

# 주가연계증권(ELS)의 소비자 이해 수준에 관한 사례 연구\*

## A Case Study on Consumer Literacy related to ELS\*

조유현(Cho, Youhyun) · 이영애(Lee, Youngae) · 이성림(Lee, Seonglim)

금융공학의 발달로 금융투자 상품의 종류가 다양해지고 각종 파생 금융상품이 늘어나면서 이와 관련된 소비자의 피해도 급증하고 있다. 파생금융상품은 금융 공학적 차원에서 계산된 복잡한 수익구조를 가지고 개발되고 있으며, 전 세계적으로 비슷한 시기에 비슷한 유형의 상품이 개발되어 유통되고 있기 때문에 상품의 피해 유형도 유사한 경향을 보이고 있다. 우리나라의 경우 증가 조작 사건(2009년)이나 KIKO 사건(2010년) 등 파생금융상품과 관련된 불공정 거래 행위로 소비자에게 피해를 입힌 사례가 수차례 발생한 바 있으며 주가연계증권(ELS : Equity Linked Securities)관련 피해도 빈번히 발생하고 있다.

본 연구는 주가 연계증권 이용 소비자들을 대상으로 투자 상품의 이해수준과 투자 목적, 상품 설명에 대한 기대 수준과 규제 방안 등을 표적집단면접을 통해 살펴봄으로써 소비자의 관점에서 금융소비자 정보제공 개선방안은 무엇인지에 관해 논의하고 현행의 설명제공 의무를 통한 금융소비자정보 제공의 실효성을 판단해 보고자 하였다. 이를 위해 주가연계증권(ELS) 투자경험이 있는 13명을 대상으로 면접을 실시하여 관련 자료를 수집하였다.

연구 결과 소비자들에게 중립적이고 알기 쉬운 정보를 체계적으로 제공하기보다는 가능한 한 소비자들이 주가연계증권(ELS)투자의 위험도를 낮게 평가하여 투자를 유도하는 방향에서 투자설명서의 내용과 순서가 구성되어 있는 것으로 판단되었다. 소비자들은 투자 상품에 대한 설명에서 기대수익률, 손실위험도, 경험적 결과로 인한 손실추정 확률, 수수료 등 소비자가 꼭 알아야할 정보 내용들이 소비자의 눈높이에 맞추어 제공되기를 바라는 것으로 나타났다. 금융소비자에게 제공되어야 할 정보는 단순히 정보의 양만이 아니라 소비자의 눈높이에서 금융소비자들이 정보를 올바르게 이해하고 받아들여 실제로 적용 가능할 수 있도록 정보를 가공하여야 할 것이며, 동시에 금융소비자들의 금융역량을 향상시킬 수 있어야 할 것이다. 이를 위해 상품 및 투자기관에 대한 규제와 의무가 반드시 필요하며 관련법의 제정 및 개정, 감독기관의 역할 강화 노력 등이 요구될 것이다.

본 연구가 현재의 금융소비자정보 제공의 실효성을 평가하고 소비자의 금융이해력(financial literacy)을 증진시킬 수 있는 실질적이고 효과적인 금융상품 정보제공모형을 구성하는데 기초자료로 활용될 수 있기를 바란다.

주제어: 주가연계증권(ELS), 소비자 이해도, 정보제공, 소비자 피해, 표적집단면접법

### 1. 서론

2000년대 들어 금융공학의 발달로 인하여 금융투

자 상품(ELW, ELS, ETF, CDO, EDS, KIKO 등)의 종류가 다양해지고 있다. 각종 파생 금융상품이 늘어나면서 이와 관련된 소비자의 피해도 급증하고 있다. 특히 파생금융상품은 전 세계적으로 비슷

\* 이 논문은 2012년도 (사)미래소비자포럼이 수행한 금융감독원의 금융상품(ELS)에 대한 소비자 정보내용 분석 및 소비자 이해도 평가에 관한 연구보고서의 일부를 포함하고 있습니다.

조유현 / 중앙대학교 사회복지학부 가족복지전공 교수(youhyun@cau.ac.kr), 주저자  
이영애 / 인천대학교 소비자·아동학과 조교수(ae0815@daum.net), 교신저자  
이성림 / 성균관대학교 소비자가족학과 교수(clothilda@skku.edu)

한 시기에 비슷한 유형의 상품이 개발되어 유통되고 있기 때문에 상품의 피해 유형도 유사한 경향을 보이고 있다. 대부분의 관련 상품들이 금융 공학적 차원에서 계산된 복잡한 수익구조를 가지고 개발되고 있으며, 이러한 구조상의 특징으로 관련 상품들이 해외 시장에 소개되면 국내 시장에서도 유사한 상품이 개발되어 판매되는 경우가 많다. 우리나라의 경우 종가 조작 사건(2009년)이나 KIKO 사건(2010년) 등 파생금융상품과 관련된 불공정 거래 행위로 소비자에게 피해를 입힌 사례가 수차례 발생한 바 있으며 추가연계증권(추가연계증권(ELS)) 관련 피해도 빈번히 발생하고 있다(김주영 2012).

추가연계증권(ELS) 투자에 관한 소비자와 운용사 간의 정보의 비대칭성이 존재하고 투자보호 장치가 미흡한 상황에서 소비자의 추가연계증권(ELS) 관련 피해의 발생가능성은 매우 높을 것이다. 특히 시중금리의 하락에 따른 금융상품 투자의 대안으로 지속적인 성장세를 보이고 있는 ELS 투자관련 상품에 대한 소비자의 이해 부족과 불완전 정보제공은 고객의 적정성 관리의 측면이나 투자자 보호의 측면에서 사회적 위험을 야기할 가능성이 매우 높다고 판단된다(이영애, 조유현, 이성림 2013). 이처럼 금융사들의 펀드불완전 판매로 인한 소비자 피해는 급격하게 늘어나고 있으며 이에 대한 소비자들의 불만과 분쟁이 끊이지 않고 있는 것이 현실이다(아시아 경제, 2012).

금감원은 2012년 상반기에 건전한 추가연계증권(ELS) 판매 관행을 정착시키기 위해 13개 증권사 310개 점포를 대상으로 미스터리 쇼핑을 실시한 바 있다. 조사내용은 투자자 정보 및 투자 성향 파악, 상품 설명의무 등 18개 항목이었으며 이에 대한 조사 결과를 발표하였다. 그 결과 추가연계증권(ELS)의 기초자산(99.7), 만기상환(86.3) 및 자동 조기상환(80.6) 등 추가연계증권(ELS)의 기본적인 내

용에 대한 만족도는 상대적으로 양호한 반면, 기준 가격 평가일 및 평가방법(53.9), 시나리오별 투자 수익 설명(60.2) 등 세부적인 내용에 대한 만족도는 상대적으로 미흡하게 나타났다. 특히 추가연계증권(ELS)투자자에게 중요한 영향을 미치는 최대손실가능금액(57.6)에 대한 만족도가 저조한 것으로 나타나 향후 투자자 불만 제기 등 분쟁발생의 소지가 있는 것으로 보여 진다(금감위 보도자료 2012).

금융상품에 대한 정보는 금융기관의 입장에서 보면 상품을 홍보하는 측면에서 제공된다고 보여 진다. 금융상품을 구매하는 소비자의 입장에서 볼 때 이러한 홍보성 금융상품에 관한 정보를 근거로 의사 결정을 행할 경우 거래에 있어서 정보의 비대칭성이 심각하게 존재한다. 실제 추가연계증권(ELS)상품과 같은 고위험 상품의 경우 소비자에게 제공되는 2장 정도로 요약된 핵심설명서와 100페이지 이상의 상품 설명서가 별도로 존재한다. 상품의 특성상 거래의 편익이 금융소비자와 금융기관 중 누가 더 가지느냐가 문제가 되기 때문에 금융기관이 정보나 교섭력에 있어 열위에 있는 금융소비자에게 금융기관의 편익을 줄여주는 정보를 굳이 생산해서 제공할 유인이 없다고 볼 수 있다(최철 2012). 이러한 상황에서 규제당국이 금융소비자에게 특정한 수준이상의 정보를 제공하도록 요구하지 않을 경우 금융기관들은 아무런 정보도 제공하려하지 않을 것이다. 한편 금융소비자 입장에서는 주어진 정보를 가지고 금융상품을 선택할 경우 편익을 누릴 수 있지만 금융소비자가 그 정보를 선택하여 실제 활용하거나 적용 가능한 수준의 정보로 사용하기 위해서는 금융소비자의 적절한 수준의 금융역량이 필요하다.

이러한 논리에 근거할 때 금융기관이 제공하는 정보수준이 증가할수록, 또한 금융소비자의 금융역량이 향상될수록 금융소비자의 금융복리는 증진될 수 있다는 것이다. 그러므로 금융소비자 보호에 관한

법률로 금융소비자의 정보제공에 관한 규제를 마련한 것은 중요한 발전이라고 할 수 있다. 금융소비자 보호법에서 금융규제당국인 금융감독원이 금융소비자 보호를 위해 금융소비자와 금융기관 간의 정보제공 시 금융소비자를 위해 정보제공수준을 높이고 신의 성실의 의무와 철저한 관리를 규정하고 있다. 구체적으로 금융상품의 내용에 대한 불충분한 설명으로 인한 소비자의 피해 및 분쟁 발생을 방지하기 위하여 금융거래상 중요 정보 제공 및 설명 의무가 도입되었고, 그 일환으로 핵심설명서(금융투자), 표준상품설명서(은행), 상품설명서(보험) 제도 등이 시행되고 있다. 그러나 이러한 정보제공 제도는 금융상품에 대한 소비자의 상품 이해력 증진이라는 본래의 취지보다 판매자의 불완전판매를 방지하고자 하는 관점에서 금융상품 판매를 완결하기 위해 필요한 하나의 절차로서 형식적으로 행해진다는 비판이 제기되고 있다.

금융소비자에게 제공되어야 할 정보는 단순히 정보의 양만이 아니라 소비자의 눈높이에서 금융소비자들이 그러한 정보를 올바르게 이해하고 받아들여 실제로 적용 가능할 수 있도록 정보를 가공하여야 할 것이며, 동시에 금융소비자들의 금융역량을 향상시킬 수 있어야 한다. 금리가 낮아지는 은행의 정기예금의 대체상품으로 판매되는 추가연계증권(ELS) 상품의 정보제공이 소비자의 관점에서 적절한 정보 제공이 이루어지고 있을지에 관해서는 의문의 여지가 존재한다. 그러므로 판매자와 소비자 접점에서 이루어지고 있는 추가연계증권(ELS) 정보제공 제도의 실효성을 평가하고 개선점을 도출하기 위하여 판매자 관점이 아닌 소비자 관점에서 금융사가 제공하는 금융상품 설명에 대한 소비자의 이해와 만족 수준을 연구할 필요가 있다.

이러한 측면에서 본 연구는 추가연계증권(ELS) 이용 소비자들을 대상으로 투자 상품의 이해수준과

투자 목적, 상품 설명에 대한 기대수준과 규제 방안 등을 표적집단면접을 통해 살펴봄으로써 소비자의 관점에서 금융소비자 정보제공 개선방안은 무엇인지에 관해 논의하고자 한다. 이러한 논의를 통해 현행의 설명제공 의무를 통한 금융소비자정보 제공의 실효성을 판단해 보고자 한다. 표적집단면접을 통해 정리된 자료는 소비자의 금융이해력(financial literacy)을 증진시킬 수 있는 실질적이고 효과적인 추가연계증권(ELS) 정보 제공모형을 구성하기 위한 기초자료로 활용될 수 있을 것이다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 추가연계증권(ELS)의 정의와 특성

추가연계증권(ELS)이란 증권거래법시행령 제2조의 3에 의하면 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 발행하는 증권이나 증서로서 특정 주권의 가격이나 주가지수 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전(당해 주권·증권 또는 증서의 가치에 상당하는 금전을 말한다)의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서를 일컫는다.

증권은 사업자가 금융시장에서 공공적으로 자금을 조달할 목적으로 발행하는 것으로 채권 혹은 주식의 두 가지 형태로 발행되고 있으며, 증권의 본질이 무엇인가는 증권에 부수되는 발행자와 투자자의 책임과 권리를 규정하기 때문에 매우 중요한 문제로 다루어져야 한다. 김형태(2005)에 따르면 ELS는 채권이나 주식 등의 증권에 주식을 기초자산으로 하는 파생상품(equity derivative)이 내장(embedded)된 구조설계증권의 일종으로서 우리나라에서 추가연계증권(ELS)은 증권거래법상 주식이나 채권과는

별도의 유가증권으로 지정되어 있는 것으로 해석하고 있다. 따라서 지급청구권이란 측면에서는 추가연계증권(ELS)은 채권적 성격을 갖지만, 투자원금의 보장여부를 기준으로 볼 때 원금비보장 추가연계증권(ELS)의 경우는 주식형 유가증권으로 분류할 수 있다고 하여 추가연계증권(ELS)의 성격에 대해 확정적인 결론을 내리지 않았다. 이와 대조적으로 안동현(2012)은 추가연계증권(ELS)을 소매구조화상품의 일종으로서 증권사가 발행하는 무담보 회사채라는 확정적인 해석을 제시하였다. 소매구조화상품이란 자금이 비구분 계리되고 금리지급조건이 구조화되는 것을 특징으로 하며 법률적으로는 발행사인 증권사가 채무자가 되는 회사채(corporate bond)라는 것이다. 자금이 비구분 계리된다는 것은 자산구분계리가 적용되지 않아 발행자금으로 매입한 자산이 특정 목적으로 배정되지 않기 때문에 자금의 용도를 제한할 수 없음을 뜻한다(안동현 2012).

우리나라 금융시장 규율을 담당하는 금융감독원에 따르면 추가연계증권(ELS)은 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동에 연계되어 투자수익이 결정되는 일종의 장외파생금융상품, 즉 한국거래소 이외에서 특정한 거래 상대방간 개별계약에 의해 거래되는 하나의 파생금융상품으로 간주됨으로써 주식이나 채권, 또는 펀드의 범주로 해석되지 않는다. 그동안 추가연계증권(ELS)을 둘러싸고 수많은 분쟁과 투자자문제가 노출되고 제기되었음에도 불구하고 추가연계증권(ELS) 거래에 대한 행정적 규율이 소극적이었던 근거가 근본적으로 여기에 있을 것으로 보인다. 추가연계증권(ELS)을 둘러싼 투자자보호 문제는 추가연계증권(ELS) 발행자와 투자자의 책임과 권한을 상제화함으로써 해결 방안을 찾을 수 있다. 또한 쌍방의 책임과 권한은 자본유통 채널로서 ELS의 본질이 무엇인가에 대한 합의된 인식에 기초하여 현재 자본시장에서 통용되고 있는 규칙들

을 적용함으로써 그 내용을 구축할 수 있을 것이다. 따라서 추가연계증권(ELS)을 단순히 장외파생상품의 하나로 간주하기 보다는 추가연계증권(ELS)이 자본시장에서 갖는 본질적 기능과 부작용을 파악하고 그 성격을 규정짓는 작업은 투자자 보호 장치를 설계하는데 있어서 선행되어야 하는 매우 중요한 작업이라 할 수 있다.

## 2.2 추가연계증권(ELS)의 수익률 구조

추가연계증권(ELS)은 주식이나 주가지수 등 기초자산이 일정한 범위 내에서 움직이면 미리 정해진 수익률을 얻고, 주가가 정해진 범위 이상으로 상승하더라도 미리 정해진 수익을 얻는다. 그러나 기초자산의 가격이 하락하여 범위를 벗어나게 되면 손실을 투자자가 전부 부담하도록 상품의 수익률이 구조화되어 있는데, 이러한 추가연계증권(ELS) 수익률 구조는 크게 Knock-out형, Bull Spread형, Reverse Convertible형, Digital형, Cliquet형, 조기상환형으로 분류될 수 있다(김형태 2005).

Knock-out형은 주가지수가 하락할 경우에는 원금의 일정비율을 보장받고, 주가지수 상승시 일정 수준에 이를 때까지는 주가지수상승률에 비례하여 일정한 참가율(participation rate)을 획득하고 일정 수준을 초과하면 저리의 고정이자를 받는 구조이다. Bull Spread형은 원금이 보장되는 하한(floor)이 존재하고, 일정 수준까지는 주가지수상승률에 비례하여 참가율을 획득하는데 그 이상 구간에서는 수익률에 상한(cap)이 존재한다.

Reverse Convertible형은 주가지수가 상승할 경우에는 고정된 이자를 받으며 하락시에는 원금이 보장되지 않지만 추가적 주식 매입의 기회로 삼을 수 있어서 투자자의 포지션은 풋매각과 유사하다. 디지털 콜옵션형은 주가지수가 상승할 경우에는 상승률

〈표 1〉 ELS 유형별 수익구조

유형	수익구조
knock-Out형	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 만기 전에 미리 정해진 수익률에 만기 전에 한 번이라도 도달하면 만기수익률이 확정됨</li> <li>· 주가지수가 하락할 경우에는 원금의 일정비율을 보장받고, 주가지수 상승 시 일정 수준에 이를 때까지는 주가지수 상승률에 비례하여 일정한 참가율을 획득하고 일정 수준을 초과하면 저리의 고정이자를 받는 구조</li> </ul>
Bull Spread형	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 만기시점 주가지수 상승률에 비례하여 수익률이 결정됨</li> <li>· 원금이 보장되어 하한(floor)이 존재하고, 그 이후 일정 수준까지는 주가지수 상승률에 비례하여 참가율을 획득하고, 그 이상 구간에서는 수익률에 상한(cap)이 존재하는 구조</li> </ul>
Reverse Convertible형	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 미리 정해진 최대하락수익률까지 하락하지 않으면 주가지수가 일정부분 하락해도 약속 수익률 지급</li> <li>· 주가지수가 상승할 경우에는 고정된 높은 이자를 받으며 하락 시에는 주식 매입</li> <li>· 투자자의 포지션은 풋매도와 유사함</li> </ul>
Digital형	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 만기시점에서 미리 정해진 일정부분 이상 상승 시에만 수익률 상승을 향유할 수 있는 형태, 일정 부분 미달 시는 주가지수를 향유할 수 없음</li> <li>· 디지털 콜옵션(풋옵션)은 주가지수가 상승(하락)할 경우에는 상승률과 관계없이 고정된 수익을 획득하고 주가지수가 하락(상승)할 경우에는 원금을 보장받는 구조</li> </ul>
Cliquet형	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 분기마다 기초자산의 가격을 발행가격과 비교하여 해당 기간의 수익률을 결정하고 이를 합산하여 최종수익률을 결정(누적수익형)</li> <li>· 기초자산의 가격이 분기초마다 오르면 분기당 상승폭만큼 수익을 누적하고 하락하면 하락폭만큼 손실을 누적해 총 기간의 누적수익률을 산출</li> </ul>
조기상환형 (Auto Callable형)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 기초자산의 가격이 중간가격결정일에 기준가격 이상이거나 한계가격 이상일 경우 미리 약정된 금액을 조기상환하고 계약을 종결하며, 그렇지 않은 경우 계약 계속 유지</li> <li>· 만기시까지 조기상환되지 않은 경우 기초자산의 만기가격에 따라 미리 정해진 대로 수익금 지급</li> </ul>

자료: 한국금융연구원, 신한금융투자

에 관계없이 고정된 수익을 획득하고 주가지수가 하락할 경우에는 원금을 보장받는 구조이다. Cliquet형은 분기마다 기초자산 가격을 발행가격과 비교하여 해당 기간의 수익율을 결정하고 이를 합산하여 최종수익율을 결정하는데, 기초자산 가격이 분기초마다 오르면 분기당 상승폭만큼 수익을 누적하고 하락하면 하락폭만큼 손실을 누적해 총 기간의 누적수익율을 산출한다. 조기상환형은 기초자산 가격이 중간가격결정일에 기준가격 이상이거나 한계가격 이

상일 경우 미리 약정된 금액을 조기상환하고 계약을 종결하며 그렇지 않은 경우 계약을 유지해야 하는데 만기시까지 조기상환이 되지 않는다면 기초자산의 만기가격에 따라 미리 정해진 대로 수익율이 결정된다.

### 2.3 주가연계증권(ELS) 판매 현황 및 투자자 인식

금융감독원 파생상품 분석팀의 2012년 6월 보도

자료에 따르면 2012년 1분기 중 추가연계증권(ELS) 발행액은 120조원으로 분기 기준 역대 최고치를 갱신했으며, 추가연계증권(ELS) 잔액 역시 32조원으로 역대 최고치를 갱신했던 2011년 초부터 ELS 잔액은 지속적으로 증가하였다. 2012년 1분기에 발행된 추가연계증권(ELS) 중 원금비보장 상품의 비중이 77.3%에 달하고, 기초자산이 주가지수로 이루어진 지수형 ELS가 9.9조원, 개별주식을 포함하는 종목형 추가연계증권(ELS)은 2.1조원 발행되었다.

금융감독원이 2010년 10월 증권사 방문 추가연계증권(ELS) 투자자 1,049명을 대상으로 투자성향, 추가연계증권(ELS) 투자방법 등에 대해 조사한 설문조사 결과를 살펴보면, 투자자의 절반이상(57.2%)이 창구직원의 권유로 추가연계증권(ELS) 투자를 결심하게 되었으며, 이 경우 제시된 수익률이 높은 것이 주요 투자매력으로 작용했다고 응답하고 있다. 추가연계증권(ELS) 투자정보는 주로 증권회사 창구직원(53.7%) 및 상품안내장(brochure, 26.4%) 등을 통해 취득하는 것으로 나타났다. 즉, 투자자의 결정에 필요한 정보취득이 영업직원의 설명이나 광고/상품안내장을 통해 주로 이루어지고 있고(80.1%), 투자에 관한 사항이 비교적 상세히 설명된 증권신고서를 투자자가 정보의 원천으로 이용하는 비중(3.4%)은 매우 낮다. 대다수의 투자자는 추가연계증권(ELS)을 주식에 비해 위험도가 낮은 금융상품으로 인식하고 있으며, 추가연계증권(ELS)의 투자위험이 주식보다 높다고 생각하는 투자자는 15.5%에 지나지 않는 것으로 나타났다. 추가연계증권(ELS) 투자경험이 많은 투자자는 기초자산의 안정성을, 투자경험이 적은 투자자들은 원금비보장여부를 중요한 판단 기준으로 간주한다고 응답하였는데, 이러한 결과로부터 추가연계증권(ELS) 투자자들이 추가연계증권(ELS)을 안전한 자산으로 인식하고 있음을 확인할 수 있다.

추가연계증권(ELS)은 주식이나 주가지수 등 기초자산이 일정한 범위 내에서 움직일 때 약속된 수익률을 얻게 되지만 주가가 크게 하락해 범위를 벗어나게 되면 손실을 투자자가 전부 부담하게 돼 주식 투자와 같은 위험을 안고 있다. 이 경우 손절매 등 손실 방어수단이 사실상 없는 점을 고려하면 오히려 주식투자자보다 더욱 어려운 입장에 놓이게 될 수도 있으나 투자자들은 이에 대해 제대로 인지하고 있는 것 같지 않다.

2012년 금융감독원이 추가연계증권 판매에 대한 '미스터리쇼핑'(암행 감찰)을 실시한 결과에서도 증권사들이 추가연계증권(ELS) 상품을 판매하면서 고객에게 손실 가능성을 제대로 설명하지 않는 것으로 나타났다. 13개 증권사, 310개 점포를 대상으로 투자자 정보 및 투자성향 파악, 상품설명 의무 등 모두 18개 항목을 제대로 시행하고 있는지 조사한 결과 증권사 전체 평균점수는 100점 만점에 76.5점으로 작년에 실시한 펀드상품 암행 감찰 결과보다 8점 정도 낮다고 한다. 90점 이상의 '우수' 등급을 받은 증권사가 한 곳도 없었으며 7개사가 '양호'(80~89점) 등급을 받는데 그쳤다. 항목별로 보다 구체적으로 살펴보면 추가연계증권의 기초자산(99.7점)과 만기상환(86.3점), 투자설명서사용(88.1점) 등 기본적인 내용에 대한 만족도는 비교적 높았지만, 투자 결과에 결정적인 영향을 미치는 시나리오별 투자 수익 설명(60.2점), 최대 손실가능 금액(57.6점), 기준평가가격 결정일 및 평가방법(53.9점) 등 추가연계증권(ELS)의 손실 위험과 직접적으로 연관이 있는 사항에 대해서는 설명이 제대로 이루어지지 않는 문제점이 드러났다.

추가연계증권(ELS) 투자자들이 추가연계증권(ELS)을 안전한 자산으로 간주하는 데에는 광고뿐 아니라 중립적인 소비자 정보원으로 인식되는 언론과 공적 기관도 큰 역할을 했을 것으로 생각된다. 추가연계

증권(ELS)을 다룬 우리나라 주요 일간지 기사 내용을 보면, 주가연계증권(ELS)이 고수익을 기대하면서도 위험을 피하고자 하는 투자자에게 적합한 투자 상품이라는 메시지를 주로 담고 있는 것을 발견할 수 있다. <표 2>에 정리된 우리나라 주요 매체들의 주가연계증권(ELS)에 관한 설명들은 소비자들이 주가연계증권(ELS)이 고수익을 보장하면서 안전한 투자수단이라는 잘못된 오해를 하기에 충분하다는 사실을 반영하고 있다.

이처럼 금융사의 금융교육 홈페이지뿐 아니라 금융감독원이 홈페이지에서 제공하는 주가연계증권(ELS) 정의에서도 “약정된 수익율”을 얻을 수 있는 상품으로 설명되고 있어서 투자자에게 주가연계증권(ELS)이 안정적인 투자 상품이라는 인상을 줄 수 있다.

## 2.4 주가연계증권(ELS)과 관련된 소비자 보호

주가연계증권(ELS)과 관련된 소비자 보호 문제를 다룬 우리나라의 연구는 거의 없는 실정이다. 한국투자자보호 재단의 2012년 투자자보호 세미나에서 발표된 안동현(2012)의 “주가연계증권(ELS) 상품특성과 투자자 보호”에서 관련 논의의 출발점을 찾을 수 있다. 안동현(2012)은 소매구조화상품으로 주가연계증권(ELS)이 가지고 있는 본질적인 특성과 문제점을 제기함으로써 주가연계증권(ELS)에 잠재된 소비자문제를 환기시키고 있는데 그 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 소매구조화상품으로서 주가연계증권(ELS)은 법률적으로 발행사인 증권사를 채무자로 하는 회

<표 2> 주요 매체의 ELS 특성에 관한 설명

출 처	내 용
조선일보 2008년 8월 13일자	“주가가 떨어지더라도 수익을 낼 수 있는 구조의 상품도 있기 때문에 주가가 흔들릴 때 투자자들에게 더욱 매력적으로 보이는 상품”
중앙일보, 2012년 8월 1일	“기본구조는 단순하지만 기초자산의 종류와 가격의 변동범위, 조기상환 조건 등이 추가되면 어렵게 느껴진다. 그렇지만 몇 가지만 미리 알아둔다면 자신에게 맞는 ELS를 어렵지 않게 선택할 수 있다.”
월간조선 2012년 2월호	“ELS는 분명 주식투자를 보다 안전하게 하는 방법입니다. 주가가 하락하더라도 일정수준 이상으로만 하락하지 않는다면 원금보장과 수익을 지급하기 때문에 손실 가능성이 낮습니다.”
동아일보 2012년 6월 18일	“ELS의 가장 큰 장점은 이처럼 예측 가능한 투자를 할 수 있다는 점입니다. 직접 투자를 할 때는 주가가 크게 오르면 큰 수익을 낼 수 있습니다. 하지만 과연 얼마나 오를지 알 수 없을뿐더러 반대로 주가가 떨어져 큰 손실을 볼 수 있다는 두려움도 있죠. 시험 문항으로 하자면 ‘주관식’ 투자에 해당합니다. 반면 ELS는 어떤 상황에서 얼마만큼의 수익이 나는지 정해진 문항을 보고 맘에 드는 상품을 고르는 ‘객관식’ 투자라고 할 수 있습니다.”
금융감독원, www.fss.or.kr	“주가연계증권 투자자는 발행회사가 부도가 나가거나 중도환매를 요구하지 않는 한 발행회사의 운용성과와는 무관하게 주가 또는 주가지수의 움직임에 따라 사전에 약정된 수익률을 얻을 수 있음”
신한금융투자, http://www.shinhaninvest.com	“직접투자(주식등) 보다는 기대할수 있는 수익은 낮지만 은행 예금보다는 높은 수익을 추구하고, 기초상품의 가격이 일정정도 하락해도 수익실현 가능성을 갖춘...”

사채(corporate bond)로서 여타 회사채와 마찬가지로 발행사의 신용위험에 노출된다. 따라서 표면적으로는 원금보장형 상품이라고 해도 실질적으로는 발행사의 신용위험에 노출되기 때문에 원금이 보장되지 않는다. 발행사가 부도가 날 경우 투자자는 무담보채권자로 청산순위에서 상대적으로 후순위에 속해 원금을 보전 받을 가능성이 높지 않다는 것이다.

둘째, 금리산정방식이 추가, 환율, 특정 금리 및 상품가격과 연동되어 있고, 이자가 음의 값을 가질 수 있으며 대부분의 경우 비읍션 조기상환조건이 붙는 등 세부 조건이 복잡하게 구조화되어 있다. 발행사의 추가연계증권(ELS)발행을 통해 유입된 자금은 펀드와는 달리 자산구분계리가 적용되지 않아 자금의 용도를 제한할 수 없는데도 불구하고 대부분의 투자자는 구조화상품을 펀드의 대체재로 인식하므로 불완전 판매의 소지가 있다.

셋째, 지식의 비대칭성 문제로서 개인 투자자의 경우 구조화상품의 가치를 판단할 지식이 충분하지 않아서 추가연계증권(ELS)은 고평가되어 발행될 소지가 높다. 구조화 상품의 내재가치(intrinsic value)를 평가하기 위해서는 복잡한 금융수학 공식을 알아야 하고 공식에 필요한 변동성과 같은 모수(parameter) 값도 파악해야 하나 이를 활용할 고도의 지식을 갖춘(sophisticated) 투자자는 극소수에 불과하다. 또한 구조화 상품의 특성상 같은 기초자산이라도 만기가 다르고 행사가와 배리어 가격 등이 상이할 경우 가격이 천차만별로 변하는 제품차별화(product differentiation)가 심해 상품비교를 통한 가치평가의 실효성도 극히 낮다, 따라서 자산 가치를 고평가하여 투자상품을 시장에 내놓아도 소비자가 알아차리기는 어렵다는 것이다. 안동현(2012)은 Handerson and Pearson(2007)과 Bergstresser(2008)의 연구를 인용하여 우리나라 추가연계증권(ELS) 가치가 고평가되었고 복잡한 상품일수록 고평가의 정

도가 심하다는 결과를 제시하였다. 또한 구조화상품에는 무시할 수 없을 정도의 숨겨지거나 전가된 비용이 있지만 이러한 내용이 투자자에게 투명하게 공개되지 않고 있는데 미국의 법률계는 구조화상품이 발행자가 자금을 대출받으면서 오히려 신용공여자인 투자자에게 비용을 부과하는 이상한 형태의 거래로 명시하고 있다고 한다.

다음은 정보의 비대칭성 문제이다. 기초자산 가격의 향후 방향성과 변동성 추이, 더 나아가 자산 간 상관관계수의 변화에 대해 발행자가 훨씬 우월한 정보를 가지고 있다. 이에 따라 발행시점의 타이밍을 맞추거나 기초자산 및 조건 선택에 있어 자신들에게 유리한 방향으로 결정할 개연성이 크다는 것이다. 실제로 안동현(2012)에서는 추가연계증권(ELS) 상품이 발행된 후 기초자산의 변동성 추이를 고찰한 결과 평균적으로 변동성이 확대되는 현상이 발견되었다. 이 연구에서는 향후주가가 하락할 가능성이 높은 종목이나 지수 자체가 하락할 가능성이 높을 때 증권사들이 집중적으로 역전환사채를 발행함으로써 투자자의 손해 가능성이 커지는 경향이 있는 것으로 나타났다.

마지막으로 조기상환일이나 만기일에 투자자의 부가 발행자에게 이전될 수 있는 부의 이전효과(wealth transfer)가 발생할 수 있다는 것이다. 실제로 몇몇 발행사가 조기상환일이나 만기일에 해당 기초자산인 주식을 집중 매도해 의도적으로 행사가 밑으로 주가를 하락시킴으로써 투자자에게 손실이 발생하였다는 의혹이 제기된 사례가 있다. 발행사의 행위로 기초자산 가격이 투자자에게 불리한 방향으로 움직일 개연성이 있다면 이해상충의 원리에 의해 절대적으로 회피해야 했음에도 불구하고 주가 하락을 유발하는 주식 매도를 실행했다면 분명히 잘못된 행동으로서 소비자의 손실로 자신의 이익을 보전하기 위해 발행사가 의도적으로 주가 하락을 유도했다



는 의심을 피하기 어렵다.

주가연계증권(ELS)은 장외파생상품으로 분류되기 때문에 규제와 감독의 사각지대에 놓여 있는 투자 상품이라고 해도 과언이 아니다. 그러나 상품의 구조가 복잡한 주가연계증권(ELS)과 같은 상품은 불완전 판매의 소지가 극도로 높고, 소매소비자가 악용당하더라도 사후적으로 이를 인지하기 어렵기 때문에(안동현, 2012) 건전한 시장을 유지하기 위해서는 적극적인 감독과 규율이 요구된다.

### III. 연구방법

#### 3.1 조사방법 및 대상

본 연구는 질적 연구방법의 하나인 표적집단면접법을 이용하였다. 질적 연구는 자료를 범주화시키거나 간명하게 서술하기 어려운 측면이 있지만 사회적

실체와 현상을 이해하고 해석하는데 관심을 두고 있다(김두섭 2010). 그러므로 연구 결과를 사회적 맥락 속에서 해석하여 이해하는데 유리하고 자료의 생성방법이 융통적인 장점이 있다. 표적집단 면접법은 면접조사 기법에 근거하여 응답자와의 집중적인 대화를 통하여 적절한 정보를 수집하는 방법인데, 면접자를 일정한 기준에 근거하여 소수의 그룹으로 분류한 후 조사목적에 관련된 토론을 행함으로써 자료를 수집한다(박혜준, 이승연 2009). 이러한 조사는 토론을 통해 비슷한 경험을 공유한 면접자들이 여러 가지 정보를 교환함으로써 양적 연구에서 얻기 힘든 유용한 정보를 얻을 수 있는 것이다.

본 연구의 표적집단 면접은 주가연계증권(ELS) 투자의 경험이 있는 소비자를 대상으로 3인-5인을 그룹으로 하여 질문과 토론을 함께하는 인터뷰를 진행하였다. 투자의 경험이 5년 이상이며 투자의 수익과 손실을 경험한 소비자와 상대적으로 투자 경험이 적은 투자자라 할 수 있는 5년 미만의 투자경험 소비자로 구분하여 면접을 진행하였다. 초기에 본 연

〈표 3〉 조사대상자의 특성

	조사 대상자			직업	연령
투자경험이 많은 소비자	A	이 00	남	개인사업 CEO (사 장)	60대 초반
	B	백 00	남	퇴직 기업임원 (전 무)	60대 초반
	C	남 00	여	현직 기업 CFO (부사장)	50대 후반
	D	Robert Kim(김 00)	남	미국 의사 (재미교포)	60대 초반
	E	김 00	여	주부(의사부인)	40대 후반
투자경험이 낮은 소비자	F	이 00	여	교수	40대 후반
	G	조 00	여	교수	40대 후반
	H	전 00	남	대기업 부장	40대 중반
	I	박 00	여	가정주부	60대 중반
	J	이 00	남	기자	30대 후반
전문투자경험을 가진 투자자, 금융기관종사자	K	전 00	남	투자 전문가	50대 중반
	L	김 00	여	은행 부지점장	40대 중반
	M	박 00	남	은행 지점장	40대 후반

구의 취지를 알리고 면접에 응해줄 것을 부탁한 후 연구자와 면접자 그룹이 자연스럽게 정보를 공유할 수 있도록 하고 사전에 녹취 사실을 알린 후 서로의 의견을 공유하도록 하였다. 면접 자료를 정리하면서 부족한 내용은 메신저를 이용한 채팅을 통해 의견을 보완하였다. 면접 기법의 특성 상, 구조화된 질문 자체에 의존하기 보다는 몇 가지의 질문을 포커스 그룹에 질의하고 자유로운 응답을 유도하였으며 그 중 가치 있는 내용을 추출하여 추가 질문을 하고 응답을 유도하는 형태로 진행하여 면접자 스스로 충분히 의견을 표출하도록 하였다.

본 연구의 조사 면접은 2012년 10월 10일에서

10월 20일 사이에 진행되었고 면접 자료를 정리하면서 부족한 내용을 면접 후 1주일 내에 메신저나 채팅, 전화로 보완 하였다. 면접 장소는 동국대학교 학림관 514호실과 장충동 소재 서울 클럽이었다. 그 후 논문 진행상황에서 면접 대상자를 보완하기 위하여 주가연계증권(ELS) 투자 경험이 많은 주부 1명과 은행지점장 1 명을 추가하여 2013년 10월 20일부터 11월 4일 사이에 추가로 면접을 실시하였다. 면접참가자들의 성별은 남성 7명, 여성 6명이었으며, 연령은 30대에서 60대까지 분포되어 있으나 40대와 60대가 각각 6명, 4명으로 주축을 이루고 있었다.

〈표 4〉 주가연계증권(ELS) 투자 실태 및 금융상품 정보제공을 위한 표적집단면접 조사내용

<b>1. 주가연계증권(ELS) 투자 경험과 가입경로 및 투자현황에 관한 질문</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자에 가입하게 된 경로</li> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자 경험과 규모</li> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자 기간과 해당 기간 수익률 현황</li> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자 방식과 방법</li> </ul>
<b>2. 투자를 하게 된 이유, 동기 및 목적에 관한 질문</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자 이유와 동기</li> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자를 통해 기대하는 것</li> <li>• 주가연계증권(ELS) 투자를 통해 귀하의 투자 목적을 달성할 수 있을 것인지의 여부와 이유</li> </ul>
<b>3. 투자 상품의 이해도와 상품 설명에 대한 기대 수준</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가입 시 담당자의 설명이 충분하였는지의 여부와 확인정도</li> <li>• 본인이 투자 상품을 충분히 이해하였다고 생각하는지 여부와 이유</li> <li>• 투자 상품에 대한 증권회사 담당자의 바람직한 설명 방법</li> <li>• 본인이 이 상품을 제3자에게 다시 설명한다면 제대로 설명할 수 있을지의 여부와 이유</li> </ul>
<b>4. 증권사의 규제와 의무에 관한 질문</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 증권사가 소비자에게 중립적인 정보를 제공할 수 있을지의 여부와 그 이유</li> <li>• 소비자 보호를 위한 증권사의 규제와 의무 수준</li> <li>• 규제와 의무에 관한 적절한 대안</li> </ul>
<b>5. 투자설명서의 구성과 활용에 관한 질문</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 투자설명서에 포함되기 원하는 사항</li> <li>• 소비자의 투자설명서 활용을 위한 개선점</li> <li>• 투자설명서에서 이해하기 어려운 사항과 개선 방향</li> </ul>
<b>6. 기타 조건</b>

### 3.2 조사내용

본 연구는 금융상품 가입자를 대상으로 금융사가 소비자에게 금융상품 가입을 권유하기 위해 실질적으로 제시하는 금융상품안내서와 금융사의 설명의무 실행을 담보하기 위해 소비자에게 제공되는 핵심설명서 등을 바탕으로 소비자관점에서 요구되는 정보의 내용과 모범적인 소비자 정보제공방법이 어떤 것인가를 구체적으로 파악하기 위해 노력하였다.

본 연구의 주가연계증권(ELS) 투자 실태 및 금융상품 정보제공을 위한 표적집단면접 조사내용은 주가연계증권(ELS) 투자 경험과 가입경로 및 투자현황에 관한 질문, 투자를 하게 된 이유, 동기 및 목적에 관한 질문, 투자 상품의 이해도와 상품 설명에 대한 기대 수준, 증권사의 규제와 의무에 관한 질문, 투자설명서의 구성과 활용에 관한 질문 등이며 그 구체적인 내용은 <표 4>에 정리되어 있다.

## IV. 연구결과 및 논의

### 4.1 주가연계증권(ELS) 투자 경험, 가입경로 및 현황

투자경험에 대한 질문에 5년 이상 투자를 한 경험자들의 대부분은 주가연계증권(ELS) 투자를 시작한 시기가 2002년경이며, 이후 10여 년간 투자해 왔다고 대답하였다.

“나는 사업을 하니까 돈 관리를 맡기는 금융사들이 좀 있죠. 대부분의 경우 개인자산도 있고 또 회사의 여유자산도 있기 때문에 PB들을 통해 그들이 권유하는 주가연계증권(ELS)을 처음으로 접하게 되었죠. 부동산을 팔아서 4-5억 정도 주가연계증권(ELS) 펀드에 가입했었는데,

데, 조기상환해서 수익률이 10%이상 되었던 적도 있었고 그렇지 않은 경우도 있었지만 대체로 괜찮았던 것 같아요(CEO 이 00).”

“2000년 초 퇴직을 하고 회사 퇴직금을 받았을 때 저의 투자 포트폴리오는 부동산, 금융자산, 그리고 골프 회원권 등이었는데, 그 중에 일부 여유자금을 관리하는 과정에서 친구로부터 증권사 팀장을 소개 받았죠. 그 팀장의 설명과 권유로 주가연계증권(ELS) 상품을 접하게 되었지만 주가연계증권(ELS)에 직접적으로 투자하게 된 이유는 담당자의 권유만은 아니었던 것 같아요. 내 나름대로 공부도 하고 적절한 판단도 하였던 것 같아요. 주가연계증권(ELS) 투자는 증권사 다니는 친구의 권유로 시작했었는데 수익률이 좋았던 적도 있었어요. 10%, 12%이상의 수익을 낸 적도 있었어요. 투자금액은 일몰적이지는 않았지만 3-4억 정도씩 하였는데 그렇게 수익을 낸 자금을 골프회원권을 샀다가 요즘 손해를 좀 보았어요. 그러나 금융위기 때는 주가연계증권(ELS) 펀드가 수익률이 떨어져 손실을 본 적도 있었죠(퇴직임원, 백 00).”

“자산관리 방법에 있어 나는 좀 보수적인 방법을 택하고 있어요. 부동산도 일부 소유하고 있고, 전에는 주가연계증권(ELS) 펀드도 일부 들었었고 수익률이 높았을 때 이익실현을 했는데 요즘은 주가연계증권(ELS) 펀드 투자는 하지 않고 있어요. 최근에는 연금이나 보험 등에 좀 더 집중해서 가입하고 있어요. 내 나이도 있고 하기 때문에 언제 퇴직할지 모르고 자녀들에게 일부 상속을 할 경우 보험의 방법이 좀 더 수월한 측면이 있는 것 같아요(CFO 남 00).”

“주가연계증권(ELS)에 가입하게 된 경로는 거래은행 PB의 권유였어요. 남편이 의사인 관계로 여유자금이 조금 있고 주가연계증권(ELS) 투자의 경우 3년을 목표로 투자를 할 경우에도 목표지수에 도달하면 6개월이나 1년 만이라도 조기 상환이 가능하다는 측면이 매력적이었어요. 처음에 저는 1억 정도의 규모로 원금비보장형 주가연계증권(ELS)에 가입을 하였는데 차츰 규모를 확대하여 3억 정도를 투자하기도 하였어요(주부 김 00).”

투자경험이 많은 소비자들의 면접결과, 투자자들

의 대부분은 증권사나 은행의 고위 간부로부터 투자를 권유받았거나 고소득자를 대상으로 하는 부장급 이상의 금융전문가인 PB로부터 투자를 권유받은 것으로 나타났다. 이들은 대부분 추가연계증권(ELS) 도입초기에 추가연계증권(ELS)에 가입하였으며 상당한 수익을 본 경험도 가지고 있었다. 반면에 최근 5년 이내에 투자하고 투자기간 중 금융위기를 경험했던 상대적으로 투자기간이 짧았던 소비자들의 경우 투자경험이 많은 소비자들과는 다른 상이한 투자 경험을 가지고 있었다.

“제가 투자했던 시기는 2007년경인데, 그 때 한창 추가연계증권(ELS) 펀드 수익률이 좋다고 대중매체나 신문 등에서 수차례 기사화가 되었던 시기였던 것 같아요. 당시 부동산이 너무 올라 투자하기가 어려웠기 때문에 증권투자를 고려하고 증권사에 찾아가서 상담을 하게 되었죠. 그 때 창구에서 상담을 했던 증권사 직원이 추가연계증권(ELS) 펀드 가입을 권유하면서 비교적 간단한 설명을 하였고 주식투자를 직접 하기는 시간관계상 어려웠던 저로서는 증권사 직원의 말을 듣고 추가연계증권(ELS) 펀드에 가입하게 되었어요. 두 장짜리 핵심설명서를 주어서 읽어 보니까 큰 무리가 없을 거라고 생각했고 증권사 직원이 너무 확신 있게 추가 전망에 대해 이야기해서 가입을 하게 되었죠. 그런데 처음 6개월이 되어서 약간의 손실이 발생해 방문해서 물어보니까 좀 기다리라고 하더라고요. 그래서 좀 기다렸죠. 또 제가 바쁘기도 하고 해서 그냥 두고 있다가 어느 날 다시 방문해 보니까 무려 원금의 60%가까이 손실이 발생한 거예요. 깜작 놀랐죠. 그 시점에서야 상세 설명서를 요구하여 자세히 읽어 보니 이 상품이 고위험 상품이었다고요. 제가 투자했던 금액은 3-4천만 원이었지만 사실 월급을 받아서 몇 년간 절약하며 꼬박 모은 돈이었거든요. 그래서 더 아깝고 황당한 생각이 들었던 거예요. 주식투자라도 해서 수익률이 났다가 추가연계증권(ELS) 펀드에 가입한 것이라면 원금개념이 좀 다를 수도 있겠지만 꼬박꼬박 받은 월급을 절약해서 몇 년간 모은 돈을 조금이라도 더 불러 보려고 넣었다가 원금손실이 이처럼 많이 나니까 정말 화가 나더라고요(교수 이 00).”

“저도 좀 황당했어요. 지금도 상환을 못하고 있는 상황인데요. 몇 년 전 부터 예금 수익률이 너무 낮으니까 정기예금을 들더라도 이자에 또 이자 소득세 까지 빼면 정말 저축하는 의미가 없는 것 같았어요. 추가연계증권(ELS)은 정기예금보다는 좀 높게 나온다고들 하시는 주변 분들의 이야기도 있었고 추가연계증권(ELS)에 관한 문자나 이메일도 자주 받고 해서 관심을 가지고 증권사를 방문하게 되었어요. 추가연계증권(ELS) 투자는 2011년 4월에 처음으로 하게 되었는데 해당 투자기관에 적립식 펀드를 가입해서 한 5년 정도 되었던 시점이었죠. 그 적립식 펀드의 수익률은 괜찮았습니다. 저는 원금보장형 추가연계증권(ELS)에 가입하려고 증권사를 방문했는데 증권사를 방문하니 창구 직원이 담당 직원이라는 분과 상의를 한 번 해보라고 하였어요. 그래서 그 직원의 권유로 제가 가져간 3,000만원의 반 정도는 원금보장형 추가연계증권(ELS)에 가입하고 반 정도는 원금 비보장형 ELS에 가입을 하게 되었어요. 제가 가입한 원금 비보장형 추가연계증권(ELS)은 코스피 200지수와 항생지수를 매칭해서 가입시점을 기준으로 지수를 평가해서 상환시기와 상환률을 결정하는 프로그램인 것 같았어요. 가입을 권유했던 직원은 매우 안정적인 것 같이 설명하였어요. 가입 후 일정 시점이 지나 제가 이해한 내용을 바탕으로 신문을 보고 이제는 조기상환이 되겠구나 싶어 문의하면 아직 설정 조건이 달성이 되지 않아서 상환이 안 된다고 하더군요. 저도 경제학을 공부한 사람이지만 이 설명은 이해하기도 어렵고 소비자에게 정확한 정보를 제대로 전달해 주지 못한다는 생각이 들었어요(교수 조 00).”

투자경험이 많지 않은 소비자들의 대부분은 증권사의 PB나 임원들과 같은 전문가가 아닌 창구의 직원이나 대리급 직원들과의 상담을 통해 추가연계증권(ELS)의 가입을 권유받고 투자하는 것으로 나타났다. 특히 이들은 PB나 임원급 직원의 서비스를 통해 포트폴리오를 구성하여 위험을 분산시킬 수 있는 고액 투자자들의 경우와는 여러 가지 측면에서 차이점이 있었으며, 그 결과 소액으로 추가연계증권(ELS) 상품에 투자하는 것은 상대적으로 고위험에

치할 수 있을 것으로 생각되었다.

#### 4.2 투자의 이유, 동기 및 목적

투자경험이 많은 소비자나 경험이 적은 소비자 모두 재산증식이 기본적인 목표이기는 하지만 경험이 많은 소비자들의 경우에 가계 경제에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 자산이 아닌 여유자금의 운용이라는 점에서 그들이 감수해야 하는 위험도는 상대적으로 낮은 것으로 보여 진다.

“나야 뭐 여유자금으로 주가연계증권(ELS)에 가입하니깐 그렇게 위험하게 생각되지는 않은 편이에요. 일단 주가연계증권(ELS) 상황이 안 좋을 때는 나의 계좌를 담당하는 관리자가 연락을 주고 이제쯤 주가연계증권(ELS) 펀드를 빼고 기다리는 편이 좋을 것 같다고 하면서 나름대로 신문이나 주변 투자를 하는 분들과 대화를 통해 판단을 하고 펀드를 환매하죠. 그 동안 이런 방법으로 해서 크게 무리 없이 투자를 했기 때문에 수익률이 높고 낮은 경우도 있었지만 크게 손해를 본 경우가 많지는 않았던 것 같아요(투자전문가 전 00).”

“미성년 자녀에게 증여세를 내지 않고 상속할 수 있는 금액은 자녀 1인당 1,500만원입니다. 증권사들은 이러한 측면을 이용하여 마치 증권사의 상품에 투자하면 더 많은 자산을 자녀에게 세금 없이 증여해 줄 수 있는 것처럼 광고해요. 시중은행의 금리가 너무 낮은 현실에서 증권사의 담당자가 안전하다고 설명하는 주가연계증권(ELS) 상품을 자녀의 명의로 가입하는 것은 증여를 위한 확실한 대안이라 생각되어 투자를 하게 되었죠. 저는 미성년 자녀의 명의로 증여세를 내지 않고 상속할 수 있는 금액인 자녀 1인당 1,500만원씩을 2011년 4월에 투자하여 현재에 이르고 있는데 수익을 전혀 내지 못하고 있고요. 처음에 원금보장형 주가연계증권(ELS)에 가입하려고 지점을 방문하였으나 해당 직원이 원금보장형과 원금비보장형에 반반 정도 투자하는 것이 자녀에게 증여할 수 있는 더 효율적인 방법인 것 같다는 제안을 하였고 그 제안을 따르게 되었습니다. 그러나 지금으로서는 수익이 전혀 발생하지 않았고 원금 손실의 가능성도 배제할 수

없는 상황이라 머리가 아프네요(교수 조 00).”

“은행의 정기적금 및 정기예금 금리가 물가상승률에도 미치지 못하는 수준에 머물면서 소액이라도 돈을 가지고 있는 것이 이익이 되지 않는 상황이 빈번히 발생하고 있어요. 막상 은행 창구에 가서 새로운 예금이나 적금에 가입하려고 상담을 하면 처음에는 안전한 정기예금 및 적금에 관하여 설명하지만 이자가 너무 낮다는 이유로 대개의 경우 위험성이 높은 주가연계증권(ELS) 상품을 추천하는 경우가 많아요. 소비자의 입장에서 이처럼 큰 위험에도 불구하고 주가연계증권(ELS) 상품을 더 많이 이용하게 되는 원인은 관련 상품들에 관한 소비자들의 체감 위험도가 실제 위험도보다 더 낮게 평가되고 있는 것 같아요(가정주부 박 00).”

“주가연계증권(ELS)에 투자를 하게 된 가장 중요한 이유는 제가 비교적 신뢰하고 있는 은행 담당자의 권유와 높은 수익률 때문이었어요. 무엇보다도 주가연계증권(ELS) 투자를 통해 고수익을 기대하면서 주식연계상품이기 때문에 요즘처럼 주가가 오르는 상황에서는 큰 위험 없이 저의 투자목적을 달성할 수 있을 것이라 생각했어요(주부 김 00).”

이처럼 주가연계증권(ELS)에 투자를 하는 대부분의 소비자들은 안전하면서도 정기 예금이나 적금에 비해 수익률이 더 높은 금융 상품의 하나로 주가연계증권(ELS)에 투자를 하는 것으로 보여 진다. 그러나 주가연계증권(ELS) 상품에 관해 체계적인 이해를 하지 못하고 주가연계증권(ELS)에 투자하는 소비자들은 안전하면서도 수익률이 높은 금융상품이 기본적으로 존재하기 어렵다는 사실을 간과하게 되는 것 같다. 특히 소액으로 주가연계증권(ELS)에 투자하는 소비자들은 투자 담당자들의 설명과 광고 등으로 주가연계증권(ELS)에 관한 실제 위험도를 과소평가하는 경향이 있으며 그러한 투자 행동의 결과로 가계 경제의 안전성이 위협받기도 한다. 체계적인 포트폴리오를 구성하기 어려운 소액 투자자들이 별 위험을 느끼지 않고 주가연계증권(ELS)에 투

자하는 이유는 한 투자증권회사에서 개인투자자에게 보낸 문자 메시지를 통해서도 잘 알 수 있을 것이다.

“왜 주가연계증권(ELS)일까요? 변동성 장에서 손실 위험은 낮추고 상승장에서 안정적인 수익을 추구!!”

이러한 메시지가 대다수의 소비자들이 주가연계증권(ELS) 상품에 가입하게 되는 공통적인 이유가 될 수도 있을 것 같다.

#### 4.3 투자 상품의 이해도와 상품 설명에 대한 기대수준

“투자 상품에 대한 이해는 주가연계증권(ELS) 펀드를 여러 번 가입했다가 목표 수익률을 달성하고 환매 했던 경험이 있기 때문에 나와 거래하는 증권사 부장의 추천을 신뢰 하는 편이죠. 물론 무조건 믿기보다는 신문이나 기타 정보 등을 통해 나름대로 공부도 하고 여러 채널로 정보도 듣고 하니까 제가 습득한 감각과 판단력을 가지고 주가연계증권(ELS) 펀드 상품의 구매여부를 결정하는 편입니다. 여러 번 투자를 해왔기 때문에 특별히 이해를 못한다고는 생각을 해 본 적은 없고요. 증권사 임원들의 설명에 불만족 하였던 적은 별로 없는 것 같아요. 다만 구매 시기를 결정하는 것이 매우 중요하죠. 그리고 목표 수익률이 달성되면 자동으로 해지 되니까요 (교포 김 00).”

“주가연계증권(ELS)에 가입할 때 저는 상품에 대해 정확히 이해하였고 직원의 설명도 적절하였다고 생각해요. 그래서 제3자에게 주가연계증권(ELS)에 대해 설명하려고 하여도 어느 정도 설명이 가능할 것 같아요. 그러나 투자 상품에 대해 증권회사 담당자가 소비자에게 설명을 할 경우 가능하면 쉬운 용어로 소비자가 이해하기 쉽게 설명할 수 있다면 더욱 좋겠죠(주부 김 00).”

“저도 주가연계증권(ELS) 펀드 때문에 손해를 본 경우는 별로 없었고 다만 지난번 LIG채권을 거래하는 증권사 부장이 권유해서 매입을 했는데 이게 사고가 났던 거죠. 그 채권문제 때문에 소비자단체에 가서 상담도 하고, 변호사들과도 상담을 했었는데 그런 일을 당한 이후에야

비로소 투자설명서의 내역을 자세히 읽어 보게 되었죠. 핵심설명서에 있는 내용도 그렇지만 투자설명서의 경우 100페이지도 넘고 또 설명서가 일반 소비자는 물론 투자자의 경우도 결코 이해하기 쉬운 내용은 아니더군요. 당시 증권사 부장의 권유로 구두로 설명한 내용만 믿고 투자설명서는 읽지도 않고 관행적으로 구매했었는데 사건이 터지자 책임소재가 불분명해서요. 결국 투자 설명서를 읽다 보니까 소비자에게 불리한 부분도 많은 것 같고요. 이제 변호사들과의 수차례에 걸친 상담 끝에 확인한 사실은 상담내용이 녹취가 되어 있어야겠다는 점이에요(퇴직임원, 백 00).”

“사실 투자 상품에 대한 설명에서 기대수익률, 어떤 경우에 최대 손실이 날 수 있는지 등을 포함한 손실위험도, 경험적 결과로 인한 손실추정확률, 수수료 등 소비자가 꼭 알아야할 내용들을 중심으로 설명해주시기를 바라지요. 그러나 실제로는 기대수익률을 너무 낙관적으로 추정하거나 수익사례, 손실사례 등에 대해 깊이 인지할 수 있도록 하기보다는 통과의례의 과정정도로 대수롭지 않게 설명을 하기 때문에 소비자 입장에서는 판단하기 어렵고 은행이나 증권사 직원의 말을 믿고 투자하는 경우가 많죠(대기업 부장 전 00).”

“저는 2007년 7월 메리츠 증권 직원으로부터 메리츠 주가연계 2회 주가연계증권(ELS)을 소개받고 원금 3000만원을 가입하였습니다. 그로부터 2년이 지난 2009년 7월 6일 만기상환일이 도래하여 만기지급률인 원금의 약 52.31%를 지급받았습니다. 만기 상환 조건은 7월 6일 현재 평가주가가 POSCO 431000원, KB 금융 45200원이며 하락률이 높은 기초자산(KB 금융 45200)을 기준으로 계산하여  $[45200/86400=0.523148...]$ 이라고 나와 있었습니다(교수 이 00).”

“저는 은행에서 주가연계증권(ELS)을 구입했는데 은행에 대해서 보통 소비자들이 생각하는 것처럼 위험상품을 판다고 느끼지 않았고 은행에서 추천하는 상품은 증권사 상품보다 수익성은 떨어지더라도 안전성은 있을 거라고 생각했어요. 적금을 찾게 되었는데 몇 천 만원을 가지고 뭐 특별히 할 것도 없고 은행에 정기예금 금리가 너무 낮아서 은행직원이 권하는 상품에 대해 대강 설명을 듣고 투자했는데 이렇게 원금을 50%이상 까먹게 될 줄은 몰랐죠. 주가연계증권(ELS)에 관한 설명도 은행원들이 신

중하게 하기 보다는 정기예금보다 금리가 좀 더 높은 대신 위험도가 약간은 더 있다는 식으로 설명을 해서 그렇게 이해했죠. 주가연계증권(ELS)을 중간수준의 위험, 중간 수준의 수익 이라고 설명을 했는데 나중에 보니 제게는 고위험에 해당한다는 생각이 들어요. 은행원이 정기예금 비슷한 개념으로 설명했기 때문에 주가지수의 변화에 따른다고 했지만 손실이 그렇게 많이 날 확률은 거의 없는 것처럼 이야기해서 그런 줄 알았죠. 물론 사인은 했지만 제가 그 내용을 모두 알고 사인했다고 생각되진 않고요. 사인을 안 하면 그 상품을 구매할 수 없니까 사인을 했죠. 판매기간 마감이 임박했다고 해서 빨리 구매를 해야 한다고 생각했어요(가정주부 박 00).”

“담당자가 소비자에게 투자 상품에 대하여 알기 쉽고 간결하게 설명해주기를 기대합니다만 상품의 특성상 주가연계증권(ELS)과 같은 상품을 그렇게 설명하는 것이 용이하지는 않을 것입니다. 그래도 원금손실 가능성은 거의 없고 당연히 조기 상환될 것이며 조기 상환에 연계 되는 수익률을 설명하고 손실 가능성에 대해서는 언급하지 않는 식의 과장되고 편파적인 설명은 곤란하다고 생각해요. 저도 지금 생각하면 왜 그런 말을 믿게 되었는지 후회가 되기도 해요. 사실 주가연계증권(ELS)에 가입한 지 18개월 이상의 시간이 지났지만 지금도 제가 가입한 ELS의 성격이나 특성을 정확히 이해하지 못하고 있는 것 같습니다. 그러니깐 제3자에게 이러한 상품을 정확하게 설명한다는 것은 매우 어렵다고 생각해요(교수 조 00).”

“금융기관 종사자의 입장에서 투자경험이 많지 않은 소비자들에게 주가연계증권(ELS)의 가입을 추천하거나 권유할 때 소비자들에게 상품의 성격과 특성을 충분히 이해할 수 있도록 설명하는 것이 결코 쉬운 일은 아닌 것 같습니다. 소비자들의 눈높이도 개인마다 차이가 있고 이해수준이나 역량도 틀려서 저로서는 최선을 다해 관련 상품에 관해 설명하려고 노력하지만 소비자들이 잘못 이해할 수 있는 소지는 언제나 존재할 수 있을 것 같습니다(지점장 박 00).”

이처럼 주가연계증권(ELS) 상품에 투자하고 있는 소비자들은, 포트폴리오를 구성한 체계적인 자산

관리의 일부분으로 주가연계증권(ELS) 상품에 투자하고 있는 경우를 제외하고는, 투자 상품에 대한 이해 수준이 낮고 그들이 기대하는 최소 수준의 설명을 제공받기 어려운 상황에 직면할 수 있을 것으로 생각된다. 원론적으로 증권사나 은행의 담당 직원은 투자자들에게 합리적인 정보를 제공하고 투자자가 스스로 판단하여 투자여부를 결정할 수 있도록 하는 것으로 되어있다. 그러나 소비자의 입장에서 실제로 담당자가 중립적이고 합리적인 설명을 해 줄 수 있을 것으로 기대하지는 못할 것이다. 왜냐하면 기본적으로 고객을 유치하는 것이 담당자나 해당 부서의 실적과 연관될 것이고 금융기관이 가지게 되는 판매 수수료의 경우도 위험이 높은 상품이 더 많을 것이기 때문이다.

#### 4.4 소비자의 눈높이에 맞춘 정보제공을 위한 규제와 의무

“원칙적으로는 투자자의 성향을 분석하여 투자자가 적절한 투자성향을 가지고 있을 경우에만 주가연계증권(ELS)과 같이 위험도가 높은 상품에 가입할 수 있도록 규정하고 있지만 실제 창구직원들은 투자자의 투자성향이 특정 상품을 가입하기에 부적절한 것으로 결과가 나오면 설문 결과를 변경하여서라도 상품가입을 권유하고 있는 실정이죠. 소비자가 가입을 원하도록 하고 그다음에 투자성향설문지를 하면서 기준에 맞도록 설문지에 체크 하라고 지도까지 해주는 실정이예요(교수 조 00).”

“저는 만기 시점에서 KB 금융 주가만으로 만기상환금을 평가한다는 사실을 알고 당황했습니다. 투자결정을 할 때에는 만기상환금은 두 종목의 성과에 기초해서 상환금이 정해질 것으로 기대했습니다. 그래서 당시에 받았던 펀드 설명서를 살펴보니 두 개의 펀드 설명서의 내용이 다소 다르다는 것을 발견했습니다. 당시 이 펀드에 관한 설명은 흰색 A4 용지 1장으로 요약된 설명서로 되어 있었습니다. 설명을 마치고 설명 확인 서명을 요청할 때에는 새로 2장의 노란색 핵심설명서를 꺼내어 그 내용

이 이미 설명한 내용과 동일하다고 하고 확인 진술을 자필로 적도록 하였습니다.

흰색 종이의 설명서에 나온 만기상환조건과 노란색 종이의 만기 상환조건 내용이 다릅니다. 직원이 밑줄을 그으며 설명했던 흰색 종이에는 그러한 사항이 명기되지 않았고, 사인을 요구할 때 새로 꺼냈던 노란색 핵심설명서에만 그 내용이 나와 있습니다. 흰색 종이 펀드설명서의 만기 상환 조건 내용에 비추어 보면 아마도 거의 모든 사람이 두 가지 기초자산 주가에 근거하여 상환금이 정해질 것이라는 기대를 할 것입니다. 이는 상식적인 기대로 이러한 상식에 맞지 않는 부분은 반드시 설명했어야 마땅합니다. 직원의 펀드 설명 당시 원금손실 가능성은 거의 없고 당연히 조기 상환될 것이며 조기 상환에 연계되는 수익률만 설명했고 손실 가능성에 대해서는 언급하지 않았기 때문에 만기상환 조건은 전혀 언급하지 않았습니다.

흰색설명서의 설명 내용을 듣고 읽어 본 후 투자를 한다고 의사표시를 하고 난 후 노란색 설명서를 꺼내어 마지막 부분을 짚으며 설명 확인 진술을 적도록 했습니다. 노란색 설명서를 꺼내어 확인 진술을 적도록 요청할 때 여기 내용은 방금 본 것과 동일한 내용이고 중요한 사항은 본인이 모두 설명하였다고 했습니다. 공교롭게도 노란색 종이는 흰색 종이의 글씨보다 폰트 사이즈가 2배 정도 크기 때문에 동일한 내용일 것이라는 인상을 주었고 직원의 말을 그대로 믿고 가이드에 따라 노란색 설명서에 설명 확인 진술을 하였습니다. 그 당시 직원의 펀드 설명이 틀리다거나 뭔가 중요한 사실을 누락했다는 의심을 품기는 어려운 정황이었으며, 개인 간에 은밀히 이루어진 거래가 아니고 금융시장에서 대형 증권사에 의해 판매되는 펀드이기 때문에 기본적인 신뢰에 바탕을 두고 사인을 했습니다.”

“최근 나온 추가연계증권(ELS) 항의 사태에 대한 법원의 판결은 이러한 손실에 대해 투자자가 자기 투자에 대해 책임 있는 행동을 하지 않았다는 투자자 과실로 귀착시키는 것 같습니다만, 실제로 일반 투자자가 간접투자를 결정할 때에는 펀드 판매자의 구두 설명에 크게 의존할 수밖에 없어요. 판매자 진술의 진위와 불완전성 및 불

공정성을 파악하기 위해 따로 펀드 설정 구조를 일일이 따져보고 관련 정보를 수집할 능력과 시간을 모두 갖추어야 합니다. 그러나 그럴 여력이 있다면 직접투자를 선택하지 결코 추가연계증권(ELS)을 선택하지 않았을 것이에요. 추가연계증권(ELS) 선택은 기본적으로 금융 시장에 나온 금융 상품에 대해 상식적인 신뢰와 기대에 근거한 선택임을 고려해 주었으면 해요(교수 이 00).”

“요즘에는 손실을 경험한 소비자들도 많고 고객들이 이제 원금 비보장형 추가연계증권(ELS)에 대한 관심이 줄어들자 원금 보장형 추가연계증권(ELS)을 판매하고 있죠. 은행들은 파생상품 판매에 대한 수수료가 상당히 높기 때문에 은행자체에서 추가연계증권(ELS) 판매신장을 위해 직원들에게 추가연계증권(ELS) 상품 가입 프로모션까지 해가면서 각 영업점의 지점끼리 경쟁을 붙이기도 하는 등 판매고를 올리는데 열을 올리고 있죠. 이런 상태이다 보니 소비자의 입장에서 투자를 고려한다는 말이 무색하게 되는 것이겠죠(기자 이 00).”

이에 대하여 금융권 종사자인 한 부지점장은 금융권 책임자로서의 애로사항을 이렇게 말하고 있다.

“사실 우리 은행에서 파생상품 투자 신탁 업무를 하게 됨에 따라 직원들에게 금융상품에 대한 교육과 연수를 수시로 하고 있습니다. 그러나 수없이 개발되고 제시되는 상품의 특성을 신입사원이나 대리급 직원들이 모두 이해한다고 보기는 쉽지 않은 것이 사실입니다. 투자 상품의 권유는 경력과 경험이 필요한 전문분야이지만 은행의 입장에서 경쟁사가 은행권뿐만 아니라 보험사, 증권사 모두를 망라하고 있고 전과 달리 실적위주의 승진제도가 강화되고 있기 때문에 성과중심의 판매 전략을 취하지 않을 수 없죠. 항상 직원들에게 주의를 시키고 있기는 하지만 안정성을 추구하는 고객들에게 무리하게 추가연계증권(ELS) 상품을 권한 경우 판매자들의 입장에서도 그렇게 고위험이라는 생각을 못하고 판매한 경우도 많습니다. 요즘 금융환경의 변화가 매우 심해서 예측이 어렵기 때문에 고객님 스스로 자신의 자산을 보호하고자 하는 마음으로 투자를 결정하셔야 해요(부지점장 김 00).”



이처럼 주가연계증권(ELS) 판매 담당자들이 펀드에 대해 완벽하게 이해하지 못하거나 제대로 설명하지 않는 경우가 빈번하고 투자회사들도 상환조건에 관한 중요한 사항을 누락시켜 요약설명서를 제작하기도 한다. 특히 은행에서도 특정금전신탁제도로 인해 회사채, 주식, 파생상품들을 판매하고 있음에도 불구하고, 주가연계증권(ELS)과 같은 상품을 은행에서 판매할 때 소비자들은 이러한 상품이 안전하면서도 수익성이 괜찮은 상품으로 잘못 이해하는 경우도 많다. 실제 2008년에 판매사가 주가연계증권(ELS)을 포함한 파생상품 투자 신탁을 권유할 때 원금 손실 가능성보다는 고수익 상품임과 안전성이 강조된 설명 자료를 활용한 경우가 있었는데, 이에 관해 법원에서 판매사와 운용사의 책임을 일부 인정판례도 있다. 그러므로 소비자의 눈높이에 맞춘 정보제공을 위해 상품 및 투자기관에 대한 규제와 의무가 반드시 필요하며 이를 위해 관련법의 제정 및 개정, 감독기관의 역할 강화 노력 등이 요구된다.

예를 들면, 소비자의 눈높이에 맞도록 알기 쉽게 설명할 수 있는 대안으로 %개념보다는 투자수익이나 기대수익 등을 가능한 한 정확한 액수로 제시해주는 것이 이해하기 쉬운 것이며 중립적인 비교정보들을 제시해줄 수 있는 규제방안이 강구되어야 할 것 같다. 또한 공정거래위원회에서 펀드 신탁 계약 조건에 투자자의 이익을 침해하는 불공정 조항에 관한 유형을 규정하고 이를 어기는 계약조건을 규제해주는 것이 바람직할 것이다. 아울러 모든 펀드 판매자는 펀드 설명에서 해당 펀드의 투자 시나리오를 투자자에게 공개토록 하여야 할 것이다.

현재 투자자의 자기 책임이 강조되는 현 금융시장 상황에서 시장은 투자자가 스스로 보호할 수 있도록 적절한 정보를 마땅히 제공해야 한다. 투자자가 이해할 수 있는 수준에서 쉽게 요약하여 설명하는 기준을 마련하여 투자자가 투자 결정에 참고할 수 있

도록 조치해 주어야 할 것이다. 특히 소비자들은 핵심투자 설명서의 사례로 나와 있는 시나리오를 주로 보고 이해수준도 제한적이기 때문에 현실 상황이 시나리오에서 벗어날 경우 완전히 이해해서 투자결정을 하기는 매우 어렵다. 그러므로 공정한 금융 거래가 이루어지기 위해서는 그러한 경우에 투자회사의 책임범위와 손실, 보상 범위 등을 알기 쉽고 구체적으로 명시하여야 하며 지나치게 낙관적인 사례를 시나리오로 먼저 제시하는 것에 대한 규제 방안을 마련해야 할 것이다.

#### 4.5 소비자 이해도 향상을 위한 투자설명서의 구성과 방향

“판매 수수료 등도 명시되어 있으면 좋겠어요. 주가연계증권(ELS) 펀드를 상장한 회사와 판매 대행사들의 수수료 부담 이런 것도 소비자에게 알려주어야 할 것 같아요.” “핵심설명서에 최대 수익률 자료와 최대 손실률 자료의 위치를 바꿔 제시하거나 또는 동시에 제시해 주는 게 필요한 것 같아요. 심리학의 틀 효과나 선호도 역전현상 등에서 보는 대로 수익률 및 손실률의 제시방법이나 순서 효과 등이 소비자의 투자 평가나 투자 여부에 영향을 미칠 수 있으니까요(대학교수 이 00).”

“소비자 눈높이에 맞추어 설명서를 작성해 주었으면 좋겠어요. 실제 금융용어 자체도 어려운데 금융업에 종사하는 분들도 어렵게 생각하는 용어들을 일반 소비자에게 제시하는 설명서에 그냥 포함시키는 건 아닌 것 같아요.” 일반적으로 상품 설명서는 국민의 학력수준을 고려하여 중간 정도의 수준에 맞추어 작성해야 맞는 거죠. 경험이 풍부한 전문 투자자가 아닌 일반 소비자의 눈높이에 맞춘 설명서가 필요하다고 봅니다(가정주부 박 00).”

“실제 투자 설명서를 상세하게 읽게 되지는 않기 때문에 주로 상담하는 증권사 직원의 설명을 듣고 결정하죠. 만약에 증권사 직원이 설명을 생략한다면 소비자의 입장에서 그냥 모르고 넘어가는 부분이 많을 수밖에 없으니깐 계약할 당시 서로 대화 내용을 녹취하는 것도 좋은 방

법일 것 같아요(퇴직임원 백 00).”

“증권사가 소비자에게 중립적인정보를 제공하기는 어려워 보이지만 원금손실에 대한 정확한 안내와 수익률 부풀리기는 지양되어야 한다고 생각해요. 금융상품 불안전 판매 시에는 규제가 필요하지만 투자설명서에 너무 많은 내용을 담는 것이 저의 경우에는 숙지하기 어려운 측면도 있는 것 같아요(주부 김 00).”

“금융기관 종사자들도 가능하면 객관적이고 체계적이며 소비자의 눈높이를 고려한 금융상품정보를 제공하고 싶습니다. 투자설명서의 구성과 방향도 마찬가지입니다. 그러나 복잡한 수익구조를 가지고 개발된 상품인 주가연계증권(ELS)에 관한 정보를 소비자들의 눈높이를 고려하여 소비자들에게 간략하면서도 쉽게 전달하는 것이 쉬운 일은 아닌 것 같습니다(지점장 박 00).”

“핵심설명서는 2장짜리지만 상품 설명서는 100페이지가 넘더라고요. 누가 100페이지가 넘는 설명서를 다 읽겠어요? 누구도 그렇게 할 것이라고 생각하지는 않거든요. 결국 문제가 발생했을 때 누가 책임져야 하는가의 문제인데 실제 설명서를 만드는 금융업 담당자가 상대방 계약자인 소비자에게 유리하거나 공정한 설명서를 쓸 것을 기대하기는 어려울 것 같아요! 이 부분이야 말로 금융당국이 규제를 통해 소비자에게 불리하지 않은 공정한 계약서를 만들도록 해야 하죠. 무엇을 넣어달라고 하기에는 소비자가 무엇이 꼭 필요한지도 모르는 경우가 많아요(대학교수 이 00).”

“실제 관련 상품이 금융당국의 허가를 받아 나오기 때문에 이러한 상품계획서의 경우 상품계획단계에서부터 소비자에게 불리한 조항이 어떤 것인지를 확인해서 소비자가 꼭 알아야할 핵심내용을 핵심설명서에 넣어야 할 것 같아요. 이러한 부분은 허가기관이 소비자에게 공지해야할 핵심내용이 어떠한 것인지에 대해 체계적으로 검토하고 이에 대해 적절하게 지적해 주도록 해야죠. 상품 허가 시부터 소비자에게 공지해야할 핵심사항에 대해 체크하도록 해야 한다고 생각해요.”

이처럼 소비자들은 현재 투자기관에서 제공하고 있는 투자설명서의 구성과 내용들이 소비자의 눈높이를 고려하지 않고 제공자의 입장에서 작성되었다고 생각하고 있다. 특히 소비자들에게 중립적이고 알기 쉬운 정보를 체계적으로 제공하기보다는 가능한 한 소비자들이 주가연계증권(ELS) 투자의 위험도를 낮게 평가하여 투자를 유도하는 방향에서 투자설명서의 내용과 순서가 구성되어 있는 것으로 보여 진다.

소비자들은 투자 상품에 대한 설명에서 기대수익률, 어떤 경우에 가장 최대 손실이 날 수 있는지를 포함한 손실위험도, 경험적 결과로 인한 손실 추정확률, 수수료 등 소비자가 꼭 알아야할 내용들을 중심으로 설명해주시기를 바라는 것으로 나타났다. 또한 일반적인 소비자들은 주가연계증권(ELS) 투자도 정기예금이나 적금의 경우와 마찬가지로 만기일을 반드시 지켜야만 적절한 이익을 보상받는 것으로 생각해서 중도 상환을 하는 것에 대한 부담을 가지고 있는데 주가연계증권(ELS) 투자의 경우 만기일까지 가지고 있는 것이 중도상환을 하는 경우보다 손해가 되는 상황도 빈번히 발생할 수 있다. 그러므로 중도상환에 관한 설명들이 좀 더 구체적이고 체계적으로 제시될 필요성이 있다.

## V. 결론 및 제언

위에서 논의한 본 연구의 표적집단면접 결과를 근거로 결론 및 제언을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 투자경험이 많은 소비자들의 대부분은 증권사나 은행의 고위 간부로부터 투자를 권유받았거나 고소득자를 대상으로 하는 금융전문가인 PB로부터 투자를 권유받은 것으로 나타났다. 이들은 대부분 주가연계증권(ELS) 도입초기에 주가연계증권(ELS)

에 가입하였으며 상당한 수익을 본 경험을 가지고 있는 것으로 나타났다. 그러나 투자경험이 많지 않은 소비자들의 대부분은 창구의 직원이나 대리급 직원들과의 상담을 통해 주가연계증권(ELS)의 가입을 권유받고 투자하는 것으로 나타났다. 경험이 많은 고액 투자 소비자들의 경우에 여유자금으로 포트폴리오를 구성하여 주가연계증권(ELS)에 투자하기 때문에 그들이 감수해야 하는 위험도는 상대적으로 낮은 것으로 평가되지만 투자경험이 많지 않은 소비자들은 포트폴리오를 구성하여 위험을 분산시킬 수 있는 투자의 형태를 취하지 못하고 소액으로 주가연계증권(ELS) 상품에 투자하여 상대적으로 고위험에 처할 수 있을 것으로 판단되었다. 또한 소액으로 주가연계증권(ELS)에 투자하는 소비자들은 주가연계증권(ELS)에 관한 실제 위험을 과소평가하는 경향이 있으며 가계 경제의 안전성을 위협받는 상황에 직면할 가능성이 클 것으로 평가되었다.

2011년 입법 예고된 금융소비자 보호법에 의하면 금융상품 판매업자 등의 영업행위 준수사항에 관한 규정을 해석·적용할 때에는 금융소비자의 권익을 우선적으로 고려하여야 하며, 금융상품에 관한 계약의 체결, 권리의 행사 및 의무의 이행은 신의성실의 원칙에 따라야 한다고 명시되어 있다. 또한 업무의 내용과 절차를 공정히 하여야 하며, 정당한 사유 없이 금융소비자의 이익을 해치면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 안되며, 건전한 거래질서를 해치는 일이 없도록 성실히 관리하여야 한다고 나타나 있다.

이 법에 근거하면 주가연계증권(ELS) 투자 소비자는 투자 담당자로부터 주가연계증권(ELS) 투자에 관해 중립적이고 합리적인 정보를 제공받을 수 있도록 되어 있지만 실제로 금융기관으로부터 소비자에게 더 유리한 정보를 받기는 어려운 것으로 나타났다. 이는 기본적으로 고객을 유치하는 것이 담

당자나 해당 부서의 실적과 연관되고 금융기관이 얻게 되는 판매 수수료도 위험이 높은 상품의 경우 더 많을 것이기 때문인 것으로 생각된다. 각 은행이나 금융기관에서는 금융사의 실적을 올리는 것을 중요한 목표로 설정하기 때문에 성과 인센티브를 주면서 경쟁적으로 판매에 주력하고 잠재적 금융소비자의 피해를 양산할 수 있는 소지를 안고 있게 되는 것이다. 따라서 미국의 경우처럼 중립적인 재무 상담사 제도를 도입하여 객관적인 입장에서 개인이나 가계의 재무건전성을 평가하면서 장기적으로 가계의 재무건전성을 높일 수 있는 제도의 도입이 필요할 것이다.

다음으로 주가연계증권(ELS)에 투자를 하는 대부분의 소비자들은 재산증식이라는 기본적인 목표하에 안전하면서도 정기 예금이나 적금에 비해 수익률이 더 높은 금융 상품의 하나로 주가연계증권(ELS)에 투자하는 것으로 나타났다. 그러나 주가연계증권(ELS)에 투자하는 소비자들은 주가연계증권(ELS) 상품에 관해 체계적인 이해를 하지 못하고 안전하면서도 수익률이 높은 금융상품이 기본적으로 존재하기 어렵다는 사실을 간과하는 경향이 있는 것으로 보여 진다. 특히 주가연계증권(ELS) 판매 담당자들은 펀드에 대해 제대로 설명하지 않는 경우가 빈번하고 투자회사들도 상환조건에 관한 중요한 사항을 누락시켜 요약설명서를 제작하는 경우도 있는 것으로 나타났다. 또한 주가연계증권(ELS)과 같은 상품을 은행에서 판매할 때 소비자들은 이러한 상품이 안전하면서도 수익성이 괜찮은 상품으로 잘못 이해하는 경우도 많은 것으로 보여 진다.

소비자들에게 주가연계증권(ELS) 투자의 위험도를 낮게 평가하여 투자를 유도하는 방향에서 투자설명서의 내용과 순서가 구성되어 있는 것으로 보여 지는데 이에 대한 적절한 규제와 보완이 요구된다. 행동경제학에서 제시하는 가용성휴리스틱 효과에 의

하면 소비자들이 사건의 발생가능성을 판단할 때 실제의 발생빈도(혹은 객관적 정보)에 근거하기 보다는 그 사건과 관련된 구체적 예를 기억으로부터 얼마나 쉽게 떠올릴 수 있는가에 의존하여 판단한다고 한다(안광호, 박준식 2011). 그 결과 어떤 사건의 예가 친숙할수록 사건의 발생가능성을 판단하기 쉬운 것이다. 주가연계증권(ELS)의 핵심설명서의 순서에 있어서 투자수익사례와 최대 투자 손실 발생사례는 그 순서를 바꾸어 소비자가 투자의 손실발생사례를 먼저 고려할 수 있는 방향으로 제시하는 것이 소비자를 위해 바람직할 것이다.

또한 투자 상품에 대한 설명에서 기대수익률, 어떤 경우에 가장 최대 손실이 날 수 있는지 등을 포함한 손실위험도, 경험적 결과로 인한 손실추정확률, 수수료 등 소비자가 꼭 알아야 할 내용들에 관한 설명이 반드시 포함되어야 할 것이다. 소비자의 입장에서 가장 중요하게 생각하는 내용은 상품 위험등급이라고 판단되며, 소비자의 주의를 유도하기 위해서 이를 굵은 색 글자나 빨간색 등의 색상을 활용하여 앞에 제시해 주는 것이 효율적일 것이다.

끝으로 소비자들은 현재 투자기관에서 제공하고 있는 투자설명서의 구성과 내용들이 소비자의 눈높이를 고려하지 않고 제공자의 입장에서 작성되었다고 생각하고 있는 것으로 나타났다. 상품개요, 기준지수 결정일 및 평가 방법, 수익구조, 중도상환, 기타 다양한 위험요인 등에 관한 정보가 소비자의 눈높이와 이해 역량을 고려하여 제공되어야 할 것이다.

최초기준가격의 경우에 발행일의 기초자산 증가를 소비자에게 알려줄 수 있는 시스템이 필요할 것이다. 예를 들면 2012년 3월 5일에서 3월8일 사이가 청약기간이고 발행일이 3월 9일이면 최초기준가격인 기초자산의 증가는 핵심설명서에 기재될 수 없으므로 이 기초자산의 증가에 관한 정보를 구매 소비자가 차후에 받아 증거가 될 수 있도록 메시지나 기

타의 방법으로 기초자산의 증가를 고지해 주도록 하여야 한다. 또한 수익구조의 경우에도 손익구조로 제시하는 것이 타당할 것이며 자동조기상환의 경우도 자동 조기상환 평가일 전에 소비자가 조기상환여부를 체크할 수 있는 메시지나 쉽게 정보를 접할 수 있는 기재를 마련하는 것이 필요하다.

중도상환에 관한 사항과 위험 요인에 관한 정보도 소비자의 눈높이와 이해역량을 고려하여 구체적으로 제시해 주어야 할 것이다. 중도 상환에 관한 정보 중 중도상환 신청 불가능일, 중도상환금액에 있어 주가연계증권(ELS)의 잔고 평가금액과 차이가 발생할 수 있는 이유 등을 제시해 주어야 할 것이며 중도상환 시 원금 보장형이라 할지라도 원금 손실이 발생할 수 있다는 문구는 소비자가 꼭 알아야 할 내용이므로 굵은 색 글자나 빨간색 등의 색상을 활용하여 제시해 주는 것이 바람직할 것이다. 또한 평가 가격에 관해서 조희기준일에 보여 지는 평가가격은 전일 증가 기준으로 민간평가사가 산정한 파생결합증권의 각 평가가격의 평균가라고 되어 있는 평가가격은 공인된 상황으로 보기 어렵기 때문에 이런 위험에 대해 소비자에게 적극 고지할 필요가 있을 것이다.

아울러 중도상환의 유의사항에 관하여 위험회피를 위해 체결한 거래의 청산비용 및 중도상환 가격 결정일의 기초자산 가격의 변동 등으로 중도상환신청일, 중도상환가격결정일 및 중도상환금액 지급일 등에 공시되는 공정가액(기준가)과 다를 수 있으므로 이 경우 원금 보장형이라 하더라도 원금의 손실이 발생할 수 있음을 명시하도록 되어 있는데 해당정보를 소비자가 요구할 경우 손실발생정보를 공개 한다는 조항을 삽입하여야 할 것이다.

기타 위험요인과 관련하여 조기종결 시 조기종결 이유를 소비자가 납득할 수 있도록 사유와 방법을 상세히 기재하도록 하고 위험요인발생시 지체 없이 소비자에게 통지, 공고하겠다는 사실에 대해서도

기재가 요망된다. 또한 주가연계증권(ELS) 상품의 기획은 정부가 보장 또는 승인하는 것이 아니라 이 증권을 발행하는 민간 투자회사의 책임일 뿐이므로 소비자는 자기 책임 하에 투자를 해야 한다는 사실을 다시 한 번 강조하여 명기하여야 할 것이다.

아울러 주가연계증권(ELS) 상품의 판매시점에서 판단하는 거시경제 요인 및 기업특정요인, 시나리오 별 주가 예측자료, 향후 거시경제전망에 대한 자료를 표준화하여 간략하게 제시할 수 있는 방안이 모색되어야 하고 이를 투자자에게 의무적으로 설명할 수 있도록 하여야 할 것이다. 판매사가 구두로만 전망치를 제시하기 때문에 소비자 불만 발생의 위험은 매우 크다고 판단된다. 이에 거시경제 전망에 대한 예시와 이에 대한 객관적 정보제공증거가 요구되고 거시 경제적 예측에 대한 상담내용 등을 녹취록 등으로 보완시키는 방안도 모색될 수 있을 것이다. 투자협회의 가이드라인에도 명시되어 있지만 현재 기초자산의 최근 5년간 가격변동 추이를 그래프로 제시하여 현 투자시점에 대한 판단을 소비자가 할 수 있도록 관련 내용을 핵심설명서에 포함하여야 할 것이다.

궁극적으로 금융상품 정보제공의 정책방향은 소비자들이 이해하기 쉬운 금융상품 비교정보를 지속적으로 제공하며, 규제당국은 정보제공수준을 소비자 맞춤형으로 소비자준높이에 맞는 정보수준으로 가공하여 제공하여야 한다. 뿐만 아니라 금융소비자들이 이러한 정보를 제대로 이해하고 받아들여 실제로 적용 가능할 수 있도록 금융교육이나 기타 행동경제학 이론을 바탕으로 하여 소비자에게 효율적으로 이해시킬 수 있는 방안에 대하여 끊임없이 연구해야 한다.

이러한 측면에서 본 연구는 금융 복리 증진 효과를 극대화하기 위해서 주가연계증권(ELS)에 관한 사례연구를 통하여 소비자 이해수준을 살펴보고 소비자의 관점에서 금융소비자 정보제공 개선방안은

무엇인지를 연구하고자 하였다. 물론 소비자의 금융 복리 증진 방안을 모색하기 위해 한정된 금융상품에 관한 하나의 연구로 체계적인 분석을 행하는 것은 제한적일 것이다. 그러나 본 연구가 현재의 금융소비자정보 제공의 실효성을 평가하고 소비자의 금융 이해력(financial literacy)을 증진시킬 수 있는 실질적이고 효과적인 금융상품 정보 제공모델을 구성하는데 기여할 수 있기를 기대한다. 빠른 시일 안에 금융교육 강화와 소비자 맞춤형 금융상품 정보제공에 관한 좀 더 체계적인 후속연구가 진행되어 소비자의 금융복리 증진에 기여할 수 있기를 바란다.

〈논문접수일: 2013. 09. 11〉

〈1차수정본접수일: 2013. 12. 04〉

〈게재확정일: 2013. 12. 16〉

## 참고문헌

- 경향신문(2012), 주가연계증권, 손실 가능성 안 알리고 팔기만, 2012.06.24.
- 금융감독원 보도자료(2011.11.16), 주가연계증권(ELS) 투자자 설문조사 결과 분석.
- 금융감독원 보도자료 (2012.06.01), 증권회사 ELS / DLS 발행 및 상환 현황(2012년 1분기).
- 금융감독원(2012), 2012년 상반기 ELS판매 미스터리 소핑결과, 서울, 금융감독원.
- 김주영(2012), “국내외 파생금융상품 피해 및 구제사례,” 2012 한국투자자 보호 세미나, 한국 투자자 보호재단.
- 김형태(2005), 주가연계증권(ELS)의 설계와 활용,” **증권예탁**, 45, 4-20.
- 동아일보(2012), [경제는 내 친구/금융투자상품 뜯어보기] **주가연계증권(ELS)**, 2012. 06.18.
- 아시아경제(2012), “투자자보호장치 만들어 제2의 ELS 사건 막아야,” 2012. 09.11.

- 안광호, 박준식(2011), 행동경제학 관점에서 본 소비자 의 사결정, 서울, 학현사.
- 안동현(2012), “소매구조화상품의 특성과 투자자 보호 및 시사점.” **하나금융 포커스**, 32, 1-7.
- 월간조선(2012), 은퇴투자의 비밀: ELS의 비밀, 2012. 12. 01.
- 윤선중(2012), “투자자 보호를 위한 구조화상품의 규제방 안에 대한 연구,” **재무연구**, 25(4), 521-557.
- 이영애, 조유현, 이성림(2013), “주가연계증권 이용 소비자 들의 금융이해력 수준과 투자규모결정에 관한 연 구,” **소비자정책교육연구**, 9(2), 63-82.
- 조선일보(2008), 펀드 따라잡기: 수익률 높은 ELS, 고위 험도 따른다, 2008.08.13.
- 중앙일보(2012), 최고 15% ELS, 조기상환했는데 수익 은 절반밖에, 2012.08.01.
- 신한금융투자, <http://www.shinhaninvest.com>
- 한국금융연구원, <http://www.kif.re.kr>
- Bergstresser, D.(2008), “The Retail Market for Structured Notes: Issuance Patterns and Performance, 1995~2008,” *Havard Business School*, 2008.
- Henderson, B. J. & Pearson, N. D.(2007), Patterns in the Payoffs of Structured Equity Derivatives, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=972570> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.972570>
- Irving Seidmen(2006), 박혜준, 이승연(역) (2009), 질 적 연구 방법으로서의 면담, 학지사.
- Jenifer Mason(2002), 김두섭(역) (2010), 질적 연구방 법론, 나남출판.

## A Case Study on Consumer Literacy related to ELS

Youhyun Cho · Youngae Lee · Seonglim Lee

### ABSTRACT

Consumer damages have been rapidly increasing as the kinds of financial investment become various and derivative securities are increasing owing to the development of financial engineering. Derivative securities have been developed with complex profit structures calculated from financial engineering perspectives. Since similar kinds of items are developed and circulated worldwide almost at the same time, the types of consumer damages tend to be very similar. In Korea, there have been several incidents of consumer damage including close manipulation incident(2009), KIKO(2010), damaging consumers many times due to unfair transaction related with derivatives as well as ELS(Equity-Linked Securities) related ones.

This study analysed the level of understanding of financial products, investment goals, the expectation level for product explanation, and regulation measures through focus group interviews with 13 consumers purchasing ELS products. The goals of this research are to analyse what is the better way of information offering to financial consumers and judge the effectiveness of current information offering with mandatory explanation.

The research result showed that the contents and order of prospectus are organized to induce investment by evaluating the danger of ELS investment low rather than offering neutral and understandable information systematically. Consumers are surveyed to want to know the essential information: expected earnings rate, loss degree of risk, statistics of loss estimation by empirical result, and fees, which should be appropriate for consumer's eye level. The amount of information should be considered for financial consumers and the processing of information for the actual application of consumers should be considered as an important factor, resulting

---

Youhyun Cho / Professor, Chungang University  
Youngae Lee / Assistant Professor, Incheon National University  
Seonglim Lee / Professor, Sungkyunkwan University

in the enhancement of financial consumers' competence. Regulations for the products and investment organizations and duties of them are necessarily essential, while related law-making, amendments, and the reinforcement of the efforts of supervisory organizations are also required.

This study could be used as baseline data for practical and effective information offering model, which could evaluate the effectiveness of current information offering for financial consumers and enhance their financial literacy.

Key words: equity-linked securities, consumer literacy, information offering, consumer damage, focus group interview