 다른 클래스 투자자들의 이전에 그친다면, 판매사들의 판매보수 수익 하락은 불가피하다. 즉, 판매사들의 입장에서 투자자를 적극적으로 유치할 유인이 부족하다. 판매회사들이 공모펀드 상장클래스 업무에 적극적으로 참여하지 않는다면, 판매회사들과 계열 관계에 있는 다수의 자산운용사들 역시 상장클래스 확산에 적극적으로 참여하기 어려울 것이다.

종류형 공모펀드의 상장클래스 추가에 필수적인 지정참가회사(이하 AP)와 유동성공급회사(이하 LP) 확보 역시 쉽지 않을 것으로 예상된다. 이미 국내에는 1,000개 이상의 ETF가 설정되어 운용 중인데,¹²⁾ AP와 LP로 참여할 수 있는 규모를 갖춘 증권회사는 많지 않다. 거래가 활발한 ETF시장에서도 증권회사들이 AP와 LP로 참여할 유인이 크지 않은 상황에서 도입 초기 거래가 많지 않을 것으로 보이는 공모펀드 상장클래스 시장에서는 이 문제가 더 클 것으로 보인다.

출범 초기 상장 대상에 포함될 수 있는 펀드의 요건이 높은 것도 제약 요인이다. 한국거래소는 상장될 수 있는 종류형 공모펀드의 기설정액을 500억원 이상으로 제한했고, 해외주식형펀드를 상장 대상에서 제외했다. 이로 인해 액티브 주식형펀드 전문 중소형 자산운용사의 상장클래스 참여가 쉽지 않을 것으로 보이며, 상품의 다양성도 부족할 가능성이 크다.

마지막으로 지적할 수 있는 제약 요인은 개인 투자자들이 공모펀드 상장클래스를 ETF와 사실상 동일하면서도 운용상의 유연성이 더 우수한 상품이라는 점을 인식할 수 있을지 여부이다. 공모펀드 상장클래스는 소속 종류형 펀드의 이름을 그대로 따르며, 클래스 X라는 표기로만 구분된다. 기존 다른 클래스 투자자들에게는 상장클래스로의 전환 기회가 부여되기 때문에 공지가 될 것이다. 그러나 판매

11) 지난 2012~2022년 중 국내 액티브 주식형펀드 중 초과수익률 상위 50%에 속하는 펀드들의 연평균 초과수익률은 4.4%였지만, 연평균 현금흐름증감률은 -4.7%를 기록한 것으로 보고된다(김재철, 2023, 『공모주식형펀드시장의 변화와 자산운용사의 대응』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-26).

12) 금융투자협회에 따르면, 2025년 10월 15일 기준 국내에 설정되어 운용 중인 ETF는 모두 1,029개이다.

회사들이 상장클래스의 장점을 투자자들에게 적극적으로 알리지 않는다면, 새로운 투자자들이 스스로 이를 인식해 적극 투자하기는 쉽지 않아 보인다.

정책 과제

공모펀드 상장클래스의 성공적인 안착을 위해서는 여러 가지 추가적인 과제가 필요하다. 우선, 지난 2024년 11월 13일과 2025년 4월 16일에 혁신금융서비스로 지정된 자산운용사들의 상장클래스를 순차적으로 출시해야 한다. 이번엔 처음으로 출시되는 펀드는 두 개에 그쳤다. 다른 펀드들은 판매 및 신탁회사와의 조율, AP 및 LP 선정 등에 시간이 더 필요한 것으로 추정된다. 두 번의 혁신금융서비스 지정을 통해 네 개의 증권회사가 상장클래스 업무에 AP 및 LP로 참여하기로 했는데, 이를 더 늘리는 것도 고려해 봐야 할 것이다. 단기적으로는 유인체계의 전면적인 개선이 어려운 만큼 증권회사들이 대승적인 차원에서 참여할 수 있도록 금융당국과 잘 협의할 필요가 있다.

각 공모펀드 상장클래스가 상장거래를 시작하기 이전에 해당 펀드 내 다른 클래스를 보유 중인 투자자들에게 상장클래스로의 전환 기회를 부여하는데, 그 기간이 1개월 내외로 비교적 짧다. 이 기간을 늘리고, 다른 클래스 투자자들이 상장클래스로 전환할 수 있음을 충분히 인지할 수 있도록 효율적인 방법으로 투자자들에게 공지해야 할 것이다. 아울러 상장거래 초기에 상장클래스의 운용자산규모를 빠르게 늘리기 위해서는 공모펀드 신규투자 계획이 있는 연기금 등 기관투자자들을 상장클래스로 유치할 필요가 있다. 단기간에 상장클래스 내 포트폴리오 거래규모를 늘려야 AP와 LP의 적극적인 참여를 유도할 수 있다.

지금까지 채권형 및 단기금리형, 인덱스펀드 등 다양한 유형의 종류형펀드가 상장클래스 도입 펀드로 선정되었다. 이는 출범 초기 기관투자자들의 적극적인 참여를 유도함으로써 시장의 안정적인 안착을 기하기 위한 것으로 해석된다. 그러나 공모펀드 상장클래스 확대는 절대적으로 액티브 주식형펀드에 초점을 맞추어야 할 것으로 본다. 공모펀드 위기의 본질은 액티브 주식형펀드의 쇠퇴에 있기 때문이다. 따라서 액티브 주식형펀드 운용을 전문으로 하는 자산운용사들을 조속한 시일 내에 추가적으로 혁신금융서비스 제공업자로 지정해 상장클래스 시장에 진입시킬 필요가 있다. 투자자들에게 신뢰를 준다는 차원에서 과거 운용성과가 우수한 펀드가 대상이 되어야 할 것이다. 다만, 상장될 수 있는 종류형펀드의 설정액 한도를 낮추고, 해외주식형펀드까지 그 대상에 포함시키는 것이 바람직하다. 이러한 조치가 없다면 액티브 운용 전문 중소형 자산운용사는 상장클래스 시장에 진입하기 어렵다. 성과가 우수한 다양한 유형의 액티브 주식형펀드에 상장클래스가 추가되어야 개인투자자들의 관심을 유도할 수 있을 것으로 본다.

어려운 과제이지만, 장기적으로는 펀드 판매회사, AP 및 LP 등 공모펀드 상장클래스의 원활한 운영을 위해 꼭 필요한 참여자들에게 적절한 유인체계가 제시될 필요가 있다. 특히 AP 및 LP에 대한 유인체계 제공은 공모펀드 상장클래스와 ETF에 동일하게 적용되는 매우 중요한 문제다. ETF 수와 운용 자산규모 급증에 비해 AP와 LP 역할을 할 수 있는 규모의 증권회사 수가 지금도 부족한 것으로 평가된다. 따라서 공모펀드 상장클래스 수가 많아지면, 각 펀드들의 AP와 LP 확보가 더 어려워질 가능성이 크다. 현재 ETF시장에서 AP와 LP들이 수취하는 수익과 부담하는 위험 및 비용에 대한 객관적인 분석을 근거로 어떤 유인구조를 만들 수 있을지 고민해 볼 시점이다.