헤지거래기법을 활용한 투기거래와 이에 대한 법적 규제

변호사 김주영 (법무법인 한누리)[1)]

I. 논의의 배경

1. 지난 9월의 UBS스캔들

가. 23억불상당의 손실

- 31세의 UBS 델타원 (Delta One) 데스크 소속 임원 (director)인 Kweku Adoboli가 지난 9월 15일 모종의 승인 받지 않은 거래로 인해서 UBS에 23억불가량의 손실을 끼친 것으로 밝혀짐.



- 이로 인해서 UBS주식은 10% 폭락하고 9월 24일에는 UBS의 CEO인 Oswald Gruebel이 사임함 (10월 5일에는 UBS Global Equities부서의 공동책임자들도 모두 사임함)

- Adoboli가 어떠한 거래를 통해서 이런 거액의 손실을 끼쳤는지 아직 상세히 밝혀지지 않았으나 일명, '델타원 (Delta One)' 데스크에 있던 Adoboli가 ETF(상장지수펀드)를 위한 복제포트폴리오 운용과 관련한 모종의 거래를 하면서 상당 기간에 걸쳐 막대한 손실을 야기한 것으로 알려지고 있음.

나. 델타원이란?

---

1) 발표자가 소속된 법무법인 한누리는 현재 다수의 ELS시세조종사건과 관련하여 원고측을 대리하고 있으며 이들 소송들은 현재 1심 또는 2심 진행중입니다. 이 발표문은 ELS시세조종사건을 직접 다루는 것은 아니며 헤지거래에 대한 법적 규제를 최대한 객관적인 시각에서 다루려고 노력했습니다만 이 과정에서 원고측의 견해가 투영되었을 수 있습니다.

- 델타원 (Delta One)이란 옵션, 선물 등 다양한 거래수단을 통해 어떠한 기초자산 (주식, 주가지수, 금 또는 은 등)과 똑같은 수익률을 달성하도록 고안하는 파생상품의 거래기법을 의미한다고 함.

- Delta One이란 명칭은 옵션의 변동성을 지칭하는 Delta (△)에서 파생되었다고 함.

- Delta (△)란 기초자산의 가격변화에 대한 옵션 프리미엄의 변화정도 (민감도)를 의미.

- 가령 옵션 델타가 0.6인 경우 기초자산의 가격이 1달러 변화하는 경우 옵션가격의 변화는 60%인 0.6달러 만큼 변화하는 것을 의미.

- Delta One이란 델타값이 One, 즉 1이라는 의미로 기초자산의 가격만큼 옵션의 가격이 그대로 변화한다는 것을 의미하며 이것은 어떤 기초자산의 수익률을 그대로 복제한다는 것을 의미함.

- 이러한 포트폴리오 복제 및 복제포트폴리오를 구현하기 위한 델타헤지는 가장 보편적인 헤지수단인 것으로 알려져 있음.



- 그런데 이러한 헤지업무에 해당하는 델타원과 관련하여 거액의 금융사고가 발생한 것은 이번이 처음이 아님.

- 2008년 1월 소시에떼 제너럴에 무려 71억 5천만불 상당의 손실을 끼친 제롬 케비엘 (Jerome Kerviel)의 경우에도 역시 델타원 데스크에 근무하고 있었다고 함.

2. ELS 시세조종분쟁에서의 헤지거래 논쟁

가. 분쟁의 개요

- 지난 2009. 하반기에 ELS시세조종파문이 일어남.

- ELS의 중도상환평가일 또는 만기상환평가일에 대량매도가 일어나면서 종가가 하

락하여 중도상환조건의 충족여부, 만기상환금지급액의 액수에 영향을 미쳤음이 드러남.

- 이러한 대량매도가 ELS발행증권사 또는 발행증권사와 스왑계약을 맺어 발행에 따른 위험을 인수 (백투백헤지)한 외국계금융기관들의 계좌를 통해 이루어졌다는 것이 드러남.

- 이에 대하여 거래소가 제재조치를 취하고 금융감독당국이 혐의있는 것으로 판단을 하여 검찰에 통보를 하였고 검찰은 몇 건을 기소를 하여 현재 형사재판이 진행 중인 상태.

- 아울러 투자자들에 의하여 발행증권사 또는 백투백헤지금융기관을 상대로 한 다수의 민사소송이 제기되어 있는 상태.

나. 헤지거래논쟁

- 거래소 및 금융감독원의 조사 및 민형사 재판과정의 주된 논쟁이 바로 헤지거래 논쟁

- 발행증권사나 백투백헤지금융기관들은 중도상환평가일 또는 만기상환평가일에 행한 대량매도행위가 델타헤지의 일환으로 이루어진 것이므로 정당한 행위라고 반발하고 있는 상황

- 이에 관하여 감독기관, 수사기관, 원고들은 의도적인 시세조종행위 내지는 신의칙 위반행위라고 보는 상황.

- 이와 관련하여 원고측은 ELS의 투자자와 발행사간에 이해상충이 존재한다고 주장하는 반면 피고측은 고객의 이익을 위해서 헤지를 수행하므로 이해상충이 없다고 주장

- 피고측은 ELS 발행사는 필수적으로 이른바 동적델타헤지를 하여야 하고 이러한 헤지가 없는 ELS는 존재할 수 없다고 주장하는 반면 원고측은 이러한 헤지가 발행사의 이익을 위해서 재량적으로 이루어지는 활동이라고 주장

- 피고측은 피고가 델타헤지의 일반원리에 따라 일관되게 헤지를 했다고 주장하는 반면, 원고는 피고측의 행위가 델타헤지의 원리에 부합하지 않고 일관성도 없다고 주장

- 피고측은 중도평가일 또는 만기평가일에 주가가 기준가에 근접할 경우 델타값이 급증하였다가 상환조건이 충족될 경우 '0'이 되므로 동시호가시간대에 대량매도

가 일어날 수 밖에 없다고 주장.

- 원고측은 장종료시점의 델타값을 예측하여 동시호가시간대에 대량매도를 하는 것은 델타값의 실제 변화에 따라 포트폴리오를 조정하는 본래 의미의 헤지거래가 아니라고 주장.

- 피고측은 종가를 하락시킬 의도가 없었다고 주장하고 원고측은 다분히 의도적이었다고 주장.

- 원고측은 파생상품의 외생성 (파생상품은 기초자산의 가격을 기초로 가격이 형성되므로 파생상품의 거래가 기초자산의 가격에 영향을 주어서는 아니된다는 원칙)이 중요하며 이를 훼손해서는 아니 된다고 주장하는 반면 피고측은 파생상품의 외생성이 분석의 편의를 위한 개념일 뿐이라고 주장

3. 헤지목적 금융상품과 관련한 분쟁들

- KIKO사건 역시 환위험을 헤지하기 위한 상품이라 하여 판매되었다가 중소기업들에게 막대한 피해를 야기하여 문제가 되었음.

- 일본이나 중국 등 해외주식에 투자하는 역외펀드와 관련하여 체결된 선물환거래 역시 환위험에 대한 헤지를 위해 체결되었지만 투자손실을 가중시킨 것으로 드러나 사회적인 물의를 빚었음.

4. 떠오르는 몇 가지 의문들

- 파생상품거래는 기초자산의 가격변동위험을 제거하기 위한 ‘헤지거래’와 시세차익을 얻기 위한 ‘투기거래’ 그리고 ‘차익거래’로 구분된다고 하는 것이 일반적인 설명.

- ‘헤지거래’는 위험을 회피하기 위한 거래로서 일정한 공식에 의해서 고객과의 이해상충관계 없이 이루어지기 때문에 ‘투기거래’와는 달리 정당성이 높게 인정된다고 하는 것이 일반적인 인식.

- 그런데 왜 이렇게 ‘헤지거래’와 관련한 금융사고가 빈번히 발생하는 것일까?

- 과연 ‘헤지거래’란 무엇이고 ‘투기거래’와의 어떻게 구분되는 것일까?

- 헤지거래에 관한 우리의 전통적인 인식은 타당한 것일까?
- ‘헤지거래기법’을 활용하여 이루어지는 거래행태 자체에 어떠한 사회적인 상당성을 부여할 수 있는 것일까?
- 헤지거래에 관한 내부통제나 법적 규제는 충분한 것일까?

Ⅱ. 헤지거래에 관한 전통적인 인식과 이에 대한 법적 평가

1. 헤지거래에 관한 전통적인 인식



- 헤지(hedge)는 원래 울타리를 쳐서 자신을 보호한다는 의미
- 하지만 오늘날에는 현물시장에서 예측하지 못한 기초자산의 가격변동위험을 제거하기 위한 투자전략을 말함.
- 분산투자는 가격변동의 상관관계가 낮은 자산들에 동일포지션을 취하여 위험의 상쇄효과를 얻으려고 하는 반면 헤지는 가격변동의 상관관계가 높은 자산들에 반대포지션을 취하여 위험상쇄효과를 얻으려는 위험관리의 수단이라고 함.

2. 헤지거래에 대한 법적 평가

가. 법률의 태도

- 헤지거래는 투기거래와는 달리 법적 정당성이 높게 인정되고 있음.
- 형법상 재물을 걸고 우연에 의하여 재물의 득실을 결정하는 것’은 도박죄로 처

벌되는 반면, 보험법상 미래의 사건으로부터 생기는 손실을 줄이려는 행동은 정당한 행동으로 간주됨.

- 투기거래는 도박에 가깝다고 간주되는 반면, 헤지거래는 보험에 가깝다고 간주됨.

- 자본시장법상으로도 헤지거래는 '위험회피목적의 거래'라고 하여 몇 가지 점에서 우호적인 취급을 하고 있음.

- 예컨대 증권사는 일반투자자를 상대로는 장외파생상품의 매매 및 그 중개·주선 또는 대리를 하지 못하도록 되어 있지만 그 일반투자자가 '위험회피 목적의 거래'를 하는 경우는 예외로 하고 있음.(법 제166조)

- 여기서 "위험회피 목적의 거래"란 위험회피를 하려는 자가 보유하고 있거나 보유하려는 자산·부채 또는 계약 등(이하 "위험회피대상"이라 한다)에 대하여 미래에 발생할 수 있는 경제적 손실을 부분적 또는 전체적으로 줄이기 위한 거래로서 계약체결 당시 위험회피대상을 보유하고 있거나 보유할 예정이고, 당해 거래에서 발생할 수 있는 손익이 위험회피대상에서 발생할 수 있는 손익의 범위를 초과하지 아니하여야 함. (법시행령 제186조의 2)

- 금융산업의구조개선에관한법률상 금융기관은 다른 회사 지분의 보유가 제한되는데 이러한 경우 파생결합증권을 발행한 금융투자업자가 위험회피 목적으로 다른 회사의 주식을 취득하는 경우에는 예외로 취급하도록 하고 있음.(같은법 제24조)

나. 판례의 태도

- 판례도 설명의무 정도, 적합성원칙의 적용, 거래의 유효성 인정 등에 있어서 헤지거래에 대해서는 매우 우호적인 태도를 취하고 있음.

- 해외펀드가입시 환헤지를 위해서 가입한 선물환계약의 위험성을 설명하지 않은 사례에서 설명의무위반은 인정하면서도 '피고가 배상하여야 할 손해의 범위는 원고가 선물환계약에 따라 입은 전체 손해액 중 선물환계약의 특별한 위험성으로 인한 부분, 즉 해외펀드에서 손실이 발생한 부분으로서 원고가 기준일에 보유하고 있지 않은 엔화에 대한 선물환계약으로 인하여 발생한 손해로 한정되고, 그 나머지 부분, 즉 펀드의 잔존 평가액에 대한 환헤지의 효과로 원고가 회수하지 못한 환차익 부분은 위 선물환계약의 기본적인 기능에 의한 것이므로, 해당 부분은 설명의무를 위반의 결과라고 보기 어렵다'고 판시하여 헤지목적 상품의 불완전판매에 따른 상당인과관계 있는 손해를 비교적 제한적으로 봄(대법원 2010.11.11. 선고 2010다55699 판결)

- 은행과 기업이 통화옵션계약을 체결한 사안에서, '통화옵션계약은 환율이 일정

한 범위 내에서 변동할 것을 전제로 한 부분적 환헤지 상품으로서 근본적으로 환헤지에 부적합하다고 볼 수 없는 점, 그 계약을 통하여 교환되는 옵션 가치에 현저한 불균형이 존재한다거나 콜옵션에 반영된 수수료가 과다하다고 볼 수 없는 점, 그 통화옵션계약의 계약구조에 은행 측이 수취하는 수수료가 반영되어 있음을 기업이 알았거나 쉽게 알 수 있었던 것으로 보이는 점 등에 비추어 볼 때, 은행이 위 통화옵션계약 체결 과정에서 기업을 실질적으로 기망하였거나 착오를 유발하는 등 그 계약이 무효 또는 취소될 수 있는 정도의 적합성 원칙 및 설명의무 위반행위를 하였다고 보기 어렵다'고 하여 비록 헤지의 불완전성이 있다 하더라도 환헤지상품임을 전제로 적합성 원칙 및 설명의무 위반을 부정 (수원지법 2011.1.14. 선고 2009가합3756 판결)

- 키코상품의 경우 '은행들이 취득하는 옵션의 가격에는 은행들이 부담하는 비용과 수취하는 순이익이 포함되어 있는 사실, 이와 같은 비용에는 시장위험 관리비용{헤지(hedge)비용} 및 채권자에 대한 신용위험 관리비용, 파생상품 설계·교섭·판매·사후관리 및 이에 수반되는 인적·물적 자원의 사용에 따른 업무원가가 포함되는 사실, 이와 같은 구조의 옵션 상품을 판매함에 있어 외국에서도 이를 '제로코스트'라 칭하는 예가 있는 사실이 소명되는바, 여기에 채무자들이 영리를 추구하는 기업인 이상 이 사건 각 계약 체결을 통해 일정한 이익을 얻는 것은 당연하며 누구든지 이를 충분히 예상할 수 있다고 보아야 할 것인 점을 함께 고려하여 보면, 옵션의 가격산정에서 위와 같은 비용과 이익이 과다하게 책정되었는지 여부는 별론으로 하고, 은행들이 자신들이 취득하는 옵션의 가격에 그와 같은 비용과 이익을 포함시켜 이를 기업들이 취득하는 옵션의 가격보다 크게 설계하고, 그와 같은 비용과 이익이 은행들이 취득하는 옵션 가격에 포함되어 있음을 명시하지 않은 것이 기업들에 대하여 부당하게 불리하다고 보기는 어렵다'고 판시하여 헤지목적상품을 판매한 은행들의 설명되지 않은 초과수익을 부당하지 않다고 판시 (서울고법 2009.8.21. 자 2009라997결정)

Ⅲ. 헤지거래와 투기거래의 구별

1. 동기?, 효과?, 거래방식?

- 그렇다면 헤지거래인지 투기거래인지는 법적으로도 상당히 중요한 문제라고 할

것인데 과연 헤지거래와 투기거래는 어떻게 구별할 수 있을까?

- 자본시장법은 헤지거래를 ‘위험회피목적의 거래’라고 명명함으로써 일응 동기를 중요하게 보고 있음.

- 하지만 당해 헤지거래에서 발생할 수 있는 손익이 위험회피대상에서 발생할 수 있는 손익의 범위를 초과하지 아니하여야 한다고 하여 헤지거래의 효과가 위험회피가 되어야지 초과이윤이 되지 말아야 하도록 하고 있음.

- 헤지거래의 수단 내지는 거래방식에 관하여는 특별한 제한을 두고 있지 않은데 다만 위험회피대상 즉 헤지대상을 보유하거나 보유할 예정이어야 한다고 함으로써 헤지대상의 존재를 전제로 하도록 하고 있음.

- 결국 헤지거래와 투기거래는 그 동기가 위험회피인지 아니면 초과이윤인지, 그리고 그 효과가 위험회피대상의 손익을 줄이는 것으로 국한되는지, 그리고 해지대상의 보유여부에 따라 구분된다고 할 수 있음.

2. 현실적인 구별의 한계

가 동기의 복합성

- 하지만 현실의 세계에 있어서 행위자의 동기가 분명한 것은 오히려 예외적이며, 통상적으로 사람들은 손실을 회피하면서도 수익을 얻으려는 복합적인 동기를 갖게 마련.

- 똑 같이 집을 사는 행동도, 시세차익을 얻으려는 목적이라고 간주할 수 있지만 물가상승에 따른 보유현금 가치하락이라는 손실회피 목적이라고 선해할 수도 있음.(생각하기 나름임)

- 헤지목적으로 행한 행동이라고 하더라도 실제 그 행동의 와중에 뜻하지 않은 횡재(windfall)를 하더라도 결코 기분 나쁘지 않음.

- 투기목적의 거래를 하면서 일부 위험회피거래를 한다 할 경우 전체적으로 보면 투기목적이 될 수 있음.

- 위험을 회피하기 위해서 위험회피거래를 하는 것인지 아니면 헤지거래를 핑계로 더 많은 위험을 감수하는 것인지 불분명한 경우도 많음.

- 위험회피를 뜻하는 ‘헤지’라는 용어가 가장 탐욕적이고 투기적이라고 생각되는

부류의 펀드(헤지펀드)의 명칭에 들어가는 것도 결국 인간의 본성 (인간의 탐욕은 끝이 없어서 위험을 회피하면 더 많은 위험을 감수하는 성격)을 반영하는 것임.

- 더구나 거래에 따른 이익은 내가 갖고 손실은 남에게 전가할 수 있는 경우 (도덕적 해이가능성이 있을 경우) 동기가 변질될 가능성은 더욱 높아짐.

나. 효과의 양면성

- 헤지거래라는 것도 어떠한 가정에 기초하여 일정한 예측에 기반하는 것이므로 아무리 금융공학적으로 정교한 전략과 이론에 기반하여 이루어졌다 하더라도 늘 원하는 목적을 달성하는 것은 아님.

- 따라서 헤지목적으로 거래를 하였음에도 불구하고 실제 헤지거래로 인해서 오히려 헤지거래대상에서 발생하는 손익의 범위를 초과하는 손실이 발생하기도 함.

다. 거래방식의 중첩성

- 옵션, 선물, 공매도 등등은 헤지거래기법이기도 하지만 투기거래의 기법이기도 함.

- 따라서 외적으로 나타난 거래기법만으로는 헤지거래차원에서 이루어진 파생상품거래인지 아니면 투기거래차원으로 이루어진 파생상품거래인지 구분하기 어려운 경우도 많이 발생함.

- 헤지거래의 대상이 있다 하더라도 헤지거래의 주체와 헤지거래대상의 보유자가 다를 경우 즉 헤지거래의 주체가 헤지거래에 따른 손익을 헤지대상자에게 전가시킬 수 있을 경우 헤지거래가 반드시 헤지대상에 결부된 위험을 회피하는 방향으로 이루어지지 않을 수 있음.

Ⅳ. 헤지거래의 이론과 실제

1. 헤지거래의 이론 (델타헤지를 중심으로)

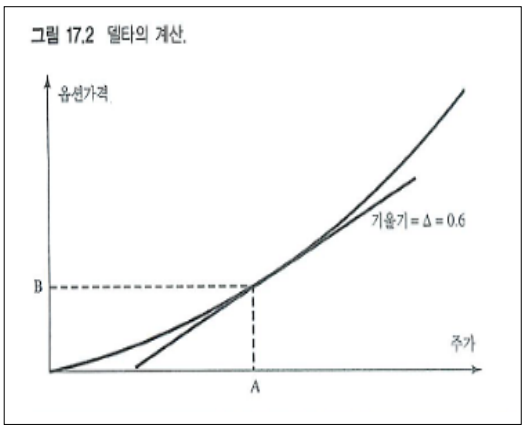
- 헤지거래 기법에는 여러 가지가 있을 수 있으나 최근에 각광을 받고 있는 ELS, ELW, ETF 등과 관련하여 활발히 이루어지고 있는 (동적)델타헤지를 중심으로 헤지거래의 이론과 실제를 살펴보고자 함.

가. 델타헤지

- 델타헤지 또는 델타헤징은 포지션의 델타를 이용하여 헤지를 하는 것을 말함.

- 통상 기초자산의 가격이 상승하면 콜옵션의 가격은 상승하고 풋옵션의 가치는 하락함.

- Delta (△)란 앞서 설명한 바와 같이 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가격의 변화로 정의됨.



- 예컨대 콜옵션의 델타를 0.6으로 가정할 때 이는 주가가 변화하는 경우에 옵션의 가격이 주가변화의 약 60% 만큼 변하는 것을 의미함.[2)]

- 이 경우 주가가 100달러, 옵션가격이 10달러라고 가정하고, 금융기관을 위해 일하는 거래자가 콜옵션 20계약 (즉 주식 2,000주를 살 수 있는 권리)을 매도했다고 가정. 거래자의 포지션은 주식 1,200주 (0.6X2,000)를 매입함으로써 헤지할 수 있는데 이는 옵션 포지션의 이익(손실)과 주식포지션(이익)이 정확하게 상쇄되기 때문.

- 예를 들어 주가가 1달러 상승하면 매입한 주식으로부터 1,200달러의 이익이 발생하는 반면, 옵션의 가격은 0.6달러 (0.6 X 1)상승하고 이는 발행한 옵션으로부터 1,200달러의 손실 (0.6 X 2,000)이 발생함.

- 이 예에서 옵션 2,000개 매도포지션의 델타는 - 1,200 {0.6 X (-2,000)}. 다시 말해서 주가가 △S만큼 상승하면 옵션 매도포지션을 취한 거래자의 손실은 1,200△S. 주식의 델타는 델타의 정의에 의해 1.0이므로 매입한 1,200주 주식포지션의 델타는 +1,200.

- 따라서 투자자의 전체포지션의 델타는 '0' 임. 즉, 주식포지션의 델타가 옵션포지션의 델타를 상쇄.

---

2) 이하 사례는 John C. Hull이 지은 '파생상품의 평가와 헷징전략' 이라는 책에 나온 사례를 그대로 사용한 것임.

- 이토록 델타가 0인 포지션을 델타중립(delta neutral)이라 함.

나. 동적델타헤지

- 헤지포지션을 한 번 구성한 후 그대로 있는 것을 정적델타헤지라고 하고 주가변화나 시간의 변화 등에 따라 포지션을 계속 조정하는 것을 동적델타헤지라고 함.

- 예컨대 주가가 3일 후 110원으로 상승하였다고 할 때 주가가 상승하면 콜옵션의 델타도 증가하게 됨. 델타가 0.6에서 0.65로 증가하면 100주 (0.5 X 2,000)를 추가로 매입해야만 헤지를 유지할 수 있음.

- 이렇게 기초자산의 가격변화나 시간의 변화에 따라 헤지포지션을 재조정하는 것을 동태적 델타헤지라고 함.

- 이상적인 동적델타헤지모델에 따르면 주가가 변화하더라도 그에 따른 옵션가격의 변화에 맞게 보유주식수를 조정함으로써 손실도 이익도 없는 위험중립상태를 만들 수 있다고 함

2. 헤지거래의 한계

가. 일반적인 한계

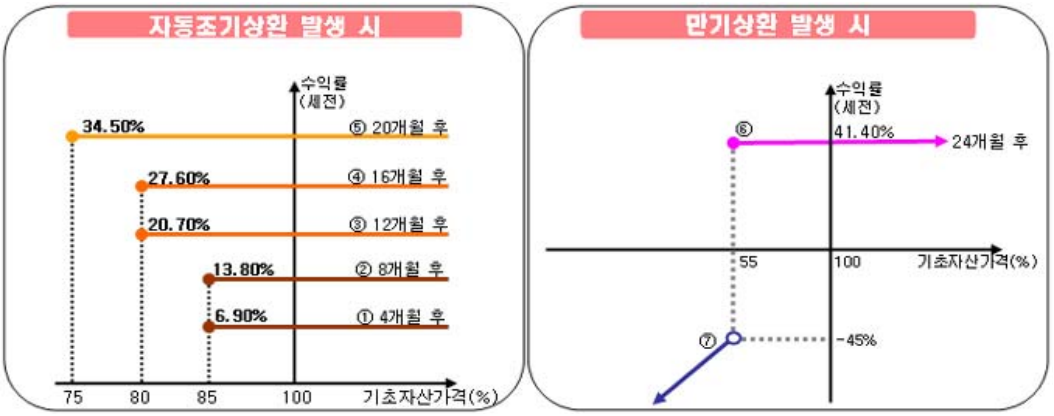
- 동적델타헤지모델에 따라 위험중립상태를 만들 수 있다는 것은 블랙-숄즈에 의한 옵션가격결정모형에 따른 것인데 블랙-숄즈모형자체가 여러 가지 비현실적인 가정 (주가는 기하학적인 브라운운동에 따라 변화한다. 거래비용과 세금이 없다. 증권의 거래는 연속적으로 이루어진다는 등)을 기초로 하고 있으므로 블랙-숄즈모형에 따른 델타헤지거래를 통해서 수익율을 정확히 복제하고 위험중립상태를 만든다는 것은 비현실적인 목표임.

- 더구나 블랙-숄즈 모형에 따라 옵션의 가격을 결정하기 위해서 미래의 변동성(volatility)이라는 변수를 정해야 하는데 미래의 변동성은 과거의 변동성에 의해서 추정할 수밖에 없고 과거와는 다른 변동성이 구현될 경우 헤지는 실패에 이를 수밖에 없음.

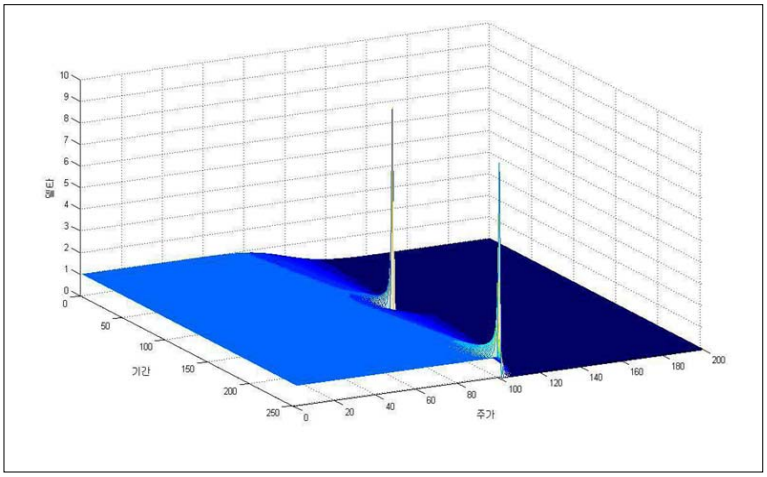
나. ELS와 같이 배리어옵션과 디지털옵션이 결합된 상품에 적용되는 한계

- ELS는 단순한 풋옵션이나 콜옵션이 아니라 배리어옵션 (Barrier Option) 즉 기초자산가격이 사전에 정한 일정한 기간 동안 어떤 특정한 가격에 도달하면 옵션의 효력이 생성하거나 혹은 소멸하는 특성을 가진 옵션, 그리고 디지털옵션 (Digital Option), 즉 정해진 시점에 기초자산가격이 미리 정해진 일정한 가격수준에 있으면 미리 사전에 약정한 금원을 지불하고 그렇지 않을 경우에는 옵션의 가치가 소멸되어 버리는 옵션의 성격을 띈 이색옵션 (Exotic Option)으로서 태생적으로 헤지가 어렵다고 알려져 있음.

- 즉 베리어옵션이나 디지털옵션의 경우 블랙-숄즈모형에 따른 공식을 그저 단순대입하면 만기나 중간평가일에 가까울수록, 기초자산의 가격이 행사가격에 근접할수록 델타가 무한대에 가까워지는 현상이 발생하는데 이는 기본적으로 ELS의 수익구조상 이 부분에서 델타 값의 산정이 불가능한 부분 (즉 불연속점)이 존재하기 때문.



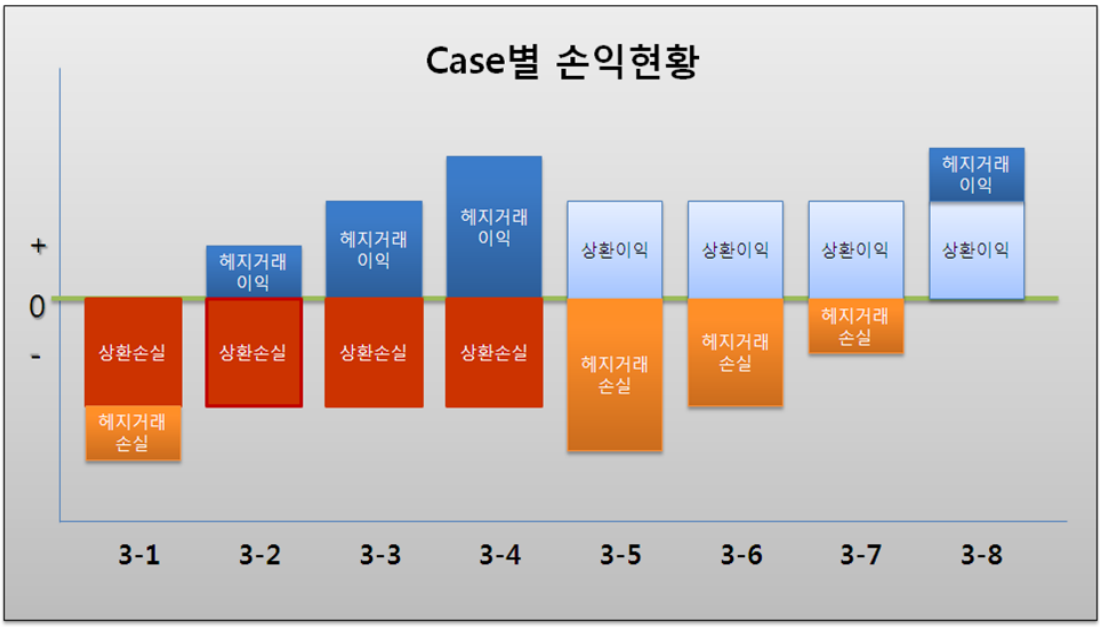
- 불연속점에서는 미분이 불가능하므로 델타값의 산정이 불가능. 따라서 델타헤지도 현실적으로 불가능.



3. 헤지거래의 실패

- 헤지거래의 이상과 같은 한계 (거래비용으로 인한 한계, 변동성 예측이 빗나감에 따른 실패, 구조적으로 헤지불가능영역이 존재함에 따른 한계)로 인해서 헤지거래의 본래 목적, 즉 기초자산의 변동에 따른 위험을 제거하는 목적이 달성되지 않을 가능성이 늘 있게 마련 (오히려 헤지의 목적이 정확히 달성되는 경우가 예외적임)

- 예컨대 금융기관이 풋옵션을 매수하는 구조에 해당하는 ELS의 경우에는 어느정도 기초자산의 변동성이 있을 것을 예상해서 설계하여 판매하는 것인데 주가변동이 거의 없을 경우, 아무리 기초자산을 매수매도하는 헤지거래를 하더라도 헤지거래에 따른 수익을 기대할 수 없어 손실이 발생함.



- 반면 금융기관이 옵션을 매도하는 구조에 해당하는 ELW의 경우에는 당초 예상했던 변동성보다 변동성이 높을 경우 금융기관의 손실이 발생하게 됨.

4. 헤지거래의 한계 내지는 실패에 따른 도덕적 해이 가능성

- UBS 스캔들이 발생한 '델타원' 부서가 바로 ETF 등에 따른 헤지거래를 전담하

는 부서임. 이러한 부서는 헤지거래에 따른 손익에 따라 보상을 받으며 변동성예측이 틀리던지 헤지거래에 실패를 하여 손실이 발생하는 경우 퇴직하는 일도 비일비재하다고 함.

- 따라서 헤지거래의 한계 내지는 실패에 따라 손실이 발생하거나 손실발생이 예상될 경우 헤지거래의 과정에서 투기거래를 감행하거나, 헤지거래에 따른 손실을 투기거래로 만회하거나, 헤지거래에 따른 손실을 고객에게 전가하려는 유인이 존재할 수밖에 없음.

V. 헤지거래의 새로운 양상

1. 델타원 데스크의 확산

- 델타헤지 등의 거래기법을 통하여 기초자산의 수익률을 복제한 파생상품을 매매하는 것은 기초 자산 자체를 매매하는 것보다 쉽고 위험이 적다고 일컬어지기 때문에 현재 많은 투자은행 (IB)들 사이에서 인기있는 거래기법으로 자리잡았다고 함.

- 그래서 현재 세계 유수의 투자은행들이 Delta One 데스크를 보유하고 있다고 함.

가. 헤지펀드를 위한 헤지

- 델타원 데스크의 서비스는 헤지펀드들이 그들의 포트폴리오를 헤지하는데도 주로 사용되는데 만약 어떤 헤지펀드가 25개 종목에 해당하는 12억불어치의 미국주식 현물을 소유하고 있다고 할 때 그 헤지펀드는 일정한 마진을 제공하면서 그 포트폴리오의 15%하락까지의 위험을 헤지하고자 원할 수 있는데 이 때 그들은 투자은행의 델타원 데스크에 전화를 걸어 헤지포지션을 구축해 주도록 요청한다고 함.

- 투자은행이 혁신적인 헤지수단을 이용하여 헤지포지션을 구축하면서 운용에 성공할 경우 고객들로부터 수수료나 마진을 취하는 것 외에 그 헤지거래로 인해서 발생하는 추가적인 이익을 투자은행의 수익으로 귀속시킴.

- 물론 헤지거래의 전략이 잘 맞아 떨어지지 않을 경우에는 투자은행에 손실이 발생할 수도 있으나 헤지전략이 잘 맞아 떨어질 경우 투자은행에 초과이윤이 발생할 수 있음.

나. ETF를 위한 델타원거래의 확대

- 이러한 델타원 업무는 ETF와 관련해서도 많이 이루어지고 있음. 기초자산의 지수를 따라가는 합성 ETF를 발행하는 투자은행은 고객들에게 델타가 1일 것 즉, 기초자산의 지수와 ETF의 가격이 같이 움직일 것을 보장하여야 함.

- 목표지수를 추적하기를 원하는 발행자는 추적하려는 목표지수를 구성하는 종목들을 모두 다 사서 담을 수도 있음.(이른바 완전복제)

- 하지만 일반적으로는 이렇게 구성주식을 다 사모으는 것이 아니라 델타원데스크에 요청을 하여 여러 가지 옵션과 선물 및 다른 금융상품을 사용하여 적절한 복제포트폴리오를 구성하도록 요청함 (이른바 합성복제).

- 문제가 된 UBS의 경우 이 ETF에 따른 복제포트폴리오의 운용과 관련하여 문제가 발생한 것으로 알려짐.

- 델타원 데스크의 비즈니스는 매우 수익이 높아서 JP Morgan Chase의 애널리스트인 Kian Abouhoussein에 다르면 2011년도에 이 비즈니스로부터의 수익은 110억달러에 이를 것이라고 하며 점점 더 커지고 있다고 함.

다. 우리나라의 경우

- 우리나라의 경우에도 ELS, ELW가 보편화되고 ETF의 경우에도 완전복제 (기초자산으로 복제를 하는 것)가 아닌 부분복제 (표본추출에 의한 기초자산으로 복제를 하는 것) 또는 합성복제 (지수구성종목이 아닌 스왑 등 장회파생상품으로 지수를 추적하는 방법)이 가능하도록 변화하고 있음.

- 비록 델타원이라는 명칭을 쓰지는 않더라도 사실상 델타원 데스크가 확대되고 있다고 보아야 함.

2. Flow-prop 트레이딩

- ELS를 위한 헤지거래, ELW를 위한 헤지거래, ETF를 위한 헤지거래 등 소위 델타원 또는 델타헤지업무의 특징은 법적으로나 실질적으로 '자기매매거래' (Proprietary trading)임에도 불구하고 외관상으로는 고객을 위한 업무 (Flow

trading)으로 보인다는 점임.

- 이 때문에 델타원 데스크의 거래를 Flow-prop trading이라고 부르기도 함. 하지만 법적으로나 실질적으로 거래에 따른 계산이 금융기관에 귀속된다는 점에서 엄연한 Prop Trading임.

- 델타원 데스크의 업무는 매우 수익성이 높을 뿐만 아니라 표면적으로 보면 위험해 보이지 않고 또 전혀 탐욕적이지 않아 보임.

- 고객의 요청에 따라 또는 고객을 위해서 하는 업무이므로 고객과 이해상충이 없다고 주장됨.

- 하지만 이번 UBS 스캔들의 사례에서 보듯이 다른 월스트리의 업무와 마찬가지로 적절하게 감독되지 않으면 매우 위험할 수 있음.

- 델타원 업무 또는 델타헤지 비즈니스가 진정 위험한 이유는 겉으로 전혀 위험해 보이지 않기 때문.

- 또 고객에게 교묘하게 피해를 줄 수 있는 이유는 역설적으로 그 업무가 고객을 위해서 이뤄진다고 믿어지기 때문.

- 또한 이러한 델타헤지 비즈니스의 위험성은 불투명성에도 기인함.

- 매우 복잡한 금융공학을 이용할 뿐만 아니라 기밀이 요구되는 헤지전략을 활용하여 거래가 이루어지므로 상급자들이 감독하기가 어려움.

- 따라서 최고경영자들도 무엇이 어떻게 진행되는지 잘 모르고, 굳이 알려고 하지도 않고 그저 이 업무가 가져오는 수익에만 신경을 쓴다고 함.

> *"The role is to minimise the risk, but it's not always the case that the hedge will work," one ETF marketmaker said. _'What is Delta One, Oct 13 FT*
>
> *Delta One and ETFs are purportedly client services where profits are generated from economies of scale. But they work only because banks believe they can use their secret sauce – algorithms and proprietary trading – to be just a little cleverer than their clients to produce the same or better returns more cheaply... But it is obvious that banks do not fully understand what they are doing. Regulators need to step in before the latest attempt by banks to chase lucrative but poorly understood growth areas results in a repeat of the structured products crisis from which the investment banks have yet to recover. Lex, ETFs/Delta One, Business Review World Wide*

3. 볼커룰

- 최근 대형 투자은행의 투기적인 프랍 트레이딩(은행의 자기자본으로 투자하는 자기매매) 금지을 규제하는 '볼커룰(Volcker Rule)'의 초안이 나왔음.

- 그런데 이 법안이 목표로 하는 자기매매업금지가 광범위한 헤지거래의 허용으로 사실상 무산될 것으로 보인다고 함.

- 앞서 미 금융당국은 헤지거래를 '특정한 방향성 매매에 연동된 거래행위'로 좁게 해석했지만, 이번에 공개한 법초안에서는 '하나 이상의 트레이딩 데스크가 가진 전체 포트폴리오 차원의 리스크를 커버하는 거래'로 해석하고 있어 전문가들은 투자은행들이 사실상 모든 시장에서 자기매매가 가능하도록 문호를 열어준 것으로 보고 있음. 이는 은행들이 '미국 리세션 리스크' 등 포트폴리오에 대한 리스크를 광범위하게 정의할 수 있기 때문이라고 함.

- 결국 볼커룰 등 금융개혁법안에도 불구하고 고객들을 위한다는 명분하에 이루어지는 소위 헤지거래는 광범위하게 허용될 것으로 보임.

VI. 헤지거래기법을 활용한 투기거래에 대한 법적 규제

1. 점차 증가하는 파생상품관련 법규위반행위

- 지난 9월 21일 파이낸셜타임즈의 보도에 따르면 미국 증권거래위원회(SEC)가 전(前) 골드만삭스 트레이더와 그의 아버지를 증권사기 혐의로 고발했다고 함.

- SEC의 주장에 따르면 골드만삭스 전 트레이더였던 스펜서 민드린이 그의 아버지 알프레드 민드린과 함께 골드만삭스의 상장지수펀드(ETF) 관련 내부 헤지 정보를 이용해 2007년 말부터 2008년 초까지 5만7000달러의 부당 이익을 취했다고 함.

- SEC는 여기에 Section 17(a) of the Securities Act, Section 10(b) of the Securities Exchange Act, SEC Rule 10b-5와 같은 통상 증권사기에 적용하는 법규정을 적용한 것으로 알려지고 있으며 파생상품과 관련해 불법적인 내부거래가 있는지 더욱 면밀히 조사할 것이라고 밝혔다고 함.

- 2011. 9. 27. 거래소에 따르면 SK증권은 Kodex레버리지와 Kodex200 ETF 등 2개 종목에 대해 유동성공급자(Liquidity Provider · 이하 LP)의 유동성 공급 수량을 헤지(Hedge)하는 과정에서 허위로 매매를 체결한 사실이 적발됐다고 함.

- 또한 거래소가 지난 8월 '2011년도 상반기 불공정거래 신고현황'을 공개한 바에 따르면 올해 상반기 주가관련 파생상품 시장 불공정내역 신고건수는 지난해 6건에서 올해 63건으로 크게 늘었다고 함.

2. 법적 규제의 방향

- 미국의 사례에서 보듯이 헤지거래를 구조적으로 규제하는 것은 사실상 힘듬.

- 따라서 헤지거래도 공평하게 법의 적용을 받도록 하는 것이 핵심적인 규제방향임.

- 헤지거래에 활용되는 기법의 거래라든지, 헤지를 목적으로 한 거래라고 해서 각종 법규제를 면제하여서는 안 됨.

- 헤지거래기법을 활용한 투기거래나 불공정거래행위에 대해서 자본시장법의 각종 규제들이 공평하게 적용되는 것이 바람직함.

3. 금융기관의 내부통제가 더욱 중요함

- 발표자는 금융공학이나 파생상품 등에 관한 한 비전문가임.

- 비전문가의 장점은 전문가가 너무 당연하게 생각하는 것에 의문을 제기할 수 있다는 것임.

- 소송과정에서 보니 종전에 갖고 있던 헤지거래에 관한 막연한 인식과는 달리 '헤지거래'와 '투기거래'와의 구분이 매우 모호하고, '헤지거래'의 목적으로 고안된 거래행태 역시 언제든지 '투기거래'로 변질될 수 있는 것으로 보임.

- 더 나아가 헤지거래를 담당하는 실무자뿐만 아니라 금융기관의 경영진들이 헤지거래의 실제 매커니즘, 타당성과 그 한계에 관하여 편향되거나 잘못된 인식 또는 신념을 갖고 있는 것 같음.

- 그리고 그러한 편향된 인식이나 신념이 때로는 고객들에 대한 피해를 야기하기거나 금융기관에 엄청난 손실을 야기하는 매우 위험한 태도인 것 같음.

- 금융기관 자신의 지속가능한 발전을 위해서도 헤지거래에 대한 보다 냉정한 내부통제와 감독이 필요함.