

ETF의 구조와 Bitcoin ETF의 현황 분석 (1)

ETF 구조 일반 소개

Index

03 I. ETF 정의 및 개요

03 II. ETF구조

가. 플레이어 정의

나. 발행시장

다. 유통시장

라. 리밸런싱

09 III. ETF 종류 및 효과

가. ETF 종류

나. ETF 효과

Abstract

'23년 6월 블랙록(Blackrock)을 비롯한 몇몇 회사들이 SEC(Securities and Exchange Commission)를 대상으로 Bitcoin을 기초자산으로 하는 ETF(Exchange Traded Fund)를 신청하였다. 이번에 신청한 ETF는 현물 ETF로 기존에 Listing 되어 있는 Bitcoin 선물 ETF와는 다른 상품이기에 더욱 시장의 주목을 받고 있다. 금번 레포트에서는 시장참여자들에게 ETF에 대한 배경지식을 제공하고, ETF가 발생시키는 효과 및 블랙록이 제출한 ETF의 성격에 관한 정보를 제공하여 참여자들의 의사결정을 돕고자 한다.

본 리포트는 크게 두개의 파트로 구성되어 있으며, 1편은 ETF의 기본적인 구조를 서술하고, ETF 상품에 참여하는 각 시장참여자의 종류와 기본개념을 설명한다. 이를 바탕으로 통상적인 ETF와 이에 대한 파생 ETF인 레버리지 & 인덱스 ETF를 설명한 뒤, 레버리지 & 인덱스 ETF가 가지고 있는 효과에 대해서 설명한다.

추후 2편에서는 한국 & 미국 & 유럽의 ETF 관련 규제를 검토해보고, 현재 Listing 되어 있는 ETF의 목록과 그 성격을 서술한 뒤, 최종적으로는 Blackrock ETF의 효과 및 향후 방향에 대해서 간략하게 타진해보는 것으로 한다.

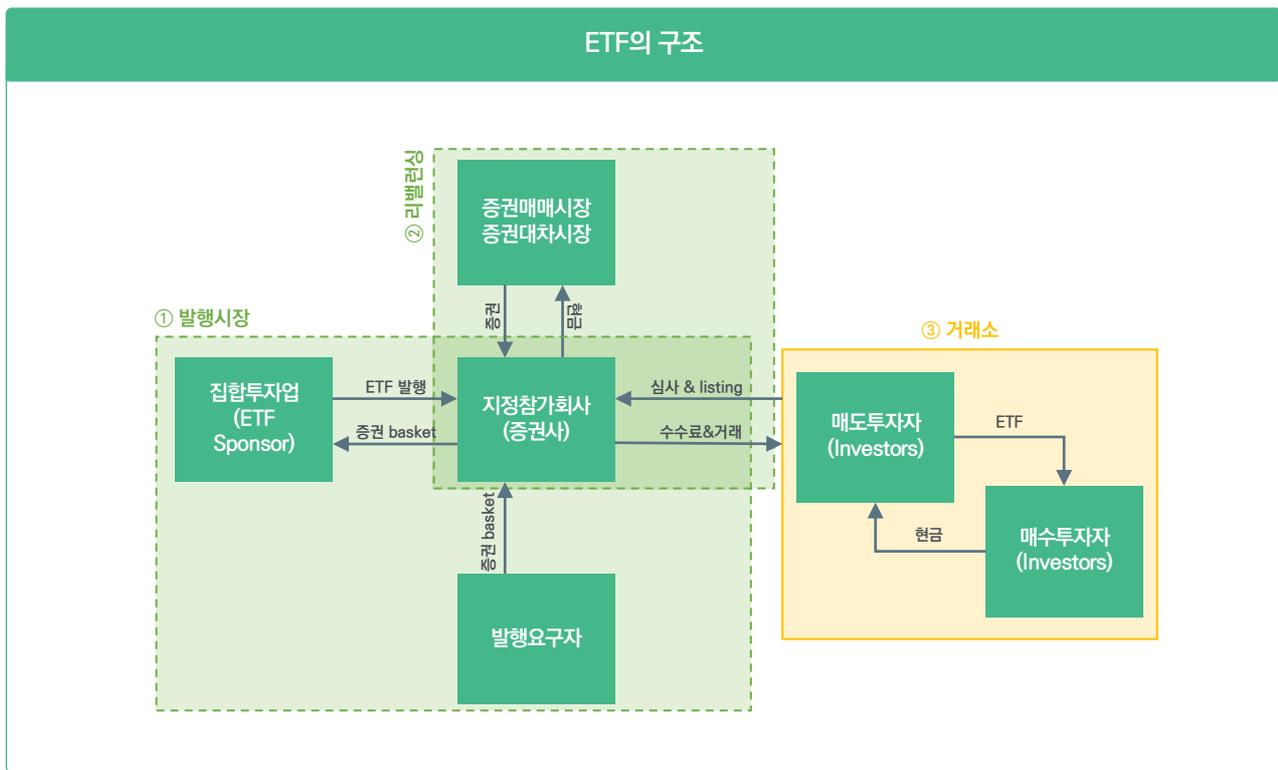
II. ETF 정의 및 개요

ETF(Exchange Traded Fund, “이하 ETF”)라 함은 특정 자산의 수익률을 추종하도록 만들어진 펀드로, 발행용 Basket에 자산을 담아 합성된 지수를 구성하는 합성자산을 의미한다.

ETF의 구분은 Basket에 담는 자산의 성격에 따라 달라지며, 자산의 종류로는 주식, 채권 뿐만 아니라 이를 기초자산으로 하여 발생된 파생상품 및 외화, 금, 은, 식료품과 같은 통상적인 상품의 종류도 포함될 수 있다.

ETF는 증권시장에 Listing되어 거래되며, 다양한 자산을 하나의 Basket에 담아 지분형태로 거래하므로 다회성 거래를 1회성으로 해결하기 용이하며, 분산투자의 성격을 지니고 있어 전문지식이 부족한 일반투자자의 효율적인 투자를 돕는다. 특히 레버리지 ETF 상품은 파생상품 시장 진입이 어려운 일반투자자들로 하여금 거래접근성을 개선하는데 도움이 된다. 특히 거래소에 Listing 되어 있다는 점은 통상적인 펀드와는 다르게 용이한 현금화를 가능하게 해 준다.

III. ETF 구조



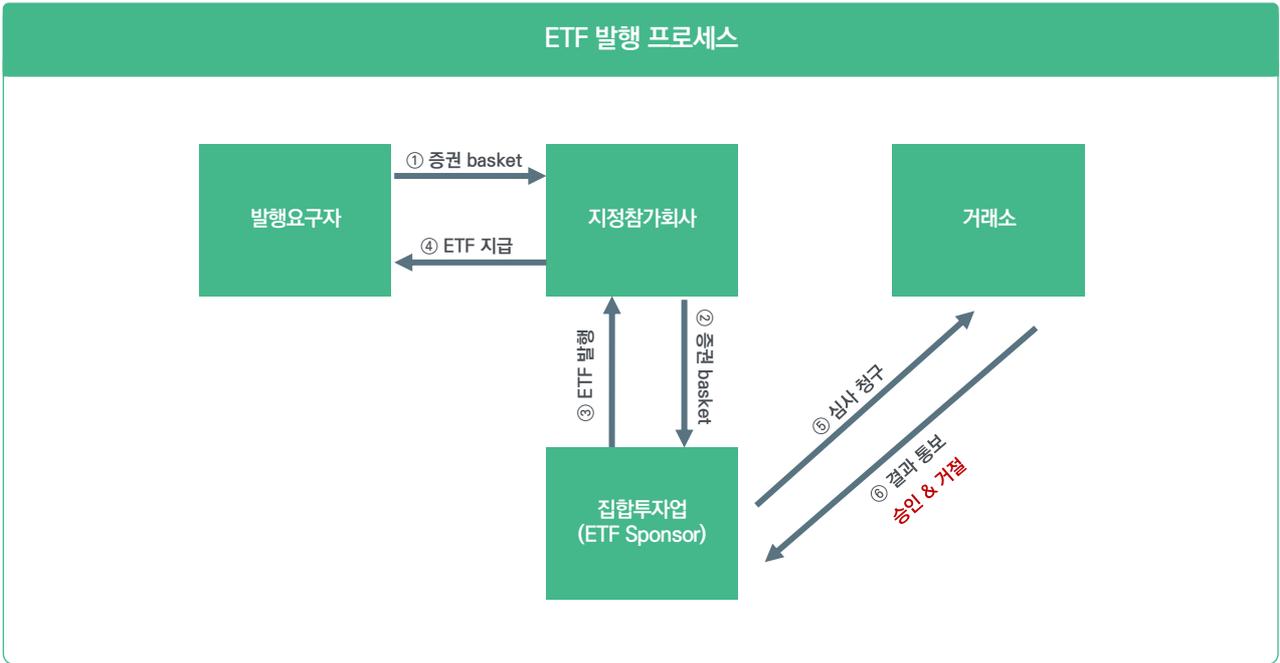
가. 플레이어 정의

구분	내용
지정참가회사 ¹ (Authorized Participant)	<ul style="list-style-type: none"> - (대상) 지정참가회사는 통상 증권사가 담당 - (발행) 지정참가회사는 기관투자자와 집합투자업자 간의 ETF의 설정 및 환매 등의 사무를 담당하는 자를 말함. - (운용) 상장된 ETF 중 지정참가회사 중 1개사는 반드시 유동성 공급자의 역할을 수행하며 NAV(Net Asset value) 변동에 따른 익스포져 조정 리밸런싱을 수행함.
유동성 공급자 (Liquidity Provider)	<ul style="list-style-type: none"> - ETF는 바스켓에 포함된 상품들의 NAV에 따라 그 가치가 변동하므로, 시장가격과 괴리가 크게 발생하지 않을 수 있도록 ETF에 대해 가매수/가매도 호가를 제출하는 자를 말함.
집합투자업자 (Collective investment business)	<ul style="list-style-type: none"> - 2인 이상의 투자자로부터 자금을 조달 받아 자체적인 방식으로 운용하는 자를 말함.

나. 발행시장 (Primary Market)

발행시장 활동	
구분	종류
종류	수익증권, 지분증권
발행 (In kind Creation)	“지정참가회사”가 “발행요구자”로부터 자산을 납입 받아 “집합투자업자”를 통해 집합투자업자의 “수익증권 혹은 지분증권을 발행”하는 행위
환매 (Redemption)	“투자자”가 “ETF를 발행한자”에 대하여 CU상당의 “수익증권/지분증권”을 제시하고 이에 대한 “Basket의 자산을 회수”하는 행위

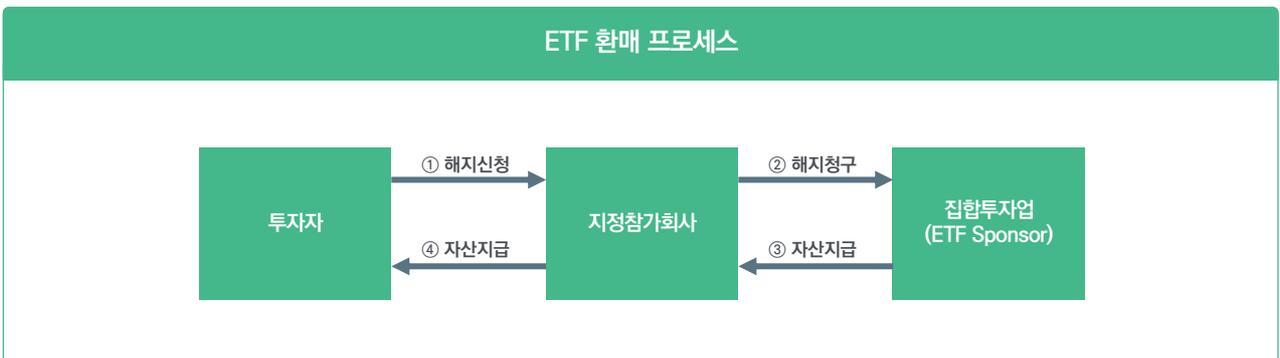
¹ 물론 “신탁사무”, “일반사무”는 지정참가회사가 아닌 타 회사가 수행할 수 있음.



1) 발행 프로세스

- 가) 발행요구자가 **지수산출기관**을 선정 및 해당 지수를 구성하는 실물 Basket을 **지정참가회사**에 납입
- 나) 지정참가회사는 수취한 Basket을 **수탁사(자산보관자)**에게 예치
- 다) 지정참가회사가 **집합투자업(운용사)**에게 ETF 설정을 청구하고, **집합투자업자**는 이를 근거로 수탁사로부터 납입내역을 확인하고 하여 ETF를 신규 발행함.
- 라) 거래소를 대상으로 **집합투자업자**가 상장을 신청하고, 이에 대한 승인통보시 증권시장에서 발행 ETF 거래

2) 환매 프로세스



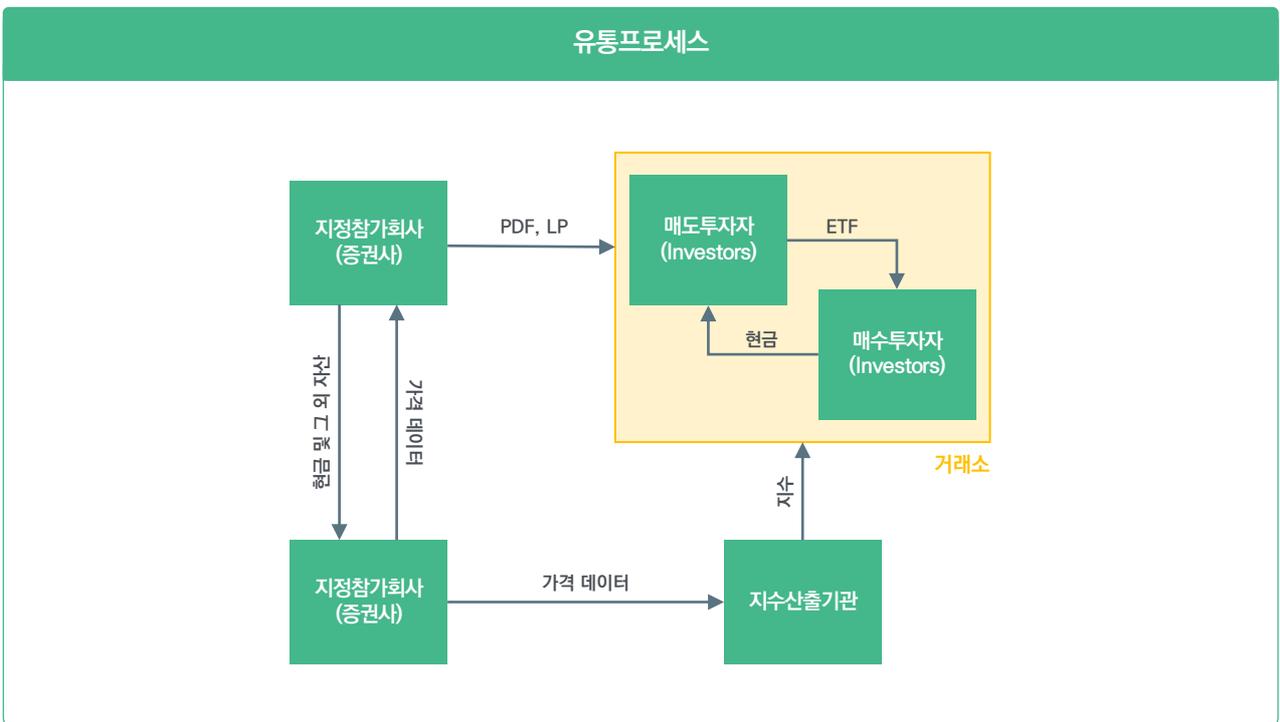
- 가) 환매를 원하는 투자자가 지정참가회사에 대해 ETF 해지신청 (CU 단위)
- 나) 지정참가회사는 집합투자업자에 대하여 ETF 해지 청구
- 다) 집합투자업자는 해지청구를 받은 “당일” CU 상당의 자산을 지정참가회사에 지급
- 라) 지정참가회사는 지급받은 자산을 투자자에게 지급

다. 유통시장 (거래소, Secondary Market)

1) 주요개념

구분	내용
NAV (Net Asset Value)	ETF의 Basket에 담긴 자산의 순자산가치를 의미함.
설정단위 (Creation Unit)	ETF 설정을 위한 최소단위로 신규 발행시점에 1회 발행 단위를 의미함. 예시) KODEX200의 CU = 50,000좌 (좌 = 주와 동일개념) 2CU = 100,000주
납입자산 구성내역 (Portfolio Deposit Fund, PDF)	ETF의 자산구성내역을 의미하며, 일별 공시되어 추정 NAV를 위한 기초자료로 가능함.

2) 유통프로세스



구분		내용
공시	납입자산	집합투자업자는 공고일 전일을 기준으로 하는 납입자산 구성내역(PDF)을 일별로 공시 필요
	지수	지수산출기관은 일별 지수를 종합하여 발표하여야 함.
	가격	지수 산출기관이 발표한 지수 및 회사의 NAV를 근거로 하여 균형가격 형성
유동성 공급		ETF의 특성상 발표한 지수에서 가격 이탈이 발생하지 않을 수 있도록 매수 매도 필요
리밸런싱	일반	ETF내 Basket에 포함된 자산이 지수 비율에 맞게 될 수 있도록 Basket 포트폴리오 조정
	레버리지 인버스	일별 가격 변동에 따른 NAV 변동을 목표 Exposure과 일치시켜주어야 함.

라. 리밸런싱

정의

리밸런싱이라 함은 ETF가 구성한 Basket의 포트폴리오를 변경시켜 지수와 일치시키는 활동을 의미한다. 시장 내에서 자산의 가격은 지속적으로 변하며, 이런 현상은 Basket 내부에 있는 자산들의 상대비율을 변동시킬 수 있다.

특히 지수를 추종하는 비율로 형성된 ETF의 경우, 가격 변동에 따라 개별 종목이 Basket 내에서 차지하는 비율이 변하게 된다. ETF가 지수를 적절히 추종하기 위해서는 Basket 외부 시장의 가격 변동에 따른 비율 변동만큼 Basket 내의 자산 비율을 조정해주어야 한다.

일반적인 방법으로는 수시 리밸런싱과 정기 리밸런싱으로 구분되는데, 수시 리밸런싱은 단기적인 차익거래 수요를 의미하고 정기 리밸런싱은 일정한 기간을 정하여 지수와 일치시키는 리밸런싱을 수행해주는 작업을 의미한다.

1) 일반 ETF 리밸런싱

일반 ETF는 상기 설명한 바와 같이 지수에 맞춘 비율 조정이 발생한다. ETF가 추종하는 1) 지수에 신규 자산이 편입된 경우, 2) 거래정지가 발생한 경우, 3) Target 섹터의 상위 종목 순위가 변경되는 경우, 4) ETF가 NAV에 비해 상당한 괴리를 보이는 경우 등과 같이 지수 구성을 변동시킬 수 있는 상황이 존재할 경우 이에 대한 조정을 시행해주어야 한다.

2) 레버리지 ETF 리밸런싱

레버리지 ETF 리밸런싱 프로세스 예시

레버리지 ETF 리밸런싱 프로세스										납입자산	1,000	단위: 원
										목표배수	2	
										목표 Exposure	2,000	
구분	기초 상태			Case 1 (주가 상승)			Case2 (주가 하락)			산출근거		
	T = 0	현물매입	선물계약	T = 1	현물매입	선물계약	T = 2	현물매입	선물계약			
가	주식단가 = 100			주식단가 = 102			주식단가 = 98			가정		
나	$P(n)/P(0)-1$	0%		$P(n)/P(0)-1$	2%		$P(n)/P(0)-1$	-2%		가정		
다	계약수	5	15	계약수	5	15	계약수	5	15	가정		
라	증거금비율	100%	33%	증거금비율	100%	33%	증거금비율	100%	33%	가정		
마	발생 Exposure	500	1500	발생 Exposure	510	1530	발생 Exposure	490	1470	가 X 다		
바	목표 Exposure	500	1500	목표 Exposure	520	1560	목표 Exposure	480	1440	$바(T-1) \times 1 + (나 \times \text{목표배수})$		
사	Exposure 차이	0	0	Exposure 차이	-10	-30	Exposure 차이	-10	-30	마-바		
아	Net NAV	500	500	Net NAV	510	530	Net NAV	490	470	사		
	현물 포션 변경	0		(+)40			(-) 40					

레버리지 ETF 프로세스 요약표

레버리지 ETF 프로세스 테이블					레버리지	2		
거래일	기초지수		레버리지 ETF ANV		목표노출	주식시장에 대한 노출		
	수준	수익률				조정전	조정	조정후
t일	100		1000		2000	2000	0	2000
t+1일	102	2%	1040	4%	2080	2040	40	2080
t+2일	99	-3%	978	-6%	1955	2018	-62	1955

레버리지 ETF는 특정 지수를 구성하는 상품을 담보로 한 파생상품을 포트폴리오에 편입시킴으로 지수에 대한 배율을 구성하는 ETF를 의미한다. 레버리지 ETF는 그 특성상 지수 변동에 따른 Exposure 변동과 Net NAV가 일치하지 않는 특성을 보인다. 이런 특징으로 인하여 펀드가 지수 변동에 따른 목표 Exposure를 맞춰주기 위해 NAV를 조정시켜줘야 하는 상황이 발생한다.

특히 레버리지 ETF는 지수의 추세를 추종하는 형태의 거래가 발생하는데, 지수 상승이 발생했을 때 NAV에 비해 목표 Exposure가 더 높게 오르기 때문에 현물 포지션과 선물계약 포지션을 증가시켜야 하고, 지수 하락이 발생했을 때 NAV에 비해 목표 Exposure가 더 떨어지므로 현물포지션과 선물계약 포지션을 감소시켜야 하는 상황이 발생한다.

이런 특징으로 인하여 다수의 레버리지 ETF가 특정 종목을 자산에 편입시킬 경우(혹은 유통 주식 중 레버리지 ETF 비율이 높을 때), 해당 종목에 대한 변동성을 증가시키는 특성을 갖는다.

IV. ETF 종류 및 효과

가. ETF 종류

구분	자산믹스	조정	내용
일반 ETF	상품	기간	통상 Buy & Hold 전략을 구사하는 ETF로 시장 내 Spot 자산들을 중심으로 거래하는 ETF를 의미함.
레버리지 ETF	상품 차입금 선물	일일	초기 납입금으로 상품을 매입하고 상품을 담보로 차입한 자금을 통해 선물을 매입하여 레버리지를 조정하는 ETF를 의미함.
인버스 ETF	선물	기간	초기 납입금으로 풋옵션을 매입하여 홀드하는 ETF 상품을 의미

나. ETF 효과

개인 투자자 관점	
효율성	개인 투자자가 분산투자 포트폴리오를 접근함에 있어서 별도로 구성할 필요 없이 ETF 증권을 매수하면 되므로 효율적으로 거래할 수 있음.
파생상품 접근성	개인 투자자에 의한 파생상품 접근성이 낮으므로, 레버리지 & 인버스 ETF 등을 구매하여 기관과 유사한 전략을 구사할 수 있음.
비용절감	일시에 다수의 자산을 매입하는 효과를 발생시키므로, 가격변동 노출이 적고 대규모 거래에 따라 거래수수료가 적게 발생함.
높은 환금성	통상적인 펀드/수익증권은 해당 증권에 대한 매수자를 찾아야 하나 ETF는 거래소 상장이 발행의 요건이므로 높은 유동성을 갖음. 특히 유동성 공급자를 의무적으로 도입한 상품이므로, 유동성 공급자 기능을 수행하는 지정참가회사가 온전하게 기능한다면 유동성 문제로 지수 기반 가격에서 크게 이탈할 가능성 적음.
낮은 위험도	Basket을 별도의 수탁사에 예치하므로 이로 인한 부도 위험이 적음.

법인 참가자 관점	
차익거래 (AP)	시장가격과 순자산가치의 괴리가 발생한 상황에서, 지정참가회사가 이를 일치시키는 방법으로 차익거래를 수행하여 이익 발생가능
차익거래 (LP)	ETF 장내 유동성을 공급하는 방법을 통하여 호가스프레드 상당의 차익 확보 가능
환금성	CU 단위로 ETF 증권을 운용사에 제시하여 그에 상당하는 Basket 자산을 빠르게 수취할 수 있음.

본 글은 특정 자산에 대한 투자 권유의 내용을 담고 있지 않으며 정보 전달의 목적으로만 활용되어야 한다. 본 글의 내용과 자료는 법률, 세무, 투자금융을 비롯한 어떠한 형태의 자문으로 해석/이용되어서는 아니된다.