

# 주가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안

2003. 5

연구위원 김 형 태  
연구위원 선 정 훈

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



— <著者 註> —

본 연구는 최근 이슈가 되고 있는 추가연계증권(ELS)의 현황을 분석하고 활성화를 위한 제도적 개선방안을 모색하는 데에 그 목적이 있습니다. 첫째, 증권설계의 관점과 법률적 관점에서 ELS의 개념을 파악하고, ELS의 주식성·채권성 판단기준을 설정합니다. 둘째, 한국을 비롯한 미국과 홍콩의 ELS상품현황을 살펴봅니다. 셋째, ELS활성화를 위한 제도적 인프라의 구축방안을 제시합니다. 구체적으로는 ELS과세문제, ELS와 장외파생상품의 구분기준 설정, 파생상품전용회사(Derivative Product Company: DPC)의 설립과 활용방안, 도산법상 네팅의 실행가능성 명문화 방안 등을 논의합니다. 마지막으로, 추가연계증권(ELS)을 비롯하여 추가연계예금(ELD), 추가연계펀드(ELF) 등 추가연계금융상품의 증대가 선물시장 등 금융시장에 미치는 영향을 분석합니다.

보다 구체적인 내용에 대해서는 추가적인 연구가 진행될 예정입니다. 독자 여러분의 많은 관심과 의견을 부탁드립니다.

연락처 수신인 : 김 형 태

e-mail: kimht@ksri.org

Tel: (02)3771-0670,0671

Fax: (02)3771-0678

연락처 수신인 : 선 정 훈

e-mail: jhseon@ksri.org

Tel: (02)3771-0680, 0681

Fax: (02)3771-0658



## <목 차>

<b>I. 주가연계증권(ELS)의 개념정립과 포괄범위</b>	<b>1</b>
1. 주가연계증권(ELS)의 개념	1
2. ELS의 채권성·주식성 판단	9
가. 채권성과 주식성 판단기준 설정	9
나. ELS의 채권성과 주식성 판단	12
<b>II. ELS의 상품 현황: 한국·미국·홍콩</b>	<b>14</b>
1. 한국의 ELS상품 현황	14
2. 미국의 ELS상품 현황	22
가. Market Index Target-Term Securities(MITTS)	22
나. Equity-linked Notes	23
다. Index Range Accrual Notes	25
라. Stock Return Income Debt Securities(STRIDES)	26
마. Performance Equity Return linKed Securities(PERKS)	28
바. Market Recovery Notes	30
3. 홍콩의 ELS상품 현황	31
<b>III. ELS관련 이슈 분석과 개선 방안</b>	<b>36</b>
1. ELS 과세문제 분석과 개선 방안	36
가. 현 제도의 현황과 문제점	36
나. 개선 방안	39

2. ELS와 장외파생상품의 구분기준 설정 .....	43
가. 구분기준의 필요성 .....	43
나. 구분기준의 설정 .....	45
3. ELS 도입이 금융시장에 미치는 영향 분석 .....	54
가. 증시주변자금에 미치는 영향 .....	54
나. ELS 상품현황 .....	55
다. ELS, 주가지수 선물 및 주식시장의 연계 .....	57
라. 주가연계 금융상품 증가가 금융시장에 미치는 영향 .....	59
<참고문헌> .....	69
<부록 1> 파생상품전용회사(Derivative Product Company: DPC) 의 설립과 활용 .....	71
<부록 2> 도산법상 네팅(netting)의 실행가능성 명문화 .....	79

## <표 차례>

<표 I -1> ELS 자리매김 .....	6
<표 I -2> ELS, ELD, ELF의 비교 .....	8
<표 II -1> ELS상품 현황 .....	18
<표 II -2> ELF상품 현황 .....	20
<표 II -3> ELD상품 현황 .....	21
<표 II -4> Bull ELI의 사례 .....	32
<표 II -5> Bear ELI의 사례 .....	33
<표 II -6> Range ELI의 사례 .....	35
<표 III -1> 은행별 ELD 판매금액 .....	54
<표 III -2> 원금보장 정도에 따른 설정금액 .....	55
<표 III -3> 만기에 따른 설정금액 .....	55
<표 III -4> 상품유형에 따른 설정금액 .....	56
<표 III -5> ELS상품 현황 .....	56
<표 III -6> 추가연계 금융상품의 헤지 계약수 추정 .....	64
<표 III -7> 장외옵션 헤지계약 청산시 시장충격 효과 .....	66

## <그 립 차 례>

<그림 II-1> 닉아웃형 ELS(원금보장형) .....	15
<그림 II-2> 닉아웃형 ELS(원금비보장형) .....	15
<그림 II-3> 불스프레드형 ELS .....	16
<그림 II-4> Reverse Convertibles형 ELS .....	16
<그림 II-5> 디지털 콜형 ELS .....	17
<그림 II-6> 디지털 풋형 ELS .....	17
<그림 II-7> MITTS 손익 구조 .....	23
<그림 II-8> Equity-Linked Notes 손익 구조 .....	24
<그림 II-9> Index Range Accrual Notes 손익 구조 .....	26
<그림 II-10> STRIDES 손익 구조 .....	27
<그림 II-11> PERKS 손익 구조 .....	29
<그림 II-12> Market Recovery Notes 손익 구조 .....	31
<그림 II-13> Bull ELI의 손익 구조 .....	32
<그림 II-14> Bear ELI의 손익 구조 .....	34
<그림 II-15> Range ELI의 손익 구조 .....	35
<그림 III-1> 장외파생상품과 구조설계채권의 관계 : 미국 .....	44
<그림 III-2> 장외파생상품과 구조설계채권의 관계 : 한국 .....	44
<그림 III-3> 투자원금대비 최대손실규모 기준 .....	49
<그림 III-4> 옵션의 델타와 주가 .....	58
<그림 III-5> 유동성에 따른 매도주문의 시장충격 .....	61
<그림 III-6> 닉아웃 옵션 payoff의 예 .....	62

<要 約>

- ELS의 경제적 의미: 증권설계 관점
  - 증권설계의 관점에서 보면, ELS는 채권이나 주식 등의 증권에 주식을 기초자산으로 하는 파생상품(equity derivative)이 내장(embedded)된 구조설계증권(structured security)의 일종임
  
- ELS의 법률적 의미: 증권거래법상의 ELS
  - 증권거래법시행령 제2조의3 제7호에 의하면 ELS란 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 특정 주권의 가격이나 주가지수 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전(당해 주권·증권 또는 증서의 가치에 상당하는 금전을 말한다)의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서를 의미
  
- ELS의 채권성과 주식성 판단기준 설정
  - 상환의 의무성 기준 적용(obligation test), 상태의존성 기준 적용(state contingency test), 만기의 유한성 기준 적용(maturity test), 변제의 우선순위 기준 적용(priority test)
  - 지급의무 즉 투자원금에 대한 보장의 차원에서 보면, 원금보장형 ELS는 채권으로, 원금비보장형 ELS는 주식으로 간주하는 것이 합리적임
  - 원금보장형이라 하더라도 상태의존적 구간이 증가할수록, 주식적 성격이 증대됨
  
- ELS 과세문제 분석과 개선 방안
  - ELS의 채권성 주식성 판단기준에서 논의하였듯이, 원금보장형 ELS와 비보장형 ELS는 그 경제적 특성이 상이하므로 과세측면에서도 양자를 구분하여 과세할 필요

- 원금보장형 ELS는 채권형 증권이므로 이자소득세를 과세하고 원금비보장형 ELS는 주식형 증권이므로 배당 또는 자본이득으로 과세하는 것이 합리적임
- 주식형증권으로부터 발생하는 소득을 배당소득으로 간주할 것인가 자본이득으로 간주할 것인가는, 국공채와 주가지수옵션투자를 증권사의 자산운용으로 볼 것인가 아니면 투자로 볼 것인가에 의존
- ELS를 발행한 증권사는 자금을 운용하는 것이 아니라 단지 투자하는 것이기 때문에 이를 자본이득으로 보는 것이 합리적임
  - ELS를 발행하는 증권사는 자산운용사와는 달리, 자금모집시 투자자에게 자금운용방식을 제시할 필요가 없고 투자수익결정식 만을 제시하면 됨
  - 자산운용의 결과를 배당으로 지불하는 것이 아니라 투자결과의 시세 차익을 제공하는 것임
  - 실제로 ELS를 발행한 증권사들은, 투자한 국공채를 만기까지 그대로 가져감(buy & hold strategy)

○ ELS와 장외파생상품의 구분기준 설정

- 투자자보호의 측면에서 유가증권적 성격의 ELS와 장외파생상품적 성격의 ELS 구분기준이 필요함
- 매수자(투자자)의 추가적 현금지출 가능성 기준, 매각자(발행자)의 자금수령시점 기준, 원금대비 최대손실규모 기준, 마진 유지의무 기준 등을 통해 유가증권과 장외파생상품 구분 가능

○ 파생상품전용회사(Derivative Product Company: DPC)의 설립과 활용

- 장외파생상품거래가 허용된 대부분의 국내 증권사는 외국계 증권사나 국내은행과 비교하여 상대적으로 신용등급이 취약하기 때문에 장외파생상품 거래에서 불리한 입장임
- 파생상품거래의 원활한 수행을 위해 신용등급 AAA로 설립된 증권회사의 자회사 즉 파생상품전용회사의 설립과 활용이 필요함

○ 도산법상 네팅의 실행가능성 명문화

- 장외파생상품 계약당사자 일방에 의한 채무불이행 발생시 장외파생상품 거래의 안정성을 제고하기 위해 장외파생상품계약서상의 일괄상계에 대한 법률적 유효성을 명확히 규정할 필요가 있음
- 우리나라의 현행 도산법상 일괄상계조항의 유효성을 판단할 근거규정이 없으므로 일괄상계의 효력을 인정해 주는 규정의 신설이 필요하다고 판단됨

○ ELS 도입이 금융시장에 미치는 영향 분석

- 가격제한 폭인 10%까지 선물가격을 하락시키기 위해서는 닉아웃 옵션이 앞서 추정된 106,800 계약의 5배인 534,000 계약이 발행되어야 함
  - 장외옵션 534,000 계약을 닉아웃형 추가연계 금융상품의 판매액으로 환산하면 약 144,000억원 정도임
- 추정결과 현재처럼 유동성이 높은 시장에서는 전체 장외옵션(178,000 계약)과 관련된 선물 매입포지션이 동시에 청산될 때 야기되는 선물가격 하락률이 델타가 0.5에서 1사이의 값을 갖을 경우 1.8%~3.5%대인 것으로 나타났음
- 현재처럼 선물시장의 유동성이 높은 경우 만기일이 1달 이내로 근접한 장외옵션이 상당 규모로 발행되지 않는 한 장외옵션 발행 증가가 주가지수 선물시장을 통해 현물 주가에 미치는 영향은 우려할 정도로 크지 않을 것으로 보임
  - 다만 감독당국은 추가연계 금융상품과 관련된 장외 파생금융상품 규모가 지나치게 과도한 수준을 넘지 않는지 장외시장을 지속적으로 모니터링할 필요가 있음



# I. 주가연계증권(ELS)의 개념정립과 포괄범위

## 1. 주가연계증권(ELS)의 개념

### ○ ELS의 경제적 의미: 증권설계 관점

- 증권설계의 관점에서 보면, ELS는 채권이나 주식 등의 증권에 주식을 기초자산으로 하는 파생상품(equity derivative)이 내장(embedded)된 구조설계증권(structured security)의 일종임
  - 구조설계증권의 형태를 띠고 있다 하더라도 파생상품의 포함정도나 레버리지 구조의 포함정도가 일정 수준 이상이면 유가증권 보다는 장외파생상품으로 해석하는 것이 합리적임
- 주가연계증권은 주로 채권에 주식파생상품이 결합되는 경우가 대부분이기 때문에 외국에서는 주가연계채권(equity-linked note: ELN)으로 명명됨
  - 주가연계채권(ELN)은 일종의 채권이므로 발행사의 관점에서 보면 부채(debt)임
- 증권거래법에서는 ELN이 아닌 ELS를 규정하고 있기 때문에 채권형 ELS와 주식형 ELS의 구분이 필요함
  - 지급청구권이란 측면에서는 ELS는 채권적 성격을 갖지만, 투자원금의 보장여부를 기준으로 볼 때 원금비보장 ELS의 경우는 주식형 유가증권으로 분류하는 것이 합리적임

○ 주가연계증권(ELS)과 주가지수연계증권(EILS)

— ELS중에서 주가지수의 성과에 연동하여 수익이 결정되는 ELS를 특히 주가지수연계증권(equity index-linked security: EILS)이라고 하 는바, 현재 우리나라에 도입된 ELS는 대부분 EILS임

• EILS는 ELS의 특별한 경우임

— 기업발행 채권이나 주식을 기초자산으로 하여 발행된 발행시장 ELS, 즉 기업금융적 성격을 갖는 ELS는 활성화되지 못한 상태임

• 현행 ELS는, 원금보장을 위해 국공채에 투자하기 때문에 기업금 용에 도움을 주지 못함

• EILS는 투자자 지향적인 ELS로서, 원금보장(downside protection) 이나 참가율(participation rate) 조정 등을 통해 투자자의 다양한 위험선호에 적합한 증권설계 도모

— 투자은행의 본질적 기능은 기업의 자금조달 요구와 투자자의 투자 요구를 동시에 만족시킬 수 있는 증권을 설계하는 데에 있는 바, 앞으로 기업금융적 성격을 갖는 ELS의 개발이 활성화될 필요

• Morgan Stanley의 PERCS(Preferred Equity Redemption Cumulative Stock)와 PEPS(Protected Equity Participation), Salomon Brothers의 DECS(Dividend Enhanced Convertible Securities), Goldman Sachs의 ACES(Automatically Converting Equity Security) 등

○ ELS의 법률적 의미: 증권거래법상의 ELS

— 증권거래법시행령 제2조의3 제7호에 의하면 ELS란 재정경제부령이 정 하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 특정 주권의 가격이나

주가지수 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전(당해 주권·증권 또는 증서의 가치에 상당하는 금전을 말한다)의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서를 의미함<sup>1)</sup>

- 증권거래법상 주식이나 채권과는 별도의 유가증권으로 정의됨
- ELS와는 별도로 주가연계워런트를 유가증권으로 규정함(증권거래법 시행령 제2조의3 제6호)
  - 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 당사자 일방의 의사표시에 의하여 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 주권의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시할 수 있는 증권 또는 증서

○ 증권거래법상 ELS 규정의 문제점

- ELS에 대한 증권거래법의 정의상, 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동에만 지급청구권이 연동되도록 정의되어 있기 때문에 이자율, 환율 등이 동시에 포함될 경우에는 원칙적으로 ELS로 해석되기 곤란함

---

1) '재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서'란 증권거래법시행령 제36조의2제2항제1호에서 규정한 요건을 갖춘 증권회사가 발행하는 증권 또는 증서를 의미하는데(증권거래법 시행규칙 제1조의3, 2003년 3월 10일 신설), 구체적 요건은 다음과 같음. 첫째, 유가증권의 매매, 인수, 모집 또는 매출의 주선을 모두 영위하는 증권회사일 것. 둘째, 당해 증권회사의 주요출자자가 금융산업의구조개선관련법률에 의하여 부실금융기관으로 지정된 금융기관의 최대주주·주요주주 또는 그 특수관계인이 아닐 것. 셋째, 자기자본규제비율을 100분의 300이상 유지하고, 인가신청서를 제출하는 날의 직전 분기말을 기준으로 3천억원 이상의 자기자본을 갖출 것. 넷째, 장외파생금융상품거래에 관한 전문성을 갖춘 상근임원등 파생금융상품전문인력을 확보할 것. 다섯째, 금융감독위원회가 정하는 위험관리 및 내부통제 등에 관한 기준을 충족할 것

- 물론 고정금리가 함께 포함된 경우에는 ELN으로 유권해석 되고 있지만 자의성이 개입될 가능성 존재
  - 통화파생상품, 이자율파생상품 등과의 다양한 결합이 배제됨으로써, 장외파생상품 도입취지인 혁신적 상품개발을 저해할 가능성 존재
- 현행규정에는 ‘특정 주권의 가격이나 주가지수 수치의 변동과 연계’만을 규정하고 있기 때문에 레버리지의 사용정도, 원금대비 최대손실규모, 투자자의 추가적 현금지출 가능성, 발행자의 자금수령시점 등에 대한 제한 없음
- 유가증권의 성격에 적합하지 않은 장외파생상품적 성격의 금융상품이 ELS개념에 포함될 가능성 존재
  - 장외파생상품적 성격이 강한 ELS를 구분해 낼 수 있는 기준 필요
- 주가를 기초자산으로 하는 주식파생상품이 내장된 ELS 만이 유가증권으로 규정되었기 때문에, 이자율파생상품, 통화파생상품, 신용파생상품 등이 내장된 구조설계채권은 증권거래법상 유가증권이 아님
- ELS이외의 구조설계채권은, 경제적 특성상으로는 유가증권과 장외파생상품이 결합된 구조설계채권임에도 불구하고 증권거래법상으로는 유가증권도 아니고 장외파생상품도 아니라는 기형적 현상 발생
  - 즉 통화파생상품, 이자율파생상품 등은 장외파생상품으로 지정되어 있지만 이들이 내장된 구조설계채권은 실질적으로 ELN 과 동일한 성격의 구조설계채권임에도 불구하고 증권거래법상에는 유가증권으로 지정되지 않음

○ ELS 개념정립의 중요성

- ELS의 유가증권성 또는 장외파생상품성 여부, ELS 채권성 또는 주식성 여부는 ELS 상품설계의 범위, ELS에 대한 과세 문제, 투자자 보호의 정도 등에 직접적 영향을 미침
- 유가증권형 ELS와 장외파생상품형 ELS 구분 필요성
  - 증권사가 장외파생상품업무를 수행하기 위해서는 별도의 라이선스를 받아야 함(별도의 자격요건)
  - 유가증권은 불특정 다수를 대상으로 공모발행이 가능하지만 장외파생상품의 거래당사자는 기관투자자 등으로 국한 됨<sup>2)</sup>
  - 장외파생상품에 대한 직접적 투자는 불가능하지만 장외파생상품이 내장된 구조설계채권에의 투자는 가능한 기관투자자가 존재하기 때문에 투자자 기반에 차이 존재
  - 유가증권에 포함되면 타금융권과의 관계하에서 증권업의 배타적 업무영역으로 규정됨
- 채권형 ELS와 주식형 ELS 구분 필요성
  - 발행사의 부채비율 계산에 영향
  - 증권에서 발생하는 현금흐름이 배당인가 이자인가를 결정하기 때문에 과세측면에서 중요
  - 채권이면 신용평가의 대상이 되므로 양자의 구분은 신용평가의 대상여부를 결정

---

2) 현행 증권거래법에는, 증권사가 장외파생상품 업무를 수행할 수 있는 거래상대방을 법인세법상 기관투자자와 상장·등록기업 등으로 한정하고 있음

<표 1-1> ELS 자리매김

기초자산		파생상품 구조연계채권		옵션	선도	스왑	구조설계채권
		이자율	주식				
이자율		이자율파생상품				이자율연계채권	
주식	개별주식	주식파생상품				주식연계채권	
	바스켓						
	지수						
통화		통화파생상품				통화연계채권	
신용위험		신용파생상품				신용연계채권	
실물		실물파생상품				실물연계채권	

○ ELS와 전환사채 또는 신주인수권부사채와의 비교

- 전환사채에는 주식으로의 전환권 포함되어 있을 뿐, 전환권 행사 이전 채권상태에서는 고정적인 이자를 지급함
  - 신주인수권부사채에는 신주인수권이 포함되어 있을 뿐, 신주인수권 행사 이전에는 고정적인 이자를 지급함
- ELS에는 전환권이나 신주인수권은 포함되어 있지 않고 이자 자체가 주가 또는 주가지수에 연동되어 변화되고 지불됨
  - 이자지불방식이 전통적 채권과 상이함
  - 이자가 변동하고 그 변동기준이 주가 또는 주가지수임
- 전환사채나 신주인수권부사채는 기업이 발행자인데 반해, ELS의 경우에는 증권사가 발행자임

- 전환사채와 신주인수권부사채는 기업의 자금조달에 초점이 맞추어진 증권인데 비해, ELS는 투자자의 위험선호에 초점이 맞추어진 증권임

○ ELS와 ELD(equity-linked deposit)의 비교

- ELD의 경우 투자자는 예금가입의 형태로 투자하나 ELS의 경우에는 유가증권에 투자하는 것임
  - ELD는 예금보호대상이지만 ELS는 예금보호의 대상이 안됨
- ELD는 원금의 100%를 보장하지만 ELS는 반드시 100%를 보장하는 것은 아님
  - 증권설계의 관점에서 보면, ELD와 원금보장형 ELS는 경제적 특성과 기능이 유사함
- ELS는 사모시에 특정 기관투자자를 위해 맞춤형 상품개발이 가능함
- ELS는 유가증권이므로 채권상장에 준하여 거래소에 상장도 가능함

○ ELS와 ELF(equity-linked fund)와 비교

- ELF는 투자자로부터 모집한 자금의 대부분을 채권에 운용하고 자금의 일부로 증권사가 발행한 주가연계워런트를 매입함으로써 원금보전 추구
  - 증권사가 발행한 ELS를 매입하는 것은 아님
- 투자자입장에서 보면, ELS와 ELF는 모두 유가증권이라는 공통점이 있지만, ELF는 수익증권이고 ELS는 증권거래법상 별도의 유가증권임

- 수익증권은 실적배당상품이기 때문에 원금보장이 안됨
- ELS는 주가 또는 주가지수의 변동에 연계된 지급액 결정식만을 투자자에게 제시하면 되지 투자자의 자금을 어떻게 운용할 것인가를 제시할 필요가 없기 때문에 자산운용상품으로 간주하기 곤란함

<표 1 -2> ELS, ELD, ELF의 비교

구 분	ELS	ELF	ELD
발행기관	증권회사	투신운용사 자산운용사	은행 등 예금취급기관
판매기관	증권회사 등	증권회사 등	은행 등 예금취급기관
자산운용	고유계정과 혼합	고유계정과 분리하여 운용(별도 펀드)	고유계정과 혼합
형 태	유가증권	유가증권(수익증권, 주식)	정기예금
투자방법	유가증권 매입	수익증권 매입	정기예금 가입
만기 수익율	지수 변동에 따라 사전 제시한 수익률	운용실적에 따른 배당	지수 변동에 따라 사전 제시한 수익률
원금보장	사전 제시한 일정률 (0~100%)	보장없음	원금 100% 보장
예금보호	없음	없음	보장
만기상환 소득	배당	배당 또는 이자	이자
과 세	전액과세	배당·이자 등 과세 (주식양도차손익제외)	전액과세

자료: 박동규, 2003, “주가연계증권의 이익에 대한 과세 방법 등”, 『속보 삼일총서』 16호.

## 2. ELS의 채권성 · 주식성 판단

### 가. 채권성과 주식성 판단기준 설정<sup>3)</sup>

#### ○ 채권의 본질적 특성과 채권성 · 주식성 판단기준

- 채권의 본질적 특성은 채무불이행(default) 또는 파산(bankruptcy)에 있는 바, 채무불이행을 가능하게 하는 특성을 파악하여 이를 판단 기준으로 삼는 것이 합리적임
- FASB나 S&P, Moody's, FitchIBCA 등의 신용평가기관에서 적용하는 기준들을 참고하여 채권성 · 주식성 판단기준을 설정하고자 함<sup>4)</sup>

#### ○ 기준1 : 상환의 의무성(obligation test)

- 파산의 개념이 존재하기 위해서는 발행자에게 원금 또는 이자에 대한 지급의무(obligation)가 부과되어야 함
  - 투자자입장에서 보면 지급청구권을 보유하는 것임
- 채무불이행이 발생하지 않는 한 투자원금이 보장되어야 함
  - 여기서 원금보장의 의미는 발행기업의 채무불이행이 발생하지도

---

3) 증권의 채권성, 주식성 판단기준에 대한 구체적 논의로는 다음을 참조바람.  
김형태, 2001, 『구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈01-07.

4) FASB, 2001, "Exposure Draft on Liabilities and Equity," August.  
FitchIBCA, 1999, "Rating Preferred Stock and Hybrid Security," Corporate Finance Special Report, March.  
S&P, 2001, "Australia and New Zealand Hybrid Securities : Equity or Camouflaged Debt?," Rating Commentary, May.

않았는데 상품구조로 인해 투자원금이 100% 보장 안 되는 경우를 의미하는 바, 발행회사의 채무불이행 발생시에도 원금을 보장받을 수 있다는 의미가 아님

- 만일 투자원금의 90%만 보장된다면 채권보다는 주식에 가까움<sup>5)</sup>
- 투자원금의 보장 여부는 특히 신용평가사들이 특정 증권을 채권으로 간주하기 위해 가장 중요시하는 기준임

— 상환의 의무성기준은, 채권성 주식성을 판단하는 가장 중요한 기준으로서, 다음의 상태의존성 기준이나 만기의 유한성 기준도 상환의 의무성을 결정하는 하위기준으로 이해할 수 있음

#### ○ 기준2 : 상태의존성(state contingency test)

— 증권에서 창출되는 현금흐름이 기업의 이익이나 성과에 의존적(state contingent payment)일수록 주식성이 강하고 독립적(state independent payment)일수록 채권성이 강함

- 정크본드는 법률적으로는 채권이지만, 그 가치가 기업가치 변동에 민감하게 변화한다는 의미에서, 경제적으로는 주식적 성격이 강하여 채권과는 다른 자산유형(asset class)으로 간주됨

— 성과에 관계없이 일정액을 지급해야 한다는 것은 상태독립성이 강하다는 의미이고, 성과에 의존하여 지급액이 결정된다는 것은 상태의존성이 강하다는 의미임

---

5) 단지 투자원금을 100%보장하지 않는다고 하여 주식성이 인정되면, 예를 들어 99% 보장해도 주식으로 인정해야 하는 문제점이 발생할 수 있음. 따라서 현실적으로 이 기준의 적용을 위해서는, 주식성이 존재하기 위해서는 '충분한' 손실가능성이 존재해야 한다는 기준이 필요함. 예를 들어 '충분한' 손실가능성을 5%이상으로 규정하면, 투자원금의 95%이하가 보장되어야 주식으로 인정될 수 있다는 의미임. 즉 95%이상의 보장은 채권으로 인정됨

○ 기준3 : 만기의 유한성(maturity test)

- 만기가 길수록 상대적으로 주식성이 강함
  - 채권중에서도 10년채나 30년채와 같은 장기채권은 3년채에 비해 상대적으로 주식성이 강함
- 만기란 원금에 대한 지불의무를 이행할 시점을 의미하기 때문에 주식과 같이 만기가 무한대면 지불의무 이행시점이 무한대 이후이고 이는 결국 지불의무가 없다는 의미임

○ 기준4 : 변제의 우선순위 기준(priority test)

- 파산시 우선적으로 기업자산에 대한 채권자지위를 획득할 수 있는 선순위채권은 채권성이 강하고, 파산시 변제의 우선순위가 후순위일수록 주식성이 강함
- 은행이 발행하는 후순위채권은 상환의 의무성이 존재하고 만기가 유한하지만, 변제의 우선순위가 낮아 잔여지분청구권(residual claim)으로서의 성격이 강하므로 경제적으로는 주식적 성격이 강함

○ 기준간의 우선순위 관계

- 채권의 본질적 특성을 고려할 때, 상환의 의무성 기준이 가장 중요하고 우선적으로 적용되어야 할 기준이고, 상태의존성 기준, 만기기준, 변제의 우선순위 기준은 상환의 의무성 기준을 구체적으로 보완하는 기능 수행
- 네 가지 기준 외에 지불연기 권한정도, 주식전환의 강제성 등이 채권성과 주식성을 판단하는 기준으로 활용되기도 함<sup>6)</sup>

## 나. ELS의 채권성과 주식성 판단

### ○ 상환의 의무성 기준 적용(obligation test)

- 원금보장형 ELS의 경우 투자원금에 대한 지급의무가 존재하지만 이자부분은 주가지수의 성과에 의존하므로 사전에 정해진 고정적 지급의무는 없음
  - 일반채권의 경우에는 원금에 대한 지급의무 뿐만 아니라 매기 일정한 이자지급 의무가 있음
- 100% 투자원금이 보장되는 ELS는 상대적으로 채권적 성격이 강하고 투자원금이 100%보장되지 않는(예: 90%보장) ELS는 주식적 성격이 강함

### ○ 상태의존성 기준 적용(state contingency test)

- ELS 설계방식에 따라 상태의존성이 증감될 수 있는 바, 상태의존적 구간이 클수록 주식성 증대
- 주가지수에 비례하여 투자수익이 변화하는 구간이 클수록 상태의존성이 증대하여 주식성이 강화됨
  - 하한(floor)이나 상한(cap)이 존재하지 않고 참가율(participation rate)이 기울기가 1보다 작은 ELS는 전형적인 주식형 ELS임
- 투자손실에 하한이 존재하여 원금이 일정 수준이상으로 보장되는

- 
- 6) 지분을 연기할 수 있는 권한이 약할수록 채권성이 강하고 연기권한이 강할수록 주식성이 강함. 주식연계채권 중에서, 강제전환증권(mandatory convertibles)과 같이, 주식으로의 전환이 강제적일수록 주식성이 강함
  - 7) 주가 또는 주가지수 상승시 투자자가 획득하는 자본이득의 비율을 의미함. 예를 들어, 참가율이 90%이면 주가지수 상승시 이익의 90%는 투자자가, 10%는 발행사인 증권사가 획득한다는 의미임.

ELS의 경우에는, 대부분의 금액을 국공채 등에 투자하고 소액만을 주가지수선물 등에 투자하므로 상대적으로 상태의존성이 작아짐

- 투자수익에 상한이 존재하는 경우에도 상태의존성이 작아짐

○ 만기의 유한성 기준 적용(maturity test)

- ELS는 만기가 존재하므로 채권적 성격이 강함
- 그러나 만기에 현금이 아닌 현물주식으로 상환을 하는 경우에는, 주식의 특성상 만기가 무한대가 될 수 있기 때문에 상대적으로 주식적 성격이 강함

○ 변제의 우선순위 기준 적용(priority test)

- 선순위채권으로 발행되는 ELS는 채권성이 강하고 변제의 우선순위가 낮아질수록 ELS의 채권성이 감소됨

○ 판단기준 적용 결과

- 지급의무 즉 투자원금에 대한 보장의 차원에서 보면, 원금보장형 ELS는 채권으로, 원금비보장형 ELS는 주식으로 간주하는 것이 합리적임(상환의무성 기준)<sup>8)</sup>
- 원금보장형이라 하더라도 상태의존적 구간이 증가할수록, 주식적 성격이 증대됨(상태의존성 기준)
- 주식으로의 상환이 가능할수록 주식적 성격이 증가함(만기의 유한성 기준)

---

8) 그러나 원금비보장형 ELS가 주식 특히 자본이득으로 간주될 경우 과세회피를 위해 99% 원금보장형 상품이 남발될 가능성이 있으므로 과세혜택은 일정수준 이하의 원금보장, 예를 들어, 95% 이하의 원금보장상품에만 한정되는 것이 합리적임

## II. ELS의 상품 현황: 한국 · 미국 · 홍콩

### 1. 한국의 ELS상품 현황

- 현재 우리나라 시장에 도입된 ELS는 크게 너아웃(Knock-out)형, 불스프레드(Bull Spread)형, Reverse Convertible형, 디지털(Digital)형으로 분류할 수 있는 바, 너아웃형이 주류를 이루고 있음

#### — 너아웃형 ELS

- 주가지수가 하락할 경우에는 원금의 일정비율을 보장받고(대개의 경우 100%), 주가지수 상승시 일정 수준에 이를 때까지는 주가지수상승률에 비례하여 일정한 참가율(participation rate)을 획득하고 일정 수준을 초과하면 저리의 고정이자를 받는 구조
- 원금보장형과 비보장형으로 구분됨

#### — 불스프레드형 ELS

- 원금이 보장되어 하한(floor)이 존재하고, 그 이후 일정 수준까지는 주가지수상승률에 비례하여 참가율을 획득하고, 그 이상 구간에서는 수익률에 상한(cap)이 존재하는 구조

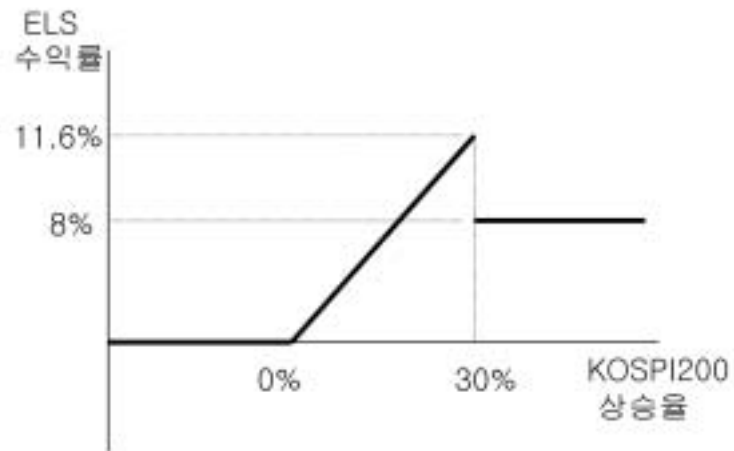
#### — Reverse Convertible형 ELS

- 주가지수가 상승할 경우에는 고정된 높은 이자를 받으며 하락시에는 주식매입
- 투자자의 포지션은 풋매각과 유사함

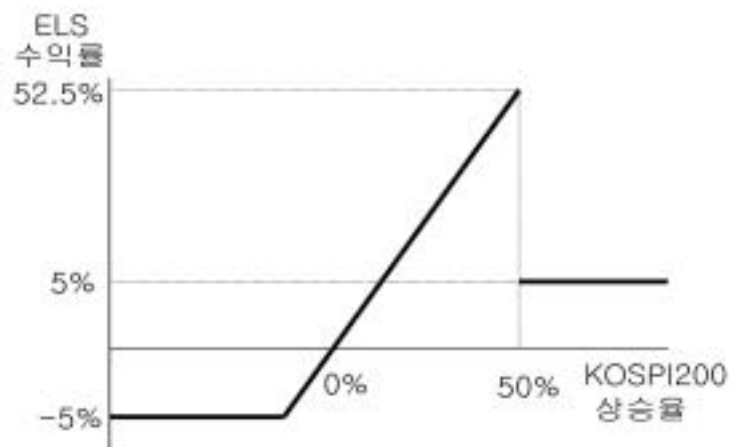
#### — 디지털형 ELS

- 디지털 콜옵션(디지털 풋옵션)은 주가지수가 상승(하락)할 경우에는 상승률에 관계없이 고정된 수익을 획득하고 주가지수가 하락(상승)할 경우에는 원금을 보장받는 구조의 ELS

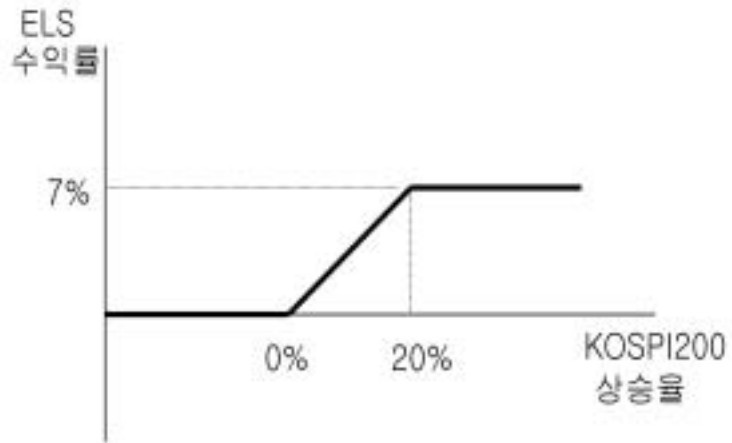
<그림 II-1> 넥아웃형 ELS(원금보장형)



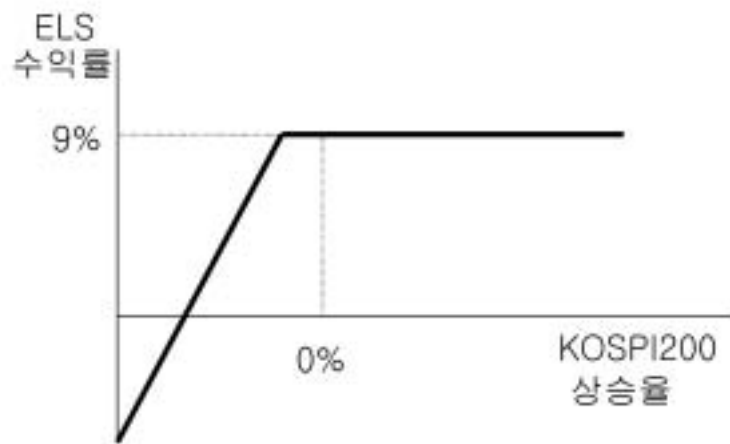
<그림 II-2> 넥아웃형 ELS(원금비보장형)



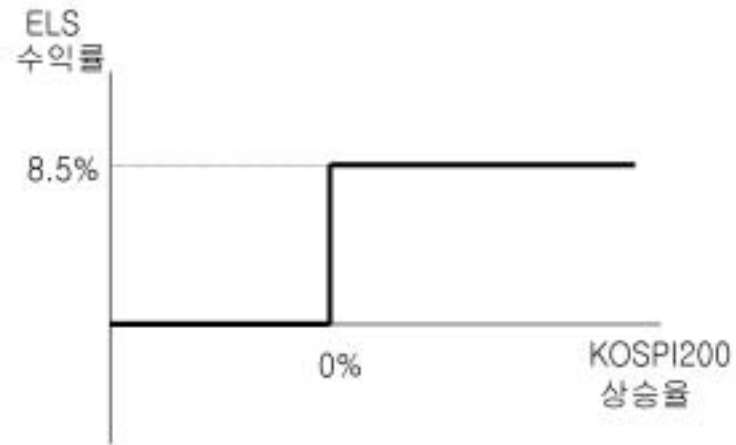
<그림 II-3> 불스프레드형 ELS



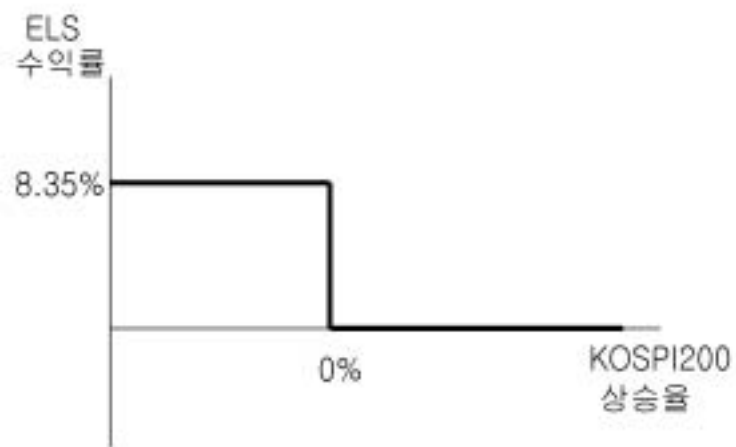
<그림 II-4> Reverse Convertibles형 ELS



<그림 II-5> 디지털 콜형 ELS



<그림 II-6> 디지털 풋형 ELS



<표 II-1> ELS상품 현황

구분	회사	상품명	만기	유형	수익구조
ELS	LG 투자 증권	LG-ELS 6-1	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 20%에 도달하면 만기수익률 7%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 35% 지급
		LG-ELS 6-2	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 60%에 도달하면 만기수익률 10%로 확정, 아니면 만기수익률은 -10~69.19%(90% 원금보장)
		LG-ELS 7-1	6개월	RC	만기시 주가지수가 상승하거나 15% 이내 하락하면 수익률 10.13%, 지수하락률이 19.09% 초과시 원금손실
		LG-ELS 7-2	3개월	RC	만기시 삼성전자 주가가 상승하거나 15% 이내 하락하면 수익률 12.16%, 지수하락률이 17.51%초과시 원금손실
	삼성 증권	삼성RC ELS1	1년	RC	만기시 주가지수가 상승하거나 15% 이내 하락하면 수익률 9%, 지수하락률이 22.03% 초과시 원금손실
		삼성RC ELS2	6개월	RC	만기시 주가지수가 상승하거나 15%이내 하락하면 수익률 9.2%(6개월 4.5%), 지수하락률이 18.67% 초과시 원금손실
	굿모닝 신한 증권	해피엔드3호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 14.64%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 98.88% 지급 (95% 원금보장)
		해피엔드4호	9개월	RC	만기시 주가지수가 상승하거나 15% 이내로 하락하면 수익률 10.2%, 15%이상 하락하면 원금손실
	대우 증권	디지털안정형	1년	디지털	만기시 주가지수가 하락하지만 않으면 7.5% 수익지급
		넉아웃안정형	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 9% 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 30% 지급
		넉아웃상승형	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 5.3%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 53% 지급
		넉아웃 고수익추구형	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 5%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 115% 지급 (95% 원금보장)

<표 II-1> ELS상품 현황(계속)

ELS	동원 증권	발견오아시스1호	1년	턱아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 20%에 도달하면 만기수익률7%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 35% 지급
		발견오아시스2호	1년	턱아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률8%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 40% 지급
		발견오아시스3호	6개월	불스프레드	만기시점 만기시점 주가지수 상승률(10%까지)의 37.5% 지급
		발견오아시스4호	1년	턱아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 8.6%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 155% 지급(90% 원금보장)
		발견오아시스5호	1년	턱아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 10% 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 100%지급(90% 원금보장),단 10% 상승시 원금 100% 보장
		발견오아시스6호	2년	턱아웃	만기까지 주가지수 상승률이 30%에 도달하면 수익률 10%, 지수 40% 상승시 16.67%, 지수 50% 이상 상승시 23.34%로 각각 수익률 확정(90% 원금보장)

<표 II-2> ELF상품 현황

구분	회사	상품명	만기	유형	수익구조
ELS 펀드	한국 투신	부자아빠주가 지수연동 ELS(6)2호	6개월	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 7%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 55% 지급
		부자아빠주가 지수연동 ELS(12)2호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 8.2%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 42% 지급
	삼성 투신	삼성ELS08 1호	8개월	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 7.14%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 50% 지급
		삼성ELS08 2호	8개월	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 9%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 30% 지급
	대한 투신	인베스트ELS 30채권	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 7.65%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 50% 지급
		인베스트ELS 50채권	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 7.8%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 50% 지급
	도이치 투신	Choice채권 1호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 40%에 도달하면 만기수익률 7.33%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률 55% 지급
	랜드 마크 투신	랜드마크주가 지수연동채권 1호	14개월	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 25%에 도달하면 만기수익률 5.5%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률(0~50%)의 15% 지급
	우리 투신	Wealthup 프로텍티드 1호	1년	디지털	만기시점 주가지수 상승률이 0~10%면 6%, 10~20면 8%, 20% 이상이면 10%씩 각각수익지급
		Wealthup 프로텍티드 3호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 7%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 100% 지급
	제일 투신	Big&Safe 지수연동 15채권	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 15%에 도달하면 만기수익률 8%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 100% 지급
		Big&Safe 지수연동 50채권	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 만기수익률 8%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 47% 지급
	현대 투신	원터치30지수 연동채권	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 만기수익률 8.7%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 29% 지급
		타겟10지수연 동채권	1년	블스프레드	만기시점 주가지수 상승률(10%까지)의 100% 지급

<표 II-3> ELD상품 현황

구분	회사	상품명	만기	유형	수익구조
ELD	국민	KB리더스정기예금 KOSPI200(3호) 안정수익추구형	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률(8.75%까지)의 100% 지급
		KB리더스정기예금 KOSPI200(3호) 고수익추구형	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 지급금리 8.5%로 확정, 아니면 최고 22.99% 지급
	신한	상승형 13호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 60%에 도달하면 지급금리 8.1%로 확정, 아니면 최고 26.99% 지급
		상승형 14호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 60%에 도달하면 지급금리 6%로 확정, 아니면 최고 15.79% 지급 (1%미만 상승하거나 하락한 경우 2%보장이자 지급)
		상승형 15호	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률이 0~5%면 최고 8% 지급, 5% 이상이면 최소 8%부터 제한 없이 수익배분
	하나	하나 지수플러스 정기예금 안정형 3호	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수가 하락하면 2%의 보장이자 지급, 아니면 상승률(10%까지) 70% 지급
		하나 지수플러스 정기예금 안정형 4호	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률(10%까지)의 100% 지급
		하나 지수플러스 정기예금 조기수익 확정형 2호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 지급금리 9%로 확정, 아니면 최고 9% 지급
		하나 지수플러스 정기예금 적극형 2호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 50%에 도달하면 지급금리 9%로 확정, 아니면 최고 22% 지급
	한미	안정형 4호	1년	디지털	만기시점 주가지수 상승률이 0~5%면 0%, 5% 이상이면 8.5% 지급
		전환형 2호	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률(27%까지)의 8.1% 지급
	외환	Best Choice 정기예금Ⅱ 안정전환형 제2호	6개월	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 30%에 도달하면 지급금리 5%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 100% 지급
		Best Choice 정기예금Ⅱ 안정전환형 제3호	1년	넉아웃	만기까지 주가지수 상승률이 한번이라도 40%에 도달하면 지급금리 5.3%로 확정, 아니면 만기시점 지수 상승률의 100% 지급
		Best Choice 정기예금Ⅱ 안정상승형 제2호	6개월	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률이 0~5%면 상승률의 160%, 5% 이상이면 지급금리 8%로 확정
		Best Choice 정기예금Ⅱ 안정상승형 제3호	1년	볼스프레드	만기시점 주가지수 상승률이 0~5%면 상승률의 180%, 5% 이상이면 지급금리 9%로 확정

## 2. 미국의 ELS상품 현황<sup>9)</sup>

### 가. Market Index Target-Term Securities(MITTS)

#### ○ 발행사

— 1992년에 Merrill Lynch에 의해 개발된 S&P500 MITTS가 최초임

#### ○ 구조상 특성

— 투자손실을 일정 수준으로 제한하면서 주가상승(또는 주가지수 상승, 특정한 지수 또는 증권바스켓 가치의 상승)으로 인한 이익도 어느 정도 향유할 수 있는 기회가 부여된 ELS

— 인덱스 유형에 따라 Technology Index MITTS, International Index MITTS, Consumer Price Index MITTS, Mid-cap MITTS로 구분됨

— 만기상환액은 원금과 아래와 같은 추가상환액의 합으로 결정됨

$$\bullet \text{Max} \left[ 0, \text{원금} \times \frac{(\text{만기지수} - \text{초기지수})}{\text{초기지수}} \right]$$

#### ○ 상품 사례

— Dow Jones Industrial Average를 활용한 MITTS

- 원금 및 발행가 : \$10, 최대 만기상환액 : \$20, 만기 : 7년, DJIA 초기지수 : 8,506.62

— DJIA 만기지수가 7,709.97이면 만기상환액은 다음과 같음

$$\bullet \$10 + \min \left[ \$10, \text{Max} \left[ \$0, \$10 \times \left( \frac{7,709.97 - 8,506.62}{8,506.62} \right) \right] \right] = \$10$$

9) SEC, <http://www.sec.gov/archives/edgar/data/>

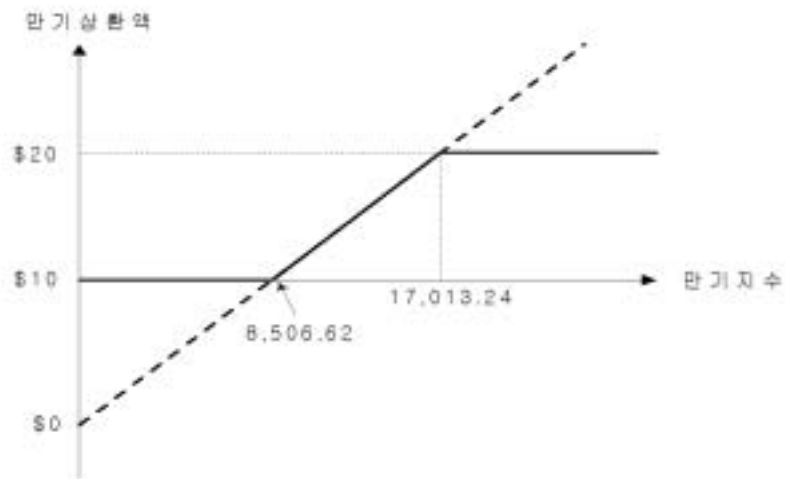
— DJIA 만가지수가 13,217.11이면 만기상환액은 다음과 같음

$$\bullet \$10 + \min \left[ \$10, \text{Max} \left[ 0, \$10 \times \left( \frac{13,217.11 - 8,506.62}{8,506.62} \right) \right] \right] = \$5.54$$

— DJIA 만가지수가 17,500이면 만기상환액은 다음과 같음

$$\bullet \$10 + \min \left[ \$10, \text{Max} \left[ \$0, \$10 \times \left( \frac{17,500 - 8,506.62}{8,506.62} \right) \right] \right] = \$20$$

<그림 II-7> MITTS 손익 구조



## 나. Equity-linked Notes

○ 발행사

— Morgan Stanley Dean Witter

○ 구조상 특성

— 주가지수 하락시 원금보장을 제공하고 그 대신 주가지수 상승시 참가율을 1미만으로 감소시킴

- 주가지수 상승시 투자수익에 상한(cap)이 존재하지 않음
- 만기상환액은 원금과 아래와 같은 추가상환액의 합으로 결정됨

$$\bullet \text{ Max} \left[ 0, \text{원금} \times 0.80 \times \frac{(\text{만기지수} - \text{초기지수})}{\text{초기지수}} \right]$$

○ 상품 사례

- Nikke이지수를 활용한 Equity-Linked Note

- 원금 및 발행가 : \$10,000, 만기 : 1년, 이자 : 연 0.25%로 반기별 지급, 기초지수 : 16,338.70

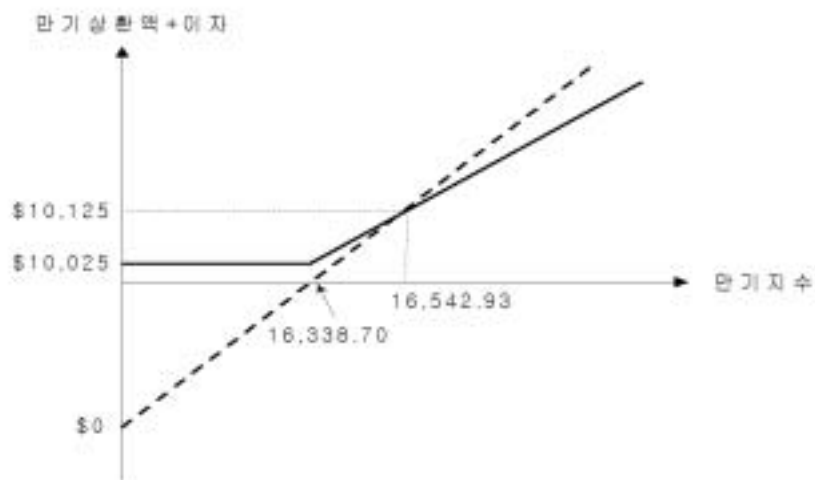
- 만기지수가 16,000이면 추가상환액은 다음과 같음

$$\bullet \text{ Max} \left[ 0, \$10,000 \times 0.80 \times \frac{(16,000 - 16,338.70)}{16,338.70} \right] = \$0$$

- 만기지수가 17,338.70이면 추가상환액은 다음과 같음

$$\bullet \text{ Max} \left[ 0, \$10,000 \times 0.80 \times \frac{(17,338.70 - 16,338.70)}{16,338.70} \right] = \$489.64$$

<그림 II-8> Equity-Linked Notes 손익 구조



## 다. Index Range Accrual Notes

### ○ 발행사

- Index Range Accrual Notes는 Bank of America가 발행한 ELN임

### ○ 구조상 특성

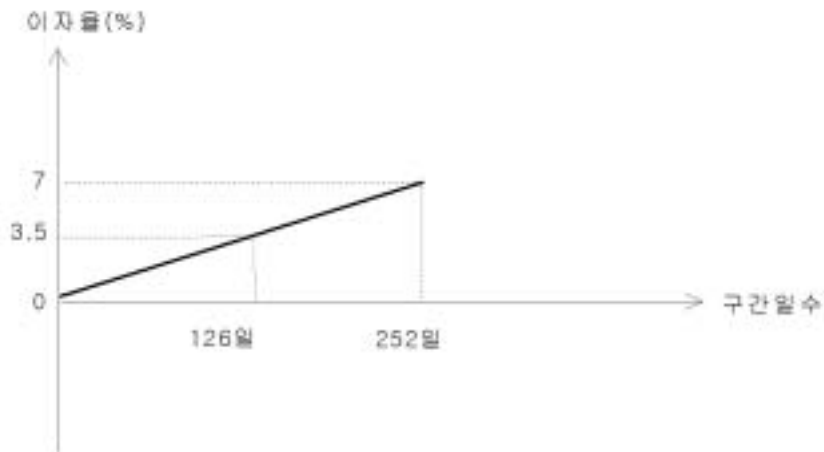
- Index Range Accrual Notes의 가장 큰 특성은 이자율이 주가지수에 연동되는 방식임
- 즉 사전에 주가지수의 상한과 하한을 정하고 만기까지 총거래일수 중에서 주가지수가 이 범위에 들어오는 일수의 비율에 따라 이자율이 결정됨
  - 지정된 대상지수의 상한(Upper Level)과 하한(Lower Level)을 이자발생구간(Accrual Range)이라 함
- 이자계산기간 중에서, 대상지수의 일별종가가 이자발생구간에 있는 일수와 총거래일수와의 비율로 연간 이자율을 다음과 같이 결정함
  - $\text{최고이자율} \times \frac{\text{구간일수(Number of Range Days)}}{\text{거래일수(Number of Exchange Business Days)}}$

### ○ 상품사례

- Nasdaq-100 Index Range Accrual Notes를 보면 최고 이자율이 7%이고 초기지수가 1,891.37, 지수의 상한이 2,300, 지수의 하한이 1,400으로 정해진 구조임
- 총거래일이 252일이므로 이자발생구간에 든 일수가 각각 252일이면

7%의 이자율을, 126일이면 3.5%의 이자율을 획득하게 됨

<그림 II-9> Index Range Accrual Notes 손익 구조



#### 라. Stock Return Income Debt Securities (STRIDES)

○ 발행사

— Merrill Lynch

○ 구조상 특성

— 우리나라에서도 발행된 reverse convertible형 ELN임

— 만기상환액은 다음과 같음

$$\bullet \min \left[ \text{만기상환제한액}, \text{액면가} \times \frac{\text{만기지수}}{\text{초기지수}} \right]$$

○ 상품 사례

— Nasdaq-100 Index를 활용한 STRIDES

- 원금 및 발행가 : \$10, 만기 : 1년, 이자 : 연 5.25% 반기별 지급,  
초기지수 : 1,891.37, 최대만기상환액(cap) : \$12.5

— 만기지수가 1,134.82이면 만기상환액은 다음과 같음

- $\min\left[\$12.5, \$10 \times \frac{1,134.82}{1,891.37}\right] = \$6$

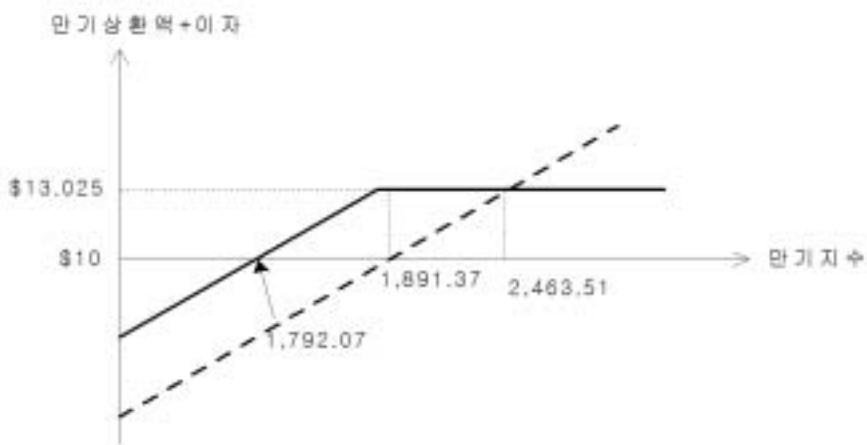
— 만기지수가 2,175.08이면 만기상환액은 다음과 같음

- $\min\left[\$12.5, \$10 \times \frac{2,175.08}{1,891.37}\right] = \$11.5$

— 만기지수가 2,458.78이면 만기상환액은 다음과 같음

- $\min\left[\$12.5, \$10 \times \frac{2,458.78}{1,891.37}\right] = \$12.5$

<그림 II-10> STRIDES 손익 구조



## 마. Performance Equity Return linked Securities(PERKS)

### ○ 발행사

— Morgan Stanley

### ○ 구조상 특성

— 주가지수 하락 시 일정 수준의 하락에 대해서만 원금보장을 해주고 그 이상의 하락에 대해서는 원금보장이 제공되는 않는 부분보장 (partial protection) 구조임

— ‘만가지수  $\geq$  초가지수’인 경우의 만기상환액

• 만가지수  $\times$  교환비율

• 교환비율 =  $\frac{\text{PERKS 발행가}}{\text{초가지수}}$

— ‘만가지수  $<$  초가지수’인 경우의 만기상환액

• 만가지수  $\times$  교환비율  $\times$  승수

• 승수 =  $\min\left[1.25, \frac{\text{초가지수}}{\text{만가지수}}\right]$

### ○ 상품 사례

— AMEX Index를 활용한 PERKS

• 원금 및 발행가 : \$12.5, 만기상환제한액 : \$19.375, 만기 : 3년,  
초가지수 : 375

— 만가지수가 50이면 만기상환액은 \$2.08임

- 승수 =  $\min\left[1.25, \frac{375}{50}\right] = 1.25$

- 교환비율 =  $\frac{12.5}{375} = 0.033334$

- 만기상환액

$$50 \times 1.25 \times 0.033334 = \$2.08$$

— 만기지수가 350이면 만기상환액은 \$12.5임

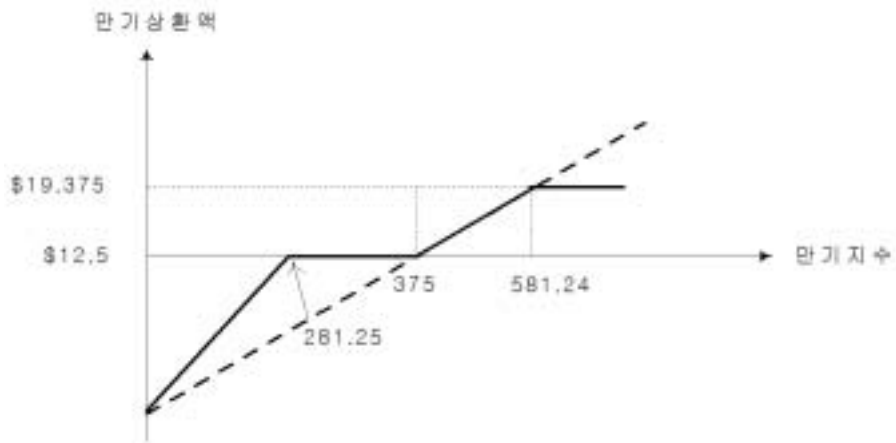
- 승수 =  $\min\left[1.25, \frac{375}{350}\right] = 1.07$

- 만기상환액

$$= 350 \times 1.07 \times 0.033334 = \$12.5$$

— 만기지수가 525이면 만기상환액 =  $525 \times 0.033334 = \$17.5$

<그림 II-11> PERKS 손익 구조



## 바. Market Recovery Notes

### ○ 발행사

— Market Recovery Notes는 Merrill Lynch가 발행한 ELN

### ○ 구조적 특성

— Market Recovery Notes의 특성은, 투자수익이 주가지수에 비례하여 변화하는 구간에서 레버리지구조가 포함되어 있다는 점임

— 즉 만가지수가 기초지수 보다 클 경우, 주가지수상승률의 3배를 투자수익으로 획득할 수 있음. 만기상환액은 다음과 같음

$$\bullet \text{액면가} \times \left( 1 + \left( 3 \times \frac{(\text{만가지수} - \text{기초지수})}{\text{기초지수}} \right) \right)$$

— 만기상환액에 상한(cap)이 씌워져 있기 때문에, 주가지수가 상한에 이르기 이전 주가지수 수준에서만 레버리지 효과를 얻을 수 있음

— 만가지수가 기초지수 보다 작을 경우에는 원금보장이 없으며 주식을 보유한 것과 마찬가지로 기초지수 대비 만가지수의 상대적 하락에 따라 손실을 입게 됨

$$\bullet \text{액면가} \times \frac{\text{만가지수}}{\text{초가지수}}$$

### ○ 상품 사례

— S&P500 Index에 연동된 Market Recovery Notes

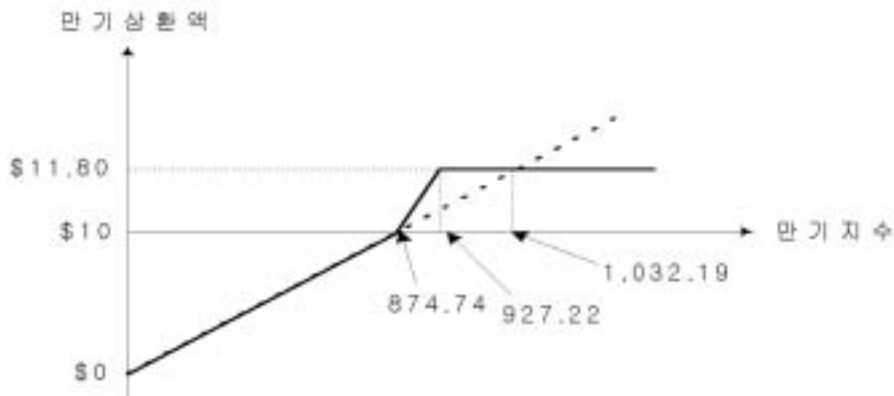
• 원금 및 발행가는 \$10, 만기는 1년, 기초지수는 874.74

• 만기상환액의 상한이 \$11.80인데 지수로 환산하면 927.22임

— 만가지수가 437.37이면 만기상환액은 \$5이고, 만가지수가 918.48이

면 만기상환액은 \$11.50임

<그림 II-12> Market Recovery Notes 손익 구조



### 3. 홍콩의 ELS상품 현황<sup>10)</sup>

○ 홍콩의 주가연계금융상품은 주가연계투자대상(equity-linked instrument: ELI)으로 통칭되는 바, 주가연계채권(equity-linked note), 주가연계예금(equity-linked deposit), 주가연계계약(equity-linked contract) 등이 여기에 포함됨

— 이하에서는 홍콩증권거래소에 상장되어 있는 Bull ELI, Bear ELI, Range ELI 등 주가연계채권에 대해 살펴보고자 함

○ Bull ELI

— 시장이 상승세를 취할 것이라 예상될 경우 고려되는 투자대상으로서 원금비보장 상품임

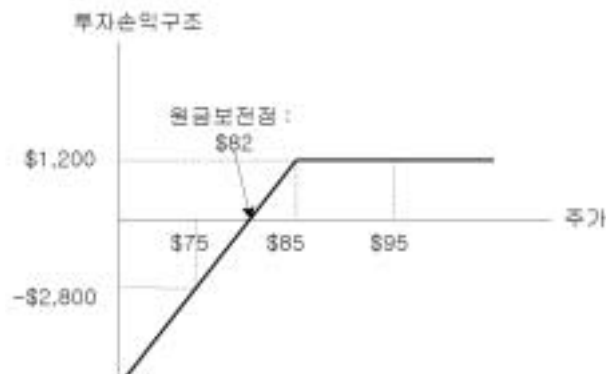
10) Honk Kong Stock Exchange, <http://www.hkex.com.hk/>

- 만기 결제형태는 현금 또는 주식 수취가 가능하며 풋옵션 매도와 같은 투자수익구조를 가짐
- 만기에 기초주식의 가격이 행사가격과 같거나 행사가격보다 높을 경우, ELI의 액면금액(\$34,000)을 현금으로 수취(투자원금+이자)
- 만기에 기초주식의 가격이 행사가격보다 낮을 경우, 정해진 수량의 주식(액면금액/행사가격) 또는 현금(주가×주식수) 수취

<표 II-4> Bull ELI의 사례

총투자금액(1 board lot)	\$32,800	
기초증권	A주식 400주	
행사가격	\$85	
outstanding day	100일	
예상수익률	13.35%	
결 제	만기 주가 ≥ \$85	\$34,000=\$32,800×(1+13.35%×100/365)
금액	만기 주가 < \$85	A주식 400주

<그림 II-13> Bull ELI의 손익 구조



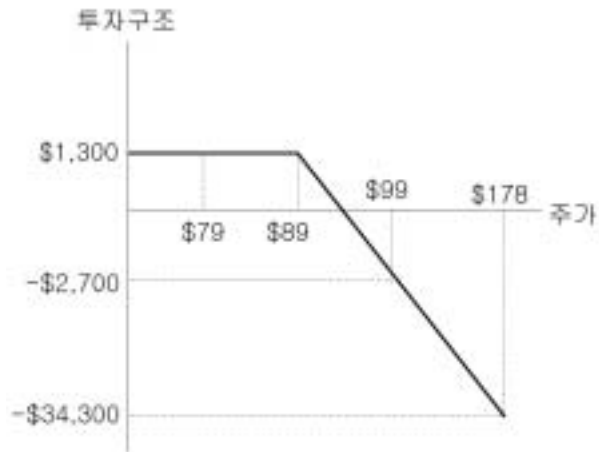
○ Bear ELI

- 시장이 하향세를 취할 것이라 예상될 경우 고려되는 투자대상
- 만기 결제형태는 현금이고 콜옵션 매도와 같은 투자수익구조를 가짐
- 만기에 기초주식의 가격이 행사가격보다 낮을 경우, ELI의 액면금액을 수취(투자원금+이자)
- 만기에 기초주식의 가격이 행사가격과 같거나 행사가격보다 높을 경우, 투자자는 공식에 따라 발행자로부터 현금 수취
  - 액면가 - [주식수×(주가-행사가격)]
  - 현금수취액은 기초주식가격이 행사가격의 2배 이상이 될 경우 0이 되고, (-)가 될 수는 없음.

<표 II-5> Bear ELI의 사례

총투자금액(1거래단위)	\$34,300
기초증권	A주식 400주
행사가격	\$89
outstanding day	100일
예상수익률	13.83%
결 제	만기주가 < \$89
금액	35,600 = 34,300×(1+13.83%×100/365)
	만기주가 ≥\$89 (\$99일 경우)
	31,600 = 35,600-[400×(\$99-\$89)]

<그림 II-14> Bear ELI의 손익 구조



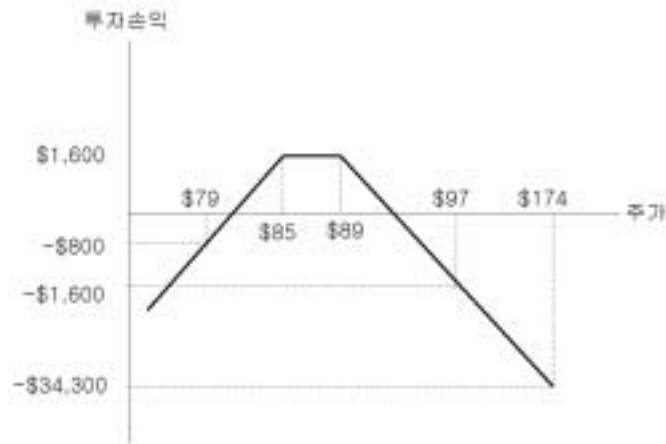
○ Range ELI

- 시장움직임에 대해 중립적 견해(neutral view)를 가질 경우 고려하는 투자대상. 즉, 시장의 변동이 작을 것이라고 예상하는 경우
  - 스트랭글(strangle) 매도와 같은 투자수익구조를 가짐
  - 즉 콜옵션과 풋옵션 동시에 발행한 형태(풋옵션의 행사가격 < 콜옵션의 행사가격)
- 만기 기초주식의 가격이 두 행사가격(lower, upper)의 범위에 들어갈 경우, ELI의 액면금액을 현금으로 수취(투자금액+이자)
- 만기 기초주식의 가격이 최고행사가격과 같거나 상회하는 경우, 다음공식에 의해 현금수취
  - 액면금액 - [주식수×(주가-최고행사가격)]
- 만기 기초주식의 가격이 최저행사가격보다 낮을 경우 미리 정해진 수량의 주식을 수취

<표 II-6> Range ELI의 사례

총투자금액(1 board lot)		\$32,400
기초증권		A주식 400주
행사가격		최고 : \$89/ 최저 : 85
outstanding day		100일
예상수익률		18.02%
결 제 금액	85 ≤ 만기주가 < \$89	$34,000 = 32,400 \times (1 + 18.02\% \times 100 / 365)$
	만기주가 > \$89 (\$97일 경우)	$30,800 = 34,000 - [400 \times (\$97 - \$89)]$
	만기주가 < \$85	400주

<그림 II-15> Range ELI의 손익 구조



### Ⅲ. ELS관련 이슈 분석과 개선 방안

#### 1. ELS 과세문제 분석과 개선 방안

##### 가. 현 제도의 현황과 문제점

- 재경부에서는 주가연계증권(ELS)에서 발생하는 소득을 배당소득으로 보아 지급시 원천징수 하도록 과세방법을 결정함(소득46073-41(2003.3.24))
  - ELS가 조세특례제한법상 비과세·저율과세저축에 편입되는 경우 ELS에서 발생한 소득은 비과세·저율과세를 적용 받을 수 있음
  - 증권투자신탁 및 증권투자회사의 이익과 배당에는, 상장 또는 등록된 유가증권(ELS포함)의 매매 또는 평가차손익이 포함되지 않기 때문에, 펀드에 편입될 경우 상장된 ELS에 비해 상대적 이점 존재
    - 그러나 현실적으로 펀드는 증권사가 발행한 ELS를 편입하는 것이 아니라 증권사가 발행한 주가연계워런트를 편입하는 것이 일반적임
  - ELS 만기에 소득을 주권으로 지급하는 경우에는 주권지급예정일 직전 개장일 종가를 기준으로 소득금액을 계산함
  
- ELS의 과세대상 여부 판단
  - ELF를 포함한 증권투자신탁과 증권투자회사의 경우, 운용자산으로부터 발생한 이자·배당, 채권 등의 양도차손익 등에 한하여 과세

되지만, 상장·등록된 주식, 벤처기업주식, 주가지수 선물·옵션의 양도차손익은 비과세되고 있음

- 소득세법시행령 제23조제3항 및 조세특례제한법 제91조의2제1항

— 그러나 ELS의 경우, ELF와 구조가 유사하지만, 별도 펀드로 분리되지 않고 주식·선물·옵션 등의 양도차손익 등이 구분계리되지 않는다는 점에서 발생수익에 대하여 전액 과세하는 것으로 결정

### ○ ELS 소득구분 : 배당소득 vs 이자소득

— ELS는 지급청구권을 갖는다는 의미에서는 채권적 성격을 보유하고 있으나 소득세법에서 규정하는 채권 등의 범위에서는 제외됨

- 소득세법에서 규정하는 채권은 양도가 가능하여야 하고, 이자 또는 할인액을 발생시켜야 함(소득세법§46, 동법시행령§102①)

- 그러나 ELS의 경우 양도는 가능하나, 만기에 ELS로부터 받는 수익은 소득세법상 이자 또는 할인액이라고 보기는 어려움

- 이자 또는 할인액이라고 하기 위해서는 원본전액이 보장되고 일정 기간 경과에 따라 일정율의 이익이 발생한다는 조건을 만족해야 함

- 즉 ELS는 소득세법상 채권이 아니므로 주식형 증권이 됨. 이제 부터 문제는 ELS로부터 발생하는 소득을 자본이득으로 보느냐 배당으로 보느냐임

— 재경부 유권해석에 의하면, ELS가 자금을 모집한 후 그 운용수익을 투자자에게 지급한다고 간주하여 ELS로부터 발생하는 이익의 성질은 배당소득으로 분류

- 소득세법 제17조제1항제7호에서는 법인 등으로부터 받는 배당

등과 유사한 소득으로서 수익분배의 성격이 있는 것을 배당소득의 하나로 규정하고 있음을 그 근거로 들고 있음

— 배당소득으로 간주할 경우 이자소득으로 과세하는 것보다 거래는 활성화될 수 있는 측면이 있음

- ELS는 가격변동이 큰 상품이기 때문에 이자소득으로 분류해 거래시마다 엄격하게 과세하는 것보다는 배당소득으로 분류해 최종 소지자에 대하여만 과세하도록 하는 것이 효율적이기 때문임

— 그러나 증도에 발행회사가 되사거나(buy-back) 만기이후에도 상환으로 처리하지 않고 유가증권 매입으로 처리하는 경우 고객과 발행회사 모두 조세를 부담하지 않는 문제점이 발생할 수 있음

- 이러한 문제를 방지하기 위해 발행회사에서 매입하는 경우에도 배당소득으로 간주하고 원천징수함

○ ELS 과세에 대한 재정부의 해석은 다음과 같이 분리·요약될 수 있는바, 이하에서는 각각의 논리에 대해 논의를 진행하고자 함

— ELS는 이자소득은 아니고 운용수익을 분배하는 것으로 간주하여 배당소득으로 과세

— ELS와 ELD의 성격과 기능을 유사하게 파악하여 형평성 차원에서 소득세 과세

- ELD에 이자소득세가 과세되므로, 이와 성격과 기능이 유사한 ELS에 대해서 과세가 배제될 수 없다고 주장

— ELS는 ELF와 달리, 별도펀드로 구분되지 않고 구분계리 되지 않으므로 발생수익에 대해 전액 과세

- 투명성 저하를 전액과세의 논리로 사용
- ELS발행으로 인한 현·선물시장간 불균형 심화에 대한 우려

## 나. 개선 방안

- ELS에 대한 과세문제는, 매매시점에서 발생하는 매매차익에 대한 과세 문제와 만기시점에서 발생하는 수령소득에 대한 과세문제로 구분 할 수 있는 바, 이는 ELS의 성격을 어떻게 이해하느냐에 따라 결정됨
  - 따라서 ELS에 과세문제를 합리적으로 결정하기 위해서는 ELS성격에 대한 규정작업이 선행되어야 함
  - ELS는 유가증권이므로 상장된 ELS의 매매차익에 대해서는 비과세 하는 것이 합리적인 바, 이는 논란의 대상이 되고 있지 않음
  - 논란의 대상이 되는 것은, ELS로부터 발생하는 이익에 대한 과세여부와 과세방식에 관한 문제임
  
- 과세의 관점에서 보면 ELS로부터 발생하는 소득의 원천이 어디인가와 소득의 성격을 어떻게 볼 것인가(자본이득 vs 이자소득 vs 배당소득)가 과세여부와 과세방식을 결정하는 주요 요인임
  - ELS의 경우 국공채나 AAA등급 회사채에 투자하는 것은 원금을 보장하기 위함이고 실질적 수익은 주가지수를 기초자산으로 하는 장외옵션투자로부터 발생함
    - ELS의 수익원천을 주가지수옵션 투자로부터의 자본이득이라고 볼 수 있지만, 상장된 유가증권이나 파생상품이 아닌 경우, 이로 부터 발생하는 자본이득에 대한 과세 면제 곤란

○ ELS의 채권성·주식성 판단기준에서 논의하였듯이, 원금보장형 ELS와 비보장형 ELS는 그 경제적 특성이 상이하므로 과세측면에서도 양자를 구분하여 과세할 필요

- 원금보장형 ELS는 채권형 증권이므로 이자소득세를 과세하고 원금 비보장형 ELS는 주식형 증권이므로 배당 또는 자본이득으로 과세하는 것이 합리적임<sup>11)</sup>
- 주식형증권으로부터 발생하는 소득을 배당소득으로 간주할 것인가 자본이익으로 간주할 것인가는, 국공채와 주가지수옵션투자를 증권사의 자산운용으로 볼 것인가 아니면 투자로 볼 것인가에 의존
  - 재경부는 이를 운용수익의 일종으로 보아 배당소득이라고 간주하고 있음

○ ELS를 발행한 증권사는 자금을 운용하는 것이 아니라 단지 투자하는 것이기 때문에 이를 자본이득으로 보는 것이 합리적임

- ELS를 발행하는 증권사는 자산운용사와는 달리, 자금모집시 투자자에게 자금운용방식을 제시할 필요가 없고 투자수익결정식만을 제시하면 됨
- 자산운용의 결과를 배당으로 지불하는 것이 아니라 투자결과의 시세차익을 제공하는 것임
  - 증권사는 자신이 손해를 보는 경우에도 자신의 신용으로 약속한 지불을 이행해야하기 때문에 자산운용 결과실적을 그대로 제공

---

11) 미국의 경우에는, ELS를 포함한 contingent payment에 대한 과세는 comparable yield 방식으로 이루어지고 있음. 이 방식은 상태의존적 또는 변동적인 이자율과 교환될 수 있는 고정이자율을 추정하여 이를 기준으로 과세하는 방식임. 미국의 경우에도 새로운 구조를 갖는 구조설계증권에 관한 과세문제는 여전히 논란이 되고 있음

하는 수익증권과 차이

- 자산운용에서의 수익의 원천은 자산운용능력이지만 ELS에서는 옵션투자 시기선정이 중요함
- 실제로 ELS를 발행한 증권사들은, 투자한 국공채를 만기까지 그대로 가져감(buy & hold strategy)

○ 만일 ELS수익을 재정부 유권해석과 같이 운용수익으로 본다면, 증권투자신탁 및 증권투자회사와에 대한 과세와 일관성 유지가 필요함

- 재정부의 입장과 같이, ELS로 부터의 수익을 이자소득이 아닌 운용수익으로 본다면, 이를 배당수익으로 간주할 것이 아니라, 증권투자신탁이나 증권투자회사가 주가지수선물이나 옵션에 투자하여 발생하는 수익에 대하여 비과세 하는 것과 동일한 논리를 적용해야 함
- 구분계리가 안 된다고 과세의 논리가 바뀌는 것은 합리적이지 않음
  - 구분계리의 목적이 투명성제고라면, 투명성제고를 위한 조치가 취해지면 됨

○ 주가지수연동예금과의 형평성 문제

- 주가지수연계예금과의 형평성 문제가 제기되는 것은 원금보장형 ELS인 바, 이들에 대해 동일하게 이자소득세를 부과하면 원금이 보장되는 ELD와의 과세 형평성 문제가 발생하지 않음
  - 원금비보장형 ELS는 성격이 상이하므로 원금보장형 ELS와 분리하여 다른 방식으로 과세할 필요
- 만일 양자간의 형평성이 강조된다면, 과세측면 뿐만 아니라 예금자

보호 측면에서도 형평성이 유지되어야 함

- 양자의 경제적 특성과 기능이 유사한 바, 취급기관에 따라 예금 보호여부가 결정되는 것은 합리적이지 않음
- 주가지수연동예금도 예금자보호 대상에서 제외되거나 원금보장형 ELS도 예금자보호대상이 되어야 함

○ ELS의 활성화는 선물시장을 더욱 비대하게 하여 현선물시장간 불균형을 심화시킬 수 있다는 우려와 ELS 운용이 부실할 경우 증권사에 부담이 될 수 있다는 우려는 논리적 근거가 약함

— ELS발행이 선물시장에 미치는 영향은 미미함

- ELS도입이 금융시장에 미치는 영향 분석(제Ⅲ장 5절)에서 상세히 논의함

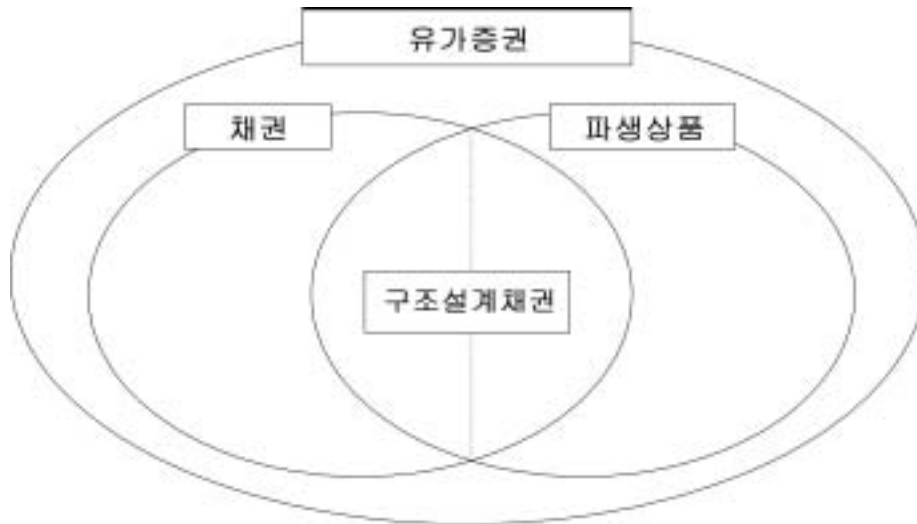
— ELS는 증권거래법상 요건 특히 위험관리능력 요건을 만족하는 재무건전성이 높은 증권사에게만 허용되었고 이들의 ELS 발행포지션 규모는 영업용순자본비율 등을 통해 규제 가능함

## 2. ELS와 장외파생상품의 구분기준 설정

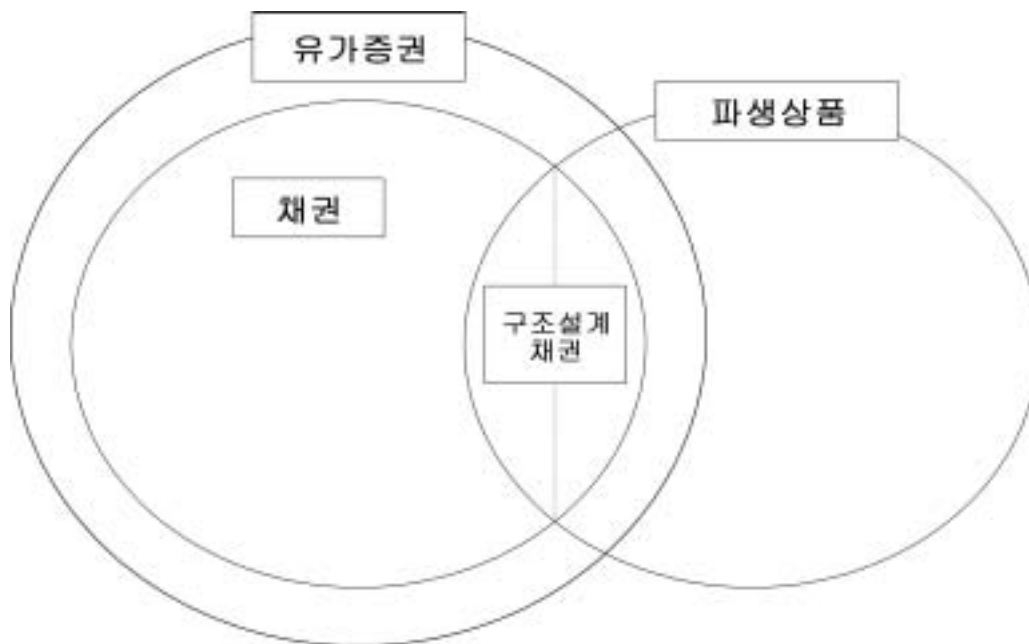
### 가. 구분기준의 필요성

- ELS에 관한 현행규정에서는 ‘특정 주권의 가격이나 주가지수 수치의 변동과 연계 될 것’이란 조건만을 증권거래법상 유가증권인 ELS가 되기 위한 조건으로 규정하고 있음
  - ELS구조에 포함된 레버리지 정도, 원금대비 최대손실규모, 투자자의 추가적 현금지출 가능성, 파생상품의 포함정도 등에 대해 아무런 제한이 없음
  - 현행 규정하에서는, 레버리지가 지나치게 높거나 파생상품비중이 지나치게 높은 구조와 같이, 유가증권보다는 장외파생상품적 성격이 강한 ELS가 유가증권으로 인정될 가능성 존재
  - ‘특정 주권의 가격이나 주가지수 수치의 변동과 연계 될 것’이란 조건을 만족하면서, 투자자보호 측면에서 문제가 많은 ELS를 증권사가 설계하여 불특정 다수를 대상으로 공모할 수 있음
  
- 따라서 투자자보호의 측면에서 유가증권적 성격의 ELS와 장외파생상품적 성격의 ELS 구분기준이 필요함
  - 유가증권으로 분류되는 ELS는, 불특정 다수를 대상으로 하는 증권사의 공모가 가능하기 때문에 투자자 보호문제가 중요함
  - 현행 증권거래법 규정상, 장외파생상품적 성격이 강한 ELS가 유가증권으로 해석되는 것을 배제할 수 없기 때문에, 금감원 등에서 가이드라인을 설정하여 증권사에 고지하고 유가증권신고서 제출시에 통제하는 것이 합리적이라고 판단됨

<그림 III-1> 장외파생상품과 구조설계채권의 관계 : 미국<sup>12)</sup>



<그림 III-2> 장외파생상품과 구조설계채권의 관계 : 한국<sup>13)</sup>



12) 미국의 증권법(1933)과 증권거래법(1934)에서는 유가증권 개념 속에 파생상품이 포함되어 있기 때문에 양자간의 구분 문제가 발생하지 않음

13) 한국의 경우, 증권거래법상 유가증권의 일부로서가 아니라 증권사 겸영업무로 장외파생상품이 도입되었기 때문에 양자간의 관계설정 문제가 발생함

## 나. 구분기준의 설정

### 1) 매수자(투자자)의 추가적 현금지출 가능성 기준

#### ○ 기준의 내용

- ELS와 같이 장외파생상품이 내장된 구조설계증권이 유가증권으로 간주되기 위해서는, 투자자에게 발행시점에서의 투자금액 이외에 만기까지 어떠한 추가적 현금지출 혹은 추가적 의무가 존재하여서는 안됨

#### ○ 기준설정의 논리적 근거

- 만일 특정사건에 근거하여 투자자에게 추가적 지불의무가 부과된다면 유가증권에 대한 **투자자(investor)**로서의 지위 보다 장외파생상품 **거래상대방(counterparty)**으로서의 지위 부각됨
  - 특정사건이란 장외파생상품계약에서의 촉발사건(triggering event) 또는 신용사건(credit event)을 의미함<sup>14)</sup>
  - 투자자의 입장에서 발행시점 이후에 추가적 의무가 존재한다는 것은 투자계약에 스왑적인 성격이 첨가되어있다는 의미임
- 수의상환부채권에서는 발행자의 옵션행사로 투자자의 의지와 관계 없이 채권가액을 상환받는 경우가 발생하지만 이는 투자자의 입장에서 추가적 현금유출이 수반되는 추가의무는 아님

---

14) 신용사건(credit event)에 대한 구체적 논의는 다음을 참조바람. 김형태·이준희, 2000, 『신용파생상품에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구200-02.

○ 기준의 적용 예

- 주식스왑(equity swap)과 추가연계증권(ELS)의 비교
  - 일정기간 동안 주식의 성과를 향유한다는 점에서는 유사
  - 주식스왑의 경우 투자자에게 주식 또는 주가지수의 성과에 따라 추가적 지불의무가 발생할 수 있다는 점에서 유가증권이 아닌 파생상품임
- 1년 만기 주식스왑이 내장된 구조설계채권의 경우, 분기별 정산과 같이 만기이전 중간시점에 정산이 있으면, 투자자의 입장에서 만기이전 시점에서 추가적 현금지출가능성이 존재하므로 유가증권으로 간주될 수 없고 장외파생상품으로 간주됨
- 일반적인 ELN의 경우, 일정금액 투자 후 주가지수의 성과에 따라 만기에 수취하는 금액이 상이할 수 있으나 추가지급이 없으므로 유가증권임

2) 매각자(발행자)의 자금수령시점 기준<sup>15)</sup>

○ 기준의 내용

- ELS와 같이 장외파생상품이 내장된 구조설계증권이 유가증권으로 간주되기 위해서는, 발행회사가 발행시점에서 발행가격전액을 수령해야 함

---

15) 매수자(투자자)의 추가적 현금지출가능성 기준은, 투자원금 이외의 추가적 현금지출가능성이 존재하느냐에 초점을 맞춘 기준이고 매각자 자금수령시점 기준은, 투자원금이 발행시점에서 한번에 전액 들어오느냐 아니면 미래 특정사건에 연계되어 분할되어 들어오느냐에 초점을 맞춘 기준임

- 미래의 특정한 사건에 의존하여 투자여부나 투자금액이 결정되면 장외파생상품적 성격이 강하다고 판단됨

#### ○ 기준설정의 논리적 근거

- 투자자가 발행시점에 투자금액 전액을 지불하지 않고 이후에 특정 사건을 기준으로 지불한다는 것은, 발행기업입장에서 볼 때, 자금 수령이 투자자의 신용도에 의존한다는 의미임
  - 발행기업입장에서는 거래상대방위험(counterparty risk)에 노출된다는 의미임
  - 주식이나 채권 등의 유가증권은 그 발행과 동시에 투자금액이 투자자로부터 발행자에게로 이전되기 때문에 발행기업의 신용도는 문제가 될지언정 투자자의 신용도는 문제가 되지 않음
  - 투자자가 거래상대방으로서 역할을 수행하며 그 과정에서 거래상대방의 신용도가 중요한 상품은 장외파생상품임
- 불특정 다수를 대상으로 거래가 이루어지는 공모유가증권의 경우, 투자자의 신용도에 의존하는 성격이 존재하면 투자자 보호에 문제 발생 가능

#### ○ 기준의 적용 예

- 주식스왑의 경우에는 계약체결시점에서 명목투자는 없고, 차후 주식의 성과에 따라 현금이전의 방향과 그 규모가 결정되기 때문에 유가증권이 아닌 장외파생상품임
  - 추가연동채권(ELN)의 경우는 발행시점에서 원금이 투자자로부터

터 발행자에게 이전되므로 유가증권임

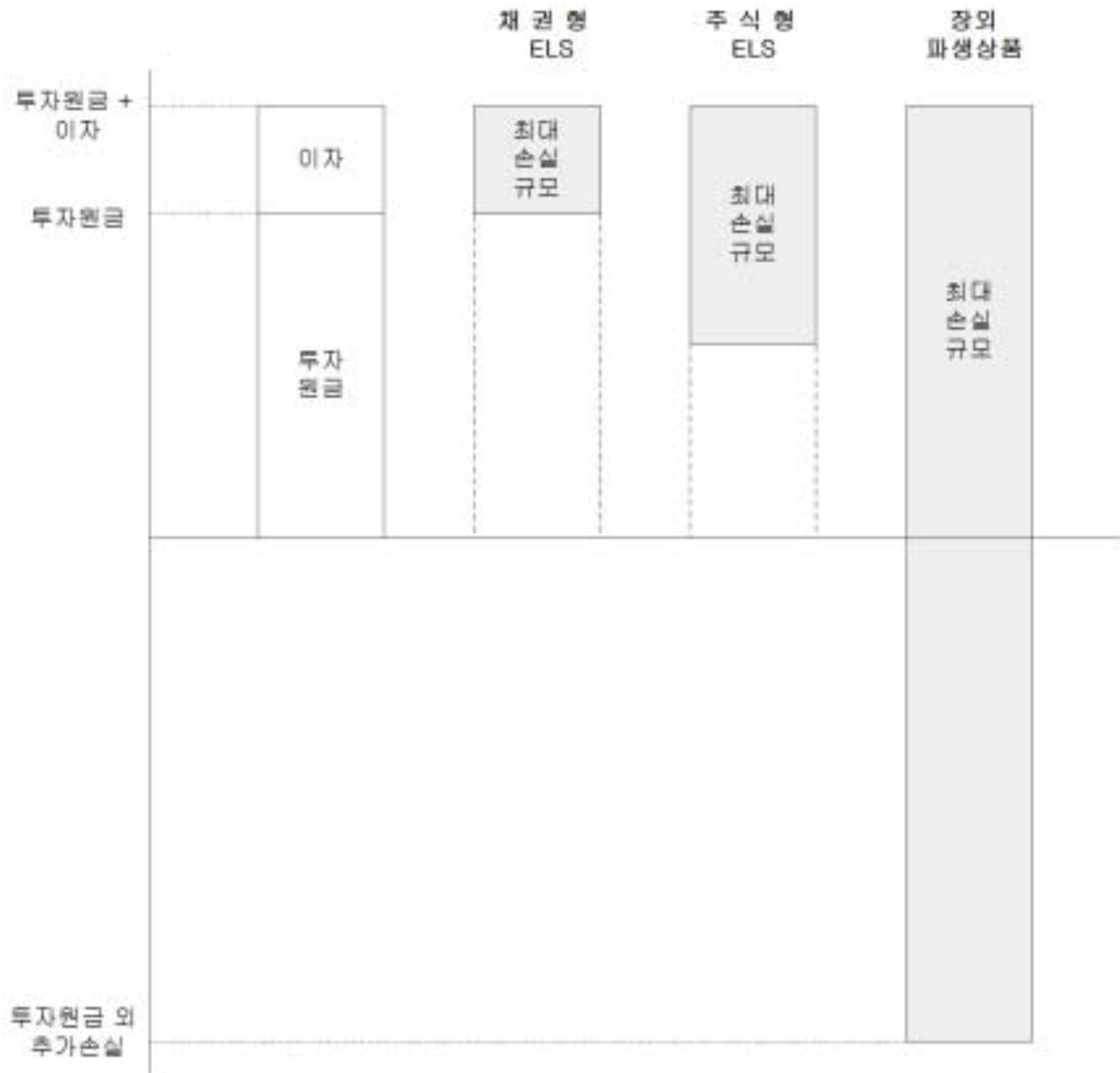
- ELN의 경우도 투자시점에서 명목투자가 없거나 일부만 이루어지는 구조로 설계되었다면 유가증권이라기 보다 장외파생상품에 가깝다고 판단됨

### 3) 원금대비 최대손실규모 기준

#### ○ 기준의 내용

- ELS가 유가증권으로 인정되기 위해서는 최대손실액이 투자원금을 초과할 수 없음
- ELS가 유가증권중에서도 채권으로 인정받기 위해서는 원금보장이 전제되어야 함
  - 여기서 원금보장의 의미는 발행기업의 채무불이행이 발생하지도 않았는데 내장된 파생상품으로 인해 손실이 발생하여 원금이 손상되는 경우를 의미함
  - 발행회사의 채무불이행 발생시에도 원금을 보장받을 수 있다는 의미가 아님(일반채권도 이 같은 성격의 원금보장은 불가능함)
- 원금이 보장되지 않는 ELS는 주식형 ELS로 간주하는 것이 합리적임

<그림 III-3> 투자원금대비 최대손실규모 기준



○ 기준설정의 논리적 근거

- ELS가 채권으로 인정되려면 신용평가사의 등급부여가 요구되는 바, 신용평가사의 입장에서는 원금이 보장되지 못하는 구조에 대해서는 신용등급을 부여를 주저하는 것이 일반적임
  - 원금이 보장되지 않는 경우라도 투자원금 이상으로 추가적 손실이 발생하지 않는 구조라면 주식형 유가증권으로 인정받을 수 있음
- 레버리지구조, inverse구조 등 위험이 높은 구조가 포함된다 하더라도 최대 손실규모가 이자지급액에만 국한되고 원금이 보장된다면 채권형ELS 즉 유가증권으로 인정가능 하다고 판단됨
- 원금이 보장되지 않는 구조는 다시 최대손실 규모가 투자원금 이내로 제한되는 경우와 투자금액 이상으로 손실이 발생할 수 있는 경우로 구분이 가능한 바, 전자는 주식형 ELS, 후자는 장외파생상품으로 분류하는 것이 합리적이라고 판단됨
  - 투자원금을 보장받을 수 있다는 것은 채권형 ELS가 되기 위한 필요조건임
  - 투자원금은 보장받지는 못한다 하더라도 최대손실규모가 투자원금에 국한되어 투자원금 외에 추가적 지출이 수반되지 않는 조건은 주식형ELS가 되기 위한 필요조건임
  - 최대손실 발생시 투자원금 외에 추가적 손실부담이 수반되는 구조는 장외파생상품으로 간주되어야 함

○ 기준의 적용 예

— Merrill Lynch가 개발한 MITTs(Market Index Target-Term Security)와 같이, 만기에서의 상환액이 특정 주가지수에 연동되어 결정되지만 최소한 투자원금이 보장되는 구조로 설계된 ELN은 채권으로 인정가능함

- MITTs의 만기상환액

$$= \text{Max}[\text{투자원금}, \text{투자원금} \times \left(1 + \frac{\text{만기시점지수} - \text{기초시점지수}}{\text{기초시점지수}}\right)]$$

- Morgan Stanley가 개발한 BRIDGES(BRoad InDex Guarded Equity-linked Securities)의 경우는 MITTs와 구조가 동일하나 만기상환액 계산시 만기지수 대신에 만기까지 각 연도말 지수의 단순평균을 사용함

— Merrill Lynch가 개발한 Strategic Return Note Linked to the Select European 50 Index와 같이, 만기시점에서의 상환액이 특정 지수에 연동되어 있고 원금이 보장되지 않는 구조로 설계된 ELN은 채권으로 인정하기 곤란함

- 만기상환액 =  $0.9 \times \text{투자원금} \times \frac{\text{만기시점지수}}{\text{기초시점지수}}$

- 투자원금보장기준을 적용하면, 이 같은 형태의 ELS는 채권형 ELS가 아닌 주식형 ELS임
- 이 같은 이슈는 장외파생상품과 유가증권의 구분기준 차원을 넘어서 채권과 주식의 구분기준이라는 차원에서 논의되어야 할 사항임

#### 4) 마진 유지의무 기준

##### ○ 기준의 내용

- 구조설계증권이 유가증권으로 간주되기 위해서는, 발행자에게 시가평가에 근거하여 마진을 유지할 의무가 없어야 함

##### ○ 기준설정의 논리적 근거

- 구조설계증권이 유가증권적 성격을 갖기 위해서는 일반채권의 경우에서와 같이 이자지급일이나 만기일에 약정된 금액을 상환해야 한다는 의무만이 주어지는 것이 합리적임
  - 매일 매일 마진을 유지할 의무가 부여된 구조의 상품이라면 장외파생상품으로 간주하는 것이 합리적임
- 선진 외국의 원금보장형 구조설계증권 prospectus를 보면 환매옵션이 첨가된 경우에도 만기 이전에는 원금보장이 제공되지 않는 것이 일반적임

##### ○ 기준적용의 예

- 만기이전에 이자지불이 없는 zero-coupon 형태의 ELN으로서 투자원금이 보장되고 만기가 1년인 경우, 기준지수의 변동에 따라 만기이전 특정시점(예: 발행 4개월 후)에서 상환금액이 원금에 미달할 수 있음
  - 만일 만기이전이라도 원금을 보장할 수 없을 정도로 주가지수가 하락한 경우 항상 마진을 유지해야할 의무조항이 있으면 장외파생상품으로 판단하는 것이 합리적임

## 5) 마케팅과 광고상의 기준

### ○ 기준의 내용

- 구조설계증권이 유가증권으로 인정받기 위해서는, 상품의 기능설명이나 공시요건 충족목적 외에는 파생상품 명목으로 판매되거나 광고되어서는 안됨
  - 현실적으로는 파생상품인데 유가증권으로 광고할 가능성이 크기 때문에, 앞의 기준들에 의해 유가증권으로 인정받지 못하는 상품은 유가증권으로 광고되거나 판매되어서는 안됨

### ○ 기준설정의 논리적 근거

- 유가증권은 불특정 다수를 대상으로 공모를 할 수 있는 바, 특히 개인투자자의 경우에는 정보와 전문지식이 부족하므로 상품의 성격을 명확히 할 필요

### ○ 기준의 적용 예

- 투자자에게 투자시점 이후에 추가적 의무발생 가능성이 존재하는 구조, 발행기업 입장에서 발행시점에 투자금액 전액을 수령할 수 없는 구조, 투자원금을 초과하는 손실가능성이 있는 구조, 발행기업에게 마진유지 의무가 부과되는 구조가 포함되면 유가증권으로 인정될 수 없음

### 3. ELS 도입이 금융시장에 미치는 영향 분석

#### 가. 증시주변자금에 미치는 영향

- MMF 환매사태로 인해 MMF 및 채권형 펀드에서 이탈한 자금(25조원)을 부동산자금으로 볼 수 있음
  - 이들 자금의 대부분이 수시입출금계정(MMDA) 등 은행예금(21조원)과 고객예탁금(3조원)의 형태로 남아있음
  
- 부동산자금의 상당액이 다양한 상품을 제시하고 상품의 특성에 대한 투자자들의 이해도를 높일 경우 ELS로 유입될 가능성이 있음
  - 다만 MMDA 등 은행권에 있는 자금 중 일부는 안전성 선호 경향이 강하여 증시 또는 추가연계금융상품으로의 유입이 불투명함
  
- 참고로 ELD 판매액은 4월 7일 기준으로 약 30,168억원이며 ELF 설정액은 약 5,000억원(투신협회)임
  - ELD는 예금보장상품이라는 점과 발행자의 신용등급이 높다는 점에서, ELF는 먼저 발매되었다는 점에서 ELS보다 유리하였음

<표 III-1> 은행별 ELD 판매금액

(단위: 억원)

은행	국민	신한	하나	한미	외환	조흥	기업	합계
판매액	10,600	7,450	4,587	2,422	2,198	1,411	1,500	30,168

자료: 각 은행

## 나. ELS 상품현황

- ELS 상품은 현재 5개 증권사(LG, 삼성, 굿모닝 신한, 대우, 동원)에 의해 개발된 24개가 있으며 전체 설정금액은 1조3천억원임
- 설정금액은 원금100% 보장, 일부원금 보장 및 무보장 상품이 각각 5,700억원(44%), 3,500억원(27%), 3,800(29%)억원임

<표 III-2> 원금보장 정도에 따른 설정금액

	100%	95%	90%	무보장
상 품 수	13	1	4	6
설정금액(억원)	5,700	500	3,000	3,800

- 만기별 설정금액은 1년(8,000억원)이 가장 많은 가운데 6개월(3,000억원), 3개월(1,000억원), 9개월 및 2년(500억원)이 그 뒤를 이음

<표 III-3> 만기에 따른 설정금액

	3개월	6개월	9개월	1년	2년
상 품 수	2	5	1	15	1
설정금액(억원)	1,000	3,000	500	8,000	500

- 상품 유형별로는 너아웃형<sup>16)</sup>의 설정금액이 전체의 60%인 7,800억원을 차지한 가운데 RC<sup>17)</sup>(3,500억원), 디지털<sup>18)</sup>(1,200억원), 불스프레

16) 너아웃형은 투자 기간 중 주가지수가 정해진 수준, 즉 목표수준(barrier)까지 상승한 적이 없는 경우 만기시점의 지수상승률에 따라 수익률이 결정되고, 투자기간 중 한번이라도 그 이상 상승한 경우 계약 당시 확정된 수익을 보장하는 상품임

17) RC형은 미리 정한 하락 폭 밑으로만 빠지지 않는다면 주가지수가 일정 부분 하락해도 약속한 수익을 지급하는 상품임

18) 디지털 콜(풋)형은 만기시점 주가지수 상승률이 미리 정한 수치보다 높다면(낮다면) 약속한 수익을 지급하고 아니면 원금만 지급하는 상품임

드<sup>19)</sup>(500억원)의 순으로 설정금액이 많음

<표 III-4> 상품유형에 따른 설정금액

(단위: 억원)

	넉아웃	RC	디지털(콜)	디지털(풋)	블스프레드
상 품 수	15	5	2	1	1
설정금액	7,800	3,500	1,000	200	500

<표 III-5> ELS상품 현황

증권회사	상 품 명	원금보장 (%)	만 기	유 형	상장	설정금액 (억원)	모집기간
LG투자	LG-ELS 5-1	100	1년	넉아웃(20) <sup>a)</sup>	○	500	4. 1~ 3
	LG-ELS 5-2	100	1년	넉아웃(60)	○	500	
	LG-ELS 6-1	100	1년	넉아웃(30)		500	4. 8~10
	LG-ELS 6-2	90	1년	넉아웃(50)		500	
	LG-ELS 7-1	×	6개월	RC		500	4.15~17
	LG-ELS 7-2	×	3개월	RC		500	
삼 성	삼성 넉아웃 ELS1	100	1년	넉아웃(30)		500	4. 1~ 4
	삼성 넉아웃 ELS2	100	6개월	넉아웃(60)		500	
	삼성 RC ELS1	×	1년	RC		1,000	4. 7~11
	삼성 RC ELS2	×	6개월	RC		1,000	
굿모닝 신한	해피엔드 1호	100	6개월	디지털(콜)		500	4. 3~ 4
	해피엔드 2호	100	3개월	디지털(풋)		500	
	해피엔드 3호	95	1년	넉아웃(50)		500	4.14~15
	해피엔드 4호	×	9개월	RC		500	
대 우	디지털 안정형	100	1년	디지털(콜)		200	4. 4~ 7
	넉아웃 안정형	100	1년	넉아웃(30)		400	
	넉아웃 상승형	100	1년	넉아웃(50)		100	
	넉아웃 고수익추구형	×	1년	넉아웃(50)		300	4.10~14
동 원	발견! 오아시스 1호	100	1년	넉아웃(20)	○	500	4.10~14
	발견! 오아시스 2호	100	1년	넉아웃(30)	○	500	
	발견! 오아시스 3호	100	6개월	블스프레드	○	500	
	발견! 오아시스 4호	90	1년	넉아웃(50)		500	4.11~17
	발견! 오아시스 5호	90	1년	넉아웃(50)		1,500	
	발견! 오아시스 6호	90	2년	넉아웃(30)		500	

a) ( )내 수치는 목표수치를 나타냄

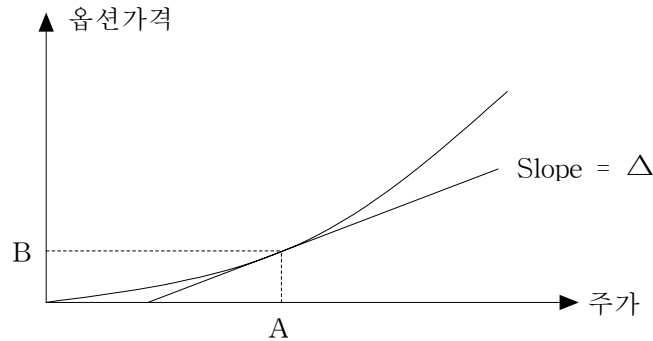
19) 블스프레드형은 수익률의 하한과 상한이 존재하고 그 사이에서는 만기시점 주가지수 상승률에 비례하여 수익률이 결정되는 상품임

## 다. ELS, 주가지수 선물 및 주식시장의 연계

### 1) 상품유형별 관련 옵션 및 헤지방식

- 현재 개발된 ELS의 구조는 (i) 원금을 보전하는 역할을 하는 무위험 채권 또는 발행자 신용등급 채권 등과 (ii) 기초자산의 수익률에 연동하여 초과수익을 기대하는 옵션거래로 구성됨
  - 넥아웃, RC, 디지털, 및 블스프레드형 상품은 각각 넥아웃, 역전환사채, 디지털 및 콜옵션 거래를 수반하고 있음
  
- 이들 옵션거래가 대부분 장외시장을 통해 이루어지지만 KOSPI 200 주가지수 선물로도 복제될 수 있으며 옵션의 발행자는 옵션발행에 따르는 위험을 동적 델타 헤징(Dynamic Delta Hedging) 방식으로 주가지수 선물을 통해 헤지함
  - 동적 델타 헤징이란 헤징 포지션을 정기적으로 조정하여 옵션 포지션을 헤징하는 절차로 항상 전체 포트폴리오를 델타 중립적(delta neutral)으로 유지하는 데 목적이 있음
    - 델타란 기초자산 가격이 변동함에 따라 옵션가격이 어느 정도 변동하는가를 나타내는 수치임
    - 주가를 기초자산으로 하는 옵션의 델타는 주가가 상승하면 증가하고 주가가 하락하면 감소함
    - 델타 중립적인 포트폴리오는, 델타가 0인 포트폴리오로서, 기초자산의 가격이 조금 변할 때 가치가 변화하지 않는 포트폴리오임

<그림 III-4> 옵션의 델타와 주가



- 동적 델타 헤징은 현물거래를 통해서도 가능하지만 거래비용이 더 적게 소요되는 선물거래가 현물거래보다 선호됨

## 2) 옵션헤지와 주가지수선물 및 주식시장

- 옵션발행에 따른 헤지는, ELS와 주가지수 선물시장 및 현물 주식시장과의 연결고리를 형성할 수 있음
  - 옵션의 델타가 변동할 경우, 헤지를 위해 취한 선물 포지션의 조정이 필요하며 옵션의 행사 또는 만기시는 청산이 필요함
  - 헤지포지션의 조정 또는 청산은 선물가격에 영향을 미칠 뿐 아니라 차익거래를 유발하여 현물주가에도 영향을 미칠 수 있음
    - 선물 매입(매도) → 선물가격 상승(하락) → 차익거래자: 상대적으로 저평가된 현물(선물)을 매입하고 고평가된 선물(현물)을 매도 → 현물(선물)가격 상승, 선물(현물)가격 하락

## 라. 주가연계 금융상품 증가가 금융시장에 미치는 영향

### 1) 분석을 위한 가정

- 동일한 주가지수를 기초자산으로 하고 비슷한 만기일을 갖는 동일 유형의 장외옵션(예: 1년 만기 너아웃 옵션)이 지나치게 많이 발행될 경우 금융시장에 부정적인 영향을 미칠 가능성에 대한 우려가 제기될 수 있음
  - ELS 설정액의 60%, ELD 판매액 및 ELF 설정액의 상당액이 너아웃 옵션과 관련 금융상품임
  - 현재 ELD, ELF 및 ELS 등 주가연계 금융상품의 가장 흔한 만기는 1년임
- 이같은 문제의식을 바탕으로, 다음과 같은 경우 시장에 미치는 영향을 분석해볼 필요가 있음
  - (i)주가연계 금융상품과 관련하여 발행된 너아웃 옵션이 동시에 너아웃 되는 경우
  - (ii)동일한 만기를 갖는 주가연계금융상품의 만기연장이 이루어지지 않아 동시에 청산되는 경우
- 시장에 미치는 영향분석을 위한 가정은 다음과 같음
  - 가정 1: 주가연계금융상품의 규모가 48,000억원<sup>20)</sup>이며 이중 5%<sup>21)</sup>에

---

20) ELD 판매액 3조원, ELF 설정액 5천억원, ELS 설정액 1조3천억원을 더하여 구한 수치임

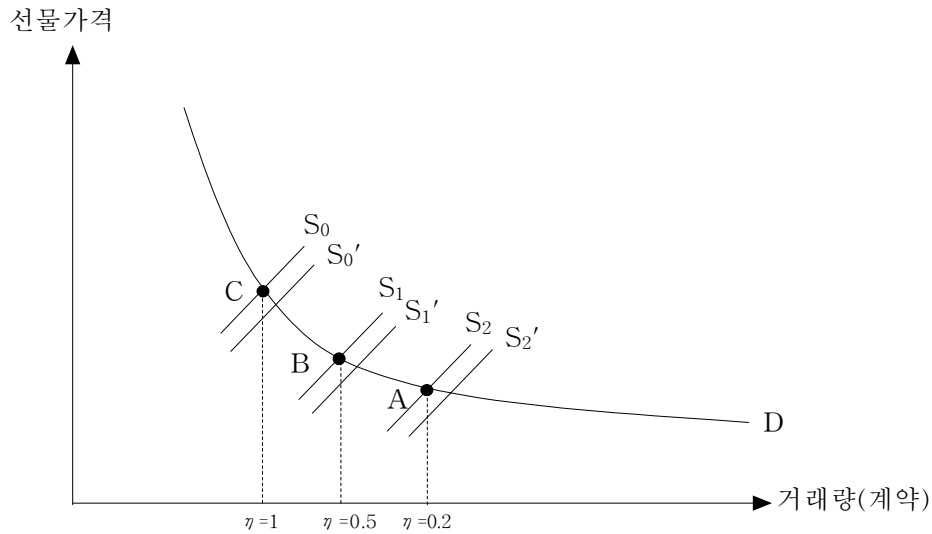
21) 가장 흔한 유형인 원금보존형의 경우 전체금액의 5%가 장외옵션 등에 투자됨

해당하는 2,400억원을 장외옵션에 투자

- 가정 2: 장외옵션 발행일의 KOSPI 200 지수는 75포인트, 행사가가 75포인트인 등가격(ATM)옵션 프리미엄은 13.5포인트<sup>22)</sup>
- 가정 3: 장외옵션의 단위는 지수 1포인트 당 10만원으로 장내옵션과 동일(참고로 장내선물은 1포인트 당 50만원임)
- 가정 4: 발행된 전체 장외옵션 중 너아웃형은 60%를 차지
- 가정 5: 모든 장외옵션 발행자는 옵션 발행에 따른 위험을 KOSPI 200 지수 선물을 이용하여 델타헤징(1일 1회 조정)을 하고 장외 시장에서 헤지되는 부분이 없음
- 가정 6: 매도주문의 시장충격( $\eta$ )<sup>23)</sup>이 시장 유동성이 높을수록 감소하는 가운데  $\eta=0.2$ (<그림 III-5>에서 점 A)로 가정<sup>24)</sup>

- 
- 22) 옵션의 프리미엄은 Black Sholes 옵션가격 결정모형을 통해 만기 1년, 변동성 40%, 금리 5%일 때의 콜옵션 가격 계산을 통해 구해진 수치임
  - 23) 대량의 초과 매도주문이 발생할 때 야기되는 가격하락 효과를 말하며, 매도측 가격결정 주문(sell-side price-setting order)과 매수측 가격결정 주문(buy-side price-setting order)의 차이가 일 거래량 대비 1% 증가할 때 기대되는 가격 하락률로 측정될 수 있음
  - 24) 주가지수 선물시장의 유동성이 매우 높아  $\eta$ 이 0.2 이내인 것으로 시장참가자들의 컨센서스가 형성되어 있음(유동성이 높은 점 A에서는 매도 주문량이 10% 증가할 때 가격이 2% 하락함)

<그림 III-5> 유동성에 따른 매도주문의 시장충격



## 2) 너아웃 등 특정옵션 발행 증가의 효과

- 너아웃 옵션의 발행자는 동적 델타 헤징 방식으로 옵션발행에 따른 위험을 헤징하는데, 델타의 증감 또는 옵션의 너아웃 여부에 따라 헤지 포지션의 조정 또는 청산이 필요함
  - 옵션 델타의 변동시는 헤지를 위해 취했던 선물 매입포지션의 증감이 필요하며, 주가지수가 정해진 수준까지 상승하여 너아웃된 경우에는 옵션의 payoff가 확정되므로 헤지를 위해 취했던 선물 매입포지션의 청산이 요구됨
  - 헤지 포지션 청산을 위한 선물매도 증가는 선물가격을 하락시키는 요인으로 작용하는 한편 차익거래의 기회를 제공하여 현물주가에도 영향을 미칠 수 있음
    - 선물 매도 → 선물가격 하락 → 차익거래자: 상대적으로 저평가

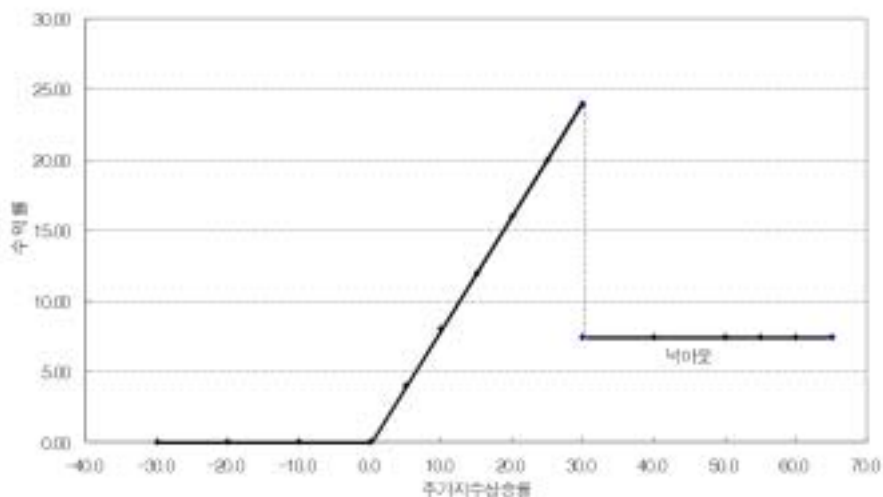
된 선물을 매입하고 고평가된 현물을 매도 → 선물가격 상승,  
현물가격 하락

○ 특정 일에 주가지수가 급변하여 낙아웃된 경우(다음 그림에서 주가지수가 30% 이상 상승)가 발생하면 헤지를 위해 취한 선물 매입포지션의 당일 내 청산이 이루어지고 이는 선물 및 현물가격에 영향을 미칠 가능성을 생각할 수 있음

— 현재의 낙아웃형 상품의 구조 하에서는 이러한 상황은 발생되기 어려움

— 거래소의 일일 가격제한 폭이 15%이므로 KOSPI 200 지수의 최대 상승(하락) 폭은 15%인 반면 현재 개발된 낙아웃형 주가연계 금융상품의 옵션부분이 행사될 수 있는 최소 지수상승률은 20%임

<그림 III-6> 낙아웃 옵션 payoff의 예



○ 만약 특정 일에 주가지수가 급변하여 너아웃 옵션과 관련된 모든 헤지 포지션의 당일 내 청산이 이루어지는 경우의 시장충격을 살펴보기 위해서는 주가연계 금융상품과 관련하여 발행된 전체 장외옵션 및 너아웃형 옵션의 헤지에 필요한 선물계약 수의 추정이 필요함

— 전체 주가연계 금융상품의 헤지에 필요한 선물계약수는 델타<sup>25)</sup>가 1.0 및 0.5일 때 각각 35,600 계약, 17,800 계약이며 일평균 선물 거래량 (약 20만 계약)에서 차지하는 비중도 각각 17.8%, 8.9%임

- 전체 장외옵션 계약수 = 옵션투자 총액 / 1계약 당 프리미엄  

$$= (2400 \times 10^8) / 13.5 \times 10^5$$

$$\approx 178,000 \text{ 계약 (이중 너아웃형은 106,800)}$$

- 전체 헤지 계약수 = 델타 × (전체 장외옵션 계약수 / 5)<sup>26)</sup>  

$$= 1.0 \times (178,000 / 5) = 35,600 \text{ 계약 (델타가 1.0)}$$

$$= 0.5 \times (178,000 / 5) = 17,800 \text{ 계약 (델타가 0.5)}$$

— 이중 너아웃형 상품과 관련하여 필요한 선물계약 수는 델타가 1.0 및 0.5일 때 각각 21,360 계약, 10,680 계약이며 일 평균 선물 거래량(약 20만 계약)에서 차지하는 비중도 각각 10.7%, 5.3%에 그침

- 너아웃형 헤지 계약수 = 델타 × (너아웃형 계약수 / 5)  

$$= 1.0 \times (106,800 / 5) = 21,360 \text{ 계약 (델타가 1.0)}$$

$$= 0.5 \times (106,800 / 5) = 10,680 \text{ 계약 (델타가 0.5)}$$

25) 델타는 특정 장외옵션 발행 포지션을 델타 중립적(delta neutral)으로 만들기 위해 필요한 선물거래 규모임

26) 옵션은 포인트 당 10만원인 반면 선물은 포인트 당 50만원이므로 선물 (1×델타)계약이 옵션 5계약을 헤지할 수 있음

<표 III-6> 주가연계 금융상품의 헤지 계약수 추정

(단위: 계약수, %)

	델타	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
전체	계약수	17,800	21,360	24,920	28,480	32,040	35,600
	비중 <sup>b)</sup>	8.9	10.7	12.5	14.2	16.0	17.8
넉아웃형 <sup>a)</sup>	계약수	10,680	12,816	14,952	17,088	19,244	21,360
	비중 <sup>b)</sup>	5.3	6.4	7.5	8.5	9.6	10.7

a) 전체 장외옵션의 60%로 가정하였음

b) 일 선물거래량(약 20만 계약)에서 차지하는 비중임

- 현재 주가연계 금융상품과 관련된 장외옵션은, 넉아웃 옵션을 중심으로 발행되고 있기는 하나, (1) 아직 관련 선물 헤지 계약수가 많지 않고, (2) 주가지수 선물시장의 유동성이 매우 높아 선물매도 집중으로 인한 시장충격(Market impact) 효과는 크지 않을 것으로 판단됨

— 넉아웃 옵션의 헤지를 위해 매수되었던 모든 선물포지션이 반대매매를 통해 일시에 청산될 때의 가격반응을 아래의 방식으로 계산함

- $\text{가격하락률} = \text{넉아웃옵션 헤지계약의 일거래량 대비 비율} \times \text{시장충격효과}(=0.2)$

— 델타 1의 경우로 보면 특정 일에 일 거래량 대비 10%의 초과 매도 주문 증가를 야기하는 넉아웃 옵션 관련 헤지포지션 청산이 선물가격을 2% 하락시키는 것으로 나타남

- 예: 델타가 1.0일 경우  $10.7\% \times 0.2 = 2\%$

— 가격제한 폭인 10%까지 선물가격을 하락시키기 위해서는 넉아웃 옵션이 앞서 추정한 106,800 계약의 5배인 534,000 계약이 발행되어야 함

- 장외옵션 534,000 계약을 넉아웃형 주가연계 금융상품의 판매액으로 환산하면 약 144,000억원 정도임<sup>27)</sup>

- 판매액 = (옵션 계약수 × 1계약 당 프리미엄) / 5%  
 =  $(534,000 \times 13.5 \times 10^5) / 5\% = 144,000$ 억원

### 3) 만기연장이 동시에 이루어지지 않을 경우의 시장충격

○ 동일한 만기를 갖는 주가연계 금융상품이 상당량 판매되었으나 만기 시 만기연장(roll-over)이 이루어지지 않아 관련 헤지 포지션이 동시에 청산될 수 있음<sup>28)</sup>

— 특히, 금융위기의 경우와 같이 위험자산에 대한 수요가 급격히 감소하는 상황에서는 주가연계 금융상품에 대한 만기도래시 만기연장이 이루어지지 않을 가능성도 완전히 배제할 수는 없음

○ 이에 따라 앞에서 추정한 장외옵션의 전체 헤지 계약수를 이용하여 모든 계약이 일시 청산될 때 유의적인 수준의 선물가격 하락(일일 최대 하락 폭인 10%까지 하락)이 발생하는 지를 살펴볼 필요가 있음

— 가격하락률 = 전체 장외옵션 헤지 계약수의 일 거래량 대비 비율  
 × 시장충격효과(=0.2)

- 예: 델타가 1.0일 경우  $17.6\% \times 0.2 = 3.5\%$

— 추정결과 현재처럼 유동성이 높은 시장(점 A)에서는 전체 장외옵션 (178,000 계약)과 관련된 선물 매입포지션이 동시에 청산될 때 야기되는 선물가격 하락률이 델타가 0.5에서 1사이의 값을 갖을 경우 1.8%~3.5%대인 것으로 나타났음

27) ELS를 발행하는 증권사의 영업용 순자본 비율이 300% 이상을 유지해야한다는 제약조건을 고려할 때 이는 현실적으로 달성하기 어려운 수준임

28) 현재 판매된 ELD 및 ELF의 만기는 2004년 3월, ELS의 만기는 2004년 4월에 집중됨

- 가격하락 효과가 가장 큰 델타 1의 경우로 보면 가격제한 폭인 10%까지 선물가격을 하락시키기 위해서는 앞서 추정한 178,000계약의 약 3배인 534,000 계약의 장외옵션이 발행되어야 함
  - 장외옵션 534,000 계약을 주가연계 금융상품 판매액으로 환산하면 약 144,000억원 정도임

<표 III-7> 장외옵션 헤지계약 청산시 시장충격 효과

(단위:%)

	델 타					
	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
점 A (20만, $\eta=0.2$ )	1.8	2.1	2.5	2.8	3.2	3.5
점 B (10만, $\eta=0.5$ )	4.4	5.4	6.3	7.1	8.0	8.8
점 C ( 5만, $\eta=1.0$ )	8.8	10.7	12.5	14.2	16.0	17.6

- 현재처럼 선물시장의 유동성이 높은 경우 만기일이 1달 이내로 근접한 장외옵션이 상당 규모로 발행되지 않는 한 장외옵션 발행 증가가 주가지수 선물시장을 통해 현물 주가에 미치는 영향은 우려할 정도로 크지 않을 것으로 보임
  - 다만 감독당국은 주가연계 금융상품과 관련된 장외 파생금융상품 규모가 지나치게 과도한 수준을 넘지 않는지 장외시장을 지속적으로 체계적으로 모니터링할 필요가 있음

#### 4) 폭포수 효과의 발생 가능성

- payoff가 주가와 연계된 주가연계 금융상품에 대해서도 주가 하락시 주가연계 금융상품 또는 장외옵션의 발행자가 포트폴리오 보험을 위해 선물매도 포지션을 증가시킴으로써 폭포수 효과(cascade effect)<sup>29)</sup>가 유발 또는 발생할 가능성에 대한 우려도 제기될 수 있음
  - 폭포수 효과는 주가하락 시 주가와 연계된 포트폴리오의 가치 보호를 위해 주가지수 선물을 매도하는 포트폴리오 보험자와 저평가된 선물을 매입하고 현물을 매도하는 차익거래자의 연속적인 상호작용에 의해 주가가 급락하는 현상임
  
- 그러나 주가연계상품과 관련하여 폭포수 효과가 발생 또는 악화될 가능성은 낮은 것으로 판단됨
  - 주가하락에 따라 포트폴리오 보험자가 시장에 대해 막연한 불안감 또는 공포심을 갖고 자산의 본질가치에 관한 예상과 관계없이 선물매도 포지션을 기계적으로 증가시킬 때 포트폴리오 보험자와 재정거래자의 연속적인 상호작용을 통해 주가가 급락하는 상황인 폭포수 효과가 발생함<sup>30)</sup>

29) 폭포수 효과는 1987년 10월 NYSE 붕괴에 관한 조사기구인 대통령 특별위원회 회의의 보고서인 The Bradley Report에 의해 처음 제기되었음

30) 폭포수 효과의 발생원인에 관한 보다 자세한 내용은 다음을 참조바람.

Kleidon, Allan W. and Robert E. Whaley, 1992, "One Market? Stocks, Futures, and Options During October 1987," *Journal of Finance*, 47(3), 851-877.

Blume, Marshall E., Craig A. MacKinlay and Bruce Terker, 1989, "Order Imbalances and Stock Price Movement on October 19 and 20, 1987," *Journal of Finance* 44(4), 827-848.

Santoni, Gary J., 1988, "The October Crash: Some Evidence on the Cascade

- 그러나 추가연계 금융상품이 선물시장을 통해 현물 주식시장에 미치는 효과는 시장참가자들이 추가연계 금융상품의 규모와 시장 유동성의 정도를 가지고 앞서 2) 및 3)의 방식으로 예상할 수 있음
- 이처럼 상당부분 시장참가자들에게 예상된 효과는 불안감 또는 공포심을 유발하는 요인으로 작용하지 않음
  - 오히려 시장참가자들에 의해 예견된 악재는 주식을 저가에 매입할 수 있는 호재로 간주될 수 있음

---

Theory,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review May/June, 18-33.

## <참고문헌>

- 김형태, 2002, “증권회사의 장외파생상품 활용 방안”, 증권협회 세미나
- 김형태, 2001, 『구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원 이슈01-07.
- 김형태, 1999, 『투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신』, 한국증권연구원 연구99-04.
- 김형태 · 이준희, 2000, 『신용파생상품에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구200-02.
- 박동규, 2003, “주가연계증권의 이익에 대한 과세 방법 등”, 『속보 삼일총서』 16호.
- 재정경제부 소득세제과, 2003, “주가연계증권의 이익 등에 대한 과세관련 질의회신”, 소득 46073-41.
- Blume, Marshall E., Craig A. MacKinlay and Bruce Terker, 1989, “Order Imbalances and Stock Price Movement on October 19 and 20, 1987,” *Journal of Finance* 44(4), 827-848.
- FASB, 2001, “Exposure Draft on Liabilities and Equity,” August.
- FitchIBCA, 1999, “Rating Preferred Stock and Hybrid Security,” Corporate Finance Special Report, March.

Hull, John, 1999, *Options, Futures, and Other Derivatives*, 4th edition, Prentice Hall.

Jorion, Philippe, 2000, *Value at Risk*, 2nd edition, McGraw-Hill.

Kleidon, Allan W. and Robert E. Whaley, 1992, "One Market? Stocks, Futures, and Options During October 1987," *Journal of Finance*, 47(3), 851-877.

Nelken I.(ed.), 2001, *Handbook of Hybrid Instruments*, John Wiley & Sons.

Ovehaus M., A. Ferraris, T. Knudsen, R. Milward, L. Nguyen-ngoc, G. Schindlmayr, 2002, *Equity Derivatives: Theory and Applications*, John Wiley & Sons.

Ravindran K., 1998, *Customized Derivatives*, McGraw-Hill.

Santoni, Gary J., 1988, "The October Crash: Some Evidence on the Cascade Theory," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* May/June, 18-33.

S&P, 2001, "Australia and New Zealand Hybrid Securities : Equity or Camouflaged Debt?," Rating Commentary, May.

TavaKoli J. M., 2001, "Credit Derivatives & Synthetic Structures," John Wiley & Sons.

SEC, <http://www.sec.gov/archives/edgar/data/>

Honk Kong Stock Exchange, <http://www.hkex.com.hk/>

## <부록 1> 파생상품전용회사(Derivative Product Company: DPC)의 설립과 활용

### 가. 장외파생상품거래에서 신용위험의 중요성

- 장외파생상품 거래시에는 거래상대방의 계약불이행으로 인한 거래상대방 위험(counterparty risk) 또는 신용위험(credit risk)의 정도가 전적으로 상대방의 신용도에 의해 결정되므로 거래주체의 신용등급이 매우 중요함
  - 장내파생상품의 경우에는 시장이 위험관리메카니즘을 갖추고 있기 때문에 거래상대방의 신용도가 상대적으로 중요하지 않음
  - 장외파생상품과 관련된 위험으로는 신용위험, 시장위험, 유동성위험, 운영위험, 법률위험 등이 존재하는데 특히 신용위험이 중요함
  
- 이 같은 거래상대방위험을 최소화하기 위해 다양한 거래상대방위험 관리방법이 활용되고 있는데 이들 방법은 상호보완적인 성격 보유
  - 신용등급이 일정수준 이상인 거래상대방과만 거래를 제한하는 방법
  - 담보를 설정하는 방법
  - 상계거래(netting)와 분산거래를 활용하는 경우
  - 계약종결옵션(termination option)을 활용하는 방법

## 나. 증권회사의 신용도 현황과 문제점

○ 장외파생상품거래가 허용된 대부분의 국내 증권사는 외국계 증권사나 국내은행과 비교하여 상대적으로 신용등급이 취약하기 때문에 장외파생상품거래에서 불리한 입장임

— 현재 우리나라 증권사중 한 두개의 증권사만이 A등급을 받을 수 있다고 판단되므로, 국제적 기준에 입각해서 볼 때, 대부분의 국내 증권사는 적격거래상대방으로 간주되기 어려운 상황임

<표> 증권사의 신용등급 현황(2003.4현재)

구분		선순위	후순위	CP
은행	국민	AAA		
	신한	AAA		
	한미	AAA		
	우리	AA+		
	외환	AA+		
	제일	AA		
	부산		A+	
증권	삼성증권	AA-		A1
	LG증권	A+		A2-
	굿모닝신한		BBB+	A2-
	동원증권	A-		
	대우증권	BBB	BBB-	
	현대증권		BBB-	A3
	교보증권		BBB-	
	한화증권		BB+	A3-
	세종증권	BB		
	리딩증권			B+
모건스탠리			A1	
보험	삼성화재	AAA		

- 물론 담보의 설정 등을 통해 취약한 신용등급을 보완할 수 있지만 담보설정규모에 한계가 있고 추가비용이 발생함
  - 또한 신용등급이 상대적으로 낮은 거래상대방은 계약종결옵션과 같이 계약상 **불리한 조건을 수용하지 않을 수 없음**
    - 계약종결옵션이란 신용등급이 높은 거래상대방(A)과 신용등급이 낮은 거래상대방(B)이 장외파생상품계약을 체결할 경우 A는 B의 신용등급이 일정수준 이하로 하락하면 일방적으로 계약을 종결할 수 있는 옵션을 의미함
  - 특히 신용위험에 민감한 기관투자자의 경우에는 내규를 통해 장외파생상품 거래상대방의 신용등급 자체를 일정수준(예:AA)이상으로 제한하는 경우가 많음
    - 신용위험에 민감한 기관투자자들은 구조설계능력이 뛰어난 증권사라 하더라도 신용등급이 일정수준 이상 되지 않으면 증권사의 접근자체를 배제할 수 있음
- 따라서 장외파생상품시장에서 국내증권회사들이 활발한 거래를 할 수 있기 위해서는 무엇보다도 증권회사의 신용등급을 보장하여 **거래상대방으로서의 안정성과 신뢰**를 갖추도록 유도하는 것이 중요함

## 다. 파생상품전용회사의 설계

- 파생상품전용회사의 의의
  - 파생상품전용회사란, 파생상품거래의 원활한 수행을 위해 신용등급

AAA로 설계된 증권회사나 은행등의 자회사를 의미함

- 신용등급보강방법에 따라 몇 가지 유형으로 구분됨

○ 파생상품전용회사의 설립배경

- 미국의 경우 1980년대 후반에 파생상품거래과정에서 거래상대방의 채무불이행으로 인한 손실이 급증하자 파생상품시장에서 거래상대방 신용도의 중요성이 증대됨
- 특히 신용도에 민감한 고객은 신용위험을 관리하기 보다 단순히 신용도가 좋은 거래상대방을 선택하는 경향이 있음
- 미국의 투자은행들은 AAA등급이 장외파생상품거래업무에서 필수적인 것은 아니지만 거래업무의 성공에 기여한 것으로 평가함

○ 파생상품전용회사의 유형

- 고신용등급 모회사가 설립한 DPC(DPC with highly rated parents)
  - 모회사의 높은 신용등급을 활용해 높은 신용등급 확보가능
- 담보부 DPC(asset-backed DPC)
  - 발생가능한 모든 위험을 흡수할 수 있을정도의 충분한 자본 유지
- 구조설계 DPC(structured DPC)
  - 특별한 위험관리 구조를 통해 모기업의 신용등급보다 높은 신용등급을 획득할 수 있도록 설계된 파생상품전용회사
  - DPC 구조에 대한 평가와 신용등급부여는 신용평가사가 수행

○ 구조설계 파생상품전용회사의 위험관리

- 시장위험의 관리방법 : mirror transaction
- 신용위험의 관리방법
  - 보증구조(guarantee program)
  - 조기청산구조(early termination structure)
  - 계속추진구조(continuation or contingent manager structure)

<표> Structured DPCs와 모기업의 신용등급

Structured DPC Name	Rating <sup>a</sup> (S&P/Moody's)	Parent/Sponsor Name	1995 Rating (S&P/Moody's)
Merrill Lynch Derivative Products(MLDP)	AAA/Aaa	Merrill Lynch	A+/A1
Salomon Swapco	AAAt/Aaa	Salomon Brothers	BBB+/Baa1
Paribas Derives Garantis (PDG)	AAA/t/Aaa	Banque Pribas	A/A1
Westpac Derivative Products (WDP)	AAAt/Aaa	Westpac Banking	A+/A1
Morgan Stanley Derivative Products(MSDP)	AAAt/Aaa	Morgan Stanley	A+/A1
Lehman Brothers Finacial Products(LBFP)	AAA/Aaa	Lehman Brothers	A/Baa1
Credit LyonnaisDerivatives Program(CLDP)	AAAt/Aaa	Credit Lyonnais	A-/A3
Tokai Derivative Products (TDP)	AAA/Aaa	Tokai Bank	A-/A2
Sumitomo Bank Capital Markets Derivative Products(SBCM DP)	AAA/Aaa	Sumitomo Bank	A+/A1

## 라. 증권사의 DPC활용 방안

- DPC활용시의 이익과 비용분석이 선행되어야 함
  - 우리나라의 경우 고객이 중개기관 선택시 신용등급을 얼마나 중요시할 것인가에 대한 분석 필요
  - DPC가 AAA등급을 유지하기 위해 요구되는 자본규모는 얼마인가에 대한 분석 필요
  
- DPC는 SPC등 자산유동화구조와 유사한 점이 많기 때문에 이를 응용 또는 활용하는 방안을 모색하는 것이 현실성 있는 방안이라고 판단됨
  - 구조적인 면에서 볼 때, 분리된 자회사로 독립적인 자본을 보유하고 있는 DPC가 모회사보다 높은 신용등급을 보유할 수 있다는 점에서 ABS의 구조와 유사함
    - 그러나 DPC는 자산유동화법상 SPC와는 달리 1회용 paper company가 아니라 지속적으로 실체가 존재하는 영업주체임
  - 미국 신용평가사의 경우 구조설계금융(structured finance)의 원칙을 적용하고 대상회사의 구조와 경영적인 면을 동시에 고려하는 혼합 등급평가방법(hybrid rating approach)을 사용
  - 국내 신용평가사들도 ABS시장에서 구조설계금융에 대한 평가경험이 있기 때문에 DPC구조평가와 신용등급부여가 가능하다고 판단됨

○ 단종보험회사(monoline insurer)와 금융보증

- 단종보험회사란 금융보증 및 이와 유사한 위험만 취급하는 보험회사로서 금융보증 외의 다양한 보험을 취급하는 다종보험회사와 대비되는 개념임
- 단종보험회사는 금리스왑이나 외환스왑과 같은 장외파생상품에서 거래상대방의 신용위험을 보증하기도 함
- 국내 시장에서의 금융보증은 진정한 의미의 금융보증이라기 보다 단순한 형태의 신용공여에 불과함
  - 선진국의 금융보증과 국내 신용공여는 보증의 견고성과 전문성에서 큰 격차 존재

○ 금융보증의 활성화 방안

- 미국과 같은 전문적 단종보험회사제도를 도입하거나 기존의 손해보험사에 금융보증업무를 허용함으로써 금융보증 수행주체의 다원화 필요
  - 장외파생상품, 자산유동화, 프로젝트금융 등 자본시장에서 금융보증의 중요성이 급증하고 있음
  - 현재 우리나라에서는 금융보증이 보증보험의 일부로 간주되고 있고 보증보험이 전업체제이기 때문에, 금융보증을 제공할 수 있는 기관은 보증보험사로 제한되어 있음
- DPC와 관련하여는, 단종보험회사가 DPC에 보증을 제공함으로써 DPC의 신용도를 제고할 수 있음

○ 증권사가 DPC를 설립하고 DPC가 장외파생상품업무를 수행하기 위해서는 증권거래법시행령의 개정이 필요함

— 현행규정(증권거래법시행령 제36조의2 제1항 1의2)

- 유가증권시장·협회중개시장 및 선물시장(선물거래법에 의한 선물시장) 밖에서 행하는 통화·유가증권, 통화·유가증권의 가격 또는 이자율이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래로서 재정경제부령이 정하는 거래(장외파생상품거래)와 그 거래를 중개·주선 또는 대리

— 개정방안

- 유가증권시장·협회중개시장 및 선물시장(선물거래법에 의한 선물시장) 밖에서 행하는 통화·유가증권, 통화·유가증권의 가격 또는 이자율이나 이를 기초로 하는 지수를 대상으로 하는 거래로서 재정경제부령이 정하는 거래(장외파생금융상품거래)와 그 거래를 중개·주선·대리 또는 장외파생금융상품거래를 전문적으로 하는 파생상품전용회사의 설립 및 운영

— 초기에는 DPC의 남용을 막기 위해, 장외파생금융상품거래의 허가를 받은 증권사에 한하여 DPC의 설립을 허용하는 것이 합리적이라고 판단됨

## <부록 2> 도산법상 네팅(netting)의 실행가능성 명문화

### 가. 네팅의 의의와 종류

#### ○ 네팅의 의의

- 일정한 사유발생을 근거로, 당사자간의 채권채무를 종합하여 차감계산된 잔존채권만을 당사자간의 채권채무로 확정하는 일련의 절차를 의미함
- 네팅은 당사자간의 상계를 전제로 하지만, 단순한 차감계산의 차원을 넘어 복수의 채권채무를 단일화하는 데에 초점이 맞추어진다는 점에서 상계와 차이
  - 일반적으로 실무계에서는 네팅과 상계를 동일한 의미로 사용함

#### ○ 네팅의 종류

- 지급네팅(payment netting)
  - 양당사자가 상대방에 대하여 지급일과 지급통화가 동일한 채권을 가지고 있는 경우 지급일에 채권을 상계하여 그 차액만을 결제하는 네팅방식
- 갱신네팅(novation netting)
  - 양당사자간에, 기존에 존재하던 채권에 더하여, 지급일과 지급통화가 동일한 새로운 채권을 가지게 된 경우 새로운 계약을 체결하는 시점에서 종전의 채권과 새로운 채권을 모두 차감계산하여 지급일

에 이행할 단일의 채권으로 만드는 네팅방식

- 갱신네팅의 결과 원래의 채권채무와의 연계성이 상실되기 때문에 회사정리법상 관리인 또는 파산법상 관재인의 선택적 해제 또는 해지를 방지할 수 있음

— 일괄청산네팅(close-out netting)

- 거래당사자 일방에게 채무불이행사유가 발생한 경우 당사자간에 존재하는 모든 거래를 종료시키고 지급통화 및 지급일에 관계없이 모든 채권채무를 일괄적으로 청산하여 이행기가 도래한 단일의 채권으로 만드는 네팅방식

## 나. 네팅의 필요성

○ 파산법상에서도 특정한 재무계약에 대한 상계권한 인정이 필요한 이유

— 상계권한이 인정되지 않을 경우 이는 도미노효과(domino effect)를 야기하여 체제위험(systemic risk)을 야기할 수 있음

- 특히 미국의 헤지펀드인 LTCM(long-term capital management) 사례에서 알 수 있듯이, 변동성이 심한 시장상황하에서 대규모 포지션을 갖고 있는 기업이 파산하면 시장에 심각한 영향을 미침

— 증권회사등이 장외파생상품과 관련된 상계조항이나 계약종결조항을 적용하지 못할 경우, 특정한 장외파생상품 거래상대방의 채무불이행이 연쇄적 채무불이행을 유발하여 금융시장의 안정성을 저해할 수 있음

## 다. 현행 도산법상 문제점

### ○ 일괄청산네팅의 효력에 대한 법적 불확실성 존재

- 회사정리법 제103조와 파산법 제50조에 의하면 미이행쌍무계약에 대하여 관리인 또는 관재인에게 계약의 이행 또는 해지에 대한 선택권(cherry picking)을 부여하고 있음
  - 미이행쌍무계약이란 회사정리절차 또는 파산절차 개시시점에서 이행이 완료되지 않은 계약을 의미함
- 일괄청산네팅의 특성상 당사자간의 모든 거래가 일괄청산되므로, 회사정리법상 관리인이나 파산법상 관재인에게 부여된 선택권이 박탈되는 문제발생
- 이 같은 이유로 과연 일괄청산네팅이 현행 회사정리법이나 파산법상 유효한지에 대해 불확실성 존재

### ○ 채권자평등의 원칙과 일괄청산네팅의 상충가능성

- 도산법의 기본원칙은, 담보권 등 특별한 사유가 없는 한 일반채권자를 도산절차상 동등하게 대우한다는 채권자평등의 원칙임
- 일괄청산네팅은 장외파생상품거래의 당사자에게 우선적지위를 부여하는 것과 동일한 결과를 초래하여 채권자평등의 원칙에 위배될 가능성

## 라. 개선 방안

### 1) 기본방향

#### ○ 기본방향

- 사안의 중요성을 고려할 때 유권해석보다는 입법을 통해 명확하게 해결하는 것이 바람직하다고 판단됨
- 채권자보호와 함께 금융시장의 안정을 위해 금융시장참여자를 보호할 필요가 크다는 인식제고 필요
  - 일괄청산네팅이 법적으로 보장되지 않을 경우, systemic risk 발생 가능성이 존재하여 금융시장이 불안정해지고 이는 다시 기업금융의 불안정으로 연결됨

- 미국의 'chapter11'을 참조하여 도산법내에서 일괄네팅을 명시적으로 규정하는 방법과 일본의 '금융기관 특정거래의 일괄청산에 관한 법률'을 참조하여 특별법을 제정하는 방법을 고려할 수 있는바, 전자가 효율적이라고 판단됨

### 2) 미국 파산법에서의 규정

- 미국의 경우 기업이나 금융회사의 파산을 규정하는 다양한 법률이 존재하고 각 법률에서 정의파생상품의 거래당사자인 기업이나 금융회사 일방이 파산한 경우 상계처리를 가능하게 하는 규정을 두고 있음

- 파산법은 일반회사의 파산절차 규정
    - 헤지펀드는 일반파산법의 적용대상
  - 증권사의 파산절차는 증권투자자보호법(Securities Investor Protection Act of 1971)의 적용을 받음
    - 대부분의 일반 파산법 조항이 적용됨
  - 은행의 파산절차는 연방예금보험법(FDIA)의 적용을 받는데 1991년에 개정된 연방예금보험개정법에서 상계계약을 규정함
- 미국 chapter11의 automatic stay조항은 채권자들이 채권회수를 위한 권한행사를 금지하고 있으나 특정한 기준을 충족하는 거래상대방과 체결한 특정한 재무계약에 대해서는 예외를 인정하고 있음
- 장외파생상품과 관련된 상계(netting)권한이나 계약종결(termination) 권한의 행사도 automatic stay의 대상이 됨
  - 상계를 할 수 있는 계약상의 권한이 완전히 배제되는 것은 아니지만 권한의 신속한 행사가 어려워짐
- 미국 파산법에서는 장외파생상품거래의 안정성을 보호하기 위해 automatic stay하에서도 상계권한을 행사할 수 있는 재무계약을 예외적으로 열거하여 인정하고 있음
- 미국 파산법상 Repo, swap, forward, securities contract, commodity contract의 경우에는 automatic stay규정적용이 면제되어 파산절차하에서도 상계권한을 행사할 수 있음
  - 그러나 이 같은 권한은, 재무계약을 엄격하게 정의하는 방법을 통해

또한 채무계약의 거래상대방을 제한하는 방법을 통해 그 남용을 방지하고 채권자의 동등대우라는 파산법의 입법취지와 균형을 도모

○ 채무계약을 엄격하게 정의하는 방법(적격장외파생상품)

- 증권계약이란 증권의 매입·매각·대여계약(증권매입·매각·대여에 대한 옵션계약 포함), 증권바스켓이나 지수에 대한 매입·매각·대여계약, 전국적 선물거래소에서의 외환옵션, 증권청산회사에 의한 체결보증계약을 의미함
- Repo중에서는 만기 1년 미만 Repo를 대상으로 margin payment와 settlement payment에 대해 상계청구가 인정됨
- 스왑의 경우는 자본시장의 발전에 따라 automatic stay의 면제대상 스왑의 개념이 변해왔음

○ 채무계약의 거래상대방을 제한하는 방법(적격거래당사자)

- 장외파생상품 계약당사자가 특정한 채무계약에 대해 automatic stay의 적용을 받지 않고 상계와 계약종결과 같은 혜택을 향유하기 위해서는 일정한 기준을 만족해야 함(counterparty limitation)
  - commodity broker, forward contract merchant, stock broker, financial institutions, securities clearing agency의 상계청구(setoff)
- 채무계약의 종류에 따라 상계와 계약종결이 가능한 적격거래당사자가 상이함
  - 파산법상 상계권한과 계약종결권한이 인정되는 Repo의 거래당사자는, 일반적인 Repo나 스왑거래에 비해 그 거래당사자의 범위가 축소됨

- Repo의 경우 주식브로커(증권사)와 증권청산회사에 대해서만 계약종결권한이 인정됨(sec559 : Repo계약을 종결할 수 있는 권한)
- Automatic stay하에서도 상계권한을 행사할 수 있는 채무계약 당사자가 향유할 수 있는 혜택
- Automatic stay조항에도 불구하고 계약종결가능
  - Automatic stay조항에도 불구하고 상계가능
  - 파산기업 채권자에 대한 사기의도가 없는 이상, 파산절차 이전에 기업이 계약당사자에게 지불한 금액이나 지불받은 금액이 무효화되지 않음
  - 기업의 지불에 사기의도가 있었다 하더라도 지불받은 거래상대방이 선의로 취득했다면 반환의무가 없음
- 국제적인 장외파생상품거래와 관련하여 개선되어야 할 파산법 규정
- 역외펀드와 같이 외국에서 설립되었지만 국내거래가 중요한 비중을 차지하는 경우에는 국내 파산법의 적용을 받도록 하는 것이 법률적 불확실성을 축소시킬 수 있음
  - 외국의 거래상대방이 파산한 경우 국내 거래상대방이 신속하게 담보를 처리할 수 있도록 허용
  - 국제적 정합성 있고 선진화된 자본시장제도를 갖추기 위해서는, 특히 장외파생상품시장의 경우, 파산법상 상계규정과 계약종결규정의 명문화가 필요

### ○ LTCM 사례

- LTCM은 헤지펀드로서 증권회사나 은행이 아니기 때문에 일반파산법의 적용을 받음
- 국제거래의 경우 국가에 따라 파산시 상계조항의 적용을 확신할 수 없는 경우가 존재하며, 이 경우 국제간 장외파생상품거래의 장애요인으로 작용함
  - ISDA의 표준계약서에서는 상계조항 포함
- 미국 파산법에서는 자동정지조항(automatic stay)에 대한 예외규정을 미국내 법인과 내국인 투자자로 국한하여 적용하였으나 LTCM사건 이후 그 적용대상을 확대함
  - 해외설립된 역외펀드라도 주사업근거지가 미국이라면 자동정지조항의 예외규정 적용

### 3) 우리나라 도산법의 개정방안

- 장외파생상품 계약당사자 일방에 의한 채무불이행 발생시 장외파생상품거래의 안정성을 제고하기 위해 장외파생상품계약서상의 일괄상계에 대한 법률적 유효성을 명확히 규정할 필요가 있음
  - 일괄상계란 계약당사자 일방의 채무불이행 발생시 모든 채권을 일괄적으로 청산하여 하나의 채권으로 만듦으로써 신용위험을 전체금액이 아닌 순금액으로 한정시키는 것을 의미함
  - 우리나라의 현행 도산법상 일괄상계조항의 유효성을 판단할 근거규정이 없으므로 일괄상계의 효력을 인정해 주는 규정의 신설이 필요하다고 판단됨

○ 계약종결조항의 명시적 도입

- 특히 실제 이용되는 장외파생상품계약서에는 거래당사자 일방이 채무불이행하거나 도산절차를 신청했을 때 자동적으로 계약이 해지되는 조항을 두고 있는 바, 회사정리법과 파산법에서 이 같은 조항의 효력을 인정하는 명시적 규정을 도입할 필요가 있음

○ 우리나라의 경우 장외파생상품계약은 회사정리법이나 파산법상 미이행쌍무계약의 일종으로 볼 수 있기 때문에 관리인이나 파산관재인이 임의결정 대상이 될 수 있는 바, 특정한 장외파생상품계약에 대해서는 관리인이나 파산관재인이 임의 결정권을 배제할 필요

- 회사정리법 제103조와 파산법 제50조에 의하면 회사정리법상 관리인 또는 파산법상 파산관재인은 미이행쌍무계약의 해제 또는 이행 여부를 임의로 선택할 수 있는 권한을 부여받고 있음
- 예를 들어 스왑기간 중에 채무불이행이 발생하면 스왑당사자간에 미이행의무가 존재하기 때문에 미이행쌍무계약의 성격 보유
- 관리인이나 파산관재인에 의한 임의선택권 행사는 거래당사자에 의한 채무불이행발생시 장외파생상품거래의 예측불가능성을 증대시켜 결국 장외파생상품거래를 위축시키는 결과를 가져옴
- 따라서 회사정리법상 특정한 장외파생상품계약에 대해서는 관리인이나 파산관재인이 임의 결정권을 배제할 필요가 있음