

2021. 10. 20

글로벌투자전략팀

전균
Analyst
gyun.jun@samsung.com

진중현
Analyst
chonghyeon.jin@samsung.com

Direct (Bespoke) Indexing

ETF의 한계를 뛰어넘다

- 기성품인 ETF와 펀드에 비해 융통적이며 투자자의 성향을 최적화할 수 있는 ‘Direct Indexing’이 선진 자산운용업계에서 혁신적인 투자기법으로 부상하고 있음.
- Semi-Passive 전략을 추구하면서 축적된 시장 데이터와 다수 계좌에 대한 동시다발적 rebalancing 기술이 결합되면, 대규모 맞춤형 투자 솔루션으로 확장 가능함.
- 소수점 거래 도입과 금융투자소득세 전환 등으로 Direct Indexing의 국내 정착가능성 높아짐.

WHAT'S THE STORY?

Direct Indexing 성장세: 최근 2~3년 내 선진 자산운용업계에서는 시장(Index)을 추종하면서도 투자자의 개별 투자목적과 투자성향을 최적화하는 투자기법이 부상하고 있음. Direct Indexing(또는 Bespoke Indexing)은 기성품인 ETF나 펀드의 한계, 즉 Customizing을 극대화할 수 있는 운용기법이며, 미국 등에서는 절세(Tax-Loss harvesting)가 가능하여 고액자산가를 대상으로 빠르게 성장하고 있음. 광범위한 Data 축적과 포트폴리오 구축 및 리밸런싱이 동시다발적으로 이루어지는 기술이 가세하면서, Direct Indexing은 점차 대중부유층까지 서비스가 가능한 수준으로 발전하였음. 초대형 운용사인 BlackRock과 Vanguard사가 Direct Indexing 업체를 적극적으로 인수한 것은 Direct Indexing 시장의 발전 잠재력을 입증하는 사례임. Cerulli Associates사에 따르면 향후 5년간 Direct Indexing의 성장세는 연평균 12%를 기록할 것으로 기대됨.

Niche market에서 주류로 진출: Direct Indexing은 ETF시장이 지난 20여 년간 구축해 온 개별주식의 Bundling 작업을 다시 해체하는 시도임. 기성품의 한계를 극복하고 투자자의 목적과 성향에 적합하도록 Customization을 진행하는 작업임. 자산운용의 B2C가 확대될 수 있는 발판임. 다만 Mass Customization을 통한 규모의 경제를 달성하기 위해서는 포트폴리오 생성과 리밸런싱, 절세기능과 Reporting까지 자동화되어 처리될 수 있는 기술력이 전제되어야 할 것임.

국내에서는 향후 소수점거래와 금융투자소득세가 도입될 예정임. Direct Indexing이 선진시장에서 성장하게 된 배경으로 소수점 거래와 절세효과가 결정적으로 작용하였다는 점에서 국내에서도 점차 Direct Indexing에 대한 관심이 높아질 것임.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

Bespoke Indexing (=Direct Indexing)

Bespoke Indexing (= Direct Indexing) 등장 배경

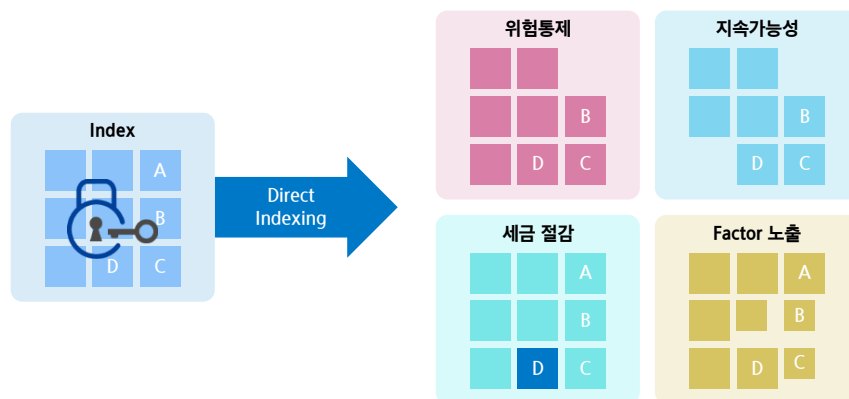
맞춤형 투자솔루션의 불가피한 성장: 전 세계적으로 ETF 시장규모의 확산은 Passive 운용의 성장과 Active 운용의 침체를 유발하였음. 특히 Index 투자에 대한 투자자들의 관심을 획기적으로 높였음. Index 투자는 해당 시장에 대한 무차별적인 접근을 의미하므로, 결과적으로 ETF시장의 성장은 불특정 다수가 실시간으로 접근할 수 있는 ‘표준화된 Index 상품’의 확대에 해석할 수 있음.

최근 ETF 시장의 경향은 ‘Theme ETFs’의 성장으로 대변되며, “무차별적인 표준화”에서 점차 “특화된 표준화”로 진행되는 양상임. ETF시장의 성장과 다변화에도 불구하고 표준화된 상품의 분화에 그친다는 점은 Passive 운용의 근본적인 한계를 의미함. 이 때문에 고비용에도 불구하고 고액자산가 또는 연기금 등 기관투자자 입장에서는 투자목적에 특화된 포트폴리오를 선호할 수밖에 없음. 해당 포트폴리오는 엄격한 제약조건을 기반으로 구성되기 때문에, 소위 ‘High touch’ 운용으로 이루어질 수밖에 없음.

최근 미국을 중심으로 자산운용업계에서는 시장(Index)를 추종하면서도 투자자의 개별 투자목적과 투자성향을 최적화하는 투자기법이 부상하고 있음. 소위 ‘Direct Indexing’임. 특히 Post-Corona 시대에 가장 큰 특징인 “개인투자자의 직접투자”가 급증하면서, 투자자들의 특정 수요(세금 절감, ESG 중시 등)에 대응할 수 있는 맞춤형 투자 솔루션을 제공할 필요가 늘어났음.

Direct Indexing 개념: ‘Direct Indexing’ 또는 ‘Bespoke Indexing’은 특정 벤치마크를 추종하는 Passive 운용방식을 취하지만, Index Fund나 ETF와 달리 투자자 개인의 특정한 투자목표나 절세효과 등을 극대화하기 위해 투자자가 직접 주식 포트폴리오를 보유하는 접근법임. 벤치마크를 추종하되 맞춤형 포트폴리오를 구현하기 위해 보유 종목의 비중을 조정하거나 특정 종목을 배제하는 등으로 포트폴리오를 특화시킬 수 있음.

기성 Passive 상품과 Direct Indexing의 차이



자료: 삼성증권

Direct Indexing은 Passive 운용을 지향한다는 점에서 Active 운용에 비해 낮은 거래비용과 투명한 포트폴리오 운용이 가능함. 포트폴리오의 장기 보유를 통해 주식시장의 장기성장을 추구하고 불필요한 거래비용 지출을 최소화함. 특히 ESG 기준 포트폴리오나 특정 Factor에 노출된 포트폴리오, 신성장 산업에 집중된 포트폴리오나 글로벌 또는 아시아 등에 한정된 포트폴리오 등 투자자의 투자목적과 투자성향에 최적화된 Passive 투자를 목적으로 함. 이와 함께 미국의 투자관련 세금체계의 특징인 ‘손익통산’ 및 ‘손실이연제도’ 등을 활용하여 소위 ‘Tax-Harvesting’을 통한 세금절감도 실행하기도 함. 일반 펀드나 ETF에서는 제한적이거나 아예 배제되는 절세효과를 Direct Indexing을 통해 실현할 수 있음.

최근 Direct Index이 급부상한 배경: Direct Indexing은 새로운 개념은 아님. 일부 소수 고액자산가를 대상으로 해당 투자자의 성향과 투자목적에 맞게 주식 포트폴리오를 구성하여 투자하는 방식은 이전부터 이루어져 왔음. Direct Indexing이 최근에 부상하게 된 배경에는 과대한 투자정보 Data를 분석할 수 있는 컴퓨터 용량과 다수의 계좌를 동시 다발적으로 맞춤형 포트폴리오 구현과 리밸런싱, 그리고 주문 및 사후보고까지 진행할 수 있는 혁신적인 투자관련 자동화 프로세스의 발전, 마지막으로 2020년에 급부상한 개인투자자들의 투자욕구 등이 작용하였음.

일부 소수의 고액자산가에 한정되지 않고 대중화된 맞춤형 포트폴리오를 대중부유층(mass affluent)에게 개별적으로 제공할 수 있는 환경이 조성되면서, Direct Indexing이 확산되었음.

ETF와의 비교: 벤치마크를 추적하는 개별주식 포트폴리오를 보유하는 것과 해당 벤치마크를 추적하는 ETF를 보유하는 것은 장단점이 존재함. 국내 상장된 KOSPI200 추적 ETF 중에는 운용보수가 1.7bp에 불과한 상품도 존재할 정도로, Passive 투자에 있어 ETF만큼 비용효율적인 상품은 보기 드문 편임. 다만 ETF가 추적하는 벤치마크가 특정 업종 또는 특정 주식에 과도하게 쏠려있거나 보유 주식수가 과도하게 많은 경우도 존재할 수 있음. 투자자의 투자목적이나 투자성향과 배치됨에도 불구하고 해당 ETF를 매입하는 것은 투자자의 효용을 충분히 만족시키지 못할 수 있음.

예를 들어 IT회사에 재직하는 고객 중 우리사주나 Stock Options 등으로 보유 자산이 IT 업종에 충분히 노출되어 있는 투자자의 경우, IT 업종이 배제된 주식 포트폴리오를 보유하는 것이 포트폴리오의 안정성과 자산배분 측면에 유효함. 만일 거래비용이 저렴하다는 이유로 IT 비중이 높은 시장대표지수의 ETF를 매입하는 것은 해당 투자자의 자산 측면에서 중복 투자에 해당됨. Direct Indexing 투자가 가능하다면, IT업종을 배제하거나 비중을 낮추는 방식으로 주식 포트폴리오를 구현할 수 있음.

Direct Indexing과 ETF의 차이점



참고: Dave Nadig, "Beyond ETFs: Direct Indexing", ETF.com 2019.9 기사 참조
자료: ETF.com, 삼성증권

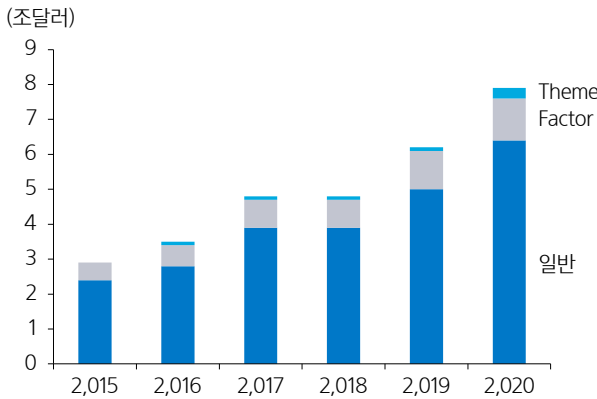
Direct Indexing 시장규모

Direct Indexing, 최근 2~3년래 급격한 성장세: Oliver Wyman의 자료(Morgan Stanley 공동 저작, “Competing for Growth: Wealth & asset Management”, 2021.6)에 따르면, Direct Indexing을 제공하는 투자자문 규모(Separately Managed Accounts 대상)는 2021년 1분기 현재 3,626억 달러에 달하는 것으로 추정함. 특히 2018년 대비 2019년의 Direct indexing 자산규모는 2배 이상 급증하였으며, 2020년에도 2019년 대비 +30%에 육박하는 성장세를 보였음. 참고로 Direct Indexing은 주로 SMA(Separately Managed Account) 형태로 제공되고 있음. SMA는 개별 투자자의 투자 목적과 성향에 맞춤형 자문을 제공하는 서비스임.

ETF 시장 역시 가파른 성장세를 기록하고 있음. Morningstar에 따르면, 글로벌 ETF시장의 자산규모는 2018년 4.7조 달러에서 2019년 6.2조 달러로 +31% 성장하였음. COVID-19 사태에도 불구하고 Active ETF와 Theme ETF 등의 성장으로 2020년 ETF 자산규모는 2019년보다 +24% 증가하였음. 2021년 상반기에도 ETF으로 자금유입이 지속되어 글로벌 ETF시장의 자산규모는 8.0조 달러를 상회하였음. 이 같은 ETF시장의 성장은 Passive 투자의 장점(저비용, 투명성)과 Active ETF 등으로 특화되는 확장세에 기반하고 있음.

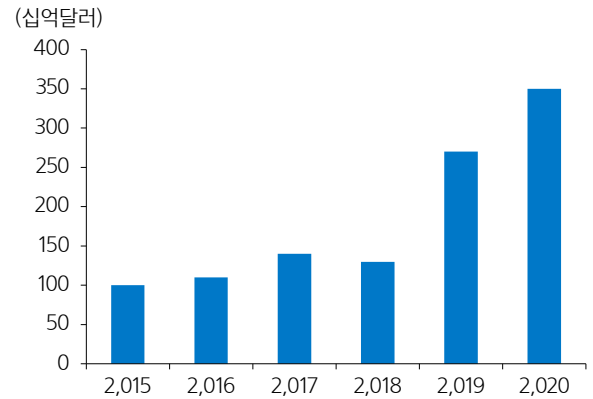
특히 Theme ETF와 Active EF가 최근 가파르게 성장하고 있는 배경에는 전통적인 Passive 운용의 한계, 시장상황에 특화된 접근과 Alpha에 대한 투자자 수요를 반영한 투자패턴으로 이해됨. 이로 인해 Passive 운용이 Active 운용을 침식하는 것으로 해석할 수 있지만, 동시에 Passive 운용의 한계를 극복하려는 시도로 이해할 수 있음. 그런 점에서 Direct Indexing의 성장세도 Passive 운용의 영역을 확장하려는 시도로 해석됨. Direct Indexing은 Passive 운용과 Active 운용의 새로운 접목으로 평가할 수 있음.

전세계 ETF시장의 자산규모 성장추이



자료: Morningstar, 삼성증권

Direct Indexing 시장규모 추이



참고: 해당 자료는 OliverWyman & Morgan Stanley, “Competing for Growth”, 2021.6 자료를 참조하였음
 자료: OliverWyman, 삼성증권

SMA 기반 3,600억 달러: 컨설팅사인 Cerulli Association사의 최근 보고서(“Improving Client Experience: Customizing with Direct Indexing”, 2021.8)에 따르면, 2021년 1분기 현재 Direct Indexing 자문을 받는 자산규모는 약 3,600억 달러 수준으로 파악됨. 미국의 ETF시장 자산규모가 7조 달러에 달하는 것을 고려하면, Direct Indexing 시장의 규모는 그야말로 niche market 수준임. 또한 Direct Indexing을 제공하는 방식은 SMA(Separately Managed Account)를 통해 이루어짐. SMA는 투자자의 투자 목적과 투자 속성에 맞춤형 서비스를 제공할 수 있는 자문형태임.

업계에서는 Morgan Stanley와 같은 투자은행과 BlackRock과 Fidelity와 같은 자산운용사, 그리고 전문 투자자문업계 등에서 Direct Indexing 시장에 참여하고 있음. 특히 기존의 대형 자산운용사가 직접 Direct Indexing에 참여하기 보다는 기존의 Direct Indexing 서비스를 제공하는 Index Provider를 인수 하면서 시장에 참여하는 경우가 대부분임.

Morgan Stanley는 Parametric사를 2020년에 인수하면서 자사의 자문인력과 Parametric사의 Direct Indexing 기법을 융합하는 전략을 취하고 있음. ETF시장의 선두주자인 BlackRock사 역시 Aperio group 을 인수하여 잠재적 경쟁시장인 Direct Indexing까지 진출한 사례임. ETF시장의 2인자인 Vanguard 역시 Justinvest사를 인수하여 Passive 시장의 외연을 확장하는 전략을 취하고 있음.

한편 ESG 또는 윤리적 투자를 전문적으로 자문하는 업체도 있음. 예를 들어 '21년 10월 해외 언론에서는 영국 황태자 부부가 'Ethic'이라는 지속가능투자 전문운용사의 파트너와 투자자로 참여할 계획으로 알려짐. 2015년에 설립된 Ethic사는 지속가능투자(sustainable investing)에 특화된, 운용규모 13억 달러의 운용사로서, Direct indexing을 통해 포트폴리오를 구성하는 것으로 알려짐.

Direct Indexing 자문규모 상위사

회사	백만달러
Morgan Stanley (Parametric Portfolio Associates)	120,005
BlackRock (Aperio Group)	44,996
Fidelity Investments	24,000
Columbia Threadneedle	6,249
Natixis Investment Managers (Active Index Advisors)	4,736
Ervestnet	3,409
JP Morgan (55ip & OpenInvest)1	1,400
O'Shaughnessy Asset Management, LLC	1,227
Vanguard (JustInvest)1	752
Ethic	672
SmartX	171
Russell	50
기타	155,000
합계	362,667

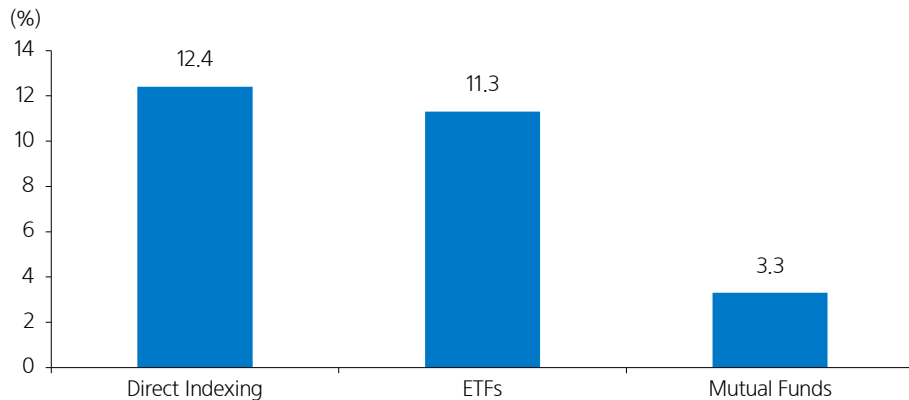
참고: 2021년 1분기 현재, Separately Managed Accounts(SMA) 대상
자료: Cerulli Association

향후 5년간 12% 성장 기대: Cerulli Association사의 보고서에서는 Direct Indexing 시장은 향후 5년간 12%의 성장세를 보일 것으로 전망하고 있음. ETF와 Mutual Fund가 각각 11%와 3%의 성장을 보일 것으로 예상되는 것에 비해 상대적으로 높은 성장세임. 전체 자산규모로는 ETF에 비해 매우 적은 규모이지만, niche market으로서의 성장 잠재력은 ETF를 상회할 것으로 전망하는 것임.

특히 최근 수년래 대형 자산운용사가 Direct Indexing에 진출하기 위해 Index Provider 또는 혁신적 기술을 보유하고 있는 핀테크(FinTech) 업체를 인수하는 양상이 늘어나고 있는 점을 반영한 것임. 기존 Passive 운영사는 물론 Active 운용사까지 Direct Indexing 사업에 진출하고 있어, Direct Indexing에 기대하는 상품공급자(운용업자)의 기대가 투영되고 있음.

동시에 COVID-19 이후 드러난 개인투자자들의 직접투자 열풍이 맞물려 절세와 ESG 중시 등 자산운용의 customizing에 대한 투자자의 수요도 동시에 확대되고 있음. Direct Indexing 전략이 성장할 수 있는 수요 측 요인도 조성되고 있는 것임.

향후 5년간 상품별 성장률 전망



자료: Cerulli Associates

Direct Indexing 성장환경 분석

Indexing 기술의 확보: Direct Indexing 비즈니스가 급격히 성장하고 있다는 점을 시사하는 사건이 2021년 7월에 이루어진 Vanguard사의 Just Invest 인수 사례임. 7조 달러에 달하는 자산규모를 보유하고 있는 미국 초대형 자산운용사인 Vanguard 역사상 사상 최초의 인수사례라는 점과 함께 Direct Indexing이라는 신사업을 위해 적극적인 인수를 추진했다는 점에서 미국 자산운용업계에 중요한 기점으로 작용한 것으로 평가 받고 있음. 즉 미국 내 최대 Passive 자산운용회사로 자리잡은 Vanguard사가 Direct Indexing 분야 진출을 꾀한다는 것 자체가 Direct Indexing 비즈니스의 미래를 예시하는 사건이라고 평가함.

한편 'iShares' 브랜드로 글로벌 ETF시장의 시장점유율 1위를 확보하고 있는 BlackRock사가 지난 20년 11월에 Indexing firm인 Aperio Group을 10.5억 달러에 인수하였음(최종 인수는 '21년 1분기에 마무리됨). Aperio사는 '20년 3분기말 현재 360억 달러의 자산을 운용하고 있으며, 세금절감이 가능한 맞춤형 indexing 개발기술을 보유한 업체임. BlackRock에 따르면 미국 투자자문서서비스에 Aperio의 Indexing 기술을 활용할 것이며, BlackRock의 SMA 자산을 약 30% 이상 증대시킬 것으로 기대하고 있음.

이미 Index Products으로 ETF와 Index Fund에서 선두주자인 Vanguard와 BlackRock 등이 Direct Indexing 비즈니스에 진출하기 위해 자체 내부적으로 Indexing 개발부서를 육성하기보다 Customizing Indexing 기술 역량을 보유하고 있는 업체를 인수한다는 점은 시사하는 바가 큼. 더구나 기존의 Index Providers(S&P, MSCI, FTSE Russell 등)와 제휴하지 않고 신생 기술업체를 인수하고 있다는 점에서, 전통적인 지수 공급업체의 한계와 향후 전개될 Passive 시장에서의 기회(edge)를 동시에 보여주는 것임.

Morgan Stanley의 경우 J.P.Morgan 등 경쟁업체가 ETF 비즈니스를 영위하고 있는 것과 달리 Direct Indexing 비즈니스에 곧바로 진출한 경우임. Morgan Stanley가 70억 달러를 지불하고 인수한 Eaton Vance는 Parametric이라는 Direct Indexing 공급업체를 자회사로 보유하고 있음. Parametric은 20여년간 Direct Indexing 서비스를 제공하고 있는 업계 선발주자임. 앞서 확인하였듯이 Parametric의 인수로 Direct Indexing 분야에서 1,200억 달러에 달하는 자산규모를 확보하게 되었음. J.P.Morgan이 BlackRock(iShares)과 Vanguard가 장악한 ETF 시장에서 1%에 그치는 시장점유율을 좀처럼 늘리지 못하는 상황에서, Morgan Stanley는 Direct Indexing 비즈니스로 직접 진출하였다는 점에서 Passive 시장 에 대한 전략적 시각의 차별화를 꾀한 것으로 판단됨.

Direct Indexing Business에 진출하기 위한 자산운용업계의 인수합병

시기	인수자	인수대상	참고
2020년 6월	Charles Schwab	Motif Investing	기술 및 개발팀 인수
2020년 9월	Fidelity	Ethic	D.I.관련 기술제휴
2020년 9월	Goldman Sachs	Folio Financial	청산 결제 플랫폼 인수
2020년 10월	Morgan Stanley	Eaton Vance	70억 달러 규모, Parametric 사업부분
2020년 11월	BlackRock	Aperio	10억 달러 규모
2021년 7월	Vanguard	Just Invest	뱅크드 최초 M&A
2021년 9월	MorningStar	Moorgate Benchmark	유럽 지수사업 확장
2021년 10월	Franklin Templeton	O'Shaughnessy	D.I.업체 Canvas 인수

자료: Bloomberg 등 뉴스, 삼성증권

주요 업체들이 인수한 Indexing 업체들은 자체적으로 개별주식의 재무지표를 포함하여 금융시장과 경제 관련한 대규모 Data를 축적하고 있으며, Big data를 활용한 비정형 데이터 분석 능력까지 갖추었음. 해당 업체들은 축적된 Data를 기반으로 투자자 개인에 적합한 맞춤형 포트폴리오(Direct Indexing)를 구현하고, 인공지능(AI)을 활용하여 생성된 포트폴리오에 대한 dynamic rebalancing과 simulation 기능, 그리고 reporting 기능까지 보유한 기업들이 대부분임.

ESG 중시경향: 2010년 이후 투자원칙의 하나로 자리잡은 ESG(Environmental, Social, Governance) 이슈는 2020년 COVID-19 사태를 겪으면서 투자원칙의 최상위 범주로 급격히 부상하였음. 특히 소위 MZ세대의 등장으로 ESG에 관심을 기울이는 투자자층의 확대가 증가하면서, ESG를 포트폴리오의 기본 구성 원칙으로 제시하는 운용전략이 대세로 자리잡았음.

Direct Indexing은 투자자의 고유한 투자목적과 투자성향에 적합한 주식 포트폴리오를 구현할 수 있음. ESG 중시 경향으로 Direct indexing에서 ESG 원칙을 포트폴리오 구성에 반영하는 경향이 확대되었음. 특히 무기나 담배 등 ESG 측면에서 Negative한 주식의 배제나 환경투자에 적극적인 기업의 비중을 늘리는 등 투자자의 요구를 적극 반영할 수 있는 포트폴리오 구성이 가능함. 앞서 언론기사에서 언급되었던 Ethic과 같은 ESG 전문 운용사가 Direct Indexing을 제공하는 늘어나는 추세임.

하단의 그림은 Vanguard사가 인수한 JustInvest의 투자성향 체크리스트임. Screen 항목에는 화석연료 등 환경항목과 인권 관련 사회적 활동 항목, 담배/도박 등 지속가능성 항목 등을 점검하도록 함. 하단의 조정(Tilts)항목에는 저탄소 등의 책임투자 여부와 고배당 등 Factor 항목 등을 택하여 비중을 높이도록 함. 투자자의 성향과 목적을 사전에 점검하여 벤치마크 대비 적합한 포트폴리오를 제시하게 됨.

투자성향 Check List: ESG 점검과 비중조정항목

Screens Remove companies that earn revenue from certain activities or have been flagged for controversies related to selected topics.¹

<p>Environmental</p> <input type="checkbox"/> Coal <input type="checkbox"/> Fossil fuels <input type="checkbox"/> Fracking & tar sands <input type="checkbox"/> Waste & pollution	<p>Social</p> <input type="checkbox"/> Animal welfare <input type="checkbox"/> Civilian firearms <input type="checkbox"/> Controversial weapons <input type="checkbox"/> Conventional military weapons <input type="checkbox"/> Human & labor rights <input type="checkbox"/> Nuclear weapons	<p>Values</p> <input type="checkbox"/> Abortion <input type="checkbox"/> Adult entertainment <input type="checkbox"/> Gambling <input type="checkbox"/> Stem cell research <input type="checkbox"/> Tobacco
---	---	--

Industry screens: _____
For choices, see the complete list of sectors and industries that follows.

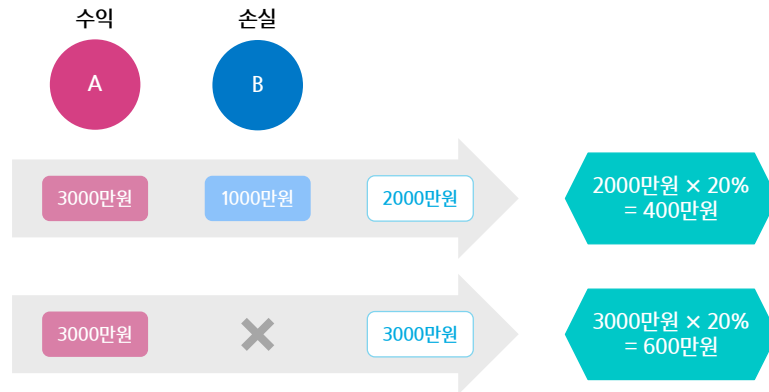
Tilts Adjust weights of investable stocks so overall account reflects the selected tilt.¹

<p>Impact</p> <input type="checkbox"/> Gender diversity <input type="checkbox"/> High ESG score <input type="checkbox"/> Low carbon footprint <input type="checkbox"/> Sustainable impact (UN Sustainable Development Goals)	<p>Factors</p> <input type="checkbox"/> High dividend yield <input type="checkbox"/> High momentum <input type="checkbox"/> High quality <input type="checkbox"/> High value	<input type="checkbox"/> Low volatility <input type="checkbox"/> Small size <input type="checkbox"/> Beta: _____
--	--	--

자료: Vanguard, JustInvest

Tax-Loss Harvesting 효과: 기성품인 ETF나 일반 펀드의 경우 투자대상의 자본 '차익/차손'을 투자자에게 이전하는 기능을 가지고 있음. 다만 ETF나 일반 펀드의 경우 자본이득과세가 적용되는 국가에서 자본 차손(Capital Loss)을 활용한 절세를 기대하기는 어려움. Tax Loss Harvesting 전략은 손실이 발생한 자산을 매각하여 전체 자본이득과세의 과표 기준가를 낮추는 매매전략이며, 결과적으로 Tax alpha를 창출할 수 있는 접근법임.

Tax-Loss Harvesting 사례



참고: 세율은 금융투자소득세율 임의 적용
 자료: 삼성증권

Direct Indexing은 개별 주식을 포트폴리오에 보유하기 때문에, 주식시장이 전반적으로 상승하였지만 보유 종목 일부는 평가손실이 발생할 수도 있음. Direct Indexing 포트폴리오 전반적으로는 주식시장의 상승으로 자본차익이 발생한 상태에서, 평가손실을 기록한 주식들을 매도하여 전체 포트폴리오의 과표 기준가를 하향 조정할 수 있음. 기성품인 ETF나 펀드에서 실행하기 어려운 Tax Loss Harvesting 전략을 Direct Indexing에서 적용할 수 있음.

특히 Direct Indexing의 경우 단순히 손실종목의 매도에서 그치지 않고, 매도로 유입된 현금으로 해당 포트폴리오의 투자목적에 부합하는 대체 종목을 매입하는 리밸런싱을 추천하기도 함. 절세 목적으로 매도한 주식의 투자자금을 보유하기만 한다면, 해당 주식의 반등 시 투자기회를 놓칠 수 있음. 매매의 연속성과 기회비용의 최소화를 위해, Direct Indexing에서는 대체가능한 자산의 선별과 리밸런싱 규모 등을 제공하는 서비스까지 제시할 수 있음.

미국의 경우 의도적인 자전매매로 절세를 취하려는 것을 미연에 방지하기 위해 'wash sale' 방지법안을 마련하고 있음. 'Wash sale rule'은 매도 자산과 "근본적으로 동일한(substantially identical)" 자산을 매도 직후 30일 이내에 재매입할 경우 절세를 인정하지 않는 규정임. Tax Loss Harvesting 전략에서는 매도자산을 대체할 수 있는 자산을 매입하는 방식으로 'wash sale' 규정을 벗어나는 접근을 취함. 따라서 Direct Indexing에서는 'wash sale' 규정에 저촉되지 않는 대체자산을 내부적으로 선별하여 투자자에게 제공하는 기능이 겸비되어야 함.

Fractional Shares 확산: 소수점 거래는 국내뿐 만 아니라 해외에서도 최근에 도입된 거래방식임. 소수점 거래서비스가 도입됨에 따라 Direct Indexing의 포트폴리오 구현이 용이해졌음. 예를 들어 미국 주식 중 Amazon(AMZN)의 경우, 10월 현재 주가는 1주당 3,400달러에 달함. 따라서 투자자가 1,000달러를 보유하고 있다면, Amazon 주식을 0.3주밖에 매입할 수밖에 없음. 만일 Direct Indexing을 구현하려는 투자자 입장에서 10,000달러를 포트폴리오에 투자한다면, Amazon 주식을 소수점 두 자리 수준으로 매입해야 포트폴리오 구성이 가능할 것임.

이 때문에 소수점 거래의 활성화는 Direct Indexing 측면에서는 매우 획기적인 시장 인프라의 변화임. 특히 기존에는 Direct Indexing이 일부 고액자산가에 국한될 수밖에 없었던 이유로 포트폴리오 구성에 투입되는 비용이 상당한 규모에 달할 수밖에 없었음. 반면 소수점 거래가 가능해짐에 따라 소위 대중 부유층(mass affluent)까지 Direct Indexing 서비스를 제공할 수 있게 되었음. Direct Indexing의 포섭범위가 기존에는 일부 고액자산가에 국한되었다면, 소수점 거래로 투자자층을 획기적으로 확대할 수 있게 된 것임.

국내에서도 해외주식에 대해서는 해외 소수점거래 서비스 업체(원장관리, 수탁 및 권리관계 처리 등)와 연계되어 일부 금융투자가 제공하고 있음. 국내 금융당국에서도 규정 변경을 통해 해외주식에 대한 소수점 거래를 2021년 연내에 전면적으로 도입하고, 2022년 하반기에는 국내 주식에 대한 소수점 거래를 신탁형식으로 도입할 예정임. 소수점 거래가 활성화되면, 국내에서도 Direct Indexing을 구현할 수 있는 인프라가 갖추어지게 되는 것임.

Zero cost trading fee: 미국에서도 COVID-19 사태를 계기로 개인투자자들의 주식시장 직접투자가 급격히 확산되었음. 특히 Robinhood으로 대표되는 거래수수료 zero업체들의 등장으로 투자자 입장에서는 주식거래에서 명시적인 거래비용을 지불하지 않는 환경이 조성되었음. 물론 Robinhood의 경우 고객의 주문을 PFOF(Payment For Order Flow) 방식으로 처리하기 때문에, 최적의 체결가격을 확보하지 못할 가능성을 배제할 수 없음. Best Execution이 이루어지지 못하면서 상대적으로 큰 호가 스프레드가 투자자에게 전가될 위험이 존재하는 것임.

중개 증권회사의 수수료 인하 또는 Zero 수수료 정책은 Direct Indexing 입장에서는 개별주식으로 포트폴리오를 구성하는 과정에서 발생할 수 있는 거래비용을 최소화할 수 있는 이점으로 작용함. Direct indexing이 COVID-19 상황과 맞물려 빠르게 성장한 것은 이처럼 거래수수료의 인하 또는 Zero Cost 환경으로 Direct Indexing을 구현하기 용이한 상황이 형성되었기 때문임.

Direct Indexing에 대한 부정적 의견

Passive 흐름에 역행: 2000년대 들어 글로벌 자산운용업계의 두드러진 특징은 Passive 운용의 확산과 Active 운용의 위축이었음. 저비용과 접근 용이성, 그리고 투명성과 편의성 측면에서 ETF의 경쟁력이 지난 20여년 동안 입증되었음. 기존 Active 업체조차도 ETF으로 자신들의 펀드를 전환하고, Active ETF 시장에 경쟁적으로 진출하는 상황임.

반면 Direct Indexing은 외형상 Passive 운용을 지향함에도 불구하고, 실질적인 내용은 Customization을 위한 Active 운용에 가까운 형태를 보일 수 있음. 투자자의 목적과 성향에 맞게 주식포트폴리오를 재조정하고 세금 절감을 위해 일부 손실 종목을 의도적으로 청산하기 때문임. 특히 거래과정에서 발생하는 비용이 절세 효과보다 클 경우에는 Passive 운용에 비해 성과 측면에서 열위에 놓일 수 있음.

상대적으로 높은 비용: 미국의 Direct Indexing 업체가 요구하는 운용보수는 약 15bp~30bp 수준으로 알려져 있음(Bloomberg, "Cheap, Through Not Yet at Level of ETFs", 2020.7월 기사 참조). 이는 일반적인 Active Fund의 운용보수에 비해 매우 저렴한 편이지만, ETF의 운용보수에 비해서는 경쟁력을 보유하고 있다고 평가하기 어려움. 더구나 ETF는 주식뿐 만 아니라 다양한 자산을 운용할 수 있고 추적오차를 최소한으로 유지한다는 점에서, Passive 투자에 익숙한 투자자들에게는 비용 효율성 등 경쟁력 측면에서 ETF 대비 Direct Indexing의 우위를 결정하기 쉽지 않을 것임.

명시적인 운용보수 이외에도 Direct Indexing은 개별 주식을 직접 매매한다는 점에서 거래수수료의 인하에도 불구하고 호가 스프레드 등 묵시적인 비용을 감당해야 하는 부분도 고려해야 할 것임. ETF의 경우 설정/환매 과정에서 유동성공급자를 통해 호가 스프레드를 축소하는 노력을 하게 되지만, 개별 투자자의 Direct Indexing에서 주식의 리밸런싱을 진행하게 되면 호가 스프레드의 축소가 제한적일 수 있음.

ETF의 한계를 뛰어넘다

ETF unbundling

ETF 해체하기: Direct Indexing은 지난 20여 년간 성장한 ETF 추세와 반대의 흐름을 보이는 현상임. ETF는 추적지수를 구성하는 자산을 편입하여 거래소에 상장한 상품임. 저비용과 투명성, 접근과 환매의 용이성이 ETF의 성장배경임. 즉 추적지수를 구성하는 자산들을 Packaging하여 판매하는 구조임. 반면 Direct Indexing은 ETF가 지금까지 구축한 Packaging을 해체하는 접근법임. Passive 운용을 근간으로 하면서도 단일 기성품에 묶여 버린 자산 포트폴리오를 해체하여, 투자목적과 투자성향에 최적화된 포트폴리오로 재구성하는 방식임.

따라서 ETF 자체를 해체하는 것이 아니라 Passive 운용 방식에서 지금까지 ETF으로 대변되는 Bundling 방식의 한계를 극복하는 차원에서 Direct Indexing이 최근에 부각된 것으로 판단됨. ETF와 같이 혁신적이고 다양한 투자수단이 존재함에도 불구하고 투자자가 체감할 수밖에 없는 한계, 즉 맞춤 서비스(Customizing)와 주체적 통제(Control)의 부족을 해소할 수 있는 운용전략으로 Direct Indexing이 제시되고 있음.

일부 혼합형 또는 맞춤형 펀드가 투자자의 니즈에 적합한 상품으로 제시될 수 있지만, 해당 펀드는 특정 투자자에게 맞춤형 펀드이지만 다수의 투자자에게 유일한 맞춤형 펀드로 활용되기에는 무리가 있음. 결국 개별 투자자의 투자 목적과 투자 성향에 최적화된 주식 포트폴리오는 파편화될 수밖에 없으며, 각자의 투자자에게 개별적 포트폴리오를 제시할 수 있는 운용전략이 맞춤형 자문임. Direct Indexing은 ETF가 보유하고 있는 자산을 Unbundling하여 투자자의 성향에 맞게끔 재구성하는 전략임.

Passive 상품 공급자와 판매자의 역할 융합: ETF 비즈니스는 Index Provider와 ETF 운용사, 그리고 판매자와 투자자의 생태계로 구성됨. 투자자는 ETF 운용사에서 제공하는 ETFs 중 투자성향과 투자목적에 부합하는 상품을 선택하여 거래할 수 있음. 시장에 공급되는 ETFs가 다양해질수록 투자자의 성향과 목적에 근접하는 상품을 선택하기 용이해질 것임. 따라서 판매자는 ETF 공급자와의 채널을 최대한 확대해야 함. 또한 Index Provider는 자사의 Index가 상품화되도록 마케팅과 상품개발에 주력해야 함.

Direct Indexing 비즈니스는 Index Provider와 상품 공급자, 그리고 판매자가 일체화되어 있는 구조임. 투자자는 Direct Indexing 판매자에게 자신의 투자성향과 목적을 제시하면, 판매자는 자체적으로 지수 개발과 시뮬레이션을 거쳐 가장 적합한 포트폴리오를 공급하게 됨. 또한 Direct Indexing 판매자는 투자 목적에 맞게 리밸런싱을 진행하고 절세를 위해 주식을 매매할 수 있음.

ETF 생태계에서 ETF 공급자와 투자자는 직접적인 소통이 이루어지지 못하였음. 공급자 자체적으로 ETF 상품을 개발하여 투자자에게 제공하고 해당 ETF가 투자자에게 상품성을 인정받기까지 기다려야 함. 상품성을 인정받지 못하면, 해당 ETF는 거래 부진과 잔고 감소에 시달릴 수 있음. 판매자의 Feedback이 존재하지만, 상품 공급은 전적으로 자산운용사의 책임임.

반면 Direct Indexing의 경우 투자자의 수요에 적합한 포트폴리오를 구현한다는 점에서 공급자(=판매자)는 상대적으로 수동적인 입장임. 그럼에도 불구하고 Direct Indexing 공급자(=판매자)는 투자자의 feedback을 직접 수용하여 포트폴리오를 구현하기 때문에, 투자자와 직접적인 소통관계를 맺을 수 있음. Passive 운용이 ETF를 통해 투자자와의 간격을 좁혔다면, Direct Indexing은 공급자와 투자자가 일체가 되어 포트폴리오를 구현하는 방식임.

자문업의 B2C 확산: Robo-Advisor의 등장으로 개별 투자자에 대한 맞춤형 포트폴리오 제공이 가능해질 것이라는 기대감이 높았음. 자문업에서의 B2C 서비스가 본격적으로 이루어질 것이라는 기대감임. 제공되는 포트폴리오가 대부분 ETF로 이루어져 있으며, 개별 주식보다는 자산배분형 중심으로 자문서비스가 이루어지기 때문에, 기존 운용사와의 차별점을 높이기 위해 일정한 한계가 존재하였음.

Direct Indexing은 투자자의 목적과 성향에 적합한 포트폴리오를 개별 주식으로 구현한다는 점에서, 개별 ETF에 비해 맞춤형 포트폴리오를 보다 세분하여 제시할 수 있음. 특히 포트폴리오의 쏠림 현상을 개선하거나 절세 효과를 추구한다는 점에서, 자문업의 B2C 영역을 보다 특화된 영역으로 확장할 수 있을 것임.

Direct Indexing의 특이점(singularity)

확장성: Direct Indexing은 시장 지수를 추종하려는 투자자의 투자 목적과 성향에 적합하게 포트폴리오를 제공하는 투자서비스임. 소수점 거래와 낮은 거래 수수료 등의 환경으로 Direct Indexing은 점차 고액자산가에서 대중 부유층과 일반 투자자에게 까지 서비스를 제공할 수 있음. 결국 다수의 투자자에게 효과적인 Active 운용을 직접(B2C) 제공할 수 있을 것임.

Direct Indexing의 확산은 전통적인 Active 운용 입장에서는 위협적인 운용서비스임. 전통적인 Active 운용업자는 투자자의 의견보다는 매니저의 재량에 의해 시장 대비 높은 성과를 창출하여 투자수익을 투자자에게 이전하는 서비스임. 다만 현실적으로 Active 운용의 성과는 지속가능성과 비용효율성 측면에서 저조한 경우가 많았으며, 결과적으로 ETF와 같은 Passive 운용의 확장을 유인하였음. Passive 성향의 투자접근을 하면서도 투자자의 목적과 성향에 맞추어진 Active 운용 서비스를 제공하는 Direct Indexing의 성장은 그런 점에서 전통적인 Active 운용에 상당한 위협변수가 될 것임.

다만 Direct Indexing의 절세효과나 ESG 중심의 맞춤형 포트폴리오 설계가 Passive의 비용효율성을 확보하지 못한다면, 그리고 Direct Indexing의 투자성과가 기존 Active 운용에 비해 경쟁력을 갖지 못한다면, Direct Indexing의 확장성은 제한적인 수준에 그칠 가능성도 배제할 수 없음.

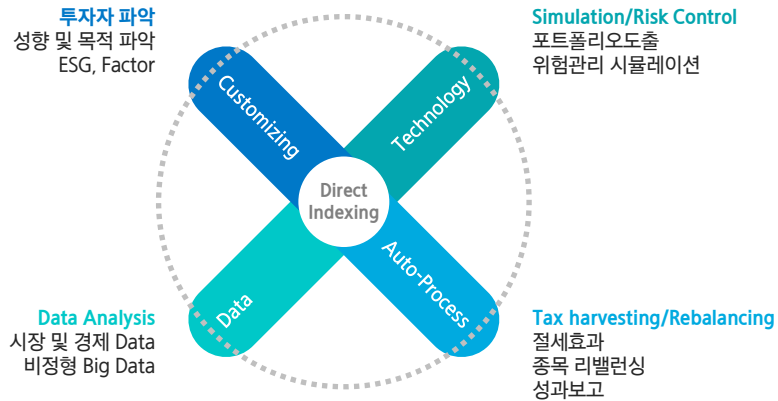
Data 분석과 다층분산 포트폴리오 구현능력: Direct Indexing을 제공하려는 업체는 우선 시장가격 data와 개별 기업의 재무관련 data, 그리고 시장상황을 판단할 수 있는 거시경제 관련 Data를 모두 축적해야 함. 시장의 주가지수를 추적하는 passive 포트폴리오를 구현하는 것은 상대적으로 용이하지만, 특정 투자자가 요구하는 목적과 성향에 적합한 포트폴리오를 구성하기 위해서는 광범위한 data source가 요구되기 때문임. 특히 각종 비정형 Big Data를 대상으로 인공지능을 활용한 분석도 요구되는 상황임.

특히 Direct Indexing은 다수의 투자자에게 개별적으로 Passive 포트폴리오를 제공해야 하며, 각 포트폴리오에서 Tax-Loss Harvesting 전략을 실시하고 ESG 관련 이벤트에 대응해야 함. Direct Indexing은 다층적으로 분산된 수천 개의 포트폴리오를 산출하고 rebalancing할 수 있어야 하며, 전적으로 자동화 프로세스(RPA, Robotic Process Automation)으로 진행되어야 함.

시장상황의 변화에 따른 개별 포트폴리오의 시장충격 여부 등을 시뮬레이션하고 이에 대한 대응전략도 자동적으로 산출할 수 있는 기능도 부수적으로 필요함. 위험관리 프로세스가 개별 포트폴리오에 차별적으로 적용되어야 하며, 대체 종목을 선별과 편출입 시점에 대한 판단도 이루어져야 함.

특히 Data Analysis와 Simulation, Rebalancing을 개별 투자자마다 자동화된 프로세스를 구현할 수 있다면, Direct Indexing의 한계(최소 투자단위, 운용비용 등)를 극복할 수 있음. 즉 Direct Indexing이 규모의 경제(Scale of Economic)를 달성하여 비용 절감과 투자대상 확대를 하기 위해서는 Data 분석과 다층 분산 포트폴리오 구현, Reporting을 자동화할 수 있는 내부 기술력이 관건임.

Direct Indexing의 핵심요소: 기술력



자료: 삼성증권

자기주도 투자문화의 확산: Direct Indexing의 저변 확대를 위해서는 자기주도 투자문화의 정착이 선행되어야 할 것임. 기성품으로서 ETF나 펀드를 통한 투자는 Customizing의 한계라는 제약을 내포하고 있으며, 개별 종목에 대한 Active approach는 높은 변동성(High risk, High return)에 노출될 수밖에 없음. Direct Indexing은 자기주도의 투자의사결정권을 최대한 반영할 수 있는 구조임.

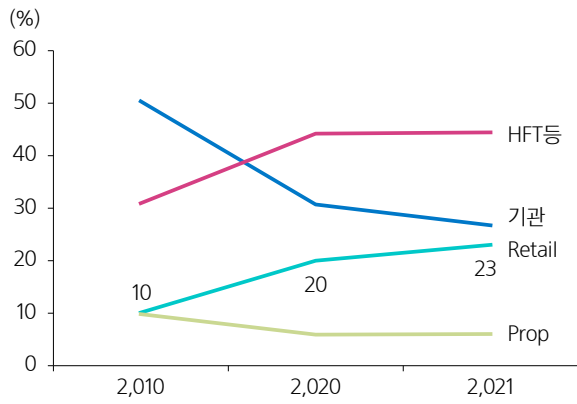
COVID-19 사태와 더불어 확인된 투자문화는 직접투자의 확산임. Direct Indexing이 직접투자 열풍과 맞물려 성장하였다는 점은 시사하는 바가 큼. 최근에 확인된 직접투자의 열풍은 Direct Indexing의 확산에 결정적인 역할을 하고 있음. 기성품인 ETF나 펀드보다 투자자의 목적과 성향에 최적화된 주식 포트폴리오를 직접 소유한다는 점에서, 직접 투자의 열풍을 가장 현실적으로 반영할 수 있는 운용방식이기 때문임.

McKinsey사의 최근 보고서("Crossing the horizon: North American asset management in the 2020s", 2021. 10)에서 Retail 투자자들의 주식시장 참여가 COVID-19 사태를 겪으면서 극적으로 증가하였으며, 이들의 특징은 장년층 중심의 기존 투자자들과 달리 20~30대의 소위 MZ세대가 주를 이루고 있다는 점과 투자의사 결정에 있어 상대적으로 높은 주관이 반영되고 있다는 점임. 특히 지속성장과 ESG 등에 높은 관심을 가지고 있음.

참고로 McKinsey 보고서에 따르면, Retail 투자자들의 주식시장 거래비중은 2010년 10%에서 2020년 20%으로 증가하였고, 2021년 상반기 기준으로 23%까지 늘어났음. 반면 기존 기관투자자들의 비중은 2010년 30%에서 2021년은 소폭 줄어든 26%에 머물렀음. 국내 주식시장에서는 개인투자자들의 거래 비중이 이전부터 높은 수준을 유지하였지만, 2020년 COVID-19 사태를 경과하면서 거래비중이 더욱 높아졌음. 2010년 개인투자자들의 거래비중은 64%이었으며, 2020년에는 76%까지 상승하였음.

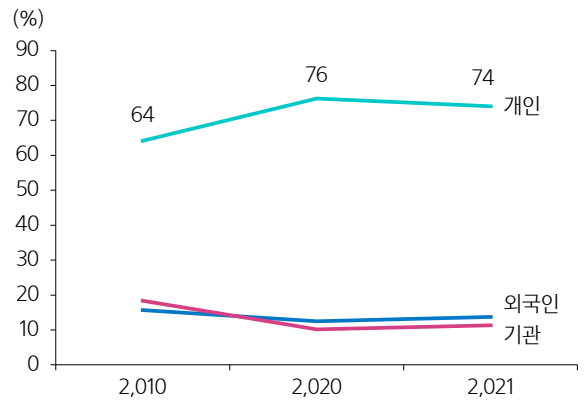
한편 증권예탁원에 따르면, 2020년 결산연도 기준으로 개인투자자들은 2019년에 비해 300만 명이 증가하였으며, 이 중 30대 이하 개인투자자는 161만 명이 증가한 것으로 나타남. 전체 개인투자자 증가분 중 절반 이상을 30대 이하 투자자들이 차지하였음. 또한 2020년 기준으로 30대 이하 개인투자자들이 보유한 금액은 67.8조원이며, 2019년의 34.2조원 대비 +98% 증가하였음.

미국 투자자별 주식거래 비중



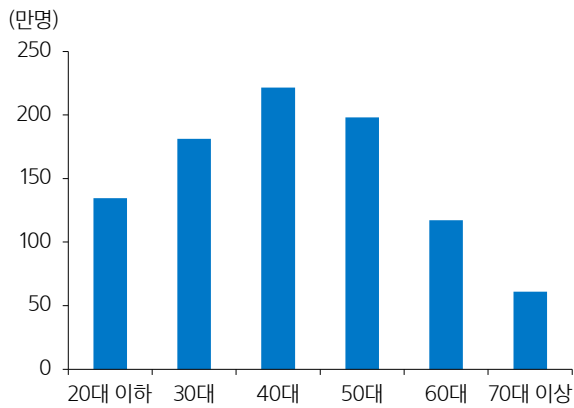
참고: McKinsey & Company, "Crossing the Horizon", 2021.10의 28pg 그림 참조
자료: Bloomberg, 삼성증권

한국 주식시장(KOSPI & KOSDAQ) 투자자별 주식거래 비중



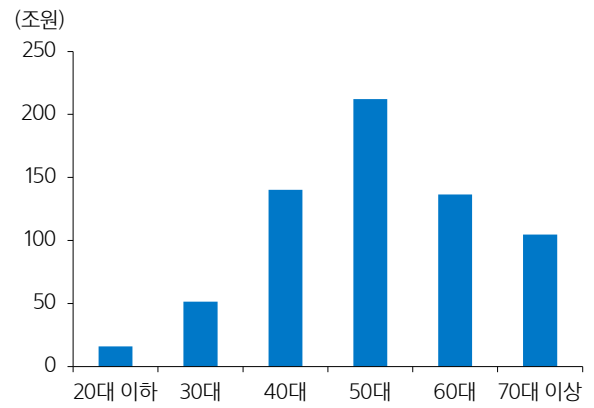
자료: KRX, 삼성증권

국내 개인투자자 연령별 계좌수 (2020년 기준)



자료: 한국예탁결제원 삼성증권

개인투자자 연령별 주식보유금액 (2020년 기준)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

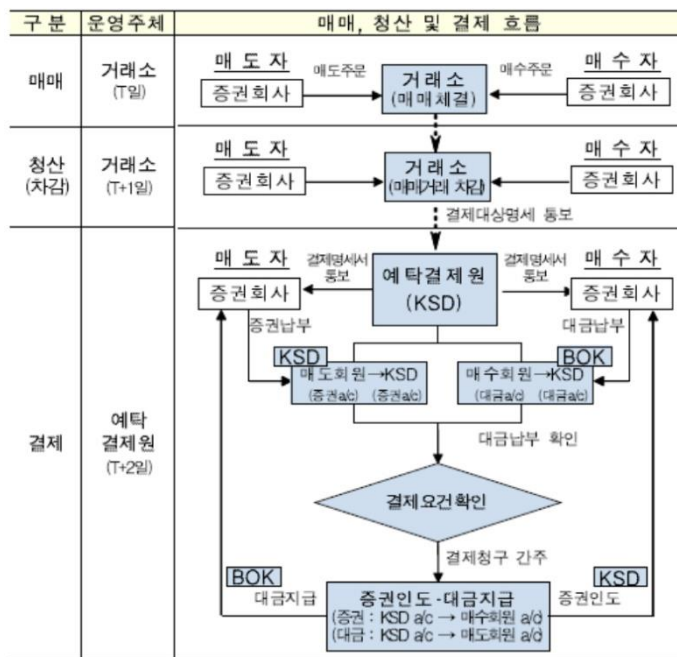
소수점 거래 시행예정

소수점 거래도입 예정: 지난 '21년 9월 금융감독당국은 “국내외 소수단위 주식거래 허용 방안”(9월21일 보도자료)을 통해, 국내외 주식에 대한 소수점 단위의 거래가 가능하도록 제도를 정비할 계획임을 밝혔음. 국내 주식에 대해서는 '22년 3분기 중에 서비스가 가능하고 해외 주식에 대해서는 소수단위 거래에 대한 특례규정이 제정되는 대로 '21년에 시행될 예정임.

국내 주식의 소수점 거래는 신탁제도(수익증권 발행 신탁)를 활용하여, 온주(정수단위 주수)를 여러 개의 수익증권으로 분할 발행하는 방식으로 이루어질 것임. 증권회사는 투자자의 소수단위 주식주문을 취합하여 증권회사 명의로 온주를 취득하고, 예탁결제원에 신탁재산(주식)을 이전하게 됨. 투자자는 소수단위의 주식을 직접 보유하지 않지만 신탁재산을 통해 주식에 대한 경제적 이익(배당금, 주식배당, 신주인수권 등)을 보유비율에 따라 분배 받을 권리를 보유하는 것임.

거래제도(안)에 따르면, 증권회사는 투자자로부터 소수단위 주문을 취합하여 예탁결제원에 신탁설정을 청구함. 취합된 소수단위 주문이 온주에 미달할 경우에는 증권회사의 자기매매를 통해 온주를 구성함. 예탁결제원에서 설정한 신탁재산을 증권회사가 투자자별로 주문 비율만큼 고객계좌에 등록함. 투자자가 보유한 수익증권은 거래소에서 매매되는 것이 아니며, 신탁재산의 증감으로 반영됨.

국내 소수점 거래제도(안)



참고: "국내외 소수단위 주식거래 허용방안", 2021.9 보도자료 참조
자료: 금융위원회

소수점 거래도입 효과: 소수점 거래가 도입되면, 무엇보다 종목당 최소투자금액의 인화로 투자자의 주식투자에 대한 접근성이 확대될 것으로 기대됨. 특히 고가 주식에 대한 소액투자가 가능해지며, 소규모 투자자금으로 수익다변화를 위해 다양한 포트폴리오를 효율적으로 구성할 수 있음. 즉 소수점 거래가 가능해지면 Direct Indexing 포트폴리오를 구성하기에 용이해짐.

증권회사의 경우 기존의 '주수'단위의 매매가 아닌 '금액'단위의 매매가 가능해짐. 특히 다수의 종목을 바스켓으로 주문하면서 금액기준으로 진행할 수 있음, 또한 포트폴리오 내에서 개별 종목의 비중에 대해 미세조정(fine tuning)을 실행할 수 있어, 보다 정교한 위험관리와 수익관리를 수행할 수 있음.

Bespoke Indexing 활용: 예를 들어 외국인투자자들이 한국주식 투자의 벤치마크로 활용하는 MSCI Korea를 추적하는 ETF(KODEX MSCI Korea)의 경우, 1CU(Creation Unit)을 확보하기 위해서는 10만좌 단위로 투자되어야 하며 최소 설정단위는 약 18억원에 달함. 참고로 해당 ETF에서 1CU당 최소 편입되는 주식은 LG생활건강(우)으로 3주가 편입됨. 해당 ETF 1CU가 18억원에 달하는 것은 추적지수의 구성 종목을 모두 편입할 수 있는(LG생활건강우 등) 최소한의 구성 규모이기 때문임. 일반투자자가 ETF 설정에 관여하기 어려운 거래규모임(현물납입 등의 요인도 일반투자자 참가를 제약함).

만일 소수점 거래가 도입되어 Direct Indexing을 실행할 수 있다면, KODEX MSCI Korea ETF의 1CU에 편입되어 있는 주식 편입수량의 1%만으로 포트폴리오를 구성할 수 있음. 예를 들어 LG화학의 경우 ETF에서는 1CU당 73주가 편입되어야지만 Direct Indexing 포트폴리오에서는 0.7주 보유하는 것으로 포트폴리오 구성이 가능함. 카카오 역시 ETF에서는 1CU당 493주가 편입되지만 Direct Indexing 포트폴리오에서는 4.9주만 보유함. MSCI Korea 구성종목 중 시가총액 상위 30종목을 보유하려면, ETF 기준으로는 1CU당 14억원에 달하지만 Direct Indexing 포트폴리오는 1,400만원으로 해당 주식 포트폴리오를 구성할 수 있음.

KODEX MSCI Korea 기본 포트폴리오와 Direct Indexing 사례 (시총상위 30종목 대상)

주식	ETF 1CU (주)	편입규모 (원)	Direct Indexing (주)	편입규모 (원)
삼성전자	7,574	521,091,200	75.7	5,233,634
삼성전자우	1,305	83,650,500	13.1	836,505
SK하이닉스	866	79,672,000	8.7	809,710
NAVER	195	74,490,000	2.0	768,300
LG화학	73	58,984,000	0.7	609,550
삼성SDI	87	58,377,000	0.9	597,690
카카오	493	57,681,000	4.9	596,530
현대차	220	46,420,000	2.2	458,700
POSCO	118	38,350,000	1.2	384,090
기아	418	35,195,600	4.2	350,702
KB금융	626	33,616,200	6.3	338,040
셀트리온	153	32,971,500	1.5	336,600
현대모비스	105	28,455,000	1.1	286,125
신한지주	696	27,004,800	7.0	269,352
삼성바이오로직스	26	21,554,000	0.3	221,520
SK이노베이션	81	20,979,000	0.8	213,030
하나금융지주	476	20,967,800	4.8	207,298
LG전자	169	20,618,000	1.7	208,715
LG생활건강	15	20,100,000	0.2	201,300
삼성물산	133	15,960,000	1.3	158,935
엔씨소프트	26	14,976,000	0.3	150,280
KT&G	185	14,929,500	1.9	150,035
삼성전기	89	13,884,000	0.9	141,065
SK	50	13,200,000	0.5	132,250
LG	137	12,795,800	1.4	129,465
HMM	411	12,042,300	4.1	122,478
셀트리온헬스케어	135	11,799,000	1.4	120,420
삼성화재	49	11,711,000	0.5	117,355
우리금융지주	802	9,463,600	8.0	93,834
한국전력	407	9,299,950	4.1	92,593
소계		1,420,238,750		14,336,101

참고: 2021년 10월13일 종가기준, Direct Indexing 사례는 ETF의 1/100 수준으로 설정하였음

자료: KODEX, 삼성증권

금융투자소득세 도입

2023년 도입: 주식과 채권, 펀드와 파생상품 등 각종 금융투자상품에 대한 과세체계가 2023년부터 금융투자소득세로 통합될 예정임. 현행 과세체계에서(2021년 현재) 국내 상장주식의 경우 소액주주는 양도소득세가 부과되지 않고 대주주에게만 과세가 이루어지고 해외 상장주식에 대해서는 양도소득이 과세범위에 포함되어 있음. 파생상품은 국내외 주가지수 관련 상장파생상품에 대해 양도소득세(탄력세율 10%)가 부과됨. 펀드는 매매차익에 대해 배당소득이 부과되지만, 국내 주식형 공모펀드에 한해서는 비과세임. 채권의 이자수익에 대해서는 이자소득세를 부과하지만 채권의 매매차익에 대해서는 비과세임.

2023년부터는 주식과 채권, 펀드와 파생상품의 매매차익에 대해 금융투자소득으로 통합과세하고 과표에 따라 차등 적용함(3억원 이하 20%, 3억원 초과분 25%). 기본공제는 국내 상장주식과 주식형 공모펀드는 5천만원까지 매매차익에 대해 공제를 하며 기타 금융투자소득에 대해서는 250만원 공제를 실시함. 또한 손실분에 대해서는 5년까지 이월공제가 가능함. 특히 금융투자소득 내 손익통산이 모두 허용되기 때문에, 주식과 파생, 주식과 펀드의 상호 손익통산을 통한 절세가 가능함.

금융투자소득 개편내용

구분	현행 (2021년)	금융투자소득 도입
세율	<ul style="list-style-type: none"> 대주주 및 비상장법인 주식: 10~30% 파생상품 양도소득: 탄력세율 10% 펀드 양도소득: 배당소득세 14% - 금융소득 2천만원 초과시 종합과세 대상 - 국내 주식형펀드 비과세 채권 양도소득: 비과세 	<ul style="list-style-type: none"> 주식, 펀드, 채권, 파생상품 등 금융투자소득 통합과세 시행 - 과세표준 3억원 이하 20% - 과세표준 3억원 초과분 25%
공제	<ul style="list-style-type: none"> 기본공제: 주식 250만원 파생상품 250만원 손실이월공제 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 기본공제: 국내 상장주식 및 국내주식 공모형 펀드 5천만원 기타 금융투자소득 250만원 손실이월공제: 5년
손익통산	<ul style="list-style-type: none"> 국내 주식과 해외 주식 간 손익통산 (파생상품 투자 손익통산) 	<ul style="list-style-type: none"> 금융투자소득 내 손익통산 허용

참고: 신우리·송현재, "금융투자소득세 도입의 세수효과", 예산정책연구 10월3호 2021.10 참조
 자료: 국회예산정책처, 삼성증권

증권거래세 존치 여부: 2023년 금융투자소득과세가 도입되면서 주식시장에 부과되었던 증권거래세는 큰 변화를 보일 것임. 2021년 현재 KOSPI시장과 KOSDAQ시장의 증권거래세는 각각 8bp와 23bp임. KOSPI 시장은 증권거래세와 더불어 농특세(농어촌특별세) 15bp가 같이 부과되기 때문에 실질적으로 KOSPI시장의 증권거래세는 23bp임. 2022년까지 KOSPI와 KOSDAQ 시장에서는 23bp의 증권거래세가 유지됨.

금융투자소득세가 도입되는 2023년부터 KOSPI시장의 증권거래세는 폐지되며, KOSDAQ시장의 증권거래세는 23bp에서 15bp로 인하됨. 다만 KOSPI시장의 경우 농특세는 유지되기 때문에, KOSPI시장과 KOSDAQ시장의 실질적인 거래세는 15bp가 잔존하게 됨. 증권거래세의 존치 여부에 대해서는 여전히 많은 논란이 남아있어, 향후 정책적 판단과 입법 과정을 살펴보아야 할 것임.

증권거래세 연도별 변화

시장	구분	2020	2021	2022	2023
KOSPI	증권거래세	0.10	0.08	0.08	0.00
	농특세	0.15	0.15	0.15	0.15
	(합계)	0.25	0.23	0.23	0.15
KOSDAQ	증권거래세	0.25	0.23	0.23	0.15
KONEX	증권거래세	0.10	0.10	0.10	0.10

참고: 증권거래세법 제38조
 자료: 삼성증권

2023년부터 금융투자소득과세가 적용되더라도 현행법으로는 KOSPI시장과 KOSDAQ시장 모두 15bp의 거래세가 부과되는 상황임. 거래세의 존치는 Tax Loss Harvesting 전략을 실행하는데 있어 걸림돌로 작용할 수 있음. Tax Loss Harvesting을 통해 절세효과를 노릴 수 있지만, 손실주식의 매도과정에서 발생하는 거래세가 절세효과를 감소시킬 수 있으며, 심지어 기대한 절세효과를 초과하는 거래비용이 발생할 수도 있기 때문임.

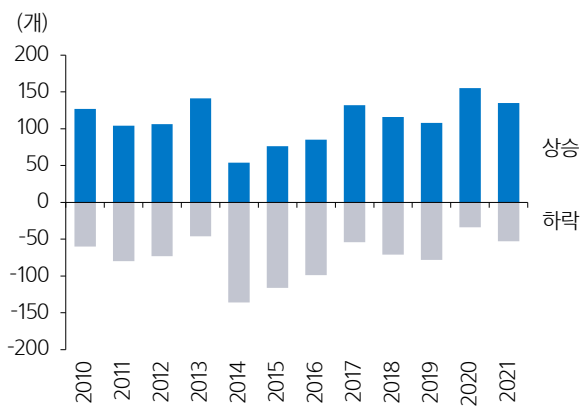
이에 따라 2023년 이후에도 15bp의 실질적인 거래세가 유지된다면, 기본 공제규모를 최대한 활용하는 방안(국내주식 및 주식형 펀드(ETF 포함) 5,000만원 기본공제)과 거래세 부과면제 대상 상품(ETP 등)을 활용하는 방안을 Tax Loss Harvest 전략에 고려해야 할 것임.

2023년 이후 Tax Loss Harvesting 전략 활용 기대: 2023년부터 금융투자소득세가 도입되면, Direct Indexing의 활용 목적 중 하나인 Tax Loss Harvesting 전략을 적용할 수 있을 것임. Direct Indexing의 활용 목적에는 투자자의 목적과 성향에 최적화된 Passive 전략을 추구하는 것이며, 기성품인 ETF나 펀드가 실행하지 못하는 Tax Loss Harvesting 전략도 포함되어 있음. Tax Loss Harvesting 전략은 손실 종목 매도를 매도하여 과표기준가를 낮추는 접근이며, 이는 투자자산의 손익통산이 가능한 과세체계에서 가능한 절세방식임. 참고로 KOSPI200과 KOSDAQ150 구성종목의 2010년 이후 연간 하락종목의 비율은 각각 37%와 31% 수준임.

2023년에 도입되는 금융투자소득세의 특징 중 하나는 국내 주식과 국내 주식형 펀드에 대한 기본공제 금액이 5천만원에 달한다는 점이며, 손실이월공제가 5년까지 가능하다는 점임. 그리고 금융투자소득 내 손익통산이 허용되는 것도 주목할 부분임. 따라서 국내 주식과 해외 주식을 대상으로 Direct Indexing을 구현한 투자자에게 손실종목을 선별하여 기본공제의 규모(국내 주식 5000만원, 해외 주식 250만원)를 최대한 활용하는 방법을 제시할 수 있을 것임. 또한 Direct Indexing으로 구현한 포트폴리오가 국내 주식과 ETP 등을 포함하고 있을 때에도 기본공제를 최대한 활용할 수 있는 손실자산의 선별이 필요함.

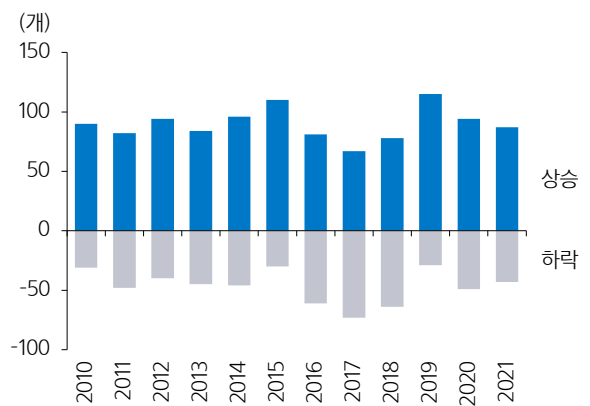
특히 Direct Indexing에서 제공할 수 있는 Tax Loss Harvesting 전략은 단순히 손실종목의 제외를 통한 절세효과 추구뿐 만 아니라 손실종목의 매도에도 불구하고 포트폴리오의 투자목적 유지하고 유입된 현금자산의 재투자를 실행해야 함. 예를 들어 손실종목과 같은 업종 내의 대체종목을 선별하여 Direct Indexing 포트폴리오를 리밸런싱해야 함. 만일 손실종목의 매도와 현금성 자산을 보유한다면, 해당 자산의 반등기회를 활용하지 못할 수 있기 때문에, 대체 자산을 선별하여 포트폴리오에 편입하는 것이 필요함. 또는 특정 업종에 투자하는 Direct Indexing 포트폴리오에서 손실 종목을 매도하면서 해당 업종의 exposure를 갖고 있는 업종 ETF를 편입하는 방법도 Direct Indexing에서 접근 가능한 방법임.

KOSPI200 구성종목 연도별 상승/하락 종목수



자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150 구성종목 연도별 상승/하락 종목수



자료: KRX, 삼성증권

Customization과 규모의 경제를 동시에 달성할 수 있는 기술력 필요

Mass Customization을 위한 플랫폼 구축: Direct Indexing이 이전에는 고액자산가 또는 일부 연기금에 국한되어 서비스된 요인 중 하나는 '복잡성'과 '비용'임. 투자자의 목적과 성향에 적합한 포트폴리오를 구성하기 위해서는 다양한 필터링을 적용하면서도 안정적으로 관리되는 포트폴리오를 구현해야 함. 또한 절세 효과 등을 위해 구성 종목의 리밸런싱이 이루어지더라도 비용과 절세 성과를 감안해야 함. 이 같은 작업을 대부분 수작업으로 진행함에 따라 운용인력과 시간적 비용이 증가할 수밖에 없음. 때문에 다수의 개별주식을 직접 보유하는 Direct Indexing의 경우 이전에는 최소한 투자금액이 일정 수준 이상을 충족해야 함.

최근에는 최소화된 거래수수료와 소수점거래 등으로 포트폴리오 구성과 리밸런싱에 소요되는 거래비용의 부담이 많이 완화되었음. 그럼에도 불구하고 Direct Indexing이 새로운 투자운용기법으로 확산되기 위해서는 규모의 경제를 달성해야 함. 최소 투자금액의 하향 조정과 함께 수많은 투자자들에게 특화된 개별 포트폴리오를 제공할 수 있는 기술적 능력이 필요함.

예를 들어 개별적으로 특화된 Direct Indexing을 제공하기 위해서는 투자성향과 목적에 적합한 주식 포트폴리오를 구현할 수 있는 운용기술이 필요함. 광범위한 시장 Data와 재무 Data 등을 축적하고 분석할 수 있는 Data Analysis 기술이 필요함. 수백 수천 개의 개별 포트폴리오에 대한 리밸런싱과 reporting이 자동적으로 구현될 수 있는 자동화 시스템도 필수적임.

이전에는 소수의 금융기관이 대형 연기금 등의 자산을 위탁 운용하는 OCIO를 과점하는 상황이었다면, Direct Indexing이 금융기술과 맞물려 성장할 경우 대중부유층(mass affluent)에게 개별적으로 운용서비스를 제공할 수 있는 OCIO가 다양하게 활성화될 수 있을 것으로 기대됨. 기술의 발달로 Direct Indexing의 운용비용이 낮아질수록 규모의 경제를 달성하는 시간은 더욱 빨라질 수 있음.

ETP를 포함한 주식운용전략으로 성장 가능성

주식투자의 새로운 Framework: 소수의 개별주식에 치우친 투자는 고위험 고수익에 노출될 수밖에 없음. 시장지수나 특정 업종/테마를 추적하는 ETF를 투자할 때 투자자의 성향이나 목적에 정확하게 부합된다고 평가하기에는 부족한 측면이 존재할 것임. Direct Indexing은 개별주식을 보유하면서도 Passive 운용에 근접하도록 낮은 회전율을 지향하며, 투자자의 목적과 성향에 최대한 적합한 포트폴리오를 구현하는 기법임. 특히 국내에서 금융투자소득세가 도입되면, 절세효과도 추구할 수 있음.

자산운용업계 입장에서도 자산운용 자체가 점차 'commodity'화되는 상황에서 운용서비스의 'value'를 투자자에게 입증해야 하는 상황임. 개별주식과 ETF의 중간 지점에서 Direct Indexing이 자리매김할 수 있는 영역이 존재할 것임. 국내에서는 Direct Indexing의 성장배경으로 거론되는 소수점 거래와 금융투자소득세의 도입이 조만간 이루어진다는 점에서, Direct Indexing의 성장 기회를 찾을 수 있음.

대중부유층에서 저변 확대 가능: 국내에서 Direct Indexing에 대한 인식이 낮기 때문에, Direct Indexing이 정착하기 위해서는 이미 활발하게 거래되고 있는 760여개의 ETP(ETF, ETN)를 포함한 주식운용전략의 일환으로 접근하는 것이 상대적으로 용이할 것임. 특히 거래세 면제대상인 ETP를 활용하여 포트폴리오의 Core를 구성하고, 개별 투자자의 목적과 성향에 부합되는 개별 주식을 직접 보유하는 혼합형 접근도 가능할 것임.

참고로 증권예탁원의 자료에 따르면, 주식보유금액 계층별 현황에서 1억원~10억원 보유자들의 전체 금액이 2019년 111조원에서 2020년 212조원으로 급증하였음. 특정 종목에 쏠린 개별주식 패턴에서 Direct Indexing을 통해 분산효과와 향후 절세효과까지 추구할 수 있는 잠재 투자자층이 빠르게 성장하고 있음을 보여주는 사례임.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM