



파생상품 펀드투자상담사 핵심요약 자료

Knowledge, Value, and Your Future



1과목
파생상품펀드
관련법규



파생상품펀드 관련 법령 및 규정

I

법령 및 규정(1)

1. 상품 구분

간투법 : 파생상품을 장내파생상품과 장외파생상품 구분

자본시장법: 파생적상품에는 파생상품(장내파생상품과 장외파생상품 구분)과 파생결합증권으로 구분 규정

→ 파생결합증권 : 증권으로 규정

→ 파생결합증권: 원본초과손실가능성 NO vs 파생상품: 원본초과손실가능성 YES

파생결합증권 정의 : 기초자산의 가격,이자율,지표,단위, 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시되는 것
(예: ELS, 파생결합증권, 신용연계증권, 재해연계증권, 펀드연계증권 등 구조화 증권 포함)

2. 파생적 상품에 투자하는 펀드 변화

(1) 간접투자자산운용업법에 의한 분류(7가지 분류)

구 분	증권펀드	파생상품펀드	부동산펀드	실물자산펀드	특별자산펀드	재간접펀드	MMF
투자증권	○	○	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	○	○	○	×
부동산	×	×	○	×	×	×	×
실물자산	×	×	×	○	×	×	×
특별자산	×	×	×	×	○	×	×

MMF : 파생상품에 투자 불가능
펀드(파생상품펀드, MMF 제외): 위험회피 목적 또는 위험회피외의 목적으로 펀드재산의 10/100 이내 가능
파생상품 펀드: 10/100 초과하여 위험회피외의 목적으로 파생상품 투자 가능

(2) 자본시장법에 의한 분류(5가지 분류)

구 분	증권펀드	부동산펀드	특별자산펀드	MMF	혼합자산펀드
증권	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	×	○
부동산	○	○	○	×	○
특별자산	○	○	○	×	○

파생상품펀드를 독립펀드로 인정 않음(자본시장법에서 명문으로 인정하는 종류는 아님)
4개 펀드(단기금융펀드:MMF 제외)는 모든 파생상품과 파생결합증권에 투자 가능
이 경우 위험회피목적이나 위험회피외의 목적 투자 가능
각 펀드별 투자비율을 준수하면 파생상품과 파생결합증권에 투자비율 제한 없음

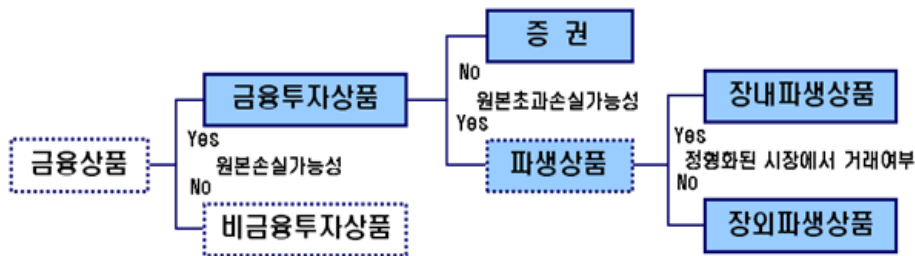
3. 금융투자상품의 정의

- (1) 이익획득 또는 손실회피 목적
- (2) 현재 또는 장래 특정시점에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리
- (3) 원본손실 가능성 (투자성) : 투자원본이 회수금액을 초과하게 될 가능성

4. 금융투자상품은 위험 크기

(원본초과 손실 가능성 여부)에 따라 증권과 파생상품으로 구분

(1) 파생상품은 거래 장소에 따라 장내파생상품과 장외파생상품으로 구분



5. 증권 및 파생상품

명 칭	정 의	예 시
전통적 증권	채무증권	지급청구권을 나타내는 것 국채, 지방채, 사채, 기업어음 등
	지분증권	출자지분을 나타내는 것 주식, 신주인수권, 출자증권, 출자지분 등
	수익증권	수익권을 나타내는 것 신탁 수익증권, 투자신탁 수익증권 등
	증권예탁증권	증권의 예탁을 받은 자가 발행하는 증권 KDR, GDR, ADR 등
투자계약증권	이익을 기대하여 공동사업에 금전을 투자하고 타인의 노력 결과에 따라 손익을 귀속받는 계약	집합투자증권, 비정형간접 투자증권, 주식, 출자지분 등
파생결합증권 (Securitized Derivatives)	기초자산의 가격 등의 변동과 연계되어 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적의 계약상의 권리	주가연계증권(ELS), ELW, 환율연계증권, 역변동금리채등

6. 파생 결합증권 및 파생상품 정의

- 1) 파생상품 구분
- 파생상품 : 선도, 옵션, 스왑을 추상적으로 정의

7. 파생결합증권, 파생상품의 기초자산의 범위를 대폭 확대

(간투법) 유가증권, 통화, 일반상품, 신용위험

(자본시장법) 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험, 그 밖에 자연적·환경적·경제적 위험 등으로서 평가가 가능한 것

선도거래 선물거래	기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하여 지수등에 의하여 산출된 금전 등을 장래의 특정시점에 인도할 것을 약정하는 계약
옵션	당사자 어느 한쪽이 의사표시에 의하여 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약
스왑	장래의 일정기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약
장내파생상품	파생상품시장(KRX)에서 거래되는 것 또는 해외파생상품시장에서 거래되는 것
장외파생상품	파생상품시장 또는 해외파생상품시장에서 거래되지 아니 하는 것

해외파생상품거래

가) 런던금속거래소의 규정에 따라 장외(파생상품시장과 비슷한 시장으로서 해외에 있는 시장으로서 해외에 있는 시장외)에서 이루어지는 금속거래
 나) 런던귀금속 시장협회의 규정에 따라 이루어지는 귀금속 거래
 다) 미국선물협회의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래
 라) 일본의 상품거래소법에 따라 장외에서 이루어지는 외국환거래
 마) 선박운임선도거래업자협회의 규정에 따라 이루어지는 선박운임거래
 바) 그 밖에 국제적으로 표준화된 조건이나 절차에 따라 이루어지는 거래로서 금융위원회가 정하여 고시 하는 거래(“대륙간 거래소의 규정에 따라 장외에서 이루어지는 에너지거래를 의미”)

8. 기초자산 (포괄주의)

구 분	내 용
금융투자상품	증권 및 파생상품
통화	외국통화 포함
일반상품	농산물, 축산물, 수산물, 임산물, 광산물, 에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 제조 가공한 물품
신용위험	당사자 또는 제3자 신용등급 변동, 파산 등
기타	자연적, 환경적, 경제적 현상 등에 속하는 위험으로 가격산출이나 평가가능 한 것

9. 파생상품 펀드 의미

- 1) 독립적으로 법에서 ‘파생상품 펀드’ 명문화 한 것은 아님
- 2) 파생상품펀드라고 부르는 경우: 파생상품 및 파생결합증권에 매매하여 매매에 따른 위험평가액이 자산총액의 10/100 초과하는 경우
 (파생상품형 증권펀드(증권운용전문인력), 파생상품형 부동산펀드(부동산운용전문인력), 파생상

품형 특별펀드, 파생상품형혼합펀드)

- 3) 증권펀드 부동산펀드 등: 파생상품 및 파생결합증권에 매매하여 매매에 따른 위험평가액이 자산총액의 10/100 초과하지 않는 범위내에서 투자하는 경우
- 4) 자본시장법에서 명문으로 인정하고 있는 펀드의 종류는 아니지만 이른바 파생상품펀드로 부를 수 있음.
- 5) 파생상품형 증권펀드, 파생상품형 부동산펀드, 파생상품형 특별자산펀드, 파생상품형 혼합자산펀드와 같은 형태로 나타나게 될 것임.

II

법령 및 규정(2)

1. 파생상품펀드 운용전문인력

증권운용전문인력	증권펀드, 파생상품형증권펀드(증권을 기초자산으로 하는 파생상품)
부동산운용전문인력	파생상품형 부동산펀드(부동산을 기초자산으로 한 파생상품)
사회기반시설운용전문인력	파생상품형 특별자산펀드

→ 자본시장법: 파생상품펀드의 운용을 위한 별도의 투자운용인력 규정 없음

2. 공모파생상품펀드 운용제한

- 1) 공모파생상품펀드에서 원칙적으로 각 펀드 자산총액의 100분의 10을 초과하여 동일증권 투자 불가 (예외: 파생결합증권 30%까지 가능)
- 2) 부적격자와 장외파생상품 매매행위 금지 (사모펀드 공통 적용)
- 3) 파생상품 매매 위험평가액의 100분의 100 초과 금지 (사모펀드 100분의 400 초과금지)
- 4) 파생상품 기초자산 중 동일법인 등이 발행한 증권의 가격변동으로 인한 위험평가액이 펀드자산총액의 100분의 10 초과 금지
- 5) 동일 거래상대방과의 장외파생상품 매매에 따른 거래상대방 위험평가액이 각 펀드자산총액의 100분의 10 초과 금지

3. 사모펀드 특례

자본시장법상의 펀드에 관한 제반규정은 공모펀드에 대해서만 적용하고 있으며 사모펀드에 대해서는 공모펀드에 대한 특례를 인정하는 별도의 규정을 두고 있음.

- 1) 투자광고 관련 규정의 적용이 배제
- 2) 펀드재산의 운용제한 관련 규정 중 다수 규정의 적용이 배제.
- 3) 자산운용보고서 관련 규정의 적용이 배제

- 4) 수시공시 관련 규정의 적용이 배제
- 5) 펀드재산에 관한 보고 등 관련 규정의 적용이 배제
- 6) 집합투자계약의 공시 관련 규정의 적용이 배제
- 7) 파생상품의 운용시 의무사항 관련 규정의 적용이 배제
- 8) 환매금지형펀드의 상장외무관련 규정의 적용이 배제
- 9) 집합투자증권 기준가격 공고 • 게시의무 관련 규정의 적용이 배제
- 10) 결산서류 등 관련 의무 사항 관련 규정의 적용이 배제
- 11) 펀드재산의 회계처리 의무사항 관련 규정의 적용이 배제
- 12) 회계감사인의 손해배상책임 관련 규정의 적용이 배제
- 13) 신탁업자의 운용행위 감시 관련 규정의 적용이 배제
- 14) 신탁업자의 자산보관 • 관리보고서 작성 등 의무사항 관련 규정의 적용이 배제

— 사모파생펀드의 투자자는 그 집합투자증권을 분할하는 방법으로 타인에게 양도하여서는 아니된다.

— 사모파생상품펀드의 집합투자업자 또는 투자자는 해당 파생상품펀드에 일정한 방법에 따라 금전이 아닌 금전 외의 자산으로 납입할 수 있다.

— 사모파생상품펀드는 집합투자계약에서 정한 방법으로 전체 투자자에게 통지한 경우에는 자본시장법 또는 상법에 따라 공시 또는 공고한 것으로 봄.(공모펀드는 투자자에게 공고 또는 공시 의무)

4. 공모파생상품펀드와 사모파생상품펀드 공통 적용

- 1) 장외파생상품 상대방 적격 여부
- 2) 위험평가액 최고비율: 공모(100/100), 사모(400/100)

5. 파생상품 투자시 위험평가액 산정방법

구분		위험평가액
선물(선도)		가격 × 계약수 × 대금승수
옵션매수		옵션가격 × 계약수
풋옵션매도		행사가격 × 계약수 × 승수
콜옵션매도		Max(행사가격, 기초자산가격) × 계약수 × 승수
장외파생상품거래		명목원금
원금교환여부	Funded swap(○)	원금 + 지급예정이자
	Unfunded swap(X)	지급예정이자

2과목
파생상품펀드
영업실무



파생상품펀드의 종류 및 특성



I

파생상품펀드의 종류

1. 개괄

(1) 현황

- 우리나라에서는 가장 대표적인 파생상품
- 파생상품 규모 급속 성장하고 있음.
- ※ 집합투자기구 종류

증권집합투자기구	간접투자재산의 40/100 이상으로 대통령 정하는 비율(50%)을 초과하여 증권투자하는 펀드 (채권형, 혼합형, 주식형으로 분류되며 과거 전통적인 펀드유형)
부동산집합투자기구	집합투자재산을 40%이상으로서 대통령이 정하는 비율(50%)을 초과하여 부동산에 투자하는 펀드
특별자산 집합투자기구	집합투자재산을 40%이상으로서 대통령이 정하는 비율(50%)을 초과하여 특별자산에 투자하는 펀드(예: 금전채권, 어업권, 광업권, 탄소배출권 투자특별펀드 등)
단기금융집합투자기구	MMF이며 간접투자재산을 주로 단기금융상품에 투자·운용하는 펀드
혼합자산집합투자기구	집합투자재산을 운용함에 있어서 증권, 부동산, 특별펀드의 규정의 제한을 받지 아니하는 집합투자기구(판매자격: 증권펀드, 파생상품펀드, 부동산펀드 자격증 모두 보유 하여야 가능)

※ 파생상품 펀드 투자시 중요 관찰사항

- 기초자산, 수익구조, 만기, 평가일 및 평가주기, 중도상환여부

(2) 특성

- 주가연계 파생상품 : 파생상품의 수익이 주가에 연계되어 결정되는 파생상품
- 기초자산: 개별 종목 주식 또는 국내주가지수 또는 해외주가지수 가능

(3) 판단시 유의점

- 유동성, 변동성 에 신중하게 판단해야함
- 주가지수의 경우에도 대표성 여부
- 유동성에 문제
- ELD, ELS는 발행사의 신용으로 원금보장구조로 발행가능하나 주가연계펀드(ELF)는 원금보장이

란 표현을 사용 불가능 →펀드는 실적배당상품이므로 원금보존추구형으로 제공함.

(4) 유사상품 비교

구분	ELD	ELS	ELF
발행기관	은행	증권사	자산운용회사
상품성격	정기예금	유가증권	펀드
예금보호	예금보호	비보호	비보호
중도해지	가능(손실가능)	원칙 불가능	환매 가능
특징	조달자금을 주로 대출금 및 유가증권에 운용 예상수익을 파생상품에 투자	대부분을 우량채권에 투자 + 수익예상 일부를 파생상품 투자 공모발행 또는 사모발행	투자원금과 수익이 주가지수 등에 연동되는 투자신탁펀드

(5) 이외에도 보험사는 변액보험에서 주가연계 파생상품을 활용하기도 함.

주가연계파생상품은 워런트를 편입하여 원금보존 추구형, 파생결합증권이나 장외파생상품을 편입하는 형태로 설계, 장내파생상품에 주로 투자하는 형태의 펀드도 가능

2. 워런트 투자구조

(1) 개괄

- 워런트에 투자 : 주가 연계 파생상품에 투자하는 가장 간단한 방법
이를 통해 레버리지효과 거둘 수 있다.
- 펀드에서 워런트를 투자하면 원금보존 추구형을 만들 수 있음. 펀드재산의 대부분으로 이자자산을 매입하고 이자 규모로 워런트를 매입하면 기초자산의 가격변동에 따른 수익을 얻으면서도 원금보존 추구형이 가능
- 펀드에서 이자자산을 직접 편입하여 운용할 때 “어떤 이자자산에 투자할 것인가”가 매우 중요함 (이자자산의 부도위험은 현실적으로 거의 없는 반면 수익률이 낮으며 낮은 신용등급의 회사채를 이용한다면 이자수익은 늘어날 수 있지만 이자자산의 신용위험이 부각될 수 있음)
- 워런트 역시 파생상품으로 가격위험과 신용위험에 동시에 노출
- 워런트 발행사가 파산하는 경우에는 수익을 전액 혹은 부분적으로 회수하지 못할 수 있음 (대부분의 경우 워런트는 이자 수준의 프리미엄만 지급하여 손실을 제한할 수 있어 원금보존 추구형으로 분류)

(2) 방향성 투자

상승형	상승시 이익
하락형	하락시 이익
양방향형	상승 혹은 하락으로 큰 변동예상시

(3) 주요 용어

콜/풋/디지털	상승형: 콜 하락형: 풋, 디지털형: 상승형이든 하락형이든 일정한 쿠폰(제시수익률)을 받거나 혹은 받지 못하는 구조
스프레드(spread)	기초자산이 특정 구간에 있을 때는 지속적으로 수익이 상승하지만 특정 구간을 넘어서면 일정한 수익만을 받는 구조를 뜻함. (투자자가 큰 폭의 이익을 포기하고 손실위험을 줄일 수 있는 구조) →안정적이며 보수적인 투자전략
레인지(range)	기초자산이 특정 구간에 있을 때만 일정한 수익을 받고 그 외의 구간에서는 수익이 없는 구조를 말함. 즉 시장의 등락이 줄어들고 제한적 범위내에서 움직일 것으로 예상하는 경우 유용
넉아웃(knock-out)	사라지는 것을 넉아웃, 새로운 수익구조가 생기는 것을 낙인 일반적인 콜옵션보다 상대적으로 가격이 낮음→일반적인 콜, 풋보다 가격이 저렴하여 시장 전망이 맞는 경우 효율적인 투자가 가능 (예시 : Up&Out Call and Down&Out Put)
유럽형/ 미국형/ 아시아형	유럽형: 평가일에 대한 용어로 워런트의 수익을 결정하는 데 만기에 한 번만 관찰 미국형: 만기 전 어느 때라도 관찰하여 수익을 확정 아시아형: 만기 전(일반적으로 만기 포함)특정 평가일들을 정해놓고 수익률들을 결정한 후 최종적으로 평균하여 최종 수익률을 결정→워런트 대부분은 유럽형
참여율 (participation rate)	기초자산가격의 상승률 또는 하락률에 대하여 워런트의 수익이 어떤 비율로 참여하는가하는 비율 →참여율이 필요한 것은 옵션가격과 투자자금의 차이 때문 투자자금과 옵션가격의 비율이 참여율
리베이트(rebate)	넉아웃 구조의 경우 특정 조건이 만족되면 기존의 수익구조는 사라지게 되는데 이때 일정 속도의 수익을 보상해주는 경우에 이때의 수익

(4) 중도 상환 여부

일반적워런트	편입 펀드인 경우 중도 상환이 없고 이자 자산을 펀드 만기에 맞추어 편입, 펀드자산 대부분을 이자자산에 투자하고 투자기간 중 발생하는 이자를 워런트에 투자하는 구조
중도상환 조건이 있는 워런트	워런트 편입펀드에서 중도상환을 추가하려면 상환시점의 결제금액에 금리변동위험을 반영하여야 함. 중도 상환 시점에 만기의 원금 규모를 할인하여 원금과의 차액을 보완하면 중도상환형 워런트 펀드가 가능

→펀드 자금을 전액 파생결합증권에 투자한 펀드는 명목금액과 발생수익 전체에 대해 거래 상대방 신용위험을 갖고 있는 반면 펀드는 발생수익에 대한 신용위험에 노출

3. 파생결합증권 혹은 장외파생상품 계약

(1) 개괄

파생상품펀드의 대부분은 특정한 수익구조를 가진 파생결합증권을 편입하거나 외국계 투자은행과 계약의 형태로 장외파생상품을 거래. 파생결합증권을 편입할 때는 항상 원금이 발행사에 제공되는 반면, 장외파생상품 계약을 할때에는 원금이 거래상대방에게 제공되는 경우와 분기별로 이지만 지급

하는 경우로 나누어진다.

(2) 구분

1) 원금보존 추구형

기초자산의 가격움직임 혹은 금리, 환율 등 기타의 시장 변동과 관계없이 원금보존을 추구하는 펀드를 가리킨다.

원금보존 여부는 계약서 상의 수익 등 상환 조건으로 확인할 수 있음.

중도상환 조건이 없는 펀드들은 워런트를 투자하는 경우와 유사

발행사 부도 위험에 대한 노출 정도가 다름

원금보존 추구형 구조에서 펀드의 수익률은 기초자산의 가격 변동과 이자자산의 운용결과로 결정
시중 금리가 낮을 때 펀드의 구조 및 수익률이 악화

- ① 원금이 거래상대방에게 제공될 때 Funded Swap이라 하며 원금 교환없이 이자만 교환할 때 Unfunded Swap 또는 CD Swap이라고 한다.
- ② Range Accrual이란 구조의 상품은 기초자산의 가격이 일정 범위에 머물 때 수익이 누적되는 구간 내 누적 수익형이라 할 수 있음

2) 원금비보존형

원금비보존형 또는 조건부 원금보존형은 국내 시장에서 가장 대표적인 구조화상품

옵션매도의 프리미엄을 이용하되 상품의 수익을 제고시켜 투자자들에게 제공하는 것

원금비보존형 구조에서 쿠폰에 가장 영향을 많이 주는 요인으로 기초자산의 변동성, 변동성이 크면 쿠폰이 상승

[원금비보존형 구조: 쿠폰(제시수익률)에 미치는 요인]

요인	내 용
기초자산 변동성	변동성이 크면 쿠폰이 상승한다.
상환조건	상환조건이 낮을수록 쿠폰이 낮아진다. →상환조건 즉 행사가격이 낮으면 상환가능성이 상승하므로 투자자에게 유리함
Knock-In 또는 Knock-Out	KI이 낮은 구조는 쿠폰이 낮다 → KI수준이 낮을수록 투자자에게는 안정성이 높고 손실위험이 감소.
두 종목의 상관관계	두 종목의 상관관계가 낮을수록 쿠폰이 높음 →상관관계가 낮은 경우에는 기초자산 하나가 상환조건을 만족하더라도 다른 하나가 만족하지 못할 가능성이 크다

개별 펀드 별로 운용을 해야 하는 어려움이 있고 변동성이 감소하거나 바스켓의 성과가 부진한 경우 시장이 큰 폭으로 하락하는 경우에 투자손실이 발생할 수 있음.

구분	주가연계 증권 편입 펀드	델타 혼합형펀드
상품성격	장외옵션 외부 매입	옵션 내부 복제
중도해지(환매 등)	중도환매 가능(높은 해지 수수료)	중도환매 가능(낮은 또는 수수료 없이 해지가능)
운용전략 수정	불가	가능
이자배당소득 과세	확정수익 전체	채권이자 및 배당소득에 한정(종합과세 대상 개인고객에게 유리)
장점	준확정실적	펀드운용성과에 따른 추가수익가능 중도해지가 자유로워 펀드만기에 대한 부담 경감
단점	조기상환이 안 될 경우 높은 해지수수료로 인해 자금 인출에 대한 부담 증가 발행사의 신용위험에 노출	수익률 변동 가능성(실적배당)

4. 금리연계 파생상품펀드

(1) 특징

- ① 금리상품은 주가연계 상품과는 달리 투기적인 수요가 매우 적음.
- ② 헤지목적으로 사용하는 것이 보다 보편적
- ③ 금리는 주가에 비하여 변동성이 낮고 제시된 가격조건의 유지가 어려워 펀드 설정까지 상당한 시간이 소요되는 공모펀드로 만들기 어려움
- ④ 금리연계 파생상품은 만기가 길고 발행자의 중도상환 권리가 내재되어 있음. 그리고 기초자산인 금리의 수준이 거시경제의 영향을 많이 받으므로 경제에 대한 이해가 수반되어야 함.

※ 투스타 : 기초자산이 두 종목(지수포함)인 파생상품 및 파생결합증권

(2) 구분

Range Accrual	금리가 일정범위 안에 머문 날짜를 계산하여 쿠폰이 결정되는 구조로 금리가 예상하는 범위에 머물 때 수익을 확보할 수 있는 대표적인 상품.
스프레드	만기가 다른 두 종목 혹은 신용도가 다른 두 종목의 금리차를 이용하는 상품을 말함
복수 기초자산 상품 (Dual Index FRN)	기초자산이 두 개이며 각각의 기초자산 별로 쿠폰이 발생하는 조건이 있음. 두 개 기초자산이 각각 해당조건에 만족하는 비율을 산출하고 두 값을 곱하여 수익률을 계산

5. 환율연계 파생상품펀드

- ① 양국의 경제상황 등 가격변동 요인이 많고 영향이 복합적이기 때문에 금리이상으로 방향성이나 변동성에 대한 예측이 어려움
- ② 장외 파생상품 초기시장에서는 환율이 일정 범위에 머물면 수익을 주는 레 인지 상품들이 유행하

였음.

- ③ 펀드의 구조는 아니지만 엔화대출, 중소기업들이 거래한 KIKO 역외펀드의 선물환거래 등은 환율 변동이 얼마나 클 수 있는지를 보여주는 대표적인 환위험관리의 실패사례라고 하겠다.
- ④ 환율이 제한적으로 움직일것으로 예상될 경우 양방향 헷지옵션이 적절하다.

6. 상품(원자재)연계 파생상품펀드

(1) 장 · 단점

장점	인플레이션 헤지효과 타 자산과의 낮은 상관관계로 인한 분산투자효과를 기대
단점	가격에 대한 예측이 어렵다 변동성 및 변동폭이 매우 크다.

(2) 특징 및 의미

- ① 투자자의 분산 포트폴리오를 구성하는데 효율적인 수단을 제공함.
- ② 원자재에 대한 투자는 인플레이션에 대한 헤지 기능도 담당할 수 있음.
- ③ 원자재의 거래 방식은 다른 자산들과 달리 현물이 아닌 선물을 기준으로 거래하기도 한다는 것.
- ④ 각 원자재별로 만기일 정해진 선물거래를 이용 (상품 보관비용 부담)

(3) 주요 구조

- ① 원자재 관련 워런트는 기초자산의 특성상 일반적으로 가격이 높다.
- ② 유럽형 옵션보다 가격이 낮은 아시아형 및 강세 스프레드 옵션을 선택하여 파생결합증권을 매입하거나 장외파생상품 계약을 할 수 있다.

(4) 인덱스 상품

- 원자재는 실물에 대한 수요 및 공급에 영향을 받기 때문에 개별품목의 경우 가격의 등락이 큰 폭으로 발생함.
- 품목의 거래단위가 매우 크기 때문에 소규모 투자자들이 직접 시장에서 투자하기에 무리가 따름. 따라서 일반 개인들은 개별적인 품목에 대한 투자보다는 여러 가지 품목들을 모아서 지수화시킨 상품 관련 인덱스들에 투자하는 것이 바람직함.

7. 기타 파생상품펀드

(1) 현황

- 다양한 상품들에 대한 거래가 새롭게 이루어지고 있음.
- 누구나 펀드 가입을 통해 자동적인 자산배분이 가능하게 되었으며 기존의 전통적인 투자 방법을 개량하여 좀 더 안정적인 수익을 얻을 수 있는 새로운 인덱스들이 출시

(2) 멀티에셋 펀드 특징

- 자산배분효과
- 소액으로도 다양한 자산에 투자 가능
- 수익구조가 복잡하다.
- 안정성을 중시하는 투자자나 처음 펀드를 투자하는 투자자에게 적합하다.
- 기타파생상품이 가지고 있는 문제점을 해결하기 위하여 최초 투자 시점에 자산 배분의 원칙을 정하고 그 원칙대로 운용하는 멀티에셋 또는 하이브리드 펀드들이 존재

II

파생상품펀드의 특성

1. 다양한 수익구조

(1) 특징

- ① 선물의 등장으로 양방향 투자 및 시장 중립투자가 가능해졌다. 기초자산 가격의 하락이 예상될 때는 매도 포지션을 통해 수익을 추구할 수 있음.
- ② 시장대비 초과 수익률을 얻는 매매가 가능함.
- ③ 옵션이 등장하면서 투자자가 예상하는 방향으로 시장이 움직일 때는 이익을 향유하면서도 반대방향으로 움직일 때는 손실을 제한할 수 있게 되었다.
- ④ 파생상품의 등장은 투자자에게 다양한 투자전략을 수익으로 연결시켜 주는 수단을 제공하였다.

(2) Worst Performer(w.p.)

- ① 기초자산이 두 개 이상일 때 기초자산 중 수익률이 낮은 자산을 기준으로 상품의 수익을 결정하는 것.
- ② 시장에서 거래되는 많은 상품이 상품성을 갖는 이유 중의 하나로서 w.p.를 채택하기 때문이며 투자자들이 피부로 못 느끼지만 w.p.가 갖는 위험성과 상관관계에서 상품성이 만들어지고 있음.
- ③ 파생상품을 이용할 때 그러한 다양한 시장전망에 적절한 구조를 제공하고 수익의 기회를 제공하는 것이 가능함.

2. 다양한 수익원

- ① 대개 투자자들은 가격의 위험만을 인식하는 것이 일반적임.
- ② 파생상품의 등장으로 인해 투자자들은 가격위험 이외에도 베이스스, 변동성 등 다양한 위험에 노출되게 되었음.
(예 : 인덱스 차익거래는 베이스스의 위험에 노출. 베이스스의 확대 또는 축소가 투자자에게 손익을 제공하며 인덱스 차익거래 규모는 시장 전체 거래량의 상당 부분을 차지하고 있음.)
- ③ 변동성 위험은 변동성 매매라는 운용 전략을 제공

- ④ 기초자산 가격의 변화가 아닌 가격의 등락 정도가 수익에 영향을 주는 것임.

3 금융시장의 발전

- ① 파생상품의 등장은 금융시장의 거래 규모를 증대-
- ② 파생상품의 등장으로 새로운 상품이 생겨나고 전략이 만들어지고 금융서비스업이 확대
- ③ 다양한 매매전략, 특히 차익거래의 등장으로 시장의 효율성, 가격의 효율성 및 안정성이 확대되었음.
파생상품이 없으면 비정상적 가격에 머물거나 과매수, 과매도가 가능하나 차익거래 등 다양한 전략이 등장하면서 가격의 안정성이 크게 제고
- ④ 새로운 금융지표의 등장으로 시장의 불확실성도 축소.
- ⑤ 파생상품의 거래량 및 거래량의 변동, 미결제약정과 미결제 약정의 변화, 베이스스의 추이 등은 시장 가격의 투명성을 제고시키고 가격의 효율화 제공

파생상품펀드 투자기법 및 포트폴리오



I

파생상품펀드 투자기법

1. 파생상품펀드 투자 현황

- ① 인덱스펀드에서는 시장의 움직임을 추종하기 위하여 장내 주가지수선물을 매매하기도 하고주식형 펀드에서는 헤지목적으로 장내 주가지수선물과 장내주가지수옵션을 활용하기도 함.
→ 콜옵션 매도를 활용하는 커버드 콜펀드
- ② 목표수익을 사전에 정하고 시장의 방향성 위험을 최소화하는 절대 수익형 혹은 시장중립형펀드 또는 원금보존을 추구하는 펀드도 있음

2. 원금보존 추구형 펀드

- ① 파생상품은 투자자의 시장전망이나 위험과 수익에 대한 성향을 감안한다면 다른펀드보다는 훨씬 보수적이고 안정적으로 운용할 수 있음.
- ② 개념적으로 판드자산의 대부분을 이자자산에 투자하고 발생하는 이자를 재원으로 옵션에 대해 매수전략만 한다면 원금보존 추구형이 가능.
- ③ 투자자는 어떤 경우에 수익이 발생하고 어떤 위험을 부담해야 하는지 어느 수준의 이익을 기대할 수 있는지 확인해야 함.

3. 포트폴리오 효과

(1) 현황

포트폴리오 투자는 투자자산간의 상관관계에 따라 위험을 줄여주거나 기대 수익을 제고하여 효율적 운용을 가능하게 함으로써 현대 재무이론의 중요한 개념으로 자리잡았음.

(2) 파생상품 투자시 활용 가능한 자산배분전략

static Allocation Strategies	투자 초기 정해진 비율대로 위험 자산과 무위험 자산에 포트폴리오 자산을 배분한 뒤 만기까지 그대로 유지하는 전략
Constant Mix Strategies	투자 초기정해진 금액만큼 위험 자산에 배분한 후 위험 자산 배분금액을 일정하게 유지하는 전략
OBPI(Option Based Portfolio Insurance)	미리 정해진 비율만큼 위험 자산에 투자하고 풋옵션을 매입하여 포트폴리오보험을 구성하는 전략
CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance)	미리 정해진 비율만큼 위험 자산 승수를 적용하여 위험 자산에 투자하며 포트폴리오 보험을 구성한 후 레버리지 계수 및 위험 자산 승수에 따라 계산된 위험 자산 배분 금액을 유지하는 전략

(3) 특징

- ① 비용 절감 및 효율적 투자선 개선
- ② 파생상품 운용시 비용을 절감하기 위해서는 포트폴리오로 운용하는것이 효율적이며 이에 따라 효율적 투자선이 개선이 됨. 이는 파생상품펀드가 비선형적인 수익구조를 가지고 있어서 선형 수익 구조만을 가진 상품에 투자하는 경우보다 위험을 경감할 수 있기 때문이다.
- ③ 파생상품에 내재된 거래 기법은 보다 효율적인 투자를 가능하게 해줌.
- ④ 파생상품펀드는 투자자가 기초자산의 가격뿐만 아니라 변동성 및 상관관계 등 다른 시장 변수에 대해서 보상받게 함.
- ⑤ 파생상품의 등장으로 투자자는 투자자산이 노출된 위험에서 그에 적절한 보상을 받을 수 있는 것이다.

II

포트폴리오 구성

1. 포트폴리오 구성 요소

(1) 펀드판매자가 투자자의 자산배분을 시행할 때 고려해야 할 사항

전체자산에서 파생상품펀드가 차지하는 비중은 어느 정도가 적당한가?
투자 적격 기초자산을 어떻게 선택할 것이며 어떤 기준으로 투자할 것인가?
투자만기는 어느 정도가 적당하고 어떤 분포가 적합한가?
원금보존형과 비보존형의 장단점을 무엇이고 자산 비중을 어떻게 해야 하는가?
상품의 구조는 어떻게 이해하고 상승형, 하락형, 양방향형, 시장 중립형, 박스형, 하이브리드형, 쿠폰지급형 등을 어떻게 구성해야 하는가?
고객의 성향파악하는것도 중요:투자자의 자산내역, 위험선호도 및 현금흐름 등을 감안하고 시장 전망을 기초로 자산을 구성하여야 하며 무엇보다 고객의 자산내역을 먼저 파악
자산간의 상관관계를 파악해야 분산투자를 통해 투자효율을 증대

(2) 파생상품펀드의 비중

- 다양한 투자 가능
- 고객 맞춤형 상품이 가능

(3) 기초자산의 선택

- 시장전망의 가능성: 투자자는 시장 전망이 긍정적인 기초자산을 선택할 것이다.
- 과거 가격의 흐름: 과거의 가격이 미래의 가격을 알려주는가? 에 대해서는 여러 가지 주장이 있지만 과거의 가격 추이나 분석자료가 투자자에게 유효하고 중요한 정보가 되는 것은 분명하다.

(4) 투자기간

- 투자기간은 고객의 자금흐름을 우선하여 판단하여야 함.
- 중도상환구조의 판단의 문제는 시뮬레이션을 통해 상환시점을 산정해 볼 수 있다.
- 점차 베이비붐 세대의 고령화와 외국의 장기상품 성공 등을 감안할 때 투자기간이 길어질 수도 있음.

(5) 원금보존 여부

- 우리나라 투자자들은 원금보존을 추구하려는 성향이 강함.
- 기회비용을 감안하고 의사결정을 해야 함.
- 원금보존 추구형의 경우 수익률이 낮고 상황이 늦어질 수 있다는 단점이 있다.

(6) 수익구조의 선택

파생상품의 장점 중 하나는 다양한 수익구조 설계가 가능하다는 점이다. 상승형, 하락형, 양방향형, 시장중립형, 레인지형, 하이브리드형, 쿠폰지급형 등 모두가 가능하다.

(7) 기타 고려 요인 판매사가 어디인가 하는 문제도 중요

투자자가 사전적 지식을 가지고 적극적 의사로 투자하겠다는 경우와 다양한 상품에 대한 설명 과정 중에서 수동적으로 선택하는 경우 양 투자자의 경험이나 지식이 다르다고 감안할 수 있음.

파생결합증권의 발행사, 장외파생상품의 거래상대방을 확인하고 투자자에게 정확히 고지하여야 함

- 파생상품 펀드를 포트폴리오에 구성할 경우 기초자산의 가격 뿐만 아니라 변동성도 고려해야 한다.
- 파생상품펀드의 기초자산이 둘 이상인 경우 기초자산간의 상관관계도 고려 해야 한다.
- 원금보존에 가까울수록 채권, 비보존에 가까울수록 주식에 유사
- 원금보존에 가까운 파생상품펀드라면 채권의 편입비중을 줄이는 효과가 나타난다.
- 원금비보존에 가까운 파생상품펀드라면 주식의 편입비중을 줄이는 효과가 나타난다.

파생상품펀드 관련 세무



1. 소득세법의 일반적 내용 : 이자소득, 배당소득 및 양도소득

(1) 이자소득

이자소득은 당해연도에 발생한 다음의 소득으로 한다.

1) 채권 증권에 이자와 할인액

채권 증권은 국가, 지방자치단체가 발행한 것(국 공채) 및 내국법인 외국법인이 발행한 것(회사채)을 포함 당해 채권 등을 중도매매하는 경우 상환기간 중 발생한 보유기간의 이자상당액도 이자소득에 포함.

2) 국내 또는 국외에서 받는 예금 적금(부금 예탁금과 우편대체 포함)의 이자와 할인액

주가지수연동대출 관련 옵션결과에 따라 지급하는 보너스의 소득구분 : 거주자가 금융기관으로부터 차입시 임의선택사항인 KOSPI200지수변동에 따른 주가지수연동에 의한 금리특약(옵션계약)을 금융기관과 체결하고, 그 옵션결과에 따라 대출만기시 또는 중도상환시 지급받는 보너스상당액과 옵션 매수금액과의 차액은 이자소득으로 보지 아니하고 당해 차입금에 대한 지급이자액의 감액으로 처리하는 것임.

3) 상호저축은행법에 의한 신용계 또는 신용부금으로 인한 이익

4) 채권 또는 증권의 환매조건부 매매차익

금융기관이 시장가격에 의하지 않고 환매기간에 따른 사전약정이율에 의해 결정된 가격으로 환매수 또는 환매도하는 조건으로 매매하는 채권 또는 증권의 매매차익

5) 저축성보험의 보험차익

6) 직장공제회 초과반환금

7) 비영업대금의 이익

8) 유사 이자소득

파생금융상품의 이자, 각종공제회의 공제급여의 이자 등이 과세대상에 포함

*외화예금 거래와 선물환거래가 하나의 통합된 거래로 운영되어 금융기관에게는 금전사용의 기회가 제공되고, 고객에게는 이에 따른 대가가 지급된다면 당해 외화예금 및 선물환거래로부터 발생하는 이익 전체는 소득세법상 이자소득에 해당하는 것임.

(2) 배당소득

‘배당소득’이란 당해연도에 발생한 다음의 소득을 말한다

1) 이익배당

내국법인으로부터 받는 이익이나 잉여금의 배당 또는 분배금.

2) 상법상 건설이자의 배당

3) 법인으로 보는 단체로부터 받는 배당 또는 분배금

4) 의제배당

5) 인정배당

법인세법에 의하여 배당으로 처분된 금액을 말함.

6) 국내 또는 국외에서 받은 투자신탁의 이익

7) 외국법인으로부터의 배당

8) ‘국제조세조정에 관한 법률’의 조세피난방지세제 규정에 따라 특정외국법인의 배당가능한 유보소득 중 내국인이 배당받는 것으로 간주되는 금액.

여기서 ‘내국인’이란 특정외국법인의 각사업연도 말 현재 발행주식총수(또는 출자금액)의 20% 이상을 보유하는 자를 말함.

자. 수익분배의 성격이 있는 것(유사 배당소득)

- 위의 가~아의 소득과 유사한 소득으로서 단체의 구성원에 대한 수익분배의 성격이 있는 것(유형별 포괄과세주의)

-주가연계증권(ELS) 또는 파생결합증권(DLS) 으로부터 발생하는 수익의 분배금은 이 규정에 따른 배당소득에 포함

→주식워런트증권(ELW, Equity Linked Warrant)의 권리행사로 발생하는 소득에 대한 과세여부 : ELW의 권리행사에 따른 소득은 이자소득, 배당소득 및 기타소득에 해당하지 않음.

(3) 양도소득

-양도소득은 토지, 건물 등 부동산과 그 권리 및 일정한 지분증권의 양도에 대하여 과세한다. 지분증권이외의 채무증권, 파생결합증권 등 증권과 파생상품의 매매차익이나 차손에 대해서는 별도의 규정을 두고 있지 않다.

- 수익증권, 파생상품증권, 파생상품의 양도차익은 소득세법상 비열거소득에 해당

2. 파생상품 등에 대한 과세

(1) 파생상품에 대한 과세

-선도, 선물, 옵션, 스왑의 거래에서 발생한 소득은 현행 세법상 비열거소득에 해당 ⇒과세제외

(2) 파생결합증권에 대한 과세

- 주가연동예금(ELD) : 통상 이자소득으로 과세
- 주가연계증권(ELS), 파생결합증권(DLS) : 배당소득으로 과세
- 주식워런트증권(ELW) : 비열거소득에 해당 ⇒ 과세제외

3. 파생상품펀드에 대한 과세

(1) 세법상 투자신탁의 요건

세법상 투자신탁이 되기 위해서는 다음의 요건을 충족하여야 한다.

- ① 자본시장법에 의한 투자신탁(동법 제251조의 규정에 의한 보험회사의 특별계정을 제외하되, 신탁업법에 의하여 은행에서 취급하는 금전의 신탁으로서 원본을 보전하는 것을 포함) 일 것
- ② 당해 투자신탁의 설정일부터 매년마다 1회 이상 결산할 것
- ③ 금전으로 위탁받아 금전으로 환급할 것 (금전외의 자산으로 위탁받아 환급하는 경우로서 당해 위탁가액과 환급가액이 모두 금전으로 표시된 것을 포함한다)
- ④ 자본시장법에 의한 사모투자신탁으로서 다음 각호의 요건을 모두 갖춘 투자신탁에 해당되지 아니할 것
가. 투자자가 거주자(비거주자와 국내사업장이 없는 외국법인을 포함) 1인이거나 거주자 1인 및 그와 '국세기본법 시행령' 제20조의 규정에 의한 친족 기타 특수관계에 있는 자(비거주자 외국법인인 경우에는 '국제조세조정에 관한 법률 시행령' 제3조의 규정에 의한 특수관계자를 말한다)로만 이루어진 경우
나. 투자자가 사실상 자산운용에 관한 의사결정을 하는 경우

(2) 투자신탁이익의 계산

1) 실체취급

그 외의 신탁과 달리 신탁재산에 귀속되는 모든 손익이 통산되어 그 이익을 분배받을 때 배당소득으로 과세

다만, 다음의 일정한 손익과 수수료는 과세되는 배당소득에서 과세제외 또는 공제된다.

2) 과세제외

투자신탁이 직접 취득한 유가증권으로서 다음 각호 어느 하나의 유가증권 또는 선물의 거래나 평가로 인하여 발생한 손익은 과세 제외

1. 자본시장법에 의하여 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장된 유가증권(다음 각 목의 것은 제외한다. 이하 이 항에서 같다) → 단, 상장채권 매매차익 과세
2. '벤처기업육성에 관한 특별조치법'에 의한 벤처기업의 주식 또는 출자지분
3. 제1호의 유가증권을 대상으로 하는 선물 → 장외파생상품 매매차익 과세
4. 국외 상장주식(2009년 12월 31일 까지)

국내 투자신탁이 역외펀드에 투자하는 경우에는 모두 과세대상이 되는 반면 투자신탁이 자본시장법상 국내펀드에 투자하는 경우에는 국내펀드가 취득한 유가증권의 매매평가손익은 과세제외된다.

- 투자이익 = 환매차익 또는 결산분배금
- 투자신탁이익 = 환매차익 또는 결산분배금에서 일부손익을 과세제외한 금액

3) 투자신탁 과세취급

대상	투자신탁	그 외의 신탁
구분	실체취급	도관취급
과세대상소득	순자산증가설(미실현이익과세대상)	직접투자자와 동일하게 과세
소득구분	배당소득으로 과세	발생한 소득의 내용별로 과세
비과세 또는 공제	일정손익(상장주식또는 상장ELS의 매매손익, 장내파생상품 이익, 국외상장주식, 벤처기업 주식, ELW)과 수수료 공제 투자신탁이익=모든 손익 통산-수수료	수수료 공제 안됨
수입시기	투자자에게 분배되는 때 (재투자특약에 의한 원본전입시에도 해당)	신탁재산에 귀속 되는 때
취득 시	취 · 등록세 50%감면	취 · 등록세 면제
보유 시	펀드단위 과세	보유세(인별, 세대별) 과세
처분 시	배당소득세 통합과세(수수료 등 차감)	원천별로 과세

4) 수수료 공제

-그 외의 신탁의 경우 원칙적으로 위탁자 수탁자 관계에서 위탁자가 부담하는 수탁자보수는 신탁이익과 별개로 위탁자에게 그대로 귀속된다. 따라서 신탁이익이 금융소득인 경우에는 그 수수료는 금융소득에서 공제되지 아니한다.

-투자신탁이익은 자본시장법의 규정에 의한 각종 보수 수수료 등을 차감한 금액으로 한다(소득세법 시행령 제23조 제5항)

-따라서 자본시장법에 의하여 집합투자회사, 수탁회사, 판매회사가 받는 모든 보수와 환매수수료, 판매수수료 등 각종 수수료는 투자자의 투자신탁이익을 계산함에 있어서 차감하여 계산한다.

5) 수입시기

수입시기란 과세시기를 뜻하는데, 그 외의 신탁의 경우 도관취급되므로 원칙적으로 소득의 귀속시기는 당초 소득이 신탁재산에 귀속되는 때가 된다. 투자신탁의 경우에는 실체취급되므로 그 수입시기가 당초 소득이 신탁재산에 귀속되는 때가 아니라 투자자에게 소득이 분배되는 때가 된다. 소득세법은 아래와 같이 그 시기를 규정하고 있다.

- ① 투자신탁의 이익을 지급받은 날
 - ② 원본에 전입하는 뜻의 특약이 있는 분배금은 그 특약에 의하여 원본에 전입되는 날
 - ③ 신탁계약기간을 연장하는 경우에는 그 연장하는 날

→ 투자신탁이익을 지급받은 날, 즉 현금으로 그 이익을 수령하는 날을 수입시기로 하며 현금수령이 없더라도 ‘재투자특약’에 의한 원본전입이 있는 경우에는 현금을 수령한 것으로 보아 수입시기로 규정하고 있다.

4. 파생상품펀드 과세 관련 주요내용

- 파생상품을 직접투자하는 경우 그 소득은 비열거 소득에 해당한다. 따라서 과세제외 된다.

- 파생결합증권을 직접투자하는 경우 증권의 매매에 따른 이익은 비열거 소득에 해당된다. 파생결합증권을 보유함에 따라 발생하는 소득은 이자소득으로 과세되기도 하고(ELD), 배당소득으로 과세되기도 하며(ELS, DLS), 과세제외 되는 경우(ELW)도 있다.
- 투자신탁의 이익은 배당소득으로 과세된다.
- 파생상품을 투자신탁을 통하여 간접투자하는 경우 그 매매평가손익은 파생상품의 종류에 따라 달리 결정된다. 장내파생상품의 매매평가손익은 투자신탁의 이익을 계산함에 있어서 과세제외된다. 따라서 장내파생상품을 직접투자한 경우와 과세상 동일하게 된다. 반면, 장외파생상품인 경우에는 모두 투자신탁의 이익에 포함된다.
- 파생결합증권을 투자신탁을 통하여 투자하는 경우, 상장 거래되는 주가연계증권(ELS), 파생결합증권(DLS) 등의 매매평가손익은 투자신탁의 이익을 계산함에 있어서 과세제외 된다. 따라서 상장되지 아니하는 주가연계증권(ELS), 파생결합증권(DLS)이나 주식워런트증권(ELW)의 매매평가손익은 투자신탁의 이익에 포함된다.
- 매매평가손익 이외의 이자소득, 배당소득, 비열거소득 등은 모두 투자신탁의 이익에 포함되어 과세된다. 따라서 투자신탁이 ELW에 투자하는 경우 직접투자시에는 비열거소득에 해당하는 소득이 배당소득으로 과세

3과목
파생상품펀드
리스크 고객관리



파생상품펀드 리스크



I

리스크 개념

1. 위험의 정의

위험은 투자의 기대수익률에 대한 불확실성의 정도라도 정의할 수 있다. 수익을 얻고자 하는 투자 행위는 항상 위험을 동반한다. 따라서 투자자는 감수해야 하는 위험이 어떤 종류의 위험이고 이를 어느 선까지 감수하는 것이 적절한가를 결정해야 한다. 위험없이 안정적 수익을 얻고자 하는 투자는 불가능하다. 만약 위험이 없다고 느낀다면 이는 달리 말해 직면하고 있는 위험을 모른다는 의미이다.

리스크는 수익의 원천이며 투자자는 특정한 리스크를 부담하게 된다. 따라서 펀드 판매인은 고객에게 직면한 위험이 무엇인지를 정확히 인지시키는 것이 무엇보다 중요하다.

2. 종류

대표적인 위험의 종류로는 시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법적위험 등을 들 수 있다.

3. 위험관리 과정

1) 인식 단계

직면하는 위험이 어떤 종류인지 파악

2) 특정단계

위험이 어느 정도 인지 큰지를 파악

3) 통제단계

감수할 수 있는 수준으로 위험을 조정. 확인

4) 감시 단계

투자를 행한 이후에도 감시·확인

4. 파생상품 위험평가액

금융투자업 규정에서 정함

구분		위험평가액
선물(선도)		가격 $\times$ 계약수 $\times$ 대금승수
옵션매수		옵션가격 $\times$ 계약수
풋옵션매도		행사가격 $\times$ 계약수 $\times$ 승수
콜옵션매도		Max(행사가격, 기초자산가격) $\times$ 계약수 $\times$ 승수
장외파생상품거래		명목원금
원금교환여부	Funded swap(○)	원금 + 지급예정이자
	Unfunded swap(X)	지급예정이자

II

투자위험

1. 가격위험

기초자산의 가격움직임은 투자자의 손익에 큰 영향을 준다. 장외파생상품을 투자할 때 부담하는 가격위험이란 기초자산 가격의 변화에 따른 수익의 불확실성으로 일반적으로 헤지되지 않은 포지션의 위험을 가리킨다.

그리고 상품에 따라서는 가격 이외에 베이스, 변동성, 상관계수가 수익의 원천이자 위험의 원천이 될 수 있다. 따라서 투자자가 부담하는 위험이 이러한 위험 중 구체적으로 어떤 위험인지 이해하는 것이 중요하다.

(1) 주가관련위험

많은 투자자들이 주가를 전망하지만 시간이 지나고 보면 많은 투자자들은 상승시 매수, 하락시 매도를 반복한다. 투자자 자신은 다른 사람과 달리 시장을 전망할 수 있다고 믿거나 전문가들의 시장전망, 투자 자료의 정보가 맞을 것이라 기대를 한다. 그러나 결과는 정반대인 경우가 많다. 또한 투자자들은 시장의 방향성에 대하여 상승 전망 일변도로 투자하는 경향이 있으나 주가의 전망은 매우 어렵다.

(2) 금리관련 위험

-금리는 중앙은행의 정책에 크게 영향을 받는 점, 그리고 기준금리를 기준으로 대체적으로 다른 금리들이 같은 추세를 보인다는 점에서 주가와는 차이점을 보인다. 또한 주가에 비해 변동성이 상대적으로 덜한 것도 특징이다.

- 그런데 개인투자자들이 금리연계 상품에 투자하는데는 몇가지 애로사항이 있다. 먼저 금리연계 상품은 금리 연계변동이 작아 마진이 작고 변동성이 낮아 쿠폰이 낮다. 또한 발행사의 가격조건 유지가 힘들어 공모펀드와 같이 불특정 다수에게 자금을 모아 집행하기는 힘들다.

-대체적으로 금리연계 상품은 보험사나 연기금 등 거래 기관 투자가 법인을 상대로 발행되는 경우가 많으며 또한 신용 거래와 연결되는 경우도 많다.

- 채권 가격은 금리와 반대로 움직인다. 즉 금리가 상승하면 채권가격이 하락하고 금리가 하락하면 채권가격은 상승한다. 파생상품펀드의 경우 펀드수익률이 채권가격과 동일하게 움직이지는 않는다. 이는 파생상품펀드 속에 내재화된 구조화상품의 성격 때문이다. 일례로 금리가 오르면 수익률이 상승하는 구조의 펀드도 판매 가능하다. 따라서 전통적인 금리 관련 위험 측정 도구를 펀드의 성격에 맞게 활용할 수 있다.

① 금리의 기간구조 및 금리 등락에 따른 위험

장단기 금리의 변화 또는 채권 가격과 금리관련 파생상품펀드의 가치에 영향을 미칠 수 있다.

② 이자율 스왑

동일한 통화의 일정한 현금흐름을 미리 정한 조건에 따라 미래의 특정 기간 동안 다른 형태의 현금흐름과 교환하는 거래이다. 여기서 말한 다른 형태의 현금 교환이란 일반적으로 고정금리와 변동금리를 서로 교환하는 것을 말한다. 통화스왑과 달리 이자율 스왑은 원금교환이 일어나지 않는다.

- 이자율 스왑은 현재 장외 파생상품 거래 중 가장 많은 거래 비중을 차지하고 있다.

수취포지션 - 고정금리 수취/ 변동금리 지급

지급포지션 - 고정금리 지급/ 변동금리 수취

구분	수취포지션 가치변화	지급포지션 가치 변화
금리상승	하락	상승
금리하락	상승	하락
수익률곡선 급해질때	하락	상승
수익률곡선 완만해질때	상승	하락

③ 통화스왑

㉠ 의의

서로 다른 통화 간에 일정한 현금 흐름을 미리 정한 조건에 따라 미래의 특정 기간 동안 다른 형태의 현금흐름과 교환하는 거래이다. 앞에 나온 이자율 스왑과 달리 스왑 개시 초기에 원금을 교환하고 스왑거래 만기에 원금을 재교환한다.

㉡ 구분

통화 스왑에서도 고정금리와 변동금리를 주고 받는데 어느 쪽에서 고정 금리를 받느냐에 따라 수취포지션과 지급 포지션으로 나눌 수 있다.

수취포지션	고정금리 수취 + 변동금리 지급
지급포지션	고정금리 지급 + 변동금리 수취

㉢ 금리 적용

-변동 금리는 일반적으로 USD Libor 금리이다.

이자율 스왑과 비슷하게 통화스왑에서 수취포지션이 받는 고정 금리를 CRS금리라고 부른다.

-CRS금리 : 수취포지션이 Libor금리를 지급하는 대가로 받는 금리 수준

CRS 금리 동향을 통해서 해외 자금 조달 여건을 파악할 수 있다. 다시 말해서 CRS금리가 높을 수록 지급하는 Libor 금리에 대해서 더 많은 금리를 수취하는 것이기 때문에 자금 조달 여건이 더욱 원활하다는 것을 의미한다. 반대로 CRS 금리가 낮을 수록 지불하는 Libor금리에 대해서 더 적은 금리를 수취하는 셈이 되어 자금 조달 여건이 악화되었다는 것을 의미한다.

(3) 환율 관련 위험

1) 특징

환율 시장에서의 거래는 수출업자, 수입업자 등 실수요자들의 필요에 의한 거래가 많으며 환율시장을 투기시장을 생각하여 방향성 매매를 하는 경우는 실제로는 많지 않다. 환율의 특징 중 하나는 상대적으로 안정적인 움직임을 보이다가, 특정 사건이 발생하면 단기간에 큰 폭의 변동을 보인다는 것이다. 그러므로 선부른 전망에 기초한 매매, 특히 장기간의 포지션은 손실로 이어질 가능성이 있다.

2) 사례

-최근 원화의 약세는 국내운용사가 운용하는 펀드에서만 아니라 역외펀드에서도 예상하지 못했던 문제를 발생시켰다. 그리고 원화강세에 기초한 중소기업의 KIKO투자와 엔화대출 등은 사회문제가 되었다.

(4) 상품가격관련 위험

1) 특징

- 상품에 대한 투자는 다른 자산과의 낮은 상관관계에 따른 분산투자 효과와 원자재 가격이 물가와 정의 상관관계에 있기 때문에 발생하는 인플레이션 헤지효과
- 다른 자산과 달리 최근월물 선물가격이 기준가격인 경우도 있다는 것이다. 이때 최근월물 선물을 이용한 매매의 경우에는 월물교체가 운용수익에 영향을 준다.
- 최근 하나의 자산군으로 떠오르면서 헤지펀드 등 투자증가로 인해 가장 변동성이 큰 시장으로 변화하였다.

-상품가격의 특징은 최근월물로 거래되기 때문에 월물간 종목 교체가 비용 혹은 이익으로 연결될 수 있다는 것이다. 선물가격이 만기에 따라서 차이가 나는 것은 여러 가지 이유가 있다. 특정 만기에 수요가 몰릴 수도 있고 시장 참여자들의 투기가 있을 수도 있다. 이론적으로는 만기가 멀수록 선물가격이 상승하는 콘탱고 현상과 반대로 만기가 가까울수록 선물 가격이 상승하는 백워데이션 현상이 대표적인 유형이다.

- 원자재 상품의 경우 주식이나 채권과는 달리 소비와 생산에 사용되는 실물 수요를 바탕으로 하고 있기 때문에 소비 패턴이나 생산현황에 영향을 받을 수 있다. 원자재는 주식이나 채권과는 달리 이러한 실물적 요인에 의해서도 가격이 변동하므로 원자재 상품에 관련된 상품을 분석할 때는 주의가 요구된다.

(5) 원발행자 자체 인덱스의 위험

- 외국계 투자은행은 주요자산에 대하여 각 사별로 나름대로의 전략을 가지고 인덱스를 산출하고 상품화를 시도한다.
- 투자은행들이 제시하는 지수는 매매기법과 전략이 포함되었다는 점에서 전통적인 S&P500이나 KOSPI200등의 지수와는 차이점을 보인다.
- 투자은행들이 고안한 새로운 지수들은 투자자들의 상품 선택권을 넓힌다는 점에서 긍정적이다.

그러나 실제 운용성과가 없는 새로운 자체 인덱스의 경우 과거 자료를 이용한 백테스트를 근거로 하기 때문에 실제 운용을 시작할 때 결과가 좋지 않을 수도 있다.

(6) 가격위험에 대한 분석

투자자들은 투자를 실행한 후 기초자산 가격이 예상과 달리 움직이고 그래서 투자손실을 입는다고 생각한다. 시장은 수많은 투자자가 참여하며 정보의 확산속도가 굉장히 빠르다. 그렇기 때문에 투자자들의 전망은 이미 가격에 반영되는 경우가 많다. 이는 개인투자자뿐만 아니라 전문 투자집단에 있어서도 동일하다.

시장이 투자자들의 생각과 달리 움직인 것이 아니라 투자할 때 이미 객관적이지 못한 시장 전망을 하는 경우가 대부분이다. 즉 시장전망을 주관적으로 하는 것이다. 한편으로는 투자자마다 각자의 주관적 전망이 있고 그 주관적 전망이 다양하고 차이가 있기 때문에 시장에서 거래가 형성되는 측면도 있다.

(7) 변동성 위험

1) 의의

파생상품은 기초자산의 가격수준에도 영향을 받지만 변동성에도 영향을 받는다. 따라서 변동성이란 무엇이며 그것이 파생상품에 어떻게 영향을 미치는 지를 반드시 숙지해야 한다.

2) 변동성 계산

역사적 변동성	과거자료를 바탕으로 기초자산 일별수익률의 연율화한 표준편차를 계산
내재 변동성	옵션가격에 반영된 변동성을 역산해서 계산 옵션의 행사 수준에 따라 변동성은 다르게 나타날 수 있다. 내재 변동성이 시장 참여자들의 변동성 기대치를 반영한다고 가정하면 내재 변동성은 역사적 변동성 값의 최대값과 최소값 사이에 위치
변동성 관련	변동성 스마일 : 행사가에 따라 내재 변동성이 다르게 나타나는 현상 (등가격이 가장 낮다) 변동성 콘: 잔존만기가 길면 변동성의 최대값과 최소값의 차이가 적다. 그러나 만기가 짧으면 변동성의 최대값과 최소값의 차이가 크다. 기초자산의 역사적 변동성을 기간 별로 추정하여 각 기간 별 역사적 변동성의 최대값과 최소값을 구한 후 최대값은 최대값끼리 최소값은 최소값끼리 각각 연결하여 도식화

→ 파생 상품은 변동성에 크게 영향을 받는다. 일반적인 투스타 스텝다운구조의 구조화펀드도 마찬가지이다. 일반적으로 변동성이 높은 시점의 구조화펀드가 더 높은 쿠폰이나 더 낮은 상황조건 등 매력적인 구조를 가지게 마련이다. 왜냐하면 구조화펀드 투자자는 변동성 매도를 한 상태이기 때문에 구조화펀드 투자 도중 변동성이 높아지면 KI(Knock in)이 발생할 확률이 높아져 손실을 볼 확률도 높아지기 때문이다.

변동성의 수준에 따른 가격 조건의 차이가 실제로 위험을 반영하게 된다. 그렇다면 어디서 변동성을 확인할 수 있고 어떻게 이해해야 하는가? 시장에서 거래되는 옵션의 내재변동성, 과거 주가를 이용한 역사적 변동성 그리고 개략적으로는 일별 지수 움직임을 이용할 수 있다.

3) 사례

-VIX지수가 대표적인 변동성 지수이다.

-변동성은 시간에 따라 크게 변할 수 있으며 미래의 변동성을 예측하는 것은 대단히 어렵다. 또한

변동성을 예측하는 것은 대단히 어렵다. 또한 변동성은 한번 커지게 되면 미래 변동성에도 영향을 주어 일정 기간 커진 변동성이 지속될 가능성이 있다.

(8) 상관관계

파생상품펀드에는 기초자산간의 상관관계로 인한 리스크도 존재한다. 기초자산이 둘 이상 편입된 구조화펀드의 경우 투자자는 상관관계가 펀드에 미치는 영향에 대해서 고려해야 한다.

일반적인 투스타 스텝다운구조의 구조화상품에서 두 종목의 상관관계가 낮을수록 쿠폰이 높아지고 중도상환조건이 낮아지는 등 보다 매력적인 구조를 만들 수 있다.

→ 상관관계가 낮으면 위험감소효과 (-1일때 최대효과)

2. 신용위험

투자자가 부담해야 하는 신용위험은 투자설명서 및 투자제안서에 명기된 발행사의 지급불이행 가능성이 있다. 장외파생상품은 계약을 통해서 해외 투자은행 및 국내 은행들과도 거래가 가능하므로 발행사가 어디인지 어느 정도의 지급불이행 위험이 있는지 알아야 한다.

(1) 발행 요건 및 신용 등급

-증권사 등이 장외파생상품을 발행하려면 법에 의하여 자기자본규제비율 조건(영업용순자본 비율 200%, 자본시장법시행령 186조)을 만족하고 장외파생금융상품거래에 관한 전문성을 갖춘 상근임원 등 파생금융상품전문인력을 확보해야 한다. 그리고 금융위원회가 정하는 위험관리 및 내부통제에 관한 기준을 충족해야 한다.

- 자기자본규제비율을 충족하지 못하는 경우에는 그 조건을 충족할 때까지 새로운 장외파생상품거래를 중지하고 신규발행이 중지된다. 다만 미종결거래의 정리 또는 위험회피에 관련된 업무만을 수행할 수 있다.

- 발행사의 신용위험은 어떻게 감지할 수 있는가? CDS스프레드 확대, 시장에서 자금조달의 어려움 확대, 채권가격의 하락 등이 발생하면 해당 발행사를 주시해야 한다.

(2) 발행사 위험

- 파생상품펀드의 신용위험을 줄이는 방법으로 신용도가 높은 발행사의 상품을 편입하는 것을 들 수 있다. 그리고 단독 발행사의 경우에는 발행사 파산이 바로 펀드 전체의 손실로 이어지므로 복수발행사를 이용하는 방안을 고려할 수 있다.

- 신용위험은 거래상대방의 계약불이행 위험이다.

신용등급이 하락하여 채권가격이 하락하고 장외파생상품 발행사의 부도가 발생하여 회수가 불가능해지는 경우가 대표적이다. 법적절차를 걸쳐 자금을 회수하더라도 시간과 비용이 발생하고 투자자에게 유동성 제한을 줄 수 밖에 없어서 장외파생상품 거래시 발행사의 신용위험을 주시해야 한다.

- 파생상품펀드에서 투자가 이루어진 이후에 발행사에 신용위험 문제가 발생하면 어떤 조치를 취해야 하는가? 기존의 상품을 환매하고 다른 상품에 투자하거나 발행사를 변경하여 동일한 구조에 투자할 수 있다. 그러나 이미 신용위험이 부각되는 경우 환매과정에서 비용이 발생할 수 있다. 그리고 그 비용을 투자자가 부담해야 한다. 따라서 만약 파산하지 않으면 고객과 분쟁이 발생할 수 있다. 또한

발행사를 변경하는 경우에는 신규 발행사의 새로운 위험에 노출된다. 특히 발행사를 변경했는데 기존 발행사의 신용위험은 완화되고 신규발행사의 신용위험이 부각되는 경우가 있을 수 있으므로 신용위험 문제를 다룰 때는 신중해야 한다. 그리고 파생상품펀드에서 발행사 변경이 일어나는 경우 반드시 투자자에게 공지하여야 한다.

-파생상품펀드의 중요한 두 가지 위험이 수익구조와 발행사의 신용위험이기 때문이다.

Funded Swap	초기에 액면 금액에 해당하는 부분을 발행사에 지급하며 펀드 만기시 손익분을 액면금액에서 가감하여 다시 펀드로 돌려받는 방식
Unfunded Swap	펀드 만기 동안 일정 기간마다 한번씩 펀드는 발행사로 일정 부분의 금리를 주고 발행사는 구조화상품의 손익에 대한 부분을 펀드로부터 지불 받거나 지불하는 방식 이 방식으로 거래하면 현금흐름이 일시에 일어나지 않으며 펀드가 액면 금액을 보유하고 있어 발행사 신용위험 감소

3. 유동성 위험

유동성이란 투자자가 최소의 비용으로 투자자산을 현금화할 수 있는 정도를 나타낸다. 일반적 의미에서 유동성은 현금조달 혹은 자금조달의 문제로 인식한다. 그러나 파생상품 투자에서는 기초자산의 거래와 관련된 문제와 발행사와 관련된 문제를 의미한다.

(1) 기초자산의 유동성

장외파생상품의 기초자산은 유동성이 큰 개별품목이나 지수로 제한하는 것이 바람직하다. 시장에서 기초자산의 거래량 및 거래대금이 충분해야 유동성 위험을 줄일 수 있기 때문이다. 유동성이 풍부해야 최초포지션을 잡고 기준가격을 정하는 경우나 상환하는 경우에 시장에서 거래로 인한 가격 충격을 최소화할 수 있다. 투자자 측면에서는 투자비용이 감소하고 발행사 측면에서도 안정성이 제고된다.

(2) 구조화 상품의 유동성

- 발행은 다수의 발행사를 비교하여 포지션을 설정할 수 있지만 현실적으로 환매는 이미 선택한 발행사에서만 가능하므로 가격이 불리할 수 있고 환매가 원활하지 않을 수 있으며 발행사의 신용위험에까지 노출될 수 있다.
- 발행사의 안정적 헤지나 투자자의 예측 가능한 수익을 위해서 장외파생상품의 투자는 만기 보유를 전제로 접근하는 것이 적절하다.
- 판매사에서 고객에게 상품을 제공할 때는 이 부분에 대하여 고지를 하는 것이 필요하다. 주어진 조건 하에서 투자기간의 위험을 부담하고 부분환매가 없도록 하는 것이 바람직하다. - 장외파생상품의 특성상 투자자가 중도환매를 시행하는 경우 여러 가지 비용을 부담해야하고 이는 구조화상품의 상대적 약점으로 여겨질 수 있다.

(3) 환매 관련 문제 고려사항

투자자의 환매요구에 발행사가 성실하게 대응하는가?
환매가격은 적정가격으로 이루어지는가?
환매가격과 채권평가사가가격과의 괴리는 얼마인가?
환매 요청시 발행사 내부평가 가격과 환매가격의 차이는 없는가?
최소환매 규모는 얼마이고 최소 설정 규모는 얼마인가?

→ 발행사와의 원활한 환매를 위해서는 거래를 할 때 운용하는 규모가 크고 환매와 관련하여 비용이 적은 발행사를 선택하는 것이 중요

4. 법적 위험

- 구조화펀드의 위험에는 당사자간이 거래로 계약주체 문제가 생기는 신용위험 및 기초자산 위험 이외에도 기초자산이 거래되는 거래소관련 위험, 환율관련 위험이 있을 수 있다.

현실적으로 이 같은 문제가 발생하는 경우, 발행사와 운용사는 합리적인 의사결정을 위하여 다각적인 검토와 방안을 제시해야 할 것이다.

- 투자를 할 때 기본 가정은 투자대상의 거래와 관련된 시장이 안정적으로 유지된다는 것

→ 시장에는 전혀 예상하지 못한 사건들이 발생할 수 있으며, 이 같은 시장붕괴(disruption)는 장외파생상품 계약의 종결이나 계약조건의 변경사유가 될 수 있다.

[참고 : 위험 종류]

구분	리스크		
투자원본에 대한 손실위험	1) 실적배당상품으로 투자 원리금 전액이 보장 또는 보호되지 않음 2) 환매수수료가 부과되는 기간 중에 환매한 경우에는 환매수수료의 부과로 인해 투자손실이 발생하거나 손실의 폭이 더욱 확대 3) 투자하는 장외파생상품의 기초자산이 상장폐지 등으로 중도상환 시 투자원본에 대한 손실이 발생		
주가연계파생상품 거래상대방 회사의 신용위험	주가연계파생상품 거래 상대방 회사가 원리금을 제때에 지급하지 못하는 등의 신용위험이 발생하는 경우 동 투자신탁에서 추구하는 투자목적 달성이 어려울 수 있다.		
시장위험 및 개별위험	투자신탁재산을 채권 및 파생상품 등에 투자함으로써 유가증권의 가격 변동, 이자율 등 기타 거시경제지표의 변화에 따른 위험에 노출. 또한, 투자신탁재산의 가치는 투자대상종목 발행회사의 영업환경, 재무상황 및 신용상태의 악화에 따라 급격히 변동		
유동성위험	증권시장규모 등을 감안할 때 투자신탁재산에서 거래량이 풍부하지 못한 종목에 투자하는 경우 투자대상 종목의 유동성부족에 따른 환금성에 제약이 발생하는 위험		
파생상품 투자위험	파생상품은 작은 증거금으로 거래의 결제가 가능한 지렛대 효과(레버리지 효과)로 인하여 기초자산에 직접 투자하는 경우에 비하여 훨씬 높은 위험에 노출		
장외파생상품 조기상환 또는 계약 조건 변경위험	장외파생상품에 있어 장외파생상품이 조기 상환되거나 계약조건(기준일, 행사가격, 지급일, 상환조건 및 상환금액등)이 변경 가능 위험		
순자산가치 변동위험	환매청구일과 환매일이 다르기 때문에 환매청구일로부터 환매일까지의 투자신탁재산의 가치변동에 따른 위험에 노출		
환매연기위험	투자신탁재산의 매각이 불가능하여 사실상 환매에 응할 수 없거나 환매에 응하는 것이 수익자의 이익을 해할 우려가 있는 경우 등으로 수익증권의 환매가 연기		
장내·외파생상품 거래에 따른 위험 지표의 개요 및 위험 지표 공시	위험지표	설명	공시 주기
	계약금액	파생상품 거래금액	파생상품 거래 후 익일까지
	만기시점의 손익구조	기초자산의 가격변동에 따라 투자신탁의 손익이 발생하는 구간 설명	
	시나리오별 손익구조 변동	시장가격이 불리하게 변동될 경우의 최대손실예상금액	매일

5. 각종 문서

투자자는 펀드투자시 판매사로부터 집합투자계약과 투자설명서에 대한 설명 및 위험고지를 주지받게 되며 각각에 대한 정확한 확인이 필요하다.

집합투자계약	법이 정하는 바에 따라 투자신탁의 자산운용회사, 수탁회사, 수익자 및 판매회사의 권리와 의무, 기타 투자신탁재산의 운용 및 관리 등에 대하여 필요한 사항 기재 파생상품펀드를 투자자에게 판매할 때 약관의 주요 내용을 꼼꼼히 살펴야 한다. 그 중 운용사, 기초자산, 발행사, 환매 및 비용관련 내용은 투자자가 가장 관심을 갖는 부분이므로 숙지 해야 함.
투자설명서	당해 펀드 투자에 따른 위험, 주된 투자대상 자산의 종류, 투자방침, 가입방법, 투자금 회수 방법, 관련보수 및 수수료, 과세 등에 대한 중요한 내용을 포함 운용사 홈페이지와 자산운용협회의 홈페이지에 게재되어 있는 것이 일반적 작성: 집합투자업자 교부: 설명, 확인의무 : 판매회사
투자제안서	운용사가 판매사와 고객들을 위해 만든 자료로, 운용사와 운용인력, 상품의 수익구조 그리고 운용전략 등을 소개 기초자산의 가격추이나 변동성 추이 그리고 기초자산가격의 변동에 따른 수익률 예시가 제시 -백테스트(Back Test)를 제시 -시뮬레이션(Simulation)을 제시: 기초자산의 가격을 생성하여 분석
Termsheet 및 계약서	투자계약 : 발행사(증권사) 와 운용회사(집합투자업자) 판매직원이나 투자자가 직접 계약서를 확인할 수는 없으나, 투자자에게 제공된 집합투자계약, 투자설명서 그리고 투자제안서의 구조와 계약서의 수익구조는 반드시 동일 운용사 선관직무 : 금융당국은 환매가격이나 권리조정 등에 대하여 발행사가 일방적 결정을 하거나 통보하기보다는 운용사와 협의 하도록 함 펀드에 편입되는 장외파생상품을 외국계투자은행(IB, Investment Banking)과 직접 거래하는 경우 거래조건은 Termsheet 으로 확인한다. 운용사는 Termsheet의 수식 등 거래조건이 고객에게 제공되는 조건과 차이가 없는지 잘 확인하는 것이 중요하다. 특히, 시장의 붕괴(Disruption)나 계약조건의 변경, 부분환매(Partial unwinding)의 문제 그리고 환매가격에 대한 정확한 이해가 필요

III

거래위험

1. 시장 구조

- 파생상품펀드의 시장 거래구조는 원발행사, 발행사(국내금융투자회사), 운용사, 판매사, 고객간에 계약이 이루어지며 감독당국과 채권평가사가 감독과 평가의 기능을 한다.
- 동일한 파생상품도 거래되는 경로와 고객들에게 제공되는 상품의 형태에 따라 약간의 차이가 있다. 예를 들어 추가연계증권(ELS)을 운용사의 펀드에 편입하면 구조화펀드(추가연계펀드, ELF)가 되고 은행의 예금에 워런트를 편입하면 추가연동예금(ELD)이 된다.

(1) 원발행사

- 파생결합증권의 발행사인 국내증권사가 직접헤지를 하지 않고 중개를 하는 경우가 있어, 필요에

따라 기초자산을 직접 헤지하는 발행사를 지칭하는 용어

-원발행사는 직접헤지를 하므로 실질적 운용위험에 노출되어 있다.

-발행사인 국내 증권사 혹은 운용사 등 고객에게 상품을 제공

-국내증권사는 원발행사로서 직접 헤지하는 경우도 있지만 발행사로서 BTB(Back To Back)업무도 한다.

-원발행사는 변동성 상품의 경우 가격위험에 노출되어 있으나 변동성 위험에 더 크게 노출되어 있으며, 시장의 변동성이 어떻게 움직이느냐에 따라 수익이 결정

(2) 발행사

-감독당국에서 장외파생상품의 발행 인가를 받은 증권사

-헤지를 직접하는 경우에는 원발행사로의 역할을 하는 것이며, 발행사라는 표현은 직접 헤지를 하지 않고 원발행사에서 상품을 받아 펀드에 파생결합증권을 제공하는 경우:이 경우 감독당국에 제공하는 발행분담금, 부채분담금 등의 비용이 발생

-원발행사와 스왑거래를 하는 경우에는 담보문제가 발생

(3) 운용사

-운용보수, 펀드의 구조·기초자산 등 구조화 상품의 내역을 결정하고 적정 가격인지 평가하고 의사결정

-주식의 펀드매니저에게 운용은 좋은 종목을 선택하고 투자비중을 결정하는 것과 마찬가지로 장외파생상품에 대한 운용사의 운용은 좋은 구조의 적절한 가격의 장외파생상품을 선택하고 펀드라는 형식을 통해, 다수의 고객들에게 투자기회를 제공하는 것

-시장에서 기초자산을 직접 매수, 매도하지는 않지만 구조를 만들고 이론가격을 산출하고 발행사와 발행 조건을 협의하는 업무가 광의의 업무라 할 수 있다.

(4) 판매사

- 2009년 자본시장법이 시행되면서 판매인력에 대한 자격이 강화되고, 위험고지 의무를 강화하는 등 불완전판매를 근절하려는 조치가 강화

-판매사는 고객과의 접점에서 상품을 이해하고 정보 및 서비스를 고객에게 제공하며 이에 대한 대가로 판매수수료 혹은 판매 보수를 받는다.

-집합투자계약 및 투자설명서 그리고 투자제안서에 대한 이해를 바탕으로 고객에게 펀드에 대한 설명을 실시해야 하며, 특히 투자설명서 요약은 숙지

(5) 기타

1) 금융감독기관

- 운용사가 제출한 집합투자계약을 확인

2) 채권평가사

장외파생상품의 시장가격의 대용을 제공한다. 펀드는 시가평가가 원칙이기 때문에 감독기관은 장외

파생상품의 시장가격을 채권평가사의 가격으로 산정하고 펀드평가의 기준으로 제공하는 것이다. 물론 형식적으로는 펀드평가위원회에서 정한 방법을 따라 산출하는데 대부분 채권평가사의 평가가격을 이용한다.

(6) 시장참여자 주체별로 가격의 변동 영향

1) 투자자

가격에 영향을 가장 많이 받는다. 반면 발행사는 변동성에 영향을 많이 받는다.

2) KI이 있는 상품의 경우 KI이전의 경우와 KI이후의 경우에 변동성에 대한 영향이 반대이다. KI이전에는 변동성 증가가 원발행사에 도움이 되고, KI이후에는 변동성 증가가 오히려 손실 요인이 된다. 운용사, 발행사, 판매사는 가격의 상승과 변동성의 안정화가 도움이 된다. 다음의 표는 각 주체별로 영향을 정리한 것이다.

2. 원발행사와 발행사

- 국내증권사의 경우 발행사로 승인을 받았더라도 자체 헤징 비중이 낮고 BTB도 병행하고 있는 실정

→ 이는 회사 규모와 운용 경험, 그리고 위험 수용 능력, 즉 일정 기간 내의 손실을 부담할 수 있는 수준이 뒷받침되지 않기 때문이다.

→ 국내증권사의 자본금 규모로 볼 때 큰 위험을 부담하기가 어렵다. 따라서 대형증권사를 제외하면 외국계 투자은행(IB)이 발행하는 구조화상품의 중개 역할이 불가피하다.

3. 발행사와 운용사

운용사는 발행사와 파생결합증권을 거래하고, 외국계 투자은행이나 국내은행과는 장외파생상품을 계약할 수 있다. 옵션구조의 복제가 갖는 수익의 불확실성으로 인해 수익구조를 제시하는 구조화펀드를 운용할 때 운용사는 발행사의 상품을 편입하는 것이다.

운용사는 시장상황과 투자자들의 요구를 감안하여 투자상품을 결정하는 업무 이외에도 펀드의 설정을 위한 절차를 실행하며, 채권평가사의 평가가격에 대해 점검한다.

또한 발행사 신용위험을 부담해야 하기 때문에 거래 이후에도 발행사 신용위험을 지속적으로 점검해야 한다. 운용사는 높은 신용의 거래상대방을 선택해야 하고 발행사 거래비중을 적절히 분산해야 한다. 복수 발행사를 이용하거나, 투자원금을 운용사가 직접 운용하고 스왑형식으로 거래하는 방안도 검토할 수 있다. 그러나 이 경우 투자 이자자산의 신용위험에 노출된다.

자본시장법이 시행되고 파생결합증권의 투자한도 문제와 파생상품의 거래상대방 한도 문제로 거래구조의 변화가 발생할 수 있을 것으로 보인다.

4. 운용사와 판매사

-판매사가 고객에게 판매할 펀드를 선정할 경우 주식이나 채권 등에 투자하는 전통적 펀드만이

아니라 파생상품펀드를 선택함으로써 다양한 투자기회 및 차별화된 서비스 제공이 가능하다.

펀드가 투자하는 기초자산과 수익구조에 대한 파악은 물론 기대할 수 있는 최대수익과 예상 수익률 그리고 부담해야 하는 손실 가능성과 최대 손실을 파악하고 다른 펀드들과 비교 평가하여야 한다.

- 수익구조와 함께 발행사 혹은 거래상대방 정보를 확인해야 한다. 그리고 운용사의 담당 운용역, 내부시스템 그리고 운용의 경험 등에 따른 원활한 업무 여부를 종합적으로 판단해야 한다. 제시수익률이 높더라도 기초자산이 위험이 크거나 수익실현 가능성이 낮을 수 있다. 경우에 따라서는 기초자산이나 수익구조가 불명확하거나 내용을 잘못 이해할 수도 있으므로 시장에서 상대 운용사의 경험이나 시장에서 거래된 유사한 펀드들에 대한 점검도 필요하다.
- 파생상품펀드 중 구조화 펀드는 발행사의 파생결합증권을 편입하거나 장외파생상품 계약을하는 형태이다. 구조화 펀드는 수익구조를 제시할 수 있는 장점이 있지만, 운용사가 발행사와 수익구조를 확정하고 가격조건을 유지하기 어렵다는 단점이 있다. 따라서 판매사의 판매 일정과 수익구조가 유지될 수 있는 기간과의 조율이 매우 중요하다.

5. 판매사와 고객

- 자본시장법이 시행되면서 투자자보호가 강화

투자자 성향을 파악하고 투자자 등급과 펀드의 위험등급을 연결시키고 필요한 서류를 받아야 한다.

- 파생상품은 수익을 보장해 주는 수단이 아니며 투자자의 시장전망이 실현되었을 때 수익을 제공하는 것임을 알아야 한다. 파생상품펀드는 투자자들의 전망을 수익으로 연결시켜주는 효율적 투자수단이 될 수 있으며 판매사는 이를 위해 가장 효율적인 펀드로 선택하여야 한다.

파생상품펀드 고객상담 관리



I 투자자보호 강화

1. 펀드 표준 판매매뉴얼

1단계: 투자자정보 파악
2단계: 투자자 유형 분류
3단계: 투자자에게 적합한 펀드 선정
4단계: 펀드에 대한 설명
5단계: 투자자 의사 확인
6단계: 사후관리

(1) 1단계 : 투자자의 정보 파악

투자자 정보	투자자의 투자목적, 재산상황, 투자경험 파악
사용	투자자정보 확인서' 또는 상담 등을 이용
유지, 관리	서명, 기명 날인, 녹취, 전자우편 또는 그밖에 이와 유사한 전자통신, 우편, 전화자동응답시스템 (이하 '서명등' 이라 함)의 방법으로 확인을 받아 유지 · 관리 투자자에게 펀드 투자를 권유할 때마다 투자자정보를 다시 확인하고, 해당 투자자로부터 서명 등의 방법으로 확인을 받아 유지 · 관리 →투자자정보 응답은 원칙적으로 투자자 본인이 직접 해야 하지만, 불가피한 경우 대리인이 본인과 위탁자의 실명확인증표 및 회사가 요구하는 서류 등을 지참하여 대리하는 것을 허용하는 방안
정보제공 거부시	자본시장법 제93조에서 정한 집합투자기구의 집합투자증권에 대해서는 투자자가 자신의 정보를 제공하지 아니하면(투자자정보 파악 절차에 응하지 아니하면)투자권유를 할 수 없다.(금융투자업규정 제 4-20조) 만약 투자자가 판매사의 투자자정보 파악 절차를 거부하면서 펀드 판매를 요구하는 경우에는 '확인서' 에 투자자의 서명 확인을 받고, 투자자가 지정하는 펀드를 판매할 수 있다. 이 때 판매사의 정책에 따라서는 투자자정보 파악 절차를 거부하는 투자자에 대해 판매를 거부 가능

(2) 2단계 : 투자자의 유형 분류

방법	설문지 상담을 통해 얻은 투자자정보를 이용하여 투자자를 분류 상담결과를 점수화(Scoring system)하는 등의 기법을 활용하여 일정 유형으로 분류
기타	회사에 따라 유형분류 기준, 등급 등을 달리 정할 수 있다. 그리고 판매사는 투자자에게 본인의 위험 등급(투자성향)을 알려주고 해당 결과가 나오게 된 과정 및 그 의미를 설명 위험 등급이 낮은 투자자를 높은 위험등급으로 유인하는 행위는 금지
투자정보확인서	① Part1(기초정보): 고객연령, 투자가능기간, 투자경험, 금융상품에 대한 투자지식, 투자자금이 금융자산에서 차지하는 비중, 수입원, 손실감내도 ② Part2(위험선호도) :1단계(안정형), 2단계(안정추구형), 3단계(위험중립형), 4단계(적극적투자형) 5단계(공격적투자형) 등으로 구분 투자자가 투자자정보 중 일부만을 제공한 경우에는 그 제공된 정보의 범위내에서 최대한 적합하게 투자성향을 분류
판단	Part1 과 Part2 결과 중 하위 값(표준투자권유원칙 제5조)

[참고 : 투자자 정보 확인서 Scoring 기준 (위험선호도)]

1단계(안정형)	예금 또는 적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생하는 것을 원하지 않음
2단계(안정추구형)	투자원금의 손실위험은 최소화하고, 이자소득이나 배당소득 수준의 안정적인 투자를 목표로 함. 다만, 수익을 위해 단기적인 손실을 수용할 수 있으며, 예·적금보다 높은 수익을 위해 자산 중 일부를 변동성 높은 상품에 투자할 의향이 있음
3단계(위험중립형)	투자에는 그에 상응하는 투자위험이 있음을 충분히 인식하고 있으며, 예·적금보다 높은 수익을 기대할 수 있다면 일정수준의 손실위험을 감수할 수 있음.
4단계(적극투자형)	투자원금의 보전보다는 위험을 감내하더라도 높은 수준의 투자수익 실현을 추구함. 투자자금의 상당 부분을 주식, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음.
5단계(공격투자형)	시장평균수익률을 훨씬 넘어서는 높은 수준의 투자수익을 추구하며, 이를 위해 자산가치의 변동에 따른 손실 위험을 적극 수용. 투자자금 대부분을 주식, 주식형펀드 또는 파생상품 등의 위험자산에 투자할 의향이 있음

(3) 3단계 : 투자자에게 적합한 펀드 선정

투자자정보 파악 절차에 따라 파악된 투자자 유형 분류 등급에 부합하는 펀드 상품 선정 및 투자권유가 이루어져야 한다.

투자자의 유형	투자자에게 투자권유하기 위한 상품별 위험 등급
1단계 (안정형)	상품등급 = 1단계
2단계 (안정추구형)	상품등급 ≤ 2단계
3단계 (위험중립형)	상품등급 ≤ 3단계
4단계 (적극투자형)	상품등급 ≤ 4단계
5단계 (공격투자형)	관계 없음

투자권유원칙	-판매사는 자신이 판매하는 펀드에 대해 각 펀드별로 위험 등급을 부여해야 하며, 해당 위험 등급을 감내할 수 있는 투자자에 한해 펀드를 권유 -등급 이하로 권유 가능
예외	포트폴리오 투자인 경우 포트폴리오를 구성하는 개별펀도(상품)의 위험 등급이 투자자의 위험 등급을 초과할 수 있다. 예를 들어 3단계 위험 등급 투자자에게 1단계 및 5단계 위험 등급의 펀드로 구성된 포트폴리오를 권유 가능 포트폴리오 전체의 가중평균 위험 등급이 투자자의 위험 등급을 초과해서는 아니 되며, 회사는 시간의 경과에 따른 포트폴리오의 가중평균 위험 등급 병화에 대응하여 회사가 정한 일정 주기 여부를 투자자에게 안내 또는 확인하는 절차를 마련

-투자자가 투자자 유형분류에 따른 판매사 권유 펀드를 거부하고 더 높은 위험 수준의 펀드 매수를 요구하는 경우 해당 펀드의 투자위험 정도 등에 대해 투자자에게 충분히 설명하고, 회사가 정하는 절차에 따라 투자자에게 적합한 위험 수준의 펀드를 권유(추천)했음에도 불구하고 투자자가 더 높은 위험 수준의 펀드를 요구했다는 점, 해당 펀드의 투자위험 정도가 투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비해 높기 투자자에게 부적합하므로 판매사가 이에 대한 투자권유를 할 수 없다는 점, 그럼에도 투자자 자신의 판단과 책임으로 투자한다는 점을 주지시킨 후 그러한 취지가 기재된 확인서에 투자자의 서명 확인을 받고, 투자자가 요구하는 펀드를 판매할 수 있다.

→ 판매사 정책에 따라 판매를 거부 가능

(4) 4단계 : 펀드에 대한 설명

투자자에게 투자설명서, 예비투자설명서, 간이투자설명서를 이용하여 투자권유를 해야 하며 펀드의 주요 사항을 구체적으로 설명한다. 투자권유 펀드의 운용대상자산 등 운용전략, 원본손실위험 등 투자에 따른 위험, 보수 · 수수료 및 펀드 운용에 소요되는 비용, 환매방법 등을 설명하여야 한다.

참고 : 투자자에게 설명해야 할 사항

- 펀드의 명칭 및 종류
- 펀드의 운용개념 및 방법
- 투자원금이 보장되지 않는다는 사실 등 투자위험에 관한 사항
- 당해 펀드의 투자성에 관한 구조와 성격
- 당해 펀드의 구조와 성격에 따른 투자위험에 관한 사항
- 조기상환조건이 있는 경우 그 내용
- 계약의 해제 · 해지에 관한 사항
- 펀드재산의 운용방법, 운용제한 및 운용전략에 관한 사항
- 펀드의 환매방법, 환매제한, 환매수수료 및 환매연기에 관한 사항
- 투자자 또는 펀드가 부담하는 각종 보수, 수수료, 비용 및 투자소득의 과세에 관한 사항
- 신탁약관 또는 투자회사 정관의 주요 내용 변경에 따른 공시에 관한 사항
- 수익자 총회 또는 주주총회에 관한 사항
- 투자자의 자기 책임원칙- 해당 펀드에 대한 투자가 투자자 자신 판단과 책임으로 이루어짐을 설명
- 기타 법령 및 규정 또는 회사가 정한 사항

→기본적인 추가 정보 : 펀드 투자에 따른 일반적 위험 외에 추가적으로 펀드의 투자대상인 파생상품, 부동산, 특별자산과 관련된 투자위험 그리고 투자대상 파생상품, 부동산, 특별자산과 관련되는 기본적인 정보가 추가되어야 한다.

(5) 5단계 : 투자자 의사 확인

- 펀드에 대한 설명을 한 뒤 투자자의 의사를 확인해야 한다.
- 그러나 관심이 없다고 응답하는 경우 투자자 의사 확인 후 투자권유를 종료해야 한다.
- 설명을 들은 투자자가 펀드 매수를 원할 경우에는 투자설명서 교부확인서 징구, 투자금 수령, 통장 교부 등 펀드 매수 절차를 진행한다.
- 판매사는 펀드 거래와 관련된 제반 서류를 보관·관리한다.
- 투자자 체크리스트를 사용했을 경우에는 투자자에게 사본 1부를 제공하고 원본은 판매사가 보관한다.

참고: 판매사 및 판매 임직원 주요 금지행위

- 투자권유 임직원 및 투자권유대행인이 아닌 자에게 투자권유를 하게 하는 행위
- 법 제9조 제5항에 따라 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 전문투자자(법 제10조제1항 각 호의 자는 제외한다)의 요구에 정당한 사유 없이 동의하지 아니하는 행위
- 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등을 고려하지 아니하고 일반투자자에게 지나치게 자주 투자권유를 하는 행위
- 투자자(투자자가 법인, 그 밖의 단체인 경우에는 그 임직원을 포함한다) 또는 거래상대방(거래 상대방이 법인, 그 밖의 단체인 경우에는 그 임직원을 포함한다) 등에게 업무와 관련하여 금융위가 정하여 고시하는 기준을 위반하여 직접 또는 간접적으로 재산상의 이익을 제공하거나 이들로부터 재산상의 이익을 제공받는 행위
- 집합투자증권의 가치에 중대한 영향을 미치는 사항을 미리 알고 있으면서 이를 투자자에게 알리지 아니하고 해당 집합 투자증권의 매수나 매도를 권유하여 해당 집합투자증권을 매도하거나 매수하는 행위
- 투자자로부터 집합투자증권(증권시장에 상장된 집합투자증권은 제외한다)을 매수하거나 그 중개·주선 또는 대리하는 행위
(다만, 법 제235조제6항 단서에 따라 매수하는 경우는 제외)
- 투자자의 거래가 탈세의 수단으로 하는 행위라는 사실을 알면서도 이를 지원하거나 알선하는 행위
- 일반투자자를 대상으로 빈번한 집합투자증권의 매매거래 또는 과도한 규모의 집합투자증권의 매매거래를 권유하는 행위
- 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우를 제외하고 법 제 47조에 따른 설명의무를 이행하기 위한 설명서를 교부하지 아니하는 행위
 - 가. 서명 또는 기명날인으로 설명서의 수령을 거부하는 경우
 - 나. 설명서에 갈음하는 투자설명서를 교부하는 경우
- 위 사항 나목에 따른 설명서를 각 영업점에서 투자자의 접근이 용이한 장소에 비치하거나 전자통신 등의 방법에 따라 공시하는 등 투자자가 언제든지 열람할 수 있도록 하는 조치를 취하지 아니하는 행위
- 집합투자증권의 판매와 관련하여 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위
 - 가. 자기가 받는 판매보수 또는 판매수수료가 자기가 취급하는 유사한 다른 집합투자증권의 그것보다 높다는 이유로 일반투자자를 상대로 특정 집합투자증권의 판매에 차별적인 판매촉진노력(영업직원에 대한 차별적인 보상이나 성과보수의 제공 및 집중적 판매독려 등)을 하는 행위. 다만, 투자자의 이익에 부합된다고 볼 수 있는 합리적 근거가 있어 판매대상을 단일집합투자업자의 집합투자증권으로 한정하거나 차별적인 판매촉진노력을 하는 경우는 제외한다.
 - 나. 자기가 행한 집합투자증권의 판매의 대가로 집합투자업자를 상대로 집합투자재산의 매매주문을 자기나 제3자에게 배정하도록 직접 또는 간접으로 요구하는 행위. 다만, 집합투자업자가 사전에 투자설명서에 최선의 매매조건을 제시하는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 둘 이상 있는 때에는 판매실적을 감안하여 매매를 위탁하는 투자매매업자 또는 투자중개업자를 선정하겠다고 사전에 공시한 집합투자증권을 투자매매업자 또는 투자중개

업자가 판매하는 경우 그 공시내용을 근거로 판매의 대가로 집합투자업자에 대하여 매매주문을 요구하는 경우는 제외한다.

다. 집합투자증권의 판매의 대가로 자기에 위탁하는 집합투자재산의 매매거래에 대하여 유사한 다른 투자자의 매매거래보다 부당하게 높은 수수료를 요구하는 행위

라. 특정 집합투자증권의 판매와 관련하여 투자자를 상대로 예상수익률의 보장, 예상수익률의 확정적인 단언 또는 이를 암시하는 표현, 실적배당상품의 본질에 반하는 주장이나 설명 등을 하는 행위

－ 집합투자증권의 판매와 관련하여 판매수수료(집합투자증권 판매의 대가 또는 투자자에게 지속적으로 제공하는 용역의 대가로 투자자로부터 직접 받는 금전을 말한다) 및 판매보수(집합투자증권 판매의 대가 EH는 투자자에게 지속적으로 제공하는 용역의 대가로 집합투자지구로부터 받는 금전을 말한다)를 받는 경우 집합투자지구의 운용실적에 연동하여 판매수수료 또는 판매보수를 받는 행위

－ 투자설명서, 예비투자설명서, 간이투자설명서 이외의 자료를 이용하여 투자권유를 하는 행위

－ 단정적 판단을 제공하는 행위(예컨대, 목표수익률을 무난하게 달성할 것이라고 말하는 경우(2004.1.15 선고 2202다51517판결))

－ 투자자에게 유리한 부분만을 중점적으로 설명하고, 불리한 사항에 대하여는 간략하게 설명하는 행위(서울중앙지법 2006.3.22 선고 2006가합63852 등)

－ 투자자로부터 포괄적 위임을 받아 임의의 상품에 가입하는 행위

(6) 6단계 : 사후 관리

-투자자와의 상담을 통하여 펀드 판매가 이루어지면 가입 이후에 투자자에게 필요한 정보를 지속적으로 제공함으로써 판매과정을 완성한다.

-판매사는 투자자의 펀드가입 이후 수익률 현황과 투자규모 등에 대하여 유지 관리를 하여야 한다.

-주기적으로 잔고통보를 하고 자산 운용보고서 등을 제공한다.

수동적 서비스	투자자 전화 문의 등에 대한 응대, 투자자 보고서 발송(자산운용보고서, 자산보관·관리보고서) 등
적극적 서비스	펀드 잔고 통보, 자산관리 보고서 발송, 우수(인기)상품 추천, 투자자 세미나 개최 등

판매사는 펀드 위험등급에 대한 점검을 지속적으로 시행한다. 판매사는 자신이 부여한 펀드 위험등급에 대해 회사가 정한 주기마다 1회 이상 점검하여 최초의 부여 등급과 달라졌다고 판단되는 경우 인터넷 홈페이지 공시, 영업점 게시 등을 통해 투자자에게 이를 공지하여야 한다.

2. 투자자 보호제도

(1) 영업행위 규제의 개편 개요

자본시장법에서는 6개 금융투자업(투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업)[자본시장법 제6조]에 공통적으로 적용되는 공통규제와 개별업별 규제를 각각 마련하였다. 공통 영업행위 규제에는 금융투자회사가 투자자를 상대로 영업을 함에 있어 공통적으로 지켜야 할 규율을 규정하였다.

[참고 : 주요 공통 영업행위 규제의 정비 내용]

규제 명칭	주요 내용	비 고
신의성실 의무	· 신의성실 원칙에 따라 공정하게 금융업을 수행할 것	확대
투자자의 구분	· 투자자를 일반투자자와 전문투자자로 구분	신설
고객파악 의무	· 투자자 특성(투자목적, 재산상태 등)을 면담, 질문 등을 통하여 파악한 후 서면 확인을 받을 것	신설
적합성 원칙	· 투자권유는 투자자의 투자 목적, 재산상태, 투자 경험등에 적합하도록 함	확대
설명 의무	· 투자권유시 금융상품의 내용, 위험에 대하여 설명하고 이해했음을 서면 확인받도록 함 · 설명의무 미이행으로 손해발생시 금융투자업자에게 배상책임을 부과하고 원본손실액을 배상액으로 추정	확대 신설
부당권유 규제	· 손실 부담의 약속 금지 · 이익 보장 약속 금지 · 투자자가 원하는 경우를 제외하고 방문·전화 등에 의한 투자권유금지	확대 확대 신설
약관규제	· 약관의 제정·변경시 금융위 보고 및 공시 의무화	확대
광고규제	· 금융투자회사가 아닌 자의 투자광고 금지 · 금융상품의 위험 등 투자관련 필수 포함내용 규정	신설 확대

(2) 투자권유 규제

1) 투자자 구분

전문투자자	금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산 규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자 · 국가, 한국은행, 대통령령으로 정하는 금융기관, 주관상장법인 · 그 밖에 대통령령으로 정하는 자 가. 다음 각 목을 모두 충족하는 개인 나. 관련 자료를 제출한 날 전날의 금융투자상품 잔고가 50억원 이상을 것 다. 금융투자업자에 계좌를 개설한 날부터 1년이 지났을 것 라. 관련 자료를 제출한 날부터 2년이 지나지 아니할 것 → 전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자가 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하는 경우 금융투자업자는 정당한 사유가 있는 경우를 제외하고는 이에 동의하여야 하며, 금융투자업자가 동의한 경우에는 해당투자자는 일반투자자
일반투자자	전문투자자가 아닌 투자자

2) 신의성실의무

3) 적합성 원칙

-금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우 우선 고객의 특징을 파악한 후 그특성에 적합하게 투자권유를 해야 한다.

-금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 일반투자자의 투자목적*재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합하지 아니한다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니 된다.

1. 전자우편, 그 밖에 이와 비슷한 전자통신
2. 우편
3. 전화자동응답시스템

4) 설명의무

투자자가 이해하도록 설명해야 한다. 그리고 일반투자자가 내용을 이해했음을 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인받아야 한다.

-금융투자업자는 일반투자자를 상대로 투자권유를 하는 경우에는 금융상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 일반투자자가 이해 할 수 있도록 설명하여야 한다.

5) 부당권유규제(자본시장법 제49조)

이규정은 투자성 있는 예금, 보험계약, 증권 및 장외파생상품에 대해서는 적용되지 않는다. → 불초청권유 금지: 장외파생상품에만 적용

→ 재권유 금지 규제도 도입 : 장외파생상품에만 적용

: 투자권유를 받은 투자자가 이를 거부하는 취지의 의사를 표시하는 경우 투자권유를 계속하는 행위는 아니 된다는 것이다.

: 적용배제 -이 규제도 투자성있는 보험계약, 일정기간(1개월)경과 후의 재권유, 다른 종류의 금융투자상품의 권유는 적용이 배제

II

주요 고객 상담 내용

1. 기초자산관련

기초자산은 판매자는 펀드판매시 투자자에게 기초자산에 대해 구체적이고 정확하게 설명해야 한다. 다음으로는 기초자산에 대한 과거의 가격추이나 기초자산의 변동성, 유동성 등의 정보를 제공하여야 한다. 과거에 어떤 움직임을 보였으며, 변동의 정도가 얼마이고 거래대금 등 유동성에 문제가 없는지 등에 제시하여야 한다.

2. 발행사 관련

파생상품펀드의 역할주체 중에는 운용사와 발행사가 있다. 운용사는 해당 펀드를 설정하는 주체로 펀드가 투자하는 파생파생물을 결정한다. 장외파생상품에 투자할 때 투자자가 직면하는 위험은 크게 두가지다. 수익구조에 따른 가격위험이 하나이고 다른 하나는 발행사 관련 신용위험이다.

투자자에게 반드시 파생상품펀드에서 투자한 장외파생상품과 관련된 신용위험을 설명하여야 한다. 국내증권사의 파생결합증권을 매입한 경우는 증권사를 밝히고, 외국계 투자은행과 장외파생상품거래를 한 경우는 거래상대방이 누구인지 그리고 신용등급이 무엇인지 정확히 알려주어야 한다. 발행사의 신용위험을 줄이기 위하여 복수의 발행사를 이용할 수 있다.

3. 수익구조

고객상담시 가장 중요한 것은 하나가 수익구조에 대한 정확한 설명이다.

발행사가 자체 산출하거나 운용하는 인덱스 혹은 기타 운용전략이 가미된 구조의 경우에는 전략에 대한 개요와 간단한 운용사례를 설명하는 것이 효율적이다.

4. 적정가격

-투자자의 입장에서는 파생상품펀드에 정외파생상품이 편입된 경우 장외파생상품의 가격적정성에 대한 확신이 쉽지 않다. 단순한 구조는 'Black and scholes Model' 과 같은 옵션가격 모델로 산출이 가능

-투스타 및 대부분의 장외파생상품은 시뮬레이션을 이용하여 가격을 산출한다. 적정가격에 대해서는 운용사, 판매사, 혹은 채권평가사의 자료를 이용할 수 있다.

장외파생상품은 발행사마다 가격을 계산할 때 이용하는 변동성 등의 변수가 다르고 발생사의 북(Book, 투자 중인 전체 포지션) 사정이 다르고 운용과 관련된 비용의 차이가 있다. 따라서 쿠폰에 차이가 발생한다.

5. 환매관련

고객이 환매를 요청하는 경우 통상적으로 다음날 운용사에서 인식하고 발행사에 환매하게 된다. 따라서 3영업일 기준가로 5영업일에 지급하는 것이 일반적이다 단, 기초자산이나 발행사 등에 따라서는 기간이 길게 필요한 경우도 있다.

6. 계약조건 변경 혹은 조기상환

1. 기초자산이 되는 회사의 합병
2. 영업양도, 공개매수, 국유화, 파산,
3. 상장폐지가 발생하는 경우
4. 기초자산 또는 기초자산과 관련된 선물, 옵션의 거래가 제한되거나 지연되는 경우
5. 거래소가 정상적으로 거래가격을 제공하지 못하는 경우
6. 발행사가 해산, 파산, 화의 또는 회사정리 등의 절차가 개시되거나, 이러한 신청이 있는 등 발행회사의 신용상태가 악화되는 경우
7. 증권의 발행 이후 관련 법령의 재정·개정, 관련법령의 해석의 변경으로 본 거래가 위법하게 된 경우와 추가적인 조세부담이 발생하는 경우
8. 외국계 투자은행과 직접 거래한 경우에는 외환시장의 붕괴

7. 펀드관련 서류

투자자가 펀드에 대한 투자결정이 이루어지면 투자자보호를 위하여 투자설명서를 제공하고 투자설명서 교부확인서를 징구한다. 펀드를 설정하기위한 기본문서로는 약관 및 상품의 기초자산, 수익구조 등을 위주로 만든 자료인 투자제안서가 있다.

투자설명서를 통하여 정확한 수익구조, 각종 비용 그리고 투자자가 부담해야 하는 투자위험등을 파악

8. 각종 비용

- 장외파생상품이 투자된 펀드의 경우 펀드판매 수수료를 징수하고 설정 이후에는 운용보수와 수탁보수를 징수
- 사무수탁보수가 별도로 들어가는 경우도 있다. 장외파생상품의 평가와 관련하여 채권평가비용이 있으며 결산비용등 미세한 부분이 있다.
- 선취판매수수료, 운용보수 그리고 수탁보수 이외에 일정수준의 여분을 주고 운용한다. 중도상환 조건이 있는 구조의 경우에는 운용보수를 첫 번째 평가일 이전에 대부분을 징수한다.
- 파생상품펀드에서 선취판매수수료가 있는 경우에도 장외파생상품의 명목원금은 고객의 납입원금을 기준으로하고 각종비용은 발행가격에 반영하기 때문에 추가적 비용은 아님

4과목
파생상품펀드의
투자대상자산



선물 옵션



I

선물

1. 선도거래

- 미래 약정일에 미리 정한 가격으로 자산을 사거나 팔아야 하는 의무가 부여되는 계약으로 계약 당사자 간의 합의에 의해 거래조건이 결정된다.
- 만기시점의 손익평가는 사후적으로 볼 때 매수계약자의 이익과 매도계약자의 이익의 합은 영이 되므로 선도거래는 사후적 제로섬 게임(Ex-post Zero Sum Game)이라고 불린다.

2. 선물거래

(1) 의의

선물거래는 매매계약은 현재 체결하나 계약가격에 의한 현물의 인수·도 또는 차액결제는 장래의 특정시점에 이루어지는 거래 (동일 유형 거래로 장외거래인 경우 선도거래forward contracts)

(2) 반대매매 및 만기 결제 방법

1) 반대매매 청산

매도포지션은 매수를 통하여 청산하고 매수포지션은 매도를 통하여 청산하게 된다.

2) 만기결제

① 실물인수도

- 계약가격으로 만기에 기초자산(실물)인수도
- 매도자: 실물(기초자산) 인도하고 대금 수취
- 매수자: 실물은 매도자로부터 인수하고 대가를 지불

② 현금결제(차액)

- 계약금액과 만기결제가격의 차이를 수수한다.
- 계약가격 - 결제가격 > 0 인 경우: 매도자가 매수자로부터 차액 수취
- 계약가격 - 결제가격 < 0 인 경우: 매수자가 매도자로부터 차액 수취

(3) 선물거래와 선도거래의 비교

구분	선물거래	선도거래
조직화된 거래소	있음	없음
거래방식	공개호가방식(경쟁매매)	1대1거래(상대매매)
거래단위	표준단위 있음	표준단위 없음
거래상대방	불특정	특정
가격형성	매일 형성	한번만 형성
반대매매	인정	불인정
증거금	있음	없음
결제일	장래 특정일	어느 때나 가능
계약불이행 존부	부존재	존재
청산소 존재	존재	부존재
신용조사 여부	신용조사 불필요	신용조사 필요

(4) 선물매매관련 제도

1) 증거금제도

- 만기 결제불이행을 담보하기 위하여 매수·매도자에게 증거금을 징수한다.

개시증거금(initial margin)	고객이 선물포지션을 취할 때 요구되는 증거금으로 일반적으로 하루 최대한의 가격변동폭을 커버할 수 있는 정도의 금액이 요구
유지증거금(Maintenance Margin)	고객이 위탁증거금을 예치하고 보유 선물포지션의 가격이 변동될 때자신의 선물증거금계정에 유지해야 하는 최소한의 증거금
추가증거금	개시증거금 수준까지

2) 일일정산

선물거래 시 고객포지션의 선물가격변화에 따른 손실을 보전할 수 있는 수준의 증거금이 항상 유지될 수 있도록 확인하는 제도적 장치를 말한다. 투자자의 미 결제약정을 매일 당일의 최종가격으로 재평가하여 선물가격 변화에 따른 손익을 고객증거금에 반영하는 것으로 익일에는 전일까지의 포지션별 손익이 정산된 상태에서 거래를 시작할 수 있게 된다. 일일정산과정을 통하여 고객의 손실액이 일정 수준을 초과하여 증거금이 유지증거금 수준에 미달할 때에는 증권회사는 고객에게 즉시 증거금을 개시증거금 수준까지 충당하도록 하여 증거금의 결제이행담보능력을 충실히 이행하도록 한다.

(5) 선물거래의 경제적 기능

- ① 가격변동위험의 전가(위험전가기능) : 헤저(hedger) ⇒ 투기자(speculator)
- ② 미래시장가격에 대한 정보제공(가격발견기능) : 선물가격은 미래 현물가격의 불편 추정치
선물만기시점에서 자산가격이 오를 것 같으면 지금 선물가격만이 아니라 현물가격도 상승한다.

- ③ 현물시장에서의 유동성 확대 : 현물거래와 동일한 위험 - 수익포지션을 소규모의 증거금만으로 달성
- ④ 새로운 투자수단의 제공
- ⑤ 효율성 증대 : 기업, 가계 등의 경제주체의 투자 및 소비활동을 합리화
- ⑥ 거래비용의 절약

3. 선물의 균형가격 : 보유비용모형(cost of carry)

(1) 균형식

- 주가지수선물의 경우 이론가격은 다음과 같다.

$$\text{선물가격} = \text{현물가격} + \text{순보유비용}(\text{보유비용} - \text{보유이익})$$

$$F = S \times [1 + (r - d) t / 365]$$

* F : 선물 이론가격, S : 주가지수, r : 시장이자율, d : 배당수익률, t : 잔존기간

(2) 선물이론가격의 결정요인

- ① 현물주가지수 상승 → 선물이론가격 상승
- ② 이자율 상승 → 선물이론가격 상승
- ③ 배당수익률 상승 → 선물이론가격 하락
- ④ 잔존만기일수 상승 → 선물이론가격 상승

(3) 콘탱고와 백워드이션

정상시장(콘탱고)	• 선물지수 > 현물지수(일반적으로 “이자율 > 배당수익률” 이므로) ⇒ 베이스스(+) ⇒ 정상적 시장(Normal market), 콘탱고(Contango) ⇒ 헤저들이 매수우위인 경우 “선물가격<기대현물가격” 가 성립
역조시장(백워드이션)	• 선물지수 < 현물지수 (“이자율 < 배당수익률”) ⇒ 베이스스(-) ⇒ 역조시장(Inverted market), 백워드이션(Backwardation) ⇒ 헤저들이 매도우위인 경우 “선물가격<기대현물가격” 이 성립
베이스스(Basis)	베이스스 = 주가지수선물가격에서 현물주가지수를 차감한 값, 즉 보유비용을 의미한다. ② 베이스스의 변동에 따라 선물가격이 변동하며, 베이스스는 만기일에 가까울수록 0에 접근(베이스스의 수렴현상, convergence)하고 만기일까지의 기간이 길수록 확대된다.

$$B(\text{Basis}) = F - S = S(r - d) \cdot t / 365$$

* F : 선물가격, S : 주가지수, r : 무위험이자율, d : 배당수익률, t : 잔존기간

4. 선물을 이용한 투자전략

(1) 투기적 거래

- 기초자산의 방향성을 예측하여 이익을 취하고자하는 투자전략을 말한다.

1) 선물시장에서 자산가격이 하락 예상 : 신규매도포지션(short position)

⇒ 고가매도 후 저가매수전략(sell high and buy low strategy) : 선물가격이 현재보다 하락할 것으로 예상하는 경우 신규 매도포지션을 취한 후 예상대로 하락하면 매수(Short covering)하여 이익실현

2) 선물시장에서 자산가격이 상승 예상 : 신규매수포지션(long position)

⇒ 저가매수 후 고가매도전략(buy low and sell high strategy): 선물가격이 현재보다 상승할 것으로 예상하는 경우 선물매수포지션을 취한 후 예상대로 상승하면 매도(Long liquidation)하여 포지션 청산함으로써 이익실현

(2) 헤지거래

- 위험의 전가(risk transfer)
- 헤지 유형

매도헤지	현물시장 매입포지션(Long position)의 가격하락위험 ⇒ 선물시장에서 매도포지션(Short position)
매입헤지	현물시장 매도포지션(Short position)의 가격상승위험 ⇒ 선물시장에서 매입포지션(Long position)
직접헤지	현물과 동일한 상품을 선물시장에서 매입"매도하는 방법
교차헤지	현물과 유사한 가격변동 패턴을 갖는 선물을 이용하여 헤지하는 방법

(3) 차익거래

1) 주가지수차익거래의 기본

① 의의

현물과 선물의 일시적 가격 평가 차이를 이용하여 현물과 선물 중 고평가된 쪽은 매도하고 저평가된 쪽은 매수함으로써 거의 위험 없는 이득을 취하고자 하는 거래

② 유형 : 차익거래 / 비차익거래

가) 매수차익거래 : 현물매수 + 선물매도

나) 매도차익거래 : 현물매도 + 선물매수

구분	매수차익거래	매도차익거래
상황	실제선물 고평가 (이론선물가격 < 실제선물가격)	실제선물 저평가 (이론선물가격 > 실제선물가격)
전략	현물매수 + 선물매도	현물매도 + 선물매수

(4) 스프레드거래

1) 정의

- 만기 또는 종목이 서로 다른 두 개의 선물계약을 대상으로 한쪽 계약을 매수하는 동시에 다른 쪽 계약은 매도하는 전략
- 다른 전략에 비해 위험이 적다고 볼 수 있다.
- 스프레드거래는 두 선물계약의 움직임이 방향은 비슷하더라도 폭은 다를 수 있다는 점을 이용하여 수익을 창출하는 전략

2) 구분

시간 스프레드 (Calendar Spread)	동일한 품목 내에서 서로 만기가 다른 두 선물계약에 대해 각각 매수와 매도 포지션을 동시에 취하는 전략으로서, 만기가 다른 선물계약의 가격들이 서로 변동폭이 다르다는 것을 전제로 하여 포지션을 구축 - 스프레드는 동일한 상품에 대해 사용된다는 면에서 상품 내 스프레드 (intra-commodity spread)라고 불리기도 한다. - 두 계약의 가격차가 예상하는 방향으로 움직일 경우 이익을 보고 반대로 움직이는 경우, 손실을 보게 되므로 일종의 가격차이에 대한 베팅성 거래
상품 간 스프레드 (Inter-Commodity Spread)	기초자산이 서로 다른데도 두 자산가격이 서로 밀접하게 연관되어 움직이는 경우 스프레드 거래가 가능

[참고: kosp200 선물 거래조건]

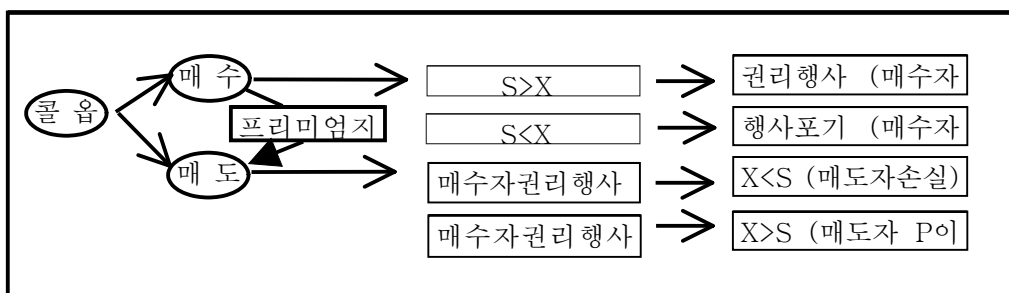
거래대상	KOSPI200(거래소 발표)
거래단위	KOSPI200 × 50만원
결제월	3, 6, 9, 12월
상장결제월	1년 이내의 4개 결제월
가격의 표시	KOSPI200의 지수(소수점 둘째 자리까지 표시)
최소가격변동폭	0.05포인트
최소가격변동금액	25,000(50만원 × 0.05)
거래시간	09:00~15:15 최종거래일 09:00~14:50
최종거래일	각 결제월의 두 번째 목요일
최종결제일	최종거래일의 다음 거래일
결제방법	현금결제 (약정가격-kospi200 증가)
일일 가격제한폭	기준가격 ±10%
단일가격경쟁거래	개장시(08:00~09:00) 및 거래종료시 균형가격에 의해 거래체결

1. 옵션 기본이해

- (1) 옵션은 일정한 자산을 미래 약정된 기간 또는 그 이전에 약정된 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리이다.
- (2) 옵션의 구성
 - 1) 일정한 자산 : 기초자산(under-lying asset : S)
 - 2) 약정된 기간 : 만기(maturity or expiration date : T)
 - 3) 약정된 가격 : 행사가격(exercise price or strike price : X)
 - 4) 살 수 있는 권리 : 콜옵션(call option)
 - 5) 팔 수 있는 권리 : 풋옵션(put option)
 - 6) 수수료 : 옵션가격(premium)
 - 7) 권리행사 가능시점
 - ① 유럽식옵션(European options) : 특정일자(만기)에만 권리를 행사할 수 있는 옵션
 - ② 미국형옵션(American options) : 특정일자(만기)이나, 이전 언제라도 권리 행사가 가능한 옵션
 - ③ 버뮤다옵션(Bermuda options) : 유럽식옵션과 미국식옵션의 중간 형태로, 이는 미리 정한 미리 정한 특정 일자들 중에서 한 번 행사가 가능한 옵션

2. 옵션 구분

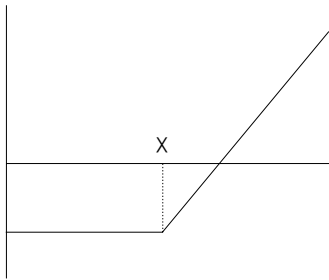
(1) 콜옵션(call option)



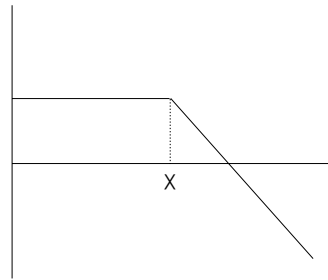
[콜옵션 만기손익 구조]

$$y = \text{Max}(0, S_T - X)$$

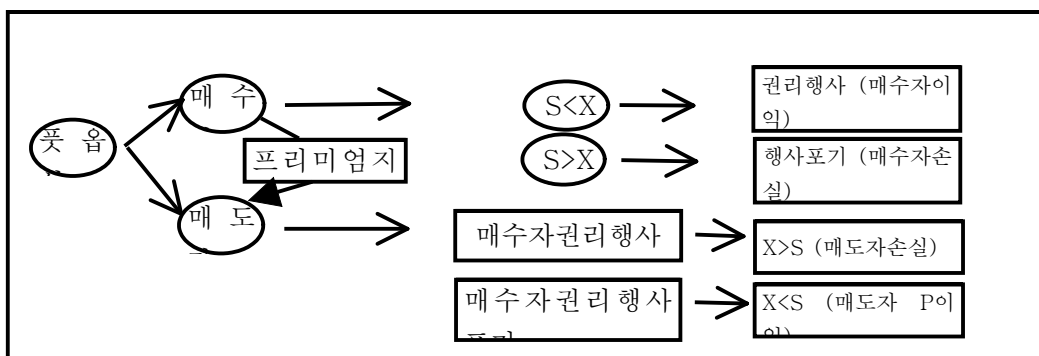
[콜옵션 매입 (C)]



[콜옵션 매도 (-C)]



(2) 풋옵션(put option)

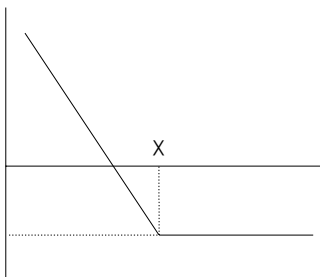


☞ 반대로 풋옵션매입포지션은 향후약세시장이 예상될 때 유용한 전략으로서 콜매입과는 달리 풋매입은 약세시장일때 유리한 전략을 말한다. 풋매도는 이와는 반대임. 참고로 위의 그림은 풋매입의 형태를 나타냄.

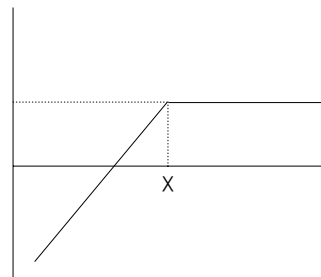
[풋옵션 만기손익 구조]

$$y = \text{Max}(0, X - S_T)$$

[풋옵션 매입 (+P)]



[풋옵션 매도 (-P)]



3. 선물거래와 옵션 비교

구분	선물거래	옵션거래
거래대상	선물거래 매매계약	권리매매
거래대가	없음	가격(프리미엄)지급
권리와 의무	매수자와 매도자 전부 의무를 가짐	옵션매수자: 권리 옵션매도자: 의무
증거금	매수자와 매도자 납입의무	옵션매도자 납입의무
반대매매	만기전에 시장가격으로 포지션 청산	만기전에 시장가격으로 포지션 청산
만기결제	현금차액결제 또는 실물인수도	현금차액결제 또는 실물인수도

4. 옵션과 시장가격과의 관계

시장상황	콜옵션(call)	풋옵션(put)
기초자산가격 > 행사가격	내가격(in - the - money : ITM)	외가격(out - the - money : OTM)
기초자산가격 = 행사가격	등가격(at - the - money : ATM)	등가격(at - the - money : ATM)
기초자산가격 < 행사가격	외가격(out - the - money : OTM)	내가격(in - the - money : ITM)

5. 풋-콜 패리티와 그 응용

(1) 풋-콜 패리티조건(Put-Call Parity)

만기와 행사가격이 동일한 유럽식 풋옵션과 콜옵션 프리미엄 사이에는 다음의 관계가 성립

$$P_t + S_t = C_t + B_t$$

풋가격 + 기초자산가격 = 콜가격 + 채권

* 단, 기초자산은 무배당 주식. 만기시 지급받는 채권의 가치(B) = 행사가치(X) 동일

(2) 합성포지션

합성 콜 매입	풋매입 + 옵션기준물 매입
합성 콜 매도	풋매도 + 옵션기준물 매도
합성 풋 매입	콜매입 + 옵션기준물 매도
합성 풋 매도	콜매도 + 옵션기준물 매입
합성 옵션기준물 매입	콜매입 + 풋매도
합성 옵션기준물 매도	콜매도 + 풋매입

6. 옵션 가치 결정요인과 가격범위

(1) 미국식 콜옵션과 유럽식 콜옵션

다른 모든 조건이 일정한 경우 미국식 옵션이 유럽식 옵션보다 비싼 것이 일반적인데 무배당주식의 경우 미국식 콜옵션과 유럽식 콜옵션의 프리미엄은 같아진다.

(2) 옵션의 프리미엄 사이에 성립하는 기본 관계식 (미국형옵션의 경우)

1) $C_t < S_t$ (C_t : 미국형 콜옵션가격, S_t : 기초자산가격)

유럽식 콜옵션의 현재시점 프리미엄은 기초자산가격 보다는 작다.

2) $P_t < X_t$ (P_t : 미국형 풋옵션가격, X_t : 행사가격)

풋옵션의 현재시점 프리미엄은 행사가격X 보다 작다

3) $C_t > S - X$

콜옵션의 현재시점 프리미엄은 기초자산 가격에서 행사가격을 차감한 값보다 크다.

4) $P_t > X - S$

풋옵션의 현재시점 프리미엄은 행사가격에서 기초자산 가격을 뺀 값보다 크다.

(3) 옵션 결정요인

옵션의 가격(프리미엄) = intrinsic value + time value
--

1) intrinsic value; 내재가치(행사가치 = 본질가치, IV : Intrinsic Value)

: 옵션의 행사가격(X)과 기초자산 시장가격(S)의 차이

① 콜옵션의 내재가치 = 기초자산의 가격(S) - 행사가격(X) (≥ 0)

② 풋옵션의 내재가치 = 행사가격(X) - 기초자산의 가격(S) (≥ 0)

call option = $\max(S-X, 0)$
--

put option = $\max(X-S, 0)$

특징

① 내가격(ITM)옵션의 내재가치는 기초자산가격과 비례적으로 증가

② 등가격(ATM)옵션과 외가격(OTM)옵션의 내재가치 = 0

2) time value: (EV : Extrinsic Value)

: 옵션가격이 향후보다 유리하게 진행될 가능성에 대한 기대치

① 콜옵션의 시간가치 = 프리미엄 - [기초자산가격(S) - 행사가격(X)] (≥ 0)

② 풋옵션의 시간가치 = 프리미엄 - [행사가격(X) - 기초자산가격(S)] (≥ 0)

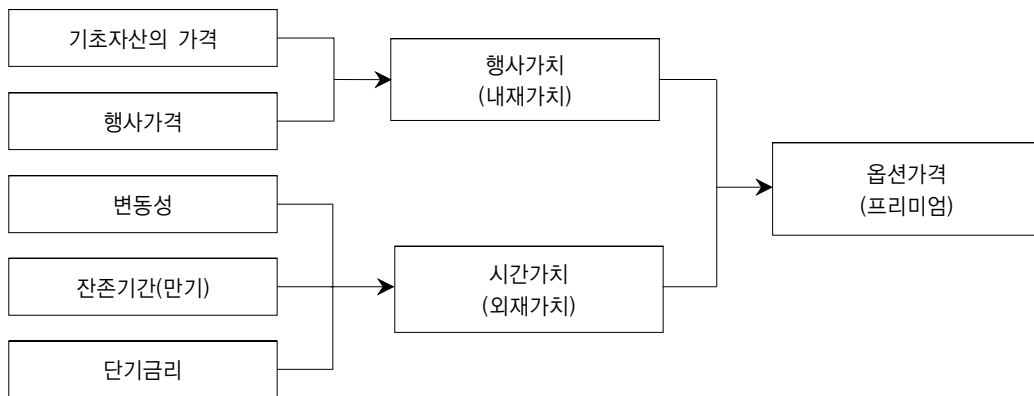
시간가치 = 옵션의 가격 - 내재가치

특징

① 등가격(ATM)일 때 시간가치는 최대

② 등가격(ATM)에서 멀어질수록 시간가치는 체감

③ 심내가격(Deep-ITM), 심외가격(Deep-OTM)에서도 시간가치는 존재(0 이나 - 는 아님)



7. 옵션 가격결정 요인

(1) 기초자산의 가격(S)

- 콜옵션 : $(S - X)$ 에서 기초자산가격이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 상승
- 풋옵션 : $(X - S)$ 에서 기초자산가격이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 하락

(2) 행사가격(X)

- 콜옵션 : $(S - X)$ 에서 행사가격이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 하락
- 풋옵션 : $(X - S)$ 에서 행사가격이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 상승

(3) 만기까지의 기간(t)

- 옵션의 만기의 잔존기간이 길수록 $\Rightarrow$ 옵션가격 상승

(4) 가격 변동성(σ)

- 기초자산의 변동성이 증가할 때 $\Rightarrow$ 옵션가격 상승

(5) 무위험이자율(r)

- 콜옵션 : $(S - Xe^{-rt})$ 에서 무위험이자율이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 상승
- 풋옵션 : $(Xe^{-rt} - S)$ 에서 무위험이자율이 상승 $\Rightarrow$ 옵션가격(프리미엄) 하락

(6) 옵션가격과 요인들과의 관계

변수			프리미엄 변화방향	
			call	put
행사가치	기초자산가격(S)	상승시	상승	하락
	행사가격(X)	낮을수록	비싸다	싸다
시간가치	만기까지 기간(t)	길수록	비싸다	비싸다
	가격변동성(σ)	클수록	비싸다	비싸다
	무위험이자율(r)	높을수록	비싸다	싸다

8. 옵션가격결정모형

(1) 이항모형 가격결정

이 모형은 기본적으로 0시점과 1시점만이 존재하는 1기 모형으로서 옵션의 기초자산인 주식이 만기에 두 가지의 가격만을 가질 수 있다고 가정하여 옵션가격을 구하는 방법

$$C = [P \cdot C_u + (1-P) \cdot C_d] e^{-rt}$$

* 단, $P = \frac{r+d}{u+d}$ (P는 위험중립확률 또는 헤지확률)

(2) Black-Scholes 공식

- 무배당주식 가정(유럽형옵션 가정)
- 주가수익률은 기하학적 브라운운동(Geometric Brownian Motion)을 따른다고 가정

$$\frac{ds}{s} = \mu dt + \sigma dz$$

$$ds = \mu s \cdot dt + \sigma s \cdot dz$$

$$C_t = S_t N(d_{1,t}) - B_t N(d_{2,t})$$

$$p_t = B_t N(-d_{2,t}) - S_t N(-d_{1,t})$$

$$d_{1,t} = \frac{1}{\sigma \sqrt{\tau}} \left[\ln\left(\frac{S_t}{X}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)\tau \right]$$

$$d_{2,t} = d_{1,t} - \sigma \sqrt{\tau}$$

9. 옵션프리미엄의 민감도 지표

구분	계 산
델타(= Δ)	기초자산의 가격변화에 대한 옵션프리미엄의 변화정도를 말하는 것 델타(Δ) = 옵션가격의 변화분/기초자산가격의 변화분
감마(= Γ)	기초자산의 가격변화에 대한 델타의 변화정도를 말하는데 감마가 높을수록 대상자산의 가격 변동이 더욱 민감함을 의미한다. 즉, 감마는 델타의 기울기를 의미 감마(Γ) = 델타의 변화분 / 기초자산가격의 변화분
세타(= Θ)	시간의 경과에 따른 옵션가치의 변화정도를 말하는 것 세타(Θ) = -옵션가격의 변화분/시간의 변화분
베가(Λ)	변동성계수의 증가에 따른 옵션프리미엄의 증가분을 나타내는 지표 베가(Λ) = 옵션가격의 변화분/변동성의 변화분
로(ρ)	로(ρ)는 금리의 변화에 따른 옵션프리미엄의 민감도를 나타내는 지표 로(ρ) = 옵션가격의 변화분/금리의 변화분

10. 옵션투자전략

(1) 방향성 매매

시장전망	전 략	손익구조	
		이 익	손 실
상승예상 (Bullish전략)	콜매수	무제한	제 한
	풋매도	제 한	무제한
	수직적 강세 콜 스프레드	제 한	제 한
	수직적 강세 풋 스프레드	제 한	제 한
하락예상 (Bearish전략)	풋매수	무제한	제 한
	콜매도	제 한	무제한
	수직적 약세 풋 스프레드	제 한	제 한
	수직적 약세 콜 스프레드	제 한	제 한

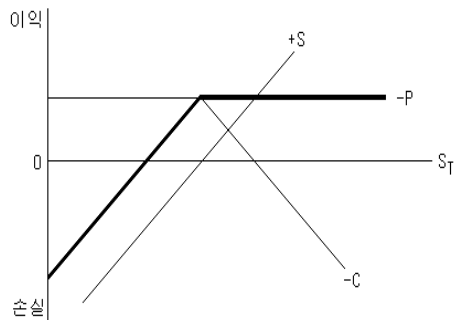
(2) 변동성 매매

변동성 상황	전 략	손익구조	
		이 익	손 실
변동성 증가예상	스트래들 매수	무제한	제 한
	스트랭글 매수	무제한	제 한
	버터플라이 매도	제 한	제 한
	콘도 매도	제 한	제 한
변동성 약세예상	스트래들 매도	제 한	무제한
	스트랭글 매도	제 한	무제한
	버터플라이 매수	제 한	제 한
	콘도 매수	제 한	제 한

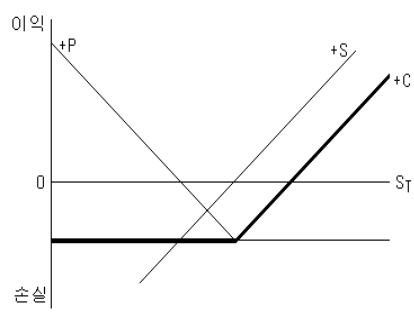
(3) 헤지거래전략

구분	보증된 콜(covered call, 방비콜)	보호적 풋(protective put)
상황	장세의 약보합세를 예상할 때 유용한 투자전략	약세시장에서 옵션 기준물의 가격 하락위험으로부터 보호 받으면서 강세시장에서 가격상승의 혜택을 누릴 수 있는 방법
전략	주식 매입포지션 + 콜옵션 매도포지션	주식 매입포지션 + 풋옵션 매입포지션
BEP	$S - \text{Call premium}$	$S_0 + \text{premium}$

<보증된 콜(covered call, 방비콜)>



<보호적 풋(protective put)>



(4) 스프레드(Spread)

1) 의의

스프레드전략은 동일한 옵션의 매도·매수를 통하여 전략을 구성하는 것을 말한다. 이 스프레드 전략은 기본적으로 투기전략의 하나인데 특히 동일한 종류의 옵션을 매수·매도하므로 이익과 손실이 일정수준에서 제한되는 형태를 보인다.

2) 수직강세스프레드 와 수직약세스프레드

구분	수직 강세 스프레드 (Vertical Call Bull Spread)	수직 약세 스프레드 (Vertical Call Bear Spread)
상황	기초자산 상승 불확실시	기초자산 하락 불확실시
전략	행사가격(X_1) 콜매수 + 행사가격(X_2) 콜매도($X_1 < X_2$)	행사가격(X_1) 콜매도 + 행사가격(X_2) 콜매수($X_1 < X_2$)

② 나비형 스프레드(Butterfly Spread)

구분	버터플라이 매수 (Long Butterfly Spread)	버터플라이 매도 (역나비 스프레드, sandwich spread)
상황	변동성 축소 예상	변동성 확대 예상
전략	행사가격(X_1) 콜매수 + 행사가격(X_2) 2계약 콜매도 + 행사가격(X_3) 콜매수($X_1 < X_2 < X_3$)	행사가격(X_1) 콜매도 + 행사가격(X_2) 2계약 콜매수 + 행사가격(X_3) 콜매도($X_1 < X_2 < X_3$)

(5) 콤비네이션(Combination)

1) 스트래들(Straddle)

구분	스트래들 매입(Long Straddle)	스트래들 매도(Short Straddle)
상황	변동성 확대예상	변동성 축소예상
전략	행사가격(X_1) 콜 매수 + 행사가격(X_1) 풋매수($X_1 = X_1$)	행사가격(X_1) 콜 매도 + 행사가격(X_1) 풋매도($X_1 = X_1$)

2) 스트랭글(Strangle)

구분	스트랭글 매수(Long Strangle)	스트랭글 매도(Short Strangle)
상황	변동성 확대예상	변동성 축소예상
전략	행사가격(X_1) 풋매수 + 행사가격(X_2) 콜매수($X_1 < X_2$)	행사가격(X_1) 풋매도 + 행사가격(X_2) 콜매도($X_1 < X_2$)

3) 스트립과 스트랩

스트립(Strip)	포지션	만기와 행사가격이 동일한 콜옵션1개와 풋옵션2개 매입
	전략	주가가 큰 폭으로 변동하며 약세일 가능성 높다고 판단하는 경우
스트랩(Strap)	포지션	만기와 행사가격이 동일한 콜옵션2 와 풋옵션1개매입
	전략	주가가 큰 폭으로 변동하며 강세일 가능성 높다고 판단하는 경우

III

스왑거래

1. 스왑의 기초개념

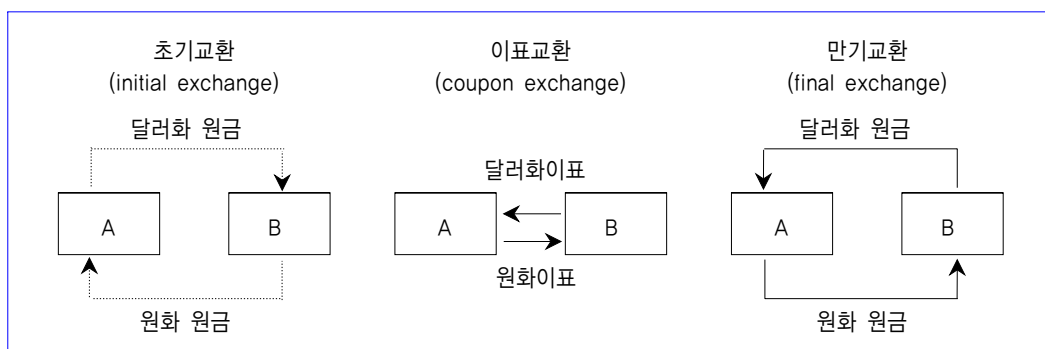
두 자산에서 발생하는 미래현금흐름을 일정기간마다 교환하는 약정거래를 말한다.

(1) 통화 스왑(Currency swap)

두통화에 대한 원금과 이자를 일정기간 동안 교환하는 거래로 환율변동위험이나 이자율위험을 회피하기 위한 거래이거나, 비교우위모형에 의하여 조달비용을 절감하기 위하여 거래가 이루어진다.

- ① 환율변동위험과 금리변동위험에 노출
- ② 원금과 이자를 모두 교환

<통화스왑의 현금흐름>



(2) 금리 스왑

: 현재 시장에서 가장 거래가 많은 형태 → 고정금리와 변동금리 간 금리 스왑
(두 현금흐름의 표시통화가 같기 때문에 원금교환을 하지 않는다.)

- 1) 금리 상승 전망 : 고정금리로 지급하고 변동금리를 받는 스왑
- 2) 금리 하락 전망 : 고정금리를 받고 변동금리를 지급하는 스왑
- 3) 스왑가격 : 금리스왑거래에서 사용되는 고정금리

(3) 명목원금(Nominal principal)

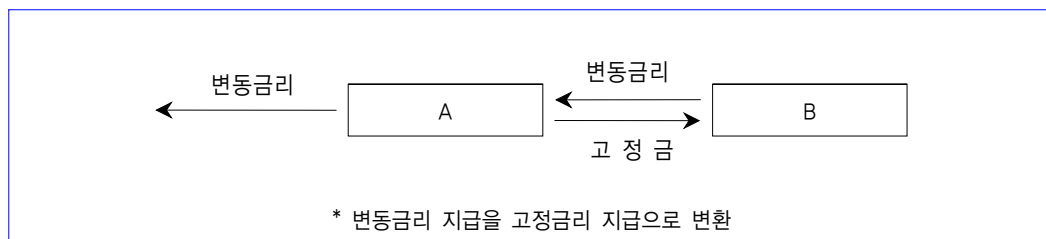
- 금리 스왑 : 상호 교환되지 않으며 이자계산 시 기준이 되는 금액
- 통화 스왑 : 상호 교환이 되며 현물환율로 계산된다.

(4) 스왑시장 참여자

Warehouse bank	Major bank로서 스왑시장의 시장조성자(Market maker) 역할을 수행하며, 자체 포지션의 운용을 통하여 스왑시장을 이끌어가는 금융기관
중개기관(Broker company)	Warehouse bank와 User bank, 또는 User bank들을 연결해주는 기관으로서 자체 포지션이 없이 고객 간 거래의 중개를 통하여 시장의 활성화에 기여하고 있는 기관
최종이용자(Users)	스왑시장의 최종이용자로서, 자체 포지션의 관리를 목적으로 상호 직접적인 거래와 중개기관과의 중개거래를 통하여 시장에 참여하는 기관

2. 금리 스왑 사례

(1) 스왑에 의한 금리리스크 구조변환



- ① 변동금리 차입 → 고정금리 차입으로 전환
- ② 고정금리 차입 → 변동금리로 전환

(2) 비교우위 차입

신용도 차이가 있는 금융기관과 기업 간의 스왑거래 ⇒ 신용도 차이가 있는 경우에만 적용이 가능하다는 한계가 있다.

3. Credit Default Swap(CDS)

의의	준거자산의 신용위험을 분리하여 보장매도자에게 이전하고 보장매도자는 그 대가로 Premium과 손실보전금액을 교환하는 계약
장점	- 보장매입자 입장에서 신용위험을 전가했다는 사실을 차주가 알 수 없기 때문에 고객사와의 우호가 유지 - 보장 매도자 측면에서는 초기 투자비용 없이 높은 수익률과 신용위험 노출 다변화를 동시에 달성할 수 있다

- 신용디폴트스왑의 수수료를 CDS스프레드라고 한다.
- CDS 거래 시점에서는 보장매수자의 포지션의 가치와 보장매도자의 포지션의 가치는 비슷하다.
- 보장매수자와 보장매도자의 포지션 가치 변동(준거자산의 신용이벤트가 발생시)
- 보장매입자 : 포지션 가치 상승 ,
- 보장매도자 : 포지션 가치 하락

IV

파생결합증권

1. 파생상품 관련 용어의 변화

1단계	초기 장외파생상품 거래할 때 기초자산이 개별종목인 경우와 주가지수인 경우를 구분함 ELN(Equity Linked Note) 개별종목의 가격에 수익이 연동되는 계약(채권) ILN(Index Linked Note) 주가지수에 수익이 연동되는 계약(채권)
2단계	장외파생상품 발생 인가 이후 간접투자법 하에서의 용어 ELS(Equity Linked Securities) 주가(지수포함)에 수익이 연동되는 증권 DLS(Derivative Linked Securities) 주식 이외의 자산의 가격에 수익이 연동되는 증권 ELW(Equity Linked Warrants) 주가(지수포함)에 수익이 연동되는 옵션 DLW(Derivative Linked Warrants) 주식 이외 자산의 가격에 수익에 연동되는 옵션 ELD(Equity Linked Deposit): ELS, ELW, DLS, DLW를 투자한 예금 ELF(Equity Linked Fund): ELS, ELW, DLS, DLW를 투자한 펀드 상장 ELW: 거래소에 상장되어 거래되는 ELW
3단계	자본시장법에서 증권과 파생상품으로 구분 SD(Securitized Derivatives): 증권사 등에서 발행하는 파생결합증권으로 과거의 ELS, DLS를 포함

2. 파생결합증권의 구성요소

(1) 발행사

파생결합증권을 발행하는 주체이며 상환시점에 제시한 구조에 따라 지급의무를 부담한다. 그리고

시장에서 기초자산을 매매하거나 또 다른 거래를 통하여 포지션을 헤지한다. 파생상품의 위험을 감안할 때 대부분 이론적 모델에 준하여 델타 헤지를 한다.

발행사의 전체 포지션에 따라 파생결합증권의 가격이 좌우되기 때문에 운용사는 많은 발행사와의 협의를 통해 투자자에게 가장 유리한 파생결합증권을 제공해야 한다.

투자자는 파생결합증권에 투자하는 파생상품펀드의 운용사가 어느 회사이고 파생결합증권을 발행하는 발행사가 어느 회사인지 확인해야 한다.

(2) 기초자산

파생결합증권의 수익에 영향을 주는 투자자산을 가리킨다. 개별종목이나 주가지수 혹은 금리, 환율, 일반 상품, 그리고 몇 가지 자산을 동시에 투자하는 멀티에셋도 가능하다.

투자자는 기초자산을 파악하고 시장 거래대금 등의 유동성을 확인하는 것이 필요하다.

(3) 만기

파생결합증권은 기초자산이 주식인 경우에도 주식과 다른 점이 만기가 있다는 것이다. 투자기간 중의 기초자산 가격만이 중요하다.

(4) 중도상환 가능여부

만기 이전에 기초자산 가격이 사전에 정한 조건을 만족할 때 상환(Redemption)되는 경우이다.

(5) 환매가능성

펀드는 투자자에게 유동성을 공급해야 하기 때문에 대부분 경우 투자자가 원할 때 환매(Unwinding)가 가능하다. 단 중도환매수수료가 발생한다.

(6) 수익구조

투자자가 가장 중요하게 파악해야 하는 부분이다.

- * 원금보존 구조인가?
- * 최대 수익과 예상되는 평균수익은 얼마인가?
- * 최대 손실 및 손실이 발생할 가능성은 얼마인가?