



# 파생결합증권과 투자자보호: 행태경제학적 관점

---

선임연구위원 김준석

2019.12.

# 목 차

---

**1** 파생결합증권의 성장배경과 문제점

**2** 파생결합증권과 행태적 편의

**3** 파생결합증권 투자자보호

# 파생결합증권 개요

- 파생결합증권의 개념

- 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정해진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등이 결정되는 권리가 표시된 증권(자본시장법 제4조 제7항)
  - 2013년 자본시장법 개정으로 원금보장형 파생결합증권은 파생결합사채로 간주(자본시장법 제4조 제7항 제1호)
- 전통적 자산과 파생상품을 이용하여 새로운 위험-수익 특성을 제공

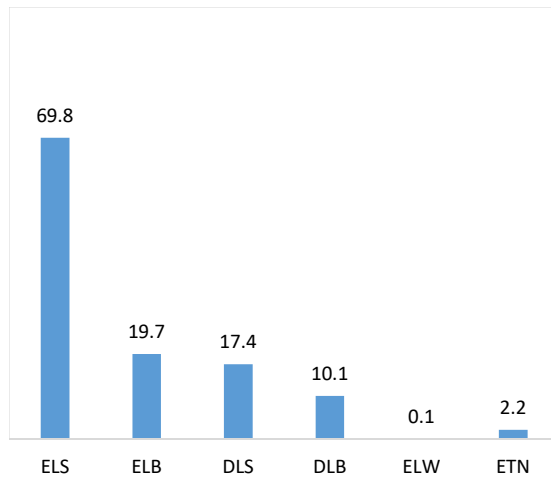
- 파생결합증권의 유형

- ELS(Equity Linked Securities): 기초자산이 개별주식 또는 주가지수인 원금비보장형 상품
- ELB(Equity Linked Bond) : 기초자산이 개별주식 또는 주가지수인 원금보장형
- DLS(Derivative Linked Securities): 기초자산이 개별주식 및 주가지수 이외의 자산인 원금비보장형 상품
- DLB(Derivative Linked Bond) : 기초자산이 개별주식 및 주가지수 이외의 자산인 원금보장형
- ELW(Equity Linked Warrant): 기초자산이 개별주식 및 주가지수이고 옵션 수익구조를 갖는 상장상품
- ETN(Exchange Traded Note): 기초지수변동에 수익률이 연동되도록 설계된 원금비보장형 상장상품
- \* ELF/DLF는 ELS/DLS를 편입한 펀드상품을, ELT/DLT는 ELS/DLS를 편입한 신탁상품을 의미

# 파생결합증권 현황

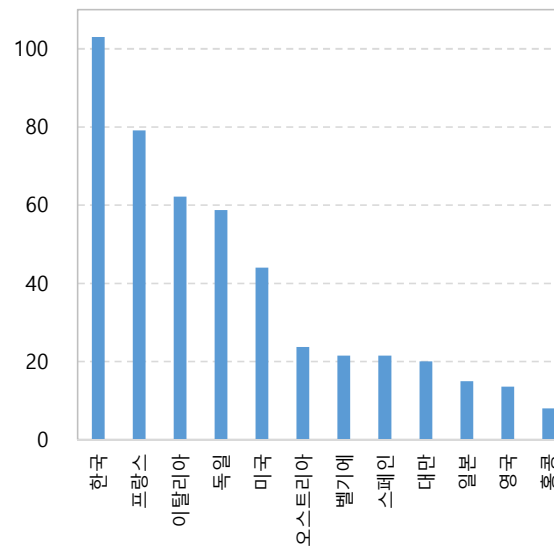
- 한국은 파생결합증권 신규발행금액이 가장 큰 시장
  - 2018년 발행잔액은 920억달러로, 미국, 독일에 이어 세 번째 규모이며, 주식형펀드 순자산총액보다 40% 큰 수준

한국시장 유형별 신규발행액(조원)  
(2018.11.~2019.10)



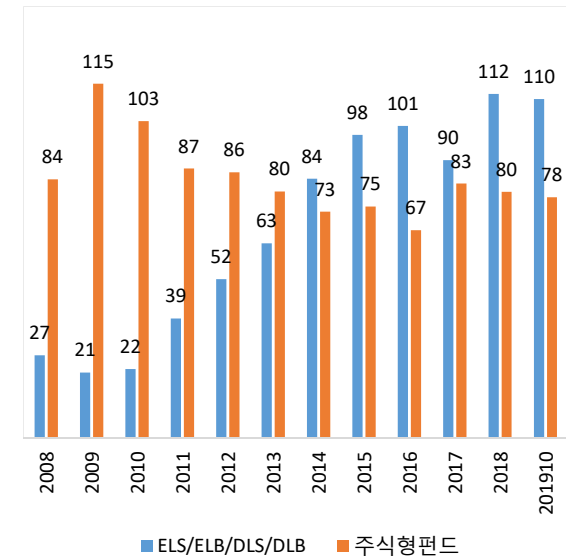
자료: 한국거래소, 한국예탁결제원, 금융감독원

국가별 신규발행액(십억달러)



자료: StructuredRetailProducts.com, ESMA  
주: 한국, 대만, 홍콩, 일본은 2018년 기준,  
나머지 국가는 2017년 기준

파생결합증권 발행잔액 및  
주식형펀드 순자산총액

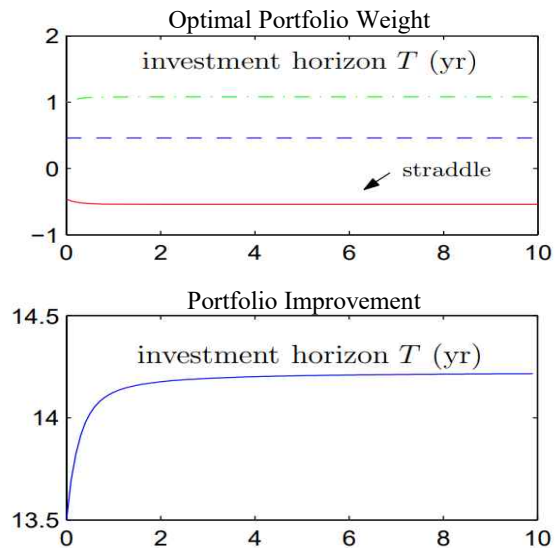


자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회

# 파생결합증권의 성장배경(1)

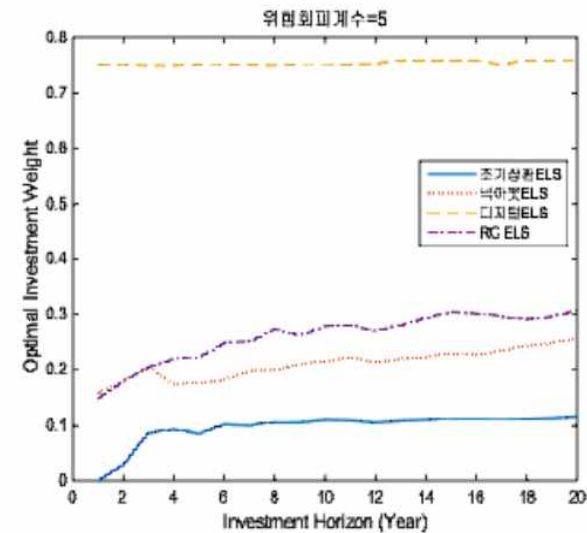
- 금융시장 불완전성(market incompleteness)
  - 투자자 접근성이 낮은 파생상품, 외국 자산, 실물상품 등을 이용한 포트폴리오 구축
  - 투자자가 원하는 위험-수익 특성을 달성하기 위해 파생결합증권을 활용

파생상품의 효용성



자료: Liu and Pan(2003)  
주: Stochastic volatility and jump risk 존재 가정

최적 ELS투자비중



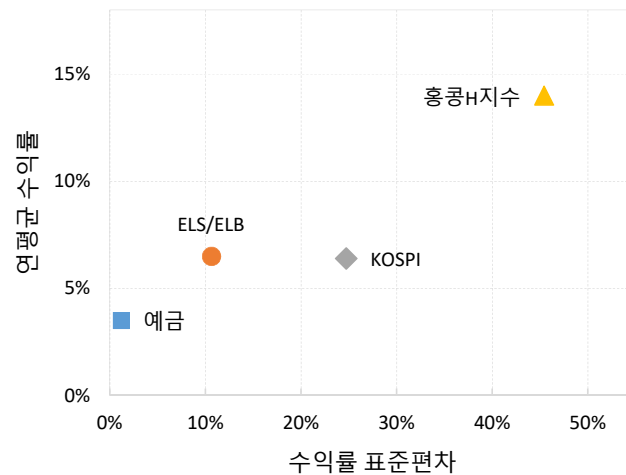
자료: 강병진(2019)

## 파생결합증권의 성장배경(2)

### • 중위험-중수익 특성

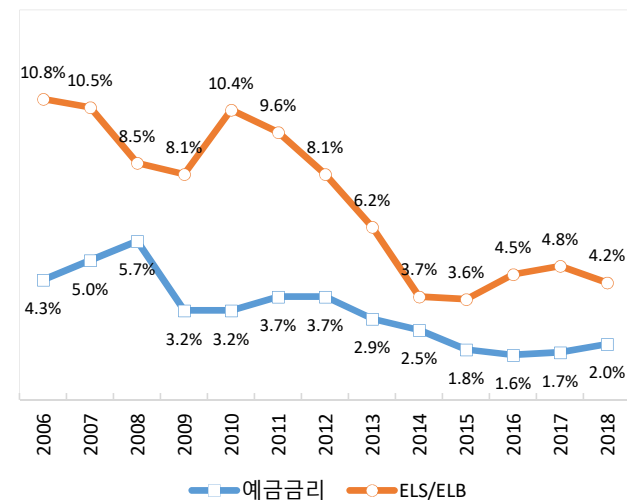
- 저금리, 저성장 상황에서 수익률 제고(yield enhancement) 수요
- 주식의 고위험 특성과 예금 및 채권의 저금리 특성을 극복하려는 수요

수익률-위험 특성 비교



자료: 자본시장연구원(이효섭, 2015)  
주: 2003년-2015년 상환된 ELS 대상

ELS/ELB 투자수익률

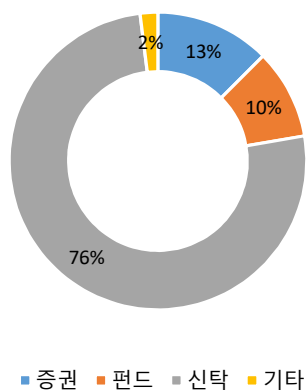


자료: 자본시장연구원(이효섭, 2019)

## 파생결합증권의 성장배경(3)

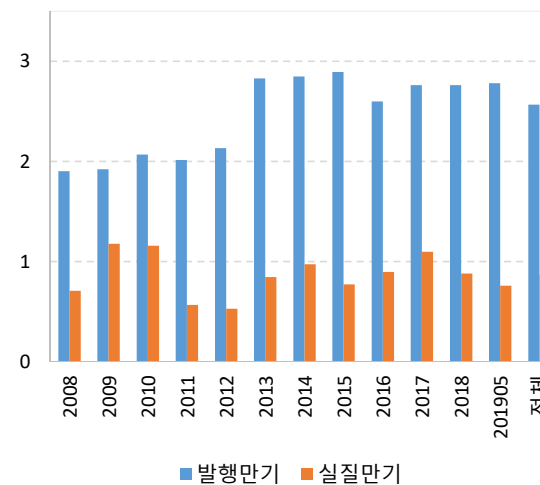
- 높은 접근성과 짧은 실질만기
  - 전체 ELS, DLS의 약 76%는 은행을 통해 신탁상품(ELT, DLT)으로 판매
  - 대부분의 파생결합증권은 자동조기상환 조건이 포함되어 실질만기가 1년 이내

파생결합증권 판매형태



자료: 금융감독원, 2018년 6월말 발행잔액 기준

ELS/DLS 만기 (단위: 년)

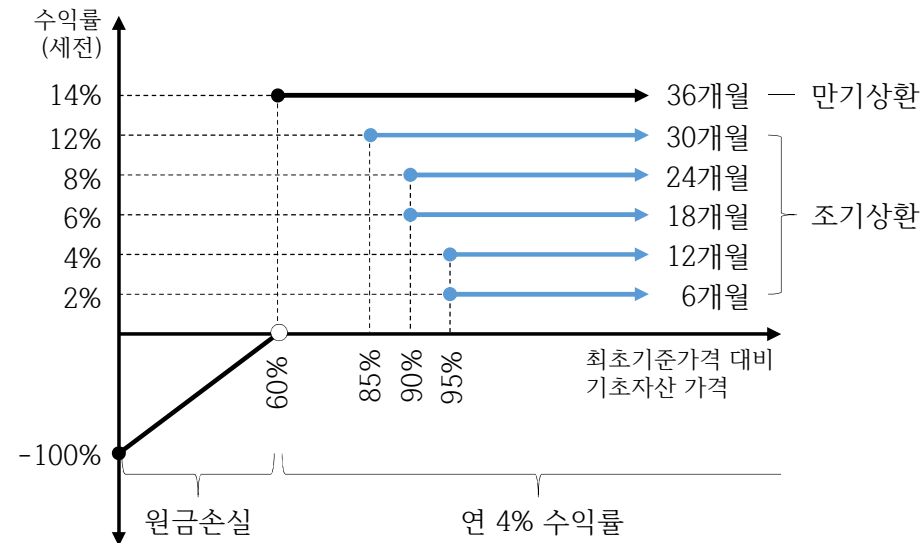


주: 금액가중평균

## 파생결합증권의 문제점(1)

- 상품의 복잡성

- 파생상품이 결합된 상품으로 일반투자자가 수익구조와 속성을 이해하기 어려운 상품
- 어떤 위험에 노출되어 있는지, 투자위험에 상응하는 수익을 제공하고 있는지 판단하기 어려움

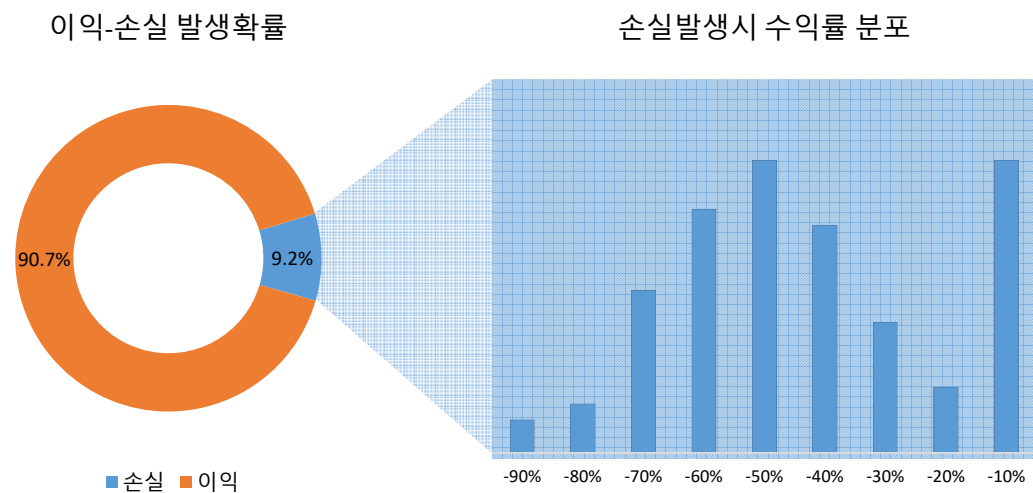




## 파생결합증권의 문제점(2)

- 꼬리위험(tail risk)

- 가장 일반적인 barrier reverse convertible 상품의 경우, 손실확률은 낮으나 손실이 발생하는 경우 손실 규모가 큰, 꼬리 위험이 있는 상품



자료: 자본시장연구원(이효섭, 2016)

## 파생결합증권의 문제점(3)

### • 과대평가(overpricing)

- 이론가격에 비해 높은 가격에 발행되는 현상이 국내외에서 일관되게 관찰
- 발행가격과 이론가격의 차이, 즉 헤지비용과 발행사/판매사이익이 적절한 수준인가에 대한 의문

주요국 소매구조화상품 발행프리미엄 측정 결과

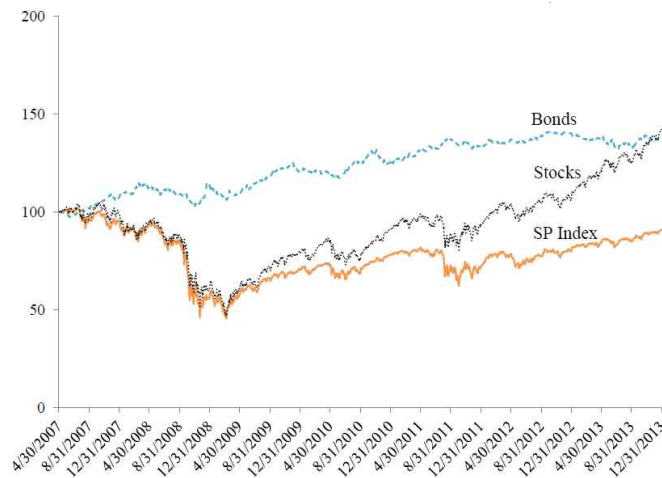
시장	저자	분석기간	발행프리미엄
미국	Henderson and Pearson(2011)	1992-2005	8.0%
	Hernandez et al.(2007)	1998-2007	4.7%
	Bernard et al.(2009)	2008	6.5%
	Deng et al.(2013)	2010-2011	6.3%
	Albuquerque et al.(2014)	2009-2013	2.8%
	Vokata(2019)	2006-2015	4.2%
	Shin(2019)	2001-2016	2.5%
스위스	Burth et al.(2001)	1999	1.4%-3.2%
	Grunbichler and Wohlwend(2015)	1999-2000	4.3%
	Wallmeier and Diethelm(2009,2012)	2007	3.0%-6.0%
독일	Wilkens et al.(2003)	2001	3.1%-4.2%
	Stoimenov and Wilkens(2005)	2001-2002	3.9%
	Baule et al.(2008)	2004	0.7%-2.4%
	Baule and Tallau(2011)	2006-2008	3.6%
	Jorgensen et al.(2011)	1998-2009	6.0%
네덜란드	Szymanowska et al.(2009)	1999-2002	6.0%
포르투갈	Silva(2013)	2009-2011	4.9%
유럽연합	ESMA(2013)	2008-2011	4.6%
한국	지현준 외(2014)	2002-2006	5.6%
	최영민 외(2013)	2006-2010	0.8%-11.7%

자료: 엄영호 외(2016), 각 논문

## 파생결합증권의 문제점(4)

- 저조한 투자성과
  - 미국시장에서, 파생결합증권은 위험 대비 수익률이 저조
  - 다만, 한국시장에서는 상대적으로 우수한 투자성과를 보이는 것으로 평가

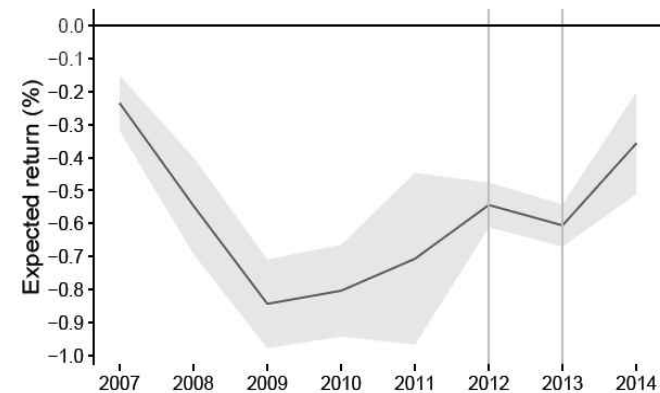
구조화상품 지수



자료: Deng et al.(2014)

주: 'Stocks'는 S&P 500 Total Return Index, 'Bonds'는 Barclays Aggregate Bond Total Return Index

구조화상품 기대수익률(위험조정)



자료: Vokata(2019)

## 파생결합증권의 문제점(5)

---

- 시스템 리스크

- 증권사 손실위험: 헤지운용자산의 위험관리에 실패할 경우, 대규모 손실위험에 노출
- 증권사 유동성위험: 파생결합증권 발행액이 과도할 경우, 조기상환 증가로 인한 유동성위험에 노출
- 증권사 위험의 전이 가능성: 증권사의 위험이 다른 금융기관과 금융시장으로 파급될 위험
- 사례) 2015년 홍콩H지수 연계 ELS의 비중이 80%에 달한 상황에서 홍콩H지수의 급락 발생

- 헤지거래 관련 시세조종

- 배리어(barrier)옵션이 내재된 상품의 경우, 배리어가격에 근접할수록 또는 만기에 근접할수록 헤지거래 증가
- 헤지거래에 의한 가격변화로 상환여부가 달라질 경우 시세조종행위로 간주될 가능성 존재
- 사례) 2009년 ELS 만기평가일 장마감 직전에 도이치뱅크의 기초자산 매도로 25.1% 손실확정

# 목 차

---

**1** 파생결합증권의 성장배경과 문제점

**2** 파생결합증권과 행태적 편의

**3** 파생결합증권 투자자보호

## 소매금융상품 투자자의 행태적 편의(1)

---

- 현실의 인간은 주어진 모든 정보에 기초하여 최적화된 의사결정을 내리는 존재가 아니라, 심리적, 감정적, 인지적, 사회적 요소에 영향을 받아 의사결정을 내리는 존재
  - 행태경제학은 전통적 경제학으로 설명되지 않는 경제주체의 비이성적, 비합리적 의사결정을 분석하는 분야
- 전통적 경제학에서 상정하는 표준에서 벗어나는 행태적 특성은 크게 선호(preference), 신념(belief), 의사결정(decision making) 등 세 가지 기준으로 분류(FCA)

### (1) 선호체계에 대한 정서와 심리의 영향

- Present bias: 무분별한 신용카드 사용
- Reference dependence: 알고 보면 비싼 여행자보험 가입
- Loss aversion: 이익의 기쁨보다 손실의 고통이 더 큼
- Regret and other emotions: 마음의 평화를 위한 보험 가입

## 소매금융상품 투자자의 행태적 편의(2)

---

### (2) 어림짐작에 따른 잘못된 신념

- Overconfidence: 내가 산 주식은 오를 가능성이 높다는 믿음
- Over-extrapolation: 최근에 오른 주식이 계속 오를 것이라는 믿음
- Projection bias: 50년짜리 적립식 펀드에 납입이 가능할 것이라는 믿음

### (3) 선별된 정보에 따른 의사결정

- Framing, salience, and limited attention: 광고가 화려한 상품이 좋을 것이라는 판단
- Mental accounting and narrow framing: 고금리 빚을 갚지 않고 저금리 상품에 가입
- Decision-making rules of thumbs: 모든 펀드에 자금을 1/n씩 투자
- Persuasion and social influence: 외모가 우수한 판매자가 권유하는 상품 가입

## 파생결합증권 투자자의 행태적 편의(1)

- 이론적으로, 파생결합증권의 효용성은 투자자의 행태적 편의를 가정할 때 크게 나타남
  - 전통적인 효용함수를 가정하는 경우 파생결합증권 투자를 통한 효용증가는 크지 않음
    - 수수료 비용에 미치지 못하는 수준(Hens and Rieger, 2014)
  - 반면, 전망이론(prospect theory) 기반의 효용함수(Shefrin and Statman, 1993; Breuer and Perst, 2007; Hens and Rieger, 2008/2014), 안전우선이론(safety-first) 기반의 효용함수(Das and Statman, 2013; 강병진, 2016), 부정확한 신념(incorrect belief)(Hens and Rieger, 2008/2014) 등을 가정하는 경우 파생결합증권에 의한 효용증가가 큰 것으로 나타남
  - (안전우선이론) 심리회계(mental accounting)에 입각한 포트폴리오 이론으로, 여러 심리계정에서 손실이 허용되는 확률(shortfall risk)을 지정하는 특징
    - 예를 들어, 노후자금은 99%의 확률로 은행금리를 확보하고, 여유자금은 10%의 확률로 -10%까지 감수
- 투자위험의 과소평가
  - 파생결합증권 발행사 신용위험 간과(Entrop et al., 2016)
  - Barrier reverse convertible과 같은 상품에서, 상대적으로 안전한 자산이 기초자산에 추가될 때, 실제 투자위험은 높아짐에도 불구하고 투자위험이 낮아진다고 인식(dieter's paradox 또는 conjunction fallacy)(Kunz et al., 2017; Rieger, 2012)

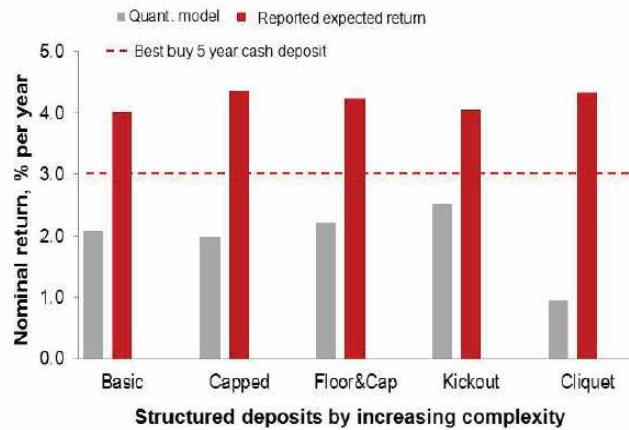


## 파생결합증권 투자자의 행태적 편의(2)

- 기대수익률의 과대평가

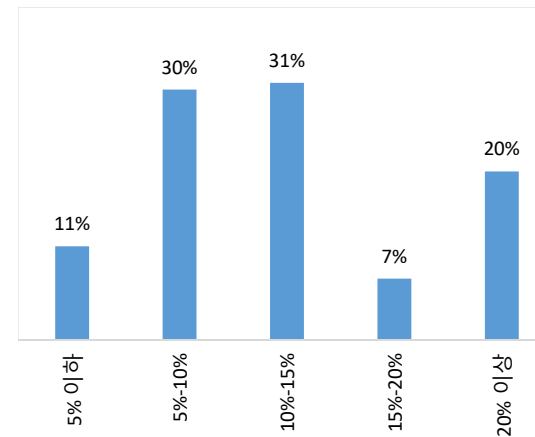
- 파생결합증권의 기대수익률을 이론수익률보다 높게 평가(Hunt et al., 2015)
- 손실가능성을 감안하지 않고 쿠폰수익률에 대해 과도한 의존(salience)(Wallmeier and Diethelm, 2009)

투자자 기대수익률과 이론적 기대수익률



자료: FCA(2015)

ELS 기대수익률



자료: 박주현(2015)

## 파생결합증권 투자자의 행태적 편의(3)

---

- 과잉확신(overconfidence)
  - 과잉확신을 갖는 투자자일수록 변동성을 과소평가하여 과대평가된 가격을 감수(Henderson and Pearson, 2008)
  - 금융시장과 상품 이해도에 대한 주관적 평가와 객관적 평가의 차이가 큰 투자자일수록 파생결합증권에 투자(Abreu and Mendes, 2018)
- 도박성향(gambling attitude)
  - 금융시장과 상품에 대한 정보 없이 투자하는 투자자일수록 파생결합증권에 투자(Abreu and Mendes, 2018)
- 대표성(representativeness) 혹은 과외삽(over-extrapolation)
  - 파생결합증권 혹은 기초자산의 최근 성과가 좋을수록 파생결합증권 투자수요가 증가(Bergstresser, 2008; Szymanowska et al., 2009; Shin, 2019)
  - 복잡한 상품일수록 과외삽 현상이 강하게 나타남(Shin, 2019)
- 친숙성(familiarity)
  - 친숙한 발행사 또는 상품을 선택(Entrop et al., 2016)
- 군중심리(herd behavior), 타조효과(ostrich effect), 처분효과(disposition effect)
  - 해외자산, 실물상품 관련상품에 투자하는 유행에 편승, 유동성이 작은 만기형 상품에 투자, reverse convertible 형태의 상품에 대한 선호(Ofir and Wiener, 2012)

## 파생결합증권 설계와 행태적 편익(1)

---

- 금융회사는 금융상품의 복잡성(complexity)으로부터 이익을 창출
  - 이해도가 낮거나 행태적 편익을 보이는 투자자에게 과대평가된 가격을 제시하고, 금융상품의 복잡성을 높임으로써 경쟁압력을 회피
  - 즉, 금융상품의 복잡성은 수익극대화를 위한 금융회사의 전략적 선택(Carlin, 2009; Henderson and Pearson, 2009; Célérier and Vallée, 2016)
- 투자자의 행태적 편익을 고려한 상품의 설계/발행
  - 높은 쿠폰수익률: 쿠폰수익률 의존성(salience)
  - 변동성이 높은 시기에 발행: 쿠폰수익률 의존성(salience)
  - 높은 쿠폰수익률의 유지: 준거점 의존(reference dependence)
  - 조기상환형 상품: 과외삽(over-extrapolation) 현상
  - 복수 기초자산 도입: 투자위험의 과소평가 경향(conjunction fallacy)
  - 기초자산 성과가 좋은 시기에 발행: 대표성(representativeness) 편익

## 파생결합증권 설계와 행태적 편의(2)

- 상품의 복잡성이 증가할수록 과대평가, 꼬리위험 증가
  - 수익구조가 복잡할수록, 변동성이 높을수록, 쿠폰수익률이 높을수록, 원금비보장형일수록 파생결합증권이 과대평가(Wallmeier and Diethelm, 2009; Szymanowska et al., 2009; Célérier and Vallée, 2016)
  - 조기상환형 상품의 기초자산은 수익률이 음(-)의 왜도(skewness)를 갖는 특성(Albuquerque et al., 2015)
- 반면, 경쟁강도, 비교가능성, 투명성이 높아질수록 과대평가 감소
  - 발행자 수가 증가할수록, 기초자산의 활용도가 증가할수록 파생결합증권의 과대평가가 감소(Shin, 2019; Wallmeier and Diethelm, 2009)
    - 미국 구조화상품의 과대평가는 2004년 1.9%에서 2016년 0.5%로 감소 (Shin, 2019)
  - 비용에 대한 투명성이 강화될수록 투자비용 하락
    - 독일 구조화상품의 투자비용은 액티브펀드보다 낮은 수준(Muller et al., 2017)

# 파생결합증권 판매와 행태적 편의(1)

---

- 파생결합증권 투자자와 판매자의 이해상충
  - 수수료 수익극대화 vs. 투자자 효용 극대화
- 파생결합증권 투자의사결정에 대한 판매자의 영향
  - 유사한 특성이 상품이 공존하는 경우 수수료가 높은 상품에 투자하는 경향(Egan, 2018)
  - 금융상품에 대한 정보를 금융기관직원으로부터 취득하는 투자자일수록 파생결합증권에 투자(Abreu and Mendes, 2018)
- 투자자의 행태적 편의를 고려한 상품의 판매
  - 금융이해도가 낮거나 소득수준이 낮은 투자자 기반을 가진 금융기관에서 더 복잡한 파생결합증권을 판매(Celerier and Vallee, 2016)
  - 쿠폰수익률의 강조, 손실가능성 축소
- 한편, 투자의사결정은 상품정보의 제공방식에 영향
  - 수익구조와 함께 확률정보가 도식적으로 제공될 때 위험-수익관계에 대한 인식과 투자의사결정이 개선(Anic and Wallmeier, 2019)

## 파생결합증권 판매와 행태적 편의(2)

### • 구폰수익률의 강조

조건충족 시 연 수익률(세전)	기초자산	상환조건
<b>7.00%</b>	EuroStoxx50 S&P500 CSI300	95-90-90-85-80-75
청약기간	최대가능손실률	만기/상환주기
🕒 오늘이 청약 마지막 날입니다. 마감일 : 2019년 11월 08일	<b>-100%</b>	3년 / 6개월

기초자산	상품유형	스텝다운 형	만기	3.0년
EURO STOXX 50 HSCEI NIKKEI225	(90-90-85-85-80-75, 50 X)			(매 6개월마다 초기상환기회)
	통화	KRW	청약기간(사건)	2019.11.06 ~ 2019.11.12 (종료일 오후 14시까지)
최대가능수익률(연)	발행일	2019.11.12	만기일	2022.11.11
<b>5.6%</b> (세전)				

예상수익률(세전)	기초자산	상품유형
<b>연 5%</b>	HSCEI S&P500 EUROSTOXX50	리자드스텝다운형95-90-90-85-85-80/50(종가), 리자드 배리어80%
청약기간	최대손실률	원금
청약완료	<b>-100%</b>	비보장
2019.11.08 ~ 2019.11.12 (13시 30분)		

### • 투자수익률의 왜곡

- 최대 가능수익률을 기대수익률, 예상수익률로 표기
  - 시뮬레이션에 근거한 기대수익률은 이보다 낮음

유형	상품명	기초자산	기대수익률(%)	상환주기(만기일)
위험등급				
원금비보장형		HSCEI, Eurostoxx50, 삼성전자	7.40%	6개월 (2022/11/11)
초고위험				

상환구분	투자수익률(%)	관측횟수	비율
1차 자동조기상환	3.7000%	2,480	61.11%
2차 자동조기상환	7.4000%	541	13.33%
3차 자동조기상환	11.1000%	184	4.53%
4차 자동조기상환	14.8000%	211	5.20%
5차 자동조기상환	18.5000%	147	3.62%
만기평가	22.2000%	110	2.71%
손실	-10.0% ~ 0.0%	0	0.00%
손실	-20.0% ~ -10.0%	0	0.00%
손실	-30.0% ~ -20.0%	0	0.00%
손실	-40.0% ~ -30.0%	197	4.85%
손실	-50.0% ~ -40.0%	62	1.53%
손실	-50.0%미만	126	3.10%
합 계	-	4,058	100.00%

# 목 차

---

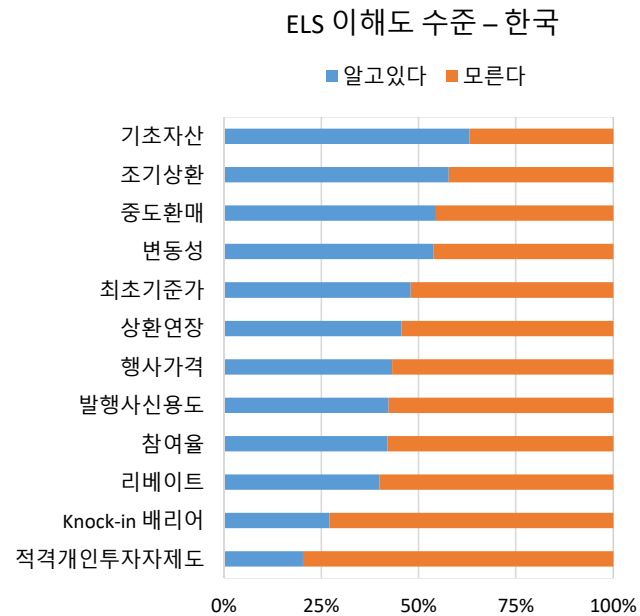
**1** 파생결합증권의 성장배경과 문제점

**2** 파생결합증권과 행태적 편의

**3** 파생결합증권 투자자보호

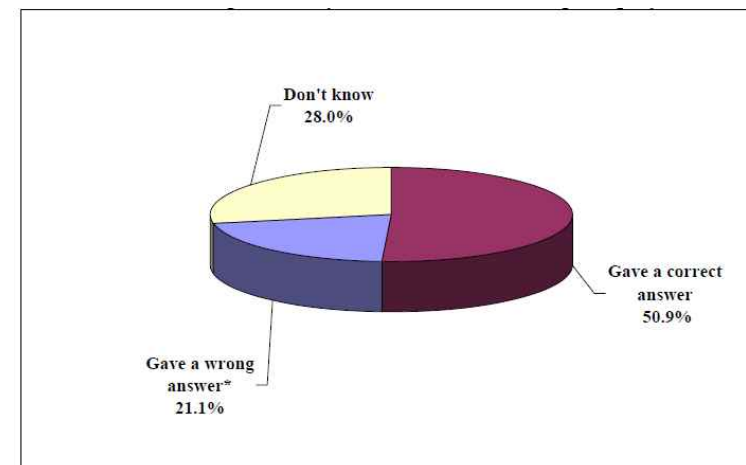
# 파생결합증권 투자자보호 필요성(1)

- 파생결합증권에 대한 낮은 이해도
  - 파생결합증권 투자자들은 수익구조 혹은 관련 용어에 대한 이해도가 낮음



자료: 박주현(2015)

주가연계 구조화상품 수익구조에 대한 이해 - 홍콩



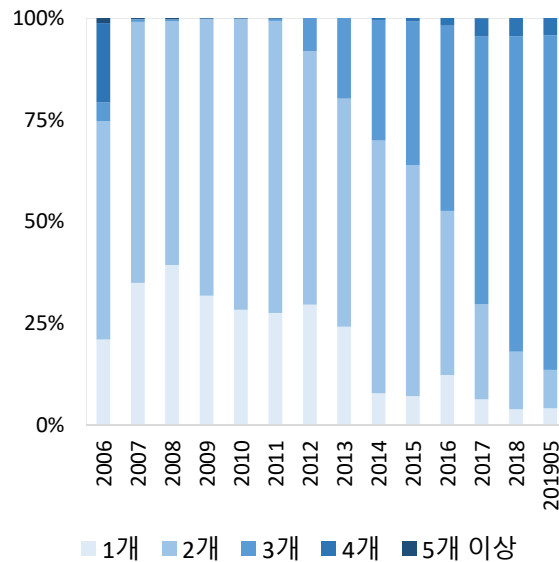
자료: SFC(홍콩)(2006)



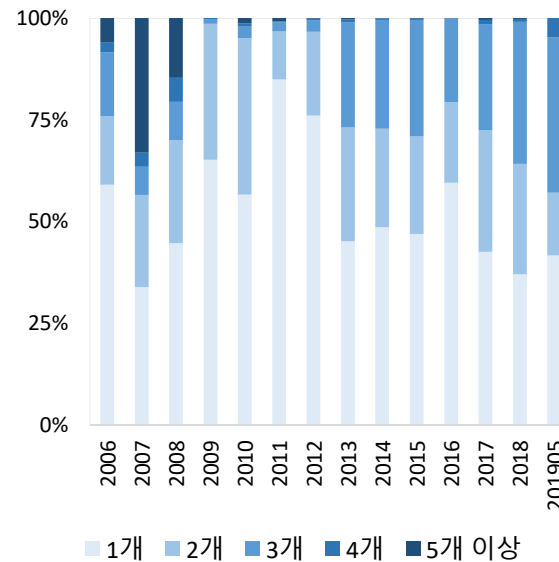
## 파생결합증권 투자자보호 필요성(2)

- 파생결합증권의 복잡성, 위험성 증가
  - 파생결합증권 기초자산의 수와 상환조건 수가 증가하는 추세

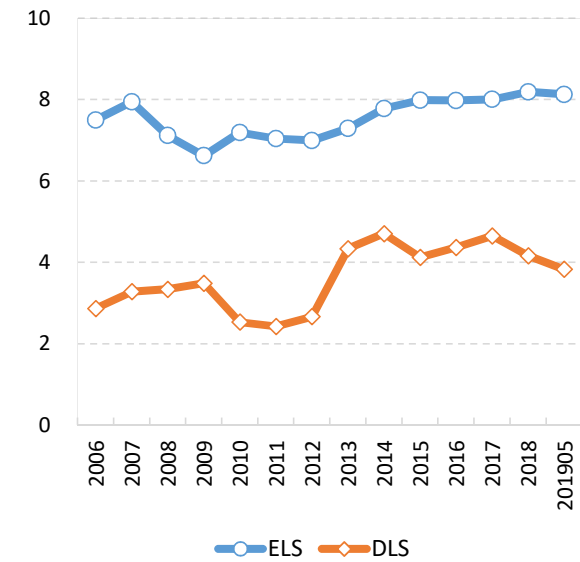
ELS 기초자산수



DLS 기초자산수



상환조건수 분포 (ELS)

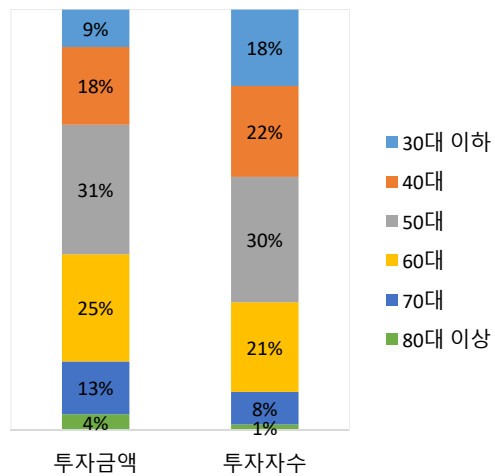


자료: 자본시장연구원

## 파생결합증권 투자자보호 필요성(3)

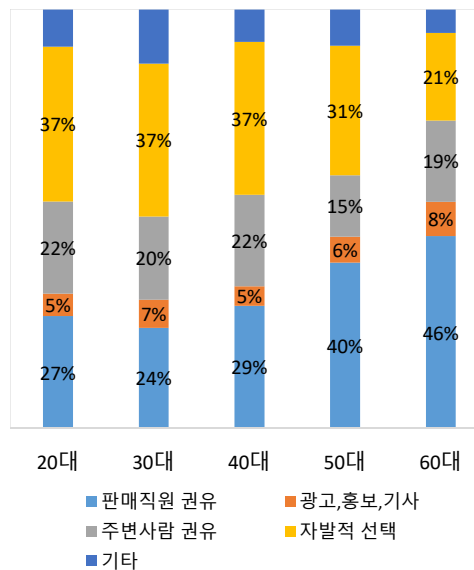
- 투자 의사결정의 외부 의존성이 높은 고령투자자 비중 증가
  - 아울러, 비대면 판매채널을 통한 금융상품투자 비중도 증가하는 추세

파생결합증권 투자자 구성



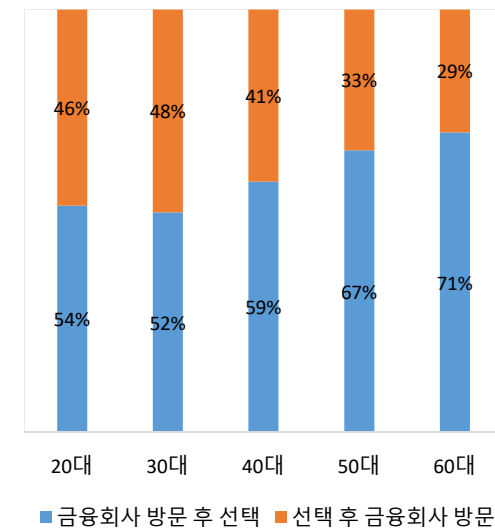
자료: 금융감독원(2018)

펀드투자 계기



자료: 한국금융투자자보호재단(2018)

펀드투자 의사결정 순서



자료: 한국금융투자자보호재단(2018)

# 파생결합증권 투자자보호 정책(1)

- 투자자 적합성- 미국
  - FINRA Rule 2111
    - A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, **the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information** the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.
  - FINRA Regulatory Notice 12-3
    - **"In recommending complex products, firms are encouraged to adopt the approach mandated for options trading accounts,** which requires that a registered representative have a reasonable basis for believing that the customer has such knowledge and experience in financial matters that he may reasonably be expected to be capable of evaluating the risks, and is financially able to bear the risks"
    - "Firms also **should consider prohibiting their sales force from recommending the purchase of some complex products to retail investors whose accounts have not been approved for options trading,** particularly the recommendation of complex products with embedded options or derivatives."
  - Complex products 유형
    - 모기지, 로열티 등을 담보로 하는 채권, 비상장 REITs, 구조화증권(파생결합증권), 변동성을 기초자산으로 하는 상장상품, 레버리지/인버스 ETF 등을 포함

## 파생결합증권 투자자보호 정책(2)

- 상품 투명성 - 유럽

- 유럽 PRIIPs(packaged retail and insurance-based investment products)

- PRIIPs는 상환액이 참조가치나 고객이 직접 매입하지 않은 하나 혹은 둘 이상의 자산의 성과에 연동되어 변동하는 투자상품, 또는 시장상황에 직간접적으로 연동되어 만기상환액이 결정되는 보험기반 투자상품

- 파생결합증권(구조화상품), 장내파생상품, 장외파생상품, 외환거래(선도, 선물, 옵션) 등이 포함

- PRIIPs 제조회사는 상품개요, 투자위험, 기대성과, 비용, 만기, 조기상환, 지급대책 등을 담은 A4 기준 최대 3페이지의 KID(Key Information Document)를 준비/게시하고 자문인/판매자는 투자자에게 제공해야 할 의무

- KID의 주요 내용

- General portfolio Information: 발행자명, 상품명, 상품코드, 통화, 설정일

- Risk assessment: 가치평가주기, 역사적 변동성, 변동성 한도, 신용위험, 위험척도, 권장보유기간, 만기, 유동성위험

- Performance scenario: 예상수익률(보유기간별, 시나리오별), 수익률 변동성, 침도, 왜도

- Costs: 판매수수료, 운용수수료, 환매수수료, 거래비용, 성과보수

- Narratives: 목표투자자, 투자목적, 위험특성, 원금보장(조건), 최대손실, 성과보수

- KID의 주요 원칙

- 투자경험이 전혀 없거나 매우 낮은 수준의 투자자도 이해할 수 있어야 함

- 상품간 비교가 가능하도록 표준적인 형식 채택

- 실효성 확보를 위한 광범위한 투자자 테스트 수행

- 마케팅 수단은 의무공시와 명백히 구별되어야 함

## 파생결합증권 투자자보호 정책(3)

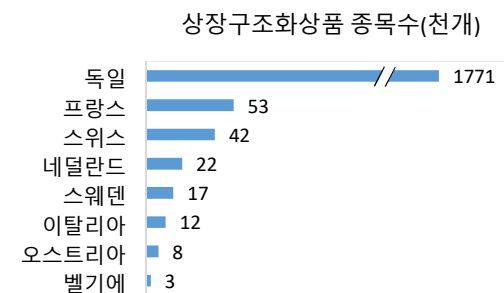
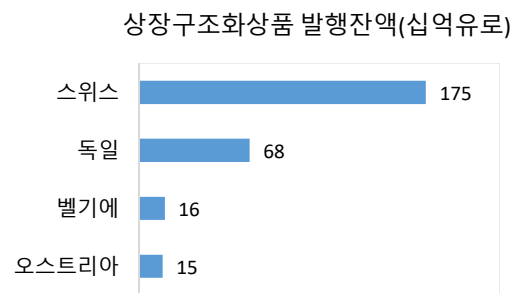
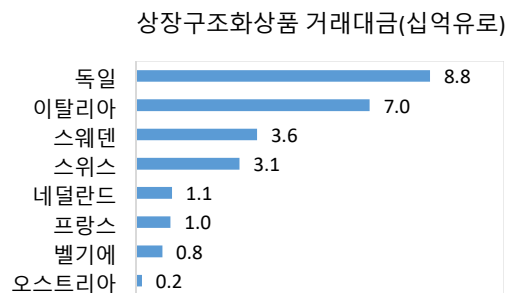
- 상품 개입(intervention) - 영국/유럽

- 영국 FCA는 투자자보호, 경쟁환경 조성, 시장신뢰성 확보의 측면에서 필요하다고 판단할 경우 금융상품의 제조, 판매에 사전적, 사후적으로 개입할 수 있음(2012년 법제화)
  - 상품의 복잡성이 증가하고 정보과부하 문제가 발생하는 상황에서, 설명의무 및 공시규제와 민사법적 접근으로는 투자자 보호가 불충분하다는 인식
  - 영국은 2006년부터 RDR(Retail Distribution Review)를 통해 소매투자상품과 관련한 판매회사 전문성/책임성 강화, 제조-판매의 독립성 명확화, 판매서비스 보수체계의 개선을 추진, 이후 소매구조화상품 판매 감소
- 주요 개입유형
  - 특정 상품특성의 포함, 제외, 변경
  - 판촉자료의 수정
  - 상품의 판매 또는 마케팅의 제한
  - 특정유형의 투자자 또는 모든 투자자에 대한 판매 또는 마케팅의 금지
- 상품개입에 관한 규정은 MiFID II/MiFIR(2018년)를 통해 모든 EU회원국에서 적용

## 파생결합증권 투자자보호 정책(4)

### • 파생결합증권 상장 - 독일/스위스

- 거래소 상장의 기대효과
  - 발행사의 시장조성(market making) 또는 호가제공을 통한 가격발견
  - 판매채널, 투자채널, 고객기반 확대
  - 비상장상품의 높은 환매수수료 절감
  - 상품의 유형, 수익구조, 용어의 표준화를 통한 비교가능성 및 투자자 이해도 제고
  - 가격정보와 거래정보를 활용한 상품의 평가 및 분석
- 유럽 주요 거래소는 파생결합증권을 Leveraged Products, Yield Enhancement Products, Participation Products, Capital Protected Products 등 네 가지 유형으로 구분하여 관리하며, 낮은 상장비용과 빠른 상장절차를 적용
  - 상장수수료는 종목당 1~1,000유로 수준이며, 독일의 경우 신청 당일 상장 가능



자료: EUSIPA(2019), 2019년 2분기 기준

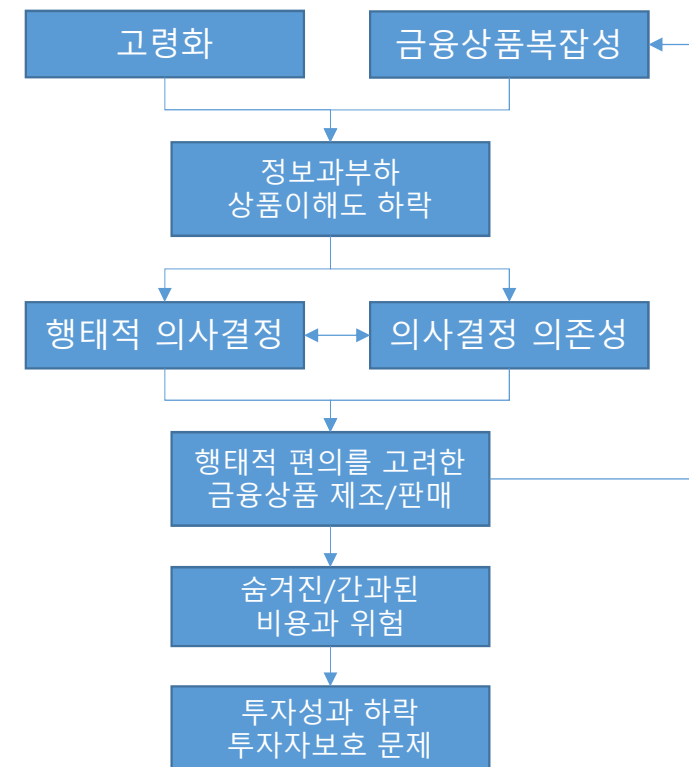
## 파생결합증권 투자자보호 정책(5)

- 파생결합증권 투자자보호정책

- 불완전판매 방지: 설명의무, 적합성/적정성
- 복잡상품의 투자자적합성: 투자자제한
- 정보공개방식 개선: 정보비대칭 완화
- 상장상품화: 표준화, 시장정보, 유동성
- 규제당국의 상품개입: 상품제한

- 한국의 경우,

- 형식적으로는 불완전판매, 투자자적합성, 정보공개, 상장상품화, 상품개입과 관련된 법규정이 모두 존재
- 최근, 고위험 금융상품 투자자보호 방안(2019.11.14) 발표



## 파생결합증권 투자자보호 정책(6)

---

- 한국시장에서, 파생결합증권에 대한 수요는 지속될 전망
  - 저금리, 저성장 기조에서 수익률 제고 수요
  - 지속적인 제도개선 노력, 시장경험 축적
- 파생결합증권 투자자보호의 초점은 판매단계의 규제
  - 고령화와 상품복잡성을 고려할 때 판매채널에 대한 의존성이 높고, 판매채널은 일부 금융회사 중심으로 과점화
  - 따라서 판매자의 수익극대화 유인이 강하게 작동하고 있을 가능성
- 향후 과제
  - 행태적 편의를 유발하는 정보제공 방식 개선
    - 예금의 대체재로 판매
    - 쿠폰수익률 강조, 과거성과 강조, 판매성과 강조, 조기상환 가능성 강조
    - 기초자산의 위험성과 파생결합증권의 위험성을 등치



## 파생결합증권 투자자보호 정책(7)

- 투자비용, 기대수익, 투자위험 공개방식 개선
  - ELS/DLS, ELF/DLF, ELT/DLT의 수수료/비용 공개방식에 차이 존재
  - 내재된(embedded) 수수료의 불투명성, 공정가액의 신뢰성
  - 수익구조, 기대수익률, 손실확률, 손실규모에 대한 정보제공 방식
  - 신용위험에 대한 인식 제고
  - 파생결합증권 위험등급체계의 적절성(평가주체, 평가기준, 평가단계)
- 상품의 복잡성·위험성과 투자자 적합성의 합리적 조합
  - 사모/공모, 일반/전문투자자, 위험도/복잡도의 구분과 조합
  - 유사한 복잡성·위험성 특성을 가진 다른 금융상품과의 투자자적합성 기준의 형평성
- 상장상품 확대
  - 상품 표준화 유도 및 대체상품 개발(예: ETN)
  - 환매비용 절감
  - 가격, 평가지표, 시장정보 접근성 제고
- 판매자 보수체계 검토
  - 선취판매보수 체제의 적절성(이해상충 가능성)
- 판매자 자격기준/책임성 강화
  - 판매자의 상품 이해도 제고
  - 투자자적합성 평가의 실효성