

이슈보고서 24-17

ISSUE  
REPORT

# 최근 ELS 시장환경 변화 및 증권업에 대한 영향

장근혁 · 권민경

# 최근 ELS 시장환경 변화 및 증권업에 대한 영향

저자 장근혁·권민경\*

2008년 금융위기 이후 오랫동안 이어진 저금리 환경에서 ELS는 예금 대비 높은 성과를 바탕으로 투자자에게 인기를 모으며 빠르게 성장하였다. 그 과정에서 은행은 수수료 수입을 거뒀으며, 증권사는 ELS를 통해 유입된 자금을 운용하여 트레이딩 수익을 창출하였다. 그러나 최근 홍콩H 지수의 급락으로 인해 ELS에서 대규모 손실이 발생하면서, ELS의 위험에 대한 인식을 제고하게 되었다. 향후 투자자 보호조치가 강화되고 ELS에 투자하거나 ELS를 판매하려는 유인이 감소함에 따라 당분간 ELS 시장이 위축될 것으로 예상된다.

ELS 시장환경 변화는 증권업에도 영향을 미칠 전망이다. ELS를 중심으로 한 파생결합증권은 과거 증권사의 주요 자금조달 수단이자 수익원 역할을 하였다. 금융위기 이후 파생결합증권 조달을 통해 채권 규모를 확대하면서 증권사는 자기매매 및 투자은행 사업을 수월하게 확장할 수 있었다.

2019년 정점을 보였던 증권사의 파생결합증권 조달 규모의 감소세가 이어지는 가운데, 개별 증권사는 주어진 여건을 고려하여 사업구조의 조정 및 유동성 관리 등의 대응 전략을 마련해야 한다. ELS 규모가 감소하면서 ELS 헤지 운용의 위험은 감소하겠지만, 예전처럼 증권사가 이 부문에서 많은 수익을 기대하기는 어려울 것이다. ELB·DLB의 비중이 증가하면서 자금 운용의 중요성은 과거보다 커지게 되며, 발행 시 자금 비용을 무리해서 높게 사용하면 자금 운용 부담이 증가할 수 있으므로 증권사별로 적절한 영업전략 및 자금 비용의 설정과 위험관리가 필요할 것이다.

한편, ELS 대신 ELB·DLB와 발행어음의 증가, 파생결합증권 운용자산 내에서 채권 비중의 증가와 여전채 비중의 감소 등을 고려해 볼 때, 최근 ELS 규모의 축소에도 불구하고 증권사의 채권 규모나 여전채 시장이 받는 영향은 크지 않으리라 예상된다. 다만, 최근 채권시장 여건이 양호하게 유지되었던 점을 감안하면, ELS 시장 축소에 따른 채권시장 영향을 당분간 모니터링할 필요가 있다.

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

거시금융실 선임연구위원 장근혁 (geunhyuk@kcmi.re.kr) / 펀드·연금실 연구위원 권민경 (mkkwon@kcmi.re.kr)

\*\* 발행: 2024년 8월 27일

## I. 연구배경

2008년 금융위기 이후 오랫동안 이어진 저금리 환경에서 ELS(Equity Linked Securities)는 ‘국민 채테크 수단’이라 불릴 정도로 큰 인기를 누려왔다. 예를 들면, 정기예금 금리가 1%대에 머무는 상황에서 ELS는 연간 3~5%의 비교적 높은 수익을 제공하여 투자자들의 요구를 충족시켰다. 수익 실현을 통해 불어난 자금은 ELS 시장에 재투자되었고, 새로운 고객도 꾸준히 유입되어 ELS 시장규모는 한때 60조원에 달할 정도로 성장하였다. ELS를 통해 이득을 본 것은 투자자들뿐만 아니라 은행과 증권사도 마찬가지였다. 은행은 수수료 수입을 올렸으며, 증권사(발행사)는 ELS를 통해 유입된 자금을 운용하여 트레이딩 수익을 창출하였다.

그러나 2021년 홍콩H지수가 급락하면서 상황은 돌변했다. 2021년에 발행된 ELS 상품 중 약 40%가 홍콩H지수를 기초자산으로 포함하고 있을 정도로 그 비중은 높았다. 2021년 2월 최고 12,272포인트를 기록했던 지수가 급락하여 3년이 지난 2024년 2월에도 5,000포인트대에 머무르자, 당시 발행했던 ELS 종목들에서 대규모 손실이 발생하였다. 앞으로 지수가 유의미하게 반등하지 않는 한, 현재 나타나고 있는 ELS의 손실 추세는 2024년 7월까지 지속될 전망이다.

향후 ELS 시장 위축은 불가피할 것으로 보인다. 무엇보다도 손실 위험이 크게 부각되면서 ELS에 투자하거나, 이를 판매하려는 유인이 감소하였다. 또한 투자자와 판매사 간의 분쟁이 사회적 이슈로 대두되면서 금융당국이 ELS에 대한 투자자 보호조치를 더욱 강화할 것으로 예상된다. 이에 따라 판매사들이 예전처럼 적극적으로 ELS를 판매하기 어려워질 것으로 보인다. 한편, ELS를 중심으로 한 파생결합증권<sup>01</sup>은 증권사의 주요 자금조달 수단이자 수익원 역할을 하고 있는데, ELS 시장 변화는 증권사에도 영향을 미칠 것이다.

본고에서는 과거에서부터 현재까지 ELS 시장환경의 변화 양상을 살펴본다. 또한, 금융위기 이후 증권사의 사업구조 변화과정에서 ELS를 비롯한 파생결합증권의 역할을 검토해 본 후, 현재의 ELS 시장환경 변화가 앞으로 증권업에 미칠 영향 및 시사점을 논의하고자 한다.

01 거래소에 상장되어 있는 ETN과 ELW는 편의상 분석대상에서 제외한다. 즉, 본고에서 지칭하는 파생결합증권은 ELS, ELB, DLS, DLB만을 포함한다. ELS는 주로 스텝다운형 ELS를 의미하며, 구조는 금융감독원 보도자료(2024. 4. 19)를 참고하면 된다.

## II. ELS 시장환경의 변화

이번 장에서는 ELS 시장현황을 조망하고 ELS를 둘러싼 시장참여자들의 유인구조를 살펴본다. 또한, 최근 발생한 홍콩H지수 ELS 사태가 각 시장참여자의 유인구조에 미치는 영향을 분석한다. 이를 통해 궁극적으로 향후 ELS 시장이 어떻게 변모할 것인지를 짐작해 보고자 한다.

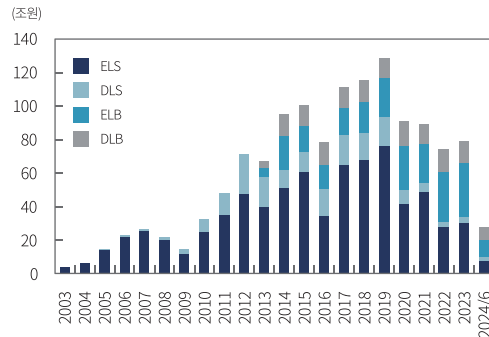
### 1. 시장현황

2003년 처음 탄생한 국내 ELS 시장은 불과 4년이 지난 2007년 연간 발행규모가 26조원에 달할 정도로 빠르게 정착하였다. 2008년 글로벌 금융위기의 여파로 발행이 잠시 위축되었으나, 저금리 환경이 전개되면서 ELS는 다시 활발하게 판매되었다. 발행규모가 정점에 달하였던 2019년에는 한 해에만 76조원의 ELS가 발행되었으며, DLS, ELB, DLB 등 관련 파생결합증권을 모두 합치면 무려 129조원에 달하였다.

2008년 글로벌 금융위기 이후, ELS 시장에는 두 번의 큰 침체기가 있었다. 첫 번째는 2016년으로, 당시 문제가 된 기초자산은 홍콩H지수였다. 이 지수는 2015년 5월 최고 14,963포인트를 기록한 후 2016년 2월 7,499포인트까지 급락하였

다. 다행히 곧바로 반등하여 ELS에서 대규모 원금 손실 사태는 발생하지 않았고, 많은 투자자들은 애초 기대했던 수익을 실현할 수 있었다. 두 번째 침체기는 2020년부터 2024년 현재까지이다. 2020년에는 팬데믹 사태로 인해 주식시장의 변동성이 크게 높아지면서 ELS 발행이 위축되었고, 2021년부터는 홍콩H지수가 또다시 급락하여 시장 침체의 원인으로 작용하였다. 2021년 2월 최고 12,272포인트를 기록했던 홍콩H지수는 2022년 10월 최저 4,919포인트까지 하락하였으며, 2024년 6월 현재까지도 6,500포인트대에 머물러 예전의 수준에 크게 못 미치고 있다.

<그림 II-1> 파생결합증권의 연간 발행규모 추이



주 : 원금보장형 상품인 ELB와 DLB는 2013년 5월부터 별도로 분류되어 집계되었으며, 그 이전에는 각각 ELS와 DLS의 집계치에 포함됨

자료: 예탁결제원, 저자 가공

통상 발행일로부터 3년 뒤 최초지수의 65% 수준에 이르지 못하면 손실이 발생하는 ELS의 특성을 감안할 때, 2021년에 발행된 ELS의 상당수에서 손실이 이미 발생하였거나, 앞으로 발생할 것으로 예상된다.

ELS 시장은 침체되었지만, 다른 파생결합증권의 발행까지 위축된 것은 아니다. 오히려 ELB와 DLB 같은 원금보장형 상품은 예전보다 훨씬 활발하게 발행되고 있다. 최근에는 ELB의 발행량이 ELS의 발행량을 초과하는 역전 현상이 나타나기도 했다. 다만, 원금보장형 상품이 기존 ELS 수요를 대체하고 있는 것은 아니다. 단적인 예로, ELS의 판매처가 주로 은행에 집중되어 있는 것과는 달리, 원금보장형 상품은 대부분 증권사를 통해 판매되고 있다. 특히 ELB는 증권사 퇴직연금 계좌에서 정기에금의 대체제로 적극 편입되고 있는 것으로 보인다. 실제로 ELB는 만기가 1년인 상품이 가장 많고, 시기적으로 발행규모의 절반 이상이 12월에 집중되어 있다. 12월은 퇴직연금의 자금 운용이 집중되는 달이다. 상품의 수익구조를 살펴보면, 대다수의 ELB와 DLB 상품이 “조건 충족 시  $n+0.01\%$ , 미충족 시  $n\%$ ”와 같이 조건에 크게 구애받지 않는 쿠폰금리를 제공하고 있다. 이러한 상품들은 형식적으로는 구조화증권으로 분류되지만 사실상 고정 수익률을 제공하는 채권과 같은 특징을 나타낸다. 기존 ELS가 기초자산 변화 위험에 대한 노출을 통해 초과수익을 추구하는 투자자산인 반면, ELB와 DLB는 매우 다른 성격을 가지는 것이다. 따라서 기존 ELS 투자자들이 ELB와 DLB로 눈을 돌렸다고 보기는 어려우며, ELB와 DLB 시장의 급격한 성장은 ELS 시장 위축과는 별개의 현상으로 보아야 한다.<sup>02</sup>

## 2. 유인구조의 변화

ELS 시장참여자는 크게 발행사와 판매사, 투자자로 구분할 수 있다. 발행사는 증권사로 한정되며, 판매사는 은행과 증권사가 각각 그 역할을 담당하고 있다. 2014년 이후 ELS 시장은 공모 상품 위주로 시장이 형성되어 있으므로, 투자자는 대부분 기관이 아닌 일반투자자라고 볼 수 있다.

발행사인 증권사의 유인구조는 다음 장에서 자세히 다루고, 본 절에서는 판매사와 투자자의 유인구조를 집중적으로 분석한다. 또한, 최근 발생한 홍콩H지수 ELS 사태가 이들의 유인구조를

02 참고로 DLS 시장을 살펴보면, 2014년 6월 배럴당 100달러대였던 유가가 2016년 2월 30달러대까지 폭락하면서 원유 DLS에서 크게 손실이 발생하였고 한 차례 위축된 바 있다. 이후 유가 반등과 더불어 DLS 시장도 다시 회복세를 보였으나, 2020년 WTI 선물이 -40달러까지 폭락하면서 다시 한번 시장 위축을 야기하였다. 그 밖에도 2019년 독일 헤리티지 DLS 사태와 독일 국내 연계 DLS 사태 등도 시장 신뢰를 무너뜨리는 요인으로 작용하였다. 이로 인해 2020년 이후로 현재까지 DLS 시장은 계속해서 축소되고 있는 상황이다.

어떻게 변화시키는지 알아보겠다.

## 가. 판매사의 유인구조

현재 ELS 판매시장을 주도하고 있는 주체는 단연 은행이다.<sup>03</sup> 저금리 시대가 본격화되어 정기에 금 금리가 1%대로 내려간 2015년 이후, ELS 시장에서 은행의 판매비중은 줄곧 60%를 넘었다.<sup>04</sup> 따라서 본 절에서는 판매사 중에서도 은행의 판매유인을 중점적으로 살펴보고자 한다.

기본적으로 은행은 ELS 상품 중에서도 안전한 조건의 상품을 판매하는 것을 선호한다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 은행은 ELS 상품이 빠르게 조기상환될수록 더 많은 수수료 수입을 거둘 수 있다. ELS 판매과정에서 은행의 주된 수입은 선취 방식의 신탁보수에서 발생하며, 요율은 통상 1%로 설정되어 있다.<sup>05</sup> 이처럼 선취 방식으로 수취하다 보니 은행의 수익성은 ELS 상품의 상환 시기와 밀접한 관련이 있다. 고객이 같은 은행에서 ELS 상품을 계속 롤오버하며 투자한다고 가정해 보자. 은행이 판매하는 상품은 대부분 3년 만기를 가지며 매 6개월마다 조기상환 여부를 판단한다. 이때 은행의 선취보수 수입을 연간 단위로 환산하면 최고 2.00%(6개월 만에 조기상환될 경우)까지 오를 수 있고, 최저 0.33%(만기까지 3년을 보유할 경우)까지 내려갈 수도 있다. 즉, 은행 입장에서는 빠르게 조기상환될 수 있는 ELS 상품을 판매하는 것이 유리하다. 일반적으로 ELS 상품의 조기상환 조건이 완화될수록 상품의 안전성 또한 높아진다.

둘째, 은행은 고객과의 분쟁을 회피하고 손실 배상 위험을 낮추고자 한다. 주로 온라인 채널에서 ELS 상품을 판매하는 증권사와는 달리, 은행은 오프라인 판매비중이 매우 높다.<sup>06</sup> 온라인 채널에서는 고객이 직접 상품을 선택하고, 자동화된 시스템을 통해 판매절차가 진행되므로 위법 사항이 발생할 여지가 상대적으로 작다. 그러나 대면 채널에서는 직원이 고객에게 상품을 권유하거나

03 엄밀히 말하면 은행이 직접 'ELS를 판매'하는 것은 아니고, 투자자가 '은행의 특정금전신탁에 가입하면서 운용방법을 지정하는 방식'으로 ELS에 가입하는 것이다. 그러나 형식과 무관하게 실질적으로는 은행이 ELS를 판매하고 있다고 볼 수 있으며, 정부 보도자료(금융위원회(2020. 7. 30), 금융감독원(2024. 3. 11) 등 다수)와 언론에서 은행을 'ELS 판매사'로, 특정금전신탁에 ELS를 편입하는 행위를 'ELS 판매'로 표기한다. 본고에서도 이러한 방식을 따른다.

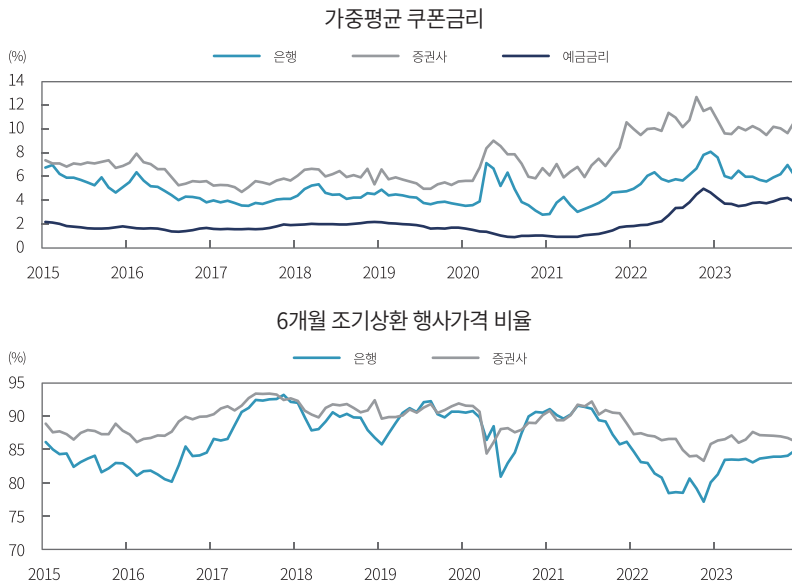
04 금융위원회(2020. 7. 30)는 2020년 3월말 기준 전체 ELS의 82%가 은행을 통해 판매되었다고 밝힌 바 있다. 마찬가지로 금융감독원(2024. 3. 11)에서도 2023년말 기준 홍콩H지수를 기초자산으로 하는 ELS 중 은행의 판매비중은 82%에 달한다고 밝힌 바 있다.

05 신탁보수의 형태와 요율은 특정금전신탁 계약서 등에서 사전에 명시하고 있다.

06 금융감독원(2024. 3. 11)이 최근 실시한 홍콩H지수 ELS 관련 조사에 따르면, 2023년 12월말 판매잔액을 기준으로 은행은 90.6%가 오프라인 채널에서 판매되었으며, 반대로 증권사는 87.3%가 온라인 채널에서 판매되었다고 하였다.

설명하는 과정에서 불완전판매 가능성이 비교적 높다. 특히, ELS가 일반 대중이 이해하기 어려운 구조화 상품이라는 점을 고려하면 불완전판매 위험은 더욱 두드러진다. 은행은 과거 다른 금융상품에서도 불완전판매가 적발되어 금융당국의 징계를 받거나 고객 손실을 배상한 사례가 있다. 이러한 경험으로 인해 은행은 손실 위험이 높은 상품을 판매하는 데 소극적일 수밖에 없으며, ELS 중에서도 상대적으로 안전한 상품을 엄선하여 판매하는 경향이 있다.

<그림 II-2> 은행과 증권사의 쿠폰금리 및 조기상환 행사가격 추이



주 : 만기가 3년이고 6개월마다 조기상환 여부를 판단하며, 월지급금이 없는 원화 공모 ELS에 한정하여 집계  
 자료: 예탁결제원, 저자 가공

이러한 유인구조는 은행의 ELS 판매전략에 영향을 미친다. <그림 II-2>의 상단 그래프는 은행과 증권사 판매 ELS 상품들의 발행금액 가중평균 쿠폰금리를 나타낸다. ELS 상품의 쿠폰금리가 낮다는 것은 해당 상품이 상대적으로 안전하다는 것을 의미한다. 증권사는 온라인 채널을 통해 고객이 직접 ELS 상품을 선택하여 가입하는 경우가 많다. 따라서 은행이 전략적으로 안전한 상품을 선별하여 고객들에게 판매하였다면 은행의 쿠폰금리가 증권사에 비해 더욱 낮게 나타날 것이다. 그래프를 살펴보면, 증권사는 쿠폰금리가 예금금리<sup>07</sup> 대비 평균 3~7%p 정도 높은 상품을 판매한 반면, 은행은 2~3%p 정도 높은 상품을 판매하였다. 일반적으로 은행은 증권사에 비해

07 한국은행에서 집계하는 '신규취급액 기준 예금은행 수신금리'를 의미한다.

통상 1~4%p 정도 쿠폰금리가 낮은 상품을 판매하고 있는 것이다.<sup>08</sup> 이는 보다 안전한 ELS 상품을 판매하고자 하는 은행의 판매전략이 잘 드러나는 부분이다.

물론, 상기 결과가 온전히 은행의 판매전략에 의해서만 도출된 것은 아니다. 은행이 수취하는 선취보수의 효과로 쿠폰금리가 낮게 나타날 수 있다.<sup>09</sup> 실제로 동일한 시기에 동일한 조건으로 발행된 은행과 증권사의 ELS 상품 각각을 서로 비교하였더니, 선취보수율이 1%일 때 은행 판매 상품의 쿠폰금리는 평균 40bp 작게 나타났다.<sup>10</sup> 이처럼 선취보수가 은행에서 판매하는 ELS 상품의 쿠폰금리를 낮추는 효과는 분명히 존재한다. 그러나 앞에서 제시하였듯, 은행과 증권사 간 쿠폰금리의 차이는 적게는 1%p에서 많게는 4%p까지 발생하므로 선취보수만으로 이러한 차이가 모두 설명되지는 않는다.

은행 고객이 상대적으로 위험을 덜 감수하려는 경향이 있어, 보다 안전한 상품을 스스로 선택했을 가능성도 있다. 고객의 보수적 위험성향은 분명 은행 판매 상품의 쿠폰금리를 낮추는 요인으로 작용한다. 그러나 은행 고객이 ELS 상품의 복잡한 조건을 스스로 검토하여 안전한 상품을 고르는 것은 현실적으로 매우 어렵다. <그림 II-2>의 하단 그래프는 은행 판매 상품의 조기상환 행사가격의 비율이 증권사와 비교하였을 때 시기에 따라 매우 탄력적으로 변한다는 사실을 보여 준다. ELS 상품은 발행 시점의 시장환경 변화에 따라 사전 위험이 수시로 변하는데, 은행 상품에서는 이러한 변화를 상쇄하는 방향으로 조기상환 조건이 활발하게 조정되었다. 시장에서 위험이 부각되면 조기상환 조건이 완화되고, 위험이 줄어들면 조기상환 조건이 더욱 엄격해지는 형태다. 쿠폰금리를 예금금리 대비 적당히 높은 수준으로 유지하면서 최대한 안전한 상품을 선택하려는 노력이 계속되었던 것이다. 이러한 노력은 고객이 직접 수행했다고 보기 어려우며, 은행의 판매전략에 의해 유도되었다고 보는 것이 더욱 타당하다.

08 참고로 2020년 상반기에는 팬데믹의 영향으로 기초자산의 변동성이 커지면서 ELS의 쿠폰금리가 예외적으로 매우 높게 나타났다지만, 실제로 판매된 금액은 적어 의미를 부여하기 어렵다.

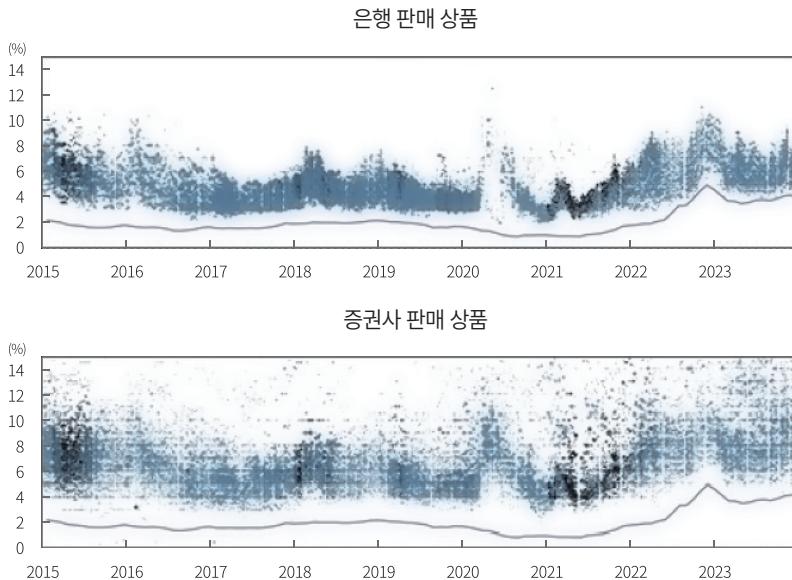
09 은행 판매 상품은 동일한 조건의 증권사 직판 상품에 비해 쿠폰금리가 낮은 편이다. 구체적으로, 발행사는 은행이 선취보수를 쉽게 수취할 수 있도록 ELS의 발행가액을 액면가액보다 낮게 설정한다. 즉, 액면가액이 10,000원이면 선취보수율이 1%인 상품에서 발행가액은 9,900원으로 설정된다. 이를 통해 은행은 고객으로부터 10,000원을 수취한 다음 100원을 선취보수로 취하고, 나머지 9,900원으로 ELS 1단위를 온전히 구입할 수 있게 된다. 이렇게 발행된 ELS 상품은 시간이 경과하여 상환 조건을 충족하기 되면 쿠폰과 더불어 액면가액인 10,000원을 온전히 지급받는다. 발행가액과 액면가액의 차이만큼 상환 시 원금에서 큰 수익이 발생하므로, 이에 대한 반대급부로 쿠폰금리는 낮아진다. 반면, 증권사 직판 상품은 액면가액과 발행가액이 동일하다. 따라서 동일한 조건 하에서 은행 판매 상품은 증권사 직판 상품보다 쿠폰금리가 낮다.

10 다만, 은행 상품이 가지는 규모의 경제 효과는 선취보수의 부정적 효과를 일부 상쇄하는 것으로 보인다. 규모의 경제 효과를 통제하기 위해 증권사 판매 상품 중에서도 발행금액이 일정 수준 이상인 상품들만 한정하여 비교하였을 때, 선취보수의 부정적 효과는 더욱 두드러졌다. 예를 들어, 발행규모가 10억원 이상인 상품들에 대해서만 비교해 보면, 은행이 부과하는 1%의 선취보수는 은행 판매 ELS의 쿠폰금리를 평균 70bp 하락시켰다.



다음으로 은행과 증권사가 각각 판매한 개별 상품 정보의 산점도를 <그림 II-3>에 표시하였다. 가로축은 발행일, 세로축은 쿠폰금리를 각각 나타낸다. 발행규모가 클수록 점의 크기가 커지고, 상환되기까지의 기간이 길어질수록 색의 농도가 진해진다. 실선은 예금금리를 나타낸다. 상단과 하단의 그래프는 각각 은행과 증권사의 판매 상품을 나타낸다. 비교해 보면, 증권사에는 쿠폰금리가 낮은 상품부터 높은 상품까지 다양하게 분포되어 있지만, 은행 판매 상품들은 쿠폰금리가 비교적 낮은 구간(예금금리 대비 2~3%p 높은 구간)에 집중되어 있다. 이는 안전한 상품을 판매하고자 하는 은행의 판매전략에서 기인한 결과라고 볼 수 있다.

<그림 II-3> 은행과 증권사의 판매 상품 정보 산점도



- 주 : 1) 만기가 3년이고 6개월마다 조기상환 여부를 판단하며, 월지급금이 없는 원화 공모 ELS에 한정하여 집계  
 2) 증권사 판매 상품의 경우 발행규모가 상대적으로 작은 편이므로 비교의 용이성을 위해 점의 크기를 3배 확대하였으며, 쿠폰금리가 15%를 넘는 상품은 생략함  
 자료: 예탁결제원, 저자 가공

그렇다면 최근의 ELS 시장환경 변화는 향후 은행의 유인구조에 어떠한 영향을 미칠까? <그림 II-3>에서 2021년에 발행된 상품들에 주목해 보자. 이들 중 상당수는 만기까지 조기상환이 일어나지 않아 최종 상환되기까지 오랜 기간이 소요되었으며, 만기가 도래한 2024년에 대규모 손실이 발생하였다. 이는 앞서 설명한 은행의 유인구조와 정면으로 배치되는 결과다. 과거에도 은행 판매 상품에서 6개월 차에 조기상환이 발생하지 않은 경우가 종종 있었지만, 이번에는 해당 상품들의 규모가 상대적으로 크고 만기가 도래한 상품들에서 실제 손실이 발생하였다는 점에서

이전과는 상황이 크게 다르다. 특히, 같은 기간 판매된 증권사 상품과 쿠폰금리를 비교하였을 때, 은행은 안전한 상품을 나름대로 선별했음에도 불구하고 이러한 결과가 나타났다는 사실은 주목할 만하다. 쿠폰금리가 낮고 상대적으로 안전해 보이는 상품이라고 해도, 시장 상황에 따라 조기 상황이 이루어지지 않거나 손실이 발생할 수 있다는 사실이 확인된 것이다. 일례로 최근 손실이 확정된 상품 중에는 쿠폰금리가 2.3%에 불과한 경우도 있었다.

홍콩H지수 ELS 사태로 조기상황이 일어나지 않음에 따라 은행은 신규 ELS 판매 수입이 줄어들고, 불완전판매에 대한 손실 배상금 또한 지불해야 하는 겹악재를 맞게 되었다. 정확한 손실 배상금 규모는 추후에 결정되겠지만 KB국민, 신한, 하나, 우리, NH농협 등 5대 시중은행이 이를 대비하여 2024년 1분기에 쌓은 총당금 규모는 1조 6,550억원에 달한다. 2014년부터 2023년까지 은행의 공모 ELS 선취보수 합계의 추정치가 약 3조원이라는 사실<sup>11</sup>을 감안할 때, 이번에 쌓은 총당금 규모는 과거 10년치 선취보수 수입의 약 55%에 해당한다.

결과적으로 홍콩H지수 ELS 사태는 향후 은행의 ELS 판매유인에 큰 변화를 가져올 것으로 예상된다. 아무리 엄선된 상품이라 할지라도 그 안에는 회피하기 어려운 상당한 위험이 내포되어 있으며, 보수적인 판매전략만으로는 투자자에게 결코 안전한 성과를 보장할 수 없다는 사실을 모두가 분명하게 인식하게 되었다. 이는 은행의 기존 ELS 판매유인을 크게 감소시키는 방향으로 작용할 것이다.

다른 한편으로, 불완전판매를 예방하기 위해 금융당국의 규제 역시 강화될 것으로 예상되어 은행이 과거와 같이 적극적인 ELS 판매 영업을 이어가기는 어려울 것이다. 현재 언론에서 거론되는 바에 따르면 고위험 ELS를 판매할 수 있는 고객의 범위를 제한하거나, 판매점포 또는 직원의 자격을 제한하는 등의 규제가 도입될 가능성이 있다. 새로운 규제 환경에서는 영업 가능 범위가 축소되고 컴플라이언스 비용이 높아지는 등 이전보다 ELS 판매 환경이 악화될 것이다. 이는 은행의 판매전략에도 영향을 미쳐, 예전보다 소극적인 접근을 취하게 만들 전망이다.

## 나. 투자자의 유인구조

ELS는 주식시장 위험을 분담하면서도 얼핏 보면 채권과 유사한 수익구조를 가지고 있어 대중에게 쉽게 받아들여지는 경향이 있다. 통상 주식시장에 직접 참여하면 수익 또는 손실금액이 주식

11 개별 ELS 상품의 발행가액과 액면가액의 차이, 발행규모 정보 등을 활용해 저자가 추정하였다.

가격에 비례하여 결정된다. 반면, 가장 대중적인 ELS 유형인 스텝다운형에서는 깊은 외가격(deep out the money) 옵션을 매도함으로써 높은 확률로 사전에 미리 정해진 수익률(쿠폰금리)을 획득할 수 있다. 일반 대중, 특히 정기예금에 투자하던 은행 고객들은 주식보다는 채권과 같은 수익구조에 훨씬 익숙하고 이를 선호한다. ELS는 이러한 채권 유사성을 바탕으로 투자자들에게 안정적인 수익을 제공할 수 있다는 인식을 심어주며, 주식시장의 변동성을 직접적으로 감당하기 어려운 투자자들에게 매력적으로 다가갈 수 있다. 금융기관 입장에서 ELS 판매를 위한 마케팅을 하는 데 있어서도 ELS의 이러한 특성은 매우 유리하게 작용한다. 실제로 많은 투자자들이 판매사의 영업전략에 유도되어 ELS 상품을 구입하는 경향이 있다.

그러나 판매사의 마케팅이 아니더라도 여전히 ELS에 대한 투자 수요는 분명 존재한다. 특히, 행태재무학의 관점에서 ELS가 일반투자자로부터 많은 자금을 모을 수 있었던 원인을 분석하면 다음과 같다. 첫째, 과거의 추세가 미래에도 지속될 것이라고 믿는 외삽편향(extrapolation bias)이다. ELS는 최근 홍콩H지수 ELS 사태가 발생하기 전까지 시장금리 대비 우월한 성과를 계속해서 보여왔다. 투자자는 과거 성과에 민감하게 반응하는 경향이 있어 ELS의 뛰어난 과거 성과가 앞으로도 지속될 것으로 예상하고 적극적인 투자에 나섰을 가능성이 높다. 둘째, 상대적으로 덜 두드러진 부분을 과소평가하고, 더욱 두드러진 부분을 과대평가하는 심리적 기제 때문이다.<sup>12</sup> 모든 ELS 상품에는 설령 작은 수준이라 할지라도 반드시 위험이 존재한다. 바로 그 위험을 회피하는 대가로 거래상대방인 다른 시장참여자가 ELS 투자자에게 지불하는 옵션 프리미엄이 ELS 초과수익의 원천이기 때문이다. 그러나 일반투자자가 이러한 위험을 제대로 파악하기는 쉽지 않다. 반면, ELS가 제공하는 목표수익률은 정해진 쿠폰금리를 통해 누구나 쉽게 파악할 수 있다. Bordalo et al.(2012)은 사람들이 상대적으로 두드러진 특징을 과대평가하고, 덜 뚜렷한 특징을 과소평가되는 현상을 현저성 이론(salience theory)으로 설명한 바 있으며, Bordalo et al.(2016)과 Celerier&Vallee(2017)는 이러한 원리가 ELS와 같은 구조화 상품에도 적용될 수 있다고 주장하였다. 시장금리 대비 높은 ELS의 쿠폰금리를 과대평가하고, 이에 따른 위험을 과소평가함으로써 투자자가 ELS에 적정 수준 이상으로 많은 금액을 투자할 수 있다는 것이다.

이러한 관점에서 보면, 홍콩H지수 ELS 사태는 향후 일반투자자의 투자유인을 다소 감소시킬 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 2021년 발행된 ELS의 상당수에서 큰 손실이 발생하여 투자자들이 과거 ELS의 우월한 성과에 대해 가지고 있던 외삽편향이 줄었다. 직접 손실을 경험하지 않은 투자자라 할지라도, 홍콩H지수 ELS 사태는 사회적으로 큰 이슈가 되었기 때문에

---

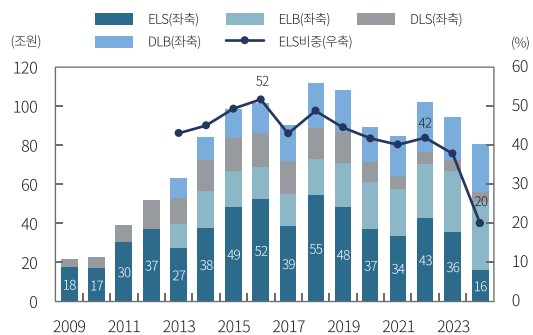
12 권민경(2024) 참고

ELS 성과에 대한 기대치가 이전보다 크게 낮아졌다. 둘째, ELS에서 발생한 대규모 손실로 인해 ELS의 위험을 과소평가하던 심리적 기제도 많이 해소되었다. ELS의 위험을 온전히 이해하는 것은 여전히 어렵지만, ELS에도 상당한 위험이 존재한다는 사실만큼은 모두가 깨달았다. 아무리 안전해 보이는 ELS 상품에서도 시장환경에 따라 손실이 발생할 수 있다는 인식이 자리잡은 것이다. 현저성 이론에 비추어 보았을 때, 과거에는 ELS의 손실 위험이 두드러지지 않아 과소평가되었던 반면, 최근에는 그 위험이 크게 부각되어 이전보다 훨씬 중요하게 느껴진다. 따라서 앞으로 일반투자자의 ELS에 대한 투자유인은 감소할 것으로 예상되며, ELS에 대한 과도한 투자는 당분간 이루어지지 않을 것으로 보인다.

### 3. 소결

ELS를 포함한 파생결합증권의 발행잔액과 파생결합증권 내 ELS의 비중 추이를 <그림 II-4>에 표시하였다. 발행잔액은 다시 말해, 투자자가 보유하고 있는 ELS 상품의 총 규모라고 볼 수 있다. 이를 살펴보면 투자자의 ELS 보유규모는 2022년 6월말 기준 43조원에서 2024년 6월말 16조원으로 크게 줄었다. 같은 기간에 파생결합증권 내 ELS의 비중도 42%에서 20%로 작아졌다. 과거에는 롤오버 효과로 인해 상환되는 물량이 많을수록 그만큼 신규 발행되는 ELS 규모도 함께 늘어났는데, 최근에는 그러한 효과가 사라졌다. 물론 여기에는 시중은행이 올해 들어 ELS 판매를 잠정 중단한 영향이 크게 작용하였다. 그러나 앞서 설명한 것처럼 은행의 판매유인과 일반 대중의 투자유인이 모두 감소한 만큼, 앞으로 판매가 재개되더라도 ELS 시장의 회복이 단기간 내에 이루어 지기는 어려울 것으로 예상된다.

<그림 II-4> ELS 및 파생결합증권 발행잔액 추이



주 : 원금보장형 상품인 ELB와 DLB는 2013년 5월부터 별도로 분류되어 집계되었으며, 그 이전에는 각각 ELS와 DLS의 집계치에 포함됨

자료: 예탁결제원

### III. 파생결합증권이 증권사의 사업 변화에 미친 영향

ELS는 과거 증권사의 주요 자금조달 수단인 파생결합증권 중 가장 큰 비중을 차지하였다(<그림 II-4>). 이번 장에서는 금융위기 이후 증권사의 사업구조 변화과정에서 파생결합증권의 역할을 살펴보고, ELS 시장 변화가 증권업에 미칠 영향을 논의해 보고자 한다.<sup>13</sup>

#### 1. 증권사의 자산/부채 구조와 파생결합증권의 운용

##### 가. 증권사의 자산/부채 구조와 파생결합증권

증권사의 영업활동에 따른 자산과 부채 항목은 <표 III-1>과 같다. 증권사는 조달한 자금을 운용하여 조달 비용 대비 높은 수익을 창출하여 이익을 추구한다. 예수부채와 현금 및 예치금은 고객 예탁금과 증거금 등이 포함되며, 증권사의 위탁매매 부문과 관련된 부채로 볼 수 있다. 차입부채와 증권·대출채권<sup>14</sup>은 증권사의 자기매매·투자은행 부문과 직접적으로 관련된 자금조달 및 운용 수단이라고 할 수 있으며, 레버리지를 일으키는 주요 요인이다. 파생상품 자산 및 부채는 파생상품 거래(헤지 또는 투자)로 발생하게 되며, 거래 이후 평가이익 발생분은 자산으로, 평가손실 발생분은 부채로 구분된다.

13 본장은 2009~2019년 동안 꾸준히 파생결합증권을 보유한 20개 증권사를 대상으로 한다. 이들은 2019년말 기준 자기자본 상위 20개사로 이들의 통계 추이는 국내사 전체와 비슷할 것으로 예상된다. ELS를 포함한 파생결합증권을 분석 대상으로 하는 이유는, ELS의 헤지 운용이 다른 파생결합증권에 비해 복잡하지만, 파생결합증권 조달 및 조달 자금을 운용하는 방식(III-1절 나)이 증권업에 미친 영향을 같은 맥락으로 볼 수 있으며, ELS 규모의 감소가 파생결합증권 규모 감소로 이어지기 때문이다.

14 증권사의 주요 부채와 자산이라고 할 수 있다. 2019년까지 차입부채와 증권·대출채권은 각각 조달(부채, 자본)의 70%, 운용자산의 75% 내외를 차지하였으며, 코로나 이후 고객 예탁금 증가로 인해 조달의 65%, 운용자산의 70% 내외로 그 비중이 감소하였다.

<표 III-1> 증권사의 자산, 부채

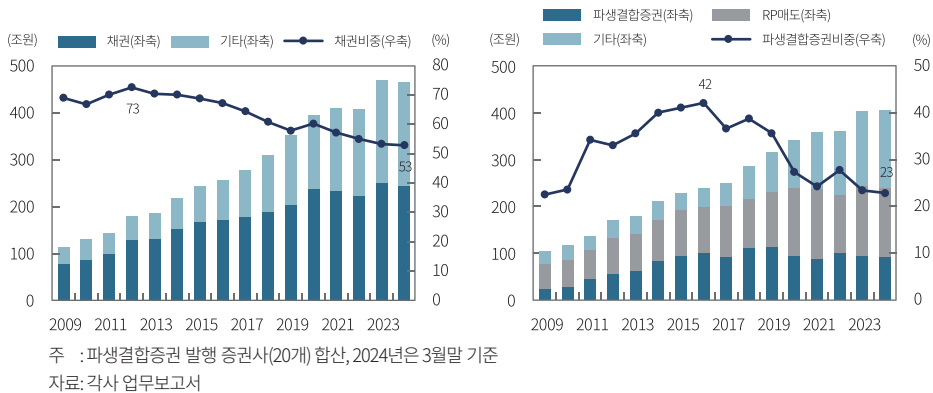
운용 <자산>	조달 <부채 및 자본>
현금 및 예치금	예수부채
증권, 대출채권	차입부채
파생상품자산	파생상품부채
유형자산, 기타	기타부채, 자본

<표 III-2> 증권·대출채권, 차입부채

운용: 증권·대출채권	조달: 차입부채
주식, 채권	파생결합증권
집합투자증권	RP매도
RP매수	발행어음
신용 및 주담대	사채, 후순위채
기타 신용공여	차입금(증권, 기타)
기타	기타

차입부채에 대해 세부적으로 살펴보면(<표 III-2> 우), 파생결합증권과 RP매도(환매조건부매도)가 큰 비중을 차지하는데, 파생결합증권의 차입부채 내 비중은 2016년 42%까지 빠르게 증가한 후 감소하여 2024년 1분기말 23% 수준이다(<그림 III-1> 우). 차입부채 내 RP매도의 비중도 점차 작아지고 있는데, 이는 발행어음과 차입금<sup>15</sup>이 증가한 영향으로 볼 수 있다. 한편, 운용자산인 증권·대출채권의 주요 항목은 채권<sup>16</sup>이다. <그림 III-1> 좌에서, 채권의 비중은 점차 감소하고 있는데, 이는 기업대출이나 주식담보대출을 포함한 신용공여와 집합투자증권의 증가에 따른 결과로 조달 부문에서 차입금과 발행어음의 증가와도 관련된다.

<그림 III-1> 증권·대출채권(좌)과 차입부채(우) 추이



15 차입금은 주식 신용거래와 주식담보대출과 관련된다. 코로나19 이후 신용용자가 증가하면서 특히 증권금융 차입금이 증가(2019년 14.8조원, 2024년 3월말 24.7조원)하였다.

16 국채, 특수채, 회사채, 외화채권, 기업어음을 포함한다.

## 나. 파생결합증권의 운용

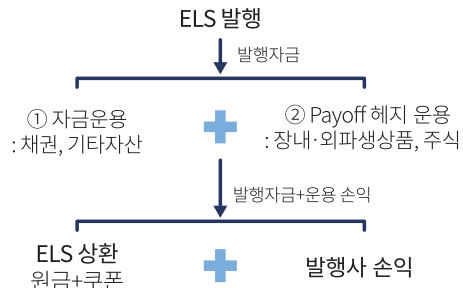
파생결합증권으로 조달한 자금은 주로 채권과 장내·외 파생상품으로 운용되며 파생상품 등의 거래를 위한 예치금으로 활용된다(<표 III-3>).<sup>17</sup> 채권은 국채 위주이며, A등급 이상의 신용위험이 적은 채권들로 구성된다. 운용은 크게 두 부분으로 구분될 수 있는데(<그림 III-2>), 예를 들어 ELS를 발행한 경우에 발행사는 ① 조달한 자금 비용을 충당하기 위해 채권을 매수(자금 운용)하고, ② ELS의 수익구조(payload)를 헤지 또는 복제<sup>18</sup>하기 위해 주식이나 장내·외 파생상품 거래를 수행(헤지 운용)한다. ELS의 경우 자금 비용은 통상  $CD+0.1\%$  수준이다.<sup>19</sup> ELS 상환 시점에 발행자금과 운용 손익의 합에서 ELS 수익조건에 따른 상환자금을 투자자에게 지급하고 남은 부분이 발행사의 최종 손익이 되는데, 결국 운용 결과에 따라 발행사의 이익 또는 손실이 결정된다.

<표 III-3> 파생결합증권 운용

운용 항목	자산 또는 부채
채권, 주식	자산
파생상품	자산, 부채
예치금, 예금	자산
기타 <sup>주)</sup>	자산

주 : 대출채권, 집합투자증권 등  
자료: 금융감독원(2024. 4. 19)

<그림 III-2> ELS 발행자금의 운용



원금 비보장인 ELS와 DLS의 경우 수익구조 상 최대와 최소 상환조건 간 차이가 큰 만큼 수익구조 헤지 운용(②) 성과가 발행사의 손익에 크게 영향을 주고, 원금보장 구조인 ELB와 DLB의 경우 헤지 운용(②)의 영향이 상대적으로 크지 않다. 퇴직연금이나 신탁에서 예금 대용 상품으로 활용되는 ELB와 DLB의 손익구조는 기초자산 조건에 의한 쿠폰 차이가 거의 없으며, 결국 자금

17 금융감독원(2024. 4. 19)을 참고하였다. 운용 관련 자료들은 2023년 포함한 과거 보도자료 '증권회사 파생결합증권 발행·운용 현황(2016년~2023년)'들을 종합적으로 참고하였다. 이자수익을 위해 채권 대신 예금도 일부 활용된다. 최근 2023년 4분기 기준으로 채권 비중은 85.3%이다.

18 ELS의 수익구조 헤지를 위한 델타, 감마, 베가 헤지 등은 이효섭(2017)을 참고하면 된다.

19 ELS 발행사의 벡투백 헤지 거래의 구조를 보면, 거래상대방으로부터 '구조화 payoff'를 수취하고 'CD+a'를 지급해야 하는데, 결국 발행사는 발행자금으로 'CD+a'의 자금 운용 수익을 실현해서 지급해야 한다. 자체 헤지의 경우도 같은 맥락으로 내부적으로 'CD+a'의 자금 비용이 적용되었다. 2022년 이전까지 통상  $a=0.1\%$  수준이었고, ELS의 자금 비용이 낮았다고 할 수 있다. 원금보장 구조, 발행사의 신용등급, 자금 여건, 영업목표에 따라 발행규모를 늘리기 위해 높은 자금 비용을 사용하기도 하며, 이러한 경우에 쿠폰이 높아지게 된다. <부록 1>에서 이자율스왑 거래와 CD 연동 자금 비용의 관계도 살펴본다.

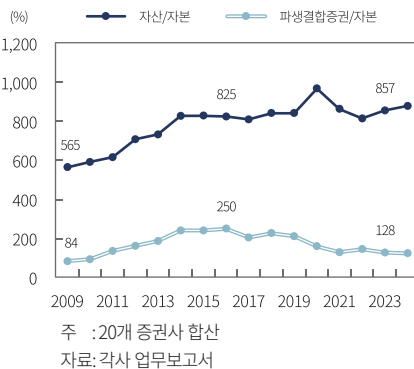
운용(①) 결과에 따라 발행사의 손익이 결정된다. 이러한 상품들에 대해서 발행사는 ELS에 비해 높은 자금 비용을 사용하여 쿠폰을 높이기도 하는데, 이를 충당하기 위해 채권 대신 대출채권이 나 펀드 등 고수익 자산에 일부 자금을 투자<sup>20</sup>하기도 한다. 높은 자금 비용이 적용되는 파생결합증권의 비중이 커지면, 자금 운용 부담이 증가하면서 발행사는 고수익 자산 투자에 따른 위험에 노출된다. 따라서 발행사가 고수익 자산 투자 비중을 작게 유지하고 위험을 효과적으로 관리하기 위해서는 ELS와 같이 상대적으로 낮은 자금 비용이 적용되는 파생결합증권 규모가 중요하다.

## 2. 파생결합증권과 증권사의 사업구조 변화

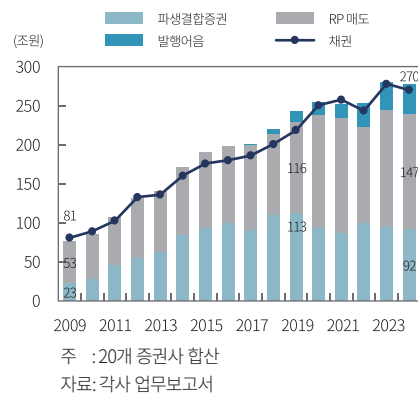
### 가. 파생결합증권의 역할

금융위기 이후 외형 성장과 함께 위탁매매 중심에서 벗어나 자기매매와 투자은행 부문의 수익 비중이 증가하는 등 증권사의 수익구조 다변화가 이루어졌는데(장근혁 · 이효섭, 2020), 이러한 과정에서 파생결합증권이 중요한 역할을 하였다고 할 수 있다. 증권사의 레버리지 비율(<그림 III-3>)은 2009년 565%부터 2016년 825% 수준까지 260%p 증가하였는데, 파생결합증권 증가에 따른 직접적인 상승분이 약 166%p에 달한다. III-1절에서 살펴본 바와 같이 파생결합증권은 증권사의 채권 매입을 위한 자금조달원 역할을 하였는데, 매입한 채권이 RP매도에도 활용되면서 추가로 레버리지를 일으키는 효과도 있었다.

<그림 III-3> 레버리지 추이



<그림 III-4> 채권, 주요 부채 추이



20 투자가능등급(A등급 이상 채권) 외의 자산에 투자하기 위해 각사별로 한도와 승인 절차를 마련하여야 한다(‘파생결합증권 및 파생결합사채의 발행 및 운용에 관한 모범규준’).



채권 규모를 확대하게 되면서 증권사는 자기매매 및 투자은행 사업을 수월하게 확장할 수 있었다. 파생결합증권 발행을 통해 조달한 채권(국채, 고신용 등급)은 다른 자산들에 비해 상대적으로 위험이 적은 자산으로서 증권사 포트폴리오 전체의 위험을 완화하는 역할을 하였으며, 금융 위기 이후 금리 하락기<sup>21</sup> 동안에 증권사의 자기매매(투자) 자산으로서 주요 수익원 역할을 하였다. 또한, 채권은 RP매도를 통한 자금조달이나 파생상품 거래 및 증권 대차 거래의 담보로 활용되면서 다양한 사업 확장에 도움을 주었을 뿐만 아니라 유동자산으로서 비유동성 자산(신용공여, 집합투자증권 등) 투자를 확대해 나가는 과정에서 유동성비용을 관리할 때 유용한 역할을 하였다. 파생결합증권 발행으로 조달한 부채는 만기에 따라 비유동부채로 구분되기 때문에, 조달 자금으로 채권을 매입하게 되면, 증권사의 유동성비용이 개선된다.<sup>22</sup>

<그림 III-4>를 보면, 증권사의 채권 규모는 주요 자금원이라고 할 수 있는 파생결합증권과 RP매도를 통한 조달 규모와 비슷한 추이를 보인다. 2017년부터 도입된 발행어음으로 조달한 자금도 채권 매입에 활용된다. 2009년 주요 부채 구성을 보면, 파생결합증권 규모는 23.1조원에 불과하지만, 대고객RP(49.4조원)로 조달한 자금과 연계된 채권<sup>23</sup>이 전체 채권 규모(81조원)의 60% 이상을 차지하여 당시에는 대고객RP가 증권사의 주요 채권 연계 사업이었다고 볼 수 있다. 2019년에는 파생결합증권 규모가 113조원으로 증가하면서 채권 규모(219조원)의 절반 수준까지 확대되었고, 증권업 전체의 대고객RP(56조원) 규모를 고려하면 20개 증권사의 기관간RP 규모(60조원 이상)가 대고객RP보다 더 커졌다. 파생결합증권 발행자금으로 매입한 채권은 기관간RP 담보로도 활용되기 때문에 파생결합증권 발행이 증권사의 채권 규모에 미치는 영향은 더 크다고 할 수 있다.

개별 증권사별로 채권과 주요 부채(파생결합증권, RP, 발행어음)를 비교해 보더라도(<그림 III-5>) 채권과 주요 부채가 비슷한 수준임을 볼 수 있다. 2019년말에 조달 부문의 합계보다 채권 규모가 상대적으로 작은 특징을 볼 수 있는데, 이는 파생결합증권 발행규모가 큰 증권사들 중심으로 자금 운용 수익을 높이기 위해 기타 자산(대출채권, 펀드 등) 투자를 확대한 영향으로 볼 수 있다.<sup>24</sup>

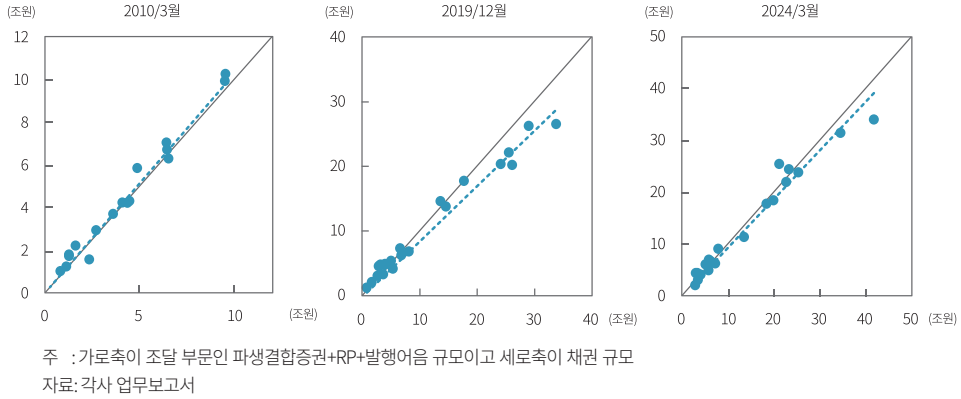
21 3년 국채금리 기준으로 2009년말 4.41%에서 2020년말 0.97%까지 하락하였다.

22 투자등급 채권은 유동자산(1주일 이내)으로 분류된다(금융투자업규정 시행세칙 별표 10, 별표 19-1). 한편, 만기 3개월 초과 파생결합증권을 발행하면 비유동부채로 구분된다. ELS 같은 조기상환형 구조의 만기 구분은 3절에서 추가로 설명한다.

23 2009년 20개사의 RP매도 규모(53조원)와 국내사 전체 규모(54조원)를 감안하면, 증권업 전체 대고객RP의 대부분이 20개사의 포지션으로 볼 수 있다. 대고객RP는 조달 대비 105%의 채권을 고객에게 담보로 제공(금융투자업규정 제5-21조)하므로 약 52조원이 해당되고, 추가로 레버리지를 일으키거나 다른 담보로 활용하는데 제약이 존재한다.

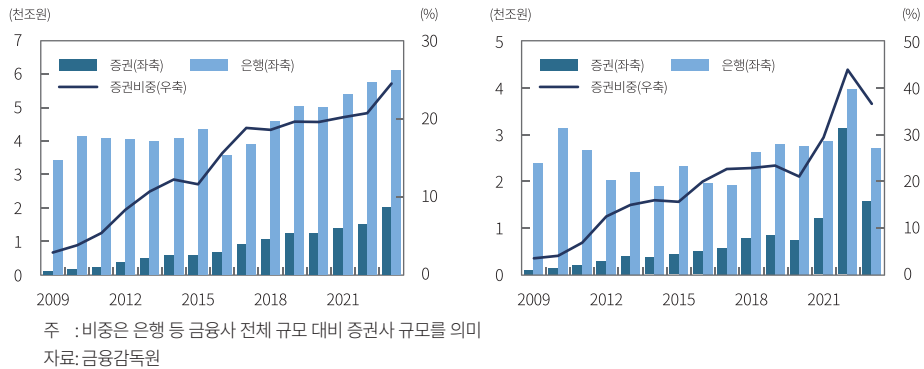
24 금융감독원(2024. 4. 19) 및 과거 보도자료에 따르면, 발행사의 기타자산(및 예금·예치금) 투자비중은 2017년 1분기 5.8%(16%)에서 2019년 3분기말에 19%(15.8%)까지 증가했다가 최근 감소하여 23년말 8.2%(6.7%) 수준이다.

<그림 III-5> 증권사별 채권과 주요 부채(파생결합증권+RP+발행어음)



파생결합증권과 채권 규모가 증가하면서 증권사들은 장내 이자율선물 시장뿐만<sup>25</sup> 아니라 장외 이자율스왑 시장참여자로서 역할을 확대하였다. <그림 III-6>에서 2010년부터 증권사들의 이자율스왑 거래가 빠르게 증가하였음을 볼 수 있는데, 예를 들어 증권사는 자금 비용 CD+0.1%로 ELS를 발행하고 채권을 매입하면서, 금리상승위험을 헤지하는 용도로<sup>26</sup> 이자율스왑을 거래한다. 또한, 파생결합증권의 수익구조를 헤지하는 과정에서 금리위험의 헤지를 위해 이자율스왑이 활용되었고, 현재는 증권사의 다양한 조달과 운용 부문에서도 이자율스왑 거래가 이루어지고 있다.

<그림 III-6> 이자율파생상품 잔액(좌) 및 거래규모(우)



25 이자율선물의 경우 금융위기 이전부터 증권사들이 자기매매로 활용하여 주요 시장참여자 역할을 했으며, 2009년부터 이미 증권사의 거래규모가 은행을 앞서기 시작했다.

26 '본드스왑 거래'로 불리며, 채권을 매수하고, 고정금리 지급 스왑 거래를 한다(<부록 1> 참고).

## 나. 파생결합증권의 운용 손익

파생결합증권은 증권사의 수익성에도 영향을 주었다. 증권사의 파생결합증권 영업수익은 발행(및 판매) 수수료와 전체 운용 손익(<그림 III-2>의 ①, ②)으로 구성된다. 채권 등 다양한 자산으로 운용되고, 다른 목적으로 운용되는 자산들과 합산되므로 재무제표상 파생결합증권 운용 손익을 구분하기는 불가능하지만, 금융감독원(2024. 4. 19)의 파생결합증권 운용 손익을 참고해 볼 수 있다(<표 III-4>).

ELS의 수익구조 헤지 운용 손익은 전체 파생결합증권 손익을 결정하는 가장 중요한 요인이었다. 스텝다운형 ELS의 경우, 특히 헤지 운용 손익의 변동이 크게 발생할 수 있다(이효섭, 2017).<sup>27</sup> 기초자산이 상승하여 조기상환과 발행이 활발하게 이루어지는 시기에 증권사는 헤지 운용과정에서 수월하게 이익을 얻을 수 있지만, 기초자산이 하락하여 조기상환 비중이 급감하고 ELS 잔액이 증가하는 상황에서 통상 증권사의 운용 손실이 문제가 되어왔다(장근혁, 2022). 특히 기초자산들이 동시에 급락하면 큰 손실을 볼 수도 있다. <표 III-4>에서, 홍콩H지수가 급락하던 2016년과 팬데믹으로 인해 글로벌 주식시장이 동반 급락한 2020년에 큰 손실이 발생하였다. 2022년에도 손실이 발생하였지만, ELS 잔액 수준이나 주가 하락 폭 및 속도가 이전 시기에 비해 심하지 않아서 손실 규모는 크지 않았다.

손실이 발생한 해도 있지만, 2015~2023년 기간 동안 파생결합증권 운용 손익이 연평균 3,886억 원이며, 특히 2015~2019년에 연평균 5,573억원 수준이었다(<표 III-4>). 한편, 채권 등에서 추가 손익이 발생할 수 있으며, 집계 방식이나 구분에 따라 ELS의 운용성과가 전체 손익에 미치는 영향은 더 클 수 있다. <부록 2>에서 ELS 시장 상황을 나타내는 변수로 ELS 발행규모를 사용하여 증권사들의 자기매매 수익과의 관계를 분석해 보았다. 최근 들어 영향도가 감소하긴 하였지만, 과거 ELS 시장 상황이 증권사의 자기매매 수익에 유의하게 영향을 주었다.

<표 III-4> 연도별 파생결합증권 운용 손익

(단위: 억원)										
년도	2007	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
손익	3,023	8,608	-2,608	7,190	7,172	7,501	-5,337	8,589	-116	3,975

자료: 금융감독원(2024. 4. 19) 및 과거 보도자료

27 ELS, DLS, 장기(만기 10년 이상) DLB의 경우, 헤지 운용 손익의 변동이 크다고 할 수 있는데, 절대적인 규모상 ELS 부분의 영향이 가장 크다.

### 3. ELS 운용의 위험 및 규제

파생결합증권의 운용과정에서 증권사는 다른 자산 또는 부채와 같은 방식으로 규제비율인 레버리지비율, 순자본비율, 유동성비율을 적용받는다. 우선 2020년 이전을 기준으로 보면, 레버리지비율은 직접적으로 파생결합증권 규모를 제한하는 비율로 자기자본 대비 파생결합증권 규모가 레버리지비율에 합산되는 방식이다. 순자본비율을 산출할 때 파생결합증권 부채와 운용자산들에 대한 시장위험액과 신용위험액이 총위험액에 합산된다. 발행사가 스텝다운 ELS처럼 변동폭이 큰 수익구조에 대해 헤지 운용(<그림 III-2>의 ②)을 수행하지 않으면, 시장위험액이 크게 산출되어 순자본비율이 낮아지게 된다. 유동성비율의 경우 스텝다운형 ELS와 같은 조기상환형 파생결합증권의 만기 산정 방식에 따라 유동부채 규모에 차이가 발생하게 되는데, 2015년부터 잔존만기가 1개월과 3개월을 초과하는 잔액 중 각각 5%와 15%를 1개월과 3개월 유동부채로 반영하였다.

이러한 규제비율 관리에도 불구하고, 앞에서 살펴본 바와 같이 ELS의 헤지 운용에 대한 위험은 여러 차례 주목받았다. 특히 2020년 3월 팬데믹으로 인해 글로벌 지수가 동반하여 급락한 시기에, 헤지 운용과정에서 손실 규모가 매우 빠르게 확대되었을 뿐만 아니라 외환시장의 혼란과 증권사들의 유동성 위기까지 발생했었다(이석훈, 2020). 이후 이러한 위험을 관리하기 위해 금융당국은 추가 규제를 마련하였다(금융위원회, 2020. 7. 30). 레버리지비율은 자기자본 대비 50% 초과되는 발행분(원금 비보장 ELS 및 DLS)에 대해 단계적으로 200%까지 가중되도록 변경되었다. 유동성비율을 산정할 때, 조기상환형 파생결합증권에 대해 최초 조기상환 날짜를 만기로 반영하도록 유동부채를 구분하는 기준이 강화되었다. 그 외에 외화유동자산 보유나 여전채 투자 비중에 대한 규제를 시행하여 증권사의 과도한 ELS 규모 확대를 방지하고, 발행자금 운용과정에서 위험관리 강화를 유도했다.

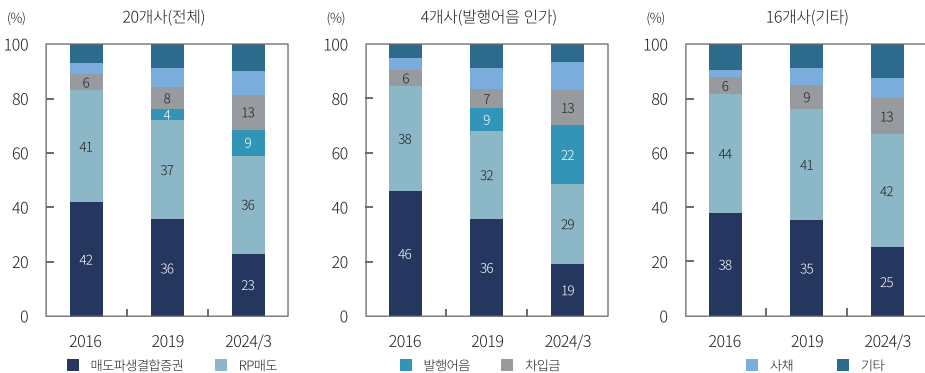
### 4. ELS 시장 축소의 영향

ELB와 DLB의 규모는 증가했지만, 최근 ELS 시장이 위축되면서 증권사의 파생결합증권 부채 규모는 2019년말(113조원)에 비해 2024년 3월말(92조원) 21조원 감소하였다. 차입부채 내에서 파생결합증권의 비중은 2016년 정점(42%)을 보인 후 2024년 3월말 23%까지 작아졌다(<그림 III-1>). 2016년말과 2024년 3월말의 차입부채 구성을 비교해 보면(<그림 III-7>), 발행어음과

차입금의 비중이 16%p 증가하여 파생결합증권 비중 감소분 19%p를 상당 부분 대체하였다. 발행어음 인가를 보유한 4개사를 구분해서 보면, 같은 기간 동안 파생결합증권 비중의 감소분(27%p)이 기타 16개사의 감소분(13%p)보다 14%p 더 큰데, 이를 발행어음(22%p)이 대체하였다.<sup>28</sup> 기타 16개사의 경우 최근까지 파생결합증권 비중이 25%까지 감소하였지만, 4개사(19%)에 비해 높은 수준을 유지하고 있으며 파생결합증권과 RP매도의 비중 합이 발행어음 비중만큼 더 높다. 차입금과 사채 및 기타 항목들의 차입부채 내 비중은 두 그룹 모두 비슷한 추세로 증가했다. 차입부채 구조의 변화에 따라 같은 기간 동안 자산(증권·대출채권)에서 채권의 비중이 감소하고(<그림 III-1>), 신용거래용자금 등 신용공여 및 대출 자산이 증가했다.

이처럼 증권사(20개사)의 파생결합증권 의존도는 과거보다 완화되었다고 할 수 있다. 다만, 과거 증권업에서 파생결합증권의 역할(III-2절)을 고려해 볼 때, ELS와 전체 파생결합증권 시장 축소가 당분간 지속될 수 있음을 감안하여 개별 증권사는 사업구조의 조정 및 유동성 관리 등의 대응 전략을 마련하여야 한다. 발행어음 인가 4개사에 비해 특히 기타 그룹(16개사)은 발행어음의 차이만큼 자금조달 측면에서 ELS 시장 축소의 영향을 더 받을 수 있음을 유의할 필요도 있다.

<그림 III-7> 차입부채 구성비중 추이



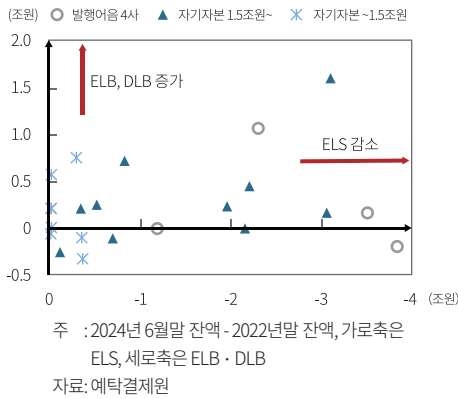
자료: 각사 업무보고서

최근 ELS 발행 축소에 대해 증권사들은 ELB와 DLB 발행으로 대응하기도 하였으며(<그림 III-8>), 일부 소형사들의 경우 전체 파생결합증권 잔액은 증가하기도 하였다. 이는 개별 증권사의 사업 목표나 유동성 관리와 관계된다고 볼 수 있다. <그림 III-9>는 최근(2024년 3월말) 증권사별로 유동성갭 및 자기자본과 같이 파생결합증권 규모를 살펴본 그래프이다. 세로축은 유동

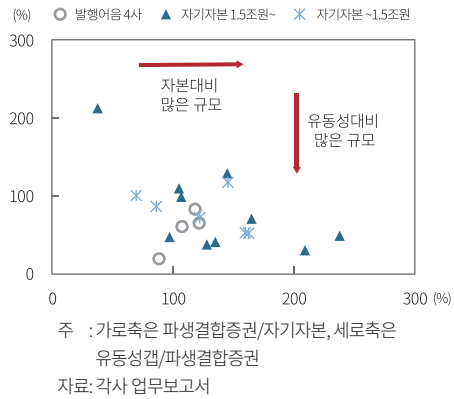
28 발행어음이 RP매도 비중의 감소분도 대체하였다고 볼 수 있다.

성갯을 파생결합증권 부채로 나눈 비율로 100% 이상이면 파생결합증권 조달을 제외해도 증권사 유동성의 여유가 있는 상황으로 해석할 수 있다.<sup>29</sup> 가로축은 파생결합증권 부채를 자기자본으로 나눈 수치이며, 증권사 파생결합증권 사업의 중요도와 관계된다고 볼 수 있다. 그래프에서 개별 증권사가 오른쪽(자본 대비 파생결합증권이 많음) 하방(유동성갯 대비 파생결합증권이 많음)에 위치할수록 파생결합증권 규모를 줄이는 과정에서 사업구조의 조정과 유동성 관리에 더욱 유의할 필요가 있다.

<그림 III-8> 증권사별 ELS와 ELB·DLB 규모 변화

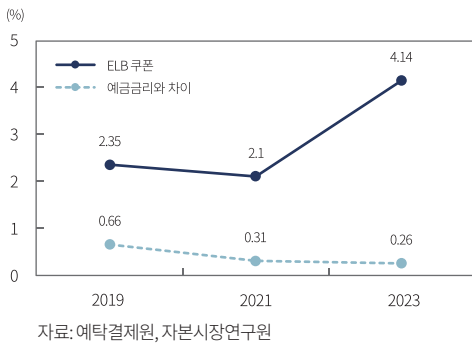


<그림 III-9> 증권사별 자기자본 및 유동성갯과 파생결합증권 부채



한편, ELS 규모가 축소되면서 증권사의 파생결합증권 운용 수익은 감소할 수 있다. 과거 ELS 조 기상환과 발행이 활발한 시기엔 적지 않은 헤지 운용(<그림 III-2>의 ②) 수익을 얻을 수 있었다.

<그림 III-10> ELB 쿠폰 추이



ELS가 감소하고 ELB와 DLB 비중이 커지게 되면, 많은 수익을 기대하기 어려울 수 있지만, 과거 불거졌던 ELS 헤지 운용 위험은 완화된다. 그 대신 자금 비용의 책정과 자금 운용(<그림 III-2>의 ①)의 중요성이 커질 것이다. 예금 대비 높은 자금 비용으로 ELB를 발행하던 2019년 상황에 비해 현재 금리 수준은 높으나 자금 비용 부담은 상대적으로 적은 것으로 추정

29 잔존만기 3개월 이하 파생결합증권은 이미 유동부채에 포함되므로 100%는 보수적인 수치이다. 유동성갯은 3개월 유동자산에서 유동부채를 차감한 값으로 유동성 여유를 의미한다.

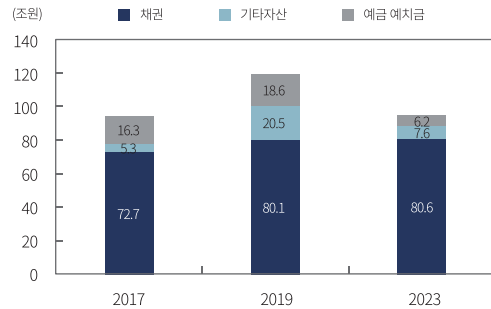
되는데(<그림 III-10><sup>30</sup>), 이는 2019년 이후 자금 비용 충당을 위한 고수익 기타자산의 감소와도 관계된다고 볼 수 있다. 증권사가 ELB와 DLB의 비중을 늘리는 과정에서 무리해서 자금 비용을 높게 사용하게 되면, 자금 운용 부담이 커질 수 있음을 유의할 필요가 있다.

파생결합증권의 주요 운용자산인 채권 규모 변화도 살펴볼 필요가 있다. <그림 III-11>을 보면, 2019년말에 비해 2023년말 파생결합증권 관련 운용자산의 규모는 감소하였으나, 채권 규모(약 80조원)는 비슷한 수준을 유지하였

다. 반면 다른 구성항목인 기타자산과 예금·예치금의 규모는 줄어들었다. 이처럼 파생결합증권 운용자산 내에서 채권 비중이 높아지고, 발행어음 등 조달 수단 다변화로 인해 ELS 규모 축소에도 증권사(20개)의 전체 채권 규모는 안정적으로 유지되고 있다(<그림 III-4>). 한편, 파생결합증권 발행자금은 과거 여전채에 대한 주요 수요처였다. 2020년 여전채

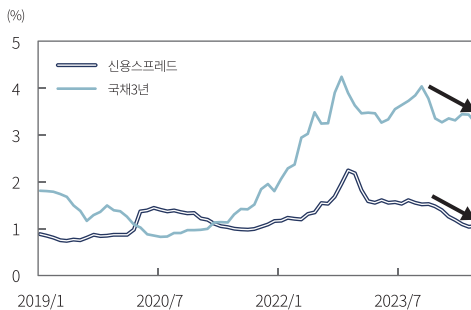
비중 한도(10%) 규제가 단계적으로 도입되면서 파생결합증권 운용자산 내에서 여전채 비중은 2021년 3분기 12.8%에서 2023년말 4.9%까지 감소하여 4.6조원(93조원×4.9%) 수준으로 추정된다.<sup>31</sup> 2023년말 여전채 잔액(129조원)을 감안할 때 여전채 시장에 대한 ELS 규모 감소의 영

<그림 III-11> 파생결합증권 운용자산 규모 추이



자료: 금융감독원(2024. 4. 19)

<그림 III-12> 금리 및 신용스프레드<sup>3)</sup>



주 : 1년 A-등급 국채대비

자료: 금융투자협회

향이 크지 않으리라 예상된다. 다만, ELB와 DLB 증가로 전체 파생결합증권 규모 감소가 완만하였으며, 2023년 4분기부터 금리가 안정되고 신용스프레드도 하락(<그림 III-12>)하는 등 채권시장 여건이 양호하게 유지되었던 점들을 고려하면, ELS 시장 축소에 따른 채권시장 영향을 당분간 모니터링할 필요가 있다.

30 매년 12월에 큰 규모(조원)로 AA급 증권사가 발행한 ELB 샘플을 사용하였다.

31 여전채 비중은 금융감독원(2024. 4. 19)을 참고하였다. 최근 REPO펀드와 KOFR(CD금리) 연계 채권형 ETF 등이 여전채를 대규모로 편입한다.

## IV. 요약 및 시사점

헤지 운용 수익을 거두는 증권사, 빠른 조기상환으로 수수료 수익을 늘리는 은행, 낮은 예금금리에 만족하지 못하는 투자자까지, ELS는 이들 모두의 이해관계를 충족시키며 오랜 저금리 환경에서 빠르게 성장하였다. 그러나 최근 홍콩H지수의 급락으로 인해 비교적 안전하다고 여겨졌던 은행 판매 ELS에서조차 대규모 손실이 발생하면서 ELS의 위험에 대한 인식을 제고하게 되었다. 은행은 ELS가 큰 수수료 수익을 지속적으로 제공하지 않으며, 종종 고객과의 분쟁이 발생할 수 있는 까다로운 상품임을 인식하게 되었다. 투자자 또한 ELS의 장기적 성과에 대한 기대를 크게 낮추었고, 위험을 과소평가하여 지나치게 많은 금액을 투자하는 행태적 편향도 상당 부분 사라졌다. 결과적으로 최근 발생한 홍콩H지수 ELS 사태로 인해 향후 ELS 시장 전반의 위축이 예상된다.

ELS 시장환경 변화는 발행사인 증권사에도 영향을 미칠 것이다. ELS는 과거 증권사의 주요 자금조달 수단이자 수익원인 파생결합증권 중 가장 큰 비중을 차지하였다. 파생결합증권 조달을 통해 채권 규모를 확대하면서 증권사는 자기매매 및 투자은행 사업을 수월하게 확장할 수 있었다. 기초자산이 상승하여 ELS의 조기상환과 발행이 활발했던 시기에 증권사는 ELS 헤지 운용에서 수월하게 이익을 얻을 수 있었던 반면 기초자산이 급락한 시기에 증권사의 헤지 운용 위험이 주목받기도 하였다.

2019년 정점을 보였던 증권사의 파생결합증권 조달 규모는 ELS 시장 위축에 따라 감소하였다. 최근 들어 차입금과 발행어음 증가 등으로 증권업의 파생결합증권 의존도가 완화되고 있는 가운데 파생결합증권 시장 축소에 대응하여 개별 증권사는 주어진 여건을 고려하여 사업구조의 조정 및 유동성 관리 등의 대응 전략을 마련해야 한다. ELS 규모가 감소하면서 ELS 헤지 운용에 따른 위험은 감소하겠지만, 예전처럼 증권사가 이 부문에서 많은 수익을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 또한, ELB와 DLB의 비중이 증가하면서 자금 운용의 중요성은 과거보다 더욱 커지게 되며, 발행 시 자금 비용을 무리해서 높게 사용하면 자금 운용 부담이 증가할 수 있으므로 증권사별로 적절한 영업전략 및 자금 비용의 설정과 위험관리가 필요할 것이다.

한편, ELS 대신 ELB·DLB와 발행어음의 증가, 파생결합증권 운용자산 내에서 채권 비중의 증가와 여전채 비중의 감소 등을 고려해 볼 때, 최근 ELS 규모의 축소에도 불구하고 증권사의 채권 규모나 여전채 시장이 받는 영향은 크지 않으리라 예상된다. 다만, 2023년 4분기부터 채권시장



여건이 양호하게 유지되었던 점을 감안하면, ELS 시장 축소에 따른 채권시장 영향을 당분간 모니터링할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 금융감독원, 2024. 3. 11, 홍콩H지수 ELS 검사결과(잠정) 및 분쟁조정기준(안), 보도자료.
- 금융감독원, 2024. 4. 19, '19년 중 증권회사 파생결합증권 발행 · 운용 현황, 보도자료.
- 금융위원회, 2020. 7. 30, 파생결합증권시장 건전화 방안, 보도자료.
- 권민경, 2024, 구조화 및 비유동 자산 선호 현상의 이면, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-10호.
- 이석훈, 2020, 『코로나19로 인한 증권업의 유동성 이슈와 시사점』, 자본시장연구원 이슈 보고서 20-16.
- 이효섭, 2017, 『ELS · DLS 증가에 따른 금융리스크 진단 및 시사점』, 자본시장연구원 연구 보고서 17-04.
- 이효섭, 2015, ELS · DLS가 자본시장에 미치는 영향 분석 및 시사점: 이론과 실무적 접근, 한국증권학회-자본시장연구원 2015년 학술세미나.
- 장근혁 · 이효섭, 2020, 『한국 금융투자업의 장기추세와 코로나19』, 자본시장연구원 이슈 보고서 20-24.
- 장근혁, 2022, 최근 ELS 시장 현황과 위험 점검, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-14호.
- 최순영 · 김종민 · 장근혁 · 강현주, 2021, 『저금리 시대 전망 및 금융투자업 대응전략』, 자본시장연구원 연구총서 21-04.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2012, Salience theory of choice under risk, *The Quarterly Journal of Economics* 127, 1243–1285.
- Bordalo, P., Gennaioli, N., Shleifer, A., 2016, Competition for attention, *The Review of Economic Studies* 83, 481–513.
- Celerier, C., Vallee, B., 2017, Catering to investors through security design: Headline rate and complexity, *The Quarterly Journal of Economics* 132, 1469–1508.

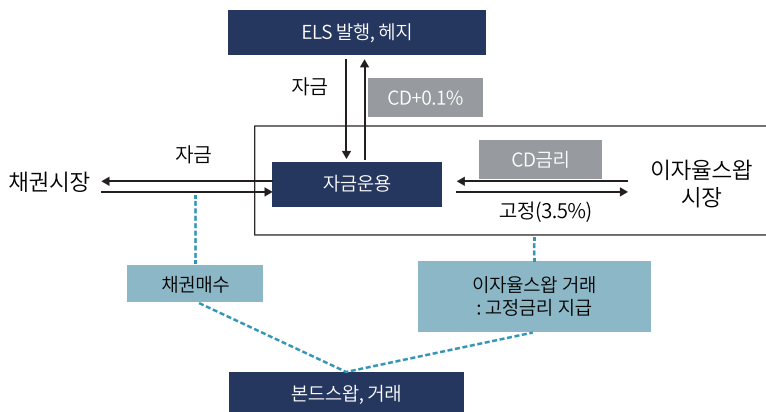
## &lt;부록&gt;

## 1. ELS의 자금 비용과 본드스왑 거래

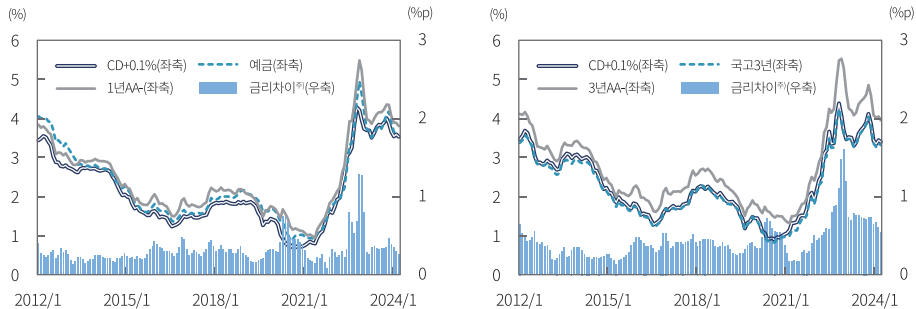
ELS에 통상적으로 사용되었던 CD+0.1%의 자금 비용은 이자율스왑을 통해 고정금리로 전환될 수 있다. <부록 그림 1>의 고정금리 지급 이자율스왑 거래(박스 부분)를 이용하면, CD금리를 고정금리와 교환할 수 있고, 예시 경우에 CD+0.1%는 고정금리인 3.6%(3.5+0.1%)로 전환된다. 이처럼 자금 비용은 1년 기준으로 스왑시장의 1년 스왑금리+0.1%로 전환될 수 있으며, 과거 1년 만기 정기예금 금리 및 AA-등급 회사채 금리와 비교해 보면(<부록 그림 2>) 이들보다 낮았음을 볼 수 있다. 또한, 3년 기준으로 국채 3년 금리와 비슷한 수준을 보인다. 자금 비용(CD+0.1%)과 대형증권사 AA-등급 금리 대비 차이를 보면(<부록 그림 2>의 막대그래프) 1년과 3년 기준으로 2010~2019년 평균 각각 0.3%, 0.41% 수준이었다. 다만, 조기상환 구조로 인해 ELS 조달 만기를 특정하기는 어려운 한계가 있으므로, 종합적으로 금리 위험을 관리하며 자금 운용을 하게 된다.

본드스왑 거래는 고정금리 지급 이자율스왑 거래와 함께 채권을 매수하는 전략이다. 금리상승 위험을 헤지하고, 중장기 구간(3, 5, 10년)에서 국채금리가 이자율스왑 금리보다 더 높은 상황을 이용한 전략이다. 즉, 국채의 보유이익(carry)이 고정금리 지급하는 이자율스왑 금리보다 더 크게 된다. 다만, 본드스왑 스프레드(스왑금리-국채금리)의 변화에 따른 평가손익 위험에 노출된다.

&lt;부록 그림 1&gt; ELS 발행 자금과 본드스왑 거래



&lt;부록 그림 2&gt; CD+0.1%의 1년 기준(좌) 및 3년 기준(우) 고정금리



주 : AA-등급 금리에서 (CD+0.1%)를 금리스왑으로 전환한 고정금리를 차감

자료: 금융투자협회, 블룸버그, 한국은행

## 2. 자기매매 수익과 ELS의 수익 영향 분석

증권사의 재무제표에서 ELS 운용 손익을 구분하기는 불가능하다고 할 수 있다. 살퍼본 바와 같이 자금 비용이나 채권과 관계된 손익 등 집계 방식에 따라 <표 III-4>의 손익 외에 추가적인 효과도 있을 가능성이 있다. 여기에서 개략적으로 자기매매 수익과 ELS의 관계를 분석해 보려고 한다. ELS 시장 상황을 대변할 수 있는 변수로 ELS 조기상환 규모나 발행규모를 생각해 볼 수 있다(장근혁, 2022). 최순영 외(2021)에서 ELS 발행규모를 이용해 분석한 방식을 일부 수정하여 분석하였다. 분석 기간은 2010~2023년이고(분기 자료), 본문에서 다루었던 20개 증권사의 합산을 사용하였다. 자기매매 수익을<sup>32</sup> 자기자본(전분기말)으로 나누어서 종속변수로 설정하고, 자기자본, 코스피 수익률, 금리 변화(국채 1년)<sup>33</sup>, 신용스프레드 변화(A-등급 1년), ELS발행규모/자기자본(전분기말), GDP 성장률을 독립변수로 회귀분석을 수행하였다. <부록 표 1>을 보면, 기간1과 기간2 모두에서 코스피 수익률, 금리 변화, 신용스프레드 변화뿐만 아니라 ELS 발행규모에 대한 회귀계수도 유의하게 산출된다. 다만, 분석 기간에 따른 차이를 보면, 기간2(2010~2019년)에 비해 기간1(2010~2023년)에서 코스피 수익률을 제외한 변수들에 대한 민감도나 유의성이 감소함을 볼 수 있다. 자기매매수익에 대한 ELS 발행규모의 설명력도 2020~2023년 기간에서 감소했다고 할 수 있다. 같은 시기에 ELS 발행규모가 감소하고 증권사의 수익구조에도 변화가 있었던 영향으로 추정된다.

32 2023년 1분기 한국투자증권의 배당금 1.7조원과 4분기 대신증권의 배당금 0.5조원을 배당수익에서 제외하였다.

33 전 기간(기간1)에서 유의성을 가지는 1년 금리를 사용하였다. 기간2에서는 3년 금리를 사용해도 계수의 유의성이 있다.

&lt;부록 표 1&gt; 회귀분석 계수 추정 결과

독립변수	기간1 (2010~2023년)	기간2 (2010~2023년)
GDP 성장률(%)	0.001 (0.027)	-0.003 (0.024)
자기자본(조원)	0.015 (0.010)	-0.013 (0.011)
코스피 수익률(%)	0.047*** (0.018)	0.029*** (0.011)
금리 변화(%p)	-1.103** (0.434)	-1.950*** (0.249)
신용스프레드 변화(%p)	-1.651** (0.691)	-3.433*** (0.551)
ELS발행규모/자기자본(%)	0.019** (0.008)	0.030*** (0.004)
상수	0.721 (0.487)	1.354*** (0.404)
조정R2	0.546	0.830
샘플수	56	40

주: 1) 종속변수는 자기매매수익/자기자본(%), 자기자본은 전분기말 값을 사용

2) () 안은 계수의 Newey-west 표준편차

3) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미