

세무와회계저널
제11권 제4호 2010년 12월 pp.9~38
한국세무학회

재무적 등가관계와 절세 금융상품*

- 정태적 · 동태적 복제기법으로 절세형 추가연계상품을 개발한 사례 -

오종문** · 윤태화*** · 김완희****

<요 약>

추가연계펀드(ELF)는 추가연계증권(ELS)의 손익 구조를 투자신탁계정에서 복제하여 그 결과를 실적 배당하는 상품이다. 추가연계증권의 투자수익은 전액 배당소득으로 과세되나, 추가연계펀드의 투자수익은 그 수익을 발생시킨 원천에 따라서 과세가 결정된다. 따라서 펀드운용사에서 가능한 과세가 적게 되는 방식으로 손익 구조를 복제하면 추가연계펀드의 세후수익은 추가연계증권에 비해 높아지게 된다.

동일한 경제적 실질을 유지하면서 과세가 적게 되는 방식으로 소득 형식을 구성하고자 할 때 흔히 적용되는 원리는 재무적 등가 관계(financial equivalences)이다. 본 사례연구에서는 추가연계펀드에서 재무적 등가 관계를 이용하여 정태적 및 동태적 복제 기법으로 절세 상품을 개발한 사례를 분석한다. 정태적 복제(static replication)는 합성 상품의 구성 부품들이 최초에 결합된 그대로 만기까지 유지되면서 원본 금융상품의 손익 구조를 복제하는 방식이며, 동태적 복제(dynamic replication)는 옵션가격결정모형의 원리를 이용하여 위험자산과 무위험자산에 대한 포지션을 만기까지 동태적으로 조절함으로써 원본 금융상품의 손익 구조를 복제하는 방식이다. 소득 형식의 재구성을 통해 절세를 도모한 사례의 선행연구로는 합성채권과 엔화스왑예금에 대한 분석이 있다. 선행연구에서의 원본 금융상품은 확정소득을 지급하는 금융자산이었으나 본 사례연구에서의 원본 금융상품은 추가연계증권으로서 불확정소득을 지급한다. 또한 본 사례연구에서는 소득 형식을 재구성하는 방법으로 선행연구에서 취급한 정태적 복제 기법뿐 아니라 취급하지 않은 동태적 복제 기법을 포함한다.

* 본 연구에는 2010년 경원대학교 학술연구비가 지원되었습니다. 2010년 한국세무학회 추계학술발표대회에서 본 논문에 대해 토론해 주신 김상헌 교수님과 코멘트를 주신 정운오 교수님께 감사드립니다. 또한 보완해야 할 사항을 세심하게 지적해 주신 익명의 심사위원님께 감사드립니다.

** 경원대학교 박사과정(공인회계사), jmoh0228@naver.com, 02-3787-3555, 주저자

*** 경원대학교 경영회계학부 교수, thyoon@kyungwon.ac.kr, 031-750-5516, 공동저자

**** 경원대학교 경영회계학부 교수, wanhikim@kyungwon.ac.kr, 031-750-5900, 교신저자

본 사례연구에서는 금융 실무의 현장에서 금융공학 기법을 활용해 조세절감을 꾀하는 기법을 분석함으로써 공격적 세무계획의 다양한 스펙트럼과 여러 방식의 세무계획에 수반되는 거래위험요소 간의 상반관계의 측면을 보여준다. 아울러 파생상품이 내장된 합성상품에 대한 과세제도의 문제점과 개선방안을 찾는 연구 및 파생상품 거래세 부과에 대한 논의에도 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

〈주제어〉 파생결합증권, ELS, ELF, 재무적 등가 관계, 풋-콜 패리티, 공격적 세무계획, 추가연계증권

I. 서 론

소득세법에서는 소득의 종류에 따라 차별적으로 과세한다. 이러한 과세의 차별은 세율이 높은 종류의 소득을 동일한 경제적 실질을 가지면서 세율이 낮은 형식의 소득으로 재구성하고자 하는 유인을 갖게 한다.

동일한 경제적 실질을 유지하면서 법률적 형식을 달리 구성하고자 할 때 흔히 적용되는 원리는 ‘재무적 등가 관계(financial equivalences)’이다. 어떤 금융상품의 현금흐름을 다른 금융상품으로 합성하여 복제할 수 있을 때, 원본 금융상품과 복제한 합성상품은 재무적 등가 관계에 있다고 한다. 합성에 사용된 금융상품들을 원본 금융상품의 구성 부품(building blocks)이라 하고, 원본 금융상품은 그 구성 부품으로 분해(factorization) 된다고 한다. 원본 금융상품의 소득과 복제한 합성상품의 구성 부품들에서 발생하는 소득의 종류에 차이가 있으면 동일한 현금흐름을 가지면서 과세 취급이 다른 금융상품을 개발하는 것이 가능하다.

추가연계펀드(Equity-Linked Fund, ELF)는 추가연계증권(Equity-Linked Security, ELS)의 손익 구조를 투자신탁계정 내에서 복제하여 그 결과를 실적 배당하는 상품이다. 원본 금융상품인 ELS의 투자수익은 모두 배당소득으로 과세되나 그 손익 구조를 복제한 ELF의 투자 수익은 그 수익을 발생시킨 원천에 따라 과세가 결정된다. 따라서 ELS의 손익 구조를 복제할 때 투자신탁계정에서 사용한 구성 부품의 내용에 따라서는 원본 금융상품(ELS)과 복제 금융상품(ELF) 간의 과세부담이 다를 수 있다.

본 사례연구에서는 투자신탁계정에서 금융공학 기법을 이용하여 정태적·동태적 복제를 통해 절세 효과를 갖는 ELF를 개발한 사례를 분석한다. 재무적 등가관계를 이용해 소득의 형식을 재구성하여 절세를 도모한 사례의 선행 연구로는 정운오·김갑순·전병욱(2008)이 있다. 이 연구에는 풋-콜 패리티(put-call parity) 관계식을 이용하여, 주식매수와 콜옵션 매도 및 풋옵션 매수로, 합성채권을 구성하여 이자소득을 자본이득으로 변경한 사례¹⁾와 선물환 가격에 대한 이

1) 풋-콜 패리티 관계식은 $Xe^{-rt} = S + p(X) - c(X)$ 이다. Xe^{-rt} 은 액면이 X 인 채권의 현재가치, S 는 기초 자산의 가격, $p(X)$ 와 $c(X)$ 는 각각 행사가격이 X 인 풋옵션과 콜옵션의 가격을 의미한다. 관계식 좌변의

자율평가이론(interest rate parity theory)을 이용하여, 엔화예금과 현물환 매수 및 선물환 매도로써, 원화예금(엔화스왑예금)을 합성하여 이자소득을 과세상품거래이익으로 변경한 사례²⁾가 상세하게 분석되어 있다³⁾.

정운오·김갑순·전병욱(2008)의 사례에서는 복제 대상인 원본 금융자산이 확정소득을 지급하는 이자부 자산이었다. 그러나 본 사례연구에서의 원본 금융자산은 불확정소득을 지급하는 주가연계증권이다. 또한 정운오·김갑순·전병욱(2008)의 경우에는 복제하고자 하는 원본 금융자산의 구성 부품들이 최초 거래 시점에서 결합하여 금융자산의 만기까지 아무런 변동 없이 유지되는 정태적 복제(static replication) 기법이 활용되었다. 본 사례연구에서는, 이러한 정태적 복제 기법의 활용 사례와 아울러, 원본 금융상품의 손익 구조를 구성 부품의 지속적인 포지션 조정을 통해 창출하는 동태적 복제(dynamic replication) 기법의 활용 사례도 포함한다. 따라서 소득유형의 변경⁴⁾을 통한 절세의 추구라는 동일한 취지의 내용을 다루고는 있지만 본 사례 연구에서의 기법들이 좀 더 금융공학적이며 포괄적이라 할 수 있다.

세무계획에 수반되는 불확실성이라는 측면에서 보면, 동태적 복제 기법은 정태적 복제 기법에 비해 다른 특성이 부각될 수 있다. 동태적인 포지션 변경이 수반되는 복제 과정으로 인해 원본 금융상품의 손익 구조가 결과적으로 완벽하게 복제되지 못할 위험성은 증가하나, 복제 과정 전체가 과세당국에 의해 ‘하나의 통합된 거래’로 간주되어, 당초에 의도했던 절세 목적이 무산될 가능성은 사실상 없어지게 된다. 이는 복제 오차가 발생할 가능성은 없지만, 과세당국에 의해 거래 전체가 하나의 통합된 거래로 간주되고, 실질과세원칙이 적용되어, 절세효과가 부인된 바 있는 앞서의 합성채권이나 엔화스왑예금의 경우와 대비될 수 있다.

또한, 본 사례연구에서는 정태적 복제 기법이 적용되는 경우에도 투자신탁계정이라는 별도의 도구(vehicle) 내에서 복제거래가 명확하게 실제 발생함으로써 복제거래가 거래 당사자 사이에서 다만 명목상으로만 존재하는 것으로 의심받을 수 있는 고유계정에서의 거래와 비교해 과세

채권의 이자소득은 우변의 주식과 옵션의 매매손익으로 변환될 수 있음을 볼 수 있다.

- 2) 선물환가격에 대한 자율평가이론 관계식은 $A(1+i_{kr}) = (A/Spot)(1+i_{jp})F$ 이다. A 는 투자원금, i_{kr} 는 원화이자율, $Spot$ 은 원엔현물환율, i_{jp} 은 엔화이자율, F 는 원엔선물환율을 의미한다. 관계식 좌변의 원화예금의 이자소득은 우변의 엔화예금의 이자소득과 외환매매이익으로 변환될 수 있음을 볼 수 있다.
- 3) 이와 같은 소득유형 변경을 통한 절세 시도에 대해 실질과세원칙을 적용해서 소득 전체를 이자소득으로 과세할 수 있는가에 대한 사법적 판단은, 합성채권의 사례는 과세처분이 정당한 것으로 종료되었으나, 엔화스왑예금의 사례는 현재 진행 중에 있다. 판결의 결과는 재판부에 따라 엇갈리고 있다. 정운오·전병욱(2010)에는 최근까지의 판결 내용과 함께, 과세소득과 비과세소득을 구분하는 기준 및 현행세법 개선을 위한 제언 등이 제시되어 있다.
- 4) Scholes et al.(2009)은 세무계획의 형태를 ① 소득 유형의 변경(converting income from one type to another), ② 소득 귀속처의 변경(shifting income from one pocket to another), ③ 소득 귀속시기의 변경(shifting income from one time period to another)으로 분류하였다. 이러한 분류에서 본 사례 연구의 내용은 소득유형의 변경에 해당한다.

취급에서 차이가 날 수도 있다⁵⁾.

본 사례 연구는 금융상품의 개발에서 금융공학을 활용해 조세 절감을 꾀하는 기법을 분석함으로써 공격적 세무계획의 다양한 스펙트럼과 여러 방식의 세무계획에 수반되는 거래위험요소 간의 상반관계의 측면을 보여준다. 아울러 파생상품 등이 내장된 합성상품에 대한 과세제도의 문제점 및 개선방안을 찾는 연구와 파생상품 거래세 부과에 대한 논의에도 중요한 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

본 사례 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 추가연계상품의 종류와 그에 대한 소득과세의 개요를 살펴보고, III장에서는 추가연계상품의 헤지 구조와 기법에 대해서 논의한다. ELF의 경우에는, ELD나 ELS의 경우와 달리, 복제 방식에 따라 투자수익에 대한 과세에 차이가 발생하므로 헤지의 구체적인 기법을 이해할 필요가 있다. IV장에서는 정태적 복제 방식으로 운용되는 ELF에서 과세제도와 헤지 방법이 상호 영향을 미친 사례를 분석한다. V장에서는 동태적 복제 방식을 통한 절세 상품 개발의 운용 사례를 분석하고, VI장에서는 사례 연구에서 얻은 세무학적 시사점을 정리한다.

II. 추가연계상품 및 그에 대한 소득과세의 개요

본 사례 연구의 대상인 ELF는 ELS의 손익 구조를 투자신탁계정 내에서 복제하여 그 운용의 결과를 실적 배당하는 상품이다. 본장에서는 복제 대상인 ELS와 이를 복제하여 배당하는 ELF를 포함한 추가연계상품의 개요와, 복제가 이루어지는 도구(vehicle)로서 절세구조를 가능하게 하는 투자신탁계정의 세제에 대하여 살펴본다.

추가연계상품(Equity Linked Product)은 미래 시점의 주가(지수)에 연계하여 수익이 지급되는 금융상품으로 은행 고유계정의 추가연계예금(Equity-Linked Deposit, ELD)과 증권사의 추가연계증권(Equity-Linked Security, ELS) 그리고 펀드 운용사⁶⁾의 추가연계펀드(Equity-Linked

5) 엔화스왑예금에서 발생한 수익을 모두 원화예금의 이자로 보아 과세하여야 한다고 판단한 판결(서울행정법원 2009.1.23. 선고 2008구합12825)에서는, 엔화스왑예금에서 엔화자금의 이동은 다만 명목상으로만 존재할 뿐이라고 지적하여, ‘복제거래의 실재성’에 강한 의심을 표출하고 있다. 해당 부분을 인용하면 다음과 같다. “이 사건 계약에 의한 엔화자금의 이동은 명목상으로만 존재할 뿐이고… (중략)… 원고들은 S은행이 고객과의 엔화스왑예금거래 중 선물환거래에 따른 환위험에 노출되는 것을 피하기 위하여 은행 간 시장에서 외국금융기관과 당시의 시장선물환율에 따라 커버(cover)선도거래를 체결하였고, 위 커버선도거래에 대하여 적용되는 선물환율에서 은행의 환거래마진을 공제한 환율이 원고와 고객 사이의 선물환거래의 적용환율이 된다고 주장하지만, 원고들은 위 커버선도거래가 실제로 체결되었다거나 그것이 원고들과 S은행 사이의 이 사건 계약으로 인하여 파생된 환위험을 보전하기 위하여 이루어진 것이라는 점에 관하여 어떠한 자료도 제출하고 있지 못하고… (하략).”

6) 투자신탁회사와 자산운용사를 함께 지칭하는 용어로 사용하기로 한다.

Fund, ELF)가 있다.

ELD는 가장 먼저 취급을 시작한 상품으로 정기예금의 성격을 가지고 있기 때문에, 예금자보호법의 적용을 받고, 원금손실이 없는 구조의 상품만 판매가 가능하다. 상품 설계의 관점에서 보면, ELD는 원금손실이 없는 구조로 설계된 ELS와 경제적 실질이 동일하므로 ELS의 부분집합으로 볼 수 있다. ELS가 배당소득으로 과세되는데 비해 ELD는 이자소득으로 과세되나, ELS의 투자수익은 배당소득공제의 대상이 아니어서⁷⁾ 세금 부담에서 실질적인 차이는 없다. 따라서 상품의 설계와 발행자의 헤지 구조 등에 대해서는 ELD와 ELS를 특별히 구분하여 논할 실익이 없다.

ELS는 증권회사에서 발행하는⁸⁾ 유가증권으로서 발행회사의 신용리스크에 노출된다. 원금손실이 없는 구조로만 설계되는 ELD에 비해 상품 설계의 폭이 넓어서 주가(지수)의 등락에 따라 손실의 가능성이 있는 대신 높은 수익을 기대할 수 있는 상품도 발행된다. 초기에 발행된 ELS는 먼저 도입된⁹⁾ ELD를 쫓아 원금보장형이 많았으나 2000년대 중반 이후 저금리구조가 지속되고 주식시장이 상승을 지속하면서 원금에 대한 보장 비율은 낮아진 대신 상대적으로 높은 수익을 추구하는 고수익-원금비보장형 ELS가 주종을 이룬다. 그러나 2008년 미국의 서브프라임 모기지에서 촉발된 금융위기 국면에서 ELS에 대한 대규모의 투자손실이 발생하면서 시장 규모가 축소되는 부침을 겪고 2009년 이후에는 원금보장성이 강화된 ELS의 비중이 상승하기도 하였다.

소득세법에서 ELS의 투자수익은 배당소득으로 과세한다¹⁰⁾. 경제적 실질의 관점에서 보면, ELS는 파생상품이 내장된 구조화증권으로서 그 구성 부품을 주식이나 채권 같은 기본상품들과 내재파생상품으로 분해할 수 있다. 따라서 ELS의 투자수익에 대해서도 그 수익의 발생 원천에 따라 구성 요소별로 분리하여 따로 과세하는 방법도 가능하겠으나 소득세법에서는 이를 인정하지 않는다¹¹⁾. 이러한 규정이 ELS에서 발생하는 소득의 본질, 과세의 중립성과 형평성, 회계기준과의 일관성 등 당위적인 측면에서 바람직한 것인가에 대해서는 별도의 연구가 이미 있으며

7) 배당소득으로 분류되지만 법인세를 부담한 후의 잉여금의 배당이 아니므로 배당세액공제를 받을 수 없으며, 대주주 또는 비상장법인의 배당이 아니므로 당연종합과세의 대상에 해당되지 않는다(박동규 2003).

8) 증권회사가 ELS를 발행하기 위해서는 자본시장법에 따라 장외파생상품 업무 인가 요건을 갖추어 금감위로부터 인가를 얻어야 한다.

9) ELD는 2001년 초반 조흥은행에서 처음 출시(노상규·임원규, 2008 ; p.36)된 이후 2002년 하반기부터 본격화되었고, ELS는 이 보다 다소 늦게 2002년 7월 증권회사에 대한 장외파생상품 겸영이 허가되고 2003년 2월 당시 증권거래법 시행령이 개정(제2조의3)된 이후 본격화되었다.

10) 소득세법시행령 제26조의3 제1호

11) 주가연계증권(ELS)에서 내재파생상품 부분만 따로 분리한 형태라 할 수 있는 주식워런트증권(ELW)의 수익분배금은 과세 대상에서 제외되어 있다(소득세법시행령 제26조의3 제2호 괄호 안의 단서). 참고로, 소득세법시행령 제26조의3에서 제1호는 주가(지수)와 연계하여 수익이 결정되는 주가연계증권(ELS)을, 제2호는 비주가(지수)와 연계하여 수익이 결정되는 (ELS이외의 나머지) 파생결합증권(DLS)을, 그리고 제2호 괄호 안의 단서규정은 옵션으로서의 성질만 분리해낸 워런트증권(ELW)에 대해 규정하고 있다(손영철·이중길 2009, p.77)

로¹²⁾ 본 사례연구에서는 주어진 세법을 활용하는 측면에 주력하면서 당위적 측면에 대해서는 사례와 관련되는 부분에서 필요한 사항을 언급하기로 한다.

ELF는 투자자(수익자)에게서 받은 자금으로 펀드를 구성하여 실적을 배당하는 투자신탁상품이다. 펀드의 운용은 펀드 운용사에서 담당하나 판매는 은행이나 증권사의 창구를 통해 이루어진다. 펀드 운용사는 펀드 모집기간 동안 미래의 주가(지수)에 연계된 특정한 형태의 손익 구조를 제시하여 자금을 모집한 다음, 제시했던 손익 구조가 펀드 만기 시점에서 투자자(수익자)에게 배분될 수 있도록 적절한 방식으로 자산을 운용한다. 만일 펀드 만기시점에서 펀드의 자산가치가 사전에 제시했던 손익 구조를 배분하는데 부족하거나 초과한다면 실적배당의 원칙상 그 차이는 모두 수익자에게 귀속된다.

실적배당상품이긴 하지만 제시한 손익 구조를 최대한 근접하게 배분할 책임이 있는 펀드 운용사는 통상 펀드 내에 사전에 제시한 손익 구조와 부합하는 ELS를 편입하든가 아니면 해당 ELS의 구성 부품들로 합성 ELS를 만들어 편입하고 펀드의 만기까지 기다리는 전략을 취해왔다. 펀드 운용사의 역할이 실제적인 운용 없이 증권사가 발행하는 ELS나 그 구성 부품들을 단순히 펀드에 편입하여 재포장하는 것에 그치는 것이라면 ELF는 펀드 운용수수료 등 불필요한 추가비용만 발생시키는 것에 불과할 수도 있다. 그럼에도 불구하고 ELF는 펀드에 편입된 사모 ELS가 고객 기반이 강한 은행 등의 판매 채널을 통해 잘게 나뉘어서 널리 판매될 수 있게 하고, 규정에 의해 ELS에 직접 투자할 수 없는 일부 기관투자자에게도 펀드를 통해 간접 투자할 수 있는 기회를 제공함으로써 시장규모를 확대할 수 있었다(남길남 2005, p.112). 이에 따라 증권사에서 발행하는 사모 ELS의 상당 부분은 ELF에서 소화되는 것으로 추정된다¹³⁾.

펀드 투자자(수익자)의 입장에서 ELF에서 발생하는 이익분배금은 배당소득으로 분류된다¹⁴⁾. 본질상 펀드는 간접투자를 위한 도구에 불과하므로 펀드에서 발생한 운용수익은 수익자가 펀드의 구성자산을 직접 운용하는 경우에 준하여 소득의 발생 원천에 따라 과세하는 방법도 가능하다. 이러한 입장을 도관론(conduit theory)이라 하며 이와 반대로 펀드 자체를 별도의 과세주체로 보는 입장을 실체론(entity theory)이라 한다. 우리나라의 소득세법은 실체론의 입장을 따라 투자

12) 이에 대해서는 이창희(2003), 김애경·문성훈(2008), 손영철·이중길(2009)을 참조. 상품을 구성하는 요소의 복합적 측면에 대한 논의를 떠나서, ELS의 경우는 시장위험에 따라 원금손실이 크게 발생할 수도 있도록 설계되기 때문에 원금손실의 가능성이 없는 ELD의 경우와 (실질적으로) 달리 과세될 필요가 있는 것으로 본다. 원금의 손실 가능성과 그 손실율의 크기가 과세방식에 고려되어야 한다는 점은 김형태·선정훈(2003)에도 유사한 논지가 있다. ELS라는 상품이 도입되던 초창기에는 원금손실 가능성이 매우 낮고 손실이 발생하더라도 손실율이 매우 낮은 형태의 ELS만 발행되었으므로 당시에는 ELS와 ELD가 실질적으로 유사하게 과세되는 것이 타당할 수 있었다.

13) 진 익·김형남·한지연(2007)에 따르면 증권회사의 입장에서 사모 ELS는 공모 ELS에 비해 발행에 따른 이익률이 통계적으로 유의하게 작은 것으로 나타났다. 이는 펀드의 운용수수료 등이 증권사의 사모 ELS 발행 가격에 반영되기 때문으로 풀이해 볼 수도 있다.

14) 소득세법 제17조 제1항 제5호 및 소득세법시행령 제26조의2

신탁 펀드가 가득하는 소득은 그 원천이 무엇이든 배당소득으로 분류하여 과세한다. 그러나 도관론의 입장도 일부 수용하고 직접투자와의 형평도 어느 정도 맞추기 위해 상장주식이나, 주가지수 선물·옵션 등 장내파생상품, 벤처기업의 주식 등에서 발생한 운용손익은 과세에서 제외한다¹⁵⁾. 하지만 간접투자자와 직접투자자의 형평성이 완전하게 유지되는 것은 아니어서, 투자신탁 펀드에서 과세제외하고 있는 소득은 개인이 직접투자 방식으로 운용할 때 비과세되는 소득에 비해 그 범위가 좁다. 이는 직접투자 방식에서는 열거되지 않은 소득이 모두 비과세로 간주되지만, 투자신탁 펀드에서 과세 제외되는 손익은 한정되어 있기 때문이다. 예컨대, 채권매매차익¹⁶⁾이나 장외에서 거래되는 워런트증권(ELW)의 수익¹⁷⁾은 직접투자자에게는 과세대상이 아니나 간접투자자에게는 과세대상으로 분류된다. 어쨌든 투자신탁 펀드에서는 이익분배금과 과세소득의 범위가 일치하지 않으며, 이에 따라 펀드의 기준가격을 산출하는 사무신탁회사에서는 이익분배금으로부터 과세 제외되는 손익과 펀드 운용관련 수수료를 차감하여 별도의 과표기준가격을 매일 산출한다.

ELF의 이익분배금이 펀드 운용수익의 원천에 따라 과세와 비과세 부문으로 나뉜다면, 펀드 운용자들은 세후수익률을 높이기 위해 가능한 과세가 적은 비과세 부문의 수익으로 (제시했던) ELS의 손익 구조를 복제하려 할 것이다. 세후 수익률을 높이기 위한 구체적인 방법과 사례들은 III장에서 정태적·동태적 복제 기법에 대해 논의한 다음에 다루기로 한다. 여기서는 ELF의 경우에는 투자수익의 발생 원천에 따라 과세취급이 달라지므로 복제방식에 따라서는 수익률이 동일하게 실현된 ELS와 비교하여 세후 수익률에서 차이가 날 수 있다는 사실만 알아두는 것으로 충분하다. 이장에서 살펴본 주가연계상품의 성격과 과세방식을 간략히 정리하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 주가연계상품 비교

구 분	주가연계예금(ELD)	주가연계증권(ELS)	주가연계펀드(ELF)
발행기관	은행 고유계정	증권회사 고유계정	펀드 운용사
성격	정기예금 가입	유가증권 매입	수익증권 매입
판매회사	은행	증권회사	판매회사(은행/증권 등)
만기수익	주가(지수)에 연계한 확정수익 지급	주가(지수)에 연계한 확정수익 지급	주가(지수)에 연계한 손익 구조를 사전에 제시하고 펀드에서 그 손익 구조를 추구한 후 그 실적을 배당

15) 소득세법시행령 제26조의2 제4항.

16) 채권매매손익이 과세로 분류된 과정을 보면, 투자신탁계정에서 과세되는 것과 비과세되는 것의 구분이 명확한 논리에 의하지 않고 그 때 그 때 상황에 따라 정해진 것 같은 느낌을 갖게 한다. 원래는 직접투자자와 마찬가지로 비과세로 분류되고 있었으나 대우그룹 채권의 부실로 발생한 자본손실을 과세소득에서 차감해 주기 위해 2001년 세법개정에서 과세로 분류되기 시작하였다.

17) 소득세법시행령 제26조의3 제2호 괄호 안의 단서. 물론 상장 ELW의 경우는 직접투자자나 간접투자자 모두에게 비과세이다.

〈표 1〉 주가연계상품 비교 (계속)

구 분	주가연계예금(ELD)	주가연계증권(ELS)	주가연계펀드(ELF)
상품설계	원금보장형으로만 설계가 가능	원금 비보장형으로도 설계 가능	원금 비보장형으로도 설계 가능
신용위험	일정금액 이하의 경우 예금자보호법에 의해 신용보강	발행기관 신용에 의존	보관회사에서 별도로 보관하는 펀드 자산에 의해 담보가 이루어짐
과세	투자수익 전체에 대해 이자소득 과세	투자수익 전체에 대해 배당소득 과세. 배당소득공제 대상이 아니어서 실질과세율은 ELD와 차이가 없음	배당소득으로 분류되나, 투자수익을 발생시킨 운용원천에 따라 과세여부가 다름. 상장주식과 상장파생상품으로 운용한 부분에 대해서는 비과세됨

주) 박동규(2003) 및 윤종규·이창희(2003)를 참조하여 수정

III. 주가연계상품 발행자의 헤지와 손익의 복제

주가연계상품의 발행자 입장에서 리스크를 헤지한다는 것은 주가연계상품의 투자자에게 지급하여야 할 손익에 상당하는 가치를 발행자가 만들어내야 한다는 것과 같은 의미이다.

헤지의 필요성과 근본 원리는 ELS를 발행한 증권회사나 펀드에서 ELS의 손익 구조를 복제하여야 할 ELF 운용사 모두 마찬가지이다. 그러나 ELS를 헤지하는 것과 ELF를 운용하는 것은 <표 2>에서 정리한 바와 같이 다소 다른 의미가 있다. 첫째로, ELS에서 헤지의 오차는 모두 발행자에게 귀속되나 ELF의 경우에는 투자자(수익자)에게 귀속된다. ELS에서는 발행가격과 헤지 결과로 나타나는 복제비용의 차이가 발행자의 손익이 되나, ELF에서 운용회사는 정해진 운용수수료를 획득하므로 복제의 성과와 회사의 이익이 직접적 상관은 없다. 둘째, ELS의 발행자는 각각의 ELS 포지션을 건별로 관리하지 않고 전체로 통합하여 헤지할 수 있으나 ELF의 운용사는 펀드별로 수익자가 다르므로 매 건별로 포지션을 관리하여야 한다. 더 나아가, ELS의 발행자는 시장전망과 전체적인 포지션을 고려하면서 미래의 주가(지수)가 자신들에게 유리한 구간에서 형성될 것이라는 예상을 가지고 헤지 없이 리스크에 노출시킬 수도 있다. 다만, 이 경우는 (헤지가 아니라) 증권회사에서 헤지와 별개의 자산운용 업무가 이루어지는 것으로 보아야 할 것이다. 셋째로, ELS의 경우에는 헤지 방법이 투자자의 소득과세에 아무런 영향을 미치지 않으나 ELF의 경우에는 손익의 발생 원천에 따라 소득에 대한 과세 취급이 다르므로 헤지에 사용된 수단은 투자자의 소득과세에 영향을 미치게 된다.

〈표 2〉 ELS와 ELF에서 헤지 비교

	ELS(주가연계증권)	ELF(주가연계펀드)
헤지오차의 귀속	헤지의 오차는 모두 발행자에게 귀속됨. 발행가격과 복제 비용의 차이가 발행회사의 손익임.	실적배당 상품이므로 복제 오차의 발생 리스크는 투자자(수익자)에게 귀속됨. 운용회사는 소정의 운용수수료를 획득함
포지션 관리 방법	발행된 ELS를 건별로 관리하지 않고 회사의 전체 포지션을 통합하여, 회사전체 트레이딩 계정의 운용방향에 따라, 헤지할 수 있음.	각각의 ELF가 수익자가 다른 별개의 펀드이므로 반드시 펀드별로 헤지하여야 함.
투자자의 과세에 미치는 영향	헤지 방법이 투자자의 소득과세에 영향을 미치지 않음 (발행자의 경우도 순자산증가설이 적용되는 법인으로서 소득원천이 납세와 무관하므로 복제의 방법은 과세와 무관함)	손익의 발생 원천에 따라 소득에 대한 과세취급이 다르므로 복제 방법은 투자자의 소득과세에 영향을 미침.

ELS 발행증권사의 입장에서 헤지 전략의 개요는 <그림 1>과 같다. 발행증권사를 ELF운용펀드로, ELS투자자를 ELF수익자로 대체하여도 마찬가지이다.

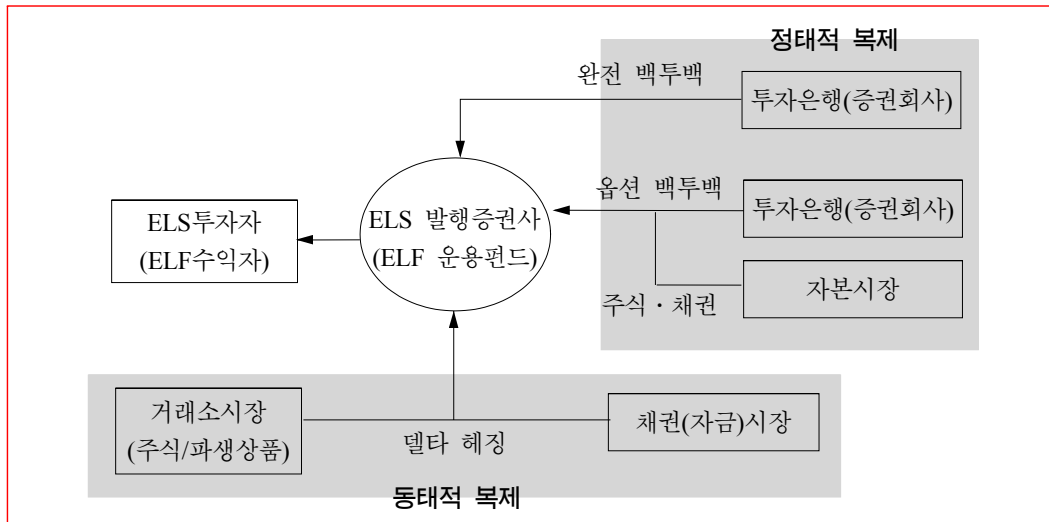
가장 쉬운 헤지 방법은 발행 증권사나 펀드 운용사가 원본 ELS와 손익 구조가 동일한 ELS를 외국계 투자은행이나 증권회사로부터 매입해 두는 완전 백투백(full back-to-back) 방식이다. 완전 백투백 방식이 아니더라도 발행 증권사나 펀드 운용사는 헤지 대상인 원본 ELS를 구성 요소별로 분해하여 자체적인 관리 능력으로 헤지가 어려운 내재파생상품 부분만을 매입해 두고 주식이나 채권 같은 나머지 구성 부품들은 별도로 매입하여 헤지할 수도 있다. 이와 같이 ELS 자체를 매입하거나 그 구성 부품들을 조립하여 ELS의 현금흐름을 완전하게 복제하여 두고 만기까지 기다리는 방식을 정태적 복제(static replication)라 한다¹⁸⁾.

한편 발행 증권사나 펀드 운용사는 주가(지수)에 노출되는 포지션의 비율을 동태적으로 조정하여 원본 ELS의 손익 구조를 만들어내는 것도 가능하다. ELS의 평가가치는 기초 변수인 주가(지수)의 변동에 따라 달라지므로, 해당 ELS의 가치변동을 상쇄할 수 있도록 주가(지수)에 대한 포지션을 지속적으로 조정하면, 해당 ELS의 손익 구조가 복제될 수 있다. 이와 같은 복제 방식을 동태적 복제(dynamic replication)라 한다.

동태적 복제를 쉽게 이해하기 위하여 헤지 대상인 원본 ELS가 채권과 내장 옵션으로 분해된다고 하자. 내장 옵션(embedded option)의 가치평가 공식이 $E(S, t)$ 라 하면 내장 옵션과 해당 ELS의 가치는, 다른 조건이 동일한 경우, 주가(지수) 1단위의 변동에 대하여 $\partial E / \partial S$ 단위만큼씩 변동하게 된다.

18) 머니투데이(2008.11.19) 보도에 의하면 2008년 10월말 현재 국내의 증권사에서 발행한 24조원의 ELS(발행잔액기준) 가운데 약 70%인 16.8조원이 백투백 방식에 의해 헤지되고 있다고 한다. 옵션에 대한 부분 백투백 방식이 포함된 것으로 판단된다.

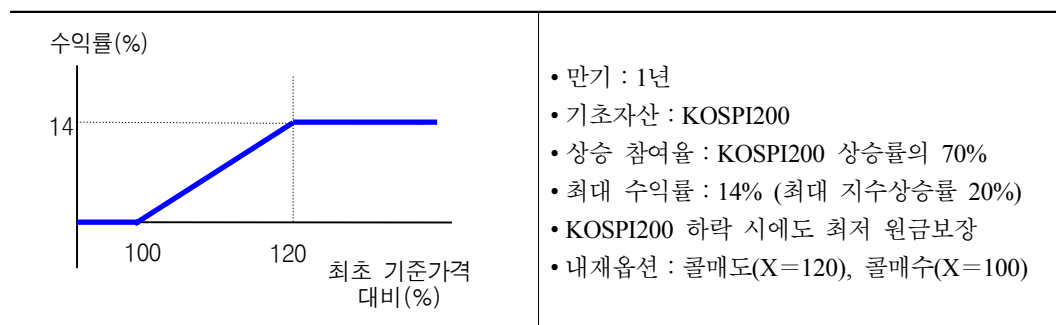
〈그림 1〉 ELS(ELF)의 헤지(운용) 구조



자료 : 한국거래소 시장감리위원회(2009), p.15를 수정

즉 ELS 1단위와 주가(지수) 포지션 $\partial E / \partial S$ 단위는 ‘순간적으로’ 재무적 등가관계이다. 따라서 채권 부분을 매입해두고 주가(지수)에 노출되는 포지션의 비율을 $\partial E / \partial S$ 만큼으로 ‘매 순간마다’ 지속적으로 조정하면 ELS의 손익 구조가 창출된다. 이런 방식으로 옵션의 손익 구조를 복제하는 것을, 옵션의 리스크 관리 지표인 $\partial E / \partial S$ 의 이름을 따라 델타 헤징이라 하며, 이는 Black-Scholes가 옵션가격결정모형을 만들어낸 원리와 같다. 정태적 복제와 동태적 복제의 개념을 구체적인 사례로 살펴보자. 맨 뒤의 <부록>에 주요 주가연계증권(ELS)의 상품 구조가 요약되어 있다. 이들 중에서 비교적 평이한 일반 옵션(plain-vanilla option)이 내장된 ‘불 스프레드’를 보기로 한다. 다른 구조의 상품들도 원리는 모두 동일하다.

사례 1 : 불 스프레드(bull spread)



ELS의 발행사 또는 ELF의 운용펀드에서 <사례 1>의 구조를 갖는 ELS의 손익 구조를 복제한다고 하자. 이런 ELS의 만기가치는 식(1)과 같이 표현할 수 있다. 여기서 S_T 는 기초지수 100을 기준으로 한 만기시점의 주가지수이다.

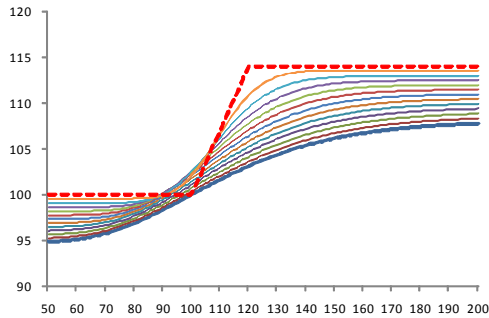
$$100 + 0.7 \text{Max}(S_T - 100, 0) - 0.7 \text{Max}(S_T - 120, 0) \quad (1)$$

식(1)을 보면 이 ELS는, ① 만기시점에서의 상환액이 펀드 원금(100)과 동일한 채권을 매입하고 ② 행사가격(X)이 기초지수와 동일하게 $X=100$ 인 콜옵션을 매수하며 ③ $X=120$ 인 콜옵션을 매도하는 것과, 재무적 등가관계이다. 채권의 현재가치는 $100/(1+r)$ 이므로, 펀드는 채권을 매수함과 아울러, 채권의 액면 할인액(이자금액)과 $X=120$ 인 콜옵션 매도금액을 합하여 $X=100$ 인 콜옵션을 매수하는 것으로써, 헤지가 완료된다. 만일 채권의 이자금액과 콜옵션($X=120$) 매도액을 합한 금액이 콜옵션($X=100$) 매수에 부족하다면 ELS의 손익 구조는 조금 불리한 조건으로 조정되어야 할 것이다. 예컨대 원금 보장 수준을 현재의 100%보다 낮추든가, 현재 70%인 상승 참여율(participation ratio)¹⁹⁾이나 14%인 최대수익률 수준을 낮춘다면 예산계약은 충족될 수 있다. 만일 채권가격에 영향을 미치는 이자율이나 옵션 가격에 영향을 미치는 변동성 등이 달라진다면 ELS의 손익 구조는 또 달라질 수 있다.

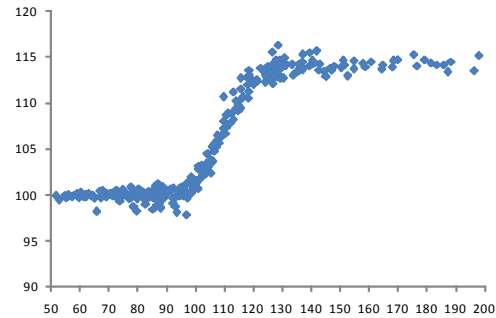
다음으로 델타 헤징 기법을 이용해서 <사례 1>의 불 스프레드를 동태적으로 복제하여 보기로 하자. 불 스프레드에 내장된 옵션의 평가모형이 이미 알려져 있으므로 주가지수의 변동에 따른 ELS의 가치변동 비율($\partial E/\partial S$)을 계산할 수 있다. <그림 2>는 Black-Scholes모형에서와 같이 이자율과 시장변동성은 일정하다고 가정하고, 주가지수 수준과 ELS 가치의 관계를 매 1개월 간격의 시점별로 보여주고 있다. 맨 아래 굵은 실선(파란색)은 ELS가 발행된 시점(즉, $t=0$)에서의 주가지수(가로축)와 ELS의 가치(세로축)의 관계를 나타내고, 맨 위의 굵은 점선(빨간색)은 ELS가 상환되는 시점($t=T$)에서 주가지수와 ELS 가치의 관계를 나타낸다. 그 사이의 가는 실선들은 1개월의 간격으로 주가지수와 해당되는 ELS의 가치의 관계를 나타내고 있다. 불 스프레드 계열의 ELS는 주가지수가 상승(하락)할수록 만기에 유리(불리)한 조건으로 상환될 가능성이 많으므로 잔존만기가 동일할 경우 주가지수가 상승(하락)할수록 ELS의 가치가 증가(감소)함을 볼 수 있다.

19) 상승참여율(participation ratio)은 ELS의 수익률이 기초자산인 KOSPI200 상승률에 참여하는 비율로서 <사례 1>의 그림에서 수익률 그래프의 기울기를 나타낸다.

<그림 2> ELS의 가치 변화(불 스프레드)



<그림 3> 동태적 델타헤징 시뮬레이션 결과



주) 왼쪽 그림에서 맨 아래의 굵은 실선(파란색)은 발행시점의 가치를 나타내고 맨 위의 굵은 점선(빨간색)은 만기시점의 가치를 나타낸다. 그 사이의 가는 실선은 1개월 간격으로 평가된 가치이다.

<그림 2>에서 각 곡선의 점선의 기울기는 주가지수 1단위의 변동에 대한 ELS의 가치 변동분으로 ELS에 내장된 옵션 부분의 델타를 나타낸다. ELS의 발행자(ELF의 운용자)가 이 델타의 크기만큼 주가지수에 투자한다면 주가지수 변동에 따른 ELS의 가치변동분은 상쇄될 수 있다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 ELS의 델타는, 주가지수가 변동하거나 또는 주가지수가 변동하지 않더라도 시간의 경과에 따라, 그 크기가 달라진다. 따라서 정확한 헤지를 위해서는 만기까지 매 순간마다 지속적으로 주가지수에 대한 포지션이 조정되어야 한다.

<그림 3>은 델타 헤징 방식을 통한 동태적인 포지션 조정 결과를 시뮬레이션한 것이다. 델타 헤징 기법에서 포지션의 조정은 이론적으로 매순간마다 이루어져야 하나 거래비용이 수반되므로 현실에서는 일정한 시간 간격을 두거나 아니면 주가지수가 일정 수준 이상 변동했을 경우에만 포지션 조정이 이루어진다. <그림 3>은 주가지수의 변동 폭과 관계없이 일주일 간격으로 포지션을 조정 한 결과이다. 따라서 정확한 손익 구조에 비해서는 약간의 복제 편차가 발생하고 있으나 델타 헤징 방식으로 ELS의 손익 구조가 동태적으로 복제될 수 있음을 보여준다.

IV. 정태적 복제 방식과 세금의 영향

여기서는 투자신탁계정에서 ELS의 손익 구조를 정태적으로 복제할 때 세금의 영향을 보여주는 두 개의 실제 사례를 살펴본다. 하나는 주식형 펀드에 세금혜택을 주었던 규정을 활용해 풋-콜 패리티를 이용해서 과세가 전혀 없는 ELF를 개발한 사례이고, 다른 하나는 세전으로는 약속한 원금 보존에 성공하였으나 ELS와 다른 과세 방식 때문에 세후로는 원금보존에 실패하여 고객들과 마찰이 빚어졌던 사례이다.

1. 풋-콜 패리티를 이용해 과세혜택이 있는 주식형펀드로 만든 불 스프레드

<사례 1>에서 불 스프레드를 정태적으로 복제하는데 사용한 식(1)을 다시 보기로 하자.

$$100 + 0.7 \text{Max}(S_T - 100, 0) - 0.7 \text{Max}(S_T - 120, 0) \quad (1)$$

ELF에서 식(1)에 의해 불 스프레드를 합성할 때 합성에 사용한 옵션이 상장된 경우라면 옵션의 운용수익은 비과세되므로 ELF의 세금은 투자수익률에 관계없이 채권부분의 이자에 따라 결정된다. 따라서 주가지수가 상승하여 ELF의 이익분배금이 채권이자보다 많은 경우에는 ELF가 손익 구조가 같은 ELS에 비해 절세 효과가 발생한다. 그러나 주가지수의 상승이 미미하거나 하락하여 이익분배금이 채권이자보다 적은 경우에는 ELF가 ELS에 비해 많은 세금을 부담한다. 특히 이 경우 ELF는 이익분배금 없이 원금만 건지는 경우에도 세금을 부담할 수 있다.

그러나 실무적으로 ELF의 운용 기간과 만기가 일치하면서 행사가격이 조건에 부합하는 옵션이 상장되어 있을 가능성은 높지 않고, 설사 유사한 조건의 옵션이 상장되어 있더라도 만기가 긴 옵션의 경우는 거래가 충분하지 않으므로²⁰⁾, 펀드는 상장 옵션보다는 그와 동일한 효과가 있는 장외파생상품인 워런트증권(ELW)을 편입하는 것이 일반적이다. 이런 경우 채권이자와 워런트증권의 거래손익 모두 과세 소득에 해당하여 상계 후의 손익에 과세 되므로 ELF와 ELS는 세금에 대해 무차별하다.

한편 식(1)은 풋-콜 패리티를 적용해 식(2)와 같이 변환될 수 있다.

$$30 + 0.7 S_T + 0.7 \text{Max}(100 - S_T, 0) - 0.7 \text{Max}(S_T - 120, 0) \quad (2)$$

풋-콜 패리티는 $X + \text{Max}(S_T - X, 0) = S_T + \text{Max}(X - S_T, 0)$ 로서 ‘채권 매수로 하방 위험을 없애고 주가(지수)가 상승할 경우에 대비해 콜옵션을 매수하는 것’(좌변)과 ‘주식 매수로 주가(지수) 상승의 이익을 취하면서 풋옵션 매수로 하방 위험을 없애는 것’(우변)이 재무적으로 등가임을 나타낸다²¹⁾. $X=100$ 일 때 $100 + \text{Max}(S_T - 100, 0) = S_T + \text{Max}(100 - S_T, 0)$ 에서 양변에 0.7을 곱하여 식(1)에 대입하면 식(2)가 유도된다. 물론 <사례 1>의 그림을 보고 식(2)를 생각해 낼 수도 있다.

식(2)는 <사례 1>의 불 스프레드가 ① 펀드 원금의 30%에 해당하는 금액이 펀드 만기에 상환될 만큼의 채권을 매수하고, ② 펀드 원금의 70%를 주가(지수)에 투자하며, ③ 행사가격(X)이 기초지수와 같은 $X=100$ 인 풋옵션을 매수함과 함께, ④ $X=120$ 인 콜옵션을 매도하는 방식으로

20) 한국거래소에 상장되어 있는 주가지수옵션의 결제일(만기일)은 최근월 연속 3개월 및 3, 6, 9, 12월 둘째 목요일이다. 매우 활발한 거래에도 불구하고 최근월물 이외에는 거래량이 많지 않다.

21) 좌변과 우변 모두 $\text{Max}(S_T, X)$ 로 동일하다.

복제할 수 있음을 보여준다. 식(1)의 복제 방식에서는 채권이 펀드 운용자산의 대부분을 차지하고 있었는데 비해 식(2)에서는 주식이 주요부분을 차지하는 차이가 있다.

2003년 5월 주식시장 활성화 대책²²⁾으로 일인당 8,000만원의 한도 내에서 상장주식을 60% 이상 편입한 펀드에서 발생한 소득에 대해서는 2005년 말까지 한시적으로 비과세하는 제도가 도입된 바 있다. 본래의 취지는 주식형 펀드에서 발생한 주식에 대한 배당금 및 일부 이자 소득에 대한 세금 혜택을 겨냥한 제도일 수 있으나, 펀드 운용사들은 이 제도의 시행에 맞추어, 식(2)의 방식으로 불 스프레드형 ELS의 손익 구조를 복제하는 ELF를 개발하여 성공하였다. 이 ELF는 원금이 보장되는 불 스프레드형 ELS와 동일한 손익 구조를 갖지만 주식편입비율이 기준이 되는 조세특례제한법 상의 비과세 요건을 충족하여 투자수익은 (일반 ELS의 경우와 달리) 모두 비과세로 처리될 수 있었다. 일반적으로 조세차익거래 상품은 법규상 문제가 되는 경우가 많은데 비해 이 상품은 법규상 문제없이 세후 수익률을 증대시킴과 동시에 현물주식 매입을 통한 주식시장 부양이라는 정부의 입장을 잘 조화시킨 상품이였다. 이 상품은 마케팅 측면에서도 성공적이었으며, 추가연계상품의 구조를 그 이전의 채권에 가까운 형태에서 원금 비보장형 등으로 다양화시키는 계기가 되었고 이후 추가연계증권의 시장 확대에도 크게 기여하였다(노상규·임원규 2008, p.60).

이상에서 논의한 불 스프레드의 복제 방법에 따른 ELS 대비 세금효과를 <표 3>에 요약하였다.

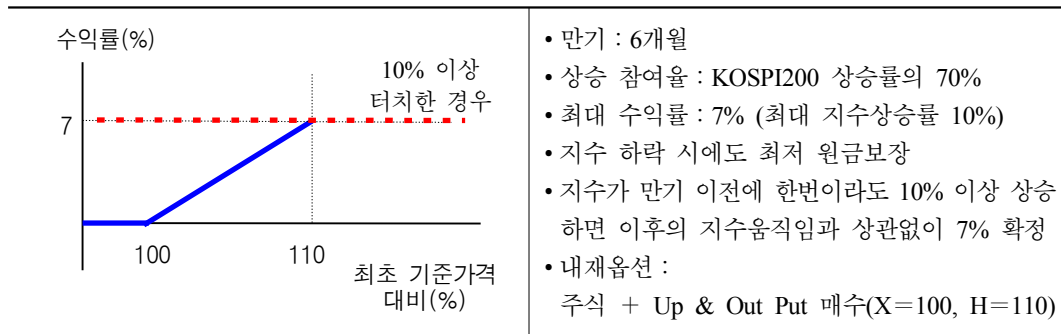
<표 3> ELF에서 불 스프레드 복제 방법에 따른 ELS 대비 세금효과

	“채권 + 콜옵션” 계열	“주식 + 풋옵션” 계열
복제 방법	100 $+0.7 \text{Max}(S_T - 100, 0)$ $-0.7 \text{Max}(S_T - 120, 0)$	$30 + 0.7 S_T$ $+0.7 \text{Max}(100 - S_T, 0)$ $-0.7 \text{Max}(S_T - 120, 0)$
구성 부품	• 채권 : 만기시 펀드원금 100% 확보 수준 • 콜매수(비상장 워런트) • 콜매도(비상장 워런트)	• 주식 : 만기시 펀드원금의 70% 수준 • 풋매수(비상장 워런트) • 콜매도(비상장 워런트) • 채권 : 만기시 펀드원금 30% 확보 수준
ELS 대비 절세 효과	• 세금효과 없음(3가지 모두 과세 부문) • 다만, 옵션이 상장인 경우라면, – 투자수익 > 채권이자 → 과세상 유리 – 투자수익 < 채권이자 → 과세상 불리	• 당시 조세제한특례법이 요구하는 주식 편입비를 채워 전액 비과세 • 해당 조특법이 폐지된 이후에는 – 주식매매익 > 0 → 과세상 유리 – 주식매매익 < 0 → 과세상 불리

22) 2005년 말까지 유지된 당시의 조세제한특례법 제87조의4, “장기주식형저축에 대한 비과세” 제도. 2003년 초 카드회사 부실 및 SK글로벌의 부실회계 문제와 이라크전쟁 및 사스의 유행으로 종합주가지수가 500대 초반까지 하락하였다.

2. 풋 워런트에 대한 세금과 세후 원금 보존의 실패

사례 2 : 낙 아웃형 (Up & Out Call with Rebate)



이것은 <부록>의 ELS 상품 구조 중 두 번째에 해당한다. 다만 <부록>에서와 달리 리베이트가 최대수익률과 일치하도록 설계되어 있다. 만기가 6개월로 단기인데서 짐작할 수 있듯이, 원금은 보장되고 수익률은 다소 높게 하여 단기 시장을 겨냥해 출시된 ELF 상품이다.

이 구조의 상품에는 배리어(barrier) 옵션이 내장되어 있다. 배리어 옵션은, 옵션 행사의 손익은 일반 옵션과 동일하나, 주가지수가 배리어(H)를 터치한 경우에 옵션으로서의 권리가 생성(knock-in)되거나 또는 소멸(knock-out)되는 옵션을 말한다. 옵션이 행사되는 조건으로서 주가지수(S)와 행사가격(X)을 비교하는 것 이외에 배리어(H)의 터치 여부가 추가적으로 고려되기 때문에 일반 옵션에 비해 값이 저렴할 수 있다.

이 구조의 상품을 가장 손쉽게 분해하는 방법은 채권으로 원금을 확보한 다음, Up & Out Call ($X=100$, $H=110$)과 Up & In Cash or Nothing($H=110$, $R=7$)을 매수하는 것이다. Up & Out Call은 $X=100$ 인 일반 콜옵션과 손익 구조가 같으나 주가지수가 $H=110$ 을 터치할 경우 권리가 소멸(Out)되므로 <사례 2>의 그림에서 실선 부분(파란색)의 손익 구조를 가져온다. Up & In Cash or Nothing은 주가지수가 $H=110$ 을 터치할 경우 권리가 생성(In)되어 $R=7$ 만큼의 리베이트를 주는 디지털 옵션으로서 그림에서는 점선(빨간색)으로 표시되어 있다.

그런데, 펀드 운용사는 이 상품의 복제를 주식 편입을 통해 시도하였다. 주식을 매수하고 Up & Out Put($X=100$, $H=110$)을 매수하면 주가지수가 $H=110$ 을 터치하지 않는 한 주가 하락의 리스크는 방어된다. 주가지수가 상승하여 $H=110$ 을 터치하면 Up & Out Put이 소멸(Out)되나 그 순간 보유 주식을 모두 처분하면 <사례 2>의 손익 구조가 만들어질 수 있다. 복제 방법을 채권 중심에서 주식 중심으로 바꾸는 원리는 앞에서 본 풋-콜 패리티와 마찬가지로, 다만 배리어 옵션이 내장되어 있는 것에 맞게 조금 변형이 있을 뿐이다.

주식형으로 복제하고자 했던 이유는 현물과 선물 간의 가격괴리를 이용한 차익거래 기회를 추가로 확보할 수 있고, 여기에 주식 포트 리오의 성과가 좋을 경우 KOSPI200 지수에 대비하

여 추가적인 수익을 노릴 수 있었기 때문으로 보인다. 운용 결과, 펀드의 만기인 6개월 동안 KOSPI200 지수는 17.49%가 하락하였지만, 펀드의 기준가는 1003.56으로 종료되어 원금 대비 0.35%의 이익이 발생하며, 원금 보존에 성공하였다. KOSPI200 지수의 수익률과 펀드에 편입된 주식 포트 리오의 수익률에 괴리가 없었다고 가정하면, KOSPI200 지수의 하락률에 주식편입 비율을 곱한 $17.49\% \times 70\%$ 만큼 주식매매손실이 발생하였을 것이고, 이 손실은 Up & Out Put 인 워런트의 이익을 통해 모두 상쇄된 셈이 된다. 그러나 세전 기준의 원금 보존에도 불구하고, 투자신탁계정에서 워런트의 거래이익은 주식매매손실과는 달리 과세 대상이므로 세후 기준으로는 워런트 거래이익에 대한 과세금액만큼 원금 보존에 실패하게 되었다. 당시의 판매사는 은행 으로서 당연히 세후 기준의 원본 보존을 생각했던 고객들과는 상당한 마찰이 빚어졌음은 물론 이다²³⁾.

이상의 낙 아웃형 ELF의 복제 방법에 따른 ELS 대비 세금효과는 <표 4>에 요약되어 있다.

<표 4> ELF에서 낙 아웃형(Up & Out Call with Rebate) 복제 방법에 따른 ELS 대비 세금효과

	“채권 + 콜옵션” 계열	“주식 + 풋옵션” 계열
복제 방법	$100 + 0.7[Max(S_T - 100, 0) \text{ but } 10 \text{ if } S_t \geq 110 \exists t]$	$0.7S_T + 0.7[Max(100 - S_T, 0) \text{ but } 0 \text{ if } S_t \geq 110 \exists t] + 30$
구성 부품	• 채권 : 만기시 펀드원금 100% 확보 수준 • Up & Out Call ($X=100, H=110$) • Up & In Cash or Nothing ($H=110, R=7$)	• 주식 : 펀드 원금의 70% 수준 • Up & Out Put ($X=100, H=110$) • 채권 : 만기시 펀드원금 30% 확보 수준
ELS 대비 절세 효과	세금효과 없음 (3가지 모두 과세 부문)	• 주식매매익 > 0 → 과세상 유리 • 주식매매익 < 0 → 과세상 불리 ※ 주식매매손실이 워런트 거래이익으로 상 쇄(헤지)된 경우, 헤지 대상인 주식은 비 과세이나 헤지한 워런트는 과세 대상으 로 과세불균형 발생

3. 파생상품이 내장된 합성상품 과세에 대한 시사점

위 사례들은, 경제적 실질이 유사한 ELS와 ELF 간에 뿐만 아니라, 같은 ELF 내에서도 합성 방법에 차이가 있을 경우 과세의 형평성에 문제가 있음을 보여주는 것이지만, 일반화하면 파생

23) 당시 언론에는 워런트 기준가격의 오류와 정정과 관련한 보도도 있었으나 이는 본질이 아닌 것으로 판단된다. 사실 관계만 추려보면 어떻게 주가지수의 하락에도 불구하고 세전 기준가격은 원본을 상회 했고, 펀드와 워런트 발행기관과의 손익정산도 정상적으로 이루어졌다(머니투데이 2004.8.12, 서울파이낸스 2004.8.29 등 당시 보도와 노상규·임원규(2008) 등 참조).

상품이 내장된 합성 거래의 과세 전반에 적용되는 중요한 논점을 제기한다.

우선, 합성 거래에서 합성에 동원된 개별거래들을 과세목적상 통합하여 볼 것이냐 개별 거래로 볼 것인가에 대한 문제이다. 정태적 복제를 통해 ELS를 합성한 거래에서 각 구성 부품들의 소득을 개별적으로 보지 않고 통합된 하나의 소득으로 간주하는 것이 실질과세의 원칙에 부합할 수 있다. 예를 들어 <표 4>의 우측에서, 주식에서 손실이 발생하면 ELF 전체로 소득이 없는 경우에도 과세가 발생할 수 있다. 이 경우에 만일 펀드 판매사나 납세자 측에서 펀드에서 발생한 개별거래들은 통합된 거래이며, 그 경제적 실질이 ELS와 동일함을 주장한다면 과세당국은 어떤 입장을 보일 것인가? 서론에서 언급한 합성채권이나 엔화스왑예금의 경우에는, 납세자 측에서 합성에 동원된 각 구성 요소가 개별 거래임을 주장하고, 과세 당국은 이를 부인하였는데, 이 경우는 유불리를 기준으로 주장해야 하는 입장만 서로 바뀌었을 뿐 쟁점이 된 논리 자체는 동일하다. 차이를 찾자면, 이 경우는 신탁계정이라는 포장을 하나 더 쓰고 있고, 복제 거래가 실제 발생하므로 펀드의 설정과 청산 시점에서 약간의 거래 실행 리스크(execution risk)를 부담할 수 있다는 점이다.

또한 위에서 설명한 사례는 원본 자산과 헤지 자산 간의 과세 취급이 다르면 합성된 포지션 전체에서 소득이 발생하지 않더라도 과세가 발생할 수 있고 이는 헤지 목적이 제한되는 결과를 낳을 수 있음을 보여준다. <표 4>의 우측 거래에서 주식매매손실은 워런트(Up & Out Put) 거래 이익으로 모두 상쇄되어 완벽하게 헤지 되었으나, 원본 자산(주식)과 헤지 자산(워런트)의 과세 취급이 달라 헤지 거래의 유효성이 손상되고 있다. 이러한 결과는 헤지 자산(워런트)이 꼭 과세 대상이기 때문이어서는 아니다. 헤지 대상인 원본 자산(주식)이 과세 대상이었던더라면 헤지 자산(워런트)이 과세 대상이더라도 헤지거래의 유효성은 손상되지 않는다. 이것은 순자산증가설을 채택하고 있는 법인세법에서는 헤지거래의 유효성이 문제되지 않을 수 있지만, 열거주의를 택하고 있는 소득세법에서는 원본 자산과 헤지 자산 간에 과세의 불균형이 있을 경우 헤지거래의 유효성이 항상 문제될 수 있음을 의미한다²⁴⁾. 이러한 사실은 헤지 목적 거래에서 원본 거래와 헤지 거래를 하나의 통합된 거래로 판단하는 객관적인 기준이 마련되어야 함과, 경제적으로 유사한 성격의 거래는 같은 기준으로 과세 취급되어야만 할 필요가 있음을 보여준다고 하겠다²⁵⁾.

V. 동태적 복제와 절세형 주가연계상품

III장에서 살펴본 대로 델타 헤지 전략을 활용하면 주식이나 주가지수선물에 대한 포지션으로 ELS의 손익 구조가 복제될 수 있다. 투자신탁 계정에서 주식 및 장내파생상품의 매매이익은 모

24) 법인세법에서도 원본자산과 헤지자산에서 발생하는 소득의 과세시기에는 차이가 있을 수 있다.

25) 이 문단은 김애경·문성훈(2008)이 지적한 과생결합증권의 개인소득과세의 문제점 다섯 가지(p.149-155)중 4~5와 내용적으로 일치한다.

두 비과세되므로 델타 헤지 전략을 사용해 동태적 복제 방식으로 ELS의 손익 구조를 복제하면 동일한 세전이익에 대하여 기존의 ELS와 비교해 세후이익이 증가될 수 있다.

주로 정태적인 복제 방식으로 ELF를 운용해오던 2007년 초반, 몇 개의 운용사들은 이러한 절세의 이점을 내세워 동태적 복제 방식의 ELF를 적극적으로 판매하기 시작하였다. 동태적 복제 방식의 ELF가 처음 나온 것은 원래 2003년 초반이지만 그리 주목받지 못하다가²⁶⁾ 주가상승과 저금리 구조에서 ELS가 인기를 끌자 ELS와 유사한 상품성에 절세 구조의 장점을 내세우고 금융소득 종합과세 대상자를 중심으로 판촉을 전개하면서 시장이 확대된 것으로 보인다. 동태적 복제기법으로 운용하는 ELF도 ELS의 손익 구조를 복제하는 ELF의 일종이지만, 관련 업계에서는 정태적 복제 기법으로 운용되는 기존의 ELF와 구분하고 또 차별성을 부각시키기 위해 가급적 ELF라는 명칭보다는 운용기법을 드러내거나 복제하려는 ELS의 손익 구조를 직접 묘사하는 방식으로 부르고 있다²⁷⁾. 예컨대 ‘금융공학’이나 ‘델타’ ‘RCF’ 등이 들어간 이름이 그것이다²⁸⁾.

동태적 복제 방식의 ELF에는 2008년 한 때 잔고 기준 약 3조원이 넘을 것으로 추산되는 자금이 몰려들었으나, 2008년 말 미국발 금융위기 국면에서 주가지수가 반 토막 이하로 급락하는 여파로 투자손실이 발생하면서 돌풍이 지속되지는 못하였다. 또한 주가지수가 일방적으로 급락하는 과정에서 이 상품의 운용 및 절세 구조에서 드러날 수도 있는 문제점이 실제로 확인되기도 했다. 그렇지만 이 상품의 절세 메커니즘 자체는 실제 유효하고, 재무적 등가관계를 이용하는 합성상품의 과세 문제에 대해서도 여러 가지 시사점을 제공한다. 이 상품은 현재도 운용되고 있으며, 시장상황에 따라 얼마든지 다시 활성화될 가능성도 충분하다.

1. 상품의 내용

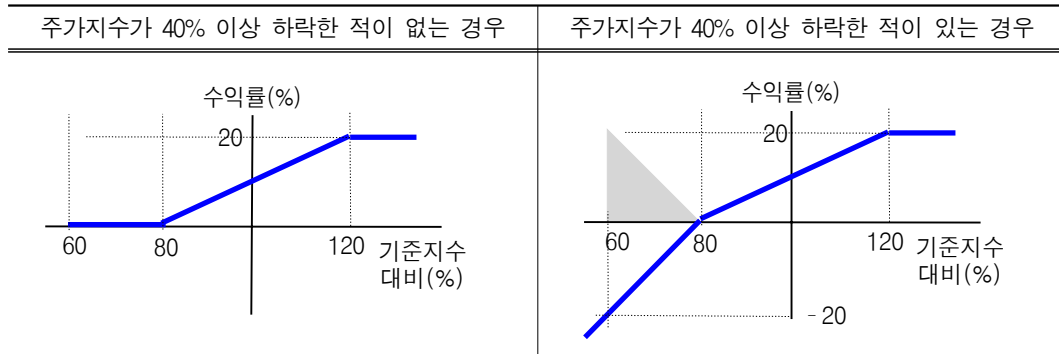
동태적 복제 방식의 ELF에서 제시하는 손익 구조는 다양하나, 운용되는 원리와 마케팅 포인트는 대부분 비슷하다. 여기서는 대표적인 형태라 할 수 있는 RC형²⁹⁾ 구조를 예로 들기로 한다.

26) 금융투자협회의 전자공시서비스(<http://dis.kofia.or.kr>)를 검색하면 최초의 동태적 복제형 ELF는 2003년 2월에 출시된 ‘미래에셋ELF캡혼합A’ 시리즈인 듯하다. 투자설명서에는 American capped call option의 델타 값에 맞게 매일 매일 포트 리오를 리밸런싱하며, 거래비용 등으로 리밸런싱이 불필요하다고 판단되는 경우에는 주기를 조정한다고 되어있다.

27) 바로 앞의 주석에서 언급한 바와 같이 2003년 초 동태적 복제 방식으로 운용하는 ELF가 처음 출시된 무렵에는 펀드명 자체에 ‘ELF’라는 이름이 들어있었다. 그러나 시장에서 이미 정태적 복제 방식의 ELF가 주류를 이룬 이후인 2007년경부터 제대로 활성화되기 시작하면서 기존의 정태적 복제 방식의 ELF와 구분하고 차별화할 필요가 생긴 것으로 보인다.

28) ○○자산운용의 ‘○○델타’, ○○○○○자산운용의 ‘○○○○첼린저 RCF’, ○○투신운용의 ‘○○델타포스’, ○○투자신탁의 ‘금융공학펀드’, ○○○○자산운용의 ‘알파채권혼합’ 등이 여기에 속한다. 상품의 성격상 펀드마다 짧은 모집 기간을 갖기 때문에 보통은 펀드 명칭 뒤에 번호를 붙여 시리즈로 발행된다.

사례 3 : RC(Reverse Convertible)형 : 1년 만기, 기준지수 KOSPI200



주) 우측 회색 삼각형 모양의 표시는 뒤에서의 설명을 위해 그린 것으로 손익 구조와 무관함

<사례 3>의 그림에는 RCF(Reverse Convertible Fund)형 상품이 추구하는 대표적인 손익 구조가 요약되어 있다. 이 구조를 운용하는 펀드의 투자설명서나 상품제안서 등을 보면, 주가지수가 일정 수준까지 하락하더라도 원금손실의 가능성은 낮고 일정 범위 내에서 움직이면 시장 금리 이상의 수익률을 획득할 수 있으므로 은행예금 등 저금리 상품에 만족하지 못하는 고객에게 적합한 것으로 소개되어 있다. 또한 수익의 대부분이 상장주식이나 장내파생상품의 매매익에서 발생하므로, ELS나 기존의 (정태적으로 복제하는) ELS 편입 펀드에 비해 세금 절감 효과가 발생하며, 특히 최고 소득세율을 적용받는 종합과세 대상자에게 유리함을 <표 5>의 예시와 같이 설명하고 있다.

<표 5> 동태적 복제 펀드의 절세 효과를 설명하는 상품설명서(예시)

1억 원을 투자하여 연10% 수익 달성하고, 매매익이 총수익의 85%일 경우 → 최고 3,272,500원 절세 가능				
구 분	총수익	과세대상수익 (A)	배당소득세 (A×15.4%)	종합소득세 (A×38.5%)
ELS/ELS편입펀드	10,000,000	10,000,000	1,540,000	3,850,000
동태적복제펀드	10,000,000	1,500,000	231,000	577,500
절세효과			-1,309,000	-3,272,500

주) 최고소득세율 38.5%(주민세 포함)를 적용받는 종합소득과세 대상자를 가정하여 작성함. 시장상황과 펀드운용에 따라 과세대상 수익이 변동될 수 있으므로 절세효과는 다를 수 있음.

29) 이러한 구조를 ‘RC(Reverse Convertible)형’이라고 부르는 이유는 손익 구조가 전환사채(Convertible Bond)와 뒤바뀐(Reverse) 모양을 띠고 있기 때문이다. 전환사채는 확정수익을 지급하다가 주가가 상승하면 초과수익을 얻는 구조인데 비해서, 이 상품은 반대로 확정수익을 지급하다가 주가지수가 일정한 수준 이하를 터치할 경우 확정수익에 미달하는 수익이 발생할 수 있는 구조로 되어있다.

그리고 주의 사항으로, ELS를 펀드에 편입하여 확정적으로 운용하는 (정태적 복제 방식의) ELF와 달리, ELS의 손익 구조를 동태적으로 복제하는 특성상 실제 수익률은 제시한 예상 수익률과 차이가 발생할 수 있으며, 특히 복제비용이 과도하게 발생하거나 펀드가 편입한 주식 포트폴리오의 성과가 KOSPI200 지수를 추적하지 못하는 경우 또는 시장 변동성이 현저히 하락할 경우 등은 운용기간 중 주가지수가 일정 수준 이상 하락한 적이 없더라도 원금손실이 발생할 수 있음을 알리고 있다³⁰⁾.

2. 상품 분석과 복제의 리스크

<사례 3> 상품의 복제 구조를 보기 위해 우선 그림 우측의 ‘주가지수가 40% 이상 하락한 적이 있는 경우’의 손익 구조를 합성해 보자.

$$0.5S_T - 0.5\text{Max}(S_T - 120, 0) - 0.5\text{Max}(80 - S_T, 0) + 60 \quad (3)$$

식(3)은 ① 기초지수를 기준으로 50%의 상승 참여율(participation ratio)을 확보하기 위해 펀드 원금의 50%를 주식에 투자하고, ② 행사가격 $X=120$ 인 콜을 주식편입비용에 맞게 매도한 다음, ③ $X=80$ 인 풋을 기율기 조절에 필요한 만큼 추가 매도하고, ④ 만기에 펀드원금의 60%를 지급하는 채권에 투자하는 것으로 되어있다. 여기에, 주가지수가 40% 이상 하락한 적이 없는 경우에 한해 우측 그림의 회색 삼각형 모양의 손익을 더하면 <사례 3>의 RC형 손익 구조가 완성된다. 회색 삼각형은 주가지수가 60을 터치했을 때 옵션으로서의 권리가 사라지는 베리어 옵션의 손익 구조로서, ⑤ Down & Out Put($X=80, H=60$) 매수로 달성된다.

RC형 손익 구조를 합성하는 이상의 5가지 구성 부품들의 목록을 요약하고, 각 구성 부품의 가치가 시장 변동성(volatility)에 따라 어떻게 달라지는지를 계산하면 <표 6>과 같다. <표 6>의 목적은 동태적 복제의 원리와 절세를 위해 투자자가 부담하는 리스크의 원천을 조금 더 자세히 설명하기 위한 것으로서 가장 단순한 Black-Scholes 모형의 가정에 따라 산출한 것이다.

<표 6>의 하단 합계를 보면, 옵션 가격을 이론 모형에 의해 평가한다면 시장변동성이 대략 40%일 때 <사례 3>과 같은 손익 구조가 합성될 수 있음을 확인할 수 있다. 만일 변동성이 40%보다 낮아지면 옵션 매도에 따른 현금흐름이 적어지게 돼³¹⁾ 합성에 필요한 예산이 부족하게 되

30) Scholes et al.(2009)에 따르면 효과적인 세무계획은 세금비용 뿐 아니라 세금외비용까지를 망라하는 총비용(all costs) 최소화 관점에서 수립되어야 한다. 복제비용의 과다한 발생이나 변동성 하락에 따라 복제성과가 저조할 가능성(후술 참조)은 세금외비용으로 간주할 수 있다.

31) Down & Out Put의 가격은 일반 옵션과 달리 변동성이 상승할수록 높아지다가 낮아진다. 이것은 변동성이 일정수준 이상으로 상승하면 베리어를 터치함으로써 옵션으로서의 권리가 소멸(out)될 가능성이 오히려 커지기 때문이다.

므로 복제하고자 하는 ELS의 조건을 낮추어야 한다. 예컨대 최고수익률 수준이나 원금 보장 가능성을 낮춘다면 예산 제약을 충족시킬 수 있다. 반대로 변동성이 높아지면 매도하는 옵션 가격이 높아지고 전체 합성 비용이 낮아지므로 복제하고자 하는 ELS의 조건은 좋아질 수 있다.

〈표 6〉 RF형 ELS의 발행시점에서의 가치(예시)

구성부품 \ 변동성	0.20	0.30	0.40	0.50
① $0.5 \times$ 주식 매수	50.00	50.00	50.00	50.00
② $0.5 \times$ 콜옵션 매도	-1.61	-3.44	-5.39	-7.38
③ $0.5 \times$ 풋옵션 매도	-0.35	-1.29	-2.55	-3.96
④ 채권(60) 매수	57.12	57.12	57.12	57.12
⑤ Down & Out Put 매수	0.56	0.97	0.82	0.58
합 계	105.72	103.36	100.00	96.37

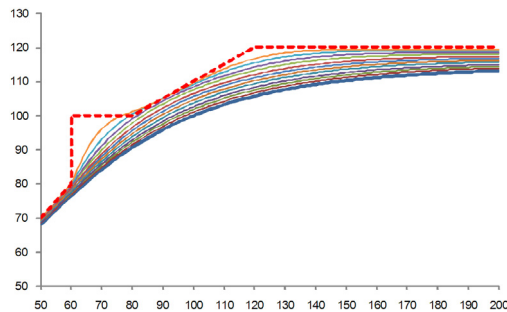
- 1) 채권 수익률 4.92%를 가정함
 2) Black-Scholes 모형에서 처럼 금리와 변동성이 일정한 것으로 가정함. 금리와 변동성을 확률적(stochastic)으로 가정하고 주가와 금리 간의 상관관계를 가정할 경우, 다른 가치가 나올 수 있음. 여기서의 예시는 절세를 위해 투자자가 부담하는 리스크의 성질을 설명하기 위해 가정을 단순화한 것임.

<그림 4>는 변동성을 <표 6>에서 계산한 대로 0.4로 가정하고 주가지수 수준과 ELS 가치의 관계를 매 1개월 간격의 시점별로 보여주고 있다. III장에서 설명한 바와 같이 각 곡선에 대한 접선의 기울기는 델타를 나타낸다. <그림 4>의 RC형의 기울기가 대체적으로 <그림 2>의 불 스프레드형의 기울기보다 크므로 동태적 복제 과정에서 RC형의 주식편입비가 불 스프레드형에 비해 클 것임을 알 수 있다. 이는 RC형의 손익 구조가 불 스프레드 형에 비해 (원금미보장과 고수익 가능성으로) 훨씬 더 주가변화에 민감하다는 점이 반영된 것으로서, 동태적 복제 결과에 따른 ELF의 이익분배금에 대한 세금절감효과도 RC형의 경우가 더 커지게 된다³²⁾.

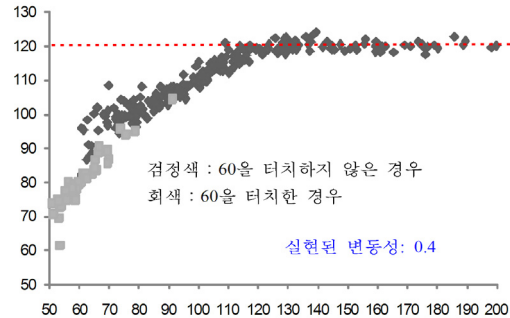
<표 6>에서 본 바와 같이 시장의 변동성은 ELS의 발행 조건에 영향을 미친다. 마찬가지로 델타 헤징을 통한 동태적 복제의 결과에서도 변동성의 영향을 확인할 수 있다. <그림 5>는 펀드 운용 기간 동안의 변동성이 예상과 같이 0.4로 실현된 것을 가정하고 복제 결과를 시뮬레이션한 것으로, 복제의 결과가 원본 ELS의 손익 구조와 평균적으로 유사한 것을 볼 수 있다. 그러나 실현된 변동성이 운용 단계에서 생각했던 0.4보다 낮을 경우에는 <그림 6>에서와 같이 원본 ELS에 비해 평균적으로 낮은 손익 구조가 만들어지며, 실현된 변동성이 0.4보다 높을 경우에는 <그림 7>에서와 같이 원본 ELS에 비해 평균적으로 높은 손익 구조가 만들어진다.

- 32) 300회씩의 동태적 복제 시뮬레이션에서, 원금 보장으로 안정성이 높지만 기대 수익률이 높지 않은 <사례1>의 불 스프레드의 경우 평균 주식편입비율은 16.84%이고, 안정성이 낮고 기대수익률이 높은 <사례3>의 RCF의 경우는 37.67%였다.

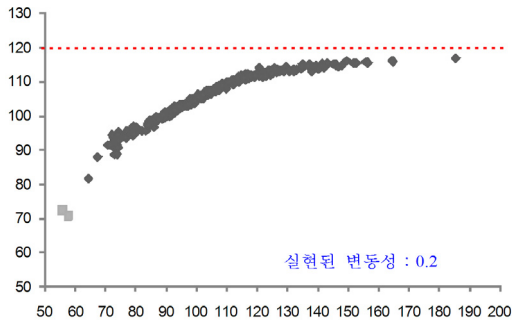
<그림 4> ELS의 가치변화(RC형)



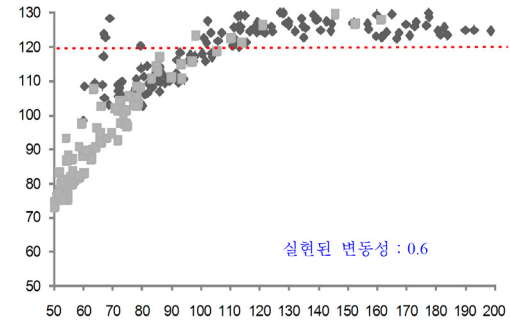
<그림 5> 동태적 복제 시뮬레이션(1)



<그림 6> 동태적 복제 시뮬레이션(2)



<그림 7> 동태적 복제 시뮬레이션(3)



변동성이 커질수록 평균적인 손익 구조가 좋아지는 이유는 <그림 4>에서의 곡선의 기울기인 델타를 보면 알 수 있다. RC형에서의 델타는 주가지수가 하락하면 커지고 주가지수가 상승하면 작아진다. 따라서 RC형의 델타 헤징은 주가지수가 하락하면 주식 편입 비율을 늘이고 주가지수가 상승하면 주식 편입 비율을 줄여 차익을 실현해가는 방식으로 이루어진다. 변동성이 커지는 것은 이러한 차익 실현의 기회가 많아진다는 것을 의미하므로 복제 결과로 나타나는 평균적인 손익 구조는 좋아지게 된다. 주의할 것은 단순히 변동성이 커진다고 해서 평균적인 손익구조가 항상 좋아지는 것은 아니라는 사실이다. 실현되는 변동성이 커지더라도 주가지수가 아래위로 출렁임이 없이 일방적으로 하락하거나 상승하기만 한다면 편입비 조절을 통한 차익획득의 기회는 줄어들고 복제의 성과는 나빠질 수 있다³³⁾.

또한 <그림 5>, <그림 6>, <그림 7>을 비교하여 보면, 실현된 변동성이 커질수록 (일정한 주

33) 이러한 문제가 2008년 주가지수의 일방적 급락과정에서 드러났다. 헤지가 진행되는 과정에서 변동성 등 주가지수 패턴에 따라 복제 결과가 달라지는 점은 ELS를 발행한 증권사의 헤지 성과와 해당 손익에도 크게 영향을 미쳤다.

가지수 수준에서) 복제된 손익의 편차도 커진다는 사실을 확인해 볼 수 있다. 이것은 3가지 경우 모두 동일하게 일주일 간격으로 포지션을 조정한 것으로 가정했기 때문으로, 복제 손익의 편차를 일정하게 유지하기 위해서는, 변동성이 커질수록 델타에 맞추어 포지션을 더 자주 조정하여야 할 필요가 있음을 시사한다. 다만, 거래비용이 없는 Black-Scholes의 세계에서는 포지션의 조정에 비용을 발생하지 않으므로 추가비용 없이 복제 손익의 편차를 통제할 수 있겠으나 현실에서는 거래비용이 제약조건으로 작용한다.

3. 파생상품이 내장된 합성상품 과세에 대한 시사점

동태적 복제형 ELF에서 복제의 리스크는 투자(수익)자가 부담하지만 복제 결과가 원본 손익 구조와 비교해 언제나 구조적으로 불리한 것은 아니므로 ELS와 ELF의 평균적인 손익 구조는 세전으로는 유사할 것으로 추론할 수 있다³⁴⁾. 따라서 동태적 복제형 ELF의 절세 구조는, ELS와 비교할 때, 실질적인 것으로 볼 수 있다.

주가(지수)와 금리부자산에 대한 투자비용의 조절로 ELS의 손익 구조가 복제되는 과정은 ELS에서 발생하는 소득의 본질에 대해서 묻게 한다. 동태적 복제에서 사용하는 델타 헤징의 방식도 정태적 복제에서와 마찬가지로 재무적 등가관계를 활용한다. 다만 동태적 복제에서는 재무적 등가관계가 짧은 기간에 순간적으로만 성립하므로 정태적 복제에서와 달리 주가(지수) 변동이나 시간의 변화에 따라 계속적인 포지션의 변화가 필요했을 뿐이다. 따라서 ELS도 그 최종적인 본질은 주가(지수)와 채권에 대한 포지션에 불과하다. 설사 ELS의 발행자가 백투백 헤지를 해서 수익을 지급한다 하더라도 최종적인 헤지의 상대방까지 거슬러 올라가면 어떻게 주식과 채권에 대한 포지션일 뿐이다.

‘동태적 복제형 ELF’를 ‘ELS’와 비교하면 마치 절세가 발생한 듯 보이지만 보다 근원적인 포지션인 ‘주식’과의 형평성을 따져보면 단순히 내지 않아야 할 세금을 안 낸 것에 불과할 수도 있다. 납세자 측에서 ‘동태적 복제형 ELF’를 활용해 과세 소득(ELS 수익)을 비과세 소득(주식매매이익)의 형식으로 전환시켜 절세를 추구한 것이 아니라, 오히려 그 이전에 과세권자가 ‘ELS’라는 형식을 빌려 본질상 비과세인 소득(주식매매이익)을 과세 소득(배당수익)으로 포장해 과세했던 것일 수 있다. 물론 여기서 경제적 실질을 따져서 같은 것은 같게 과세하자는 의미로서의

34) 가상이지만, 사후적으로 복제의 결과가 안 좋으면 수익자에게 떠안길 수 있다는 생각에서 펀드 운용사가 (ELS발행자였다면 제시하지 않았을) 공격적인 손익구조를 제시할 수도 있다. 이런 경우 복제 결과는 평균적으로 사전에 제시한 손익 구조에 비해 좋지 않을 수 있다. 금융시장의 효율성을 전제할 경우 ELF의 제시 조건이 부풀려졌을 가능성도 배제되긴 하나, 부풀려진 경우라도 사후적으로 보면 ELF의 손익 구조가 ELS에 비해 구조적으로 불리한 것은 아니다. 만일 복제의 편차를 흡수하는 능력에서 ELS의 발행자와 ELF 투자(수익)자 사이에 차이가 있고, ELS발행자의 편차 흡수 능력이 더 크다면, 세금효과를 무시하면 ELS가 ELF에 비해 사전적으로 더 유리할 수는 있다.

과세형평성에 대한 더 근본적인 물음은, 왜 주식매매이익은 비과세이어야 하나가 될 것이고, 그에 대한 답은 Haig-Simon의 순자산증가설의 이념에 따라야 한다는 것이겠지만, 그에 대한 논의는 본 연구의 범위를 벗어나 있다³⁵⁾.

VI. 결 론

본 사례연구의 일차적인 목적은 금융 현장에서 금융공학 기법을 사용해 ELS와 관련한 절세형 상품을 개발해 온 방법을 소개하기 위한 것이었다. 경제적 실질을 유지하면서 소득의 형식을 재구성하는 원리는, 조금 단순하게 정태적 복제기법을 쓰든 아니면 약간 복잡하게 동태적 복제기법을 쓰든, 모두 재무적 등가 관계였다. 본 사례연구는 현실 세법을 전제로 그것을 활용하는 측면에 대한 이해를 돕기 위한 것이지만 과세 제도와 관련한 몇 가지 규범적인 시사점을 생각해 볼 수도 있었다. 그것을 정리하여 보면 다음과 같다.

첫째로, 실질과세의 원칙은 경제적 실질을 따져 같은 것은 같게 과세하자는 이념인데, 다양한 복제 방식에서 원본 상품에 대한 복제의 완전성이 어느 정도일 때 복제 상품을 원본 상품과 경제적 실질이 동일한 것으로 간주할 것인가, 그 기준에 대한 문제를 제기할 수 있다. 예컨대, 동태적 방식의 델타 헤징에 의해 ELS의 손익 구조를 복제한 경우에는 소득 형식의 재구성을 부인하고 ELS와 동일하게 배당 소득으로 과세하여야 한다고까지 주장하기는 어려울 것이나, <사례2>에서와 같이 신탁계정이라는 포장을 쓰고 펀드의 설정과 청산 시점에서 약간의 실행 리스크(execution risk)만을 부담하며 복제한 경우에는 실질과세의 원칙을 적용하여 ELS와 같은 과세 취급을 하여야 한다는 주장도 가능할 것이다. 엔화스왑예금의 사례로 비유하자면, 예금자가 약간의 실행 리스크를 부담하고 현선물환 거래와 엔화예금 거래를 각각 다른 은행에서 일으켜서 원화예금 거래를 합성하였다면 그것도 하나의 통합된 거래로 보아 실질과세의 원칙을 적용할 것인가를 따져볼 수 있다³⁶⁾. 이와 같이, 하나의 통합된 거래로 볼 수 있는 거래와 그렇지 않은

35) 과세형평성에 대한 가장 근본적인 물음에 대한 답이 Haig-Simon의 소득개념에 따라야 한다는 점은 윤종규·이창희(2003)에 지적되어 있다. Haig-Simon의 소득개념에 대해서는 이창희(2008)의 제8장 참조.

36) ‘복제 거래의 실재성’과 관련하여 현재 재판이 진행 중인 엔화스왑예금의 거래 성격을 판단할 수 있는 한 가지 논점을 부연하고자 한다(주석5 참조).

정운오·전병욱(2010)은 ‘투자위험의 부담 여부’를 이자소득과 자본이득으로 구분하는 기준으로 제시하고, 엔화스왑예금을 판매한 은행들의 환위험 커버 거래 여부가 고객이 획득한 손익의 과세상 성격을 규명하는 것과 아무런 관계도 없다고 지적한다(정운오·전병욱 2010, 주석68). 이는 은행이 고객에게 지급한 스왑 포인트 자체가 본질상 이자소득이라는 점을 강조한 것이어서 그 자체로 타당하기는 하나, 엔화스왑예금과 직접 연계하여 은행에서 실제로 환위험 커버 거래를 실행하였는가를 파악하는 것은 엔화스왑예금 거래의 경제적 실질을 확연하게 드러내는데 크게 도움이 되는 것도 사실이다.

거래는 이분법적으로 명확하게 구분되지 않고 그 경계선상에 다양한 양상이 존재할 수 있다. 따라서 ‘하나의 통합된 거래’에 해당하는 것으로 판단하는 객관적인 기준이 우선 마련되어야 할 것이나, 어떤 기준을 마련하든, 공격적 세무계획에 수반되는 위험요소의 측면에서 보면, 복제의 불확실성과 실질과세의 원칙이 적용될 위험성은 서로 상반관계를 보일 것으로 생각할 수 있다.

둘째는, 원본 자산과 헤지 자산의 과세취급이 다르면 과세의 불균형으로 헤지의 유효성이 손상되는 문제를 볼 수 있었다. 소득 종류별로 과세를 차별하지 않는 법인세법이 적용되는 경우에는 이러한 문제가 발생하지 않을 수 있지만, 소득 종류에 따라 과세를 차별하는 소득세법이 적용되는 경우에는 설사 세전 기준으로는 완벽하게 헤지가 이루어지더라도 세후 기준으로는 헤지의 유효성이 크게 손상될 수 있다. 이러한 사실은 원본거래와 헤지거래를 하나의 통합된 거래로서 판단할 수 있는 기준이 마련되어야 한다는 점과 경제적으로 유사한 성격의 거래는 같은 기준으로 과세되어야 할 필요가 있음을 보여 준다 하겠다. 헤지로 이미 소득의 발생 가능성을 아예 없앤 거래에 대해서도 과세 가능성을 열어두는 것은 실질과세의 원칙에 어긋난다.

셋째로, ELS와 같은 파생결합상품의 소득 전체에 대해 과세하는 것이 타당한가에 대한 문제이다. 동태적 복제 과정을 보면 ELS의 최종적인 손익 구조가 만들어지는 원리는 주식과 채권에 대한 포지션이고 그 손익의 대부분은 주식매매손익으로 구성된다. 그런데 그것을 현행의 소득세

순수하게 리스크 관리의 원칙에서 보면 은행은 엔화스왑예금과 관련하여 환위험 커버 거래를 하지 않는 것이 정상이다. 왜냐하면 엔화스왑예금의 거래과정에서 은행에는 환위험이 발생할 겨를이 전혀 없었기 때문이다. 리스크를 관리하는 트레이더는 언제나 발생한 ‘거래들의 최종적인 효과’에만 주목한다. 이와 관련해 시장리스크 관리의 표준적 모델이라 할 수 있는 RiskMetrics의 technical document를 인용해 보면 다음과 같다(JP Morgan 1995, p.12) : “(리스크 관리)트레이더는 세부적인 거래항목보다는 각 거래를 통합한 순효과를 파악하고자 한다. 즉 트레이더는 통합된 결과로 나타나는 순포지션의 내용에 주목한다 (The trader is more interested in the net effect of all transactions taken together than in the transaction detail—he looks for a description of his resulting net position).”

가령, 어떤 은행이 우연하게 3명의 고객들과 각각 (1) 엔화현물, (2) 엔화예금, (3) 엔화선물을 동시에 거래한 경우를 생각해 보자. 트레이더는 3개의 거래를 통합하여 하나의 원화예금 포지션(‘his resulting net position’)으로 파악하고 외환시장에서는 아무런 커버 거래를 하지 않는 것이 정상이다. 즉 개별 거래 항목을 합하여 순효과를 계산하면 환위험이 전혀 없는 원화예금거래로 환산되므로 원화예금거래로 인식해 포지션을 관리하면 충분하다.

이와 같이 은행이 리스크 관리상의 (통합하여 순효과로 파악하는) 원칙을 적용하고 있었다면, 하물며 단일한 고객에게서 동시에 발생한 엔화스왑예금 거래를 개별적인 3개의 거래로 나누어 인식하고 각각에 대해 커버 거래를 했을 가능성은 희박하다. 만일 은행에서 환거래가 있었다면 그것은 엔화스왑예금의 포지션 관리와는 상관없는 별개의 포지션 운용거래로 보는 것이 타당하다. 거듭 말하지만, 은행에는 엔화스왑예금과 관련하여 커버할 환위험이 발생한 바가 전혀 없기 때문이다. 실제 관리 내용에 대해서는 확인이 필요하나, 리스크 관리 원칙만을 적용하여 판단한다면, 엔화스왑예금 거래는 일반적인 원화예금 거래를 단지 거래 전표만 3개로 쪼개서 작성한데 불과하고 내부적인 리스크 관리에서도 원화예금거래에 준하여 취급되었을 가능성이 있다. 이와 같이, 엔화스왑예금에서 ‘복제 거래의 실재성’이 없고 엔화자금의 이동이 다만 명목적으로만 이루어졌다면 이는 복제에 필요한 개별적인 거래들을 실제로 실행하여 절세를 추구한 경우와는 차이가 있는 것으로 보아야 할 것이다.

법에서처럼 배당수익이라는 형식으로 포장하여 과세하는 것이 과연 소득과세의 형평에 맞는가 하는 점을 제기할 수 있다. 특히 2008년의 금융 위기에 따른 주식시장의 붕괴 과정에서 ELS의 투자 손실이 급증하면서 ELS의 주식 투자적인 측면이 실제로도 크게 부각된 바 있다.

넷째, 본문에서 언급되지는 않았지만, 사례에서 살펴본 파생결합상품의 손익 구조가 동태적으로 합성되는 과정을 이해하면, 파생상품 거래세 도입의 반대 근거의 하나로서 관계 학계와 업계에서 주장하는 파생결합상품 시장의 붕괴 우려를 이해할 수 있다. ELS 발행자의 헤지 과정을 보면 주식현물이나 주가지수선물에 대한 동태적인 편입비 조절을 통해 손익 구조를 복제하여 상품을 개발한다. 복제 과정에 원재료로 사용되는 파생상품 거래에 거래세를 도입하면 그 만큼 발행자가 제시할 수 있는 최종 상품의 손익 구조와 상품성은 약화될 수밖에 없다. 이로 인해 연간 약 25조원이 발행되는 ELS 시장이 위축되면, 파생상품 거래세 도입으로 부분적으로 늘게 되는 세수효과는 구축되어 없어지거나 오히려 감소할 수 있고 다양한 상품의 개발에 부정적인 영향을 미쳐 금융시장 발전만 저해할 것이라는 주장이다³⁷⁾.

37) 2009년 말 국회 기획재정위원회는 2013년부터 파생상품 거래에 거래세를 부과하는 안을 의결하였고 현재 국회 법제사법위원회에 계류 중에 있다. 2009.12.17일 한국파생상품학회에서 주최한 “파생상품거래세 도입의 문제점과 정책적 과제” 세미나에서 발표자와 참가자들은 ① 파생상품과 연계된 현물시장의 거래위축, ② 해외 파생상품 시장으로의 거래 이탈, ③ ELS 등 관련 상품 및 금융투자업자에 대한 세금 감소 등으로 전체적인 세수 증가도 효과도 없고, ④ 금융시장의 발전 저해와, ⑤ 조세원칙의 손상, ⑥ 국제 추세에 역행한다는 점 등을 들어, 파생상품 거래세 도입에 반대하였다. 최근에 나온 파생상품 거래세 부과에 대한 자세한 검토로는 이영한·강남규(2010)를 참조.

참고문헌

- 구본일 · 엄영호 · 지현준. 2007. “주가연계증권(Equity Linked Securities) 발행가격 결정요인에 대한 실증연구”. 한국재무학회 추계학술대회 발표 논문
- 김동수 · 마영민. 2006. “신탁과 세법”. BFL 17 : 46 - 59
- 김애경 · 문성훈. 2008. “현행 파생결합증권에 대한 개인소득과세의 문제점 및 개선방안”. 조세법연구 14(1) : 136 - 169
- 김형태 · 선정훈. 2003. 「주가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안」. 한국증권연구원
- 남길남. 2005. “주가연계증권의 발행현황 및 성과분석”. 금융리스크리뷰 여름 : 107 - 136
- 노상규 · 임원규. 2008. 「장의파생상품을 활용한 신금융상품 설계」. 구상.
- 노영훈. 2005. 「파생금융상품의 개발을 통한 조세회피와 그 대응방안」. 한국조세연구원.
- 박동규. 2003. “주가연계증권(ELS)의 이익에 대한 과세방법 등”. 삼일총서 2003 - 16 : 33 - 39
- 손영철 · 이종길. 2009. 「집합투자기구와 세제」. 투자금융협회.
- 안중석. 2006. 「ATP(Aggressive Tax Planning) 사례와 대응방안」. 한국조세연구원.
- 오 윤 · 박 훈 · 최원석. 2006. “금융 · 자본소득세제의 중장기 개편방안”. 세무와회계저널. 7(3) : 297 - 333
- 오인환. 2003. “주가연계상품의 회계처리상 문제점”. BFL 1 : 57 - 65
- 오종문 · 김완희. 2009. “주가지수선물 베이스시에 대한 암묵세 효과”. 선물연구 17(4) : 105 - 135
- 윤종규 · 이창희. 2003. “주가연계상품의 세법상 문제점”. BFL 1 : 47 - 55
- 이영한 · 강남규. 2010. “파생금융상품의 과세에 관한 연구 ; 파생상품거래세와 파생결합증권 과세를 중심으로”. 한국세무학회 추계학술대회 및 금융세제개선방안 심포지움 발표 논문
- 이창희. 2008. 「세법강의」. 박영사.
- 정운오 · 김갑순 · 전병욱. 2008. “K증권과 S은행의 공격적 세무계획 ; 과세대상 이자소득을 비과세 파생상품거래이익으로 변경한 사례”. 회계저널 17(4) : 353 - 376
- 정운오 · 전병욱. 2010. “금융소득 과세에 관한 연구 ; 이자소득과 자본이익의 구분을 중심으로”. 조세 학술논문집. 26(2) : 261 - 305
- 진 익 · 김형남 · 한지연. 2007. 「ELS시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점」. 한국금융연구원
- 최기호 · 문성훈. 2007. “금융상품에 내재된 옵션거래에 대한 과세방안”. 조세법관련학회 연합학술대회 발표논문집.
- 한국거래소 시장감리위원회. 2009. 주가연계증권(ELS) 기초주식 감리 백서
- 홍범교 · 김재진 · 김진수 · 전병욱. 2008. 「간접투자세제의 개선방안」. 한국조세연구원.
- Carr, P., K. Ellis, and V. Gupta. 1998. Static Hedging of Exotic Options. *The Journal of Finance* 53(3) : 1165 - 1190.
- Hull, J., 2009. *Options, Futures and Other Derivatives 7th ed.* Prentice Hall.
- J.P. Morgan. 1995. *RiskMetrics™ — Technical Document 3rd ed.*
- Rubinstein, M. and E. Reiner. 1993. Exotic Options. working paper

- Scholes, M., M. Wolfson, M. Erickson, E. Maydew, and T. Shevlin. 2009. *Taxes and Business Strategy : A Planning Approach 4th ed.* Prentice Hall.
- Warren Jr., A. C. 2004. US Income Taxation of New Financial Products. *Journal of Public Economics* 88 : 899 – 923

〈부록〉 주요 주가연계증권(ELS)의 상품 구조

구 분	상품 구조
1. 불스프레드(Bull Spread)형 주가(지수)의 상승이 일정수준까지는 이에 비례하여 일정한 참여율로 수익률이 상승하지만 일정수준을 초과하면 확정수익을 지급	수익률(%) 100 120 최초 기준가격 대비(%)
2. 낙아웃(Knock Out)형 주가(지수) 상승이 일정수준까지는 일정한 참여율(participation rate)로 수익률이 상승하지만 일정수준을 초과하여 상승하면 이후 주가(지수)와 상관없이 비교적 낮은 확정수익률(rebate)을 지급	수익률(%) 리베이트 100 최초 기준가격 대비(%)
3. RC(Reverse Convertible)형 주가(지수)가 기준가격 이하로 하락하지 않으면 확정수익을 지급하지만 기준가격 이하로 하락하는 경우 일정한 비율로 수익률 하락(원금 비보장)	수익률(%) 80 100 최초 기준가격 대비(%)
4. 디지털(Digital)형 만기 시 주가(지수)가 기준가격 이상인 경우의 수익률과 기초자산 가격이 기준가격 미만인 경우의 수익률에 차이가 있는 상품(원금보장)	수익률(%) 85 최초 기준가격 대비(%)
5. 조기상환형(6개월마다 조기상환기회 부여) 조기상환일에 주가(지수)가 기준 주가(지수) 이상(ATM 유럽형 디지털 방식)이면 연 8%의 약정수익을 지급하고 조기상환(①~⑤). 조기상환 되지 않은 경우, 만기(36개월 후) 주가(지수)에 따라 총24%의 수익률로 상환되거나(⑥), 원금만 보장(⑦) 또는 원금손실이 발생(⑧).	수익률(%) 24 20 16 12 8 4 ⑥ 36개월 후 ⑤ 30개월 후 ④ 24개월 후 ③ 18개월 후 ② 12개월 후 ① 6개월 후 80 ⑦ 100 최초 기준가격 대비(%)

자료 : 금융감독원 2010.3.7일 보도자료, “파생결합증권 금융투자대안으로 부각”에서 정리.

A Case Study on Equity-Linked Financial Products with Tax-Saving Effects

Jong-Moon Oh* · Tae-Hwa Yoon** · Wan-Hee Kim***

—〈Abstract〉—

ELF(Equity Linked Fund) is the financial instrument which, by replicating the pay-off structure of ELS(Equity Linked Security) in the investment trust account, grants performance to the investor. ELS and ELF differ in their tax treatment of profit : all profit from ELS is considered dividend and is taxed accordingly. Profit incurred from ELF, on the other hand, is not always considered dividend and thus is taxed according to the specific income source from which it originates. Such a visible difference in taxation encourages ELF managers to replicate ELS in the way that applies the lowest tax rates possible. Consequently, the after-tax return of ELF can be higher than that of ELS.

The financial equivalence can be exercised in order to elicit a desirable income structure, one that provides both the lowest tax payments possible and the equivalent economic consequences. We analyze cases that developed the tax-saving instruments, employing the financial equivalence. Former case studies of this kind have applied static replication methods and the replicated assets have been fixed-return instruments such as synthetic bond and JPY-KRW swap deposit. Our case study, however, employs both static and dynamic replication methods for the sake of analyzing ELF, of which the replicated assets are contingent-return instruments.

The purpose of this case study introduces the various tax saving techniques that exploit the concept of financial engineering with a particular emphasis on a wide spectrum of aggressive tax planning and the trade-off between risk factors caused by that tax planning. This study could serve as a useful case material in a strategic tax planning course for MBA and doctoral students. It also casts useful insights on discussions concerning the improvement of taxation on synthetic instruments and the desirability of transaction tax imposed upon derivative instruments.

〈Key words〉 ELS, ELF, financial equivalence, put-call parity, aggressive tax planning

* Ph.D Student(CPA), School of Business, KyungWon University, First Author

** Professor, School of Business, KyungWon University

*** Professor, School of Business, KyungWon University, Corresponding Author.