

파생상품의 투자 리스크 요인 분석을 통한 중소기업의 환리스크 관리 방안 - KIKO를 통해 살펴본 국내 중소기업체를 중심으로 -

A Study on Exporting Small & Medium Enterprises Based on
Accident Types of Derivatives Transactions: Focus on Exporting Small
& Medium-Sized Enterprises with KIKO Currency Option

조영훈*
Young-Hun Cho

〈 목 차 〉

- I. 서 론
 - II. 파생상품과 외환거래
 - III. 중소기업의 환헤지 배경과 KIKO 실패요인
 - IV. 중소기업의 환리스크 관리방안
 - V. 결 론
- 참고문헌
Abstract

주제어 : 키코, 파생상품, 은행, 중소기업, 위기관리

* 상명대학교 서비스경영학과 박사수료. (주)성진씨엔티 대표이사

I. 서론

지난 2008년 초 미국의 서브프라임모기지 대출기업의 부실로부터 시작된 자본이탈현상과 미국의 채권부실로 인한 금융기업의 대형손실사태 및 국제모기지회사의 유동성 위기에 따른 미국 내 금융위기가 발생하였다.

이러한 미국의 금융위기는 국제적 파생금융상품의 위기로 확장되었고, 이러한 위기는 국내의 외국인자본 이탈현상을 초래하게 되었다. 국내 금융권은 2007년 말까지 급성장을 해오던 국내 자본시장의 성장 잠재력을 바탕으로 외화부채의 확대와 환율 변동성의 흡수를 통해 이 위기를 방어해 왔지만 전 세계적 위기와 함께 찾아온 달러부족과 급격한 환율변동은 은행과 환차손 방어를 위해 파생상품 계약을 맺은 중소기업들에게 파생상품의 손실로 인한 도산위기를 초래하는 사건이 발생했다.

당시 중소기업들이 은행과 환율방어를 위해 맺은 파생상품의 종류는 키코(KIKO, Knock-in Knock-Out)¹⁾, 피벗(PIVOT)²⁾, 스노우볼(Snowball)³⁾ 등이 있었으며, 2008년 6월에 파악된 바로는 키코로 인한 중소기업의 피해가 약 1조 4천억달러에 달하였다.

이런 상황에서 KIKO로 인한 손실이 누구의 책임인지와 관련하여 은행과 중소기업간의 8년이 넘는 기간 동안 치열하게 공방이 벌어지고 있다. 중소수출업체기업들은 은행으로

- 1) 한경 경제용어사전, “Knock-in Knock-Out”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자, KIKO(Knock-in Knock-Out) 옵션 트레이딩은 통화옵션 거래의 한 방식으로 환율이 아래위로 일정한 범위 내에 있을 경우 시장가보다 높은 지정환율(행사가)로 외화를 팔수 있는 옵션이다. 이 상품은 환율이 지정한 범위 하단을 내려갈 경우에는 계약이 무효(넉아웃 배리어)가 되어 기업은 손실을 입지 않게 된다. 하지만 환율이 급등해 지정환율 상단(넉인 배리어)를 넘어가면 계약금액의 2~3배를 시장가보다 낮은 지정환율로 팔아야됨에 따라 기업은 엄청난 손실을 입게되는 것이다. 키코는 환리스크를 헤징하기 위한 방안으로 사용되지만 환율이 예상과 달리 급등하게 되면 손실을 입게되는 상품이다. KIKO옵션은 수출업체들을 중심으로 많이 팔렸고 최근 2~3년동안 환율 하락(원화 절상) 추세에 맞춰져 있는 상품이다. KIKO옵션은 현재 시장환율(현물환율)보다 5원 이내 높은 수준에서 행사가격(Strike Price)이 설정된다. 이 행사가격을 기준으로 아래위 30~40원 정도의 간격을 두고 상하단 배리어(Barrier)가 설정되는 것이다. 수출업체들에게 맞춰진 KIKO옵션은 환율이 등락을 거듭하다 배리어를 터치했을 경우, 상단이나 혹은 하단이나에 따라 결과가 달라지게 된다.
- 2) 한경 경제용어사전, “PIVOT”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자, 계약시 환율 변동 구간을 설정한 뒤 이후 환율이 구간 안에서 움직이면 시장 환율보다 높은 가격에 달러를 팔 수 있는 파생상품. 환율이 계약 구간의 하단 아래로 내려가면 계약이 종료되고, 상단 위로 올라갈 때만 손실을 입는 키코와 달리 피벗은 환율이 구간 하단 밑으로 떨어질 때도 손실을 입는 상품이다. 즉 환율이 변동구간을 벗어나 위로가거나 아래로 가면 계약금액의 2~3배를 약정환율로 사야 하기 때문에 키코보다 위험성이 더 크다.
- 3) 한경 경제용어사전, “Snowball”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자, 원·달러 환율이 오를수록 손해를 보는 통화옵션 상품의 일종. 키코는 계약 시점부터 만기 때까지 환 손익의 기준이 되는 환율 행사가격의 상단과 하단(밴드)이 정해져 있지만 스노볼의 경우 밴드가 없이 행사가격이 매달 변동된다. 전달 환율이 오르면 행사가격은 내려가 손실이 눈덩이처럼 커질 수 있다. 예를 들어 A기업이 20억달러 규모를 행사가격 970원의 조건으로 스노볼에 가입한 후 첫 달 정산일에 환율이 1170원으로 오른다면 다음 달 행사가격은 당초 970원에서 환율변동분(200원)을 뺀 710원으로 조정된다. 즉 시장에서 1150원에 팔 수 있는 달러를 스노볼 계약에 따라 710원에 내다 팔아야 하는 것이다. ‘눈덩이가 불다’라는 영어인 snowball의 뜻처럼 레버리지도 키코보다 5~10배는 높아 손실이나 수익이 눈덩이처럼 불어날 수 있다.

당시 은행으로부터 파생상품의 위험에 대한 은행의 고지를 충분히 고지 받지 못하였음을 주장하며, 은행의 불완전 판매를 내세우고 있다. 그리고 중소기업이 KIKO로 인한 큰 손실을 입은 반면 이를 판매한 은행은 큰 수익을 얻게 되었다고 주장하고 있다.

한편 은행들은 KIKO 계약 당시 위험에 대한 고지를 충분히 하였으며, 은행의 수익적 부분은 KIKO 계약이후 은행의 헤지에 의한 수수료 이외에 추가적 이익은 없다고 주장하고 있다. 또한 그 당시 환율이 외부환경변화에 따른 예기치 못한 급등이었기 때문에 피해의 규모가 커졌던 것이며, 계약당시 중소기업이 적절한 금액을 기준으로 계약이 진행되었다면 이러한 상황에서도 큰 피해가 발생하지 않았을 것이라고 주장한다. 즉, 환리스크를 헤지하기 위해 KIKO 계약을 하면서 중소기업들이 필요 이상의 큰 규모의 금액을 계약했기 때문에 갑작스런 환율급등으로 인한 매출액 이상의 달러를 약정된 환율에 팔게 되는 상황이 발생했다는 것이다.

KIKO에 대한 법정 공방⁴⁾은 2010년 11월 말 1심과 2011년 5월 31일 항소심에서 모두 법원은 KIKO가 구조적 불공정에도 환헤지에 부적합한 것으로는 볼 수 없기 때문에 은행의 과실이 없다고 판결하였다. 법원은 판결문에서 2008년 당시 KIKO는 환율의 변동과 전망을 고려한 확률적 분포등에 비추어 불공정한 파생상품으로 보기는 어려우며, 다수의 외화유입 및 환헤지 거래경험 등 재무적 상태로 비추어 은행의 계약 권유가 설명의 의무나 적합성의 원칙을 위반했다고 볼 수 없다고 하였다.

이렇게 KIKO로 인해 피해를 입은 중소기업 공동대책위원회는 법원의 판결에 대법원 항소의 입장을 밝혔으며, 2013년 11월 전자부품 수출기업인 심택이 씨티그룹, 도이치뱅크, 크레디트스위스, 바클레이즈, 로열뱅크오브스코틀랜드(RBS), UBS 등을 상대로 뉴욕주 남부지방법원에 소송을 제기하였다.

실제로 KIKO계약을 맺은 중소기업 중에서 Knock-In 발생 시 은행에게 매도해야 하는 달러가 매출액을 초과하는 중소기업은 519개 업체중에 71개 업체인 것으로 알려졌다.⁵⁾

본 연구는 이러한 문제의식에서 출발하여 KIKO를 비롯한 파생상품의 리스크 요인을 살펴보고 중소기업제조업체의 본질적인 환리스크 관리방안에 대해 연구해 보고자 한다.

4) 김중윤, “키코(KIKO) 법정공방 어디까지 왔나, 효력정지가처분 신청 전초전 - 피해기업 유리한 판정승”, 중소기업수출지원센터, 2009. 4. 29자. 접속일 : 2016. 1. 12,

http://www.exportcenter.go.kr/common_board/weeklytrade/notice_read.jsp?curPage=1&num=664&board_type=2

5) 서울중앙지방법원, 2013년 7월 18일 대법원 공개변론

II. 파생상품과 외환거래

1. 파생상품의 개요

(1) 파생상품의 정의

금융상품은 원본손실에 따라 비금융투자상품⁶⁾과 금융투자상품⁷⁾으로 나뉜다.

금융투자상품은 원본초과 손실 여부 및 위험의 정도에 따라 파생상품과 증권으로 구분할 수 있고, 파생상품은 거래의 장소에 따라 장내와 장외 파생상품으로 구분된다.⁸⁾ 파생상품은 기초자산에서 파생된 금융상품으로 기초자산의 변동에 따라 그 가치가 결정된다. 파생상품은 그 자체로써 독자적 상품이 될 수 있지만 기초자산이 가지고 있는 리스크 방어인 헤지를 하기 위한 목적이 주를 이룬다. 파생상품의 기초자산은 통화, 주식, 이자율, 지수 등 전통적 상품과 원유, 금과 같은 비금융상품도 가능하며 최근 CDS(creditdefaultswap)⁹⁾와 같은 신용(credit)을 기초자산으로 하는 파생상품도 거래되고 있다. 우리나라의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하, 「자본시장법」)에서는 다음 세 가지 중 하나에 해당되는 계약상의 권리를 파생상품으로 규정하고 있다.

첫째, 기초자산이나 기초자산의 이자율, 단위, 지표, 가격 또는 이를 바탕으로 하는 지수 등에 의해 산출된 금전을 장래의 특정한 시점에 인도하는 것을 약정하는 계약이다.

둘째, 당사자 중 한쪽의 의사표시에 따라 기초자산 혹은 기초자산의 이자율, 단위, 지표, 가격 또는 이를 바탕으로 하는 지수 등에 의해 산출된 금전을 수수하는 서래를 성립시키는 권리를 부여하는 약정 계약이다.

셋째, 장래 일정 기간 동안 미리 책정한 가격으로 기초자산 혹은 기초자산의 이자율, 단위, 지표, 가격 또는 이를 바탕으로 하는 지수 증에 의해 산출된 금전 등을 교환할 것을 약정하는 계약이다.¹⁰⁾

6) 주로 은행에서 취급하는 정기적금, 예금 등이 원금이 보장되는 대표적인 비금융투자상품이며, 증권사 등에서 취급하는 원금 보장형 CMA와 같은 금융상품들도 비금융투자상품으로 분류할 수 있다.

7) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서 “금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전 등”이라 함)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서 그 권리를 취득하기 위해 ① 지급하였거나 지급해야 할 금전 등의 총액이 ② 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 함)이 있는 것을 말합니다(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제3조제1항 본문).

8) 증권은 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전 등(원본) 이외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무를 부담하지 않는 금융투자상품을, 파생상품은 투자자가 원본 이외에도 추가적인 지급의무를 부담할 수 있는 금융투자상품을 의미(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」).

9) 국가나 기업이 투자자들을 대상으로 채권을 발행하면 투자자들이 채권의 부도위험을 피하기 위해 매입하는 보험증서로써, CDS프리미엄이 높아졌다는 것은 국가 신용도가 나빠져 국외 채권을 발행할 때 더 많은 비용이 든다는 것을 의미한다.

(2) 파생상품의 분류

파생상품은 기초자산, 거래방식, 거래장소, 이용목적 등 다양한 기준에 의한 분류가 가능하다. 우선 기초자산에 따라 주식파생, 외환파생, 일반상품, 금리파생, 신용관련파생으로 구분된다. 거래방식에 따라 선물(future)¹¹⁾, 선도(forward)¹²⁾, 스왑(swap)¹³⁾, 옵션(option)¹⁴⁾, 신용파생상품(Credit Derivative Products)¹⁵⁾로 구분된다.

거래장소에 따라 장내파생상품(exchange trade derivative)¹⁶⁾과 장외파생상품(over the counter derivative)¹⁷⁾으로 구분된다.

〈표 1〉 파생상품의 분류

기초자산	거래방식	거래장소	이용목적
<ul style="list-style-type: none"> · 주식파생 · 외환파생 · 일반상품 · 금리파생 · 신용관련파생 	<ul style="list-style-type: none"> · Future · Forward · Swaps · Option · Credit Derivative Products 	<ul style="list-style-type: none"> · Exchange trade derivative · Over the counter derivative 	<ul style="list-style-type: none"> · Hedge trade · Arbitrage trade

출처 : 연구자 재구성, 서민호, 「파생상품회계론」, 형성, 2010. 참고.

10) 이상제, 김영도, “키코 파생상품의 이해”, 「한국 금융연구원」, pp.3~4, 2000.
 11) 한경 경제용어사전, “선물”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자, 파생상품의 한 종류로 선매후물(선매매, 후물건인수도)의 거래방식을 말한다.
 12) 한경 경제용어사전, “선도거래”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자, 현재 정해진 가격으로 특정한 미래날짜에 상품을 사거나 파는 거래를 말한다.
 13) 한경 경제용어사전, “스왑”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자, 스왑은 이자율위험과 환율위험 등을 헷지하는 파생금융상품의 하나로써 거래일방 당사자가 보유하고 있는 지급수단과 거래 상대방이 보유하고 있는 지급수단을 교환하는 것을 내용으로 하는 금융계약을 말한다.
 14) 한경 경제용어사전, “옵션”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자, 옵션거래는 주식, 채권, 주가지수 등 특정 자산을 장래의 일정 시점에 미리 정한 가격으로 살 수 있는 권리와 팔 수 있는 권리를 매매하는 거래를 말한다.
 15) 한경 경제용어사전, “신용파생상품”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자, 기초자산인 대출 및 회사채 등에 내재된 신용위험의 일부 혹은 전부를 기초자산과 분리하여 거래당사자간에 이전하는 금융거래 계약 형태의 금융상품을 말한다.
 16) 가격 이외의 모든 거래 요소가 표준화되어 있는 파생상품 거래시장에서 거래되는 한국거래소(KRX)나 혹은 거래소에 상장되어 거래되는 파생상품(선물, 장내옵션)을 말한다.
 17) 표준화되어 있지 않은 파생상품이 거래소를 통하지 않고 시장 참여자 간에 일대일로 직접 거래되는 것으로 장외거래는 유연성이 있고, 맞춤형 거래 가능, 거래 상대방끼리만 동의하면 어떠한 조항도 넣을 수 있다.(장외옵션, 스왑, 선도거래)

2. 외환 파생상품의 현황과 특징

(1) 국내 파생상품 시장의 현황

장외파생상품의 전 세계 거래규모¹⁸⁾는 KIKO 발생 당시 596조 달러에 이르고 있었다. 파생금융상품의 거래규모가 증가한 이유는 리스크 위험에 따른 위험회피 수요와 자산의 증가를 동반하지 않는 수익으로서 파생상품 수요 증가를 원인으로 들 수 있다.

또한 당시 장외파생상품시장은 국내 파생상품시장에서 압도적 규모를 차지하고 있었으며, 2008년 3분기 잔액기준 6,855조원을 차지하며, 전체 파생상품 잔액의 98.15%를 기록하고 있었다. 이중 금리 관련 상품의 잔액이 3,589조원으로 52.4%를 차지하며 가장 많았으며, 통화 관련 상품은 46.1%로 3,157조원을 차지하고 있었다. 통화관련 상품의 거래 비중이 상대적으로 다른 나라에 비해 높은 것은 국내 채권시장에서 외국인의 참여가 낮아 금리 파생상품의 거래가 활발하지 않은 부분도 있으며, 아직 원화가 국제 통화로서의 기능을 하지 못하기 때문에 원화 보유로 인해 발생하는 리스크를 회피하려는 목적 거래가 활발하기 때문인 것으로 판단된다.¹⁹⁾

(2) 외환 파생상품의 발전과 상품별 특징

국내에서 거래되는 외환파생상품은 통화선도거래(outright forward, 이하 단순 선물환²⁰⁾)이다. 단순 선물환 거래는 특정한 미래시점에 정해진 가격으로 외환 매매를 행사할 것을 약정하는 거래이다.

선물환의 가격은 거래 대상 통화간의 금리 발생 차이에 의해 결정되며 현물포지션과 같은 규모로 반대 포지션의 선물환 거래가 이루어 졌을 경우 만기 환율에 상관없이 현금흐름이 확정된다. 환위험을 줄이기 위한 거래로서 미래 시점에 매매해야 하는 외환 물량을 사전에 은행과 미리 계약하고 확정하는 거래이다. 환차손을 관리하기 위한 방법으로 주로 이용되는 다른 방법은 풋옵션(put option)이나 콜옵션(call option)과 같은 바닐라옵션(vanilla option)²¹⁾이 있다. 이는 행사가격으로 미래의 특정한 시점에 기초자산을 매매할 수 있는

18) 장외파생상품의 규모는 BIS에서 3년마다 주요국의 중앙은행을 대상으로 조사하고 있으며, 2013년 한국을 포함한 53개국이 참여하였다. 2013년 6월 당시의 세계 장외파생상품 명목잔액은 692조 900억 달러였다. 명목잔액에서 차지하는 비중은 금리파생상품이 83.3%로 가장 컸다. 뒤이어 외환파생상품(11.7%), 신용파생상품(3.6%), 주식파생상품(1.0%) 등의 순이었다.

19) 조유란, “키코를 통해 살펴 본 환위험헤지에 관한 연구”, 성신여자대학교 석사학위논문, pp32~33, 2011

20) 선도거래란 특정 상품을 정해진 날에 정해진 가격으로 거래가 이루어지는 것을 말한다. 통화 선도거래의 경우에는 정해진 날에 정해진 이자율로 거래를 한다. 예를 들어보자면, 시에틀에 위치한 Tiz, inc가 90일 후에 100만 홍콩 달러가 필요하다고 할 때, 세 가지 방법을 이용하여 거래를 할 수 있다. 첫째는 홍콩달러를 즉시 구입하는 방법, 둘째는 90일 후에 홍콩달러를 구입하는 방법, 셋째는 90일 후에 정해진 환율로 선도거래(Forward contract)를 하는 것이다. 만약에 90일동안 홍콩달러의 가치가 절상된다고 예상된다면 선도거래를 통하여 더 적은 가격으로 거래를 할 수 있다.

21) 매수/매도 동시 포지션, 어느 방향으로든 움직일 수 있다.

권리를 말한다. 바닐라 옵션은 환율의 갑작스런 상승이나 하락의 위험을 피할 수 있는 장점을 지닌 반면 옵션의 매매거래를 위한 프리미엄²²⁾을 지불해야 한다. 일반적인 옵션의 프리미엄은 변동성 상승과 만기가 장기화될수록 증가되며, 변동성에 매우 민감하게 반응한다. 이러한 외환파생상품에서 시작하여 다양한 형태의 상품이 등장하였다. 리스크 리버설(risk reversal)²³⁾, 스트랭글(strangle)²⁴⁾, 스트래들(straddle)²⁵⁾, 광범위 선물환(seagull) 등 풋옵션과 콜옵션이 조합된 상품들이 개발되었다.

또한 디지털 옵션(digital option)²⁶⁾, 룩백옵션(look back option)²⁷⁾, 퀀토 옵션(quanto option)²⁸⁾과 같은 이색옵션 등이 등장하였다.²⁹⁾

Ⅲ. 중소기업의 환헤지 배경과 KIKO 실패요인

1. 중소기업의 환헤지 배경

국내의 수 많은 수출기업들이 KIKO 통화옵션거래계약을 하던 2006년~2007년 당시에 국내외 주요 기관들은 <표3-2>와 <표3-3>과 같이 그 다음 연도에 점진적 환율하락을 예상하였다. 2000년대 초반 원달러 환율은 지속적으로 하락하였으며, 2005년 초 1,000원에 근접하였으며, 2006년 초반 950원 전후에서 점진적으로 하락세를 보였으며, 2006년과 2007년 연간 환율 변동폭은 60원을 넘지 않았다.

- 22) 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.
- 23) 리스크 리버설은 콜옵션과 풋옵션의 변동성 차이를 나타낸다. 특히 외환시장에서 리스크 리버설이 양수(+)를 나타내면 미래 현물 환율이 상승할 것이라는 기대가 하락할 것이라는 기대보다 더 많음을 의미하기 때문에, 향후 환율변동의 방향성(환율상승)을 예측하는 지표로 사용되고 있다.
- 24) 스트랭글(strangle)은 두옵션간에 만기는 같으나 행사가격을 달리하는 경우를 말한다. 기본적으로는 스트래들과 같은 유형으로서 역시 매입스트랭글(long strangle)과 매도스트랭글(short strangle)로 나눌수 있습니다. 스트래들과의 차이점은 이익 또는 손실이 발생하려면 기준물의 가격 변동폭이 더욱 커야하나 그 증가폭 스트래들에 비해 상대적으로 완만하다는 것이다.
- 25) 외환 트레이더들은 스트래들 포지션 (Straddle)을 통해 미래 예상 환율이 아닌 환율의 변동 폭 자체에 대해 베팅할 수 있다. 스트래들 포지션은 같은 행사 가격과 만기를 지닌 콜 옵션과 풋 옵션을 동시에 매매함으로써 만들어진다.
- 26) 디지털옵션(Digital Option)은 비연속적인 현금흐름을 갖는 옵션이다. 이는 주가가 행사가격 이상으로 상승하면 사전에 약정한 일정금액(Q)을 받는 옵션이다. 디지털 콜옵션의 가격은 비교적 쉽게 구할 수 있다. 즉, 주가 옵션의 만기 시에 행사가격보다 높을 확률은 일반적으로 $N(d2)$ 이므로 이 옵션의 가격은 $C=Q*\exp(-rT)*N(d2)$ 이다.
- 27) 만기시 기초자산의 가격변동 중에서 보유자에게 가장 유리한 가격을 행사가격으로 선택할 수 있도록 권리를 부여한 옵션을 말한다. 즉 콜옵션의 경우 보유자는 만기일 이전에 실현된 기초자산의 가격 중 가장 낮은 가격으로 매입할 수 있으며, 풋옵션의 경우에는 옵션기간 중 실현된 가장 높은 가격으로 매도할 수 있다.
- 28) 퀀토라는 이름은 수량조정옵션(quantity-adjusting option)의 약어이다. 기초자산이 A통화 표시지만 결제는 B통화에 대해 고정환율로 현금결제가 이뤄지는 파생상품을 의미한다.
- 29) 이상제, 김영도, "키코 파생상품의 이해", 「한국 금융연구원」, pp.11~13, 2000.

특히 2007년 하반기 부터는 스왑포인트 하락과 원달러 환율 변동폭의 축소로 수출기업들에게 환위험 헤지를 할 수 없는 환경이 전개되었고, 좀 더 높은 환율의 환위험을 방어할 수 있는 KIKO상품을 매우 선호하게 되었다.

〈표 2〉 기관별 2007년 환율 전망(KRW/USD)³⁰⁾

기관명	전망일	'07평균	1분기	2분기	3분기	4분기
중소기업연구원	2006. 12	915.0	915.0	910.0	908.0	905.0
삼성경제연구소	2006. 11			937.5		915.5
산업은행	2006. 12	920.0	920.0	930.0	920.0	910.0
City Group	2006. 12	922.6	910.0	900.0		900.0
Morgan Stanley	2006. 12		900.0	880.0	870.0	860.0

출처 : 전국은행연합회, 기관별 2007 환율전망(KRW/USD), p.5, 2009

〈표 3〉 기관별 2008년 환율 전망(KRW/USD)³¹⁾

기관명	전망일	'07평균	1분기	2분기	3분기	4분기
중소기업연구원	2007. 12	915.0	925.0	920.0	910.0	905.0
삼성경제연구소	2007. 11	910.0				
산업은행	2007. 12	905.0				
City Group	2007. 12		900.0	890.0	880.0	880.0
Morgan Stanley	2006. 12		930.0	935.0	915.0	900.0

출처 : 전국은행연합회, 기관별 2008 환율전망(KRW/USD), p.5, 2009

30) 전국은행연합회, 기관별 2007 환율전망(KRW/USD), p.5, 2009

31) 전국은행연합회, 기관별 2008 환율전망(KRW/USD), p.5, 2009

2. KIKO의 특징 및 수익구조

(1) KIKO의 특징

KIKO상품의 특징은 다음 세 가지로 요약할 수 있다.

우선, ‘장외파생상품’이라는 점과, 둘째, ‘제로코스트(zero cost)’, 셋째, ‘레버리지’와 ‘베리어(barrier)’의 복합옵션 상품이라는 것이다. 물론 모든 KIKO옵션에 레버리지가 있지는 않으며, 레버리지가 없는 KIKO옵션 상품도 있다. 사회적으로 이슈가 되고 있는 KIKO의 논쟁은 앞서 제시한 세 가지의 특징과 관련이 있다. 우선 첫 번째 특적인 장외파생상품의 특징과 관련한 논쟁은 다음과 같다.

장외파생상품은 거래소에 상장되는 거래와는 달리 거래 당사자와 상호간의 계약에 의해 거래소의 중간 매개체 없이 진행된다. 때문에 상장상품의 경우와는 달리 상품 자체의 리스크와 동시에 거래상대방위험이 항상 존재하게 된다. 그리고 금융감독기관의 모니터링이나 상시 감독체계를 벗어나 있는 것이 현실이다.

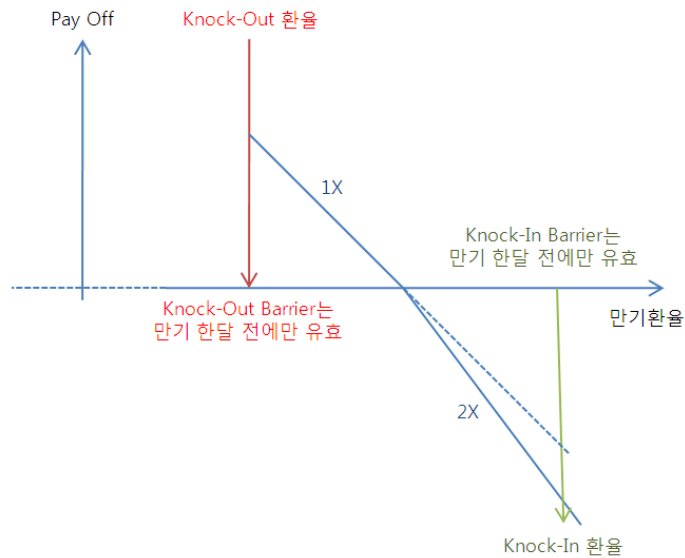
두 번째 KIKO의 특징은 ‘제로코스트(zero cost)’상품이라는 점이다. 옵션을 매매하는 수출기업은 일정한 대가를 지불하게 된다 이때 수익을 위한 투기 목적이 아닌 환위험으로부터의 방어를 위한 목적의 경우 옵션 프리미엄은 부담이 될 수 있다. 수출기업은 환위험으로부터의 방어를 위해 선물환의 파생상품을 이용하기 위해서는 대가를 위한 가격을 지불해야 한다. 수출기업의 입장에서는 환 위험에 대한 보험이 필요하였으며, 파생상품은 보험상품의 역할이고 프리미엄은 일종의 보험료 역할을 하였다. 보험료 지불에 부담을 느낀 수출기업에게 KIKO라는 파생상품은 매우 매력적인 상품이었을 것이다. 하지만 이 상품은 환율이 ‘일정한 구간에서 변동폭을 가지고 있어야 한다’는 전제 하에 성립된다. 즉, 일정한 구간을 벗어난다면 환위험에 노출되는 상품이라는 것이다.

세 번째, KIKO 상품은 레버리지와 구간이 있는 통화옵션 상품으로서의 논쟁이다. KIKO의 옵션은 환율의 일정 구간인 Knock-In과 Knock-Out의 베리어가 있으며, 그 구간에 따라 또 다른 옵션이 적용되어 레버리지가 존재하는 복합상품이다. 환율의 일정 구간 내에서는 옵션의 권리를 행사할 수 있지만, 그 범위 밖에서는 또 다른 옵션이 적용된다.

(2) KIKO의 수익구조

KIKO의 계약은 다음의 <그림 1>의 Payoff Diagram과 <표 4>의 Term sheet에서 볼 수 있는 것처럼 여러 개의 만기가 strip으로 엮여있는 계약이다.

〈그림 1〉 KIKO계약(2배 레버리지) 업체의 Pay Off³²⁾



출처 : BNP Paribas, "Foregin Exchange Derivatives Handbook", London. 2008.

Barrier가 유효는 매월 만기 전 1개월 동안이며, Knock-In이나 Knock-Out 발생되면, 발생된 월 만기 계약에만 영향을 미치고 잔존 계약에는 영향을 주지 못한다.

은행은 매월 만기에 Profile에 의해 정산액을 결정하고 잔존계약에 대한 평가금액을 당시 환율을 적용하여 계약한 기업에 알려준다.³³⁾

〈표 4〉 KIKO의 만기 구조와 거래 프로파일

만 기	12개월 / 매월
정산일 및 방법	정산(매월단위) 후 최종 만기일에 총액 수수
원금	매월 USD 100만\$ vs USD 200만\$
행사환율	995
낙인 환율	910
낙아웃 환율	1,050
Barrier시작일	매월 만기 1개월 전
Fixing	서울시간 매월 만기일 오전 11시 Reulter KFTC30 중간환율

32) BNP Paribas, "Foregin Exchange Derivatives Handbook", London. 2008.

33) 조유란, "키코를 통해 살펴 본 환위험해지에 관한 연구", 성신여자대학교 석사학위논문, p40, 2011.

Profile	<p>매월 만기일에 barrier 관찰 기간 동안 낙아웃 환율 이하로 거래되지 않았으면</p> <ul style="list-style-type: none"> · barrier 관찰 기간 동안 낙인 환율 이상으로 거래되지 않았으면 <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Fixing 환율이 행사 환율 이하이면 행사환율에 USD 100만\$ 매도 ⇒ Fixing 환율이 행사 환율 초과이면 행사권 없음 · barrier 관찰 기간 동안 낙인 환율 이상으로 거래되었으면 <ul style="list-style-type: none"> ⇒ Fixing 환율이 행사 환율 이하이면 행사환율에 USD 100만\$ 매도 ⇒ Fixing 환율이 행사 환율 초과이면 USD 200만\$ 매도 · barrier 관찰 기간 동안 낙아웃 환율 이하로 거래되었으면 <ul style="list-style-type: none"> ⇒ 행사권 없음
---------	---

출처 : 연구자 구성, <그림 1> 활용

3. 중소기업의 KIKO를 통한 환헤지 실패 원인

KIKO상품은 레버리지옵션 상품으로써 Knock-in 구간에서 2배의 금액을 거래하는 상품이다. 환율이 상승해야지만 조건이 성립하는 Knock-in의 가능성은 KIKO 계약이 활발하던 당시(2007년) 안정적인 환율의 흐름과 환율하향의 추세였기 때문에 Knock-in 구간의 환율 상승은 매우 희박해 보였다.³⁴⁾ 하지만 금융위기의 발생으로 환율은 급상승하였으며, 희박하던 Knock-in 구간에 진입을 하고 계약조건에 따른 2배 이상의 레버리지로 인해 수 많은 수출기업의 손실을 크게 늘게 되었다. 이러한 배경으로 살펴본 KIKO통화옵션 상품의 실패 원인을 살펴보면 다음 네 가지로 살펴볼 수 있다.

첫째, 수출기업의 내부 환경적 요인이다. 특히 환리스크를 관리하고 있는 재무 담당자의 비전문적 지식이 지적되고 있다. KIKO상품은 결국 파생상품으로써 한쪽이 이익이 다른 쪽은 손해인 제로섬(zero sum)구조 이다. 그리고 기업 자체적인 ‘환헤지 매뉴얼’이 존재하지 않는 상황에서 많은 수출기업들이 KIKO 계약을 진행했기 때문에 그 손실은 더욱 커졌던 것이다.

둘째, 제도적 원인이다. 기업은 환위험 방어를 위한 완벽한 목적이 아닌 일부 투기의 목적으로 KIKO라는 불완전 상품 계약을 진행한 것이다. 또한 장외파생상품인 KIKO는 특성상 시장감시 시스템의 모니터링 대상 밖에 있으며, 사전 허가 등의 절차 없이 계약이 진행되기에 장내 상품에 비해 위험 요인이 크다. 이런 특징과 함께 은행의 입장을 들어줄 수 밖에 없는 수출기업은 은행의 적극적인 마케팅 속에 KIKO의 계약규모는 증대될 수 밖에 없었다.

34) 실제로 당시 주요 경제 연구소 및 각 은행들은 다음과 같은 환율전망을 제시하였다. “원화는 이미 다른 아시아통화에 비해 상당히 절상되어 있어 추가적인 절상폭은 완만할 것으로 전망되며, 이러한 요인을 반영해 당사는 원/달러 환율 2006년말 전망치를 940원으로, 2007년에는 연말 920원, 연평균 930원으로 제시한다.”고 발표하였다.

셋째, 외부적 원인이다. 경제사회의 분위기로 외부 기관의 환율전망에 많은 의지를 했다는 것이다. 물론 자체적으로 환율전망을 하기는 매우 어려운 상황이며, 이로 인해 은행이나 경제연구소에서 제시하는 환율전망에 의해 의사결정을 하게되었다는 점이다. 수출기업은 외부환경의 변화에 대해 연구소나 은행에 비해 정보의 비대칭적 특성을 가지고 있다. 은행이 환율의 변화 등 경제적 변수에 대한 습득이 당시의 수출기업보다는 우월한 위치에 있는 것은 사실이다. 국내 증시의 환경적 요인도 들 수 있다. 국내 증시는 외국 투자자의 높은 시장 점유율을 보이고 있으며, 예기치 못한 금융시장의 요인이 발생하면 외국인 증시 이탈에 따른 달러수요의 증가와 함께 급격한 환율상승이 이루어 질 수 있다는 점도 KIKO사태의 원인이라 할 수 있다.

마지막으로 KIKO상품 자체의 구조적 문제이다.

KIKO 상품이 환위험을 방어할 수 있는 완벽한 상품이 아니라는 것이다. 베리어 구간이 존재하는 상품으로써 Knock-out 구간에서의 계약무효와 Knock-in 구간에서의 레버리지 적용이라는 구조가 환헤지의 실패 원인이라 할 수 있다.

Ⅳ. 중소기업의 환리스크 과제와 관리방안

1. 환리스크의 유형

중소제조기업은 수출거래를 위해 환리스크에 항상 노출되어 있다. 그리고 환헤지를 위해 KIKO와 같은 파생상품가입이 계속 검토될 수 있는 상황에 놓여 있다. 중소기업의 직면한 환리스크의 유형은 다음과 같다.

(1) 환산 환리스크

외국통화로 표현된 금액을 국내 기업의 보고통화의 단위로 계량하는 과정을 환산이라고 하며, 이때 화폐의 표현만 바뀌게 된다. 이는 한 국가의 통화를 다른 국가의 통화로 화전하는 것과는 차이를 둔다. 이는 기업회계 기준 제49조³⁵⁾ 외환환산손익과 제68조³⁶⁾ 외환자산채의 환산에 규정되어 있다.

35) 외화환산이익 또는 외환환산손실을 결산일에 화폐성 외화자산 또는 화폐성 외화부채를 환산하는 경우 환율의 변동으로 인하여 발생하는 환산손익으로 한다.

36) 화폐성 외화자산 및 화폐성 외화부채는 대차대조표일 현재의 적절한 환율로 환산한 가액을 대차대조표 가액으로 한다. 비화폐성 외화자산 및 외환부채는 원칙적으로 당해 자산을 취득하거나 당해부채를 부담한 당시의 적절한 환율로 환산한 가액을 대차대조표 가액으로 한다.

(2) 거래 환리스크

예기치 못한 환율변동으로 기체결된 상품에 대해 수출입이나 외국통화 차입 등 외화통화 거래가 특정한 미래에 이루어 질 때 발생하는 외환차손 또는 외환차익이 발생할 수 있는 가능성을 말한다.

(3) 영업 환리스크

예기치 못한 환율변동으로 판매가격, 판매량, 원가 등 영업적 손실에 영향을 주어 현금흐름의 악화와 영업이익이 낮아지게 될 가능성을 말한다.

2. 환리스크의 과제

(1) 수출중소기업의 취약한 환리스크 관리

앞서 살펴본 KIKO사례와 같이 중소기업의 가장 큰 문제점은 환리스크 관리에 매우 취약하다는 것이다. KIKO피해 당시 대외경제정책연구소에 따르면 중소기업의 약 25%만이 환리스크 관리를 하고 있었으며, 이중 63%는 외환등급 D등급 이하인 것으로 나타났다.³⁷⁾ 따라서 중소기업의 재무관리 담당자는 환리스크 관리가 필요한 시점이다.

(2) 내부 관리체계 형성 미흡

환리스크 관리를 위한 가장 기본이 되는 과제는 매뉴얼 구축이다. 기업 내부의 관리규정에 실제로 환위험을 관리할 수 있는 조직을 구축하고 이를 위한 전산시스템을 구축해야 한다.³⁸⁾

(3) 환리스크 한도설정 및 운영 미흡

기업이 감당할 수 있는 환리스크의 한도를 파악하고 기준을 설정해야 한다. 일별 손실 한도, 전체 손실한도, Var 한도 등을 설정하고 기업의 재무관리를 할 때 부실을 사전에 방지가 가능하다.

37) 대외경제정책연구원에 따르면 대기업의 18%만이 외환등급 D등급 이하인 것으로 나타남

38) 신귀현, 국내기업의 환리스크 관리실태 및 개선방안 연구, 전북대학교 교육대학원, 석사학위과정, pp54-55, 2007.

3. 중소기업의 환리스크 관리개선 방안

(1) 경영자의 환리스크 관리 인식전환

중소기업은 대기업과는 달리 성장의 과정에서 급격한 외부환경에 대한 경험이 부족할 뿐만 아니라 대외환경에 따른 위험관리체감이 부족하기 때문에 내부의 리스크관리 시스템이 적용되지 않는 경우가 많다. 경영자의 환위험 관리에 대한 인식 전환을 통해 실제 관리체계가 구축되고 실무자 역시 적극적인 지식습득을 해야 할 것이다.

(2) 자체기술 경쟁력 강화

수출결쟁력 강화를 위한 차별화된 수출품목 개발과 함께 R&D 투자 확대와 신기술 습득에 기울여야 한다. 중소기업중앙회³⁹⁾에 따르면 많은 중소수출기업이 환 위험방어에 대한 자체대책을 세우고 있는 것으로 나타났다.

(3) 환리스크 관리방안의 정책 시스템 전환

중소수출기업의 환리스크 관리방안을 독려하기 위한 정책적 대안으로 환리스크관리가 미흡한 중소기업에 별점을 주는 방식이 아닌 관리가 잘 이루어지고 있는 기업에 이점을 주는 방식으로 바뀌어야 한다.

V. 결 론

2007년 미국 발 금융위기로 인해 파생금융상품은 국제적 위기로 급속히 전파되었고, 국내에서도 이로 인한 외국인 자본이탈현상이 진행된 바 있다. 금융위기 전 까지 급격한 성장을 이루어오던 국내 자본시장은 환율 변동성으로 인한 리스크를 외화부채 확대를 통해 방어해 왔지만 전 세계적 금융위기에 따른 달러의 이탈현상으로 환율급등과 함께 은행의 환율관련 파생상품 계약을 체결한 수많은 중소수출기업들이 도산위기에 처하게 되는 사건이 발생하였다.

앞서 살펴본 것처럼 2007년 금융위기 당시 국내의 중소수출기업의 환리스크 관리는 매우 미흡한 것으로 나타났다. 실제로 당시 중소수출기업이 은행과 체결한 환위험 방지 파생상품은 스노우볼(Snowball), 피벗(PIVOT), 키코(KIKO) 등이 있으며, 2008년 6월 기준 KIKO로 인한 중소수출기업의 피해규모는 약 1조 4천억원 달러에 이르는 것으로 파악되었다.

39) 환율급락에 따른 수출 중소기업 영향조사결과보고, 수출중소기업 130개사 조사 : 2005. 2. 25 ~ 3. 3

중소수출기업이 KIKO와 같은 파생상품의 활용 실패 원인으로는 첫째, 기업의 내부적 요인이 있다. 둘째, 제도적원인, 셋째 외부적 요인, 마지막으로 KIKO 상품의 구조적 원인을 들 수 있다. 우선 기업의 내부적 원인으로 가장 큰 문제는 기업의 환위험관리 담당자의 비전문성이 지적되고 있다. 제도적 원인으로 파생상품의 특성상 시장감시 시스템의 모니터링 대상의 밖에 있는 부분과 은행과의 관계에서 은행의 입장을 들어 줄 수 밖에 없는 수출기업의 입장을 제시하였다. 외부적 요인으로 은행에 비해 기업이 환율전망에 대한 비대칭적 정보습득과 함께 KIKO상품 자체의 베리어 구간이 존재하는 불완전한 구조를 밝힌 바 있다. 이처럼 국내 중소기업이 안고 있는 파생상품을 통한 환리스크 관리를 위해서는 우선 경영자의 의식전환과 함께 해당실무자의 전문적인 지식습득이 이루어 져야 할 것이다. 그리고 자체의 기술력 강화를 통한 대외수출경쟁력 강화가 반드시 이루어 져야 하며, 환리스크 한도설정과 같은 제도적 장치마련과 환리스크 관리 우수기업에 대한 제도적 이점을 줌으로써 중소기업의 환리스크 관리를 독려해야 할 것이다. 이를 위해 정부, 금융회사, 경제단체 및 유관기관들의 선도적 역할이 이루어 져야 하며, 특히 금융회사에 의존하고 있는 많은 중소기업을 대상으로 환리스크 관리에 대한 지속적인 전파가 요청된다. 파생계약이 대규모로 판매된 찾아보기 힘든 과거의 KIKO 사태를 중심으로 비슷한 사고가 반복되는 현 시점에 중소기업의 환리스크 관리 독려 및 불특정 다수에게 판매되는 고위험 파생상품계약이 철저히 관리감독 되어야 할 것이다.

참고문헌

- 김선정, “일본의 금융분야 ADR에 관한 검토”, 「중재연구」, 제20권 제3호, 한국중재학회, 2010.
- 김완중, WarrenPark, 이승훈, “파생금융상품 리스크관리 실패사례 분석 및 시사점”, 「금융연구시리즈」, 제6호, 하나금융경영연구소, 2008
- 김운섭, “환리스크 관리”, 「한국금융연수원」, 10. 27, 2004.
- 김용길, “금융분쟁에 있어서 ADR 제도의 효율적인 운영방안”, 「중재연구」, 제24권 제2호, 2014.
- 김종윤, “키코(KIKO) 법정공방 어디까지 왔나, 효력정지가처분 신청 전초전 - 피해기업 유리한 판정승”, 중소기업수출지원센터, 2009. 4. 29자. 접속일 : 2016. 1. 12, http://www.exportcenter.go.kr/common_board/weeklytrade/notice_read.jsp?curPage=1&num=664&board_type=2

- 박용희, “우리나라 수출기업의 환위험관리와 환변동보험에 관한 연구”, 인제대학교 경영대학원 경영석사학위 논문, 2010.
- 백승오, “국내 기업의 통화옵션 상품 중 KIKO를 통한 환헤지 실패 사례 연구”, 서울시립대학교 경영대학원 석사학위 논문, 2008.
- 신귀현, “국내기업의 환리스크 관리실태 및 개선방안 연구”, 전북대학교 교육대학원 석사학위논문, 2007.
- 이상제, 김영도, “키코 파생상품의 이해”, 「한국 금융연구원」, 2000.
- 이용권, “글로벌 투자기업의 특성에 관한 실증연구”, 「중재연구」, 제21권 제20호, 2011.
- 정재호, “기업의 합리적인 환위험관리방안의 고찰-옵션파생상품을 이용한 2008년 기업의 환위험 사례를 중심으로”, 서강대학교 경영대학원석사학위논문, 2008.
- 진석용, “한국 기업의 환위험 수위”, LG BusinessInsigt, 「LG 경제연구원」, 2009.
- 박선중, “파생상품의 법적 규제에 관한 연구 : KIKO 소송을 계기로 하여”, 고려대학교 박사학위논문, 2011.
- 임병철, “신용파생상품 구조설계와 금융회사의 위험노출”, 「한국금융연구원」, 2006.
- 서민호, 「파생상품회계론」, 형성, 2010.
- 성민섭, “키코 통화옵션계약의 무효·취소 가능성에 대한 소고”, 「경제법연구」, 제8권 제1호, 삼성출판사, 2009.
- 이희중, “키코통화옵션계약에 관한 법적 고찰”, 「경영법률」, 제20집 제2호, 2010.
- 조유란, “키코를 통해 살펴 본 환위험헤지에 관한 연구”, 성신여자대학교 석사학위논문, 2011
- 전국은행연합회, 기관별 2007 환율전망(KRW/USD), p.5, 2009
- 한경 경제용어사전, “Knock-in Knock-Out”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자
- 한경 경제용어사전, “PIVOT”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자
- 한경 경제용어사전, “Snowball”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 1. 12자
- 한경 경제용어사전, “선물”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자
- 한경 경제용어사전, “선도”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자
- 한경 경제용어사전, “옵션”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자
- 한경 경제용어사전, “신용파생상품”, 「한국경제신문/한경닷컴」, 접속일 : 2016. 2. 1자
- BNP Paribas, “Foregin Exchange Derivatives Handbook”, London. 2008.

ABSTRACT

A Study on Exporting Small & Medium Enterprises Based on Accident Types of Derivatives Transactions: Focus on Exporting Small & Medium-Sized Enterprises with KIKO Currency Option

Young-Hun Cho

2008 began with the American financial crisis which gave way to the liquidity crisis (Fannie Mae and Freddie Mac) situation in which 'the withdrawal of investment initiated from the insufficiency of the U.S. subprime mortgage loan companies', 'the large size loss situation of the financial company (Bear Stearns) due to the American structured bond insufficiency' and the second half opening part national debt mortgage company.

Within the American financial crisis was propagated the crisis of international derivatives. Due to this, the withdrawal of foreign investment progressed in the interior of a country with the considerable.

By the end of 2007, the exchange rate fluctuation was absorbed in the domestic financial circle on the belief the potentiality of the domestic financial market had been growing drastically through the expansion of the foreign currency debt according to this and it came to the defence but while the exchange rate jumped up to the dollar shortage according to the international crisis, the small and medium companies making the banks and exchange rate-related derivatives contract were going bankrupt due to the derivatives loss.

The small and medium factories establish the bank exchange rate-related derivatives has nose (KIKO), pivot (PIVOT), and snowball (Snowball) etc. at that time and the damage which it is the KIKO grasped at 6 end of the months in 2008 caused by reaches to 1 thousand billion 4 thousand hundred million dollars.

Small and medium companies in which the dollar which it has to denounce among small and medium companies bearing the KIKO contract in fact with the Knock-In generation city bank exceeds the amount of sales were known to be 68 enterprises among 480 enterprises.

This paper departs in this awareness of a problem and tries to look into the risk factor of the derivatives, including nose and study the essential ring risk management plan of small and medium manufacturer.

Key Words : KIKO, Derivatives Transactions, Risk Management