급증하는 증권사 파생결합증권(Ⅰ)

- ELS 등 파생결합증권 관련 리스크가 증권사에 미치는 영향

성 태 경
F I 2실 책임연구원
02) 368-5592
tkseong@korearatings.com

최근 파생결합증권 발행규모의 빠른 증가로 인하여 파생결합증권과 관련된 증권사의 리스크 수준도 양적·질적으로 상승하고 있는 것으로 판단된다. 한국기업평가(이하 ′당사`)는 파생결합증권과 관련된 리스크 증가가 개별 증권사들의 리스크 수준과 신용도에 어떠한 영향을 미칠지 주목하고 있다. 이에 **당사는 '급증하는 증권사 파생결합증권(Ⅰ), (Ⅱ)'를 통해 증권사 파생결합증권 증가와 관련된 주요 위험요인들을 점검하는 한편, 파생결합증권과 관련하여 당사가 중점적으로 모니터링 할 요소를 제시하고자 한다.**

'급증하는 증권사 파생결합증권(Ⅰ)'에서는 ELS 등 파생결합증권의 증가로 인하여 증권사가 부담하는 주요 위험요인들에 대해 분석하고 신용평가 관점에서의 모니터링 요소를 제시하였다. **'급증하는 증권사 파생결합증권(Ⅱ)'**에서는 파생결합증권과 관련된 주요 위험요인 가운데 특히 주목해야 할 필요성이 있다고 판단되는 시장위험과 관련하여 헤지운용 방식에 따라 증권사가 부담하는 시장위험 수준의 차이점과 시장위험의 증가원인에 대해 분석하는 한편, 증권사의 시장위험을 측정하기 위해 필요하다고 판단되는 지표를 제시해 보았다.

❖ Summary

ELS로 대표되는 파생결합증권의 발행잔액이 2011년 3월말 26조원에서 2015년 10월말 100조원 규모로 빠르게 증가하면서 증권사의 주요 리스크요인으로 부각되고 있다. 증권사는 파생결합증권 발행을 통해 기초자산의 가격변화 위험을 투자자로부터 매수하고 헤지운용을 통해 동 위험을 상쇄하면서 상환시점에 투자자에게 사전에 약속된 수익을 지급하게 된다. 증권사는 파생결합증권의 발행·상환과 헤지운용 과정에서 위험에 노출되는데 파생결합증권의 발행규모 증가로 인하여 잠재 위험수준이 높아지고 있는 것으로 판단된다. 증권사들은 파생결합증권 발행·상환 과정에서는 평판위험과 환매위험에, 헤지운용 과정에서는 신용위험과 시장위험에 노출된다.

증권사는 파생결합증권의 발행·상환 과정에서 평판위험과 환매위험에 노출되는데, 환매자금 조달을 위한 위험은 일반적인 상황에서는 제한적인 수준이나 스트레스 상황 하에서는 보다 확대될 수 있다. 평판위험은 파생결합증권의 리테일 판매비중이 높아 기초자산 가격하락으로 인한 투자자의 손실 확대로 불완전판매 및 불공정거래 등의 이슈가 제기될 경우 발생되며 이 경우 소송피소, 투자심리 위축 및 발행사 신뢰도 저하로 이어질 수 있다. 환매위험은 발행사에 대한 신뢰도 상실 등으로 인하여 중도환매 요청이 단기간에 집중될 경우 발생되며 대규모 유동성 대응이 요구된다. 특히, 스트레스 상황을 가정할 경우 증권사별 유동성 대응능력이 차별화되는 것으로 분석되어 향후 개별 증권사별 유동성 수준에 대한 면밀한 모니터링이 필요하다.

증권사는 파생결합증권의 헤지운용 과정에서 신용위험과 시장위험에 노출되는데, 신용위험은 제한적인 수준으로 판단되나 시장위험은 잠재적인 위험수준이 높은 것으로 분석된다. 신용위험은 보유 채권과 거래상대방 신용도 수준을 감안시 전반적으로 적절하게 통제되고 있으나, 일부 증권사의 경우 자기자본 대비 위험업종 관련 채권 보유비중이 다소 높은 수준을 보이고 있어 향후 추이를 모니터링할 필요가 있다. 시장위험은 기초자산의 가격 변동에 따라 손실이 발생될 위험으로 특히, 원금비보장형의 경우 헤지포트폴리오의 재조정이 고려되는 동적헤지가 이루어짐에 따라 시장위험에 대한 노출도가 높은 수준으로 판단되며, 증권사의 손익에 미치는 영향 또한 작지 않은 수준으로 분석된다. 또한, 쏠림현상으로 인하여 금융시장의 스트레스 상황하에서 적절한 동적헤지가 이루어지지 못할 경우 예상치 못한 손실이 발생될 수 있다.

파생결합증권 발행이 증권사 신용도에 미치는 영향은 제한적인 수준으로 판단되나, 잠재적인 위험수준이 증가하고 있어 향후 면밀한 모니터링이 필요하다. 2016년부터 레버리지 규제가 시행됨에 따라 파생결합증권의 증가추세는 둔화될 것으로 예상되나, 발행수수료가 상대적으로 높은 수준인 원금비보장형 상품의 발행비중이 확대될 가능성이 있다. 원금비보장형 상품의 경우 시장위험과 평판위험이 상대적으로 높은 것으로 판단됨에 따라 당사는 향후 원금비보장형 상품의 자기자본 대비 규모, 증가 속도, 자체헤지 비율 등을 중점 모니터링하는 한편, 잠재적 위험수준이 높은 것으로 판단되는 증권사에 대해서는 신용평가시 보수적인 관점에서 접근할 계획이다.

[파생결합증권과 관련된 증권사의 주요 위험요인]

구분	위험요인	위험수준	내용
발행·상환 과정	평판위험	잠재적	일반적 상황에서는 제한적인 수준이나, 스트레스 상황 발생시 확대 가능
	환매위험	잠재적	
헤지운용 과정	신용위험	제한적	보유채권 및 거래상대방 신용도 수준 양호
	시장위험	확대추세	확대추세로 모니터링 필요

1. 들어가며

저금리 기조하에 파생결합증권 발행급증

ELS로 대표되는 파생결합증권[1]은 저금리 기조하에서 투자자들에게 중위험·중수익[2] 금융투자상품으로 인식되면서 증권사와 은행 신탁계정 등을 통해 빠르게 판매규모가 증가하여 파생결합증권 잔액규모가 2011년 3월말 26조원에서 2015년 10월말 기준 100조원 규모로 성장하였다. 일반적으로 파생결합증권의 발행에 따른 위험요소로 투자자 측면에서는 원금 및 이자 손실 가능성이 부각되어 왔으며, 발행 증권사 측면에서는 투자성과가 투자자에게 귀속되는 점과 자산과 부채의 매칭이 이루어지는 점 등으로 인하여 상대적으로 재무건전성에 미치는 위험이 제한적인 것으로 인식되어 왔다.

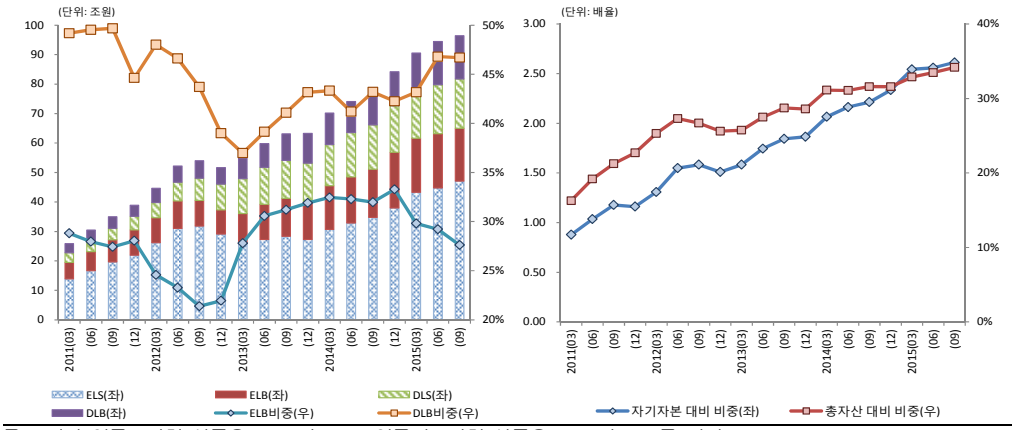
파생결합증권의 잠재적인 위험 증가

다만, 증권사는 파생결합증권의 발행·상환 과정에서 ①불완전판매 및 불공정거래 이슈가 발생할 경우 평판위험, ②단기간에 조기상환 요청이 집중될 경우 환매위험에 노출되어 있다. 또한, 증권사는 발행한 파생결합증권의 헤지운용 과정에서 ①헤지자산이 부실화될 경우 신용위험, ②기초자산 가격변화를 따라가지 못할 경우 시장위험이 존재한다. 이에 따라, 파생결합증권 발행규모가 빠르게 증가하면서 발행수수료 급증 등 증권사의 수익 증가와 더불어 잠재적인 위험수준도 빠르게 증가하고 있는 것으로 판단된다.

증권사 재무건전성에 미치는 영향

특히, 2015년 8월 이후 글로벌 금융시장의 불확실성 확대에 따라 파생결합증권의 기초자산으로 활용되는 HSCEI 등 주요 주가지수들이 급락하면서 이들 지수를 활용하는 파생결합증권이 증권사 재무건전성에 미치는 영향에 대한 관심이 높아지고 있다. 이에 본 고에서는 증권사 재무건전성 측면에서 파생결합증권과 관련된 발행·상환 과정과 헤지운용 과정에서의 위험요인에 대해서 분석해보고 파생결합증권의 증가가 증권사 신용평가 관점에서 갖는 의미에 대해서 살펴보았다.

[그림1] 파생결합증권 발행잔액 및 총자산·자기자본 대비 비중 추이



주1: 이하 원금보장형 상품은 ELB 및 DLB, 원금비보장형 상품은 ELS 및 DLS를 의미
주2: 분기별 미상환 잔액기준, 총자산은 미수금과 투자자예수금 차감 기준
주3: ELB비중은 ELS+ELB 대비 비중, DLB비중은 DLS+DLB 대비 비중
주4: 총자산 및 자기자본은 2015년 6월말 기준 발행잔액이 있는 23개 증권사 기준(합병 회사도 포함),
자료: 한국예탁결제원, 금융감독원 금융통계정보시스템

[1] 법적으로 원금보장형 상품은 파생결합사채로 분류되나, 본 고에서는 편의상 파생결합증권으로 지칭

[2] 금융투자협회 표준투자권유준칙(2015), 금융투자상품별 위험도는 제시된 정량적, 정성적 요소 등을 참고하여 증권사가 자율적으로 결정함에 따라 회사별로 파생결합증권의 위험도 수준에 차이 발생 가능

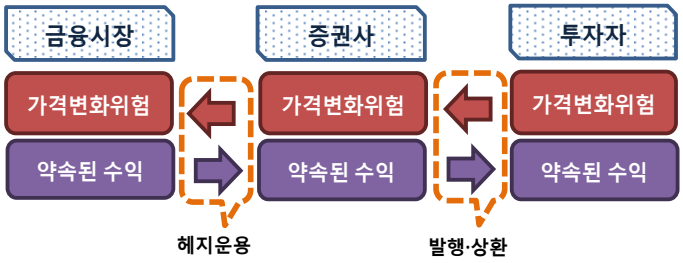
2. 파생결합증권의 특징과 위험요인

1) 파생결합증권의 특징[3]

증권사는 투자자로부터 가격변화 위험을 매수

증권사는 파생결합증권 발행을 통해 기초자산의 가격변화 위험에 노출된 투자자로부터 동 위험을 매수하고 상환시점에 사전에 약속한 수익을 제공하게 된다. 증권사는 투자자로부터 매수한 가격변화 위험을 금융시장에 매도하는 헤지운용을 통해 보유하게 된 위험을 상쇄하고 투자자에게 지급할 수익을 확보하게 된다. 즉, 파생결합증권은 투자자 측면에서는 기초자산의 가격변화 위험을 증권사에게 매도하며 반대급부로 약속된 수익을 지급받고(매수), 증권사 측면에서는 기초자산의 가격변화 위험을 투자자로부터 매수하며 반대급부로 약속한 수익을 제공(매도)하는 일종의 옵션계약으로 간주할 수 있다.

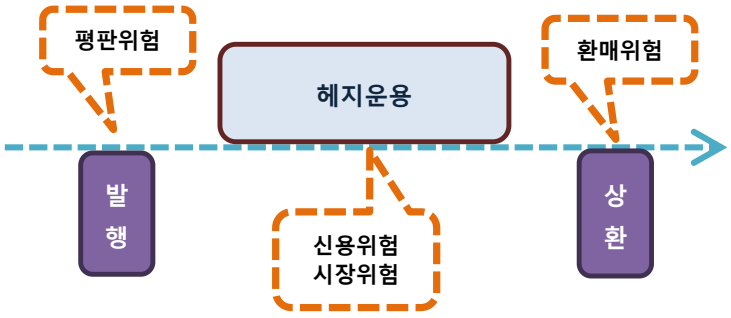
[그림2] 가격변화 위험과 약속된 수익의 교환



2) 파생결합증권의 위험요인

파생결합증권과 관련하여 증권사는 크게 4가지 위험요인을 부담하게 되는데, 발행·상환 과정에서는 평판위험과 환매위험이, 헤지운용 과정에서는 신용위험과 시장위험이 존재한다.

[그림3] 발행·상환 및 헤지운용 과정에서의 증권사 위험요인



[3] 자본시장법 제4조(증권)⑦이 법에서 "파생결합증권"이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전 등에 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다.

발행·상환 과정에서의 위험요인 - 평판위험/환매위험

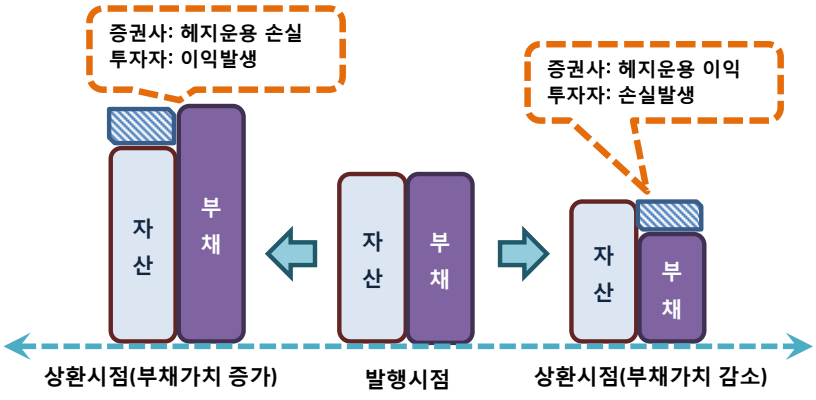
증권사는 파생결합증권과 관련하여 발행·상환 과정에서 2가지 위험에 노출된다. 첫번째 위험은 불완전판매와 불공정거래 이슈가 발생될 경우의 평판위험이다. 금융투자상품을 판매하는 증권사 입장에서 평판(reputation)은 사업적 성패를 가르는 중요한 요소로 작용하고 있는 가운데 파생결합증권의 수익구조가 복잡해짐에 따라 불완전판매와 불공정거래 이슈는 갈수록 중요성이 높아질 것으로 예상된다. 두번째 위험은 평판훼손 등으로 대규모 환매요청이 발생될 경우의 환매위험이다. 파생결합증권 또는 증권사에 대한 신뢰가 훼손될 경우 투자자의 환매요청이 집중될 수 있으며 이때 헤지자산을 적시에 유동화하기 어려울 경우 유동성위험에 노출된다.

헤지운용 과정에서의 위험요인 발생원인

증권사는 파생결합증권의 헤지운용 과정에서 자산과 부채 가치의 불일치로 인한 손실발생 위험에 노출된다. 증권사의 헤지운용은 투자자에게 약속한 수익인 상환금액(부채[4])을 확보하기 위해 발행원금 운용을 통해 운용자산(자산)을 맞추어 나가는 과정을 의미한다. 이 과정에서 투자자 측면에서는 부채 가치의 절대적인 증감에 따라 손익이 결정되며, 증권사 측면에서는 상환시점에 자산이 부채보다 크다면 헤지운용 이익이, 자산이 부채보다 작다면 헤지운용 손실이 발생하게 된다.

예를 들어, 상환시점에 부채의 가치가 20% 증가하고 헤지운용의 결과 자산의 가치가 15% 증가한 경우 투자자 측면에서는 부채의 가치 증가로 +20%의 이익이 발생하지만, 증권사 측면에서는 -5%(=15%-20%)의 헤지운용 손실이 발생하게 된다. 반대로 상환시점에 부채의 가치가 20% 감소하고 헤지운용의 결과 자산의 가치가 15% 감소한 경우 투자자 측면에서는 부채의 가치 감소로 -20%의 손실이 발생하지만, 증권사 측면에서는 5%(=-15%-(-20%))의 헤지운용 이익이 발생하게 된다.

[그림4] 헤지운용 과정에서의 위험요인



헤지운용 과정에서의 위험요인 - 시장위험/신용위험

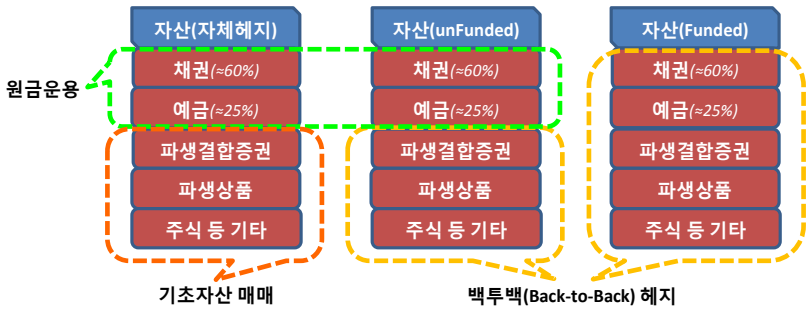
헤지자산의 가치를 부채보다 높거나 최소한 일치시키기 위한 증권사의 헤지운용에는 크게 3가지 방법이 존재한다. 첫번째 방법은 발행원금 전액으로 외부 금융기관으로부터 수익구조가 동일한 파생결합증권을 매수하는 『fully Funded 백투백헤지』 방법이다. 두번째 방법은 외부

[4] 원금비보장형 파생결합증권은 자본시장법 제4조 제7항에 따라, 원금보장형 파생결합증권은 상법 제469조 제2항 제3호에 따라 각각 파생결합증권 및 채무증권으로 분류됨에 따라 파생결합증권은 실질적으로 증권사가 자체적인 신용으로 발행하는 선순위 채무증권과 동일한 상환순위를 가지게 됨

금융기관으로부터 옵션 수익구조만을 매수하고 나머지 원금은 증권사가 자체적으로 채권·예금 등을 통해 운용하는 『unFunded 백투백헤지』 방법이다. 세번째 방법은 옵션 수익구조와 나머지 원금 모두 증권사가 자체적으로 운용하는 『자체헤지』 방법이다. 이러한 헤지운용 과정에서 증권사는 신용위험과 시장위험에 노출된다.

신용위험으로는 『fully Funded 백투백헤지』와 『unFunded 백투백헤지』 과정에서 백투백(Back-to-Back)헤지의 경우 거래상대방 위험이 발생하며, 『unFunded 백투백헤지』와 『자체헤지』 과정에서 원금운용[5]의 경우 운용자산의 신용도 저하 위험이 존재한다. 시장위험은 『자체헤지』시 파생결합증권의 수익구조를 복제하기 위해 파생상품 등 기초자산에 대한 헤지운용을 수행하는 과정에서 기초자산의 가격변동에 노출되는 위험이다. 파생결합증권의 기초자산이 다양해지고 수익구조 또한 복잡해지고 있는 점을 감안할 때 시장위험이 보다 확대되고 있는 것으로 판단된다.

[그림5] 헤지운용 방법에 따른 자산구조



주1: 백투백 헤지는 수익구조가 동일한 파생상품 등을 매입해서 위험 해소하는 헤지운용
주2: 원금운용은 발행원금의 100% 혹은 일부를 보존하며 상환금액을 확보하는 헤지운용
주3: 기초자산 매매는 파생결합증권의 수익구조를 증권사 자체적으로 복제하는 헤지운용

3. 발행·상환 과정에서의 위험요인 : 평판위험 + 환매위험

1) 평판위험

평판위험 모니터링 필요

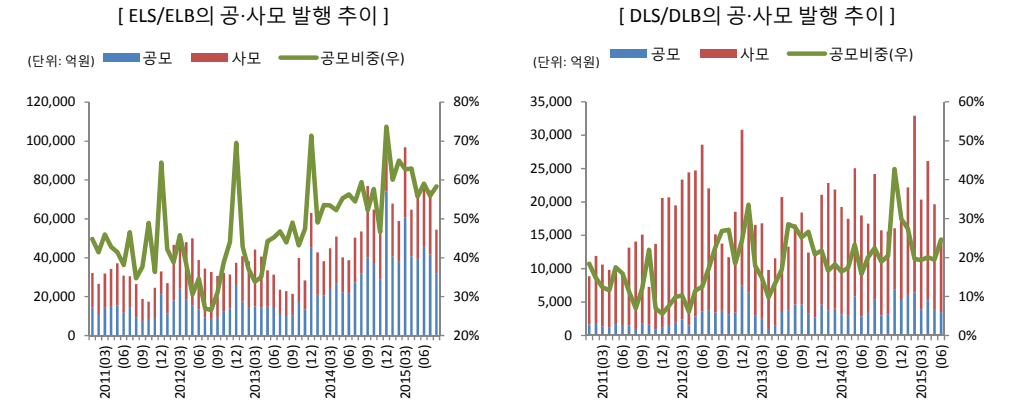
파생결합증권의 발행·상환 과정에 내재된 평판위험은 제한적인 수준이나 모니터링이 필요한 것으로 판단된다. 파생결합증권의 평판위험은 일반적 상황에서는 문제가 되지 않지만, 리테일 판매비중이 높아[6] 기초자산의 가격하락으로 투자자의 손실규모가 확대될 경우 불완전판매 및 불공정거래 이슈 제기로 금융기관의 핵심적인 사업기반인 평판자본이 크게 훼손될 수 있기 때문이다.

[5] 단, 원금운용 과정에서도 자산/부채 듀레이션의 불일치 등의 경우 시장위험 발생가능
[6] 2014년말 기준 ELS/ELB 투자자는 가계 및 기업, 은행신탁, 펀드, 퇴직연금이 78.6% 비중 차지
2014년말 기준 DLS/DLB 투자자는 가계 및 기업, 은행신탁, 펀드가 63.4% 비중 차지(금융안정보고서)

평판위험 : 불완전판매와 불공정거래

불완전판매 이슈는 원금비보장형 파생결합증권(ELS, DLS)에서 투자자 손실이 발생될 경우 제기될 수 있다. 특히, 상품구조가 복잡하고 위험해질수록 증권사의 판매수수료가 높아지는 경향이 존재함에 따라 증권사는 복잡한 구조의 상품을 판매할 유인을 가지게 되는 반면, 위험수준에 대해서는 정확한 인식이 어려워질 수 있어 손실이 발생될 경우 불완전판매로 인한 평판훼손 및 소송제기 등에 노출될 수 있다. 불공정거래 이슈는 증권사가 고의적인 목적을 가지고 기초자산에 대한 매매를 통해 가격에 영향을 줄 수 있다는 시세조정 의혹에서 비롯된다. 특히, 만기일 및 중도상환일의 시세조정 의혹과 더불어 최근에는 Knock-In 배리어 부근에서 옵션시장의 개입을 통해 기초자산의 가격하락을 유도한다는 의혹[7]도 제기되고 있다. 상기의 경우 소송제기 및 규제이슈, 발행사 신뢰도 저하 등으로 이어질 수 있어 증권사들이 유의해야 할 사항이다.

[그림6] 파생결합증권 공·사모 발행추이



주: 월별 발행금액 기준
자료: 금융투자협회

2) 환매위험

환매위험 모니터링 필요

파생결합증권의 발행·상환 과정에 내재된 환매위험도 제한적인 수준이나 모니터링이 필요한 것으로 판단된다. 이는 파생결합증권의 환매위험이 일상적 상황에서는 문제가 되지 않지만, 평판훼손 등 신뢰도 저하로 인하여 단기간에 중도상환 요청이 집중될 경우 대규모 유동성 대응이 요구될 수 있기 때문이다.

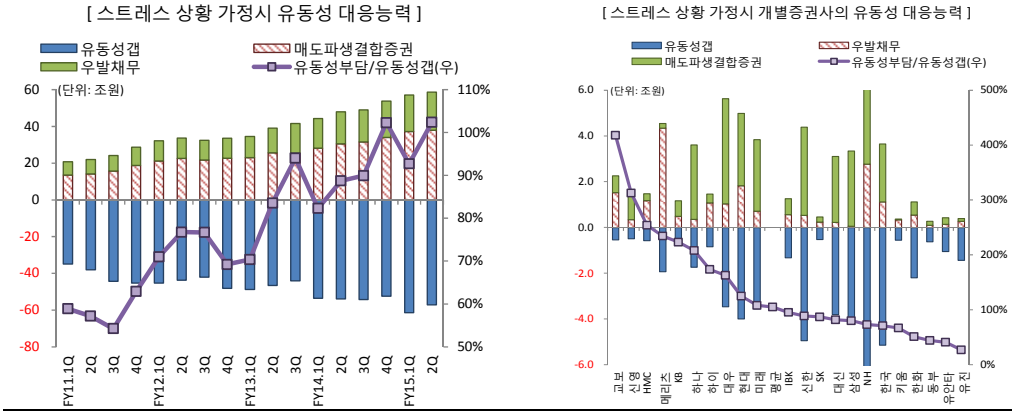
환매위험 : 유동성 높은 우량자산 보유 필요

파생결합증권은 일반적으로 원금보장형의 경우 12개월 내외, 원금비보장형의 경우 36개월 내외의 만기로 발행 되고 있으나, 투자자의 요청이 있을 경우 중도상환이 가능하다. 특히, 증권사의 재무건전성에 대한 문제가 제기[8]되거나 투자자에게 손실이 발생되는 경우 대규모 중도상환 요청이 집중될 수 있다. 대규모 환매요청이 발생할 경우 증권사는 1차적으로 헤지 운용자산을 현금화하여 대응하게 되며 2차적으로 기타 보유자산을 담보로 차입하여 대응하게 된다. 이에 따라, 증권사는 유동성 대응능력 확보 일환으로 헤지 운용자산의 원활한 현금화를 위하여 국공채 및 우량 신용등급의 채권보유가 필요하며, 담보차입이 가능한 우량자산을 보

[7] 이효섭(2015), ELS·DLS 증가에 따른 증권사 리스크 관리방안, 예금보험공사
[8] 동양사태 당시 동양증권의 매도파생결합증권 잔액은 '13.9월 1.8조원에서 '13.12월 0.95조원으로 감소

유할 필요가 있다. 유동성 대응수준을 분석할 때는, 보유자산의 신용도에 대한 검토가 필요하며 정상적인 상황에서의 대응능력 뿐만 아니라, 금융시장의 환경 급변 및 발행사 개별의 특정 이슈로 인한 대규모 환매발생, 또는 우발부채 현실화 등에 대응한 종합적인 유동성 대응력에 대한 분석이 이루어질 필요가 있다. 특히, 일부 증권사의 경우 파생결합증권의 중도 환매위험[9]과 우발채무 현실화 등을 가정한 스트레스 상황에서의 유동성갭(=유동성자산-유동성부채, 잔존만기 3개월 기준) 대비 우발채무 및 매도파생결합증권 비율이 100%를 상회한 가운데, 그 수준도 증권사별로 차별화되는 것으로 분석되어 향후 개별 증권사별 유동성 대응능력에 대한 면밀한 모니터링이 필요하다.

[그림7] 스트레스 상황 가정하의 유동성 대응능력



주1: 유동성갭(=유동성자산-유동성부채, 잔존만기 3개월 기준), 축반전
주2: 유동성부담=스트레스 상황의 우발채무+매도파생결합증권
주3: 스트레스 상황의 우발채무는 100% 실행, 매도파생결합증권은 40% 실행 가정[10]
주4: 개별증권사의 경우 2015년 6월말 매도파생결합증권 발행 증권사 기준
주5: 매도파생결합증권의 경우 잔존만기 적용하여 3개월 이내 도래분을 유동성부채로 반영하였으나, 2015년 7월부터 잔존만기 3개월 초과분의 경우에도 조기상환비율(3개월 이내 15%) 가정하여 유동성부채로 반영예정
주6: NH투자증권의 경우 유동성갭은 11.3조원, 스트레스 가정하의 우발채무 및 매도파생결합증권은 8.2조원
자료: 한국예탁결제원, 금융감독원 금융통계정보시스템

4. 헤지운용 과정에서의 위험요인 : 신용위험 + 시장위험

1) 신용위험 : 제한적인 수준

신용위험 제한적인 수준

파생결합증권 헤지운용 과정에 내재된 신용위험은 제한적인 수준인 것으로 판단되며, 이는 우수한 보유채권의 신용도와 거래상대방 신용도에 근거한다. 파생결합증권의 신용위험은 [그림5]에서 살펴본 바와 같이 원금운용 부분에서 보유채권의 신용도 저하위험과 백투백헤지 과정에서 거래상대방 관련 신용위험이 존재한다.

[9] 파생결합증권의 중도상환 시 일반적으로 ELS/ELB의 경우 외부 평가기관이 산출하는 기준가격의 95%(발행 후 6개월까지는 90%), DLS/DLB의 경우 기준가격의 90%로 중도상환됨

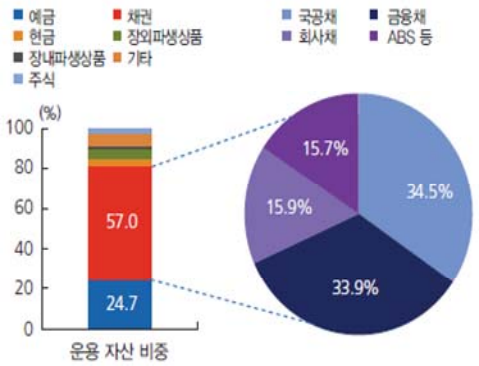
[10] 바젤Ⅲ의 LCR 규제에서 기타법인에 대한 신용 및 유동성 공여 약정은 100% 실행가정. 무담보부 기타 채무증권의 이탈률은 100%로 가정하고 있으나, 매도파생결합증권의 경우 비영업적 예금(비금융기업, 불안정 예금(비부보)) 성격에 가까운 것으로 판단하여 40% 이탈률 적용

보유채권의 신용도, 거래상대방의 신용도 우수한 수준

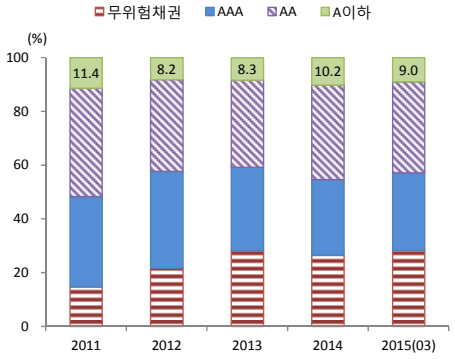
파생결합증권의 원금운용 부분은 발행금액의 80% 이상의 비중을 차지하며 대부분 채권과 예금으로 운용되고 있다. 2014년말 기준 발행금액의 24.7%를 차지하는 예금의 경우 시중은행에 예치됨에 따라 신용도가 매우 우수한 수준이다. 2014년말 기준 발행금액의 57.0%를 차지하는 채권의 경우 국공채 비중이 35% 내외로 RP편입 채권과 비교시 국공채 비중이 다소 낮은 수준이나, 신용등급 기준으로는 AA급 이상의 비중이 90% 이상으로 전반적인 보유 채권의 신용도는 우수한 수준으로 판단[11]된다. 다만, 증권사별 보유채권의 신용등급 수준에는 다소 차이가 존재하는 상황으로 향후 보유채권의 건전성 추이에 대해서는 모니터링이 필요하다. 한편, 파생결합증권의 백투백헤지 부분은 거래상대방이 주요 글로벌 투자은행(IB)으로 파악되며 글로벌 신용평가사의 신용등급 기준으로 대부분 A급 수준으로 파생결합증권의 거래상대방 위험도 상대적으로 양호한 수준으로 평가된다.

[그림8] 파생결합증권의 신용위험

[파생결합증권 운용자산의 구성(2014년말)]



[파생결합증권 운용채권의 신용등급 추이]



자료: 한국은행 금융안정보고서(2015.06)

2) 시장위험 : 확대추세로 모니터링 필요

시장위험 확대추세로 모니터링 필요

파생결합증권 헤지운용 과정에 내재된 시장위험은 확대추세로 모니터링이 필요한 것으로 판단된다. 파생결합증권의 시장위험은 [그림5]에서 살펴본 바와 같이 자체헤지의 기초자산 매매 과정에서 존재한다. 특히, 기초자산의 가격이 급락할 때 예측불가능한 손실의 발생위험이 잠재되어 있는 원금비보장형 파생결합증권의 경우 시장위험에 대한 노출도가 높은 것으로 판단된다.

원금비보장형의 시장위험 높은 수준

원금보장형 파생결합증권[12](ELB, DLB)의 헤지운용은 발행시점에 옵션매수 등이 실행된 이후 만기시점까지 추가적인 헤지포트폴리오의 재조정이 고려되지 않는 정적헤지(Static Delta Hedge)로 이루어진다. 이에 따라, 헤지운용의 손익변동성은 제한적인 수준으로 시장위험에 대한 노출도는 낮은 수준으로 판단되며, 자산과 부채간 불일치 가능성도 낮은 것으로 분석된다. 반면, 원금비보장형 파생결합증권[13](ELS, DLS)의 헤지운용은 발행 이후 만기시점까지 기

[11] 한국기업평가 크레딧세미나(2015.11), 2015년 9월말 한국기업평가의 신용등급 부여 28개 증권사 기준, BBB급 이하 채권은 총채권 대비 0.5%, 위험업종(건설/조선/운수업) 채권은 총채권 대비 1.0%

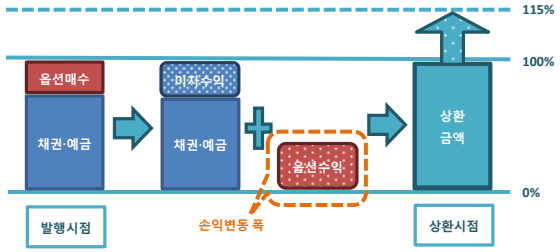
[12] 이하 원금보장형 파생결합증권은 상한베리어 존재하는 Knock-Out형 가정

[13] 이하 원금비보장형 파생결합증권은 하한베리어 존재하는 자동조기상환 Knock-In Step-Down형 가정

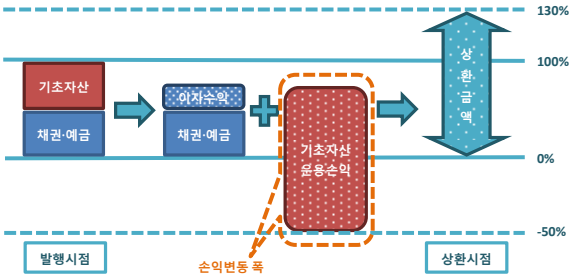
초자산의 가격과 변동성 변화에 따라 수익구조를 복제하기 위해 적극적인 매매가 이루어지며 헤지포트폴리오의 재조정이 고려되는 동적헤지(dynamic delta hedge)로 이루어진다. 이에 따라, 기초자산의 민감도지표 변화에 따라 헤지운용의 손익변동성이 큰 수준으로 시장위험에 대한 노출도가 높은 수준으로 판단되며, 자산과 부채간 불일치 가능성도 낮지 않은 것으로 분석된다. 특히, 원금비보장형 파생결합증권은 기초자산의 가격과 변동성 변화로 헤지운용의 지표로 활용되는 민감도지표[14]에서 급격한 변화가 나타날 경우 헤지포지션이 매우 불안정한 상태를 보일 수 있어 헤지운용이 어려워 질 수 있다. 이에 따라, 기초자산의 가격변화에 대한 예측과 적절한 대응능력 등 운용역량에 따라 증권사 헤지운용의 성과가 차별화될 수 있다.

[그림9] 원금보장형/원금비보장형 파생결합증권의 헤지운용 개념

[원금보장형(ELB/DLB) 파생결합증권의 기본구조]



[원금비보장형(ELS/DLS) 파생결합증권의 기본구조]



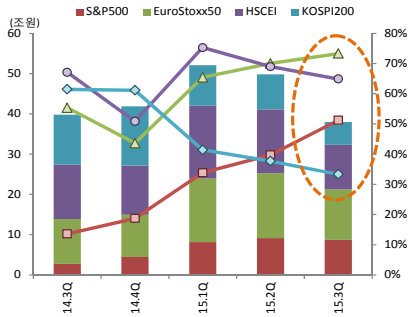
주1: 원금보장형 파생결합증권은 상한 베리어 존재하는 Knock-Out Call형 가정
주2: 원금비보장형 파생결합증권은 상·하한 베리어 존재하는 자동조기상환 Knock-In Step Down형 가정

쏠림현상으로 인한 시장위험 증폭가능성 내재

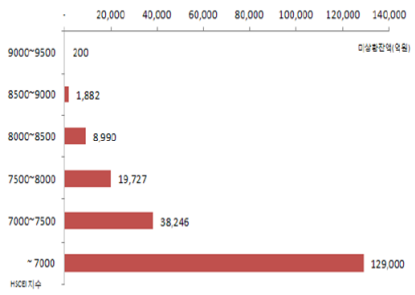
최근 원금비보장형 파생결합증권을 중심으로 특정 기초자산을 활용한 상품이 집중적으로 발행되는 등 쏠림현상이 나타나고 있다. 수익구조, 기초자산, 발행시점 등이 집중되는 쏠림현상은 금융시장의 스트레스 상황하에서 증권사의 적절한 헤지운용[15]을 어렵게 만들어 시장위험을 확대시킬 수 있다. 특히, 장외거래시장에서 매매가 이루어져 거래유동성이 떨어지는 변동성 헤지는 시장충격이 발생될 경우 증권사들의 거래가 집중될 가능성이 높고, 이때 변동성 매수·매도 간 거래균형이 무너져 매매가 불가능한 상황이 발생될 경우 증권사에 예상치 못한 손실이 발생될 수 있다.

[그림10] 기초자산과 발행시점의 쏠림현상

[특정 기초자산에 대한 높은 집중도]



[HSCEI Knock-In 베리어 분포]



주1: 분기별 ELS/ELB 발행금액 중 특정 기초자산의 발행금액 및 비중. 기초자산이 복수인 경우 중복계상
자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회, 한국자산평가, 자본시장연구원

[14] 가격민감도인 델타와 감마, 변동성민감도인 베가, 시간민감도인 세타, 금리민감도인 로 등을 의미
[15] 금융감독원(2011), ELS Knock-In이 주가에 미치는 영향 분석

5. 맺으며

1) 파생결합증권 발행증가로 인한 증권사의 리스크 확대

환매위험, 평판위험 모니터링과 함께 시장위험에 대한 추가적인 고려 필요

증권사는 파생결합증권의 발행·상환 과정에서는 평판위험 및 환매위험에, 헤지운용 과정에서는 신용위험 및 시장위험에 노출되며 최근, 파생결합증권의 발행규모가 빠르게 증가하면서 증권사의 잠재적인 위험도 함께 증가하고 있다. 환매위험의 경우 일반적 상황에서는 증권업 전반적으로 양호한 수준이나, 스트레스 상황을 가정할 경우 증권사별로 유동성 대응능력은 차별화되는 것으로 분석되어 향후 개별 증권사별 유동성 수준과 대응능력에 대한 보다 면밀한 모니터링이 필요한 것으로 판단된다. 또한, 2016년부터 시행이 예정되어 있는 레버리지 규제로 과거와 같은 파생결합증권 발행규모의 빠른 증가가 어려워짐에 따라 증권사는 판매수수료가 상대적으로 높은 수준인 원금비보장형 상품의 발행을 확대할 유인이 존재하는 것으로 판단된다. 원금비보장형 상품의 경우 수익구조가 복잡하고 투자자의 손실가능성이 있어 불완전판매와 불공정거래 이슈 등으로 인한 평판위험이 존재하며, 기초자산의 가격급락 시에 예상치 못한 손실발생 등 시장위험이 상대적으로 높은 것으로 분석된다. 이에 따라, 환매위험과 평판위험에 대한 모니터링과 함께 원금비보장형 상품과 관련하여 시장위험에 대한 추가적인 고려가 필요한 것으로 판단된다.

[파생결합증권과 관련된 증권사의 주요 위험요인]

구분	위험요인	위험수준	내용
발행·상환 과정	평판위험	잠재적	일반적 상황에서는 제한적인 수준이나, 스트레스 상황 발생시 확대가능
	환매위험	잠재적	
헤지운용 과정	신용위험	제한적	보유채권 및 거래상대방 신용도 양호
	시장위험	확대추세	확대추세로 모니터링 필요

2) 신용평가 관련 모니터링 사항 : 원금비보장형 상품의 자기자본 대비 규모, 증가속도, 자체헤지 비율

주요모니터링 요소

당사는 증권사 신용평가와 관련하여 원금비보장형 파생결합증권에 초점을 맞추어 ①자기자본 대비 원금비보장형 상품 규모, ②원금비보장형 상품의 증가 속도, ③원금비보장형 상품의 자체헤지 비율 등 3가지 요소에 대해 집중적으로 모니터링 할 예정이다.

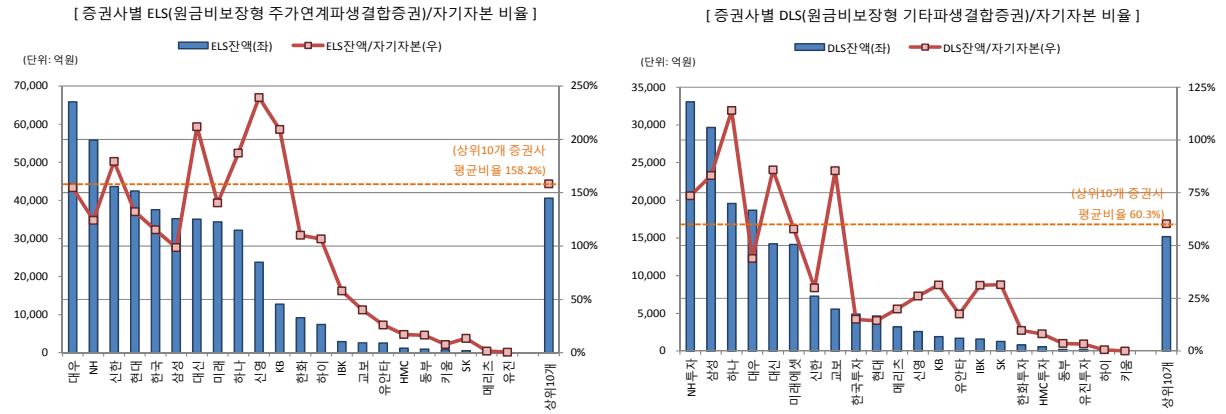
①자기자본 대비 원금비보장형 상품 규모 모니터링

첫번째로, 원금비보장형 상품에 대해서는 증권사가 부담하는 시장위험 수준이 높아 이에 대한 추가적인 고려가 필요하나, 동 위험에 대해서는 손실예상 범위를 합리적으로 예측하기 어려운 특징이 있다. 이에 따라, 당사는 잠재적인 위험수준을 가늠해보기 위한 일환으로 위험에 대한 손실흡수 여력인 자기자본 규모 대비 원금비보장형 상품 비중에 대한 모니터링을 실시할 예정이다. 2015년 6월말 기준 자기자본 대비 원금비보장형(ELS, DLS) 잔액 비율을 살펴보면, 잔액 기준 상위 10개 증권사[16]의 평균비율이 ELS 및 DLS 기준 각각 158.2% 및 60.3%로 높은 수준을 보이고 있다. 특히, ELS 기준으로는 신영증권, 대신증권, KB투자증권의

[16] 2015년 6월말 잔액 기준 상위 10개 증권사의 점유율: ELS 90.8%, DLS 91.5%

비율이 자기자본 대비 200%를 초과하며, DLS 기준으로는 하나금융투자, 대신증권, 교보증권, 삼성증권의 비율이 자기자본 대비 80%를 초과하는 매우 높은 수준을 보이고 있다.

[그림11] 증권사별 원금비보장형 파생결합증권(ELS, DLS)의 자기자본 대비 비율

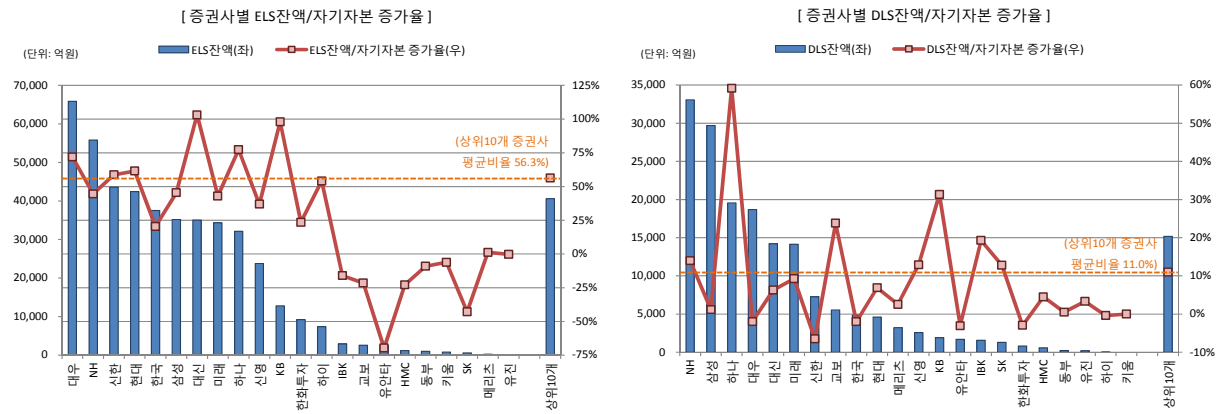


주1: 2015년 6월말 자기자본(IBK투자증권, 메리츠종합금융증권, 하이투자증권은 6월말 이후 실행된 유상증자 반영) 기준
주2: 상위 10개 증권사 평균비율은 2015년 6월말 원금비보장형 파생결합증권 잔액 상위 10개 증권사 기준
자료: 한국예탁결제원, 금융감독원 금융통계정보시스템

②원금비보장형 상품의 증가속도 모니터링

두번째로, 원금비보장형 상품의 발행규모가 과도하게 빠른 증가속도를 보일 경우 리테일에서의 불완전판매 가능성으로 인하여 평판위험이 높아질 수 있으며, 헤지운용 자산의 급격한 증가는 오퍼레이션 리스크로 인하여 잠재적인 시장위험을 증가시킬 수 있는 요인으로 분석된다. 이에 따라, 자기자본 대비 원금비보장형 상품 잔액의 증가속도를 살펴봄으로써 잠재적인 위험 확대추이를 가늠해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 자기자본 대비 원금비보장형(ELS, DLS) 잔액의 증가추세를 살펴보면, 잔액 기준 상위 10개 증권사의 2013년 12월말 이후 2015년 6월말까지 평균 증가율이 ELS 및 DLS 기준 각각 56.3% 및 11.0%로 빠른 증가속도를 보이고 있다. 특히, ELS 기준으로는 대신증권, KB투자증권, 하나금융투자의 증가율이 75%p를 초과하며, DLS 기준으로는 하나금융투자, KB투자증권, 교보증권의 증가율이 20%p를 초과하는 매우 빠른 증가추세를 보이고 있다.

[그림12] 증권사별 원금비보장형 파생결합증권(ELS, DLS)의 자기자본 대비 증가율



주1: 2013년 12월말 대비 2015년 6월말의 자기자본 대비 원금비보장형 파생결합증권(ELS, DLS)잔액의 증가속도
주2: 2015년 6월말 자기자본(IBK투자증권, 메리츠종합금융증권, 하이투자증권은 6월말 이후 실행된 유상증자 반영) 기준
주3: 상위 10개 증권사 평균비율은 2015년 6월말 원금비보장형 파생결합증권 잔액 상위 10개 증권사 기준
자료: 한국예탁결제원, 금융감독원 금융통계정보시스템

③원금비보장형 상품의 자체헤지 비율 모니터링

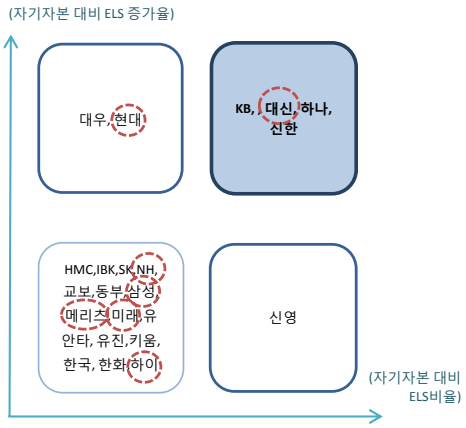
세번째로, 자체헤지 비율이 높을수록 증권사가 부담하는 시장위험에의 노출도가 높은 바, 자체헤지 비율수준 및 추이에 대한 모니터링이 필요하다. 증권사는 자체헤지를 통해 운용수익과 운용역량을 증가[17]시켜 왔으나, 잠재적인 위험수준이 높은 원금비보장형 상품에 대한 높은 자체헤지 비율은 시장위험을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다. 특히, 바젤Ⅲ 자본규제 등으로 인하여 백투백 헤지의 주요 거래상대방인 글로벌 투자은행들이 트레이딩 사업 비중을 축소하는 움직임을 보이고 있어, 증권사들이 현재의 발행규모를 유지할 경우 자체헤지 비율이 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

3가지 지표 모두 높은 증권사에 대해 보수적인 관점에서 신용평가 계획

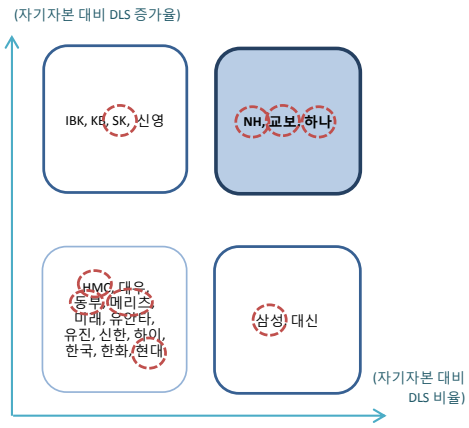
원금비보장형(ELS, DLS) 상품에 대해서는 ①자기자본 대비 규모 비율이 높고, ②증가속도가 빠르며, ③자체헤지 비율이 높은 증권사의 경우 잠재적인 시장위험에의 노출도가 높은 수준으로 판단된다. 특히, ELS의 경우 리테일 판매비중이 높아 투자자에게 손실이 발생될 경우 불완전판매 이슈로 인한 평판위험 발생가능성이 높고, 기초자산의 종류 및 해외자산의 높은 비중 등을 감안시 헤지운용 과정에 내재된 시장위험이 DLS 대비 높은 수준인 것으로 분석된다. 이에 따라, 당사는 향후 증권사 신용평가시 앞서 언급한 원금비보장형 상품, 특히 ELS에 대한 모니터링 사항을 중점 점검하는 한편, 잠재적인 위험수준이 높은 것으로 판단되는 증권사에 대해서는 보수적인 관점에서 접근할 계획이다.

[그림13] 증권사별 자기자본 대비 규모, 증가속도, 자체헤지 비율 매트릭스

[증권사별 자기자본 대비 ELS 비율 및 증가율 현황]



[증권사별 자기자본 대비 DLS 비율 및 증가율 현황]



주1: 음영 처리된 사각형은 잔액 상위 10개 증권사의 평균 자기자본 대비 규모와 증가속도를 모두 초과하는 증권사
주2: 빨간색 점선 원 처리된 증권사는 2013년말부터 2015년 6월말까지 자체헤지 비율이 동 기간 발행된 증권업 평균 자체헤지 비율을 상회하는 회사(발행금액 기준). 단, 동기간 상품규모 자체가 감소한 경우 제외하였으며, 실제 잔액기준 자체헤지 비율은 상이할 수 있음
주4: 자기자본에는 2015년 6월말 이후 실행된 유상증자(IBK투자증권, 메리츠종합금융증권, 하이투자증권) 반영
자료: 한국예탁결제원, 금융감독원 금융통계정보시스템, 각사 업무보고서

한편, 파생결합증권의 발행과 관련하여 증권사는 자체적으로 엄격한 리스크관리를 통해 투자자의 요구에 적합한 상품의 설계 및 판매를 통한 평판위험 관리와 함께 다양한 기초자산에 대한 투자역량 제고과 상품설계 과정에서의 특정 기초자산에 대한 집중도 관리를 통해 시장위험을 적절히 관리해 나가야 할 것으로 판단된다. 또한, 편입자산의 경우 신용도가 우수한 채권을 중심으로 저위험, 고유동성 자산 중심의 운용을 통해 신용위험 및 환매위험을 통제해야 할 것으로 분석된다.

[17] 안나영(2015), ELS로의 자금 쏠림이 증권사 Risk에 미치는 영향은, 한국기업평가

[유의사항]

(1) 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 한국기업평가㈜의 의견입니다. 신용등급은 특별한 언급이 없는 경우 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 특히, 구조화금융상품의 신용등급은 법령 조세제도의 변경 등에 따라 발생하는 위험을 반영하지 않습니다. 또한 신용평가는 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니라, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력에 대해 예측한 독자적인 의견으로, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.

(2) 본 보고서상 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있습니다. 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료의 경우 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다고 전제하고 있으며, 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

(3) 보고서 작성에 사용된 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 본 보고서 내용의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 따라서 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 본 보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.

(4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 신용등급은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 본 보고서의 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다.

(5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright© 2015 : Korea Ratings. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가㈜의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.

KRIR 2015-067, 2015-11-19