

금융시장을 통한 효율적 환헤지 방안과 정책적 시사점

윤덕룡 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 선임연구위원
dryoon@kiep.go.kr

박은선 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 연구원
espark@kiep.go.kr

강삼모 동국대학교 교수
sammokang@donguk.ac.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 글로벌 금융위기 이후 해외자본의 유출입이 크게 증가하였고 이로 인해 환율 변동성이 더욱 높아지고 있음.
 - 각국은 유로존 재정위기 및 글로벌 경기침체를 극복하기 위해 양적완화정책을 실시하기에 이르렀고, 자국 통화의 가치하락을 추구함에 따라 전 세계의 환율전쟁으로 확대될 수 있다는 우려까지 나오고 있는 상황임.
- 한국은 소규모 개방경제로 외환시장의 위험에 상시적으로 노출되어 있어 글로벌 경제의 상황에 따라 변동하는 외환 리스크에 대비해야 함.
 - 높은 대외의존도와 환율변동성의 확대는 한국경제를 외부위기에 더욱 민감하게 함.
 - 환헤지를 위한 국내 파생금융시장은 환율변동성 증가에 따른 리스크에 대해 경제주체들이 대응할 수 있는 다양한 방안이 충분하지 않은 상황임.
- 상기 필요성에 따라 한국 기업의 현재 환헤지 실태는 어떤지, 환노출 분석을 통해 환헤지가 필요한지, 필요하다면 효율적인 환헤지를 위한 방안은 무엇이 있는지 해외사례를 비교하여 정책적 시사점을 제시하고자 함.
- 동 연구의 주요 내용은 다음과 같음: △기업의 환리스크 관리 실태 및 문제점 분석, △기업의 환노출 분석과 파생상품을 이용한 최적환헤지비용 추정, △해외 사례 연구
 - 해외 사례는 지정학적 리스크가 있는 이스라엘, 자국 통화 국제화에 성공한 호주, 소국 개방경제 이면서 대외의존도가 높은 스웨덴, 금융산업이 고도로 발달된 영국을 조사함.

2. 조사 및 분석 결과

1) 환리스크 관리 실태 및 문제점

- 전반적으로 우리나라 기업들은 환변동에 취약한 경제구조를 가지고 있는 것으로 파악됨.

- 기업들의 환리스크 관리에 대한 의식이 높지 않았으며, 기업이 금융시장을 통해 환리스크를 헤지할 수 있는 상품도 부족한 상황임.
 - 기업의 환리스크 관리수단에 대한 지식이 부족하며, 키코 사태 후유증으로 파생상품에 대한 두려움이 여전히 시장접근을 방해할 정도로 컸음.
- 2010년 무역보험공사 설문조사에 따르면 응답자 절반 이상이 환리스크 관리를 하지 않는 것으로 나타남.
- 환헤지를 하지 않는 주된 이유는 전문인력의 부족과 키코사태에 따른 파생상품의 피해에 대한 두려움, 환헤지 기법에 대한 지식 부족임.
 - 수출규모에 따른 환리스크 관리 실태를 보면 수출규모가 작은 기업일수록 환위험 관리에 취약한 것으로 나타남.
- 외환시장에서 판매되고 있는 상품만으로는 기업의 환리스크 관리가 어려운 것으로 나타남.
- 환위험 관리 수단으로는 주로 환변동보험과 선물환을 사용하며, 통화선물과 통화옵션은 극히 제한적으로 사용되고 있음.
 - 대표적인 환헤지상품인 환변동보험은 한국무역보험공사가 독점적으로 제공하고 있어 수요자의 수요를 충족시키지 못하며, 심지어 위기 시에는 판매를 중단하는 문제점을 보이고 있음.
- 산업별 사례조사로 대표적인 수출기업으로는 조선업, 수입기업으로는 항공업의 환리스크 관리 실태를 분석한 결과 아래와 같음.
- 조선업은 70% 이상 선물환을 통해 환헤지를 함으로써 비교적 적절한 수준의 환리스크 관리를 하고 있었으나, 이로 인한 은행의 포지션 조정으로 외환시장의 시스템을 취약하게 할 수 있음.
 - 항공업은 유가 및 통화에 대한 선물환, 스왑, 옵션 등 외부적 관리전략과 상계, 매칭, 리딩 등 내부적 관리전략을 사용하고 있으나 여전히 환율변동에 의한 기업의 수익변동성을 충분히 제어하지 못하고 있음.

2) 우리나라 기업의 환노출 분석

- 환위험이 업종별 주가에 미치는 영향을 분석한 결과, 37%의 업종에서 환노출을 보였으며 제조업과 전기전자업에서 양의 노출을 보임.
- 양의 노출을 보인 2개 업종은 원달러 환율이 상승하면 가격경쟁력이 커져 수출이 진작되며 주가도 상승하는 것으로 판단됨.

[표 1] 우리나라 주요 업종의 환노출 분석

환노출	유의함	양의 환노출 ¹⁾	제조업, 전기전자
		음의 환노출 ²⁾	음식료품, 섬유·의복, 화학, 비금속광물, 금융
	유의하지 않음	종이목재, 의약품, 철강금속, 기계, 의료정밀, 운수장비, 유통업, 전기가스, 건설, 운수창고, 통신, 서비스업	

주: 분석기간은 2000년 1월부터 2012년 6월, 환위험 변수는 전월 대비 환율 변화율임.

1) 환율 상승시 경쟁력 상승으로 기업에 유리

2) 환율 상승시 경쟁력 하락으로 기업에 타격

- 시차를 고려한 경우, 우리나라 업종의 과반수 이상이 환율 변화에 큰 영향을 받는 것으로 나타남.
- 1, 3, 12개월 시차를 감안하면 환율이 우리나라 산업에 미치는 영향은 더욱 확대됨.

[표 2] 시차변수를 활용한 우리나라 주요 업종의 환노출 분석¹⁾

환노출	유의함	제조업, 음식료품, 섬유·의복, 화학, 비금속광물, 기계, 전기전자, 운수장비, 전기가스, 통신, 금융, 서비스업
	유의하지 않음	종이목재, 의약품, 철강금속, 의료정밀, 유통업, 건설, 운수창고

주: 분석기간은 2000년 1월부터 2012년 6월, 환위험 변수는 전월 대비 환율 변화율임.

- 우리나라 주요 4개 기업의 환노출과 환헤지 여부를 분석한 결과, 수출기업이 환노출에서 벗어나기 위해서는 보다 철저한 환헤지 전략이 필요함.
- 환노출을 보이지 않은 기업은 100% 헤지를 실시하기 때문으로 나타났고, 부분 헤지를 하는 나머지 기업의 주가는 환노출을 보임.

[표 3] 우리나라 주요 4개 기업의 환노출 분석과 환헤지 여부

	A 기업	B 기업	C 기업	D 기업
환노출	유의하지 않음	유의함	유의함	유의함
헤지비율	40~70%	30%	미발표	100%

주: 분석기간은 2000년 1월부터 2012년 6월, 환위험 변수는 전월 대비 환율 변화율임.

1) 시차변수를 활용한 결과, 환노출을 보이지 않았던 기계, 운수장비, 전기가스, 통신에서도 환노출이 나타남.

3) 외환파생상품을 이용한 최적헤지비율 추정

- 글로벌 금융위기 이후 기간은 이전과 달리 선물 기간이 길수록 최적헤지비율이 커졌음.

[표 4] 글로벌 금융위기 발생 전후의 최적헤지비율 비교

	1개월 선물환율	3개월 선물환율	12개월 선물환율
발생 전	0.9952	0.9871	0.9668
발생 후	1.0140	1.0344	1.1509

주: 글로벌 금융위기 이전 기간은 2000년 1월부터 2008년 8월, 이후 기간은 2008년 9월부터 2012년 6월임.

- 헤지 유효성은 글로벌 금융위기 이후 기간에 대해 이전과 동일하게 선물 기간이 길수록 줄어들었음.

[표 5] 글로벌 금융위기 발생 전후의 헤지유효성 비교

	1개월 선물환율	3개월 선물환율	12개월 선물환율
발생 전	0.9952	0.9871	0.9668
발생 후	1.0140	1.0344	1.1509

주: 글로벌 금융위기 이전 기간은 2000년 1월부터 2008년 8월, 이후 기간은 2008년 9월부터 2012년 6월임.

3. 해외 사례 비교

1) 이스라엘

- 환보험 시장을 민간에 개방하여 효율적인 환리스크 관리가 가능해짐.
 - 공기업이 독점적으로 환보험을 공급하던 체제에서 민간기업들이 경쟁적으로 환보험 상품을 공급하도록 전환함으로써 환리스크를 해결하는 데 성공하였음.

2) 호주

- 은행을 중심으로 외환포지션 관리에 대한 1일점검시스템을 도입함.
 - 금융기관의 환리스크를 철저히 관리함으로써 개방으로 인한 환율변동성 증가가 야기하는 리스크를 극복함.

- 통화국제화를 헤지에 이용하여 외환파생상품을 외국에 판매하였으며, 국제수지면에서도 외화자산이 외화부채보다 높아지도록 관리함.
- 외환파생상품의 해외판매로 환리스크가 해외로 이전되는 효과를 가져왔으며, 외화자산을 외화부채보다 높게 하여 외환위기의 발생원인을 제거함.

3) 스웨덴

- 헤지상품들의 가격과 가치에 대한 정보가 기업에 충분히 제공되고 있음.
- Alkebäck, Hagelin and Pramborg(2006)에 따르면 1996년에는 파생상품 지식부족으로 상품사용을 우려했으나, 2003년에는 해소된 것으로 나타남.
- 기업들의 외환포지션 관리를 정기적으로 수행하도록 하고 있음.
- 기업별 특성에 맞는 상품을 선택하여 효율적인 환리스크 관리가 이루어지고 있음.

4) 영국

- 환리스크를 대부분 외환시장의 파생상품을 통해 헤지하고 있음.
- Nguym(2012)에 따르면 조사대상 기업의 88%가 외환파생상품을 사용하여 헤지하는 것으로 나타남.
- 영국의 파생상품시장이 발달할 수 있었던 것은 적절한 규제정책 때문인 것으로 보임.
- 파생상품 사용에 관한 공시의무 제도화, 상품사용 내역에 대한 이사회 보고 등을 통해 철저한 환리스크 관리가 가능하도록 함.
- 파생상품 거래내역과 정책을 투명하게 하여 기업 내외부 이해관계자들의 모니터링 및 감시활동이 이루어지고 있음.
- 기업들은 환헤지상품을 합목적적으로 거래하게 되었으며 금융시장의 상품들도 수요에 부합한 상품들을 제공하게 됨.

4. 정책적 시사점

- 첫째, 단기적으로 금융상품의 정보공유시스템 도입, 환리스크 지식공유 시스템 마련, 대외부채에 대한

환리스크 포지션 감독 강화 등을 추진

- 스웨덴 사례에서 파생상품에 대한 가격과 가치가 투명하게 관리되도록 파생상품의 정보제공 및 공개시스템 도입을 고려할 수 있음.

- 둘째, 중장기적으로 환헤지시장 활성화를 위한 규제 재조정, 기업의 환리스크 관리 의무화 및 공시제도 도입, 원화의 국제화 추진이 요구됨.

- 셋째, 기업들의 환리스크 헤지정책 공시를 의무화하도록 하는 제도 도입

- 영국은 파생상품 거래 내역 및 정책을 인쇄하여 공시하고 이사회에서 주기적으로 거래내역을 보고하게 함으로써 대부분의 기업이 환리스크 헤지목적에 부합하도록 파생상품을 이용하고 있음.
- 기업 내외부 이해관계자의 모니터링과 감시활동이 가능해짐으로써 KIKO 사태와 유사한 사건들을 미연에 방지할 수 있음.

- 넷째, 기업의 환헤지에 관한 지식 공유 및 정부의 정보확산 노력 체계화가 요구됨.

- 신보의 중소기업 환리스크관리 강연, 중소기업청의 환리스크 관리 세미나, 수은의 히든챔피언 포럼, KRX의 환리스크관리 우수기업 선정 등으로 기업 교육이 실시되고 있으나 체계화되어 있지 못하고 다소 산발적임.
- 대한상공회의소와 K-sure에서는 기업의 환리스크 관리 실태에 대한 주기적 모니터링을 실시하고 있음.

- 다섯째, 이스라엘과 같이 과감한 보험산업의 민영화와 적극적인 규제개혁을 단행할 필요가 있음.

- 환보험 상품을 다양화하고, 또 다른 공기업이나 민간기업이 참여토록 함으로써 경쟁을 활성화하여 시장의 완비성을 높일 필요가 있음.
- 2008년 금융위기 당시 무역보험공사의 부담 급증을 우려하여 범위 선물환 상품에 대한 판매를 중단한 사례가 있음.
- 시장이 존재하더라도 보험상품에 대한 수요를 모두 반영하지 못하여, 환변동보험의 한도를 넘어서는 부분에 대해서는 다른 보험으로 커버하지 못하고 환변동에 직접적으로 노출되기도 하였음.

- 여섯째, 장기적으로 한국 원화의 국제화 추진을 고려할 필요가 있음.

- 호주의 사례에서 보듯 자국통화를 이용하여 헤지가 가능하다면 헤지비용을 크게 낮출 수 있음.
- 호주가 환리스크 헤지를 위해 파생상품을 외국인에게 팔 수 있었던 것은 호주 통화가 국제화되었기 때문임.

[표 6] 시사점과 우선순위

시사점	우선순위
첫째, 환헤지를 위한 시장기능 활성화	단기
둘째, 금융시장관리의 공공기준 확립	단기
셋째, 국가경제 리스크 감소에 헤지 활용	중기
넷째, 대외부채에 엄격한 포지션 관리규정 도입	단기
다섯째, 파생상품의 정보전달 및 공개시스템 도입	단기
여섯째, 환리스크 포지션에 관한 엄격한 관리감독	단기
일곱째, 환리스크 파생상품 관련 지식확산 대책	단기
여덟째, 환헤지시장 활성화를 위한 규제 재조정	단/중기
아홉째, 기업들의 환리스크 헤지정책 공시를 강제할 수 있는 제도 도입	단/중기
열째, 한국 원화의 국제화 추진	중/장기