환 리스크 관리의 신경향

엄상용 · 현대경제사회연구원, 재무관리

기업의 국제간 거래 확대와 외환 시장에 대한 규제 완화로 기업의 환 리스크 부담이 증대되고 있다. 이에 따라 기업은 환 리스크를 관리할 수 있는 다양한 기법을 습득해야 한다.

환 리스크 관리 기법에는 내부 기법과 외부 기법이 있다. 내부 기법은 기업 환 위험 발생을 감소 또는 예방하는 기법이고, 외부 기법은 내부 기법으로 제거되지 않은 환 리스크를 관리하는 기법이다.

최근에는 금융 공학의 발전으로 다양한 환 리스크 관리 기법이 등장하고 있다. 그러나 이러한 신기법들이 환 리스크를 제거하는 만병통치약은 아니다. 따라서 기업은 자체적으로 환 위험을 관리할 수 있는 능력의 배양에 주력해야 할 것이다.

커져만 가는 환 위험

오늘날과 같이 불확실성이 증대하고 있는 시대에서의 기업은 여러 종류의 위험에 직면하기 마련이다. 그 중에서도 환율 변동에 따른 환 리스크는 국제화 시대를 영위하고 있는 현대 기업 경영에 있어 주요 재무적 위험으로 등장하고 있다.

과거 60년대까지만 하더라도 세계 각국은 고정환율제도를 고수하여왔기 때문에 환율 변동에서 오는 위험은 기업 경영에 있어 거의 무시되어 왔었다. 그러나 환율제도가 변동환율제도로 이행함에 따라 주요국 통화의 환율이 급속히 변동하기 시작하였고, 기업의 환 리스크 관리는 중요한 관심사로 대두되었다.

우리나라의 경우 80년대까지는 복수통화 바스켓환율제도를 운용하면서 중앙은행이 외환 시장에 수시로 개입함으로써 환율을 어느 정도 인위적으로 관리해왔었다. 그러나 1990년 3월부터는 시장평균환율제를 채택하여 자유변동환율제로의 이행을 추진하였으며, 1997년경에는 완전한 변동환율제의 시행을 계획하고 있다.

최근에는 OECD 가입과 원화의 국제화를 위하여, 환율의 일일 변동폭을 1.5%에서 2.25%로 확대하고, 외환 거래 결제 방법을 익일 결제에서 제2영업일 결제로 바꾸는 한편, 원/엔 시장의 개설을 추진하는 등 외환 시장에 대한 규제를 완화하고 있다.

외환 시장이 자유화되면 될수록 기업이 부담하는 환 리스크는 증대될 수밖에 없다. 이와 함께 국제간의 거래가 복잡해짐에 따라 환 리스크 관리 기법도 나날이 새로와지고 있다. 기업들은 기존의 환 리스크 관리 기법 이외에 새로운 기법을 습득함으로써 보다 효율적으로 환 리스크를 관리 능력을 배양하여야 한다.

전통적인 환 리스크 관리 기법

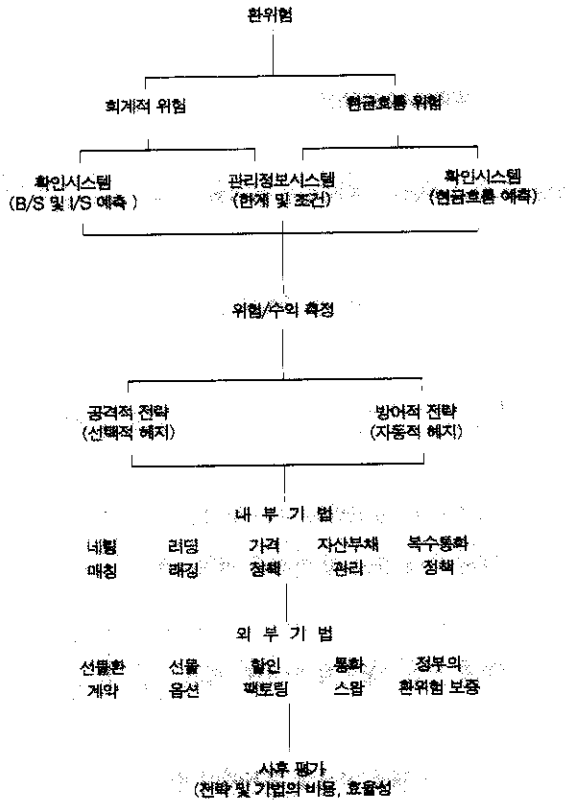
1) 환 위험의 관리 절차

기업이 환 위험을 효율적으로 관리하기 위해서는 먼저 그 기업이 가지고 있는 환 위험을 인지하고, 각 기업의 특성에 맞는 방법을 선택하여 지속적으로 관리해나가야만 한다.

이를 위해서는 우선적으로 기업에 있어 환 위험의 범위를 설정해야 하는데 이는 기업의 대외 거래 규모 및 특성에 따라 다를 수 있다. 두번째로는 기업의 환 위험에 대한 정보를 수집·분석할 수 있는 정보 체제를 구축해야 하고, 세번째는 환 위험에 대한 적절한 대응 자세를 취하여야 한다. 환 위험에 대한 기업의 대응 자세는단

순히 환 위험을 극소화시킬 것이냐 또는 환 위험 관리 과정에서 환차익을 실현시킬 것이냐에 따라 방어적 자세와 공격적 자세로 구분된다. 마지막으로 선택된 환 위험 관리 전략과 관리 방법을 사후적으로 평가하여 동 평가를 새로운 전략 및 방법에 활용할 수 있는 Feed Back 과정이 필요하다.

〈그림 2〉 환 위험의 관리 절차



2) 환 위험의 범위

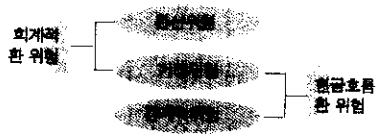
일반적으로 기업의 환 위험 범위를 분류하자면 우선 회계적 관점에서의 환 위험과 현금 흐름 관점에서의 환 위험으로 나눌 수 있다. 회계적 관점에서의 환 위험은 다시 순수 회계적 현상인 외화 표시 재무 제표 환산시 수반되는 환산 위험(translation exposure)과 외화 표시 자산, 부채의 처분 및 재평가시 발생하는 거래 위험(transaction exposure)으로 구분된다. 또한 현금 흐름 관점에서의 환 위험은 외화 표시 거래와 계약의 결제 및 수행의 시간적 차이에서 발생하는 거래 위험(transaction eposure 또는 contractual exposure)과 환율 변동으로 인한 매출액, 매출 원가, 관리비 등에 영향을 주는 경제적 위험(economic exposure)으로 구분된다.

3) 환 위험의 관리 기법

환 위험 관리 기법에는 일반적으로 환 위험을 극소화하기 위하여 기업 내부에서 재무 관리의 한 부분으로 수행되는 내부 기법과 기업 외부의 외환 시장이나 금융 시장을 이용하는 외부 기법으로 구분된다.

내부 기법은 환 위험 발생을 감소 또는 예방하기 위한 기법이다. 이러한 내부 기법에는 네팅(Netting)과 매칭(Matching), 리딩

〈그림 2〉 환 위험의 범위



(Leading)과 래깅(Lagging), 가격 정책, 자산 · 부채 관리, 복수 통화 정책 등이 있다.

외부 기법은 내부 기법에 의하여 제거되지 못한 환 위험으로부터 손실이 발생하지 않도록 관리하는 기법이다. 이러한 외부 기법에는 선물환 계약(Forward Exchange Contracts), 통화 선물(Currency Futures)과 통화 옵션(Currency Options), 할인(Discounting) 및 팩토링(Factoring), 통화 스왑(Currency Swap), 정부의 환 위험 보증 등의 방법이 있다.

새로운 환 리스크 관리 기법

최근에는 금융 공학의 발전으로 환 리스크 관리 기법 중 외부 기법의 개발이 두드러지고 있다. 이러한 기법들은 대부분 기존의 선물환 계약이나 통화 스왑 등을 응용하여 개발된 것으로 거래 방법이나 절차가 복잡하다. 이와 같은 기법의 예로는 spot- forward swap, forward-forward swap, SAFE(Synthetic Agreement for Forward Exchange) 등이 있다.

1) spot-forward swap

spot-forward swap은 현물환과 선물환이 서로 반대 방향으로 거래가 발생하는 swap이다. 이 거래는 같은 날짜에 동일한 금액에 대하여 어떤 통화를 다른 통화를 가지고 현물 환율(value spot)로 매입 또는 매도하고, 동시에 선물 환율(value forward)로 매도 또는 매입하는 거래이다.

예를 들어 우리 나라 기업이 미국에 투자하는 경우 그 기업은 현물환을 매입하여야 한다. 현재의 환율(spot rate)이 715원이라고 했을 때 만기의 환율이 715원 이하로 내려간다면 만기에 US 달러를 되팔 때에 손해를 보게 되므로 선물환을 매도해야만 한다.

이와 같이 US 달러 현물환을 매입하고 US달러 선물환을 매도하는 것을 "buy and sell US dollar against won"이라고 하고 만기시에는 현물환과 선물환 거래가 동시에 발생하게 된다.

2) forward-forward swap

만기가 긴 선물환(forward)을 만기가 가까운 forward로 앞당기거나 만기가 가까운 forward를 만기간 긴 forward로 변

경시키는 것을 forward- forward swap이라고 하며 forward against forward swap이라고도 한다. 예컨대 보유하고 있는 12 개월 선물환을 매도하고 6개월 선물환을 매입하거나 보유하고 있는 6개월 선물환을 매도하고 12개월 선물환을 매입하는 경우가 이에 해당된다.

만기가 긴 선물환을 매도하고 만기가 가까운 선물환을 매입하는 경우를 살펴보기 위하여 한 기업이 현재 12개월 US$/DM 선물환을 보유하고 있다고 가정한다. 그러나 US$와 DM의 금리차가 확대될 것으로 예상되며 US$가 DM에 대하여 디스카운트 상태에 있다. 금리차가 확대된다는 것은 디스카운트 숫자가 더 커진다는 것을 의미하며 이는 후일에 더 싼 값으로 선물환을 매입할 수 있다는 것을 의미한다.

이러한 경우 기업은 12개월 美달러 선물환을 스왑 베이스로 매도하고 3개월이나 6개월 미달러 선물환을 스왑 베이스로 매입하게 된다. 여기서 스왑 베이스로 매도한다는 것은 美달러 현물환을 매입하고 美달러 선물환을 매도한다는 것을 의미한다. 이 회사는 3개월이나 6개월이 경과한 후 다시금 더 싼 값으로 선물환을 매입할 수 있게 된다.

금리차가 축소되는 경우에는 이와는 반대로 3개월 美달러 선물환을 보유하고 있는 경우에는 이를 스왑 베이스로 매도하고 만기가 긴 6개월 선물환을 매입하게 된다.

통화가 디스카운트된 상황에서 금리차의 확대에 따른 forward- forward swap거래의 내용은 〈그림 3〉과 같다.

〈그림 3〉 forward-forward Swap 거래

	단기스왑(1)	단기스왑(2)	장기스왑
기초	sell & buy		buy & sell
기중		sell & buy	

주 : 1. 선물환에 대하여 long position
2. 금리차가 축소되는 경우임. 이와 반대임.

3) SAFE(Synthetic Agreement for Forward Exchange)

SAFE란 스왑 레이트 또는 금리차를 헤지하거나 이를 이용하여 이익을 취득할 때 사용하는 기법이다. SAFE에는 수많은 종류의 거래가 있으나 이 중에서 환율 계약(ERA: Exchange Rate Agreement)과 선물환율 계약(FXA: Forward Exchange Agree- ment)이 대표적이다. ERA는 선물 스프레드의 변화와 관련된 계약으로 현물 환율 변동에 대한 보상은 없다. 그러나 FXA는 스프레드와 현물 환율 변동 모두에 대하여 계약을 맺는다. 따라서 FXA는

환 리스크 전반에 대한 헤지를 목표로 하는 경우 이용하고, ERA는 금리의 변동에 따른 위험만을 헤지하는 경우 이용한다.

SAFE에 대한 설명을 위하여 자주 사용되는 용어를 정리하면 다음과 같다.

제1 통화와 제2 통화

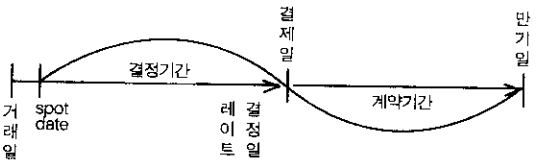
US$/DM 거래를 하는 경우 US$가 제1 통화, DM이 제2 통화가 된다.

매수인과 매도인

SAFE에서 두 당사자는 두 통화간 명목적인 forward-forward swap을 하므로 매수인(buyer)과 매도인(seller)이 존재한다. 매수인은 결제일에 명목적으로 제1 통화(primary currency)를 매입하고 제2 통화(secondary currency)를 매도하였다가 만기일에 반대 거래를 하는 자를 가리키며 매도인은 매수인과 반대되는 거래를 하는 자를 가리킨다.

결제일과 만기일

결제일(settlement date)은 두 통화가 명목적으로 처음 교환되는 일자를 가리키며 만기일(maturity date)는 두 통화가 명목 상으로 다시 재교환되는 일자를 가리킨다.



여기서 결정 기간(detemined period)과 계약 기간(contract period)이란 1×4 SAFE라고 했을 때 전자는 현물 수도일로부터 레이트 결정일까지 1개월을 의미하며 후자는 결제일로부터 만기일까지 3개월을 가리킨다. 레이트 결정일(fixing date)은 결제일전 2영업일을 말한다.

SAFE 거래는 다음과 같이 실시된다. 먼저 거래일(dealing date)에 교환하였다가 만기일에 다시 교환할 제1 통화의 명목원금을 결정한다. 예를 들어 US$ 1,000,000 등으로 정한다.

두번째로 결정 기간과 계약 기간의 아웃라이트 환율을 결정한다. 예를 들어 1×4 SAFE에서 1개월 선물 환율과 4 개월 선물 환율을 결정한다. 만일 현물 환율이 US$/DM 1.700이고 1개월 스왑 스프레드가 57(0.0057을 의미)이라면 1개월 아웃라이트 선물 환율은 1.7057(=1.7000+0.0057)이 된다. 한편 4 개월 스왑 스프레드가 214이면 4개월

아웃라이트 선물 환율은 1.7214 (=1.7000+0.0214)가 된다.

세번째로 1개월 후 정산되는 명목 원금과 4 개월 후 정산되는 명목 원금을 산출한다.

① 1개월 후 명목 원금

US$ 1,000,000×@1.7057=DM 1,705,700

② 4개월 후 명목 원금

US$ 1,000,000×@1.7214=DM 1,721,400

네번째로 1개월 후 레이트 결정일(fixing date)에 정산에 사용될 환율을 결정한다. 1개월 선물환은 1개월 후에는 현물환이 되므로 정산 환율은 현물 환율이 된다. 그러나 4 개월 선물환은 1개월 후에는 3 개월 선물환이 된다. 따라서 정산 환율은 3 개월 선물 환율이 된다. 만일 1개월 뒤 현물 환율이 1.600이고 3 개월 스왑스프레드가 168이면 1.6168(1.600+0.0168)이 된다.

다섯번째로 1개월이 경과한 시점에서 명목 원금을 산출한다.

③ 1개월 정산 명목 원금

US$ 1,000,000×@1.6000=DM 1,600,000

④ 3개월 정산 명목 원금

US$ 1,000,000×@1.6168=DM 1,616,800

여섯번째로 위 거래를 종합하면 다음과 같다.

⑤ 1개월 거래의 손익

DM 1,6000,000 - DM1,705,700=DM 105,700 손실

⑥ 계약 기간 거래의 손익

DM 1,721,400 - DM1,616,800=DM 104,600 이익

그러나 계약 기간 거래의 정산은 만기일 즉, 3 개월 후에 이루어져야하는 것이나 계약 기간 초 결제일에 정산하므로 현가로 변환하여야 한다. 만일 DM의 금리가 10%라고 하면,

DM 104,600÷(1+10%×90/360)=DM 102,048.78이 되어 DM 3,651.22 순손실이 발생한다.

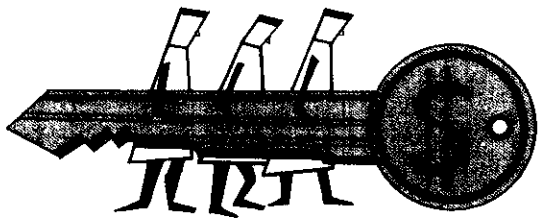
DM 105,700-DM 102,048=DM 3,651.22

이는 매수인의 순손실을 의미하므로 매도인으로부터 DM 3,651.22을 수취하여야 한다.

SAFE는 forward-forward swap과 비교할 때 다음과 같은 특징을 갖고 있다.

첫째, forward-forward swap과 달리 SAFE는 원금의 교환이 명목적으로 이행하고 약정된 스왑 레이트와 실제 스왑레이트의 차이만을 주고 받으므로 신용 위험은 단지 결제 금액으로 축소된다.

둘째, SAFE와 관련된 채무는 만기일이 아닌 결제일에 소멸되어 forward-forward swap에 비하여 위험에 노출되는 기간이 단축된다.

맺음말

최근의 환 리스크 관리 기법은 지나치게 외부 기법 위주로 수행되는 경향이 있다. 특히 새로운 기법은 무조건적으로 수용되고 있다. 그러나 이러한 최신 기법이 환 리스크를 제거하는 만병통치약은 아니다. 왜냐하면 외부 기법들은 외환 시장이나 금융 시장을 이용하므로 비용이 많이 소요되기 때문이다. 따라서 기업들은 무조건적으로 외부 기법만을 추종할 것이 아니라 내부 기법을 통하여 환 리스크를 최대한 제거한 후 외부 기법을 활용해야 할 것이다. HRI