



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](#)

2010년 8월  
박사학위논문

환위험 관리와  
KIKO 통화옵션에 관한 연구

조선대학교 대학원

경제학과

정재열

환위험 관리와  
KIKO 통화옵션에 관한 연구

A Study on Foreign Exchange Risk Management  
and KIKO Currency Option

2010년 8월 일

조선대학교 대학원

경제학과

정재열

환위험 관리와  
KIKO 통화옵션에 관한 연구

지도교수 조 정 기

이 논문을 경제학 박사학위 신청 논문으로 제출함

2010년 4월 일

조선대학교 대학원

경제학과

정재열

## 정재열의 박사학위 논문을 인준함

위원장	조선대학교	교수	김제안	인
위원	조선대학교	교수	김정식	인
위원	조선대학교	교수	홍금우	인
위원	조선대학교	교수	노상채	인
위원	조선대학교	교수	조정기	인

2010년 6월 일

조선대학교 대학원

# 목 차

## ABSTRACT

제 1 장 서 론 .....	1
제 1 절 연구배경 및 목적 .....	1
제 2 절 연구의 방법 및 구성 .....	2
1. 연구의 방법 .....	2
2. 연구의 구성 .....	3
제 2 장 환위험관리에 대한 이론적 고찰 .....	4
제 1 절 환위험의 원천과 관리체계 .....	4
제 2 절 환위험의 구조와 관계 .....	5
1. 환위험의 구조 .....	5
2. 환산환위험, 거래환위험, 영업환위험의 관계 .....	8
제 3 절 환위험관리의 목적과 한계 .....	9
1. 환위험관리의 개념 .....	9
2. 환위험관리의 목적 .....	11
3. 환위험관리의 한계 .....	12
제 4 절 환위험의 관리전략 .....	13
1. 내부적 환위험 관리전략 .....	15
2. 외부적 환위험 관리전략 .....	20
3. 환위험 관리전략 수립시 고려사항 .....	23
제 5 절 환위험관리의 사후평가 .....	26

제 3 장	KIKO 통화옵션의 거래와 평가	28
제 1 절	KIKO 통화옵션	28
1.	KIKO 통화옵션	28
2.	손익구조 비교	29
3.	선물환 거래와 KIKO 통화옵션 계약의 비교	33
4.	KIKO 통화옵션 손실의 실체와 대응	35
제 2 절	KIKO 통화옵션의 거래 및 손익 현황	39
1.	KIKO 통화옵션의 거래 배경	39
2.	KIKO 통화옵션의 거래규모 및 손익현황	43
제 3 절	KIKO 통화옵션 거래에 대한 평가	45
1.	과도한 KIKO 통화옵션 거래 기업에서 피해 발생	45
2.	계약 건별로 불완전 판매여부에 대한 점검 필요	46
3.	시장안정성 저해 가능성 및 사회적 형평성 문제	46
제 4 장	우리나라 기업의 환위험관리 실태 및 사례 분석	48
제 1 절	대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업의 환위험관리 실태 분석	48
1.	연구의 표본선정 및 조사방법	48
2.	실태분석 결과	49
제 2 절	우리나라 기업의 환위험관리 사례 분석	55
1.	A중공업(적극적인 환위험 관리 사례)	55
2.	B중공업(중간 사례)	57
3.	C전자(수동적 환위험관리 사례)	59
제 5 장	KIKO 통화옵션 거래 관련 정책 및 향후 과제	60

제 1 절 KIKO 통화옵션 거래 관련 주요 정책 .....	60
1. 유동성 지원을 위한 Fast Track 제도 시행 .....	61
2. 외화대출 지원 프로그램 운영 .....	62
3. 파생상품 정보 집중 및 공유시스템 구축 .....	63
4. 외환파생상품 거래시 리스크 관리기준 제정 .....	65
5. 환위험관리를 위한 컨설팅 및 교육프로그램 시행 .....	68
6. 파생상품 거래 관련 투자권유준칙 마련 .....	68
7. 통화옵션 계약구조 변경을 통한 지원 .....	68
제 2 절 환위험관리 개선 방안 .....	69
1. 최고경영자의 인식전환 .....	69
2. 환위험 정보시스템 구축 .....	70
3. 기업내부의 전문인력 양성 .....	71
4. 집중식 관리조직 운영 .....	72
5. 기업차원의 대응과제 .....	72
6. 파생상품 투자적합성 유무 파악 .....	74
7. 파생상품 거래시 리스크 경감책 및 모니터링 실시 .....	75
제 3 절 KIKO 통화옵션 거래관련 정책 과제 .....	77
1. 금융감독의 강화 .....	77
2. 자본시장법 관련 정책 과제 .....	78
3. 당사자간 합의를 통한 문제 해결 유도 .....	79
제 6 장 요약 및 결론 .....	80
참 고 문 헌 .....	83



## 표 목 차

<표 2-1> 환위험 관리전략의 종류 .....	15
<표 3-1> 제로비용(zero-cost) 구조 .....	33
<표 3-2> 선물환율 및 스왑포인트(2007. 12. 3 기준) .....	40
<표 3-3> 기관별 환율 전망 .....	42
<표 3-4> 위기상황 발생시 원/달러 환율 변동 추이 .....	43
<표 3-5> 수출기업의 KIKO 통화옵션 거래규모 .....	44
<표 3-6> 수출기업의 KIKO 통화옵션 손익현황 .....	45
<표 4-1> 외환 또는 파생상품의 거래 목적 및 동기 .....	49
<표 4-2> 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서 유무 .....	50
<표 4-3> 환위험관리 정보시스템 유무 .....	50
<표 4-4> 환위험관리시 내부적 관리전략 사용 유무 .....	51
<표 4-5> 파생상품 등을 현재 사용 또는 장래에 사용할 지 유무 .....	52
<표 4-6> 환위험관리 또는 파생상품 거래와 관련한 내부정책, 규정 유무 .....	52
<표 4-7> 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심 또는 이해 정도 .....	53
<표 4-8> 해당 임직원의 환위험관리 결과 인사고과 반영 정도 .....	54
<표 5-1> Fast Tract 프로그램 유동성 지원 실적(2008. 10~2009. 01) .....	62
<표 5-2> 은행별 외화대출 실적(2008. 10~11) .....	63
<표 5-3> 리스크 관리 성과평가 항목 .....	67
<표 5-4> 장외파생상품 거래시 일반투자자 체크리스트 .....	74

## 그림목차

<그림 3-1> 일반 선물환의 손익구조 .....	30
<그림 3-2> 콜옵션 매도의 손익구조 .....	31
<그림 3-3> KIKO Target Forward의 손익구조 .....	32
<그림 3-4> 원/달러 환율 내재변동성 추이 .....	41
<그림 5-1> 파생상품 계약시 업무 프로세스의 개선 .....	64
<그림 5-2> KIKO 통화옵션 계약구조 변경 사례 .....	69

# ABSTRACT

## A Study on Foreign Exchange Risk Management and KIKO Currency Option

by Jae-Youl Chung

Advisor : Prof. Jeong-Ky Cho, Ph. D

Department of Economics

Graduate School,

Chosun University

In view of exported oriented Korean economy, effective foreign exchange management is critical for Korean corporations who have export cash flow. The study is purposed to analyze current status, actual case, and awareness level relating to Korean companies FX management and KIKO currency option including volume and P&L, and as a result, propose strategic direction and development of FX derivatives market in Korea not to repeat similar KIKO trouble in the future.

From 2005 through early 2008, the market anticipated a consistent appreciation of Korean Won against US dollars and many Korean exporters had entered KIKO transactions to hedge their export inflow with expectation of further appreciation of Korean Won, as a result, KIKO transaction volume had increased significantly since late 2007. However,

Korean Won moved unexpectedly toward drastic depreciation in the midst of highly volatile FX market from global economy slowdown triggered by sub-prime loan market collapse in the US, and many Korean exporters with KIKO contracts had suffered a sizable loss and filed a legal suit against banks resulting in social and political issues.

Afterwards, the government introduced corporation supporting programs to minimize adverse impact relating to KIKO issue, which include Fast Track Program for liquidity support, SME loan support program, system development to concentrate FX derivatives information, consulting and education program for FX managers in SME companies, and etc.

The content of study is evolved as follows. First, theoretical reviews conducted covering scope and structure of FX management, types of FX management strategy, and evaluation of FX management. Secondly, KIKO currency option was reviewed including cost and benefit analysis, transaction volume and size of loss, and evaluation of KIKO currency option. Thirdly, current status of FX management by large corporation and SME companies with KIKO contracts was analyzed by using the result of questionnaires. Also, case study was made for FX hedging cases of three large corporations. Fourth, government reaction to tackle KIKO issues, suggestion based on result of analyzing questionnaire and case study, and policy direction including risk mitigants and monitoring for derivative transactions were presented prior to reach conclusion.

Suggestions based on analyzing questionnaires are summarized as CEO's clear understanding about FX management, establishing FX management and information system internally, training/educating FX

specialists and experts within corporations, and centralized FX management organization to concentrate FX information and transaction effectively, reinforcing suitability and appropriateness to disclose inherent risk, introduction of proper risk mitigants and continuous monitoring derivative transactions by banks.

Together with government policy support and companies awareness level up in FX management, proper risk mitigants and continuous monitoring mark to market position by banks would be effective tool to develop FX derivative market and prevent similar KIKO trouble in the future.

# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구배경 및 목적

내수시장이 작은 우리 경제에 있어서 수출의 역할은 매우 중요하다. 그런데 수출기업에 있어서 수출대금의 지급이 국제결제통화인 미달러화로 지급되는 반면, 비용의 많은 부분은 원화로 지출되고 있어 수출계약 체결시로부터 수출대금 수령시까지의 기간 동안 환율변동의 위험에 노출될 수밖에 없다. 따라서 수출기업들은 이러한 환위험을 헤지하기 위해 환위험의 중개기관이라 할 수 있는 국내외 은행들과 환헤지 계약을 체결하게 되는데, 단순한 선물환매도의 경우 계약체결 즉시 환위험이 없어지는 장점이 있으나 향후 추가적으로 환차익이 발생할 가능성이 없어지며, 일부의 경우 신용상 증거금의 예치 등 거래비용이 존재하고 선물환율이 현물환율보다 낮을 경우 계약체결에 의해 손실이 확정되는 문제가 있다. 특히 2~3년 전 조선업 등의 호황으로 선물환율이 현물환율보다 낮은 국면이 지속되었던 때에 이러한 문제는 더욱 대두되었다.

이에 따라 수출기업들이 환헤지의 목적을 달성하는 동시에 제한된 환율범위에서 환차익의 가능성도 가질 수 있는 합성통화옵션계약인 KIKO 통화옵션<sup>1)</sup>을 체결할 필요성을 느끼게 되었고, 은행들은 고객인 수출기업들의 장래 외화 현금흐름, 상호 trade-off 관계에 있는 환헤지와 환차익에 대한 당해 수출기업의 선호도 등을 고려하여 다양한 조합의 KIKO 통화옵션을 제공하게

---

1) KIKO 통화옵션은 환위험에 노출된 기업들이 자신의 환율전망, 수출입 물량 및 인센티브에 따라 선택할 수 있는 하나의 위험회피 수단이다.

되었다.

2005년부터 2008년 초까지 원/달러 환율의 하락을 예상한 많은 국내 수출 기업이 장·단기적인 환위험을 헤지하기 위해 소위 KIKO 통화옵션이라 불리는 외환파생상품 거래를 선호하게 되었고, 2007년 후반부터 거래량이 큰 폭으로 증가하였다. 그러나 미국 서브프라임 모기지론 사태로 촉발된 세계경제의 불황으로 외환시장의 변동성이 커져 2008년부터 환율이 급격히 상승하였고, 이후 은행과 KIKO 통화옵션을 체결한 수출기업들이 계약체결 이후의 환율 상승으로 인해 큰 손실을 입자, KIKO 통화옵션 거래가 불공정한 계약 또는 사기, 착오로 인한 계약체결이라는 주장을 하거나 또는 신의칙상 장래 도래 만기분에 대해 해지권이 인정되어야 한다는 취지로 거래상대방인 은행을 상대로 대량의 소송을 제기하는 등 커다란 정치적·사회적 문제를 야기하였다.

따라서 본 연구는 KIKO 통화옵션 관련 거래규모 및 손익현황, 우리나라 기업의 환위험관리에 대한 실태 및 사례분석을 통해서 환위험관리 실태와 인식에 대한 정도, 그에 대한 문제점을 도출함으로써 향후 유사한 문제의 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하는 데 목적이 있다.

## 제 2 절 연구의 방법 및 구성

### 1. 연구의 방법

본 연구는 환위험 회피와 KIKO 통화옵션 관련 관계, KIKO 통화옵션 거래 규모 및 손익현황 등 관련 주요 이슈에 대해 분석하고 발전방향을 제시하여 향후 유사한 문제의 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하고자 하였다.

이러한 연구 목적을 달성하기 위하여 국내외에서 발간된 각종 관련 문헌들

과 자료, 금융감독원과 금융위원회의 각종 보도자료, 관련 기관 홈페이지 자료, 관련 저널 자료 등을 수집하여 분석하는 문헌조사 연구 방법과 사례 분석 방법을 이용하였다.

## 2. 연구의 구성

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 서론에 이어 제2장에서는 환위험관리에 대한 이론적 고찰을 통해 환위험의 원천과 관리체계, 환위험관리의 목적과 한계, 환위험의 관리전략, 사후평가 등에 대해서 분석하였다. 제3장에서는 KIKO 통화옵션, KIKO 통화옵션의 거래 및 손익 현황, KIKO 통화옵션 거래에 대한 평가 및 주요 논점에 대하여 분석하였다. 제4장에서는 우리나라 기업의 환위험관리 실태를 설문 조사와 기업 사례를 통해 분석함으로써 환위험관리의 실태와 인식에 대한 정도, 그에 대한 문제점을 도출하였다. 그리고 제5장에서는 제2장~제4장의 분석을 토대로, KIKO 통화옵션 거래와 관련 그동안 시행한 주요 정책 대응과 환위험관리에 대한 실태 및 사례분석 결과에 따른 환위험관리 개선 방안, KIKO 통화옵션 거래와 관련한 정책 과제에 대해 살펴봄으로써 향후 유사한 문제 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하였다. 마지막 제6장에서는 본 연구에 대한 요약 및 결론을 정리하였다.



## 제 2 장 환위험관리에 대한 이론적 고찰

### 제 1 절 환위험의 원천과 관리체계

환위험(foreign exchange risk)이란 환시세 내지 환율변동으로 인한 기업 또는 경제적 주체의 가치변동 가능성을 의미한다. 이런 위험은 단지 수출이나 수입을 하는 무역회사에게만 국한되지 않고 외화표시의 현금·유가증권·대출·예금·차입 등 자산 또는 부채를 보유하고 있는 기업들에게도 발생하게 된다. 또한 미래에 수취하거나 지급하게 될 불확정 또는 확정금액의 외화표시 현금흐름도 환위험을 발생시키게 된다. 광의로는 환율변동에 따르는 손실뿐만 아니라 이익을 얻을 가능성도 계획상의 수치가 빗나간다는 의미에서 환위험에 포함된다.

환율의 변동성은 1973년 초 브레튼우즈체제 및 스미소미언체제에 의해 유지되어 온 고정환율제도로부터 변동환율제도로 세계 각국의 환율제도가 이행하면서 격심해지기 시작하였다. 각국 정부들은 G7 재무장관 회담, 유럽환율조정장치 등을 통해 외환시장에 공동 개입함으로써 환율변동을 감소시키려는 시도를 하고 있으나 대부분 실패하고 있다. 이에 따라 다국적 기업들을 포함한 기업들은 환위험을 관리하기 위한 관리체제를 구축하지 않으면 안되게 되었다. 효과적인 환위험의 관리를 위해서 먼저 기업은 인식·관리하여야 할 환위험의 범위, 즉 환노출 내지 환포지션을 정의할 필요가 있고, 기업의 정상적인 영업이익 목표와 함께 손실허용 한도를 외환거래의 손익목표로 설정하여야 한다.

이처럼 관리하여야 할 환노출이 정의되면, 환노출에 관한 정보를 수집·분

석할 수 있는 체제가 구축되어야 한다. 이를 위해 우선 포지션 운영조직과 커머조직의 구분 운영을 통한 권한과 책임소재의 확립, 구체적인 포지션 관리체제의 완비, 즉 거래한도, 손실한도관리 등이 필요하고 이를 담당할 전문 인력의 확보 및 양성이 필요하다. 또한 기업의 현금흐름은 생산·마케팅 부문을 비롯하여 전부문에서 발생하기 때문에, 재무관리자 외에 이들 부분의 관리자들도 포함하여 전체적인 환위험의 관리체제가 구축되어야 한다.

한편 환위험의 관리 정보체제에 의해 파악된 각종 정보와 장래의 영업환경을 분석한 후 환위험에 대한 기업의 수용태세에 따라 공격적 또는 방어적 환위험관리 전략을 선택하기도 한다. 이때 기업의 장단기 환율예측 능력이 가장 중요한 요인으로 작용한다. 환위험의 성격과 규모, 그리고 장단기 관리전략에 따라 구체적으로 대내적 또는 대외적 환위험관리 기법을 이용하게 되는데, 기업의 선택에 있어서는 각 기법에 수반되는 거래비용과 기업의 효율성들을 기준으로 하여 비교·검토되어야 한다. 최종적으로 선택된 관리전략과 관리기법에 따른 사후적 성과와 효율성을 종합평가한 후, 평가결과를 장래에 있어 새로운 전략수립 및 기법선택에 활용하게 된다.<sup>2)</sup>

## 제 2 절 환위험의 구조와 관계

### 1. 환위험의 구조

환위험은 1차적으로 회계적 환위험(accounting exchange risk)과 경제적 환위험(economic exchange risk)으로 구분되며, 회계적 환위험은 다시 환산환위험과 거래환위험의 일부로 구분된다.<sup>3)</sup> 경제적 환위험은 현금흐름 환위험이라

2) 국제금융연구회, 『글로벌시대의 국제금융론』 제4판, 경문사, 2008, pp. 351-352.

3) 지호준, 『환위험관리』, 경문사, 2000, pp. 171-175.

고도 불리우며 거래환위험의 일부와 영업환위험으로 구분된다.

이와 같이 환위험을 2차적인 구분으로 보면 환산환위험(translation), 거래환위험(transaction), 영업환위험(operating)으로 구분되는데, 이를 좀더 구체적으로 살펴보기로 한다.

먼저 환산환위험이란 외화로 표시된 자산·부채와 수익·비용 등의 재무제표를 자국통화 또는 특정기준통화로 환산할 때에 발생하는 가치변동을 말한다. 일반적으로 해외자회사의 재무제표를 자국통화로 평가하기 위해서는 회계원칙에 따라 재무제표 각항 목에 대하여 일정한 환산환율을 적용하게 된다. 이 때 결산일 현재 환율 또는 역사적 환율의 적용여부에 따라 자국통화로 표시된 자회사의 자산가치가 달라지게 되는 것이다.

환산환위험의 관리전략으로는 기본적으로 대차대조표 조정 같은 자산부채 종합관리전략(ALM; asset liability management)이 있다. 이는 강제통화표시 자산을 증가시키고 강제통화표시 부채를 감소시키는 반면에 약세통화표시 자산을 감소시키고 약세통화표시 부채는 증가시키는 전략이다. 이러한 자산부채종합관리전략 가운데 가장 소극적인 전략은 외화표시자산과 외화표시부채를 일치시킴으로써 환산에 따른 위험에 노출되지 않도록 하는 것이다. 이 외에도 내부적으로는 상계(netting)나 복합통화를 사용하는 포트폴리오 전략 등을 사용할 수 있으며, 외부적으로는 선물환 계약이나 통화 스왑거래 등을 통해 환산노출을 감소시킬 수 있다.

둘째, 거래환위험은 상품이나 용역의 수출이나 수입 또는 외화자금의 거래에 따라 거래발생시점과 결제시점간에 발생하는 환율변동에 의하여 초래되는 환위험을 말한다. 이에 따라 거래환위험은 환율변동에 의하여 외국통화로 표시된 채권이나 채무가 거래시점과 환율과 다른 환율에 의하여 결제될 때 발생한다. 이러한 거래환위험은 가장 일반적인 환위험으로 인식되어 관리전략의 주요한 대상이 된다. 일반적으로 소개되는 대부분의 환위험 관리전략은

거래환위험 관리에 사용된다. 내부적으로 사용되는 전략은 상계(netting), 매칭(matching), 래깅(lagging), 자산부채종합관리(ALM), 결제통화조정, 환차손 준비금, 가격전략 등이 있으며, 외부적으로 사용되는 전략은 선물환, 통화선물, 통화옵션, 통화스왑, 단기 금융시장 이용, 팩토링, 할인, 환변동 보험 등이 있다.

셋째, 영업환위험은 경제적 환위험 또는 현금흐름환위험의 가장 중요한 부분으로서 예상하지 못한 환율의 변동으로 인하여 미래에 기대되는 현금흐름의 순현재가치, 즉 기업가치의 변동가능성을 말한다. 환율변동은 장래 기업의 판매량, 판매가격, 매출원가 등 실질적인 영업수익에 영향을 미치게 된다. 이는 장래 현금흐름의 변동을 통하여 결국 기업의 장래 수익에까지 영향을 미치는 경제적 환위험으로 나타나게 된다.

영업환위험의 관리전략은 장기적·구조적으로 관리해서 해결해야 하므로 기업의 제품 구조조정이나 입지조정 등의 생산관리 전략이나 마케팅 믹스전략이 사용된다. 이 외에도 내부적으로 매칭, 리딩이나 래깅, 자산부채종합관리, 재송장센터 이용 전략 등이 있으며, 외부적으로는 선물환, 통화스왑, 단기 금융시장 이용 전략 등이 있다.

환위험을 환산환위험, 거래환위험, 영업환위험으로 구분하여 설명하였지만 이들은 사후적으로 연관성을 갖고 있어서 부분적으로는 서로 같다고도 볼 수 있다. 1차적 구분에 따른 분류에서 보더라도 회계적 환위험과 경제적 환위험이 상호관련성을 갖고 있어서 모든 경제적 환위험은 일정시점에서 회계적 환위험으로 기록된다. 또한 대부분의 회계적 환위험은 정도의 차이가 있으나 경제적 환위험에 관련되어 있다고 볼 수 있다.

## 2. 환산환위험, 거래환위험, 영업환위험의 관계

전통적으로는 환위험을 분석하는 데 있어서는 환산환위험과 거래환위험만을 강조하였다. 전통적 환위험 분석은 외국통화로 지정된 관계로 회계적 관점에서 명목환율의 변동에 의해 자국통화가치가 영향을 받는 부분에 초점을 두었다. 따라서 부채, 지급계정, 수취계정같은 기업의 대차대조표상 계약항목을 강조하였다. 이런 차원에서 회계적 환위험은 환산환위험과 거래환위험의 두 가지로 구분되었다. 회계연도말 현재 미결제인 계약항목의 환산환위험과 회계연도 중에 마감된 계약항목의 거래환위험이 관리의 대상이었던 것이다.

이러한 환산환위험과 거래환위험을 측정하고 관리하기 위해 필요한 정보는 기업의 회계서류이다. 미국에서는 SFAS No. 52의 채택으로 유형자산에 대해서도 환산손익을 계산할 수 있게 되었으나, 이러한 환산손익은 기업의 구조적 문제와 연결되는 영업환위험과는 무관하다.

환산환위험과 거래환위험은 단기간에 즉각적으로 나타나기 때문에 측정하기 쉽고 관리해야 할 필요성이 눈앞에 보인다. 그런데 문제는 대개의 경우가 환산환위험과 거래환위험은 환율변동이 기업에 미치는 전체적 영향 가운데서 단지 작은 일부만을 차지한다는 것이다. 하지만 환율변동으로 인한 영향 중에는 실질환율변동이 수입, 지출 및 영업수익과 같은 비계약항목에 미치는 것도 당연히 포함되어야 한다. 즉 장기적이며 구조적인 성격을 가진 영업환위험도 포함해서 환위험을 측정하고 관리해야 한다. 만약 기업이 환산환위험이나 거래환위험만을 제거한다고 할 때 전체적 환위험 가운데 영업환위험의 구성요소가 개별적으로 확인되지 않음에 따라 오히려 그 전체 환위험을 증대시킬 수도 있는 것이다.

영업환위험과 거래환위험은 근본적으로 발생원인이 다르기 때문에 대부분의 경우 양자는 서로 상반되는 중요성을 가진다. 그렇지만 양자는 모두 기업

이 고려해야 할 사항으로서 상호 보완적이지 배타적인 것은 아니다. 그러나 두 유형의 환위험관리 실태를 고려해보면 아직까지는 거래환위험의 관리에 지나치게 치중되었다.

따라서 환산환위험과 거래환위험의 측정 및 관리 이외에도 영업환위험에 대해서 동일한 중요성을 부여하여야 한다. 환율 변동폭이 커지고 변동방향을 예측하기 어려워질수록 특히 커지는 환위험이 영업환위험이기 때문이다.<sup>4)</sup>

### 제 3 절 환위험관리의 목적과 한계

#### 1. 환위험관리의 개념

환위험은 환율변동으로 인한 기업의 경제적 가치가 변동할 수 있는 가능성을 의미한다고 보았다. 이에 따라 환위험관리란 이러한 환위험을 예측 또는 사후적인 인식을 통하여 다양한 관리기법을 이용해 환차손을 없애거나 최소화하는 것 또는 환차익을 극대화시키는 것을 의미한다. 그런데 환위험의 인식범위와 측정방법에 따라 환위험의 측정결과가 상이하게 나타난다. 그러므로 기업이나 금융기관의 환위험관리의 목적을 명확히 설정한 후 체계적인 관리절차에 따라야 할 것이다.

환위험을 효율적으로 관리하기 위해서는 합리적이고 체계적인 환위험관리 과정이 필요하다. 환위험을 관리하는 과정으로는 첫째로 환위험을 측정하며 이익목표를 선정하고, 둘째로 환위험을 관리할 정보체제를 구축하고, 셋째로 환위험을 관리할 전략을 선택하고, 이렇게 선택된 환위험관리 전략을 적용하고, 마지막으로 사후평가하는 순으로 나눌 수 있다.<sup>5)</sup> 이를 좀더 구체적으로

---

4) 지호준, 상계서, pp. 247-249.

5) E. J. Vaughan, *Risk Management*, John Wiley & Sons, 1997, pp. 73-74.

살펴보면 다음과 같다. 첫째, 환위험의 측정으로는 먼저 해당기업이 인식해야 할 환위험의 범위를 정의하여야 한다. 환위험의 범위는 성격에 따라 환산환위험, 거래환위험, 영업환위험 등으로 나누어진다.

둘째, 환위험을 효율적으로 관리하기 위해서 환위험의 변동을 정확하고 신속하게 그리고 구체적으로 파악할 수 있는 환위험 정보체계가 필요하다. 모든 국제적 거래를 하는 기업은 각 기업의 특성과 경영전략에 따라 환위험에 대처할 수 있는 적절한 환위험 정보체제를 가져야 한다.

셋째, 해당 기업이나 금융기관이 환위험에 대한 태도와 관리방식을 선택하는 것이다. 환위험에 대한 기업의 기본적 태도 선택으로는 적극적 전략과 소극적 전략으로 구분할 수 있다. 적극적 전략은 환차익을 극대화시키고자 하는 기업의 환위험관리이며, 소극적 전략은 단지 환차손을 최소화시킬 목적으로 환위험을 관리하는 것이다.

또한 사용기법을 중심으로 해서는 환위험 목표에 대한 관리전략으로 내부적 관리전략과 외부적 관리전략으로 구분할 수 있다. 내부적 관리전략은 환위험을 극소화하기 위하여 기업 내부에서 재무관리의 한 부분으로서 수행되는 기법을 말한다. 외부적 관리전략은 기업외부의 외환, 금융시장 등을 이용하여 환위험을 최소화 내지 제거하는 기법이다. 이러한 외부적 관리전략은 내부적 관리전략으로 제거하지 못한 환위험으로부터 손실이 발생하지 않도록 관리하는 기법이라고 볼 수 있다. 환위험관리 기법의 선택에는 해당 기업의 환위험 관리능력이나 시장상황에 따라 선택할 수 있다.

마지막으로는 이러한 환위험관리에 대한 사후평가를 들 수 있다. 사후평가는 해당기업이 환위험관리를 얼마나 체계적이고 효율적으로 했는지에 대한 평가와 이러한 평가를 바탕으로 한 차후의 환위험 관리전략 수립에 있어 보다 나은 정보를 제공해 줄 것이다.

## 2. 환위험관리의 목적

환위험관리는 기업이 어떤 위험회피 전략을 추구하며 어떤 회피기법을 선택할 것인가 하는 결정에서 시작된다. 즉 그 기업의 환위험관리 목적에 의해서 환위험관리 사용기업의 선택에 차이가 생기게 된다.

이것은 다음과 같은 경우에 선택의 차이가 나타나게 된다. 첫째, 기업이 당면하고 있는 환위험은 환산환위험, 거래환위험, 영업환위험 중 어떤 쪽인가, 또는 어떤 쪽이 더 중요한 것인가 하는 문제가 제기된다. 둘째, 이러한 환위험을 관리함에 있어서 기업의 태도는 무엇인가, 기업은 환차익을 극대화하려고 하는가, 아니면 환손실을 최소화하려고 하는가의 문제이다.

그런데 이들 두 문제를 해결하기 위해서는 장·단기의 기간적인 배려가 중요하다. 처음의 문제와 관련된 예로서 구조적인 이익을 중시하게 되면 환산환위험보다는 영업환위험을 더욱 강조하게 될 것이다. 또한 단기적으로는 환손실의 최소화에 역점을 두면서 구조적 개선을 통해 환차익도 추구할 수 있어야 할 것이다. 그러므로 기업의 가치를 결정하는 기준이 회계적 가치가 아닌 기업의 현금흐름 또는 시장가치라는 점에서 환위험에 대한 회계적 환위험보다는 경제적 환위험의 관리가 더욱 중요하게 대두되고 있다. 이와 같은 경제적 환위험에 있어서는 상대적 가격변화가 매우 중요하다. 따라서 기업에서 환위험을 관리하는데 있어 환율과 상대가격, 그리고 그 기업의 실질현금흐름 간의 관계를 예측할 필요가 있다.

결국 환위험을 관리하는 목적은 단순히 환율변동에 따른 손실을 회피하는 차원에서 뿐만 아니라 그 기업의 실질현금흐름 변화에 따른 기업가치가 변화되는 문제와도 관계된다. 즉 환차손을 없애거나 최소화하는 것과 함께 환차익을 극대화하는 것까지 포함된다.



### 3. 환위험관리의 한계

기업이 환위험을 관리하는 데는 한계가 있으므로 그 효용이 의심스럽다고 주장하는 경우가 있다. 그 대표적인 이유로는 다음의 세 가지를 들고 있다.<sup>6)</sup> 이는 시장이 효율적이라는 점과 자가보험의 성격을 가진다는 점, 그리고 환율은 불확실하다는 점이다.

첫째, 외환시장의 효율성에 대해 살펴보자. 시장효율성의 가정에 따르면 외환시장은 효율적이어서 선물환 가격이 지금 당장 얻을 수 있는 모든 정보를 반영하고 있다는 것이다. 따라서 이 시장에서는 아무도 시장수익률을 초과하는 비정상적 이익을 얻을 수가 없으므로 결과적으로 헤지는 아무런 가치가 없다고 하는 주장이다. 즉 시장의 불완전성이 지속적으로 존재해야만 비로소 헤지를 통해서 위험에 상응하는 정상적인 이익 이상의 외환이익을 지속적으로 얻을 수가 있다는 것이다. 그러나 기업이 헤지를 원하는 것은 정상수익률을 초과하는 초과수익을 얻기 위해서가 아니라 기업이 처한 위험을 효과적으로 대처함으로써 기업가치의 축소를 방지하기 위한 것이다. 예상하지 못한 환율변동에 의해서 발생할 수 있는 과도한 위험은 헤지를 통해서 제거하고, 일상적인 기업경영 활동에 의해서 발생하는 위험을 관리하는데 초점을 두고 있는 것이다.

둘째, 환위험을 관리하는 것은 결국 자가보험<sup>7)</sup>의 성격을 가진다는 것이다. 정기적으로 볼 때 선물환율은 다소간의 편의(bias)가 있다는 것이 오늘날의 일반적인 인식이다. 그러나 기대이론에 따르면 선물환율은 미래의 현물환율에 대한 평균적인 기대치라 할 수 있다. 따라서 기업이 환위험을 선물환 계약으로 헤지하는 경우가 전혀 헤지하지 않은 상태에 비해 이익을 보는 때도

---

6) 지호준, 상계서, pp. 178-183.

7) 기업이 손해사고에 대하여 보험에 들지 않고 우발손해보상 목적의 준비금을 설정하는 것을 말한다.

있고 손실을 보는 때로 있게 된다. 이와 같은 이익이나 손실은 장기간에 걸쳐서 보면 서로 상쇄되어 없어진다. 따라서 외환거래를 빈번하게 하는 기업에게 있어서는 선물환으로 헤지한 포지션이나 헤지하지 않은 포지션은 기본적으로 같다고 할 수 있다. 오히려 빈번하게 선물환 계약을 체결하는 것은 거래비용만 많이 지불하는 결과가 될 것이다. 이처럼 외환시장이 효율적이라면 선물환 거래 등을 통해 헤지를 하는 것은 자기보험적 성격에 그친다는 것이다.

셋째, 환율의 불확실성도 환위험관리의 효용성에 의문을 제기한다. 기업이 환율의 변동에 따라 환위험을 관리한다고 해도 환율이 예상과 반대로 움직일 경우 환위험관리가 오히려 환위험을 헤지하지 않았을 경우만큼의 기대수익을 얻지 못하는 경우가 발생할 수도 있다. 이에 따르면 환율의 변동이 전혀 예측할 수 없고 상승과 하락이 계속되어지면 기업의 환이익과 환손실이 상쇄되어진다는 것이다.

따라서 환위험을 관리하기 위한 노력은 시장이 효율적이라면 사실상의 자기보험적 성격을 띠게 되므로 효과적이지 못할 수 있다는 것이다. 또한 환율이 예측 불가능할 뿐만 아니라 움직임의 방향도 예측하기 힘들다는 측면에서도 환위험관리의 한계가 있을 수 있다는 것이다. 이에 따라 환위험을 관리함으로써 기업가치가 변화되는 것이 현실이므로 환위험관리는 꼭 필요하다고 보아야 할 것이다.

#### **제 4 절 환위험의 관리전략**

외환 관련 위험에 노출되어 있는 경제주체는 수출입업체를 비롯하여 개인과 금융회사 등 다양하다. 이 중에서 은행이 외환과 관련한 포지션이 가장 다양하며 광범위할 뿐만 아니라 가장 선진화된 위험관리 시스템을 보유하고

있으며, 수출입 업체들은 일반적으로 환율 변동이 회사 경영에 미치는 영향을 최소화하고 영업마진을 고수하기 위해 헤지거래를 하는 등 환위험을 관리한다.

환위험의 관리전략이란 예상하지 못한 환율변동에서 초래되는 환위험을 극소화하거나 환차익을 극대화하기 위한 관리전략 및 기법을 말한다. 환위험 관리전략은 환노출의 형태에 따라 환산 및 거래노출의 관리와 경제적 노출의 관리로 구분하여 볼 수 있다. 환산 및 거래노출의 관리는 이미 발생한 환노출에 대한 사후적 관리로서 단기적 성격이 짙고, 경제적 노출의 관리는 장래 현금흐름의 순가치를 극대화하기 위해 생산, 판매 및 재무 측면에서 이루어지는 사전적 관리로서 장기적 성격을 갖고 있다.

또한 환위험 관리전략은 방향에 따라 내부적 관리전략과 외부적 관리전략으로 구분할 수 있다. 내부적 관리전략이란 별도의 추가적 거래 없이 환위험을 기업내부에서 자체적으로 흡수하여 해결하는 것을 말한다. 이는 재무제표의 조정이나 가격정책의 변화, 현지생산의 비중조정 등 일상적 영업활동을 통하여 환위험을 예방하거나 감소시키는 것을 말하며, 경우에 따라서는 환차익을 얻는 것까지도 포함한다. 반면 외부적 관리전략은 외환 및 금융시장에서 별개의 외환거래나 단기금융 거래를 통하여 환위험을 제거 또는 감소시키는 전략을 말한다. 이는 거래의 성격상 환위험을 외부에게 전가시키는 결과를 초래한다. 환노출의 형태와 내부적·외부적 관리전략을 결합하여 환위험 관리전략을 구분하여 보면 <표 2-1>과 같다. 환율변동은 기업회계뿐만 아니라 생산, 판매 등 기업활동 전반에 걸쳐 영향을 미치므로 환위험관리는 재무관리 측면과 더불어 장기적 일반경영 전략과 연계되어 종합적으로 관리되어야 한다. 아래에서는 환위험의 관리전략을 내부적 관리전략과 외부적 관리전략으로 구분하여 중요한 몇 가지 관리전략의 내용을 살펴보기로 한다.<sup>8)</sup>

8) 이환호, 『글로벌시대의 외환론-이론과 실제』, 경문사, 2007, pp. 193-310; 지호준, 상계서, pp. 255-375; 국제금융연구회, 전계서, pp. 355-391 참조.

<표 2-1> 환위험 관리전략의 종류

	내부적 관리전략	외부적 관리전략
환산환위험 관리전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대차대조표 조정</li> <li>- 상계전략</li> <li>- 포트폴리오전략</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선물환전략</li> <li>- 통화스왑전략</li> <li>- 금융시장이용전략</li> </ul>
거래환위험 관리전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상계전략</li> <li>- 매칭전략</li> <li>- 리딩과 래깅전략</li> <li>- 자산부채종합관리전략</li> <li>- 결제통화조정전략</li> <li>- 가격전략</li> <li>- 환차손준비금전략</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선물환전략</li> <li>- 통화선물전략</li> <li>- 통화옵션전략</li> <li>- 통화스왑전략</li> <li>- 단기금융시장이용전략</li> <li>- 팩토링전략</li> <li>- 할인전략</li> <li>- 환변동보험전략</li> </ul>
영업환위험 관리전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 마케팅전략</li> <li>- 생산관리전략</li> <li>- 매칭전략</li> <li>- 리딩과 래깅전략</li> <li>- 자산부채종합관리전략</li> <li>- 재송장전략</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선물환전략</li> <li>- 통화스왑전략</li> <li>- 단기금융시장이용전략</li> </ul>

자료 : 이환호, 『글로벌시대의 외환론-이론과 실제』, p. 209; 지호준, 『환위험관리』, pp. 257-382에서 정리.

## 1. 내부적 환위험 관리전략

### (1) 상계

환위험을 관리하기 위하여 사용될 수 있는 가장 간단하고 효과적인 방법으로 상계를 들 수 있다. 상계(netting)란 글로벌경영을 하는 기업의 본사와 지사 또는 지사 상호간에 발생하는 채권·채무 관계를 개별적으로 결제하기 않고 일정기간 경과 후에 이들 채권·채무의 차액만을 정기적으로 결제하는 제도이다. 즉 서로 다른 나라에서 영업을 하고 있는 동일 회사계열의 본사와

지사간 또는 지사 상호간 채권·채무를 결제할 때 차액만을 결제하여 국가건 결제규모를 축소시킴으로써 환위험을 줄이는 것이다.

상계의 형태로는 양자간 상계와 다자간 상계가 있다. 양자간 상계는 두 자회사간 채권·채무를 일정 시점에서 상계하고 차액만 결제하는 것을 말한다. 다자간 상계는 동일기업내에 3개 이상의 자회사간 채권·채무를 상계하는 제도로서 기업내에 중앙집중적 상계센터가 자회사의 채권·채무를 총괄적으로 관리하고 다각적으로 상계시켜주는 역할을 담당한다.

상계제도는 기업 전체의 입장에서 보면 자금관리 비용을 절감하고 기업 내부의 결제기능을 강화시켜 준다. 즉 기업은 지급전수 및 결제자금을 줄임으로서 은행수수료 등 거래비용을 절감하고, 유동자금을 효율적으로 관리할 수 있으며, 환노출 금액을 줄임으로써 불필요한 환차손을 막을 수 있다. 그러나 상계제도는 상계기간까지 수입과 지출이 지체되고 실제거래에서 사용하는 통화와 상계에 사용되는 통화가 달라질 수 있는 문제를 가지고 있다.

## (2) 매칭

매칭(matching)이란 외화자금의 수취와 지급을 통화별 또는 만기별로 일치시켜 외화자금 흐름의 불일치에서 발생하는 환위험을 원천적으로 제거하는 기법이다. 보통 상계는 동일 기업내에서 수취금액과 지급금액을 상쇄시키는 것을 말하지만, 매칭은 동일 기업내 뿐만 아니라 제3자와 외환거래에도 적용된다. 매칭은 외환거래가 지속적으로 이루어지고 환위험의 관리체제가 중앙집중적 관리방식을 취하고 있는 경우에 용이하게 활용될 수 있다. 예를 들어 우리나라 어느 철강회사가 철광석, 유연탄 등 대부분의 원료를 호주, 브라질 등에서 수입하여 철강을 생산하고, 이 중에서 상당 부분을 해외에 지속적으로 수출하고 있다고 하자. 이 철강회사는 수출입대금을 모두 미달러화로 결

제하고, 또한 수출대금의 결제일에 맞추어 수입대금을 지급하기로 계약을 한다면 외환의 수취와 지급을 매치시킴으로써 환위험을 제거할 수 있다.

매칭은 매칭통화에 따라 자연적 매칭과 평행적 매칭으로 구분하여 볼 수 있다. 자연적 매칭은 동일한 통화로 외환의 수취와 지급을 일치시키는 것으로 환위험을 거의 완전하게 제거할 수 있는 이상적 형태이다. 평행적 매칭은 동일 통화 대신에 환율이 비슷하게 움직이는 통화를 사용하여 외환의 수취와 지급을 유사하게 일치시키는 방법이다. 그러나 환율이 예상과 다르게 변동한다면 환위험의 헤지가 불가능하게 되며, 외환의 수취와 지급의 양쪽에서 모두 손실을 입을 수도 있다.

한편 동일한 통화로 외환의 수취와 지급이 단기적으로 매치되지 않는다면 단기예치운용이나 일시 차입을 통해 갭을 조정할 수도 있다. 또한 최근에는 통화스왑이나 역환매조건부 증권매입 거래를 이용하여 직접 매치되지 않는 외환의 수취와 지급을 용이하게 조정할 수 있다. 그러나 이러한 통화스왑이나 일시 차입에 의해 현금흐름 조정거래를 하는 경우에는 양국간 금리차에 해당하는 헤징비용을 고려하여야 한다.

매칭은 수출입업자와 같이 환위험의 관리가 단순한 기업도 동일한 통화의 현금흐름이 양방향으로 이루어지는 경우에 사용할 수 있다. 다국적기업은 국제적으로 활동하고 있어 외환거래량도 많고 유사한 통화의 수취와 지급이 빈번하게 일어나기 때문에 매칭할 수 있는 기회가 많다. 또한 통화흐름의 폭이 넓을수록 매칭의 범위가 커지고 환위험 관리조직이 중앙집중화될수록 매칭은 더 효과적으로 이루어진다. 그러나 매칭에 의한 환위험을 관리할 때 직면하게 되는 현실적 문제는 외환의 수취와 지급이 예정대로 제때에 이루어지는지의 여부이다. 만약 수취와 지급 중 어느 하나가 지연된다면 결과적으로 예정되었던 외환의 수취와 지급이 모두 환위험에 노출되게 된다.

### (3) 리딩과 래깅

리딩과 래깅(leading and lagging)은 환율변동에 대응하여 외환의 결제시기를 의도적으로 앞당기거나(leading) 지연시키는(lagging) 것을 말한다. 이는 간단하고 단기적인 환위험의 관리기법으로서 동일기업간 거래에서는 물론 수출입업자 또는 외화자금관리자들에 의해 널리 이용되고 있다. 예를 들어 수출입업자가 리딩과 래깅을 이용하여 어떻게 환차손을 극소화하거나 환차익을 극대화할 수 있는가를 생각해 보자. 만약 원/달러 환율이 지속적으로 상승할 것으로 예상된다면 수출업자는 가능한 화물을 천천히 선적하고 대금을 늦추어 받아 달러화를 원화로 환전함으로써 더 많은 환차익을 얻을 수 있다. 반면 수입업자는 수입대금을 가능한 앞당겨 지급함으로써 환차손을 극소화할 수 있다. 반대로 원/달러 환율이 하락할 것으로 예상된다면 수출업자는 수출대금의 회수를 앞당기고자 하고 수입업자는 수입대금의 결제를 늦추고자 할 것이다. 리딩과 래깅은 다른 내부적 관리기법과 비교할 때 다음과 같은 특징이 있다. 첫째, 리딩과 래깅은 제3자와 거래시 거래쌍방간 이해가 상충되기 때문에 활용이 쉽지 않고 기업 전체의 이익을 추구하는 기업내 본·지사간 결제에 많이 이용된다. 둘째, 리딩과 래깅은 환위험관리뿐만 아니라 다국적기업의 자회사들간 효율적 자금관리 기법으로도 이용될 수 있다. 예를 들어 다국적 기업은 약세통화국에서 강세통화국으로, 그리고 저금리국에서 고금리국으로 자금을 이동시킴으로써 투자수익의 증대를 꾀할 수 있다. 셋째, 리딩과 래깅은 결제시점에서 실현된 환율수준에 따라 환위험관리의 결과가 달라진다. 예를 들어 환율이 상승할 것으로 예상하고 수출업자가 선적과 대금회수를 늦추었는데, 예상과 달리 환율이 하락하면 수출대금이 감소하여 환차손을 입게 된다. 넷째, 리딩과 래깅 전략을 자회사간 거래에 이용하는 경우 일반적으로 상대방에게 보상이 이루어지지 않는다. 따라서 이러한 환위험 관리기법을 사

용하는 경우 자회사의 환위험 부담과 수익성에 큰 영향을 미치므로 자회사의 수익성 평가에 대해 사전조정이 필요하다. 다섯째, 자회사 소재국의 정부가 신용통제나 외환통제를 하는 경우에는 리딩과 래깅을 활용하는 데 상당한 제약이 따른다. 왜냐하면 리딩과 래깅은 외환과 국제수지에 영향을 미치므로 많은 국가들이 신용기간에 상한을 정하여 일정 범위내에서만 허용하고 있기 때문이다.

#### (4) 자산·부채관리

자산·부채관리는 환율전망에 따라 기업의 자산·부채 포지션을 조정함으로써 주로 환산노출이나 거래노출을 관리하는 기법이다. 즉 대차대조표상의 자산·부채 항목, 손익계산서상의 수익·비용 항목, 현금유출입 항목의 표시 통화 및 그 크기를 일치시키는 방향으로 환위험을 관리한다. 그러나 공격적 외환 부채·자산 관리에서는 강제통화표시 자산, 수익 및 현금유입을 확대하는 한편, 강제통화표시 부채, 비용 및 현금유출을 축소함으로써 환차익을 극대화하고자 노력할 수 있다.

#### (5) 포트폴리오의 다양화

국제포트폴리오 투자는 투자대상을 국제적으로 다양화함으로써 위험을 분산시키는데 목적이 있다. 특히 국제포트폴리오 투자과정에서 구성통화를 다양하게 구성함으로써 환율변동 등으로 인해 초래할 수 있는 환산 및 거래위험을 분산시킬 수 있다. 변동환율제도하에서 각 통화간 환율은 서로 변동하게 된다. 그러나 환율은 통화간 상대가격이기 때문에 모두가 같은 방향으로 일제히 상승하거나 하락할 수는 없다. 따라서 외화표시 자산이나 부채를 가



지고 있는 경우 어떤 특정 통화의 환율변동은 상대통화의 환율을 반대방향으로 움직이게 하기 때문에 서로 상쇄되는 효과가 있다.

기업이 영업활동과정에서 여러 통화의 환위험에 노출되어 있으면 통화들간 상반된 환율변동에 의해 서로 상쇄되기 때문에 환위험도 자연스럽게 줄어든다. 다시 말하면 전체적 환위험의 크기는 각 통화별 환위험을 합한 것보다 작다. 거래하는 외국통화의 수가 많을수록, 그리고 이들 통화간 환율변동의 상관계수가 작을수록 환위험은 그만큼 더 줄어든다.

이 외에도 결제통화조정, 가격전략, 환차손준비전략, 재송장전략 등 다양한 방법들이 있지만 자세한 설명은 생략하기로 한다.

## 2. 외부적 환위험 관리전략

가장 일반적인 거래환위험 관리에 보편적으로 사용되는 외부적 환위험 관리전략은 새로운 거래에 따른 추가비용이 들며, 크게 선물환, 통화선물, 통화옵션, 통화스왑 등이 있다.

### (1) 선물환

선물환(forward exchange)이란 외환거래에서 거래 쌍방이 미래에 거래할 특정 외화의 가격을 현재시점에서 미리 계약하고, 이 계약을 미래의 특정 시점에 이행하는 금융거래를 말한다. 선물환거래는 현물환거래와 달리 외환거래 당사자간에 미래의 외환결제에 적용할 환율을 거래시점에서 미리 약정함으로써 외환거래일로부터 결제일 사이의 환율 변동으로 야기되는 위험을 회피한다.

선물환거래는 환율변동에 수반하여 발생하는 환위험을 회피하기 위한 헤징 또는 환차익의 극대화를 위한 투기수단 등으로 이용된다. 먼저 헤징수단으로

서의 선물환은 외환거래의 두 당사자 간에 장래의 외환결제에 적용할 환율을 거래시점에서 미리 약정함으로써 환율변동에서 초래되는 환위험을 회피하게 된다. 또한 환차익의 극대화를 위한 투기수단으로 이용되는데, 이러한 목적의 선물환거래는 환율예측이 투기자의 예상대로 실현될 경우에는 자기자금의 부담 없이 일정기간 후에 환차익을 얻을 수 있으나, 환율예측과 반대방향으로 환율변동이 발생할 경우에는 손실을 보게 될 수도 있다.

## (2) 통화선물

통화선물(currency futures)이란 선물환거래와 같이 일정통화 중 미래의 일정시점에서 미리 약정한 가격으로 매입·매도하기로 하는 금융 선물거래의 일종이다. 조직화된 거래소에서 거래되는 통화선물 거래는 거래형태나 거래동기에 있어서 장외의 은행간 시장에서 사용되는 선물환 거래와는 전혀 다른 성격을 갖고 있다.

첫째, 통화선물계약에서는 매일 현금흐름(시세정산)이 발생하지만 선물환시장에서는 계약이 만료될 때까지 어떤 화폐의 이동이 없이 만료일(expiration day)에 미리 약정된 선물환 가격으로 거래된다.

둘째, 통화선물계약에서는 정산소를 통해 매일 시세정산을 하게 되며 선물매입을 한 경우에 매입통화의 현물환율이 상승하면 현금흐름이 양(+)으로 발생되어 채투자가 이루어져 이자가 발생한다. 반면에 현물환율이 하락하면 현금흐름이 음(-)으로 되어 더 많은 변동증거금을 불입해야 한다.

셋째, 선물환의 계약금액은 일반적으로 표준화 되어 있지만 협상에 의해 변경이 가능하다. 반면에 통화선물의 계약금액은 완전히 표준화 되어 있어 필요할 경우 여러 건의 표준화된 금액 계약을 체결해야 한다.

### (3) 통화옵션

통화옵션(currency option)이란 통화옵션시장에 상장된 특정 통화를 미래 일정시점 또는 일정기간 내에 거래일에 약정된 가격으로 매입 또는 매도 할 수 있는 권리를 말한다. 이러한 권리를 발행 판매한 경우를 옵션 발행자(option seller)라고 하며, 이를 매입한 경우를 옵션 매입자(option buyer)라고 한다. 옵션 매입자는 옵션 프리미엄을 지급하고 일정금액의 통화를 계약시 미리 약정된 가격으로 미래에 매입 또는 매도 할 수 있는 권리를 취득하게 된다. 반면에 옵션 발행자는 시장가격이 약정가격에 대하여 불리하게 변동하는 데 따른 옵션 발행에 대해 무한정의 의무를 지게 된다. 통화옵션을 구체적으로 분류하면 특정통화를 살 수 있는 권리를 콜옵션(call option)이라 하고, 특정통화를 팔 수 있는 권리를 풋옵션(put option)이라고 한다. 통화옵션에서 가격상승이 예상되면 매입자는 콜옵션을 매입함으로써 행사가격 이상의 가격상승에 대한 이익을 얻을 수 있고 발행자는 풋옵션을 발행하여 옵션프리미엄 만큼의 이익을 실현시킬 수 있다. 반대로 가격하락이 예상되면 옵션 매입자는 풋옵션을 매입하고 매도자는 콜옵션을 발행하여 각각의 이익을 실현시킬 수 있다.

통화옵션시장의 거래방식에 따라 단순통화옵션과 합성통화옵션으로 구분된다. 옵션과 옵션을 합성해서 만들어진 결합옵션(combination option)과 구분하여 옵션과 통화선물 또는 선물환거래가 합해서 만들어진 상품을 합성옵션(synthetic option)이라고 한다. 일반적으로 많이 사용되는 통화옵션 합성상품은 통화스프레드(spread), 스트래들(straddle), 스트랭글(strangle) 등을 들 수 있다.

#### (4) 통화스왑

통화스왑(currency swap)이란 양 거래당사자가 계약일에 약정된 환율에 따라 해당통화를 일정시점에서 상호교환하는 외환 거래상품을 말한다. 즉 통화스왑은 일정통화를 차입한 금리스왑과 달리 이자지급 의무의 교환뿐 아니라 원금의 교환도 이루어진다. 통화스왑은 주로 중장기적인 환위험관리전략으로 이용되고 있으며, 차입비용을 절감시키고 자금관리의 효율성을 높여주며, 새로운 시장에의 접근 수단으로 이용되는 등 파생금융시장에서 가장 빠르게 성장하고 있는 금융상품이다.

이 외에도 기타 외부적 환위험 관리전략으로 단기금융시장 이용전략, 할인전략, 환변동보험전략 등 다양한 방법들이 있지만 자세한 설명은 생략하기로 하며, 이러한 대내외적인 외환관련 위험관리 기법은 경우에 따라서 환위험을 완전하게 제거해주지 못하며, 특히 규모가 크지 않은 기업의 경우 위에서 살펴본 대내외적인 관리기법을 사용하는 데 한계가 따를 수 있다.

### 3. 환위험 관리전략 수립시 고려사항

환위험 관리전략은 기업의 특성에 맞게 기초자산에 대한 분석을 바탕으로 수립되어야 한다. 과거의 경험을 바탕으로 기업이 환위험 관리전략을 수립할 때 고려할 사항을 살펴보면 다음과 같다.<sup>9)</sup>

#### (1) 기업의 본질적 위험을 파악

불확실성의 시기에 기업이 맞닥뜨릴 수 있는 잠재적 영향을 파악한다는 면

---

9) 매일경제, “생존의 기술, 환헤지,” 2010. 4. 3.

에서 기업이 지니고 있는 위험을 이해하는 것은 매우 중요하다. 위험을 파악할 수 있는 좋은 방법 중 하나는 비즈니스의 본질을 반영하고 있는 다양한 종속 위험 요인을 평가하는 것이다. 시장위험 요인에는 환율, 인플레이션, 금리 및 원자재 가격 등이 있다. 이러한 위험 요인은 헤지가 가능하고, 기업은 내재된 위험을 관리하기 위한 헤지 수단을 활용할 능력이 있다. 시장 위험을 제거 또는 감소시킴으로써 기업은 핵심 비즈니스에 집중할 수 있다.

## (2) 확실성 정도에 따른 헤지

헤지를 하는 이유는 전통적으로 이익 변동성을 관리하기 위한 것인데 선도 거래와 같은 헤지거래는 확정됐거나 가능성이 매우 높은 계약을 헤지하기 위하여 체결되었다. 그러나 2007년과 2008년 긍정적인 경기 전망이 쏟아지면서 많은 기업들은 더 큰 성장을 자신하며 예상 익스포저에 대해 장기 헤지를 하기 시작하였다. 일부 기업은 예상 매출액의 100%를 헤지하기도 하였다. 이 관계식에서 잘못된 부분은 바로 “확실성”이다. 많은 헤지거래가 기업의 견실한 성장을 내다보고 체결되었다. 그러나 수출이 감소했을 때 수출기업들은 기존의 헤지거래를 헤지하지 않았고, 결국 예상보다 저조한 매출과 심각한 평가손실 때문에 타격을 입었다. 이 경험에서 기업은 발생 가능성에 따라 익스포저를 헤지해야 한다는 점을 배울 수 있을 것이다.

## (3) 일반적인 경우와 최악의 경우를 파악

일반적인 경우와 최악의 경우를 파악하고, 각각의 상황이 현금 흐름 및 MTM(mark to market) 측면에서 기업의 이익에 미칠 수 있는 영향을 이해하는 것이 중요하다. 증거금 납입 약정서 margining agreement를 맺은 기업

은 MTM 변동을 주의 깊게 살펴봐야 하는데, MTM 변동에 따른 마진콜 이행이 기업의 유동성에 영향을 미치기 때문이다.

#### (4) 위험 관리 트리거를 설정

헤지거래는 구조상 손실이 발생할 수 있으므로 기업은 손절매 및 재설계를 대비해야 한다. 2008년 하반기 아시아 통화가치가 미 달러 대비 하락했을 때, 대부분의 수출업자(혹은 달러 매도자)는 헤지거래에서 MTM 손실을 보기 시작했다. 그러나 당시 손실액 규모는 감당할 수 있는 수준이었다. 미 달러 가치가 상승함에 따라 동 기업들은 “손절매”를 꺼려했고, 일부는 시장이 회복되길 바라며 아무런 조치도 취하지 않았다. 시장이 변동하면 감정이 이입되기 때문에 위험 관리자가 손절매 하기란 쉽지 않다. 기업은 위험 관리 트리거를 설정하여 시장 변동이나 전망 변화의 경우 어떠한 조치를 취할지 명확히 결정해 놓아야 한다. 시장 변동성이 크기 때문에 헤지 전략도 시장 변화에 맞춰 조정되어야 하고 정기적인 검토를 통해 헤지가 기업의 전망, 목표 및 전략에 부합하는지 평가되어야 한다.

#### (5) 코어 및 전술적 헤지

균형 잡힌 헤지 포트폴리오는 코어 및 전술적 헤지로 구성된다. 코어 헤지는 시장 전망과 상관 없이 기업이 반드시 이행해야 하는 의무적 헤지를 의미하며, 주로 단순구조로 이루어진다. 코어 헤지 비율은 전체 위험 익스포저에서 30~50%로 유지함이 바람직하다. 코어 및 전술적 헤지를 이행하는 목적은 헤지 비용과 포트폴리오 위험이 균형을 이루도록 하기 위함이다. 기업의 시장 전망이 틀린 경우에도 기업은 코어 헤지에 의존할 수 있는 것이다.

## (6) 헤지 상품의 분산

분산은 포트폴리오 관리의 첫 번째 규칙이다. 파생상품 시장이 급속히 발전하면서 선택할 수 있는 헤지 상품의 종류도 크게 증가했다. 특정 파생상품이 몇 번의 거래를 통해 큰 이익을 내면 시장에서 인기를 끌고 곧 거의 모든 기업에서 이 파생상품을 사용하게 되는데, 이러한 특정 헤지 상품에 대한 집중은 거품을 형성하여 결국 터지게 된다. 과도하게 집중된 헤지 포트폴리오는 분산된 포트폴리오보다 이익의 변동성이 높다.

## (7) 헤지 활동을 집중화

위험 통제 및 관리를 위한 집중화된 기반을 구축함으로써, 기업은 전체적인 익스포저를 정확하게 파악할 수 있으며 위험 관리 결정을 보다 쉽게 내릴 수 있다. 헤지 결정권 분산이 위험을 줄여주지 못하고, 실제로 대부분의 경우 개별 팀에서 헤지를 실행할 때 위험이 가중되며, 결국 자연헤지의 가능성도 사라지게 된다.

## 제 5 절 환위험관리의 사후평가

마지막으로 환위험관리에 대한 사후평가 과정에서는 환위험관리 성과와 이용기법의 효율성 등에 대한 종합적인 평가가 이루어져야 할 것이다. 구체적으로는 해당기업이 환위험관리를 얼마나 체계적이고 효율적으로 했는지에 대한 계량적 평가가 이루어져야 한다.

만일 목표한 대로 이루어지지 않고 비효율적인 결과가 나왔다고하면 그 원인이 어디에 있었는지에 대한 검토가 반드시 있어야 한다. 환율의 예측에서

오류가 발생하였는지 관리전략의 선택에서 문제가 있었는지 아니면 이에 따른 현금흐름의 추정에서 잘못되었는지를 구체적으로 도출할 수 있어야 할 것이다. 이러한 과정이 이루어지면 앞으로 발생할 환위험의 경우에는 보다 효율적이고 체계적인 관리를 할 수 있을 것이다. 이와 아울러 장래에 있어 환위험 관리전략의 수립 및 새로운 기법개발을 위한 종합정보가 제공될 수 있을 것이다.<sup>10)</sup>

---

10) 지호준, 전제서, pp. 196-197.



## 제 3 장 KIKO 통화옵션의 거래와 평가

### 제 1 절 KIKO 통화옵션

#### 1. KIKO 통화옵션

각 경제주체들은 미래의 불확실성에 의해 발생하는 위험을 줄이기 위하여 다양한 방식을 사용하고 있다. 특히 환위험에 노출된 기업들은 각 방식의 수익-비용 구조 및 자신의 위험선호도 등을 고려하여 헤지 방식 및 규모를 결정한다.

환위험 회피를 위해 기업들이 많이 사용하는 방식인 선물환 매도의 경우 환율변화에 의한 환위험을 효과적으로 헤지할 수 있는 장점이 있지만 외환시장의 상황에 따라 현물환율보다 낮게 매도해야 하는 단점이 존재하며, 경우에 따라서는 증거금 예치 등 제반 비용이 발생하는 등의 단점이 있다. 풋옵션 매수 방식은 현물포지션과 결합되었을 경우 현물포지션의 환율하락 위험은 헤지하고 환율상승시 현물포지션의 환차익을 누릴 수 있는 장점이 있는 반면 그에 대한 댓가로 초기비용이 발생하는 단점이 있다.

KIKO 통화옵션 계약은 계약효력이 사라지는(Knock-out) 구간에서의 환위험을 기업이 감수하는 대신, 콜(call)과 풋(put)옵션의 조합과 행사가격의 조정을 통해 기업이 따로 초기비용을 지불하지 않고 환위험 헤지효과와 이익을 일정부분 누릴 수 있는 장점이 있다. 따라서 KIKO 통화옵션 계약이 일방에게 유리한 것이 아니라 기업이 자신의 선호 등에 따라 선택할 수 있는 충분한 인센티브를 가지고 있다고 할 수 있다.

실제로 2008년 5월 중소기업중앙회가 조사한 중소기업의 환위험 헤지수단을 조사한 결과에 따르면 47%의 기업이 환변동보험을 이용하고 있으며, 선물환 거래 25%, 통화옵션 14%, 그리고 KIKO 통화옵션 계약을 포함한 기타 방식을 14%의 기업이 이용하고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉 기업의 상황과 선호에 따라 각기 다른 선택을 하고 있다고 할 수 있다.

## 2. 손익구조 비교

### (1) 일반 선물환의 손익구조

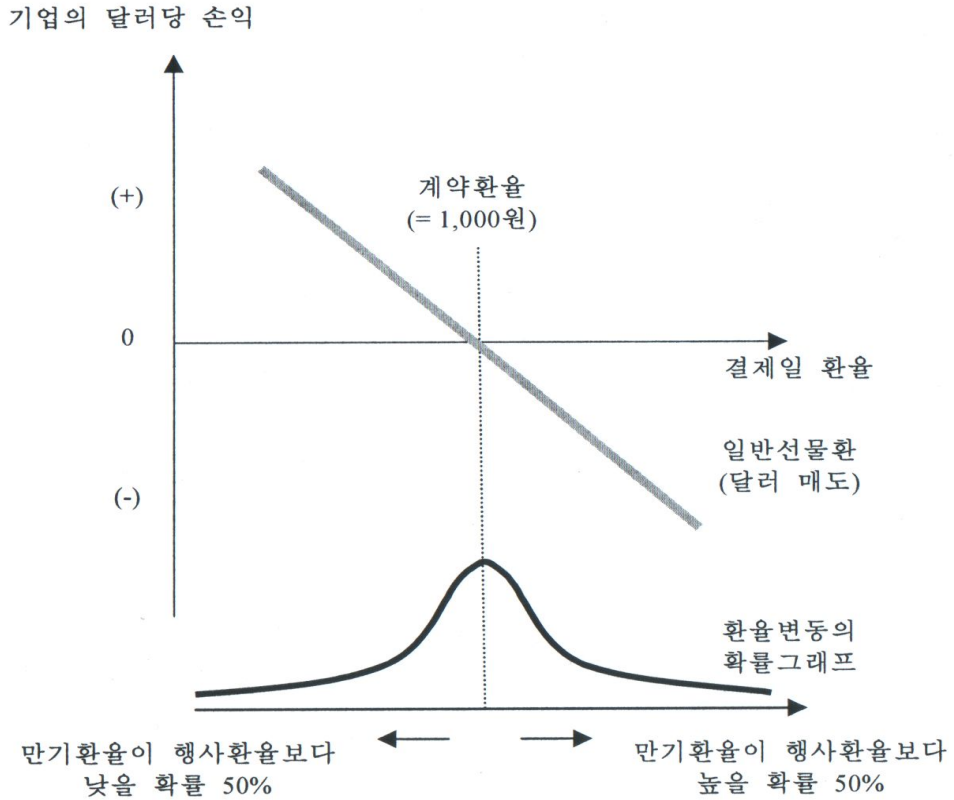
일반 선물환계약은 어느 특정 환율을 기준으로 하여 만기환율이 그 환율보다 낮을 확률과 만기환율이 그 환율보다 높을 확률이 똑같이 50%가 될 때에 그 특정환율을 계약환율로 하여 체결된다(<그림 3-1> 참조).

그리하여 만기환율이 계약환율보다 낮을 경우에 기업이 얻을 수 있는 이익의 기대값과 만기환율이 계약환율보다 높을 경우에 기업이 얻을 수 있는 이익의 기대값이 서로 일치하게 된다. 이를 옵션으로 설명하면 기업이 가지는 풋옵션의 가치(프리미엄)와 은행이 가지는 콜옵션의 가치가 일치한다. 이와 같이 일반 선물환거래는 대표적인 제로비용(zero-cost) 거래의 하나이다.<sup>11)</sup>

---

11) 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, 2009, pp. 1-39.

<그림 3-1> 일반 선물환의 손익구조



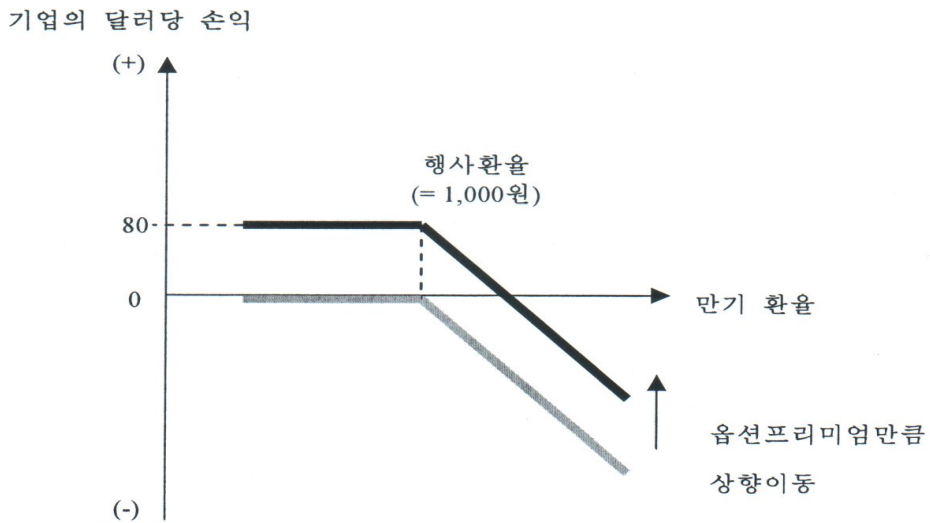
자료 : 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, p. 19.

(2) 콜옵션 매도의 손익구조

기업이 달러 콜옵션을 은행에게 매도(부여)하는 경우에는 그에 대한 옵션 프리미엄을 받게 된다. 이에 따라 기업의 손익 그래프는 옵션 프리미엄만큼 위로 상향 이동하게 된다. 예컨대 만기 6개월 행사환율 1,000원인 달러 콜옵션의 가격이 달러당 80원이라면 기업의 손익그래프는 위로 80원만큼 이동한다(<그림 3-2> 참조). 그리고 기업이 콜옵션을 매도한 경우에도 기업의 손익

은 기업의 현물환 포지션(즉 수출대금)과 같이 보아야 한다. 기업의 수출대금이 콜옵션 매도금액만큼 있는 경우에는 환율이 상승하는 경우 콜옵션에서 손실을 보더라도 수출대금의 현물환에서 이익을 보게 되므로 서로 상쇄된다. 따라서 환율이 상승하는 경우에도 오히려 콜옵션 프리미엄만큼은 이익을 보게 된다.

<그림 3-2> 콜옵션 매도의 손익구조



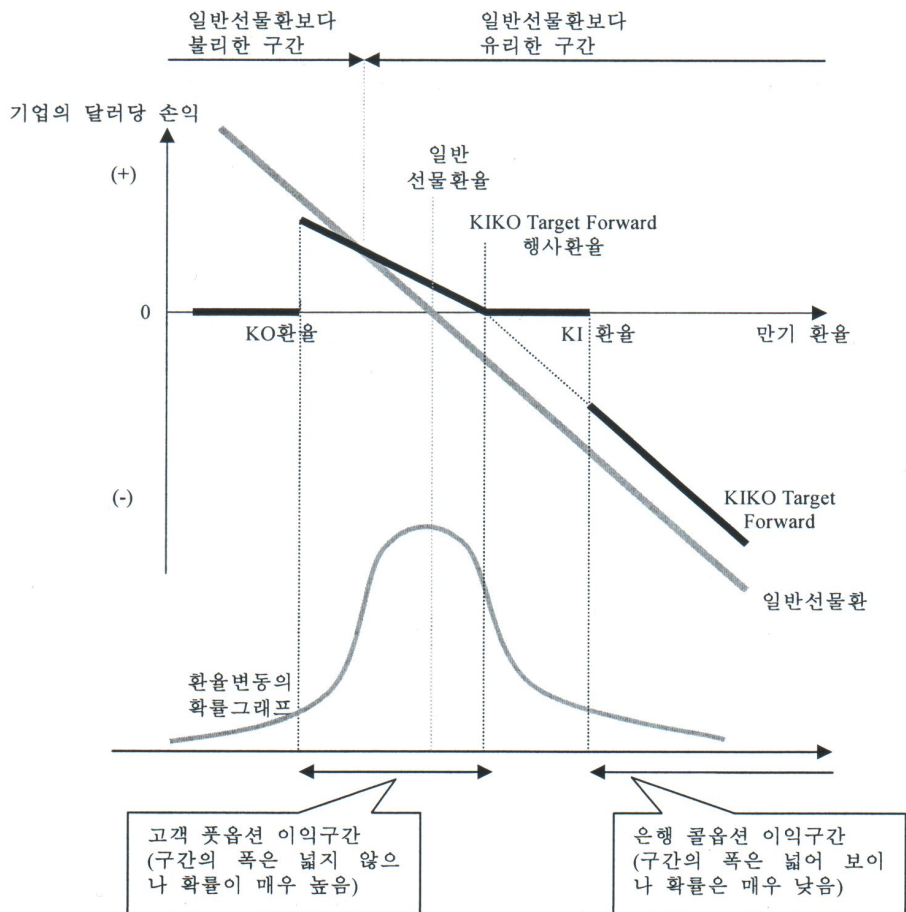
자료 : 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, p. 12.

### (3) KIKO 통화옵션의 손익구조

기업의 콜옵션 매도금액을 헤지 물량으로 가정할 때 KIKO 통화옵션의 손익구조는 <그림 3-3>과 같다. 아래 그림은 KIKO 통화옵션의 콜옵션 계약금액과 선물환 계약금액이 동일한 경우를 비교한 그래프이다. KO Target Forward와 마찬가지로 KIKO 통화옵션의 경우에도 기업의 이익은 제한되어 있는 반면 은행의 이익은 무한대로 열려 있는 것처럼 보이나, 환율의 변동확률 그래

프와 함께 보면 기업의 풋옵션의 행사확률은 매우 높은 반면 은행쪽 콜옵션이 행사될 확률은 낮고 환율이 일정 수준 이상으로 될 확률은 사실상 '0'에 가까운 것이어서 두 옵션의 기대값은 같게 된다. 따라서 기업의 KO附 풋옵션 100의 가치 = 은행의 KI附 콜옵션 100의 가치 × 레버리지 배수라는 등식이 성립한다.

<그림 3-3> KIKO Target Forward의 수익구조



자료 : 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, p. 38.

이를 일반 선물환과 비교하여 볼 때 행사환율이 높아지는 점과 KI조건이 추가되는 점은 기업에게 유리하고 반대로 KO조건이 추가되고 레버리지가 있는 점은 기업에게 불리한 요소이다. 그리하여 KIKO에 있어서는 행사환율, KI환율, KO환율 및 레버리지 등 4개의 조건이 서로 조정되어 기업과 은행 양쪽의 옵션프리미엄을 일치시키게 된다(제로비용(zero-cost) 구조). 예컨대 일반 선물환율이 1,000원인 경우 행사환율을 1,020원으로 올리기 위해서는 나머지 3개의 조건인 KI환율, KO환율 및 레버리지를 서로 조합하면 가능하다. 만약 양쪽의 옵션프리미엄이 서로 일치되어 있는 상황에서 4개 조건 중 어느 하나를 변경시키려면 나머지 3개 조건 중 적어도 하나는 같이 변해야 한다. <표 3-1>은 위 4개 조건 중 2개를 고정시킨 경우 제로비용(zero-cost)을 유지하기 위해 나머지 2개 변수의 상호관계를 나타내는 것이다.

<표 3-1> 제로비용(zero-cost) 구조

고정된 조건 2가지	나머지 2개 조건의 상호관계
행사환율 및 KI 환율 고정	KO 환율 인상 레버리지 하락 KO 환율 인하 레버리지 증가
행사환율 및 KO 환율 고정	KI 환율 인상 레버리지 증가 KI 환율 인하 레버리지 하락
행사환율 및 레버리지 고정	KO 환율 인상 KI 환율 인상 KO 환율 인하 KI 환율 인하
KI 환율 및 KO 환율 고정	행사환율 인상 레버리지 증가 행사환율 인하 레버리지 하락

자료 : 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, p. 39.

### 3. 선물환 거래와 KIKO 통화옵션 계약의 비교

KIKO 통화옵션 계약은 본질적으로 선물환 거래를 바탕으로 계약 당사자들

에게 공정한 방식으로 위험을 나눈 변형된 계약 형태이다. 현물포지션 보유와 선물환 매도포지션의 헤지거래는 환율하락시 발생하는 현물포지션에서의 손실을 선물환 매도포지션에 발생하는 이익으로 보전하고, 환율상승의 경우 선물환 매도포지션에서 발생하는 손실을 현물포지션에서의 이익으로 보전하는 구조이다. 이에 반해 KIKO 통화옵션 계약은 Knock-out 구간을 설정하여 환율하락시 선물환 매도포지션에서 발생하는 이익을 기업이 포기하는 대신, 선물환의 행사가격보다 기업에 유리한 조건으로 행사가격을 설정함과 동시에 Knock-in 환율보다 낮은 환율에서는 기업이 당시의 시장 환율에 매도하여 선물환보다는 높은 환율에서 매도가 가능하다. 그러나 Knock-in 환율 이상으로 시장 환율이 상승했을 때는 선물환보다 환차손이 커질 수 있는 단점이 있다. 따라서 KIKO 통화옵션 계약은 한쪽 계약 당사자가 일방적으로 유리하거나 불리한 상품이 아니라 기업의 입장에서는 환율변화에 따라서 발생할 수 있는 한부분의 이익을 포기하는 대신 다른 구간에서 이익으로 보상받는 형태로 만들어진 계약인 것이다.

KIKO 통화옵션 계약도 선물환 매도계약과는 다른 방식으로 위험을 공정하게 나눈 것임에도 불구하고 한편으로는 KIKO 통화옵션 계약 자체에 대해 많은 의문을 제기한다. 우선 일반적인 KIKO 통화옵션 계약에서 콜과 풋옵션의 결합비율이 비대칭성임을 지적하는 경우가 있다. 하지만 이런 비대칭성은 비용이 들지 않는 형태로 기업에 유리한 부분을 증대시키기 위한 방안으로 문제될 것이 없다. 또한 일부는 KIKO 통화옵션 계약으로 인해 환율이 무한히 상승할 경우 한쪽이 무한 손실을 입을 가능성이 있는 상품이기에 때문에 헤지 목적으로 사용되기에는 부적절하다고 문제 제기를 한다. 무한 손실 문제에 대해서 근본적으로 고려할 핵심은 KIKO 통화옵션 계약의 매도포지션도 환율상승으로 인해 무한 손실의 가능성이 있지만, 현물포지션이 결합된 경우 헤지 목적으로 아주 적절하게 사용될 수 있는 것과 동일한 선상에서 바라보아

야 할 것이다. 이것은 단순선물환 계약을 했을 때도 동일하게 적용되는 것이다.

마지막으로 KIKO 통화옵션 계약이 중소기업을 대상으로 적합한 계약인지에 대한 논란을 제기하는 경우도 있다. 일반적으로 중소기업은 대기업에 비해 내부적인 환위험관리 능력, 맞춤형 상품 설계 기능, 거래규모에 따른 가격 협상력 등이 미흡하다. 따라서 KIKO 통화옵션 계약과 같은 맞춤형 상품은 중소기업에 적합한 상품으로 학계와 업계에서 인정된다.<sup>12)</sup>

오히려 주목해야 될 사항은 보유 현물포지션보다 훨씬 더 큰 규모의 헤지를 시도하는 경우이다. 이는 현물포지션의 위험을 줄이는 것이 아니라 새로운 위험을 만들어 낸다. 국내 KIKO 통화옵션 계약과 관련하여 2008년 8월 감독당국이 실시한 조사에 따르면, 총 517개 업체가 KIKO 통화옵션 계약을 체결하고 있으며 연간 수출금액 대신 연중 콜매도 금액의 비율은 평균 40% (예를 들면, 100만 달러의 현물포지션을 40만 달러의 Knock-in 콜매도포지션으로 헤지) 수준인 것으로 나타났다. 따라서 평균적으로 살펴보면 국내 중소 수출기업들은 KIKO 통화옵션 계약을 이용하여 적절한 수준의 환위험 회피를 하고 있다고 평가할 수 있다. 현물포지션과 결합하여 평가할 경우 환율의 상승으로 인한 콜매도 부분의 손실을 현물포지션의 이익이 충분히 커버하고 있으며, 또한 현물포지션의 변동성을 줄였다는 측면에서 헤지 목적을 충분히 달성하고 있다고 말할 수 있다.

#### 4. KIKO 통화옵션 손실의 실체와 대응

##### (1) 손실의 실체

언론에서 보도되었던 KIKO 통화옵션 관련 계약의 손실은 상당히 큰 규모

---

12) 김영도, “KIKO 관련 주요이슈와 경제적 함의,” 『주간 금융브리프』 18권 2호, 한국금융연구원, 2009, pp. 5-7.



인 것으로 나타나고 있다. 하지만 언론을 통해 보도되는 KIKO 통화옵션 계약의 손실은 만기까지 남아 있는 KIKO 통화옵션 계약에서 발생할 평가손실까지 포함한 개념으로 향후 피해가 현실화된다고 보기에는 무리가 있다.

여기서 '손실'의 개념은 실질적인 현금 유출을 의미하는 법률 영역에서의 손해가 아니라 말 그대로 회계상의 평가손실이다. 예컨대 수출대금으로 100만 달러를 받을 예정인 A기업이 KIKO 통화옵션 계약을 맺고 환율구간 900~950원에선 930원에 50만 달러를 팔 수 있지만, 환율이 950원을 넘으면 그 두 배인 100만 달러를 930원에 팔아야 한다고 하자. 환율이 1,330원으로 오를 경우 A사는 수출대금으로 받은 100만 달러를 그대로 달러로 넘겨 주고 계약 환율인 930원으로 환산한 당초 예정된 원화 현금 흐름을 실현하면 된다. 하지만 회계기준상 파생거래 손익은 시가평가가 이루어지기 때문에 회계장부상으로는 들어온 달러 그대로 넘겨준 수출대금 100만 달러가 마치 시장에서 달러당 1,330원에 사서 이를 930원에 되팔아 4억원(=1,000,000×(1,330-930))의 외환차손이 실현된 거래처럼 기록된다. 물론 환해지를 하지 않았더라면 시장에서 1,330원에 매도하여 이익을 볼 수 있지만, 반대로 환율이 하락할 때는 손실을 볼 위험에 노출되게 된다. 이러한 위험을 회피하기 위해 매도 환율을 미리 확정해 예정된 현금 흐름을 확보하고 안정된 경영활동을 하려는 노력이 환위험관리이다. 당시 시장상황이 예컨대 단순 선물환을 이용하면 920원에 확정할 수 있고, KIKO 통화옵션 거래를 이용하면 930원에 확정할 수 있다면 KIKO 통화옵션이 유리하다.<sup>13)</sup>

헤지 목적에 적합하게 수출대금 범위 내에서 계약을 체결한 기업의 경우 환율상승시에도 미래 수출활동에서 받는 달러로 결제할 수 있기 때문에 현금 흐름상 재무적 위험은 없다. 즉 선물환 매도계약과 같이 계약환율에 따라 달러를 매도함으로써 당초 예정된 수익 흐름을 실현하는 것과 동일하기 때문이

---

13) 이상제·김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, 2009, p. 50.

다.

따라서 KIKO 통화옵션 거래와 관련하여 유동성 부족 등 어려움을 겪는 기업이라면 1) call option 매도 금액 기준으로 볼 때 KIKO 통화옵션 계약 금액이 계약 기간 중 기업이 수령할 수출대금을 초과하는 경우이거나, 2) 수출에 차질이 발생하여 예상한 수출 대금을 수령하지 못하여 결과적으로 과도 헤지를 한 경우이거나, 3) 아니면 환율 상승으로 수입 원자재 가격이 상승함에 따라 수익성이 악화된 경우 등일 것이다.

2)와 3)의 경우는 경영 여건의 변화에 따른 유동성 애로이지 이를 KIKO 통화옵션 계약 구조의 공정성과 직접 결부시키기는 무리라고 본다. 1)의 과도 계약의 경우는 KIKO 통화옵션 거래뿐만 아니라 선물환에서도 수출 금액을 넘는 금액을 계약할 수 있는데, 시장이 기대와 다르게 움직일 경우 큰 손실을 보기는 마찬가지이다. 현물 포지션이 뒷받침되지 않는 거래는 헤지 거래라기보다는 기대에 근거한 투기적 거래로서 어떤 상품을 이용하든지 그 상품을 거래한 시점의 기대와 다른 방향으로 시장이 움직일 경우 매우 큰 손실을 입게 된다. 우리나라에서는 제도상으로 1993년 10월부터 천만 달러 이내의 파생금융 거래는 실수요증명서 제출 의무를 면제하였고, 1999년 4월 제1차 외환거래 자유화 조치가 시행되면서부터는 모든 파생거래에 대해 은행이 관련 증빙을 확인할 의무가 없어짐에 따라 투기적 거래도 가능하게 되었다. 모든 시장참여자들이 자신의 필요와 기대 및 책임하에 거래를 할 수 있도록 허용하는 것이 규제 완화의 취지였다. 시장이란 원래 리스크 헤지 목적, 투기 목적, 그리고 차익거래 목적의 참가자들이 다 많이 참여해야 원활하게 효율적으로 기능한다. 리스크를 헤지하려는 주체들이 매도하거나 매입하려고 하면 이러한 수요를 받아주는 반대 입장의 시장참여자가 있어야 하기 때문이다.

현실적으로 수출 대금을 환전하지 않고 외화자산을 장부에 가만히 보유하고 있더라도, 전기말 환율보다 평가시점의 환율이 상승할 경우 그 차이에 보

유 외화금액을 곱한 만큼의 외화환산익이 발생한다. 또 장부에 외화부채가 남아 있다면 환율 차이만큼 곱한 금액이 외화환산손으로 기재된다. 그리고 파생상품 계약으로 헤지하려고 했던, 앞으로 받을 수출 대금의 외화환산익은 실제 수출 대금에 재무제표상으로는 파생상품 계약 상 만기까지 남아 있는 부채에 대한 평가손실이 과도하게 부각되는 측면이 있다. 심지어 회계상의 문제로 파생거래 손실이 조기에 과다 인식되어 자본잠식으로 상장이 폐지되는 경우까지도 나올 수 있다. 화폐성 외화자산 및 부채를 기말 환율로 평가하여 당기손익에 반영하는 이러한 외화환산 회계제도는 기업회계 기준에서 규정하고 있지만, 과거부터 환율변동이 심할 때면 끊임없이 논란이 되었고, 이에 따라 외화환산 회계기준도 변화를 거듭하고 있다.<sup>14)</sup>

## (2) 손실에 대한 대응

손실에 대한 대응으로 국내에서 Window KIKO 통화옵션<sup>15)</sup> 형태의 계약이 일반적인 형태로 자리잡고 있다. 이 경우 미래의 현금흐름이 확정되지 않아서 위험회피 회계기준을 적용받기 힘들고, 수출기업이 미래에 받을 달러의 수출대금 환산이익은 실제 수출대금을 수령(선수금)하거나 매출채권으로 계상되기 전에는 인식되지 않는다. 하지만 KIKO 통화옵션 계약으로 인한 평가손은 회계기준상 시가평가로 일시에 발생하기 때문에 해당 거래 초기에 파생상품 평가손이 과도하게 부각되는 측면이 있는 것이다.<sup>16)</sup> 현재 우리나라에서 KIKO 통화옵션이라고 통칭되는 ‘Window KIKO’가 등장한 배경은 행사환율만

14) 외화환산 회계기준 변화는 김대현, 『외화환산 회계기준의 변천과 기능통화제도의 도입』, *KICPA Monthly Journal*, 2009, pp. 16-18 참조.

15) Window KIKO 통화옵션 계약은 기존의 KIKO 통화옵션 계약에서 관찰 기간을 단축하여 만기 전에 여러 번에 걸쳐서 계약이 갱신되는 형태의 KIKO 통화옵션 계약을 말한다.

16) 김영도, 전계글, p. 7.

을 증가시키기 위한 일변도의 구조에서 탈피하여 행사환율 증가와 기업의 풋 옵션 소멸방지라는 두 가지 목적을 적절한 수준에서 모두 달성하기 위한 것이다. 이러한 관점에서 보면 평가손실의 인식 방식의 변경, 외환시장의 안정, 그리고 계약연장 등 다양한 측면에서 평가손실을 줄일 수 있는 여지가 있었으며, 실제로 2009년 4월 이후 외환시장이 안정되는 모습을 보여 2008년 말에 계상된 평가손실이 실현되지 않고 2009/10년에는 평가이익으로 환입되기도 하였다.

## 제 2 절 KIKO 통화옵션의 거래 및 손익 현황

### 1. KIKO 통화옵션의 거래 배경

2003~2007년 중 원/달러 환율이 추세적으로 하락하면서 수출 중소기업들이 환리스크에 노출되는 어려움을 겪게 되고 이에 따라 환위험 헤지에 대한 관심이 제고되었다. 2004년 이후 환율이 급락하면서 선물환율보다 높은 매도 가격을 제공하는 녹아웃(Knock-out) 옵션을 붙여 구조화된 통화옵션 거래를 선호하는 경향이 증가하였다. 녹아웃(Knock-out) 환율 이하로 하락하면 계약이 소멸하여 기업이 환위험에 노출되는 단점이 있지만, 녹아웃(Knock-out) 조건을 부가함으로써 기업은 좀 더 유리한 가격에 달러를 매도할 수 있기 때문이다. 특히 2007년 하반기 이후에는 조선업종 등의 활황으로 선물환 매도가 증가하면서 선물환율과 현물환율의 차이인 스왑포인트의 하락과 원/달러 환율의 변동성 축소로 기업들이 원하는 환율로 환위험을 헤지할 수 없는 환경이 전개됨에 따라 좀 더 높은 환율로 환위험을 헤지할 수 있는 맞춤형 선물환인 KIKO 통화옵션을 매우 선호하게 되었다. 즉 중소 수출기업이 6개월 선물환을 체결하면 당시 환율보다 16원이 낮은 922.6원에 체결해야 하므로, 당

시 환율 938.6원 기준으로 수출마진이 5%(약 46원)라고 가정할 경우 선물환 계약을 체결하게 되면 수출마진이 1/3(16원) 축소되는 결과를 초래한다(<표 3-2> 참조). 이에 따라 중소 수출기업은 당시 현물환율 수준 이상의 행사환율을 제공하는 KIKO 통화옵션 거래를 많이 체결하였다.<sup>17)</sup>

<표 3-2> 선물환율 및 스왑포인트(2007. 12. 3 기준)

(단위 : 원)

기 간	선물환 스왑포인트	선물환율 <sup>1)</sup>
1개월	- 4.4	934.2
2개월	-13.0	925.6
3개월	-16.0	922.6
4개월	-17.0	921.6

주 : 1) 2007. 12. 3. 현물환율 938.6원.

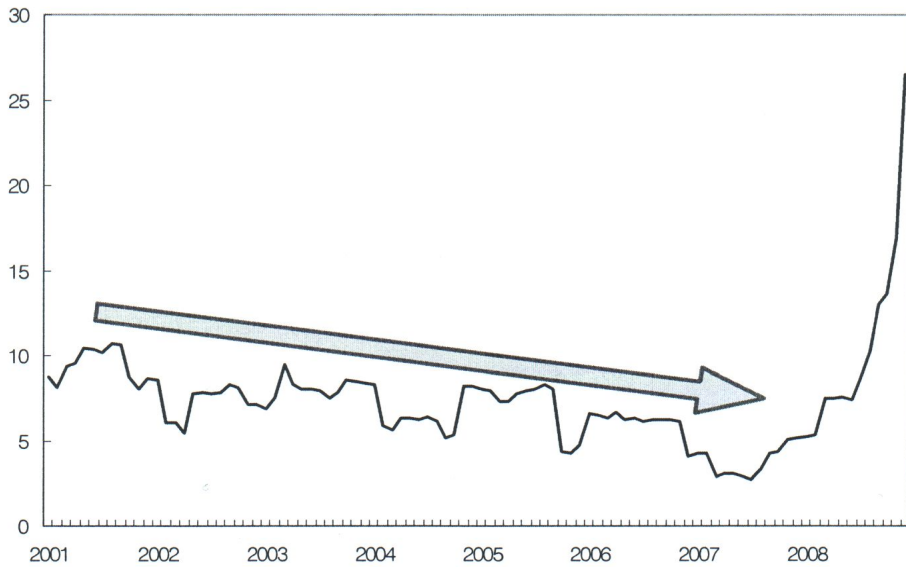
자료 : 전국은행연합회, 『KIKO의 이해』, p. 6.

환위험을 헤지하는 여러 가지 방법 중 선물환 매도는 환율 변화에 의한 환위험을 효과적으로 헤지할 수 있는 장점이 있지만 환차익을 누릴 기회가 사라지며, 스왑포인트가 마이너스(-)인 경우에는 영업 계획시 수립한 영업마진을 확보할 수 없는 단점이 있다. 반면 KIKO 통화옵션 계약은 계약 효력이 사라지는 Knock-out 구간에서의 환위험을 거래기업이 감수하는 대신 환율이 Knock-out 환율과 Knock-in 환율 사이에 있으면 거래기업이 비용을 부담하지 않으면서 선물환율보다 더 높은 행사가격을 인정받아 선물환 매도보다 더 유리한 환위험 헤지효과와 일정 부분 환차익까지 누릴 수 있는 장점 때문에 당시에 중소 수출기업들이 선호하게 되었다.

17) 전국은행연합회, 『KIKO의 이해』, 2009, p. 5.

특히 2001년 연 10%를 넘던 내재변동성이 2007년 하반기에서는 3%대까지 떨어지는 하향 안정세를 이어가는 가운데 선물환율이 크게 하락하였다(<그림 3-4> 참조).

<그림 3-4> 원/달러 환율 내재변동성<sup>1)</sup> 추이



주 : 월별 변동성을 연율로 환산.

자료 : 이상재·김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, p. 41에서 재인용.

이런 상황에서 대부분의 주요 환율전망 기관들도 2008년 중 원/달러 환율의 하향 안정을 예상하였다(<표 3-3> 참조).<sup>18)</sup> 이러한 기대 하에서 환율 변동성이 작고 현물환율보다 선물환율이 낮을 경우에 보다 유리한 구조인

18) 2003년 초 1,200원 전후였던 원/달러 환율은 그 이후 지속적으로 하락하여 2005년 초에 1,000원에 도달하였고, 2006년 초부터 950원 전후에서 서서히 하락세를 보이고 있었을 뿐 아니라 2006년 및 2007년에는 연간 환율 최대 변동폭이 60원을 넘지 않았다. 이에 기업들이 KIKO 통화옵션 거래를 많이 하였던 2006~2007년 당시 국내외 주요 환율 전망 기관들이 그 다음 연도에 점진적인 환율 하락을 예상함.

KIKO 통화옵션 거래를 선호하게 되고 거래량이 큰 폭으로 증가하였다.

<표 3-3> 기관별 환율 전망

(단위 : 원)

기관별 2007년 환율 전망

기관명	전망일	'07평균	1분기	2분기	3분기	4분기
실제 환율		929.2	939.1	928.9	928.0	920.6
중소기업연구원	2006.12.	915.0	915.0	910.0	908.0	905.0
삼성경제연구소	2006.11.23			937.5		912.5
산업은행	2006.12	920.0	920.0	930.0	920.0	910.0
Citigroup	2006.12.20	922.6	910.0	900.0		900.0
Morgan Stanley	2006.12.14		900.0	880.0	870.0	860.0

기관별 2008년 환율 전망

기관명	전망일	'08평균	1분기	2분기	3분기	4분기
중소기업연구원	2007.12.	915.0	925.0	920.0	910.0	905.0
삼성경제연구소	2007.11.01	910.0				
산업은행	2007.12	905.0				
Citigroup	2007.11.27		900.0	890.0	880.0	880.0
Morgan Stanley	2007.12.13		930.0	935.0	915.0	900.0

자료 : 전국은행연합회, 『KIKO의 이해』, p. 5.

통상 국내은행들이 체결한 KIKO 통화옵션의 상하단 베리어 구간(시장환율 기준 상하 40~50원 수준)은 2001년 9. 11 테러, 2003년 3월의 이라크 전쟁

및 북한의 핵확산 금지조약 탈퇴 등 비상사태가 터질 때의 환율변동 폭보다 매우 크게 설정되어 있어 당시에는 환율이 해당 구간을 벗어날 가능성은 매우 낮은 것으로 보였다.<sup>19)</sup>

<표 3-4> 위기상황 발생시 원/달러 환율 변동 추이

(단위 : 원)

구 분	발생일	10일 전	5일 전	1일 전	발생일	1일 후	5일 후	10일 후
9.11테러	'01.9.11	1287.0	1286.9	1290.3	1295.8	1286.1	1296.3	1300
이라크전쟁	'03.3.17	1218.7	1245.0	1241.2	1247.5	1253.9	1247.4	1247.0
북핵사태	'03.4.25	1217.4	1203.9	1220.4	1237.8	1222.8	1215.3	1212.4

자료 : 이상제·김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, p. 43.

## 2. KIKO 통화옵션의 거래규모 및 손익현황

2008년 6월말에 보고된 국내은행의 대고객 KIKO 통화옵션 거래규모는 519개 업체에 계약잔액<sup>20)</sup>은 101억 달러이다. 이 중 중소기업의 KIKO 통화옵션 거래규모는 480개 업체에 75억 달러로 전체의 74.3%에 해당한다.

KIKO 통화옵션 거래업체의 수출규모는 연간 287억 달러로 KIKO 통화옵션을 이용한 평균 헤지비율은 35.2%이며, 이 중 중소기업의 수출규모는 연간 190억 달러로 평균 헤지비율은 39.5% 수준이다. 한편 금감원 자료에 의하면 KIKO 통화옵션 계약잔액이 과거 수출실적을 초과(over-hedge)한 업체는 71개사로 평균 헤지비율은 166.7% 수준이며, over-hedge한 중소기업은 68개사로 평균 헤지비율은 193.8% 수준이다.

19) 이상제·김영도, 전계서, pp. 40-44.

20) 계약잔액은 기업이 은행에 매도해야 할 콜옵션 금액 기준임.



<표 3-5> 수출기업의 KIKO 통화옵션 거래규모

(단위 : 개, 억달러)

구 분	업체수	계약잔액(A)	연수출액(B)	헤지비율(A/B)
중소기업	480(68)	75(31)	190(16)	39.5(193.8)
대 기업	39(3)	26(9)	97(8)	26.8(112.5)
합 계	519(71)	101(40)	287(24)	35.2(166.7)

주 : 2008년 6월말 원달러 환율 1,046원 기준, ( )내는 over-hedge 업체.

자료 : 금융위원회 보도자료(2008. 8. 1).

2008년 6월말 기준(환율 1,046원) KIKO 통화옵션 거래손익은 수출대금 환차익을 감안할 경우 2조 1,950억원 평가이익이 발생하였다. 한편 중소기업은 수출대금 환차익을 감안시 1조 3,269억원의 평가이익이 발생하였다. 그러나 KIKO 통화옵션 계약잔액이 수출대금을 초과하여 over-hedge한 중소기업의 경우 수출대금 환차익을 감안하더라도 -2,533억원의 평가손실이 발생하였다.

KIKO 통화옵션 거래로 손실이 발생한 것은 환위험 헤지의 범위(수출대금)를 넘어선 over-hedge 행위에서 주로 기인하며, 거래기업이 over-hedge하지 않는 경우에는 환율 상승으로 KIKO 통화옵션 거래에서 손실이 발생하더라도 추후 수취하는 수출대금에서 환차익이 발생하기 때문에 손실을 보전받게 된다. 거래기업이 환율상승에 따른 환차익을 일부 누리지 못하는 것은 환율하락에 대비한 환차손을 헤지하기 위한 통화파생거래의 당연한 귀결이며, 이를 두고 거래기업의 손실이라 할 수는 없는 것이다.<sup>21)</sup>

21) 전국은행연합회, 전계서, p. 9.

<표 3-6> 수출기업의 KIKO 통화옵션 손익현황

(단위 : 개, 억원)

	업체수	계약잔액 (억달러)	총손실(A)		환차익 (B)	총손익 (C=A+B)	
			실현손실	평가손실			
중소기업	480	75	-11,387	-4,169	-7,218	24,656	13,269
over-hedge	68	31	-4,016	-1,492	-2,524	1,483	-2,533
대기업	39	26	-3,394	-934	-2,460	12,075	8,681
over-hedge	3	9	-951	-199	-752	872	-79
합 계	519	101	-14,781	-5,103	-9,678	36,731	21,950
over-hedge	71	40	-4,967	-1,691	-3,276	2,355	-2,612

주 : 2008년 6월말 원달러 환율 1,046원 기준.

자료 : 금융위원회 보도자료(2008. 8. 1).

### 제 3 절 KIKO 통화옵션 거래에 대한 평가

#### 1. 과도한 KIKO 통화옵션 거래 기업에서 피해 발생

KIKO 통화옵션 거래로 인한 피해의 근본원인은 계약금액(콜옵션 매도금액 기준)이 수출대금 규모를 초과하여 과도한 거래(over-hedge)에서 비롯되었다. over-hedge한 기업의 경우 KIKO 통화옵션 거래 자체의 평가손실이 수출대금 환차익을 초과하게 되어 손실이 발생되었다. KIKO 통화옵션 계약금액이 수출대금 범위 내인 기업의 경우 KIKO 통화옵션 평가손실보다 수출대금의 환차익이 더 커 전체적으로는 이익이 발생하였다. 그럼에도 일부 기업에서는 수출대금의 환차익을 고려하지 않고 KIKO 통화옵션 거래 자체로부터의 손실만을 인식하고 있는 측면이 있다.<sup>22)</sup>

22) 금융위원회 보도자료(2008. 8. 1).

## 2. 계약 건별로 불완전 판매여부에 대한 점검 필요

기업 측은 은행이 잠재위험에 대해 충분한 설명 없이 일방적으로 KIKO 통화 옵션 거래를 권유하였다고 주장하고 있다. 이에 대해 은행은 위험고지서 및 거래확인서에 고객의 서명·날인을 받는 등 위험성에 대해 충분히 설명하였고, 기업들도 환율하락 전망과 그간 KIKO 통화옵션 거래를 이용한 이익실현 등으로 KIKO 통화옵션 거래를 선호한 측면이 있다고 주장하는 등 분쟁이 있는 상황이다.<sup>23)</sup> 개별 계약건별로 은행이 위험고지 등 적정한 판매의무를 이행하였는지 여부에 대한 점검이 필요하다.

## 3. 시장안정성 저해 가능성 및 사회적 형평성 문제

현재 많은 중소기업과 진행되고 있는 법적 소송은, 그에 대한 거래 상대방의 잘잘못을 가려야 하겠지만, 일반적으로 금융상품시장의 거래 및 계약에 대한 불확실성을 높여서 시장의 안정성이 저해될 가능성이 높다.<sup>24)</sup> 우선 미래의 불확실성을 바탕으로 거래되는 모든 금융상품 거래 및 계약의 안정이 심각한 타격을 입을 가능성이 있으며, 더 나아가 금융거래의 법적안전성 저해는 국내외 금융시장 참가자의 신뢰상실로 연결되어 궁극적으로 전체 금융시장 및 금융중개 기능을 위축시킬 가능성이 있다. 또한 시장위축으로 인한 금융거래비용의 증가로 불특정 다수의 거래비용이 증가하는 등 전반적인 사회적 비용을 증대시키는 부작용을 낳을 수 있다. 또 다른 이슈는 사회적 형평성의 문제이다. 금융상품, 특히 파생상품의 거래는 거래당사자의 이익과 손실이 정확히 일치하는 제로섬(zero-sum) 거래이다. 환율이 급락할 경우 예상되는 결과는 어떻게 처리할 것인가? 이런 거

23) KIKO 통화옵션 거래 자체에 대해서는 7. 24 공정위에서 ‘불공정 약관에 해당하지 않은 것’으로 결론을 내린 바 있음.

24) 김영도, 전계글, p. 9.

래의 특성을 제대로 이해하지 못한다면 향후 거래와 관련된 형평성 차원에서 심각한 문제가 발생할 수 있다. 물론 KIKO 통화옵션 거래와 관련하여 또 다른 법적 쟁점사항인 적합성 원칙과 설명의무를 다하지 못한 불완전 판매였느냐의 여부는 다른 방식의 접근이 필요하다. ‘설명 의무 등 보호 의무 위반’이 있었는지는 개별 사안에 따라 달리 판단될 수 있는 부분으로 KIKO 통화옵션 상품 자체와 관련된 논쟁과는 별개의 문제로 취급할 수 있다.

## 제 4 장 우리나라 기업의 환위험관리 실태 및 사례 분석

본 장에서는 우리나라 기업의 환위험관리의 실태와 사례 분석을 통하여 우리나라 기업의 환위험관리 정도와 인식에 대한 정도, 그에 대한 문제점을 도출하여 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시함으로써 향후 KIKO 통화옵션 거래와 같은 유사한 문제 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하고자 하였다.

### 제 1 절 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업의 환위험 관리 실태 분석

#### 1. 연구의 표본선정 및 조사방법

본 연구는 표본을 선정하는데 있어서 시간과 비용의 제약으로 인하여 비확률 표본추출법의 하나인 편의표본추출법(convenience sampling)<sup>25)</sup>을 사용하였다. 실증연구에서는 가능한 무작위표본을 연구에 활용하는 것이 바람직하지만, 연구대상이 되는 기업조직체로부터 연구에 대한 협조를 확보하기가 용이하지 않다는 점과 시간·비용 등 시행상의 어려움 때문에 비확률적 표본추출법인 편의표본을 선택하는 경우가 많다.<sup>26)</sup>

본 연구의 표본 선정은 대기업 114개 업체, KIKO 통화옵션 거래 중소기업

---

25) 편의표본은 무작위 추출(random sampling), 또는 확률적 추출(probability sampling)에 의하여 표본을 추출하지 않고 연구자가 확보 가능한 표본을 연구에 활용하는 경우를 말함.

26) 채서일, 『사회과학조사방법론』 제3판, 비엔엠 북스, 2003.

148개 업체로서 총 262개 업체로 하였다. 설문은 2009년 8월 2일부터 8월 20일까지이며, 조사방법은 편의표본 추출된 262개의 기업을 대상으로 조사원이 직접 전화하거나 방문하는 방법을 통하여 조사되었다. 그리고 통계분석을 위해서는 SPSS 17.0을 이용하였다.

## 2. 실태분석 결과

### (1) 외환 또는 파생상품의 거래 목적 및 동기

외환 또는 파생상품의 거래 목적 및 동기에 대한 설문에서는 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 1개사 만이 환차익을 노려서라고 답했고 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 대다수가 환위험을 최소화하기 위해서 외환 또는 파생상품을 거래한다고 답하였다(<표 4-1> 참조).

<표 4-1> 외환 또는 파생상품의 거래 목적 및 동기

		환위험 최소화	환차익 노림	전 체
대기업	업체수	114	0	114
	백분율	100.0	0	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	147	1	148
	백분율	99.3	0.7	100.0
Pearson Chi-square 값 = 0.773				

### (2) 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서 유무

환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서의 유무는 대기업에서는 90.4%의 기업이 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서가 있다고 답하고 있으며, KIKO

통화옵션 거래 중소기업에서는 60.1%만이 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서가 있다고 답함으로써 대기업에 비해 KIKO 통화옵션 거래 중소기업이 환위험관리를 전담하는 조직이나 부서가 제대로 갖춰져 있지 않음을 알 수 있었다(<표 4-2> 참조).

<표 4-2> 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서 유무

		있 다	없 다	전 체
대기업	업체수	103	11	114
	백분율	90.4	9.6	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	89	59	148
	백분율	60.1	39.9	100.0
Pearson Chi-square 값 = 30.029				

(3) 환위험관리 정보시스템 유무

환위험관리 정보시스템(position 계산, 사후관리 등)의 유무에 관한 설문에서는 대기업은 67.5%가 환위험관리 정보시스템(position 계산, 사후관리 등)이 있다고 답하고 있다.

<표 4-3> 환위험관리 정보시스템(position 계산, 사후관리 등) 유무

		있 다	없 다	전 체
대기업	업체수	77	37	114
	백분율	67.5	32.5	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	53	95	148
	백분율	35.8	64.2	100.0
Pearson Chi-square 값 = 25.940				

한편 KIKO 통화옵션 거래 중소기업에서는 34.7%만이 환위험관리 정보시스템이 있다고 답하여 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업간 환위험관리 정보시스템에 있어 많은 차이가 있는 것으로 나타났다(<표 4-3> 참조).

(4) 환위험관리시 내부적 관리전략 사용 유무

환위험관리에 있어서 내부적 전략의 사용 유무에 관한 설문에서는 대기업은 86.8%, KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 64.9%가 환위험관리시 내부적 관리전략을 사용하고 있는 것으로 답하고 있다(<표 4-4> 참조).

<표 4-4> 환위험관리시 내부적 관리전략 사용 유무

		있 다	없 다	전 체
대기업	업체수	99	15	114
	백분율	86.8	13.2	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	96	52	148
	백분율	64.9	35.1	100.0
Pearson Chi-square 값 = 16.342				

(5) 파생상품 등을 현재 사용 또는 장래에 사용할 지 유무

환위험관리를 위해 파생상품(option, 선물, 스왑) 등을 현재 사용하고 있거나 또는 장래에 사용할 계획이 있는지의 설문에서는 대기업은 81.6%. KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 73.6%가 환위험관리를 위해 파생상품(option, 선물, 스왑) 등을 현재 사용하고 있거나 또는 장래에 사용할 계획이 있다고 답하고 있다(<표 4-5> 참조).



<표 4-5> 파생상품 등을 현재 사용 또는 장래에 사용할 지 유무

		그렇다	아니다	전 체
대기업	업체수	93	21	114
	백분율	81.6	18.4	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	109	39	148
	백분율	73.6	26.4	100.0
Pearson Chi-square 값 = 2.294				

(6) 환위험관리 또는 파생상품 거래와 관련한 내부정책

환위험관리 또는 파생상품 거래와 관련하여 이를 통제 관리하기 위한 내부 정책 또는 규정이 있는지에 대한 설문에서는 대기업은 91.2%가 있다고 답하고 있는 반면 KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 50.0%만이 있다고 답함으로써 대기업에 비해 KIKO 통화옵션 거래 중소기업이 내부정책 및 규정에 있어 환위험관리가 제대로 이루어지지 않음을 알 수 있었다(<표 4-6> 참조).

<표 4-6> 환위험관리 또는 파생상품 거래와 관련한 내부정책, 규정 유무

		있 다	없 다	전 체
대기업	업체수	104	10	114
	백분율	91.2	8.8	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	74	74	148
	백분율	50.0	50.0	100.0
Pearson Chi-square 값 = 50.252				

(7) 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해 정도

최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도를 묻는 설문에서는 대기업은 77.2%, KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 71.6%가 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도가 ‘상’이라고 답하고 있으며, 대기업은 21.9%, KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 27.7%가 ‘중’이라고 답함으로써 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 모두 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도가 매우 높음을 알 수 있다(<표 4-7> 참조).

<표 4-7> 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해 정도

		상	중	하	전 체
대기업	업체수	88	25	1	114
	백분율	77.2	21.9	0.9	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	106	41	1	148
	백분율	71.6	27.7	0.7	100.0
Pearson Chi-square 값 = 1.156					

(8) 해당 임직원의 환위험관리 결과 인사고과 반영 정도

환위험관리 해당 임직원에 대해 환위험관리의 결과를 인사고과에 반영하고 있는지에 대한 설문에서는 대기업은 78.1%, KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 49.3%가 반영하고 있다고 답함으로써 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업간 차이가 큼을 알 수 있다(<표 4-8> 참조).

<표 4-8> 해당 임직원의 환위험관리 결과 인사고과 반영 정도

		그렇다	아니다	전 체
대기업	업체수	89	25	114
	백분율	78.1	21.9	100.0
KIKO 거래 중소기업	업체수	73	75	148
	백분율	49.3	50.7	100.0
Pearson Chi-square 값 = 22.548				

지금까지 설문조사에서의 특성을 종합적으로 분석해 보면 다음과 같다. 먼저 외환 또는 파생상품의 거래 목적 및 동기는 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 대다수가 환차익을 노리기 보다는 환위험의 최소화를 위해서 외환 또는 파생상품을 거래하는 것으로 분석되고 있다. 둘째, 우리나라 대기업은 환위험관리를 전담하는 조직 또는 부서 유무, 환위험관리에 있어 내부적 전략의 사용 유무, 내부정책 또는 규정 유무 등에 있어서 매우 높은 것으로 나타나고 있으나, 상대적으로 KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 대기업에 비해 상당히 열악한 것으로 나타나고 있다. 셋째, 환위험관리 정보시스템과 관련한 position 계산, 사후관리 등의 문제에 있어서는 대기업이 KIKO 통화옵션 거래 중소기업에 비해 다소 높게 나타나고는 있지만 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 모두 정보시스템이 열악한 것으로 응답하고 있다. 특히 KIKO 통화옵션 거래 중소기업은 매우 열악함을 알 수 있다. 넷째, 환위험관리를 위해 파생상품(option, 선물, 스왑) 등을 현재 사용하고 있거나 또는 장래에 사용할 계획에 대한 설문에서는 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 모두 매우 높게 나타나 관심도가 높음을 알 수 있다. 다섯째, 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도도 대기업과 KIKO 통화옵션 거래 중소기업 모두 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도가 매우 높음을 알 수 있다. 여섯째, 많은 기업들이 환위험관리 결과를 인사고과에 반

영하는 것으로 답변하였는데, 이것은 외환관리 담당자들이 적극적으로 환위험을 관리함에 있어 부정적으로 작용할 가능성이 높다. 환위험관리에서 그 누구도 좋은 결과를 보장할 수는 없으며 따라서 그 결과가 인사고과에 반영된다고 하면 환위험관리자는 소극적으로 대응할 수밖에 없다. 많은 해외 기업들을 살펴보면 회사 경영진 차원에서 환위험관리에 대한 정책/방법 등을 설정하고 환위험관리자는 그에 의거하여 실행할 뿐이며 그 결과에 대해서는 책임지지 않는다. 실제로 KIKO 통화옵션을 계약하여 많은 손실을 본 중소기업들의 경영진이 관리 담당자를 해고하는 것을 확인할 수 있었으며 이러한 관행은 환관리 및 문제 해결에 전혀 도움이 될 수 없다.

따라서 결과적으로 대다수 우리나라 기업들이 환위험을 최소화하기 위해 환위험관리에 대한 관심이나 조직, 인식의 정도는 높지만 아직도 정보관리나 새로운 상품개발 차원의 시스템이 부족함을 알 수 있다. 한편 기업의 KIKO 통화옵션 거래규모나 손익 현황에서도 대다수가 중소기업에 집중되고 있음을 알 수 있는데, 위의 분석결과들과 상당히 부합됨을 확인할 수 있다.

## 제 2 절 우리나라 기업의 환위험관리 사례 분석<sup>27)</sup>

### 1. A중공업(적극적인 환위험 관리 사례)

#### (1) 환헤지 원칙 및 목적

A중공업은 조선과 해양플랜트를 제작하는 조선업체로서 전체 임금의 거의 100%, 외화지출은 선종에 따라 40~50%의 비율을 원칙으로 하고 있다. 2002년부터 모든 외화입지출 포지션에 대하여 선물환 거래를 통해 100% 환헤지

---

27) 본 절의 사례분석 자료는 해당 기업 환위험관리 전담부서의 내부자료임.

하는 것을 원칙으로 하여 시행해 오고 있다.

수주 조선산업의 특성상 외화입지출 포지션이 큰 바 환율의 등락에 매출과 손익이 크게 흔들리는 구조를 가지고 있다. 영업이나 생산활동과 무관한 이 외부요인으로부터 자유롭게 안정적인 경영을 영위하기 위해서는 환율등락에 따른 영향을 원천 봉쇄할 수 있는 방안을 강구해야 한다. 즉 환율 상승에 따른 기회이익을 포기하는 대신에 환율 하락시에도 당초 확정된 원가, 매출을 고수하기 위해 파생상품 활용을 검토했으며, 옵션 등 레버리지 효과가 큰 상품이 아닌 선물환 상품을 통해 헤지하기로 결정하였다.

## (2) 선물환 커버 flow

선박수주가 임박한 상황에 자금(외환)부서는 해당 프로젝트의 원가내역 및 외화입지출 cash flow를 확보하여 선물환 계약을 준비하고, 현지에서 발주처 측과 당사간 signing이 이루어지면 그 즉시(당일) 금융기관과 선물환 계약을 체결한다. 입금(선물환 매도)은 통상 5회에 걸쳐 이루어지고, 지출(선물환 매입)은 매월 발생하므로 각 스케줄에 따라 선물환 계약을 시행한다.

## (3) 선물환 관련 회계

외화도급 계약으로서 회계처리 방법도 몇 차례 조정이 있었는데 큰 변화를 보면, 현금흐름 위험회피를 적용해 선물환 실현, 평가 환차에 대해 모두 '자본조정' 계정에 계상하고 매 분기 결산시점에 매출 및 원가로 투입을 하였다. 그러나 2008년 말 환율 급등에 따라 평가손이 과다 발생하여 자본조정에 환차가 '-'로 과다 계상됨에 따라 '자본잠식'효과가 발생하였다. 따라서 회계처리 변경을 검토하여 2008년 12월 말부터는 기업회계기준 변경 검토 의뢰를

통해 공정가액 위험회피 회계로 변경, 즉 파생상품 관련 환차손익은 모두 영업외 손익으로 인식을 하고, 파생상품 평가뿐 아니라 채권, 채무에 대한 평가도 같이 함으로써 결국은 손익계산서상에 손익은 상계하여 'zero'가 되는 효과를 가지도록 하였다.

#### (4) 선물환 거래 현황

당사는 2009년 7월 말 기준 선물환 매도 약 300억불, 매입 150억불의 잔고를 가지고 있으며 이는 곧 향후 입금될 선수금이 300억불, 외화지출이 150억불 발생할 것이라는 예기와 동일하다. 한편 약 20여개의 외국계, 시중은행들과 선물환 거래를 하고 있으며, 매일 매일 만기되는 선물환에 대하여 해당건에 매칭된 입금/지출에 맞게 만기연장, 조기인도, 정상 실현시키고 있다.

## 2. B중공업(중간 사례)

### (1) 환헤지 원칙

B중공업은 선박 건조, 유전 및 가스개발과 추출을 위한 대형설비를 제작·설치하는 해양산업, 석유화학·정유설비 분야에서의 산업·발전플랜트 등을 제작·설치하는 플랜트산업, 그 외 선박용 엔진 제작과 전력설비 투자산업 및 건설장비 제작산업을 영위하는 중공업 회사이다.

환헤지의 목적은 타 조선사들과 같으며, 영업 생산활동 외에 외생변수인 외환 급등락에 따른 매출과 손익에 영향을 줄이고, 확정된 매출 및 원가를 추구한다. 환헤지의 원칙은 해운사 등 발주처로부터 받은 입금금액에 외화지출금액 후 netting amount에 대한 외환관리, net 금액 70~80% 헤지가 원칙

이다. net 금액 중 70%를 헤지한다는 대원칙은 있으나, 수입금액과 지출금액을 전부 헤지하는 것이 아니다. 즉 해당 프로젝트의 원가내역 및 자금 입금/지출 cash flow를 고려하여 선물환 계약 준비하여, 매출 인식 시점에서 즉시 금융기관과 선물환 체결할 계약을 결정한다.

또한 선박 선수금의 경우, 아래 그림과 같은 4~5회의 입금(선물환 매도)가 이루어지고, 지출은 매월 발생하므로 그때 그때 그 스케줄에 따라 선물환 계약을 구성한다. netting이므로 지출에 대한 선물환 매입은 이루어지지 않는다. 선박선수금 외에 plant 등 대형설비 등도 계약 건에 따라 입금이 installment로 나누어 들어온다. 따라서 계약은 한 건이라도 자금흐름은 여러 건이며, netting 후 70% 가이드라인을 지키기 위해 각 자금흐름에 대한 자금수지 계획이 중요하고 매달 수시 업그레이드한다.

## (2) 선물환 관련 회계처리

파생상품을 당해 계약에 따라 발생된 권리와 의무를 자산·부채로 계상하여, 공정가액으로 평가한 금액을 재무상태표가액으로 하고 파생상품에서 발생한 손익은 발생시점에서 당 반기손익으로 인식, 특정위험으로 인한 기존 자산, 부채 또는 확정 계약의 공정가액 변동위험을 회피하기 위해서는 공정가액 위험회피 회계, 특정위험으로 인한 예상거래의 미래 현금흐름 변동위험을 감소시키기 위해서는 현금흐름 위험회피 회계를 적용한다.

## (3) 선물환 거래현황

선박대금 등의 입금시 예상되는 환율변동 위험 등을 회피할 목적으로 외환은행 외 21개 은행과 파생상품 계약을 체결하였다. 사업보고서 등에 전체를

표기하지는 않으나 전체 거래 금액은 2백억불 이상 수준으로 탐문된다.

### 3. C전자(수동적 환위험관리 사례)

C전자는 우리나라의 대표적인 수출기업으로 외환거래가 빈번하게 발생하는 기업이다. 또한 C전자는 매출액의 60% 이상이 미 달러화이며 달러화 수취와 더불어 달러화 지급도 매우 빈번하다. 이와 같이 미 달러화의 수취와 지급이 많아 기업 내부적으로는 기준달러를 미 달러화로 선정해 놓고 있다. 즉 환위험의 발생기준을 미 달러화 이외의 통화로 거래하는 경우로 보고 이를 기준으로 환위험 관리를 하는 것이다.

C전자의 환위험 관리규정을 보면 다음과 같다. 첫째, 해외현지 법인들은 아래의 규정들을 준수해야 한다. 1) 외환 익스포저<sup>28)</sup> 중에서 net position의 100%를 매월 말 평가기준으로 반드시 헤지하여야 한다.<sup>29)</sup> 2) 해외법인이 위 1) 조항을 따르지 않을 때는, 불이행 사유와 향후 헤지 계획을 지역본사에 보고하여야 하고, 지역본사는 본사 재무팀의 결정에 따라 해외법인을 관리, 감독하여야 한다. 둘째, 본사 재무팀의 승인을 받아 지역본사는 해외법인들의 이자율 위험을 헤지하는 거래를 할 수 있다. 셋째, 원칙적으로 지역본사는 그 관할 하에 있는 모든 법인들을 대신하여 외환거래를 집행한다. 만약 현지 국가의 국내규정이 지역본사의 대행계약 체결을 금지할 경우, 현지법인은 본사 재무팀의 사전승인을 받아 외환거래를 집행한다.

---

28) 현지법인은 외환 익스포저가 있을 때 지역본사의 승인을 받아 다음과 같이 헤지 거래를 하여야 한다. ① 헤지시기: 익스포저 확인 후 5일 이내, ② 헤지기간: 한 달, ③ 헤지대상: 외환익스포저의 net position, ④ 헤지상품: 현물환 및 선물환(다른 헤지상품을 거래하려면 지역본사의 사전승인 필요), ⑤ 기타 사항은 지역본사와 협의하여야 한다.

29) 1)의 예외조항은 국내매출만 있는 해외법인의 경우 매출채권이 발생할 때(또는 계약 체결시점에) 사안별로 헤지를 한다. 이 경우 해외법인은 계약 실행 전에 지역본사에 보고하고, 지역본사는 본사 재무팀에 보고하여야 한다.



## 제 5 장 KIKO 통화옵션 거래 관련 정책 및 향후 과제

현재 법률적인 주요 쟁점과 관련 법률적인 판단이 진행되고 있는 것과 별개로 KIKO 통화옵션 거래와 관련된 사회적·경제적 과장을 줄이기 위해서 정부를 포함한 계약 당사자간에 다각적인 노력이 진행되고 있다. 본 장에서는 KIKO 통화옵션 거래와 관련 그동안 시행한 주요 정책과 향후 유사한 문제의 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하고자 한다.

### 제 1 절 KIKO 통화옵션 거래 관련 주요 정책

원/달러 환율이 급등하기 시작한 2008년 6월에 국내 몇몇 연구기관과 금융기관에서 KIKO 통화옵션의 문제점을 지적하고 해결할 수 있는 방안들을 제시하였다. 그러나 정부는 KIKO 통화옵션 관련 계약들은 사적인 계약으로서 정부가 개입할 필요가 없다고 하여 문제를 줄일 수 있는 기회를 놓치게 된 것으로 볼 수 있다. 만일 정부가 KIKO 통화옵션 관련 계약들의 문제점을 파악하고 이들이 일으킬 수 있는 리스크들을 선제적으로 관리하였다면 손실을 줄일 수 있었을 것이다. KIKO 통화옵션 문제가 발생한 2008년 이후 현재까지 정부가 대응한 주요 정책을 살펴보면 다음과 같다.<sup>30)</sup>

---

30) 금융위원회 보도자료(2008. 10. 30, 2008. 11. 10, 2009. 2. 5.).

## 1. 유동성 지원을 위한 Fast Track 제도 시행

정부는 2008년 10월 1일 일종의 긴급 유동성 자금지원 프로그램인 ‘중기지원 Fast Track 프로그램’을 발표하였다. 이 프로그램은 KIKO 통화옵션 거래로 인하여 일시적으로 자금난을 겪는 중소기업을 대상으로 채권은행이 공동으로 KIKO 등 통화옵션 거래 손실 반영액 청산금의 대출전환 및 보유채권에 대한 신규 대출, 기존 대출의 만기 연장, 수수료 감면 등의 지원을 함으로써 당해 기업이 정상적인 영업을 할 수 있도록 하자는 상생프로그램이다.

긴급자금이라 할지라도 신용위험이 따르는 거래는 우선 1차적으로 거래은행이 신용위험을 평가하여 A, B, C 및 D의 4단계 중 A나 B 등급을 받아야 한다. A 등급은 개별은행이 지원하고, B 등급은 고객과 KIKO 통화옵션 거래를 한 계약은행 협의회에서 지원방안을 논의하여 그 결과에 따라 지원하고 있다. 신용위험 때문에 정책 집행이 신속하게 이루어지지 않는 일이 없도록 처리 절차가 대폭 간소화된 유동성 지원 특별보증제도를 추가로 시행하여 신용보증기금 등이 보증비율 40%, 보증한도 20억원 범위 내에서 지원하고 있다.<sup>31)</sup>

제도 시행 이후 은행권에서는 긴급지원 인력을 투입하여 대상업체 선별, 업체·은행간 협의를 통해 신속한 지원방안을 마련하고 1차 유동성 우선지원 대상으로 KIKO 통화옵션 관련 기업을 포함한 29개 거래기업을 선정하였다.<sup>32)</sup> 이들 기업을 대상으로 기업별 평가와 보증기관 심사 등을 거쳐 9개 은행에서 24개사에 대해 총 343억원 규모의 유동성을 지원을 실시하였다.

31) 금융위원회 보도자료(2008. 10. 30, 2009. 2. 5.).

32) 유동성 지원대상 중소기업 선정기준은 기업신용위험 상시평가를 통하여 구분한 A, B, C 등급 기업 중 유동성 애로를 겪고 있는 기업과 기타 KIKO 통화옵션 거래손실로 재무적 측면에서 유동성 애로를 겪고 있으나 영업력이 있는 기업에 대해 은행감독원에서 상시평가 대상기업에 대한 가이드라인을 제시하고 각 은행은 동 가이드라인의 범위 내에서 자율적으로 기준을 설정함.

<표 5-1> Fast Tract 프로그램 유동성 지원 실적(2008. 10~2009. 01)

(단위 : 개사, 억원)

	지원업체수			지원금액				
	지원신청	평가완료	지원완료	대출전환	신규여신	만기연장	기 타	합 계
KIKO기업	676	652	476	7,691	2,022	8,560	12	18,285
일반기업	7,116	5,760	2,951	-	10,544	23,355	121	34,020
합 계	7,792	6,412	3,427	7,691	12,566	31,915	133	52,305

자료 : 금융위원회 보도자료(2009. 2. 5).

시행 초기인 2008년 10월말까지 나타난 24개사의 KIKO 통화옵션 등 외환 파생상품 손실 규모는 총 627억원(확정손실 35억원, 2008. 9월말 기준 평가손실 592억원)의 규모로 일부 기업의 경우 일괄청산 사례도 있었으나, 대부분의 업체는 현재의 환율이 비정상적으로 높다고 판단하여 현 계약을 유지하되 향후 결제자금 부족에 대비한 유동성 지원을 선호함에 따라 9개 은행에서 총 343억원(54.7%)의 여신(대출전환 또는 한도여신)을 제공하였다. 이러한 Fast Tract 프로그램을 통해 2008년 10월 이후 총 3,427개사에 대해 5.2조원을 지원하였으며, 이 중 KIKO 통화옵션 거래 관련 손실기업 476개사에 1.8조원을 지원하였다. 또한 2009년 1월에 지원업체수가 전월 대비 1.5배 증가하는 등 Fast Tract 프로그램을 통한 지원이 가속화되고 있다.

## 2. 외화대출 지원 프로그램 운영

한국은행은 2008년 10월 ‘외국환거래업무 취급세칙’을 개정하여 국내 수출기업의 KIKO 등 통화옵션 거래 결제자금 외화대출을 허용하였다.

<표 5-2> 은행별 외화대출 실적(2008. 10~11)

(단위 : 개)

은행명	업체수	지원금액
한국씨티	8	59.8백만 달러
외 환	1	1백만 달러
국 민	1	100백만 엔
합 계	10	60.8백만 달러+100백만 엔

자료 : 전국은행연합회, 『KIKO의 이해』, p. 19.

구체적으로 살펴보면, 국내 수출기업이 환헤지 목적으로 가입한 KIKO 통화옵션 거래 등의 결제자금에 대한 외화대출을 허용한 것으로 수출면허를 취득하고 관세청에 수출품목을 신고한 업체 중에서 KIKO 통화옵션 계약일 당시 수출실적이 있는 국내 업체를 대상으로 하였다. 허용 대상 거래는 KIKO 통화옵션 등 국내 수출기업의 환헤지 목적 통화옵션거래로 제한하였다. 이에 따라 2008년 초 3개 은행이 10개 기업에 6,800만 달러 및 1억 엔의 외화대출을 시행하였다.

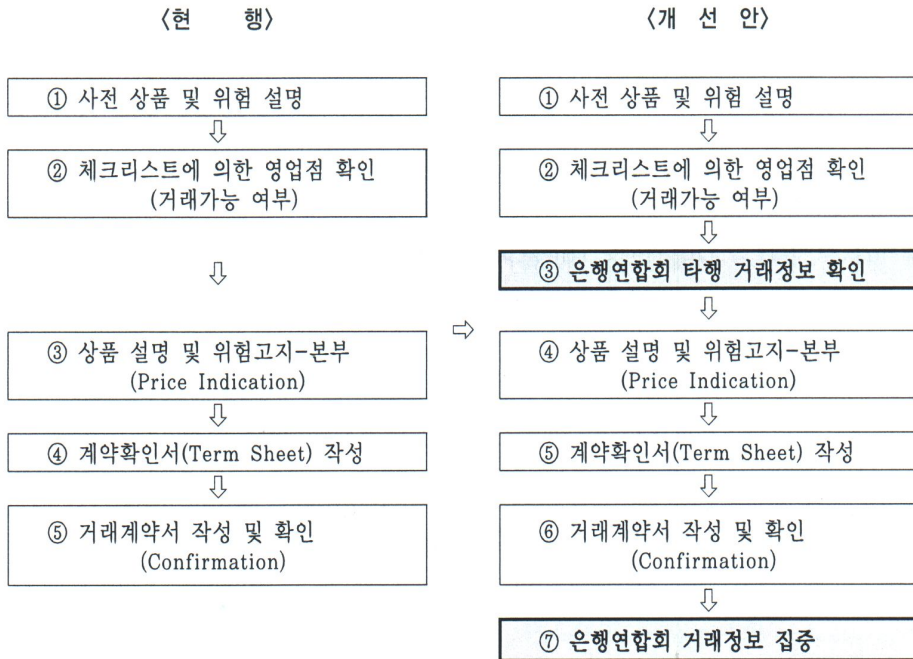
### 3. 파생상품 정보 집중 및 공유시스템 구축

KIKO 통화옵션 계약과 관련하여 가장 큰 문제점은 기업이 여러 개 은행과 KIKO 통화옵션 거래를 하면서 각 은행별로는 수출금액 내에서 달러를 매도하였더라도, 전체 합하면 과도하게 달러를 공매도한 부분이 있는지 파악하기 어려운 점이였다. 일반적으로 수출기업이 한 은행만을 상대로 파생상품 거래를 하였다면 계약 체결 과정에서 수출금액 등의 확인 작업을 거쳐 과도한 달러 매도를 방지할 수 있지만, 여러 은행과 거래할 경우에는 타 은행과의 파생상품 거래실적 파악은 거래기업이 제공한 정보에만 의존하기 때문에 수출

금액을 넘는 달러의 공매도가 발생할 수 있다.

이처럼 기업이 복수은행을 거래함에 따라 발생하는 과도한 헤지를 사전 예방하기 위해서 기존에 은행연합회에 집중 공유되고 있는 신용거래정보<sup>33)</sup>에 파생상품 거래정보도 포함하여 은행이 기업과 체결한 파생상품 거래의 종류, 계약규모 및 만기일 등의 거래정보도 집중하여 공유할 수 있는 시스템을 구축하고 2008년 11월부터 운영에 들어갔다. 한편 파생상품 설명자료(핵심설명서)를 개선하여 상품구조, 손실 가능성 등을 더욱 알기 쉽게 전달함으로써 위험고지를 강화해야 하며, 기존 설명자료에 시나리오별 손익 그래프, 최대손실액 등도 포함토록 하고 있다.

<그림 5-1> 파생상품 계약시 업무 프로세스의 개선



자료 : 이상제·김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, p. 96에서 재인용.

33) 가계당좌예금, 신용카드, 개인 및 법인의 신용공여 및 담보현황, 한도거래상황, 기업어음 정보, 법인채무보증 및 채무인수 약정 등을 포함하고 있다.

이러한 노력들의 일환으로 2010년 1월 국내 206개 금융회사의 파생상품 거래 현황을 한눈에 파악할 수 있는 ‘파생상품 종합정보시스템’이 본격 가동되기 시작하였다.<sup>34)</sup> ‘리먼 사태’와 같은 위기국면에서도 개별회사의 위험이 시장 전체로 확산되지 않도록 통제하기 위한 기반이 마련됐다는 평가다. 기존에는 파생상품의 거래 현황만을 단순 집계해 왔지만 새 시스템 가동에 따라 이제 거래 상대방, 기초자산, 헤지거래 여부와 내용, 스트레스 테스트 결과 등의 세부적인 정보를 체계적으로 수집해 분석할 수 있게 되었다. 또 신규 취급 상품에 대한 보고의무를 신설하고 취합된 데이터에 항목별 코드를 부여해 정보 활용도를 크게 높였다. 이에 따라 기업들에 ‘눈덩이 손실’을 초래했던 KIKO 통화옵션 상품의 경우 지금은 통화옵션상품 총액으로만 단순 보고돼 있지만, 앞으로는 계약 상대방, 거래금액, 실현손익 등이 자세히 수집되고 감독 업무에도 활용된다. 따라서 은행, 증권, 자산운용사 등 국내 금융회사의 파생상품에 대한 적시 모니터링을 통해 거래쏠림 현상이나 위험을 사전에 파악해 개별 거래위험이 시장 리스크로 옮겨가는 가능성을 차단할 수 있을 것이다.

#### 4. 외환파생상품 거래시 리스크 관리기준 제정

금융감독원은 외환파생상품 거래시 리스크 관리 기준과 리스크 관리 가이드라인을 만들어 2010년 1월 1일부터 시행토록 하였는데, 그 내용은 다음과 같다.<sup>35)</sup> 첫째, 금융기관은 기업투자자가 보유하고 있거나 보유할 예정인 자산·부채·계약 등 위험회피대상의 실제성을 확인한 후 기업투자자와의 외환파생상품 거래를 실행하여야 하며, 금융기관이 기업투자자에 대한 외환파생

34) 한국경제, “국내 금융사 파생상품 거래 한눈에, 금감원 ‘종합정보시스템’ 가동,” 2010. 1. 21.

35) 금융감독원, 『외환파생상품거래 리스크 관리기준』, 2009. 12. 30; 금융감독원·전국은행연합회, 『외환파생상품거래 리스크관리 가이드라인』, 2009. 12. 31.

상품 거래 실행 여부 결정시 외환파생상품의 종류 및 거래금액, 기업투자자의 외환파생상품 투자목적, 기업투자자의 대차대조표, 손익계산서상 재무지표 등 재산상황 등을 반드시 고려하여야 한다. 한편 금융기관은 ① 기업투자자가 금융기관의 제출 요청에도 불구하고 실재성 확인 및 기 실행 중인 파생상품거래 정보 등을 제출하지 않는 경우, ② 기업투자자가 고의로 허위의 자료를 금융기관에 제출하는 경우, ③ 기업투자자가 위험헤지비용 초과 사실을 인지하였음에도 불구하고 외환파생상품 거래를 실행 중인 금융기관에 동 사실을 통보하지 않는 경우 등이 발생하는 경우 외환파생상품 거래의 해지요건에 해당될 수 있음을 기업투자자에게 사전 고지하여야 한다.

둘째, 금융기관은 기업투자자와의 외환파생상품 거래시 위험헤지비용<sup>36)</sup>을 최대 125% 이내에서 운영하여야 한다. 금융기관은 기업투자자에 대한 위험헤지비용을 사전에 설정한 상한을 초과하여 운영할 필요가 있다고 판단되는 경우 「은행업감독규정」 제31조 제1항의 리스크 관리 위원회 또는 제2항의 리스크관리 전담조직(외국금융기관의 국내지점은 이와 유사한 기능을 수행하는 내부 위원회)에 대하여 위험헤지비용 상향 근거 등을 개별 건별로 보고하여 승인을 득한 후 거래를 실행할 수 있도록 하였다.

셋째, 비거주자와의 거래로서 외화로 표시되거나 결제되는 거래 중 트레이딩 거래 전체에 대하여 기초자산별 최대가격 변동 위험치(통화 및 금리 10%, 주식 등 기타 20%)를 적용한 손실허용한도를 전월말 현재 자기자본의 일정 비율 이내로 관리하여야 한다. 또한 비거주자와의 거래로서 외화로 표시되거나 결제되는 거래 중 전월말 현재 자기자본의 5%를 초과하는 거액거래, 신용파생금융거래 및 비정형파생상품 거래는 「은행업감독규정」 제31조 제1항의

---

36) '위험헤지비용'은 기업투자자가 보유하고 있거나 보유하려는 위험회피대상 자산·부채·계약 등에서 발생할 수 있는 금액(A) 대비 계약기간 중 외환파생상품에서 발생할 수 있는 최대 결제금액에 기업투자자가 당해 금융기관 또는 타 금융기관(수출보험공사의 환변동보험을 포함)에서 실행 중인 외환파생상품 거래 잔액을 가산한 금액(B)의 비율(B/A)을 의미한다.

리스크 관리 위원회 또는 제2항의 리스크 관리 전담조직의 승인을 득하여 취급하도록 하였다.

넷째, 리스크 관리 부문 성과평가 운영 원칙은 <표 5-3>과 같다.

<표 5-3> 리스크 관리 성과평가 항목

주요 평가항목	내 용
기업가치 증가에 대한 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 장기적인 배당성향 예) 2~3년간 평균 배당금/당기순익비율</li> <li>· EVA의 안정성, 성장성 등               <ul style="list-style-type: none"> <li>- EVA(economic value added) : 세후영업이익에서 자본비용을 차감한 수치로서 기업가치의 증가분을 의미</li> </ul> </li> </ul>
정보입수 및 보고의 적시성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 금융시장 및 회사의 영업전반에 대한 리스크 상시 모니터링을 통해 이상 징후 포착 및 사후조치 강구 등</li> </ul>
리스크관리 인프라 구축을 위한 업무계획 달성도	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 리스크 측정시스템의 개선, 검증</li> <li>· 리스크조정 성과평가제도의 도입</li> <li>· 내부모형에 의한 리스크 측정 승인</li> <li>· 운영리스크 경감을 위한 프로세스 개선</li> <li>· 리스크관리 문화 확산 및 교육 실적 등</li> </ul>
리스크 한도설정 및 통제의 적성성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 신용·시장리스크 한도에 대한 계획 대비 소진비율을 평가지표로 활용하여 90~100% 범위내에 해당되던 높은 점수 부여(단 금융시장의 급변기에는 리스크관리부에서 한도조정 가능)</li> <li>· 신규사업 진출, 신상품 개발 등에 대한 사전검토·합의의 적절성</li> <li>· 한도초과 인지의 적시성과 초과상향 조치의 적성성               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 한도 초과 이전 trigger ratio 운영</li> <li>- 한도초과시 손익과 익스포저 관리 등 사후조치</li> </ul> </li> </ul>
리스크관련 보고 문서의 적정성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 경영진이 인식하여야 할 필수정보를 압축보고               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 정기보고서 내용 및 분량의 적정성, 수시보고서의 적시성을 통하여 no surprise culture 형성</li> <li>- stress testing 관련 정보의 적정성</li> </ul> </li> </ul>
리스크 평가제도 평가결과 반영	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 금융감독원이 각 권역별 금융회사를 대상으로 실시 중인 리스크관리 실태 평가의 결과 및 개선 정도를 성과평과에 반영</li> </ul>

자료 : 금융감독원, 『외환파생상품거래 리스크 관리기준』; 금융감독원·전국은행연합회, 『외환파생상품거래 리스크관리 가이드라인』.



## 5. 환위험관리를 위한 컨설팅 및 교육프로그램 시행

금융감독원은 환위험관리에 어려움을 겪고 있는 중소기업을 위해 금융애로상담센터를 개설하여 환위험관리와 관련된 컨설팅 및 교육프로그램을 지원하였다. 금융감독원 내에 중소기업 금융애로상담센터를 운영하고 부산·대구·광주·대전지원에는 상담팀을 두었다. 이와 함께 17개 국내은행 및 신용보증기금, 기술보증기금에서도 소기업 금융애로상담반을 각각 설치하여 파생금융상품 안내, 대출 상담 등 중소기업이 금융거래를 하는 데 불편한 점들의 해소를 도모하였다.<sup>37)</sup>

## 6. 파생상품 거래 관련 투자권유준칙 마련

자본시장법 시행(2009. 2. 4)에 맞추어 국내 은행들은 파생상품 판매시 적합성의 원칙과 설명의무를 강화한 투자권유준칙 및 판매매뉴얼을 마련함과 아울러 직원들에 대한 강도 높은 교육을 실시하는 등 자본시장법 시행에 따른 적합성 원칙 및 설명의무 준수를 위한 제반 시스템을 구축하였다.

## 7. 통화옵션 계약구조 변경을 통한 지원

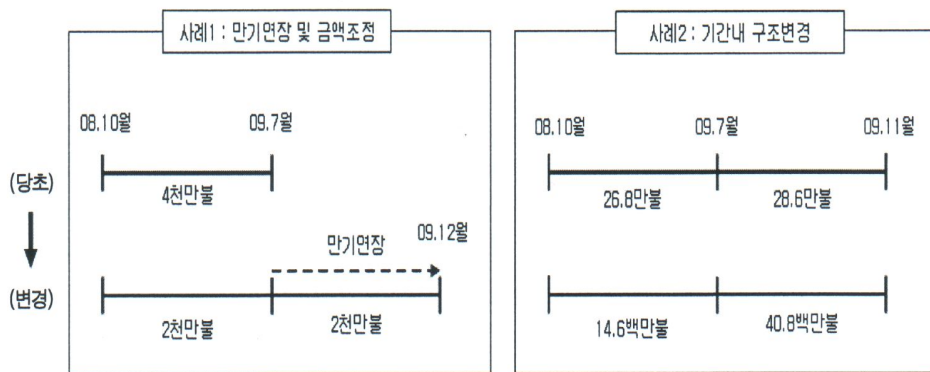
일반적으로 장외파생상품의 거래는 계약당사자간의 일대일 계약으로서 계약당사자가 합의하면 계약구조 변경이 가능하다. KIKO 통화옵션 거래도 계약구조 변경을 통해 기업 지원이 이루어지기도 하였다. 예컨대 산업은행 등 6개 은행은 KIKO 통화옵션 등 통화옵션 계약의 구조를 변경(만기 연장 및 금액조정, 기간내 구조변경)하여 거래 기업의 초기 정산부담을 완화하는 방식

---

37) 금융감독원 보도자료(2008. 9. 11.).

으로 9개 회사를 지원하였다. 이 중 8개사는 만기를 연장하여 월별 결제금액을 조정하는 방식으로, 1개사는 동일 만기 내에서 초기 결제금액을 낮추는 방식으로 지원하였다. 하지만 이러한 계약구조의 변경은 완전히 무비용으로 발생하는 것이 아니라 일반적으로 추가비용이 발생하는 경우가 대부분이다.

<그림 5-2> KIKO 통화옵션 계약구조 변경 사례



자료 : 이상재 · 김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, p. 95에서 재인용.

## 제 2 절 환위험관리 개선 방안

### 1. 최고경영자의 인식전환

최근의 급속한 원화환율의 변화로 기업의 최고경영자들은 환위험에 대한 인식을 새롭게 하고 있는 것으로 나타나고 있고, 본 연구의 설문 조사에서도 나타났듯이 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해의 정도도 매우 높음을 알 수 있다. 그러나 구체적으로 환위험에 대처하기 위한 전략의 수립, 실행 가능한 방안의 선택기준, 그리고 이를 집행하기 위한 기업 내부의 자원

동원 등과 같은 문제에 대해서는 아직도 최고경영자들의 이해 정도가 아직도 상당히 낮은 수준이다.

한편 환위험관리가 단기적인 측면에서가 아니라 장기적이고 지속적으로 이루어지기 위해서는 전문인력의 양성이 필요하다. 이를 위해서는 실질적인 노력과 투자가 필요하며, 이들의 시행착오에 있어서도 최고경영자의 이해가 필요하게 된다. 따라서 최고경영자의 환위험관리에 대한 적극적인 인식전환이 우리나라 기업들의 효율적인 환위험관리를 위한 선행조건이 되고 있다. 본 연구의 실제 사례 분석에도 기업의 최고경영자의 적극적인 지원과 환위험에 대한 중요성 인식과 관심이 요인이었음을 확인할 수 있다.

## 2. 환위험 정보시스템 구축

환위험의 변동에 정확하고 신속하게 대처하기 위해 구체적이고 효과적인 환위험관리 전략을 수립하여야 한다. 이를 위해서는 기업의 조직형태와 환위험관리의 목적 및 전략, 영업 및 조직상의 특성, 종업원의 능력 등 기업의 전반적인 경영환경에 알맞은 환위험 정보시스템을 구축할 필요가 있다.<sup>38)</sup> 하지만 본 연구의 설문 조사에서 우리나라 기업들, 특히 대다수 중소기업에서 정보시스템이 제대로 갖춰지지 않은 것으로 조사되고 있다. 특히 헤지거래가 완료되어 환위험관리 전략의 입력작업이 끝난 후에는 사후적으로 성과를 분석하고 평가하는 작업이 이루어지게 된다. 이 때 산출된 사후평가 자료는 다시 피드백시켜 미래의 환율 예측오차를 줄이고 헤지거래에 따른 순현금흐름의 오차도 줄이는데 이용될 수 있다. 이러한 환위험 정보시스템의 구축과 활용은 더욱 체계적인 환위험관리에 도움을 준다.

환위험 정보시스템 구축시 유의하여야 할 점은 우선적으로 사전 예고적인

---

38) 지호준, 전게서, pp. 564-568.

성격을 지닌 시스템이어야 한다는 점이다. 과거의 역사적 정보보다는 예측자료에 기초한 예고적인 정보의 분석에 역점을 두어야 한다는 것이다. 그 다음으로는 보고의 빈도 및 보고체계를 합리화하여 적절한 시기에 신속하게 정보가 전달될 수 있도록 운영하여야 한다는 점이다. 또한 정보작성자에 대한 동기부여를 위하여 환위험 관련 정보의 용도 및 중요성에 관해서도 이해시켜야 한다.

### 3. 기업내부의 전문인력 양성

환위험관리 업무가 원활히 수행되기 위해서는 해당 업무를 수행할 만한 전문성을 가진 인력을 확보하는 것이 매우 중요하다. 전문인력이 확보되지 않는다면 통제업무나 지원업무가 제대로 이루어지지 않기 때문에 환위험관리 업무가 제대로 이루어질 수 없다. 또한 글로벌화 되어가는 경제환경하에서 환위험관리 업무를 담당하는 인력에게는 환위험이나 파생상품 업무에 대한 전문성이 대단히 요구되고 있다. 따라서 국제외환시장과 환위험에 대한 기본적인 소양을 갖추 수 있도록 환위험관리 인력을 체계적으로 양성해 나가야 할 것이다.

또한 헤지수단과 헤지방안, 헤지가격 결정 등의 문제에서 기본적으로는 외부로부터의 자문이 필요하게 되지만 자체적으로 재무적인 평가능력을 갖추고 있어야 한다. 다양한 헤지수단의 가격들 간에는 차익을 노린 재정거래의 기회가 존재하기 때문에 이러한 기회를 충분히 활용하기 위해서는 가격조건을 분석하여 최적의 환위험관리 수단을 찾아낼 수 있는 금융공학적 전문성을 기업 내부적으로 축적하는 것이 필요하다. 한편 환위험관리를 위한 전문인력의 양성도 필요하지만 일반재무나 기획담당, 나아가서 영업담당 직원에게도 환위험관리에 대한 인식을 높여야 할 것이다. 이를 위해서는 환위험관리에 대한 교육이 지속적으로 이루어져야 할 것이다.

#### 4. 집중식 관리조직 운영

집중식 관리조직과 분산식 관리조직 가운데 어느 한쪽이 꼭 우수한 결과를 가져온다고 단정지을 수는 없다. 하지만 대체로 집중식 관리방식은 기업 내부에서 환위험을 상당부분 흡수할 수 있고 규모의 경제 효과를 기대할 수 있어 더 효율적인 방법이라고 할 수 있다.

우리나라 기업 가운데는 제품별로 구분된 영업본부 단위에서 환위험을 관리하도록 하고 재무부서는 환위험관리에 거의 관여하지 않는 분산식 관리를 하는 기업도 상당히 많이 있다. 이와는 달리 일부 기업에서는 국제재무관리 부서에서 해당 기업은 물론 심지어 방계기업의 환위험까지 집중적으로 관리하고 있다. 하지만 우리나라의 경우 이러한 외부적인 관리전략에 의존하기 어렵기 때문에 내부적·외부적 관리전략을 효과적으로 사용하기 위해 기업들은 환위험을 집중식으로 관리하고 재무조직을 매트릭스화할 필요가 있다. 또한 제도적으로 충분히 교육된 재무관리자에게 재량권을 강화한다면 환위험관리에 있어서 높은 기대효과를 가져올 수 있을 것이다.

#### 5. 기업차원의 대응과제

대부분의 기업들은 환위험관리의 중요성을 인식하고 있으나 이에 대한 대책을 마련하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 중소기업들은 KIKO 통화옵션과 같은 파생상품에서 발생하는 문제들에 대응하기 위한 구체적인 대책을 마련해야 할 것이다. 첫째, 실무담당자들의 환위험 관련 교육의 필요성이 요구된다. 최근 KIKO 통화옵션 문제와 관련해서 제기되는 논쟁 중의 하나가 은행이 KIKO 통화옵션 거래와 관련해서 위험을 충분히 기업들에게 고지하지 않았다는데 있다. 물론 위험에 대한 고지를 충분히 하지 않았다면 이는 은행

의 책임일 수 있다. 그러나 실무담당자들이 환위험에 대한 전문지식을 충분히 가지고 있었다면 이러한 위험을 피해갈 수 있었을 것이다. 따라서 환위험 관련 교육을 실무담당자에게 정기적으로 실시하며, 환위험과 관련된 상품에 대해 전문적인 지식을 가질 수 있는 전문인력 양성을 위한 내부제도가 마련되어야 할 것이다. 둘째, 기업 내에 환위험 분석 시스템을 구축하는 것이 필요하다. 환율이 급변하는 경우 대부분의 국내기업들은 환위험에 노출될 가능성이 매우 높다. 그러나 대부분의 국내 기업들은 환위험관리가 부수적인 업무라고 인식하고 있기 때문에 환율변동 위험에 적극적으로 대처하지 못하고 있다. 따라서 기업 스스로가 환위험을 분석할 수 있는 시스템을 구축하고 환율변동에 대해 적극적으로 대처하려는 노력이 필요하다. 이러한 환위험 분석 시스템을 구축하기 위해서는 환위험에 대한 전문지식을 갖추고 있는 전문인력의 양성이 무엇보다 시급할 것이다.

또한 은행에서도 통화옵션 상품 판매에 따른 분쟁이 발생하지 않도록 다음과 같은 방안을 강구하는 것이 필요하다. 대기업의 경우 환위험 분석 시스템, 전문인력 양성 시스템을 구축하는 것이 쉬울 수 있으나, 중소기업의 경우 이러한 시스템을 구축하는 것이 상대적으로 어렵다. KIKO 통화옵션 거래와 관련하여 어려움을 겪고 있는 기업들이 대부분 중소기업임을 감안할 때 향후 중소기업들은 동일한 환위험에 노출될 가능성이 높다. 따라서 이러한 시스템 등을 구축하기 어려운 중소기업들을 위해서 은행은 정기적인 환위험에 대한 설명회 등을 개최하고, 경제연구소 등을 적극 활용할 수 있는 방안을 마련해 주는 것이 필요하다.<sup>39)</sup>

---

39) 박연희·박철원·배수일, “환헤지 통화옵션 상품의 손실 현황과 대응방안 : KIKO (Knock-In Knock-Out) 거래를 중심으로,” 『회계저널』 제18권 제3호, 2009, pp. 411-412.

## 6. 파생상품 투자적합성 유무 파악

환위험관리를 하기 위한 다양한 기법들에 대해 기술축적이 아직 부족하며 이용할 수 있는 관리 전략도 제한되어 있기 때문에 은행이 리스크관리 강화 차원에서 장외파생상품 거래시 투자 적합성 유무를 체크한 후 상품을 판매해야 한다. 현재 한국씨티은행이 사용하고 있는 장외파생상품 거래시 일반투자자 체크리스트 내용을 보면 <표 5-4>와 같다.<sup>40)</sup>

<표 5-4> 장외파생상품 거래시 일반투자자 체크리스트

확인사항	확인절차	유의사항
투자자 정보 확인	· 일반투자자 투자자정보 확인서	· 거래 건별로 거래 전 작성 · 고객의 작성 거부시 거래 거절 · 확인서 사본 고객에 교부
위험회피 목적의 확인	· 일반투자자 위험회피 목적 확인서	· 객관적인 근거/입증 서류 미제출시 거래 거절 · 오버헤지시 거래 거절
거래의 적합성 확인	· 고객의 등급 확인 · 거래 상품의 위험도 확인 · B등급 고객이 고위험 상품을 거래하고자 하는 경우 <투자자 확인서> 징구	· B등급에 해당하는 고객이나 위험관리 능력, 금융거래 경험, 상품에 대한 이해수준 등을 고려하여 은행이 C등급으로 분류하고자 하는 경우 내부 승인으로 관련 문서 보관
상품설명 및 위험고지	· 관련 위험을 포함한 <상품 설명서> 상세 설명후 고객의 서명 날인	· 상품설명서 상단에 “동 상품은 장외파생상품(고위험, 중위험, 저위험) 중 [ ]위험 상품에 해당됩니다”라는 문구를 적색(고위험)/주황색(중위험)/노란색(저위험) 배경색으로 표시

자료 : 한국씨티은행, 『자본시장법 및 내부가이드라인 체크리스트』, 내부자료, p. 4.

40) 한국씨티은행, 『자본시장법 및 내부가이드라인 체크리스트』, 내부자료, 2009, pp. 4-9.

관련 법률에 따라 일반투자자인 고객에게 장외파생상품 거래를 권유하려는 때에는 그 전에 면담, 질문 등을 통하여 고객의 거래(투자) 목적, 재산 상황 및 거래(투자) 경험 등의 정보를 파악하고 고객의 기명 날인(서명) 등의 방법으로 확인을 받아 이를 유지·관리하여야 하며, 확인 받은 내용을 고객에게 지체 없이 제공하며, 파악한 정보는 고객의 투자(거래) 목적, 재산 상황 및 투자(거래) 경험 등에 비추어 고객에게 적합한 파생상품을 권유한다. 또한 일반투자자인 고객에게 투자권유를 하지 아니하고 파생상품을 거래하려는 경우에도 면담, 질문 등을 통하여 그 고객의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고 고객의 투자(거래) 목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 해당 파생상품이 그 고객에게 적정하지 아니하다고 판단되는 경우에는 고객에게 그 사실을 알리고, 고객으로부터 기명 날인(서명) 등의 방법으로 확인을 받고 상품을 판매한다.

## 7. 파생상품 거래시 리스크 경감책 및 모니터링 실시

환위험의 관리를 위해 한국씨티은행이 운용하고 있는 장외파생상품 거래시 리스크 경감책 및 모니터링 방안을 보면 다음과 같다.<sup>41)</sup>

① 리스크 경감책에 대해 살펴보기로 한다. 리스크 경감책은 마진 설정 (margining), 이표 재설정 (re-couponsing), 선순위 담보 채권 보유시 동일한 순위 담보, MTM 규모에 근거한 강제 조기 해지 등이며, 상계(netting)는 모든 계약서에 포함할 것을 요구한다. 추정현금유입 (forecasted cash flow)을 근거로 해지할 경우 1년차 Net exposure의 60%(타행 포함시 80%)초과 거래시, 2년차 Net exposure의 30%(타행 포함시 60%)초과 거래시, 1년 초과 거래 (헷지 규모와 상관없음), '위험 선호고객'과 거래시에는 리스크 경감책, 상계, 강제 해지 조

41) 한국씨티은행, 『장외 파생상품 리스크 관리 가이드라인』, 내부자료, 2010, pp. 11-13.



항이 포함된 특별약정이 필요하다. 한편 이러한 리스크 경감책에 대한 예외는 차상위 승인권자의 승인을 요한다. 조기해지는 고객의 포지션이 조기 해지 조항에 충족하는 경우, 강제로 해지할 수 있음을 사전에 고객과 명확한 서면동의를 하여야 한다. 또한 아래의 가이드라인에 따라 리스크 경감책을 운용한다. 첫째, 행사 환율의 X%<sup>42)</sup>를 초과하는 수준에서 손실을 제한하는 구조를 계약하거나, 담보 혹은 마진을 적립하기로 한다. 둘째, 담보 혹은 마진을 적립하는 조건부 취급시에는 ‘마진 적립 의무 불이행시 은행이 조기청산 할 수 있다’는 약정을 체결해야 한다.

② 실사 (due diligence) 및 모니터링의 일환으로 딜러와 심사역은 다음의 역할을 수행해야 한다. 첫째, 지속적으로 해지 고객들이 적극적으로 리스크 감축을 하는지 모니터링 해야 하며, 고객으로 부터 ‘과생상품거래 정보제공 동의서’를 징구하여야 하며, 징구 주기는 매년 또는 필요시 징구하는데, 여기에 전년도 및 향후 추정 연간 수출/입 금액, 자본 및 금융거래, 타 금융기관과의 해지 거래 내역 등은 반드시 포함하여야 한다. 둘째, 체결 중인 거래가 가이드라인에 따라 해당 고객의 재무 및 영업 익스포저에 적절한지 평가하고 고객의 과도한 리스크를 취할 때는 이를 승인권자에게 보고하여야 한다. 셋째, 일정금액 이상의 해지거래는 최소 분기별로 고객과 적정성을 논의해야 하며, 소규모 해지거래의 경우도 최소 1년에 두 번 모니터링 하여야 한다. 그리고 승인권자는 필요하다고 판단시 상기 기준보다 자주 고객과의 논의를 진행하도록 요구할 수 있다. 넷째, 은행 측에 유리하게 작용할 수 있는 MTM 익스포저에 대해 고객이 제대로 인식하도록 하기 위해 고객 경영진과의 활발한 논의를 권장한다. MTM 익스포저가 사전에 약정된 적정 메트릭을 초과할 경우 기업의 CFO나 지정대리인은 이에 대해 서면 공지를 받아야 하며 이 후 최소 분기별로 논의를 진행해야 한다. 다섯째, 위험 선호 고객의 경우 고객과

---

42) X = 20%(내부 신용등급 4- 이상), 15%(5- 이상), 10%(6+ 이하).

의 대화를 통해 고객 손실 및 이에 따른 향후 발생 가능한 현금 제약에 대해 논의하여야 한다. 여섯째, 당행과의 MTM 또는 다른 은행들과의 MTM 합이 마이너스인 고객들을 월별 검토하여 발생 가능한 문제들을 규명하고 검토결과를 조기경보팀과 공유하여 사후관리에 만전을 기해야 한다.

### 제 3 절 KIKO 통화옵션 거래관련 정책 과제

#### 1. 금융감독의 강화

최근 전세계적으로 장외파생상품과 관련하여 감독을 강화하려는 움직임이 나타나고 있다. 이는 국내에서 발생한 KIKO 통화옵션 관련 사태와는 별개로 미국 금융위기의 한 원인이 되었던 투자은행들의 과도한 파생상품 거래와 그에 대한 금융당국의 체계적인 감독 부재에 대한 비판으로 인해 이러한 움직임이 나타나고 있는 것이다. 따라서 국내에서도 거시경제의 안정화 측면에서 효과적인 감독방식 구축을 위한 정책적 뒷받침이 필요하다.

우선 KIKO 통화옵션 사태와 같이 향후 발생할 수도 있는 장외파생상품 관련 문제점을 적시에 파악할 수 있는 시스템을 구축하는 것이 필요하다. 사실 장외파생상품 계약을 기반으로 하고 있기 때문에 감독당국이 거래 동향을 정확히 파악하는 데 한계가 따르고, 이에 따라 감독의 사각지대가 존재할 수 있다. 따라서 금융혁신을 촉진하여 시장의 효율성을 높이고 규제차익 여지를 방지하기 위해서는 거래 당사자들의 시장규율과 자율성이 중요하다. 하지만 시장규율에 지나치게 의존할 경우 대리인 문제로 사전적인 모니터링 기능이 약해지고 위험은 이를 가장 이해도 못하고 관리할 능력도 없는 시장참가자에게 귀결될 수도 있다. 따라서 파생상품 거래에 대해서는 정보비대칭 문제를 해소하고 일반 고객을 보호하는 가운데 엄격하면서도 시장친화적인 감독과

규제가 병행되어야 할 것이다.

이에 2009년 11월 19일 금융위원회는 ‘금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안’을 확정 발표하였는데, 이는 일련의 금융위기 상황에서 금융회사의 외환부문 취약요인이 드러난 만큼 외환건전성을 지속적으로 제고하고 향후 위기 재발방지를 위한 제도정비의 필요성 제기 때문이다. 개별 금융회사의 외환건전성 감독을 강화하기 위해 외화유동성 비율 규제 정비, 외화유동성 리스크 관리 기준 신설, 외환파생상품리스크 관리 기준 신설, 중장기재원조달 비율 강화, 외화자산 한도 규제 도입, 합리적 환헤지 관행 유도 등이 핵심 내용이다.<sup>43)</sup>

## 2. 자본시장법 관련 정책 과제

자본시장법에서는 장외파생상품거래를 포함한 금융투자상품 거래와 관련하여 여러 가지 제도가 도입되었다. 특히 설명의무, 적합성 원칙, 그리고 적정성 원칙 등을 명시하고 이를 어길 경우 손해배상 책임 등을 강화하여 불완전 판매의 여지를 줄였다. 장외파생상품과 관련해서는 상장법인 등을 일반투자자로 분류하는 등 전문투자자의 범위를 축소하고, 일반투자자로 분류된 투자자는 장외파생상품을 ‘위험회피목적’에만 한정하여 이용할 수 있도록 하였다. 또한 불초청 권유 및 재권유를 엄격히 금지하였으며, 신규취급 상품의 협회 사전심의(현재 국회차원의 입법논의가 진행 중)<sup>44)</sup> 및 준법감시 조직의 확인 의무를 부과하였다.

하지만 너무 엄격한 투자자 보호를 통해 발생할 수 있는 문제점도 균형 있게 살펴볼 필요가 있다. 우선 금융상품의 거래에서 투자자 보호가 필요한 것

43) 경제투데이, “금융위, 외환위기 재발방지 대책 마련,” 2009. 11. 19.

44) 사전심의제 도입은 장외파생상품 시장 위축 가능성, 금융투자업자와 투자자에게 과중한 부담을 안겨줄 가능성, 심의결과에 대한 책임 소재에 대해 논란이 제기될 가능성 등의 이유로 제고할 필요가 있다는 논란도 제기되고 있다. 매일경제, “신중해야 할 장외파생상품 사전심의,” 2009. 11. 1.

은 특정 금융상품의 매매과정에서 발생할 수 있는 정보의 비대칭성을 줄이기 위함이다. 만일 투자자 보호의 수준이 정보비대칭을 줄이는 수준을 넘어서게 되면 오히려 많은 거래당사자가 일방적으로 불리해지는 경우가 발생하게 되는데, 이럴 경우 금융시장 자체가 축소되는 문제점이 발생할 가능성도 있다. 최근 KIKO 통화옵션 사태의 여파로 수출기업의 환헤지 거래가 크게 감소했다는 언론보도가 나오고 있다. 2009년 들어 주요 은행들이 수출기업과 체결한 환헤지용 파생거래 실적이 작년 대비 10~20% 수준으로 떨어졌는데, 이는 수출물량 감소 요인 및 환헤지 비용 증가라는 일차적인 요인 외에도 은행이 환헤지 거래를 기피하기 때문이라고 분석하였다. 따라서 자본시장법 초기에 발생할 수 있는 여러 문제점을 면밀히 검토하여 장기적으로는 사회적으로 최적 수준의 투자자 보호가 이루어지도록 다각적인 검토와 개선이 필요하다.<sup>45)</sup>

### 3. 당사자간 합의를 통한 문제 해결 유도

은행이 자율적으로 손실발생 거래기업과 개별적으로 협의하여 자체 대응방안을 마련 수립·시행하도록 유도해야 하며, 환율이 일정 수준으로 안정되는 시점에서 기업-은행간 협의하여 조기 정산하는 방안을 자율적으로 강구토록 유도해야 한다. 일시적 유동성 악화가 우려되는 중소기업에 대한 추가 대출 지원 및 기존 대출의 만기연장 등도 고려해야 한다.

---

45) 이상제·김영도, 전계서, pp. 100-102.

## 제 6 장 요약 및 결론

금융감독당국, 금융정책당국, 그리고 은행을 포함한 각 금융기관들은 KIKO 통화옵션 거래 문제로부터 얻은 교훈을 토대로 유사 사례 발생을 방지하고 해결 방안을 강구할 필요에 부응하여 KIKO 통화옵션 계약과 관련된 법률적 판단 과정과는 별도로 KIKO 통화옵션 계약이 미치는 사회적·경제적 충격을 최소화하기 위해 여러 가지 조치를 취하였다. 하지만 환율 급등에 따른 충격을 일시적으로 완화시키기 위한 조치들보다는 장기적인 관점에서 환위험에 노출된 개인이나 중소기업의 기업들이 효과적으로 환위험을 회피할 수 있는 여건을 마련하는 것이 중요할 것이다. 특히 KIKO 통화옵션 거래와 관련된 일련의 사태로 인해 파생상품의 잘못된 사용으로 인한 위험만 부각되어 기업의 효과적인 환위험관리까지 가로막거나 이를 소홀히 하도록 부추기는 것은 바람직하지 않은 현상으로 생각된다. 그러므로 각 경제주체들은 KIKO 통화옵션 거래와 관련된 문제의 본질에 대한 정확한 진단을 바탕으로 예방 및 해결 방안을 강구해야 한다.

따라서 현재 법률적인 주요 쟁점과 관련 법률적인 판단이 진행되고 있는 것과 별개로 KIKO 통화옵션 거래와 관련된 사회적·경제적 파장을 줄이기 위해서 정부를 포함한 계약 당사자간에 다각적인 노력이 진행되고 있는데, 본 연구에서 제시된 그동안 KIKO 통화옵션 거래와 관련 시행된 주요 정책 내용과 향후 유사한 문제의 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 요약하면 다음과 같다.

먼저 KIKO 통화옵션 문제가 발생한 2008년 이후 현재까지 정부가 대응한 주요한 정책을 보면 첫째, Fast Track 제도의 시행을 통해 KIKO 통화옵션 거래

기업을 대상으로 기업별 평가와 보증기관 심사 등을 거쳐 유동성을 지원을 실시하였다. 둘째, 외화대출 지원 프로그램 운영을 통해 국내 수출기업의 KIKO 등 통화옵션 거래 결제자금 외화대출을 허용하였다. 셋째, 파생상품 정보 집중 및 공유시스템 구축을 통해 거래정보를 집중할 수 시스템을 마련하였다. 넷째, 금융감독원은 외환파생상품 거래시 리스크 관리 기준과 리스크 관리 가이드라인을 만들어 시행하였다. 다섯째, 금융감독원은 환위험관리에 어려움을 겪고 있는 중소기업을 위해 금융애로상담센터를 개설하여 환위험관리와 관련된 컨설팅 및 교육프로그램을 지원하였다. 여섯째, 파생상품 거래 관련 투자권유준칙을 마련하고, KIKO 통화옵션 거래도 계약구조 변경을 통해 기업 지원이 이루어지도록 하였다.

다음은 기업의 환위험관리에 대한 실태 및 사례분석 결과에 따른 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향에 대하여 요약하면, 첫째, 최고경영자의 환위험관리에 대한 적극적인 인식전환이 필요하다. 둘째, 환위험의 변동에 정확하고 신속하게 대처하기 위해 구체적이고 효과적인 환위험관리 전략이 수립되기 위해서는 기업의 전반적인 경영환경에 알맞은 환위험 정보시스템을 구축할 필요가 있다. 셋째, 환위험관리 업무가 원활히 수행되기 위해서는 해당 업무를 수행할 만한 전문성을 가진 인력을 확보하는 것이 매우 중요하다. 넷째, 우리나라의 경영환경 상 외부적인 관리전략에 의존하기 어렵기 때문에 내부적·외부적 관리 전략을 효과적으로 사용하기 위해 기업들은 환위험을 집중식으로 관리하고 재무 조직을 매트릭스화할 필요가 있다. 다섯째, 기업차원의 대응과제로 실무담당자들의 환위험 관련 교육의 필요성이 요구되며, 기업 내에 환위험 분석 시스템을 구축하는 것이 필요하다. 여섯째, 환위험관리를 하기 위한 다양한 기법들에 대해 기술축적이 아직 부족하며 이용할 수 있는 관리 전략도 제한되어 있기 때문에 은행이 리스크관리 강화 차원에서 장외파생상품 거래시 투자 적합성 유무를 체크한 후 상품을 판매해야 한다. 일곱째, 환위험의 관리를 위해

장외파생상품 거래시 은행에서는 리스크 경감책 및 모니터링 방안 등을 마련하여 실시하여야 한다.

마지막으로 KIKO 통화옵션 거래와 관련한 정책 과제에 대해 요약하면 다음과 같다. 첫째, KIKO 통화옵션 사태와 같이 향후 발생할 수도 있는 장외파생상품 관련 문제점을 적시에 파악할 수 있는 시스템 구축이 필요하고 외환건전성 감독의 강화가 필요하다. 둘째, 자본시장법 관련 정책 과제로 장외파생상품거래를 포함한 금융투자상품 거래와 관련하여 여러 가지 제도가 도입되었는데, 너무 엄격한 투자자 보호를 통해 발생할 수 있는 문제점도 균형 있게 살펴볼 필요가 있으며, 자본시장법 초기에 발생할 수 있는 여러 문제점을 면밀히 검토하여 사회적으로 최적 수준의 투자자 보호가 이루어지도록 다각적인 검토와 개선이 필요하다. 셋째, 은행이 자율적으로 손실발생 거래기업과 개별적으로 협의하여 자체 대응방안을 마련 수립·시행하도록 유도해야 한다. 따라서 이러한 정책 과제의 시행을 통해 KIKO 통화옵션 거래와 같은 사태의 재발을 미연에 방지하고 우리나라 외환 파생상품시장이 한층 발전될 수 있을 것으로 사료된다.

하지만 본 연구는 몇 가지 점에서 한계를 지닌다. 첫째, KIKO 통화옵션 거래와 관련한 학제적 연구가 아직 미흡하고 자료의 제약으로 실증적 연구가 뒷받침되어야 함에도 불구하고 정책적 연구에 치우친 점이다. 둘째, 환위험관리에 대한 실태 분석을 위한 설문 문항이 KIKO 통화옵션 거래의 특성상 기업조직체로부터 연구에 대한 협조를 확보하기가 용이하지 않다는 어려움 때문에 설문 문항을 다양화하지 못한 점이다. 따라서 본 연구의 결과는 더 많은 논의를 위한 문제의 제기라 생각하며, 향후 이 부문에 대한 많은 실증 연구가 이루어져 우리나라 외환 파생상품시장의 발전에 일조하기를 기대한다.

## 참 고 문 헌

- 김대현, 『외화환산 회계기준의 변천과 기능통화제도의 도입』, *KICPA Monthly Journal*, 2009.
- 김두진, 『KIKO 통화옵션 거래조항의 공정성 통제』, 국민대학교 금융법연구소, 2008.
- 김영도, “KIKO 관련 주요이슈와 경제적 함의,” 『주간 금융브리프』 18권 2호, 한국금융연구원, 2009.
- 김완중 · Warren Park · 이승훈, “파생금융상품 리스크관리 실패사례 분석 및 시사점,” 『금융연구시리즈』 제6호, 하나금융경제연구소, 2008.
- 노재선, 『키코 상품의 가격 설정』, 국회정무위원회 공청회, 2008.
- 박기환, 『레버리지 KIKO 통화옵션-무엇이 문제인가?』, 국민대학교 금융법연구소, 2008.
- 박연희 · 박철원 · 배수일, “환헤지 통화옵션 상품의 손실 현황과 대응방안 : KIKO(Knock-In Knock-Out) 거래를 중심으로,” 『회계저널』 제18권 제3호, 2009.
- 박진순, 『키코(KIKO) 상품구조 및 소송 현황』, 은행법학회 발표 자료, 2009.
- 박해식, “KIKO 통화옵션의 구조,” 『주간 금융브리프』 제17권 24호, 한국금융연구원, 2008.
- 변석준, “키코 상품의 zero-cost 여부 검증 등에 관한 분석 의견서,” mimeo, 2009.
- 서태원, “환 헤지를 위한 통화옵션(KIKO)의 구조와 이해,” 『금융』 통권 651



- 호, 2008.
- 안병제, 『키코 사례를 통해 본 환율 파생상품의 이해』, 금융감독원, 2008.
- 윤병길, “기업의 환 리스크 관리 절차 및 사례,” 『금융』, 2008.
- 윤창현, “효율적 환위험 관리전략 : KIKO의 실패와 사례와 연결하여,” 『(월간)조세』 통권 244호, 2008.
- 윤승환, 『자본시장법 강의』, 삼일인포마인, 2009.
- 이상제·김영도, 『키코 파생상품의 이해』, 한국금융연구원, 2009.
- 이준행, “KIKO 가치평가 이슈 중심으로,” 한국증권학회, 2009.
- 이환호, 『글로벌시대의 외환론-이론과 실제』, 경문사, 2007.
- 정순섭, 『금융파생상품의 관리 및 정책과제에 관한 의견』, 국회정무위원회 공청회, 2008.
- 지호준, 『환위험관리』, 경문사, 2000.
- 채서일, 『사회과학조사방법론』 제3판, 비엔엠 북스, 2003.
- 허창복·이수현, 『KIKO 소송과 관련한 법률적 쟁점』, 자유기업원, 2009.
- 국제금융연구원, 『글로벌시대의 국제금융론』 제4판, 경문사, 2008.
- 금융감독원 보도자료(2008. 9. 11).
- 금융위원회 보도자료(2008. 8. 1, 2008. 10. 30, 2008. 11. 10, 2009. 2. 5).
- 김&장 법률사무소, 『알기 쉬운 키코』, 2009.
- 전국은행연합회, 『KIKO의 이해』, 2009.
- 중소기업연구원, “Diamond Fund와 ARS 사건 해결사례가 KIKO에 주는 시사점 분석,” 『KOSBI Issue Paper』 제47호, 2008.
- 경제투데이, “금융위, 외환위기 재발방지 대책 마련,” 2009. 11. 19.
- 매일경제, “신중해야 할 장외파생상품 사전심의,” 2009. 11. 1.
- 매일경제, “생존의 기술, 환헤지,” 2010. 4. 3.
- 한국경제, “국내 금융사 파생상품 거래 한눈에, 금감원 ‘종합정보시스템’ 가

- 동,” 2010. 1. 21.
- 한국씨티은행, 『자본시장법 및 내부가이드라인 체크리스트』, 내부자료, 2009.
- 한국씨티은행, 『LCB 장외 파생상품 리스크 관리 가이드라인』, 내부자료, 2010.
- 사례 분석 대상 기업 내부자료.
- [Http://www.fsc.go.kr](http://www.fsc.go.kr)(금융위원회).
- [Http://www.fss.or.kr](http://www.fss.or.kr)(금융감독원).
- Boyle, P. and Y. Tian, “An Explicit Finite Difference Approach to the Pricing of Barrier Options,” *Applied Mathematical Finance* 5, 1998.
- Eiteman, D. K., A. I. Stonehill & M. H. Moffett, *Multinational Business Finance*, 7th Edition, Addison-Wesley, 1995.
- Figlewski, S. and B. Gao, “The Adaptive Mesh Model: A New Approach to Efficient Option Pricing,” *Journal of Financial Economics* 53, 1999.
- Haug, E. G., “Closed Form Valuation of American Barrier Options,” *International Journal of Theoretical and Applied Finance* Vol. 4, 2001.
- Hull, J., “*Options, Futures & Other Derivatives(5th edition)*,” Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 2002.
- Ioffe, G. and M. Ioffe, “Application of Finite Difference Method for Pricing Barrier Option,” *EGAR Technology Focus White Paper*, 1998.
- Kou, S., “On pricing of Discrete Barrier Options,” *Statistica Sinica*, 2003.
- Levitan, S., “Lattice Methods for Barrier Options,” University of

- Witwatersrand Honours Project, 2002.
- Levitan, S., Mitchell, K., Taylor, D. R., “Discrete Closed Form Solutions for Barrier Options,” University of Witwatersrand Honours Project, 2003.
- Pelsser, A., “Pricing Double Barrier Options Using Laplace Transforms,” *Finance and Stochastics* Vol. 4, 2000.
- Statman, M., “Normal Investors, Then and Now,” *Financial Analysts Journal* 61(2), 2005.
- Stoklosa, K., “Studies of Barrier Options and Their Sensitivities,” mimeo, 2007.
- Vaughan, E. J., *Risk Management*, John Wiley & Sons, 1997.
- Wystup, U., “FX Options and Structured Products,” John Wiley & Sons, West Sussex, England, 2006.

## <부록> 환위험 헤지 관련 설문 조사

본 설문조사는 우리나라 기업의 환위험관리 실태를 설문 조사를 통해 분석함으로써 우리나라 기업의 환위험관리 정도와 인식에 대한 정도, 그에 대한 문제점을 도출하여 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시함으로써 향후 KIKO 통화옵션 거래와 같은 유사한 문제 재발 방지 및 외환 파생상품시장의 발전방향을 제시하는데 그 목적이 있습니다. 따라서 본 설문조사의 결과는 연구 목적으로만 사용될 것임을 명백히 밝힙니다. 아래의 사항에 대하여 성실하게 답변해 주시면 대단히 감사하겠습니다.

2009. 8. 2.

조선대학교 대학원 정재열

1. 귀사의 회사규모는 어떤 규모인가?

- ① 대기업                      ② 중소기업

2. 귀사의 외환 또는 파생상품 거래와 관하여 그 목적 및 거래 동기에 관해 아래 ①, ② 항목 중 하나를 선택하여 주기 바랍니다.

- ① 환위험을 최소화하기 위해서    ② 환차익을 노려서

3. 귀사에는 환위험관리를 전담하는 조직이 있는지요?

- ① 있다                      ② 없다

4. 귀사에 환위험관리를 위한 정보시스템, 즉 position 계산, 사후관리 등을 한 시스템이 마련되어 있는지요?  
 ① 있다                      ② 없다
5. 귀사는 환위험관리에 있어서 내부적 관리 전략(netting, matching, leading, lagging, ALM 등)을 사용하고 있는지요?  
 ① 있다                      ② 없다
6. 귀사는 환위험관리를 위해 파생상품(옵션, 선물, 스왑 등)을 현재 사용하고 있거나 또는 장래에 사용할 계획이 있는지요?  
 ① 그렇다                      ② 아니다
7. 귀사는 환위험관리 또는 파생상품 거래와 관련하여 이를 통제, 관리하기 위한 내부정책 또는 규정이 있는지요?  
 ① 있다                      ② 없다
8. 귀사의 최고경영자의 환위험관리에 대한 관심과 이해는 어느 정도인지요?  
 ① 상                      ② 중                      ③ 하
9. 귀사는 환위험관리 해당 임직원에게 환위험관리 결과를 인사고과에 반영하고 있는지요?  
 ① 그렇다                      ② 아니다