



## ELS발행현황과 헤지 및 금융감독당국의 규제현황 - 홍콩HSCEI지수 기초 ELS를 중심으로 -

나 지 수 (한국거래소)

ELS는 저금리·저성장 기조 속에 투자수익에 대한 투자자의 니즈, 주식의 고위험, 채권의 저금리에 대한 대체자산으로 그 수요가 증가하면서 그 시장이 크게 성장하였다. 시세조종 등으로 민사 형사소송이 제기된 개별주식형 ELS과는 달리 지수형 ELS는 그럴 여지가 낮아 지수형 발행이 활발하였고, 특히 최근 몇 년간에는 변동성이 작은 코스피200보다는 변동성이 높은 홍콩HSCEI, 유로STOXX 등 해외지수를 기초자산으로 하는 비율이 높았다. 그러나 특정지수에 쏠림현상과 증권사 자본대비 과도한 파생상품발행 등은 투자자들의 원금손실 및 증권사들의 자산건전성 위험을 높이고 있어 금융당국은 ELS 기초자산 편종을 방지하는 등 관련 규제를 강화하고 증권사의 판매 실태 등을 점검하고 있다. 증권사와 금융당국은 최근 3년간 손실상환된 ELS손실율 및 변동분, 이익상환된 ELS의 이익률 및 변동분, 조기 및 만기상환 가능성, 손실가능성(비율) 등을 가입시 제공하여 ELS의 손실위험을 전문가가 아닌 투자자들의 눈높이에서 수치화하여 보여줄 필요가 있다. 그리고 투자자들은 ELS 투자시 가입상품을 이해하고 최소한의 유의사항을 체크하고 투자하여야 할 것이다. 또한 증권사 건전성, 전체 시장건전성과 관련하여 발행 및 헤지를 담당하는 증권사등과 금융규제당국의 책임있는 자세가 필요하다. 기초자산 시장에 비하여 ELS시장의 규모가 지나치게 커져 시장이 왜곡되지 않도록, 또한 동일구조, 동일자산을 가진 획일적 상품이 시장에서 다수 발행되어 동일위험에 노출되는 시스템리스크를 관리할 필요가 있다. 증권사 등의 의견수렴을 거쳐 금융당국이 합리적 기준을 마련하고, 증권사는 이를 자율적으로 지켜 증권사의 건전성을 유지 및 강화하여야 할 것이다.

### [ 1 ] 서론

일반적으로 주가연계증권(ELS:Equity-Linked Securities)이란 지수, 채권, 주식 등을 기초자산으로 내장한 구조화 증권<sup>1)</sup>의 일종으로서 투자수익이 특정

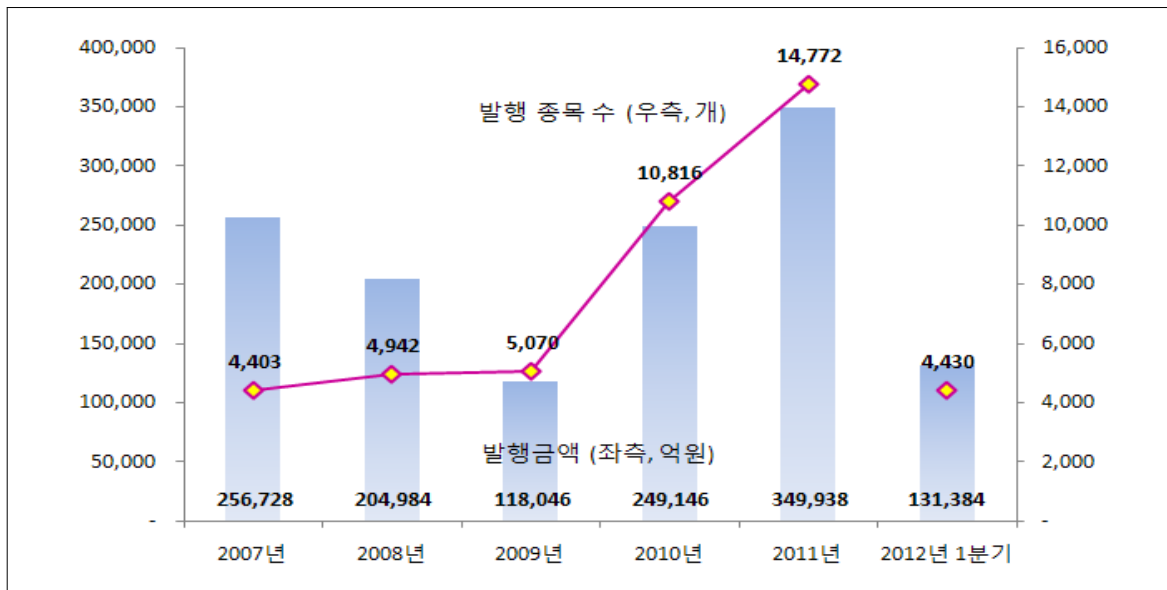
주권의 가격 또는 주가지수의 변동에 연계되어 결정되는 금융투자상품을 말한다. 법적으로는 舊증권거래법 및 동시행령상 근거를 두고 도입하였고, 2009년 제정

1) 구조화 상품(Structured Products) : 통상적인 채무증권이나 지분증권에 옵션, 선물, 스왑 등 파생상품을 내장시키거나 금융공학기법 또는 리스크관리기법 등 특정한 구조를 첨가시켜 현금흐름을 변형시키거나 합성 또는 유동화시킨 증권이다

된 자본시장법에서는 증권의 포괄주의에 따라 ELS, ELW, DLS를 통합하여 파생결합증권<sup>2)</sup>으로 분류하고 있다. 증권설계적 측면에서보면 ELS는 주로 채권에 주식파생상품이 결합되는 경우가 대부분이기 때문에 외국에서는 ELN(Equity-Linked Note, 주가연계채

권)으로 불리며, 일종의 채권이기 때문에 발행사인 증권사의 관점에서는 부채에 해당한다고 할 수 있다. 따라서 ELS 발행금액이 커진다는 것은 증권사가 장래에 투자자에게 변제해야할 금액이 커진다는 의미로도 해석할 수 있다.

〈그림 1〉 분기별 연도별 ELS 발행금액 및 종목수



출처 : 예탁결제원

저금리·저성장 기조 속에 투자수익에 대한 투자자의 니즈, 주식의 고위험, 채권의 저금리에 대한 대체자산으로 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요가 꾸준히 증가했다. 그에 비하여 금융위기로 인한 주식형 펀드의 수익률 하락으로 대규모 자금유출이 주식시장에서 유출된 이후 유동자금의 투자처가 부재한 상황이었다. 해외선진금융시장에서는 뮤추얼펀드의 대체재로 ETF가 성장하였으나, 국내 ETF시장은 성장이 늦어 ELS에 대한 니즈가 더욱 증가하였다.

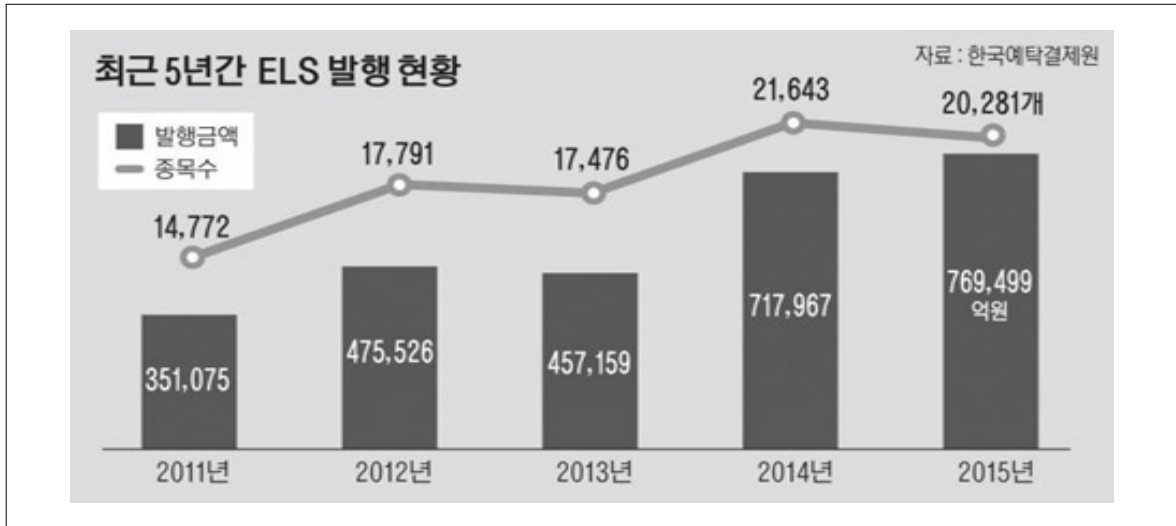
아래 최근 5년간 ELS발행현황을 살펴보면 증권업계 합산 2011년 35.1조원에서 2015년 76.9조원으로

크게 증가하였다(15년 상반기 중 발행규모가 급증하였으나, 15년 하반기 이후 시장환경의 악화로 발행액 및 상환규모가 감소추세였다는 점을 감안할 때 국내외 시장환경이 좋았다면 그 규모는 더욱 크게 증가하였을 것이다). ELS를 비롯한 파생결합상품 발행의 증가는 증권사의 수익제고에 크게 기여한 측면이 있다. 반면에 증권사는 그만큼 보유한 기초자산의 신용위험, 시장위험 등 리스크에 노출 또한 커졌다고 할 수 있다.

2) 자본시장법 제4조(증권) ⑦ 이 법에서 “파생결합증권”이란 기초자산의 가격이자율·지표단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다.



〈그림 2〉 최근 5년간 연도별 ELS 발행금액 및 종목수



저금리 기조 속에 계속적으로 발행금액이 증가하는 추세 속에서 시세조종 등으로 민사 형사소송이 제기된 개별주식형 ELS과는 달리 지수형 ELS의 발행이 활발하다. 특히 최근 몇 년간에는 변동성이 작은 코스피200 보다는 변동성이 높은 홍콩HSCEI, 유로STOXX 등 해외지수를 기초자산으로 하는 비율이 높았다. 그런 상황에서 홍콩 HSCEI 지수가 '15.5.26일 최고치(14,801)를 기록한 후 중국 증시불안으로 크게 하락하여 '16.1월에는 7800대까지 떨어졌다. 기초자산 지수 하락으로 조기상환이 줄어들면서 발행잔액이 감소하였다. 최근에는 증권사들이 수익성을 높이기 위해 자체헤지를 하는 경우가 늘어서 기초자산의 하락에 따라 손실을 입는 경우가 많았고, 증권사의 건전성, 투자자의 원금손실 등 우려로 금융당국의 ELS관련 대책이나, ELS관련기사 언론보도가 2015년 말부터 빈번하였다. 이 글에서는 특정 기초자산에 쏠림현상과 증권사들의 자체헤지 비중 증가에 따른 최근 ELS관련 리스크 증가와 관련해 그 현황을 살펴보고 투자자보호방안, 증권

사의 건전성을 포함한 금융당국의 규제현황을 살펴보고자 한다. 전체 ELS 발행금액 중 자체헤지 ELS 비중을 중심으로 규제하려는 현재의 금융당국의 규제방식보다는, 다양한 ELS상품개발, 헤지방법 다양화, 헤지의 질을 고려하여 시장구조를 정상화하면서 성장시키는 방식이 장기적으로 유효할 것이다.

이 글의 순서는 다음과 같다. ELS의 발행과 관련한 상품구조설계, 프라이싱, 헤지, 발행 등 절차를 간단히 살펴보고, ELS의 대표적 상품인 원금비보장 스텝다운형 ELS의 상품구조를 알아보겠다. 발행사의 수익구조, 원금보장여부 및 기초자산, 공모 및 사모여부에 따른 ELS분류와 발행현황을 살펴겠다. 둘째로, ELS헤지구조, 원금비보장 ELS헤지의 특징 및 기초자산의 수익률에 따른 델타값 변화 등을 살펴보겠다. 그리고 이를 바탕으로 지수형 ELS, 특히 HSCEI지수를 기초로 하는 ELS의 녹인효과와 위 ELS의 지수등락에 따른 추정손실, 최근 금융당국의 감독 및 규제추이를 살펴보겠다.

## 2 주가연계증권(ELS)의 개관 및 현황

### 2.1 ELS 상품구조 및 종류

#### 2.1.1 ELS의 발행<sup>3)</sup>

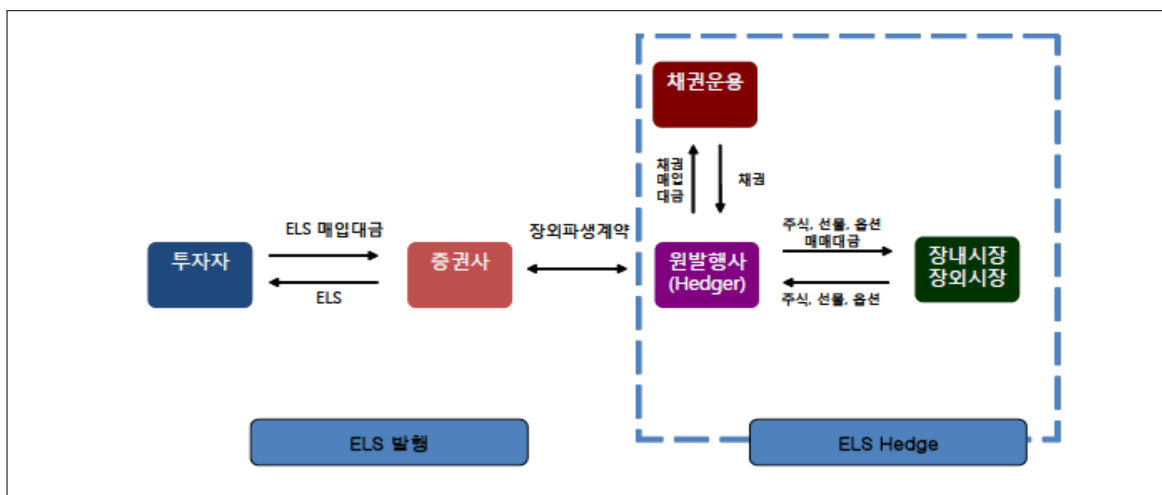
ELS는 한국거래소 장내시장에 상장 및 유통되지 않고, 장외에서 사모 또는 공모의 방식으로 발행되고,

발행사는 자체적인 헤지 프로세스를 구축하거나(자체 헤지) 같은 손익구조를 가진 상품을 외부로부터 구입한 뒤 ELS를 발행하여 투자자에게 판매한다(백투백 헤지). 즉 백투백헤지의 경우 발행사와 헤지사가 별도로 존재함에 반하여 자체헤지의 경우 발행사가 헤지업무까지 담당하는 것이다.

〈그림 3〉 ELS 발행절차



〈그림 4〉 ELS발행과 헤지



#### 2.1.2 ELS의 상품구조

스텝다운(Step-Down)형 ELS는 대표적인 원금비

보장형 ELS상품으로 조기상환 조건이 계단식으로 낮아지는 구조이다. 조기상환 조건을 달성하지 못한 경우에는 다음 조기상환 평가가격이 한 단계 하락하며,

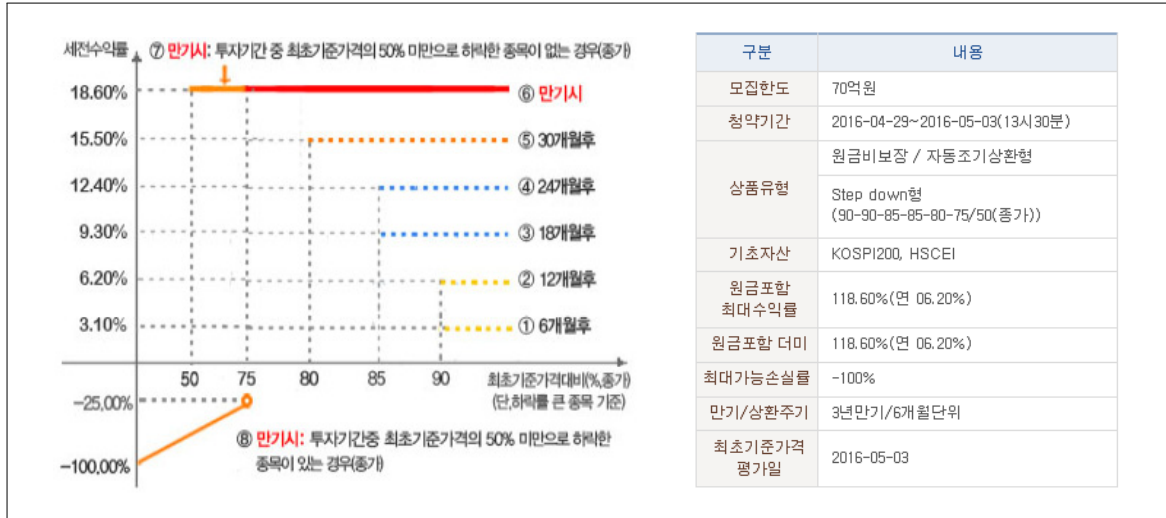
3) 프라이싱(Pricing)은 ELS의 기초자산과 수익구조를 설계한 다음 이론가를 계산하여 발행 수수료를 확정짓는 것으로 이론가는 적절한 마진의 산출과 헤지운용에 필수적이다. 옵션의 가격은 블랙-숄즈 공식을 따고, 모든 포트폴리오는 블랙-숄즈 편미분방정식을 만족하여, ELS 또한 일종의 채권·옵션 포트폴리오이므로 역시 공식을 만족한다고 가정한다.



만기까지 조기상환이 안된 경우 투자기간 중 기초자산 가격이 일정수준 이하로 내려간 적이 있으면 원금손실이 발생한다. 매번 자동조기상환시점에 행사가격이 낮아져 자동조기상환이 안되어 다음번 회차로 이연되더라도 안도감을 줄 수 있다는 것이 스텝다운형 ELS의

최고장점이다. 최근 대부분의 ELS가 기초자산이 2개인 스텝다운형으로 발행되고 있고, 2009년 이후 델타 헤지와 관련된 시세조종 등 민형사상 판결을 만들어낸 대부분의 상품이 이 유형 중 개별주식을 기초자산으로 하는 상품이다.

〈그림 5〉 원금비보장 Step-down형 ELS 수익구조 및 개요 예시



〈그림 5〉는 2016.5월 현재 판매중인 지수형 ELS의 상품구조의 예이다. 코스피200과 HSCEI지수를 기초

자산으로 하는 원금비보장 스텝다운형 ELS이다.

〈표 1〉 그림5 상품의 기초자산 과거데이터를 이용한 수익률 모의실험

| 상환구분    | 수익률    | 발생횟수 | 발생빈도    |
|---------|--------|------|---------|
| 1차 조기상환 | 3.10%  | 2966 | 60.87%  |
| 2차 조기상환 | 6.20%  | 449  | 9.21%   |
| 3차 조기상환 | 9.30%  | 342  | 7.02%   |
| 4차 조기상환 | 12.40% | 133  | 2.73%   |
| 5차 조기상환 | 15.50% | 164  | 3.37%   |
| 만기상환    | 18.60% | 152  | 3.12%   |
| 손 실     |        | 667  | 13.69%  |
| 진 행 중   |        | 0    | 0.00%   |
| Total   |        | 4873 | 100.00% |

이 상품은 매 6개월마다 조기상환의 기회를 부여하는데, 1차, 2차는 기초자산의 가격이 최초 기준가격의 90%, 3차, 4차는 85%, 5차는 80%이상이면 연 6.2%의 수익률로 조기상환 된다. 만기에는 기간 중 기초자산의 가격이 50% 이하로 떨어진 적이 없는 경우 18.6%의 수익률을 지급하며, 50%이하로 떨어진 적이 있는 경우에는 하락률에 따라 손실 발생하고 최대가능손실률은 -100%, 즉 투자원금의 전액까지 손해볼 수 있는 구조이다.

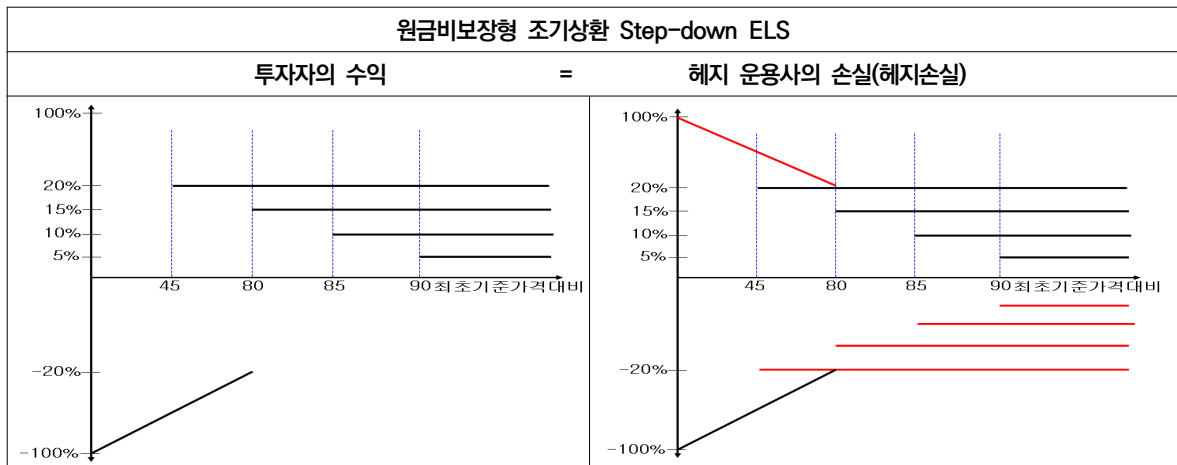
조기상환구조의 실상은 1~2차 조기상환에서 상환확률은 70%정도 되지만, 2~5차 조기상환률의 상환확률의 합계는 16~17%정도이다. 상환구조에 따른 상환가능성이 상품설명서에 기재되어 있지만 그 의미가 투자자에게 제대로 설명되었는지, 조기상환구조가 투자자가 가입시 기대하는 수준의 안전장치로 기능하는

지 의문이다.

### 2.1.3 발행사의 수익구조

ELS발행사의 수익은 판매수익과 운용손익(백투백 헤지의 경우에는 헤지사가 담당)으로 나뉜다. 판매수익은 판매수수료에서 성과급 등을 제외한 수익(백투백 헤지시 운용수수료도 제외)이다. 운용손익은 상환손익(ELS 상환여부에 따른 손익)과 헤지손익(헤지거래를 수행하면서 얻은 손익)으로 나눌 수 있는데, 원금비보장형의 경우에 상환손익은 투자자와 헤지사간 이해관계가 정확히 반대방향이다. 검은선인 투자자의 수익은 정확하게 대칭하여 헤지사의 손실로 이어짐을 알 수 있다.

〈그림 6〉 헤지운용사의 상환손익



헤지사는 운용실적에 관계없이 약정된 수익금을 지급해야 하므로 펀드와 달리<sup>4)</sup> 운용실패의 위험을 헤지사가 부담한다. 따라서 델타헤지의 불완전성에 따른 손실위험이 존재하고 이런 수익구조를 가진 “종목형” 스텝다운형 ELS의 경우 헤지사는 조기나 만기상환을 방해할 개연성이 상품구조상 존재한다고 할 수 있었다. 특히 각 상환평가일에 주가가 기준가격을 약

간 상회하는 상황에서 같등이 더욱 커질 수 있다. 주가가 하락하더라도 기초자산의 매도에 의해 가격변동 위험을 회피하고자 하는 운용사의 이익과 기초자산의 주가를 그대로 유지하여 수익금을 지급받고 원금손실의 위험을 회피하고자 하는 투자자의 이익이 서로 충돌하게 될 가능성이 컸다. 운용사가 델타헤지 과정에서 상환금 지급을 위한 자금을 마련하지 못하여

4) 펀드를 관리하는 자산운용사와 달리 ELS발행사는 투자자에게 자금운용방식을 제시할 필요가 없고, 투자수익결정방법만을 제시한다. 펀드와 달리 ELS발행을 통해 조달된 자금을 사용하는 데에는 법적인 제약이 없으나 그 위험을 관리하기 위해 발행사는 헤지거래를 한다.



손실이 예상되거나 ELS운용에 따른 이익을 투자자에게 지급하는 대신에 운용사나 트레이더가 독점하려는 경우에 이익 충돌 가능성은 더욱 심화될 수 있었다. 또한 주가가 하락하여 Knock-In Barrier에 근접해갈 때도 갈등이 증폭된다고 할 수 있다. 운용사 입장에서 Knock-In 직전에서 델타값이 매우 커져 정상적인 델타헤지가 불가능하므로 주가가 더 하락하여 Knock-In이 발생하는 것이 유리하지만, 투자자 입장에서는 Knock-In이 되면 원금손실의 위험이 발생하는 것이다. 이러한 헤지사와 투자자의 이해상충의 문제로 상환과 관련된 대량매도로 민·형사상 시세조종 소송에 종목형 스텝다운형 휘말리면서 현재는 지수형 ELS가 주류를 이루고 있다.

그러나 지수형 ELS도 기초자산인 지수가 하락하여 Knock-In Barrier에 근접해갈 때 헤지사는 기초자산을 운용하면서 얻은 손실 뿐만 아니라 투자자에게 상환하여야 하는 리스크까지 부담하는 것은 여전하다. 올해 초 홍콩H지수와 관련한 ELS 우려도 증권사의 과도한 파생상품 발행 및 자체헤지로 인한 헤지 비용의

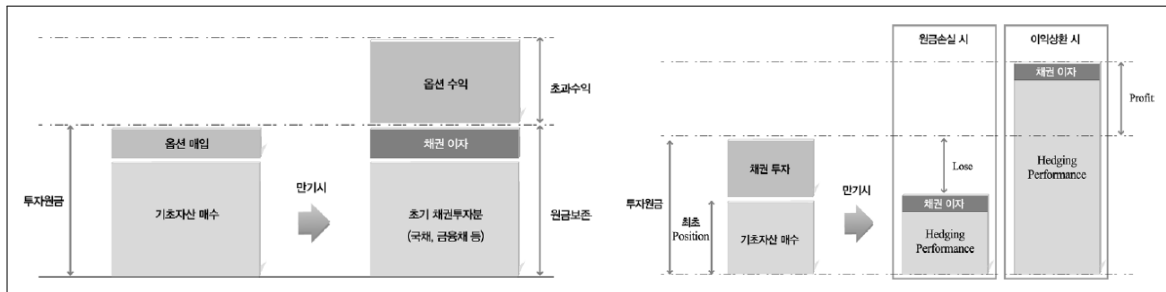
증가로 증권사의 자산건전성 악화와 상환능력 부족의 잠재화된 문제가 수면위로 올라올 가능성 때문이었다.

## 2.2 ELS 분류와 발행현황

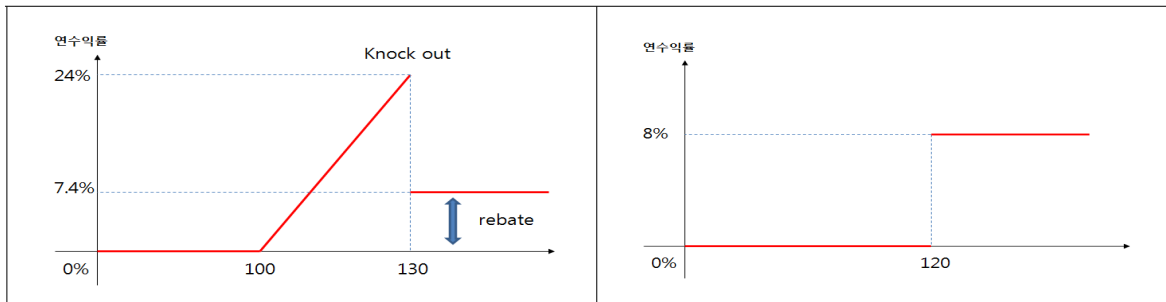
### 2.2.1 원금보장여부에 따른 분류

ELS는 상품설계에 따라 원금보장형 상품과 원금비보장 상품으로 분류할 수 있다. 원금(전액부분)보장형 ELS는 투자원금 중 대부분을 국공채 등의 우량채권에 투자하고, 일부는 옵션 복제 재원으로 사용한다. 우량채권에 투자한 원금과 이자를 합하여 사전에 제시한 수준의 원금을 보장하며, 원금보장 수준은 투자자의 성향에 따라 채권 투자분을 조절함으로써 변경 가능하다. 원금비보장형 ELS는 고객 납입금액 중 일정비율을 주식 등 기초자산에 투자하여 꾸준히 운용(헤지)하고, 이렇게 확보한 수익으로 ELS 상환시점에 정해진 수익률을 지급함으로써 원금보장형보다 상대적으로 높은 수익률을 기대할 수 있다.

〈그림 7〉 원금보장형 / 원금 비보장 ELS의 구조



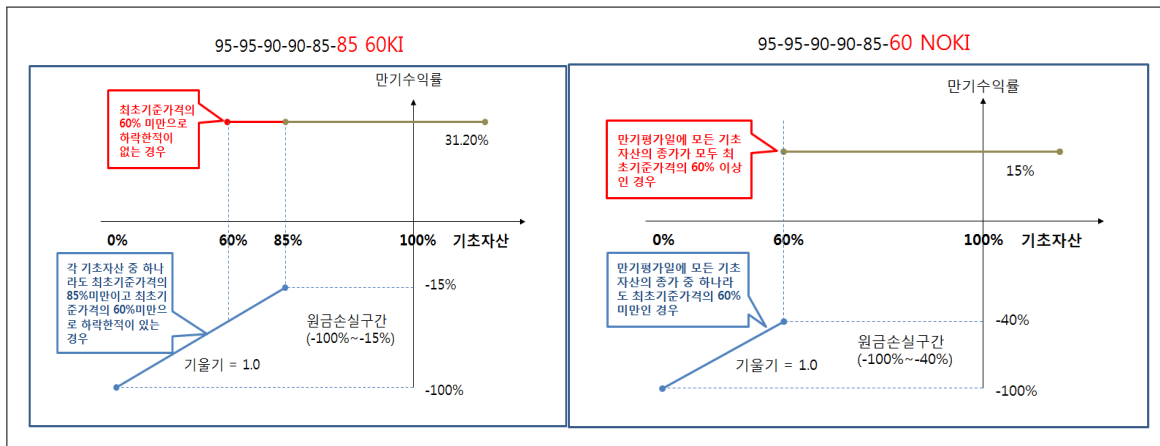
〈그림 8〉 원금보장 ELS의 예



원금비보장형 ELS는 미리 정해진 조기상환 또는 만기상환 조건을 충족할 경우 약정된 수익률을 지급하고, 그 외의 경우 손실이 생길 수 있다. 그리고 조기상환이 이루어지지 않은 경우 만기일에 만기수익률에 따라 지급되는데, 만기수익률이 지수의 경로에 의존하여

결정되는 Knock-In형과 만기지수수익률에 의해서만 결정되는 No Knock-In형으로 구분된다. 원금비보장형 ELS는 주가의 움직임에 따라 투자자 손실규모 및 헤지로 인한 시장영향이 크게 발생가능하다.

〈그림 9〉 원금비보장 ELS의 만기일 평가



2.2.2 기초자산에 따른 분류<sup>5)</sup> 및 발행현황

ELS는 무엇을 기초자산으로 하느냐에 따라 개별주식을 기초자산으로 하는 ELS와 주가지수를 기초자산으로 하는 ELS로 구분할 수 있다. 주가지수를 기초자산으로 하는 ELS는 국내지수 또는 해외지수 2~3개를 기초자산으로 하여 해당 지수(들)의 움직임에 따라

수익이 결정되는 ELS이고, 개별주식을 기초자산으로 하는 ELS는 2~3개의 개별 종목을 기초자산으로 한다. ELS 조기상환, 만기상환과 관련하여 2009년경부터 민사·형사적으로 분쟁이 다수 발생<sup>6)</sup>하고 있는 ELS의 대부분이 이 종목형 ELS이다. 근래에는 상환과 관련된 대량매도로 분쟁이 생기는 종목형보다 지수형 ELS의 발행이 활발하다.

5) 지영근 외 3인, 『ELS-ELW 거래실무서』, 도서출판 박영사, 2012. 11면

6) 피고인은 유가증권시장에서의 매매거래를 유인할 목적으로 삼성SDI주식의 매매거래가 성황을 이루고 있는 듯이 잘못 알게 하거나 그 시세를 변동시키는 매매거래를 하였음을 충분히 인정할 수 있다고 하며 징역8개월, 집행유예 2년을 선고하였다(서울중앙지방법원 2015.8.6.선고 2011고단3416). ELS의 상환조건은 법률행위 효력의 발생을 장래의 불확실한 사실에 의존케 하는 정지조건이고, 대우증권은 위 정지조건이 성취되는 경우 본건 ELS의 투자자에게 그 판매계약에 따라 액면금에 약정 수익금을 더한 중도상환금을 지급하여야 할 의무를 부담하므로 투자자와 대우증권은 이해관계가 상충한다고 보았고, 이해관계가 상충하는 상황에서 트레이딩을 담당하는 피고인으로서 중도상환조건 성취여부에 최소한의 영향을 미치는 방법으로 헤지거래를 하여 투자자를 보호해야지, 그 반대로 중도상환조건 성취를 방해하여 투자자의 신뢰를 저버리는 헤지거래를 하여서는 안된다고 판시하였다.



〈표 2〉 ELS관련 주요 판결현황

ELS 관련 민·형사 판결들은 대부분이 2009년 금융위원회 "ELS발행 및 운영관련 제도개선 방안"과 한국거래소의 "ELS 헤지거래 가이드라인" 발표 전의 사건들로, 만기 내지 조기상환의 상환평가일에 기초자산으로 보유하고 있던 개별주식을 대량매도하여 조기 내지 만기상환을 방해하였다는 것이다.

|                | 대우증권<br>제195회      | 신영증권<br>제136회                  | 현대증권<br>제2007-576회          | 한국투자증권<br>제289회               |                             |
|----------------|--------------------|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| ELS<br>관련      | 헤지사                | 대우증권<br>(자체헤지)                 | BNP 파리바<br>(백투백)            | BNP 파리바<br>(백투백)              | 도이치방크<br>(백투백)              |
|                | 기초주식               | 삼성SDI                          | 기아자동차                       | 신한지주                          | KB금융                        |
|                | 사건발생일              | `05.11.16.<br>(중간평가일)          | `06.9.4.<br>(중간평가일)         | `09.10.7.<br>(만기평가일)          | `09.8.26.<br>(만기평가일)        |
| 재판<br>진행<br>상황 | 일반민사               | 원고 승소                          | 원고 패소                       | 원고 패소                         | 원고 승소                       |
|                | 사건번호               | (2015.5.14.선고<br>2013다3811)    | (2016.3.10.선고<br>2013다7264) | (2016.3.24.선고<br>2012다108320) | (2016.3.24.선고<br>2013다2740) |
|                | 재판부                | 대법원 1부                         | 대법원 2부                      | 대법원 3부                        | 대법원 1부                      |
|                | 집단소송               | 집단소송허가신청파기환송<br>(허가취지).재항고 진행중 |                             |                               |                             |
| 형사             | 유죄확정<br>징역8월, 징유2년 |                                |                             |                               |                             |

상환금청구나 불법행위 손해배상청구의 민사소송의 경우 1심에서는 원고인 투자자의 청구 인용·기각이 갈렸으나 항소심에서는 델타헤지라는 정상적인 헤지 거래라는 발행자의 주장이 받아들여져 항소심법원은 대부분 투자자의 청구를 기각하였다. 가장 진행이 빠른 대우증권사건은 대량매도가 조진성취방해라는 투자자의 주장이 받아들여져 상고심에 파기환송 되었고, 나머지 사건들도 서서히 대법원 판결이 선고되고 있다. 대우증권 민사판결로 자본시장에 대한 투자자의 신뢰를 보호하고자하는 사법부의 의지가 확인되는 듯 했으나 이후에 선고된 판결의 결론은 엇갈리고

있다. 사건별로 행태나 시장에 미친 영향이 다르기 때문일 수도 있으나 시장과 법조계는 판결의 승패가 갈라진 뚜렷한 이유를 찾지는 못하고 있다. 대법원의 판단을 기다리고 있는 나머지 다른 민사사건들도 동일한 판단이 나올지는 지켜보아야 할 것이다.

트레이더가 시세조종혐의로 기소된 형사사건 중에서 진행이 빠른 미래에셋증권사건의 경우 1심 무죄, 2심 유죄(벌금 1천만원), 대법원 상고기각으로 유죄 확정된 상태이고, 대우증권사건의 트레이더의 형사사건은 1심 유죄선고 되었고, 피고인과 검찰 모두 항소하지 않아 확정되었다.

〈표 3〉 2015년 상반기 ELS기초자산별 발행규모 및 비중

| 국내지수+해외지수   | 해외지수      | 국내지수       | 국내주식    | 국내외 지수+<br>국내외 주식 | 기타    |
|-------------|-----------|------------|---------|-------------------|-------|
| 13조 1,726억원 | 26조 334억원 | 7조 5,259억원 | 5,449억원 | 452억원             | 233억원 |
| 27.80%      | 56.00%    | 15.90%     | 1.20%   | 0.10%             | 0.05% |

출처: 예탁결제원

〈표 4〉 ELS의 발행추이

| 구 분        | 2014년(조원)   |             |             |             |                        | 2015년(조원)   |             |             |             |                        |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
|            | 1Q          | 2Q          | 3Q          | 4Q          | 합계                     | 1Q          | 2Q          | 3Q          | 4Q          | 합계                     |
| 지 수        | 13.2        | 13.3        | 19.6        | 23.4        | 69.5<br>(97.6%)        | 23.9        | 22.8        | 16.9        | 9.1         | 72.7<br>(94.0%)        |
| 종 목        | 0.5         | 0.4         | 0.3         | 0.5         | 1.7<br>(2.4%)          | 0.2         | 0.4         | 0.1         | 3.8         | 4.5<br>(5.8%)          |
| 기 타        | 0.1         | 0.2         | 0.2         | 0.1         | 0.6<br>(0.8%)          | 0           | 0           | 0.1         | 0.1         | 0.2<br>(0.3%)          |
| <b>합 계</b> | <b>13.7</b> | <b>13.6</b> | <b>20.0</b> | <b>23.9</b> | <b>71.2<br/>(100%)</b> | <b>24.1</b> | <b>23.2</b> | <b>17.0</b> | <b>13.0</b> | <b>77.3<br/>(100%)</b> |

출처: 거래소

2015년 상반기 발행규모 및 비중을 살펴보면 2000년대 초반에 주류를 이루었던 국내주식형 ELS는 그 규모 등이 1.2%에 불과할 정도로 줄어들었다. 최근 추세는 개별종목보다는 주가지수, 특히 주로 해외주가지수를 활용한 ELS발행이 주를 이루고 있다. 2014년 97.6%, 2015년 94%로 ELS발행금액의 대부분은 지수형이 차지하고 있다. 다만, 금감원의 “특정지수를 기초자산으로 편입한 파생결합증권의 발행제한 등 대

응발안”발표(‘15.8.27.) 이후 지수형은 발행이 다소 감소하고, 지수형 발행이 감소하면서 상대적으로 개별주식 ELS의 발행은 2015년 하반기에 다소 증가하였다.

지수형 ELS 중에서 코스피200지수의 비중은 줄어 들고 있다. 코스피200의 변동성이 축소되면서 상대적으로 변동성이 높은 HSCEI, STOXX50, S&P500을 기초자산으로 하는 ELS 발행이 증가하는 추세에 있다.

〈표 5〉 ELS 편입지수<sup>7)</sup>

| 기초자산       | 2014년(조원)   |             |             |             |                         | 2015년(조원)   |             |             |             |                         |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|
|            | 1Q          | 2Q          | 3Q          | 4Q          | 합계*                     | 1Q          | 2Q          | 3Q          | 4Q          | 합계*                     |
| STOXX50    | 4.0         | 5.6         | 10.7        | 9.3         | 29.6<br>(24.0%)         | 15.1        | 15.2        | 11.5        | 4.4         | 46.2<br>(30.6%)         |
| HSCEI      | 6.6         | 7.4         | 11.8        | 11.5        | 37.3<br>(30.3%)         | 18.0        | 16.0        | 10.8        | 1.3         | 46.1<br>(30.6%)         |
| KOSPI200   | 10.4        | 9.3         | 12.0        | 14.3        | 46.0<br>(37.3%)         | 9.8         | 8.8         | 5.3         | 5.6         | 29.5<br>(19.6%)         |
| S&P500     | 1.7         | 1.9         | 2.5         | 4.2         | 10.3<br>(8.4%)          | 7.8         | 8.7         | 8.4         | 4.1         | 29.0<br>(19.2%)         |
| <b>합 계</b> | <b>22.7</b> | <b>24.1</b> | <b>37.0</b> | <b>39.3</b> | <b>123.1<br/>(100%)</b> | <b>50.7</b> | <b>48.7</b> | <b>36.1</b> | <b>15.3</b> | <b>150.8<br/>(100%)</b> |

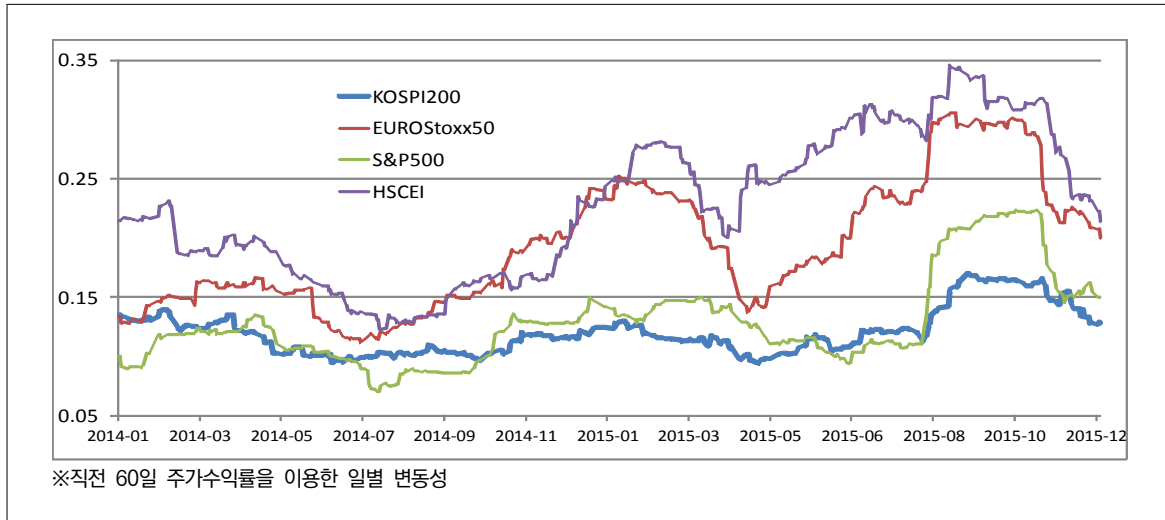
출처: 거래소

7) 각 지수를 기초자산으로 하는 ELS 발행액을 보여주는 것으로, 지수별 ELS 발행량의 총합은 지수 ELS의 총액보다 큼



〈표 6〉 〈그림 10〉 기초자산 지수의 변동성 추이

| 연도    | KOSPI200 | Eurostoxx50 | S&P500   | HSCEI    |
|-------|----------|-------------|----------|----------|
| 2014년 | 0.113079 | 0.156189    | 0.108773 | 0.174566 |
| 2015년 | 0.126679 | 0.228026    | 0.146606 | 0.278245 |



출처 : 거래소

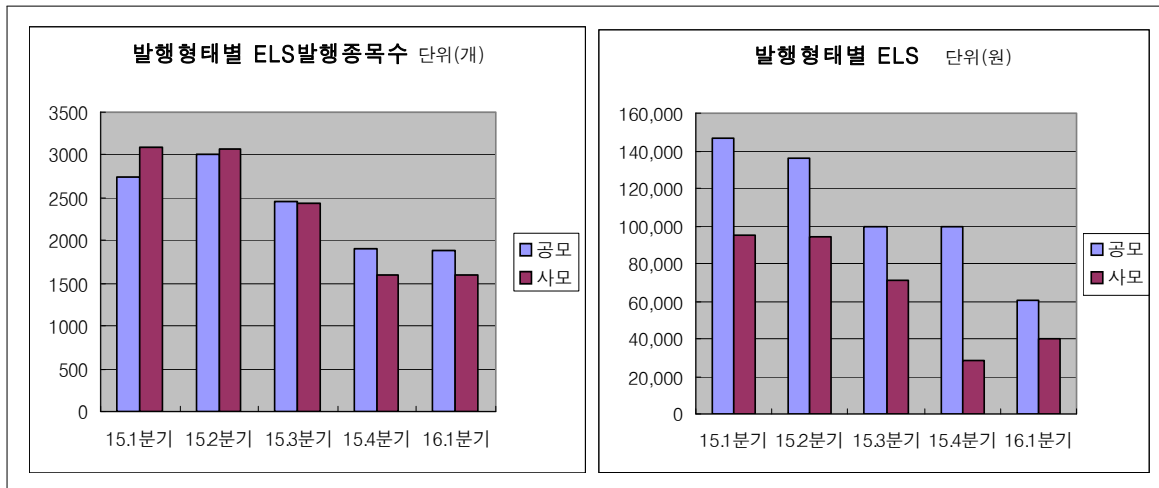
원금비보장 ELS의 가치는 편입지수의 수익률과 변동성, 지수상호간의 상관관계에 의해 영향을 받는다. 기초자산의 수익률이 높을수록 조기상환의 확률이 높아 발행사는 마진을 조기회수하고 투자자는 높은 수익률을 실현하여 상호 이익이 된다. 변동성이 확대될수록 발행사의 수익기회가 증가하고, 변동성이 높은 지수를 기초자산으로 선택할수록 고위험, 고수익 상품 설계가 가능하다. 그리고 편입된 기초자산의 상관관계가 낮을수록 고위험, 고수익 상품설계가 가능하다.

### 2.2.3 공모와 사모에 따른 분류 및 발행현황

발행형태로는 공모발행과 사모발행으로 나눌 수 있다. 2015년 상반기까지는 대체로 공모발행이 사모보다 발행금액이 우월하였다. 2015년 4~5월경 홍콩

HSCEI지수의 급등에 편승해 이를 기초자산으로 하는 ELS발행물량이 급증했고, 개인투자자들은 대거 공모 ELS에 가입하였다. 이무렵 ELS가 대거 발행되어 과열 양상이 지적되기도 하였다. 그 이후 H지수가 고점 14,962(2015.4월경)에서 저점 7,300대(2016.1월경)까지 급락하면서, 2015년말부터 2016년 2월까지 언론에서 ELS헤지과정에서 국내증권사의 대규모 손실우려, 녹인으로 인한 투자자원금 손실 가능성 관련 기사들이 계속 보도되었다. 그런 우려로 인하여 2015년 하반기와 2016년 1분기에는 ELS관련 공모가 만연하였다. 현재는 홍콩H지수가 8,000후반대를 오르내리면서 ELS공포에서 벗어나는 분위기이다. 〈그림 12〉를 보면 H지수 급락 즈음인 2015년 12월경에 공모 ELS보다 사모ELS 발행규모가 확대된 것을 알 수 있다.

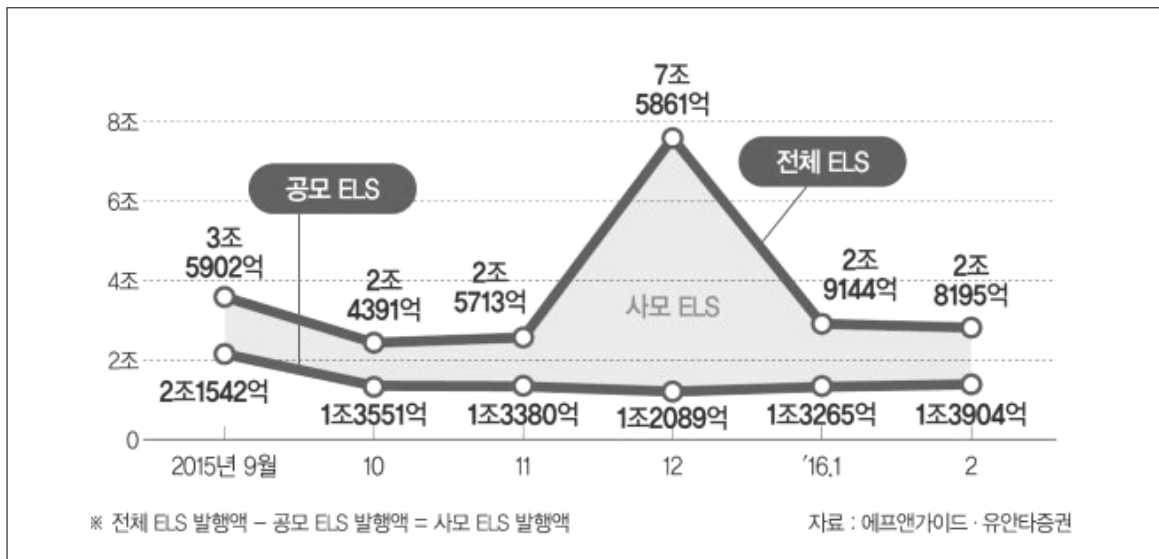
〈그림 11〉 발행형태별 ELS발행종목수 및 발행금액



출처 : 예탁결제원, 금융투자협회

〈그림 12〉 ELS 발행액 월별 추이

(단위 : 원)



기관투자자나 고액자산가들이 ELS기초자산인 홍콩H지수가 급락한 틈을 타 대량매수한 것으로 분석된다. 주로 발행·판매되는 스텝다운형 ELS는 기초자산 가격이 발행시의 가격 대비 50~60%이하로 하락하지

않을 경우 수익이 지급되기에, 홍콩H지수 폭락 후 반등하는 구간에서 추가하락보다 상승에 무게를 둔 기관 및 자산가들이 공격적으로 매수한 것으로 분석됐다.8)

8) 임광복, 기관 자산가 “쌀 때 사자”..사모 ELS 매수세 활발, 파이낸셜뉴스 2016.3.7.자 기사

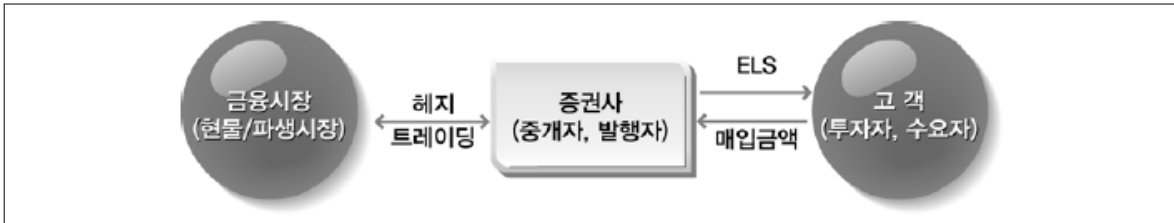


### [ 3 ] ELS 헤지구조와 특징

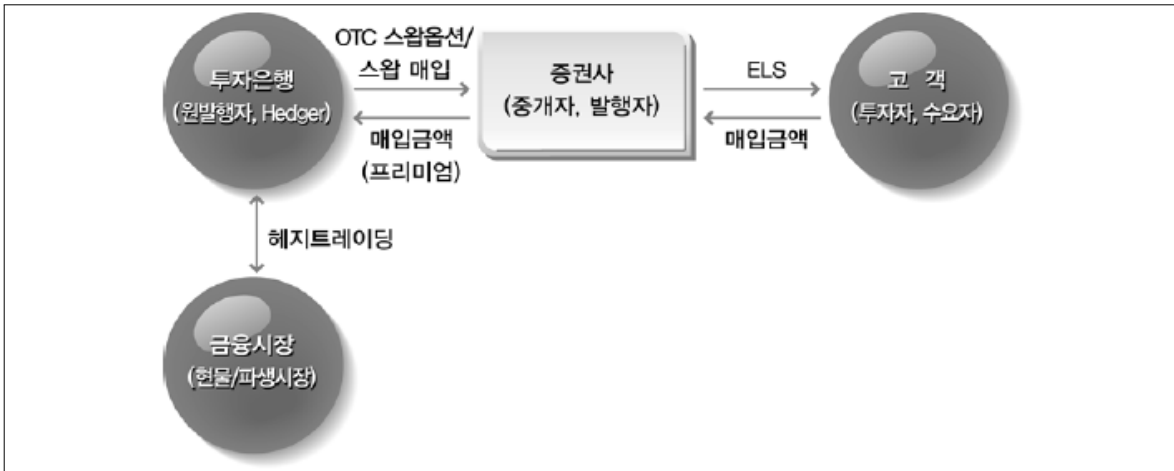
ELS 발행시 발행사는 트레이딩부서에서 자체적으로 헤지를 하거나, 다른 금융기관(주로 외국계 IB)으로부터 동일한 조건의 계약을 체결하는 백투백헤지를

수행한다. 자체헤지와 백투백헤지는 운용주체가 다르나, 운용방법은 동적델타헤지로 동일하다.

〈그림 13〉 자체헤지의 구조



〈그림 14〉 백투백헤지의 구조



백투백헤지는 발행하는 ELS와 같은 손익구조를 가진 상품을 외부로부터 계약을 통하여 구입한 뒤 고객에게 판매하는 방식으로, 대부분 주식스왑 계약에 의해 이루어진다. 상품의 리스크를 외국 증권사에 넘길 수 있으며, 국내 증권사가 별도의 헤지역량 없이도 ELS를 발행할 수 있다. 외국 증권사들은 대규모의 헤지복을 운용하므로 헤지비용이 상대적으로 저렴해

상품 조건이 유리한 경우가 많다는 장점이 있는 반면에, 해외 증권사에 일정 비용을 지불하므로 국내 발행사의 마진이 축소되고, ELS 발행이 해외 증권사에 의존적이 될 수 있다. 또 헤지거래상대방의 부도 등으로 인해 약정한 금전을 지급받지 못하게 되는 신용위험을 부담해야 한다.9) 자체헤지는 발행사가 현물주식이나 옵션 등을 직접 매수하여 헤지하는 방법으로 발행사

9) 하태경, "장외파생상품과 증권사의 위험관리". Credit Rating Weekly Special Report", 한국신용평가, 2008.10.20. 10-11면

의 입장에서는 발행사의 헤지능력 범위 내에서 고액 니즈에 맞는 맞춤형상품을 제공할 수 있으며, 판매수수료 전체와 헤지트레이딩 운용수익을 모두 얻는 장점이 있고, 트레이딩에 따르는 부담 및 시장, 신용, 운영리스크 등을 모두 부담해야하며, 자체 신용도에 따른 판매금액 변화분을 감수해야하는 단점이 있다. 과거에 외국계IB에게 백투백헤지를 맡겼던 국내증권사들의 파생상품운용능력이 증가되면서 대형증권사들이 헤지운용이익을 얻기 위해 자체헤지에 나서는 것이 근래의 추세다.

### 3.1 ELS 델타헤지

#### 3.1.1 델타헤지(Delta Hedge)

ELS를 발행하게 되면 발행사가 직접 또는 별도의 운용사를 통해 위험을 헤지하게 되는데, 종목형 ELS는 장내의 해당주식을, 지수형 ELS는 지수선물을 이용하여 델타변화에 따라 동적헤지를 하는 것이 일반적이다. 델타(Delta)란 기초자산의 가격변동에 대한 파생상품 가격의 민감도를 말하며, 기초자산 가격이 1단위 변동할 때 파생상품의 변동정도로 측정한다.

#### 3.1.2 동적델타헤지(Dynamic Delta Hedge)

동적델타헤지는 보유포지션의 델타 중립상태(델타가 0인 상태)를 유지시키기 위해 계속적으로 매매를 하여 포지션을 조정하는 전략이다.

$$\text{헤지수량} = \text{델타}(\Delta) \times \text{기초자산}$$

이상적인 동적 델타헤지모델에 따르면 주가가 변화하더라도 그에 따른 옵션가격의 변화에 맞게 보유주식수를 조정함으로써 기초자산의 가격변동에도 불구하고 손실도 이익도 없는 위험중립상태를 만들 수 있다고 한다. 이러한 동적 델타헤지는 선물, 옵션 등 각종

파생상품과 ELS, ETF, ELW 등 각종 파생결합증권의 위험회피를 위해 광범위하게 이루어지고 있다.

#### 3.1.3 델타헤지의 이론적 한계

델타헤지 자체의 이론적 불완전성 및 비현실성으로 인해 발행사는 항상 헤지 실패 손실 위험을 가지고 있다. 이론적 불완전 및 비현실성은 다음과 같다. 우선 동적델타헤지 모델에 따라 위험중립상태를 만들 수 있다는 것은 블랙-숄즈 모델<sup>10)</sup>에 의한 옵션가격결정 모형에 따른 것인데 모형 자체가 여러 가지 비현실적인 가정을 기초로 하고 있으므로, 이 모형에 따른 델타헤지거래를 통해서 수익률을 정확히 복제하고 위험중립상태를 만든다는 것은 비현실적인 목표라고 한다.

#### 3.1.4 배리어·디지털옵션이 내재된 ELS상품에 적용되는 델타헤지의 한계

ELS와 같은 상품은 단순한 풋옵션이나 콜옵션이 아니라 배리어옵션에, 디지털옵션의 성격을 띤 이색옵션(Exotic Option)으로서 태생적으로 헤지가 어렵다고 알려져 있다. 배리어옵션이나 디지털옵션의 경우 블랙-숄즈모형에 따른 공식을 그저 단순대입하면 만기나 중간평가일에 가까울수록, 기초자산의 가격이 행사가격에 근접할수록 델타가 무한대에 가까워지는 현상이 발생하는데, 이는 ELS의 수익구조상 델타값의 산정이 불가능한 부분인 불연속점이 존재하기 때문이다. 불연속점에서는 곡선의 기울기(델타)를 구하는 미분이 불가능하므로 델타값의 산정이 불가능하고 델타헤지도 현실적으로 불가능하다.

### 3.2 원금비보장 ELS헤지의 특징

헤지사는 편입지수의 수익률, 변동성, 상관관계, 환율변동의 위험에 노출된다고 할 수 있다. 적정 수량

10) 김석진 외 5인, 『글로벌시대 파생상품의 이해』, 도서출판 청람, 2007. 394면.

블랙-숄즈모형은 다음과 같은 기본가정을 전제로 한 옵션가격결정 모형이다 ①주가는 연속적으로 변동한다, ②주가변동성이 시간의 경과에 따라 일정하다, ③무위험이자율은 일정하다, ④배당이 없으며 유러피언 옵션이다, ⑤거래비용과 세금은 없으며 공매도에 대한 제한도 없다, ⑥주식수익률의 분포는 대수정규분포를 따른다.

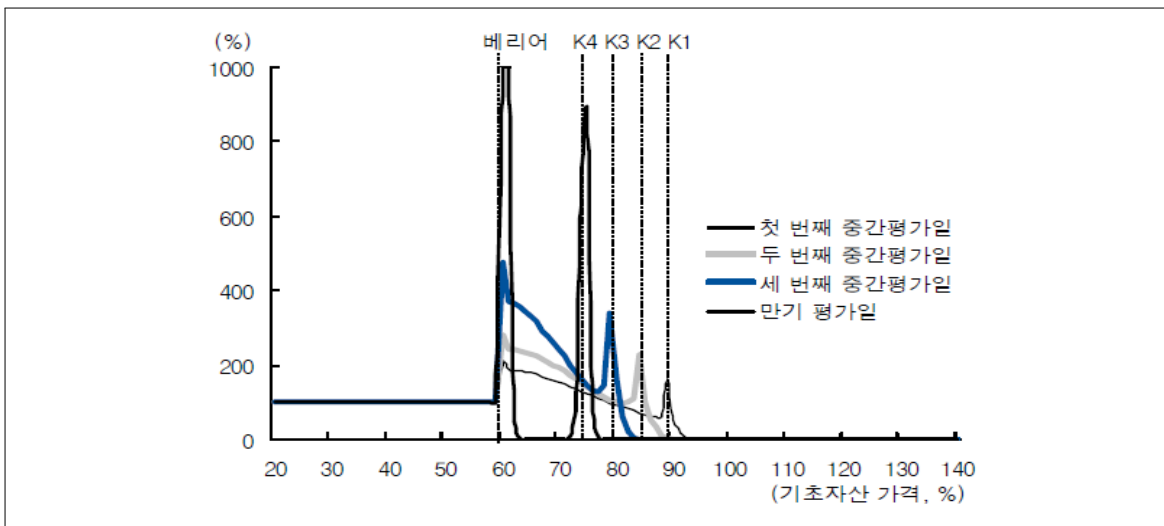


의 기초자산을 연속적으로 매도 및 매수하여 기초자산의 가격변화에 대해 헤지하는데 주가가 급락하지 않은 이상 지수상승시에 선물매도, 지수하락시에 선물매수한다. 그리고 만기 3개월이상의 장외옵션을 주로 활용한 적정수량의 옵션매도로 변동성축소에 의한 변화를 헤지하지만, 장외시장의 유동성이 부족하여 변동성헤지는 제한적이다. 기초자산인 편입지수 상호간의 상관관계로 야기될 수 있는 리스크는 글로벌 시장 상호간의

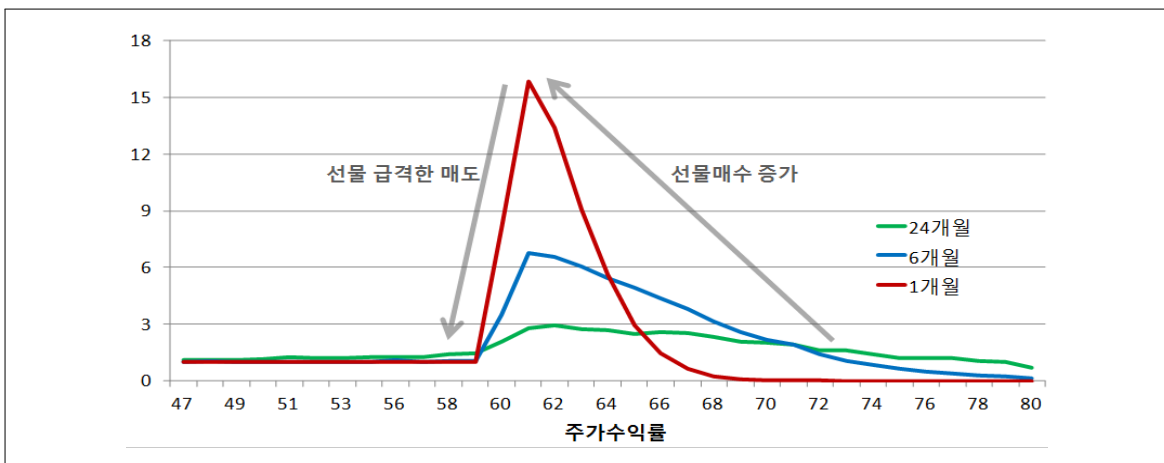
관련성 증가로 어떤 지수가 폭락시 상관관계가 증가하는 경향을 보여 헤지수단이 부재한 상황이다. 또한 홍콩H지수 등 해외지수의 편입비중 증가로 인해 환율변동의 위험도 있다.

Knock-In 조건이 내재된 ELS는 기초자산의 가격이 barrier에 접근하면 헤지를 위한 선물매수가 빠르게 증가, barrier에 진입하면 매수포지션이 급감한다.

〈그림 15〉 기초자산 가격에 따른 ELS 델타값<sup>11)</sup>

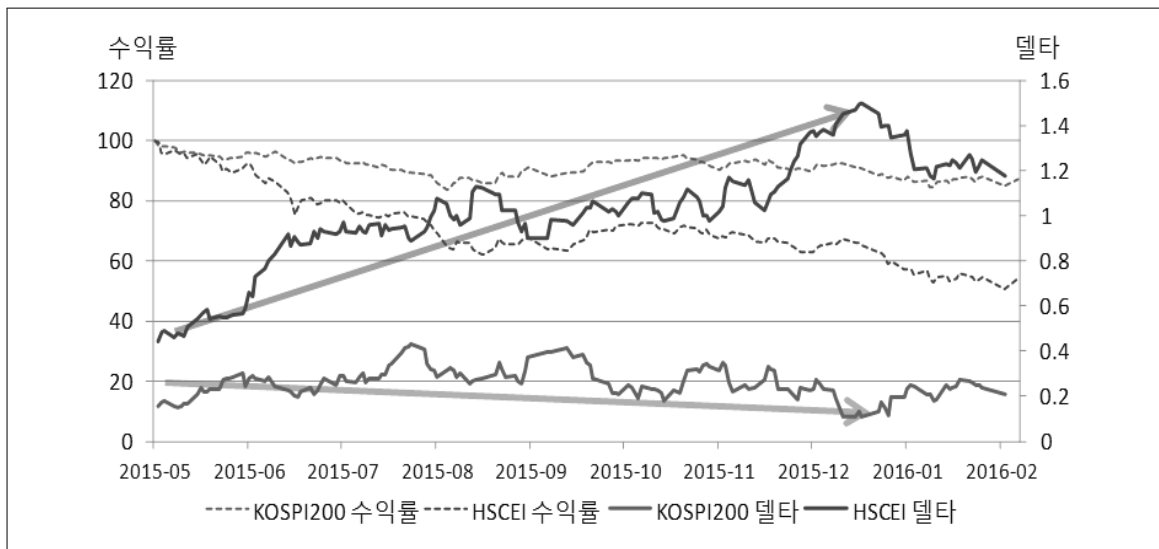


〈그림 16〉 주가와 잔존만기에 따른 ELS 델타 변화



11) 중도상환평가일이나 만기상환평가일의 델타의 수치를 편의상 10으로 표시했으나, 실제로 중도상환평가일이나 만기상환평가일에 주가가 기준가격에 근접할 경우 델타값은 무한대에 이른다고 한다.

〈그림 17〉 기초자산의 수익률과 델타의 변화



기준가격 대비 지수수익률이 낮은 기초자산에 의해 ELS의 가치평가가 이루어지므로 수익률이 낮은 기초자산의 헤지비중이 높아진다. 따라서 지수가 하락할 경우 기준가격 대비 수익률이 낮은 지수의 시장충격이 강해지고 상대적으로 높은 수익률을 얻은 기초지수의

시장영향을 축소되게 된다. 위 표에서 코스피200의 수익률의 변동이 작아 델타의 변화가 크지 않음에 비하여, H지수는 수익률이 100에서 50대로 떨어짐에 따라 델타가 0.5정도에서 1.5정도로 크게 증가한 것을 볼 수 있다.

## 4 ELS 위험 관련 현황분석과 감독당국의 규제현황

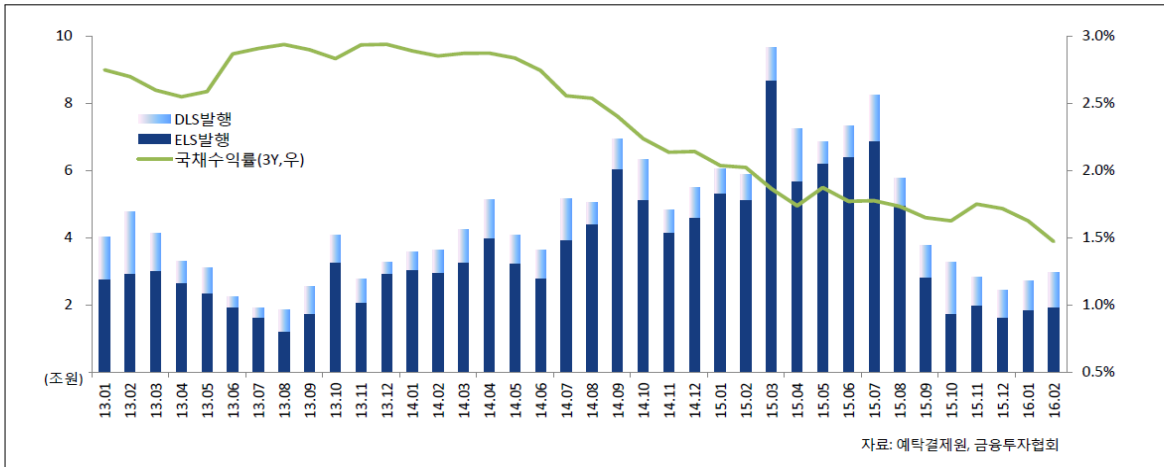
### 4.1 ELS 발행 및 상환추이

2014년 이후 국내수익률의 하락과 함께 은행금리가 하락하고 투자자들은 조금이라도 더 수익이 나는 상품을 찾으면서 2015년 초반에는 ELS의 발행금액 현저하게 증가하였다. 2015년 하반기 이후에는 ELS 발행규모가 급격하게 감소하고 있다. ELS의 상반기 발행액은 평균6~7조원대였으나, 3분기, 4분기에는 1/3정도로 크게 감소하였다. 해외주가지수, 특히 홍콩 HSCEI지수를 기초자산으로 하는 지수형 ELS 발행이 주를 이루는 등 상품구조의 다양성이 없는 상황에서

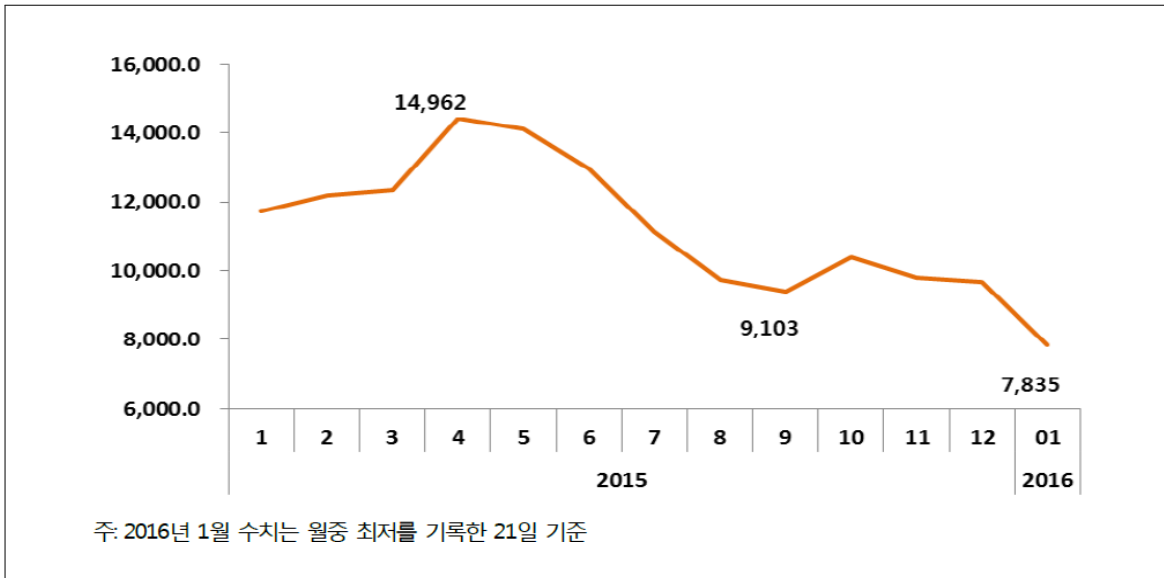
홍콩HSCEI 지수가 2015년 6월경부터 급격하게 하락한 것을 원인으로 볼 수 있다. ELS의 원금손실의 위험이 커지고 증권사들의 자산건전성 우려 등으로 금융당국이 상환범위 내 발행 등으로 규제강화를 하여 ELS 발행시장에 영향을 미쳐 그 발행이 위축된 것으로 보인다. ELS는 대부분 6개월 단위 조기상환 기회를 갖는데 국내의 주식시장의 여건이 나빠지면서 조기상환이 이뤄지지 않아 2015년 하반기 무렵부터 상환율이 현저히 낮아진 것이다. 발행규모가 감소하고 상환율이 낮아지는 2015년 하반기 이후 추세는 발행사인 증권사의 이익에 부정적인 요인이라 할 수 있다.



〈그림 18〉 ELS/DLS 발행금액



〈그림 19〉 홍콩 HSCEI지수 추이



2016.2월 현재 ELS발행잔액은 65.88조원(지수형 85.6%, 종목형 14.4%)에 이른다. 지수형은 발행잔액이 56.37조원으로 원금보장형이 10.26조원(15.6%), 원금비보장형(녹인형과 노녹인형 합계)이 46.11조원(70.0%)이다.

아래 표는 ELS만이 아니라 DLS를 포함한 파생결합

증권의 자료이기는 하지만 HSCEI지수를 기초자산으로 하는 ELS의 녹인 베리어가 존재하는 구간인 9,000~9,500으로 HSCEI지수가 하락하는 2015년 8월경부터 상환율이 현저하게 떨어지는 것을 볼 수 있다. 7,500대까지 하락하는 2016년 1,2월에는 상환율이 3%이하로 떨어지고 있다.

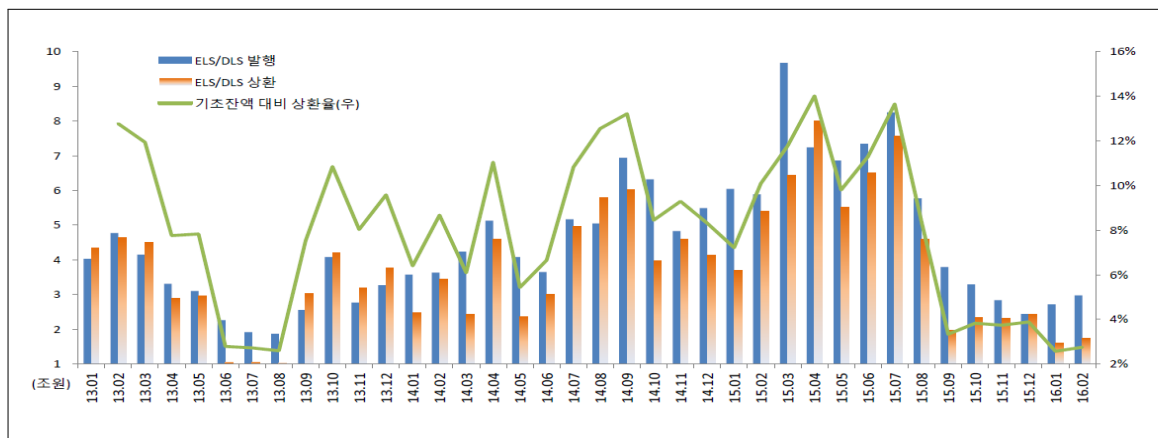
〈표 7〉 ELS 발행잔액

(2016.2.17. 현재, 단위:조원)

| 기초자산     |                     | 원금보장             | Knock-In         | No Knock-In      | 합계               |
|----------|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 지수형      | KOSPI200            | 9.05<br>(13.7%)  | 1.57<br>(2.4%)   | 0.01<br>(0.0%)   | 10.63<br>(16.1%) |
|          | KOSPI200-HSCEI      | 0.25<br>(0.4%)   | 2.39<br>(3.6%)   | 1.81<br>(2.7%)   | 4.46<br>(6.8%)   |
|          | KOSPI200-STOXX50    | 0.15<br>(0.2%)   | 1.20<br>(1.8%)   | 0.28<br>(0.4%)   | 1.63<br>(2.5%)   |
|          | KOSPI200-S&P500     | 0.00<br>(0.0%)   | 0.30<br>(0.5%)   | 0.06<br>(0.1%)   | 0.36<br>(0.5%)   |
|          | KOSPI-HSCEI-STOXX50 | 0.00<br>(0.0%)   | 2.99<br>(4.5%)   | 1.14<br>(1.7%)   | 4.14<br>(6.3%)   |
|          | KOSPI200 포함 기타      | 0.03<br>(0.0%)   | 2.37<br>(3.6%)   | 2.33<br>(3.5%)   | 4.73<br>(7.2%)   |
|          | KOSPI200 불포함 기타     | 0.77<br>(1.2%)   | 14.71<br>(22.3%) | 14.93<br>(22.7%) | 30.41<br>(46.2%) |
|          | (지수형) 소계            | 10.26<br>(15.6%) | 25.54<br>(38.8%) | 20.57<br>(31.2%) | 56.37<br>(85.6%) |
| 종목형      | 국내주식                | 4.59<br>(7.0%)   | 1.31<br>(2.0%)   | 0.04<br>(0.1%)   | 5.93<br>(9.0%)   |
|          | 해외주식                | 0.01<br>(0.0%)   | 0.02<br>(0.0%)   | 0<br>(0.0%)      | 0.04<br>(0.1%)   |
|          | 기타                  | 3.53<br>(5.4%)   | 0.01<br>(0.0%)   | 0<br>(0.0%)      | 3.54<br>(5.4%)   |
|          | (종목형) 소계            | 8.13<br>(12.3%)  | 1.34<br>(2.0%)   | 0.04<br>(0.1%)   | 9.51<br>(14.4%)  |
| 총합계 (조원) |                     | 18.39<br>(27.9%) | 26.88<br>(40.8%) | 20.61<br>(31.3%) | 65.88<br>(100%)  |

출처 : 한국자산평가

〈그림 20〉 원금비보장형 파생결합증권 월별 발행 및 상환 추이



출처 : 예탁결제원, 금융투자협회



#### 4.2 HSCEI지수 기초 ELS 손실추정

아래 표는 HSCEI지수 편입 ELS가 낙인 베리어 구간별로 잔액(누적), 비중, 손실액이 얼마나 될지를 추정한 금액이다. HSCEI지수 편입 ELS가 낙인형이 19.29조원, 노낙인형이 16.78조원에 이르기엔 HSCEI지수가 하락함에 따라 손실액이 커지는 것을

볼 수 있다.

HSCEI지수가 2016.2.12. 7,505까지 하락한 후 상승하여 2016.5월초 현재 8,500대로 회복하였다. 낙인 베리어를 이미 터치한 경우, 지수상승에 따른 손실은 완만하게 진행되어 지수가 9,000대로 회복되어도 낙인된 ELS는 1.13조원의 손실이 예상된다.

〈표 8〉 ELS 발행잔액

(‘16.2.17일 현재, 단위 : 조원)

| Knock-in<br>(Barrier) | Knock-In        |               |             | No Knock-In     |               |             |
|-----------------------|-----------------|---------------|-------------|-----------------|---------------|-------------|
|                       | 잔액<br>(누적)      | 비중<br>(누적)    | 손실액<br>(추정) | 잔액<br>(누적)      | 비중<br>(누적)    | 손실액<br>(추정) |
| 9,000-9,500           | 0.05            | 0%            | 1.10        | 1.31            | 8%            | 0.13        |
| 8,500-9,000           | 0.25<br>(0.30)  | 1%<br>(1%)    | 1.21        | 2.31<br>(3.62)  | 14%<br>(22%)  | 1.19        |
| 8,000-8,500           | 0.90<br>(1.20)  | 5%<br>(6%)    | 1.32        | 2.39<br>(6.01)  | 14%<br>(36%)  | 2.32        |
| 7,500-8,000           | 1.95<br>(3.15)  | 10%<br>(16%)  | 1.43        | 2.53<br>(8.54)  | 15%<br>(51%)  | 3.54        |
| 7,000-7,500           | 3.19<br>(6.34)  | 17%<br>(33%)  | 2.68        | 3.84<br>(12.38) | 23%<br>(74%)  | 5.07        |
| 6,500-7,000           | 4.05<br>(10.39) | 21%<br>(54%)  | 4.55        | 2.04<br>(14.42) | 12%<br>(86%)  | 6.61        |
| 6,500 미만              | 8.90<br>(19.29) | 46%<br>(100%) |             | 2.36<br>(16.78) | 14%<br>(100%) |             |
| 전 체(조원)               | 19.29           | 100%          |             | 16.78           | 100%          |             |

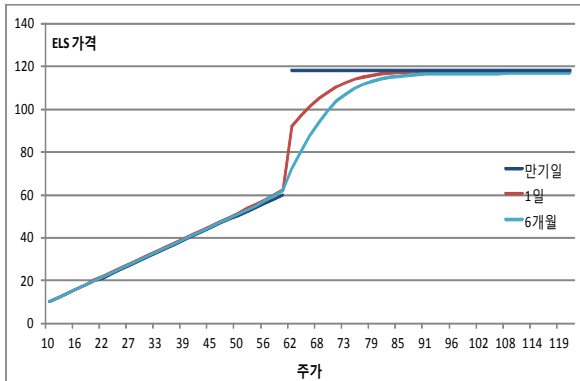
주) (HSCEI 편입 ELS중 코스피200지수와 연동) 낙인형(5.98조원), 노낙인형(3.39조원)  
출처: 거래소

〈표 9〉 HSCEI 편입 ELS의 지수등락에 따른 손실추정

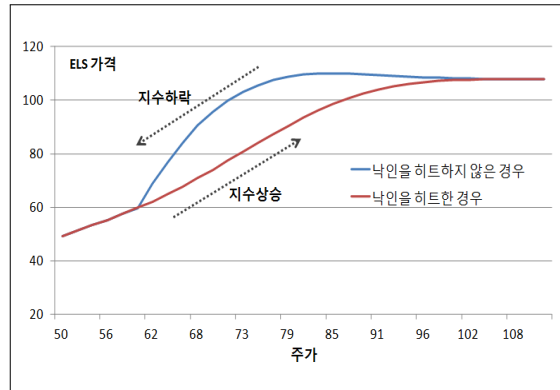
| Knock-in(Barrier) | 손실추정(지수하락) | 손실추정(지수상승) |
|-------------------|------------|------------|
| 9,000             | 0.00       | 1.13       |
| 8,500             | 0.10       | 1.24       |
| 8,000             | 0.51       | 1.35       |
| 7,500             | 1.46       | 1.46       |
| 7,000             | 3.11       |            |
| 6,500             | 5.28       |            |

출처 : 거래소

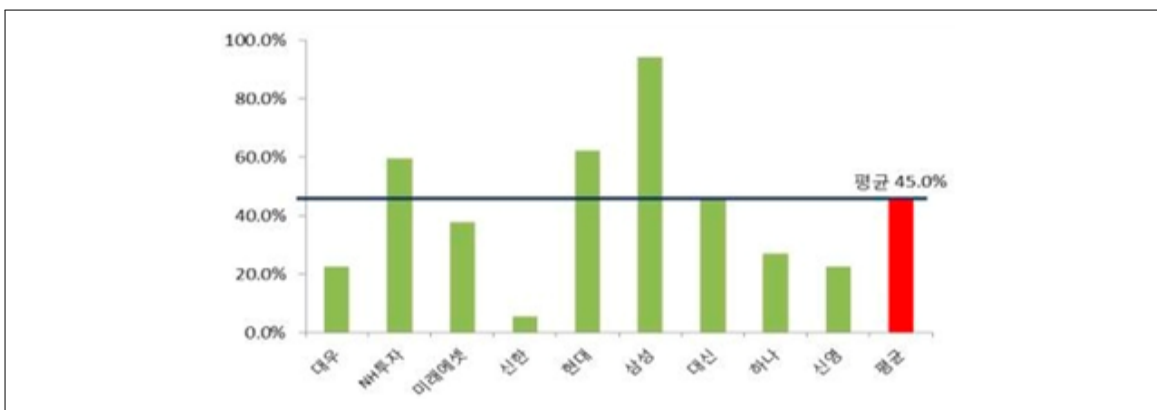
〈그림 21〉 주가와 잔존만기에 따른 ELS 가격변화



〈그림 22〉 Knock-In의 효과



〈그림 23〉 국내상위 증권회사's 자체헤지 HSCEI 기초ELS/전체 HSCEI 기초ELS 비중



출처 : 9개 증권회사 업무보고서  
출처 : 2016.2.15자 조선비즈 기사, 작성 한기평

지수가 하락하면서 ELS상품의 가치가 완만하게 감소하다가 낙인베리어 근처에서 상품의 가치가 급격하게 하락한다. 낙인의 효과는 만기일에 가까울수록 증가하고, 투자자의 손실확률을 증가시킬뿐 만 아니라 헤지사의 헤지성과를 악화시키기에 자체헤지 비율이 늘어나는 현 추세에서 증권사의 수익성 악화가 우려되는 것이다. 그리고 일단 낙인 베리어를 터치하고 다시 상승하는 경우 상품의 가치는 완만하게 회복하여 투자자가 원금을 회복하려면 상품구조에 따라 지수가 40~50%이상 상승해야 한다.

〈그림 23〉은 한국기업평가가 2015년 11월말 기준 ELS발행잔액 상위 증권사 9개사의 홍콩H지수 기초 ELS현황을 점검한 결과인데, 삼성증권의 자체헤지

비중은 100%에 육박하였고, NH투자과 현대증권도 평균인 45%를 상회한 것을 볼 수 있다. 운용으로 인한 손익은 포지션이나 전략에 따라 달라질 수 있으나 자체헤지 비중이 높음에 따라 시장 및 운용리스크까지 부담하게 되어 증권사의 손익변동성이 클 수 밖에 없음을 현실이다.

### 4.3 금융당국의 감독 및 투자자 유의사항

#### 4.3.1 최근 금융당국의 감독 및 규제 추이

2015년 말부터 홍콩HSCEI가 급락하면서 HSCEI 기초 ELS의 헤지과정에서 국내 증권사의 대규모 손실



기사가 언론에 보도되면서 금융위원회, 금융감독원 등 규제당국이 대책을 계속적으로 내놓고 있다. HSCEI에 기초자산으로 몰린 ELS 발행의 급증과 증권

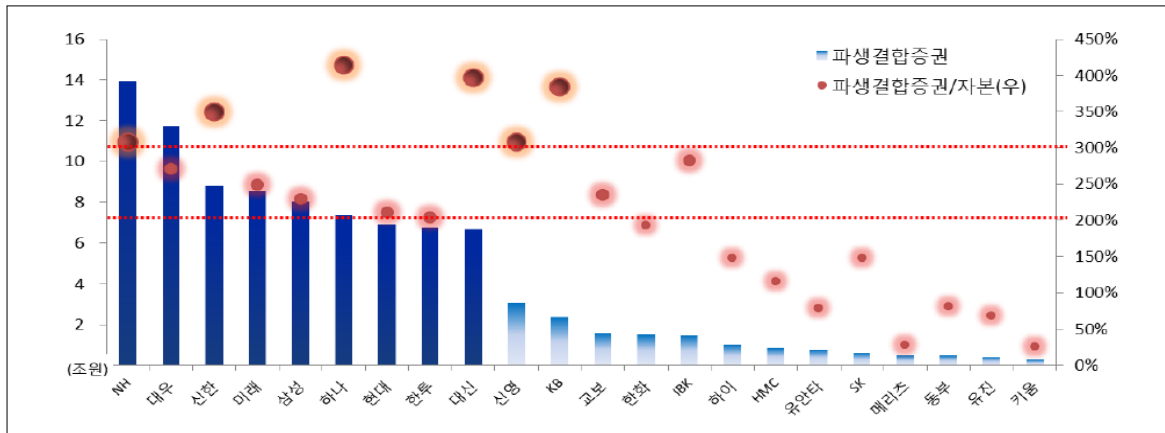
사의 자체헤지 비중이 증가한 상황에서 HSCEI의 급락이 증권사의 실적이 악화된 것이다.

〈표 10〉 장외파생상품 영업인가 증권사 현황(2015년말 기준)

|                     | KOSPI200   | S&P500                               |
|---------------------|--|--------------------------------------|
| 국내증권사<br>(총 35개사)   | (21개사)-교보, 대신, 대우, 동부, 메리츠, 미래, 삼성, 신한, IBK, SK, HMC, NH, 유진, KB, 키움, 하나, 하이, 한투, 한화, 현대 | (14개사)-부국, BNK, LIG, 이베스트, KTB, 한양 등 |
| 외국계현지법인<br>(총 11개사) | (7개사)-노무라, 유안타 등   | (4개사)-맥쿼리 등                          |

출처 : 금융감독원

〈그림 24〉 파생결합상품 발행잔액 현황



주) 2015년 말 기준, 부채계정의 “매도파생결합증권” 잔액 기준.

출처 : 금융투자협회

출처 : 2016. 3. 29. 비즈니스워치 기사. 작성:한신평

최근 금감원이 발표한 2016년 ‘금융투자회사 중점 점검사항’(2016.4.29.발표)과 언론보도를 종합하면 금감원은 자체헤지 비중이 크거나 규모가 많은 증권사, 자체헤지 비중이 적더라도 규모가 큰 증권사를 중심으로 검사를 실시할 것으로 보인다.

위 한신평 자료에 2015년말 기준 발행잔액이 1조 원 이상인 증권사는 15개사, 5조원이상인 곳은 9개사(NH, 대우, 신한, 미래, 삼성, 하나, 현대, 한투, 대신)이다. 그리고 자본대비 파생결합상품 발행잔액 비중이 200%이상인 곳은 13개사, 300%이상인 곳은 6개사

(NH, 신한, 하나, 대신, 신영, KB)였다. 발행잔액 및 자본대비 발행잔액 비중이 큰, 위 증권사들이 검사대상일 가능성이 높아 보인다.

2015년 ‘금융투자회사 중점점검사항’의 5개 항목 중 하나로 금융권역별 ELS판매실태 검사(‘15.8월~9월)를 발표했던 금감원의 2016년 ‘금융투자회사 중점 점검사항’(2016.4.29.발표)은 아래와 표와 같이 정리할 수 있다. 발행규모가 증가한 ELS등 파생결합증권을 발행한 증권사가 헤지 과정에서 시장의 가격변동에 적절히 대응하지 못하는 경우 손실이 발생할 위험이

크고, 특히 자체헤지 비중이 높은 증권사는 기초자산의 급락 등으로 인한 운용손실 발생시 증권사 건전성에 영향을 미칠 우려가 크기에 상품의 설계, 운용, 관리의 적정성까지 점검할 예정이라는 것이다. 그리고 주요

점검내용은 ELS등 업무관련 의사결정과정(설계, 발행, 운용, 판매 등)의 적정성, ELS헤지운용한도 관리방안 마련 및 준수여부, ELS가격 결정 주요변수 변경절차의 적정성이다.

〈그림 25〉 금감원 5대 점검사항



출처 : 금감원 브리핑자료

#### 4.3.2 투자자 유의사항

ELS의 금융공학적 복잡성, 운영체계, 발행사의 수익구조, 델타헤지의 원리 및 불완전성 등으로 인하여 투자자는 자신이 투자하는 상품에 대한 이해가 매우 어렵다. 원래 복잡한 ELS구조에서 상품구조가 더욱 복잡해지는 추세이다. 과거에는 코스피200지수를 기초자산으로 주로 사용했으나, 최근에는 HSCEI지수 등 해외지수의 사용이 증가하고 있고, 하나의 ELS발행시 사용되는 주가지수의 개수도 1개에서 2~3개로 증가하는 추세이다. 복수의 지수를 사용한 경우 그 중 하나만 하락해도 투자자가 손실을 보게 되므로 투자위험도가 높아지고, 또한 같이 사용된 지수의 상관관계에 따라 투자위험도가 변화가 달라질 수 있어 투자자의 투자판단이 점점 어려워진다고 한다.<sup>12)</sup> 2015년 5월 금융감독원이 발표한 '최근 주가연계증권

(ELS)의 주요특징 및 투자자 유의사항'의 7가지 투자자 유의사항은 다음과 같다.

- ① 주가 상승기에는 지수형 ELS도 원금손실이 발생할 수 있다.
- ② 기초자산의 수가 많아질수록 더 위험한 상품이다.
- ③ ELS는 구조가 복잡한 고위험 상품이므로 그 위험성에 대한 충분한 이해가 필요하다.
- ④ 은행에서 가입하더라도 ELS와 동일한 위험이 있다.
- ⑤ 분쟁의 소지를 예방하기 위해 상품 안내서류 등 관련서류를 보관해야 한다.
- ⑥ 중도헤지(환매)가능여부 및 조건을 사전에 확인해야 한다.
- ⑦ ELS 발행사의 신용등급을 고려해야 가입해야 한다.

12) 최근 주가연계증권(ELS)의 주요특징 및 투자자 유의사항, 2015.5.6. 금융감독원



## [ 5 ] 결론

저금리 기조속에 중수익, 중위험 상품으로 알려져 있는 ELS는 계속적으로 발행금액이 증가하는 추세였다. 시세조종 등으로 민사 형사소송이 제기된 개별주식형 ELS과는 달리 지수형 ELS는 그럴 여지가 낮아 지수형 발행이 활발하였고, 특히 최근 몇 년간에는 변동성이 작은 코스피200보다는 변동성이 높은 홍콩 HSCEI, 유로STOXX 등 해외지수를 기초자산으로 하는 비율이 높았다. 그런 상황에서 홍콩 HSCEI 지수가 '15.5.26일 최고치(14,801)를 기록한 후 중국 증시 불안으로 크게 하락하여 '16.1월에는 7800대까지 떨어졌다. 기초자산 지수하락으로 조기상환이 줄어들면서 발행잔액이 감소하였다. 최근에는 증권사들이 수익성을 높이기 위해 자체헤지를 하는 경우가 늘어서 기초자산의 하락에 따라 손실을 입는 경우가 많았고, 2015년 증권사의 ELS관련 손실은 1조원이 넘었다.

투자자들의 원금손실 위험 및 증권사들의 자산건전성 우려 등으로 금융당국은 ELS 기초자산 편중을 방지하는 등 관련 규제를 강화하고 증권사의 ELS판매 실태를 점검했고, 증권사 점검 등을 예정하고 있다. 2016년 ELS관련 주요 점검내용은 ELS등 업무관련 의사결정과정(설계, 발행, 운용, 판매등)의 적정성, ELS헤지운용한도 관리방안 마련 및 준수여부, ELS가격 결정 주요변수 변경절차의 적정성이다. 즉 설계, 발행부터 운용, 판매까지 전 과정에 걸친 점검이다.

ELS는 상품구조와 헤지, 상환이익 등과 관련하여 이해상충관계가 필연적으로 발생하고, 원금비보장 녹인형 ELS의 경우 녹인이 발생한 경우 원금회복이 쉽지 않다. 그에 비하여 ELS 투자시 이와같은 문제에 관하여 제대로 설명이 되는 경우가 많지 않으며, 이를 이해하고 상품에 투자하는 투자자는 현재 거의 없다고 할 수 있다. 투자자들은 ELS 투자시 가입상품을 이해하고 최소한 앞에서 언급된 7가지 유의사항을 체크하고

투자하여야 할 것이다. 또한 증권사와 금융당국은 최근 3년간 손실상환된 ELS손실을 및 변동분, 이익상환된 ELS의 이익률 및 변동분, 조기 및 만기상환 가능성, 손실가능성(비율) 등을 가입시 제공하여 ELS의 손실 위험을 전문가가 아닌 투자자들의 눈높이에서 수치화하여 보여줄 필요가 있을 것이다.

증권사 건전성, 전체 시장건전성과 관련하여 발행 및 헤지를 담당하는 증권사등과 금융규제당국의 책임 있는 자세가 필요하다. 기초자산 시장에 비하여 ELS시장의 규모가 지나치게 커져 시장이 왜곡되지 않도록, 또한 동일구조, 동일자산을 가진 획일적 상품이 시장에서 다수 발행되어 동일위험에 노출되는 시스템리스크를 관리할 필요가 있다. 증권사 등의 의견수렴을 거쳐 금융당국이 합리적 기준을 마련하고, 증권사는 이를 자율적으로 지켜 증권사의 건전성을 유지 및 강화하여야 할 것이다. 다만 현재 논의되는 것과 같은 '자체헤지 비중이 높은 증권사일수록 건전성 위험이 크다'며 단순히 자체헤지 비중을 줄이라는 식의 메시지를 금융당국이 보내는 것은 바람직하지 않다고 보인다. 발행은 하되 자체헤지 비중을 줄인다면 결국 외국계 IB에게 헤지수수료를 주고 헤지를 맡기라는 셈이 되는데, 그것은 지금까지 국내 증권사들이 쌓아온 ELS 헤지 노하우를 사장시킬 우려가 있다. 증권사의 건전성 강화와 관련해 자체헤지의 비중보다는 ELS상품의 다양화, 헤지방법의 다양화, 헤지의 질에 주목할 필요가 있을 것이다. 단순히 자기자본 대비 ELS발행잔액, 전체 ELS 발행금액 중 자체헤지 ELS비중 등을 강하게 규제하면 증권사들은 헤지능력을 향상시키는 것보다 외국 IB에 백투백헤지를 맡겨버리고 손쉽게 판매수수료 수입만 얻으려 할 것이다. 증권사도 다양한 ELS 상품개발, 헤지방법 다양화 등에 힘써 시장구조의 정상화하면서 시장을 성장시키는 노력이 필요하다.

## 참고 문헌

금융감독원, 2016년 금융투자회사 중점점검사항, 2016.4.29.

금융감독원, 최근 주가연계증권(ELS)의 주요특징 및 투자자 유의사항, 2015.5.6.

김석진 외 5인, 2007, 글로벌시대 파생상품의 이해, 도서출판 청람

김주영, 2012, 헤지거래기법을 이용한 투기거래와 이에 대한 법적 규제. 증권법연구 12(3), pp. 187-226

나지수, 주가연계증권(ELS) 델타헤지거래 관련 분쟁의 분석, 증권법연구, 17(1), pp.109-150

지영근 외 3인, 2012, ELS-ELW 거래실무서, 도서

출판 박영사

하태경, 장외파생상품과 증권사의 위험관리, Credit Rating Weekly Special Report, 한국신용평가, 2008.10.20.

한국거래소 시장감시위원회, 주가연계증권(ELS) 기초주식 감리백서, 2009.11.

한국파생상품학회, 2015 추계심포지엄 ELS의 현안과 과제: 법률적 시각vs 금융적 시각, 2015.11.

John C. Hull(윤평식 외 2인 옮김), 2009, 선물 옵션 투자의 이론과 전략, 교보문고