이슈보고서 26-18

ISSUE
REPORT

K-자본시장 정책시리즈 3

ETF 시대 자산운용시장의 과제

김재칠

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

ETF 시대 자산운용시장의 과제

저자 김재칠*

ETF는 글로벌 자산운용시장의 성장을 견인하는 핵심 축으로 도약했다. 특히, 국내 ETF시장의 성장 속도는 경이로울 정도다. 국내 ETF 순자산총액은 2015년말 이후 23배 증가해 2026년 6월말 512조원에 이르렀다. 이 보고서는 ETF 확산에 따른 자산운용시장의 구조적 변화와 문제점을 살펴보고, 자산운용시장의 건전한 성장을 모색하기 위한 과제를 제시한다.

ETF의 급성장은 침체된 공모펀드시장의 재도약을 이끌었다. 자산운용시장 내 공모펀드의 비중은 2019년 19.8%에서 2026년 6월말 32.3%로 높아졌다. 다만 성장의 대부분은 패시브 주식형 ETF에 집중되었다. 그 결과 공모 주식형펀드 시장에서 액티브 운용의 비중은 2007년 97.3%에서 18.5%로 급감했다. ETF 상품도 전통적인 시장대표지수형에서 테마형, 레버리지/인버스형, 커버드콜 등으로 빠르게 다변화되었다.

이러한 변화는 자산운용시장에 여러 구조적 문제를 동반한다. 액티브 운용의 위축은 대형주 편중과 종목 간 동조화를 심화시키고, 기업 정보 발굴 기능의 약화를 초래할 것으로 우려된다. 시장대표지수형 ETF의 운용보수율이 4.6bp까지 떨어지면서 자산운용업 전반의 운용자산 대비 수수료 수익 비율도 저하되었다. 패시브 주식형 ETF시장은 소수 대형사가 점유율 대부분을 차지해 과점화되었고, 중소형사 진입은 쉽지 않다. 중소형사들은 성장이 정체된 일반 공모펀드 또는 수수료 변동이 심한 사모펀드시장에서 치열하게 경쟁해야 한다. 반도체·AI 테마 등 고위험 ETF로 자금이 쏠리고, 투자자들이 이러한 상품을 단기매매 수단으로 활용하는 경향도 강해졌다.

이를 개선하기 위한 과제는 다음과 같다. 첫째, 투자자문사와 개방형 자산관리플랫폼이 연계된 자산관리체계를 구축해 장기 목적성투자를 유도해야 한다. 둘째, 액티브 ETF와 비교지수 간 수익률 상관계수 유지 요건을 완화하고, 일반 액티브 주식형펀드의 상장클래스를 확대해 액티브 운용의 재도약을 지원해야 한다. 셋째, 대형 자산운용사는 MP, DI 등 자산관리 기능을 확대하고 해외시장을 개척해야 한다. 이는 대형사들의 수익성 개선과 ETF시장의 과당경쟁 완화에 기여할 것이다. 넷째, 일반 공모펀드는 퇴직연금 DC 계좌에서 장기 자산배분 수단으로 그 역할이 재정립되어야 한다.

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
펀드·연금실 선임연구위원 김재칠 (jckim@kcmi.re.kr)

** 발행: 2026년 11월 25일

Ⅰ. 문제의식

ETF는 글로벌 자산운용시장의 성장을 견인하는 핵심 축으로 도약했다. 미국 상장 ETF 순자산총액은 2015년말 2.1조달러에서 2026년 6월말 15.7조달러로 약 7.5배 증가해 동기간 순자산총액이 2.1배 증가한 뮤추얼펀드의 성장세를 압도했다.[01] 우리나라에서는 그 성장세의 차이가 더 뚜렷하게 나타난다. 같은 기간 ETF 순자산총액이 23배 증가한 가운데, 일반 공모펀드는 2배 증가에 그쳤다.[02]

ETF는 고유의 특성으로 인해 투자자와 자산운용사에 다양한 편익을 제공한다. ETF는 거래소에 상장되어 장중 실시간 매매가 가능하다. 거래 편의성은 투자자들이 시장 환경이나 추세의 변화에 빠르게 대응할 수 있게 해준다. 따라서 투자자들이 다양한 유형의 상품에 적극적으로 접근할 수 있으며, 그 결과 상품의 혁신이 촉진된다. ETF 지분(좌수)의 설정과 환매는 발행시장에서 자산운용사와 지정참가자(AP) 간의 증권 현물 바스켓 이전을 통해 진행되며, 투자자 간 거래는 거래소에서 처리된다. 따라서, 일반적으로는 특정 투자자의 ETF 지분 매도에 대응하기 위해 자산운용사가 펀드에 보유한 자산을 일일이 처분할 필요가 없다. 이는 펀드로의 자금유출입에 동반되는 운용사의 매매부담과 거래비용을 줄여주고, 투자자의 투자비용 하락을 유도한다. ETF의 순자산가치와 거래소 매매가격 간의 괴리를 줄이기 위한 차익거래 메커니즘의 존재는 ETF 거래가격에 신뢰성을 제공한다.[03] 이와 같은 다양한 편익으로 인해 시장대표지수를 추종하는 전통적인 패시브 ETF는 저비용 분산투자가 가능한 간접투자 수단으로 성장했다.

그런데 최근 국내에서 ETF가 일반 공모펀드를 빠르게 대체함에 따라 저비용, 거래 편의성, 상품 혁신성 등 ETF의 장점들이 자산운용시장에 몇 가지 우려되는 구조적 변화를 야기하고 있다.[04] 액티브 운용의 역할 축소, 자산운용업 전반의 보수수익률 저하, 대형 운용사 집중 심화, 공모펀드시장의 핵심으로 부상한 ETF의 단기, 유행성 투자수단으로의 변화 등이 대표적인 구조적 변화들이다.

01 미국 뮤추얼펀드 순자산총액은 2015년말 15.7조달러에서 2026년 6월말 33.2조달러로 증가했다(Investment Company Institute(이하 ICI), 2016, 2026a, 2026b).

02 동기간 국내 ETF 순자산총액은 22조원에서 512조원으로, 일반 공모펀드 순자산총액은 192조원에서 385조원으로 증가했다(금융투자협회 펀드정보One-Click시스템 참조).

03 Lettau & Madhavan(2018) 참조

04 이 보고서에서는 자산운용시장을 자본시장법상 집합투자업자(자산운용사)가 영업하는 시장, 즉 공모펀드 및 사모펀드 시장, 투자일임시장 등 3대 시장으로 제한한다.

전술한 장점들로 인해 ETF가 일반 공모펀드를 대체하는 현상은 앞으로도 지속될 전망이다. 높은 거래 편의성과 상품 혁신성, 간접투자시장의 재도약이라는 ETF의 순기능과 별개로 자산운용시장에 어떤 구조적 변화와 문제점이 부상하고 있는지 본격적인 논의가 필요하다. 이 보고서는 이러한 문제의식을 논의함과 아울러, ETF시장의 성장이 국내 자산운용시장 전반의 건전한 발전과 투자자 후생 증진을 동반하기 위해 어떤 과제가 필요한지 검토한다.

II. ETF 성장과 자산운용시장 구성 변화

본 장에서는 2010년을 전후한 시점부터 최근까지 자산운용시장을 구성하는 3대 시장, 즉 공모펀드와 사모펀드 시장, 투자일임시장에 어떤 변화가 있었는지 살펴본다. ETF시장의 급격한 성장이 공모펀드시장의 위상 변화에 어떤 영향을 미쳤는지, 그리고 ETF시장 내에는 어떤 변화가 관측되고 있는지 알아본다.[05]

1. 공모펀드시장 재도약

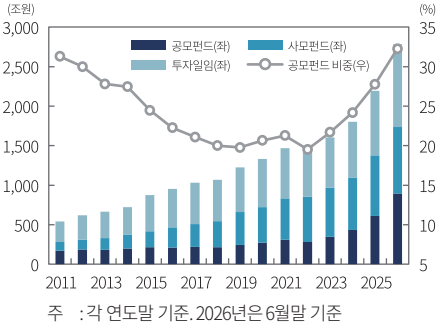
소액 개인투자자들에게 간접투자상품 및 운용서비스를 제공하는 시장인 공모펀드시장은 2010년대에 그 역할이 크게 줄어들었다. 공모펀드 순자산총액은 2015년부터 2019년까지 거의 늘지 않았고, 사모펀드와 투자일임을 포함한 자산운용시장 전체에서 차지하는 비중도 2011년 31.3%에서 2019년에는 19.8%까지 떨어졌다(<그림 II-1> 참조). 이러한 양상은 2020년 전후부터 극적으로 바뀌기 시작했다. 2026년 6월말 공모펀드 순자산총액은 2020년말 대비 3.3배 증가했는데, 이는 같은 기간 사모펀드 순자산총액(1.9배) 및 투자일임 평가액(1.7배) 증가세보다 더 높다. 자산운용시장 전체에서 차지하는 공모펀드시장의 비중은 2019년 19.8%에서 2026년 6월말 32.3%로 빠르게 늘어났다.

05 이 보고서에서는 금융투자협회의 펀드정보One-Click시스템(자산운용시장 총합산 데이터, 펀드 보수율), 제로인의 펀드닥터 프로 및 에프앤가이드 데이터가이드(펀드 레벨 데이터), 한국거래소 KRX Data Marketplace(주식형 ETF 유형 분류), 금융감독원 금융통계정보시스템(자산운용사 수수료 수익 및 영업비용 데이터) 등의 원자료를 이용해 분석했다. 미국 주식형 ETF의 유형별 운용자산규모는 블룸버그에서 추출했다.

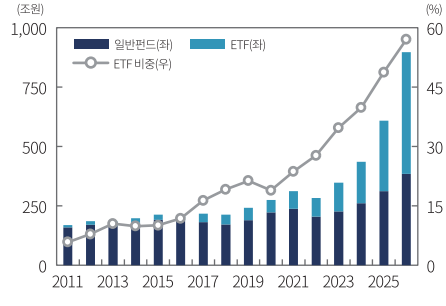
공모펀드시장의 재도약은 ETF시장의 급격한 성장에 기인한다. 공모펀드시장 전체에서 차지하는 ETF의 비중은 이미 오래전부터 증가했는데, 그 추세는 2021년부터 빨라졌다. 특히, 국내외 주가가 가파르게 상승했던 2025~2026년에 ETF 순자산총액은 폭발적으로 증가했다. ETF 순자산총액은 2025년에 일반펀드 순자산총액을 넘어섰으며, 2026년 6월말에는 512조원에 도달했다. 지난 2011년에 공모펀드 전체에서 차지하는 비중이 순자산총액 기준 5.9%에 불과했던 ETF는 2026년 6월에 이르러 그 비중이 57.1%까지 커졌다. 불과 몇 년 만에 ETF시장은 소액 개인투자자들에게 간접투자 서비스를 제공하는 핵심 시장으로 부상했다.

<그림 II-1> 자산운용시장 구성 변화

[자산운용시장 3대 시장 규모 변화]



[공모펀드 중 일반펀드와 ETF]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준
자료: 금융투자협회 펀드정보One-Click시스템, 저자 계산

2. 패시브 ETF에 집중된 주식형펀드 부활

최근 수년간 ETF의 확산은 주식형 ETF가 주도했으며, 이는 공모펀드시장 전체에서 차지하는 주식형펀드의 위상 재도약으로 이어졌다. 일반펀드와 ETF를 포함한 공모 주식형펀드의 순자산총액은 지난 2007년 125조원을 정점으로 하락하기 시작해 2016년에는 56조원까지 줄어들었다. 공모펀드 전체에서 차지하는 주식형펀드 순자산총액의 비중은 동기간 56.3%에서 26.4%까지 떨어졌다. 이 비중은 2024년까지 큰 변화 없이 26~31% 범위에서 움직이다가 2025년부터 빠르게 상승해 2026년 6월말에는 45.4%까지 올라갔다. 주식형펀드의 부활은 최근의 국내외 주가 상승으로 인해 신규 자금유입 규모와 평가액 상승 폭이 다른 자산 유형의 펀드에 비해 컸기 때문으로 추정된다.

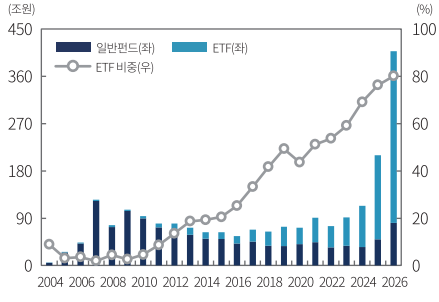
공모 주식형펀드 재도약 역시 주식형 ETF의 급증에 기인한다. 2024년부터 폭발적으로 늘어나기 시작한 공모 주식형펀드 순자산총액 증가분의 대부분은 ETF에 집중된다. 2023년에 54조원에 불과하던 주식형 ETF 순자산총액은 2026년 6월말에 326조원을 넘어섰다. 공모 주식형펀드 전체에서 차지하는 ETF의 비중은 80.1% 이른다.

<그림 II-2> 공모 주식형펀드 구성 변화

[공모펀드 내 주식형펀드 비중]



[공모 주식형펀드 중 일반펀드와 ETF]

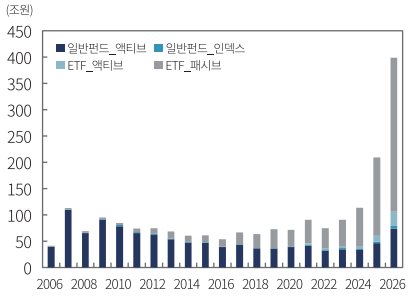


주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준
자료: 금융투자협회 펀드정보One-Click시스템, 저자 계산

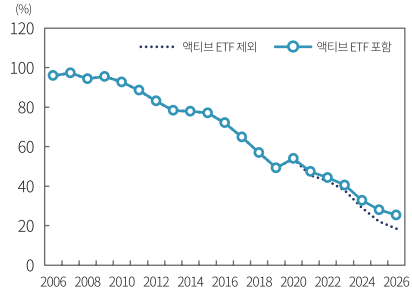
ETF에 집중된 공모 주식형펀드의 성장은 주식형펀드 운용방식의 전환을 야기했다. 공모 주식형펀드 성장은 지수를 추종하는 패시브 ETF로 집중되었다. 패시브 주식형 ETF의 순자산총액은 지난 2016년말 이후 약 10년간 20.7배 증가해 2026년 6월말 290조원을 넘어섰다. 반면, 과거 공모 주식형펀드를 대표하던 액티브 일반펀드의 순자산총액은 2007년 110조원을 정점으로 하락하기 시작해 2024년에는 33조원까지 떨어졌다. 2025년 이후 주가 상승으로 액티브 주식형 일반펀드의 순자산총액이 반등했으나, 여전히 20년 전 수준에 도달하지 못했다. 최근 빠르게 성장하고 있는 액티브 주식형 ETF는 아직 그 규모가 28조원에 불과하며, 비교지수와 연동해 운용해야 하는 특성으로 인해 액티브 일반펀드를 완전히 대체하기 어렵다. 이에 따라 공모 주식형펀드 시장에서 액티브 주식형 ETF를 제외한 액티브 운용의 비중은 지난 2007년 97.3%에서 2026년 6월말에는 18.5%로 줄어들었다. 공모 주식형펀드 시장이 재도약하고 있지만, 패시브 ETF에 집중된 성장이어서 액티브 운용 비중의 급감을 피하기 어렵다.

<그림 II-3> 공모 주식형펀드: 액티브와 패시브

[액티브와 패시브 규모]



[액티브 운용 비중]



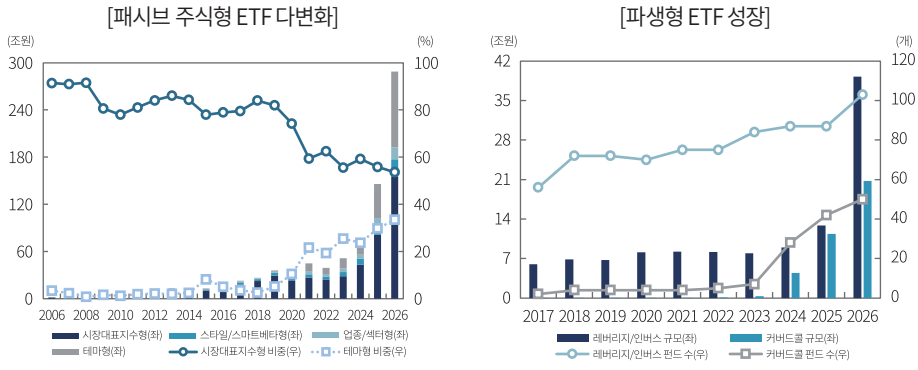
주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준
자료: 제로인 펀드닥터프로, 저자 계산

3. ETF의 다변화

공모펀드시장의 핵심으로 부상한 ETF의 혁신과 다변화도 빠르게 진행 중이다. ETF는 주식시장의 대표지수를 추종하는 저비용 · 분산투자 수단으로 인기를 끌기 시작했다. 패시브 주식형 ETF는 그 본질적인 장점으로 인해 여전히 ETF시장의 핵심으로 자리하고 있지만, 시장대표지수형에서 테마형, 스마트베타형 등으로 다변화되고 있다.[06] 특히 국내 상장 패시브 주식형 ETF 중 테마형의 성장세가 매우 빨라 2026년 6월말 100조원에 다가섰다. 패시브 주식형 ETF에서 차지하는 테마형의 비중은 2019년에 5.1%에 불과했으나 2026년 6월말에는 33.4%까지 증가했다. 반면, 시장대표지수형의 비중은 2019년까지 약 82% 수준을 유지하다가 2026년 6월말에는 53.6%로 떨어졌다. 자산 유형의 범위를 넓혀 ETF시장 전체로 확대해 보면, 파생형 ETF의 성장세가 두드러진다. 파생형 ETF 중에서도 레버리지/인버스형과 커버드콜 유형이 빠르게 늘어나 2026년 6월말 기준 순자산총액이 각각 39.3조원과 20.7조원에 이른다.

06 패시브 주식형 ETF의 유형 분류 방법은 김재칠 · 권민경(2025)의 각주 11을 참고했다.

<그림 II-4> ETF의 다변화



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준
자료: 제로인 펀드닥터프로, 한국거래소, 저자 계산

패시브 주식형 ETF 중 테마형이 빠르게 부상한 이유로는 공급자, 즉 자산운용사 측면의 유인체계가 제시된다(Ben-David et al., 2023). ETF시장의 경쟁이 심화됨에 따라 시장대표지수형의 운용보수율은 극도로 낮은 수준까지 떨어졌다. 따라서 자산운용사들은 상대적으로 운용보수율이 높은 테마형, 액티브형, 파생형 등의 유형에 마케팅 역량을 집중할 유인이 강하다.[07] 글로벌 주식형 ETF시장에서 먼저 나타났던 상품 다변화 추세 역시 국내 자산운용사들의 마케팅 방향에 영향을 미쳤을 것으로 보인다. 전세계 ETF시장의 핵심인 미국이 상품구조 변화를 주도하고 있는데, 그 방향성은 국내와 유사하다. 국내 투자자들이 미국에 상장된 테마형, 레버리지/인버스형, 커버드콜 등 혁신적이고 공격적인 상품에 쉽게 투자할 수 있는 상황에서 국내 자산운용사들의 적극적인 상품 다변화는 불가피했을 것이다. 레버리지/인버스 ETF의 확산은 장중 시장가격으로 거래되는 ETF의 특성에도 영향을 받았을 것으로 보인다. 레버리지/인버스 ETF는 단기 방향성 투자나 헤지 수요에 잘 맞는 것으로 알려져 있다. 이를 위해서는 장중의 특정 가격에 쉽게 진입 · 청산해야 하는데, 이는 ETF의 특성과 잘 부합한다(Lettau & Madhavan, 2018).

07 미국 패시브 주식형 ETF 전체의 자산가중평균 총비용비율(Total Expense Ratio: TER)은 지난 2016년에 이미 22 basis point(이하 bp)에 불과했는데, 2024년에는 14bp까지 떨어졌다(ICI, 2025). 국내에서도 유사한 현상이 발견된다. 국내 상장 패시브 주식형 ETF의 순자산총액 가중평균 운용보수율은 2026년 6월말 기준 18bp에 불과하다. 동일 시점 테마형의 운용보수율은 평균 37.3bp이다. 펀드 레벨 데이터를 기초로 한 ETF 운용보수율은 3장에서 소개한다.

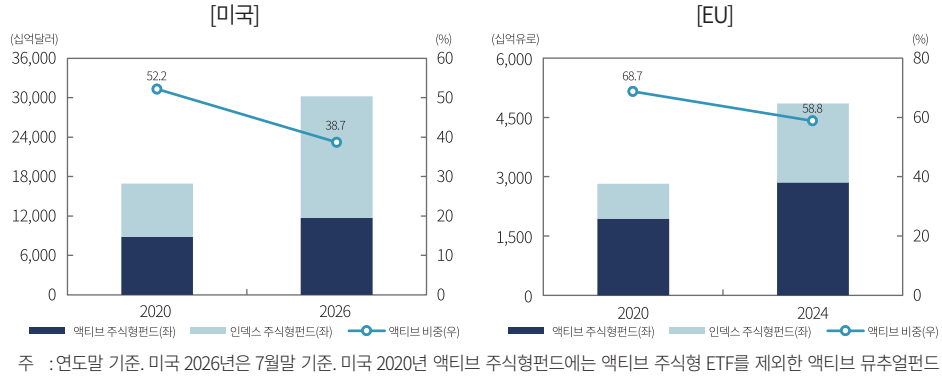
III. 자산운용시장의 구조적 변화와 문제점

본 장에서는 ETF가 공모펀드시장의 핵심으로 부상함에 따라 국내 자산운용시장에 어떤 구조적 변화가 발생하고 있는지 알아본다. 이를 통해 그 이면에 내재된 문제점이 무엇인지 논의한다. 특히, 과거 자산운용사들의 핵심 수익원이었던 액티브 공모 주식형펀드가 패시브 주식형 ETF로 대체됨에 따라 나타나고 있는 문제점에 초점을 맞춰 살펴본다.

1. 액티브 운용 침체

국내 공모 주식형펀드 시장에서 액티브 운용의 비중은 2026년 6월말 기준 18.5%까지 급락했다. 액티브 운용의 비중은 비교적 최근 시점인 2020년의 54%와 비교해도 너무 빠른 속도로 떨어졌다. ETF 확산에 따른 주식형펀드의 액티브 운용 비중 하락은 전세계적으로 확인된다(<그림 III-1> 참조). 미국 주식형펀드 시장에서 액티브 운용의 비중은 2020년 52.2%에서 2026년 7월말 38.7%까지 떨어졌다. EU 주식형펀드 시장에서는 액티브 운용의 비중이 2020년 68.7%에서 2024년 58.8%로 떨어졌다. 미국과 EU의 경우 뮤추얼펀드와 UCITs 펀드가 오랫동안 입지를 다져왔기에 아직은 액티브 운용의 존재가 완전히 사라지지 않았다. 상대적으로 액티브 운용의 비중이 많이 떨어진 미국과 비교해도 국내 주식형펀드 시장의 액티브 운용 비중 하락은 그 속도가 너무 빠르다.

<그림 III-1> 미국 및 EU의 주식형펀드: 액티브와 인덱스



주 : 연도말 기준. 미국 2026년은 7월말 기준. 미국 2020년 액티브 주식형펀드에는 액티브 주식형 ETF를 제외한 액티브 뮤추얼펀드만 포함. 미국 2020년 인덱스 주식형펀드에는 인덱스 뮤추얼펀드와 주식형 ETF 전체 포함. 미국 2026년은 주식형 ETF가 액티브와 패시브로 분류되어 액티브와 인덱스펀드에 포함. EU 2020년과 2024년 액티브 주식형펀드에는 ETF를 제외한 액티브 주식형 Ucits 펀드만 포함하며, 인덱스 주식형펀드에는 인덱스 주식형 Ucits 펀드와 주식형 ETF 전체 포함. EU는 EU 27개국 설정 펀드 기준

자료: ICI(2022, 2026c), European Securities and Markets Authority(이하 ESMA, 2026), 저자 계산

액티브 펀드의 비용 차감 후 운용성과가 부진하고, 양의 위험조정 초과성과를 달성하는 펀드가 드물다는 연구결과가 축적되어 있음을 고려해 볼 때 투자자들이 저렴한 비용의 패시브 주식형 ETF에 투자하는 것은 당연하다(Jensen, 1968; Carhart, 1997; Fama & French, 2010). 따라서 이러한 양상은 앞으로도 지속될 것이다. 다만, 액티브 운용의 위상이 너무 떨어지면 문제가 발생한다. 패시브 운용이 비대해지면 주식시장의 대형주 편중 현상이 심해질 가능성이 있다. 패시브 운용은 본질적으로 비교지수의 종목 구성을 따르기에 주식의 본질적 가치보다 시가총액에 더 큰 영향을 받고, 그 결과 대형 기업의 주가를 상대적으로 더 크게 올릴 수 있다(Jiang et al., 2025). 이에 따라 자산운용사들의 소규모, 저평가 기업 발굴 기능이 약해진다. 기업 조사 및 분석, 실적 및 밸류에이션 추정 등에는 비용과 시간이 소모되며, 고도의 전문성이 필요하다. 액티브 운용의 위축은 이러한 분석 활동의 약화를 의미하며, 이는 기업의 정보를 찾아내고 주가에 반영하는 기능의 약화로 연결된다(Israeli et al., 2017). 액티브 운용의 위축과 패시브 운용의 비대화는 종목 간 동조화를 심화시키고, 시장의 변동성을 키울 수 있다. 동일한 시장대표지수를 추종하는 패시브 ETF가 다수 만들어지고 규모가 거대해지면, 여러 개별 기업 주식의 매수, 매도 압력이 동일한 방향으로 작동할 수 있다. 이는 지수 편입 종목 간 수익률 동조화를 초래한다(Da & Shive, 2017; 김민기 · 김준석, 2023). 비교지수 구성 종목 간 상관관계 상승에 따른 분산투자 효과 감소와 ETF에 대한 단기 수급 충격이 결합하면 시장의 변동성 역시 커진다(Ben-David et al., 2018).

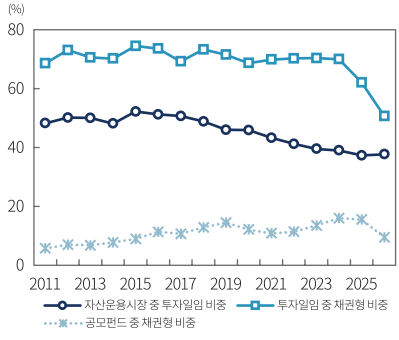
2. 자산운용업 운용자산 대비 수수료 수익 비율 저하

자산운용시장의 상품구조는 ETF의 본격적인 확산 이전부터 저수익 구조로 전환되고 있었다. 자산운용사들의 투자일임 운용자산은 2010년대 중반까지 업계 총 운용자산 중 50% 내외를 차지했으며, 현재도 40%에 가깝다. 자산운용사 투자일임 운용 서비스의 주요 고객은 국민연금을 포함한 공적 연기금, 각종 공제회, 보험사 등의 기관투자자들인데 운용 단위당 수수료 수익이 높지 않은 것으로 알려진다.[08] 무엇보다 투자일임시장은 운용자산의 대부분이 운용보수가 매우 낮은 채권형으로 구성된 전형적인 저수익 시장이다. 동시에 공모 주식형 일반펀드를 저수익성 자산인 ETF가 급격하게 대체하기 시작했다(<그림 III-2> 참조).

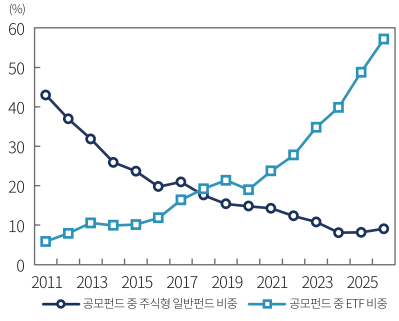
08 투자일임 운용서비스에 대한 보수율 정보는 공식적으로 확인하기 어렵다.

<그림 III-2> 자산운용시장의 저수익 상품구조 전환

[저수익 채권형 위주 투자일임시장]



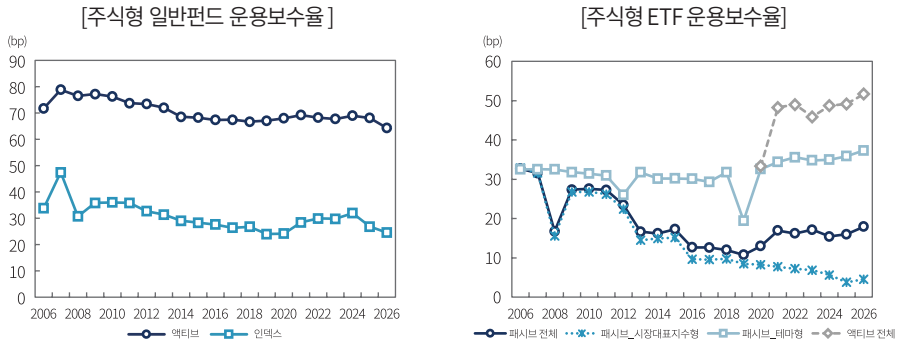
[공모펀드시장의 저수익 구조 전환]



주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준
자료: 금융투자협회 펀드정보One-Click시스템, 저자 계산

자산운용사들은 투자자들이 외면하는 일반 공모펀드시장에서 ETF시장으로 경쟁의 장을 옮길 수밖에 없었고, ETF시장에서 운용자산을 최대한 늘려 규모의 경제효과를 극대화하는 전략이 최선이었다. 투자자들의 수요가 급격하게 줄어든 주식형 일반펀드의 운용보수율은 하락했으며, 대형 운용사들이 첨예하게 경쟁한 ETF시장의 운용보수율 역시 떨어졌다(<그림 III-3> 참조). 주식형 ETF시장의 운용보수율 경쟁은 두 가지 상반된 양상을 보인다. 여전히 패시브 주식형 ETF시장의 핵심을 차지하고 있는 시장대표지수형의 운용보수율은 지난 2006년 32.8bp에서 2026년 6월말에는 4.6bp까지 떨어졌다. 이에 따라 자산운용사들은 테마형, 액티브형 등 상대적으로 운용보수율이 높은 유형을 적극적으로 설계해 다변화를 시도했다. 이러한 특수 유형 ETF의 운용보수율은 시장대표지수형의 운용보수율에 비해 높고, 추세적으로도 투자수요 확대에 따라 상승하고 있다. 그러나 시장대표지수형이 여전히 패시브 주식형 ETF시장의 절반 이상을 차지하고 있어서 주식형 ETF시장의 저수익 구조에는 큰 변화가 없다.

<그림 III-3> 공모 주식형펀드의 운용보수율 하락



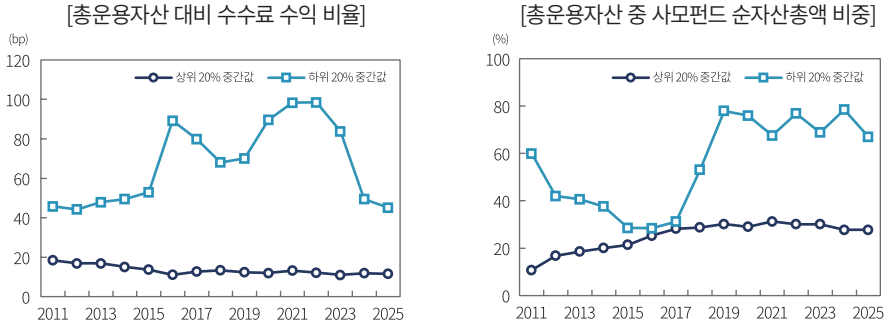
주 : 각 연도말 기준. 2026년은 6월말 기준. 순자산총액 가중평균 기준
자료: 제로인 펀드닥터프로, 금융투자협회 펀드정보One-Click시스템, 저자 계산

운용자산 중 투자일임 자산의 비중이 높고, 공모펀드 운용자산의 중심을 ETF로 전환한 대형사들의 경우 총운용자산 규모 대비 수수료 수익 비율 저하를 피하기 어려웠다.[09] 총운용자산 규모 기준 상위 20%에 해당하는 운용사 그룹의 수수료 수익 비율은 2011년 18.5bp에서 2025년에 11.6bp까지 떨어졌다. 상위 운용사들이 자산운용시장에서 차지하는 비중을 고려해 볼 때 자산운용업 전반의 수수료 수익 비율이 저하된 것으로 해석해도 될 것이다. 역설적이지만, 투자일임 및 ETF시장 참여가 어려운 하위 20% 자산운용사들의 수수료 수익 비율은 상대적으로 높다. 이 회사들의 높은 수수료 수익 비율은 회사 운용자산에서 차지하는 사모펀드 자산의 비중이 높기 때문으로 보인다. 그러나 사모펀드 보수 구조에서는 성과보수가 차지하는 비중이 높아서 수수료 수익 비율의 변동성이 클 수밖에 없고, 수많은 사모펀드 전문 운용사들로 인해 경쟁 역시 심하다. 일반 사모펀드시장에서 큰 비중을 차지하는 대체투자시장의 위축도 길어지고 있다. 따라서, 하위 운용사들의 수수료 수익 비율은 안정적이지 못한 것으로 봐야 한다.[10]

09 자산운용사들이 펀드 및 투자일임 자산에 대해 운용서비스를 제공함으로써 수취하는 수익을 운용보수라 하지만, 금융감독원에 공시된 손익계산서에는 이를 수수료 수익이라 표기한다. 본고에서는 운용보수와 수수료 수익이라는 표현을 상황에 따라 혼용해 사용한다.

10 하위 20~40% 운용사들의 상황도 하위 20% 운용사들의 상황과 비슷하다.

<그림 III-4> 상하위 자산운용사 그룹의 수수료 수익 비율



주 : 개별 공모펀드 운용사의 총운용자산은 공모 및 사모펀드 순자산총액과 투자일임 평가액의 합산액으로 연말 기준. 수수료 수익은 연간 누적 수수료 수익 합산액. 3월 결산에서 12월 결산으로 전환한 회사의 전환 연도 수익은 9개월치를 연율로 환산. 그림의 수치는 총운용자산 규모 기준 상위 20%와 하위 20% 그룹의 총운용자산 대비 수수료 수익 비율 중간값(bp)과 총운용자산 대비 사모펀드 순자산총액 비율 중간값(%). 대상 자산운용사는 연도별 공모펀드 운용 회사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 금융투자협회 펀드정보One-Click시스템, 저자 계산

자산운용사들의 낮고 불안정한 수수료 수익 비율은 시장대표지수형과 같은 저보수 상품 시장에서의 운용자산 확보 경쟁을 과열시키며, 한편에서는 테마형, 레버리지형 등 고보수 특화상품 판매 유인이 커진다(Ben-David et al., 2023).[11] 특히 저보수 시장대표지수형 ETF 시장에 진입이 어려운 중소형 자산운용사들은 고보수 상품 시장에 차별화 포인트를 내세우면서 진입할 유인이 강하다. 국내 ETF 시장에서도 이러한 현상이 이미 관측되고 있다.

3. 공모펀드 자산운용사 간 차별화

패시브 주식형 ETF, 특히 시장대표지수형은 상품 차별화가 어렵다. 이러한 시장에서는 낮은 가격과 브랜드가 경쟁 수단이 된다. 공모펀드 운용사는 2025년말 기준 57개사인데, 총운용자산 규모 기준 하위 1~3분위(총 5분위)에 해당하는 35개사 중 8개사만이 ETF시장에 참여하고 있다.[12]

중소형 자산운용사들은 충분한 규모의 경제를 달성하지 못해 총운용자산 대비 영업비용비율이 높다(<그림 III-5> 참조).[13] 하위 1분위와 2분위에 속하는 회사들의 영업비용비율은 패시브 주식형 ETF 평균 운용보수율에 비해 훨씬 높다. 이런 회사들 입장에서 ETF시장 진입은 충분한 운용

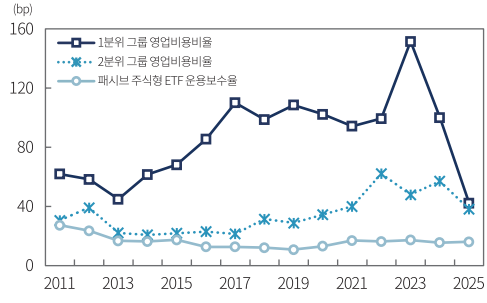
11 Ben-David et al.(2023)은 시장대표지수형과 테마형 ETF시장에서 자산운용사들의 유인체계가 다를 수 있음을 지적했다.

12 연도별로 공모펀드 운용자산이 확인되는 회사를 공모펀드 운용사로 정의한다.

13 중소규모 회사의 운용자산 구성으로 인해 높은 영업비용이 불가피한 측면도 있다.

자산을 확보하기까지 회사 전체의 수수료 수익 비율 저하를 감수해야 함을 의미한다. 그 결과, 중소규모 자산운용사들은 시장규모가 작은 일반 공모펀드시장에서 경쟁하거나, 수수료 수익 비율의 변동이 큰 사모펀드시장에 머물러 있어야 한다.

<그림 III-5> 중소형 자산운용사 영업비용비율과 ETF 운용보수율

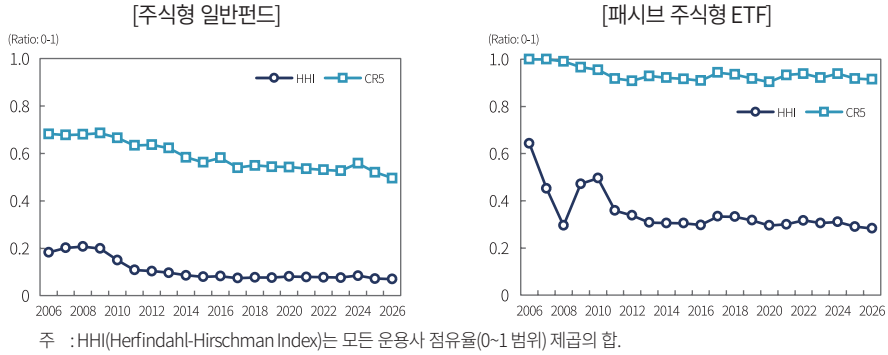


주 : 패시브 주식형 ETF 운용보수율은 순자산총액 가중평균이며, 연말 기준. 영업비용비율은 각 회사 전체 운용자산 순자산총액 대비 연간 누적 영업비용의 비율이며, 자산운용사 그룹(총 5분위) 내 중간값 기준. 운용사 그룹 1분위는 운용자산총액 기준 하위 20%, 2분위는 하위 20~40%. 대상 자산운용사는 연도별 공모펀드 운용 회사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 제로인 펀드닥터프로, 저자 계산

공모펀드시장의 자산운용사 간 경쟁구도는 공모 주식형펀드 시장의 운용사 집중도에서 확인된다(<그림 III-6> 참조). 대형 자산운용사들이 각축을 벌이고 있는 패시브 주식형 ETF의 운용사 집중도가 이들의 관심이 멀어진 주식형 일반펀드에 비해 훨씬 높다. 패시브 주식형 ETF시장에서 HHI는 다소 떨어지긴 했지만, 상위 5개사 점유율 합을 나타내는 CR5는 90%대에서 거의 변함이 없다.

<그림 III-6> 공모 주식형펀드 시장의 운용사 집중도



주 : HHI(Herfindahl-Hirschman Index)는 모든 운용사 점유율(0~1 범위) 제곱의 합. CR5는 점유율 1~5위(각 연도별) 운용사 점유율 합. 2026년은 6월말 기준

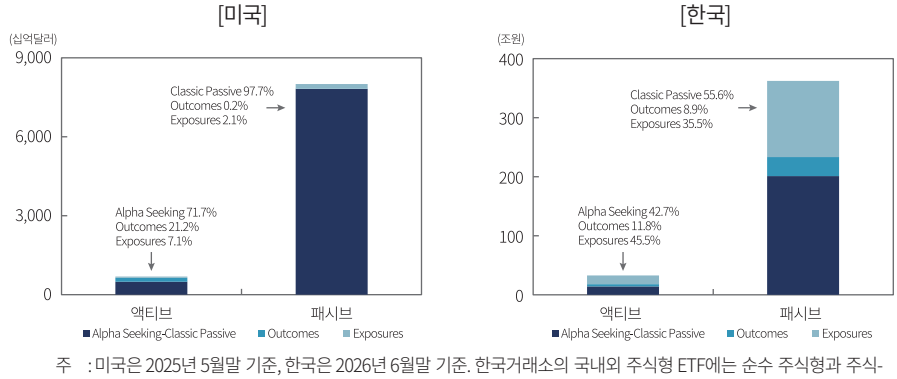
자료: 제로인 펀드닥터프로, 저자 계산

ETF의 확산에 따른 공모펀드시장의 운용사 집중과 과점화 심화는 장기적으로 바람직하지 않다. 차별화된 운용 전략을 지향하는 다양한 회사들이 시장에 진입하지 못하면 새로운 운용 방식이나 특정 투자자 수요에 특화된 운용사가 성장할 기회가 줄어든다. 이는 시장의 다양성과 혁신 기반 약화로 연결된다. 동시에 대형사의 영향력이 커질수록 공급자 중심의 상품 구성과 판매 경향이 강해진다. 이는 투자자의 선택권을 줄이며, 투자자의 시장규율기능 약화로 연결될 수 있다.

4. ETF 시장에서의 고위험 · 단기매매 확대

펀드는 소액 투자자들이 분산된 포트폴리오에 투자할 수 있는 유용한 수단이다. 특히 시장대표지수를 추종하는 ETF는 낮은 투자비용과 강력한 분산효과로 장기 분산투자에 적합하다. 그러나 2020년대에 들어서 ETF시장이 급속도로 확산함에 따라 위험 노출 정도가 큰 ETF가 인기를 끌고 있다. 국내 ETF시장에서도 이러한 현상이 명확하게 관측된다. 비교를 위해 미국과 한국의 주식형 ETF를 BlackRock(2025)의 기본 아이디어를 응용해 Alpha Seeking(액티브의 경우이며, 패시브는 Classic Passive), Outcomes, Exposures 등 세 가지 전략유형으로 분류했다.[14] 이 중 Exposures 유형이 위험 노출도가 강한 ETF를 포함하는데, 테마형, 레버리지/인버스형, 특정종목 연계형 등이 여기에 해당한다.

<그림 III-7> 주식형 ETF 3대 전략 유형별 운용자산규모 및 비중



주 : 미국은 2025년 5월말 기준, 한국은 2026년 6월말 기준. 한국거래소의 국내외 주식형 ETF에는 순수 주식형과 주식-파생형이 포함

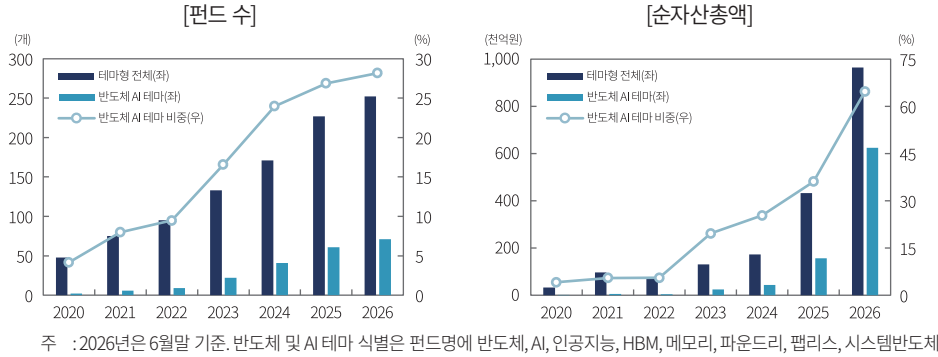
자료: BlackRock(2025), Lodh & Gupta(2024), 블룸버그, 한국거래소, 저자 계산

14 세 가지 전략유형의 의미와 분류방법은 김재칠(2025)을 참고하기 바란다. 이 분석에는 주식형 ETF에 주식-파생형 ETF가 포함된다. 액티브와 패시브 주식형 ETF의 다양한 세부 유형들을 이 세 종류의 유형으로 어떻게 분류하는지는 <부록 표1>에 정리했다.

분석 결과 우리나라 주식형 ETF에서 Exposures 유형이 차지하는 비중은 매우 높았다(<그림 III-7> 참조). 2026년 6월말 기준 Exposures 유형은 패시브에서 35.5%, 액티브에서는 45.5%를 차지한다. 미국에서는 최근 Exposures 유형으로 많은 자금이 투자되고 있지만, 이미 전통적인 유형(Alpha Seeking, Classic Passive)이 거대한 규모로 성장해 Exposures 유형의 비중이 아직 높지 않다(2025년 5월말 기준 패시브 2.1%, 액티브 7.1%).

국내 주식형 ETF에서는 Exposures 유형을 대표하는 테마형 중에서도 반도체와 AI 테마 집중 현상이 나타난다(<그림 III-8> 참조). 반도체와 AI 테마 집중은 2023년 이후 가파르게 진행 중이다. 반도체와 AI 테마는 2026년 6월말 순자산총액 기준 전체 테마형의 64.7%를 차지한다.

<그림 III-8> 패시브 주식형 ETF 테마형 내 반도체 및 AI 테마



주 : 2026년은 6월말 기준. 반도체 및 AI 테마 식별은 펀드명에 반도체, AI, 인공지능, HBM, 메모리, 파운드리, 팹리스, 시스템반도체 등 관련 키워드가 나오는 경우로 한정

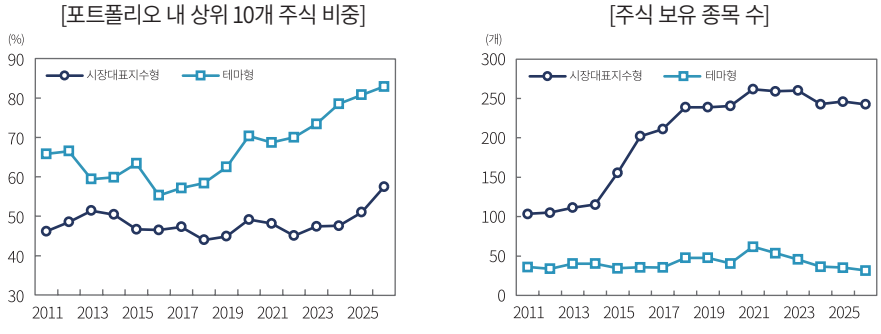
자료: 제로인 펀드닥터프로, 한국거래소, 저자 계산

테마형 ETF의 투자대상이 좁고 집중도가 높다는 점은 국내외에서 모두 확인된다. 국내 패시브 주식형 ETF 중 테마형은 시장대표지수형에 비해 평균적으로 편입하고 있는 종목 수가 적으며, 배분 비중 상위 종목에 대한 집중도 역시 매우 높다(<그림 III-9> 참조). 테마형 포트폴리오 내 상위 10개 종목의 비중은 2023년부터 빠르게 오르기 시작해 2026년 6월말 약 83%까지 상승했다.[15] 포트폴리오 내 편입 종목 수는 2026년 6월말 기준 시장대표지수형이 평균 243개인데 반해 테마형은 평균 32개에 그친다. 테마형의 좁은 투자대상은 미국에서도 확인된다. Ben-David et al.(2023)에 따르면 1993~2019년에 미국에서 거래된 패시브 주식형 ETF의 평균 보유 종목 수

15 이는 반도체와 AI 테마에 대한 집중, 삼성전자와 SK하이닉스(국내투자), 미국 빅테크(해외투자) 집중 효과가 이 분야 주가 상승과 맞물리면서 나타난 현상인 것으로 추정된다. 포트폴리오 내 상위 종목 집중도 상승은 시장대표지수형에서도 나타난다. 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 상승은 패시브 주식형 ETF 전반의 급격한 확대, 테마형 ETF의 급성장, 반도체 및 AI 테마 집중 등 여러 현상에 영향을 미친 것으로 추정된다.

는 시장대표지수형이 894개, 테마형이 118개였다.[16] 테마형의 경우 좁은 투자대상과 공통된 위험 요소 노출로 인해 분산효과가 제한적이다. 국내 패시브 주식형 ETF의 경우 테마형뿐만 아니라 시장대표지수형도 반도체 대기업 등 상위 종목 편입 비중이 높아서, 투자자들이 다수의 ETF에 분산투자하더라도 특정 종목에 대한 중복투자를 피하기 어렵다.

<그림 III-9> 테마형의 포트폴리오 집중

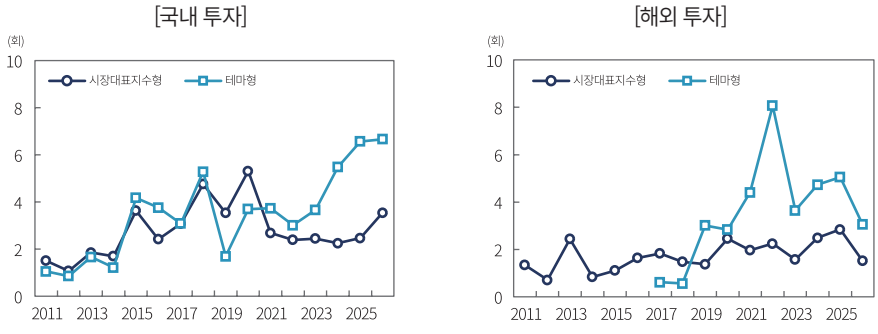


주 : 2026년은 6월말 기준. 국내외 패시브 주식형 ETF 기준. 유형 내 단순평균
자료: 제로인 펀드닥터프로, 한국거래소, 저자 계산

테마형 등 분산이 덜 되고 위험 노출도가 높은 ETF의 또 다른 문제는 투자자들이 이를 단기매매 수단으로 활용한다는 점이다. 패시브 주식형 ETF 중 테마형의 매매 거래회전율을 시장대표지수형과 비교해 본 결과 테마형의 회전율이 더 높았다(<그림 III-10> 참조). 국내 투자 ETF의 경우 2025년에 연간 회전율이 시장대표지수형 2.5회, 테마형 6.6회로 나타났다. 특히 테마형의 거래회전율은 2023년부터 급등하는 모습을 보인다. 2026년은 6월까지 거래를 통해 이미 2025년 연간 거래회전율을 넘어섰다. 해외 투자 ETF의 경우에도 테마형의 거래회전율이 시장대표지수형에 비해 높았다. 다만, 해외 투자 ETF의 거래회전율은 전반적으로 국내 투자 ETF에 비해 낮았다.

16 Ben-David et al.(2023), Appendix D, Table D.1 참조

<그림 III-10> 테마형의 거래회전율



주 : 2026년은 6월말 기준. 국내외 패시브 주식형 ETF 기준. 유형 내 단순평균. 거래회전율은 ETF 자체의 거래회전율을 의미하며, 해당 ETF의 연간 누적 총합계 매수수량(또는 매도수량)에 2를 곱한 후 해당 ETF의 상장주식 수로 나눈 배율(회)

자료: 제로인 펀드닥터프로, 에프앤가이드 데이터가이드, 한국거래소, 저자 계산

편입 종목 집중도가 높은 유사한 테마의 ETF가 단기매매 수단으로 활용되면 투자자와 주식시장 측면에서 모두 문제가 발생할 가능성이 있다.[17] 투자자들은 높은 실현 수익률을 얻기 위해 시장 상황의 전망을 전제로 ETF 등 시장성 증권을 매매한다. 그러나 시장 상황의 정확한 전망은 불가능하며, 따라서 투자자들이 증권 가격이 낮을 때 매수해서 높을 때 매도하는 투자 패턴을 지속하는 것은 어렵다. 특히, 가격의 상승, 하락 기간이 짧으면서 반복되는 경향이 강한 테마형 ETF에서는 투자자들의 실현 수익률이 펀드 자체의 평가액 상승률을 넘지 못한다(Morningstar, 2023).[18] 테마형 ETF시장에서는 관련 종목의 주가가 올라간 후 많은 유사 테마형 상품들이 만들어진다. 이 상품들이 출시 후 운용성과가 일정 수준 확인되면 투자자들이 몰려 현금흐름이 집중되는데, 테마에 대한 기대와 관심이 낮아지면 펀드의 운용성과가 나빠진다. 결과적으로 테마형 ETF 투자자들은 편입 종목의 가격이 비싸진 상태에서 펀드를 매입할 가능성이 크고, 이는 부진한 실현 수익률로 연결된다(Ben-David et al., 2023).

투자자들이 특정 테마형 ETF에 몰려 대규모 매매가 발생하면 기초주식의 변동성을 키울 수도 있다. Ben-David et al.(2018)에 따르면, ETF에 단기 수급 충격이 발생할 때 ETF의 거래 가격과 펀

17 테마형과 함께 저분산 · 고위험 ETF면서 단기매매 수단으로 활용되는 대표적인 유형은 레버리지/인버스 ETF이다. 지난 2024년말에 9조원에 불과하던 레버리지/인버스 ETF 순자산총액은 2026년 6월말에 39조원을 넘어섰다. 특히, 2026년 5월에 삼성전자와 SK하이닉스 단일종목 레버리지 ETF가 상장된 후 레버리지/인버스 ETF의 순자산총액이 단기간에 급증했다. 2025년 7월 이후 반도체를 중심으로 주가가 조정을 받으면서 단일종목 레버리지 ETF의 손실도 커졌는데, 이는 저분산 · 고위험 ETF의 투자위험을 잘 보여주는 사례이다. 국내 개인투자자들의 레버리지 ETF 투자 특징과 성과에 대해서는 김준석 · 김민기(2024)의 연구를 참조할 수 있다.

18 주식형 ETF 전체에 대해 분석한 연구에서도 거래가 잦은 투자자일수록 ETF 매매 타이밍 성과가 나쁜 것으로 보고된다(Bhattacharya et al., 2017).

드에 편입된 기초자산 가치 간의 괴리가 커지고, 이는 차익거래를 통해 기초자산 가격에 영향을 미친다. 이러한 변동성은 기업가치 변화와 무관하게 발생하는데, 복수의 유사 테마형 ETF에 너무 많은 자금이 쏠릴 때 그 문제가 더 커질 수 있다.

IV. ETF 시대 자산운용시장의 과제

본 장에서는 ETF의 급속한 확장으로 발생한 문제점 개선을 위해 필요한 과제를 논의하고 보고서를 마무리한다. 논의의 목적은 ETF시장의 발전과 투자자 편익 증대 및 자산운용업 전반의 건전한 성장이 동반되는 환경 조성이다.

1. 자산관리체계 구축을 통한 장기 목적성투자 유도

국내에서 ETF나 펀드 등 자산운용사 상품을 편입하는 투자자들의 대부분은 전통적인 증권사 브로커리지 플랫폼을 활용한다. 미국에서도 자문이나 자산관리 수수료를 부담스러워하는 투자자들은 우리와 유사한 방식으로 ETF나 펀드에 투자한다(<부록 그림1> 참조). 이 투자 플랫폼 내에서 투자자들은 증권사의 간단한 자문, 상품 권유, 투자대상 상품의 기본 특징과 과거 운용성과 등 제한된 정보에 기반한 상품 단위 투자에 머문다. 이 구조에서는 투자자 개인의 경제 · 재무적 상황, 투자목적, 세금, 인출 계획 등 다양한 제약조건을 고려해 보유 자산 전체를 아우르는 최적 의사결정을 하기 어렵다. 이러한 투자방법은 종합 자산관리와는 거리가 멀다. 자산운용사들은 펀드나 ETF를 설계해 증권사 플랫폼에 탑재하고, 펀드에 운용 서비스를 제공하는 단순한 역할에 그친다.

장기 목적성투자의 중요성은 다음과 같다. 첫째, 효율적인 자산배분과 위험관리의 필요성이다. 단기 운용성과 중심의 투자는 특정 자산이나 테마에 투자가 집중된다. 장기 목적성투자는 투자자가 직면한 환경을 고려하여 자산을 배분하므로 집중위험을 줄이고, 포트폴리오의 안정성을 높이는데 기여한다. 둘째, 장기 목적성투자는 불필요한 거래비용과 투자자의 행동편향을 축소할 수 있다. 과거 성과를 추종하는 투자방식은 빈번한 상품교체와 시장 타이밍 예측에 기반한 매매를 유발한다. 이 과정에서 거래비용과 세금 부담이 증가하고, 투자자의 과잉확신이나 손실회피

성향이 합리적인 투자판단을 방해한다. 장기 목적성투자는 사전에 설정한 투자원칙을 유지함으로써 이러한 문제를 완화할 수 있다.

장기 목적성투자를 유도하기 위해서는 효율적인 자산관리체계 구축이 요구된다. 우선, 단기적으로는 증권사가 중심이 되는 일임형랩 또는 로보 어드바이저를 활용한 일임운용 서비스를 활성화해야 할 것이다. 증권사는 일임형랩 또는 자문형랩 구조에서 투자자와 투자일임계약을 체결하고, 고객의 투자목적과 위험성향 등을 고려해 고객 계좌의 자산을 배분하고 운용한다. 이 과정에서 증권사는 투자자문사 또는 자산운용사의 투자모델을 활용하거나 자문을 받기도 한다. 증권사 일임형랩 또는 자문형랩은 수수료 부담과 최소투자금액으로 인해 소규모 투자자들이 접근하기 어렵다. 따라서 투자규모가 크지 않은 투자자들을 위해서는 로보 어드바이저를 활용한 일임운용 서비스의 확산이 절실하다. 특히, 로보 어드바이저를 활용한 일임계좌 운용은 단일 자산유형을 벗어나 자산배분형까지 확장되어야 한다.

일임형랩 또는 자문형랩, 로보 어드바이저를 활용한 일임운용 등은 고객별 맞춤형 자산운용 서비스라는 측면에서 자산관리체계의 출발점이지만, 투자자들이 증권사의 수직적인 공급체계에 의존해야 한다는 측면에서 한계가 뚜렷하다. 투자자들은 자신의 투자목적에 적합한 일임운용 전략과 모델을 제공하는 증권사를 직접 찾아야 하며, 그 증권사가 탑재한 전략과 모델 내에서 자산을 운용해야 한다. 즉, 투자모델 선택의 전문성과 개방성, 다양성이 부족하다는 의미이다.

이러한 측면에서 장기적으로는 미국에서 그 활용이 확대되고 있는 등록투자자문사(Registered Investment Advisers, 이하 RIA), 독립 · 개방형 자산관리플랫폼(TAMP), 자산운용사 등이 연계된 자산관리체계의 구축을 검토해 볼 필요가 있다(<부록 그림2> 참조).[19] 이 자산관리체계의 핵심 기능은 고객별 보유 금융자산과 계좌 전체의 통합관리이다. 특히, TAMP의 자동화된 시스템을 활용한 저렴한 맞춤형 자산관리가 가능해 개인들의 목적성투자에 적합한 방식으로 알려진다.[20] 자산운용사들은 TAMP에 Model Portfolio(이하 MP), Direct Indexing(이하 DI), Separately

19 미국의 자산관리플랫폼은 자산운용사가 직접 설립해 운영하는 유형, 독립적 민간회사인 턴키자산운용플랫폼(Turnkey Asset Management Platforms, 이하 TAMP) 유형, 증권사 또는 IB가 관리하는 유형 등으로 나뉜다. TAMP는 지분구조상 자산운용사 또는 증권사와 분리된 경우가 많아 독립적이라고 평가되며, 투자모델이나 상품 탑재에 비용이 거의 소요되지 않고 RIA가 자유롭게 이용 계약을 할 수 있다는 측면에서 개방형이라고도 불린다. TAMP는 회사별로 추구하는 사업 모델이 매우 다양하다. 미국 TAMP 업계 구조에 대한 상세한 설명은 Aranca(2024), Dakota(2026), Wealthadvisor(2026)를 참고할 수 있다. 이하에서는 TAMP를 자산관리플랫폼의 중심으로 가정하고 논의한다.

20 미국에서 RIA와 TAMP가 중심이 되는 자산관리체계가 어떤 방식으로 작동하는지에 대해서는 Envestnet Asset Management (2026), AssetMark(2026) 등을 참조하고, RIA의 신인의무와 책임에 대해서는 SEC(2019a)를 참조할 수 있다.

Managed Account(이하 SMA) 전략 등 투자모델과 ETF, 펀드 등 투자상품을 공급한다.[21] 자산운용사들은 투자모델과 상품만을 TAMP에 공급하기도 하고, 일임 방식의 운용 서비스를 제공하기도 한다.

RIA는 금융자산 계좌를 보유한 고객과 직접 접촉하는 플레이어다. RIA는 고객 자산관리의 기초 설계와 지속적인 점검을 담당한다. RIA는 고객의 경제 · 재무상황, 투자목적, 위험감내수준, 투자기간, 소득 및 자산과 연계된 세금 현황, 현금수요와 인출시기 등을 구체적으로 분석해 자산배분을 설계하며, 시간의 경과에 따른 고객의 상황 변화를 파악해 필요한 경우 자산관리 전반의 틀을 수정한다. 대다수 소규모 RIA는 고객 자산관리 전반을 TAMP 플랫폼 내에서 해결한다. 고객별 상황에 맞는 최적 자산배분 결정, 투자모델 선정, 편입 종목 선택, 운용 방식(자산운용사 일임 또는 TAMP 일임) 결정 등 통합 자산관리 프로세스의 초기 단계 대부분이 TAMP의 자동화 시스템 내에서 이루어진다. TAMP는 자본력을 기반으로 한 자동화 체계를 통해 RIA가 낮은 운영비용으로 다수의 고객 자산을 관리할 수 있도록 한 것으로 평가받는다.

TAMP는 자산운용사들이 제공한 투자모델을 검증하고 선별해 플랫폼 탑재 여부를 결정하며, 고객별 계좌에 선택된 투자모델을 자동화된 일임 방식으로 운용하기도 한다. TAMP의 가장 중요한 기능은 자동화 시스템을 통해 RIA가 결정한 고객별 자산관리 틀을 실제로 구현하는 것이다. TAMP는 개별 고객 계좌에 선택된 투자모델의 매매주문을 자동 생성해 증권사를 통해 매매를 집행하며, 편입 자산의 가격 변화에 따른 리밸런싱 역시 자동으로 실행한다. 세금 효율성을 고려한 편입 증권의 최적 매매도 지원한다.

미국에서 RIA와 TAMP를 활용한 자산관리는 추가적인 수수료 발생에도 불구하고 빠르게 확장하고 있는데, 여러 가지 원인이 그 배경으로 제시된다.[22] 첫째, 투자비용이 10bp대로 내려온 시장대표지수형 패시브 ETF를 전체 관리 자산의 핵심 편입 종목으로 활용하면, RIA와 TAMP에 지출되는 수수료를 고려하더라도 뮤추얼펀드 투자 비용에 비해 낮은 수준으로 포트폴리오를 구

21 MP는 고객의 투자목표와 위험 수준에 따라 자산배분, 편입 상품, 종목 및 목표 비중을 제시하는 투자설계안이며, 고객 계좌(주로 SMA)에서 실제 포트폴리오를 구성하고 관리하는 기준으로 활용된다. DI는 미리 선택된 기준지수의 구성 종목 전부 또는 일부를 고객 계좌(주로 SMA)에 직접 보유하는 지수추종 운용 방식이다. 고객별 위험 선호도, 세금 상황, 기존 보유자산 등을 고려해 맞춤형 설계가 가능하다. SMA는 자산운용사 또는 자산관리플랫폼 등 전문 운용주체가 고객 명의의 자산을 별도 계좌에서 약정된 전략에 따라 운용하는 맞춤형 자산관리계좌다. 약정된 전략에는 MP, DI 및 별개의 일임전략이 포함된다.

22 미국에서 RIA가 자문 및 관리하는 개인고객의 운용자산규모는 2015년 약 11.7조달러에서 2025년에는 27.7조달러로 증가했으며, 개인고객 수는 동일한 기간에 3,147만명에서 6,111만명으로 늘어났다(SEC, 2025). AssetMark(2024)에 의하면 RIA와 브로커딜러 및보험사 소속 자문인 등 전문적인 금융자문인들 중 TAMP에 고객 자산관리를 외주화하는 비율이 2021년 44%에서 2024년 60%로 빠르게 증가했다. TAMP를 주된 자산관리 외주화 업체로 선택한 금융자문인의 비율 역시 동기간 24%에서 32%로 증가했다.

성할 수 있다. 또한 불필요한 잦은 거래를 방지함으로써 거래수수료 절감도 가능하다. 둘째, 여러 계좌에 분산된 금융자산을 통합 관리하면 합목적성 자산배분이 가능하며, 편입 종목의 중복 축소, 세금 최적화 매매 등이 수월하다. 셋째, 투자자들이 신뢰성 높은 RIA를 선정해 장기간 자산을 관리하면 투자자 자신의 환경 변화, 예컨대 소득의 변화, 위험감내수준의 변화 등에 능동적으로 대처할 수 있다.

국내에서도 이러한 자산관리체계를 구축하면, ETF 중심 간접투자에서의 합목적성 결여, 높은 위험 노출도, 단기매매 등의 부작용을 줄임과 동시에 효율적 자산관리에 도움이 될 것이다. 투자자문사와 자산관리플랫폼의 전문성을 결합하면, 투자자들의 ETF 선택 기준도 다양해질 것이며, ETF시장에서의 중소형 운용사 입지 역시 한층 나아질 것으로 기대된다.

향후 국내에서 유사한 자산관리체계를 구축한다면, 투자자 편익 증진을 최우선 목표로 설정하고 정교하게 설계해야 한다. 첫째, 자산관리플랫폼은 독립적이면서 개방적이어야 하며, 충분한 자본이 필요하다. 자산운용사나 증권사가 자생적으로 자산관리플랫폼을 만들 수 있으나, 이는 이해상충 문제로부터 자유로울 수 없다. 자산관리플랫폼은 우수한 투자모델과 상품을 보유한 모든 자산운용사, 신뢰도 높은 투자자문사 등의 접근이 용이해야 한다. 이러한 측면에서 초기에는 공공기관 중심의 플랫폼 구축이 불가피할 것으로 판단된다.[23] 둘째, 자산관리플랫폼은 자동화에 기반해 비용을 획기적으로 낮춤과 동시에 투자모델과 상품 탑재에 고도의 전문성을 갖추어 투자자와 투자자문사로부터 신뢰를 확보해야 한다. 셋째, 자산관리체계 활용에 소요되는 투자자 총투자비용 축소에 최선을 기울여야 한다. 이를 위해서는 자산관리플랫폼 및 투자자문사에 지급해야 하는 수수료를 최소화함과 동시에 계좌에 편입되는 자산을 비용이 저렴한 자산 위주로 구성하도록 유도해야 한다. 합리적인 비용 구조 설계는 자산관리체계가 시장성을 갖추기 위해 가장 중요한 요소다. 넷째, 등록 투자자문사들이 자산관리플랫폼과 업무 계약을 체결하기 위해서는 엄밀한 요건을 갖추어야 하며, 투자자에 대한 신인의무도 강하게 부여해야 한다. 미국식 자산관리체계에서도 투자자들은 첫 단계에서 투자자문사를 선택해야 하는 문제에 직면한다. 따라서 수많은 등록 투자자문사 중에서 투자자들이 올바른 선택을 할 수 있는 방법을 제시해야 한다. 마지막으로 투자자문 수수료에 대한 투자자들의 거부감을 어떻게 해소할 수 있을지에 대한 고민이 필요하다. 이는 가장 어려운 과제임과 동시에 반드시 해결해야 하는 문제이기도 하다.

23 국내에도 코스콤의 펀도라(Fundora), 일부 증권사가 운영하는 투자자문사 및 투자일임사 업무 지원 플랫폼이 존재한다. 그러나 이는 미국의 TAMP와 같이 자산운용사의 투자모델과 상품이 다양하게 연계된 포괄적인 개방형 자산관리플랫폼이라고 보기 어렵다.

2. 액티브 운용 재도약

투자자들의 압도적인 선호에 따라 공모펀드시장의 중심축이 ETF로 전환되었는데, 이러한 구조 변화는 앞으로도 지속될 것이다. 이를 전제로 할 때, 액티브 운용 재도약을 위해서는 이미 투자자들에게 인기를 끌고 있는 액티브 ETF, 특히 액티브 주식형 ETF 안착 및 활성화를 핵심 과제로 설정하는 것이 현실적일 것이다. 이를 위해서는 액티브 ETF 운용 제약 완화가 가능한 정책 옵션이다. 국내 액티브 ETF의 주당 순자산가치 일간변동률은 비교지수 일간변동률과의 상관계수를 0.7 이상 유지해야 한다.[24] 이는 비교지수 대비 초과수익을 추구하는 액티브 펀드의 정의와 잘 맞지 않으며, 국제적인 추세와도 부합하지 않는다.[25] 이러한 운용상의 제약은 액티브 ETF의 높은 변동성으로부터 투자자를 보호하는 기능을 수행하지만, 운용사들이 운용에 어려움을 겪거나, 운용성과와 상관없이 펀드가 상장폐지될 수도 있다. 액티브 ETF에 적용되는 비교지수와의 상관계수 유지 요건은 장기적으로 폐지하는 것이 바람직하지만, 우선은 현재 규제 수준보다 완화하는 것이 필요하다.[26][27] 이를 위해서는 상관계수 유지 수준을 낮추거나, 상장폐지의 기준이 되는 상관계수 유지 요건 미충족 기간을 더 늘리는 방식이 고려될 수 있다.

다음으로, 일반 액티브 주식형펀드의 상장클래스를 대폭 늘려 ETF 수준의 거래 편의성을 확보해 주는 것이 필요하다. 금융위원회는 지난 2024년 하반기에 공모펀드 경쟁력 제고를 목표로 공모 종류형펀드에 상장클래스인 X클래스를 신설했다.[28] 금융위원회는 「금융혁신지원특별법」을 통해 상장클래스를 혁신금융서비스로 지정함으로써 ETF와 차별화된 규제를 적용할 근거를 마련했지만, 시장은 활성화되지 않았다.[29] 공모펀드 상장클래스는 액티브 주식형펀드 위주로 만들어지는 것이 바람직하다. 당초 공모펀드 침체의 핵심이 액티브 주식형펀드였기 때문이다. 그런

24 액티브 ETF 순자산가치와 비교지수 간의 일간변동률 상관계수는 측정시점 기준 1년간의 일간변동률을 이용해 이동기간(rolling) 방식으로 매일 측정한다. 상관계수가 0.7 미만인 상태로 3개월간 지속되면 상장폐지 사유에 해당한다(한국거래소 유가증권시장 상장규정 제116조, 시행세칙 제95조).

25 대부분의 국가에서 액티브 ETF 운용에 비교지수 연동 의무를 부과하지 않는다.

26 자본시장법 제234조는 ETF를 특수한 형태의 집합투자기구 중 하나인 '상장지수집합투자기구'로 정의함으로써, ETF를 지수에 연동해 운용하도록 하고 있다. 따라서 자본시장법을 개정하지 않으면, 액티브 ETF의 지수 연동요건을 완전히 없애기 어렵다.

27 미국의 SEC는 일간 포트폴리오 내역(Portfolio Deposit File: PDF)을 공개하는 ETF의 특성으로 인해 완전 액티브 ETF에서 선행매매 · 추종매매의 가능성이 있음을 지적했다(SEC, 2001). 최근 SEC는 이러한 문제를 반영해 액티브 ETF를 설계한 운용사가 적정한 차익거래 방식을 제시하면, 그 방법론을 심사해 PDF 지연 공시를 승인하고 있다(SEC, 2019b).

28 금융위원회(2024) 참조

29 현재까지 단 두 종목만 상장되었으며, 그 중 액티브 주식형펀드는 없다.

데 ETF 시장에서 이미 대규모 패시브와 액티브 ETF를 운용 중인 대형사들은 일반 액티브 주식형펀드의 상장클래스 운용에 참여할 유인이 크지 않다. 결국 이 시장은 중소형 액티브 주식 운용 전문 운용사들의 시장으로 발전시켜야 한다. 따라서 정부는 중소형 액티브 주식 운용 전문사들이 운용 중인 일반 주식형펀드 중 규모가 크지 않더라도 운용성과가 장기간 안정적이면서도 펀드평가가 우수한 펀드를 선별해 상장클래스로 지정해 줄 필요가 있다. 또한 품질이 뛰어난 일반 액티브 주식형펀드의 상장클래스가 시장성을 갖추기 위해서는 충분한 거래량 등 유동성 확보가 중요하다. 따라서 초기에는 지정참가회사(AP)와 유동성공급자(LP)에 적정한 인센티브를 제공해 이들이 시장조성에 적극적으로 참여하도록 유도해야 한다. 이를 위해 일정 기간 AP 및 LP의 수익성을 보전해 주고, 거래에 수반되는 비용과 위험을 축소해 줄 수 있는 방안을 검토해 봐야 할 것이다.

3. 자산운용사 자산관리 기능 확대 및 해외시장 개척

자산운용사의 전통적인 비즈니스는 일반펀드와 ETF 등 간접투자수단을 설계하고 운용 서비스를 제공하는 것이다. 국내 자산운용사들의 역할은 현재까지도 이러한 전통적인 비즈니스에 국한된다. 미국의 글로벌 자산운용사들은 전통적인 IB 자산관리플랫폼 뿐만 아니라, TAMP, 다른 자산운용사들의 자산관리플랫폼 등 다양한 플랫폼에 MP, DI 등의 투자모델을 공급하고, 일임방식으로 운용하기도 한다. 모델에 편입할 ETF와 펀드 등 상품도 공급한다.

전술한 바와 같이 현재 국내에도 증권사 플랫폼을 기반으로 한 자산관리체계가 존재한다. 국내 자산운용사들은 증권사 일임형랩과 자문형랩에 투자모델이나 자문을 제공하는 비즈니스를 적극 확대해 노하우를 축적함으로써 자산관리 대중화에 참여할 틀을 만들어 나가야 한다. 장기적으로 독립적인 개방형 자산관리플랫폼이 구축되면, 국내 자산운용사들이 개발한 모델이 최종 투자자들에게 더 용이하게 전달될 것이다. 자산관리플랫폼의 사업성이 확인되면, 국내 자산운용사들 중 대형사 중심으로 독특한 서비스를 제공하는 개방형 자산관리플랫폼을 만들 수도 있을 것이다. 자산운용사 자산관리 비즈니스의 새로운 유형 중 하나는 외부위탁운용관리(Outsourced Chief Investment Officer, 이하 OCIO) 시장이다.[30] 현재는 대부분 연기금 등 기관투자자 고객을 대상으로 한다. 이 자산관리서비스의 개인투자자 대상 시장으로는 DB형 퇴직연금시장을 예로 들 수 있다. 만약 이 시장이 개척될 수 있다면, 자산운용사들은 자산배분과 하위 운용사 관리 등

30 국내 퇴직연금 OCIO 시장에 대해서는 남재우(2026) 참조

전반적인 위탁관리 경험뿐만 아니라 자산부채종합관리 경험도 축적함으로써 자산관리 비즈니스를 안정적으로 정착시킬 수 있을 것이다. 이는 DB의 저조한 운용성과 개선과 체계적인 관리에도 도움을 줄 수 있다.

자산운용사들은 자산관리로 업무 범위를 넓힘과 동시에 해외시장의 수요도 창출해야 한다. ETF와 투자일임 위주로 사업하고 있는 국내 대형 자산운용사들의 총운용자산 대비 수수료 수익 비율은 갈수록 낮아지는 추세다. ETF 시대가 지속될 가능성이 큰 만큼 운용자산규모를 더 확장해야 하는데, 국내시장만으로는 한계가 뚜렷하다. 국내 대형 자산운용사들은 패시브, 액티브 ETF 설계 및 운용 경험을 충분히 쌓았고, 전체 운용자산규모를 고려해 볼 때 해외 패시브 ETF시장에서의 가격경쟁도 불가능하지는 않을 것으로 보인다. 이미 대형 자산운용사들은 미국 등 현지 운용사를 인수하거나 국내 모회사의 자회사 형태로 해외에서 ETF를 운용한다. 향후 현지 기업에 투자하는 ETF의 영역을 넓혀감과 동시에 국내증권에 투자하는 ETF도 해외에 더 적극적으로 상장할 필요가 있다.[31] 국내 대형 운용사들은 국내에서 MP, DI 설계와 운용에 경험을 쌓으면, 미국의 대형 TAMP에 투자모델 탑재를 모색해 볼 수도 있다.

4. 일반 공모펀드 역할 재정립

ETF의 확산은 투자자 선택의 결과이기 때문에 일반 공모펀드 활성화를 위한 정책적 옵션은 제한적이다. 따라서, 일반 공모펀드의 역할은 자산관리플랫폼을 활용하기 어려운 시장에 장기 자산배분 기능을 제공하는 방향으로 정립되어야 할 것으로 보인다. 대표적인 예는 퇴직연금 DC 계좌다. 퇴직연금시장은 기본적으로 퇴직연금사업자가 자문기능을 수행한다. 따라서 가입자가 추가 수수료까지 부담하며 별도의 자산관리플랫폼을 활용하는 것은 비현실적이다. 현재 국내 퇴직연금 DC는 가입자가 알아서 상품을 선택하고 관리하는 계좌에 가깝다. DC 계좌에 대해 한국형 디폴트옵션이라 불리는 사전지정운용제도를 도입했지만, 이는 사전적인 운용지시를 전제하기 때문에 미국식 디폴트옵션과는 다르다.[32] 운용에 무관심하거나 정보가 부족한 가입자는 위험성향별로 나누어진 적격 실적배당형 상품 선택에 어려움을 겪고, 그 결과 원리금보장형을 선택하는 경향이 강하다(남재우, 2023). 따라서 사전지정운용제도는 가입자 개인의 선택에 맡기

31 반도체를 중심으로 국내 기업들의 이익이 늘어남에 따라 미국의 거대 자산운용사들이 미국에 상장해 운용하고 있는 한국물 ETF의 순자산총액이 빠르게 증가하고 있다. BlackRock의 iShares MSCI South Korea ETF(EWY)가 대표적인 사례다.

32 남재우(2023) 참조

는 DC 계좌의 기존 운용방식과 사실상 큰 차이가 없으며, 운용상의 비효율성을 해소하기 어려운 것으로 평가된다.

향후 DC 계좌 관리 제도는 가입자의 별도 지시가 없어도 장기적이고 효율적인 자산배분이 가능한 방향으로 전환될 필요가 있다. 즉, 미국식 디폴트옵션 제도로의 방향 전환을 검토해 봐야 할 것이다. 동시에 현행 사전지정운용제도 하에서 가입자들이 선택해야 하는 적격상품에 원리금 보장형 상품의 포함이 적절한지에 대한 고민도 절실하다. 적격상품을 TDF(Target Date Fund), TRF(Target Risk Fund), BF(Balanced Fund) 등의 자산배분형 펀드 위주로 구성함으로써, 적립금 운용에 어려움을 겪는 가입자들이 퇴직자산을 장기간 효율적으로 관리하도록 유도해야 할 것이다.[33] 이러한 유형의 펀드들은 생애주기 자산관리의 취지와도 잘 부합한다. 이 과정에서 자산운용사들은 자산배분형 펀드의 설계와 운용 경험을 축적해 공모펀드시장의 중심축으로 키워나가야 한다.

33 미국에서는 TDF가 이미 DC형 퇴직연금 계좌의 핵심자산으로 활용되고 있다. 미국의 DC형 퇴직연금인 401(K) 가입자 중 TDF를 보유한 가입자 비율은 2007년 26%에서 2023년에는 71%로 증가했다. 401(K) 전체 자산총액 중 TDF 자산총액의 비율은 동기간 8%에서 42%로 증가했다(Brady et al., 2026). 이는 디폴트옵션의 영향으로 평가된다.

참고문헌

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

김민기 · 김준석, 2023,『ETF가 주식시장에 미치는 영향』, 자본시장연구원 연구보고서 23-03.

김재칠, 2025,『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15.

김재칠 · 권민경, 2025,『ETF시장의 상품구조 변화와 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-02.

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

남재우, 2026,『퇴직연금 OCIO 시장 확대와 수탁운용사 대응 전략』, 자본시장연구원 이슈보고서 26-06.

남재우, 2023,『퇴직연금 사전지정운용 적격상품의 특성 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-18.

Aranca, 2024, Exploring the TAMPs landscape.

AssetMark, 2024, The Impact of outsourcing.

AssetMark, 2026, Platform Disclosure Brochure: From ADV Part 2A-Appendix 1: Wrap Fee Program Brochure.

Bhattacharya, U., Loos, B., Meyer, S., Hackethal, A., 2017, Abusing ETFs, *Review of Finance* 21(3), 1217-1250.

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

Ben-David, I., Franzoni, F., Moussawi, R., 2018, Do ETFs increase volatility? *Journal of Finance* 73(6), 2471-2535.

BlackRock, 2025, Decoding active ETFs: How the growth of active ETFs is unlocking innovation and opportunity for investors.

Brady, P., Bass, S., Copeland, C., 2026, 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2023, EBRI Issue Brief No. 655.

Carhart, M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52(1), 57-82.

Da, Z., Shive, S., 2017, Exchange traded funds and asset return correlations, *European Financial Management* 24(1), 136-168.

Dakota, 2026, Turnkey Asset Management Platforms(TAMPs): The evolving landscape.

Envestnet Asset Management, 2026, Form ADV Part 2A-Appendix 1: Wrap Fee Program Brochure.

ESMA, 2026, Dashboard on Costs and Performance of EU Retail Investment Products.

Fama, E., French, K., 2010, Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns, *Journal of Finance* 65(5), 1915-1947.

ICI, 2016, Investment Company Fact Book 2016.

ICI, 2022, Investment Company Fact Book 2022.

ICI, 2025, Trends in the expenses and fees of funds, 2024, *ICI Research Perspective* 31(1).

ICI, 2026a, ICI Trends in mutual fund investing.

ICI, 2026b, ICI Exchange Traded Fund Data.

ICI, 2026c, Release: Active and Index Investing.

Israeli, D., Lee, C., Sridharan, S., 2017, Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective, *Review of Accounting Studies* 22, 1048-1083.

Jensen, M., 1968, The Performance of mutual funds in the period 1945–1964, *Journal of Finance* 23(2), 389–416.

Jiang, H., Vayanos, D., Zheng, L., 2025, Passive investing and the rise of mega-firms, *Review of Financial Studies* 38(12), 3461-3496.

Lettau, M., Madhavan, A., 2018, Exchange-Traded Funds 101 for economists, *Journal of Economic Perspectives* 32(1), 135-154.

Lodh, A., Gupta, R., 2024, Unpacking active ETFs: Increasing transparency through a risk and exposure based framework, *Journal of Beta Investment Strategies* 15(4), 1-14.

Morningstar, 2023, The big shortfall: Thematic investors lose lion's share of returns due to poor timing.

Securities and Exchange Commission, 2001, Actively Managed Exchange-Traded Funds, Investment Company Act Release No. IC-25258.

Securities and Exchange Commission, 2019a, Commission interpretation regarding standard of conduct for Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. IA-5248.

Securities and Exchange Commission, 2019b, Precidian ETFs trust, et al., Investment Company Act Release No. IC-33477.

Securities and Exchange Commission, 2025, Investment Adviser Statistics.

Wealthadvisor, 2026, America's best TAMPs 2026.

<부록>

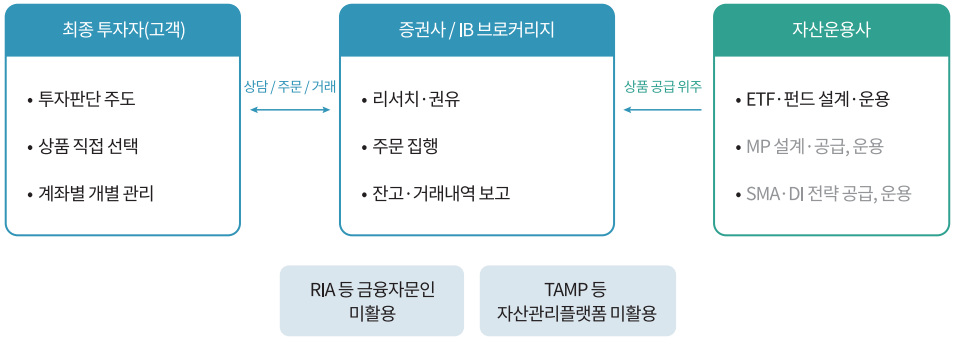
<부록 표 1> 액티브 및 패시브 주식형 ETF 3대 전략 유형별 분류

BlackRock 전략 유형 분류		블룸버그 전략 유형 매칭	한국거래소 주식형 유형 매칭
3대 전략 유형	세부 전략		
Alpha Seeking (Classic Passive)	• 성장형, 가치형, 성장-가치 혼합형 • 섹터형, 팩터형, 퀀트형, 스마트베타형	• Growth • Value • Blend	• 시장대표지수형 • 업종섹터-업종분야 • 스타일-스마트베타형
Outcomes	• 커버드콜 • 버퍼형 • 리스크관리형	• Options overlay • Defined outcome	• 전략-배당형 • 커버드콜 • 버퍼형
Exposures	• 레버리지/인버스 • 특정종목 연계형 • 테마형	• 상기 유형 내 테마형 • Single security • Levered/Inversed	• 전략-기업그룹형 • 테마형(업종테마, 전략테마) • 특정종목 연계형 • 레버리지/인버스

주 : 한국거래소 주식형 유형 분류 상 스마트베타형에 포함되는 전략-배당형, 전략-기업그룹형은 별도로 인식하여 각각 Outcomes 유형과 Exposures 유형에 포함. 커버드콜, 버퍼형, 특정종목 연계형, 레버리지/인버스 등도 모두 별도로 인식하여 분류

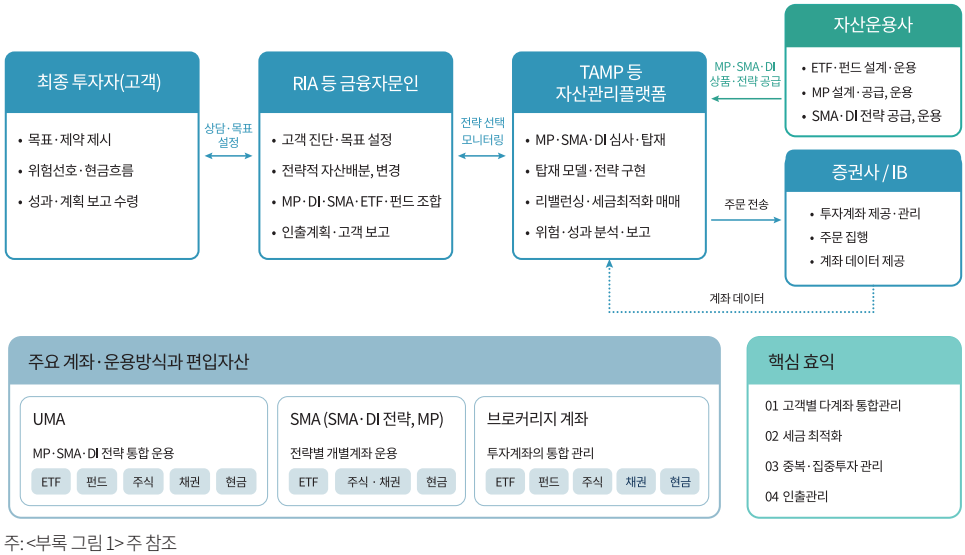
자료: BlackRock(2025), Lodh & Gupta(2024), 블룸버그, 한국거래소(KRX), 김재칠(2025) 재인용

<부록 그림 1> 전통적 투자 방식의 구조: 증권사 중심



주 : MP=Model Portfolio, DI=Direct Indexing, SMA=Separately Managed Account, RIA=Registered Investment Advisers, TAMP=Turnkey Asset Management Platform

<부록 그림 2> 현대적 자산관리체계: 투자자문사와 자산관리플랫폼 협업



주: <부록 그림 1> 주 참조