

이슈보고서 25-02

ISSUE
REPORT

ETF시장의 상품구조 변화와 시사점

김재철 · 권민경

ETF시장의 상품구조 변화와 시사점

저자 김재철·권민경*

2010년대 들어 빠르게 성장한 국내 ETF시장은 순자산총액이 150조원을 넘어섰다. 시장 성장과 함께 상품구조가 기초자산형에서 파생형으로, 패시브형에서 액티브형으로, 시장대표지수형에서 테마형으로 다변화되고 있다. ETF시장에서의 유일한 경쟁도구로 여겨졌던 보수율 경쟁은 이원화되는 양상을 보인다. 전통적인 패시브 주식형 ETF시장에서 관측되는 운용보수율 인하 경쟁은 보수율이 낮은 시장대표지수형에 국한되어 있었다. 테마형 등 특수유형 ETF의 보수율은 오히려 상승하는 추세를 보인다.

이러한 현상의 원인을 상품 공급자 측면에서 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 국내 투자자들이 미국 시장에 상장된 레버리지/인버스, 커버드콜, 테마형 등 공격적인 ETF에 쉽게 접근할 수 있는 환경에서, 국내 운용사들이 글로벌 시장에서 진행되는 상품구조의 다변화 추세를 무시하기 어려웠을 것으로 판단된다. 둘째, 운용사 간 경쟁으로 인해 ETF시장 내 전반적인 운용보수율이 낮아지면서, 자체 영업비용 수준이 높은 운용사들은 수익을 내기 위해 운용보수율이 비교적 높게 유지되는 파생형, 테마형, 액티브형 상품에 집중하여 신상품을 출시하였을 가능성이 높다.

수요자 측면에서 보면, 개인투자자들은 시장대표지수형 ETF보다 테마형, 레버리지/인버스, 인컴형 상품을 선호하며 투자비용에는 덜 민감한데, 이러한 성향이 자산운용사들의 동인과 겹치면서 테마형과 파생형 ETF의 성장을 주도한 것으로 추정된다. 반면, 기관투자자는 투자비용에 민감하게 반응하는 경향이 있으며, 이로 인해 기관이 주로 보유한 시장대표지수형 상품에서 보수율 인하 경쟁이 유독 치열하게 나타난다. 또한 기관투자자는 채권형과 금리형 같은 저위험 상품에도 상당한 투자를 진행하였는데, 해당 ETF시장의 성장 과정에서 합성형이나 액티브형이 확대된 것으로 보인다.

ETF시장의 상품구조 변화는 자산운용사 및 투자자 모두에게 긍정적인 기능을 제공한다. 하지만 특정유형으로 너무 큰 자금이 쏠리고 자산가치가 크게 하락할 경우 ETF시장 및 자산운용사 신뢰도 저하 문제를 초래할 수 있다. 따라서 이를 방지하기 위한 자산운용사 및 금융당국의 적극적인 인 노력이 필요하다.

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

펀드 · 연금실 선임연구위원 김재철 (jckim@kcmi.re.kr) / 펀드 · 연금실 연구위원 권민경 (mkkwon@kcmi.re.kr)

** 발행: 2025년 1월 8일

1. 논의 배경

우리나라의 상장지수집합투자기구(Exchange Traded Fund: ETF) 시장은 2010년대 중반부터 괄목할 만한 성장세를 보여 공모펀드시장의 주축으로 올라섰다. 2024년 6월말 기준 국내 ETF 전체 순자산총액은 153조원으로 공모펀드 전체 순자산총액의 36.8%를 차지한다. 공모 주식형 펀드 및 파생형펀드 중에서는 ETF가 63.9%와 88.0%에 이를 정도로 압도적인 비중을 차지한다.

전세계적으로 관찰되는 ETF시장의 빠른 성장세는 다음과 같은 원인에 기인한다. ETF는 주식시장을 통해 실시간 거래가 가능하므로 뮤추얼펀드의 단점이었던 유동성 문제가 크게 완화되었다. 또한 시장대표지수를 추종하는 특성으로 인해 알고리즘 및 프로그램 매매가 가능하고, 그 결과 운용보수가 일반 펀드에 비해 저렴하다.⁰¹ 판매보수 등 여타 비용도 낮다. 여기에 더해 액티브펀드의 부진한 운용성과에 대한 경험적 결과가 누적된 것도 ETF시장의 성장 원인 중 하나로 지적된다.

ETF시장이 빠르게 성장하면서 몇 가지 이슈가 제기된다. 먼저 자산운용산업 측면에서는 첨예한 경쟁으로 인해 무리한 운용보수 인하 경쟁이 벌어지고 있고, 그 결과 자산운용사들의 경영건전성이 훼손될 수 있다는 것이다. 투자자 측면에서는 투기적 성향에 대한 우려가 나온다. 레버리지, 인버스 등 파생상품과 연계된 고위험 투자, 테마형 등 추세에 편승한 단기 모멘텀 투자 등을 예로 들 수 있다. 이러한 투자성향이 손실로 이어지면, 시장의 신뢰도가 더 떨어질 수 있다.⁰²

이 보고서에서는 그동안 단편적으로 제기되던 문제를 ETF시장의 변화를 조망함으로써 체계적으로 살펴본다. 먼저 ETF시장의 상품구조가 전통적인 시장대표지수 추종형에서 파생형, 액티브형, 테마형 등으로 다원화되고 있음을 펀드 단위 데이터를 이용해 확인한다. 동시에 ETF의 운용보수율 변화를 분석함으로써 이러한 상품구조 변화가 자산운용사들에게 어떤 의미를 부여하는지 알아본다. 자산운용사 및 투자자 측면에서 상품구조의 변화를 야기하고 있는 동인이 무엇인지도 분석한다. 마지막으로 ETF시장의 상품구조 변화와 보수율 경쟁 양상이 시사하는 바에 대해 논의하고, 과제를 제시하면서 보고서를 마무리한다.⁰³

01 뮤추얼펀드 대비 ETF의 장점에 대해서는 Haebler(2021)을 참조할 수 있다.

02 ETF의 주가와 펀드 순자산가치 간 괴리 문제, 지수 추종 상품의 규모 확대에서 파생되는 여러 문제점 등도 ETF와 관련된 중요한 이슈들이다.

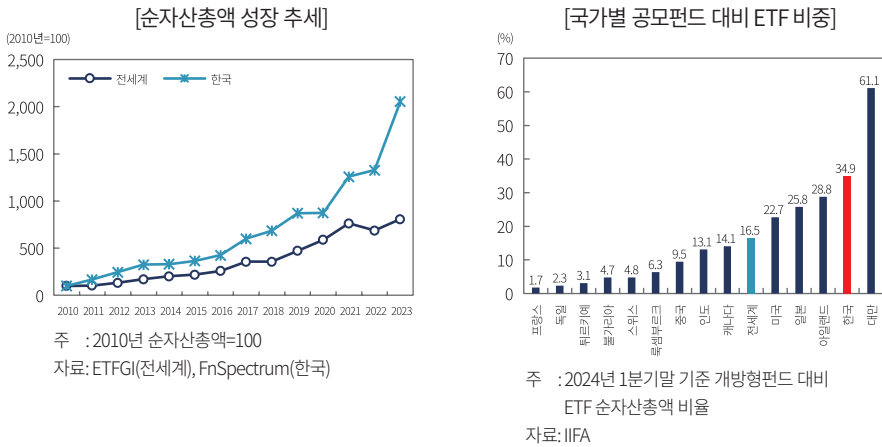
03 이 보고서에서는 분석을 위해 ETF를 포함한 모든 공모펀드의 펀드 단위 데이터를 활용한다. 순자산총액 등 펀드의 기본 정

II. 상품구조의 변화와 보수 경쟁

1. 국내 ETF시장 성장과 자산운용사 진입 현황

2002년 10월에 우리나라 최초의 ETF가 한국거래소에 상장된 후 국내 ETF시장은 빠르게 성장해 왔다. <그림 II-1>에 따르면, 국내 ETF시장은 전세계 시장의 성장세를 압도하는 모습을 보인다.⁰⁴ 최근 5년 및 10년, 2010년, 2006년 등 어떤 시점을 시작점으로 잡더라도 국내 ETF시장의 성장세는 가파르다. 공모펀드시장에서 차지하는 중요성 역시 전세계에서 최상위권에 속한다. 2024년 1분기말 기준으로 우리나라 ETF시장의 규모는 공모펀드시장 전체의 약 35%를 차지한다.

<그림 II-1> 전세계 ETF시장 비교



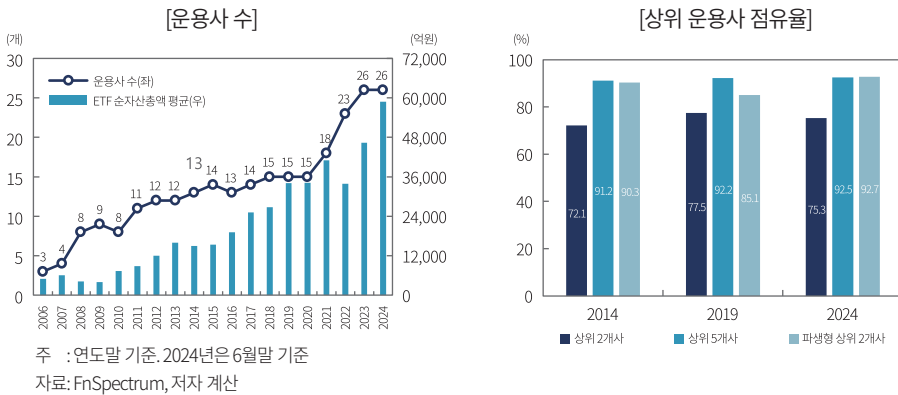
시장이 성장함에 따라 시장에 진입하는 자산운용사도 증가했다. 특히 2021년부터 시장에 신규 진입하는 회사가 빠르게 늘어나 2024년 6월말 기준 26개사가 ETF를 출시, 운용 중이다. 신규 진입하는 자산운용사가 늘어나고 있음에도 불구하고 시장의 성장세에 따라 회사당 ETF 평균 순자

보는 FnSpectrum에서 추출하였으며, 상장 ETF 추가 등 거래소 관련 정보는 Dataguide에서 추출하였다. 개별 ETF의 보수율 데이터는 금융투자협회 전자공시를 통해 추출하였다. 펀드 단위 데이터는 2006년부터 2024년까지 추출하였으며, 중간에 청산된 펀드도 분석에 포함하였다. 자산운용사 연간 영업수익 및 영업비용 데이터의 추출 역시 금융투자협회 전자공시를 활용했다. ETFGI, IIFA(International Investment Funds Association), Bloomberg 등의 데이터도 활용했다.

04 2023년말 기준 전세계 ETF시장은 약 10.6조달러이며, 미국에 상장된 ETF 순자산총액이 76.6%로 대부분을 차지한다.

산총액은 6조원에 근접하고 있다. 다만, 인가 공모펀드 운용사 수가 모두 79개임을 고려해 보면, 펀드 및 투자일임을 포함한 회사 전체 운용자산이 크지 않은 자산운용사들에게는 ETF시장 진입장벽이 존재하는 것으로 보인다. 이는 ETF의 운용보수가 낮는데 반해 소규모 자산운용사들의 영업비용이 상대적으로 높기 때문인 것으로 판단된다. ETF시장에 이미 26개의 자산운용사들이 진입해 있지만, 상위 운용사로의 운용자산 집중 역시 대단히 높다. 지난 2014년과 비교해 볼 때 상위 소수 운용사로의 집중 현상이 거의 줄어들지 않았다. 자산 유형 중 파생형 ETF의 경우 상위 2개사의 점유율이 거의 93%에 근접할 정도로 집중도가 높다.

<그림 II-2> 국내 ETF 운용사 현황



2. 상품구조 변화의 특징

과거 ETF는 시장대표지수를 추종하는 패시브형 인덱스펀드의 일종이었다. 그러나 최근에는 국내외를 막론하고 상품의 다변화가 진행 중이다. 본 절에서는 세 가지 서로 다른 방식의 상품 유형 분류를 통해 ETF시장 상품구조 변화가 어떻게 진행되고 있는지 분석한다.⁰⁵

먼저 기초자산형과 파생형으로 분류해 살펴보자.⁰⁶ ETF를 포함한 우리나라의 집합투자기구는 주로 투자하는 자산의 유형에 따라 다섯 가지 증권형(주식형, 혼합주식형, 혼합채권형, 채권형, 재간접형)을 포함한 총 10개 유형으로 분류된다. 핵심 기초자산이 무엇이든 위험액을 기준으로 펀드 자산의 10%를 초과하여 위험회피 외의 목적으로 장내의 파생상품에 투자하면 파생형 집

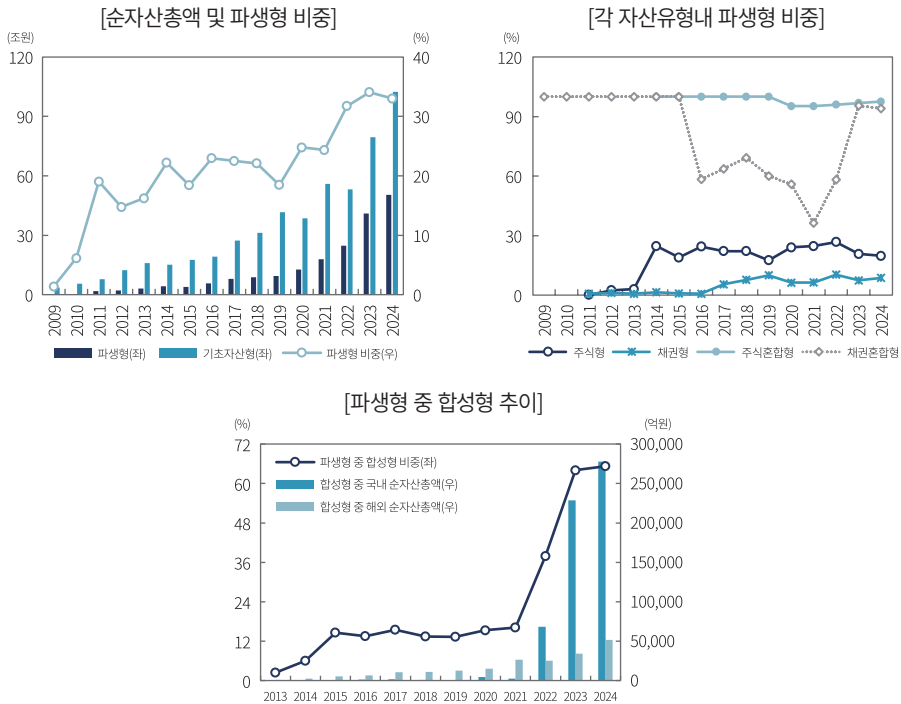
05 본 II 장의 ETF시장 상품구조 변화 및 보수 경쟁은 연간 단위 데이터를 활용해 분석한다. 이하의 III장에서 수행할 현금흐름 분석에서는 월간 단위 데이터를 활용한다.

06 이하에서는 ETF 10개 자산유형 중 파생형이 아닌 유형을 모두 기초자산형으로 통칭한다.

합투자기구(또는 ETF)로 분류된다. 우리나라 투자자들이 국내외 ETF시장에서 많이 투자하는 것으로 알려진 레버리지, 인버스, 커버드콜을 포함한 인컴형 ETF 등이 주로 이 유형에 포함되는 상품들이다.

파생형 집합투자기구의 대부분을 ETF가 차지하고 있는 가운데, ETF 내에서도 기초자산형 대비 파생형의 비중이 비약적으로 상승하고 있다. <그림 II-3>에 따르면, 파생형 ETF의 순자산총액은 2024년 6월말 기준 50.5조원으로 전체 ETF시장의 약 33%를 차지한다. 파생형의 비중은 2014년부터 2021년까지 18.25% 범위에서 등락을 거듭하다가 2022년부터 30%대로 올라섰다.

<그림 II-3> ETF 상품구조 변화: 기초자산형과 파생형



주 : 1) 연도말 기준. 2024년은 6월말 기준
 2) 상단 좌측은 ETF시장 전체 순자산총액을 기초자산형과 파생형으로 구분. 상단 우측은 각 자산유형내에서 기초자산형과 파생형으로 구분(예: 주식형, 주식-파생형)
 자료: FnSpectrum, 저자 계산

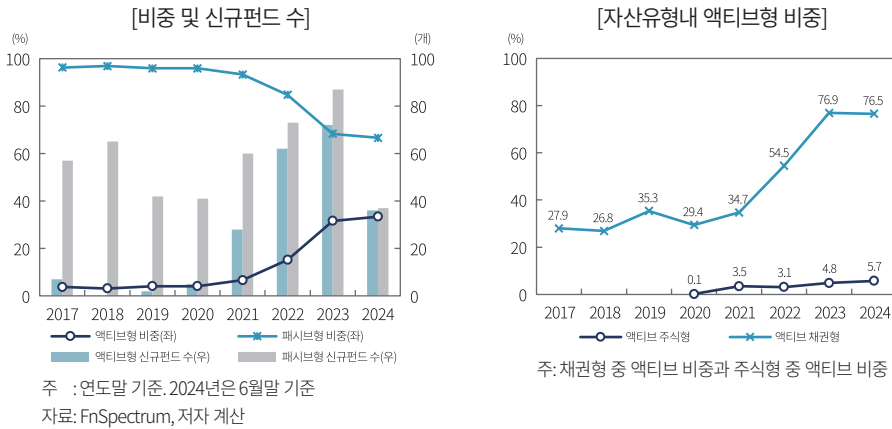
각 자산유형내에서 차지하는 파생형의 비중을 살펴보면, 파생형은 혼합형 자산유형내에서 절대적인 비중을 차지한다.⁰⁷ ETF시장에서 주식혼합형이 등장하기 시작한 2014년 이후 대부분의 주

07 주식혼합형에서 파생형의 비중은 주식혼합형과 주식혼합-파생형의 합산 순자산총액에서 차지하는 파생형의 비중을 의미한다

식혼합형은 파생형으로 출시되었다. 채권혼합형 중 파생형의 비중도 2022년부터 급격하게 상승하고 있다.⁰⁸ 즉, 2022년부터 이어진 파생형 ETF의 비약적인 성장은 주로 혼합형 자산유형내에서 이루어지고 있음이 확인된다. 이와 함께 파생형 ETF의 약 65%가 합성형이고, 그 중 대부분이 국내투자ETF인 것도 특징이다.⁰⁹

상품구조 변화는 ETF시장 전체를 패시브형과 액티브형으로 분류해 살펴봐도 확인된다.¹⁰ 규제 변화에 따라 지난 2017년부터 채권형을 시작으로 액티브형 ETF가 상장되기 시작했는데, 전체 시장에서 차지하는 비중이 2022년부터 비약적으로 상승해 2024년 6월말 기준 33%를 넘었다. 특히 신규상장 펀드 수로만 보면 패시브형과 거의 유사한 수준이다. 다만, 추종지수와와의 상관관계를 유지해야 하는 규정, 투자종목정보 지연 공시 불허 등의 강력한 규제로 인해 아직은 채권형 위주로 액티브형 ETF가 운용되고 있다. 채권형의 경우 액티브형의 비중이 2024년 6월말 기준 76.5%에 달한다. 일반 펀드시장에서 액티브 주식형펀드 운용에 강점을 지니고 있던 중소기업 운용사들이 ETF시장에 신규 진입하면서 주식형에서도 액티브형의 비중이 조금씩 늘어나고 있다.

<그림 II-4> ETF 상품구조 변화: 패시브형과 액티브형



다. 이하에서 각 유형별 비중 계산은 순자산총액을 기준으로 했음을 밝혀둔다.

- 08 최근 규모가 커지고 있는 채권혼합형 ETF 중 단일종목 또는 소수종목 주식을 채권과 혼합한 유형의 ETF가 있는데, 이들 중 레버리지, 인버스 또는 커브드콜과 조합한 파생형이 채권혼합-파생형의 유형 중 하나이다.
- 09 합성형 ETF는 증권사와 스왑계약을 체결하고, 계약 상대방으로부터 목표한 지수의 수익률을 제공받는 형태의 ETF이다. 채권 등으로 자산을 구성한 후 증권사들과 스왑계약을 추가적으로 체결하는 구조인 채권혼합-합성형이 주종을 이룬다.
- 10 유가증권 상장규정에 따르면 패시브 ETF 순자산가치의 일간변동률은 추종지수 일간변동률과 0.9 이상의 상관관계를 유지해야 한다. 만약 상관계수가 0.9 미만인 상태로 3개월간 계속되면 상장이 폐지된다. 액티브형에 적용되는 상관계수는 0.7이다. 패시브형, 액티브형 모두 자산구성내역(Portfolio Deposit File: PDF)을 매일 공시해야 한다. 채권형에 대해서는 2017년부터, 주식형에 대해서는 2020년부터 액티브 운용이 허용되었다.

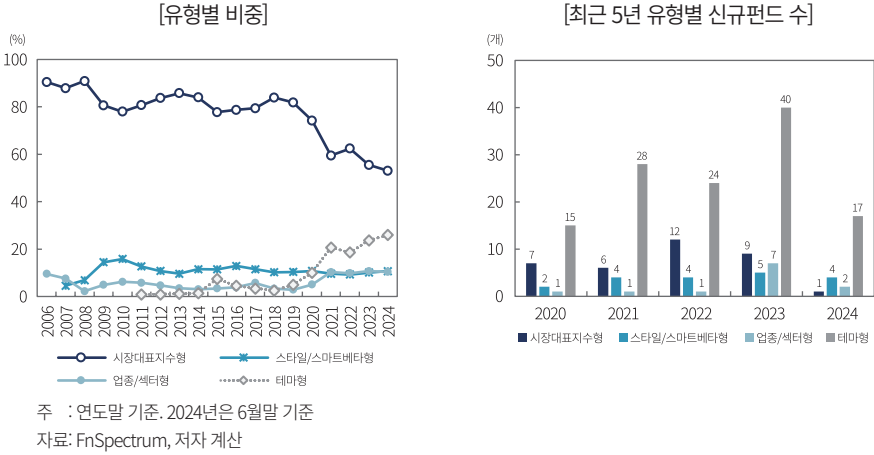
마지막으로 ETF시장의 상품구조 변화를 패시브 주식형 ETF의 다양화를 통해 살펴보자. 상품구조의 변화에도 불구하고 패시브 주식형은 여전히 ETF시장의 핵심이다. 파생형을 제외한 패시브 주식형 ETF 순자산총액은 2024년 6월말 기준 64.8조원으로 전체 ETF시장의 42.4%를 차지한다. 이 전형적인 유형내에서도 상품구조의 변화가 진행 중이다. 여기에서는 Ben-David et al.(2023), 김민기(2022)의 연구를 참조해 국내외 패시브 주식형 ETF를 시장대표지수형, 스타일/스마트베타형, 업종/섹터형, 테마형 등 네 가지 유형으로 구분한다. 파생형 또는 액티브형의 경우 펀드명을 통해 쉽게 구분할 수 있지만 패시브 주식형 ETF의 네 가지 유형은 별도의 과정을 거쳐 분류해야 한다. 한국거래소는 상장된 모든 ETF의 유형을 분류하고 있는데, 주식형 ETF는 모두 13개 유형으로 분류된다. 한국거래소의 주식형 ETF 분류체계를 전술한 네 가지 유형으로 다시 분류하였다.¹¹

패시브 주식형 ETF시장의 상품구조 변화는 <그림 II -5>와 <그림 II -6>에 정리되어 있다. 순자산총액 기준 시장대표지수형의 비중은 장기간 하락하는 추세인데, 특히 2021년부터 빠른 속도로 떨어지고 있다. 그 비중은 지난 2006년 90.5%에서 2024년 6월말에는 53.1%까지 하락했다. 시장대표지수형의 줄어든 비중을 스타일/스마트베타형, 업종/섹터형, 테마형 등의 특수유형 ETF가 대체하고 있다.¹² 특히 2021년부터 테마형이 패시브 주식형 ETF 중 비중 증가 폭, 신규펀드 수 등의 측면에서 나머지 유형을 압도하고 있다. 이러한 양상은 2019~2024년에 걸쳐 패시브 주식형 ETF를 운용한 13개 운용사별 유형 비중 추적에도 나타난다. 2019년까지 13개 운용사 모두 시장대표지수형이 주력이었으나, 2024년에는 다수의 운용사에서 특수유형의 비중이 증가했다.

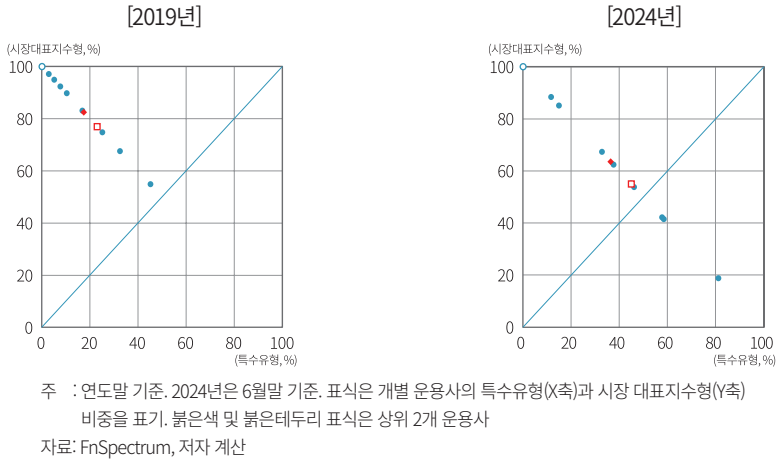
11 한국거래소 주식형 ETF 유형 분류 중 시장대표형을 본 분석의 시장대표지수형으로 분류한다. 업종섹터 및 업종분야는 업종/섹터형으로, 업종테마 및 전략테마는 테마형으로 분류한다. 테마형의 경우 다양한 키워드가 펀드 이름에 포함되는데, Ben-David et al.(2023), 김민기(2022), 그리고 Bloomberg 테마형 ETF 분류 등에 제시된 키워드를 기초로 확인한 결과 거래소에서 분류한 업종테마와 전략테마 펀드들이 테마형 ETF로 분류될 수 있는 것으로 판단했다. 규모(대형주 및 중형주), 전략가치, 전략기업그룹, 전략배당, 전략변동성, 전략성장, 전략혼합/퀀트 등은 스타일/스마트베타형으로 분류하였다. 이 펀드들의 펀드명에는 대부분 스마트베타 ETF의 키워드가 포함되어 있었다. 스마트베타 관련 키워드는 Bloomberg 스마트베타 ETF 분류, 고통형 외(2021) 등을 참고하여 확인하였다. 한국거래소 주식형 분류 중 전략구조화에 포함되는 ETF는 대부분 파생형이나 액티브형으로 본 분석대상에서 제외되었다.

12 Ben-David et al.(2023)은 시장대표지수형 이외의 펀드를 specialized ETFs라고 했다.

<그림 II-5> ETF 상품구조 변화: 패시브 주식형의 분화



<그림 II-6> 패시브 주식형 ETF 운용사의 상품구조 변화

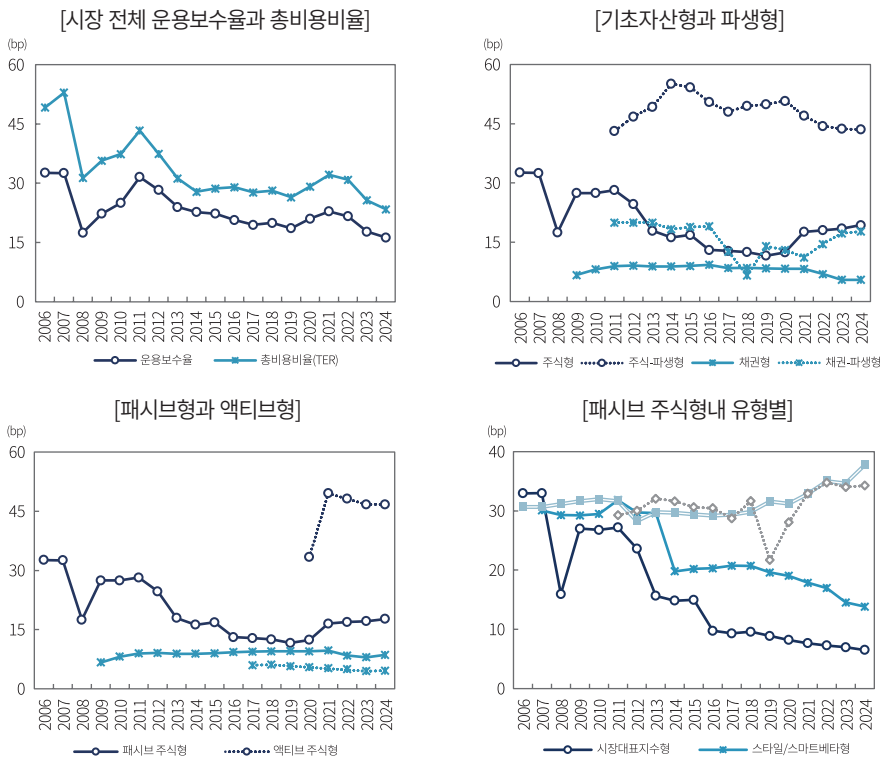


3. 보수 경쟁의 실제적 모습

2절의 분석을 통해 국내 ETF시장의 상품구조 변화가 빠르게 진행 중임을 확인했다. 주식 및 채권시장의 대표지수를 추종하는 전통적인 패시브형 ETF에서 파생형, 액티브형, 그리고 특수유형 패시브 주식형 ETF로 분화하고 있다. 본 절에서는 ETF시장에서의 보수 수준과 경쟁을 분석함으로써 상품구조 변화가 자산운용사들에게 어떤 의미가 있는지 알아본다. 자산운용사 측면의 의미 파악이 목적이므로 여기에서는 운용보수율에 초점을 맞춘다.

먼저, ETF시장의 평균 운용보수율이 어떻게 변화해 왔는지 알아보자(<그림 II-7>).¹³ 시장 전체의 자산가중 평균 운용보수율은 2011년 31.6bp를 기점으로 하락하기 시작해 2024년 6월말에는 16.3bp까지 내려왔다. ETF를 운용하는 자산운용사 측면에서 볼 때 ETF시장의 평균적인 영업수익성이 떨어지고 있는 것이다. 그러나 ETF 유형별로 보면, 운용보수율의 수준 및 추이에 차이가 나타난다. ETF시장에서 차지하는 비중이 커지고 있는 파생형의 운용보수율은 주식형 및 채권형 모두에서 기초자산형 대비 높은 수준을 보인다. 최근 신규펀드가 많이 출시되고 있는 액티브 주식형의 운용보수율 역시 전통적인 패시브 주식형에 비해 높다. 패시브 주식형의 평균 운용보수율이 2021년부터 상승하고 있는 현상 역시 상품구조 변화를 반영한 것이다. 패시브 주식형 중 테

<그림 II-7> ETF시장의 평균 운용보수율 변화



주 : 1) 연도말 기준, 2024년은 6월말 기준. 단위는 Basis Point(bp)로 전환
 2) 펀드 단위 데이터를 기초로 계산한 자산(순자산총액)가중 평균 운용보수율 및 총비용비율.
 펀드별 순자산총액은 월간 데이터를 기초로 연간 평균을 사용
 자료: FnSpectrum, 저자 계산

13 ETF시장 평균 운용보수율은 펀드 단위 데이터를 이용한 자산(순자산총액)가중 평균 운용보수율로 측정한다. 펀드별 연간 순 자산총액은 월간 순자산총액 기준 월평잔을 활용한다.

마형, 업종/섹터형 등 그 비중이 상승하고 있는 유형의 운용보수율은 시장대표지수형의 운용보수율보다 높을 뿐만 아니라, 2021년부터 추세적으로 상승하고 있다. 스타일/스마트베타형의 운용보수율도 시장대표지수형 대비 2배 수준을 유지하고 있다. 2006년에 33.0bp였던 시장대표지수형의 운용보수율은 2024년 6월에는 6.5bp까지 떨어졌다.

패시브 주식형 ETF 내에서의 보수 경쟁이 어떤 모습을 보이고 있는지 펀드 단위 운용보수율의 연간 변화 추적을 통해 더 상세하게 살펴보자. <표 II-1>은 2006년 이후 패시브 주식형 ETF 운용보수율 인상 및 인하 건수와 평균 변화 폭을 정리한 것이다. 패시브 주식형 ETF시장 운용보수 경쟁의 특징은 다음과 같다. 첫째, 일반적인 추측 또는 예상과 달리 운용보수가 인상된 경우가 더 많았다. 그러나 인상의 경우 대부분 소폭 조정에 그쳤다. 반면, 운용보수율 인하는 인상에 비해 빈도는 낮지만, 평균 변동 폭이 훨씬 큰 것으로 나타났다. 둘째, 2021년 이후에는 빈도 측면에서 운용보수율 인상이 인하를 지배했다. 셋째, 운용보수율 인하는 시장대표지수형에 집중되어 있다. 업종/섹터형, 테마형 등 시장에서의 비중이 올라가고 상대적으로 보수 수준이 높은 특수유형에서는 운용보수율이 인하된 경우가 적었다. 이 경우 건수 기준으로는 인상이 인하를 압도했다.

<표 II-1> 패시브 주식형 ETF 운용보수율 인상·인하 건수와 평균 변화 폭

		2006~ 2010	2011~ 2015	2016~ 2020	2021~ 2024	전기간	전기간 평균 변화 폭
전체	인상(+)	6	2	28	158	194	2.3
	인하(-)	6	24	16	29	75	10.6
시장대표 지수형	인상(+)	1	1	3	21	26	2.7
	인하(-)	3	15	14	16	48	8.6
스타일/ 스마트베타형	인상(+)	0	1	1	32	34	1.8
	인하(-)	0	9	1	4	14	10.8
업종/ 섹터형	인상(+)	5	0	19	48	72	2.9
	인하(-)	3	0	1	3	7	12.2
테마형	인상(+)	0	0	5	57	62	1.9
	인하(-)	0	0	0	6	6	23.7

(단위: 건, bp)

주 : 연말 보수율을 기반으로 측정. 2024년은 6월말 기준

자료: FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

<표 II-2>는 패시브 주식형 ETF 중 운용보수율 10bp 초과 인하 사례에 대해 펀드의 규모와 운용사의 ETF 운용규모 등 유용한 정보를 보여준다.¹⁴ 운용보수율이 내려간 전체 75건 중 10bp 초과 인하 사례는 모두 22건이다. 이 표를 통해 몇 가지 특징을 확인할 수 있다. 2021년까지는 모든 사례가 시장대표지수형과 스타일/스마트베타형이다. 이는 상대적으로 보수율이 저렴한 상품에 대

<표 II-2> 패시브 주식형 ETF 중 운용보수율 10bp 초과 인하 사례

(단위: bp, 억원)

사례	연도	유형	인하 폭 (-)	해당 ETF 순자산 총액	패시브 주식형 ETF 평균 순자산 총액	해당 ETF 운용사 전체 ETF 순자산 총액	ETF 운용사 전체 평균 순자산 총액
1	2008	시장대표지수형	35.0	11,209	1,027	14,318	4,237
2	2011	시장대표지수형	17.0	508	995	11,205	8,881
3	2011	시장대표지수형	16.5	7,162	995	11,205	8,881
4	2012	스타일/스마트베타형	17.5	62	1,342	8,039	12,048
5	2012	스타일/스마트베타형	17.5	448	1,342	8,039	12,048
6	2013	시장대표지수형	29.0	1,153	1,835	9,578	15,953
7	2013	시장대표지수형	12.0	3,081	1,835	8,000	15,953
8	2014	스타일/스마트베타형	13.5	8,088	1,568	105,145	14,941
9	2014	스타일/스마트베타형	14.0	109	1,568	34,965	14,941
10	2016	시장대표지수형	11.0	48,976	1,280	125,409	19,180
11	2019	시장대표지수형	14.1	4,516	1,804	267,989	34,054
12	2020	시장대표지수형	31.0	5,815	1,419	130,961	34,221
13	2021	시장대표지수형	19.0	537	1,739	314,147	41,021
14	2022	스타일/스마트베타형	40.0	520	1,328	29,953	33,845
15	2022	업종/섹터형	32.5	253	1,328	329,505	33,845
16	2022	테마형	18.5	326	1,328	329,505	33,845
17	2022	테마형	32.5	560	1,328	329,505	33,845
18	2022	테마형	32.5	83	1,328	329,505	33,845
19	2022	업종/섹터형	30.1	57	1,328	65,257	33,845
20	2022	업종/섹터형	11.1	53	1,328	65,257	33,845
21	2023	시장대표지수형	28.9	185	1,451	96,643	46,339
22	2024	테마형	45.5	109	1,734	34,747	58,809

자료: FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

14 패시브 주식형 ETF 운용보수율 인상 및 인하 폭 구간별 건수를 보면, 인상 사례는 대부분 5bp 이하이며, 인하 사례는 1bp 초과, 10bp 이하에 몰려 있다.

해 큰 규모의 적극적인 보수 인하 전략을 펼친 것으로 이해된다. 그리고 2021년까지는 운용자산 규모가 동일 유형 ETF 평균보다 큰 ETF에서 10bp 초과 인하 사례가 다수 발견된다. 2022년부터 테마형과 업종/섹터형 등 운용보수 수준이 높은 ETF의 보수율 대폭 인하 사례도 나오고 있다. 많은 경우 해당 ETF의 규모가 동일 유형 시장 평균 규모 대비 작았고, 이를 운용하는 운용사의 ETF 운용규모는 전체 ETF 운용사 평균 운용규모보다 큰 것으로 확인된다.

이상의 분석을 통해 ETF시장 상품구조에 명확한 변화가 관측됨을 확인했다. 상품구조가 주식형, 채권형, 혼합형 등 기초자산형에서 파생형으로, 패시브형에서 액티브형으로, 시장대표지수형에서 다양한 특수유형으로 변화되고 있다. 패시브 주식형 ETF시장으로 한정해서 살펴본 결과, ETF 시장에 참여한 보수 경쟁이 벌어지고 있는 것은 맞지만, 이는 대부분 시장대표지수형에 국한된 것으로 나타났다. 업종/섹터형, 테마형 등 운용보수 수준이 높은 유형에서는 인하 경쟁이 아직 치열하지 않은 것으로 보이며, 오히려 다수 펀드에서 소폭의 인상을 통해 전통적인 시장에서의 보수 수익 저하를 상쇄하고 있는 것으로 추정된다.

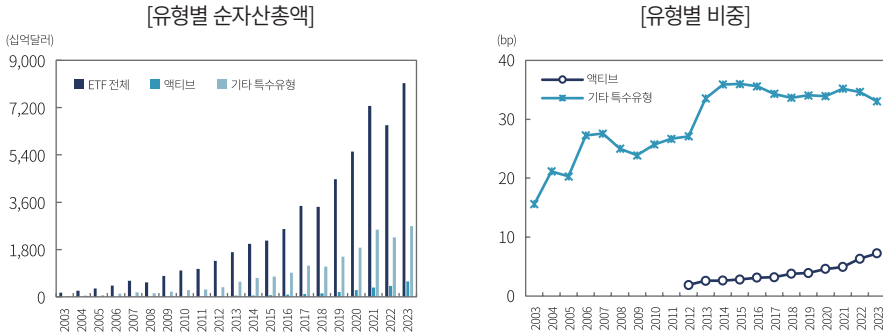
III. 상품구조 변화의 동인

1. 자산운용사 측면의 동인

여기에서는 상품구조 변화를 촉진하고 있는 자산운용사 측면의 동인을 살펴본다. 먼저, 글로벌 ETF시장에서 나타나고 있는 상품구조 변화 움직임을 국내 자산운용사들이 무시할 수 없는 환경을 지적할 수 있겠다. 전세계 ETF시장의 핵심인 미국 시장이 상품구조 변화를 주도하고 있는데, 방향성은 국내 ETF시장의 상품구조 변화와 거의 비슷하다. 즉, 전통적인 시장대표지수 추종형 패시브 ETF에서 액티브형, 기타 특수유형으로의 분화가 빠르게 진행 중이다.¹⁵

15 글로벌 시장에서 레버리지, 인버스 유형의 ETF 역시 빠르게 성장 중이다. ETFGI에 의하면 동유형 ETF/ETP의 전세계 순자산총액은 2023년 7월말 기준 1,321억달러다.

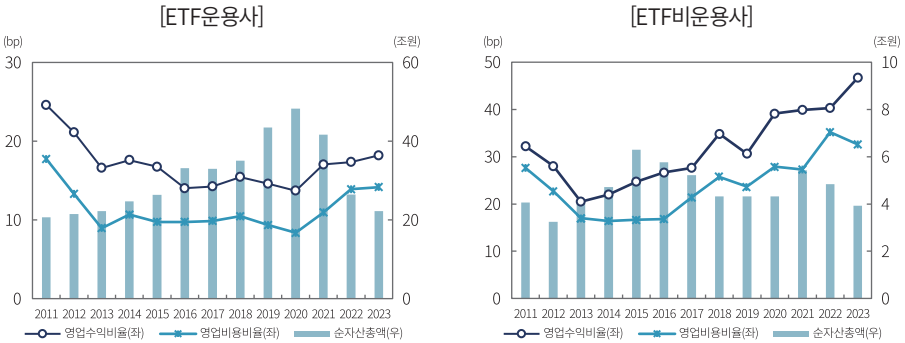
<그림 III-1> 미국 ETF시장의 특수유형 성장



주 : 1) 연도말 기준, 2023년은 7월말 기준
 2) 유형별 비중은 ETF시장 전체 순자산총액 대비. 기타 특수유형은 테마형, 섹터형, 스마트베타형 합계
 자료: Bloomberg, 저자 계산

국내 투자자들은 전세계 시장, 특히 미국 시장에 상장된 다양한 ETF를 모바일로 손쉽게 거래할 수 있다. 즉, 미국 시장에 상장된 다양한 특수유형 ETF들은 국내 상장 ETF와 직접 경쟁 대상이 된다. 국내 투자자들이 미국 시장에 상장된 레버리지, 인버스, 커버드콜, 테마형 등 공격적인 ETF에 쉽게 투자할 수 있는 환경을 국내 자산운용사들이 무시하기는 어려울 것이다.

<그림 III-2> 자산운용사 순자산총액 대비 영업수익비율 및 영업비용비율



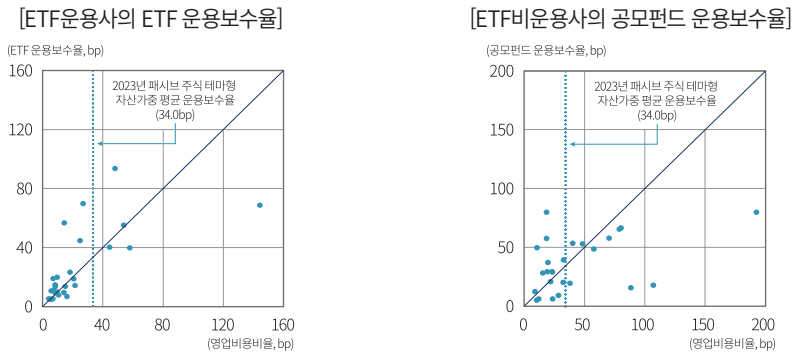
주 : 1) 영업수익과 영업비용은 연간 기준, 순자산총액은 연간 월평균 기준
 2) 공모 및 사모펀드, 투자일임 등 각사 모든 운용자산의 순자산총액 대비 영업수익비율 및 영업비용비율이며, 모든 운용사의 중간값 기준
 자료: FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

규모가 큰 자산운용사를 중심으로 일반 공모펀드에서 ETF로 목표시장을 바꾸고 있지만, ETF의 낮은 운용보수율에 대한 고민이 컸다. 그 결과, 상대적으로 운용보수율이 높은 특수유형 ETF시장에 전력을 다할 수밖에 없었을 것이다. <그림 III-2>는 ETF운용사와 비운용사 그룹의 영업수

익비율과 영업비용비율 중간값을 보여준다.¹⁶ 공모펀드 운용회사들의 이익구조에는 아직 큰 문제가 발견되지 않는다. 영업수익과 영업비용이 높은 사모펀드 운용회사들의 공모펀드시장 진출로 인해 2021년부터 영업수익비율과 영업비용비율이 모두 올라가는 추세를 보이기도 한다. 그러나, 낮아진 ETF의 운용보수율과 비교할 때 운용사들의 영업비용비율이 너무 높다. ETF운용사 및 ETF비운용사 그룹의 2023년 기준 영업비용비율 중간값은 각각 14.2bp와 32.6bp인데 이는 패시브 주식형 중 시장대표지수형 ETF의 평균 운용보수율인 6.5bp보다 훨씬 높은 수준이다.

개별 자산운용사들의 ETF 또는 공모펀드 운용보수율을 영업비용비율과 비교해 봐도, 자산운용사들이 특수유형 ETF에 집중할 유인을 확인할 수 있다(<그림 III-3>). ETF운용사들 중 자산가중 평균 ETF 운용보수율이 회사 영업비용비율보다 낮은 회사는 26개사 중 11개사다. 상당수 회사가 ETF 사업영역에서 자사 영업비용비율을 넘어서지 못하고 있는 것이다. 영업비용비율이 패시브 주식형 ETF시장의 평균 운용보수율(6.5bp)보다 낮은 회사는 3개사에 불과하다. 기준을 테마형시장의 평균 운용보수율로 잡아도 5개사는 영업비용비율이 더 높다. 아직 ETF시장에 진출하지 않은 자산운용사 그룹의 상황은 더 열악하다. 이 그룹에서는 사모펀드시장에서 높은 수익을 얻고 있는 회사가 다수 있지만, 공모펀드 운용보수율이 회사 영업비용비율보다 낮은 회사가 상당히 많다. 이 그룹 중 13개사는 테마형 ETF시장에 진출하더라도 회사 영업비용비율을 넘어서지 못한다.

<그림 III-3> 자산운용사별 운용보수율과 영업비용비율: 2023년



주 : 1) 회사별 ETF 운용보수율은 자산(순자산총액)가중 평균
 2) ETF운용사는 26개사, 비운용사는 29개사. 그림의 이해를 위해 비운용사 중 영업비용비율이 200bp가 넘는 3개사는 그림에서 제외. 제외된 3개사의 운용보수율 및 영업비용비율은 59.0/381.5bp, 75.0/1,109.4bp, 65.0/509.1bp
 자료: FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

16 공모펀드 운용 인가를 받고 영업실적이 있는 모든 운용사를 분석대상에 포함하였다. 영업수익비율과 영업비용비율은 각 회사가 운용하고 있는 모든 자산(공모펀드, 사모펀드, 투자일임)의 순자산총액(투자일임 자산은 평가액) 대비 비율을 의미한다. 사모펀드 운용규모가 큰 일부 회사의 영업수익비율과 영업비용비율이 너무 높아 중간값 기준으로 살펴본다.

2021년 이후 ETF시장에 진출한 11개사의 ETF 평균 운용보수율과 영업비용비율을 비교해 보면, 자산운용사들이 어떤 전략을 취하고 있는지 추정해 볼 수 있다. 2021년 이후 다수의 회사들이 액티브 주식형 ETF시장에 진출하고 있다.¹⁷ 영업비용비율이 아주 높은 경우가 아니면, 운용 ETF의 평균 운용보수율을 자사 영업비용비율보다는 높은 수준으로 결정하고 있다. 이 회사들의 영업비용비율은 기존 ETF운용사들에 비해 높은 수준이며, 운용보수율 역시 시장 평균에 비해 높다. 운용보수율이 10bp 내외로 낮은 사례가 두 회사에서 발견되는데, 이 회사들의 영업비용비율은 6.6bp, 6.7bp로 매우 낮은 것이 확인된다.

<표 III-1> 2021년 이후 ETF시장 진입 자산운용사 특징

(단위: bp)

사례 회사	운용 ETF 유형 특징 (2024년 6월말)	운용 ETF 자산가중 운용보수율 (2024년 6월말)	회사 전체 영업비용비율 (2021~2023년 평균)
1	액티브 주식형 100%	45.0	24.5
2	액티브 주식형 100%	69.0	135.4
3	액티브 주식형 100%	42.2	47.4
4	액티브 주식형 47.4% 패시브 주식형 스타일/스마트베타 52.6%	34.7	52.4
5	액티브 주식형 100%	93.8	94.9
6	액티브 주식형 100%	70.0	28.4
7	액티브 채권형 79.0% 액티브 주식형 17.2%	15.2	20.5
8	액티브 주식형 100%	55.5	47.8
9	패시브 주식형 시장대표 100%	5.0	6.6
10	액티브 주식형 44.8% 패시브 주식형 시장대표 55.2%	18.1	19.0
11	액티브 채권형 60.5% 액티브 주식형 29.1% 패시브 주식형 시장대표 8.2%	10.7	6.7

자료: FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

17 이 회사들은 일반 주식형펀드시장에서 액티브 운용에 초점을 맞추던 회사들이다.

2. 투자자 측면의 동인

ETF 투자자는 크게 개인과 기관으로 구분할 수 있으며, 이들은 여러 가지 측면에서 서로 상반된 투자패턴을 보인다. 개인은 자기과신 및 단기투자 성향이 강하고, 최근 부각되는 종목이나 업종에 관심이 많은 반면, 분산투자를 통해 포트폴리오를 다각화하려는 노력은 별로 하지 않는다. 반대로, 기관투자자는 장기투자자의 관점에서 포트폴리오 다각화의 일환으로 ETF를 보유하려는 경향이 강하다.¹⁸ 이처럼 개인과 기관은 서로 다른 성향을 가지고 있으므로 투자자의 동인을 분석함에 있어서도 각 집단을 별도로 구분하여 살펴보는 것이 바람직하다.

가. 보유규모 분석

개인과 기관이 각각 어떠한 유형의 ETF를 선호하는지 살펴보도록 하자. 개인의 ETF 보유현황은 장내거래 데이터를 통해 일정 부분 유추할 수 있다. ETF에는 설정과 환매가 이루어지는 '발행시장'과 투자자 간 매매가 이루어지는 '유통시장'이 존재하는데, 발행시장은 최소거래 단위가 워낙 커서 개인의 참여가 제한적이다. 따라서 개인은 장내거래를 통해서 대부분의 ETF를 취득한다고 볼 수 있다.¹⁹ 개인과 기관의 선호도를 비교하기 위해 거래소의 매매 데이터를 활용하여 종목별 개인의 누적 순매수 규모를 집계하고, 유형별로 개인의 보유 규모를 합산하였다. 만약 특정 유형에서 개인의 투자 비중이 높다면, 기관에 비해 상대적으로 개인의 선호도가 크다고 해석할 수 있을 것이다.

본 절에서는 ETF 종목을 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 금리, 원자재, 외환, 탄소배출권, 혼합자산, 레버리지/인버스 등 10개 유형으로 분류하였다. 앞서 II 장에서는 펀드 형식을 기준으로 ETF 유형을 분류하였지만, 여기에서는 펀드의 투자대상에 초점을 맞추었다. 투자자 입장에서 ETF 종목을 선택할 때 가장 먼저 투자대상을 고르는 것이 일반적이며, 펀드의 형태나 운용전략을 살펴보는 것은 그 다음 순서이기 때문이다. 예를 들어, 한국주식에 투자할지, 미국주식에 투자할지를 먼저 결정하고 나서, 순수하게 주식만 보유한 펀드에 투자할지, 아니면 주식과 파생상품을 같이 운용하는 펀드에 투자할지를 고민하게 되는 것이다. 다만, 레버리지/인버스 상품

18 기관투자자 중 일부는 지정참가회사 및 유동성제공자 역할을 수행하거나, 차익거래 및 계열 운용사 상품 투자 등의 목적을 가지고 ETF에 투자하기도 한다.

19 기관투자자 역시 장내매매를 통해 ETF를 취득하는 경우가 많다. 그러나 지정참가회사에게 직접 투자금을 납부하고 ETF를 설정하여 보유하는 경우 또한 적지 않다.

은 투자대상과 무관하게 공통적으로 단기투자 성향이 강하므로 별도의 유형으로 구분하였다.

유형별 개인투자자의 보유 규모를 합산하여 <표 III-2>에 제시하였다. 2024년 8월말 기준 개인이 가장 많이 보유한 유형은 해외주식으로 보유금액이 22.3조원에 달하였다. 다음은 국내주식 6.1조원, 레버리지/인버스 5.8조원 순이었다. 해외주식 유형의 개인 보유금액이 국내주식 유형을 본격적으로 추월하기 시작한 것은 비교적 최근인 2021년 5월부터이다. 그럼에도 불구하고 그 격차가 3배 이상 벌어진 것은 개인의 해외주식 투자 열풍이 ETF시장에서도 그대로 재현되고 있다는 사실을 시사한다. 한편, 레버리지/인버스 유형 상품은 2020년 초반 코로나19 사태로 증시 변동성이 커지면서 큰 인기를 끌었고, 현재까지도 개인이 선호하는 상품군으로 자리잡고 있다.

ETF시장 전체에서 개인 보유규모가 차지하는 비중은 26% 수준으로 나타났는데, 이를 기준으로 유형별 개인 비중을 살펴보면 개인과 기관의 상대적인 선호도 차이를 확인할 수 있다. 예를 들어, 레버리지/인버스 유형에서는 전체의 69%를 개인이 보유하고 있었는데, 이는 개인이 기관보다 해당 유형을 상대적으로 더욱 선호한다는 사실을 나타낸다. 그 밖에도 해외주식, 해외채권 유형에서 개인은 각각 54%, 40%의 비중을 차지하여, 해외투자 부문 전반에서 높은 선호도를 보였다. 반면, 국내채권이나 금리 유형에서 개인의 비중은 각각 5%, 8%로 나타나, 해당 시장의 빠른 성장이 개인보다는 주로 기관투자자에 의한 것임을 확인할 수 있었다.²⁰

다음으로 국내주식과 해외주식 유형 중에서 더욱 세부적으로 분석한 결과를 <표 III-3>에 정리하였다. 가장 먼저 시장대표지수형과 기타 특수유형에 관한 선호도를 조사한 결과, 해외주식에서는 개인이 시장대표지수형과 특수유형에 비슷한 규모로 투자하고 있으나, 국내주식에서는 시장대표지수형 대비 3배 가까운 자금을 특수유형에 집중하고 있었다. 국내주식의 시장대표지수형에서 개인이 차지하는 비중은 7%에 불과하여 국내 증시 전반에 대한 개인투자자의 인식이 몹시 부정적이라는 사실을 확인할 수 있었다.

운용사들이 개인을 목표 고객군으로 설정하여 최근 앞다투어 출시하는 인컴형 ETF 상품은 실제로도 기관보다 개인에게 더욱 큰 호응을 얻고 있었다. 비록 절대규모 측면에서는 아직 작지만, 인컴형 상품에서 개인의 비중은 국내주식과 해외주식 모두에서 일반 상품 대비 높게 나타났다. 반면, 액티브 주식 상품에 대해서는 개인의 비중이 패시브 상품 대비 비슷하거나 오히려 낮게 나타나 개인이 특별히 큰 관심을 보이지 않는 것으로 파악되었다.

20 원자재, 외환, 탄소배출권 등에서도 개인의 비중이 높게 나타났지만, 시장규모가 워낙 작아 큰 의미를 부여하기는 어렵다.

<표 III-2> 투자대상 유형별 개인과 은행의 ETF 보유금액 및 비중

(단위: 조원)

	시가총액	개인		은행	
		보유금액	유형 내 비중	보유금액	유형 내 비중
국내주식	40.0	6.1	15%	5.9	15%
해외주식	41.0	22.3	54%	4.0	10%
국내채권	31.4	1.6	5%	0.8	3%
해외채권	5.9	2.4	40%	0.5	9%
금리	26.3	2.1	8%	0.0	0%
레버리지/인버스	8.4	5.8	69%	-0.9	-10%
혼합	3.4	0.3	9%	0.4	12%
원자재	0.9	0.5	54%	0.0	5%
외환	0.2	0.1	57%	0.0	1%
탄소배출권	0.1	0.0	57%	0.0	6%

자료: Dataguide, FnSpectrum, 저자 계산

<표 III-3> 국내주식/해외주식 ETF의 세부 유형별 개인과 은행의 보유금액 및 비중

(단위: 조원)

		시가총액	개인		은행	
			보유금액	유형 내 비중	보유금액	유형 내 비중
가. 시장대표지수형/특수유형 여부						
국내	대표지수	19.7	1.4	7%	0.7	4%
	특수유형	19.7	4.4	22%	5.1	26%
해외	대표지수	20.3	11.1	55%	1.6	8%
	특수유형	20.4	11.1	54%	2.4	12%
나. 일반/인컴형 여부						
국내	일반	38.2	5.3	14%	5.7	15%
	인컴형	1.1	0.5	43%	0.1	7%
해외	일반	35.3	18.5	53%	3.6	10%
	인컴형	5.5	3.6	66%	0.4	7%
다. 액티브/패시브 여부						
국내	액티브	2.1	0.3	15%	0.4	20%
	패시브	37.2	5.5	15%	5.4	15%
해외	액티브	1.7	0.6	37%	0.2	12%
	패시브	39.0	21.6	55%	3.8	10%

자료: Dataguide, FnSpectrum, 저자 계산

거래소 투자자 분류체계상 은행으로 집계되는 내역 중 상당 부분은 개인투자자가 은행의 신탁 상품을 통해 거래한 것이다. 따라서 여기에도 개인의 선호도가 반영되었을 가능성이 높다. 다만, 은행 신탁 상품의 경우 은행 차원에서 편입 가능한 ETF 목록을 제한하고, 특히 ETF 신탁의 경우 은행의 마케팅 전략과 직원의 상담 서비스가 개인투자자의 판단에 상당한 영향을 미칠 수 있어, 일반적인 개인투자자와는 다른 결과를 보일 수 있다.

장내매매를 통해 은행이 보유한 ETF 규모를 분석한 결과는 <표 III-2>와 <표 III-3>에 각각 표시하였다. 주목할 점은 은행이 일반적인 개인 계좌와는 다르게 특정 업종 및 테마 추종 상품을 대거 보유하고 있다는 사실이다. 은행의 전체 ETF 보유금액 총 10.9조원 중 약 70%에 달하는 금액이 국내주식/해외주식 ETF의 특수유형에 집중되어 있었다. 이러한 현상은 신탁 ETF를 판매하는 은행의 유인 구조에서 비롯된 것으로 추정된다. 우선, 2차전지, 반도체, 빅테크 등 시장에서 주목받는 업종과 테마는 마케팅 측면에서 개인투자자의 관심을 끌기에 유리하다. 또한, ETF 신탁 중에는 목표수익률에 도달하면 자동으로 해지되는 특약이 부여된 경우가 많으며, 테마형 ETF와 같이 수익률 변동성이 높은 상품일수록 계약회전율이 높아져 은행이 많은 선취 신탁보수를 거둘 수 있다. 실제로, 2017~2018년에 은행들은 자동해지특약이 있는 ETF 신탁에 레버리지 ETF를 대거 편입했고, 이에 대해 금융감독원이 소비자 경보를 발령하여 그 위험성을 지적한 바 있다(금융감독원, 2018. 3. 29). 현재 은행의 ETF 보유 금액 중 상당 부분이 변동성이 큰 업종과 테마에 집중되어 있다는 점은 당시 문제 상황이 다시 발생할 수 있다는 우려를 불러일으킨다.

한편, 대표적인 장기투자자로 분류되는 연기금의 경우, 다른 유형은 거의 보유하지 않고 오직 국내주식의 시장대표지수형 상품에만 4.5조원을 투자하고 있었다. 이는 연기금이 국내주식시장 전체를 패시브하게 추종하기 위한 목적으로만 ETF를 활용하고 있음을 시사한다.

나. 현금흐름 결정 요인 분석

투자자들이 종목 선택 시 ETF의 어떤 특성을 고려하는지 확인하기 위해 종목별 순현금흐름의 결정 요인을 분석하였다.²¹ 분석 대상은 국내주식과 해외주식에 투자하는 ETF 유형으로 한정하였으며, 분석 기간은 2012년 1월부터 2024년 8월까지 152개월이고, 총 504개의 ETF에 대해 24,463

21 구체적으로 Fama & MacBeth(1973)의 2단계 횡단면 회귀분석을 수행하였다. 이 방법은 단일 횡단면 회귀분석의 한계를 보완하고 시기별 안정적인 변수 간 관계를 도출하는데 유용하다. 표준오차는 Newey & West(1987)의 커널 표준오차 조정 방식을 적용하여 보정하였다.

개의 관측치를 사용하였다.²² 펀드 순자산 및 수익률 자료를 통해 일 단위 순현금흐름을 추정하고, 이를 월 단위로 합산한 다음 전월말 순자산 대비 비율로 전환하여 종속변수로 사용하였다.²³ 독립변수는 모두 전월말을 기준으로 집계하였으며, 총비용비율(TER), 순자산 규모, 펀드나이(개월), 해당 운용사의 전체 ETF 순자산 규모, 해외주식형 여부, 과거 1개월 수익률, 과거 12개월 수익률, 과거 1개월 수익률의 제공, 일간수익률 변동성 등의 펀드 자료와²⁴, 시장가격/NAV 비율, 일 평균거래회전율, 일간거래회전율의 표준편차 등의 거래소 자료를 사용하였다.²⁵ 총비용비율 외에 추가 비용이 발생하는 합성형과 재간접형 펀드는 표본에서 제외하였으며, 단기 투자 성향이 강한 레버리지 및 인버스 ETF도 배제하였다. 각 변수의 상대적 중요도를 명확히 파악할 수 있도록 모든 독립변수는 표준화하여 분석에 사용하였다.²⁶

분석 결과는 <표 III-4>의 첫 번째 열에 제시하였다. ETF 투자자들은 전반적으로 장내에서 시기에 따른 큰 편차 없이 활발하게 거래되며, 비용 부담이 낮고, NAV 대비 저평가된 종목을 선호하는 것으로 나타났다. 또한, 대형 ETF 운용사가 관리하는 종목이나 최근 1개월 수익률의 변동폭이 큰 종목에 대한 선호도도 높은 것으로 확인되었다.²⁷

22 2012년 이전에는 횡단면 표본 수가 50개 미만에 불과하여 분석 대상에서 제외하였다.

23 극단값으로 인한 왜곡을 방지하기 위해 전월말 순자산이 50억원 이하이거나, 상장된 지 6개월이 되지 않은 종목, 순현금흐름 비율이 월별 상·하위 0.1%에 해당하는 관측치는 표본에서 제거하였다.

24 극단값의 영향을 줄이기 위해 모든 종속변수와 일부 독립변수(순자산 규모, 펀드나이, 해당 운용사의 전체 ETF 순자산 규모, 과거 1개월 수익률, 과거 12개월 수익률, 과거 1개월 수익률의 제공)는 각각 1을 더한 후 로그 변환하여 사용하였다.

25 ETF의 현금흐름 분석 시 펀드 자료와 거래소 자료를 함께 사용하는 방법론은 Clifford et al.(2014) 등에서 사용된 바 있다.

26 강건성 분석을 위해 투자대상 고유의 특성이 상대적으로 영향을 덜 미치는 국내주식 ETF로 분석 대상을 한정하여 동일한 분석을 수행하였고, ETF 상품구조의 다변화가 본격적으로 나타나기 시작한 2021년 이후로 분석 기간을 제한하여 분석을 수행하기도 하였다. 두 가지 경우 모두에서 본 연구의 주요 결론과 본질적으로 동일한 결과가 도출되었다.

27 그 밖에도 순자산 규모에 대한 계수가 유의한 음의 값을 보였으나, 종속변수가 순자산 규모와 반비례하도록 정의된 점을 고려할 때 이 부분의 해석에 있어서는 주의가 필요하다.

<표 III-4> 국내주식/해외주식 ETF에서의 주체별 순현금흐름 결정 요인

독립변수	전체 순현금흐름	개인과 은행의 순매수 합계	기타 순현금흐름
Intercept	0.0039 (0.95)	0.0040** (1.98)	-0.0030 (-0.80)
총비용비율	-0.0051*** (-3.37)	0.0001 (0.14)	-0.0041*** (-2.89)
순자산 규모	-0.0115*** (-6.89)	-0.0007 (-1.29)	-0.0098*** (-7.05)
펀드나이(개월)	-0.0023 (-1.46)	-0.0022*** (-5.14)	0.0011 (0.74)
운용사 순자산 규모	0.0024** (2.16)	-0.0004 (-1.21)	0.0027** (2.55)
해외주식형 여부	0.0024 (0.91)	0.0011 (1.16)	0.0019 (1.01)
과거 1개월 수익률	0.0031 (0.69)	-0.0004 (-0.30)	0.0027 (0.71)
과거 12개월 수익률	0.0046 (1.33)	0.0018* (1.83)	0.0010 (0.34)
과거 1개월 수익률 제곱	0.0114* (1.84)	0.0050** (2.26)	0.0020 (0.33)
일간수익률 변동성	0.0001 (0.04)	0.0011 (1.17)	-0.0010 (-0.38)
시장가격/NAV 비율	-0.0042*** (-2.71)	-0.0023** (-2.39)	-0.0015 (-0.91)
일평균거래회전율	0.0425*** (6.45)	0.0140*** (4.94)	0.0218*** (4.45)
일간거래회전율의 표준편차	-0.0121** (-2.17)	-0.0062*** (-4.35)	-0.0027 (-0.48)

주 : 1) 별표(*) 개수는 p값이 각각 0.1, 0.05, 0.01 이하임을 의미

2) 괄호 안의 숫자는 t값을 의미

자료: Dataguide, FnSpectrum, 금융투자협회 전자공시, 저자 계산

개인과 기관투자자의 상대적 선호도 차이를 분석하기 위해, 기존 종속변수인 순현금흐름 비율을 (1) 개인과 은행의 장내 순매수금액 합계와 (2) 기타 순현금흐름으로 분해하여 각각 횡단면 회귀 분석을 수행하였다. 전자는 개인투자자의 선호도를, 후자는 기관투자자의 선호도를 반영한다.²⁸

28 장내 순매수금액이 실제 펀드의 현금흐름에 반영되기까지 최소 1거래일 이상의 시차가 존재하는데, 본 지표는 이러한 시차를 완전히 반영하지 못하므로 일부 오차가 발생할 수 있다. 그러나 월간 단위의 분석에서 그 정도의 오차가 결과에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

<표 III-4>에서 개인과 기관의 선호 차이가 두드러진 부분을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 개인 투자자는 과거 1개월 수익률의 변동폭이 큰 종목이나 상장된 지 얼마 안 된 종목을 선호하였으나, 기관투자자는 그렇지 않았다. 이는 개인투자자가 최근 이슈가 부각된 특정 국가나 업종, 테마에 주로 투자하고, 신규 ETF 상품에 큰 관심을 갖고 있음을 시사한다. 둘째, 기관투자자는 비용 부담이 적으며 대형 ETF 운용사가 관리하는 종목을 선호하는 반면, 개인투자자는 이러한 특성에 상대적으로 무관심한 것으로 나타났다. 이는 기관투자자가 장기수익률 제고를 위해 비용 수준에 민감하게 반응하며, 대형 운용사로서의 평판이나 이들의 상품 관리 능력 등을 높게 평가한다는 사실을 의미한다.

결론적으로, 개인과 기관투자자는 ETF 상품에 대해 상이한 선호도를 보이며, 이는 ETF 상품구조에 각각 다른 방식으로 영향을 미친 것으로 판단된다. 개인투자자는 당시 유행하는 업종 및 테마형 상품, 레버리지/인버스, 인컴형 상품에 높은 관심을 보였다. 개인투자자의 이러한 수요를 반영하여 운용사들은 새로운 업종 및 테마형 상품을 경쟁적으로 발굴하고 월지급식 상품 라인업을 확장하였으며, 이는 궁극적으로 전통적인 시장대표지수형에서 다양한 특수유형으로의 변화와 함께, 기초자산형에서 파생형으로의 변화를 초래하였다.

반면, 기관투자자는 비용 수준에 민감하고, 채권/금리와 같은 저위험 상품에 상대적으로 큰 관심을 보였다. 이러한 선호는 기관투자자가 주로 보유하고 있는 시장대표지수형에서 운용사 간 보수 인하 경쟁을 촉진하는 한편, 채권/금리 추종 ETF 상품 시장의 성장을 견인하였다. 특히, 채권/금리 추종 상품은 운용과정에서 스왑 계약 및 액티브 형식을 많이 활용하는데²⁹, 그 결과 합성형 및 액티브 ETF시장 규모가 동반 확대된 것으로 추정된다.

IV. 결론 및 시사점

이 보고서에서는 국내 ETF시장의 상품구조가 전통적인 기초자산형에서 파생형으로, 패시브형에서 액티브형으로, 시장대표지수형에서 테마형 등 특수유형으로 다변화되고 있음을 확인했다. 가격 경쟁, 즉 운용보수율 인하 경쟁은 보수를 수준이 상대적으로 낮은 시장대표지수형을 중시

29 2024년 8월말 기준 전채 합성형 ETF 시가총액의 79%가 금리 추종 상품이며, 액티브 ETF 중에서도 채권과 금리를 추종하는 상품의 비중이 약 90%에 육박한다.

으로 진행되고 있다. 반대로 테마형, 섹터형 등 운용보수율이 높은 영역에서는 보수율이 상승하는 추세가 관측된다.

자산운용사와 투자자의 동인 분석을 통해 볼 때 ETF시장의 상품구조 변화와 이원화된 운용보수율 경쟁 양상은 당분간 지속될 전망이다. 국내 공모펀드시장이 ETF 중심으로 변화되고 있어서 자산운용사들은 수익 저하 문제에 직면해 있다. 따라서 회사내 영업비용비율이 낮은 일부 대형 자산운용사 이외에는 운용보수율이 상대적으로 높은 영역 위주로 ETF를 출시, 운용할 수밖에 없을 것이다. 개인투자자와 기관투자자의 뚜렷한 선호도의 차이 역시 이러한 전망을 뒷받침한다. 분석 결과를 통해 볼 때 개인투자자들은 유형을 선도하는 상품을 선호하며, 투자비용(총비용비율, TER)에는 상대적으로 덜 민감하다. 테마형 등 특수유형, 레버리지/인버스 등 파생형의 성장은 개인투자자들이 주도하고 있는데, 향후에도 일반 액티브펀드시장에 남아있는 투자자들이 새로운 유형의 ETF시장으로 넘어올 가능성이 크다. 운용보수율이 상대적으로 높은 파생형이나 특수유형 ETF의 경우에도 투자자들이 부담하는 비용은 일반 펀드에 비해 낮다.³⁰ 따라서 시장 대표지수보다 높은 수익을 추구하는 투자자들은 상대적으로 높은 특수유형 ETF의 투자비용을 기꺼이 감수하고 있는 것으로 보인다. 반대로 기관투자자들이 선호하는 시장대표지수형 등 전통적인 기초자산 중심 패시브 ETF시장에서는 자산운용사들이 수익을 만들기 더 어려워질 것이다.³¹ 결국 국내 자산운용사들은 글로벌시장의 추이를 살펴보면서 갈수록 혁신적이고 복잡한 고비용 상품을 설계할 가능성이 크다.

중장기적으로는 파생형이나 특수유형 ETF시장에서도 가격경쟁이 벌어지고, 옥석 가리기가 나타날 것으로 전망된다. 이는 운용성과에 의해 촉발될 것이다. Ben-David et al.(2023)에 따르면 미국 ETF시장에서도 시장대표지수형과 특수유형의 시장은 분절되어 있다. 시장대표지수형에서는 첨예한 보수율 인하경쟁이 벌어지고 있는 반면, 특수유형 ETF시장의 보수율은 높다. 그들에 따르면 2019년말 기준 미국 주식형 ETF시장에서 특수유형의 비중은 순자산총액 기준 18%지만, 운용보수수익 기준으로는 35%에 달한다. 투자자들은 시장대표지수형에서는 투자비용에 민감한 반응을 보이지만, 특수유형에서는 투자비용보다 과거 수익률에 더 민감한 반응을 보였다. 그런데 중요한 점은 최근에 미국 시장에서 출시된 특수유형 ETF의 운용성과가 대부분 실망스럽다는 것이다. 김민기(2022), 김준석·김민기(2024) 등은 국내에서도 특수유형이나 레버리지

30 2024년 6월 기준 주식-파생형 ETF 및 패시브 주식-테마형 ETF의 자산가중 평균 총비용비율은 54.9bp 및 45.8bp이다. 일반 액티브 주식형펀드 전체의 자산가중 평균 총비용비율은 132.1bp로 특수유형 ETF 총비용비율과 큰 차이가 난다.

31 시장대표지수 추종형 ETF는 운용성과 측면에서 펀드 간 차별화가 어렵다. 따라서 운용보수율을 포함한 투자비용 인하가 거의 유일한 경쟁수단이다.

ETF시장의 투자 성과가 부진함을 보였다. 따라서 국내에서도 파생형, 특수유형 ETF 중 운용성과가 지속적으로 낮은 펀드들이 본격적으로 식별될 것이다. 이 경우 운용보수율을 포함한 투자 비용이 인하되거나, 또는 청산되는 펀드가 늘어나는 등 경쟁 양상에 다시금 변화가 일어날 것으로 예상된다.

이러한 일련의 과정이 완만하게 진행된다면 큰 문제가 없을 것이다. 그러나 파생형, 특수유형 ETF로의 운용자산 쏠림이 현재보다 훨씬 심해지고, 자산가치의 대폭적인 하락이 겹친다면 ETF 시장과 이를 운용하는 자산운용업 전반의 신뢰도 저하가 우려된다. 따라서 ETF시장에 이미 진입했거나 진입을 계획하고 있는 자산운용사들의 신중한 접근과 아울러 금융당국의 예의주시가 필요하다. 먼저 자산운용사들은 파생형, 액티브형, 테마형을 포함한 특수유형 ETF시장에 진출하더라도, 자사의 강점을 살릴 수 있는 전문영역에 집중할 필요가 있다. 전문영역과 상관없이 유행을 추종하는 전략은 피하는 것이 바람직하다. 영업비용을 지나치게 올리고 투자자들을 유행하는 상품으로 일거에 유도하는 공격적인 마케팅도 지양해야 할 것이다. 새롭고 혁신적인 상품을 출시하면 투자설명서를 통해 내재된 위험을 구체적이고 쉽게 알려야 한다.

금융당국 역시 ETF시장의 쏠림현상을 주목하고 있어야 한다. 유행하는 특정 유형 ETF시장에서의 과도한 마케팅 경쟁이 없는지 항상 확인해야 한다. 펀드명에 확정 수익을 보장하는 것으로 오해할 수 있는 문구를 쓰는 문제는 제도개선이 진행되었지만, SNS를 통해 과대광고가 나갈 가능성은 살아있다.³² 새롭게 설계된 혁신적인 ETF에 대해서는 상장심사 단계에서 내재된 위험을 파악하고 투자자와 자산운용사 간의 역학관계 분석을 통해 시장에 미칠 영향까지 분석하는 것이 바람직하다. 펀드에 내재된 위험과 보수율 상대 비교 등을 개인투자자들이 이해하기 쉽도록 투자설명서에 담을 효율적인 방법도 고민해야 한다. 어떤 유형의 ETF라도 시장가격과 펀드 순자산가치 간의 괴리가 커지면, 투자자 쏠림과 이탈의 강도가 커질 수밖에 없다. 따라서 안정적인 괴리율 형성을 통해 ETF시장 전반의 안정성을 기해야 한다. 이를 위해서는 유동성제공자들의 역할이 지대한데, 이를 위한 방안 마련도 중요한 과제다.

32 최근 커버드콜 ETF에 확정수익 보장으로 오해할 수 있는 문구를 사용한 사례들이 있었다. 금융감독원은 유사한 사례를 방지하기 위해 2024년 9월 기업공시서식 작성기준에 “집합투자기구의 명칭을 정할 때는 투자자의 오인 가능성을 최소화할 수 있도록 노력해야 한다”는 내용을 추가한 바 있다. 펀드의 SNS 광고는 금융투자협회 심의를 받은 광고 내용으로 제한되지만, 실제 SNS 광고는 이 범위를 벗어날 가능성이 있다.

참고문헌

고동형·배진호·서한백·정재만·채명석, 2021, 스마트베타 ETF 자산배분, 『금융공학연구』 20(1), 93-122.

금융감독원, 2018. 3. 29, 「고위험 ETF 은행신탁상품」투자 관련 소비자경보 발령, 보도자료.

김민기, 2022, 테마형 ETF의 성장과 위험요인, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-06호.

김준석·김민기, 2024, 『ETF 시장의 개인투자자』, 자본시장연구원 연구보고서 24-02.

Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., Moussawi, R., 2023, Competition for attention in the ETF space, *The Review of Financial Studies* 36(3), 987-1042.

Clifford, C., Fulkerson, J., Jordan, B., 2014, What drives ETF flows?, *The Financial Review* 49(3), 619-642.

Fama, E., MacBeth, J., 1973, Risk, return, and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy* 81(3), 607-636.

Haeberle, K., 2021, The emergence of the actively managed ETF, *Columbia Business Law Review* 2021(3), 1321-1367.

Newey, W., West, K., 1987, A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 703-708.