ETF의 特性과 市場現況

許昌秀*

<目 次>

- I. 머리말
- Ⅱ. ETF의 槪念 및 有用性
- Ⅲ. ETF의 開發 및 發展

IV. ETF의 商品構造

V. ETF의 市場現況

VI. 맺음말

I. 머리말

ETF(exchange-traded fund)는 우리나라에서는 아직 생소한 용어로서 거래소에서 일반 주식처럼 거래될 수 있는 일종의 지수금융상품을 의미한다. 이는 closed-end mutual fund(폐쇄형 뮤츄얼 펀드)와 open-end mutual fund(개방형 뮤츄얼 펀드)의 장점을 동시에 포용하면서 거래 편의성 및 세금 효율성 등을 향상시킨금융혁신(financial innovation)의 한 산물로서이해될 수 있다.

ETF의 세계 첫 번째 상품인 TIPs(Toronto 35 Index Participation Units)가 1990년 3월에 Canada의 TSE(Toronto Stock Exchange)에 상장되고, ETF의 미국 첫 번째 상품인 SPDR (Standard & Poor's depository receipts)이

1993년 1월에 AMEX(American Stock Exchange) 에 상장되었을 때에는 자산규모 및 거래량의 측면에 있어서 오늘날과 같은 성공을 예상하지는 못하였다.

ETF 시장의 급속한 발전은 최근의 현상이다. 특히, 1999년 3월에 Nasdaq 100 Index Tracking Stock이 AMEX에 상장되고 2000년에 BGI (Barclays Global Investors), SSgA(State Street Global Advisors) 등이 미국 내외에서 신규 ETF를 대량 출범시키면서 ETF의 시장 규모가 빠르게 성장하였다. ETF의 자산규모는 세계 전체적으로 2001년 5월 31일 현재 870억 달러에 이르고 있으며 일평균(2001년 5월까지의 5개월 기준) 거래대금은 62억 달러에 달하고 있다.

2001년에 들어와서도 ETF 시장은 계속 성

^{*} 서울市立大學校 經營學部 教授

장하고 있으며, 이와같은 추세는 앞으로도 상당기간 지속될 것으로 예상되고 있다. 상품 수에 있어서 신규 ETF가 계속 상장되거나 상장예정 중에 있으며, 지리적으로도 미국 이외의지역으로 확산 중에 있다. 유럽, 홍콩, 싱가포르, 일본, 호주 등이 이미 ETF를 도입하였고,한국도 도입을 준비하고 있다.

ETF는 추적(tracking) 대상으로서 benchmark index를 가지게 되는데, 이와같은 index의 성격도 주식에서 채권(예: Canada의 iG5및 iG10 funds) 등으로 확산되고 있으며, 기존의 ETF를 기초자산으로 하는 옵션 상품(options on ETF)도 개발되었다. 아울러, 미국에 앞서 독일의 Deutsche Bank Gruppe은 세계 최초의 적극운용형 ETF(actively managed ETF)를 Frankfurt Stock Exchange에 상장시킨 바 있다.

최근에는 대표적인 mutual fund company인 Vanguard Group도 ETF 시장에 참여를 시작하였고 또 다른 mutual fund company인 ProFund는 ETF 시장에의 신규 참여를 준비하고 있다. 그리고, 전 미국 SEC 위원장인 Steve Wallman은 online broker-dealer 성격의 Foliofn을 설립하여 ETF의 유사상품이라고 할수 있는 Folio를 선보인 바 있다.

즉, ETF 시장의 성장은 기존 mutual fund market 및 broker-dealer market을 긴장시키는 것은 물론 일반투자자 및 기관투자자들의 투자행태까지도 변화시키고 있으며, 나아가 선물시장, 옵션시장 등에도 영향을 미치고 있다.

요컨데, ETF라는 신금융상품은 거스를 수 없는 대세의 하나로 인식될 수 있으며, 이는 주식, 선물, 옵션 시장을 이미 상당수준 활성화시킨 반면에 mutual fund market의 발전이 상대적으로 취약한 우리나라의 경우에 있어서 2002년에 ETF를 도입하기로 한 증권거래소의결정은 매우 중요한 의미를 지닐 수 있다. 한국의 증권시장은 1997년의 IMF 사태를 계기로하여 커다란 질적 변화를 경험하고 있는데, 현재 도입 예정인 ETF는 이와같은 질적 변화를 더욱 가속화시킬 것으로 예상된다.

본고에서는 신금융상품인 ETF의 발전과정, 상품구조, 해외시장 현황 등을 살펴보고자 한 다.

Ⅱ. ETF의 概念 및 有用性

1. 개념

ETF는 거래소에서 유통될 수 있는 편드 주 식(shares of fund) 혹은 신탁 단위(unit of trust)를 말한다. 미국의 경우에 이와 같은 편 드 주식과 신탁 단위는 법적으로 Investment Company Act of 1940의 적용을 받는다.¹⁾

ETF는 benchmarking하고자 하는 index의 구성주식으로 basket을 만들어 fund or trust에 실물 납입시킨 후 이를 근거로 하여 index share(undivided interest of the portfolio)의 형 태로 발행(creation)되고 거래소에 상장된다. 발행단위(creation unit)는 일반적으로 50,000주

⁰⁾ Investment Company Act of 1940은 미국의 펀드, 신탁 등의 금융상품을 관장하는 법이다. Fund, trust 등은 Investment Company Act of 1940 하에서 ETF의 법적 구조와 연계된 개념으로서 IV章에서 상세히 논의하도록 한다.

이며, ETF는 이의 배수(multiples)로 발행된다 ²⁾

상장 후에 ETF는 일반 주식과 마찬가지로 장중 내내 거래된다. ETF는 일반 주식과 마찬 가지로 신용매수(buying on margin)와 대주거 래(short selling)가 허용되며, 특히 대주거래의 경우에는 일반 주식과는 달리 호가제한(ticktest restrictions)을 면제받아 downtick의 가격 으로도 매매가 허용된다.

ETF의 환매(redemption)는 발행과는 반대 방향으로 이루어지는데, 투자자는 거래소에서 ETF를 발행단위의 배수로 매수하여 fund 혹 은 trust에 제시하면 해당 주식들을 실물로 돌 려 받게 된다.

즉, ETF의 발행과 환매는 모두 실물로 이루어지며, 이를 in-kind creation/redemption이라고 한다.³⁾ 이와같은 in-kind creation/redemption은 ETF의 특성을 설명하는 데에 있어서 매우 중요한 의미를 지닌다.

ETF는 기존의 mutual funds가 가지고 있는 문제점을 개선한 신종 mutual fund라고 할 수 있다. 기존의 closed-end mutual fund는 장중 거래가 제도적으로 허용되어 있지만, 거래가격이 순자산가치(net asset value; NAV) 대비 상당폭(15% 내지 25%) 할인되어 있는 경우가일반적이므로, 실질적으로는 유동성이 제약되고 있다. Open-end mutual fund는 장 종료 후의 NAV를 기준으로 한 환매가 보장되고는 있으나 장중 거래와 같은 편의성에는 미치지 못하며, fund에 대한 매수 혹은 환매에 따른 잦

은 종목 매매로 세금, 거래비용 등의 측면에서 비효율적이다.

ETF의 in-kind creation/redemption은 기존의 mutual funds가 내포하고 있는 이와같은 문제점을 일시에 해결해 준다. 즉, in-kind creation/redemption은 ETF와 관련 실물 주식사이의 차익거래(arbitrage trading)를 가능하게 하므로 결과적으로 ETF의 가격을 NAV에 근접시키게 된다. 그리고, ETF는 장중 내내거래되므로 유동성이 실질적으로 확보되며 또이와같은 이유로 fund 내의 개별 종목 매매의 필요성이 대폭 축소된다.

요컨데, ETF는 기존의 mutual fund와 individual stock이 가지고 있는 장점을 극대화하고 단점을 극소화하여 portfolio effect와 trading flexibility를 동시에 포용하는 일종의 금융혁신 상품으로 이해될 수 있다.

2. 유용성

ETF의 유용성은 앞에서 논의한 상품내용의 특성에서 파생되며 다음의 9가지로 요약될 수 있다.

첫째, ETF는 stock basket의 지분을 의미하므로 한 번의 거래로 분산효과(diversification effect)를 얻을 수 있으며, 한 번의 거래로 시장에 진입하거나 퇴출할 수 있어 시장상황의 변화에 탄력적으로 대응할 수 있다. 예를 들어,특정 정보의 출현으로 상승 혹은 하락 추세가 뚜렷해질 때, 일반 mutual fund의 경우에는 장

²⁾ 사실, 발행단위는 fund or trust의 성격, 시장 상황 등에 따라 달라질 수 있으며 일률적으로 50,000주가 적용되는 것은 아니다. 예를 들어, MidCap SPDRs의 creation unit은 25,000주이다. 그리고, 성격이 다르기는 하지만 HOLDRs의 경우에는 100주이다.

³⁾ In-kind creation/redemption의 실무적 절차에 관한 보다 상세한 논의는 증권거래소(Jan. 2001) 참조.

종료 후까지 속절없이 기다려야 하지만, ETF 를 이용하면 판단 즉시 한 번의 거래로 상황을 결정지을 수 있다.⁴⁾

둘째, ETF는 index를 구성하는 주식을 매입하여 실물로 납입한 후에는 이를 대표하는 index shares만을 거래하므로 fund 자체로서는 index rebalancing 이외에 변동될 필요가 없다. 따라서, fund의 관리비용을 나타내는 expense ratio가 매우 낮다.⁵⁾

세째, ETF는 장중 거래가 허용되므로 fund 자체에 대한 환매가 없으며 있더라도 실물로 환매가 이루어지므로 fund의 구성주식을 fund 운용 차원에서 거래할 필요가 없다. 따라서, fund 자체에서는 capital gain이 발생할 가능성이 적어 세금관리가 용이하다.⁶⁾

네째, in-kind creation/redemption을 위하여 ETF는 관련 fund 혹은 trust의 포트폴리오 내역을 장 종료 후에 상세히 밝히도록 되어 있어 fund 운용의 투명성(transparency)이 극대화될수 있다.⁷⁾

다섯째, ETF는 in-kind redemption으로 인하여 편입주식의 저회전(low turnover)이 가능해 지므로 여타 mutual fund에 비하여 underlying index와의 추적오차(tracking error)가 상대적으로 적어지며, 결과적으로 자산운용의 정밀도를 향상시킬 수 있다.

여섯째, 기관투자자들은 자산운용에 있어서 일시적으로 여유 자금(idle cash)을 가질 수 있 는데, 이는 펀드의 운용성과를 저하시킬 수 있 는 요인이 되므로 이를 방지하기 위한 임시 투 자대상으로 ETF가 활용(equitization)될 수 있 다.⁸⁾

일곱째, ETF의 개발 초기에는 시장 전체를 다루는 S&P 500, DJIA 30, Nasdaq 100 등의 broad-based index가 주종을 이루었으나 최근 에는 size, style, industry, sector, country, region 등으로 대상 지수가 다양화됨으로써 저 렴한 비용으로 부문시장(segment markets)의 집중도를 조절할 수 있다.⁹⁾

여덟째, ETF는 ETF 자체의 유용성 뿐만 아

⁴⁾ 일반투자자들은 물론이고 hedge fund 등의 기관투자자들도 market-timer로서 단기 투자전략의 일환으로 long or short position의 ETF 혹은 ETF option을 활용할 수 있다.

⁵⁾ 예를 들어, 미국 mutual fund 중 가장 효율적으로 운용되고 있는 Vanguard 500 Index Fund의 expense ration이 0.18%인데 비하여 유사한 상품구성을 가지고 있는 iShares S&P 500 ETF의 expense ratio는 0.09%이다. 하지만, 규모의 경제(economy of scale) 관점에서 대규모 mutual fund와 소규모 ETF와의 비교에 있어서는 우열을 가리기가 쉽지 않을 수 있다. 참고로, Vanguard 500 Index Fund의 자산규모는 1천억 달러로서 단일 펀드상품으로서는 세계 최대 규모이다. 아울러, 일반 mutual fund와는 달리 ETF는 매매할 때마다 brokerage commission, bid-ask spread 등을 규모의 불경제(diseconomy of scale) 차원에서 추가비용으로 지불해야 한다는 점을 감안해야 한다.

⁶⁾ 미국의 mutual fund는 일반적으로 배당과 시세차익을 일률적으로 fund shareholder에게 배분을 하는데, 이 중 시세차익은 환매요구에 응하기 위한 편입주식의 매각으로 인하여 불가피하게 발생한다. 특히, mutual fund의 시세차익에 대한 과세에 있어서 특정 투자자가 fund에 가입하기 전에 발생한 부분을 부당하게 부담하는 경우도 발생할 수 있다. ETF의 경우에 fund 자체의 시세차익에 대한 과세는 in-kind redemption으로 거의 완벽하게 피할 수 있지만, 배당은 지급하므로 이에 대한 과세는 mutual fund와 마찬가지로 피할수 없다.

⁷⁾ conventional fund or trust는 일반적으로 6개월 단위로 포트폴리오 내역(portfolio holdings)을 공개한다.

⁸⁾ 반대로 급히 현금을 마련해야 하는 경우에도 특정 주식群을 매각하면 시장에 충격을 줄 수 있고 포트폴리오 구성에 차질을 빚을 수가 있는데, 이 때에도 ETF를 매각하면 이러한 문제를 최소화할 수 있다.

⁹⁾ 특히, HOLDRs는 industry, sector 등에 특화한 ETF로써 단기적 운용에 많이 활용된다. 반면에 broad-

니라 관련 상품인 주식, 선물, 옵션 등의 유동성(liquidity)을 보강시키는 역할을 한다. 즉, ETF는 관련 금융상품의 목적을 수행하기 위한 비용을 감소시키는 효과가 있으므로 결과적으로 이들의 수요를 증대시켜 금융시장 전체의 연계성(integrity) 및 성숙도(maturity)를 심화시킬 수 있다.

3. 선물계약과의 비교

Portfolio의 위험관리나 차익거래에 있어서 ETF는 선물계약(futures contracts)과 유사한역할을 수행할 수 있으나 다음과 같은 차이가 있다.

첫째, 선물은 rollover의 불편함이 있는 반면에 ETF는 만기가 없어 투자기간의 탄력성 관점에서 보다 유용하게 이용될 수 있다.¹⁰⁾

둘째, 선물은 broad-based index 위주로 개발되어 있는데 반하여, ETF는 style, sector 등으로까지 세분화되어 있어 선물의 한계를 보완하고 있다. 더구나, HOLDRs는 basket 형태의 ETF이므로 더욱 탄력적인 보완 기능을 수행할 수 있다.

셋째, 선물은 계약단위(contract size)가 크므로 상당한 규모의 fund만이 이용할 수 있으나 ETF는 fund의 규모에 큰 관계없이 신축적으로 이용할 수 있다.¹¹⁾

넷째, 선물은 현물과 서로 다른 거래소에서

거래되어야 하는데, ETF는 현물과 동일한 거래 소에서 거래될 수 있어 상대적으로 편리하다.

다섯째, 선물은 일일정산제도에 의하여 매일 손실 혹은 이익이 발생하고 때에 따라서는 증 거금 유지를 위하여 별도의 현금호름을 발생시 키는데 반하여, ETF는 이러한 불편함 없이 시 장의 변화를 기다릴 수 있다.

Ⅲ. ETF의 開發 및 發展

1. 시행착오

1988년에 AMEX가 ETF의 개발에 착수하기 전에 이와 유사한 개념들이 이미 학계에서 보 고되고 있었고, 이들 개념을 이용한 금융상품 이 개발되기도 하였다. 이와같은 초기단계의 ETF 관련 개념 혹은 금융상품은 시장에서 큰 주목을 받지 못하였고 결국은 사라졌지만, 현 재 모습의 ETF 금융상품의 개발과 성공에 밑 거름이 되었다. 이들의 주요 사례로는 Supershares, SuperTrust, Index Trust SuperUnit 등을 들 수 있다. 12)

Supershares는 1976년에 Nils Hakansson 교수가 제안한 개념인데 이로부터의 현금흐름을 사전에 정한 특정지수(purchasing power fund)의 성과수준과 연계시키는 성격을 가지고 있다. 즉, Supershares는 지수성과와 연계된 현금흐름을 가지는 개별 주식이라는 점에서 ETF

based ETF는 장기 보유용으로 널리 활용되고 있다. 그리고, MSCI iShares 등의 ETF를 통해서 저렴한 비용으로 해외 주식시장에 접근할 수 있게 된 점도 fund 운용의 다양성 관점에서 의미 있다고 볼 수 있다.

⁰⁾⁰⁾ Rollover는 그 자체의 불편함뿐만 아니라 추적오차, 만기별 스프레드 오차 등의 추가적인 문제를 가지고 있다.

¹⁰⁾ 예를 들어, S&P 500 SPDR ETF는 index level의 1/10 수준에서 거래되는데 반하여 S&P E-Mini futures contract는 50배 수준에서 거래된다.

⁰⁾²⁾ Novakoff(Feb. 2000) 참조.

의 개념과 연계된다고 볼 수 있다.

SuperTrust는 1980년대 말에 Leland, O'Brien, Rubinstein Associates(LOR)라는 회사가 Supershares의 개념을 연장하여 해지상품(hedge product)의 하나로 개발한 개념인데 이의 성립을 위해서는 pension fund 같은 강력한 기관투자자의 뒷받침을 필요로 한다. 이는 Supershares보다 ETF에 한 발 더 다가선 개념의 금융상품이나 SEC의 인가를 받는 데에는 실패하였다.

이후에 LOR은 정책당국에 대한 설득 작업을 계속하여 1993년에 S&P 500 index를 기초로 한 Index Trust SuperUnit과 함께 초기의 SuperTrust를 시장에 진출시켰다. 131 그러나, 이들 SuperTrust와 SuperUnit은 상품구성이 너무 복잡하여 시장의 관심을 끌지 못하였고, 현재 모습의 ETF와는 달리 헤지상품으로서의 기능을 주요 목적으로 하였으므로 1990년대에 나타난 헤지수요의 급격한 감소로 인하여 1996년에 폐지되었다.

2. ETF의 개발

현재 모습의 ETF를 처음 개발한 기관은

AMEX이다. AMEX는 창고증권(warehouse receipts)의 기능에 착안하여 앞에서 논의한 시행착오를 극복하였고 종국적으로 시장의 호응을 얻는 데에 성공하였다. 하지만, AMEX도 앞의 LOR과 마찬가지로 1988년에 개발을 착수한 이후 SEC 등의 규제당국을 설득하는 데에 많은 시간을 투입하여야 했고 1993년에야미국 최초의 ETF 금융상품인 SPDRs을 상장시킬 수 있었다.¹⁴⁾

이에 앞서 세계 최초의 ETF 금융상품인 TIPs는 1990년 3월에 TSE에 상장되었다. 1988년에 AMEX가 ETF의 개발에 착수하였을 때 TSE도 동참하였는데, TSE는 AMEX보다약 3년 앞서 ETF를 출범시킨 결과가 되었다. 이는 규제당국에 대한 설득기간의 차이로 설명될 수 있다.¹⁵⁾

3. ETF의 양적확대 및 다양화

1990년 이후에 많은 종류의 ETF가 개발되었으나 TIPs와 SPDRs가 이들의 주요 모델이되었다. 주요 ETF로서는 MidCap 400 SPDR (1995), WEBS(1996)¹⁶⁾, DIAMONDS(1998), Select Sector SPDR(1998), Nasdaq 100 Index

⁰⁾³⁾ SEC는 SuperTrust Order(Investment Company Act Release No. 17809)로서 1990년에 SuperTrust와 SuperUnit을 인가하였으나, 다른 규제로 인하여 이들의 실제 시장진출 시점이 1993년으로 늦어지게 되었다.

⁰⁾⁴⁾ AMEX가 1992년에 SEC로부터 SPDR Order를 얻는 데에는 LOR이 1990년에 획득한 SEC의 SuperTrust Order가 큰 도움이 되었다.

⁰⁾⁵⁾ 이는 어느 나라의 규제당국이 상대적으로 우월하다는 것을 반드시 의미하는 것은 아니다. 다만, 신금융상품의 개발에 있어서 규제의 효율성이 매우 중요하다는 점을 강조하고자 한다. LOR의 SuperTrust 및 SuperUnit의 개발과정에 관한 논의도 규제의 효율성과 밀접한 관련을 가지고 있다. 1993년에 Morgan Stanley가 미국의 규제를 피하여 MSCI index와 연계시켜 ETF의 일종인 OPALS(Optimized Portfolios as Listed Securities)를 개발하여 Luxemburg Stock Exchange에 상장시킨 것도 이와 같은 맥락으로 이해될 수 있다. OPALS는 기관투자자를 주요 대상으로 하므로 본고에서는 상세히 논의하지 않도록 한다.

⁰⁾⁶⁾ WEBS(World Equity Benchmark Shares)는 MSCI iShares series로 이름이 개칭되었다. 이는 BGI (Barclays Global Investors)가 관리하는 ETF의 명칭을 iShares로 통일하고자 하는 정책에 따른 것이다.

Tracking Stock(1999), HOLDRs(1999)¹⁷⁾, iShares (2000), streetTRACKS(2000), VIPERs(2001)¹⁸⁾ 등을 예거할 수 있다.

ETF의 기초지수로 활용된 underlying index 는 초기에는 S&P index 하나였으나 이후에는 MSCI(Morgan Stanley Capital International) index, Dow Jones index, Nasdaq 100 index, Russell index, Fortune index, S&P/Barra index, Wilshire 5000 index 등으로 확대되었 다.

ETF의 추적대상 index는 초기에는 시장 전체를 포괄하는 S&P 500, DJIA(Dow Jones Industrial Average) 30, Nasdaq 100 등의 broad-based index가 주류를 이루었으나, 2000년을 기점으로 해서는 다양한 종류의 industry, sector, group, country, region indexes 등으로 확산되었다. 특히, MSCI iShares는 country 및 region에 특화한 ETF이며, Sector iShares와 HOLDR는 industry 및 sector에 특화한 ETF이다.

2000년에는 ETF의 대상을 기존의 주식지수

에서 채권지수 등으로 확장하고, ETF를 기초 자산으로 하는 옵션상품도 개발하였다.

iShares series의 fund manager인 BGI는 2000년 11월에 Canada의 국채를 대상으로 하여 5년 만기의 iG5 Bond ETF와 10년 만기의 iG10 Bond ETF를 세계 최초의 채권형 ETF로서 TSE에 상장시켰다.¹⁹⁾ 미국에서는 Nuveen Investments가 Ryan Treasury Index를 기초지수로 한 채권형 ETF인 Fixed Income Trust Receipts(FITRs)를 개발하여 SEC의 인가를 요청 중이며 인가 후에는 AMEX에 상장할 예정이다. BGI도 Canada의 iG series를 모델로 한채권형 ETF를 출범시키기 위하여 SEC에 인가를 요청한 상태이다. BGI는 이의 기초지수로서 Lehmen Brothers Bond Index를 선택하였다.

그리고, AMEX는 2000년 10월에 iShares Russell 1000 Index ETF를 기초자산으로 하는 옵션상품(ticker symbol: IWB)을 처음으로 상장시킨 후, 2001년 8월말 현재 18개의 ETF (HOLDRs 제외)를 기초자산으로 하는 옵션상품을 거래시키고 있다.²⁰⁾

⁰⁾⁷⁾ HOLDR는 ETF의 일종으로 볼 수 있으나 법적 구조에 있어 일반적인 ETF와는 약간의 차이를 가지고 있어 ETF와는 별개로 보아야 한다는 의견도 일부 있다. 이의 내용은 IV章에서 상술한다.

⁰⁾⁸⁾ VIPER(Vanguard Index Participation Equity Receipts)는 Vanguard Group이 발행하는 ETF로서 S&P index provider의 모회사인 MacGraw Hill Company와의 법적 다툼에서 패소하여 S&P index를 기초로 하는 3개 ETF의 개발은 당분간 유보한 상태이며, 현재로는 Wilshire 5000 index를 기초로 하는 Viper Total Stock Market Fund(TSM Vipers)만이 2001년 5월에 상장되어 거래되고 있으며, Russell 2000 index를 기초로 하는 ETF는 출범을 준비 중이다. 그런데, Viper Total Stock Market Fund는 기존 ETF 와는 달리 기존의 펀드(existing mutual fund)를 기초로 하여 발행된 최초의 ETF(exchange-traded shares classes)이다. 따라서, 기존 mutual fund의 투자자들은 소정의 전환 수수료(conversion fee)만 내면 mutual fund의 share를 ETF stock으로 바꿀 수 있다. 또 다른 mutual fund company인 ProFund도 이와 같은 방식의 ETF 개발을 준비 중에 있다.

⁰⁾⁹⁾ iG5 혹은 iG10 bond funds는 ETF의 특성 중 하나인 in-kind creation/redemption이 허용되고 있지 않다는 점에서 지금까지 논의한 주식형 ETF와는 차이를 보이고 있다.

²⁰⁾ 옵션상품 18개는 보통 옵션상품(conventional options)만을 대상으로 집계한 것이며, 동일 기초자산에 대하여 장기 옵션상품인 LEAPS(Long-term Equity AnticiPation Securities)가 발행된 경우도 있으므로 실제 ETF 관련 옵션상품은 이보다 훨씬 늘어나게 된다. 그리고, AMEX에는 HOLDRs를 기초자산으로 하는 16개의 옵션상품이 아울러 상장되어 있으며, HOLDRs 관련 LEAPS는 개발되어 있지 않다.

ETF 관련 기초지수의 범위가 확대되고 있는 또 하나의 예로서, Bank of New York (BoNY)은 최근에 ADR(American Depository Receipts) index를 기초로 한 ETF의 개발을 위해서 SEC에 Investment company Act of 1940 상의 면제명령(Exemptive Order)을 신청한 바 있다.²¹⁾ 이는 미국 국내 투자자들의 해외 주식에 대한 투자기회를 확대하는 것으로 BGI의 MSCI iShares series와 경쟁하게 될 것이다.²²⁾

그리고, S&P는 1차 상품(commodities)에 연계된 ETF의 개발을 염두에 두고 2001년 8월에 S&P Commodities Index(SPCI)를 새롭게도입하였다. 1차 상품지수를 기초로 한 ETF는 인플레이션에 대한 강력한 헤지수단의 하나로 활용될 수 있는데, S&P와 BGI가 이의 개발을 위한 공동 작업을 진행 중이다.

ETF를 상장시키고 있는 거래소도 AMEX에서 CBOE(Chicago Board Options Exchange), NYSE 등으로 확대되고 있다. 2001년 8월 24일 현재 미국에 92개(HOLDRs 제외)의 ETF가상장되어 있는데, AMEX가 이중 90개의 ETF를 상장시키고 있고 CBOE가 1개의 ETF (iShares S&P 100 Index Fund)를 상장시키고

있으며 NYSE가 1개의 ETF(iShares S&P Global 100 Index Fund)를 상장시키고 있다. ²³⁾이와 같은 ETF의 상장 분포에서 볼 수 있는 바와 같이, ETF 시장에서는 AMEX의 주장대로 AMEX가 ETF의 개척자이며 선도자 (pioneer and leader)라고 할 수 있다.

4. ETF의 국제적 확산

미국내의 international ETF는 1996년에 17 개 국가지수를 기초로 한 WEBS(현재 MSCI iShares ETF)가 개발되어 AMEX에서 거래를 시작하였다. SSgA가 2000년 9월에 미국 최초의 global ETF인 streetTRACKS DJ Global Titans 50 Index Fund를 AMEX에 상장시켰으며, 이어서 BGI가 미국 두 번째의 global ETF인 iShares S&P Global 100 Index Fund를 NYSE(New York Stock Exchange)에 상장되는 첫 번째의 ETF로서 2000년 12월에 출범시킨 바 있다. 그리고, 2001년 4월에 개발된 FTSE/Xinhua China 25 Index에 기초한 ETF도 개발 중에 있으며 NYSE에 상장될 예정이다. 즉, 국제 ETF에 이용되는 지수의 범위가 MSCI index에서 S&P index, FTSE index 등

²⁰⁾ ADR을 ETF에 최초로 적용한 회사는 Merrill Lynch라고 볼 수도 있다. Merrill Lynch는 1998년에 Telebras가 12개의 회사(baby bras)로 분할하였을 때 이를 한 단위로 묶는 ADR을 ETF의 한 방식 (grantor trust structure)으로 개발한 바 있다. 이는 Merrill Lynch가 1999년에 출범시킨 HOLDRs와 동일한 방식이다. 반면에, BoNY가 계획하고 있는 ETF는 개별 ADR이 아니라 ADR index를 기초로 한다는 점에서 Merrill Lynch의 경우와는 구별된다.

²²⁾ BoNY는 MidCap SPDR ETF와 Nasdaq 100 index ETF의 fund manager로서 이미 ETF에 관한 경험을 적지 않게 축적해 온 데다가, ADR 시장에서도 100개 이상의 ADR indexes를 유지하고 있는 등 상당수준의 비교우위를 점하고 있어, 지금 계획하고 있는 ADR과 ETF의 결합은 management quality와 expense ratio의 관점에서 의미 있는 경쟁력을 가질 것으로 예상된다.

²³⁾ NYSE는 이외에도 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)상의 Unlisted Trading Privilege 조항을 처음으로 적용하여 2001년 7월 31일에 NYSE에 상장되어 있지 않은 SPDRs, DIAMONDS, Nasdaq 100 Index Tracking Stock 등의 3가지 주요 ETF의 거래를 시작하였다. AMEX측은 이를 ETF의 중요성에 대한 NYSE의 인정(recognition)으로 이해한다고 밝힌 바 있다.

으로 넓어지고 있다.24)

미국 외의 지역에서는 Canada가 2000년 11월에 출범시킨 세계 최초의 채권형 ETF 상품인 iG5 fund및 iG10 fund에 훨씬 앞서 1990년에 역시 세계 최초의 주식형 ETF 상품인 TIPs(2000년 3월에 S&P/TSE 60 iUnit으로 전환)를 TSE에 상장시킨 바 있다.

유럽은 2001년 상반기에만 38개의 ETF를 신규 상장시켜 2001년 6월말 현재 46개의 ETF를 거래시키고 있다.²⁵⁾

유럽의 ETF에서 특기할 사항은 Deutsche Bank Gruppe의 계열사인 Die Wertpapier Spezialisten Investment가 세계 최초로 적극 운용형 ETF(actively managed ETF)를 개발 하여 Frankfurt Stock Exchange의 Xetra platform에서 거래를 시키고 있다는 점이다. 이는 여타 ETF가 benchmarking index의 성과를 단순히 추적하는 형태의 수동운용형 ETF (passively managed ETF)라는 점에서 큰 대조가 되고 있다.²⁶⁾

Hong Kong은 1999년 11월에 Hang Seng index에 기초한 Tracker ETF(TraHKs)를 아시아 지역에서는 처음으로 도입한 바 있다. 27) 이어서, 싱가포르는 2001년 5월에 5개의 ETF를 AMEX와의 공동상장(cross-listing)의 형식으로 출범시킨 바 있고 28), 일본은 2001년 7월에 6개의 ETF를 TSE(Tokyo Stock Exchange)와 OSE(Osaka Stock Exchange)에 나누어 상장시켰고 29), 이어서 8월 29일에는 iShares S&P/TOPIX 150 Fund를 TSE에 상장시켰다. 한국

²⁴⁾ 물론, BoNY가 개발 중인 ADR Index ETF도 international ETF의 범주에 포함될 수 있다.

²⁵⁾ 유럽의 46개 ETF는 11개의 single country ETFs, 17개의 sector ETFs, 8개의 EuroSTOXX 50 ETFs, 7 개의 STOXX 50 ETFs, 2개의 regional ETFs(MSCI Pan Euro Index와 FTSE Europe ex UK index), 1 개의 global ETF(Dow Jones Global Titans 50 index) 등으로 구성되어 있다. 유럽의 ETF는 2001년에 들어와서 활성화되는 분위기이며, 특히 CAC index, DAX index, STOXX index에 기초한 ETFs는 상당한 성공 가능성을 보여 주고 있다.

²⁶⁾ Active ETF는 기존 ETF가 요구하는 포트폴리오의 내역 공개와 이에 따른 선취매(front running)의 위험 때문에 그 동안 이의 개발에 고민 중이었고, 미국 SEC와 IRS의 규제 극복에 어려움을 겪고 있는 상태였다. 이와같은 관점에서, 2000년 11월에 상장된 독일의 DWS fund는 최초의 active ETF로서 매우 인상적인 사안으로 인식되고 있다. 하지만, DWS fund는 기존의 index ETF와는 달리 in-kind creation/redemption을 허용하고 있지 않다는 점에서 ETF 여부에 대한 논란의 여지를 가지고 있다. 하지만, 거래소에서 거래될 수 있는 open-ended mutual fund라는 점에서는 ETF라고 보아야 할 것이다. 이는 앞에서 논의한 bond ETF가 가지고 있는 특성과 마찬가지의 맥락이다.

²⁷⁾ Hong Kong은 1997년 아시아 외환 위기 이후 hedge fund들이 외환시장과 주식시장을 공격할 때 시장을 지키기 위하여 정부가 다량의 주식을 사들였는데, 이들 주식 물량을 시장에 대한 충격을 최소화하면서 해소하기 위한 방법의 하나로 ETF 금융상품을 이용한 바 있다. 현재 미국 이외의 시장에서는 가장 큰 ETF로 평가되고 있다. 2001년 6월말 기준으로 TraHKs의 자산규모는 36억 달러이며, 2001년 상반기 중의 일평균 거래대금은 1천 9백만 달러를 나타내고 있다. iShares MSCI South Korea와 iShares MSCI Tiwan이 AMEX에 뿐만 아니라 Hong Kong Exchange에도 상장되어 있으며, iShares MSCI China Free가 2001년 내에 추가로 상장될 예정이다.

²⁸⁾ 성가포르의 5개 ETF 중 4개는 AMEX에서 이미 거래 중인 SPDR, Diamonds, iShares S&P 500 Index Fund, iShares DJ U.S. Technology Sector Index 등이며, 나머지 하나는 새로 개발된 iShares MSCI Singapore Index Fund이다.

^{29) 2001}년 7월 13일에 일본은 독특하게도 동일 주가지수에 복수의 ETF를 동시에 허용하고, 두 개의 서로 다른 거래소에 이들 복수의 ETF를 동시에 상장시켰다. 일본의 ETF는 Nikkei 225, TOPIX 등의 두 지수를 사용하고 있는데, Nikkei 지수에는 Daiwa, Nikko, Nomura 등의 3개 회사가 그리고 TOPIX 지수에

은 2002년 상반기에 ETF를 출범시킬 준비를 하고 있다.

그리고, 호주는 2001년 8월에 27일에 2개의 ETF를 ASX(Australia Stock Exchange)에 상장시켰다.³⁰⁾

미국 이외의 ETF는 아직 성숙하지 못하여 자산규모나 일평균 거래대금에 있어서 그 중요 도가 낮아 이후의 논의는 특이한 경우 이외에 는 미국 시장에서의 ETF에 초점을 맞추고자 한다.

5. Folio 신금융상품

전 미국 SEC 위원장인 Steve Wallman은 1998년에 online broker-dealer company인 Foliofn라는 회사를 설립하고 Folio라는 독특한 형태의 상품을 개발하였다.

ETF의 성공과 함께 Folio는 투자자들로부터 많은 관심을 끌고 있는데, 이에 위협을 느낀미국투신협회(Investment Company Institute; ICI)가 SEC에 Folio를 mutual fund로 규제해달라고 청원을 낸 바 있다. SEC는 2001년 8월에 ICI의 청원을 기각하였다.³¹⁾

Folio는 50개 이내의 주식으로 구성된 per-

sonalized basket of stocks로서 투자자 자신이 운용하는 ETF 혹은 mutual fund 유사상품이 라고 볼 수 있다. Foliofn의 특징적인 거래제도 중의 하나는 flat fee에 의한 하루 두 번의 window trading이다.

아울러, Foliofn는 스스로 펀드를 구성할 수 없는 투자자들의 편의를 위해 100개 이상의 Ready-To-Go Folio를 제시하고 있다.³²⁾ Fund의 구성에 있어서 Folio와 가장 유사한 형태의 ETF는 Merrill Lynch의 HOLDRs라 할 수 있다.

Folio의 성공에 자극 받아 Netfolio, Share-Builder, SmartLeaf 등의 Foliofn 유사회사들이 속속 설립되고 있다.

IV. ETF의 商品構造

1. 지수구조

S&P 500 index를 기초로 한 SPDR이 미국 최초의 ETF로 1993년에 상장된 이래로 다양 한 주식지수가 이용되어 왔고, 주식지수의 시 장 포용범위도 시장 전체에서 특정 시장영역으 로 다양화되어 왔다. 여기에서는 ETF가 실제

는 Daiwa, Nomura 등의 2개 회사가 fund manager로서 참여하였다. 또한, Daiwa Nikkei 225 Fund, Nomura Nikkei 225 Fund 등은 OSE에 상장되었고, Nikko Nikkei 225 Fund, Daiwa TOPIX Fund, Nomura TOPIX Fund 등은 TSE에 상장되었다. 이어서, 7월 22일에는 BGI가 iShares TOPIX Fund를 TSE에 상장시킨 바 있다.

³⁰⁾ 호주는 ASX에 상장되어 있는 자국기업 및 다국적기업을 포함한 국내 주가지수 두 개를 이용하여 street—TRACKS S&P/ASX 50과 streetTRACKS S&P/ASX 200라는 ETF를 도입하였다. Fund manager는 SSgA이며 expense ratio는 0.286%이다.

³⁰⁾ SEC의 주요 기각 사유는 Folio가 개별 투자자의 독자적 의사결정에 따라 구성된다는 점에서 fund manager에 의하여 운용되는 Investment Company Act of 1940 상의 investment company가 아니라는 것이다. 즉, SEC에 의하면 Foliofn 등은 broker-dealer로서의 규제대상이다.

³²⁾ 이는 일종의 펀드로 볼 수 있으며, Major Market Folio, Beta Folio, Sector Folio, Social Issues Folio, Bond Folio 등으로 다양하게 구성되어 있다.

로 활용하고 있는 주요 지수를 index provider 별로 간략히 논의하도록 한다. 그리고, size, style, sector 등의 시장영역별 지수는 관련 index provider 내에서 함께 논하도록 한다.

(1) S&P indexes

S&P는 시장가치가중 방식으로 지수(market -value weighted indexes)를 산출하고 있다. 대표적인 ETF는 S&P 500 SPDR이다.

지수편입 종목의 선정 등을 포함한 정책적인 판단은 Index Committee가 다양한 사항(factors) 을 고려하되 종국적으로는 주관적(subjectively)으로 행한다. 이때 Index Committee가 고 려하는 사항은 시장가치, 업종 대표성, 거래량, 소유 집중도 등이다.

지수의 조정(adjustment)은 편입주식의 발행기업이 매수합병, 구조조정(restructurings), 기업분할 등의 조치로 기업실체나 규모가 급변할때에 이루어진다. 그리고, 경쟁관계의 변화로업종대표성에 이상이 생겨도 지수조정이 이루어질 수 있다.³³⁾

Size에서는 S&P는 S&P 500 Index, S&P MidCap 400 Index, S&P SmallCap 600 Index 등로 구성된다. S&P 500 Index는 대기업 지수로서 시장가치가 40억 달러 이상인 기업이 편입되며 외국기업도 일부 포함한다. S&P MidCap 400 Index는 중기업 지수로서 시장가치가 10억 달러와 50억 달러 사이에 있는 기업이 편입된다. S&P SmallCap 600 Index는 소기업지수로서 시장가치가 3억 달러와 15억 달러 사

이에 있는 기업이 편입된다.

S&P 500 Index는 11개의 sector로 세분된다. 하지만, Select Sector SPDR ETFs는 9개의 sector로 구성되어 있다.³⁴⁾

Style에서는 S&P는 Barra와 함께 S&P/Barra Value Index와 S&P/Barra Growth Index를 발표하고 있다. 이들 지수는 book-to-price ratio 만을 이용해 기업을 분류하여 산정하며, 시장가치 기준으로 50%를 각각 유지하도록 한다.

아울러, S&P는 S&P/TSE 60 Index, S&P/TOPIX 150 Index 등의 국제 주식지수를 공동 개발하여 ETF의 기초지수로 활용되도록 하고 있다.

(2) Nasdaq 100 index

Nasdaq은 시장가치가중 방식을 나름대로의 독자적인 방식으로 변형(modification)시켜 지 수를 산출하고 있다. 대표적인 ETF는 Nasdaq 100 Index Tracking Stock이다.

Nasdaq은 비금융 부문을 제외한 상장주식 중에서 시장가치, 거래량 등을 고려하여 100대기업을 선정하며, 외국기업도 포함하나 국내기업에 비하여 훨씬 까다로운 편입조건을 적용한다. Nasdaq 100 Index는 1년에 한 번씩 rebalancing을 하는데, 미리 정해진 가중치 분포공식을 적용하며 단일 종목이 전체의 24% 이상을 차지하지 못하도록 하고 있다.

이외에도 Nasdaq Biotechnology Index가 개 발되어 있고, BGI는 이를 기초로 iShare Nasdaq Biotechnology Index Fund를 AMEX에 상

^{33) 5%} 이상의 차이가 생기면 즉시 지수조정에 이를 반영하고, 5% 이하의 차이가 생기면 분기별로 행해지는 정기적 지수조정 때 이를 반영한다.

³⁴⁾ Sector ETF에서는 Merrill Lynch의 HOLDRs가 2001년 5월말 기준 46억 달러로서 가장 시장규모가 크다. HOLDRs는 17개의 basket 모두 sector or industry 위주로 구성되어 있다.

장한 바 있다.

(3) Dow Jones indexes

DJ는 가격가중 방식으로 지수(price weighted indexes)를 산출하고 있다. 대표적인 ETF는 DJIA를 기초지수로 한 DIAMONDS이다.

가장 널리 활용되는 지수는 DJIA(DJ Industrial Average) 30 Index로서 미국의 30대 업종별 대표기업들이 편입된다. DJTMI(DJ Total Market Index)는 10개의 sector, 40개의 industry, 70개의 group들로부터 기업을 선별하여 산정되며 NYSE, AMEX, Nasdaq등에 상장되어 있는 주식가치의 95%를 포함한다. DJGT(DJ Global Titans) 50 Index는 세계 최대의 다국적기업 50개로 구성되어 있다.

DJTMI는 10개의 sector로 세분되는데, DJ Sector ETFs는 여기에 internet, real estate 등 의 4개 industry group을 더하여 14개가 상장되어 있다.

DJ는 예상 P/E, 과거 P/E, 예상 이익증가율, 실제 이익증가율, P/B, 배당수익율 등의 6개 요소를 감안한 cluster 분석을 행하여 DJ Value Index와 DJ Growth Index를 발표한다. 이때 DJ는 neutral category를 제외시킨다.

(4) Russell indexes

Russell은 독특하게도 미국 국내기업을 유동 주식 기준 시장가치로 서열화시켜 산정한 지수 이다. 자산가치 기준으로 대표적인 ETF는 Russel 2000 iShares(ticker symbol: IWM)이 며, 거래량 기준으로 대표적인 ETF는 Russell 3000 iShares(ticker symbol: IWV)이다.

서열화된 기업 중에서 상위 1,000개 기업을 편입시켜 산정한 지수가 대기업을 나타내는 Russell 1000 Index이고, 그 다음 순위의 2,000 개 기업을 편입시켜 산정한 지수가 중소기업을 나타내는 Russell 2000 Index이고, 이 두 지수에 편입된 기업을 모두 편입시켜 산정한 지수가 시장 전체를 의미하는 Russell 3000 Index이다.

지수의 조정(reconstitution)은 매년 6월말에 한번 이루어지는데, 기업분할의 경우에만 예외 를 인정한다.³⁵⁾

Russell은 개별주식의 CVS(composite value score)를 산출하고 이를 다시 독자적인 방식으로 처리한 후에 이의 결과로 기업을 서열화하여 Russell Value Index와 Russell Growth Index를 발표한다. 이와같은 Russel의 방식은 복제(replication)하기가 무척 어려운 것으로 업계에 알려져 있다.

(5) Wilshire indexes

Wilshire 5000 Total Market Index는 미국의 주가지수 중에서 가장 넓은 범위의 시장을 포함하는 시장가치가중 방식의 지수로서, TSM Vipers가 이를 benchmarking하는 ETF이다. 아울러, 2001년 4월에는 SSgA가 streetTRACKS Wilshire REIT Index ETF를 AMEX에 상장시킨 바 있다.

Wilshire Index에의 편입기준은 다른 index

³⁵⁾ Vanguard는 두 번째의 ETF로서 Russell 2000 Index Fund를 준비해 오다가, Russell이 이번의 정기적 지수조정에서 꽤 많은 변동(significant rebalancing)이 있을 것이라고 예고하자, 이를 일단 연기하고 대신에 Wilshire 4500 Index를 기초지수로 하는 Viper Extended Market Index Fund를 먼저 선보일 계획이다.

에 비하여 무척 관대하다. 미국에 본사를 둔기업으로서 미국의 거래소에 상장되어 있어야한다는 것이 유일한 편입기준이다. 따라서, wilshire 5000 index는 보통주 뿐만 아니라 REITS 등의 다양한 유가증권을 아울러 포함하며 기업이 공개되면 이 또한 즉각 반영한다. 지수조정도 다른 지수와는 달리 빈번하게 매달이루어진다.

(6) MSCI indexes

MSCI index는 international ETF의 기초지수로서 널리 이용되고 있다. BGI가 MSCI iShares라는 이름으로 개별 국가별 ETF를 지속적으로 선보이고 있고, 2000년 5월에 상장된 iShares MSCI South Korea Fund도 이의 한 예이다. 최근에는 유럽에서 지역별 ETF(예: MSCI Pan Euro Index)도 상장된 바 있다.

MSCI는 국가별, 지역별, 세계전체 등으로 다양한 coverage의 지수를 발표하고 있으며, ETF의 기초지수로 뿐만 아니라 국제 fund를 운용하는 데에도 중요한 지침으로 인정받고 있 다. MSCI EAFE index, MSCI EM index 등 이 많이 활용되고 있는데, 전자는 16개 선진국 (developed countries) 주식시장을 그리고 후자 는 개발도상국(developing countries) 15개국 주식시장을 대표한다.

MSCI는 기존 지수체계에 대하여 유동주식 기준으로 재조정(free-float adjustment)을 준비 하고 있는데 2002년 5월에 완료할 예정이다. 그리고, 2002년 완료 전에는 provisional MSCI indexes를 발표하고 있다. BGI는 이와 같은 provisional MSCI indexex 중의 하나를 기초 로 하여 iShares MSCI EAFE Fund(expense ratio 0.35%)를 추가 개발하였고, 이를 AXEX 에 2001년 8월 17일에 상장시킨 바 있다.

- (7) Fortune, Goldman Sacks, Cohen & Steer, and Bloomberg, and FTSE indexes
- 이 외에도 아직 활용 빈도가 높지는 않지만, Fortune indexes, Goldman Sacks indexes, Cohen and Steer indexes, Bloomberg indexes, FTSE indexes 등도 ETF의 개발에 이용되고 있다.

SSgA는 Fortune index를 이용하여 Fortune 500 Index Tracking Stock과 Fortune e-50 Index Tracking Stock을 출범시킨 바 있다.

BGI는 Goldman Sacks indexes를 기초로 하여 iShares Goldman Sacks Networking Index Fund 등 4개의 sector ETF를 AMEX에 상장시켰고, Cohen & Steer indexes를 기초로 iShares Cohen & Steer Major Realty Index Fund를 출범시킨 바 있다.

FTSE index도 MSCI index와 함께 국제 fund의 운용에 많이 활용되고 있는데, 최근에는 유럽에서 지역별 ETF(예: iFTSE 100 Index, iFTSE Europe ex UK Index)도 상장시키고 ETF의 개발을 염두에 두고 FTSE/Xinhua China 25 Index를 선보이는 등 ETF시장에의 진입을 시도하고 있다.

Bloomberg index도 2001년에 BGI를 fund manager로 한 4개의 iBloomberg European Sector ETF에 기초지수로 활용된 바 있다.

(8) Bond indexes

채권형 ETF는 현재 Nuveen Investments와 BGI에 의해 각각 개발되고 있는데, 이들이 benchmarking하는 채권지수는 Ryan Bond Index와 Lehman Brothers Bond Index이다.³⁶⁾ 일반적으로 채권지수는 government, municipal, corporate, mortgage-backed, aggregate 등으로 세분하여 발표되고 있다.

2. 법적구조

ETF는 기본적으로 fund 혹은 trust인데, 이의 법적 구조는 운용대상 자산의 범위, fund manager의 운용권한, 주주권의 행사구조, 배당 및 현금의 처리, 비용구조 등에서 중요한 의미를 가지게 된다.

미국의 경우에 fund 혹은 trust라고 불리는 금융상품은 법적으로는 Investment Company Act of 1940 상의 registered investment company(RIC)로서 unit investment trust(UIT), managed investment company(MIC) 등으로 구분된다. 37) SPDR, iShires 등의 일반적인 형태의 ETF는 이와같은 RIC의 하나이며, 이의소유지분인 units 혹은 shares가 거래소에서 거래되는 것이다. 그리고, HOLDRs는 일반적인 형태의 ETF와는 달리 grantor trust이며 RIC가 아니다. 38)

(1) Unit investment trust

UIT는 문자 그대로 신탁으로서 유가증권 등의 재산을 단순히 보관하는 것을 목적으로 하며, 따라서 자의적 판단(discretionary investment decision)에 의한 자산운용이 허용되지 않는다. 배당금 등의 중도 현금흐름을 재투자할 수 없으며 일정기간 보관 후에 정기적으로 unit holder에게 배분해야 한다. 399명시적 금지 규정은 없지만, UIT는 일반적으로 파생금융상품을 취급하지 않는다. UIT는 대부분 만기를 가지고 있으며, 투자자에게는 의결권 없는 지분권의 일종인 unit을 발행한다. 400 그리고, 만기 이전이라도 순자산가치(NAV)로 환매가 가능하다. 410

UIT의 법적 구조를 가지고 있는 ETF는 S&P 500 SPDR(ticker symbol: SPY), Nasdaq 100 Index Tracking Stock(ticker symbol: QQQ), DIAMONDS(ticker symbol: DIA), S&P Mid-Cap 400 SPDR(ticker symbol: MDY) 등이다.

(2) Managed investment company

MIC는 fund manager의 자의적 판단에 의한 자산운용을 허용한다. MIC는 배당금 등의 중 도 현금흐름을 자유롭게 재투자할 수 있고 파 생금융상품의 취급이 자유로우며 실물주식을 대여할 수도 있다. UIT와는 달리 의결권 있는 share를 발행한다.

³⁶⁾ 채권형 ETF의 시조 격인 Canada의 iG5 및 iG10 funds는 benchmarking하는 채권지수를 가지고 있지 않다. 따라서, Nuveen Investments와 BGI는 사실상 세계 최초로 채권지수형 ETF를 추진하고 있는 것이다.

³⁷⁾ Face-amount certificate company도 있으나 ETF와는 관계가 없으므로 여기에서는 논의에서 제외한다.

³⁸⁾ 법적 구조에 관한 보다 상세한 논의는 Goldman Sacks(June 2001)를 참조.

³⁹⁾ UIT형 ETF는 DIAMONDS를 제외하고는 모두 분기별로 배당금 등의 중도 현금흐름을 투자자에게 배분 하며, DIAMONDS는 월별로 배분한다. 일반적으로, UIT는 중도 현금흐름을 정기적 배분일까지 money markets에 투자한다.

⁴⁰⁾ 이와같은 점에서 우리나라의 계약형 수익증권과 유사하다.

⁴⁰⁾ ETF 형태의 UIT는 실물 환매(in-kind redemption)를 허용한다. 이는 아래에서 논의하는 ETF 형태의 open-end investment company의 경우에도 마찬가지이다.

이와같은 MIC는 closed-end investment company와 open-end investment company로 양분된다. 42) Open-end investment company는 closed-end investment company와는 달리 투자자의 추가 모집이 가능하다. Closed-end investment company는 만기 전 환매가 허용되지 않는 반면에 거래소에서의 때매가 허용된다. Open-end investment company는 UIT와 마찬가지로 NAV에 의한 환매가 가능하다. 43)

현재 거래되고 있는 ETF는 UIT 방식 4개와 HOLDRs 이외에는 모두 open-end investment company 방식이며 closed-end investment company 방식은 없다.⁴⁴⁾ Select Sector SPDR, iShares, streetTRACKS, VIPERs 등이 open-end investment company의 법적 구조를 가지고 있는 ETF에 해당된다.⁴⁵⁾

(3) Grantor trust

Grantor trust는 UIT나 MIC와는 달리 RIC가 아니다. 따라서, grantor trust는 RIC에 적용되는 RIC 사이의 상호보유(cross-holding) 제한으로부터 자유롭다.

UIT와 마찬가지로 유가증권 등의 재산을 단순히 보관하는 것을 목적으로 하며, 따라서 자의적 판단에 의한 자산운용이 허용되지 않는다.

Grantor trust는 단순한 주식집단(basket of

stocks)의 하나로 생각할 수 있으므로, 이의 투자자는 편입주식들의 의결권을 직접적으로 행사하고 배당 등의 중간 현금흐름이 발생하면이를 즉각 수령한다.

Grantor trust의 법적 구조를 가지고 있는 ETF는 Merrill Lynch의 HOLDRs이다. 실물환 때(unbundling)가 허용되어 있는데, 발행단위 (100주)가 작다는 점에서 여타 ETF의 실물 환 때(redemption)와는 운용탄력성 관점에서 차이가 있다.

3. 비용구조

ETF도 금융상품의 하나이므로 conventional mutual funds 등과 경쟁해야 하고 유사 ETF 사이의 경쟁도 존재한다. ETF의 경쟁력은 이익창출 수단으로서 어떻게 수익을 최대화하고비용(세금 포함)을 최소화하는가에 달려 있으며, 해정 수단으로서는 어떻게 추적오차를 극소화하는가에 달려 있다고 볼 수 있다. 수익최대화는 시장상황과 fund manager의 개별 능력에 따라 다르므로 논의에서 제외하며⁴⁶⁾, 추적오차는 다음 절에서 따로 논의하도록 한다.

ETF의 비용은 conventional mutual funds와 마찬가지로 관리비용(management fee), 행정비용 (administrative expenses), 보관비용(trustee or

⁴²⁾ 이는 우리나라의 투신운용사가 취급하는 폐쇄형 뮤츄얼 펀드 및 개방형 뮤츄얼 펀드와 유사하다.

⁴³⁾ 물론, ETF 형태에서는 실물 환매가 허용된다.

⁴⁴⁾ 현재 Nuveen Investments가 'Municipal Closed-End ETF'라는 이름으로 NYSE와 AMEX에 상장시켜 거래시키고 있는 tax-free bond funds는 이름과는 달리 ETF의 범주에 포함시킬 수는 없을 것이다.

⁴⁵⁾ 미국의 MIC 시장에서는 closed-end investment company의 비중이 2% 미만으로 매우 낮아 open-end investment company를 통상적으로 mutual fund라고 부르므로 이후의 논의에서는 이 용어를 쓰도록 한다. 그렇다면, mutual fund는 일반형 mutual fund와 ETF형 mutual fund로 구분될 수 있을 것이다.

⁴⁶⁾ 사실, 수익 최대화는 style ETF, sector ETF, HOLDRs 등과 관련 있으며 ETF 시장의 대부분을 점하고 있는 index ETF에는 큰 의미가 없다.

custodian fee) 등을 포함하나, 일반적으로는 비 용율(expense ratio)로 통합하여 표시하다.⁴⁷⁾

ETF의 expense ratio는 법적 구조, 자산운용 목표 등에 따라서 그 크기를 달리 하게 된다.

법적 구조에 있어서 UIT형 ETF는 mutual fund형 ETF보다 상대적으로 expense ratio가 낮다. 이는 UIT의 주요 기능이 유가증권 등의 재산을 단순히 보관하는 것에 그치므로 mutual fund형 ETF의 경우와는 달리 management fee를 부담할 필요가 적기 때문이다.

Broad-based ETF는 style-based ETF, sectorbased ETF, international ETF 등의 segment ETF에 비하여 상대적으로 expense ratio가 낮다. 이도 법적 구조의 경우와 마찬가지로 broad-based ETF는 segment ETF에 비하여 management fee를 상대적으로 적게 부담하기 때문이다.

한편, HOLDRs형 ETF는 UIT형 ETF보다 훨씬 강한 의미로 보관만 하므로 ETF의 3 가지 유형 중에서 가장 낮은 수준의 비용 (custody fee)을 부과하고 있다.⁴⁸⁾

이와같은 비용율 체계는 다음의 <표 4-1>로 요약될 수 있다.

RIC형 ETF의 경우에 expense ratio에 의한 비용은 1차적으로 배당금 등의 현금으로 충당되며, 현금이 모자랄 경우에는 편입주식 등의 자산 매각으로 나머지의 비용이 처리된다. 하지만, HOLDRs의 경우에는 배당금이 충분하면 0.08%의 비용을 모두 공제하나, 현금이 모자라

<표 4-1> ETF의 유형별 비용율

구 분	비용율(%)	비고
broad-based ETF	0.09-0.25	UIT형이 mutual fund형보다 작음
sector-based ETF	0.20-0.60	펀드 집중도가 클 수록 커짐
international ETF	0.35-0.99	국가별, 지역별 펀 드에 따라 다름
HOLDRs	0.08	배당금 내의 최대 치임

자료: AMEX (비용율)

면 비용의 나머지 부분은 면제된다.

그리고, ETF는 일반 mutual funds와 경쟁하 게 되는데 expense ratio가 가장 중요한 요소 가 된다.

일반적으로 ETF는 대응되는 일반 mutual funds에 비하여 낮은 expense ratio를 가지고 있다. 이는 환매 방식에 따른 거래비용과 세금의 차이로 설명될 수 있다. II章에서 논의한 바와 같이, ETF는 실물 환매를 하고 거래소에서의 거래가 허용되는데 반하여, 일반 mutual funds는 현금 환매를 하고 거래소에서의 거래가 허용되지 않는다. 따라서, ETF는 거래소의거래 허용으로 인하여 fund 내의 거래빈도가낮아 거래수수료가 낮아지고 세금효율성이 높아지게 되는데 반하여, 일반 mutual funds는 fund 자체의 잦은 환매로 인하여 fund 내의 거래 빈도가 높아 거래수수료가 높아지고 세금효율성이 낮아지게 된다. 490

⁴⁷⁾ 항목별 비용체계에 관한 보다 상세한 논의는 증권거래소(Jan. 2001) 참조.

⁴⁸⁾ HOLDRs는 일반적으로 sector ETF로 분류된다.

⁴⁹⁾ 하지만, ETF의 투자자는 일반 mutual funds의 투자자와는 달리 expense ratio 이외에 거래소에서 ETF를 거래할 때 매매수수료(brokerage commission), 호가차이(bid-ask spread) 등을 비용으로 지불해야 하고 ETF의 거래에 따른 자본차익세금(capital gains tax)을 아울러 납부해야 한다.

예를 들면, 일반 mutual funds 중 가장 운용 효율성이 높다고 알려져 있는 Vanguard 500 Index Fund의 비용율이 0.18%인데 비하여, 동 일한 주가지수를 기초로 한 S&P 500 SPDR ETF의 비용율은 0.12%이며 iShares S&P 500 ETF의 비용율은 0.09%에 불과하다.

4. 추적오차

추적오차(tracking errors)는 ETF와 underlving index의 수익률 차이를 의미하며, 일반적 으로 두 수익률 차이의 표준편차로 측정된다.500 추적오차는 ETF mutual funds와 conventional mutual funds의 경쟁력 관점에서 중요 한 의미를 가진다. 예를 들어, 앞에서 논의한 Vanguard 500 Index Fund의 평균 추적오차는 0.06%에 불과한 반면에, iShares S&P 500 ETF의 평균 추적오차는 이의 6배 수준인 0.37%에 달하고 있다. Morningstar Inc.의 Frank W Stanton은 이의 한 이유로서 거래비 용 차원에서의 규모의 경제(economy of scale) 를 주장한 바 있다.⁵¹⁾ 사실, Vanguard 500 Index Fund의 자산규모는 2001년 5월 기준 1,000억 달러인데 비하여, iShares S&P 500 ETF의 자산규모는 27억 달러에 불과하다.

하지만, Vanguard 500 Index Fund의 경우는 예외적이고, II章에서 논의한 바와 같이, 일반 적으로 ETF의 추적오차는 실물환때의 허용으 로 인한 비용효율성, 거래소에서의 환금 허용 으로 인한 저빈도(low turnover)의 포트폴리오 변동 등의 이유로 conventional mutual funds 의 추적오차보다 작다. 여기에서는 ETF 자체 의 추적오차만을 논의하도록 한다.⁵²⁾

ETF의 추적오차는 순자산 추적오차(NAV-to-index tracking error)와 가격 추적오차 (price-to-index tracking error)로 구분된다.

순자산 추적오차는 ETF의 NAV 기준 수익율과 index의 수익률 차이를 의미하며 ETF의장기적 특성을 설명한다. 즉, 이의 크기는 ETF의 법적 구조 등에 의한 배당금 처리, 지수복제 전략, 비용구조 등의 차이에 따라 영향을받게 된다.

첫째, ETF의 법적 구조에 따라 지수복제전략이 달라지게 되는데, 이는 결과적으로 수익률의 차이로 나타난다. ETF의 지수복제전략에는 완전복제(full replication), 표본복제(representative sampling) 등의 방법이 있다. 이와같은 관점에서 볼 때, S&P500 SPDR ETF의 추적오차는 iShares S&P 500 ETF의 추적오차보다 작게 될 것이다.

둘째, UIT형 ETF의 경우에는 법적 제한으로 인하여 배당 등의 재투자가 금지되어 있어 수 익률의 차이를 유발한다. 이를 dividend drag 라고 하는데 mutual fund형 ETF의 경우에는 해당되지 않는다.⁵³⁾ 이와같은 관점에서 볼 때, S&P 500 SPDR ETF의 추적오차는 iShares S&P 500 ETF의 추적오차보다 크게 될 것이다. 셋째, ETF는 index와는 달리 비용을 발생시

⁵⁰⁾ HOLDRs는 underlying index가 없으므로 추적오차와 무관하다.

⁵⁰⁾ Frank W Stanton(June 2000) 참조.

⁵²⁾ 일반 mutual funds의 추적오차는 아래에서 논의되는 ETF의 순자산가치 추적오차와 유사하다고 볼 수 있다.

⁵³⁾ 배당금 지급 자체로 인한 추적오차도 발생하는데, 이는 중·장기적으로는 자동적으로 해소되므로 단순한 기술적 문제(technical problem)의 하나에 불과하다.

키는데, 이는 결과적으로 수익률의 차이로 나타난다. 이와같은 관점에서 볼 때, S&P 500 SPDR ETF의 추적오차는 MSCI iShares ETF의 추적오차보다 작게 될 것이다.

그리고, 가격 추적오차는 ETF의 가격 기준 수익율과 index의 수익률 차이를 의미하며 ETF의 단기적 특성을 설명한다. 즉, 이의 크 기는 ETF의 NAV 뿐만 아니라 시장의 수요 및 공급 등에 따라서도 영향을 받게 된다.

시장의 수급은 ETF 시장 자체는 물론이고 연계시장인 편입주식의 현물시장, 선물시장 등의 상호작용에 의해서도 영향을 받게 되는데, 이는 결과적으로 수익률의 차이를 유발한다. 즉, 현물시장은 NAV에 영향을 미치고 선물시장은 재정거래를 통해서 ETF의 수급을 변화시키므로, 연계시장의 성숙도에 의해 추적오차의 크기가 달라질 수 있다. 이와같은 관점에서볼 때, S&P 500 SPDR ETF의 추적오차는 S&P MidCap 400 SPDR ETF의 추적오차보다 작게 될 것이다.

한편, 동일한 조건하에서 순자산 추적오차와 가격 추적오차의 크기를 비교하면, 전자는 법적 구조에 따른 ETF의 장기적 특성만을 반영하므 로 시장수급 등을 아울러 반영하는 후자의 경 우에 비하여 상당히(significantly) 작게 된다.

추적오차는 두 수익률 차이의 표준편차로 측정되므로 대상기간에 따라 그 크기가 달라지게된다. 따라서, ETF의 추적오차는 대상기간이길어질수록 커지게 된다. 이와같은 관점에서볼 때, S&P 500 SPDR ETF의 분기별 추적오

차(quarterly tracking errors)는 월별 추적오차 보다 작게 될 것이다.

V. ETF의 市場現況

1. 개요

미국의 ETF 시장은 1993년 1월에 SPDRs가출범한 이래 1999년까지 약 7년 동안은 별다른 관심을 끌지 못하다가, 2000년 이후에 괄목할만한 성장을 하였다.

ETF의 수는 1999년말에 32개(HOLDRs 2 개 포함)에 불과하였으나 2001년 8월 24일 현재 109개(HOLDRs 17개 포함)에 달하고 있으며, 자산규모는 1999년말에 340억 달러 수준 (HOLDRs 포함)에 그쳤으나 2001년 5월말 현재 771억 달러에 달하고 있다.⁵⁴⁾

특히, 2000년은 ETF의 양적 확대에 있어서 매우 주목할 만한데, BGI가 5월부터 7월까지 3개월 동안 39개의 ETF를 상장시켰고, SSgA는 9월 한 달 동안 9개의 ETF를 출범시킨 바 있다. 그리고, Merrill Lynch가 12개의 HOLDRs를 2000년에 AMEX에 상장하였다. 즉, 2000년한 해 동안 무려 60개의 ETF가 미국시장에 새롭게 등장한 셈이다.

2001년에도 미국시장에서 ETF의 양적 확산 은 지속되고 있으며 유럽, 아시아 등의 지역 에서도 관심이 더욱 높아지고 있다. 특히, Vanguard Group이 5월에 ETF 시장에 처음 진출하였는데, 이는 2000년 12월의 NYSE의

⁵⁴⁾ ETF의 세계시장에서 미국이 차지하는 비중은 매우 압도적이다. 2001년 5월말 현재 미국시장의 비중은 자산규모 기준으로 세계시장의 88%를 차지하고 있으며, 거래량 기준으로는 세계시장의 86%를 차지하고 있다.

ETF 첫상장 만큼 인상적이라고 할 수 있다.

투이한 영역의 하나로서 부동산과 관련된 ETF가 개발되었는데, streetTRACKS Wilshire REIT Index ETF(2001년 2월)와 iShares Cohen & Steer Major Realty Index Fund (2001년 4월)가 AMEX에 상장되어 거래되고 있다. 그리고, BGI는 S&P와 공동으로 1차 상품(commodities)에 연계된 ETF의 개발을 염두에 두고 2001년 8월에 S&P Commodities Index(SPCI)를 새롭게 도입한 바 있다.

ETF는 주식시장, 선물시장, 옵션시장 등과 연계하여 거래되는데, 2000년 10월에는 ETF 자체를 기초자산으로 하는 ETF option이 처음 상장된 이후 2001년 8월 30일 현재 18개의 ETF option(LEAPS 제외)과 16개의 HOLDRs option이 AMEX에서 거래되고 있다.

미국시장에서 ETF의 기초지수는 예외 없이 주식인데, BGI가 2000년 12월에 Canada에서 채권형 ETF를 출범시킨 이후에, BGI와 Nuveen Investments가 각각 미국시장에서 채권형 ETF의 상장을 준비하고 있다. 그리고, BoNY는 이전과는 달리 ADR index를 기초지수로 한 ETF를 개발하고 있다.

미국시장에서의 ETF는 예외 없이 수동운용 형 지수펀드(passively managed index fund)인 데⁵⁵⁾, Deutsche Bank Gruppe의 계열사인 Die Wertpapier Spezialisten Investment는 세계 최 초로 적극운용형 ETF(actively managed ETF) 를 개발하여 2000년 11월에 Frankfurt Stock Exchange에 상장시킨 바 있다. 미국에서도 현 재 고려 중이나 규제충족, 정보보안 등의 문제로 당분간은 기대하기 어려우며, 개발되더라도 대형 금융기관보다는 중소형 금융기관이 시도할 것으로 예상된다.⁵⁶⁾

그러나, 주식 분야에서 적극운용형 ETF 등의 추가 도입은 필요하기는 하지만 시급한 과제는 아니며, 사실 현재의 ETF 상품구성 (spectrum of ETFs)은 포트폴리오관리 관점에서 이미 완성된 것으로 평가할 수 있다.

2. 거래제도

(1) 거래소

ETF가 상장되어 있는 거래소는, BGI가 2000년 10월 23일에 iShares S&P 100 Index Fund를 CBOE에 상장시키고 이어서 2000년 12월 5일에 iShares S&P Global 100 Index Fund를 NYSE에 상장시키기 이전에는, AMEX가 유일하였다. 그리고, New York Life Investment Management가 PSE(Pacific Stock Exchange) Technology 100 Index를 기초지수로 하는 ETF를 개발하여 AMEX와 PSE에 공동 상장시킬 것을 계획 중이다. 57)

하지만, 2001년 8월 24일 현재 상장되어 있는 109개의 ETF 중 CBOE 1개와 NYSE 1개를 제외한 107개가 AMEX에 상장되어 있고 ETF option은 34개 모두 예외 없이 AMEX에 상장되어 있는 상태이므로, 가히 AMEX의 독주라고 평가할 만하다.

⁵⁵⁾ HOLDRs는 예외적으로 지수형 ETF가 아니다.

⁵⁶⁾ Stanton(Jun 2000) 참조.

⁵⁷⁾ Spence(Jan. 2001) 참조.

(2) 거래시간

ETF의 거래시간은 주식, 선물 등의 연계성을 고려하여 거래소가 자율적으로 결정하며, 다음의 <표 5-1>로 요약될 수 있다.

<표 5-1> ETF의 거래시간

구 분	거래시간
broad-based ETF	9:30 - 4:15
Select Sector SPDR Funds	9:30 - 4:00
iShares Sector Funds	9:30 - 4:15
international ETF	9:30 - 4:00
HOLDRs	9:30 - 4:00

자료: AMEX

(3) 가격수준

ETF의 거래가격은 물론 시장에서 자율적으로 결정된다. 하지만, ETF를 발행할 때에는 시장에서의 거래 편의성을 고려하여 가격수준을 기초지수의 특정비율로 조정하는 것이 일반적이다. 주요 ETF의 대략적인 가격수준은 다음의 <표 5-2>로 요약될 수 있다. 단, iShares series와 HOLDRs의 경우에는 일정하지 않아제외하였다.

<표 5-2> ETF의 가격수준 (approximation)

구 분	對기초지수(%)
Nasdaq 100 Index Tracking Stock	2.5
S&P 500 SPDRs	10.0
S&P MidCap 400 SPDRs	20.0
Select Sector SPDRs	10.0
DIAMONDS	1.0

자료: Nasdaq

3. 펀드관리자

Fund manager는 ETF의 설계 및 운용 뿐만 아니라 여타 종류의 금융상품이나 유사 ETF 에 대한 경쟁력 확보에 있어서도 핵심적인 역 할을 수행한다.

미국 ETF 시장에서 활동하고 있는 주요 fund manager는 SSgA와 BGI라고 할 수 있는데, 이들은 미국시장에서 뿐만 아니라 해외시장에서도 왕성하게 ETF를 개발하여 거래소에 상장시키고 있다. BoNY는 미국시장에 치중하고 있고, Vanguard는 최근에야 ETF 시장에 진입한 바 있다. 그리고, New York Life Investment Management가 펀드관리자로서 PSE Technology 100 Index ETF의 개발을 준비하고 있다.

현재로서는, 거래소 분야에서 AMEX가 거의 독주하듯이, 펀드관리자 분야에서는 BGI와 SSgA가 대부분의 ETF 시장을 점유하고 있다 고 평가할 수 있다. 주요 ETF 혹은 ETF群의 펀드관리자별 현황은 다음의 <표 5-3>으로 요 약될 수 있다.

<표 5-3> 주요 ETF의 펀드관리자별 현황

ETF	Fund Manager
S&P 500 SPDRs	SSgA
Nasdaq 100 Index Tracking Stock	BoNY
DIAMONDS	SSgA
S&P MidCap 400 SPDRs	BoNY
iShares series (WEBS 포함)	BGI
streetTRACKS series	SSgA
Vipers series	Vanguard
HOLDRs	BoNY

자료: Financial Research Corporation

4. 자산규모 및 거래량

미국 내의 ETF는 109개에 달하지만 자산규모(asset value)와 거래량(trading volume) 관점에서는 S&P 500 SPDRs(SPY), Nasdaq 100 Index Tracking Stock(QQQ), S&P MidCap 400 SPDRs 등의 5개 ETF가 시장을 과점하고 있다고 볼 수 있다. 자산규모 기준 상위 5개의 ETF는 다음의 <표 5-4>로 요약될 수 있다.

<표 5-4> 주요 ETF의 자산규모

(2001년 8월 3일 현재)

구 분	자산규모(U\$)
S&P 500 SPDRs	29,929,792,200
Nasdaq 100 Index Tracking Stock	24,186,673,500
S&P MidCap 400 SPDRs	4,172,934,180
iShares S&P 500 Index Fund	2,648,715,000
DIAMONDS	2,635,866,220

자료: IndexFunds

<표 5-4>에서 볼 수 있는 바와 같이, SPY, QQQ 등의 상위 두 개 ETF를 합친 자산규모는 541억 달러로서 2001년 5월말 기준 총자산규모 771억 달러의 약 70.2%를 차지하고 있다. 상위 5개 ETF를 합친 자산규모는 636억 달러로서 총자산규모의 약 82.5% 수준에 이르고 있다.

거래량 기준으로도 이와같은 과점 현상은 마찬가지이다. 거래량 순위는 QQQ, SPY, DIA 등의 순서로 바뀌는데, 거래량 1위인 QQQ의비중이 매우 압도적이다. 2001년 5월까지 미국내의 일평균 거래량(HOLDRs 포함)은 108백만

주 정도되는데, 2001년 8월 30일 기준 QQQ, SPY, DIA의 거래량은 각각 76.1백만주, 17.7백만주, 5.7백만주 수준을 나타내고 있다. 거래량의 경우에 QQQ 한 종목이 전체의 약 70% 수준을 차지하고 있다.

VI. 맺음말

ETF는 용이한 포트폴리오 효과, 세금 및 비용효율성, 연계시장과의 재정거래수단, 낮은 추적오차 등 다양한 장점을 가지고 있다.

그리고, 이와같은 장점을 배경으로 하여 2000년 이후에 급속한 양적 확대를 시현해 왔고, 따라서 미국시장 내에서는 size, style, sector 등의 부문별로 ETF 체계가 어느 정도 완성된 모습을 갖추게 되었다.

채권형 ETF의 개발 등을 남겨 두고는 있으나, 미국시장에서 앞으로의 과제는 ETF와 mutual funds와의 경쟁, ETF와 ETF와의 경쟁 등을 겪어나가며 시장의 질적 성숙도를 극대화시키는 것이라고 할 수 있다.

ETF는 장점만 가지고 있는 것은 아니며 conventional mutual funds에는 해당되지 않는 brokerage commission, bid-ask spread 등의 약점도 가지고 있다. 아울러, IV章에서 논의한 바와 같이 규모의 경제 측면에서도 불리한 점을 가지고 있다. 이는 ETF가 정기적으로 저축 (dollar-cost averaging)을 하는 투자자에게는 호소력이 크지 않다는 것을 의미한다.

비용율 관점에서도 ETF가 일반 mutual fund 에 비하여 항상 유리한 것만은 아니다. 예를 들어, 2001년 8월에 상장된 iShares MSCI EAFE Index Fund의 expense ratio는 0.35% 인데, 동일한 EAFE index를 추적하는 일반 mutual funds인 Fidelity Spartan International Index Fund와 Vanguard Developed Markets Index Fund의 expense ratio는 각각 0.35%, 0.32%이다.

ETF와 conventional mutual funds 사이의 경쟁 이외에도, ETF 시장 내에서 동일한 혹은 유사한 시장지수를 기초로 한 복수의 ETF 상품이 존재하므로 이들 사이의 경쟁도 치열해질 것으로 예상할 수 있다.

특히, index mutual funds 시장의 최강자인 Vanguard Group의 존재 자체와 이 회사의 ETF 상품인 Vipers의 등장은 ETF 시장의 경쟁 심화와 함께 질적 성숙을 유도할 것으로 예상되며, 이는 주식, 선물 등의 연계시장에도 파급될 것으로 보인다. 최근에 SSgA와 BGI가신규 ETF를 출범시키면서 종전보다 상당히낮은 수준의 expense ratio를 제시하고 있는 것은 이의 일례로 해석될 수 있다.

Sector ETF와 HOLDRs와의 경쟁도 매우치열하며, ETF와 Folio의 경쟁도 지켜보아야할 과제이다. 그리고, HOLDRs와 Folio도 서로경쟁관계에 있다고 볼 수 있다.

한편, 미국 외의 시장에서는 ETF의 도입이 아직 시작단계에 불과하고, 따라서 앞으로 당 분간은 양적 확대를 지속해 나갈 것으로 예상 되고 있으며, 한국도 예외가 아니어서 2002년 출범을 예정하고 있다.

한국시장의 시장참여자들이 갖고 있는 투자성향을 감안해 볼 때, ETF의 도입은 KOSPI 200 Index로 출발은 하되 HOLDRs나 Folio 형태를 아울러 개발하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다. 그리고, 다양한 지수개발을 서둘러 이

를 기초로 한 sector ETF 등도 도입해야 할 것이다.

이와같은 ETF의 도입은 주식, 선물, 옵션 등의 연계시장을 성숙시키는 동시에 투신시장의 투명성 및 경쟁력을 자연스럽게 향상시킬 것이다.

〈參考文獻〉

증권거래소(Jan. 2001), Exchange-Traded Fund: 미국의 경우, 조사 2001(옵션시장부)

AMEX, homepage(www.amex.com)

BGI, homepage(www.barclaysglobal.com)

Foliofn, homepage(www.foliofn.com)

FRC, homepage(www.frcnet.com)

Goldman Sacks(June 2001), Exchange-Traded

Fund, (Derivatives & Trading Research)
HOLDRs, homepage(www.foliofn.com)

Investment Company Institute(May 2001),

2001 Mutual Fund Fact Book

iUnits-Canada, homepage(www.iunits.com)

iShares, homepage(www.ishares.com)

Lehman Brothers, homepage(www.lehman.com)

MSCI, homepage(www.msci.com)

Nasdaq, homepage(www.nasdaq.com)

James L. Novakoff(Feb. 2000), Exchange Traded Funds: A White Paper, Index-

Funds homepage(www.indexfunds.com)

 $Nuveen\ Investments,\ homepage (www.nuveen.$

com)

NYSE, homepage(www.nyse.com)

Ryan Labs, homepage(www.ryanlabs.com)

Russell, homepage(www.msci.com)

SPDRIndex, homepage(www.spdrindex.com)

John Spence(Jan. 2001), Flurry of Global ETF Launches in Early 2001, Index-Funds homepage(www.indexfunds.com)

John Spence(Feb. 2001), Retail Investor Perception of Exchange-Traded Funds, IndexFunds homepage(www.indexfunds. com)

SSgA, homepage(www.ssga.com)

Standard & Poor's, homepage(www.standard-poor.com)

Frank W Stanton(June 2000), Vipers and iShares Shaking up Mutual Fund Status Quo, Morningstar homepage (www.morningstar.com)

Frank W Stanton(June 2000), The Time Isn't Right for Actively Managed ETFs, Morningstar homepage(www. morningstar.com)

StreetTRACKS, homepage(www.streettracks.

Vanguard Group, homepage(www.vanguard.com)