



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](#)

김 주 홍 교수지도
석 사 학 위 청 구 논 문

KIKO를 통해 살펴 본
환위험헤지에 관한 연구

2011

성신여자대학교 금융정보대학원
금융보험과 금융·보험전공
조 유 란

KIKO를 통해 살펴 본
환위험 헤지에 관한 연구

김 주 홍 교수지도

이 논문을 석사학위논문으로 제출함.

2011년 6월

성신여자대학교 금융정보대학원

금융보험과 금융·보험전공

조 유 란

인 준 서

조유란의 석사학위 논문으로 인준함.

심사위원 _____ 인

심사위원 _____ 인

심사위원 _____ 인

성신여자대학교 금융정보대학원

논문개요

최근 미국의 부동산 가격 하락에 따른 모기지 금융회사의 부실화로 촉발된 ‘서브프라임 사태’는 전 세계의 경기 침체를 불러왔다. 이에 따라서 국내에도 환율 급등과 실물경기 침체라는 영향을 받고 있다.

이러한 최근의 경제 흐름 속에서 국내 수출 기업들이 환위험 방지 목적으로 가입한 ‘KIKO’라는 통화옵션 상품이 환헤지에는 실패하고 오히려 큰 손실로 이어지고 있는 현상이 발생했다. 만약 수출기업이 환헤지를 했다고 하면 환율 하락에 따른 환차손을 방지하고 환율 상승에 따른 환차익을 포기하게 된다. 그러한 경우 환차익은 없어도 손해는 보지 않는 것이 일반적인 옵션상품이다. 그러나 환율이 상승할수록 오히려 손실이 증가하는 역효과를 초래한 ‘KIKO’라는 상품에 대하여 연구할 필요성이 제기되었다.

최근 현안으로 부각된 장외파생상품 중 ‘KIKO’의 상품원리, 선호배경 및 상품 특성, KIKO의 환헤지 과정에서의 문제점을 검토하였다.

목 차

논문개요

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 구성	3
제 2 장 환리스크와 환리스크 관리의 이론적 고찰	4
제 1 절 환리스크	4
1. 환리스크의 개념	4
2. 환리스크의 결정요인	5
3. 환리스크의 종류	6
제 2 절 환리스크 관리	7
1. 환리스크 관리의 개념	7
2. 환리스크 관리의 필요성	7
제 3 장 환리스크 헤지의 배경 및 수단	11
제 1 절 헤지의 원리	11
1. 헤지의 개념	11
2. 기업의 헤징 원리	13
3. 기업의 헤징 동기	15
제 2 절 환리스크의 관리기법	18
1. 내부적 관리기법	18
2. 외부적 관리기법	23
제 4 장 파생상품과 외환거래	26
제 1 절 파생상품의 개요	26

1. 파생상품 정의	26
2. 파생상품 분류	27
3. 파생상품 특징	30
제 2 절 외환 파생상품	32
1. 국내 파생상품 시장의 현황	32
2. 외환파생상품의 발전과 상품별 특징	34
제 5 장 KIKO 특성과 문제점 및 시사점	36
제 1 절 KIKO의 개요	36
1. KIKO개념	36
2. KIKO의 특징 및 이익구조	38
제 2 절 KIKO 선호 배경과 상품특성	41
1. KIKO의 선호배경	41
2. KIKO의 환위험 헤지수단의 특성	45
제 3 절 KIKO를 통한 환헤지 실패원인	46
1. KIKO 환헤지 실패 원인	46
제 4 절 KIKO에 대한 주요이슈 및 시사점	49
1. 주요이슈	49
2. 시사점 및 활용과제	50
제 6 장 요약 및 결론	53

참고문헌

ABSTRACT

표 목 차

<표 1> 기업의 환차손익 추이	8
<표 2> 수출입업자의 리딩과 래깅	20
<표 3> 파생상품의 분류	29
<표 4> 국내 대표적인 파생상품의 종류	31
<표 5> KIKO의 만기 구조와 거래 프로파일	40
<표 6> 기관별 2007년 환율 전망	42
<표 7> 기관별 2008년 환율 전망	43
<표 8> 선물 환율 및 스왑 포인트	44
<표 9> KIKO 관련 쟁점 사항	49

그림 목 차

<그림 1> 금융상품의 분류	27
<그림 2> 국내 장외 파생상품 시장의 현황	33
<그림 3> KIKO의 이익구조	40
<그림 4> 2007년 하반기 키코 거래증가	43

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

우리나라의 환율제도는 고정환율제도(1945. 10~1964. 5), 단일변동 환율제도(1964. 5~1980. 2), 복수통화 바스켓환율제도(1980. 2~1990. 3), 시장평균 환율제도(1990. 3~1997)를 거쳐, 1997년 12월부터 지금까지 우리나라에서는 IMF지원조건으로 제시했던 금융개방 및 구조조정과 함께 자유변동환율제도를 시행중이다.

자유변동환율제도 도입으로 원·달러 환율은 원자재 가격의 국제적인 변동과 같은 다양한 외부환경변화가 발생하면 급격한 변동위험에 노출되게 될 가능성이 있다. 따라서 정부, 기업, 금융 등 경제주체는 이러한 환율변동위험에 대비하여 외환보유고 확충, 경상수지의 관리, 차입비중 축소, 리스크관리 기법도입 등 다양한 방법을 통해 위험관리를 하고 있다.

2008년에는 연초부터 ‘미국 서브프라임모기지 대출회사들의 부실에서 시작된 자본이탈’과 ‘미국의 구조화채권 부실로 인한 금융회사(Bear Stearns)의 대형손실사태’ 및 하반기 초반 국채모기지회사의 유동성위기(Fannie Mae와 Feddle Mac)사태에 이르는 미국 내 금융위기가 있었다.

알려진 바와 같이 미국 내 금융위기는 국제적인 파생금융상품의 위기로 전파되었고, 이로 인해 국내에서도 7월까지 외국인자본이탈이 상당수 진행된 바 있다. 2007년 말까지 급격하게 성장해오던 국내 자본시장의 잠재력을 믿었던 국내 금융권에서는 이에 따른 외화부채의 확대를 통해 환율 변동성을 흡수하여 방어에 힘써온다.[1]

그러나, 세계적 위기에 따른 달러 부족으로 환율이 급등하면서 은행들과 환율 관련 파생상품 계약을 맺었던 중소기업들이 파생상품 손실로 인해 도산위기에 처하는 사건이 발생했다. 중소기업들이 은행과 맺은 환율관련 파생상품은 크게 키코(KIKO), 피벗(PIVOT), 스노우볼(Snowball) 등이 있는데 2008년 6월말에 파악된 바로는 키코로 인한 피해가 1조 4천억달러에 달하고 있다. 그 이후로도 환율이 상승했으므로 현재 피해는 더 커졌다고 볼 수 있다.

이런 상황에서 KIKO로 인한 손실이 과연 누구의 책임인지에 대해 은행과 중소기업 간에 치열한 공방이 벌어지고 있다. 중소기업들은 파생상품의 위험을 은행이 충분히 고지하지 않았으며 은행이 불완전 판매를 했다고 주장하고 있다. 또한 중소기업이 큰 손실을 입은 반면 은행은 큰 이익을 봤다고 주장하고 있다. 이에 반해 은행은 파생상품에 관해 충분히 위험을 고지했으며 파생상품 계약 후 은행 또한 헤지를 했기 때문에 은행은 수수료 이외의 이익은 없다고 주장하고 있다. 또한 환율이 예상했던 것과는 다르게 급등했기 때문에 이런 상황이 발생한 것이며 만약 중소기업이 적절한 금액을 계약했다면 이런 상황에서도 별 문제가 없었을 것이라고 주장한다. 즉, 환위험을 헤지하기 위해 파생상품을 계약하면서 중소기업이 필요이상의 금액을 계약했기 때문에 환율이 급등한 상황에서 월 매출액 이상의 달러를 약정 환율에 팔아야 하는 상황이 발생했다는 것이다.

현재 KIKO에 대한 법정 공방이 뜨겁게 벌어지고 있는데 2010년 11월 말 1심에서 “키코가 구조적으로 불공정하거나 환헤지에 부적합한 것으로는 볼 수 없다”며 은행의 손을 들어준 재판부는 2011년 5월 31일 항소심에서도 법원은 은행의 손을 들어주었다. 재판부는 판결문에서 "키코가 당시(2008년)의 환율 추이와 전망을 고려한 환율의 확률적 분포 등에 비춰 불공정한 상품이라고 보기 어렵다"며 "다수의 환헤지 거래 경험, 외화유입액 등 재무상황에 비

취 은행들의 계약 권유가 적합성 원칙이나 설명의무를 위반했다고 볼 수 없다"고 밝혔다. 이에 대해 키코 피해기업 공동대책위원회는 법원의 판결을 받아들일 수 없다며 대법원까지 항소하겠다는 입장을 밝혔고 그러나 향후 은행들이 키코 소송에서 매우 유리한 고지를 점령한 것으로 관측되고 있다.

실제로 KIKO계약을 맺은 중소기업 중에서 Knock-In 발생 시 은행에게 매도해야 하는 달러가 매출액을 초과하는 중소기업은 480개 업체중에 68개 업체인 것으로 알려졌다.[2]

본 논문은 이러한 문제의식에 출발하여 본질적인 환리스크 관리기법들을 살펴보고 최근 큰 파장을 일으킨 키코의 문제점과 우리 사회에 남긴 교훈이 무엇인지 알아보고 효과적인 키코의 활용 방안에 대해 연구해 보고자 한다.

제 2 절 연구의 구성

본 연구에서는 첫째, 환율변동에 대한 환위험 관리의 중요성과 환리스크 관리기법들에 대해 살펴보고 둘째, 환위험 노출의 관리기법 중의 하나인 헤지의 배경 및 수단에 알아본다. 셋째, 그 중 큰 이슈가 되었던 파생상품 KIKO의 특성과 문제점 그리고 우리사회에 남긴 교훈이 무엇인지를 연구해 보고자 한다.

제 2 장 환리스크와 환리스크 관리의 이론적 고찰

제 1 절 환리스크

1. 환리스크의 개념

Laurent L. Jacque(1978)에 의하면 국제기업의 관점에서 환리스크란 예상치 못한 환율변동으로 국제기업이 당면하게 되는 본사와 지사의 통합이익이 추가적으로 변동할 가능성이라고 정의하였고[3], Michael Adler와 Bernard Dumas(1984)는 환리스크는 환율변동에 대한 예상의 분산을 환율에 대한 예측불가능성으로 측정하는 것이 가장 적합하다고 주장하였다.[4] 이처럼 여러 시각에서의 정의가 존재하지만 일반적인 의견의 환리스크란 환율변동으로 손실을 입은 경우를 말한다.

기업이 국제적인 활동을 수행하게 되면 자연히 외화표시의 자산과 부채, 그리고 수입과 지출이 발생하게 된다. 만일 환율이 변동하게 되면 이 항목들의 가치가 변하게 되는데 이것이 외환위험 혹은 외환노출이다. 즉 환리스크는 기업의 경영활동, 현금흐름, 수익성, 또는 시장가치가 환율의 변동에 의해 영향을 받게 되는 것을 의미한다.

이전에는 환리스크를 장래의 환율변동으로 인하여 기업체나 금융기관 등의 외화표시 자산과 부채 및 현금흐름 등의 가치가 절하되는 외환차손 위험을 기준으로 하는 '외환위험(Exchange Risk)'의 개념으로만 파악하는 경향이 높았다. 그러나 차츰 환율변동이 가져다 줄 수 있는 외환차익까지도 포함하는 중립적인 개념인 '외환노출(Exchange Exposure)'의 개념을 정립해 가고

있는 실정이다. 자국통화 이외의 외국통화표시 자산과 부채 및 현금흐름은 모두 외환위험에 직면하기 때문에 해당 기업체 또는 금융기관의 외화순자산 또 순부채가 바로 외환노출이 되는 것이다.

국제재무관리의 기본 목적이 위험(금리 혹은 외환차손)의 극소화와 동시에 수익(금리 및 외환차익)의 극대화임을 감안하면 외화자산 및 부채관리에 있어 협의의 환리스크 개념¹⁾ 보다는 외환차익까지 기대하는 광의의 외환노출 관리(Exchange Exposure Management)가 보다 적절한 개념이라 할 수 있으며 환리스크와 같은 개념으로 사용하기도 한다.

2. 환리스크의 결정요인

환리스크의 크기는 크게 다섯가지 요인에 의해 결정된다.[5]

첫째는 환율의 변동성이다. 환율의 변동성이 크면 외화 표시 자산으로부터 기대되는 국내 통화가치는 더욱 불투명해진다.

둘째는 환율에 대한 예측가능성이다. 계량적으로는 예측의 오차가 얼마나 작게 나타나는가 하는 문제이다. 예측가능성이 크면 클수록 위험회피의 방법을 강구할 수가 있다. 환리스크관리의 수단이 제도적으로 뒷받침되어 있는 상황이라면, 환리스크관리의 초점은 환율의 예측에 모아져 있다고 해도 과언이 아니다. 환율의 변동성이 크다 하더라도 예측이 가능한 정도에 따라 대비책을 세울 수가 있으며 환손실을 최소화할 수 있기 때문이다.

셋째는 외화자산의 형성시점과 만기시점과의 차이, 또는 수출기업의 경우 수출관계자의 결정과 수출대금을 원화로 환산할 때까지의 시차이다. 이러한 시차가 길면 길수록 불확실성과 환율변동의 가능성은 증대되고, 환율결정모

1) 환율 변동으로 손실을 입은 경우에만 리스크로 보는 협의의 환리스크, 이익을 보는 경우에도 계획상의 수치가 벗어났기 때문에 환리스크로 보는 광의의 환리스크가 있다.

텔에 의한 예측 환율과 계약만기에 실현될 환율과의 오차가 커질 가능성이 많아진다.

넷째는 외화 간 움직임의 상관관계로 이는 자산선택이론에 있어 수익률의 상관관계가 투자 결정시 변수가 됨과 같은 원리이다. 즉, 자산의 수익률이 서로 일정한 상관관계를 갖고 있는 것이 발견되면, 이러한 패턴을 이용하여 위험과 수익을 분산시켜 최저의 자산조합을 만들 수 있다. 환율의 경우도 예외는 아니다. 하나의 환율이 변하면 이는 해당 외화자산의 가치 변화를 가져오며, 한편 다른 외화자산의 가치변동 역시 해당 환율의 변동에 의하여 결정된다. 그런데 두 환율의 변동에 일정한 상관관계가 존재하면 이를 이용하여 해당 외화자산 간에 포지션을 적절히 배분함으로써 환리스크를 줄일 수 있다.

다섯째는 외환거래의 수익성을 들 수 있다. 예를 들어 환율변동에 의해 외화 표시자산의 가치가 변동할 때, 그 자산의 운용을 통해 높고 안정적인 수익을 얻을 수만 있다면, 이는 곧 환리스크의 감소와 동일한 효과를 가져다 줄 수 있다.

3. 환리스크의 종류

환리스크는 먼저 '회계적 환리스크(accounting exchange risk)'와 '경제적 환리스크(economic exchange risk)'로 1차 구분된다. 회계적 환리스크는 다시 환산환리스크와 거래환리스크의 일부로 구분된다. 또 경제적 환리스크는 거래환리스크의 일부와 영업환리스크로 구분된다. 결국 환리스크는 환산환리스크, 거래환리스크 및 영업환리스크의 세 가지로 2차 구분된다.

-환산환리스크 : 환율변동에 따라 타국통화로 표시된 기업체의 자산 및 부채를 자국 통화로 표시되는 연결재무제표를 작성 시 발생하는 회계 상의 변화 가능성

-거래환리스크 : 환율변동에 의하여 외국통화로 표시된 채권이나 채무가 거래시점의 환율과 다른 환율에 의하여 결제되면서 발생. 즉, 거래환리스크는 상품이나 용역의 수출입, 외환자금의 거래에 따라 거래발생 시점과 결제 시점 간에 발생하는 환율변동에 기인

- 영업환리스크 : 경제적 환리스크의 가장 중요한 부분으로써 이는 사전에 예상하지 못한 환율 변동으로 인해 미래에 기대되는 현금흐름의 순현재가치, 즉 기업가치의 변동가능성

제 2 절 환리스크 관리

1. 환리스크 관리의 개념

‘환리스크 관리’란 예상치 못한 환율변동에 초래되는 환리스크를 최소화하고 환차익을 극대화하기 위해 전략적으로 관리 기법들을 활용하는 것을 말한다. 국제기업의 경우는 상이한 통화로 계약을 체결하는 경우가 많기 때문에 해외영업에 당연히 환리스크 관리가 수반된다. 이러한 국제기업의 수가 날이 갈수록 증가하고 있기 때문에 환리스크 역시 증가하고 있는 추세이다.[6]

2. 환리스크 관리의 필요성

1) 환차손익의 발생

<표1>에서 볼 수 있듯이 우리나라의 환차손익의 규모가 외환위기사 보다는 작아지고 있으나 외환위기 전보다는 확실히 커졌음을 알 수 있다. 이는 국내 기업의 환리스크에 대한 낮은 인식으로 관리가 소홀했다는 것을 의미

하며 그 결과 엄청난 규모의 환차손익이 발생하였다. 이러한 환차손익의 규모를 줄여주는 것이 바람직한 환리스크 관리하고 할 수 있다.

2) 환율의 가변성

세계적으로 Bretton Woods²⁾체제 및 Smithsonian³⁾에 의하여 유지되어온 고정환율제가 1973년 초 변동환율제도 이행되면서 세계적으로 환율 변동은 격심해졌다. 우리나라의 경우는 시장평균환율제도 이후 환율 변동이 환율 변동폭의 증가와 함께 증가하였고 1997년 12월 16일을 시점으로 완전 자유 변동환율제로 전환함에 따라 환율 변동이 더욱 심해졌다.

<표1> 기업의 환차손익 추이

(단위 : 억원)

	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년
환차익	21,333	111,555	198,414	68,840	55,934
환차손	40,495	138,476	206,253	66,854	54,033

(자료:한국은행)

2) 브레튼우즈 체제란 제2차 세계대전 이후 새로운 국제통화질서를 구축하기 위해 연합국 44개국 대표가 미국의 브레튼우즈에 모여 국제통화기금(IMF)과 세계은행(IBRD)을 설립할 것을 결정하였다. 이에 따라 1947년 4월 IMF의 발족과 함께 브레튼우즈 체제가 정식으로 성립되었다.

3) 1971년 12월, 선진 10개국의 재무장관과 중앙은행 총재가 워싱턴의 소미니언 박물관에 모여 각국 통화의 평가를 재조정하고 종래의 금 또는 미국달러 평가 대신 신축성 있는 기준을 제도를 채택함과 동시에 미달러화의 평가를 절하하고 환율변동폭을 종래의 평가의 상하 1%에서 기준율의 상하 각 2.25%로 확대하기로 합의하였는데 이를 스미소니언체제라고한다.

3) 환율예측의 어려움

첫째, 환율예측이란 것은 과거의 자료와를 바탕으로 이루어지는 경우가 많아 한계가 있을 수밖에 없다. 경제는 살아있는 유기체와 같아서 과거의 동일한 패턴을 반복하는 일이 없으며 경제구조와 환경은 끊임없이 변하고 그에 따라 경제는 항상 새로운 모습을 띄게 되므로 이렇게 빠르게 변모하는 경제의 움직임을 과거의 자료를 가지고 추적하는데 한계가 있다.

둘째, 예측에 사용되는 자료나 정보의 정확성이 떨어져 예측이 잘못될 수도 있다. 대표적인 예로 수출의 선행지표로 흔히 활용되고 있는 신용장 내도액을 들 수 있다. 대부분의 수출이 은행을 통한 신용장거래 방식으로 이뤄지던 과거에는 신용장 내도액이 2~3개월 후의 수출을 예측할 수 있는 좋은 지표 역할을 했다. 그러나 수출이 당사자 간 계약에 의해 이루어지는 무신용장거래 비중이 높아지면서 신용장 내도액은 수출 선행 지표로의 정확성이 크게 떨어지고 있으며 정확성이 떨어지는 자료의 사용은 결국 예측을 부실하게 할 수 밖에 없다.

셋째, 예측은 돌발적 사건과 같은 외부적 충격에 의해서도 빗나갈 수 있다. 그러나 이러한 외부충격은 예측의 영역에서 제외될 수밖에 없다. 미래에 일어날 돌발적 사건은 예측시점에서는 활용가능한 정보가 아니기 때문이다.

환율은 상대통화와의 상대적 관계에서 결정되는데, 국제정치적 사건에 영향을 민감하게 받고 투기적 요인이 크기 때문에 중앙은행에 의한 개입을 예측하기가 곤란하여 신속하고 정확한 정보의 수집 등 정보 접근의 어려움이 있다. 장기적 환율예측은 장기적 환율결정요소인 상대물가수준, 관세 및 무역장벽, 국내 제품에 대한 상대적 선호도, 국내기업의 상대적 생산성의 변화를 예측함으로써 가능하다. 그러나 이와 같은 변수들은 단기간 내 변하는 것이 보통이다. 단기적 환율 예측에 대해 좀 자세히 살펴보면 해외금리하락 또는 국내금리상승이 예상될 경우 원-달러환율은 하락할 것을 쉽게 예측할 수 있다. 다만

이때 주의할 것은 금리의 변화가 실질금리의 변화에 따른 것인가 아니면 기대인플레이션의 변화에 따른 것인가 하는 것이다. 실질금리의 상승에 의한 국내 금리 상승은 국내 자산의 상대적 기대수익률을 높여 원화수요를 증가시킴으로써 환율하락을 가져오지만 기대인플레이션 상승의 경우는 다르다. 이때도 물론 명목금리는 상승하지만 이는 기대수익의 상승과는 무관하며 오히려 경제상황 악화로 인한 미래 기대수익의 감소를 의미한다. 따라서 이때는 오히려 원화가치가 하락하는 반대성향이 예측된다. 비슷한 논리로서 국내 통화량이 증가할 경우도 인플레이션 유발이나 또는 금리하락을 통해 원화가치하락을 예측해 볼 수 있다. 미래 환율에 대한 기대도 환율 예측에 도움이 되지만 환율은 두 개 이상의 국가에 걸친 분석을 필요로 하는 것이어서 어려움이 더 크다고 할 수 있다.

제 3 장 환리스크 헤지의 배경 및 수단

제 1절 헤지의 원리

1. 헤지의 개념

헤징(Hedging)은 노출된 자산이나 포트폴리오와는 정반대의 포지션을 취하기 위해, 여타 원천에 의한 재산변동에 대비하여 자산이나 자산포트폴리오를 구입하는 행위이다. 헤징은 선물, 선도, 옵션, 스왑계약 등으로 수행될 수 있다. 또한 구조조정이나 M&A 등의 확장과 같은 방식으로 기업의 영업의사결정을 실질적으로 변경시켜 헤지를 할 수 있다.

보유자산을 X , 헤지수단을 Y 라고 하고, 이들 두 수단의 예상되는 가치 변화의 관계를 다음과 같이 표시하자.

$$(3.1) E(dP_X) = a + \delta E(dP_Y)$$

여기서 a 는 상수, E 는 예상작용소, d 는 변화크기를 표시한다. 그리고 δ 는 Y 의 가치 P_Y 의 예상변화에 대한 X 의 가치 P_X 의 예상변화와 민감도(sensitivity)를 나타낸다.

만약 δ 가 0.6이라면, P_Y 의 1% 변화에 대해 P_X 는 0.6%만큼 변화한다. 따라서 X 의 롱포지션이 100원이라면, Y 의 상쇄적인 숏포지션의 헤지를 위해 소요해야 하는 Y 의 수량을 의미하며, 헤지비율(hedge ratio)이라고 한다.

이제 현물을 보유한(현물의 롱포지션) 투자자가 현물의 S 의 변동을 우려하여, 그 현물을 기초상품으로 하는 선물의 매도계약을 (선물 숏포지션) 했다고 가정하자. 현재인 0시점의 현물가격과 선물가격은 S_0 와 F_0 라 하면 미래 1시점에서의 가격들이 \tilde{S}_1 과 \tilde{F}_1 으로 불확실하다고 하자.

이제 한 단위의 현물 보유에 따른 손익은 $1(\tilde{S}_1 - S_0) = 1\Delta\tilde{S}$ 이며, 헤지되지 않은 포지션의 위험은 $\text{var}(1\Delta\tilde{S}) = 1^2\text{var}(\Delta\tilde{S})$ 로 $\Delta\tilde{S}$ 의 분산과 같다. 한편 h계약의 선물매도로 헤지된 포트폴리오의 손익은 $1(\tilde{S}_1 - S_0) - h(\tilde{F}_1 - F_0)$ 와 같다.

그리고 헤지된 포트폴리오의 위험은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 (3.2) \quad \text{위험} &= \text{var}[1(\tilde{s}_1 - s_0) - h(\tilde{F}_1 - F_0)] \\
 &= \text{var}[1(\Delta\tilde{S}) - h(\Delta\tilde{F})] \\
 &= 1^2\text{var}(\Delta\tilde{S}) + h^2\text{var}(\Delta\tilde{F}) - 2(1)(h)\text{cov}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F}) \\
 &= \text{var}(\Delta\tilde{S}) + h^2\text{var}(\Delta\tilde{F}) - 2h^\sigma(\Delta\tilde{S})^\sigma(\Delta\tilde{F})\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F})
 \end{aligned}$$

이는 $\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F}) = \frac{\text{cov}(\tilde{S}, \Delta\tilde{F})}{\sigma(\Delta\tilde{S})\sigma(\Delta\tilde{F})}$ 의 상관계수 정의를 이용한 것이다.

위험을 최소화시키기 위한 헤지비용 h를 구하기 위해 h에 대한 (2.2) 식의 1계 도함수를 취하면, 다음이 성립한다.

$$(3.3) \quad \frac{\sigma \text{위험}}{\sigma h} = 2h\text{var}(\Delta\tilde{F}) - 2\sigma(\Delta\tilde{S})\sigma(\Delta\tilde{F})\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F}) = 0$$

$$(3.4) \quad h^* = \frac{\sigma(\Delta\tilde{S})\sigma(\Delta\tilde{F})\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F})}{\text{var}(\Delta\tilde{F})} = \frac{\sigma(\Delta\tilde{S})\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F})}{\sigma(\Delta\tilde{F})}$$

이러한 최적헤지비용 h^* 는 다음의 가격변화자률· 이용한 회귀모형인 $\Delta S = a + b\Delta F$ 를 추정하여 구할 수 있다. 이러한 회귀모형에서 기울기계수 b의 추정치 β 는 다음과 같다.

$$(3.5) \quad \beta = \frac{\text{cov}(\tilde{S}, \Delta\tilde{F})}{\text{var}(\Delta\tilde{F})} = \frac{\sigma(\Delta\tilde{S})\text{corr}(\Delta\tilde{S}, \Delta\tilde{F})}{\sigma(\Delta\tilde{F})} = h^*$$

한편 이와 같이 델타를 이용하여 헤지된 포지션을 델타중립 포지션 (delt-neutral position)이라고 한다. 이는 자산가격 변화에 대한 헤지된 포지션의 민감도가 즉각적으로 0이 되기 때문이다.

위의 포트폴리오를 구성하는 두 수단의 가치는 시간에 따라 변화하기 때문에, 이들 수단간의 관계도 역시 변화한다. 따라서 δ 는 여러 시점에 대수 일정한 것이 아니라 계속 변화한다.

그러므로 위험의 최소화를 위해서는 헤지비율을 시간에 따라 조정해야 한다. 이와같은 조정을 동태적 헤징(dynamic hedging)이라고 하며, 이는 거래비용에 기초하여 수행되어야 한다. 거래비용이 낮을수록 조정을 더 많이 할 수 있어, 위험을 더 크게 감소시킬 수 있다.[7]

2. 기업의 헤징 원리

대부분의 기업들은 금리, 환율변동, 상품가격 등의 예측을 위해 별도의 전문가를 확보하지는 않는다. 기업들이 자신들의 주요활동을 위주로 할 수 있도록 이러한 위험들을 헤지해야 한다는 것이 아주 명백한 것으로 나타난다. 원치 않는 위험을 헤징함으로써 그들은 급작스러운 일을 회피한다. 그러한 원리는 여러 경우에 사실일 수는 있으나, 보다 신중하게 헤징이 필요한 경우는 위험회피보다는 다른 근거로 인하여 발생한다.

기업들이 헤지를 선택함에 있어서는 여러 가지 이유가 있다.

기업의 총체적 목적은 그 가치를 극대화시키는 것이다. 어떤 개념적 수준에서 기업의 가치 V_0 는 모든 미래현금흐름의 현재가치에 의해 다음과 같이 주어진다.

$$(3.6) \quad V_0 = \sum_{i=0}^n \frac{E[CF_i]}{(1+p)^i}$$

여기서 $E[CF_i]$ 는 i 기의 예상된 순현금흐름이며, p 는 현금흐름에 대한 적절한 할인율이다. 만약 기업의 가치가 예상현금흐름을 증가시키거나 또는 할인율을 감소시켜 증가될 수 있다면, 금융위험을 관리하기 위해 파생상품의 사용이 정당화된다.

개인들은 위험회적이기 때문에, 얼핏 보면 개인들이 기업 관리자들이 금융 자산 가격위험을 헤징에 의해 감소시킬 것을 원할 것이다.

개별 주주들에 대해 금리위험, 상품가격 위험, 환위험 등의 위험들은 다양화로 감소될 수 있는 위험이다. 다시 말하자면, 이러한 위험은 잘 다변화된 포트폴리오들의 보유를 통해 제거될 수 있다. 그러므로 헤징 그 자체는 현금흐름에 대한 할인율을 감소시켜 기업의 가치를 증가시키지는 않을 것이다.

만약 기업소유자들이 다양화된 포트폴리오들을 갖지 않다면, 위험회피는 헤징원리로 사용될 수 있다. 이는 당연히 보유한 기업에 대해 올바른 경우이다. (3.6)식과 관련하여 널리 보유한 기업의 주주들에게 헤징이 이익이 되기 위해서는 그것이 어쨌든 예상 순현금흐름을 증가시키는 경우가 반드시 되어야 한다.

물론 헤징은 단순히 그 기업의 금융정책들 중의 하나이다. 문제는 어떤 금융정책이 그 기업의 실질 현금흐름에 어떻게 영향을 주는가이다.

Miller와 Modigliani는 거래비용과 조세가 없는 세계에서 주어진 투자정책을 가진 기업은 그 금융정책의 변화에 의해서는 자사의 가치를 증가시킬 수 없다는 것을 보여주었다. 다시 말해, 그들의 가정들에 의거하면 금융정책들은 무관하다. 그러한 명제는 금융시장에서 어떤 것이라도 기업이 할 수 있고, 그 기업의 주주들을 자신의 비용으로 할 수 있다는 전제를 기초로 한다.

그래서 만약 기업이 선물계약을 사용하여 헤징하는 것이 유리하다면, 개별 주주들은 쉽게 헤지를 할 수 있다. 이는 투자자들이 그들이 비용없이 헤지를 할 수 있는 경우에 주당 프리미엄을 지급할 이유가 없다.

Miller와 Modigliani 명제는 만약 헤징행위가 관련되어야 한다면, 헤징행위가 기업가치에 영향을 준다는 의미에서, 금융정책들은 거래비용, 조세 또는 기업의 투자 결정에 영향을 반드시 주게 된다. 또한 명제는 개별 주주들이

기업에 대한 완전한 정보를 가지므로, 위험들이 실현됨에 따라 위험을 헤지할 여부에 대한 결정을 할 수 있다. 이제 이러한 특성들이 헤징 동기를 어떻게 가져오는지 보고자 한다.[8]

3. 기업의 헤징 동기

1) 조세절감

어떤 납세전 이익(pretax income)이 x 인 어떤 기업을 고려하자. 그 기업의 과세대상소득(taxable income)이 t_x 라고 하자. 이제 납세전 이익이 $x - y$ 일 확률이 0.5이고, $x + y$ 일 확률이 0.5인 기업을 고려하자. 이러한 경우에 조세는 t_{x-y} 또는 t_{x+y} 가 될 것이다. 그리고 예상조세는 $(t_{x-y} + t_{x+y}) / 2 = t_x^y$ 라고 하자.

조세 규범(tax code)의 블록성으로 인하여 $t_x^y > t_x$ 이다. 블록성이 더 클수록, 또한 이익의 추가분 y 로 추정되는 소득의 불확실성은 더 증가할수록, 예상조세의 격차는 더 증가한다.

따라서 누진소득세제도에서 보고된 소득이 보다 변동적일 경우보다 안정적인 경우에 조세부담은 감소한다. 이는 소득의 변동이 클수록 일정 연도의 낮은 소득은 이후의 연도에 더 높은 소득과 관련된 더 큰 조세부담을 상쇄시키지 않기 때문이다.

2) 재무곤란 방지

기업은 헤징을 통해 재무곤란으로 몰고 가는 사건의 발생가능성을 줄일 수 있다. 곤란의 비용은 상실된 영업, 그리고 고객·종업원·공급자와의 접촉비용 증가 이외에도 직접적인 법률, 회계, 재편성 수수료(reorganization fees)를

포함한다. 만약 헤지되지 않은 기업이 재무적으로 곤란한 상태에 돌입할 높은 가능성을 갖는다면, 그리고 재무곤란에 처하는 비용이 아주 높다면, 헤지의 이익은 높을 것이다.

3) 거래비용과 계약크기

선물계약은 아주 대규모이고 개별투자자들보다는 자주 기업들 총족들의 욕구 충족을 위해 크기가 결정된다. 기업들은 도매가격으로 거래할 수 있을 것이다.

기업은 중개회사들(brokerage firms)과 관계를 확립하거나 또는 자체의 거래회사를 설립하기도 하여 거래비용과 수수료를 감소시킬 수 있을 것이다. 따라서 기업은 헤징행위를 관리하는 체제를 더 잘 갖출 수 있다.’

4) 정보의 비대칭성

물론 기업들은 특정위험들에 관해 주주들보다 더 많은 정보를 가질 수 있다. 예컨대 상품위험을 헤지하기 위해 개별 주주들은 계약의 시기와 크기를 알 필요가 있다. 전략적 이유를 위해 기업은 경쟁기업이 알게 되도록 그러한 계약들을 공표하길 원치 않을 것이다. 따라서 기업은 개별 주주보다 헤지를 더 잘 할 수 있는 입장이다.

5) 경영자와 기업주간의 이해상충

기업의 경영자들은 자신들의 이익을 추구하지만 기업주들의 이익을 반드시 추구하지는 않기 때문에, 헤지를 선택하여 위험을 감소시키려고 할수도 있다. 특히 경영자들은 나쁜 결과가 나타나면 자신들의 일자리를 잃을 수도 있기 때문에 위험에 대해 불리할 수도 있다.

따라서 경영자들은 기업주들의 이익을 위해서는 최상이 아니더라도 헤지를

할 가능성이 더 높다. 보통 기업주들은 경영자들의 모든 행위를 통제할 수가 없는 주주들이어서 그들 대신에 행위를 하도록 일부 권한을 경영자들에게 제공한다.

6) 경쟁기업에 대한 대응

일부 여건에서 선물계약이나 옵션계약의 사용은 위험을 더 작게 하는 것이 아니라 더 크게 할 수 있다. 예를 들어, 원자재 가격의 변동이 크지만 더 높은 가격이나 더 낮은 가격의 형식으로 소비자에게 전형적으로 이전(전가)되는 아주 경쟁적 산업을 고려하자. 이러한 산업에서 큰 가격변동에도 불구하고, 이윤폭은 안정적으로 유지된다.

이러한 시장에서 특정기업이 선물계약을 매입하여 원자재 가격들을 헤지하기로 결정했다고 가정하자.

만약 가격이 상승하면, 생산품의 가격은 그 기업의 경쟁기업들이 증가된 비용을 이전시킴에 따라 상승하는 경향이 있을 것이다. 그러나 만약 원자재 가격이 하락한다면, 헤저(hedger)는 선물계약 포지션으로 손실을 본다. 또한 경쟁으로 인하여 최종재가격이 더 낮아지기 때문에 이윤은 더 감소한다.

이러한 예제에서 모든 비용변화들이 소비자들에게 전가될 수 있다는 사실에 의해 제공된 자동적(불박이) 헤지(built-in-hedge)를 그 산업의 기업들은 갖는다. 투입물을 헤지하는 기업은 이러한 자연 헤지(natural hedge)를 파괴하고, 결국 실제로는 더 변동성이 큰 순현금흐름을 갖는다[9]

물론 많은 장기공급협정에서와 마찬가지로 상품가격이 고정되어 있다면 또는 생산비 변화가 모두 소비자들에게 전가되지 않는다면, 어떤 자연 헤지도 존재하지 않고, 적절한 헤징전략들은 위험을 감소시키도록 계획될 수 있다.[10]

제 2 절 환리스크의 관리기법

환리스크 관리기법은 크게 ‘내부적 관리기법’과 ‘외부적 관리기법’으로 구분된다.[11] 내부적 관리기법은 기업내부에서 노출금액을 최소화하기 위해 취하는 모든 전략을 말하는 것으로 환리스크 자체가 발생하는 것을 방지하기 위한 것이며, 외부적 관리기법은 협상되는 환차손을 방지하기 위해 취하는 기업 외부의 제도를 이용하는 것으로서 내부기법에 의해 제거하지 못한 환리스크를 은행 등 외부기관을 통해 체결되는 선물환 거래계약 등을 말한다.

이러한 환리스크 관리기법은 그 종류가 다양한데 각 기법들이 모든 환경에서 항상 이용될 수 있는 것은 아니다. 나라마다 각종 외환 관리제도나 금융 제도를 통해 지정한 내부 또는 외부기법의 사용을 금지 또한 제한하고 있을 뿐만 아니라 기업의 성격에 따라서도 각종 관리기법들의 사용은 제약받을 수 있기 때문이다.

본 논문에서는 많은 파생금융상품과 기법들 중 가장 현실에서 많이 적용하는 것들 위주로 살펴볼 것이다.

1. 내부적 관리기법

1) 상계(Netting)

환리스크 관리를 위한 가장 간단하고 효과적인 방법으로 본·지점간 또는 지사상호간의 외화부채와 외화자산을 상계차감 후 남은 차액만을 정기적으로 결제하는 제도이다. 두 개의 자회사간에 일어나는 양자간 네팅(Bilateral Netting)은 쌍방간에 순채권, 채무포지션만을 일정시점에서 상호결제하는 제도이다. 이러한 양자간 네팅은 두 개 회사 간의 채권 채무를 청산할 때 결

제자금 규모를 축소시키는 효과가 있는데 이때 유의할 사항은 환리스크 관리측면에서 상계 후 순포지션을 어떤 통화로 어느 시점에서 결제할 것인가 하는 문제이다.[12]

한편 동일그룹 기업 내의 3개 이상의 자회사간에 이루어지는 다자간 네팅(Multilateral Netting)이 있는데 이것은 그룹 내에 중앙 집중적인 자금관리기구(네팅센터)가 조직되어 있어 자회사간의 채권, 채무와 상계금액을 총괄 관리하고 이를 해당 자회사에 통지하게 된다. 이러한 다자간 네팅제도는 기업 전체의 입장에서 보면 자금 관리비용의 절감과 기업내부의 결제기능을 강화하게 된다. 즉, 네팅은 자금건수 및 결제자금의 감축을 통하여 유휴자금의 극소화와 유동성 관리의 효율화와 거래비용의 절감을 동시에 도모할 수 있는 방법이다.[13]

2) 매칭(Matching)

매칭(Matching)이란 외화자금의 유입과 지급을 통화별·기간별로 일치(matching)시켜 외화자금수지의 흐름이 불일치할 때에 발생가능한 환위험을 원천적으로 상쇄시키는 기법이다.

매칭은 특정통화의 수취를 그 통화로 된 지급에 사용하여 전사적으로 외화 현금흐름에서 매치되지 않는 비율을 감소시켜 환위험의 발생여지를 축소시킬 수도 있다.

매칭은 상계와 같은 의미로 사용되는 경우도 많지만, 상계는 다국적 기업의 내부에서 발생하는 잠재적 외화흐름에 적용되는 기법인 반면에 매칭은 기업내부 이외에 타 기업과의 외화흐름에도 적용하는 기법이다.

이 방법은 주로 다국적 기업 또는 무역회사의 본·지사간 또는 제3자와의 환거래에 주로 사용되며, 중소기업의 경우 수출과 수입을 동시에 수행하는 경우에 적합한 기법이다. 즉, 거래 쌍반간에 이중통화거래가 지속적으로 이

루어지고 특히 환노출 관리체제가 중앙 집중 관리 형식을 취하고 있는 경우보다 용이하게 활용될 수 있는 기법이다.[14]

매칭방법에는 통화별로 자금의 수입과 지출을 일치시키는 ‘자연 매칭(Natural Matching)’ 방식과 동일 통화 대신에 환율변동추세가 유사한 여타 통화의 현금수지와 일치시키는 ‘평행적 매칭(Parallel Matching)’의 두 가지 방법이 있다.

3) 리딩과 래깅

리딩과 래깅(Leading and Lagging)은 환율변동의 대비하여 신용조건의 조정을 통해 기업내부의 각종거래에 따른 외화 자금흐름의 결제시기를 의도적으로 조절하여 환위험에 대한 노출을 관리하는 기법이다.

리딩은 채무의 지급시기를 결제일보다 앞당기는 것이며, 래깅은 지급시기를 결제일보다 늦추는 행위이다. 리딩과 래깅은 자국통화의 예상되는 자국통화의 평가절하나 평가절상일 때 사용하는 공격적인 외환관리기법이다.[15]

<표 2> 수출입업자의 리딩과 래깅

	자국통화의 평가절하 전망시	자국통화의 평가절상 전망시
수출업자	선적 및 환어음 매각지연 (수출대금 수취지연)	선적 및 환어음 매각촉진 (수출대금 수취앞당김)
수입업자	수출대금 결제촉진	수출대금 결제지연

(출처 : 이대수, “한국기업의 환리스크 관리실태에 관한 연구”, 1999, p.21)

리딩과 래깅 기법은 본 ·지사간이나 그룹기업 간 거래에서는 물론 수출업자 또는 외화자금 관리자들의 환리스크 헤징 수단으로 널리 이용되고 있다.

수출입업자 간의 리딩과 래깅 형태를 보면 먼저 수출업자는 장래 자국통화가 약세 될 것으로 전망하는 경우에 수출상품의 선적이나 수출환어음의 매도시기를 가급적 지연시킴으로써 결제시점에서 자국통화표시 수출대전수입을 증대시키고자 한다.

한편 자국통화가 약세가 될 것으로 전망되는 경우 수입업자는 수입대전 결제를 가급적 앞당김으로써 결제시점에서 자국 통화 표시 수입대전 지급부담을 경감시킬 수 있게 된다.

리딩과 래깅은 결제시점에서 실제로 실현된 환율수준에 따라 그 결과가 달라질 수 있으므로 위험이 수반되는 투기적 요소를 내포하고 있다. 또한 과도한 리딩과 래깅은 환투기를 수반하거나 원활한 국제거래의 질서를 저해할 우려가 있어 각국은 이를 외환관리의 대상으로 하고 있으며, 우리나라의 경우에도 수출입에 관련된 연지급 기간 등을 외국환 관리규정에 의거 일정기간 이내로 제한하고 있다.[16]

4) 가격 정책(Pricing Policy)

환리스크 관리수단으로서의 가격정책은 수출입 상품가격의 조정시점과 조정폭을 결정하는 가격조정(Price Variation)과 수출입 상품가격을 어떤 형태로 표시하여 거래할 것인가를 결정하는 거래통화의 선택(Currency of Involving)문제로 요약된다.

환리스크관리를 위한 가격정책을 구체적으로 살펴보면, 먼저 가격조정 경우 자국통화의 평가절상시에는 자국통화표시 수출대전이 감소하는데, 이

때 수출업자는 수출에 의한 자국통화 현금 수입액이 환율변동 전과 동일한 수준을 유지토록 하기 위해서 수출상품가격을 평가절상폭 만큼 즉시 인상하여야 하나 현실적으로 이러한 수출가격조정은 해당 상품의 수출시장에서의 가격 경쟁력이나 소비자의 기호 및 수요의 가격탄력성, 그리고 수입국에 있어 가격통제여부 등을 고려하여 적정 수준에서 조정된다.

거래통화의 선택은 거래상품가격의 표시통화를 신중적으로 선택하여 환리스크를 회피하는 방법인데, 우선 환리스크를 적극적으로 관리하고자 하는 기업은 수출의 경우 거래표시통화를 강세 예상통화로 할 것이며, 수입의 경우 약세 예상 통화로 거래계약을 체결하고자 할 것이다.

이에 대하여 소극적인 환리스크 관리 기업은 수출 및 수입거래를 자국 통화로 거래함으로써 환율변동에 따른 환리스크를 회피하고자 할 것이다. 거래 가격표시의 선택에 있어 문제가 되는 것은 거래통화의 결정과정에서 수출입업장 쌍방간의 이해가 대립됨으로써 계약 성립이 어렵게 될 수 있는데 이때는 수출입업자가 50 : 50 방식을 이용하여 쌍방이 거래 규모의 반을 각각 자국통화표시 거래로 계약함으로써 환리스크 부담을 양자간에 균등하게 배분 할 수 있게 된다. 또한 다국적기업의 경우에는 그룹지사간의 수출입가격을 상호간에 적절히 보상함으로써 그룹전체의 순이익을 극대화할 수 있는 가격정책이 이용되기도 한다.

5) 환차손준비금 전략(Exchange Loss Reserve)

환차손준비금은 장래의 환차손 발생에 대비하여 영업이익의 일부를 환차손준비금으로 적립하고 실제 환차손이 발생하면 이 적립금을 환차손에 충당하는 제도이다. 이 전략은 환리스크의 회피를 위한 별도의 현금비용을 부담하지 않는 장점이 있으나 실제 부담한 환차손이 현재화되지 않는 단점도 있다.

2. 외부적 관리기법

환리스크가 발생하면 우선 먼저 환리스크를 관리하기 위하여 내부적 관리 기법을 사용하는 것이 바람직하다. 그 이유는 외부시장을 이용하게 되면 중계수수료 등의 거래비용이 발생할 뿐만 아니라 환율 변동이 현상과 달리 움직일 수도 있기 때문이다. 하지만 내부적 관리기법으로 제거할 수 없는 환노출 손실들도 있는데 이는 외부적 관리기법을 통하여 관리할 수 있다.

외부적 관리기법 몇 가지를 살펴보면 다음과 같다.

1) 선물환시장 헤징

환율변동에 따른 순영업현금흐름의 예상변동금액을 선물환계약을 이용하여 헤지시키는 기법이며, 그 계약금액은 최적헤지비율(선물환율의 분산에 대한 선물환율과 현물환율의 공분산 비율의 값이 최소인 것)과 선물환 헤징비용에 의해 결정된다.

2) 금융시장 헤징

다국적기업은 장기금융시장을 통해 음의 노출이 예상되는 순영업현금흐름과 동일한 기간과 금액으로 외화부채를 발생시켜 헤지하거나, 화폐시장(단기금융시장)을 통해 단기차입·상업어음할인·외상매출금의 팩터링(Factoring) 매각·단기예치 등의 자금거래와 현물환거래를 병행하여 헤지할 수도 있다.

3) 통화선물 헤징

다국적기업이나 수출기업은 거래계약으로 수행되어야 하는 외화포지션의

결제 대해 통화선물계약을 하여 환위험을 회피할 수 있다.

수취할 기초통화(외환)의 약세가 예상되는 경우에 다국적 기업은 그 통화의 선물매도포지션을 취득하는 기초헤징(basic hedging)을 할 수 있다. 또한 통화선물시장을 이용하여 기초통화의 예상된 롱포지션에 대해 강세통화로 된 선물매입포지션을 취득하는 교차헤징(cross hedging)을 수행하여, 기초통화의 수취일에 기초통화 약세로 발생하는 환차손을 강세통화 선물매입포지션 정리를 통한 재정거래이익으로 보전시킬 수 있다.[17]

4) 통화옵션 헤징

다국적기업은 환위험을 회피하기 위해 현지자회사의 수입투입물 표시 통화 또는 해외 차입표시 통화의 강세가 예상되면 콜옵션매입으로 현지자회사의 생산비용이나 채무지급액의 증가를 상쇄시킬 수 있다.

또한 현지국통화의 약세가 예상되면 풋옵션 매입으로 현지 자회사로부터 수취될 현금흐름의 모국통화 표시금액의 예상되는 감소를 상쇄시키는 기법이다.

위와 마찬가지로 수출기업은 외화채권에 대해 옵션시장이나 은행에서 풋옵션을 매입하여 거래노출을 헤지할 수 있다. 이러한 옵션기법은 일정한 외화금액에 대해 위험을 감소시켜 주는 동시에 외화의 평가절상이 예상되는 경우에는 투기의 수단으로써 이용될 수 있다.

또한 통화옵션헤징은 자국의 대외경쟁력 저하위험에 대한 거래 노출을 수출입 경쟁국의 통화로 이전시켜 경우에도 사용될 수 있다.

5) 스왑헤징

환위험을 방지하기 위한 스왑헤징에는 금리스왑과 통화스왑 이외에도 약세 통화국의 중앙은행과 그 국가에 진출하려는 다국적 기업간에 수행되는 신용

스왑(Credit swap)이 있다. 신용스왑은 약세통화국의 중앙은행에 대한 다국적 기업의 모국에 있는 코레스 은행에 원금을 담보로 예치시키며, 현지국에서 자회사가 현지통화대출을 받아 만기가 되면 현지통화로 상환하고, 그 후 모기업은 담보로 예치된 원금을 다시 상환받는 방식의 거래이다. 이러한 헤징은 이자지급 및 상환이 현지 자회사에 의하여 현지통화로 수행되므로 환율변동에 따른 환위험을 전혀 발생시키지 않는다.

다국적기업들은 직접 상호대출(parallel or back-to-back loans)과 채무 교환(exchange of borrowings), 장기선물환거래(long-term forward exchange contracts) 등을 이용하여 환위험 헤지를 수행하는 경우가 많다.[18]

제 4 장 파생상품과 외환거래

제 1절 파생상품의 개요

1. 파생상품의 정의

금융상품은 원본손실 가능성에 따라 금융투자상품과 비금융투자상품으로 나뉜다. 금융투자상품은 다시 원본초과 손실 가능성에 따라, 그 위험의 크기에 따라 증권과 파생상품으로 구분하고, 파생상품은 거래장소에 따라 장내 파생상품과 장외파생상품으로 구분한다.

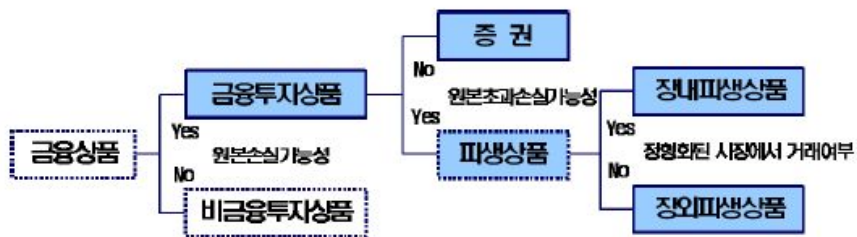
파생상품(derivative)이란 기초자산(underlying asset)으로부터 파생된 금융상품이다. 즉, 바탕이 되는 기초자산 가격의 움직임에 따라 그 가치가 결정되는 상품이다. 파생상품은 그 자체가 하나의 독자적 상품이기도 하지만, 주로 기초자산이 지니고 있는 리스크를 방어(hedge)하기 위한 목적이 주를 이룬다.

파생상품의 기초자산은 주식, 통화, 지수, 이자율 등 전통적인 상품뿐만 아니라 금융상품이 아닌 금(gold), 원유(crude oil)와 같은 일반상품도 가능하며 최근에는 CDS(credit default swap)과 같은 신용(credit)을 기초자산으로 하는 파생상품도 활발하게 거래되고 있다.

우리나라 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하, ‘자본시장법’)에서는 다음 중 하나에 해당하는 계약상 권리를 파생상품으로 규정하고 있다. 첫째, 기초 자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 장래의 특정 시점에 인도할 것을 약정하는 계약이다. 둘째, 당사자 어느 한쪽의 의사표시에 의하여 기초자산

이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 부여하는 것을 약정하는 계약이다. 마지막으로 장래의 일정 기간 동안 미리 정한 가격으로 기초자산이나 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등에 의하여 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약이다.[19]

<그림1> 금융상품의 분류



2. 파생상품의 분류

파생상품은 다양한 기준에 의한 분류가 가능하다. 우선 기초자산에 따라 주식파생, 금리파생, 외환파생 등으로 구분되며, 거래방식에 따라 선도(forward), 선물(future), 옵션(option), 스왑(swap), 신용파생상품(Credit Derivative Products)으로 구분된다. 거래가 이루어지는 장소에 따라 장내파생(exchange derivative)과 장외파생(over the counter derivative)으로 구분하기도 한다.

기초자산의 종류에 따라 다양한 상품들이 존재하며 기초자산은 주식, 외환, 이자율, 신용, 일반 상품(금, 돼지고기, 옥수수, 석유 등) 등이 있다.

거래방식에 따라 분류함에 있어 선도(forward)는 거래 당사자들이 거래대상 기초자산을 약정한 시점에 약정한 가격으로 인수도 하기로 하는 거래 약정이다.

선물(futures) 또한 선도(forward)와 같은 개념의 파생상품이나 증권거래소에 상장되어 거래 상대방 위험이 제거되거나 약화된 상품이다. 따라서 두 상품의 가장 큰 차이는 거래소를 중심으로 거래되는 상품(선물)이나 거래당사자가 사적으로 직접 거래하는 상품(선도)이냐의 차이라고 할 수 있다.

옵션(option)은 거래 대상 기초자산을 미래의 일정 시점에 미리 약정한 가격으로 사거나 팔 수 있는 권리를 상품화한 것이다.

스왑(swap)은 두 개의 서로 다른 현금 흐름을 약정 기간 동안 서로 교환하기로 하는 계약이다. 신용파생상품은 거래상대방의 파산 등 거래불이행 위험에 대비한 파생상품으로 거래 당사자의 신용도가 기초자산이 되는 파생상품이다.

거래 장소에 따른 분류라 함은 거래가 이뤄지는 메커니즘을 말한다. 즉, 거래소에 상장된 상품이나 거래소를 통하지 않고 거래 당사자간의 사적인 계약에 의해 이뤄지는 것이냐에 따른 분류라고 할 수 있다. 장내파생상품은 거래소(exchange) 내에 상장되어 거래되는 파생상품이다. 장외파생상품은 거래소 밖에서 거래 당사자 쌍방의 계약에 의하여 거래되는 파생상품이다.

또한 다양한 형태로 구분 가능한 파생상품을 이용하는 거래는 그 목적에 따라서 헤지거래(hedge trade), 차익거래(arbitrage trade), 투기거래(speculative trade) 등 세 가지로 구분할 수 있다. 우선 헷지거래(위험회피 거래)는 현물자산(포지션)의 가치변동에 따른 위험을 제거하기 위해 파생상품을 이용하는 것을 의미한다. 일반적으로 금리·환율·주가 등은 경제여건 변

화에 민감한데 기초자산의 변동에 따른 위험을 소액의 투자로 사전에 방지하거나, 위험을 최소화할 목적으로 파생상품을 거래할 수 있다. 예를 들면 어떤 기초자산을 보유하고 있어 매각 등을 해야 하는데 매수포지션(long position)을 취하고 있거나, 기초자산을 매입해야 하는 매도포지션(short position)을 취하고 있는 경우 파생상품을 통해 그와 반대되는 포지션을 취함으로써 원하는 기간 동안의 가격변동위험을 제거할 수 있는데 이러한 목적으로 파생상품을 거래하는 것을 헤지목적 거래라고 한다.

둘째, 차익거래 목적의 거래란 동일한 상품이 가격이 다를 때, 싼 것을 사고 비싼 것을 파는 거래이다. 특히 현물과 파생상품 가격 간에 일시적으로 괴리가 있을 때 이를 이용하여 단기 차익을 실현시킬 수 있다.

마지막으로 투기적 거래는 파생상품 투자로 인한 손실 가능성을 감수하고 고수익을 노리는 것이다. 예를 들어 환율이 오를 것으로 예상하면 이에 맞춰 미리 파생상품의 매도 또는 매수 포지션을 적절히 취해 이익을 실현할 수 있다. 그러나 예상이 맞으면 이익을 보지만 예상외로 환율이 떨어지면 큰 손해를 보게 된다. 실제로 한편에서 투기적 거래가 있어야 다른 한편에서 헤지거래가 가능하게 된다. 즉 리스크를 떠안으려는 주체가 있어야 리스크를 떠넘기려는 거래가 가능하다.

<표 3> <파생상품의 분류>

분류기준	기초자산	거래방식	거래장소	이용목적
상품종류	-주식파생 -금리파생 -외환파생 -신용관련 파생	- 선 도 (forward) - 선 물 (future) - 옅 션	-장내파생상품 (exchange trade derivative) -장외파생상품 (over-the-counter)	-헤지거래 (hedge trade) -차익거래 (arbitrage trae) -투기거래

	-일반상품 (금, 돼지고기, 옥수수, 석유 등)	(options) - 스왑 (swaps)		(speculative trade)
--	-------------------------------	------------------------------	--	---------------------

3. 파생상품 특징

헷지거래와 투기적 목적의 거래 발생은 일반적인 금융파생상품의 특징에 기인한다. 일반적으로 금융파생상품은 손익확대효과(leverage effect)가 크다는 특징이 있다. 이는 소액의 증거금 또는 프리미엄(premium)의 형태로 적은 자금으로 훨씬 규모가 큰 보유 자산에 내재된 가격 불확실성을 제거할 수 있음을 의미한다. 또한 발행자가 자금조달을 목적으로 발행하는 전통적인 금융상품과 달리 계약 당시 거래당사자 사이에 자금의 흐름이 일어나지 않기 때문에 자금관리의 탄력성을 높이는 데 효과적이다. Qnsaksd 아니라 기초자산만으로는 불가능한 다양한 상품을 개발할 수 있기 때문에 다양한 포트폴리오 구성을 가능하게 만든다.

이러한 특징들로 인해 파생상품은 적은 비용으로 노출된 위험을 효과적으로 관리할 수 있는 효율적인 위험회피 수단이 될 수 있다. 뿐만 아니라 다양한 구조의 상품 설계가 가능하여 새로운 수익창출의 기회를 제공하고 새로운 투자기회를 제공하기도 한다. 이로 인해 시장의 수율 충족시키기 위한 다양한 형태의 파생상품이 개발되었으며 현재에도 새로운 파생상품이 계속 등장하고 있다.

하지만 파생상품의 높은 손익확대효과가 부작용을 일으키기도 한다. 손익확대효과가 크기 때문에 적절한 내부통제나 위험관리 없이 과도한 투자가

이루어지면 매우 큰 위험이 따르기 때문이다. 예를 들면, 과거 미국 LTCM 이나 233년 전통의 영국 Barings PLC 은행의 파산은 과도한 파생상품 투자에 대한 내부통제의 실패에 기인한 것이다. 프랑스에서 최근 발생한 Société Générale의 파생상품 투자실패도 내부통제 및 내부관리 체계의 미흡이 원인이다. 또 독일 Metallgesellschaft의 경우는 현물의 가격변동 위험을 파생상품을 이용해 헤지할 경우 현물과 파생상품 간의 위험이 정확히 일치하지 않는 베이스스 위험(basis risk)과 이에 따른 회사의 유동성 부담을 면밀히 고려하지 않을 경우 회사가 파산지경까지 이르는 심각한 결과를 초래할 수 있음을 보여준다.[20] 이러한 대형 손실사태 또는 파생상품 투자자의 과다 손실로 인한 사회적 비용 등을 예방하기 위해 금융회사 및 파생상품시장에 대한 감독이 필요하며 더불어 투자자 보호조치 등이 요구되는 것이다.

<표 4>국내 대표적인 파생상품의 종류

구분	장내거래		장외거래			파생결합상품
	선물	옵션	선도	스왑	옵션	
금리	국채금리선물 CD금리선물	국채선물 옵션	금리선도거래(FRA)	이자율스왑 (IRS)	이자율캡 이자율칼라	역변동금리채권 이중지표금리채권 장기금리연동채권
통화	미국달러선물	통화옵션	통화선도 (Currency Forward)	통화스왑 (CRS)	통화옵션	통화연계예금 통화연계채권
주식	KOSPI200선물 개별주식선물	KOSPI200 옵션 개별주식	주식선도	주식스왑	주식옵션	주가연계채권 주가연계예금 주가연계펀드

		옵션				
상품	금선물 돼지고기선물					
신용				신용스 왓 (CDS)	신용옵션 (CO)	신용연계채권 합성 CDO

자료: “키코 파생상품의 이해”, 한국 금융연구원, 이상제, 김영도(2000. 6), p. 7

제 2 절 외환 파생상품

1. 국내 파생상품 시장의 현황

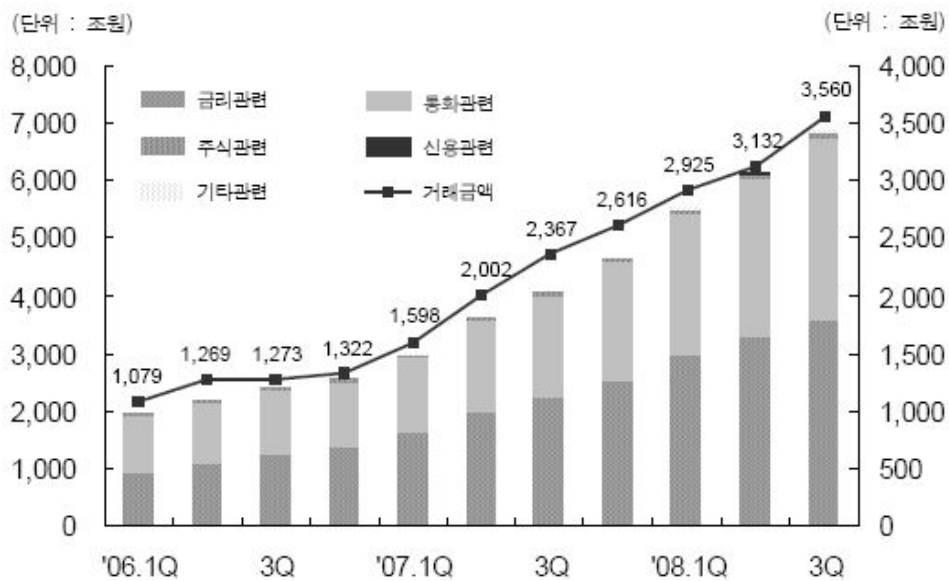
세계 장외파생상품 거래는 1980년대 중반부터 급속히 증가하여 2007년 말 현재 596조 달러에 이르고 있다. 이처럼 파생금융상품의 시장규모가 크게 증대한 이유는 리스크 증가에 따른 위험회피 수요 증가와 자산 증가를 동반하지 않는 수익원으로서의 파생상품 수요 증가 등을 들 수 있다. 특히 최근 들어 아시아 금융위기, 유럽 단일통화 출범, 달러강세 지속 등 국제 금융시장이 불안정해짐에 따라 파생금융상품의 시장 규모는 계속 늘어나고 있으며 투자에 따른 위험 또한 높아지고 있는 추세이다. 또한 단기 차익을 노린 투기성 자금의 국제적 이동, 통신수단의 발전, 대형 은행 및 증권사간의 경쟁 심화, 금융산업에 대한 각국 정부의 규제 완화 추세 등도 파생금융상품이 급성장하는 데 기여하였다.

국내 파생상품시장은 장외파생상품시장이 압도적인 규모를 차지하고 있는데 2008년 3분기 말 잔액기준⁴⁾으로 6,855조원을 기록하여 전체 파생상품잔

4) 장외파생상품거래는 장내시장과는 달리 일대일 계약을 기본으로 하고 있으므로 유

액 6,986조원의 98.1%를 차지하고 있다. 전체 장외파생상품 중 금리 관련 상품의 거래잔액이 3,589조원(52.4%)으로 가장 많고, 통화 관련 상품은 3,157조원(46.1%)을 기록하고 있다. 통화 관련 파생상품의 거래 비중이 다른 나라에 비해 상대적으로 높은 것은 상대적으로 외국인의 국내 채권시장 참여가 적어 금리 관련 파생상품 거래가 발달하지 않은 측면도 있고, 통화쪽에서 원인을 찾아보면 아직 원화가 국제 통화가 아니어서 원화 또는 달러 보유로 인해 발생하는 위험을 회피하려는 목적의 거래가 많기 때문으로 보인다.

<그림2> 국내 장외파생상품시장의 현황



주: 막대그래프는 잔액 기준으로 각년도 분기 말 수치이며, 거래금액은 분기 통시장이 존재하지 않으며, 따라서 거래금액과 거래잔액의 차이는 계약기간에 의해 나타남.

별 거래현황임

(자료 : 금융감독원)

2. 외환파생상품의 발전과 상품별 특징

국내에서 주로 이용되는 외환관련 파생상품은 통화 선도거래(outright forward, 이하 단순 선물환)이다. 단순 선물환 거래는 미래의 특정시점에 정해진 행사가격으로 외환을 매매할 것을 약정하는 거래이다. 선물환의 가격은 해당 통화간의 금리차이에 의해 결정되며 현물포지션과 동일한 규모로 반대 포지션의 선물환 거래를 했을 경우 만기환율에 관계없이 현금흐름이 확정된다. 미래 시점에 매도하거나 매입해야 하는 외화 물량을 은행과 사전에 미리 계약을 통해 확정해 둬으로써 환위험을 줄이는 거래이다.

환위험 관리에 주로 이용되는 다른 상품은 콜옵션(call option)이나 풋옵션(put option)과 같은 바닐라옵션(vanilla option)이 있다. 이는 미래의 특정시점에 행사가격으로 외환(기초자산)을 매매할 수 있는 권리를 의미한다. 바닐라 옵션의 경우 외환의 현물포지션이 노출된 환율의 상승 또는 하락위험을 제거할 수 있는 장점을 지닌 반면 옵션의 매매를 위해 프리미엄을 지불해야 된다. 일반적으로 옵션의 프리미엄은 변동성이 상승하고 만기가 길어질수록 증가하며, 변동성에 더 민감하게 반응한다.

이러한 기본적인 외환파생상품을 바탕으로 다양한 형태의 이색옵션(exotic options)과 구조화 상품(structured products)이 등장하였다. 우선 콜·풋 스프레드, 리스크 리버설(risk reversal), 리스크 리버설 플립(risk reversal flip), 스트래들(straddle), 스트랭글(strangle), 버터플라이(butterfly), 광범위 선물환(seagull) 등 콜옵션과 풋옵션을 다양하게 조합한 상품들이 개발되었다. 뿐만 아니라 배리어 옵션(barrier option), 디지털 옵션(digital option), 터치

옵션(touch option), 아시아 옵션(asia option), 룩백옵션(lookback option), 파워옵션(power option), 퀀토 옵션(quanto option)과 같은 초기의 이색옵션(first generation exotics)과 이어 보다 발전된 이색옵션(second generation exotics)등이 등장하였다. 다양한 옵션을 구조화한 선물환 상품도 등장하기 시작하였다. 이러한 형태 중에서 많이 활용되는 형태로는 범위 선물환(range forward), 인핸스드 포워드(enhanced forward), 타겟 포워드(target forward), 녹아웃 포워드(knock out forward), 그리고 키코 포워드(KIKO forward) 등이 있다.[21]

제 5 장 KIKO 특성과 문제점 및 시사점

제 1 절 KIKO의 개요

1. KIKO의 개념

‘KIKO’는 ‘Knock-In Knock-Out’의 준말로써 ‘Knock-In’은 두드리면 새로운 옵션계약 효력이 발생하는 것이고, ‘Knock-Out’은 두드리면 옵션계약의 효력이 없어지는 것이다.

일반적으로 통용되는 KIKO란 통화파생상품의 일종으로서 ‘Window Barrier Target Forward KIKO(Knock-In Knock-Out, 이하 낙인 또는 낙아웃과 KI 또는 KO를 필요에 따라 병기)⁵⁾라고 불리는 통화 옵션 상품의 준말이다. 키코라는 용어가 들어간 또 다른 통화옵션 상품으로는 ‘Window KIKO Forward’라는 상품이 있다.

이 두 상품의 차이는 레버리지(특정 환율 구간에서 일반적으로 계약금의 2배를 약정)의 유무(有無)이다. ‘Window Barrier Target Forward KIKO’라는 상품은 레버리지가 존재하는 상품이고, Window KIKO Forward’라는 상품은 레버리지가 존재하지 않는 상품이다.

따라서 일반적으로 통용되는 키코는 레버리지가 존재하는 상품이므로 ‘Window Barrier Target Forward KIKO’에서 ‘Window Barrier’라는 경계가

5) 이 명칭은 사전적으로 정의된 명칭은 아니고 다만 국내 일부 은행의 FX상품소개서 중에서 키코라는 용어가 들어간 FX상품 중 레버리지가 2배인 FX상품의 명칭을 ‘Window Barrier Target Forward KIKO(Knock-In Knock-Out)’ 이라고 부르고 있으므로 본고에서는 이를 따르기로 한다. ‘Knock-In Knock-Out’이 정해지고 레버리지가 2배인 통화옵션 상품은 상품을 판매하는 은행별로 다소 차이가 있어서 본고에서는 하나의 용어로 통일해서 쓰고자 한다.

정해진 상품이라는 뜻이다. 앞서 설명된 통화옵션의 종류에서 보듯이 환율의 구간 구간마다 서로 다른 성격의 상품이 결합되어 서로다른 계약의 형태를 지니게 된다. 즉, 구간별 상품이라는 뜻이다.

다음으로 'Target Forward'에서 'Target'은 특정한 '목표환율'의 존재 유무를 의미한다. 여기서 특정한 '목표환율'이라는 것은 일반적으로 '레버리지'가 적용되는 환율을 의미한다. 일반적으로 이름에 'Target'이라는 용어를 사용하나 금융기관마다 상품명은 다소 차이가 있다.

마지막으로 키코는 'Knock-In Knock-Out'의 준말로 'Knock-In'은 시장 환율이 'Knock-In' 포인트로 지정한 특정한 환율 포인트에 도달할 경우 레버리지 계약이 발생하는 구조를 의미하고, 'Knock-Out'은 시장 환율이 'Knock-Out' 포인트로 지정한 특정 환율 포인트에 도달할 경우 해당 옵션의 효력이 소멸된다는 뜻을 가지고 있다.

앞서 풀이된 용어를 종합하여 'Window Barrier Target Forward KIKO' 라는 상품을 풀이하면, '환율의 구간에 따라 적용되는 조건이 다르며 특정환율에서 레버리지가 적용되는 통화옵션 상품'이라고 정의할 수 있다.

키코라는 용어가 포함된 상품이지만, 레버리지가 존재하지 않은 상품도 있으며, 상품명에 'Knock-In Knock-Out'이 적용되는 상품은 모두 키코라는 용어가 들어가 있다. 'Knock-In'만 적용되는 상품에는 'KI'가 'Knock-Out'만 적용되는 상품명에는 'KO'가 들어가 있어 상품명으로 그 특징을 짐작할 수 있다.

파생상품은 그 자체로 수익을 목적으로 하기도 하지만, 기초자산이 가지고 있는 리스크를 헤지(방어)하기 위한 수단으로 많이 사용된다. 'KIKO'도 외환이라는 기초자산이 가지고 있는 리스크, 즉 환율이라는 리스크를 헤지하기 위한 상품이라고 할 수 있다.

2. KIKO의 특징 및 이익구조

키코의 다양한 특징은 크게 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, ‘장외파생상품’이라는 점이고, 둘째, ‘제로코스트(zero cost)’상품이라는 것, 마지막으로 ‘베리어(구간적용)’와 ‘레버리지’가 있는 복합옵션 상품이라는 것이다. 물론 여기서 주의할 점은 모든 키코옵션이 레버리지가 있지는 않다는 것이다. 레버리지가 없는 키코 상품도 존재한다.

키코가 사회적으로 이슈되고 있는 논쟁의 쟁점은 바로 이 세 가지 특징들이 고루 작용하고 있다.

키코의 특징 중 첫 번째는 장외 파생상품이라는 것이다. 앞서 언급했듯이 파생상품의 분류방법 중 거래 장소에 따라 장내파생상품과 장외파생상품으로 분류할 수 있다. 장외 파생상품은 거래 당사자 상호간의 계약에 의해 거래되는 상품이므로 거래소에 상장되어 거래되는 상품과 달리 장외상품은 거래소라는 중간 매개체가 없이 거래된다. 상장 상품의 경우 거래소가 ‘거래상대방위험’을 제거하여 안전한 거래가 가능하다. 그러나 장외 파생상품의 경우 상품 자체가 지닌 리스크와 함께 ‘거래상대방위험’이 상존하게 된다.

또한 장외 파생상품은 금융 감독기관의 모니터링 체제나 상시 감독 체계 시스템 범위를 벗어나 있기 때문에 분쟁의 소지를 안고 있다. 사적 계약의 영역에서 이루어지는 거래이기 때문에 감독 기관의 개입에도 한계가 있는 것이 현실이다.

두 번째 키코의 특징은 ‘제로코스트(zero cost)’ 상품이라는 점이다.

옵션은 ‘기초자산을 사거나 팔 수 있는 권리’ 자체가 상품인 파생상품이다. 그러자면 그 권리 자체에 ‘가격’이 존재하기 마련인데, 이러한 옵션의 가격을 ‘옵션 프리미엄(option premium)’이라고 한다.

옵션 상품을 매매하는 경우 매수자들은 그러한 옵션을 사기 위하여 일정한 ‘가격’을 지불하게 된다. 그러나 투기 목적이 아닌 기초자산의 리스크를 방

어하기 위한 헤지 목적의 매수자의 경우 ‘옵션프리미엄’ 자체가 부담일 것이다.

수출기업이 환율 변동 리스크를 방어(헤지)하기 위하여 ‘선물환’이라는 파생상품을 이용할 경우 선물환의 ‘가격’을 지불해야 한다. 투자가 목적이 아닌 환율 헤지가 목적인 기업으로서 그 가격이 불만이라는 것이다.

수출입기업에 있어서 환율 변동에 대비한 ‘보험’이 필요했고 파생상품은 보험의 역할이고 프리미엄은 일종의 ‘보험료’인 셈이다. 끊임없는 ‘보험료’ 지불이 불만인 기업에게 보험료를 지불하지 않고 보험에 들 수 있는 키코라는 상품은 매우 매력적일 것이다.

그러나 이 상품은 ‘만약 환율이 원하는 구간에서 움직여 준다면’이라는 전제하에서 성립된다. 반대로 말하면 ‘환율이 원하는 구간에서 움직여 주지 않을 경우’에는 ‘손해’를 감수해야 한다는 뜻이기도 하다. 다시 말해 일정한 환율 구간을 벗어나면 ‘환 헤지’가 불가능한 상품이라는 것이다.

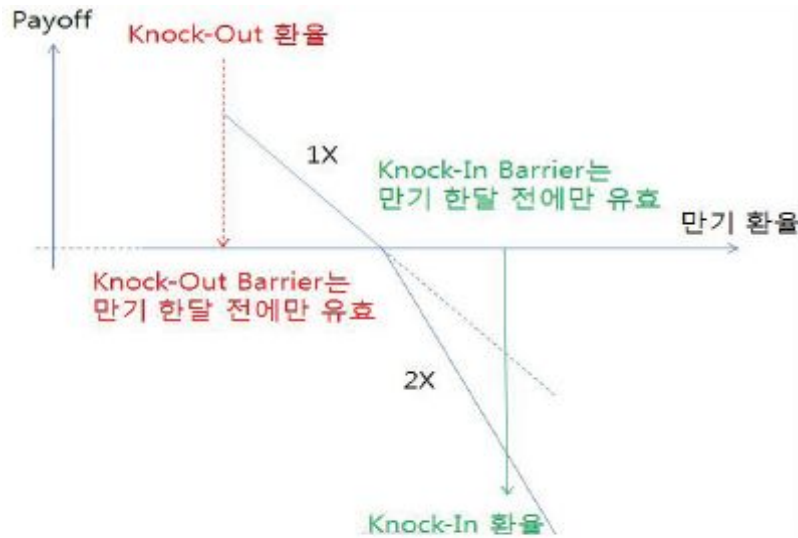
세 번째 키코 상품의 특징은 구간(베리어)과 레버리지가 있는 통화옵션 상품이라는 것이다. 키코옵션은 ‘Knock-In’과 ‘Knock-Out’을 경계 짓는 ‘베리어(barrier)’가 있고, 그 경계에 의하여 구분지어진 구간에 따라서 다른 옵션이 적용되어 ‘레버리지’가 존재하는 복합 통화옵션 상품이다.

앞서 언급되었지만 키코옵션은 ‘barrier 옵션’상품이다. ‘barrier 옵션’에서 ‘barrier’라는 뜻은 경계(일정한 범위에 의하여 구간이 있는)를 의미한다. 즉, ‘Knock-In’과 ‘Knock-out’사이에 위치하는 범위를 정하고 그 범위 내에서 환율이 변동할 경우 옵션이 정한 권리를 행사하게 된다. 또한 그 밖의 범위에서는 또 다른 옵션이 적용된다. ‘Knock-In’ 환율에 도달한 경우는 특별한 계약 조건이 발생하고 ‘Knock-Out’ 포인트를 벗어난 구간에 대하여 특별한 계약 조건이 발생한다.

그럼 상세한 상품 구조 분석을 통해 키코가 어떤 상품인지를 구체적으로

살펴보기로 하자.

<그림3> KIKO의 이익구조(자료: BNP Paribas, 2008)



<표 5> KIKO의 만기 구조와 거래 프로파일

만기	매월 단위 12개월
정산일 및 방법	매월 단위 정산 후 최종 만기일에 총액 수수
원금	매월 USD280,000 vs USD 560,000
행사환율	925
낙인 환율	890
낙아웃 환율	940
barrier 시작일	매월 만기 1개월 전
Fixing	매월 만기일 서울시간 오전 11시 Reuter KFTC30 중간환율
Profile	매월 만기일에 barrier 관찰 기간 동안 낙아웃 환율 이하로 거래되지 않았으면 · barrier 관찰 기간 동안 낙인 환율 이상으로 거래되지 않았으면

	<ul style="list-style-type: none"> ·Fixing 환율이 행사 환율 이하이면 행사환율에 USD 280,000 매도 ·Fixing 환율이 행사 환율 초과이면 행사권 없음 · barrier 관찰 기간 동안 낙인 환율 이상으로 거래되었으면 ·Fixing 환율이 행사 환율 이하이면 행사환율에 USD 280,000 매도 ·Fixing 환율이 행사 환율 초과이면 USD580,000 매도 · barrier 관찰 기간 동안 낙아웃 환율 이하로 거래되었으면 행사권 없음
--	--

<그림 3>의 Payoff Diagram과 <표 5>의 Term sheet에서 볼 수 있는 것처럼 키코는 여러 개의 만기가 strip으로 묶여있는 구조의 계약이다.

매월 만기 전 1개월 동안만 Barrier가 유효하며 Knock-In이나 Knock-Out 발생 시 해당 월 만기 계약에만 영향을 끼치고 잔존 계약에는 영향을 끼치지 못한다.

또한 매월 만기에 은행은 Profile에 따라 정산액을 결정하고 잔존계약에 대한 평가금액을 그 당시 환율로 계산하여 기업에게 통보한다. 하지만 실제 달러를 매도하는 것은 전체 계약의 만기일이다.[22]

제 2 절 KIKO의 선호배경과 상품특성

1. KIKO의 선호배경

국내 기업들이 KIKO 통화옵션거래를 많이 하였던 2006년 및 2007년 당시 많은 국내외 주요연구기관이 <표6> 및 <표7>과 같이 그 다음 연도에 점진

적인 환율 하락을 예상하고 있었다.

2003년 초 1,200원 전후였던 원/달러 환율은 그 이후 지속적으로 하락하여 2005년 초에 1000원에 도달하였고, 2006년 초부터 950원 전후에서 서서히 하락세를 보이고 있었을 뿐 아니라 2006년 및 2007년 연간 환율 최대 변동 폭이 60원을 넘지 않았다.

2003~2007년 중 환율이 하락세를 보임에 따라 중소 수출기업이 환리스크에 노출되는 어려움을 겪었으며, 특히 2007년 하반기 이후에는 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 KIKO통화 옵션을 매우 선호하게 되었다.

<표6> 기관별 2007년 환율 전망(KRW/USD)

기관명	전망일	'07평균	1분기	2분기	3분기	4분기
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
City Group	2006.12.20	922.6	910.0	900.0		900.0
Morgan Stanley	2006.12.14		900.0	880.0	870.0	860.0

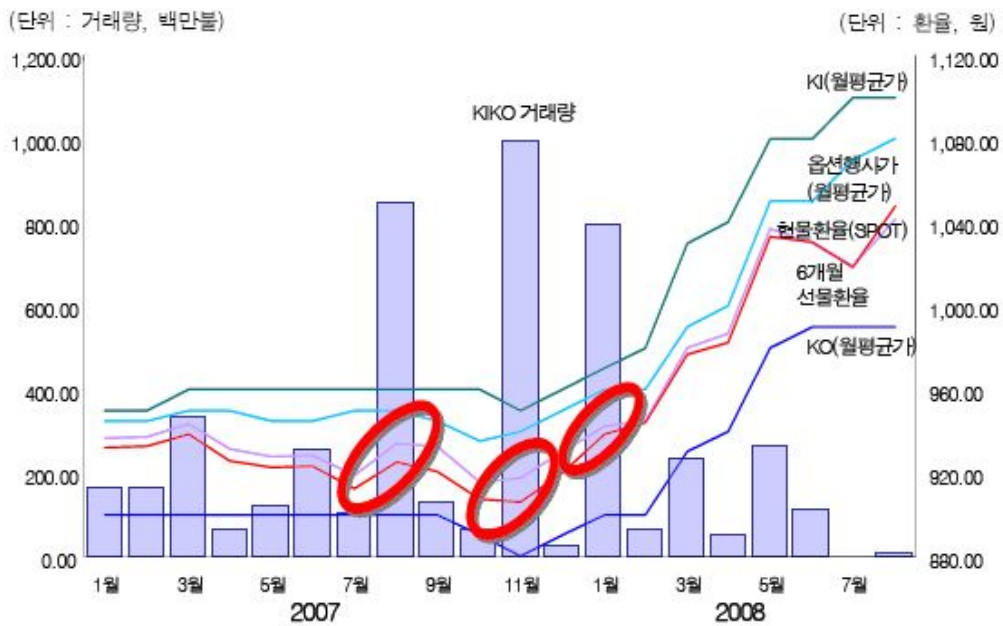
자료 : 전국은행연합회(2009) p.5

<표7> 기관별 2008년 환율 전망(KRW/USD)

기관명	전망일	'07평균	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				
City Group	2007.12.13		900.0	890.0	880.0	880.0
Morgan Stanley	2006.12.14		930.0	935.0	915.0	900.0

자료 : 전국은행연합회(2009) p.5

<그림4> 2007년 하반기 키코 거래 증가



자료 : 키코파생상품의 이해(2009.6), 한국금융연구원, p.43

환위험을 헤지하는 여러 가지 방법 중 선물환매도는 환율 변화에 의한 환위험을 효과적으로 헤지할 수 있는 장점이 있지만 환차익을 누릴 기회가 사라지며, 스왑포인트(swap point)가 마이너스(-)인 경우에는 영업 계획 수립한 영업마진을 확보할 수 없는 단점을 초래했다.

반면, KIKO통화옵션계약은 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 선물환매도보다 더 유리한 환위험 헤지 효과와 일정 부분 환차익까지 누릴 수 있는 장점이 있어 당시에는 중소 수출기업들이 선호하게 되었다.

<표8> 선물환율 및 스왑포인트(KRW/USD, 2007. 12. 3 기준)

기간	선물환스왑포인트	선물환율
1개월	-4.4	934.2
3개월	-13.0	925.6
6개월	-16.0	922.6
12개월	-17.0	921.6
현물환율		938.6

자료 : 전국은행연합회(2009) p.5

2007년 말 <표8>과 같이 중소 수출기업이 6개월 선물환매도계약을 체결하면 당시 환율보다 16원이 낮은 922.6원에 체결해야 하므로, 당시 환율 938.6원 기준으로 수출마진이 5% (약 46원)라고 가정할 경우 선물환 계약을 체결하게 되면 수출마진이 1/3(16원)로 축소되는 결과를 초래하였다. 이러한 결과로 인해 중소 수출기업은 당시 현물환율 수준 이상의 행사환율을 제공하는 KIKO통화옵션거래를 많이 체결하게 되었다.

2. KIKO의 환위험 헤지 수단의 특성

KIKO와 같은 장외파생상품은 고객이 장외파생상품을 계약하는 이유에 따라 구조화되어야 한다. 그렇다면 기업들이 KIKO를 계약한 이유인 환위험 헤지 목적을 달성하기 위해 적절하게 KIKO가 구조화되었는가의 관점에서 다음과 같은 문제점을 지니고 있다.

첫째, KIKO 계약 과정에는 정보의 비대칭성이 존재한다. KIKO 계약에서 정해야 되는 변수는 크게 세 가지이다. Knock-out 환율과 Knock-in 환율, 행사환율이 그것이다. 하지만 이것들을 결정하는 과정에서 기업은 충분한 정보를 제공받지 못한다.

기업은 위의 세 가지 변수들이 결정되는 과정에서 은행이 달러 당 얼마의 수수료를 산정했는지 전혀 알 수 없다. 따라서 기업은 일방적으로 은행이 제시하는 조건으로 계약을 할 수 밖에 없다. 만약 기업도 은행처럼 위의 세 가지 변수들을 정하는 알고리즘을 알고 있었다면, 은행과 협상을 해서 좀 더 유리하게 계약을 할 수 있었을 것이다. 위에서 언급했듯이 KIKO의 달러 당 수수료가 선도거래에 비해 높은 것은 이 같은 사실을 입증해준다.

둘째, KIKO를 판매한 은행 또한 KIKO의 위험성을 제대로 인지하지 못했다. KIKO가 적절한 환위험 헤지 수단이 될 수 없는 이유는 Knock-out이나 Knock-in의 발생 가능성 때문인데 은행이 이 가능성을 간과했다는 증거가 나타난다.

Knock-in 발생 시 기업이 은행에게 두 배의 달러를 행사 환율에 매도해야 하기 때문에 은행은 실제로 이런 상황이 발생했을 때 기업이 위와 같은 의무를 이행할 수 있는지를 엄격히 심사했어야 했다. 이것은 은행이 기업에게 대출해줄 때 엄격한 심사를 하는 것과 같은 이치이다.

하지만 은행은 신용등급을 올려주거나 해외여행을 제공하는 등의 방법으로 오히려 KIKO 계약을 적극 권장했다. 이같은 사실은 은행 또한 위험을 충분

히 인지하지 못했다는 것을 반증한다. 은행이 위험을 제대로 인지하지 못한 상황에서 기업에게 위험을 충분히 설명할 수 없는 것은 당연한 결과이다.

셋째, KIKO는 장기계약으로 환율이 급변동하는 상황을 대처할 수가 없다. 즉, 계약 당시에 정하는 Knock-out환율, Knock-in환율, 행사 환율이 만기까지 적용되기 때문에 환율이 계약 당시의 예상과 다르게 움직일 때 대처할 수가 없다. 위와 같은 문제점 때문에 KIKO는 환위험 헤지수단으로 적절치 않았다.

제3절 KIKO를 통한 환헤지 실패원인

1. KIKO 환헤지 실패원인

KIKO옵션은 Knock-in영역에서 2배의 금액을 거래해야 하는 ‘레버리지옵션’이다. Knock-in이 되는 경우는 환율이 상승해야 하는 조건이 있는데, 계약당시(2007년의 경우)의 환율의 흐름이 하향 안정화 추세이기 때문에 Knock-in구간으로 환율이 상승할 확률은 희박했다.

그러나 실제로는 금융위기가 발생하고 환율은 급상승하여 Knock-in 구간에 진입했고, 그 상승폭은 매우 높아서 2배의 레버리지로 인하여 기업의 손실은 크게 늘었다. 이러한 배경을 바탕으로 기업들이 KIKO라는 통화옵션 상품을 통하여 환헤지에 실패한 원인은 크게 네 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 그 원인은 기업 내부의 원인을 꼽을 수 있다. 둘째는 제도적 원인, 셋째는 경제사회의 환경적인 원인, 마지막으로 KIKO 상품 자체의 구조적 원인 등으로 요약된다.

기업 내부원인 중에서 우선 기업 재무담당자의 비전문성이 지적되고 있다. KIKO라는 상품은 결론적으로 파생상품의 특성상 한쪽이 이익을 취하면 한

쪽은 손해를 보는 구조의 'zero-sum game'이다.

기업 내부의 원인 중 두 번째는 기업의 환헤지에 대한 인식 부족을 들 수 있다. 기업이 환위험에 노출된 외환에 대하여 완벽한 헤지를 목적으로 해야 하는데, 키코라는 불완전 헤지 상품을 환헤지의 수단으로 삼았다는 것은 기업이 헤지에 목적을 둔 것이 아니라 어느 정도 투기의 목적을 두고 있었다는 '헤지의 기본정신'을 망각한 것이다.

기업 내부의 원인 중 세 번째는 환율 전망에만 의지했다는 것이다. 파생상품을 가입함에 있어서 기초자산인 외환의 환율에 대한 전망을 기업이 자체적으로 예측하기 어렵다는 것이다. 때문에 은행이 전망하여 제시하는 환율이나 기타 연구소 등이 전망한 환율에 근거하여 의사결정을 내렸다는 점이다.

기업 내부의 원인 중 마지막은 자체 '환헤지-매뉴얼'이 없다는 점이다. 자체 전문가도 없고 매뉴얼도 없는 중소기업들이 주로 키코옵션 계약을 했기 때문에 손실이 더욱 클 수 밖에 없었던 것이다.

기업 내부의 원인과 관련하여 증권선물거래소가 국내 상장 제조업체 740개사를 대상으로 2008년 12월 조사한 "파생상품 인식 및 이용실태에 대한 설문조사" 결과는 기업의 현실을 잘 반영하고 있다. 이 보고서에 의하면 파생상품의 인식과 관련하여 응답기업의 49.7%가 헤지 등 목적 달성여부와 관계없이 파생상품을 이용하여 "만족스럽거나 긍정적인 결과를 얻었다"고 답하여 지속적인 리스크 관리 필요성에 대해 긍정적으로 인식하고 있는 것으로 나타났다.

거래 상품별 불만족 비율은 KIKO 등 장외파생상품 이용 기업이 37.1%로 가장 높았고, 해외 선물·옵션상품 이용이 28.6%로 가장 낮게 나타났다.

파생상품시장 활용에 대한 질문과 관련하여 리스크 관리 필요성에 대한 긍정적인 인식에도 불구하고 상장 제조업체의 72.7%는 파생상품 이용과 관련

하여 내부적인 운용기준 등 제한이 거의 없는 것으로 나타났다. 또한, 응답 기업의 37.4%가 ‘투자 시 별도의 전략 없이 필요시마다 의사결정을 한다’고 답하는 등 전문성 부족과 체계적 관리부재 현상을 나타내고 있다.

두 번째로 제도적인 원인을 들 수 있다.

대부분의 통화옵션 상품이 그러하듯 키코 또한 장외파생상품이다. 장외파생상품은 그 특성상 감독기관의 시장감시 시스템의 사각지대에 놓이기 쉽다.

더구나 사적인 영역에서 이루어지는 계약이기 때문에 상품에 대하여 사전에 허가 등의 절차가 필요 없기 때문에 장내 상품에 비하여 문제 발생의 소지가 크다.

다음으로 감독기관의 장외파생상품에 대한 사전평가인증 등의 규제 장치나 활동이 미흡하다는 것을 들 수 있다.

이러한 특성으로 인하여 은행의 적극적인 마케팅이 키코의 계약규모를 증대시켰고 결과적으로 기업의 손실이 커지게 된 하나의 원인으로 지적된다.

세 번째로 경제사회의 환경적인 원인을 꼽을 수 있다.

우선 국내 경제환경이 아니라 미국에서 촉발된 금융위기가 국내의 환율 급등을 유발한 것이 근본적인 원인이다. 환경적으로 보면 환율을 예측하거나 경제전망 등에 있어서 기업은 늘 약자이다. 정보의 습득과 활용에 있어서도 은행과 비교하여 비대칭적이다. 은행은 환율의 변화 등 경제 변화에 대한 정보의 습득과 활용이 기업보다 우월한 위치에 있는 것이 사실이다.

국내 경제환경으로는 국내 증시에서 외국 투자자의 높은 시장 점유율을 들 수 있다. 이는 금융시장의 불안요인이 발생할 경우 외국인의 국내 증시 이탈에 따른 달러수요 증대가 환율 상승의 하나의 요인이 된다는 점 등을 비추어 볼 때 경제 환경적인 요인이 ‘키코사태’의 원인이 될 수도 있다는 것을 보여준다.

마지막으로 키코를 통한 환헤지 실패의 원인 중 하나는 상품 자체의 구조적 문제를 들 수 있다. 즉, 상품 자체가 환위험을 헤지하기 위한 완벽한 상품이 아니라는 점이다. Knock-out(계약무효)과 Knock-in(레버리지 적용)이 있는 상품 구조로서 환율의 변동에 대하여 언제나 헤지가 가능한 상품이 아니라는 점을 환헤지 실패 원인으로 꼽을 수 있다.[23]

제 4 절 KIKO에 대한 주요 이슈 및 시사점

1. 주요이슈

지금까지 키코와 관련하여 언론 및 사회단체, 정치권 등에서 많은 문제점들을 제기해왔다. 또한 많은 기업들이 키코와 관련하여 소송을 진행 중에 있다.

키코와 관련하여 제기된 문제점들을 요약하면 <표 9>와 같다. 쟁정사항들을 법률적 쟁점과 사회적 쟁점으로 크게 분류하여 볼 수 있다.

<표9> KIKO 관련 쟁점 사항

분류	쟁점내용	비고
법률적 쟁점	계약의 성립 여부	구두 계약의 문제(불완전판매 등)
	약관법 위반 여부	개별계약이므로 약관의 성립 유무
	민법 위반 여부	선량한 풍속 및 기타 사회 질서에 반하는 사항
	계약취소(민법상 의사표시하자) 가능 여부	기업이 착오 또는 사기에 의해 계약 체결시 계약무효
	계약해지 가능여부	계약 당시의 사정과 달라진 점(환율의 급등)
상품관 관련된	계약 체결 과정의 문제점	불완전 판매
	상품의 공정성 문제	기업에게 불리한 상품
	가격의 공정성 문제	옵션가격 산정 문제

쟁점	초과 헤지의 문제	초과헤지로 인한 계약 불이행 가능성 등
	특정시기 계약이 몰린 이유	은행의 과열경쟁 영업 등
	감독 및 규제의 소홀	장외 파생상품의 한계

자료 : 전국은행연합회(2009), pp. 10-14

법률적 쟁점은 소송 과정에서 주요 쟁점으로 부각되고 있는 사항들이고 사회적 쟁점 사항들은 법률적으로 문제가 되기도 하지만 제도적, 윤리적, 도덕적 측면 등에서 주로 문제가 제기되고 있는 사항들을 정리한 것이다.

우선 법률적 쟁점들 중 첫 번째로 계약 성립의 문제를 들 수 있다. 계약 방법의 문제를 지적한 것으로서 구두 계약이 법률적으로 효력이 있느냐의 여부가 쟁점이 된다. 두 번째는 약관법 위반에 따른 계약의 무효 여부이다. 금융상품은 일정한 형식을 취하고 있기 때문에 키코의 계약 내용이 약관법에 맞아야 한다는 것이다. 세 번째로 민법 위반의 여부이다. 민법 제 103조, 제 104조의(법률 조항은 생략) 선량한 풍속 및 기타 사회 질서에 반하는 사항인지를 검토하는 것이다. 이밖에 계약 취소 여부 등이 법률적 쟁점으로 부각되고 있다.

사회적 쟁점사항으로는 계약체결 과정의 문제점으로 불완전 판매가 있다. 다음으로 상품의 공정성 문제, 가격의 공정성 문제, 기업의 초과 헤지의 문제, 특정시기에 계약이 집중된 문제, 감독 소홀의 문제 등이 거론되고 있다. 특히 옵션 가격과 관련하여 일부 전문가들은 상품의 가격 결정이 은행에 유리하게 결정되었다고 주장하기도 한다.

2. 시사점 및 활용과제

키코는 환율이 급상승 하지 않았다면 사실 여러 가지로 장점이 많은 상품이기도 하다. 환율이 'Knock-out'과 'Knock-in' 사이에 있으면 기업은 비용

을 부담하지 않으면서 선물환율보다 더 높은 행사가격(약정환율)으로 선물 환매도보다 더 유리한 환위험 헤지효과를 얻을 수 있고, 행사가격(약정환율)보다 높고 Knock-in이 되지 않는 범위까지 환율이 상승할 경우 환차익까지 누릴 수 있는 장점도 가지고 있다.

그러나 키코는 완벽한 환헤지 상품이 아니라는 점에서 환위험의 헤지라는 본래의 취지에서 벗어난 상품이고, 확률이 희박하지만 매우 큰 리스크가 존재했다.

그 희박한 가능성은 결국 현실이 되었고 국내 경제에 큰 부담이 되었다. 여기서 주목할 점은 기업의 환헤지 실패가 단순히 환율방어에 실패로 끝나는 것이 아니라 손실의 규모가 너무 커져서 결국 기업의 도산으로까지 이어지고 있다는 점이다.

은행으로서는 결국 거래상대방의 지급불능 상태라는 최악의 상태를 초래한 ‘책임론’으로부터 자유로울 수 없게 되었다. 키코를 거래한 은행과 기업 모두 키코의 거래 목적이 ‘도박성’을 지닌 투기가 아니라면 기업의 도산은 막아야 할 과제로 남게 되었다.

키코로 인한 기업의 손실은 수출 기업으로서 환율 상승에 대한 환차익을 기대할 수 있었던 포지션이기 때문에 이런 점을 감안한다면 기업의 상실감은 더욱 크게 느껴질 수 있다.

이번 기회를 반면교사(反面教師)로 삼아 수출기업은 환헤지에 대한 인식을 재고하여 환위험 방지정책에 대한 전문성을 길러야 할 것이다.

한편 파생상품은 어느 정도 ‘대박’의 가능성을 가지고 투자하는 상품이라는 특성이 있다. 이러한 점은 파생상품의 일반적인 특징이기도 하다. 은행은 이러한 ‘대박’을 현실화하는데 성공했으나 거래상대방인 기업의 도산과 지급불능이라는 최악의 사태가 초래되어 오히려 ‘대박’이 손실이 되는 현실에 직면한 것이다. 또한 전문가(은행측)와 비전문가(기업측) 사이의 불공정한 ‘게임’

이였다는 질책이 은행에 쏟아지고 있기도 하다.

그러나 이러한 문제점에도 불구하고 파생금융상품의 순기능적인 역할을 살려 선진금융국가로 발전하는 것이 남은 과제이다.

그러기 위해서는 제도적인 보완과 기업과 은행, 정부 등 파생상품 시장에 참여하는 모든 구성원들이 좀 더 공정한 '게임의 룰'과 질서를 유지하기 위한 노력을 기울여야 할 것이다.

제 6 장 요약 및 결론

본 논문이 작성된 2011년 6월 현재도 'KIKO사태'는 완료형이 아니라 현재 진행형이다. 왜냐하면 KIKO 계약은 짧게는 1년에서 길게는 3년까지 장기 계약으로 되어 있고, 매달 결제하는 방식이어서 2011년 5월 현재까지도 여전히 기업의 결제가 지속되고 있기 때문이다. 누적 손실은 지속적으로 증가하고 있으며, 지금까지의 대책으로는 기업의 도산을 막을 대안으로 충분치 못하며 좀 더 근본적인 대책이 필요하다.

필자는 이 논문에서 이른바 '키코사태'라 불리는 환헤지 실패 사건을 통하여 기업의 환헤지 배경 및 수단과 키코 상품의 특징과 구조를 알아보았다.

전 세계 경제를 침체로 몰아넣은 '서브프라임사태'의 발단도 파생상품으로부터 촉발했다는 점을 상기해 보면 파생상품, 특히 장외 파생상품에 대한 제도도 이번 '사건'을 기회로 삼아 다시 한 번 점검해 봐야 할 것이다.

장외파생상품은 감독기관의 시장 감시체계에서 벗어나 있기 때문에 거래 규모나 거래참가자, 거래위험, 거래목적 등을 정확하게 파악할 수 없는 단점이 있다. 감시를 한다고 해도 한계가 있으며 엄밀히 말하면 사적 영역의 계약이기 때문에 제도적으로 감독 당국의 개입도 한계가 있기 때문이다.

전 세계는 파생상품으로 초래한 '참극'을 매우 실감나게 겪고 있다. 지금의 세계 경제 침체 원인의 하나로 지목된 파생상품에 대하여 좀 더 면밀한 검토와 제도적 보완이 요구된다.

우리 경제에 커다란 불씨로 남아 있는 KIKO사태의 해결을 위해서는 정부와 유관감독기관, 금융기관, 기업 등이 빠른 해결책을 찾아야 할 것이며 향후 제2의 KIKO사태와 같은 악몽이 재발되지 않도록 기업의 환위험 특성에 맞는 관리원칙이 시급하다고 하겠다.

첫 번째는 ‘환리스크 관리 경영 제도’의 도입이다. 대부분의 기업에는 장기적인 비전과 목표가 있고 이를 달성하기 위한 정책과 전략이 있기 마련이다. 예를 들면 기술 측면에서 경쟁우위를 정하기 위한 연구개발 정책과 전략, 관련 실무 흐름에 대한 지침, 판매 목표를 달성하기 위한 영업정책과 전략 및 지침, 비용절감을 위한 정책과 전략 및 실무 지침 등이 있는데 2008~2009년처럼 환율변동성이 큰 상황에서는 기업의 경영성과에 가장 큰 영향을 미치는 것이 환율변동이라고 해도 과언이 아닐 정도로 아무리 수출입 비중이 작은 기업이라고 해도 상당한 영향을 받지만 이에 관하여 집중적인 연구와 시스템을 개발하는 부서나 제도가 없었다. 기업성과에 이처럼 큰 영향을 미치는 분야에 관한 구체적인 방향이나 지침이 없다는 것은 놀라운 일이 아닐 수 없다. 앞서서도 언급하였듯이 이는 기업이 환리스크 관리를 환율예측을 잘해서 리스크를 헤지하여 이익을 내야하는 것으로 잘못 인식하고 있다는 것을 다시 한 번 증명해 주는 것이기도 하다.

이번 키코 사태에서는 경영자의 주관적인 판단과 예측에 따라 주먹구구식 관리를 한다면 엄청난 손실과 피해가 따른다는 것을 경험하였다. 따라서 이제는 환리스크 관리를 경영관리의 한 부분으로 하나의 체계적인 제도로 설계하여 시스템화 하여야 할 것이다.

둘째, 구체적이고 바로 실현 가능한 ‘환리스크 관리 시스템’ 구축이 필요하다. 기업은 조직형태와 환리스크 관리의 목적 및 전략, 영업 및 조직상의 특성, 종업원의 능력 등 기업의 전반적인 경영환경에 알맞은 환리스크 정보시스템을 구축할 필요가 있다.

셋째, 총량 헤지가 아닌 순수출액의 일정비율을 헤지함으로써 과잉헤지로 인한 리스크를 줄이고 변동성에 대한 위험도 피할 수 있어야 하며, 수출부분은 선물환 매도 헤지를 실행하고 수입 부분은 선물환 매입 헤지를 각각 실행함으로써 수입결제 이종통화에 대한 환리스크도 해결 할 수 있어야 한

다.

마지막으로 국내기업의 특성상 달러화 비중이 절대적으로 높기 때문에 결제 통화를 적절히 선택함으로써 환리스크를 효율적으로 방어할 수 있어야 하며, 신규수주시점에 맞춰 각각 외환 헤지를 실행하여 체계적인 환리스크 관리가 이루어져야 한다.

결국 환리스크 관리는 정확하고 신속한 정보입수와 제도를 밑바탕으로 전문적인 인력과 결합을 통하여 적절한 헤지 방법을 통해 손실을 줄이도록 하여야 한다. 또한 정부나 자치 단체들이 앞장서서 전문적인 수준의 관리 전략을 제시할 수 있는 사회 제도와 시스템을 구축해 줄 필요성이 있다.

제2의 키코 사태는 언제든 다시 발생할 가능성이 높다. 그러므로 기업은 이러한 위험에 자력으로 해결할 수 있는 지속적인 연구와 관심을 가져야 하며, 정부는 기업들이 경영활동을 하고 싶은 사회로 발돋움 할 수 있도록 적극적인 관심과 지원으로 도와야 할 것이다.

참 고 문 헌

국내 문헌

- [2] 금융위원회 보도자료(2008. 08. 01), pp. 1-2
- [20] 김완중, Warren Park, 이승훈(2008), “파생금융상품 리스크관리 실패사례 분석 및 시사점”, 금융연구시리즈, 제6호, 하나금융경영연구소, p. 8
- [12] 김운섭(2004), “환리스크 관리”, 한국금융연수원(2004. 10. 27), p.51
- [14] 김인준, 이영섭(2008), “국제금융론”, 제2판, 율곡출판사, p.43
- [16] 박용희(2010), “우리나라 수출기업의 환위험관리와 환변동보험에 관한 연구”, 인제대학교 경영대학원 경영석사학위 논문, p. 25
- [13] 박용희(2010), “우리나라 수출기업의 환위험관리와 환변동보험에 관한 연구”, 인제대학교 경영대학원 경영석사학위 논문, p. 19
- [23] 백승오(2008), “국내 기업의 통화옵션 상품 중 KIKO를 통한 환헤지 실패 사례 연구”, 서울시립대학교 경영대학원 석사학위 논문, pp. 78-92
- [19] 이상제, 김영도(2000. 6), “키코 파생상품의 이해”, 한국 금융연구원, pp. 3~4
- [21] 이상제, 김영도(2000. 6), “키코 파생상품의 이해”, 한국 금융연구원, pp. 11-13
- [6] 정재호(2008), “기업의 합리적인 환위험관리방안의 고찰-옵션파생상품을 이용한 2008년 기업의 환위험 사례를 중심으로”, 서강대학교 경영대학원 석사학위논문, p.5
- [5] 주상영(1994), “외환자유화의 환위험 관리”, pp. 16-17
- [1] 진석용(2009), “한국 기업의 환위험 수위”, LG Business Insiqt, LG 경제연구원, pp. 2-11

국외 문헌

- [4] Adler, Michael and Mernard Dumas. (1984) "Exposure to Currency Risk : Definition and Measurement", *Financial Management*, 1984, pp.41-50
- [22] BNP Paribas(2008), "foregin Exchange Derivatives Handbook"
- [15] Buckley, Adrian(1992), "Multinational Finance", 2nd Edition, Prentice Hall International, 1992, pp.190-195
- [18] Eiteman, David K. and Arthu I. Stonehill(1989), "Multinational Business Finance, Fourth Edition", Addison-Wesley Publishing Co., pp. 205-209
- [17] Grabbe, J. Orlin(1986), "International Financial Markets", Elsevier Science Publishing Co., Inc., pp. 102-103
- [3] Jacque. Laurent L.(1978), "Management of Foreign Exchange Management", Lexington Books, 1978, pp. 20-23
- [11] Prindle, Andless R., 『Foreign Exchange Risk』 , 1986, p.58
- [8] Ritchken, Peter, *Derivative Market*(1996), "Theory, Strategy, and Applications", Haper Collins College Publishers, pp. 52-75
- [10] Ritchken, Peter, *Derivative Market*(1996), "Theory, Strategy, and Applications", Haper Collins College Publishers, pp. 52-75
- [7] Smith, Clifford W. and R.M. Stulz(1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, No.2 , pp. 391-405
- [9] Smith, Clifford W. and R.M. Stulz(1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.20, No.2 , pp. 391-405

ABSTRACT

The U.S housing market collapse caused by sub-prime mortgage crisis in 2007 has had significant impacts on global financial markets as a whole, leading to world wide economic recession. In particular, such crisis has had a contagious impact on Korean foreign exchange, which are vulnerable to capital outflow. For that reason, it was an essential for Korean exporters to hedge their exposures to foreign currency risks using financial instruments.

The currency option called KIKO(Knock-In Knock-Out) was one of the derivative products that were used by a majority of Korean exporters to hedge their foreign currency exposures although it turned out to their foreign exchange risks at the expense of gains forgone when the value of domestic currency depreciates. But unlike a traditional currency option, 'KIKO' has a pricing structure that increases exposures as the value of domestic currency depreciates, eventually making most of the Korean exporters involved in such contracts out of the business. This provides a terms of hedging purpose.

Concludingly, to manage the foreign exchange risk efficiently and avoid the unnecessary hedging cost, the Korean enterprises should establish the systematic organizational structures appropriate to their own conditions and accomplish their capabilities to implement their foreign exchange risk management strategic tasks efficiently.