

## 국내 ELS 시장의 현황과 과제\*

연구위원 장근혁

2017년부터 꾸준히 확장세를 이어오던 국내 ELS 시장은 2020년 코로나19로 인한 금융시장 불안 시기를 지나면서 위축되었다. 국내외 증시가 회복하면서 하반기 ELS 조기상환 규모가 증가하였지만, 금융당국의 규제방안과 발행사들의 위험관리 강화 등으로 ELS 신규 발행은 이전 대비 감소하면서 개별 발행사들의 운용 규모가 감소하였다. 향후 국내 ELS 시장은 이전보다 규모가 축소되겠지만, 현재와 같이 국내외 주가지수를 기초자산으로 사용하는 스텝다운 구조가 주류를 이루는 상황이 유지될 것으로 예상되며, 이를 감안한 시장 참여자들의 전략과 금융당국의 정책이 필요할 수 있다.

스텝다운 ELS는 오랜 기간 동안 발행되면서 익숙한 상품이 되었다는 장점이 있지만, 판매사는 투자 위험을 간과해서는 안되며 지속적인 투자자보호를 위한 점검을 하여야 한다. 개별 발행사는 각자 처해진 상황은 물론 시장 전체 상황을 고려하여 ELS의 규모 및 운용에 대한 계획을 세우고 체계적인 위험관리를 지속해 나가며 ELS 사업을 안정적으로 운용하도록 노력해야 한다. 금융당국도 ELS 시장 모니터링과 함께 유사시 시장 충격에 대비할 수 있는 전략 마련을 할 필요가 있다.

파생결합증권<sup>1)</sup> 규모는 금융위기 이후 꾸준히 증가세를 이어왔다. 저금리로 인하여 예금 같은 위험이 적은 금융상품의 수익률이 낮아지면서, 좀 더 높은 수익을 추구하는 수요와 함께 발행사들도 적극적으로 사업을 확장하였다. 파생결합증권 중에서 ELS가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 스텝다운 구조가 주류를 이루고 있다.<sup>2)</sup> 금융위기 이후 개별종목 ELS에서 손실 상황이 발생한 영향으로 주로 국내외 주가지수들이 스텝다운 ELS의 기초자산으로 사용된다.<sup>3)</sup>

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

- 1) 본고에서는 ETN, ELW를 제외한 장외파생결합증권을 의미하며, 주가(주가지수연계) 여부와 원금보장 여부에 따라 ELS(주가연계, 원금비보장)와 ELB(주가연계, 원금보장), DLS(비주가연계, 원금비보장)와 DLB(비주가연계, 원금보장)로 구분된다. 본고에서는 주로 ELS를 대상으로 논의하려고 한다.
- 2) ELS는 잔액 기준으로 2015년부터 50% 정도 비중을 차지하고 있지만, ELB는 퇴직연금 상품으로 주로 사용되고, DLB는 기관투자자 상품으로 제한적으로 사용되므로 실질적인 시장 비중은 50%보다 크다고 볼 수 있다. 본고에서 스텝다운 구조는 조기상환 조건을 포함한 구조를 의미한다.
- 3) 2015년부터 발행 ELS의 98%가 국내외 지수형이다(금융투자협회). 주로 KOSPI200, EuroStoxx50, HSCEI, S&P500, Nikkei225 등이 사용된다.

파생결합증권 규모가 증가하면서 여러 문제점들이 발생하였지만, 스텝다운 구조의 ELS는 꾸준히 발행되고 있다. 스텝다운 구조의 ELS 사업이 확장되면서, ELS 운용 상황은 발행사들의 자기매매 부문 수익의 주요 요인이 되어왔으며, 코로나19 감염확산기 중 금융시장에 큰 영향을 주기도 하였다. 본고에서는 국내 ELS 시장에서 스텝다운 구조가 주류를 이루고 있는 여건들을 살펴보고, 향후 ELS 시장의 전망과 과제를 논의하려고 한다.

### 국내 ELS와 스텝다운 구조

스텝다운 구조는 국내 ELS의 대부분을 차지하고 있다. 세부 조건에 따라 다를 수 있지만, 기초자산 종류와 낙인(Knock-In)배리어 수준에 따라 ELS의 쿠폰이 정해지며 기초자산으로는 주로 2~3개의 주가지수가 사용된다. 개별주식을 기초자산으로 사용하는 상품들이 있었지만, 금융위기 이후 손실상환 사례가 발생하면서 그 비중이 감소하였다. 다른 구조의 ELS들도 발행되었지만, 국내의 주가지수를 사용하는 경우 손실 상환 경우가 거의 발생하지 않고 양호한 투자결과를 보이면서, 스텝다운 ELS는 꾸준히 발행되면서 국내 ELS 시장의 대표하는 구조가 되었다(노낙인이나 리자드 상품들도 스텝다운 구조의 일부로 구분할 수 있다).

이러한 국내 ELS 시장 현상과 관련하여, 과거의 투자 결과에 따라 금융상품의 투자 수요가 결정되는 경향을 보이는 연구 결과가 있다(Shin, 2019). <그림 1>은 미국의 주가연계 소매구조화상품 연간 판매액과 개별 상품 비중 추이를 나타내는데, 국내 스텝다운 ELS와 같은 구조인 ‘자동상환형(Autocall)’ 상품의 비중이 증가함을 볼 수 있다. 이러한 요인으로 논문(Shin, 2019)은 과거 투자 성과가 영향을 주었다는 분석 결과를 제시하고 있다. 결국 현재 지수형 스텝다운 구조가 국내 ELS시장에서 향후에도 주된 상품으로 유지될 가능성이 크다. 다만, 논문에서도 제시하고 있듯이, 과거의 성과가 미래의 성과를 보장하지 못한다는 점을 유의해야 하며, 이러한 이유로 인해 상품 판매시에 투자자보호가 필요하다.

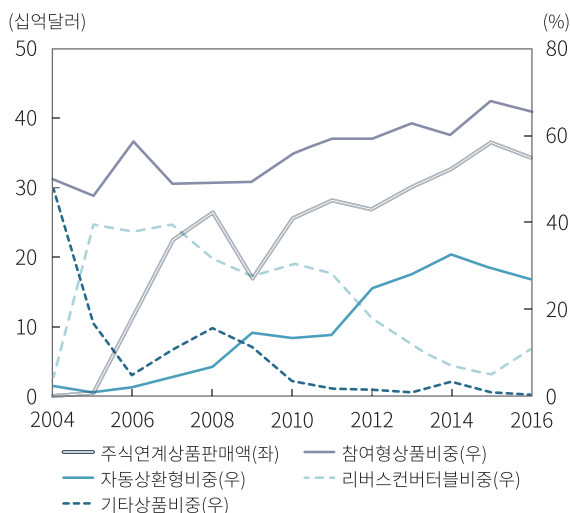
유럽의 경우 구조화상품들이 상장되어 있으므로 상장 구조화상품에 대한 통계를 살펴볼 수 있다. 유럽 구조화상품협회(European Structured Investment Products Association)는 세부 구조별로 상품명을 정의하고 상품의 특징을 요약하여 추가로 제공하고 있다.<sup>4)</sup> <그림2>는 독일 상장구조화상품 시장에서 개별 구조별로 규모를 정리한 그래프이다. 국내 스텝다운 ELS와 비슷한 구조인 ‘Express certificate’가 ‘원금보장 쿠폰형’ 상품 다음으로 큰 비중을 차지하고 있으며, 원금비보장 상품들 중에서는 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

4) 유럽 상장구조화상품들의 분류 체계와 상품별 수익 구조는 EUSIPA 사이트를 참고하면 된다([https://eusipa.org/wp-content/uploads/European\\_map\\_20200213\\_web.pdf](https://eusipa.org/wp-content/uploads/European_map_20200213_web.pdf), 장근혁(2020) 참고).

2016년 스텝다운 ELS의 쏠림(상품 및 기초자산) 문제가 불거진 이후 다양한 ELS와 DLS가 등장하였지만, 결과가 좋지 못했다. 해외 금리연계 DLS에서 대규모 원금손실이 발생하였다. 독일 헤리티지 DLS나 홍콩 채권형 펀드(젠투파트너스) 연계 DLS 사례처럼 비유동성 자산들을 기초자산으로 사용하여 만기 시점에 기초자산 문제로 DLS 상황이 연기되는 상황도 발생하였다. 최근에는 해외 대체투자 자산 연계 DLS들의 부실 우려가 불거지고 있다(금융감독원, 2021. 1. 4). 발행 후에는 새로운 상품 개발 및 판매 과정에서 미흡한 점이 다수 발견되기도 하였다.

이러한 점들을 감안하면, 주가지수는 기초자산으로서의 안정성과 투명성 측면에서 장점이 있으며, 스텝다운 ELS는 상대적으로 양호한 투자 결과가 실현되면서 규모는 감소하더라도 향후 지속적으로 국내 ELS 시장의 주요 상품으로 유지될 것으로 예상된다. 물론 ELS 시장의 안정을 위하여 시장 참여자들은 과거 시장혼란 시기의 상황을 점검하며 나타난 문제점들을 개선해 나갈 필요가 있다.

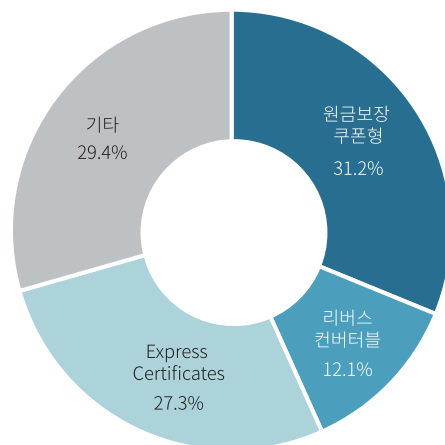
〈그림 1〉 미국 주식연계 소매구조화상품  
연간 판매량 추이



주 : 참여형 상품이 비중이 가장 크고, 자동상환형 상품의 비중이 증가한다.

자료: Shin(2019) 인용

〈그림 2〉 독일 투자상품군 세부상품별  
잔액 비중



주 : 2019년 6월말 기준, 투자상품군의 전체 규모는 655억유로

자료: DDV

### 파생결합증권 시장 이슈 발생과 규제

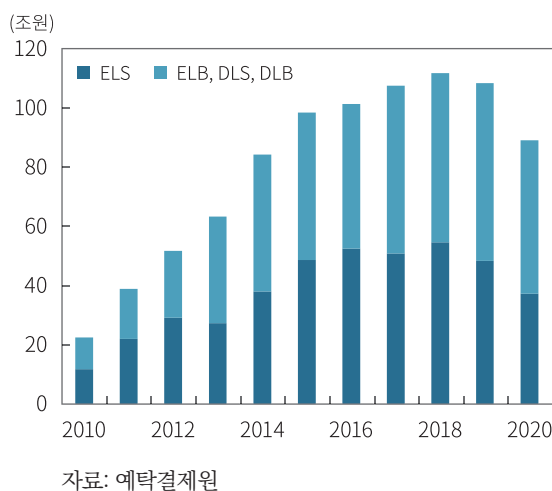
ELS를 포함한 파생결합증권의 규모가 급격히 증가하면서(〈그림 3〉) 투자자보호와 발행사들의 헤지 운용과 관련하여 문제가 발생하였다. 먼저 투자자보호와 연결된 문제에 대하여 살펴보자. 2015~2016년 홍콩 HSCEI지수 연계 ELS들의 원금 손실 우려가 불거지면서 판매과정에서 불완전판매가 부각되었다. 투자자보호 제도를 보완하기 위하여, 투자자숙려제도와 녹취의무가 시행되었다. 2019년 해외 금리연계 DLS의 대규모 투자 손실이 발생하면서, 복잡한 금융상품에 대한 차별화된 규제를 시행하기 위

하여 금융당국은 고난도 금융투자상품<sup>5)</sup>의 개념을 도입하였다. 고난도 금융투자상품에 대한 투자자 보호를 강화하는 등 판매과정을 정비하였으며, 은행에서 신탁을 통하여 판매할 수 있는 ELS 규모도 제한하였다. 추가로 상품 특성과 위험도에 따라 파생결합증권 유형 분류 체계를 개편하고 통합정보플랫폼 구축하는 계획을 발표하였다(금융위원회, 2020. 7. 31).

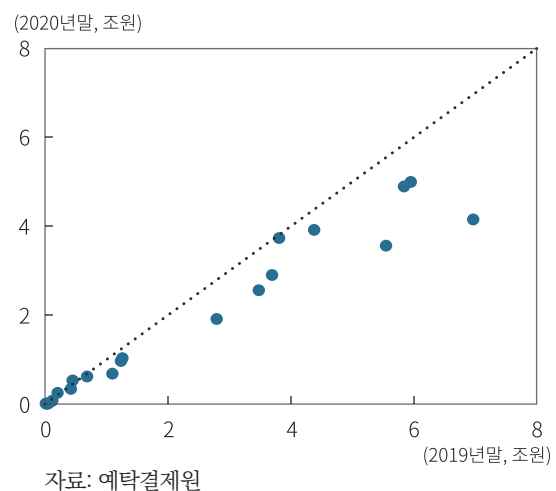
ELS 헤지운용 측면에서 보면, 2016년 발행사들의 헤지운용 손실이 발생하였지만, 시스템리스크 발생 우려까지 심화되지는 않았었다. 2020년 코로나19로 인한 금융시장 불안 시기에는 해외 파생거래 증거금 수요가 급증하면서 외환시장과 단기자금시장에 충격을 주었고, 시스템리스크 발생 우려가 부각되었다. 해외 주가지수를 포함한 스텝다운 ELS 규모가 컸던 영향이 있었다. 금융당국은 증권회사들의 건전성을 제고하고, 금융시장 시스템리스크 전이를 차단하기 위하여 유동성(원화, 외화) 및 레버리지 비율 관리를 강화하고 헤지자산 분산투자 제한을 도입하였다(금융위원회, 2020. 7. 31).

ELS 발행 잔액은 꾸준히 증가세를 이어오고 있었지만, ELS 헤지 시장 혼란을 겪으면서 2020년말 37.1조원으로 2019년말 대비 23%정도 감소하였다(〈그림 3〉). 〈그림 4〉는 개별 발행사별 잔액 변화를 나타낸 그래프로 대부분의 발행사들이 파란 점선 아래에 위치하고 있어 2020년 잔액이 감소하였음을 볼 수 있으며 규모가 큰 발행사들의 잔액이 전반적으로 많이 감소하였다. 금융당국의 규제 영향과 함께 위험관리에 비중을 두면서 하반기 조기상환이 증가함에도 불구하고 발행사들이 과거와 달리 신규발행을 축소한 영향으로 볼 수 있다. 〈그림 5〉에서 볼 수 있듯이 조기상환 규모와 신규발행규모는 비슷한 추이를 보이는데, 2020년 하반기는 주요국 증시의 회복으로 인하여 32.8조원의 ELS가 조기상환 되었음에도 ELS 신규발행은 18.8조원에 그쳤다.

〈그림 3〉 파생결합증권 잔액 추이



〈그림 4〉 2019~2020년 발행사별 ELS 잔액 비교



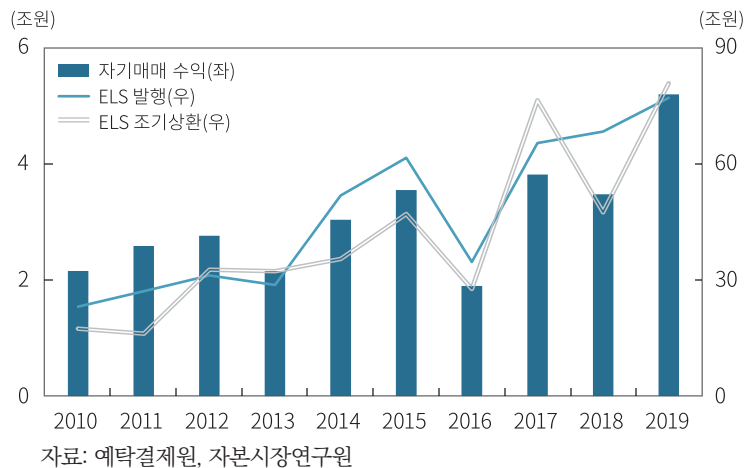
5) 고난도 금융상품의 판단기준으로 2가지 조건을 제시하였다. 첫째 조건은 파생상품 내재 등 가치평가방법 등에 대한 투자자의 이해가 어려운 상품, 둘째 조건은 최대 원금손실 가능비율이 20%를 초과하는 상품이다(금융위원회, 2019, 12, 12).

### ELS시장 상황과 자기매매 부문 수익

ELS 발행 규모가 증가하면서, 실질적으로 ELS 발행 및 운용 수익이 자기매매 부문 영업수익 변동에 큰 영향을 끼칠 수 있다. 2015년부터는 50조원 내외로 ELS잔액이 유지되어 왔는데(2020년말은 37.1조원으로 축소), 2% 정도만 운용 손실이 발생한다고 가정하면 손실 규모가 1조원 정도 된다.<sup>6)</sup> ELS 운용 과정에서 발생했던 손실은 2016년과 2020년 1분기에 국내 증권회사 자기매매 부문 수익 부진의 주요 원인으로 볼 수 있다.

국내 ELS는 주로 조기상환형 스텝다운 구조로, 기초지수들이 안정적으로 유지되는 가운데 조기상환이 발생하며, 이러한 상황에서 ELS 운용 수익이 양호하게 나타난다. 또한 조기상환이 잘 되는 시기에는 신규 발행도 활발하게 된다. 실질적으로 ELS 관련 수익이나 시장 상황을 추정하기 어려운 면이 있지만, 이러한 특징을 감안하면 ELS 조기상환 규모나 신규발행 규모를 ELS 관련 손익이나 시장 상황과 연관된 변수로 사용해 볼 수 있다. <그림 5>는 국내 증권회사 자기매매 부문 수익과 ELS 조기상환 및 신규발행 규모 추이를 나타낸 그래프이며, ELS 조기상환 및 신규발행 규모는 자기매매 부문 수익 변동과 비슷한 추이를 보인다. 즉, ELS 시장 상황과 연관된 ELS 조기상환 또는 신규발행 규모는 자기매매 부문 수익의 주요 요인으로 볼 수 있다.<sup>7)</sup>

<그림 5> ELS 발행 및 조기상환 규모와 국내 증권업 자기매매 부문 수익 추이



6) 2020년 1분기 파생결합증권 발행 및 운용손익은 -0.9조원이며(금융감독원, 2020. 7. 2), ELS 운용만 반영한다면 그보다 더 클 것으로 예상된다.

7) 자기매매 부문 수익을 종속변수로 설정하고 ELS 신규발행(또는 조기상환) 규모, 금리변화, 코스피 수익률, 자기자본 규모 등을 독립변수에 포함하여 회귀분석을 시행해 보면 ELS 신규발행(또는 조기상환) 규모와 금리 변화가 유의하게 나타난다(데이터 개수를 늘리기 위하여 반기 단위로 데이터 설정하여 분석).

### 맺음말

국내 ELS 시장은 국내의 주가지수들을 기초자산으로 사용하는 스텝다운 구조가 주류를 이루는 상황이 유지되며, 저금리가 지속되면서 ELS 투자 수요는 향후에도 꾸준할 것으로 예상된다. 이러한 ELS 시장을 감안한 시장 참여자들의 전략과 금융당국의 정책이 필요할 수 있다.

주가지수를 사용하는 스텝다운 ELS는 일부 지수 하락 구간에서 손실을 막아주는 효과가 있고 과거 투자 결과가 양호하게 실현되면서 꾸준히 발행되고 있지만, 꼬리위험(tail risk)이 존재하며 기초자산 가격이 크게 하락하면 기초자산에 직접 투자한 것과 같은 손실을 입을 수 있다. 투자자보호를 위한 제도 개선이 이어지고, 오랜 기간 동안 발행되면서 익숙한 구조의 상품이 되었다는 장점이 있지만, 판매하는 투자 위험을 간과해서는 안되며 지속적인 투자자보호를 위한 점검과 노력을 할 필요가 있다. ELS 투자자들도 상품의 특징과 위험에 대한 이해의 폭을 넓혀야 할 것이며 금융당국이 추진하고 있는 통합 정보플랫폼 구축은 이에 도움이 될 것으로 기대된다.

ELS 운용과정에서 발생할 수 있는 시스템리스크에 대한 문제도 해결해야 할 과제이다. ELS 시장 상황에 따라 발행사의 자기매매 부문 수익의 변동이 크며, 2020년과 같이 외환시장과 단기자금시장에 충격이 발생할 수 있다. 2020년 ELS 규모 감소는 향후 ELS 시장 안정에 도움이 될 것으로 기대된다. 개별 발행사는 각자 처해진 상황은 물론 시장 전체 상황을 고려하여 ELS의 규모 및 운용에 대한 계획을 세우고 체계적인 위험관리를 지속해 나가며 ELS 사업을 안정적으로 운용하도록 노력해야 한다. 예를 들면, 시장 상황을 보며 국내 지수나, 2개 이하의 기초자산을 사용하는 등 운용 부담이 적은 ELS를 적절히 활용해 볼 수 있다. 금융당국도 ELS 시장 모니터링과 함께 유사시 시장 충격에 대비할 수 있는 전략 마련을 할 필요가 있다.

### 참고자료

금융감독원 2020. 7. 2, '20.1분기 중 증권회사 파생결합증권 발행 운용 현황, 보도자료.

금융감독원 2021. 1. 4, 증권사의 해외 대체투자 현황 및 향후 대응방안, 보도자료.

금융위원회 2019. 12. 12, 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안, 보도자료.

금융위원회 2020. 7. 31, 파생결합증권시장 건전화 방안, 보도자료.

장근혁, 2020, 파생결합증권 위험등급 세분화에 대한 제안, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-3호.

Shin, D., 2019, Extrapolation and Complexity, working paper, University of North Carolina at Chapel Hill.