



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

차 경 욱 교수 지도  
석사학위 청구논문

ELS(주가연계증권) 투자자 특성에  
따른 ELS 보유유형 분석

2015

성신여자대학교 대학원  
생활문화소비자학과  
박 주 현

ELS(주가연계증권) 투자자 특성에  
따른 ELS 보유유형 분석

차 경 옥 교수 지도

이 논문을 석사학위논문으로 제출함

2015년 5월

성신여자대학교 대학원  
생활문화소비자학과  
박 주 현

# 인 준 서

박주현의 석사학위 논문으로 인준함

2015년 5월

심사위원장 \_\_\_\_\_ (인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_ (인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_ (인)

성신여자대학교 일반대학원

## 논문개요

저성장, 저금리 시대가 지속되는 상황에서, 투자자들은 상대적으로 높은 수익률을 보장하는 대체 투자수단에 대한 관심을 갖게 되었다. 이와 같은 투자자들의 요구와 새로운 수익창출이 필요했던 금융회사의 수요가 맞물려, 2003년부터 중위험, 중수익의 상품으로 인식되는 ELS(주가연계증권)가 출시되었다.

1%대의 기준금리와 국내 증시의 상승, 정부가 발표한 '파생상품시장 발전 방안'의 영향으로 ELS 발행액이 증가하고 있다. 2014년 ELS 개인투자자의 비중은 96%에 이르렀고, 건당 평균 투자금액은 3천만원 수준이었다. ELS시장의 규모가 지속적으로 확대되고, 개인투자자들의 투자건수가 막대한 비중을 차지하고 있지만 이와 관련 된 연구는 부족한 실정이다.

본 연구에서는 ELS 투자자의 투자행동 특성을 살펴보고, ELS 투자자의 특성에 따라 ELS 보유유형에 유의한 차이가 있는지를 분석하며, ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 살펴보았다. 본인명의로 ELS를 보유하고 있는 20대 이상 성인남녀를 대상으로 자기기입식 온라인 설문조사 자료를 사용하여 기술통계, 집단 간 평균비교(t-test), 교차분석( $X^2$ -test), 로지스틱 회귀분석(Logistic regression)을 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, ELS 보유 특성을 살펴보면, 조사대상자 336명이 보유하고 있는 ELS 상품은 총 488개로, 조사대상자 1인당 평균 1.44개를 보유하고 있는 것으로 나타났다. 총 488개의 ELS 상품은 원금보장형 237개(48.6%), 원금일부보장형 162개(33.2%), 원금비보장형이 89개(18.2%)였다. ELS 가입금융기관(판매회사)을 살펴보면, 은행에서 가입한 ELS상품이 234개(49.2%), 증권사에서 가입한 ELS상품이 242개(50.8%)로 비슷한 수준이었다. ELS 상품 1개당 투자금액은

평균 3,523만원 이었으며, ELS 평균기대수익률은 15.55%였다. ELS에 투자하는 가장 중요한 이유는 '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'로 나타났다. 이는 투자자들이 ELS를 은행 예금, 적금 보다는 높은 이율을 기대하는 동시에 원금손실을 최소화 할 수 있는 상품으로 인식하고 있음을 의미한다.

둘째, 조사대상자들의 ELS 투자경험 특성을 살펴보면, 최초로 ELS에 투자한 시점부터 현재까지의 투자기간은 평균 3.63년이었고, 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자는 179명(53.3%), ELS를 투자한 경험이 없는 대상자는 157명(46.7%)이었다. 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자가 투자했던 ELS 투자개수는 평균 2.32개였으며, ELS 평균수익률은 13.71%로 나타났다.

셋째, ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장형, 원금비보장형)의 차이를 살펴본 결과, 재무적 특성의 변수 중 금융자산 총액과 안전금융자산 보유액, 거치식 펀드 보유액이 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자 집단의 금융자산 총액, 안전금융자산 보유액과 거치식 펀드 보유액이 원금보장형 ELS만 보유한 집단 보다 유의하게 많은 것으로 나타났다. 또한 행동재무적 성향을 살펴보면, 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자들이 감수하고자 하는 투자 손실률이 유의하게 큰 것으로 나타났으며, 위험회피형 투자자들은 원금보장형 ELS만 보유한 비율이 높은 반면, 위험추구형 투자자들은 원금비보장형 ELS를 보유한 비율이 높았다.

넷째, ELS 보유유형(원금보장형, 원금비보장형)별로 ELS 보유 특성을 비교한 결과, ELS 상품보유개수는 원금보장형 ELS만 보유한 집단(1.22개) 보다 원금비보장형 ELS를 보유한 집단(1.59개)이 유의하게 많았고, 원금비보장형 ELS 보유집단은 증권사에서 가입한 비중이 유의하게 높았다. ELS에 대한 기대수익률 역시 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 유의하게 높은 것으로 나

타났다. 또한 조사대상자의 ELS 투자경험에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단의 투자기간(4.03년)이 원금보장형 ELS만 보유한 집단의 투자기간(3.06년) 보다 유의하게 길었다. 과거 ELS 투자경험여부 역시 원금비보장형 ELS를 보유한 집단에서 유의하게 높게 나타났다. ELS와 관련된 주요 용어와 내용의 이해도 수준에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과, 이해도 평균점수는 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 원금보장형 ELS만 보유한 집단 보다 유의하게 높았다. 특히 낙인배리어, 변동성, 발행사 신용도, 상환연장, 적격투자자제도와 같은 내용은 두 집단 간의 이해도 수준에 유의한 차이가 나타났다.

다섯째, ELS 투자기간이 길수록, ELS 기대수익률이 높을수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성이 낮았는데, ELS 투자자들이 과거 투자경험을 바탕으로 좀 더 높은 수익을 낼 수 있는 원금비보장형 ELS 선택하기 때문이다.

여섯째, 위험추구형 투자자일수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성은 낮았고, 위험회피형 투자자집단은 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 높은 것으로 나타났다.

본 연구는 ELS 개인투자자들의 투자행태와 관련된 연구가 부족한 상황에서 투자자들에게 자기기입식으로 응답하게 하여 투자자의 특성 및 투자행태를 살펴 본 것에 의의가 있다. ELS 가입자 및 잠재적 가입자에게 정보를 제공하고, 판매자에게 상품 설계 및 판매 시에 도움이 되는 정보를 제공할 수 있을 것이며, 주식투자 위주로 이루어져 온 직접투자행동 분석 연구의 폭을 넓히는데 기여할 수 있을 것으로 사료된다.

# 목 차

## 논문개요

I. 서론	1
1. 문제제기	1
2. 연구목적	4
II. 관련 개념 및 선행연구 고찰	5
1. ELS의 개념과 특성	5
1) ELS의 개념과 도입배경	5
2) ELS의 구조와 특성	6
3) ELS의 유형	10
2. ELS 투자 현황	10
1) ELS 발행과 상환현황	10
2) 개인투자자의 ELS 투자현황	14
3. ELS 투자 관련 선행연구 고찰	15
1) ELS 투자행동 특성	15
2) ELS 이해도	18
3) ELS 투자에 영향을 미치는 요인	20
III. 연구방법	28
1. 연구문제	28
2. 분석자료 및 연구대상	29
3. 측정도구의 구성	30
1) ELS 투자행동 특성	30
(1) ELS 보유 특성	30

(2) ELS 투자경험 특성 .....	31
(3) ELS에 대한 이해도 .....	31
2) 사회·경제적 특성 .....	33
3) 재무적 특성 .....	33
(1) 유형별 금융자산 보유액 .....	33
(2) 행동재무적 성향 .....	34
4. 분석방법 .....	37
IV. 연구결과 및 분석 .....	38
1. 조사대상자의 일반적 특성 .....	38
1) 사회·경제적 특성 .....	38
2) 재무적 특성 .....	40
2. ELS 투자행동 특성 .....	44
1) ELS 보유 특성 .....	44
2) ELS 투자경험 특성 .....	49
3) ELS에 대한 이해도 .....	50
3. 사회·경제적, 재무적 특성에 따른 ELS 보유유형 비교 .....	52
1) 사회·경제적 특성에 따른 ELS 보유유형 차이검증 .....	52
2) 재무적 특성에 따른 ELS 보유유형 차이검증 .....	54
4. ELS 투자행동 특성에 따른 ELS 보유유형 비교 .....	58
1) ELS 보유유형별 ELS 보유 특성 차이 검증 .....	58
2) ELS 투자경험에 따른 ELS 보유유형 차이검증 .....	61
3) ELS 이해도 수준에 따른 ELS 보유유형 차이검증 .....	63
5. ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인 .....	65

V. 결론 및 제언 .....	68
1. 요약 및 논의 .....	68
2. 결론 및 제언 .....	70

참고문헌

부록

ABSTRACT

## 표 목 차

<표 1> ELS, ELD, ELF 비교 .....	9
<표 2> 최근 2년간 ELS 손실상환 비중 .....	13
<표 3> 최근 2년간 ELS 손익률 손실상환 비중 .....	14
<표 4> ELS 개인투자자 현황 .....	14
<표 5> ELS 투자행동 특성 측정도구.000.0 .....	32
<표 6> 유형별 금융자산 보유액 측정도구 .....	34
<표 7> 행동재무적 성향 측정도구 .....	36
<표 8> 조사대상의 사회·경제적 특성 .....	39
<표 9> 조사대상자의 금융자산 보유액 .....	42
<표 10> 조사대상자의 행동재무적 성향 .....	43
<표 11> ELS 보유 특성 .....	46
<표 12> ELS 투자이유 .....	48
<표 13> ELS 투자경험 특성 .....	50
<표 14> ELS 이해도 수준 .....	51
<표 15> 사회·경제적 특성에 따른 ELS보유유형 차이검증 .....	53
<표 16> 유형별 금융자산 보유액에 따른 ELS보유유형 차이검증 .....	55
<표 17> 행동재무적 성향에 따른 ELS보유유형 차이검증 .....	57
<표 18> ELS보유유형별 ELS 보유 특성 차이 검증 .....	60
<표 19> ELS 투자경험에 따른 ELS보유유형 차이검증 .....	62
<표 20> ELS 이해도 수준에 따른 ELS보유유형 차이검증 .....	64
<표 21> 원금보장형 ELS 보유 결정에 영향을 미치는 요인분석 .....	67

## 그림 목 차

<그림 1> ELS 발행 현황 .....	11
<그림 2> ELS 유형별 발행 현황 .....	12
<그림 3> ELS 발행 현황 종합 .....	12

# I. 서론

## 1. 문제제기

저성장, 저금리 시대가 지속되는 상황에서, 투자자들은 상대적으로 높은 수익률을 보장하는 대체 투자수단에 대한 관심을 갖게 되었다. 주식, 채권뿐만 아니라 파생상품에 대한 개인투자자들의 관심이 높아졌고, 이와 같은 투자자들의 요구와 새로운 수익창출이 필요했던 금융회사의 수요가 맞물려, 2003년부터 중위험, 중수익의 상품으로 인식되는 ELS(주가연계증권)가 출시되었다.

ELS는 유가증권시장, 코스닥시장 또는 외국시장에서 매매거래 되는 특정 주권의 가격이나 주가지수의 변동과 연계하여, 주권의 매매나 금전의 수수거래를 할 수 있는 권리가 표시된 것을 말한다.(자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 제 4조) 외생적 지표에 의해 수익이 결정되는 증권으로, 주식과 채권 사이의 위험을 가지며 은행이자율보다 높은 수익을 창출하고, 유동성과 거래가능성을 갖는다. 또한 파생상품시장에 직접 참여하는 것 보다 소액으로 투자하면서 높은 수익률을 얻을 수 있다는 장점이 있다.

ELS와 비슷한 성격의 상품으로 ELD, ELF, ELW 등이 있으나 구조와 성격에서 차이가 있다. ELS 발행 초기에는 자산의 대부분을 안전채권에 투자하고, 이를 통해 얻은 이자부분을 주가지수 옵션 등 파생상품에 투자하는 수익구조를 가지고 있었으나, 최근에는 기초자산의 대상이 개별주식이나 주가지수 외에 원유, 상품, 환율 등으로 다양화되고, 높은 수익률을 추구하는 공격적인 상품이 증가하였다. 이러한 상품들은 투자자들의 다양한 투자성향을 반영한다는 장점을 가지고 있지만, 상품의 수익구조와 상환조건이 복잡

헤지는 결과를 초래하고, 정보 비대칭과 불완전 판매 등의 문제로 인해 투자자피해를 야기할 수 있다.

1%대의 기준금리와 국내 증시의 상승, 그리고 2014년 정부가 발표한 ‘파생상품시장 발전방안’(금융위원회, 2014)의 영향으로, 2015년 1분기 ELS 발행액은 전년 동기대비 74.4% 상승한 24.1조원을 기록하였다(한국예탁결제원, 2015). 2015년 3월말 기준 ELS 발행 잔액은 61.5조원으로, 2008년 이후 연간 약 20%씩 증가해왔다(금융감독원, 2015). 특히 2014년 총 32.6만 건의 ELS 투자건수 중 개인투자자의 비중은 96%에 이르렀고, 개인투자자의 건당 평균 투자금액은 3천만원 수준이었다(금융감독원, 2014).

이처럼 ELS시장의 규모가 지속적으로 확대되고, 개인투자자들의 투자건수가 막대한 비중을 차지하고 있지만, 손실 상환된 ELS의 비중과 원금손실률 역시 증가하였다(금융감독원, 2015). 2014년 상환된 ELS 원금 55.1조원 중 손실이 발생한 상태로 상환된 원금은 3.6조원 것으로 나타났다. 손실상환된 ELS 원금은 2013년 대비 2.3조원이 증가했고, 전체 상환원금 중 손실상환 비중 역시 같은 기간 3.2%에서 6.5%로 2배 이상 높아졌으며, 2014년 손실상환된 ELS의 원금 손실률은 41.4%로 2013년(32.7%)보다 8.7% 상승하였다(금융감독원, 2015).

ELS 손실금액이 증가하면서 민원 역시 증가하였다. 금융감독원 분쟁조정국에 따르면 금융투자업계에서 ELS 관련 조정건수가 가장 많았는데 민원의 주요 내용은 손실상환에 관련된 내용이었으며, 2012년 31건에서 2014년 264건으로 급증하였다(금융감독원, 2015). 또한 2015년 4월 대법원에서 ELS 시세 조종 의혹에 대해 집단소송을 허용하는 판결을 내리면서 향후 소송도 증가할 것으로 보인다.(중앙일보, 2015.4.28)

이러한 문제점들은 ELS상품의 수익구조와 상환조건의 복잡성, 투자자의 이해부족 등에 기인하는 것이다. ELS와 관련된 다양한 투자자 문제와 피해

분쟁이 발생하자 정부에서는 ELS 투자자보호 강화방안을 마련하고 ‘파생상품 결합증권 신고서 작성 가이드라인’을 제시하고 있다. 선행연구들도 ELS 상품시장에 대한 규제 및 법적 검토(엄세용, 2010; 안수현, 2004; 정승화, 2011 등)를 수행하거나 ELS 투자자보호 강화방안을 연구(배승욱·안수현, 2013, 정승화·안수현, 2013, 안동현, 2012, 금융감독원, 2007, 2012)해 왔다.

그러나 ELS 시장에서 개인투자자가 차지하는 비중이 막대함에도 불구하고, 개인투자자의 ELS 투자특성과 투자행동을 분석한 연구는 매우 부족한 실정이다. 금융투자협회(2010)에서 ELS 투자자를 대상으로 투자자 특성, 투자경력, 투자규모 등을 파악하였고, 금융감독원(2013)에서 ELS 판매 만족도를 파악한 설문조사가 이루어진 바 있으며, 최근 이영애·조유현·이성림(2013)이 ELS 금융이해력 수준에 대해 분석한 연구가 이루어진 정도다.

ELS상품의 복잡성, 투자자의 이해부족으로 인한 ELS 관련 문제가 증가하고 있는 상황에서, ELS 투자의사결정에 도움이 되는 정보를 제공하고, 투자자보호방안을 마련하며, ELS 시장의 건전한 투자분위기를 조성하기 위해서는 개인투자자들의 ELS 투자행동을 충분히 이해하는 것이 선행되어야 할 것이다.

이에 본 연구에서는 ELS 투자자의 투자행동 특성을 살펴보고, ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성, 투자행동 특성에 따라 ELS 보유유형을 비교하며, ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다.

개인투자자를 대상으로 한 ELS 관련 선행연구가 부족한 상황에서, 본 연구는 ELS 투자행동을 이해하는데 도움이 되는 정보를 제공하며, ELS 상품 설계에 필요한 정보를 제공할 뿐 아니라, 주식투자 위주로 이루어져 온 직접투자행동 분석 연구의 폭을 넓히는데 기여할 수 있을 것으로 사료된다.

## 2. 연구목적

본 연구에서는 ELS 투자자의 투자행동 특성을 살펴보고, ELS 투자자의 특성에 따라 ELS 보유유형에 유의한 차이가 있는지를 분석하며, ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다.

첫째, ELS 투자자의 투자행동 특성을 ELS 보유 특성, ELS 투자경험, ELS에 대한 이해도 수준으로 나누어 분석하고자 한다.

둘째, ELS 투자자의 사회·경제적 특성, 재무적 특성에 따라 ELS 보유유형에 차이가 있는지 검증하고자 한다. 재무적 특성은 유형별 금융자산 보유액과 행동재무적 성향으로 나누어 살펴보고, ELS 보유유형은 원금보장형과 원금비보장형 ELS로 나누어 분석하고자 한다.

셋째, ELS 투자자의 투자행동 특성(ELS 보유 특성, ELS 투자경험, ELS에 대한 이해도 수준)에 따라 ELS 보유유형(원금보장형, 원금비보장형)에 차이가 있는지 검증하고자 한다.

넷째, ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다.

이를 통해 ELS를 보유하고 있는 투자자뿐만 아니라 잠재적 투자자들의 의사결정에 도움이 되는 정보를 제공하고자 한다. 또한 금융투자회사가 ELS 상품 설계단계에서 금융소비자의 수요와 특성을 반영하고, 판매단계에서 투자자들에게 필요한 정보를 적절하게 제공할 수 있도록 노력하고자 한다. 나아가 ELS 시장에서의 투자자보호 강화를 위한 방안을 모색하고자 한다.

## II. 관련 개념 및 선행연구 고찰

### 1. ELS의 개념과 특성

#### 1) ELS의 개념과 도입배경

ELS는 “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액 등이 결정되는 권리가 표시된 것”(자본시장통합법 제4조 제7항)으로 정의된다.

ELS는 타인의 노력과 무관하게 외생적 지표에 의해 수익이 결정되는 증권을 모두 포함하고 있으며 다양한 기초자산을 갖는다. ELS의 기초자산은 금융투자상품, 통화(외국의 통화를 포함), 일반상품(농산물, 축산물, 수산물, 임산물, 광산물, 에너지에 속하는 물품 및 이 물품을 원료로 하여 제조하거나 가공한 물품, 그 밖에 이와 유사한 것), 신용위험(당사자 또는 제 3자의 신용등급의 변동, 파산 또는 채무조정 등으로 인한 신용의 변동), 그 밖에 자연적, 환경적, 경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격, 이자율, 지표, 단위의 산출이나 평가가 가능한 것(자본시장통합법 제4조 제10항)으로 정의된다(박경란, 2004; 안수현, 2004; 우민철, 2014; 정승화, 2011).

ELS는 ‘증권화한 파생상품’(securitized derivatives)으로 이해하는 것이 가장 적절하고, 주로 채권에 ELS가 결합되는 경우가 대부분이기 때문에 외국에서는 추가연계채권(ELN : Equity-Linked Note)으로 명명되고 있으며 우리나라에서는 기초자산의 종류에 따라 CLS, ELS, DLS등 다양한 명칭으로 불리고 있다(김복녀, 2013).

ELS가 도입된 배경은 수요와 공급 두 가지 측면에서 살펴 볼 수 있다. 수요의 측면에서 첫째, 증권거래법시행령에서 유가증권의 범위를 확대하였기

때문이다. 이는 ELS가 개인투자자를 위한 투자상품으로서 인정된 직접적인 계기가 되었다. 둘째, 새로운 상품을 설계하고자하는 업계의 수요가 높아졌고, 정부 또한 신종증권을 통해 침체된 주식수요를 활성화시키고자 하는 의욕이 있었다. 셋째, 금융시장이 성장함에 따라 부동산으로 집중되었던 부동산 자금이 새로운 투자처를 찾게 되었으며, 예금 또한 상당기간 초저금리 기조가 유지되어 높은 수익을 얻고자 하는 투자자들의 요구가 있었다. 공급의 측면에서는 2002년 7월부터 증권거래법의 개정으로 증권회사가 장외파생상품업무를 할 수 있도록 허용하여 상품을 설계하는 것을 지원하는 중요한 계기가 되었다. 이러한 수요와 공급의 측면의 니즈가 맞물리면서 ELS는 2003년부터 도입, 활성화되었다(안수현, 2004; 이상철, 2012).

## 2) ELS의 구조와 특성

ELS의 투자원금은 채권, RP, CD, CP 등에 투자되며, 원금보장 여부에 따라 편입비중이 상이하다. 고정수익증권에서 창출된 이자는 다시 주식파생상품에 투자되는데 옵션, 스왑, 선도 거래 등이 포함된다. 초기에 발행된 유가증권은 대부분 원금보장형 구조로 원금의 대부분을 국공채에 투자하여 만기까지 보유하고 있으며, 채권에서 받은 이자로 KOSPI 200지수, 옵션 등에 투자하여 초과이익을 추가하는 방식이었다. 이는 쿠폰이자율을 이용한 옵션 투자가 성공적이었다면 채권이자보다 높은 투자수익률을 얻을 수 있으나, 옵션 투자에 실패하면 이자수익 없이 원금만 상환 받는 구조이다. 하지만 작은 쿠폰이자를 원금으로 투자한 옵션의 투자수익이 크지 않기 때문에 원금의 절반 정도를 주식에 투자하는 구조를 가져 상대적으로 높은 수익을 얻을 수 있는 원금비보장형이 등장하게 되었다(우민철, 2014).

정승화·안수현은 ELS의 특성을 다음의 여섯 가지로 분류하였다. 첫째,

ELS는 파생상품성이 내재되어있다. 자본시장통합법은 ELS를 미국 등과 같이 채무증권으로 구분하지 않고 파생상품성이 내재된 별도의 증권으로 구분하고 있는데, 이는 ELS가 파생상품성을 내재하는 특성을 가지고 있기 때문이다. ELS를 단순히 채무증권으로 구분하게 되면 명칭에서 “파생”이라는 단어가 빠지게 되어 파생상품성이 내재된 투자위험이 높은 증권이라는 점이 간과될 수 있기 때문이다.

둘째, 채무증권은 국가·지방자치단체·기업·금융기관 등이 자금조달 목적으로 발행하나, ELS는 금융투자회사가 자금조달이 아닌 금융투자상품의 목적으로 발행된다는 특성이 있다.

셋째, 발행과 수익구조상 특징을 갖는다. ELS는 이자나 원금 등이 기초자산의 움직임에 연동되며, 다른 금융상품들과는 달리 ELS의 투자수익은 평가일(valuation date)로 정해진 특정일 또는 특정기간을 기준으로 결정되기 때문에 평가일 또는 평가기간 전후에 발생한 기초자산의 움직임은 투자수익에 아무런 의미가 없고, 투자수익은 발행조건에서 이미 결정되어 있다. 따라서 ELS는 투자자에게 이익을 확정하거나 담보하는 것은 아니며, 투자 전액을 상실할 가능성도 존재한다. 또한 수익이 난 경우 발행조건에 따라 만기에 현금 또는 현물로 받을 수 있다.

넷째, ELS는 증권의 가치가 변동하는 점에서 주식과 유사하지만, 주식이나 채권과는 달리 내부적으로 복잡한 손익구조를 갖는다. 또한 ELS는 발행자의 재무상태 내지 신용상태의 변화에 따른 위험을 갖는다. 따라서 발행기관인 증권회사가 재무상태의 악화로 지급불능상황에 처할 경우 투자원금과 투자수익 전부에 대하여 지급받지 못할 위험이 존재하는데 바로 이점이 예금자보호가 되는 은행의 예금상품과 크게 차이가 있다.

다섯째, 직접 파생상품시장에 참여하는 것 보다 훨씬 적은 규모로 소액투자가 가능하여, 적은 비용으로 높은 수익을 추구할 수 있다.

여섯째, ELS는 정보의 비대칭과 이해상충의 가능성이 존재한다. ELS는 투자자의 입장에서 다른 금융투자상품과 비교하거나 이론가격을 계산하기가 용이하지 않아 전통적인 증권에 비하여 정보의 비대칭(information asymmetry)이 존재할 가능성이 높아 불완전 판매가 발생 할 수 있다. 또한 투자자가 ELS의 수수료 체계를 명확히 알기 어려워 판매자가 투자자의 위험선호에 비하여 더욱 위험하거나 선호에 맞지 않는 상품을 높은 수수료를 얻기 위하여 권유할 수 있어 판매자와 투자자 사이에 이해상충 가능성이 존재한다.

위에 언급한 ELS의 일반적 특성 외에 박경란은 우리나라 ELS가 갖는 특징을 정리하였다. 첫째, 주가연계증권의 일반적인 기초자산(underlying asset)은 개별주식 또는 주가지수이다. 최근 HSCEI, Eurostoxx50 등 다양한 해외지수들이 기초자산으로 사용되고 있지만 우리나라 주가연계증권 대부분의 기초자산은 KOSPI200지수이다.

둘째, 우리나라 주가연계증권의 투자기간은 일반적으로 1년이다. 1년 미만의 상품을 만들기 어려운 것은 원금보장형 상품인 경우 만기가 짧아지게 되면 모집한 돈의 대부분을 채권에만 투자해야하고 옵션에 투자할 수 있는 여력이 크지 않아 지수가 상승하더라도 기대수익이 높게 나오지 않는 단점이 발생하기 때문이다.

셋째, ELS의 종류는 다양하게 분류될 수 있지만 최근 대부분의 ELS는 2개의 개별주식을 기초자산으로 가지거나 지수를 기초자산으로 하는 지수형 ELS<sup>1)</sup>, 조기상환형, 원금비보장형으로 발행되고 있다.

ELS의 특성을 보다 자세히 살펴보기 위해 유사상품과 비교한 결과는 표<1>과 같다. ELS와 ELD의 가장 큰 차이점은 원금보장여부이다. ELD는 원금의 100%를 보장하며 예금보호대상이 되지만 ELS는 원금을 반드시 보장하는 것은 아니며 예금보호대상이 되지 않는다. ELS와 ELF의 차이점은 실적배당형 상품이라

---

1) 2015년 1/4 전체 발행금액의 99.1%인 23조 8,943억원을 기록했다(한국예탁결제원, 2015).

는 것으로, ELF는 실제운용결과에 따라 만기상환금액이 달라진다,

<표1> ELS, ELD, ELF 비교

구분	ELS(추가연계증권)	ELD(추가연계예금)	ELF(추가연계펀드)
발행기관	증권회사	은행 등 예금취급기관	투신운용사 자산운용사
판매기관	증권회사 등	은행 등 예금취급기관	증권회사 등
자산운용	고유계정과 혼합	고유계정과 혼합	고유계정과 분리
형태	유가증권 (수익증권, 주식)	정기예금	유가증권 (수익증권, 주식)
투자방법	유가증권 매입	정기예금 가입	수익증권매입
만기수익률	지수변동에 따라 사전 제시한 수익률	지수변동에 따라 사전 제시한 수익률	운용성과에 따라 실적배당
원금보장	사전에 제시한 일정률	원금 100% 보장	보장없음
예금보호	없음	보장	없음
환급성	거래소 상장 증권 매매를 통해 가능	중도해지 가능(수수료)	중도해지 가능(수수료)
만기상환소득	배당	이자	배당 또는 이자
과세	전액과세	전액과세	배당, 이자등 과세

### 3) ELS의 유형

ELS의 종류는 공모와 사모 여부, 원금보장여부, 기초자산 종류(종목형, 지수형, 혼합형), 손익구조(Knock-out형, Bull Spread형, Reverse Convertible형, Digital형, 조기상환형), 상환조건(Knock-In형, Knock-out형), 현물상환가능 여부, 조기상환여부, 상장여부 등에 따라 다양하게 분류된다.

공모는 발행사가 전적으로 발행조건을 결정하고, 불특정 다수를 대상으로 판매하는 ELS이며, 사모는 특정 고객을 한정하여 발행하고 고객의 요구에 따라 기초자산, 상품구조, 만기상환조건 등을 결정하는 맞춤형 설계가 가능한 ELS이다. 원금보장형 ELS는 원금의 손실이 나지 않는 것이며 원금비보장형은 원금의 손실이 발생할 수 있는 상품이다. 손익구조에 따라 Knock-out형, Bull Spread형, Reverse Convertible형, Digital형, 조기상환형으로 분류할 수 있으며, 원금비보장, 조기상환형 ELS 중에도 조기상환 기준가격이 단계적으로 낮아지는 스텝다운형 상품이 일반적이다(우민철, 2014).

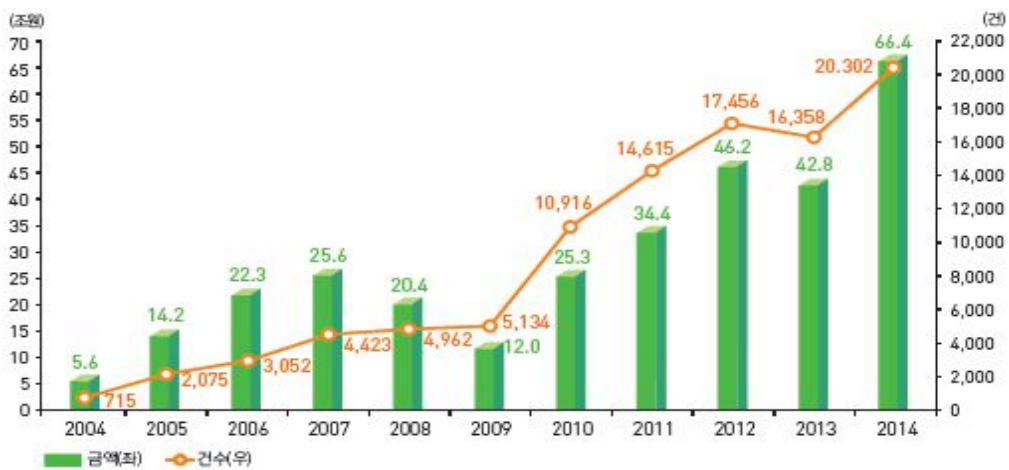
## 2. ELS 투자 현황

### 1) ELS 발행과 상환현황

ELS는 국내외 주가지수, 개별주식, 주가지수와 개별주식을 혼합한 것을 기초자산으로 하여 주로 발행되고 있다. ELS의 발행은 매년 큰 폭으로 증가하고 있다. 공모는 일반투자자가 많이 이용하고 있으며, 사모는 맞춤형으로 설계가 가능하여 기관투자자와 고액자산가들이 주로 이용하고 있다. 2004년부터 2014년 말까지 ELS 발행액은 <그림1>과 같다. ELS는 국내 발행이 시작된

2004년 이후 꾸준한 증가세를 보였으나, 2008~2009년 글로벌 금융위기로 인한 시장 위축으로 발행규모가 감소하였다. 그러나 2009년 이후 다시 증가 추세를 보이며 2014년 말 기준으로 발행건수 2만 302건, 발행금액은 66.4조원을 기록하였다.

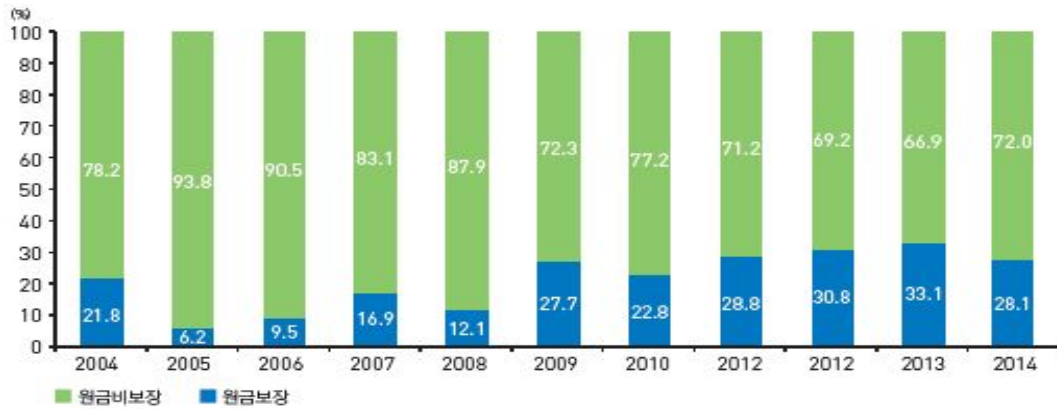
<그림1> ELS 발행 현황



(출처: 금융투자협회(2015) 금융투자 Fact Book)

ELS 원금보장여부에 따라 2004년부터 2014년 말까지 ELS 발행액은 <그림 2>과 같다. 2005년 원금비보장형 ELS 발행비중은 93.8%로 가장 높았고 2008년까지 비슷한 수준이었다. 그러나 2012년부터 원금비보장형 ELS 발행비중이 줄기 시작하여, 2013년에는 원금보장형 ELS 발행비중이 33.1%를 차지하며 급증하였다. 하지만 여전히 원금비보장형 ELS 발행이 높은 비중을 차지하고 있으며, 2014년 원금비보장형 ELS 발행비중은 전년대비 증가하여 72.0%를 차지한 반면 원금보장형 ELS 발행비중은 전년대비 소폭 감소하여 28.1%를 기록하였다.

<그림2> ELS 유형별 발행 현황



(출처: 금융투자협회(2015) 금융투자 Fact Book)

위에 두 그림을 종합하여 원금보장여부에 따라 ELS 발행액을 살펴 본 결과는 <그림3>과 같다. 2014년 총 ELS 발행금액은 663,535억원, 총 발행 건수는 20,302건이었다. 원금보장여부에 따라 살펴보면 원금보장형 ELS 발행액은 186,533억원, 4,477건이 발행되었고, 원금비보장형 ELS 발행액은 477,002억원, 15,825건의 발행이 있었다.

<그림3> ELS 발행 종합 현황

연도	원금보장		원금비보장		합계	
	금액(억원)	건수(개)	금액(억원)	건수(개)	금액(억원)	건수(개)
2003	19,392	146	15,263	73	34,655	219
2004	12,219	119	43,736	596	55,955	715
2005	8,782	140	133,513	1,935	142,295	2,075
2006	21,213	313	201,608	2,739	222,821	3,052
2007	43,273	812	212,730	3,611	256,002	4,423
2008	24,636	797	179,523	4,165	204,160	4,962
2009	33,147	1,249	86,493	3,885	119,639	5,134
2010	57,587	2,531	195,123	8,385	252,711	10,916
2011	98,850	3,457	244,853	11,158	343,703	14,615
2012	142,415	3,365	319,483	14,091	461,898	17,456
2013	141,530	3,713	286,070	12,645	427,601	16,358
2014	186,533	4,477	477,002	15,825	663,535	20,302

(출처: 금융투자협회(2015) 금융투자 Fact Book)

지난해 ELS 상환액(중도환매 제외)은 41조3000억원으로<sup>2)</sup> 전년 대비 15.6% 증가했다. 상환액의 연환산수익률은 6.6%로 전년대비 0.6%포인트 하락했으며 원금보장여부에 따라 원금보장형 상품 수익률은 3.8%를 기록했고, 원금비보장형상품은 7.4%를 기록했다. 특히 원금비보장형 ELS 상환액(31조9000억원) 중 손실상환된 ELS는 1조2000억원(3.8%) 규모로 연환산손실률은 14.4%를 기록하였다.

최근 2년간 손실상환 비중을 살펴보면 2013년 중 상환된 ELS 원금 41.3조원 중 손실상환된 원금은 1.3조원으로 손실상환 비중이 3.2%였고, 2014년 중 상환된 ELS원금 55.1조원 중 손실상환된 원금은 3.6조원으로 손실상환 비중이 6.5%로 3.3%증가하였다. 또한 2014년 중 손실상환된 원금도 전년 대비 2.3조원 증가하였다.

<표2> 최근 2년간 ELS 손실상환 비중

(단위: 조원, %)

구분		'13년(d)	'14년(e)	증감액(f=e-d)
상환된 전체 ELS	상환원금(a)	41.3	55.1	13.8
손실상환된 ELS	상환원금(b)	1.3	3.6	2.3
손실상환 비중(c=b/a)		<b>3.2</b>	<b>6.5</b>	<b>3.3</b>

(출처: 금융감독원, 2015)

최근 2년간 상환된 전체 ELS의 손익률을 살펴보면 2013년 중 상환된 전체 ELS 41.3조원에 대한 상환손익은 2.2조원으로 원금에 대한 손익률이 5.3%이나, 2014년 중 상환된 전체 ELS 55.1원에 대한 상환손익은 1.1조원으로 원금

2) 중도환매 포함 시 상환액은 54조8725억원으로 전년대비 27.5% 증가

에 대한 손익률이 2.0%에 그쳐 전년대비 3.3%감소하였고, 2014년 중 상환된 전체 ELS의 손익규모는 전년대비 1.1조원 감소하였다.

<표3> 최근 2년간 ELS 손익률 상환 비중

(단위: 조원, %)

구분		'13년(d)	'14년(e)	증감액(f=e-d)
상환된 전체 ELS	상환원금(a)	41.3	55.1	13.8
	상환원금(b)	2.2	1.1	△1.1
원금대비 손익률(c=b/a)		<b>5.3</b>	<b>2.0</b>	<b>△3.3</b>

(출처: 금융감독원, 2015)

## 2) 개인투자자의 ELS 투자 현황

ELS 개인투자자 현황을 살펴본 결과는 <표4>와 같다. 2014년 1월 기준으로 개인투자자 총 수는 281,205명이었다.<sup>3)</sup> ELS 투자건수는 315,738건으로 96.3%로 높은 비중을 차지하고 있으며, 개인투자자들의 ELS 투자잔액은 336,862억원으로 나타났다(금융감독원, 2014).

<표4> ELS 개인투자자 현황

(단위: 건, 억원, %)

구분	건수		잔액		
	개인	(비중)	개인	(비중)	
ELS	315,738	(96.3)	336,862	(25.8)	

3) 동일인이 2개 이상 계좌를 보유한 경우를 감안한 주민등록번호 기준

### 3. ELS 투자 관련 선행연구 고찰

ELS와 관련된 선행연구들은 ELS의 규제 및 법적검토를 수행하거나(엄세용, 2010; 안수현, 2004; 정승화, 2011), ELS 투자자보호 강화방안을 연구(금융감독원, 2007)한 경우가 가장 많았다. 이는 ELS 구조가 점차 복잡해짐에 따라 마이너스 수익률 및 원금손실 등의 문제가 발생하여 투자자보호, ELS 규제 및 감독이 강화되고 있는 현실을 반영한 결과로 보인다. 위 연구뿐만 아니라 ELS 위험 및 조기상환가능성에 대한 연구(이상철, 2012; 김희선·여인권, 2011), 주가연계증권의 만기일 효과에 대한 연구(우민철·김지현, 2014)가 있다. 그러나 투자행동에 관한 연구는 ELS이용 소비자들의 금융이해력 수준과 투자규모결정에 관한연구(이영애·조유현·이성림, 2013), ELS 소비자이해수준 사례연구(이영애·조유현·이성림, 2013), ELS 투자자 설문조사(금융투자협회, 2010), ELS 판매 만족도 개선(금융감독원, 2013)으로 ELS를 보유하고 있는 투자자의 특성, ELS 보유자의 가계자산 포트폴리오로 매우 한정적임을 알 수 있었다.

ELS 투자행동에 관련된 선행연구가 부족하여 ELS 투자행태에 관련된 선행연구 뿐만 아니라 직접투자로서 ELS와 성격이 비슷한 ELW 투자행동에 대한 선행연구도 함께 살펴보았다.

#### 1) ELS 투자행동 특성

ELS 투자자 특성에 관한 연구로는 주가연계증권(ELS) 투자자 설문조사 결과 분석 (금융감독원, 2010), 주가연계증권이용 소비자들의 금융이해력 수준과 투자규모결정에 관한연구(이영애·조유현·이성림, 2013), 주가연계증권의 소비자이해 수준에 관한 사례 연구(이영애·조유현·이성림, 2013)가 있다. 특히 금융

감독원과 금융투자협회가 공동으로 실시한 주가연계증권(ELS) 투자자 설문조사 결과 분석은 ELS 투자자 특성을 포괄적으로 제시한 연구로서 의의가 있다. 17개 증권사 지점을 방문한 일반 고객 중 ELS 투자자 1,049명을 대상으로 조사한 결과 남성은 45.9%(481명), 여성은 54.1%(568명)이고, ELS 투자자의 평균 연령은 42세이며, 30대 32.7%(343명), 40대 23.2%(243명), 50대 17.4%(182명) 순으로 나타났다. 직업은 일반회사원이 32.5%(339명)로 가장 많았고, 금융업 29.2%(305명)이 두 번째로 나타났다. 학력은 대학교 졸업이 75.2%(785명)로 가장 많았다. ELS 투자이유를 묻는 질문에는 높은 예상수익률을 얻기 위해서가 42.8%(449명)로 일 순위였고, 안정적인 기초자산 43.7%(458명), 원금이 보장되므로 25.9%(272명) 순으로 나타났다. ELS 투자자의 자산규모(부동산 포함)를 묻는 질문에는 1억~5억 미만이 35.8%(37명)로 가장 많았다. 금융자산규모(예금 및 보험 포함)를 묻는 질문 역시 1억~5억 미만이 28.5%(298명)로 가장 많았다.

주가연계증권(ELS) 소비자이해수준 사례연구(이영애·조유현·이성립, 2013)는 ELS 투자자를 대상으로 실증면접을 하였다는데 의의가 있다. ELS에 투자하는 대부분의 투자자들은 안전하면서도 정기예금이나 적금에 비해 수익률이 더 높기 때문에 ELS에 투자하는 것으로 나타났다. 주가연계증권(ELS)이용 소비자들의 금융이해력 수준과 투자규모결정에 관한연구(이영애·조유현·이성립, 2013)에서는 남성투자자가 59%(177명), 여성투자자가 41%(123명)였다. 직업은 자영업자를 제외한 직장인의 비중이 72.3%(272명)로 가장 많았고 학력은 대학교 졸업이 60%(180명)로 가장 많았다. 결혼여부는 기혼이 84%(252명)로 기혼자의 비율이 높게 나타났고, 서울에 거주하는 비율이 43%(129명)로 가장 높았다. ELS 투자이유를 묻는 질문에는 원금보장, 낮은 투자위험, 적절한 투자 및 회수기간 순으로 응답하였다. 투자자의 월평균가계소득은 300만원이상~450만원미만이 35%(105명), 450만원이상 32.3%(97명) 순으로 나타났으며, 금융자산규모는 5천만원이상~1억미만 32.3%(97명), 부동산규모는 1억이상~3억미만 39%(117명)

로 가장 많았다.

ELS와 성격이 비슷한 ELW 투자행동을 살펴보기 위해 ELW 시장의 인식과 투자행태 분석(고봉찬, 2011)을 살펴본 결과 응답자 1,794명 중 남성은 60.9%(1,093명), 여성은 39.1%(701명)였고, 연령은 30대가 44.3%(794명), 20대가 32.7%(586명)로 전체의 77%를 차지하였다. 기혼자는 47.5%(852명)였으며, 직업은 사무·기술직이 34.3%(615명)로 가장 많았고, 학력은 대졸이 70.8%(1,270명)로 가장 많았다. ELW 투자자들의 월평균가구소득은 200~300만원이 24.7%로 가장 많았고, 300~400만원은 20%(359명)로 나타났다. 이 연구에서는 금융상품(주식, 채권, 추가연계상품(ELS, ELF, ELD), ELW, 선물, 옵션, 외환 등)에 직접투자를 하고 있는 응답자를 함께 조사했는데 92.8%(1,665명)로 매우 높게 나타났다. 특히 추가연계상품(ELS, ELF, ELD)에 투자하고 있는 투자자는 27.8%(484명)으로 나타났으며, 추가연계증권상품을 선호하는 이유는 상대적으로 투자위험이 낮아서가 71.1%(123명)로 가장 높았다.

ELS 보유 특성을 살펴본 결과 금번 ELS 투자규모를 묻는 질문에 1~5천만원 미만이 47.1%(476명), 1천만원미만이 36.8%(372명) 순으로 나타났으며, 평균 3천 5백만원 수준이었다. ELS 연간 기대수익률은 12%이상이 45.9%(468명)로 가장 많았고, 9~12%미만이 37.7%(384명), 6~9%미만이 13.7%(140명) 순으로 나타났다. 즉, ELS는 기본적으로 고수익상품이라는 통념상 80% 이상의 투자자들은 ELS를 통해 연 10%이상의 고수익을 기대하는 것으로 나타났다. 과거 ELS 투자경험을 묻는 질문에는 1년~3년미만이 44.2%(462명)로 가장 많았고 3~5년미만 16.1%(168명), 1년미만 14.1%(148명) 순으로 나타났다. 최근 2년간 수익률을 묻는 질문에는 0%~10%미만이 39.1%(358명)로 가장 많았고 10%~20%미만은 33.4%(306명)로 나타났으며, -15%~0%미만 8.9%(81명), -30%~-15%미만 6.6%(60명), -30%미만 7%(64명)도 있었다. 즉, 과거 투자실적은 대부분 77.5%의 수익을 거두었으나 일부 7%의 투자자들은 30%이상의

손실을 보았으며, 이들의 향후 기대수익률은 13%<sup>4)</sup>였다(금융감독원, 2010).

이영애·조유현·이성림(2013)의 연구는 ELS 투자실태를 수익자와 수익자를 제외한 투자자로 구분하여 분석하였다는 점에서 의의가 있다, 조사결과를 살펴 보면 과거 투자경험이 없는 상태에서 현재 투자만을 하고 있다는 경우가 56%(167명)로 가장 높게 나타났으며, 과거에만 투자경험이 있다고 응답한 경우는 34%(102명), 과거와 현재 모두 투자경험이 있다고 응답한 경우는 10.3%(31명)로 나타났다. 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 응답자만을 대상으로 투자기간을 묻는 질문에는 1년~3년미만이라고 응답한 경우가 58.6%로 가장 높게 나타났다. ELS 투자규모는 1천만원이상~5천만원미만이 46.3%(163명)로 가장 높았다. 특히 ELS 투자규모는 5천만원미만인 경우가 전체의 70%를 상회한 수준으로 2010년 금융투자협회의 조사결과와 유사한 규모의 수준을 보이는 것으로 나타났다.

고봉찬(2011)의 연구에서 ELW 직접투자 경험기간은 3년 이상이 28.8%(516명)로 가장 많았고, 1년~3년 이내가 25.6%(459명)로 나타나 조사대상자이 과반수이상(54.4%) 1년 이상의 직접투자경험을 보유하고 있었다. ELW 투자경험자의 지난 1년 간 투자금액은 200~500만원 미만이 28.1%(232명)로 가장 높았고, 지난 1년간 투자수익률은 투자경험자의 절반 정도인 49.2%(394명)가 원금 대비 수익을 낸 것으로 나타났다.

## 2) ELS 이해도

천규승(2010)은 금융이해력을 일상적인 금융거래를 이해하고, 금융지식을 실제 생활에 활용하여 금융선택에 따른 책임과 결과를 이해하는 능력으로 정의내릴 수 있으며, 이는 개인의 재정적 안정과 금융복지 증진으로 삶의

---

4) 조사대상에는 ELS투자실패로 시장을 떠난 투자자들의 투자성과가 반영되지 않아 상대적으로 과대평가되었을 소지 존재

질을 향상시키고, 경제사회의 안정을 뒷받침해주는 생존도구라 하였다. AI-Tamimi & Kalli(2009)는 증진된 금융이해력이 새로운 금융상품의 출현, 복잡한 금융시장에 대한 이해, 정치·경제적인 변화를 이끄는 변동력이 될 수도 있다고 하였으며, 이상택(2007)은 금융이해력을 Financial Literacy 혹은 Financial Quntient로 표현하였고, Financial Literacy는 금융현상 전반을 대상으로 하는 이해력을 Financial Quntient는 금융이라는 특정분야의 지식과 이해수준을 알아보는 지표라 정의하였다.

이영애·조유현·이성림(2013)의 연구에서는 ELS 투자자들의 이해도를 Financial Literacy에 국한하여 살펴보았다. 금융이해력은 최근 급변하는 금융환경에 적응하기 위해 그 중요성이 대두되고 있으며, 금융이해력은 다양한 사회·경제적 요인에 의해 영향을 받는 것으로 나타났다(이상택, 2007: 최운정, 2010: 유상훈, 2009: 최현자·조혜진, 2011; 김민정·이희숙, 2011: 김미리·김시월, 2011). 그러나 우리나라의 대부분의 연구들은 금융이해력 자체에 영향을 미치는 요인들에 집중되어 있으며, 주로 청소년과 대학생을 대상으로 금융이해력을 측정하고 있다. 이영애·조유현·이성림(2013)의 연구에서는 위에 언급한 선행연구와 금융이해력 측정을 위한 연구(금융감독원, 2011)를 기반으로 금융과 의사결정 4문항, 수입과 지출관리 4문항, 저축과 투자 5문항, 신용과 부채관리 4문항, 위험관리와 보험 3문항 중 적합한 문항을 선정하여 총 20개의 문항을 100점 만점으로 측정하였다. 측정 결과 금융이해력의 평균점수는 100점 만점에 65점이었으며, 가장 높은 정답률을 보이는 하위영역은 대출의사결정, 신용등급관리 및 대출에 대한 태도를 묻는 신용과 부채관리 영역으로 나타났고 가장 낮은 정답률을 보인 하위영역은 지불수단, 가처분소득, 부가가치세 등을 묻는 수입과 지출관리 영역이었다. 위 결과에 따르면 ELS 투자자들은 금융상품 선택 및 위험관리에 대해 기본적인 금융역량을 가지고 있는 것으로 보인다. 이해도 측정에서 나아가 ELS 투자

자들의 금융이해력 수준에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 교육수준, 보유하고 있는 금융자산 및 부동산 규모, 주관적인 투자성향에 따라 유의미한 차이를 보였다. ELS를 통해 이익을 낸 수익자들의 경우 대학졸업자에 비해 고졸이하 및 전문대졸의 교육수준을 가진 응답자들의 금융이해력 수준이 낮은 것으로 나타났다. 또한 보유하고 있는 금융자산이 5천만원~1억원 미만이라고 답한 응답자에 비해 5천만원미만으로 적을 경우, 부동산 규모가 1억~3억원미만에 비해 5천만원~1억원미만으로 적을 경우에 각각 금융이해력 수준이 더 높은 것으로 나타났다. 또한 주관적 투자성향이 위험중립형에 비해 안정형이라고 답한 응답자들의 금융이해력이 낮은 것으로 나타났다. 또한 본인이 투자상품을 충분히 이해하였다고 생각하는지 여부와 이유, 본인이 이 상품을 제 3자에게 다시 설명한다면 제대로 설명할 수 있을지의 여부와 이유를 심층면접을 한 결과 포토폴리오를 구성한 체계적인 자산관리의 일부분으로 ELS 상품에 투자하고 있는 경우를 제외하고는 투자상품에 대한 이해 수준이 낮았다.

ELS 이해도 관련 연구들은 금융상품 전반에 관한 연구로 한정적이며, ELS 관련 주요 개념이나, 주요 용어들에 대한 연구는 부족한 실정이다. 앞에 두 연구들과 달리 고봉찬(2011)의 연구에서는 ELW 주요 용어 8가지를 제시하고, 각각에 대한 이해도를 리커트 5점 척도에 따라 응답하도록 하였다는 점에서 의의가 있다. 연구결과 대부분의 용어들이 평점 3점이 채 되지 않았으며, ELW 투자경험이 있을수록, 투자성향이 공격적일수록, 향후 투자의향이 있을수록 ELW 용어 이해도가 유의미하게 높게 나타났다.

### 3) ELS 투자에 영향을 미치는 요인

#### (1) 사회·경제적 특성

ELS 투자에 영향을 미치는 요인에 대해 연구한 결과가 부족하여 주식 등 다른 금융자산에 영향을 미치는 요인을 연구한 선행연구들을 함께 살펴보았다. 가계의 자산수준에 따른 포트폴리오 수익률에 영향을 미치는 변수는 연령, 성별, 학력 등이 있다. 연령이 높을수록, 남성인 경우, 교육기간이 길수록 금융자산의 포트폴리오 수익률이 높아진다(최지은, 2005). 연령과 학력 또한 가계의 펀드투자의사결정에 영향을 미치는 변수이다(주소현, 2009). 자산의 종류별로 연령의 영향을 분석한 연구에서는 저축계좌와 저축계획은 연령과 부적인 영향이 있었고 그 외의 자산과는 정적인 영향이 있는 것으로 나타났다(Xiao, 1995). Zhong과 Xiao(1995)의 연구에서는 연령이 채권보다는 주식소유와 정적인 관계를 보였고, Lee와 Hanna(1995)의 연구에서는 특히 나이가 65세 이상인 가계의 재정자산과 투자자산이 총 자산에서 차지하는 비율이 다른 일반가계보다 높은 것으로 나타났다. 위험자산의 보유 또한 연령과 정적인 상관관계를 보이고 있다(정은주·문숙재, 1992). 도시가계의 가계자산투자행태 및 관련변수(손주영, 1995)에 따르면 금융자산을 보유하고 있는 가구의 금융자산 투자액에 유의미한 영향을 미치는 변수는 비근로소득과 직업으로 나타났다. 비근로소득이 많을수록, 직업이 고위관리직일수록 금융자산액이 증가하였다. 금융자산에 투자한 비율에 유의미한 영향을 미치는 변수도 연령과 직업으로 나타났다. 연령이 많아질수록 금융자산에 투자하는 비율이 낮고, 서비스판매직의 경우 노무직에 비해 금융자산에 투자하는 비율이 낮았다. 개인투자자의 투자행태와 위험에 대한 인식에 관한 연구(길재욱·박영석, 2008)에서는 연령이 높을수록 주식보유기간이 길며, 분산투자를 많이 하고 대형주를 선호하며, 주식거래 빈도가 높았다. 그러나 인터넷을 이용한 거래와 투자성과는 연령이 낮을수록 대체로 높은 결과가 나왔다. 성별에 따른 차이는 대체로 존재하지 않지만 남성이 여성에 비해 주식투자 비중이 10% 수준에서 유의하게 크며, 인터넷을 통한 거래를 많이 하는 것으로 나타났다. 또한 시장의 적정성 평가에서 남성

이 여성보다 비교적 저평가하는 경향을 보였다. 소득규모에 따른 차이는 연소득이 높을수록 분산투자를 많이 하고, 대형주를 선호하며 투자성파가 높았다. 또한 고소득 그룹과 기타그룹 사이에서 고소득 그룹은 주식투자비중, 주식보유기간, 요구수익률, 주식시장을 낙관적으로 전망하는 경향이 높았다. 윤충한(2002)의 온라인 주식투자자의 특성에 대한 연구에 따르면 투자규모가 크고 거래횟수가 많을수록, 고수익 고위험 종목을 선호할수록, 홈트레이딩 프로그램의 편리성을 추구할수록, 인터넷을 잘 활용할수록, 여성보다는 남성이, 연령이 낮고 학력이 높을수록 온라인 주식투자를 선호하며, 소득수준은 낮을수록 온라인 투자를 선호하는 것을 알 수 있다. 교육수준은 신탁이나 주식 등 위험도가 높은 자산에 대하여 부적인 경향을 보이(Xiao와 Malrouu, 1994)는 연구결과가 있는 반면, 교육수준이 신탁이나 주식 등 위험도가 높은 자산에 대하여 정적인 영향을 보인다는 연구 또한 존재한다(Zhong과 Xiao, 1995; 정은주·문숙재, 1992).

정은주·문숙재(1992)의 연구에서는 직업에 따라 관리직이 위험자산을 가장 많이 보유하고 있고, 생산직이나 판매서비스직이 위험자산을 가장 적게 보유하고 있었다. 소득에 대한 기대 또한 투자행동 관련변수로 나타났는데, 채권과 주식소유에 대한 영향요인을 분석한 연구에서 소득에 대한 기대는 채권소유와 주식소유에 부적인 영향을 보였다. 즉, 소득에 대한 기대가 긍정적일수록 채권이나 주식에 대한 소유가 감소하는 것을 알 수 있다(Zhong·Xiao, 1995).

투자자산보유에 결정을 미치는 요인을 보기위해 선행연구를 살펴보았다. Poterba and Samwick(1997)는 미국의 소비자금융조사를 통해 연령과 출생연도에 따른 가계의 자산구성 패턴을 분석하였는데, 일찍 태어난 세대가 나중에 태어난 세대에 비해 동일한 연령대에 있어서 주식을 보유할 확률이 더 높은 반면, 비과세 채권은 보유할 확률이 더 낮았다. 또한 Bertaut and Starr McCluer(2002)의 연구에서는 고령가구에서 주식을 포함한 위험자산의 평균보

유비중이 감소하는 현상이 나타났다. Banks and Tanner(2002)는 영국의 금융 연구조사 자료를 이용하여 주식을 포함한 위험자산보유 의사결정에 대해 연구하였다. 연령은 위험자산 보유여부에는 중요한 영향을 미치나 위험자산을 보유하고 있는 가구의 위험자산 보유비중에는 유의한 영향을 미치지 못했다.

한국에서도 임경목(2004)이 한국가구패널조사를 통해 우리나라 가계의 주식 보유여부에 대한 결정요인을 분석하였는데, 장년층의 주식보유 확률이 가장 높으며, 노년층일수록 주식보유 확률이 낮아지는 역 U자 형태의 연령효과가 있음을 발견하였다. 고평수(2006) 역시 2001년 도시가계조사자료를 이용하여 주식보유 결정요인을 토빗모형으로 분석한 결과 연령이 주식보유 비중에 유의한 영향을 미치되, 연령이 증가할수록 주식보유비중이 낮아지는 것을 발견하였다.

연령뿐만 아니라 소득수준이 높을수록 주식시장 참가확률은 높아진다(임경목, 2004), 소득이 높을수록 주식보유비중 또한 높아지며(고광수 외, 2006), 소득위험이 높을수록 주식보유 확률과 보유비중이 감소한다(유경원, 2004).

교육수준도 유의한 변수로 작용하는데 교육수준이 높을수록 주식시장 참가확률이 높아지며(임경목, 2004) 가구주의 교육수준이 높을수록 주식보유 확률이 높아진다(유경원, 2004). 고평수(2006) 역시 교육수준이 높을수록 주식보유비중이 높아짐을 발견하였다. 자가보유 여부에 따라서는 자가주택을 소유한 경우 주식보유 확률이 높아진다(유경원, 2004). 성별에 따른 연구결과는 가구주가 남성일 때 주식보유비중이 높아진다(고광수 외, 2006). 우리나라 가계의 자산 보유 특성과 결정요인(박대근, 2010)에 따르면 주식을 보유한 가구는 보유하지 않은 가구에 비해 가구주의 교육수준이 높았으며, 소득과 순자산 규모가 더 크고, 가구주의 평균연령이 다소 낮은 것으로 나타났다. 주식보유가구의 비중은 교육수준이 높을수록 뚜렷하게 높아지며, 특히 대졸이상의 가구에 있어 매우 높았다. 가구주의 연령에 따라 금융자산에서 주식이 차지하는 비중은 연령

이 높아질수록 낮아지는 역U자형을 보였으며 소득수준의 경우 일부 모형에서는 보유비중에 양의 효과를 미치나 주택소유더미가 모형에 포함 될 경우에는 유의한 영향을 미치지 못했다. 주택소유는 주식보유비중을 유의하게 높였으며 자영업자 가구는 근로자 가구에 비해 주식보유비중이 더 낮았는데 이는 자영업자 가구의 경우 소득 불확실성이 높기 때문에 자산의 위험을 관리하기 위해 위험자산인 주식투자비중을 낮추는 것으로 해석 할 수 있다. 고졸가구에 비해 고졸미만의 학력을 가진 가구는 주식보유비중이 더 낮았고 대졸 가구의 주식 보유비중이 더 높았다. 가구주의 성별은 주식보유비중에 유의한 영향을 미치지 못하는 반면에 가구주가 혼인한 경우는 그렇지 않은 경우에 비해 대체로 주식보유비중이 높았다.

이영애 · 조유현 · 이성림(2013)의 연구에서는 투자규모를 조사할 뿐만 아니라 투자자를 수익자와 수익자를 제외한 투자자로 구분하고 투자규모에 결정을 미치는 요인을 분석하였다. 수익자의 경우 직장인에 비해 주부들의 투자규모가 적었으며, 서울지역의 투자자들이 다른 지역의 투자자들에 비해 투자규모가 많았다. 또한 보유하고 있는 금융자산의 규모가 5천만원~1억미만이라고 응답한 비율에 비해 5천만원미만이라고 응답한 경우 ELS에 투자하는 규모가 적었다.

단기목표에 비해 장기목표를 가지고 투자했을 때 투자규모가 컸으며, 금융이해력 수준이 높을수록 ELS 투자규모는 작게 나타났다. 수익자를 제외한 일반 ELS 투자자의 경우 보유하는 금융자산의 크기가 커질수록 ELS 투자규모가 증가하였으며, 부동산자산규모가 1억~3억원미만의 규모를 보유한 응답자에 비해 5천만원미만으로 더 적게 보유한 경우 부적영향을, 보유규모가 5억원~7억원 미만으로 더 많이 보유하는 경우는 정적영향을 보이는 것으로 나타났다.

## (2) 재무적 특성

앞에서 언급한 변수 들 외에 재무적 특성, 행동재무적 성향 또한 영향을 미친다. 금융감독원(2010)의 연구결과 ELS 투자자의 투자성향을 묻는 질문에 자신의 투자성향을 적극투자형 37.6%(373명), 공격투자형 29.1%(304명), 위험중립형 18.1%(189명), 안정추구형 14%(146명), 절대안정형 1.3%(14명) 순으로 응답하였다. 즉, 응답자의 66.7%는 자신이 적극투자형 또는 공격투자형의 투자성향을 가지고 있다고 스스로 판단하였다. 또한 금융감독원(2012)에서 고령자 ELS 투자성향을 조사한 결과, 증권사 이용 투자자들은 공격·적극형이 대부분(72.3%)인 반면 은행을 이용하는 투자자들은 중립·안정형이 다수로 나타났다(64.8%). 이영애·조유현·이성립(2013)의 연구에서는 주관적, 객관적 투자성향 모두 투자규모에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주관적 투자성향은 위험중립적이라고 답한 것에 비해 안정형이라고 응답한 비율이 투자규모가 큰 것으로 나타났으며, 객관적인 투자성향은 위험중립적이라고 응답한 것에 비해 적극형이라고 응답한 비율이 투자규모가 큰 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 위험에 대한 선호가 높을수록 포트폴리오 구성에서 위험자산에 대한 투자규모가 증가한다는 기존의 연구결과와 일치한다.

고봉찬은(2011) ELS와 성격이 비슷한 ELW 투자성향을 묻는 질문을 투자경험이 있는 그룹과 그렇지 않은 그룹으로 나눠서 살펴보았다. 투자경험자는 보수적, 중립적, 공격적 성향이 26.7%, 44.5%, 28.8%로 나타난 반면, ELW 투자무경험자는 40.9% 40.0% 19.1%로 나타나서 상대적으로 더 공격적 성향이 있는 투자자일수록 ELW에 투자하는 경향을 보였다.

재무위험수용성향이 높을수록 위험자산 보유율이 높게 나타났다(최미향, 2010; 정순희·신민경, 2012). 또한 성별, 직업, 연령 등이 자기과신성향과 유의한 관계를 가졌으며, 자기과신성향은 다른 변수들을 통제한 후에도 주식보

유비중에 중요한 영향을 미쳐 자기과신성향이 있는 투자자는 그렇지 않은 투자자에 비해 전체 자산 중 주식을 보유할 비중이 더 높았다(백은영·주소현, 2011). 재무위험수용성향과 위험자산보유율 관련 변수에 관한 연구(정순희·신민경, 2011) 연구에서도 재무위험수용성향에 따른 투자결정요인을 알 수 있다. 또한 개인은 항상 동일한 성향을 유지하는 것이 아니라 이익상황에서는 위험회피성향이 증가하고, 손실상황에서는 위험추구성향이 증가한다(Fischer, Kamlet; Fienberg & Schkadi, 1986; Tversky & Kahneman, 1981). 손실의 크기에 의해서도 위험수용성향이 변화하는데 손실의 크기가 치명적일 때는 위험회피성향이 증가, 손실의 크기가 크지 않을 때는 위험추구성향이 증가한다(Laughhunn, Payne, & Crum, 1980). 특히 경기 침체기에는 개인의 위험회피성향이 더욱 커지는 경향이 있다(Cochrane, 1997; Campbell, 2001). 개인의 재무상황도 재무위험수용성향과 밀접한 관계가 있는데 이는 개인의 위험대처능력(risk capacity)이 소득이나 자산규모 등과 같은 재무상황에 의해 영향을 받기 때문이다. 소득이나 자산이 많으면 감당할 수 있는 손실의 규모가 그만큼 커질 수 있으므로 재무위험수용성향도 커지게 된다(Cohn, Lewellen, Lease, & Schlarbaum, 1975). 뿐만 아니라 순자산의 증가에 따라 위험회피성향이 감소하고, 이에 따라 위험자산에 대한 투자액과 투자비율 모두 증가한다(Cohn, Lewellen, Lease, & Schlarbaum, 1975). 이는 연구대상자가 부유할수록 더 많은 위험을 부담하며 소득 및 자산은 재무위험수용성향과 정의 관계에 있다는 연구와 일치한다(Cohen과 그의 동료들, 1982; Cordell, 2001). 과거손실경험도 영향을 미치는 변수가 되는데 손실경험이 있는 개인은 그렇지 않은 사람보다 미래의사결정에 대해 위험수용성향이 감소하여 더 회피적이다(Thaler & Johnson, 1999). 재무위험수용성향은 심리적 변수도 작용한다. 금융관리직에 있는 사람들은 그들이 스스로 위험을 통제할 수 있다고 생각하고 있으며, 일이 잘못되지 않을 것이라는 자신감이 있기 때문에 적극적으로 위험을 부담하

며, 자신이 기대보다 더 잘할 수 있을 것이고 생각하여 위험을 추구하는 경향이 있다(March와 Shapira, 1987; MacCrimmon · Wherung, 1990). 직업뿐만 아니라 자존심이 높은 개인의 재무위험수용성향이 그렇지 않은 사람보다 더 크다(Grable& Joo, 2004). 자산수준별 가계포트폴리오 분석 결정요인(박은혜, 2013)에 따르면 재무위험수용성향은 연령, 성별, 결혼상태, 연간소득, 자신감에 따라 유의한 차이를 보였다. 제 변수들의 상대적인 영향력을 분석한 결과 어릴수록, 여성보다는 남성이, 미혼상태인 사람이, 자신감이 많은 개인이 위험수용성향이 더 높은 것으로 나타났다. 그리고 가장 큰 영향력을 보인 연간소득의 경우 위험수용성향과 비선형적인 관계를 보였다. 즉 저소득층과 고소득층은 위험수용성향이 낮고, 중간 소득층은 그에 비해 위험수용성향이 더 높았다. 위험자산보유비율은 재무위험수용성향, 연령, 결혼상태, 연간소득, 총자산, 자신감에 따라 유의한 차이를 보였다.

### III. 연구방법

#### 1. 연구문제

본 연구에서는 ELS 투자자의 투자행동 특성을 살펴보고, ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성, 투자행동 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)에 유의한 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 또한 ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석함으로써, 금융소비자들에게 ELS 투자의사결정에 도움이 되는 정보를 제공하고, ELS 상품개발과 투자자보호 방안 마련에 필요한 기초정보를 제공하고자 한다. 이와 같은 연구목적을 달성하기 위한 구체적인 연구문제는 다음과 같다.

##### <연구문제 1>

ELS 투자자의 투자행동 특성은 어떠한가?

1-1. 보유하고 있는 ELS의 특성은 어떠한가?

1-2. ELS 투자경험은 어떠한가?

1-3. ELS에 대한 이해도 수준은 어떠한가?

##### <연구문제 2>

ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성에 따라 ELS 보유유형은 유의한 차이가 있는가?

2-1. 사회·경제적 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)은 유의한 차이가 있는가?

2-2. 재무적 특성에(유형별 금융자산 보유액, 행동재무적 성향) 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)은 유의한 차이가 있는가?

<연구문제 3>

ELS 투자자의 투자행동 특성에 따라 ELS 보유유형은 유의한 차이가 있는가?

3-1. ELS 보유 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)은 유의한 차이가 있는가?

3-2. ELS 투자경험 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)은 유의한 차이가 있는가?

3-3. ELS 이해도 수준에 따라 ELS 보유유형(원금보장, 원금비보장)은 유의한 차이가 있는가?

<연구문제 4>

ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인은 무엇인가?

## 2. 분석자료 및 연구대상

본 연구의 목적을 달성하기 위해 본인명의로 ELS를 보유하고 있는 전국에 거주하는 20대 이상 성인남녀를 조사대상으로 자기기입식 온라인 설문조사를 시행하였다. 조사대상자는 가계의 금융자산 현황을 정확히 응답할 수 있는 자로 한정하였으며, 학생은 제외하였다. 온라인 설문조사는 리서치, 패널조사 전문업체인 (주)온슬커뮤니케이션에 의뢰하여 2015년 4월 3일부터 7일까지 진행하되, 150부를 먼저 회수하여 데이터 스크리닝을 하였고, 부실 기재된 3부를 제외한 총 336부를 최종 분석 대상으로 하였다.

### 3. 측정도구의 구성

본 연구의 측정도구는 조사대상자의 ELS 투자행동 특성과 사회·경제적, 재무적 특성을 측정하기 위한 문항으로 구성하였다.

#### 1) ELS 투자행동 특성

조사대상자의 ELS 투자행동과 관련된 특성은 크게 보유하고 있는 ELS의 특성, ELS 투자경험, ELS에 대한 이해도로 나누어 조사하였다(<표 5>).

##### (1) ELS 보유특성

ELS 보유특성은 ELS 유형, 가입금융기관(판매금융회사), 투자금액 및 기대 수익률을 조사하였다. 조사대상자들이 보유하고 있는 모든 ELS에 대해 각각 응답하도록 하였고, ELS 보유개수를 확인하였다. ELS 유형은 원금보장형, 원금일부보장형, 원금비보장형으로 나누어 질문하였고, ELS 가입금융기관(판매 회사)은 은행과 증권사 중 답하도록 하였다.

또한 ELS에 투자하는 이유를 조사하였다. 선행연구의 결과(금융감독원, 2010; 고봉찬, 2011; 조유현·이영애·이성림, 2013)를 근거로, ‘높은 수익률을 기대할 수 있어서’, ‘안정성이 높다고 생각되어서’, ‘다양한 대상에 투자할 수 있어서’, ‘수익성과 안전성을 동시에 확보할 수 있어서’, ‘수수료, 보수 등의 투자비용이 적어서’, ‘환매, 조기상환 등 유동성이 있어서’, ‘투자관리가 편해서’ 등의 이유를 제시하고, 가장 중요하다고 생각하는 이유부터 1-3순위를 선택하도록 하였다.

## (2) ELS 투자경험 특성

ELS 투자경험과 관련된 특성은 선행연구(금융위원회·금융투자협회, 2010, 2012; 고봉찬, 2011; 이영애·조유현·이성림, 2013; 조유현·이영애·이성림, 2013)를 근거로 하여 구성하였다. 우선 ELS 투자기간과 과거 ELS 투자경험 여부를 조사하였고, 투자기간은 최초 ELS 투자시점부터 현재까지의 기간을 기입하도록 하였다.

또한 과거에도 ELS에 투자해 본 경험이 있다고 응답한 투자자들을 대상으로, 과거 투자했던 ELS 상품의 개수, 과거 투자했던 ELS 상품의 평균수익률을 조사하였다.

## (3) ELS에 대한 이해도

ELS에 대한 이해도는 금융감독원(2012)의 ‘파생결합증권 신고서 작성 가이드라인’과 고봉찬(2011)의 연구를 참고하여, 12개의 주요 용어로 측정하였고 각각의 용어에 대해 ‘알고 있다’와 ‘잘 모른다’로 응답하도록 하였다.

또한 파생상품 신규 개인투자자에 대해 투자단계 구분, 교육 및 모의거래 이수 의무가 적용되는 적격개인투자자제도(2014.12.29시행)에 대해서도 ‘알고 있다’와 ‘잘 모른다’로 응답하도록 하였다.

<표5> ELS 투자행동 특성 측정도구

구분	변수 측정		
ELS 보유 특성	ELS 유형	① 원금보장형 ② 원금일부보장형 ③ 원금비보장형	※보유한 ELS 각각 에 대해 응답
	가입금융기관	① 은행    ② 증권사	
	투자금액	(            )원	
	기대수익률	(            )%	
	ELS 투자이유 (1-3순위로 응답)	① 높은 수익률 기대 ② 안정성이 높다고 생각 ③ 다양한 대상에 투자 ④ 수익성과 안전성을 동시에 확보 ⑤ 수수료, 보수 등 투자비용 ⑥ 환매, 조기상환 등 유동성 ⑦ 편리한 투자관리	
ELS 투자경험	ELS 투자기간	최초 ELS 투자시점부터 현재까지의 기간	
	과거 ELS 투자경험	① 있음    ② 없음	
	과거 투자했던 ELS 개수	(            )개	
	과거 ELS투자 평균수익률	(            )%	
ELS 이해도	① 기초자산                      ② 행사가격                      ③ 낙인베리어 ④ 변동성                          ⑤ 참여율                          ⑥ 리베이트 ⑦ 중도환매                      ⑧ 조기상환                      ⑨ 발행사 신용도 ⑩ 최초기준가                    ⑪ 상환연장                      ⑫ 적격개인투자자제도		

## 2) 사회·경제적 특성

사회·경제적 특성은 선행연구 결과를 토대로, 성별, 연령, 배우자유무, 교육 수준, 직업, 소득, 거주지역, 자가보유 여부, 월평균가계소득을 조사하였다.

교육수준은 고등학교 졸업 이하, 대학교 졸업(2년제 포함), 대학원 이상으로 나누어 응답하도록 하였다. 직업의 경우 통계청의 '표준직업분류표'를 참고하여 제시하였고, 전문관리직, 사무직, 서비스·판매·기술직, 자영업, 주부 및 기타로 나누었다. 거주지역은 서울특별시, 6대 광역시(부산, 대구, 광주, 대전, 인천, 울산), 중소도시/읍면부(시 단위 중소도시, 군/면/읍)로 구분하였고, 월평균가계소득은 가계를 기준으로 급여, 상여금, 사업소득, 재산소득 등 연간 총소득을 합한 뒤, 12를 나눈 액수를 기입하도록 하였다.

## 3) 재무적 특성

조사대상자의 재무적 특성은 크게 유형별 금융자산 보유액과 행동재무적 성향으로 나누어 조사하였다.

### (1) 유형별 금융자산 보유액

<표6>과 같이 구분하여 유형별 금융자산 보유액을 조사하였다. 각각의 금융자산에 대해 적립총액 또는 현재 평가액을 직접 기입하도록 하였다. 수식입출금식예금, 적금·예금, 저축성보험의 보유액을 합산하여 안전금융자산 총액을 구하고, 적립식 펀드, 거치식 펀드, 주식·채권, 파생상품·파생결합증권 보유액을 합산하여 금융투자자산 총액을 계산하였다. 또한 안전금융자산, 금융투자자산, 기타저축의 총액으로 금융자산 총액을 계산하였다.

<표6> 유형별 금융자산 보유액 측정도구

구분	종류	예시	
금융 자산 총액	안전 금융 자산	수시입출금식예금	-보통예금, 자유저축예금, 시장금리부 수시입출금 식예금, CMA 등
		적금·예금	-정기적금, 주택부금, 연금저축 등 적립식 저축 -정기예금, 양도성예금증서(CD), 기업어음(CP), 금전신탁 등 예치식 저축
		저축성보험	-저축보험, 연금보험, 변액연금보험, 교육보험 등 ※ 자동차보험, 의료실비보험 등 보장성보험 제외
	금융 투자 자산	적립식 펀드	
		거치식 펀드	
		주식·채권	
		파생상품 파생결합증권	-선물, 옵션, 스왑, ELS, DLS, ELW 등
		기타저축	갯돈 불입금, 빌려준 돈 등

(2) 행동재무적 성향

행동재무적 성향은 투자위험감수정도, 투자성향, 자기과신성향으로 나누어 조사하였다(<표7>).

투자위험감수정도는 Grable & Lytton(1999)의 연구를 토대로, 원금 대비 몇 %의 이익 또는 손실을 보았을 때 투자를 중단할 것인지를 직접 기입하도록 하였다. 투자성향은 금융위원회(2010)의 표준투자권유준칙 투자자정보확인서의 제 3방식 예시에서 구분한 기준에 따라 위험회피형, 안정성장형, 성장형, 적극형, 위험선호형으로 나누어 설명과 함께 제시하고, 조사대상자가 본인의 투자

성향을 선택하도록 하였다.

자기과신성향은 선행연구(백은영·주소현, 2011; Pompian, 2006)를 참고하여, 세 개의 문항으로 측정하였다. 본인의 투자실력이 다른 투자자들 보다 높다고 생각하는지 질문하였고, 지난 25년간 주식의 연평균 수익률이 7.5%일 때, 본인이 주식투자를 한다면 수익률이 7.5% 보다 높을 것으로 예상하는지를 질문하였다. 또한 투자수익률이 좋은 경우, 그 이유가 본인의 투자실력 때문이라고 생각하는지를 질문하였다. 위의 세 개의 문항에서 모두 그렇다고 답한 조사대상자들을 자기과신성향이 있는 집단으로 구분하였다.

<표7> 행동재무적 성향 측정도구

변수	측정
투자위험 감수정도	① 원금의 (            ) % 이익을 보았을 때 투자 중단 ② 원금의 (            ) % 손실을 보았을 때 투자 중단
투자성향	① 위험회피형: 예금/적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금에 손실이 발생 하는 것을 원하지 않음 ② 안정성장형: 투자원금의 손실위험은 최소화하고, 채권이자, 주식배당 정도의 수익실현을 목적으로 함. ③ 성장형 : 안정성과 수익성의 균형을 추구, 시장평균수익률 수준의 수익실현 을 목적으로 함. ④ 적극형: 안정성보다는 수익성에 비중을 두며, 위험을 감내하더라도 적극적 매매를 통해 수익을 실현하고자 함. ⑤ 위험선호형: 시장평균수익률을 훨씬 넘어 서는 높은 수준의 투자수익을 추 구하며, 자산가치 변동에 따른 손실위험을 적극 수용함.
자기과신 성향	Q1. 일반투자자들과 비교할 때, 본인의 투자실력은? ① 매우 미숙하다 ② 미숙한 편이다 ③ 보통 수준이다 ④ 잘하는 편이다 ⑤ 매우 잘 한다 Q2. 1990년부터 2014년까지 주식의 연평균수익률은 7.5%임. 본인이 주식투자를 했다면, 연평균 수익률이 어느 정도일 것으로 예상하는가? ① 7.5% 미만 ② 7.5% 정도 ③ 7.5% 이상 Q3. 만약 최근 몇 달 간 투자수익률이 꽤 좋았다면, 그 이유는 무엇이라고 생각하 는가? ① 나의 투자실력이 좋아서 ② 운이 좋았기 때문에 ③ 투자실력도 좋았지만, 운도 따라 주어서

#### 4. 분석방법

ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성, 투자행동 특성에 따라 ELS 보유 유형(원금보장, 원금비보장)에 유의한 차이가 있는지를 분석하기 위해 집단 간 평균비교(t-test)와 교차분석( $X^2$ -test)을 실시하였다. 또한 ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해 로지스틱 회귀분석(logistic regression)을 실시하였다. 분석은 SPSS 18.0을 이용하였다.

## IV. 연구결과 및 분석

### 1. 조사대상자의 일반적 특성

#### 1) 사회·경제적 특성

전체 조사대상자(n=336)의 사회·경제적 특성은 성별, 연령, 배우자유무, 교육수준, 직업, 소득, 거주지역, 자가보유여부, 월평균가계소득으로 나눠서 조사하였고, 그 결과는 <표8>에 제시된 바와 같다. 성별은 남자가 231명(68.8%), 여자는 105명(31.3%)이고, 각 연령대별 비율은 30대와 40대는 비슷한 비율로 각각 132명(39.3%), 123명(36.6%)이었으나 20대는 32명(9.5%), 50대 이상은 49명(14.6%)로 다소 적게 분포되었으며, 평균연령은 40.52세이다. 금융감독원(2010) 조사결과 ELS 투자자의 평균 연령은 42세였으며, 30대와 40대 순으로 높게 나타난 것과 유사한 분포를 보였다. 결혼여부는 배우자가 있는 경우는 255명(75.9%)이며, 배우자가 없는 경우는 81명(24.1%)이었다. 교육수준은 대졸이 77.7%로 가장 많았고 대학원 이상이 11.9%, 고졸이하가 10.4%로 나타났다. 직업은 사무직이 58.9%로 가장 많았고, 전문관리직 14.0%, 서비스·판매·기술직 12.2%로 나타났다. 조사대상자의 월평균가계소득은 488.16만원으로 2014년 연간 전국 가계의 월평균가계소득 430.20만원(통계청, 2014)보다 높게 나타났다. 소득은 600만원 이상인 경우가 101명(30.1%)으로 가장 높으며, 300만원 미만은 47명(14.0%), 300-400만원은 59명(17.6%), 400-500만원은 63명(18.8%), 500-600만원은 66명(19.6%)으로 나머지 그룹은 비슷한 수준으로 분포되었다.

거주지역은 서울특별시가 43.8%로 가장 많았으며 6대 광역시가 31.8%로 나타났다. 조사대상자가 자가를 보유한 경우는 292명(86.9%)으로 높게 나타났다.

<표8 > 조사대상자의 사회·경제적 특성

(n=336)

변수	구분	빈도(%) 또는 평균
성별	남자	231 (68.8)
	여자	105 (31.3)
연령	20대	32 (9.5)
	30대	132 (39.3)
	40대	123 (36.3)
	50대 이상	49 (14.6)
	평균(세)	40.52 (8.96)
배우자유무	있음	255 (75.9)
	없음	81 (24.1)
교육수준	고졸 이하	35 (10.4)
	대학교 졸업	261 (77.7)
	대학원 이상	40 (11.9)
직업	전문관리직	47 (14.0)
	사무직	198 (58.9)
	서비스·판매·기술직	41 (12.2)
	자영업	22 (6.5)
	주부·기타	28 (8.3)
소득	300만원 미만	47 (14.0)
	300-400만원	59 (17.6)
	400-500만원	63 (18.8)
	500-600만원	66 (19.6)
	600만원 이상	101 (30.1)
거주지	서울특별시	147 (43.8)
	6대광역시	107 (31.8)
	중소도시/읍면부	82 (24.4)
자가보유여부	있음	292 (86.9)
	없음	44 (13.1)
월평균가계소득(만원)		488.16 (234.19)

## 2) 재무적 특성

조사대상자의 재무적 특성은 유형별 금융자산 보유액과 행동재무적 성향을 살펴보았다. 금융자산 보유액을 살펴본 결과는 <표9>에서 제시된 바와 같다. 조사대상자가 보유한 금융자산 총액은 약 8,793만원이었고, 이 중 안전금융자산이 6,960만원으로 79.1%를 차지했고, 금융투자자산이 1,754만원으로 20.0%, 기타저축이 78만원으로 0.9%를 차지했다.

안전금융자산 중에서는 적금 및 예금 보유액 평균이 3,768만원으로 가장 높은 비중을 차지했고, 수시입출금식 예금이 2,408만원, 저축성보험은 784만원으로 나타났다. 금융투자자산의 유형별 보유액을 살펴보면, 주식과 채권의 현재 평가액이 709만원으로 가장 많았고, 적립식 펀드 보유액이 평균 456만원, 거치식 펀드 보유액이 평균 177만원이었으며, 파생상품과 파생결합증권의 현재 평가액은 411만원으로 나타났다.

조사대상자의 행동재무적 성향을 살펴본 결과는 <표10>에서 제시된 바와 같다. 투자위험감수정도를 파악하기 위해 원금의 몇 %를 이익을 보았을 때 투자를 중단 할지, 원금의 몇 %를 손실을 보았을 때 투자를 중단 할지를 질문한 결과, 평균 20.99%정도 이익을 보았을 때 투자를 중단하겠다고 답하였으며, 평균 17.44%정도 손실을 보았을 때 투자를 중단하겠다고 답하였다. 즉, 조사대상자들이 이익의 상황보다는 손실의 상황에서 위험을 더 크게 인지하는 손실회피성향을 보여주는 것으로 나타났다.

조사대상자가 주관적으로 응답한 투자성향을 살펴보면, 투자원금의 손실위험은 최소화하고, 채권이자, 주식배당 정도의 수익실현을 목적으로 하는 안전성장형이 167명(49.7%)으로 가장 많았고, 안정성과 수익성의 균형을 추구하며, 시장평균수익률 수준의 수익실현을 목적으로 하는 성장형이 82명(24.4%)으로 나타나, 약 74%의 조사대상자들이 투자성향의 2, 3단계에 해당되었다. 한편,

안정성 보다는 수익성에 비중을 두며, 위험을 감내하더라도 적극적 매매를 통해 수익을 실현하고자 하는 적극형은 46명(13.7%), 시장평균수익률을 훨씬 넘어서는 높은 수준의 투자수익을 추구하며, 자산가치의 변동에 따른 손실위험을 적극적으로 수용하고자 하는 위험선호형은 8명(2.4%)이었고, 예금, 적금 수준의 수익률을 기대하며, 투자원금의 손실을 원하지 않는 위험회피형은 33명(9.8%)으로 나타났다.

투자에 대한 자기과신성향을 측정하기 위해 세 개의 문항(본인의 투자실력이 다른 투자자들 보다 높다고 생각하는지 질문하였고, 지난 25년간 주식의 연평균 수익률이 7.5%일 때, 본인이 주식투자를 한다면 수익률이 7.5% 보다 높을 것으로 예상하는지를 질문하였다. 또한 투자수익률이 좋은 경우, 그 이유가 본인의 투자실력 때문이라고 생각하는지를 질문하였다.)을 질문하여, 본인의 투자실력이 다른 투자자들 보다 높다고 답하고, 지난 25년간 주식의 연평균 수익률이 7.5%일 때 본인이 주식투자를 한다면 수익률이 7.5% 보다 높을 것으로 예상하며, 투자수익률이 좋은 이유가 본인의 투자실력 때문이라고 생각한다고 답한 응답자를 자기과신성향이 있는 것 구분하였다. 조사대상자 중 128명(38.1%)이 자기과신성향이 있는 것으로 나타났고, 208명(61.9%)은 자기과신성향을 가지고 있지 않은 것으로 나타났다.

<표9 >조사대상자의 금융자산 보유액

(단위: 만원, n=336)

	평균(표준편차)
금융자산 총액	8,792.47 (19,752.34)
안전금융자산	6,960.05 (18,972.04)
수시입출금식 예금	2,407.95 (9,628.78)
적금 및 예금	3,768.11 (14,523.64)
저축성 보험	783.99 (1,271.98)
금융투자자산	1,754.26 (4,013.63)
적립식 펀드	459.59 (1,124,513.23)
거치식 펀드	177.16 (604.48)
주식, 채권	706.82 (2,107.52)
파생상품, 파생결합증권	410.70 (1,283.16)
기타저축	78.15 (347.70)

<표10 > 조사대상자의 행동재무적 성향

(n=336)

구분		빈도(%) 또는 평균(S.D.)
투자위험감수정도	원금의 몇%의 이익을 보았을 때 투자중단	20.99 (27.50)
	원금의 몇%의 손실을 보았을 때 투자중단	17.44 (18.71)
투자성향	위험회피형	33 (9.8)
	안정성장형	167 (49.7)
	성장형	82 (24.4)
	적극형	46 (13.7)
	위험선호형	8 (2.4)
자기과신성향	있음	128(38.1)
	없음	208(61.9)

## 2. ELS 투자행동 특성

### 1) ELS 보유 특성

ELS 보유 특성은 조사대상자들이 보유하고 있는 ELS 상품 각각에 대해 ELS 유형(원금보장, 원금일부보장, 원금비보장), 가입금융기관(판매회사), 투자금액 및 기대수익률을 조사하였고, ELS에 투자하는 이유 또한 조사하였다(<표11>, <표12>).

조사대상자 336명이 보유하고 있는 ELS 상품은 총 488개로, 조사대상자 1인당 평균 1.44개를 보유하고 있는 것으로 나타났다. ELS 상품 1개를 보유한 조사대상자는 246명(73.2%)이고, 2개를 보유한 조사대상자는 58명(17.3%)이었으며, 3개를 보유한 경우는 18명(5.4%), 4개 이상을 보유한 경우는 14명(4.2%)으로 나타났다.

조사대상자들이 보유하고 있는 총 488개의 ELS 상품은 원금보장형이 237개(48.6%)로 가장 많았고, 원금일부보장형은 162개(33.2%), 원금 비보장형은 89개(18.2%)로 나타났다. 그러나 원금일부보장형을 비보장형으로 간주한다면 원금비보장형 ELS가 51.4%로 절반 이상을 차지한다. 이는 금융투자협회(2015)에서 조사한 ELS 발행건수에서 원금비보장형이 72%를 차지한 것과 비교하면, 낮은 수준이다. ELS 가입금융기관(판매회사)을 살펴보면, 은행에서 가입한 ELS 상품이 234개(49.2%), 증권사에서 가입한 ELS 상품이 242개(50.8%)로 비슷한 수준이었다.

조사대상자들의 ELS 상품 1개당 투자금액은 평균 3,523만원인 것으로 조사되었다. 488개의 ELS 상품 중 투자금액이 1천만원미만인 상품이 306개(62.1%)로 가장 많았고, 1천만원~3천만원인 상품은 106개(21.7%), 3천만원~5천만원인 상품은 28개(5.7%), 5천만원~1억인 상품은 19개(3.9%), 1억원 이상인

상품은 29개(5.9%)로 나타났다. 금융감독원·금융투자협회(2010)에서 ELS 투자자들을 대상으로 한 설문조사에서는 투자금액이 1천~5천만원 미만인 경우가 47.1%로 가장 높은 비중을 차지했고, 이영애·조유현·이성림(2013)의 연구에서도 ELS 투자규모가 1천만원이상 5천만원미만인 경우가 46.3%로 가장 많았으며, 금융감독원(2014)의 조사 결과, 개인투자자의 ELS 투자건당 평균 투자금액이 3천만원 수준이었고, 1천만원이상~3천만원 미만이 42%로 가장 많은 것으로 나타난 바 있다.

조사대상자의 ELS 평균기대수익률은 15.55%로 나타났다. 488개의 ELS 상품 중 5~10%의 수익률을 기대한다고 응답한 상품이 147개(30.1%), 10~15%의 수익률을 기대한다고 응답한 상품이 151개(30.9%)로 높은 비중을 차지했고, 20%이상의 수익률을 기대한다고 응답한 상품도 99개(20.3%)로 나타났다. 조사대상자들이 보유하고 있는 ELS 상품 중 5%미만의 수익률을 기대하는 경우는 11.3%인 반면, 10%이상의 수익률을 기대하는 경우가 58.6%로 나타나 ELS 투자에 대한 기대수익률이 상당히 높은 수준임을 알 수 있다. 금융감독원·금융투자협회(2010)의 조사에서도 ELS 투자의 연간 기대수익률을 12%이상으로 답한 비율이 45.9%으로 가장 높았고, 80%이상의 투자자들이 ELS를 통해 연 10%이상의 고수익을 기대하는 것으로 나타났다.

<표11 > ELS 보유 특성

(n=488)

변수	구분	빈도(%) 또는 평균(표준편차)
ELS 유형	원금보장형	237 (48.6)
	원금일부보장형	162 (33.2)
	원금 비보장형	89 (18.2)
ELS 가입금융기관	은행	234 (49.2)
	증권사	242 (50.8)
ELS상품 보유개수	1개	246 (73.2)
	2개	58 (17.3)
	3개	18 (5.4)
	4개 이상	14 (4.2)
	평균 (개)	1.44 (0.77)
ELS 투자금액 (상품개당)	1천만원미만	306 (62.1)
	1천만~3천만	106 (21.7)
	3천만~5천만	28 (5.7)
	5천~1억	19 (3.9)
	1억이상	29 (5.9)
	평균 (만원)	3,523.79 (15,663.50)
ELS 기대수익률	5%미만	55 (11.3)
	5%미만~10%	147 (30.1)
	10%~15%	151 (30.9)
	15%~20	36 (7.4)
	20%이상	99 (20.3)
	평균 (%)	15.55 (21.57)

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도 합이 다를 수 있음.

조사대상자들이 ELS 상품에 투자를 하는 이유를 1-3순위로 조사한 결과, 1순위의 이유로 '높은 수익률을 기대할 수 있어서'라는 의견이 138명(41.1%)으로 가장 높았으며, '안전성이 높다고 생각되어서'가 82명(24.4%), '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'가 77명(22.9%)으로 조사되었다. 2순위 이유는 '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'라는 의견이 77명(22.9%)으로 가장 높았으며, '안전성이 높다고 생각되어서'가 75명(22.3%), '수수료, 보수 등의 투자비용이 적어서'가 54명(16.1%)으로 나타났다. 3순위는 '다양한 대상에 투자할 수 있어서'라는 의견이 89명(26.5%)으로 가장 높았으며, '환매, 조기상환 등 유동성이 있어서'가 80명(23.8%), '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'라는 의견이 48명(14.3%)으로 나타났다.

ELS에 투자하는 이유 1-3순위를 종합하여 살펴보았을 때 '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'라는 응답이 가장 높게 나타났다. 이는 투자자들이 ELS를 은행 예금, 적금 보다는 높은 이율을 기대하는 동시에 원금 손실을 최소화 할 수 있는 상품으로 인식하고 있음을 의미한다. 그러나 1순위의 이유로 '높은 수익률을 기대 할 수 있어서'의 응답이 가장 높았던 것은 투자자들이 ELS 위험보다는 수익성에 더 큰 비중을 두고 있는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 2014년 ELS 원금 55.1조원 중 손실이 발생한 상태로 상환된 원금이 3.6조원으로, 2013년(3.2%)보다 3.3% 포인트 상승한 6.5%였고, 2014년 손실 상환된 ELS의 원금 손실률이 41.4%로 2013년(32.7%)보다 8.7% 상승하였다는 점(금융감독원, 2015)을 고려할 때, 투자 시 주의가 요구된다. 선행연구에 따르면 금융감독원(2010)의 조사에서는 ELS 투자이유를 묻는 질문에 '안정적인 기초자산이기 때문'이라는 응답이 43.7%로 가장 높았고, '높은 예상수익률을 얻기 위해서'가 42.8%, '원금이 보장되기 때문'이라는 응답이 25.9%의 순으로 나타난 바 있다. 이영애·조유현·이성림(2013)의 연구에서는 ELS에 투자하는 이유가 원금보장, 낮은 투자위험, 적절한 투자 및 회수기간 순으로 나타났고,

고봉찬(2011)의 연구에서는 주가연계증권 상품을 선호하는 이유로 투자위험이 낮아서라는 응답이 71.1%로 가장 높게 나타난 바 있다.

<표12 > ELS 투자이유

(n=336)

변수	1순위	2순위	3순위
높은 수익률을 기대할 수 있어서	138 (41.1)	31 (9.2)	16 (4.8)
안정성이 높다고 생각되어서	82 (24.4)	75 (22.3)	35 (10.4)
수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서	77 (22.9)	77 (22.9)	48 (14.3)
수수료, 보수 등의 투자비용이 적어서	18 (5.4)	54 (16.1)	26 (7.7)
다양한 대상에 투자할 수 있어서	13 (3.9)	43 (12.8)	89 (26.5)
투자관리가 편해서	6 (1.8)	35 (10.4)	42 (12.5)
환매, 조기상환 등 유동성이 있어서	2 (0.6)	21 (6.3)	80 (23.8)

## 2) ELS 투자경험 특성

조사대상자들의 ELS 투자경험과 관련된 특성은 ELS 투자기간과 과거 ELS 투자경험 여부를 조사하였고, 과거 투자경험이 있는 응답자들을 대상으로 과거 투자했던 ELS 상품 개수, 과거 ELS 투자 평균수익률을 조사하였다(<표 13>).

조사대상자들이 최초로 ELS에 투자한 시점부터 현재까지의 기간을 조사한 결과, 평균 3.63년으로 나타났다. 금융감독원·금융투자협회(2010)의 조사에서는 ELS 투자기간이 1년~3년미만인 비율이 44.2%으로 가장 높았고 3~5년미만 16.1%, 1년미만 14.1% 순으로 나타났다. 이영애·조유현·이성림(2013)에서는 1년~3년미만이라고 응답한 경우가 58.6%로 가장 높게 나타난 바 있다.

현재 보유 중인 ELS 상품 외에 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자는 179명(53.3%), ELS를 투자한 경험이 없는 대상자는 157명(46.7%)으로 나타났다. 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자가 투자했던 ELS 투자 개수는 평균 2.32개였고, 1개를 보유했던 대상자는 50명(27.9%), 2개를 보유했던 대상자는 60명(33.5%), 3개를 보유했던 대상자는 31명(17.3%), 4개 이상을 보유했던 대상자는 38명(21.2%)으로 나타났다.

과거 ELS에 투자해 본 경험이 있는 조사대상자의 ELS 평균수익률은 13.71%로 현재 보유하고 있는 ELS에 대한 평균 기대수익률(15.5%)보다 낮은 수준으로 나타났다. 즉, 투자자들은 현재 보유하고 있는 ELS가 과거의 투자수익률보다 높은 수준의 수익률을 달성해 줄 것을 기대하고 있음을 알 수 있다.

<표13> ELS 투자경험 특성

(n=336)

변수	구분	빈도(%) 또는 평균(표준편차)
ELS 투자기간		3.63 (2.51)
과거 ELS 투자경험	있음	179 (53.3)
	없음	157 (46.7)
과거 투자했던 ELS 상품 개수 (n=179)	1개	50 (27.9)
	2개 이상	60 (33.5)
	3개	31 (17.3)
	4개 이상	38 (21.2)
	평균(개)	2.32 (1.21)
과거 ELS 투자 평균수익률 (n=179)		13.71 (16.48)

### 3) ELS에 대한 이해도

ELS와 관련된 주요 용어와 내용 12가지에 대한 조사대상자의 이해도를 파악한 결과는 <표14>와 같다. ‘알고 있다’고 답한 비율은 평균 44.8% 수준이었다.

기초자산에 대해서만 ‘알고 있다’고 응답한 비율이 60%를 넘었고, 변동성, 중도환매, 조기상환에 대해 ‘알고 있다’고 응답한 비율은 50%대로 나타났으며, 행사가격, 참여율, 발행사신용도, 최초기준가, 상환연장에 대해 ‘알고 있다’고 응답한 비율은 40%였다. 반면, 낙인베리어에 대해서는 27%만이 ‘알고 있다’고 답하였고, 적격개인투자자제도에 대해서는 ‘알고 있다’로 응답한 비율은 20%에 불과했다.

금융감독원(2012)의 ‘파생결합증권 신고서 작성 가이드라인’에서 투자자들이

반드시 알아야 하는 주요 용어로 명시되어 있는 내용들임에도 불구하고, 조사 대상자의 이해도는 낮은 수준이었고, 특히 파생상품 신규 개인투자자에 대해 투자단계 구분, 교육 및 모의거래 이수 의무가 적용되는 적격개인투자자제도 (2014.12.29시행)에 대해서는 투자자들의 이해도가 매우 낮았다.

<표14> ELS 이해도 수준

(n=336)

ELS 주요용어	빈도(%)	
	알고 있다	잘 모른다
기초자산	212 (63.1)	124 (36.9)
행사가격	145 (43.2)	191 (56.8)
낙인배리어	91 (27.1)	245 (72.9)
변동성	181 (53.9)	155 (46.2)
참여율	141 (42.0)	195 (58.0)
리베이트	134 (39.9)	202 (60.1)
중도환매	183 (54.5)	153 (45.6)
조기상환	194 (57.7)	142 (42.3)
발행사신용도	142 (42.3)	194 (57.7)
최초기준가	161 (47.9)	175 (52.1)
상환연장	153 (45.5)	183 (54.4)
적격개인투자자제도	68 (20.2)	268 (79.8)
평균	44.8%	55.2%

### 3. 사회·경제적, 재무적 특성에 따른 ELS 보유유형 비교

조사대상자가 보유한 ELS 보유유형을 살펴보면, 138명(41.1%)은 원금보장형 ELS만 보유하고 있었고, 55명(2.7%)은 원금보장형과 원금비보장형(원금일부보장형 포함)을 동시에 보유하고 있었으며, 143명(42.6%)은 원금비보장형(원금일부보장형 포함)만 보유하고 있었다.

본 연구에서는 조사대상자가 ELS 투자에서 원금 손실의 위험을 가지고 있는지의 여부에 따라 ELS 보유유형을 두 집단으로 구분하였다. 즉 원금 손실의 위험이 없는 원금보장형 ELS만 보유한 조사대상자(138명, 41.1%)와 원금 손실의 위험이 있는 원금비보장형 ELS를 보유한 조사대상자(198명, 58.9%)로 집단을 구분하고, 사회·경제적 특성과 재무적 특성에 따라 ELS 보유유형에 유의한 차이가 있는지를 검증하였다.

#### 1) 사회·경제적 특성에 따른 ELS 보유유형 차이검증

사회·경제적 특성에 따라 ELS 보유유형에 유의한 차이가 있는지를 검증한 결과, 성별, 연령, 배우자 유무, 교육수준, 직업, 거주지역, 자가보유여부, 월평균가계소득 모두 유의한 차이가 나타나지 않았다(<표15>).

ELS 투자 여부를 결정하는데 있어, 사회·경제적 특성이 영향을 미친 것으로 나타난 선행연구(이영애·조유현·이성림, 2013)와는 달리, ELS를 이미 보유한 투자자들 사이에서는 사회·경제적 특성에 따라 ELS 보유유형이 유의한 차이를 갖지 않는 것으로 나타났다.

<표15> 사회·경제적 특성에 따른 ELS 보유유형 차이검증

(n=336)

		빈도(%)/평균(표준편차)		t/ $\chi^2$
		원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
성별	남자	93 (67.4)	138 (69.7)	.20
	여자	45 (32.6)	60 (30.3)	
연령		40.2 (8.7)	40.8 (9.1)	-.62
배우자 유무	있음	107 (77.5)	148 (74.7)	.35
	없음	31 (22.5)	50 (25.3)	
교육수준	고등학교졸업	15 (10.9)	20 (10.1)	.71
	대학교졸업	109 (79.0)	152 (76.8)	
	대학원이상	14 (10.1)	26 (13.1)	
직업	전문관리직	26 (18.8)	21 (10.6)	5.58
	사무직	77 (55.8)	121 (61.1)	
	서비스·판매·기술직	18 (13.0)	23 (11.6)	
	자영업	7 (5.1)	15 (7.6)	
	주부·기타	10 (7.2)	18 (9.1)	
거주지역	서울특별시	67 (49.3)	80 (41.7)	1.86
	기타	69 (50.7)	112 (58.3)	
자가보유 여부	있음	121 (87.7)	171 (86.4)	.12
	없음	17 (12.3)	27 (13.6)	
월평균가계소득(만원)		470.53 (236.92)	500.44 (232.08)	-1.15

## 2) 재무적 특성에 따른 ELS 보유유형 차이검증

조사대상자의 재무적 특성은 금융자산 보유액과 행동재무적 성향으로 나누어 살펴보았다. 유형별 금융자산 보유액에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과는 표<16>과 같다.

금융자산 총액과 안전금융자산 총액은 원금비보장형 ELS를 보유하고 있는 집단이 원금보장형 ELS만 보유한 집단보다 유의하게 많은 것으로 나타났다. 또한 금융투자자산 총액은 유의한 차이가 나타나지 않았으나, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단은 원금보장형 ELS만 보유한 집단보다 거치식 펀드 보유액이 유의하게 많은 것으로 나타났다. 여유자금 있는 투자자 일수록 원금비보장형 ELS를 투자하는 것으로 볼 수 있으며, 조유현·이영애·이성립(2013)의 연구에서 투자자들이 여유자금을 ELS에 투자하는 조사결과와 비슷하다.

원금비보장형 ELS를 보유한 집단의 금융자산 총액은 10,889만원으로, 원금보장형 ELS만 보유한 집단의 금융자산 총액(5,785만원)의 약 1.9배에 이르는 것으로 나타났다. 이는 금융투자자산보다는 안전금융자산에서 큰 차이가 있었던 것에 기인하는 것이다. 원금비보장형 ELS를 보유한 집단의 안전금융자산 총액은 8,720만원, 원금보장형 ELS만 보유한 집단의 안전금융자산 총액은 4,435만원으로 나타났다. 즉, 금융자산 총액이 많아 여유자금이 있는 조사대상자가 상대적으로 위험부담이 크고 기대수익률이 큰 원금비보장형 ELS를 보유하는 경향이 높은 것으로 보인다. 안전금융자산 보유액이 많은 집단은 안정적인 투자를 선호하는 특성을 가지고 있다고 볼 수 있는데, ELS가 주식이나 선물, 옵션과 같은 파생상품 보다는 투자위험이 적고, 예금이나 적금 보다는 수익률이 높기 때문에 원금비보장형 ELS 투자를 통해 수익률을 추구하는 경향이 있는 것으로 해석된다.

<표16> 유형별 금융자산 보유액에 따른 ELS보유유형 차이검증

(단위: 만원, n=336)

	평균(표준편차)		t
	원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
금융자산 총액	5,784.92 (8,269.52)	10,888.63 (24,599.83)	-2.708**
안전금융자산	4,435.32 (7,162.73)	8,719.72 (23,849.98)	-2.379*
수시입출금식예금	1,376.90 (2,440.77)	3,126.57 (12,339.10)	-1.94
적금 및 예금	2,394.42 (6,347.72)	4,725.53 (18,122.75)	-1.669
저축성 보험	664.00 (1,313.85)	867.62 (1,238.44)	-1.446
금융투자자산	1,298.51 (3,091.09)	2,071.91 (4,527.95)	-1.861
적립식 펀드	362.10 (1,080.25)	527.53 (1,043.76)	-1.409
거치식 펀드	78.26 (267.99)	246.09 (748.18)	-2.901**
주식 · 채권	486.82 (1,694.74)	860.15 (2,344.80)	-1.694
파생상품, 파생결합증권	371.33 (1,250.52)	438.14 (1,307.87)	-0.469
기타저축	51.09 (257.05)	97.01 (398.45)	-1.283

조사대상자의 행동재무적 성향에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과는 표<17>과 같다. 투자위험감수정도에 따라 ELS 보유유형을 살펴본 결과, 원금비보장형 ELS를 보유하고 있는 집단은 원금의 20.3%의 손실이 발생했을 때 투자를 중단하겠다고 응답한 반면, 원금보장형 ELS만 보유한 집단은 원금의 13.3%의 손실이 발생했을 때 투자를 중단하겠다고 답하여, 유의한 차이를 보여주었다. 즉, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 보다 큰 위험부담을 감수하고자 하는 경향이 있음을 의미한다.

조사대상자가 주관적으로 응답한 투자성향은 <표7>에서 위험회피형, 안정성장형, 성장형, 적극형, 위험선호형으로 구분한 것을 안정성장형과 성장형을 합하고, 적극형과 위험선호형을 합하여 위험회피형, 성장형, 위험추구형 세 개로 구분하였다. 위험회피형 투자성향을 가지고 있는 집단은 원금보장형 ELS만 보유한 비율이 높은 반면, 위험추구형 집단은 원금비보장형 ELS를 보유한 비율이 높았다. 위험회피형 투자자의 경우, 투자원금의 손실을 원하지 않기 때문에 ELS 투자에서도 원금보장형을 선호하고, 위험추구형 투자자의 경우, 손실위험을 감내하더라도 높은 수준의 투자수익을 추구하기 때문에 원금비보장형 ELS를 선호하는 것으로 보인다. 그러나 투자에 대한 자기과신성향에 따라서는 ELS 보유유형에 유의한 차이가 나타나지 않았다.

<표17> 행동재무적 성향에 따른 ELS 보유유형의 차이검증

(n=336)

		빈도(%)/평균(표준편차)		t/ $\chi^2$
		원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
투자위험 감수정도	원금의 몇%의 이익을 보았을 때 투자중단	17.84 (24.4)	23.18 (29.32)	-1.76
	원금의 몇%의 손실을 보았을 때 투자중단	13.31 (15.57)	20.34 (20.17)	-3.58***
투자성향	위험회피형	21 (15.2)	12 (6.1)	20.78***
	성장형	108 (78.3)	141 (71.2)	
	위험추구형	9 (6.5)	45 (22.7)	
자기 과신성향	있음	84 (60.9)	124 (62.6)	0.11
	없음	54 (39.1)	74 (37.4)	

#### 4. ELS 투자행동 특성에 따른 ELS 보유유형 비교

##### 1) ELS 보유유형별 ELS 보유 특성 차이 검증

조사대상자가 보유한 ELS 보유유형에 따라, ELS 보유 특성의 차이를 검증한 결과, ELS 보유개수, 가입금융기관(판매회사), 기대수익률에서 유의한 차이가 나타났다(<표18>).

ELS 보유개수는 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자(1.6개)가 원금보장형 ELS만 보유한 투자자(1.2개) 보다 유의하게 많았다. 본 연구에서는 조사대상자가 ELS 투자에서 원금 손실의 위험을 가지고 있는지의 여부에 따라 ELS 보유유형을 두 집단으로 구분하였기 때문에 원금비보장형 ELS를 보유한 집단(198명)에는 원금비보장형 ELS만 보유한 조사대상자(143명) 뿐 아니라 원금비보장형과 원금보장형을 함께 보유한 조사대상자(55명)도 포함되어 있다. 두 유형을 함께 보유한 투자자가 포함되었기 때문에 원금보장형 ELS만 복수로 보유한 투자자의 보유개수 보다는 원금보장형 ELS를 보유한 투자자의 보유개수가 많은 것으로 보인다.

ELS 가입금융기관은 보유한 ELS 상품 개수를 기준으로 조사한 결과, 원금보장형 ELS만 보유한 집단은 은행에서 가입한 ELS 개수가 68.4%를 차지한 반면, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단에서는 증권사에서 가입한 ELS 개수가 61.3%로 나타나 유의한 차이를 보여주었다. 은행 보다는 증권사에서 다양한 기초자산에 투자하여 높은 수익률을 추구하는 원금비보장형 ELS상품이 출시되고 있기 때문으로 해석된다.

조사대상자의 ELS 투자금액은 ELS 보유유형에 따라 유의한 차이가 나타나지 않았으나, 기대수익률은 ELS 보유유형에 따라 유의한 차이를 보였다. 원금비보장형 ELS를 보유한 조사대상자의 평균기대수익률은 28.76%인 반면, 원금

보장형 ELS만 보유한 조사대상자의 평균기대수익률은 13.83%로 나타났다. 원금보장형 ELS를 보유한 투자자는 5%~10% 미만의 수익률을 기대하는 집단에 속한 비율이 높은 반면, 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자는 20%이상의 수익률을 기대하는 집단에 속한 비율이 높았다.

안전성 보다는 수익성을 중시하기 때문에 원금비보장형 ELS에 투자하는 것이기는 하지만, 이에 앞서 기대수익과 위험부담의 적정 수준을 투자자 스스로 판단하는 것이 중요할 것으로 사료된다. 원금이 손실 상환되는 ELS의 비중이 증가하고 있는 현 상황에서, 고수익을 기대하는 투자자들이 그에 상응하는 고위험을 명확하게 인지하고, 합리적인 투자의사결정을 할 수 있도록 투자자 교육이 제공되어야 할 것이다.

<표18> ELS 보유유형별 ELS 보유 특성 차이검증

(n=336)

구분		빈도(%)/평균(표준편차)		t/ $\chi^2$
		원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
ELS 상품보유개수 (개)		1.22 (0.76)	1.59 (0.96)	-3.86***
ELS 가입금융기관 <sup>1)</sup>	은행	113 (68.4)	74 (38.7)	19.27***
	증권사	71 (38.6)	117 (61.3)	
ELS 투자금액	1천만원미만	74 (53.6)	117 (59.1)	3.16
	1천만~3천만	34 (24.6)	46 (23.2)	
	3천만~5천만	12 (8.7)	11 (5.6)	
	5천~1억	5 (3.6)	11 (5.6)	
	1억이상	13 (9.4)	13 (6.6)	
	평균	2,736.69 (9,065.49)	6,421.50 (34,004.98)	-1.45
ELS 기대수익률	5%미만	21 (15.3)	9 (4.5)	31.44***
	5%~10%	44 (32.1)	45 (22.7)	
	10%~15%	36 (26.3)	46 (23.2)	
	15~20%	14 (10.2)	15 (7.6)	
	20%이상	22 (16.1)	83 (41.9)	
	평균	13.83 (20.19)	28.76 (54.12)	

결측치(missing value)로 인하여 각 셀(cell)의 빈도 합이 다를 수 있음.

<sup>1)</sup> 가입금융기관은 ELS 상품 개수를 기준으로 빈도수를 제시함.

## 2) ELS 투자경험에 따른 ELS 보유유형 차이검증

조사대상자의 ELS 투자경험 특성에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과는 <표19> 에서 제시된 바와 같다. ELS 투자기간, 과거 ELS 투자경험, 과거에 투자했던 ELS 상품 개수와 과거에 투자했던 ELS의 평균수익률 모두 유의한 차이가 나타났다.

ELS에 최초 투자한 시점부터 현재까지의 기간을 비교한 결과, 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자 집단(4.03년)이 원금보장형 ELS만 보유한 투자자 집단(3.06년) 보다 유의하게 긴 것으로 나타났다. 또한 과거 ELS에 투자했던 경험도 원금비보장형 ELS를 보유한 집단에서 더 높게 나타났다. 즉, 투자기간이 길고 투자경험이 많은 투자자들이 위험부담을 감수하고 높은 수익률을 추구하는 원금비보장형 상품에 투자하는 경향이 높고, 경험이 부족한 투자자들은 보다 안정적인 원금보장형을 선호하는 것을 알 수 있다.

과거 투자했던 ELS 개수를 비교한 결과, 원금보장형이 평균 2.45개, 원금비보장형은 평균 3.68개로 원금비보장형을 가진 투자자들의 과거 ELS 투자 개수가 더 많았다. 특히 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자들이 2개 이상의 ELS를 투자했던 경우가 77.8%로 매우 높게 나타나 투자경험과 마찬가지로 투자개수가 많을수록 수익률이 높은 원금비보장형을 선호하는 것을 알 수 있다.

과거 ELS 투자 평균수익률을 비교한 결과, 원금보장형이 평균 14.84%의 수익률을 얻었고 원금비보장형은 평균 13.11%의 수익률을 얻었으나 원금보장형은 5%미만이 37.7%로 가장 많았고, 원금비보장형은 5%~10%가 41.2%로 가장 많았다. 따라서 과거 ELS 투자 평균수익률이 높을수록 원금비보장형 ELS를 선호하는 것을 알 수 있었다.

<표19> ELS 투자경험에 따른 ELS 보유유형 차이검증

(n=366)

구분		보유유형		t/ $\chi^2$
		원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
ELS 투자기간 (년)		3.06 (2.26)	4.03 (2.60)	-3.58***
과거 ELS 투자경험	있음	62 (44.9)	117 (59.1)	6.56*
	없음	76 (55.1)	81 (40.9)	
과거 투자했던 ELS 상품개수 (n=179)	1개	24 (38.7)	26 (22.2)	5.47*
	2개 이상	38 (61.3)	91 (77.8)	
	평균	2.45 (1.87)	3.68 (1.60)	0.87
과거 ELS 투 자 평균수익률 (n=179)	5%미만	23 (37.7)	31 (27.2)	9.93*
	5%~10%	11 (18.0)	47 (41.2)	
	10%~15%	11 (18.0)	14 (12.3)	
	15~20%	6 (9.8)	10 (8.8)	
	20%이상	10 (16.4)	12 (10.5)	
	평균	14.84 (18.04)	13.11 (15.63)	

### 3) ELS 이해도 수준에 따른 ELS 보유유형 차이검증

ELS와 관련된 주요 용어와 내용 12개에 대한 조사대상자들의 이해도 수준에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과, 낙인베리어, 변동성, 발행사신용도, 상환연장, 적격투자자제도에 대한 이해도에서 유의한 차이가 나타났다. 특히 낙인베리어와 적격투자자제도는 <표14>에서 이해도 수준이 매우 낮았던 개념이다. 각각의 용어와 내용에 대해 ‘알고있다’로 응답한 경우 1점, ‘모른다’로 응답한 경우 0점을 부여하여 계산한 이해도 점수 평균에서도 유의한 차이가 나타났다.

낙인베리어에 대해 ‘알고 있다’고 응답한 비율은 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자 집단(34.3%)이 원금보장형 ELS만 보유한 집단(16.7%) 보다 유의하게 높았다. 변동성의 경우에도 ‘알고 있다’고 응답한 비율이 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자 집단(60.1%)이 원금보장형 ELS만 보유한 집단(44.9%) 보다 유의하게 높았다. 원금비보장형 ELS를 보유한 집단은 발행사신용도와 상환연장에 대해서도 ‘알고 있다’고 응답한 비율이 각각 47.5%, 51.5%로 원금보장형 ELS만 보유한 집단의 응답률인 34.8%, 37% 보다 유의하게 높았다.

0점에서 12점의 범위를 갖는 이해도 점수의 평균은 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 14.87점, 원금보장형 ELS만 보유한 집단이 13.46점으로 유의한 차이를 나타냈다. 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자는 원금보장형 ELS만 보유한 투자자보다 ELS 투자관련 주요 용어와 내용에 대한 이해도가 높았고, 적격개인투자자제도에 대해 인지하고 있는 비율도 높았다. 앞서 살펴본 바와 같이 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자들은 투자경험이 많을 뿐 아니라, ELS에 대한 이해도가 높아 보다 적극적인 투자를 하고 있음을 알 수 있다.

<표20> ELS 이해도 수준에 따른 ELS 보유유형 차이검증

(n=366)

		빈도(%)/평균(표준편차)		t/ $\chi^2$
		원금보장형 (n=138)	원금비보장형 (n=198)	
기초자산	알고 있다	83 (60.1)	129 (65.2)	0.88
	잘 모른다	55 (39.9)	69 (34.8)	
행사가격	알고 있다	54 (39.1)	91 (46.0)	1.55
	잘 모른다	84 (60.9)	107 (54.0)	
낙인베리어	알고 있다	23 (16.7)	68 (34.3)	12.87***
	잘 모른다	115 (83.3)	130 (65.7)	
변동성	알고 있다	62 (44.9)	119 (60.1)	7.53**
	잘 모른다	76 (55.1)	79 (39.9)	
참여율	알고 있다	50 (36.2)	91 (46.0)	3.16
	잘 모른다	88 (63.8)	107 (54.0)	
리베이트	알고 있다	50 (36.2)	84 (42.4)	1.30
	잘 모른다	88 (63.8)	114 (57.6)	
중도환매	알고 있다	69 (50.0)	114 (57.6)	1.88
	잘 모른다	69 (50.0)	84 (42.4)	
조기상환	알고 있다	75 (54.3)	119 (60.1)	1.10
	잘 모른다	63 (45.7)	79 (39.9)	
발행사신용도	알고 있다	48 (34.8)	94 (47.5)	5.37*
	잘 모른다	90 (65.2)	104 (52.5)	
최초기준가	알고 있다	59 (42.8)	102 (51.5)	2.50
	잘 모른다	79 (57.2)	96 (48.5)	
상환연장	알고 있다	51 (37.0)	102 (51.5)	6.95*
	잘 모른다	87 (63.0)	96 (48.5)	
적격개인투자자 제도	알고 있다	25 (18.1)	43 (21.7)	.65
	잘 모른다	113 (81.9)	198 (58.9)	
이해도점수평균 (0~12점)		13.46 (4.51)	14.87 (4.38)	-2.56*

## 5. ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인

원금보장형 ELS만 보유하고 있는 조사대상자는 138명이었고, 나머지 198명은 원금비보장형 ELS만 보유하거나 원금보장형과 원금비보장형 ELS를 동시에 보유하고 있었기 때문에, 원금보장형 ELS 보유 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하는 로지스틱 회귀분석을 실시하였다(<표 21>).

로그오즈계수(log odds coefficients)는 오즈비(odds ratios)에 로그를 취한 값이다. 오즈비는 독립변수들이 ELS 보유유형 결정의 오즈에 대해 갖는 영향력을 나타내며, 1보다 크면 오즈를 증가시키고 1보다 작으면 오즈를 감소시킨다. 오즈비에서 1을 빼고, 여기에 100을 곱하면 독립변수가 1단위 변할 때 오즈의 변화량 증감분을 퍼센트로 알 수 있다.(DeMaris, 1992; Pampel, 2000)

변수들의 상관관계와 다중공선성을 살펴 본 후 독립변수를 선택한 결과는 다음과 같다. 사회·경제적 특성 중에서는 거주지가 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 서울에 거주하는 투자자가 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성이 높게 나타났다.

ELS 투자경험 특성은 ELS 투자기간이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ELS 투자기간이 길수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성은 낮게 나타났다는데, ELS 투자자들이 과거 투자를 통해 얻었던 경험을 바탕으로 좀 더 높은 수익을 낼 수 있는 원금비보장형 ELS 선택하기 때문이라 사료된다. ELS 판매회사에서는 투자자권유준칙에 따라 ELS를 가입하고자 하는 투자자의 ELS 투자기간을 확인함으로써, 합리적인 투자의사결정을 돕고, 향후 발생할 수 있는 불완전판매의 가능성을 줄여야 할 것이다.

ELS 보유특성 중에서는 ELS 기대수익률이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ELS에 대한 기대수익률이 높을수록 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 낮았는데, ELS에 대해 상대적으로 높은 수익률을 기대하는 투자자들이 원금비보장형 ELS 상품에 가입하려는 경향이 높음을 의미한다. 기존의 선행연구들 및 본 연구에서 밝혀진 바와 같이 ELS에 투자하는 중요한 이유는 ‘높은 수익률을 얻기 위해’였다. 따라서 높은 수익률을 기대하고 원금비보장형 ELS에 가입하려는 투자자들은 수익률이 높은 만큼 고위험을 가지고 있다는 사실을 간과해서는 안 될 것이며, 금융투자회사 역시 ELS 판매 시 원금의 손실가능성, 투자위험성에 대해 충분히 설명, 고지해야 할 것이다.

재무적 특성 중에서는 손실이 발생할 때 감수하고자 하는 투자위험정도, 즉 몇 %의 손실이 발생했을 때 투자를 중단할 것인지를 측정한 변수와 투자성향이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 손실에 대한 위험감수정도가 높을수록 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 감소하는 것으로 나타났다. 또한 위험회피형 투자자들은 성장형 투자자들에 비해 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 높은 반면, 위험추구형 투자자들은 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 낮은 것으로 나타났다. 투자위험을 감수하는 성향이 낮은 투자자일수록 보다 안전한 원금보장형 ELS를 선호하고, 반대로 투자위험에 대한 감수정도가 높고, 위험을 추구하는 투자자일수록 원금비보장형 ELS를 선호하는 것이다.

원금비보장형 ELS에 가입하고자 하는 투자자들은 본인의 위험감수정도와 투자성향을 보다 객관적으로 판단해야 하며, 금융회사 또한 투자자권유준칙에 따라 투자자들이 자신의 위험감수정도 및 투자성향을 올바르게 인지하고 있는지 파악하여 적합성 원칙에 어긋나지 않는 투자권유를 하는 것이 보다 중요할 것이다.

<표21> 원금보장형 ELS 보유 결정에 영향을 미치는 요인  
; 로지스틱 회귀분석

(n=336)

독립변수(괄호 안은 준거 집단)		coefficient(s.e)		odds ratio
사회 경제적 특성	연령	-.016	(.015)	.984
	성별(여자) : 남자	-.071	(.270)	.931
	교육수준(고졸) : 대졸이상	-.199	(.453)	.820
	직업(기타) : 전문관리직	.524	(.448)	1.689
	직업(기타) : 사무직	-.138	(.320)	.871
	직업(기타) : 자영업	-.192	(.592)	.825
	거주지(기타) : 서울시	.415*	(.194)	1.191
	자가보유(없음) : 있음	.416	(.384)	1.516
ELS 투자경험	ELS 투자기간	-.123*	(.061)	.884
ELS 보유특성	ELS 투자금액	.000	(.000)	1.000
	ELS 기대수익률	-.020**	(.007)	.981
	ELS 이해도	-.018	(.026)	.982
재무적 특성	금융자산총액	.000	(.000)	1.000
	투자위험감수정도-수익률	.009	(.008)	1.009
	투자위험감수정도-손실률	-.022*	(.010)	.881
	투자성향 : 위험회피형	1.014*	(.434)	2.757
	(성장형) : 위험추구형	-1.247**	(.435)	.287
상수		1.164	(.931)	3.203
chi-square		62.69***		
-2log likelihood		390.55		

\*p<.05, \*\*p<.01, \*\*\*p<.001

## V. 결론 및 제언

### 1. 요약 및 논의

본 연구에서는 ELS 투자자의 투자행동 특성을 살펴보고, ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성, 투자행동 특성에 따라 ELS 보유유형을 비교하며, ELS 보유유형 결정에 영향을 미치는 요인을 분석하였다.

본 연구의 주요 결과에 대한 요약 및 논의는 다음과 같다.

첫째, ELS 보유 특성을 살펴보면, 조사대상자 336명이 보유하고 있는 ELS 상품은 총 488개로, 조사대상자 1인당 평균 1.44개를 보유하고 있는 것으로 나타났다. 총 488개의 ELS 상품은 원금보장형 237개(48.6%), 원금일부보장형 162개(33.2%), 원금비보장형이 89개(18.2%)였다. ELS 가입금융기관(판매회사)을 살펴보면, 은행에서 가입한 ELS상품이 234개(49.2%), 증권사에서 가입한 ELS상품이 242개(50.8%)로 비슷한 수준이었다. ELS 상품 1개당 투자금액은 평균 3,523만원이었으며, ELS 평균기대수익률은 15.55%였다. ELS에 투자하는 가장 중요한 이유는 '수익성과 안정성을 동시에 확보할 수 있어서'로 나타났다. 이는 투자자들이 ELS를 은행 예금, 적금 보다는 높은 이율을 기대하는 동시에 원금손실을 최소화 할 수 있는 상품으로 인식하고 있음을 의미한다.

둘째, 조사대상자들의 ELS 투자경험 특성을 살펴보면, 최초로 ELS에 투자한 시점부터 현재까지의 기간은 평균 3.63년이었고, 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자는 179명(53.3%), ELS를 투자한 경험이 없는 대상자는 157명(46.7%)이었다. 과거 ELS에 투자한 경험이 있는 조사대상자가 투자했던 ELS 투자개수는 평균 2.32개였으며, ELS 평균수익률은 13.71%로 나타났다.

셋째, ELS 투자자의 사회·경제적, 재무적 특성에 따라 ELS 보유유형(원금보장형, 원금비보장형)의 차이를 살펴본 결과, 재무적 특성의 변수 중 금융자

산 총액과 안전금융자산 보유액, 거치 식펀드 보유액이 통계적으로 유의한 차이를 보여주었다. 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자 집단의 금융자산 총액, 안전금융자산 보유액과 거치식 펀드 보유액이 원금보장형 ELS만 보유한 집단보다 유의하게 많은 것으로 나타났다. 또한 행동재무적 성향을 살펴보면, 원금비보장형 ELS를 보유한 투자자들이 감수하고자 하는 투자 손실률이 유의하게 큰 것으로 나타났으며, 위험회피형 투자자들은 원금보장형 ELS만 보유한 비율이 높은 반면, 위험추구형 투자자들은 원금비보장형 ELS를 보유한 비율이 높았다.

넷째, ELS 보유유형(원금보장형, 원금비보장형)별로 ELS 보유 특성을 비교한 결과, ELS 상품보유개수는 원금보장형 ELS만 보유한 집단(1.22개) 보다 원금비보장형 ELS를 보유한 집단(1.59개)이 유의하게 많았고, 원금비보장형 ELS 보유집단은 증권사에서 가입한 비중이 유의하게 높았다. ELS에 대한 기대수익률 역시 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 또한 조사대상자의 ELS 투자경험에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단의 투자기간(4.03년)이 원금보장형 ELS만 보유한 집단의 투자기간(3.06년) 보다 유의하게 길었다. 과거 ELS 투자경험여부 역시 원금비보장형 ELS를 보유한 집단에서 유의하게 높게 나타났다. ELS와 관련된 주요 용어와 내용의 이해도 수준에 따라 ELS 보유유형의 차이를 검증한 결과, 이해도 평균점수는 원금비보장형 ELS를 보유한 집단이 원금보장형 ELS만 보유한 집단 보다 유의하게 높았다. 특히 낙인배리어, 변동성, 발행사 신용도, 상환연장, 적격투자자제도와 같은 내용은 두 집단 간 이해도 수준에 유의한 차이가 나타났다.

다섯째, ELS 투자기간이 길수록, 기대수익률이 높을수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성이 낮았는데, ELS 투자자들이 과거 투자경험을 바탕으로 좀 더 높은 수익을 낼 수 있는 원금비보장형 ELS 선택하기 때문이다.

여섯째, 손실에 대한 투자위험감수정도가 높을수록, 위험추구형 투자자일수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성은 낮았고, 위험회피형 투자자집단은 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 높은 것으로 나타났다.

## 2. 결론 및 제언

본 연구의 주요결과를 토대로 결론 및 제언을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 투자자들의 ELS 상품 1개당 투자금액은 평균 3,523만원이었고, 5.9%의 조사대상자들은 1억 이상의 투자금액을 가지고 있었다. ELS는 예금자보호법에 의해 보호되지 않는 상품임에도 불구하고, 투자진입이 쉬워 개인투자자의 비중이 높고, 개인투자자의 상품 당 투자금액 역시 높다는 문제점이 있다. 따라서 현재 고령자에 한해서 운영되고 있는 투자숙려제도를 확대 적용하는 등의 노력을 통해 투자자들이 신중한 투자의사결정을 하고, 스스로 자산을 보호할 수 있도록 돕는 것이 필요할 것이다. 또한 ELS는 복잡한 구조를 가지고 있는 상품임에도 불구하고, 정보를 비교, 제공하는 시스템 부족하다는 문제점이 존재한다. ELS 상품관련 비교공시가 이루어지고 있지 않아 투자자들이 어떤 상품이 적합한지를 판단하기 어려우므로, ELS 상품 정보 및 위험요인에 대해 투자자들이 쉽게 접근하고 비교하며, 이해할 수 있도록 돕는 정보제공 서비스가 필요할 것이다.

둘째, 조사대상자들이 ELS 투자를 통해 기대하는 평균수익률은 15.5% 수준이었고, 원금비보장형 ELS를 보유한 집단의 경우, 20%이상의 수익률을 기대하는 조사대상자의 비율이 23%에 달했다. 특히 과거 ELS 투자경험이 있는 투자자들의 경우, 과거의 평균수익률(13.7%) 보다 높은 수준의 수익률

을 달성해 줄 것으로 기대하고 있었다. 또한 ELS에 투자하는 가장 중요한 이유는 높은 수익률은 기대하기 때문이라는 응답이 가장 많았다. 이러한 결과는 투자자들이 ELS에서 높은 수익을 기대하고 있다는 것을 보여준다. ELS는 저수익 상품부터 원금 전액의 손실 가능성이 있는 고위험 상품까지 다양한 구조의 상품이 있음에도 불구하고, ELS가 위험부담이 적고 수익률이 높은 상품으로 잘못 인식되고 있다는 문제점이 있다. 투자자들이 ELS의 위험성에 대해 충분히 인지하지 못하고 있을 뿐 아니라, 금융회사에서도 수익률이 높고 위험부담이 적은 상품으로 홍보하는 경향이 있기 때문이다. 금융회사에서는 투자자들의 합리적인 의사결정을 위해 수익성과 위험성에 대한 정보를 충분히 제공해야 하고, 투자자들은 상품에 대한 충분한 이해를 바탕으로 의사결정을 하려는 노력이 필요할 것이다.

셋째, ELS 이해도를 살펴본 결과 금융감독원(2012)의 ‘과생결합증권 신고서 작성 가이드라인’에서 투자자들이 반드시 알아야 하는 주요 용어로 명시되어 있는 내용들임에도 불구하고, 조사대상자들이 ‘잘 알고 있다’고 응답한 비율은 평균 45%로 낮은 수준이었다. 특히 과생상품 신규 개인투자자에 대해 투자단계 구분, 교육 및 모의거래 이수 의무가 적용되는 적격개인투자자제도(2014.12.29시행)에 대해서는 투자자들의 이해도가 매우 낮았다. ELS에 투자하고 있으면서도 관련 용어나 개념을 이해하지 못하는 것은 큰 문제이며, 향후 투자자 피해가 발생할 수 있는 가능성이 높다는 것을 의미한다. 따라서 ELS 관련 주요 용어 및 관련 개념에 대해 투자자들이 쉽게 이해하고 적용할 수 있도록 금융회사 홈페이지나 영업점에서 자료를 제공하고, 정기적이고 효과적인 방법으로 교육, 홍보하는 방안이 필요할 것이다.

넷째, ELS 투자기간, ELS 기대수익률이 원금보장형 ELS 가입결정에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ELS 투자기간이 길수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성은 낮게 나타내는데, ELS 투자자들이 과거 투자를 통해

얻었던 경험을 바탕으로 좀 더 높은 수익을 낼 수 있는 원금비보장형 ELS 선택하기 때문이라 사료된다. ELS 판매회사에서는 투자자권유준칙에 따라 ELS를 가입하고자 하는 투자자들에게 ELS 투자기간을 확인함으로써, 합리적인 투자 의사결정을 돕고, 향후 발생할 수 있는 불완전판매의 가능성을 줄여야 할 것이다. 또한 투자자들 역시 과거 수익률이 현재의 수익률을 보장하는 것이 아님을 분명히 인식하여, ELS 가입 및 투자 의사결정 시 과거의 투자기간 및 경험들에 관한 자의적 판단을 기준으로 투자할 것이 아니라 가입하고자 하는 ELS 상품 자체의 구조, 손실가능성, 조기상환가능성 등 객관적이고 수치화 된 자료를 바탕으로 가입 및 투자의사결정을 해야 할 것이다

다섯째, 위험추구형 투자자일수록 원금보장형 ELS에 가입 할 가능성은 낮았고, 위험회피형 투자자집단은 원금보장형 ELS에 가입할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 따라서 ELS 가입 시 투자위험감수정도와 투자성향이 정확하게 측정되어야 할 필요성이 제기된다. 기존의 선행연구들을 보면 개인투자자들은 본인의 위험감수도와 투자성향이 평균이상이라고 생각하는 경우가 많아 투자자들이 주관적으로 느끼는 투자위험감수정도, 투자성향과 투자자권유준칙에 의거하여 측정되는 객관적인 투자위험감수정도, 투자성향이 정확하게 측정되어야 한다. 금융회사에서는 표준투자권유준칙에 따라 만들어진 투자자의 성향을 파악하는 설문을 실시하고 있지만, 이 준칙이 강제성이 있는 법규가 아니라는 점에서 문제가 발생한다. 대부분의 증권사는 준칙에 명시된 대로 원금손실 가능성 여부에 따라 상품을 고위험군과 중위험군으로 분류하지만 법으로 정해진 것이 없기 때문에 각 증권사마다 투자자를 구별하는 기준과 투자 권유 상품을 나누는 기준이 다르기 때문이다. 이와 같이 상이한 기준은 투자자들에게 혼란을 가중시킬 가능성이 있다. 불완전 판매와 같은 많은 투자자 문제가 발생하고 있고, 최근 ELS 집단소송이 인정된 가운데 이러한 분쟁을 예방하기 위해 표준화되고 법적효력이 있는 투자자 성향 파악에 대한 설문 연구, 개

받되어야 할 것이다.

본 연구는 ELS 투자행태에 관련된 연구가 부족한 상황에서 실제 ELS 투자자들에게 자기기입식으로 설문조사를 하였다는데 의의가 있다. 또한 ELS 투자행태를 살펴보고, 보유유형의 차이를 검증함으로써 ELS 가입자 및 잠재적 가입자에게 정보를 제공하고, 금융투자회사가 상품 설계 및 판매 시 투자자 특성을 참고 할 수 있는 자료로 활용될 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 주식투자 위주로 이루어져 온 직접투자행동 분석 연구의 폭을 넓히는데 기여할 수 있을 것으로 사료된다. 그러나 본 연구는 ELS를 보유하고 있는 투자자만 조사대상자로 한정했다는 한계점을 갖는다.

본연구의 결과를 토대로, 향후 연구에 대한 제언을 덧붙이면 다음과 같다. 본 연구에서는 ELS를 보유하고 있는 투자자만을 조사대상으로 한정하였는데, ELS의 투자특성을 보다 명확하게 밝히고, 투자자들의 다양한 니즈를 반영한 상품이 개발되는데 도움이 될 수 있도록 후속연구에서는 ELS를 보유하고 있지 않은 투자자와 ELS를 보유하고 있는 투자자의 특성을 비교하는 것이 필요할 것으로 생각된다.

초저금리 시대 및 고령화 사회로 접어들었을 뿐만 아니라 금융상품이 복잡하고 다양해지는 상황에서 투자자들은 높은 수익을 얻기 원하며, 복수의 금융상품을 보유하고 있는 투자자들이 증가하고 있다. 본 연구에서는 ELS 상품만을 한정하여 살펴보았으므로 주식, 선물, 옵션, ELW, 파생상품 등 다른 상품과 비교하는 후속연구를 제안한다. 투자자들의 포트폴리오 자산관리가 중요해지고 있는 만큼 여러 금융상품을 종합, 비교하여 포트폴리오 차원에서 살펴보는 것이 필요할 것이라 사료된다.

## 참 고 문 헌

- 고봉찬(2011), ELW 시장의 투자자 인식과 투자행태 분석, 한국증권학회지, 40(1), 63-75.
- 금융감독원(2007), ELS 현황 및 투자자보호 강화방안, 금융감독원.
- 금융감독원(2010), 추가연계증권(ELS) 투자자 설문조사 결과 분석, 금융감독원.
- 금융감독원(2012), 파생결합증권(ELS·DLS) 신고서 내용 개선, 금융감독원.
- 금융감독원(2012), 고령자 앞 ELS 관련 상품 판매 현황 및 보호방안, 금융감독원.
- 금융감독원(2013), 증권사 ELS 판매 만족도 개선, 금융감독원.
- 금융감독원(2014), 증권회사 ELS/DLS 발행·상환·잔액 현황(2013 연간), 금융감독원.
- 금융위원회·금융감독원·한국거래소·금융투자협회(2014), 자본시장 역동성 제고를 위한 파생상품시장 발전방안, 금융위원회·금융감독원·한국거래소·금융투자협회.
- 금융투자협회(2014), 금융투자협회 FACT BOOK, 금융투자협회.
- 금융투자협회(2015), 금융투자협회 FACT BOOK, 금융투자협회.
- 길재욱·박영석·이재현·박성호(2008), 개인투자자의 투자행태와 위험에 대한 인식에 관한 연구, Financial Planning Review, 1(1), 1-25.
- 김미리·김시월(2011), 대학생 소비자의 금융이해력 및 금융소비자교육 요구도 분석, 한국가정관리학회지, 29(4), 109-123.
- 김민정·이희숙(2011), 대학생의 재무경험과 재무관리행동에 따른 금융이해력 : 충북대학교 학생을 대상으로, 생활과학논문집, 15(1), 149-167.
- 김희선·여인권 (2011), 스텝다운형 추가연계증권의 위험률 고찰, 응용통계

- 연구 24(6), 1021-1031.
- 박경란(2004), 주가연계증권(ELS)이 자본시장에 미친 영향 분석, 건국대학교 대학원 석사학위논문.
- 박대근(2010), 우리나라 가계의 자산보유 특성과 결정요인 : 주식 직접투자 결정을 중심으로, 한국경제연구, 28(2), 93-122.
- 박은혜·정순희(2013), 자산수준별 가계포트폴리오 분석 결정요인, Financial Planning Review, 6(4), 21-43.
- 배승욱·안수현(2013), 파생결합증권을 둘러싼 금융소비자보호 강화방안, 은행법연구, 6(2), 129-179
- 백은영·주소현(2011), 우리나라 투자자의 자기과신성향, Financial Planning Review, 4(1), 29-53.
- 손주영·이연숙(1999), 도시 가계의 가계자산 투자행태 및 관련 변수, 한국가정관리학회지, 3(1), 67-82.
- 안수현(2004), 주가연계증권의 증권법적 검토, 증권법연구, 5(1), 137-169.
- 엄세용(2010), 자본시장에서의 ELS 규제 및 감독방향 - 「ELS 헤지거래 가이드라인」을 위주로, 연세대학교 법학연구, 2(2), 9-39.
- 우민철·김지현(2014), 주가연계증권의 만기일 효과에 대한 연구, 산업경제연구, 27(3), 1157-1190.
- 유상훈(2009), 청소년 금융소비자교육에 있어 금융이해력 측정방식의 개선방안에 관한 연구, 명지대학교 대학원 석사학위논문, 1-6.
- 윤충한(2002), 온라인주식시장의 투자자 특성 : 실증분석을 통한 온라인투자자와 오프라인투자자의 비교, 한국경제연구, 9, 101-116.
- 이상철(2012), ELS의 위험 및 조기상환가능성에 대한 연구, 부산대학교 대학원 석사학위논문, 1-8.
- 이상택(2007), 청소년 금융이해력 향상을 위한 연구, 계명대학교 대학원 석사

- 학위논문, 25-34.
- 임경목(2004), 한국 가계의 주식시장 참가 결정요인 분석, KDI 정책연구, 36-69.
- 정순희·신민경(2011), 재무위험수용성향과 위험자산보유율 관련 변수에 관한 연구, Financial Planning Review, 4(4), 1-20.
- 정승화(2011), 자본시장법상 파생결합증권에 관한 법적 소고, 금융법연구, 8(1), 415-462.
- 정은주·문숙재(1992), 가계투자행동의 인과적 모형분석, 대한가정학회지, 30(1), 219-234.
- 정순희·신민경(2012), 재무위험수용성향과 위험자산보유율 관련변수에 관한 연구, Financial Planning Review, 4(4), 1-20.
- 조유현·이영애·이성림(2013), 주가연계증권(ELS)의 소비자 이해 수준에 관한 사례 연구, 소비자학 연구, 24(4), 148-168.
- 조유현·이영애·이성림(2013), 주가연계증권(ELS)이용 소비자들의 금융이해력 수준과 투자규모결정에 관한 연구, 소비자정책교육연구, 9(2), 63-82.
- 주소현(2009), 가계의 적립식펀드와 거치식펀드 투자행동, 보험금융연구, 20(3), 253-278.
- 최미향(2010) 위험감수성향에 따른 가계금융자산 포트폴리오 변화, 성신여자대학교 대학원 석사학위논문, 1-64.
- 최윤정(2010), 고등학생의 금융이해 정도가 소비행태에 미치는 영향에 관한 연구, 청소년문화포럼, 25, 171-205.
- 최원근·임병진(2013), 우리나라 파생상품 시장의 역사와 발전방안에 관한 연구, 경영사학, 28(3), 177-198.
- 최지은·정순희·여윤경(2005), 소비자의 자산계층별 금융자산 포트폴리오 분

- 석, 한국가정관리학회지, 16(3), 111-122.
- 최현자· 조혜진(2011), 금융교육과 금융거래경험이 대학생의 금융이해력에 미치는 영향에 관한 연구, 소비자학연구, 22(4), 55-75.
- Al-Tamimi, H. A, & Kalli, A. B.(2009), Financial literacy and investment decisions of UAE investors, *Journal of Risk Finance*, 10(5), 500-516.
- Banks, J. & Tanner, S. (2002), Household portfolios in the United Kingdom, in L. Guiso, M. Haliassos, & Jappelli, T. eds., *Household portfolios*, Cambridge : MIT Press, 219-250.
- Campbell, J. Y.(2011), Asset pricing at the millennium, *Journal of Finance*, 55, 1515-1567.
- Cohen, B., Zinberg, E. D., & Zeikel, A. (1982), *Investment analysis and portfolio management (4th ed.)*, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.
- Cohn, R. A., Lewellen, W. G., Lease, R. C., & Schlarbaum, G. G. (1975), Individual investor risk aversion and investment portfolio composition. *Journal of Finance*, 30(2), 605-620.
- Cordell, D. M.(2001), Risk pack: How to evaluate risk tolerance, *Journal of Financial Planning*, 36-40.
- Carol, C. B. & Starr-McCluer, M. (2000), Household portfolios in the United, *Federal Reserve Board*, 1-41.
- DeMaris, A.(1992), Logit modeling: Practical applications. Sage University Paper Series on Quantitative application in the Social Science, 07-086. Newbury Park, CA: Sage.
- Fischer, G. W., Kamlet, M. S., Fienberg, S. E., & Schkade, D. (1986), Risk preference for gains and losses in multiple objective decision

- making, *Management Science*, 32(9), 1065-1086.
- Grable, J. E., & Joo, S. H. (2004), Environmental and biopsychosocial factors associated with finance risk tolerance, *Financial Counselling and Planning*, 15, 73-80.
- Poterba, J. M., & Samwick, A. A. (1997), Household portfolio allocation over the life cycle, *National Bureau of economic research*, Issue w6185, 1-57.
- Laughunn, D. J., Payne, J. W., & Crum, R.(1980), Managerial risk preferences for below target returns, *Management Science*, 26(12), 1238-1249.
- Lee. H. & Hanna. S.(1995), Investment portfolios and human wealth, *Financial Counselling and Planning*, 6, 147-152.
- MacCrimmon, K. R., & Wherung, D. A.(1990), Characteristics of risk taking executives, *Management Science*, 36(4), 422-435.
- Malroux, Y. L., & Xiao, J. J.(1995), Perceived adequacy of retirement income, *Financial Counselling and Planning* , 6, 17-24.
- March, J. G., & Shpira, Z.(1987), Managerial perspective on risk and risk taking, *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Tversky, A., & Kahneman, D.(1981), The framing of decisions and the psychology choice, *Science*, 211, 4538.
- Pampel, f. c.(2000), Logistic regression: A primer. Sage University Paper Series on Quantitative application in the Social Science, 07-132, Newbury Park, CA: Sage.
- Poterba, J. M., Samwick, A. A.(1995), "Stock ownership patterns, stock market fluctuations, and consumption." , *Economic activity*,

2, 295-372.

Xiao, J. J.(1995), Patterns of household financial asset ownership, *Financial Counselling and Planning*, 6, 99-106.

Xiao, J. J.(1996), Effects of family income and life cycle stages on financial asset ownership, *Financial Counselling and Planning*, 7, 21-30.

Zhong, L. X., & Xiao, J. J.(1995), Determinants of family bond and stock holdings, *Financial Counselling and Planning*, 6, 1-8.

중앙일보 2015년 4월 28일자 신문기사

금융감독원 홈페이지 <http://www.fss.or.kr/fss/kr/main.html>

금융투자협회 홈페이지 <http://www.kofia.or.kr/>

예탁결제원 홈페이지 <http://www.ksd.or.kr/index.home>

## <부록> 설 문 지

★ 현재 ELS (주가연계증권)을 보유하고 있지 않으며, 응답 중단

<설명> ELS (주가연계증권)  
 : 투자자금의 일부는 우량채권 등 안전자산에 투자하여 원금을 보전하고,  
 나머지는 주식이나 관련 파생상품에 투자하여 초과수익을 확보하는 금융 상품

Q1-1. 귀하께서 보유 중인 ELS 각각에 대해 적어주십시오. ELS유형과 가입금융기관은 <보기>에서 번호를 고르시고, 투자금액과 기대수익률은 직접 기입해 주십시오.

<보기> ELS 유형: ① 원금보장형    ② 원금일부보장형    ③ 원금비보장형  
 가입금융기관(ELS판매기관): ① 은행            ② 증권사

순번	ELS유형	가입금융기관	투자금액	기대수익률
1			원	%
2			원	%
3			원	%
4			원	%
5			원	%

Q1-2. 귀하의 ELS 투자경험은 몇 년이십니까? (최초 투자시점부터 현재까지의 기간)

\_\_\_\_\_년 \_\_\_\_\_개월

Q1-3. 귀하께서는 과거에 ELS에 투자했던 경험이 있으십니까? (현재 보유중인 상품 제외)

- ① 있다 => Q1-4로
- ② 없다 => Q1-6로

Q1-4. 과거에 귀하께서 투자했던 ELS 상품은 몇 개입니까? (현재 보유중인 상품 제외)

\_\_\_\_\_ 개

Q1-5. 과거에 귀하께서 투자했던 ELS상품의 평균수익률은 몇 %입니까?

\_\_\_\_\_%

Q1-6. 귀하께서 ELS상품에 투자하는 이유는 무엇입니까? 가장 중요한 이유부터 1-3순위를 선택해 주십시오.

	순위
높은 수익률을 기대할 수 있어서	
안전성이 높다고 생각되어서	
다양한 대상에 투자할 수 있어서	
수익성과 안전성을 동시에 확보할 수 있어서	
수수료, 보수 등의 투자비용이 적어서	
환매, 조기상환 등 유동성이 있어서	
투자관리가 편리해서	
기타 ( )	

Q1-7. 다음은 ELS상품 투자와 관련된 용어와 내용입니다. 각 용어나 내용에 대해 얼마나 알고 계신지 해당 칸에 V표시 해주십시오.

	잘 알고 있다	들어본 적은 있다	모른다
기초자산			
행사가격			
낙인베리어			
변동성			
참여율			
리베이트			
중도환매			
조기상환			
발행사 신용도			
최초기준가			
상환연장			

Q2-1. 귀하께서는 “적격 개인투자자 제도”에 대해서 알고 계십니까?

- ① 잘 알고 있다
- ② 들어본 적은 있다.
- ③ 모른다.

<설명> 적격 개인투자자 제도  
 : 「파생상품시장 발전방안(2014.6월 금융위 발표)」의 일환으로 한국거래소에 상장된 파생상품을 거래하고자 하는 신규 개인투자자에 대해 기본예탁금 상향, 투자단계구분(1단계 선물, 2단계 옵션), 교육 및 모의거래 이수 의무가 적용되는 제도



**Q3-5. 귀하께서는 다른 일반 투자자들과 비교해볼 때 투자 실력이 얼마나 된다고 생각하십니까?**

- ① 매우 미숙하다.
- ② 미숙한 편이다.
- ③ 보통 수준이다.
- ④ 잘 하는 편이다.
- ⑤ 매우 잘한다.

**Q3-6. 1990년부터 2014년까지 주식의 연평균 수익률은 7.5% 였습니다. 귀하께서 주식투자를 한다면, 연평균 수익률이 어느 정도 일 것으로 예상하십니까?**

- ① 7.5% 미만
- ② 7.5% 정도
- ③ 7.5% 이상

**Q3-7. 만약 최근 몇 달간 귀하의 투자 수익률이 꽤 좋았다면, 이에 대해 귀하께서는 주로 어떻게 생각하십니까?**

- ① 나의 투자실력이 좋아서 수익률이 좋은 것이라고 생각한다.
- ② 운이 좋았기 때문이라고 생각한다.
- ③ 투자실력도 좋았지만, 운도 따라 주었다고 생각한다.

Q4-1. 귀하의 가계에서 보유하고 계신 금융자산 보유액(적립총액 또는 현재평가액)에 대한 질문입니다. 번거로우시겠지만, 빠짐없이 기입해 주시기 바랍니다.

종류		보유액 (현재 평가액)	예시
수시입출금식 예금		만원	보통예금, 자유저축예금, 시장금리부수시입출금식예금, CMA 등
적금 및 예금		만원	정기적금, 주택부금, 연금저축 등 적립식저축, 정기예금, 양도성예금증서(CD), 기업어음(CP), 금전신탁 등 예치식저축
저축성보험		만원	저축보험, 연금보험, 변액연금보험, 교육보험 등 (* 자동차보험, 의료실비보험 등 보장성보험 제외)
펀드	적립식	만원	
	거치식	만원	
주식·채권		만원	
파생상품, 파생결합증권		만원	선물, 옵션, 스왑, ELS, DLS, ELW 등
기타저축		만원	갯돈 불입금, 빌려준 돈 등

Q5-1. 귀하의 연령을 적어주십시오.

만\_\_\_\_\_세

Q5-2. 귀하의 성별에 V표시해 주십시오.

① 남성

② 여성



## ABSTRACT

### Analysis of ELS Types according to ELS investor's Characteristic

Park, Joo-hyun

Dept. of Living Culture and Consumer Science

The Graduate School

Sungshin Women's University

As slow growth and low interest rate continues, investors have an interest in alternative investment vehicles to ensure a relatively high rate of return. Such demands together with the financial companies' needs to create new revenue streams introduced ELS (equity-linked securities), which is recognized as a product of the median risk and medium earnings, in 2003.

ELS issuance increases because of 1% of base rate, rising stock market in Korea, and the impact of government announcement of "derivative market development plans." In 2014, the proportion of private investors has reached 96% and the average investment amount per case was 30 million won level. The size of the ELS market continues to expand and the

number of individual investors takes a large share, but research is lacking that regard .

This study examines the investment behavior of ELS investors, analyze whether significant differences is found in the type ELS reserves in accordance with the investor's characteristics, and examined the factors that affect the type determine ELS reserves. It followed adults aged 20 and over with having ELS with their name utilizing online survey data descriptive statistics, average comparison between groups (t-test), cross comparison ( $X^2$ -test), and logistic regression analysis (Logistic regression). Summary and discussion about the major results of this research are as follows.

First, when looking at the characteristic of ELS, 336 respondents answered a total of 488 products, meaning one person has 1.44 on average. Among them, principal-guaranteed products are 237(48.6%), partial-guaranteed are 162(33.2 %) and non-proof of principal products are 89 ELS(18.2%). Looking at the ELS financial institutions(sales company), 234 products(49.2%) were subscribed at the bank, while 242(50.8%) were at the security firms. Average invested amount was 3,5230,000 won, and average expected rate of return was 15.55%. The most important reason to invest in ELS appeared as "to be able to ensure the profitability and stability at the same time." This means that investors have recognized ELS as a product that can minimize the loss of principal while at the same time expect higher interest rates compared to bank's products.

Second, in terms of ELS investment experience, average investment period was 3.63 years. Among them, 179 respondents (53.3%) said that they had

experience in ELS investment but 157 (46.7%) said never did before. Among those respondents who had invested in ELS before, investment products were an average of 2.32 and ELS average yield was found to be 13.71%.

Third, the study examined the differences in types (principal-guaranteed and non-guaranteed) according to the social and economic and financial characteristics of ELS investors to find that, among the financial parameters, total asset amount, financial assets safety reserves, and cost averaging fund reserves showed a statistically significant difference. Investors of principal non-guaranteed products had meaningfully more than the other in terms of total asset amount, financial assets safety reserves, and cost averaging fund reserves. Also, when looking at financial behavior tendencies, the principal non-guaranteed ELS investors showed that they are willing to take much more risk of losing principal. Risk-avoiding investors mostly had only principal-guaranteed ELS, but risk-seeking investors had a high chance of non-guaranteed products.

Fourth, ELS types (principal-guaranteed and non-guaranteed) were compared for ELS retention characteristics. The result showed that the population holding the principal non-guaranteed ELS (1.59) had meaningfully more than the numbers having only principal-guaranteed ELS(1.22). In addition, non-guaranteed product investors were often found to subscribe for the products at the security firms. The non-guaranteed product investors also had meaningfully higher yield expectations compared to the others. Besides, when verifying the difference between ELS reserves in accordance with the type of investment experience, those holding

principal non-guaranteed products had investment period (4.03 years) significantly higher than that (3.06 years) of the population owned only principal guaranteed ELS. Past experiences were also significantly higher in the group that holds the principal non-guaranteed ELS. Understanding of key terms and details related to the ELS was also validated the differences in type depending on the level of ELS holds. The group holding non-guaranteed ELS had better understanding especially in case of knock-in barrier, volatility, issuer credit, repayment extension and eligible investors.

Fifth, the longer investment period is, the lower the possibility of joining the principal-guaranteed ELS. That was because investors who have past experience had a high tendency of selecting non-guaranteed. Also, the higher revenue they want, the less likely they select principal-guaranteed ELS. The tendency reflects the fact that investors are recognizing ELS as the high-risk and high-return products as no-guaranteed ELS has better profitability compared to the other.

Sixth, Risk-avoiding investor groups showed a possibility to join the principal guaranteed ELS.

This study is significant in that it conducted survey on ELS investors to see their characteristics and types in the situation in which research related to individual ELS investors are in its infancy. Accordingly, the suggestions are expected to be able to provide helpful information for current and potential investors and for sellers when they design and sell the products while helping expand the scope of direct analysis on investor behavior which has been focused on stock investment.