

한국기업의 환위험 관리 현황과 개선방안

-국내 항공사(대한항공·아시아나항공) 사례를 중심으로-

신혜숙·명아름

(한양대 국제학대학원 미국학과 석사과정)

- I. 서론
- II. 한국 기업의 환노출 및 환리스크 관리 현황
 - 1. 국내 기업의 환노출 실태
 - 2. 한국기업의 환위험 관리 현황
- III. 한국 기업(항공사)의 환위험 관리 사례
- IV. 한국 기업의 환위험 관리 방안 제고
- V. 결론 및 시사점

초 록

한국은 1997년 아시아 외환위기 이후 환율 변동 폭의 조정이 가능한 고정환율제도에서 자유변동환율제도로 이행하였고, 1999년과 2001년 두 번의 외환거래 자유화로 인하여 환율 변동의 불확실성은 더욱 증가하였다. 실제로 96년도 1.2원에 불과했던 원/달러 변동폭이 외환위기 당시 12.7원까지 올라갔고 2001년도는 96년 변동폭에서 4배 증가한 4.8원에 달했으며, 해외 의존도가 높은 우리나라의 경우 이렇게 극심해진 환율 변동폭은 기업의 큰 가치 변동을 초래하였고 이에 따라 국내 환위험 관리에 대한 논의가 시급해졌다. 국내 기업들의 경우 근래에 들수록 환위험 관리에 대한 인식이 높아지고는 있으나 최근의 설문결과에 따르면 전문인력부족이나 환헤지 기법의 어려움 등의 이유로 아직도 절반 가까운 기업들은 환위험 관리를 하지 못하고 있는 것이 현실이다. 본 논문에서는 특히 국내 2大 항공기업의 환관리 기법에 대해 자세히 다루었는데, 환율의 높낮이에 따라 사업비용의 격차가 큰 항공기업의 특성상 다양한 외부적 관리전략과 내부적 관리전략을 사용하고 있으나 여전히 환위험에 크게 노출되어있음을 알 수 있었다. 따라서 항공기업은 물론 해외거래를 시행중인 모든 기업들은 환노출에 대비하기 위해 자사의 외화자산 및 부채의 규모 또는 부채의 장단기별 구성을 조정하거나 외화 예금 비중을 늘려 단기자금조달에 이용하도록 해야 할 것이다. 정부 역시 기업의 투기성 환헤지 비율 폭을 계속적으로 좁혀나가면서 다양한 환율변동 보험제도를 운영하여 환율 변동에 대비하여 좀 더 견고한 성과를 쌓아야 할 것이다.

I. 서론

1997년 아시아 외환위기 이후, 한국은 환율의 조정이 가능한 고정환율제도에서 환율변동제한 폭을 조정하지 못하는 자유변동환율제도로 전환하게 된다. 이에 따라 국내기업들은 환위험에 노출되기 시작하였는데, 당시 환위험 관리 실패로 인한 대기업들의 연쇄도산사태와 1999년과 2001년 실시된 두 번의 외환거래자유화는 국내기업들로 하여금 불확실한 환율변동에 대처하기 위한 환관리 기법의 필요성을 인식하게 만들었다. 실제로 96년도 1.2원에 불과했던 원/달러 변동폭이 외환위기 당시 12.7원까지 올라갔고 2001년도는 96년 변동폭에서 4배 증가한 4.8원에 달했다. 특히 국제경제에서 해외부분이 차지하는 비중이 큰 우리나라의 경우 환율변동으로 인한 기업의 경제적 가치 변동 폭이 크기 때문에 기업들은 적절한 환관리 없이는 외화표시 자산, 부채에 변동에서 발생하는 위험에 여지없이 노출 될 것이다. 그렇다면 과연 환위험이란 무엇이며 환위험 헤지를 위한 관리방법에는 어떤 것들이 있을까?

환위험(foreign exchange risk)이란 미래의 예상하지 못한 환율변동으로 인한 외국통화표시 자산의 가치가 감소하거나 부채가 증가하게 되는 위험을 말한다¹. 즉, 기업 또는 경제적 주체가 보유하고 있는 다른 통화 표시 자산 및 부채가 환율변동으로 인해 수익성, 순현금흐름 및 시장가치 등 기업의 경제가치 변동 가능성을 의미한다.² 환위험과 관련하여 환노출(exchange exposure)이라는 용어가 사용되어 지기도 하는데, 환노출이란 환위험보다 좀 더 포괄적인 개념으로 환차손(exchange loss)와 환차익(exchange gain)을 모두 포함한다. 이에 반해 환위험은 환차손만을 나타내는 표현으로, 구분 방법에 따라 환산적 환위험, 거래적 환위험, 영업적 환위험으로 나누어지기도 한다. 환산적 환위험은 재무재표 작성시 나타나는 가치변동으로 외화표시의 자산 또는 부채를 자국통화나 특정기준통화로 환산할 때 발생한다. 거래적 환위험은 기업간의 거래 시 거래체결 시점과 실제 결제 시점 사이에 발생하는 환율변동으로 인해 노출되게 되는 위험을 말한다. 영업적 환위험은 실질적인 영업에 영향을 주는 부분으로 매출액 변화, 판매량, 판매가격, 원가변동 등을 포함한다.

기업들은 다양한 환위험관리 전략을 사용하여 기업가치의 불확실성, 즉 환위험을 헤지하고자 한다. 환위험관리 전략이란 환위험을 예측하고 환율변동으로 초래되는 환차손을 최소화하며 더 나아가 환차익을 극대화 시키기 위한 기업전략으로서, 크게 내부적 관리전략과 외부적

¹ 금융감독원(2002), 『알기 쉬운 외환리스크 관리』

² 지호준(2000), 『환위험관리』, 경문사

관리전략으로 나누어 볼 수 있다.³ 내부적 관리전략이란 환리스크의 사전적 예방 수단으로써 외부와의 추가적인 거래 없이 기업 내부의 재무관리를 통해 위험을 줄여나가는 방법이다. 대표적인 방법으로 매칭(matching), 네팅(netting), 리딩과 래깅(leading & lagging), 가격정책, 포트폴리오 등이 있다. 내부적 전략의 몇 가지 실례를 들어보면, 동국제강의 경우, 수출 시 달러를 계약통화로 정하고 수입 시에도 가능한 달러로 계약할 뿐만 아니라 수입결제대금을 수출대금과 가능한 매칭시켜 환리스크를 최소화하였고, 코오롱상사의 사례에서는 네팅 시스템을 통해 수입과 수출의 차액만을 결제함으로써 환율변동에 대한 환노출금액을 줄여 환위기를 감소시켰다.⁴ 외부적 관리전략은 외환 및 금융시장을 통한 별개의 외환매매거래나 단기금융거래를 함으로써 내부적 관리전략으로 제거하지 못한 환리스크를 관리하는 기법을 뜻한다. 외부적 관리전략은 환위험 제거효과는 큰 반면 별도의 외부거래로 인한 비용이 많이 소요된다는 단점이 있으며, 선물환거래, 통화선물, 통화옵션, 통화스왑, 팩토링(factoring), 할인, 환변동보험이 이에 해당된다.

자본의 자유로운 국제이동은 세계화와 함께 계속적으로 심화되고 있으며, 이에 환율변동으로 인한 기업가치의 불확실성은 더욱 확대되었고, 자유변동환율제도로 이행한 국내 기업들 역시 예외는 될 수 없다. 따라서 본 논문은 기업들의 환노출 환관리 현황과 문제점, 특히 국내 항공기업들의 환관리 사례를 살펴봄으로써 그들의 환관리 현황과 전략이 올바른 방향을 향해 있는지에 관해 평가해보고, 국내 기업들의 효율적인 환노출을 극복을 위한 환관리전략 개선방향을 제시하고자 한다.

II. 한국 기업의 환노출 및 환리스크 관리 현황

1. 국내 기업의 환노출 실태

우리나라 기업의 연도별 외환손익 추이를 살펴보면 원/달러 환율이 크게 하락한 2002년, 2004년, 2006년에는 외환이익이 상승했고, 반대로 환율이 급등한 2000년, 2008년에는 외환손실을 기록했다. 2003년에는 전년도와 비슷한 수준의 환율을 유지하였음에도 불구하고

³ 지호준(2000) 『환위험관리』, 경문사

⁴ 김정희(2003), “국내기업의 환리스크 관리 사례에 관한 연구”, 동국대학교 경영대학원 석사학위논문

기업들의 순대무채무가 전년도보다 크게 증가하면서 외환 손실을 나타냈다.⁵

[표 1] 지난 10년간 기업(전산업)의 외환손익 추이(단위: 억원)

구분	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
A. 외환차익	68,881	55,934	53,597	77,448	67,722	86,898	72,262	83,862	65,824	471,996	391,622
B. 외화환산이익	50,712	38,374	26,311	50,639	12,667	92,728	38,658	46,000	12,350	127,056	114,274
C. 외환차손	66,854	54,033	64,368	63,517	66,214	72,192	63,385	70,200	64,933	551,859	400,923
D. 외화환산손실	25,381	96,081	39,770	24,214	27,195	30,764	12,961	15,891	24,728	292,647	62,105
E. 외환차손익 (A-C)	2,027	1,901	-10,771	13,931	1,508	14,706	8,877	13,662	891	-79,863	-9,301
F. 외화환산손익 (B-D)	25,331	-57,707	-13,459	26,425	-14,528	61,964	25,697	30,109	-12,378	-165,591	52,169
G. 외환손익 (E+F)	27,358	-55,806	-24,230	40,356	-13,020	76,670	34,574	43,771	-11,487	-245,454	42,868
원/달러환율	1,138	1,264	1,313	1,186	1,192	1,035	1,011	929.80	936.10	1,259	1,164

주: 원/달러환율= 기말 증가 기준

자료출처: 한국은행 기업경영분석 각호

한국은행이 발표하는 대외채무, 채권 통계를 분석해보면, 민간 기업들의 대외 채권은 지난 1994년 말 130억 달러 수준에서 2009년 1분기말 315억 달러로 증가했다. 대외 채무는 1994년 말 300억 달러 수준이었으나 2000년대 들어 급속하게 증가하여 2009년 1분기 말 총 1,180억 달러 규모로 늘어났다. 대외채권에 비해 대외채무는 급속도로 팽창했고, 그 결과 과거 대외채권의 2배 규모였던 대외채무가 현재 15년 만에 4배 규모로 부풀려진 상태이다.

위에서 살펴본 것처럼 외화자산에 대비하여 급속도로 증가한 외화부채는 한국의환시장이 환위험에 노출되어있음을 시사한다. 일반적으로 외화 자산이나 부채로부터 발생하는 환산위험은 장부상의 평가손익에만 영향을 줄 뿐 단기적인 현금흐름에 직접적으로 영향을 끼치지 않지만, 높아진 환율이 정상 회복되지 않은 상태로 외화부채의 만기나 이자지급 등 자금결제 시점이 도래한다면 부채환산에 대한 부담은 기업의 현금흐름을 악화시키게 되고 이는 곧 기업 경영의 대규모 장애물의 형태로 변모한다.⁶

⁵ 이승호(2004), “환율변동이 기업 수익성에 미치는 영향 분석”, 「외환국제금융 리뷰」, 한국은행, p50

⁶ 진석용(2009), “한국기업의 환위험 수위”, LG경제연구소, 「LGERI 리포트」, p12-14

국내 주요 제조업을 중심으로 2011년도 환율 하락 여파를 예측해 보았을 때, 결과는 업종별로 다양하게 나타났다. [표2], [표3]에서 확인할 수 있듯이, 제조 원가의 경우 상대적으로 원자재 및 부품의 수입비중이 큰 컴퓨터, 통신기기, 석유화학, 반도체, 철강 업종에서 원가절감 효과가 크게 나타났고, 환율하락으로 인한 원화환산 매출감소를 고려했을 경우 조선, 반도체, 통신기기 등 상대적으로 수출비중이 높은 업종의 채산성이 감소하는 것을 볼 수 있다.

[표 2] 환율하락이 국내산업 제조원가에 미치는 영향(단위: %)

업종	제조원가 변화	
	시나리오 I (2011년 평균환율 1,070원)	시나리오 II (2011년 평균환율 1,000원)
철강	- 3.1753	- 6.5948
석유화학	- 3.4597	- 7.1856
조선	- 2.8367	- 5.8916
반도체	- 3.2218	- 6.6914
통신기기	- 3.5717	- 7.4181
가전	- 2.6480	- 5.4997
컴퓨터	- 4.3568	- 9.0487
자동차	- 2.2931	- 4.7627
기계	- 2.2694	- 4.7134

※ 산업연관표(2008년기준) 생산자물가 파급효과모형($\dot{P}^d = (I - A^d)^{-1}A^m \dot{P}^M$) 활용

※ 자료출처: 산은경제연구소(2010)

[표 3] 환율하락이 국내산업 채산성에 미치는 영향(단위: %p)

업종	영업이익률 변화			
	시나리오 I (2011년 평균환율 1,070원)		시나리오 II (2011년 평균환율 1,000원)	
	가격전가율 0%	가격전가율 50%	가격전가율 0%	가격전가율 50%

철강	1.44	2.13	3.04	4.47
석유화학	0.96	1.89	2.03	3.97
조선	- 2.80	- 0.06	- 6.22	- 0.13
반도체	- 2.09	0.27	- 4.58	0.57
통신기기	- 1.07	0.93	- 2.32	1.98
가전	- 0.30	1.03	- 0.64	2.18
컴퓨터	- 0.69	0.62	- 1.49	1.32
자동차	0.11	2.00	0.23	4.25
기계	- 0.21	0.81	- 0.46	1.70

※ 참고 1) 영업이익의 변동요인: 제조원가변동 + 매출액 변동

2) 매출액 변동 = 매출액 x 수출비중 x 환율변동을

3) 가격전가율: 원화환산 매출 하락분에 대한 수출가격(달러화 기준) 전가율

※ 자료출처: 산은경제연구소(2010)

금융위기의 여파가 어느 정도 수그러들고 환율이 안정을 되찾은 2009년 상반기 외화관련 순이익 및 순손실에 관한 국내 기업 순위를 살펴보면, 주로 해운이나 항공 관련 기업이 순이익 상위기업에 다수 포함되어 있고, 상대적으로 제조업 분야의 기업들이 순손실 상위기업 순위를 차지하고 있다. 비록 제조업 분야의 기업들이 순손실 상위 기업순위에 포함되어있으나, 제조업을 포함한 경제 전반에서 환율안정으로 인한 외화환산손실, 파생상품 등의 평가손실 감소로 전년동기 대비 순손실액이 10조 1,315억원에서 2,165억원으로 97.86%나 축소되었다. 특히 국내 전체 민간기업 외환관련손실액의 약 80%를 차지하고 있는 5대그룹(LG그룹, POSCO, 현대차그룹, SK그룹, 삼성그룹)의 손실축소와 이익전환으로 94.45%나 대폭 감소하면서 전체 경제 지표에 크게 영향을 끼쳤다.⁷

⁷ 한국상장회사협의회(2006), “2009년 상반기 제조·非제조 상장법인 외화관련 순손익 현황”, 보도자료, p1-3

[표 4] 외화관련 순이익 및 순손실 상위 10개 기업(단위: 억원)

외화관련 순이익 상위 기업			외화관련 순손실 상위 기업	
순위	회사명	금 액	회사명	금 액
1	한진해운	2,722	삼성전자	-1,641
2	LG디스플레이	1,653	SK텔레콤	-1,287
3	현대상선	1,268	S-Oil	-1,172
4	대한항공	1,261	하이닉스반도체	-930
5	STX조선해양	958	동국제강	-790
6	POSCO	844	두산중공업	-678
7	대우건설	685	대한전선	-544
8	SK에너지	535	STX	-498
9	아시아나항공	511	삼성중공업	-484
10	대한해운	327	GS건설	-478

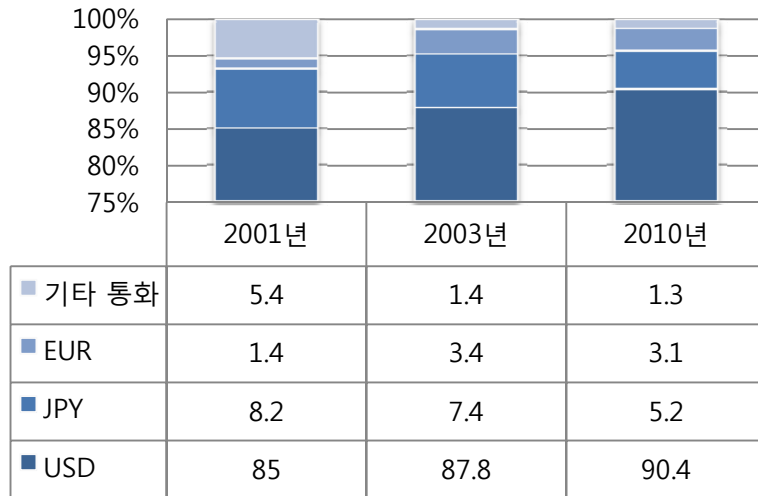
※ 외화관련순이익(손실) = 외환차익 + 외화환산이익 - 외환차손 - 외화환산손실 + 파생상품거래이익 + 파생상품평가이익 - 파생상품거래손실 - 파생상품평가손실 ± 파생상품 등 자본평가손익

※ 자료출처: 한국상장회사협의회(2009)

2. 한국기업의 환위험 관리 현황

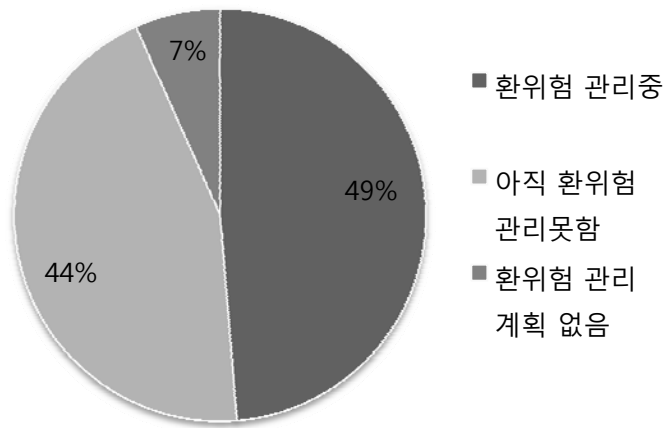
2001년 한은 외환수급통계의 결제통화 비중, 2003년 한국무역협회(KITA) 무역연구소의 「수출기업의 적정환율 및 환리스크 관리실태조사 결과보고서」, 2010년 한국무역보험공사의 「수출기업 환위험관리 실태 설문조사 결과」를 비교해보면, 전통적으로 대금 결제에 미달러화, 엔화, 유로화가 주로 사용되며 근래에 들수록 미 달러화 비중이 점차 확대되고 있음을 확인할 수 있다. 통화 포트폴리오 미흡으로 인하여 발생하게 된 높은 미 달러화 비중은 한국기업이 환위험에 매우 취약함을 보여준다.

[표 5] 결제통화 비율(단위: %)



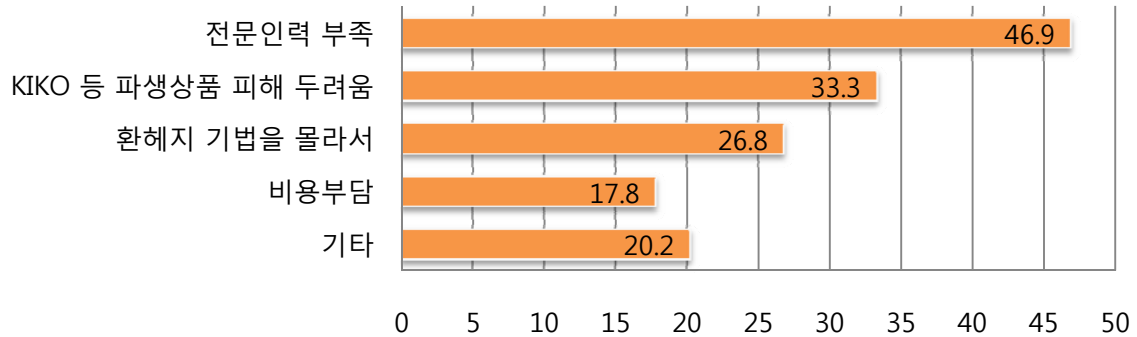
가장 최근의 리서치인 2010년 한국수출보험공사(K-sure)의 설문조사 결과[그림1]에 따르면 아직 절반 이상의 기업들이 환위험 관리를 하지 못하고 있으며, 심지어 7% 가량의 기업들은 환노출에 대비하여 어떤 계획도 가지고 있지 않다는 사실을 알 수 있다.

[그림 1] 한국 기업의 환위험 관리 여부



환위험 관리를 하지 못하는 기업들의 이유를 살펴보면, 전문인력 부족으로 인한 어려움이 거의 절반 가량을 차지하면서 가장 높은 수치를 보였고, 환헤지 관련 파생상품으로 인한 피해에의 두려움, 환헤지 기법에 대한 애로사항, 비용부담 등이 그 뒤를 이었다([그림2] 참조). 반면에, 환위험 관리를 하고 있다고 응답한 기업들은 환변동보험(55.4%), 금융기관 선물환(42.1%), 통화선물(5.2%), 통화옵션(3.0%) 등을 환위험 관리수단으로서 사용하고 있다.

[그림 2] 환위험 관리를 하지 못하는 이유



또한 외환위기 직후 실시된 국제무역연구원 설문조사 결과에 따르면 기업들은 환율 하락으로 인한 수익 감소를 만회하기 위해서 ‘환위험 관리’라는 방법 보다는 다양한 경영 전략을 통해 수출마진 확보를 꾀하고 있음을 알 수 있다.

[표 6] 수출마진 확보를 위한 기업들의 대응 방법(단위: 개사,%)

구분	전체	규모별		산업별		
		대기업	중소기업	1차산업	경공업	중공업
수출단가 인상	73(28.5)	12(35.3)	61(27.5)	8(40.0)	22(27.9)	43(27.4)
환헤지 등의 환리스크 관리	35(13.7)	5(14.7)	30(13.5)	5(25.0)	10(12.7)	20(12.7)
결제통화 다변화	14(5.5)	3(8.8)	11(5.0)	1(5.0)	3(3.8)	10(6.4)
원가절감 노력	67(26.2)	6(17.7)	61(27.5)	3(15.0)	21(26.6)	43(27.4)
품질 경쟁력 확보 및 브랜드 이미지 제고	26(10.2)	3(8.8)	23(10.4)	0(0.0)	9(11.4)	17(10.8)
현지 생산 확대	12(4.7)	2(5.9)	10(4.5)	0(0.0)	6(7.6)	6(3.8)
해외마케팅 강화	22(8.6)	3(8.8)	19(8.6)	2(10.0)	8(10.1)	12(7.6)
없음	7(2.7)	0(0.0)	7(3.2)	1(5.0)	0(0.0)	6(3.8)
합계	256	34	222	20	79	157

Ⅲ. 한국 기업(항공사)의 환위험 관리 사례

우리는 제 2장의 수많은 증거자료들을 통해 다수의 국내기업 수익이 환율변동에 따라 큰 폭으로 영향을 받는다는 사실을 확인하였으며, 제 3장에서는 국내 기업들 중 특히 항공사를 중심으로 환위험 관리가 어떻게 이루어지고 있는지 살펴볼 것이다. 항공사의 경우 다른 기업들에 비해 외화부채가 외화자산보다 크고 외화수출이 외화수입을 압도하며 원유 의존도가 높기 때문에 환율변동에 따른 부채 및 유가의 변화는 기업 순이익 변동성에 큰 영향을 준다. 즉, 환율상승 시 높은 항공유 가격으로 인한 비용증가로 매출이 감소할 뿐만 아니라, 고회율시 주가와 순이익은 하락하는 경향을 보인다. 반면 저환율시기에 항공사들은 높은 주가와 순이익을 경험하게 되며,⁸ 뿐만 아니라 항공사 주요 사업은 여객과 화물 운송으로 대부분의 매출은 내국인에 의해 이루어짐으로 매출은 원화로 발생하나 영업비용 중 큰 부분을 차지하는 항공유의 경우 달러로 대금을 지불해야 하기 때문에 매출통화와 비용통화가 일치하지 않아 발생하는 환위험에 직면해 있다.

현재 국내 항공사의 환관리를 통한 환위험 헤지가 얼마나 이루어지고 있는지 알아보기 위해 대한민국 제1, 제2 국적 항공사인 대한항공과 아시아나항공을 자세히 분석해 보고자 한다. 대한항공은 1962년 대한항공공사로 설립된 이래 1966년 증권거래소(현 한국거래소 유가증권시장)에 상장되었고 1969년 국영에서 민영으로 전환되었다. 2008년 기준 자본금 규모가 36,675억 원이고 2010년 현재 국내외 39개국 117개 도시에 여객 및 화물 정기 노선을 개설하여 고객의 편익을 증진시키고자 하는 목적으로 설립된 대한민국 최대 항공사이다. 아시아나항공은 1988년 2월 17일 설립되어 1999년 12월 22일 주식을 KOSDAQ증권시장에 등록하였으며, 2008년 3월 28일자로 한국거래소 유가증권시장에 이전 상장하였다. 2010년 3분기 국제여객 및 화물 수송점유율에 따르면 대한항공 국제여객 수송점유율이 38.6%, 화물 수송점유율이 37.1%를 차지하고 있으며, 아시아나항공은 각각 25.8%, 18.9%를 차지하여 대한민국 제 2의 항공사로 확실히 자리매김하였다.

대한항공과 아시아나항공은 외환위기 이후 일찍이 환율변동에 따른 순이익 변화의 위험을 인식하고 다양한 방법의 환관리를 시행해 오고 있다. 이들 항공사가 직면하고 있는 환위험 구조를 살펴보면 먼저 환율상승 시 내국인 여행객의 감소로 인한 수입감소를 들 수 있으며, 또한

⁸ 서정원, 최희정, 김수정(2010), “국내 항공사의 환위험 관리”, 『국제지역연구 제14권 제2호』 pp170

고유가로 인한 비용증가로 영업환 위험에 크게 노출되어 있음을 알 수 있다. 뿐만 아니라 항공유 구매를 위한 계약시점과 실제 지급시점의 차이로 인해 늘 환차손익 발생에 대한 위험에 처해있고, 외화표시부채의 원금 및 이자 지급액의 원화가치 변동위험에 노출되어 있는 등 거래적 환위험에도 직면해 있다. 마지막으로 외화표시 자산 및 부채를 대차대조표에 기록 시 자국 통화환산 과정에서 발생할 수 있는 회계상의 가변성, 즉 환산환 위험에도 노출되어 있다.

이러한 위험에 노출되어 있는 국내 항공기업들은 기업의 손익에 실질적인 영향을 주는 환율변동에 대처하기 위해 다양한 환노출 관리전략을 수립하고 있다. 먼저 대한항공의 경우 내부적 리스크 관리와 외부적 리스크 관리를 적절히 사용하여 미래구매예정 항공유의 매입가격 변동위험 및 외화표시 계약에 따른 환위험 노출을 관리하고 있다.⁹ 내부적으로는 상계, 매칭, 리딩 및 레깅을 실시하고 있고 외부적으로는 선물환, 스왑, 옵션 등 파생상품을 통해 위험을 헤지한다. 아시아나항공의 경우 위험관리위원회를 구성하여 선물환(통화선도계약)을 통해 환율, 유가변동에 따른 경영실적 변동성을 낮춰 안정적인 경영환경을 조성하고자 노력한다.

아래의 [표7]는 2010년 9월 말 기준, 대한항공이 노출되어 있는 위험과 그에 의한 영향 및 대응전략을 정리해 놓은 표이다. 대한항공은 유가 13달러 변동 시 약 3천만 불의 손익 변동이 발생하고 환율 10원 변동 시 달러 부채 약 54억불이 약 540억 원의 외화평가손익이 발생한다. 이러한 변동에 대처하여 대한항공은 내부적 관리전략을 통해 재무제표상의 환율변동 위험 폭을 줄이고 있다. 대한항공이 실시중인 자연적 헤지 방법으로는 달러화 표시 차입금 비중을 줄이고 원화와 엔화 표시 차입금 비중을 늘려 통화별 수지 균형을 조정하고자 하는 방법이 있으며,¹⁰ 또한 고정금리와 변동금리의 부채 비중을 적정 수준으로 유지해 금리변동을 줄이고자 한다. 대한항공의 금리변동 관리를 구체적으로 살펴보면, 대한항공은 금리 변동으로 인한 환차손을 줄이고자 고정금리부채 비율을 전체 부채의 50% 수준으로 유지하고 있으나, 2010년 9월 말 기준 원화의 고정금리 비율은 82%에 육박하지만, 달러의 경우 29%에 머무르고 있다. 이는 금리변동성을 감소시켜 환위험을 헤지 하려는 동 기업의 노력에 비하여 성과가 그리 크게 나타나지는 못할 것이라는 예상을 가능케 한다.

⁹ 서정원, 최희정, 김수정(2010), “국내 항공사의 환위험 관리”, 『국제지역연구 제14권 제2호』 pp170

¹⁰ 대한항공(2010) “분기보고서” p32-35

[표 7] 대한항공의 위험관리 전략

변수	Position	영향	우리회사 위험관리 (Strategy)
유가	연간 유류 소모량: 약 3 천만 배럴	유가 1 달러(배럴당) 변동시: 약 3 천만불 (약 340 억원) 손익 변동발생	내부적 관리전략 ○ 달러 차입금 비중 축소 (엔화 차입 및 원화차입 비중 증가) → 외환평가손익 감소 및 달러 부족액 감소로 통화별 수입/지출 균형화 도모 ○ 통화별 고정금리부채 비율을 전체부채의 50% 수준으로 유지
	평가손익 측면: 약 54 억불 달러 부채	환율 10 원 변동시: 약 540 억원의 외화평가손익 발생 (Cash Flow와는 관계가 없음)	
환율	Cash Flow 측면: 연간 약 20 억불 이상 달러 부족	환율 10 원 변동시: 약 200 억원 이상의 Cash 변동 발생	외부적 관리전략 (파생상품을 통한 헷지) ○ Fuel
	-고정금리부채: 5 조 9 천억원	평균금리 1% 변동시: 560 억원의 이자비용 증감 발생	
금리	-변동금리부채: 5 조 6 천억원		1. 기본 Hedge : 시장상황에 관계없이 월간 유류소모량의 약 25%이내에서 Hedge 시행 2. 추가 Hedge : 유가 변동의 통계적 수치와 시장 상황을 감안, 추가 Hedge ○ FX: 연간 달러 부족량의 50% 헷지 실시

※ 자료 및 출처: 대한항공 분기보고서(2010)

항공기업들도 여타 기업들과 마찬가지로 자연적 헷지에 의해 관리되어지지 못한 노출에 관해서는 금융기관의 파생상품을 통한 외부적 관리전략을 통해 위험을 줄여나간다. 대한항공이 환율과 관련하여 시행하고 있는 파생상품으로 통화옵션계약 및 통화스왑계약이 있다.

외화차입금과 관련된 환율변동 위험을 회피하기 위해 모건 스탠리(Morgan Stanley)등과 콜옵션 1단위를 매입하고 풋옵션 1단위를 매도하는 Zero-cost collar option 계약을 체결하였다.¹¹ 또한 이자율 및 환율변동으로 인한 원화환산 현금흐름의 변동위험 전체를 회피하기 위해 외화표시 사채 US\$90,000천에 대해 HSBC은행과 통화스왑을 체결하였다.

아시아나항공의 경우도 마찬가지로 환율 변동의 위험성을 감소시키기 위해 내부적 관리전략을 이용하고 있으며, 그 외에 노출되는 환위험에 대해서는 추가적으로 외부적 관리전략을 실시 중이다. 환율에 의한 손익 변동성을 줄이기 위해 아시아나항공이 실시하고 있는 외부적 관리전략으로 통화선도계약이 있는데, 2010년 3분기 통화선도 거래로 인한 거래손실은 33억 7570만 8천원이며 미결제약정 잔액과 관련하여 당기 재무제표에 반영된 통화선도평가손실 또한 139억 7275만 6천원에 달한다.¹²

다음으로 두 기업의 환리스크 관리전략이 잘 시행되고 있는지를 살펴보기 위해 각 기업의 최근 몇 년간 재무제표를 살펴볼 필요가 있다. 대한항공의 경우 제 46기(2007) 당기순이익을 기록하였지만 제 47기(2008년)와 제 48기(2009)년에 당기순손실이 발생하였다. 2006년 대한항공은 원화강세로 인해 외화환산이익이 크게 증가하여 3,843억원 흑자를 실현하였다. 비록 2007년 원/달러 환율 상승에 의한 환산이익 감소효과가 발생하여 전년대비 당기순이익이 감소하였지만 여전히 129억원의 흑자를 실현하였다. 그러나 2008년 유가 상승으로 인한 연료유료비 증가와 환율상승으로 인한 외화환산손실의 증가로 인하여 당기순손실을 기록하였다. 전기 129억원 흑자에서 당기 19,424억원 적자가 실현되었는데, 이는 유가폭등으로 인하여 영업손실 993억원이 발생하였고 환율상승에 따라 19,349억원의 외화환산손실 증가효과가 발생하여, 당기순손실이 전년대비 19,553억원 증가하였기 때문이다. 2009년의 경우 전기 19,424억원 적자에서 당기 989억원 적자를 실현하였는데 이는 직전 사업연도말 대비 환율하락으로 외화환산손실 감소효과가 20,689억원 발생하여 당기순손실이 전년대비 18.435억원 감소하게 된 것이다.

¹¹ 대한항공(2010) “분기보고서” p32-35

¹² 아시아나(2010) “분기보고서” p27-31

[표 8] 대한항공 대차대조표(단위: 백만원)

구분	제49기(2010) 3Q	제48기(2009)	제47기(2008)	제46기(2007)
매출액	8,561,571	9,393,703	10,212,578	8,811,989
영업이익	930,378	133,376	- 99,297	636,837
당기순이익	398,773	- 98,896	- 1,942,430	12,893

※ 자료 출처: 대한항공 2010 분기보고서(<http://dart.fss.or.kr>)

아시아나항공의 대차대조표를 분석해보면, 동 기업의 경우도 역시 대한항공과 유사한 상황에 처해있음을 알려준다. 제20기(2007년)에는 원화강세로 인하여 국내의 해외여행수요가 증가하였으나 결산환율 상승으로 인해 외화환산손실이 발생하였으나, 그럼에도 불구하고 2007년에는 여전히 당기순이익을 기록하였다. 아시아나항공은 제 21기(2008년)와 제 22기(2009)에 들어 당기순손실을 겪었고, 이는 대한항공과 마찬가지로 유가 및 환율 상승에 의한 외화환산손실에서 비롯된 것이다. 이처럼 우리는 위 두 기업의 재무재표 비교·분석을 통해 비록 양 기업이 각각 환율변동에 대비하여 환리스크 관리를 적극적으로 시행해 오고 있기는 하나, 여전히 환율의 상승·하락 여부가 기업의 순이익에 크게 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

[표 9] 아시아나항공 재무재표(단위: 백만원)

구분	제23기 3Q	제22기(2009)	제21기(2008)	제20기(2007)
매출액	3,791,029	3,887,227	4,223,393	3,621,075
영업이익	531,965	- 236,681	- 52,678	171,613
당기순이익	256,736	- 266,316	- 227,169	106,256

※ 자료 출처: 아시아나항공 2010 분기보고서(<http://dart.fss.or.kr>)

[표10]은 2000년부터 2008년까지 전체년도, 최근 5개년, 최근 3개년 단위로 영업외손익 중 환차손익, 환산손익, 파생상품손익의 평균을 수치화시켜 나타내고 있다. 아래 표에 따르면 대한항공과 아시아나항공 모두 지난 몇 년간 외환차손이 외환차익을 초과하고 있으며, 최근 3개년 동안은 외화환산손실 또한 환산이익을 초과한다는 사실을 알 수 있다. 한편, 두 기업 모두 파생상품을 통한 이익이 손실을 초과하는 것으로 나타났으며, 이는 즉 액티브 헤지를 통한 파생상품 관리 전략이 어느 정도 실효성을 발휘하여 외환차손, 환산차손의 일부를 상쇄하였으나 환율변동에 의한 손실을 막지는 못하였음을 시사해준다.

[표 10] 항공사의 환차손익, 환산손익, 파생상품손익 (단위: 원)

	구 분	전체년도	최근5개년	최근3개년
		(2000~2008)	(2004~2008)	(2006~2008)
대한항공	A. 외환차익	64,087,014	70,325,745	79,695,588
	B. 외화환산이익	359,516,166	395,280,509	337,903,185
	C. 파생상품이익	39,493,505	39,771,924	60,851,692
	D. 소계(A+B+C)	463,096,685	505,378,177	478,450,464
	E. 외환차손	72,575,464	95,746,924	146,062,519
	F. 외화환산손실	406,101,406	469,233,659	758,234,305
	G. 파생상품손실	17,018,715	22,943,241	23,411,955
	H. 소계(E+F+G)	295,695,585	587,926,825	927,708,779
	I. 손이익(D-H)	-32,598,901	-82,548,647	-449,258,315
	비 고	외환차익<외환차손 외화환산이익<외화환산손실 ⇒ 전체 순손실 파생상품이익>파생상품손실		
아시아나항공	구 분	전체년도(2000~2008)	최근 5개년(2004~2008)	최근 3개년(2006~2008)
	A. 외환차익	56,127,794	62,798,922	72,651,038
	B. 외화환산이익	104,702,271	92,050,728	74,204,897
	C. 파생상품이익	45,688,789	69,471,087	112,796,129
	D. 소계(A+B+C)	206,518,855	224,320,737	259,652,063
	E. 외환차손	82,613,985	74,888,440	97,507,932
	F. 외화환산손실	100,243,671	69,786,251	103,669,760
	G. 파생상품손실	29,400,380	42,949,926	65,937,162
	H. 소계(E+F+G)	192,258,036	187,624,617	267,114,854
	I. 손이익(D-H)	14,260,819	36,696,120	-7,462,790
비 고	외환차익<외환차손 (최근3개년)외화환산이익<외화환산손실 ⇒ (최근3개년)순손실 파생상품이익>파생상품손실			

※ 자료출처: Data Guide PRO(GUIDE)

IV. 한국 기업의 환위험 관리 방안 제고

제 3장에서는 국내 제1, 제2 항공기업인 대한항공과 아시아나항공의 기업 자료를 토대로 이들 기업 내에서 각각 환관리가 어떻게 이루어지고 있으며 환관리의 궁극적 목적인 환위험 헤지가 잘 시행되고 있는지를 살펴보았다. 두 기업 모두 자연적 헤지를 통해 환위험을 사전적으로 예방하고 이후 발생하는 추가적인 환위험에 대해서는 파생상품을 이용하여 적극적으로 외환을 관리하고 있다. 그러나 이러한 노력에도 불구하고, 환율 하락 시에는 두 기업 모두 당기순이익을 기록하였지만 환율 상승 시 당기순손실을 기록하는 등 여전히 환율변동에 기업의 수익성이 민감하게 반응한다는 결론을 도출할 수 있었다. 따라서 위의 두 기업들의 환위험 관리 전략에도 불구하고 상쇄시키지 못한 환 위험을 좀 더 효율적으로 관리하기 위한 방안을 제시해보고자 한다.

첫째, 무엇보다도 먼저 기업들은 외화자산 및 부채의 규모를 조정할 필요가 있다. 우리나라의 경우 외화자산의 양이 외화부채의 양을 큰 폭으로 상회하고 있으며, 심지어 제 2장에서 확인했듯이 외화 부채는 외화자산에 비해 훨씬 빠른 속도로 증가하고 있다. LG경제연구원의 조사결과에 따라 국내 몇 개 기업의 외화순자산비율(외화자산-외화부채/자산총계)을 살펴보면, 대한항공은 -42.1%, S-oil은 24.9%, 한국가스공사는 -18.4%로 자산 대비 부채 비율이 매우 높음을 확인할 수 있다.¹³ 따라서 기업들은 외화부채가 자산을 능가하는 구조적 문제를 해결해하기 위하여 단기적으로 선물환, 통화선물, 스왑, 옵션 등을 활용할 수 있으나, 장기적으로 보았을 경우에 유동성 문제로 인해 그 활용이 불가능할 가능성이 높으므로 외화자산이나 외화부채를 이용하는 것이 환노출 헤지 방법으로 보다 효과적일 수 있다. 이를테면 수출주도형 기업과 같이 환율하락 시 영업에서 손실이 발생하는 기업의 경우에는 환율이 하락하더라도 이익이 발생할 수 있도록 외화부채를 보유하는 방법을 사용할 수 있을 것이며, 반대로 위에서 살펴본 항공기업들과 같이 환율상승 시에 영업에서 손실이 발생하는 기업일 경우 환율이 상승하더라도 이익이 발생할 수 있도록 외화자산을 보유하는 것이다.

또한 외화자산 및 부채의 장단기별 구성을 조정하는 방법을 사용할 수도 있다. 장기 환노출 측정의 예측 오차를 감안하여 외화자산 및 부채의 장단기 비중을 적절히 유지함으로써 손쉽게 신속적인 대응을 가능하도록 하는 것이다. 한편, 외화자산 및 부채를 통화별로 적절히 구성하는 것 역시 매우 중요하다. 통화별로 기업의 현금흐름에 미치는 충격이 다르므로 이를 감안하여 통화별 구성 비중을 설정한다면 일정부분 환위험을 헤지할 수 있을 것이다.

¹³ 박상수 “금융위기 이후 환위험 노출도 줄었다”, LG 경제연구원, p4

둘째, 외화예금 비중을 늘려 단기자금조달에 이용한다면 기업의 위급상황을 일시적으로 해결해줄 수 있다. 글로벌 금융위기 이후 국제금융시장의 불안정성이 심화되면서 국내기업들의 외화예금 비중이 크게 늘어났다. 상업은행에서 제공하는 외화의 자유로운 입출금 시스템은 가장 간편하고도 안정적인 외환위험의 헤지 방법이 될 수 있다. 사업활동으로 벌어들인 외화를 원화로 교환하지 않고 외환의 형태로 예금해두었다가 위급상황 시 단기외환자금으로서 유용하게 사용할 수 있다.

셋째, 기업들은 외화차입 규모와 단기차입 비중을 감소시켜 나가야 할 것이다. 외환차입 규모와 단기 외화차입 비중의 축소는 국내기업의 환위험을 낮추는데 긍정적인 효과가 있다. 외화차입 규모의 감소는 국내기업의 외화순부채 규모 축소로 이어지고, 이는 환율 변동에 따른 손익 변동 폭을 줄여준다. 또한 단기 외화차입 비중이 감소함에 따라 외환시장의 불안정성으로부터 받는 기업의 충격은 줄어든다.

넷째, 기업의 손익 변동성을 줄이기 위해 정부의 제도적 지원 또한 필요하다. 현재 정부 차원에서 실시하고 있는 금융정책이나 환관리 방법들이 존재하고 있다. 그러나 수출이 국가경제의 대부분을 차지하는 한국경제구조상 이러한 관리들은 수출위주 기업을 위한 것들이 대부분이다.

한국 무역보험공사에서 제공하는 환율변동보험은 결제기간이 대체로 1년 이상의 중장기수출에서 초래될 수 있는 환차손을 보상하기 위한 보험제도인데, 보장환율이 결제(실제)환율보다 높으면 무역보험공사가 차액을 보전하는 것을 기본으로 한다. 반대로 보장환율이 결제(실제)환율보다 낮으면 그 차액은 무역보험공사에 환수돼 환율변동보험제를 운영하는 재원으로 충당된다. 장기수출 거래의 경우 결제기간이 1년 미만인 단기수출 거래와 달리 높은 불확실성으로 인해 선물환거래를 통한 환위험이 효과적으로 관리되어지기 어려운 면이 있는데, 따라서 환율변동보험은 선물환으로 관리되지 못한 장기수출입에 의해 노출된 환위험을 관리하는데 있어 효과적 일수 있다. 하지만 이 또한 수출기업의 환헤지를 위해 만들어진 상품으로 주로 항공유나 항공기를 수입해야 하는 국내 항공사나 원자재를 수입해 제품을 만들고 대기업에 납품하는 국내 중소기업의 경우 별다른 혜택을 받지 못한다.

이에 무역보험공사에서 2010년 7월 수입환변동보험을 론칭하였으나 현재까지 정부차원에서 수입기업들을 위해서 진행중인 환관리 프로그램은 수출기업들을 위한 프로그램들에 비해 다소 미약한 것이 사실이다. 따라서 정부는 상대적으로 수입비중이 높은 기업들 역시 적극적으로 보험에 가입해 환노출을 헤지할 수 있도록, 구체적이고 체계적인 환변동보험을 제시하여야 한다.

또한 은행과 기업의 외환과생상품 거래 시 환율 변동에 따른 환차손을 줄이기 위하여 정부는

적극적으로 헤지 비율을 제한해야 한다. 이는 기업의 과도한 선물환거래로 인해 외환시장의 변동성이 확대되는 위험을 방지하는 것과 동시에 은행의 단기차입을 억제하기 위함이다. 국내 기업의 외환과생상품 거래가 확대되면 환헤지와 관련한 외채가 자동적으로 늘어나게 되고, 그 때문에 환율하락(원화가치 상승) 압박도 높아져 수출기업의 환헤지 수요가 늘어나는 현상을 보이게 된다. 과생상품을 통한 환헤지 증가가 외채 증가를 가져오고 이는 원화가치 상승으로 이어져 수출기업 환헤지 수요증가라는 악순환이 되풀이 되는 것이다. 이와 관련해 정부는 2010년 1월 헤지 비율이 125%를 넘지 못하도록 제한선을 두어 선물환거래를 억제할 것이라고 발표하였다. 이는 수출입 기업의 최근 3년 실적을 통해 앞으로의 거래규모 및 실적을 예상하고 과도한 선물환거래가 이루어지지 않도록 제한하는 정책으로서, 이 정책을 시작으로 앞으로 환위험 관리에 관하여 한국 경제상황에 적합하면서도 더 다양한 정책과 전략들을 모색해 나가야 할 것이다.

V. 결론 및 시사점

금융위기 발생 이후 3년이 지난 현재, 급증했던 환율 변동폭은 하향안정세로 돌아서 정상 폭을 되찾았으나 이는 결코 환율변동으로부터의 자유를 뜻하는 것이 아니다. 국내 기업들은 여전히 환 변동에 노출되어 있고, 1997년 외환위기나 2007년 금융위기와 같은 세계적 차원의 경제위기가 다시 한번 발생한다면, 대외 의존도가 매우 높은 한국의 경우 미루어 짐작 건대 이전의 환위기와는 차원이 다른 크기의 파도가 우리 경제를 덮칠 것이다. 특히 앞서 살펴본 바와 같이 원자재 수입과 수출 및 상품·서비스 판매이익이 한 쪽으로 치우친 기업들의 경우 상태는 더욱 악화될 수 있다. 항공산업의 경우 산업동력의 핵심이자 소비자의 서비스구매 유인이 되는 ‘원유가격’ 변동에 절대적으로 영향을 받게 되므로, 유일하게 원유를 구매할 수 있는 통화인 달러화의 변동은 동 산업 사황에 절대적인 요인이 된다고 할 수 있다.

앞서 자세히 살펴본 것과 같이 국내 기업들의 절반 가량이 환 위험 관리를 전혀 실시하지 않고 있는 등 한국의 대외무역규모나 확장 속도에 비해 환위험 관리에 관한 인식이나 위기관리 능력이 아직 충분히 갖추어져 있지 못하다. 대한항공과 아시아나항공의 경우에도 여타 기업들과 마찬가지로 내부적으로는 자연적 헤지를 통해 재무재표상의 환율변동 위험 폭을 줄이고자 노력하고 있으며, 자연적 헤지로 관리되지 못하는 위험을 상쇄시키기 위해 과생상품을 통한 액티브 헤지 방법을 이용하고 있다. 그러나 대한항공이 기업 규모상 아시아나에 비해 더 적극적이고 다양한 환위험 관리 전략을 펴하고 있다는 점에서 약간의 차이가 있을 뿐, 두 기업

모두 대외의존도가 높은 기업으로서 여전히 환 위험에서 벗어나기 위한 충분한 전략을 구사하고 있지 못하는 것이 현실이다.

대외의존도가 높은 한국의 기업들에게 환위험 관리는 기업의 막대한 손익이 달린 필수적 사안이며, 이는 단지 기업의 노력만으로 해결될 수 있는 문제가 아님이 분명하다. 기업은 획일화된 환위험관리 전략을 따르기보다는 기업별 규모나 산업, 소비자의 특성에 적합한 관리전략을 기업 내부의 전문인력을 통해 수립해야 하며, 특히 환 변동에 민감한 항공기업의 경우엔 수입환변동보험 등을 적절히 활용할 필요가 있다. 정부 또한 금융기관의 건전성 강화와 대외의존도를 줄이기 위한 내수시장 확대, 그리고 환율안정을 위한 적극적 정책개입 등의 노력을 함께 기울였을 때 환변동으로 인한 위험을 효율적으로 관리할 수 있을 것이다.

<참고 문헌>

-단행본-

금융감독원, 『알기 쉬운 외환리스크 관리』, 2002
지호준, 『환위험 관리』, 경문사, 2000

-논문-

김대겸, “한국 기업의 환위험 관리실태와 개선방안”, 연세대학교 경제대학원 석사학위논문, 2002
김정희, “국내기업의 환리스크 관리 사례에 관한 연구”, 동국대학교 경영대학원 석사학위논문, 2003

-경제리포트-

박상수, “금융위기 이후 환위험 노출도 줄었다”, LG경제연구원, 「LGERI 리포트」, 2010
서정원·최희정·김수정, “국내 항공사의 환위험 관리”, 한국외국어대학교 외국학종합연구센터, 「국제지역연구」, 2010
신승관·한혜원, “수출기업 적정환율 및 환리스크관리실태 보고서”, 한국무역협회 국제무역연구원, 2003
양현봉·이영주, “원화 강세에 따른 수출중소기업의 영향 점검”, 산업연구원, 2006
이승호, “환율변동이 기업 수익성에 미치는 영향 분석”, 「외환국제금융리뷰」, 한국은행, 2004.
진석용, “한국기업의 환위험 수위”, LG경제연구원, 「LGERI 리포트」, 2009

홍승범, “최근 환율하락 관련 수출업계 영향 조사”, 한국무역협회 국제무역연구원, 2007

산은경제연구소, “원달러 환율하락의 국내 파급효과” 2010

전국경제인연합회, “환율하락에 따른 산업별 영향 분석”, 2005

한국무역보험공사, “환위험관리실태 설문조사”, 보도자료, 2010

한국무역협회 국제무역연구원, “환율하락에 따른 수출영향 분석”, 2007

한국상장회사협의회, “2009년 상반기 제조·非제조 상장법인 외화관련 순손익 현황”, 보도자료, 2006

한국은행, 「기업경영분석」 각호

-웹페이지-

대한항공 재무재표, <<http://kr.koreanair.com>>

아시아나항공 재무재표, <<http://www.flyasiana.com>>

DART, 『대한항공분기보고서』, 2000~2009, <<http://dart.fss.or.kr>>

DART, 『아시아나항공분기보고서』, 2000~2009, <<http://dart.fss.or.kr>>