

한국 기업의 환노출관리에 관한 문헌연구*

권택호
충남대학교 경영학부
(thk5556@cnu.ac.kr)

저자는 이 연구에서 한국 기업을 대상으로 진행되었던 환위험 관련 연구를 정리하고 그 의미를 파악하고자 하였다. 한국에서의 환위험 관련 연구는 1980년대 초부터 시작되었으며 초기의 연구는 환위험을 정의하고 그 측정방법을 논의하는 것에서부터 시작되었다. 이후 환노출을 추정하고 그 특성을 분석하는 연구가 진행되었다. 1997년 아시아 금융위기는 기업 경영에 있어서 환위험관리의 의미를 재평가하는 데 기여하였다. 특히, 변동환율제도의 시행은 환위험 연구의 필요성을 재인식하게 하는 전환점이 되었다. 이후 환노출을 추정하고 이의 특성을 분석하는 연구와 환노출의 관리에 초점을 둔 연구 결과의 발표가 크게 증가하였다. 1999년부터는 파생상품거래 내역이 재무제표에 보고되기 시작하면서 파생상품거래와 환노출관리의 관계를 분석하는 많은 연구들이 발표되었다. 최근의 연구에서는 환노출을 예측환노출과 관찰환노출로 구분해 환노출 관리활동과 환노출의 관계를 정치하게 분석하고자 하는 노력이 시도되기도 하였다. 기존의 연구결과들은 한국의 기업들이 환위험에 노출되어 있으며 기업들이 환노출관리를 위해 노력하고 있음을 보여주고 있다. 또한, 기업의 환노출에는 환율변동의 효과가 지연되어 나타나는 지연된 환노출이 존재하며, 환율변동의 방향에 따라 환노출의 규모가 비대칭적으로 나타나는 비대칭적 환노출 특성이 있음도 확인되고 있다. 기업의 환노출과 환노출 관리활동을 분석한 기존의 연구들은 환노출관리를 위해서는 환노출관리 대상인 환노출의 규모를 정확하게 파악하기 위한 보다 체계적인 접근이 필요함을 시사하고 있다.

주제어: 환위험, 환노출관리, 통화파생상품거래, 예측환노출

1. 서론

세계의 주요 국가들이 변동환율제도를 채택한 1970년대 이후 환율은 기업의 경영에 영향을 미치는 중요한 변수가 되었다. 고정환율제도 하에서도 환율은 기업경영의 중요한 변수이기는 하였지만 예측 가능성이라는 측면에서 볼 때 변동환율제도의 시행은 기업에게는 불확실성을 증가시키는 새로운 변수의 등장과 같은 결과가 되었기 때문이다.

주요 국가들이 변동환율제도를 도입함에 따라 한국은 1974년 12월부터 달러연계환율제도를 도입하였고, 1980년 2월 27일부터 복합통화바스켓연계

도를 도입하였다. 1980년대 중반이후 한국은 대규모 무역수지흑자를 이루었고 이는 주요 교역상대국으로부터 환율제도와 관련해 비난을 받는 계기가 되었다. 이러한 비난을 의식한 정부는 1990년 3월부터 시장평균환율제도를 도입해 환율이 시장에서 외환의 수요와 공급에 의해 결정될 수 있는 제도적 장치를 마련하였다. 시장평균환율제도 시행 후 원화와 달러화의 환율은 시장의 수요와 공급관계에 의해 변동되고 있었지만 환율은 정부의 정책적 의지에 따라 결정되는 듯한 움직임을 보이기도 하였다. 그러나 환율의 변동성은 이전에 비해 크게 증가했다.

한국은 외환위기를 수습하는 과정에서 변동환율제도를 도입하게 되었고 이후 원화와 주요국 통화간의

최초투고일: 2014. 6. 3 수정일: (1차: 2014. 10. 1) 게재확정일: 2014. 10. 8

* 2013년 한국국제경영학회 추계학술발표대회, 2014년 한국국제경영관리학회 추계학술발표대회에서 이 논문에 대하여 유익한 조언을 해주신 조대우, 지성표, 김태중 교수께 감사드립니다.

환율 변동성이 크게 증가하였다. 변동환율제도의 시행은 기업이 환율변동에 대해 과거와는 다른 차원의 관심을 갖게 하는 계기가 되었다. 특히, 2007년부터 미국의 서브프라임 모기지(subprime mortgages) 문제로 촉발된 글로벌금융위기는 원/달러 환율의 변동성을 증가시키고 환율을 전혀 예측하지 못한 방향으로 변동시켜 기업을 크게 당황하게 하였다. 이러한 환율변동은 KIKO(knock-in knock-out)계약을 거래한 기업들에게 큰 손실을 가져다주었고 결과적으로 기업이 환노출관리에 보다 체계적으로 접근할 필요가 있음을 환기시키는 계기가 되기도 하였다.

한국 기업의 환노출에 대한 연구는 1980년대부터 시작되었다. 1980년대의 연구는 주로 환율의 변동이 기업에 미칠 수 있는 영향에 대하여 설명하고 영향의 정도를 나타내는 환노출의 개념과 이의 추정방법을 개념적으로 소개하는 수준이었다고 할 수 있다. 시장평균환율제도 도입이후 환율의 변동성이 증가하면서 기업 환노출에 대한 관심이 증가하였다. 환노출에 관한 실증분석은 변동환율제도 시행 이후부터 활발하게 이루어지기 시작했는데 시장평균환율제도 실시 기간의 기업 환노출에 대한 분석도 변동환율제도 시행 이후의 분석에서 다루어졌다. 변동환율제도 시행 이후 환율변동과 기업경영의 관계에 관한 연구는 환노출의 추정과 특성분석 뿐만 아니라 환위험의 가격결정, 환노출과 재무부실의 관계, 환노출의 관리와 관리효과 분석 등으로 연구영역이 확장되어 진행되었다. 특히, 1999년부터 기업의 파생상품거래 내역이 재무제표에 보고되기 시작함으로써 파생상품거래와 기업환노출 간의 관계에 대한 분석이 시작되었다.

기업환위험에 관한 연구의 궁극적 목적은 환위험을 적절한 수준에서 관리하고자 하는데 있다. 투자론에서 위험은 미래수익의 변동성(variability of

future returns)으로 정의한다. 이러한 관점에서 본다면 환위험은 환율의 변동으로 인해 미래 기업의 수익이 변동하는 정도이다. 기업이 환위험을 관리한다는 것은 환율변동으로 인한 기업의 수익 변동을 관리하는 것을 의미한다. 환위험은 특성상 환율의 변동과, 환율이 변동하는 경우 가치가 변동하는 자산 즉 환노출 포지션의 결합에 의해 결정된다. 기업이 환위험을 관리하기 위해서는 환율변동을 관리하거나 환위험에 노출된 포지션 즉 환노출을 관리하여야 한다. 기업이 환율을 관리 할 수는 없기 때문에 환위험의 관리는 실질적으로는 기업의 환노출을 관리하는 것을 의미한다. 이러한 이유로 환위험에 대한 연구는 환노출에 대한 연구와 동일한 차원의 연구로 인식되었다. 이 연구에서는 이러한 점을 고려하여 특별하게 구분이 필요하지 않은 경우 환위험과 환노출 개념을 구분하지 않고 사용하기로 한다.

그동안 한국 기업의 환노출에 관한 분석은 다양한 측면에서 시도되었고 적지 않은 연구결과들이 발표되었다. 그러나 이러한 연구들을 정리하고 그 속에 함축된 종합적인 의의를 찾으려는 노력은 아직 시도되지 않았다. 이 연구에서는 한국 기업을 대상으로 환율변동과 기업가치의 관계를 분석했던 기존의 연구결과들을 연구주제와 환율제도의 변천을 고려하여 정리하고 기존의 연구 결과가 주는 시사점을 도출하고자 한다.

이 연구의 분석대상은 1980년대부터 2013년까지 발표된 한국 기업의 환위험을 주제로 한 논문이다. 한국 기업의 환위험을 주제로 한 연구결과는 경영, 경제 분야의 다양한 학술지에 발표되어 왔다. 이 연구에 인용된 관련 논문은 경영학연구, 증권학회지, 재무관리연구, 재무연구, 국제경영연구, 국제경영리뷰, 금융공학연구, 무역학회지, 선물연구, 회계학연구, 회계저널, 국제통상연구, 산업경제연구, 생산성

논집, 대한경영학회지, 회계정보연구, 금융학회지, 한국콘텐츠학회논문집 Journal of Asia-Pacific Financial Studies 등에서 검색한 논문이다. 다만, 한국의 경영학 관련 학술지가 1980년대 후반부터 본격적으로 발행되기 시작한 점을 고려하여 1980년대에 수행된 연구에 대해서는 대학교에서 발행하는 학술논문집에 수록된 연구들도 포함하였다. 또한, 한국 기업을 대상으로 분석한 연구들을 정리하는 과정에서 해외의 연구들과의 관련성을 이해할 필요가 있는 경우 외국의 관련 연구들도 간단히 인용하였다.

2장에서는 환노출의 정의 관련 연구를 정리하고, 3장에서는 환노출의 추정과 환노출의 특성 분석 연구를 그리고 4장에서는 환노출관리 관련 연구를 정리한다. 5장에서는 기존의 연구를 주제와 발표 시기를 기준으로 정리한다. 6장에서는 분석결과를 요약하고 시사점을 정리한다.

II. 환노출 정의 및 환노출관리 현황

환노출에 관한 연구는 환노출을 정의하고 기업의 환노출관리 현황을 파악해 문제점을 제시하는 것에서부터 시작하였다. 환노출 정의 연구는 환노출이라는 현상을 이론적 관점에서 조명하는 것에서 출발하였으며, 환위험관리 현황에 대한 이해는 기업에 대한 사례분석이나 설문조사의 형식을 통한 분석으로 시작되었다.

2.1 환노출 정의

민상기(1982)는 환노출관리를 환율이 변하는 경우에도 기업이 영향을 받지 않도록 관리하는 것으로

정의하였다. 그는 이러한 상태가 되도록 하기 위해서는 스쿼어 포지션(square position)을 만드는 것이 필요하다고 설명하고 환위험관리에서 고려해야 하는 적절한 포지션 측정 기준에 대하여 설명하였다. 그는 기업 환노출이 미래 순현금흐름의 창출능력을 기준으로 추정되어야 함을 보여주었다. 민상기(1982)의 연구는 환노출이 환율과 기업가치의 관계에서 정의되어야 함을 주장한 것으로 이해할 수 있다. 민상기(1983)는 환위험 정의와 관련한 기존의 연구들을 정리하고 회계적 환위험, 거래적 환위험, 경제적 환위험의 관계를 정리하였다. 환율변동에 따른 기대현금흐름의 변화로 정의되는 경제적 환위험이 회계적 환위험이나 거래적 환위험을 포괄하는 개념이라는 점을 설명하고 경제적 환위험을 측정하는데 따르는 문제를 설명하였다.

조대우(1985)는 기업의 환위험관리 대상은 거래적 환노출, 환산환노출과 같은 회계적 환노출이 아니라 환율의 변동이 기업에 미치는 영향의 전체인 경제적 환노출이 되어야 한다는 점을 지적하였다. 그는 경제적 환노출을 기업의 현재 및 미래의 경제적 가치의 변동 가능성으로 정의하고 이를 측정할 수 있는 총괄모델을 제시하고자 하였다. 그는 기존의 연구에서와는 다른 기준을 적용하여 환위험을 분류하였는데 그가 제시한 환위험의 분류는 <표 1>과 같다. 저자가 제시한 새로운 환위험 분류는 환위험에 노출된 거래 중에 현행거래는 물론이고 미래에 발생할 미래거래를 포함시켰으며, 거래가 발생하는 시점도 특정일로 정해진 거래는 물론이고 정해지지 않은 미래의 거래도 포함시켰다는 특징이 있다. 저자가 주장한 (광의의)환위험은 환율변동에 따른 기대현금흐름의 변화로 정의되는 경제적 환위험을 잘 반영하고 있다고 할 수 있다. 이러한 환위험의 분류는 환노출의 분류에도 적용할 수 있다.

〈표 1〉 조대우(1985)에서 정의한 환위험 분류

(환위험)인식시점 (환위험)측정대상	특정일 ^{a)}		미래의 불특정일 ^{b)}
현행거래 ^{c)}	현재확정 환위험(A)	현재실현 환위험(A-1) 현재미실현 환위험(A-2)	현재미확정 환위험(B)
미래거래 ^{d)}	미래확정 환위험(C)		미래미확정 환위험(D)

(광의의) 환위험

- (주) a) 특정일이란 당해연도내에 만기가 도래하는 거래의 결제일 또는 결산일을 의미함.
 b) 미래의 불특정일이란 당해 회계연도 이후에 다가올 확정되지 임의의 일자를 가리킴.
 c) 현행거래란 ① 과년도에 거래가 발생하여 당해년도에 결제될 거래 ② 당해년도에 거래가 발생하여 당해년도에 결제된 거래와 ③ 과년도 또는 당해년도에 거래가 발생하였으나 차기에 결제 되기로 되어 있는 거래 등을 포함함.
 d) 미래거래란 아직 발생하지 않았으며 또한 계약이 체결되지 않은 거래를 말함.
 출처: 조대우(1985), p.296 <表II-3>.

만일 시장이 효율적이어서 환율변동의 영향이 주가에 즉각적으로 반영된다면 <표 1>에 근거해 분류할 수 있는 모든 유형의 환노출 영향은 주가변동으로 나타날 것이다. 따라서 주가 수익률을 사용해 추정한 환노출로는 환노출의 유형별 차이를 구별할 수 없다. 그러나 환율변동의 영향이 주가에 반영되는 정도가 환노출의 유형별로 차이가 있거나, 환노출을 관리할 목적으로 기업의 환노출을 분석하는 경우 환노출을 유형별로 파악하는 것은 중요한 의미를 갖는다. 이러한 관점에서 볼 때 조대우(1985)의 연구는 환노출을 발생 가능한 유형별로 파악할 수 있는 논거를 제시한 의미 있는 연구였다고 할 수 있다.

2.2 환노출관리 현황

소수의 선택된 기업을 심층 조사하여 분석하는 방

법인 사례연구와, 다수의 기업을 대상으로 하는 설문조사 방법은 환노출 특성과 관리현황을 분석하는데 유용한 수단이 될 수 있다. 사례연구의 경우 결과를 일반화하는데 어려움이 있고, 설문조사의 경우 응답자가 기업의 환노출을 파악하지 못하고 답변했을 수 있다는 문제점과 함께 낮은 설문지 회수율이 문제가 될 수 있다. 그러나 현장에서 체감하는 환노출을 분석할 수 있다는 점에서 2차 자료를 사용한 분석과는 다른 장점이 있다고 할 수 있다. 환노출관리 현황을 파악하고 이의 문제점을 지적하고자 했던 초기의 연구는 설문조사나 사례분석의 연구방법을 사용한 경우가 많았다.

조대우(1985)는 기업에 대한 설문조사 자료를 사용한 시뮬레이션 분석에서 수출기업의 가격결정계수가 0.3일 때 환노출이 가장 적게 나타난다고 보고하였다. 그는 이러한 분석결과에 대해 수출기업의 경

우 가격전가율이 30% 정도임을 나타내는 것으로 수출기업의 경우라도 수출금액 전체가 환노출이 될 수 없음을 의미하는 것이라고 해석하였다.

민상기(1988)는 종합상사와 제조기업 중에서 선정된 대표기업을 대상으로 담당자를 직접 인터뷰하여 기업의 환위험관리 현황을 분석하고 개선방향을 제시하였다. 개선방안으로 환위험관리의 목적과 관리대상 환노출의 범위를 명확하게 할 것, 환노출관리 조직의 확충, 최고경영자의 지속적 관심, 환위험관리 체계의 마련 등을 제시하였다. 그의 연구는 환노출의 규모를 파악하고 그 특성을 분석한 것은 아니지만 사전 정보를 통하여 환노출이 존재할 것으로 예상되는 기업을 대상으로 환노출의 관리와 관련한 상황을 파악하고 이에 근거해 환노출의 관리 방안을 제시했다는 점에서 환노출관리 연구로 포함할 수 있을 것이다.

원종근·이성돈(1988)은 환노출의 개념과 관리 방법 등을 정리하고 기업에 대한 설문조사를 통해 한국 기업들의 환노출관리 현황과 특성을 분석하였다. 그들은 한국의 기업들이 환율의 변동에 충분히 대응하고 있지 못하고 있다고 주장하였다. 저자들은 기업이 환율변동에 대응하기 위해서는 환위험관리를 위한 다양한 기법의 활용과 함께 생산성증대, 산업구조의 고도화, 현지 생산확대 등 경영 전반에 걸친 노력이 필요하다고 주장하였다.

정태영·이광철(2000)은 설문조사를 통하여 기업의 환노출관리 행태를 파악하고 기업성과와의 관련성을 분석하였다. 분석결과 환위험의 인식수준, 포지션 파악의 정확도, 환위험관리 기법의 다양성과 같은 환위험관리 행태변수는 총자산성장률, 총자산수익률과 같은 기업성과에 유의적인 양(+)의 영향을 미쳤다. 저자들은 이러한 결과를 토대로 기업이 적극적으로 환노출을 관리할 필요가 있다고 주장하

였다.

Pramborg(2005)는 설문조사 방법을 사용해 한국 기업과 스웨덴기업의 환노출 특성을 비교분석하였다. 헤지의 목표와 관련해 한국의 기업들은 현금흐름의 변동성을 감소시키는 것에 관심을 갖고 있으나, 스웨덴의 기업들은 회계장부상의 변동성을 줄이는데 관심이 있는 것으로 나타났다. 한국의 기업들은 스웨덴의 기업보다 파생상품거래를 이용한 헤지에 대해 관심이 적었는데 그 이유는 파생상품 대신 외화부채를 사용하는 경향 때문인 것으로 나타났다. 두 국가 모두에서 위험관리에서 수익성을 고려하는 것으로 분석되었다.

박재필·정재호(2006)은 수출 중소기업을 대상으로 설문조사를 하여 환노출 현황을 분석하였다. 조사결과 조사기업의 과반수가 환노출관리를 하고 있지 않는 것으로 나타났다. 기업들은 환율변동시 환율변동분을 가격에 전가할 수 없는 것이 가장 큰 애로사항이라고 답한 것으로 조사되었다.

III. 환노출의 추정과 환노출 특성

환노출은 예상하지 못한 환율변동에 의해 가치가 변동하는 자산의 규모로 나타낼 수 있다. 기업이 외화표시 자산과 부채를 보유하는 경우 환율의 변동은 기업에게 외환차손(익), 외화환산손실(이익)과 같은 환율변동과 관련된 손익을 발생시키게 되는데 이 손익의 규모를 합산하면 기업의 환노출을 나타내는 대용변수가 될 수 있다. 외환차손(익), 외화환산손실(이익)이 회계적으로 측정되는 항목이기 때문에 이렇게 측정된 환손익의 규모를 회계적 환노출이라고 부르기도 한다.

그러나 자산이 실물부문과 연결되어 있을 때에는 자산의 속성을 잘 이해하여야 환노출을 파악할 수 있다. 기업이 다양한 유형과 특성의 자산을 보유하고 있는 경우 환노출을 직접 계산하는데 문제가 발생할 수 있다. 이러한 경우에 사용할 수 있는 것이 기업의 모든 자산의 가치를 반영하고 있다고 판단되는 추가수익률을 사용해 환노출을 추정하는 방법이다. 추가수익률을 사용하는 경우 기업을 구성하고 있는 다양한 자산과 실물부문의 영향이 반영된 미래 현금창출능력을 기준으로 한 환노출을 추정할 수 있다. 환율변동에 대한 기업가치변동(추가수익률)의 민감도를 회귀모형을 사용하여 추정한 것이 기업의 환노출 정도를 나타내는 환노출계수이다.

환율변동과 기업가치 변동의 관계를 사용해 환노출을 추정하는 논리를 환율변동과 기업 현금흐름의 관계로 확장하면 환율변동과 기업의 현금흐름의 관계를 사용해 환노출을 추정할 수 있다. 이하에서는 환노출을 추정한 연구들을 회계적 환손익을 기준으로 한 환노출 분석연구, 추가수익률을 사용해 추정한 환노출 분석연구, 영업활동 자료를 사용해 추정한 환노출 분석연구로 구분해 정리한다.

3.1 회계적 환손익 분석

통화는 구매력을 나타내며 환율은 두 국가의 구매력의 비율을 나타낸다. 두 통화의 구매력이 각기 다른 비율로 변하면 환율이 변하게 된다. 따라서 두 국가의 구매력의 변화를 보면 환율의 변화를 예측할 수 있다. 이러한 관계는 명목환율이 변하더라도 변화의 정도가 양국의 구매력 변화를 정확하게 반영하고 있다면 실질적인 의미에서의 환율변동은 없는 것과 같다는 것을 의미한다. 이러한 이유 때문에 환율의 변화에 따른 기업가치 변화 관계를 분석하기 위

해서는 명목환율의 변화를 두 국가의 물가상승률의 차이로 조정한 실질환율변화를 사용한다.

추가수익률을 사용해 환노출계수를 추정할 때에는 실질환율을 고려할 수 있다. 그러나 회계적 환노출의 경우 이러한 실질환율의 개념을 반영할 수 없기 때문에 기업의 환노출을 잘 나타내지 못하는 경향이 있다. 또한, 과거에 회계적으로 측정된 외환차손(익), 외화환산손실(이익)을 이연자산으로 처리한 적이 있는데 이 경우 당해 연도에 발생한 회계적 환손익을 구분해 측정하는 것이 불가능해져 환손익과 다른 변수들 간의 관계를 분석하는 것에 어려움이 있었다. 이러한 문제 때문에 회계적 환손익을 파악하여 기업의 환노출을 분석하려는 시도는 많이 이루어지지 않았다. 그러나 회계적 정보가 기업의 실체를 반영하기 위한 노력의 산물이라는 점을 고려할 때 회계적 환노출 역시 환노출 분석에서 중요한 정보가 된다고 할 수 있을 것이다.

황인태(1998)는 외화환산손익을 당기손익 또는 자본조정으로 처리할 수 있도록 한 규정(증권관리위원회, 1996년 12월)과 관련해 각 방법을 선택한 기업의 특성을 분석하였다. 규모, 당기이익, 이자가 두 방법의 선택에 있어 영향을 준다고 보고하고, 대체적인 회계방법을 선택하는 기업 간에는 체계적인 차이가 있음을 확인할 수 있었다고 주장하였다.

지성표(2000)는 외환위기를 중심으로 한 외환손익 회계처리 규정의 잦은 변화가 기업의 회계적 성과에 미친 영향을 추적하였다. 그는 외환손익을 당기손익으로 인식하거나, 이연자산으로 처리하거나 또는 자본계정으로 처리하는 규정의 급격한 변화는 결과적으로 보수주의원칙에 맞지 않는 변경이었고 투자자에게도 혼란을 줄 수 있는 조치였음을 지적하였다. 그는 또한 외환손익의 처리와 관련한 회계규정의 변경에 신중을 기할 필요가 있음을 실증자료에

기초한 시뮬레이션을 통해 보여주었다.

권경택·조범석(2003)은 장기화폐성외화자산·부채환산손실을 자본조정으로 계상한 기업과 당기손익으로 계상한 기업 간에 기업가치(주가)에 차이가 있는지를 검증하였다. 검증결과 당기손익으로 계상한 기업의 경우 주가에 미치는 영향이 더 크게 나타났다고 보고하였다. 김병호(2003)는 외항해운기업을 대상으로 장기외화부채의 환산손익에 대한 회계처리 방법을 정리하고 처리방법의 변화가 업계에 미치는 영향을 분석하고 회계처리 방법의 개선방안을 제시하였다.

곽태운·정창영·신성휘·최세형(2003)은 회계적 환손익을 계산해 분석에 활용하였다. 그들은 회계적 환손익을 계산해 환노출을 나타내는 변수로 사용하지는 않았지만 회계적 환손익을 기업 환노출의 재무적 요인을 나타내는 대용변수로 사용하였다.

권택호·주경원(2004)은 여수산업단지내의 화학업종 기업들을 대상으로 환노출의 특성을 분석하는 연구에서 회계적 환손익을 파악하고 이의 중요성을 언급하였다. 저자들은 기업 중에 회계적 환손익의 관리가 중요한 의미를 갖는 기업이 있음을 실증적으로 보여주었다. 그들은 회계적 환노출을 관리하기 위한 방안으로 적립금 계정의 활용을 제안하였다.

정석우·배성호·임태균(2012)는 회계적 환손익을 환위험으로 정의하고 기업환위험과 재무분석가의 이익예측 관련성을 분석하였다. 그들은 환위험이 큰 기업에 대한 재무분석가의 이익예측이 낙관적이고 부정확했다고 주장하고, 투자결정에서 재무분석가의 예측 자료를 사용할 때 이러한 점을 고려해야 한다고 주장했다.

기업의 회계적 환손익을 계산하기 위해서는 적절한 회계기준이 필요하다. 회계적 환손익을 적절하게 계산하는 방법에 관해서는 많은 논의가 진행되어 왔

다. 고정섭(1982)은 1981년 12월 23일 제정한 기업회계기준에 나타난 외화환산(foreign currency translation) 규정에 내포된 문제를 당시의 미국의 회계기준인 FASB(Statement of Financial Accounting Standards) No. 52의 내용을 중심으로 검토하고 보완 방안을 제시하였다. 최종윤(1995)은 해외지점, 해외사무소 및 해외종속회사의 외화표시 재무제표 환산에 관하여 검토하고 적용에 있어 필요한 내용들을 제시하였다. 배정홍·심기석(1999)은 외화환산회계에 나타나 있는 본문규정(해외지점이나 해외종속법인을 구분하지 않고 화폐성·비화폐성법 적용)과 단서규정(회사가 필요한 경우 현행환율법 적용)의 적용이 기업에 미치는 영향을 분석하고 그 시사점을 제시하였다. 박한순(2002)은 물가변동회계와 외화환산회계의 문제를 검토하고 바람직한 처리 방안을 제시하고자 하였다. 윤승준(2009)은 해외사업장에 대한 외화환산회계에서 해외사업장의 영업·재무활동이 본점과 독립적으로 운영되는 경우에 한하여 현행환율법을 적용하도록 한 기업회계기준(1998년 12월 11일 개정)과 관련하여 기업들이 외화환산회계 규정을 적절하게 적용하고 있는지의 여부를 기업의 실제 회계 자료를 수집하여 분석하였다. 그는 종합건설회사의 경우 예외 없이 현행환율법을 적용하고 있음을 확인하고 이의 적절성에 대한 검토가 필요하다고 주장하였다.

3.2 주기수익률을 사용한 환노출 분석

Adler and Dumas(1984)는 외국의 자산을 보유하여 나타나는 환노출은 외국자산의 국내통화표시 가격을 종속변수로 하고 외국통화의 국내통화 가치를 독립변수로 하는 회귀모형의 회귀계수와 같음을 보였다. 그는 이러한 특성으로 인해 환노출의 추정

이 주식시장에서의 시장위험을 추정하는 것과 동일한 의미를 갖는다고 주장하였다. Jorion(1990)은 미국의 수출기업을 대상으로 시장모형에 환율변동률을 추가한 증강시장모형(augmented market model)을 사용하여 환노출을 추정하고 기업의 환노출과 수출과의 관계를 분석하였다. 주가수익률을 사용해 환노출을 추정한 Jorion(1990)의 환노출 추정은 환위험이 환율과 기업가치의 관계에서 정의되어야 한다는 민상기(1982)의 주장과 일관성이 있는 방법이다. 또한 시장이 효율적이어서 환율변동이 미래 기업에 미치는 영향까지도 주가에 적절하게 반영이 되고 있다면 Jorion(1990)이 사용한 환노출 추정 방법은 조대우(1985)의 환위험 정의 중 광의의 환위험에 해당되는 환노출을 추정한 것으로 이해할 수 있다. Jorion(1990)이 사용한 환노출 추정 회귀모형은 다음과 같다. Sr 은 주가수익률, Mr 은 시장수익률, Er 은 환율변동률이다. ϵ 은 회귀식의 잔차이며, i, t 는 각각 기업과 시점을 나타내는 첨자이다.

$$Sr_{i,t} = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,i}Mr_t + \alpha_{2,i}Er_t + \epsilon_{i,t}$$

권택호(1998)는 1990년부터 1996년까지의 상장 비금융업종 기업 자료를 사용해 실질실효환율, 원/달러, 원/엔 실질환율에 대해 환노출을 추정하고 특성을 분석하였다. 그는 기업의 환노출이 통화별로 큰 차이가 있으며 환노출이 사용하는 환율의 변동 방향에 따라 정도에 차이가 있는 비대칭적 특성이 있음을 보고하였다. 또한, 비대칭적 특성에 대한 고려 여부에 따라 환노출의 특성이 다르게 나타날 수 있음을 보여 주었다. 이러한 분석결과를 토대로 기업의 환노출을 추정할 때 실질실효환율을 사용하면 개별기업의 환노출을 과소추정할 위험이 있으며, 환율변동 방향을 고려하지 않고 환노출을 추정하는 경

우 제공할 수 있는 정보가 한정적이며 왜곡될 수 있다고 주장하였다. 권택호·황희곤(1999)은 1990년부터 1996년까지의 상장기업을 대상으로 원/달러, 원/엔 주별환율을 사용하여 환노출을 추정하여 환노출의 특성을 분석하였다. 그들은 환율변동의 래그변수를 사용하여 과거의 환율변동에 의한 환노출 즉, 지연된 환노출을 추정하였다. t 시점의 환율변동과 t 시점의 주가수익률을 대응하여 추정한 환노출을 동시적 환노출이라고 정의하고, 동시적 환노출에 지연된 환노출을 더한 것을 전체 환노출이라고 정의하였다. 분석결과 동시적 환노출에서는 원화의 가치하락이 기업가치를 상승시키는 것으로 나타나는 경향이 있으나 지연된 환노출을 고려하면 원화가치의 하락이 장기적으로는 기업가치를 하락시키는 방향으로 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 그들은 이러한 결과를 기초로 원화의 가치하락이 단기적으로는 기업가치에 긍정적인 영향을 주지만 장기적으로는 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 주장하였다. 환노출과 국제경영활동과의 관련성에 관해서, 외화부채와 환노출 간의 관련성은 부분적으로 확인할 수 있었으나 수출, 수입, 해외직접투자과 같은 변수들과 환노출 간의 관계는 확인할 수 없었다고 보고하였다. 그러나 규모는 환노출과 관련이 있는 것으로 나타났다 보고하였다. 권택호(1999a)는 상장기업 중 금융서비스업종의 기업을 제외한 기업을 대상으로 기업을 KOSPI200 포함기업과 비포함기업으로 나누어 환노출의 특성을 비교분석하였다. 분석결과 KOSPI200 포함기업이 비포함기업에 비해 환노출이 큰 것으로 보고하였다. 기업의 환노출은 국제경영관련 변수보다는 기업의 규모나 유동성과 관련이 있을 것으로 추정하였다.

이현석(1999)은 금융업종을 포함한 기업 및 산업의 일별 수익률 자료를 사용하여 1987년부터 1997

년까지의 환노출을 추정 분석하였다. 그는 환노출이 기간별로, 업종별로 차이가 있음을 보고하였다. 분석결과 달러화에 대한 환노출과 금융비용부담률과의 관계를 확인할 수 있었으나 다른 변수들에 대해서는 일관성 있는 결과를 확인할 수 없었다고 보고하였다.

정창영(1999)은 1987년에서 1996년까지의 기간을 대상으로 한국 제조기업의 환노출 특성을 분석하였다. 분석결과 기업들은 원/달러 환율은 물론 엔/달러 환율변동에도 노출되어 있었다. 기업의 수출비용, 부채비용 그리고 외화표시부채비용이 부채에서 차지하는 비율이 환노출을 설명하는 것으로 분석되었다. 환노출의 특성은 기간에 따라 차이가 있었음을 확인할 수 있었는데 저자는 이러한 변화가 두 기간에 있었던 자본시장의 개방과 같은 구조적 변화 때문일 수 있다고 주장했다. 정창영(2001)은 1987년에서부터 1997년까지의 자동차회사들을 대상으로 환노출의 특성을 분석하였다. 분석결과 주가수익률, 수출금액 모두 원/달러 환율보다는 엔/달러 환율에 대해 더 민감하게 반응하였다. 저자는 엔/달러 환율에 대해 환노출계수가 음수의 값을 갖는 것은 자동차 기업이 일본의 자동차 기업들과 국제무대에서 경쟁을 하고 있기 때문이라고 해석하였다. 저자는 원/달러 환율에 대해 환노출이 크게 나타나지 않는 이유에 대해 기업의 달러표시 현금의 유입과 유출이 상쇄되는 효과가 있기 때문일 것으로 추정하였다.

이현석(2003)은 1987년부터 2001년까지의 원/달러, 원/엔에 대한 일별, 월별 자료를 사용하여 환노출을 추정하여 특성을 분석하였다. 그는 일별자료에 이분산성을 고려하는 경우 환노출이 유의적으로 추정되는 경우가 증가한다고 보고하였다. 환노출의 방향과 관련해서 한국의 기업들은 환율이 상승(하락)하면 부정적(긍정적)인 영향을 받는 특성이 있다고 기술하였다. 한국의 기업들은 대부분 비대칭적 환노

출에 노출되어 있으며 이러한 비대칭적 환노출의 원인은 기업이 시장을 중시한 가격정책을 사용하고 있기 때문일 것으로 추정하였다. 이현석(2004)은 1987년부터 2001년까지의 기업자료를 사용하여 달러와 엔화의 환노출을 추정하고 이의 특성을 분석하였다. 주가수익률을 2-3개월을 기준으로 계산한 결과 환노출이 증가하는 것을 확인할 수 있었다. 외환위기 이전에는 원/달러 환율상승이 기업가치를 증가시켰지만 외환위기 이후에는 환율상승이 기업가치를 감소시키는 것으로 분석되었다. 저자는 달러화와 엔화의 비대칭적 환노출은 수출활동과 관련이 있다고 주장하였다.

곽태운·정창영·신성휘·최세형(2003)은 한국의 대표적 수출기업을 대상으로 1995년-2001년까지의 기간에 표본기업의 환노출계수의 특성과 결정요인을 분석하였다. 기업의 환노출을 영업적 노출요인과 재무적 노출요인으로 구분하고, 회귀모형으로 추정한 환노출의 결정요인을 분석한 결과 재무적 결정요인을 포함하는 경우 설명력이 높아짐을 확인하였다. 그들은 환노출이 음수(-)임을 토대로 분석 기업들이 달러화와 엔화에 대해 섯포지션 상태에 있다고 주장하였다. 저자들은 이러한 특성에 대해 수출기업이라 해도 원자재의 조달이나, 해외차입 등으로 달러화나 엔화의 가치가 상승하면 기업가치가 하락하기 때문이라고 주장하였다.

정찬우(2003)는 1990년에서 2002년까지의 기간을 대상으로 환노출의 특성을 분석하였다. 분석결과 달러화에 대해서는 양수의 환노출이 나타났고 엔화에 대해서는 음수의 환노출이 나타났다. 달러화에 대한 환노출보다는 엔화에 대한 환노출이 더 크게 추정되었다. 시차변수로 추정한 지연된 환노출이 양수의 부호로 추정되는 경우가 많이 나타났다.

권택호·주경원(2004)은 여수국가산업단지내 화

학기업들을 대상으로 환노출의 특성을 분석하였다. 주가수익률을 사용한 환노출의 추정과 함께 회계적 환손익을 추정하였다. 또한, 기업들이 환율이 변동하는 경우 일정부분을 가격에 전가(pass through)하고 나머지 부분은 마크업을 조정해 스스로 부담한다는 점을 고려하여 기업이 판매하고 있는 제품들의 마크업조정계수를 추정해 추정된 환노출계수와 함께 환노출 특성 분석에 활용하였다. 분석결과 원/달러 환율이 상승하는 경우 기업이 제품의 판매에서 마크업이 증가하는 긍정적인 효과가 있으나 회계적 환손익 측면에서는 외화부채로 인한 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 결과적으로 기업의 전체 환노출은 판매활동으로부터의 환노출 또는 회계적 환노출을 개별적으로 추정한 경우만큼 크지 않다고 보고하였다. 이러한 특성은 주가자료를 사용해서 추정한 환노출계수가 당기의 환노출에서는 음수로, 지연된 환노출에서는 양수로 추정되는 것과 관련이 있으며, 이 두 가지 환노출을 합산하여 계산하는 전체 환노출은 크기가 작아진다고 주장하였다. 그들은 이러한 결과를 기초로 회계적 환노출의 관리 필요성을 강조하면서 적립금계정의 활용이 필요하다고 주장하였다.

변애련·박경인·조진완(2006)은 1994년부터 2002년까지 유가증권시장에 상장된 제조기업을 대상으로 환노출을 추정하고 이의 특성을 분석하였다. 분석결과 자유변동환율제도의 도입 후의 환노출이 도입 전보다 작아진 것을 확인하였다. 환노출의 결정요인을 분석한 결과는 변동환율제도 시행 이전에는 규모, 성장성, 배당률이 환노출과 음의 관계, 당좌비율은 양의 관계에 있는 것으로 나타났다. 그러나 변동환율제 시행 이후에는 이러한 변수들이 환노출과 유의

적인 관련성이 나타나지 않았다. 이처럼 변동환율제 시행 후 환노출이 감소하고 환노출이 기업 특성변수와 유의적인 관계를 나타내지 않는 이유에 대해 저자들은 기업들이 적절하게 환노출관리를 수행한 결과일 수 있다고 주장하였다.

앞에서 기술한 연구 중에 권택호(1999a), 정찬우(2003), 이현석(2004), 권택호·주경원(2004)은 한국 기업의 환노출에 지연된 환노출이 존재한다는 것을 보고하였다. 그러나 추정된 지연된 환노출의 특성에 관해서는 분석을 하지 않았다. 권택호(2006a)는 기업의 환노출을 당기의 환율변동에 의한 환노출(동시적 환노출)과, 과거의 환율변동에 의한 환노출(지연된 환노출)의 합으로 정의하고 이의 특성을 분석함으로써 지연된 환노출의 특성을 파악하고자 하였다.¹⁾ 그는 기업의 환노출 특성을 분석하기 위해 사용하는 환노출계수에 부호가 있기 때문에 상대0점이나 절대0점을 정의할 수 없고, 따라서 환노출계수를 등간척도나 비율척도로 볼 수 없다고 주장하였다. 이러한 특성을 반영하여 환노출계수를 서열척도의 변수로 재구성한 후 순위종속변수모형(ordered dependent variable model)을 사용하여 환노출의 특성을 분석하였다. 분석결과 지연된 환노출을 고려하는 경우와 고려하지 않는 경우에 큰 차이가 있음을 확인할 수 있었다. 지연된 환노출을 고려하는 경우 환노출과 수출, 외화부채, 해외직접투자자와 같은 국제경영 관련변수 간의 관계를 확인할 수 있었다고 보고하였다. 환노출이 수출과는 양의 관계, 외화부채, 해외직접투자자와는 음의 관계가 있음을 확인하고 기업은 이러한 변수간의 상쇄관계를 활용하여 환노출을 관리할 수 있다고 주장하였다. 그는 연

1) 권택호(2006a)는 이처럼 기업의 전체 환노출을 동시적 환노출과 지연된 환노출의 합으로 측정하는 것은, 시장에서의 비동시거래로 시장의 정보가 개별주식에 즉각적으로 반영되지 못하는 상황에서 시장배타의 밀치 추정량을 계산하기 위해 Scholes and Williams (1977)가 제시한 방법과 일관성이 있는 것이라고 설명하였다.

구결과를 토대로 기업에는 지연된 환노출이 존재하며, 지연된 환노출은 기업의 국제경영활동과 관련되어 있다고 주장하였다.

앞에서 기술한 연구 중에 권택호(1998), 이현석(2003, 2004)은 한국 기업의 환노출에 비대칭적 특성이 있음을 보고하였다. 이현석(2004)은 한국 기업의 비대칭적 환노출이 수출활동 때문일 수 있다고 주장하였다. 한편, 권택호(2007)는 한국 기업의 환노출에 비대칭적 환노출 특성이 있음을 확인하고 이를 주가 변동성의 비대칭적 특성을 설명하는 레버리지효과가설(Black, 1976)을 사용하여 설명하였다. 기업이 외화표시부채를 사용하는 경우 환율이 상승하면 부채의 원화표시 금액이 증가해 부채비율이 악화되고 이는 주주의 위협을 증가시켜 주식수익률의 기대변동성을 증가시킨다. 그러나 환율이 하락하는 경우 부채비율의 개선은 주주의 기대변동성을 하락시키는 효과로 이어지지 않아 결국 환율 상승시에 주식수익률의 변동성이 더 커지게 되는데 이것이 환율과 연결되어 나타나기 때문에 환율변동과 주가 수익률 사이의 공분산을 증가시킨다. 이는 공분산과 분산의 비율로 측정되는 환노출을 증가시키게 된다고 설명[환노출 = $Cov(\text{환율변동률}, \text{주가수익률}) \div \text{Var}(\text{환율변동률})$]하였다. 그는 외화표시부채로부터의 환노출을 수출을 통해 상쇄시키는 방법으로 외화표시부채로부터의 비대칭적 환노출을 관리할 수 있다고 주장하였다. Bae and Kwon(2013)은 외화표시부채와 수출이 서로 다른 방향의 비대칭적 환노출의 요인이 되고 있다고 주장하고 이 두 요인을 적절하게 결합하면 환노출의 비대칭성을 효율적으로 관리할 수 있다고 주장하였다. 그들은 기업의 파생상품거래가 비대칭적 환노출에 유의적인 영향을 미친다는 증거를 확인하지 못하였다고 보고하였다.

박세운·김희호·방두완(2009)는 1999년에서 2007

년까지의 한국 기업을 대상으로 환노출을 추정하고 환노출계수와 환노출 관리활동 간의 관계를 분석하였다. 저자들은 기업의 금융헤지와 영업헤지 그리고 네팅 전략이 환노출 정도를 감소시켜주는 것을 확인했다고 보고하였다. 이 연구는 1개월 수익률로 달러화와 실질실효환율에 대해 환노출을 추정하는 경우 그 계수가 음수의 값을 가지나 3개월 이상의 누적수익률을 사용하는 경우 계수가 양수로 나타나는 경향이 있음을 보고하고 있다. 그들은 이러한 결과에 대해 환율이 상승하면 초기에는 수출기업의 수익이 하락하다가 이후에는 수출이 조정되어 수익이 증가하기 때문이라고 설명하였다. 일본 엔화에 대해서는 수익률 누적 기간과 관계없이 음수의 환노출이 추정되었는데 저자들은 그 이유를 일본과의 무역수지 적자 때문으로 해석하였다.

이호진·박세운(2009)은 1999년에서 2007년까지의 기업자료를 사용하여 환노출을 추정, 분석하였다. 분석결과 환노출계수는 환노출의 추정기간이 길어질수록 유의적인 경우가 증가했다. 그들은 환노출이 수출활동과 관련이 있는 것으로 파악되었다고 보고하였다.

유승훈·홍혜정(2009)은 1999년부터 2005년까지 한국 비금융업종 기업을 대상으로 환노출을 추정하고 이의 결정요인을 분석하였다. 원/달러 환율과 실질실효환율을 사용해 분석한 결과 환노출이 선형인 경우보다는 비선형인 경우가 더 많이 나타났다. 기업의 국제화정도, 규모, 배당률, 수익성, 성장가능성, 부채비율이 환노출의 결정요인으로 확인되었다.

김순성(2011)은 2002년-2006년의 자료를 사용하여 기업의 지리적 다각화전략과 제품차별화전략이 환노출에 미치는 영향을 분석하였다. 그는 제품차별화전략이 환노출에 미치는 영향은 해외진입시장의 지역적 특성에 따라 차별적이라고 보고하였다. 연구

개발강도가 높을수록 자회사가 선진지역에 진입하는 경우 환노출이 감소하며, 개발도상지역으로 진입하는 경우 환노출이 증가한다고 보고하였다. 저자는 이러한 결과를 토대로 기업이 진입하는 해외시장의 지역적 특성이 기업의 전략과 상호작용하여 기업의 환노출에 영향을 미친다고 주장하였다.

기업이 관계기업 간의 내부거래를 활용해 환노출을 관리하고 있는지의 여부를 확인하고자 한 연구도 있다. 권택호(2009)는 기업이 관계기업 간의 내부거래를 통해 환노출을 관리하고 있는지의 여부를 분석하였다. 그는 내부거래가 환노출을 감소시키는 효과가 있으며, 내부거래가 파생상품거래와는 차별적으로 이루어지고 있다는 것을 확인하였다. 그러나 내부거래를 사용한 환노출관리는 기업 특유의 환노출을 관리하는데 유용할 뿐 시장 전체에 나타나고 있는 환노출관리에는 효과적이지 못하다고 주장하였다.

남기석·서홍매(2011)는 2005년에서 2009년까지 한국 비금융업종 산업을 대상으로 산업수준에서 환노출을 추정해 분석하였다. 저자들은 한국 기업의 환노출이 비대칭성을 보이고 있으며, 글로벌금융위기 후 환노출의 크기가 증가했다고 주장하였다.

송민규·조성빈(2011)은 2001년에서 2009년까지 상장제조기업의 환노출을 추정하고 분석하였다. 저자들은 기간을 나누어 분석한 결과 환노출의 규모가 추정기간의 환율변동성과 관련되어 있음을 발견하였다. 환율의 상승시에 기업가치가 증가하는 기업은 소수에 불과했으며, 다국적기업의 환노출이 크게 나타났다고 보고하였다. 그들은 다국적기업의 환노출이 큰 것은 기업이 운영예지를 충분히 하지 못하기 때문이라고 주장하였다.

신범철·최국현(2011)은 2000년부터 2010년까지의 일별주가자료를 사용하여 원/달러 환율과 원/엔 환율을 대상으로 기업의 환노출을 추정하여 분석

하였다. 분석결과 엔화에 대한 환노출이 달러에 대한 환노출보다 크게 나타났으며 두 통화 모두에서 비대칭적 환노출이 발견되었다. 두 통화의 비대칭적 환노출은 서로 상이한 특성을 보인 것으로 보고하였다. 이들은 규모, 부채비율, 성장성은 환노출과 유의적인 관계가 있는 것으로 나타났으나 수출비중과 유동성 변수는 유의한 영향 관계가 없는 것으로 보고하였다. 저자들은 또한 대기업들은 환노출관리를 위해 노력하고 있으나 중소기업의 경우 그렇지 못하다고 주장하였다. 신범철(2012)은 2000년에서 2010년까지의 기간을 대상으로 달러와 엔에 대한 일별, 월별 환율변동 자료를 사용하여 환노출을 추정 분석하였다. 그는 일별 자료를 사용해 추정한 환노출이 월별 자료를 사용해 추정한 환노출보다 크며, 엔화에 대한 환노출이 달러에 대한 환노출보다 크다고 보고하였다. 또한 환노출이 지연되어 나타나는 경향이 있으며, 비대칭적 특성이 있음을 보고하였다.

정영우·정현철(2012)은 1990년에서 2006년까지의 기간에서 상장기업들을 대상으로 주가수익률과 산업의 수익률 자료를 사용해 환노출의 특성을 분석하고, 환노출과 외국인투자자 투자와의 관련성을 분석하였다. 분석결과 환노출이 기업마다 상이하고, 시간에 따라 변하며, 과거의 환율변동에 의한 영향 즉, 지연된 환노출이 존재함을 확인하였다. 또한 외국인 투자비중이 클 경우 환노출이 더 크게 나타나는 것을 확인하였다.

변애련·조진환(2012)은 2000년에서 2006년까지의 기간에 한국 기업을 대상으로 환노출과 외국인 투자자지분 간의 관계를 분석하였다. 그들은 환율변동 방향에 따라 환노출계수가 다를 경우(비대칭적일 경우)를 반영할 수 있는 모형을 사용하여 환율의 상승시와 하락시의 환노출을 추정하고 각 환노출과 기업특성변수와의 관련성을 분석하였다. 분석결과 환

노출과 외국인 투자자지분을 포함한 기업특성변수와
의 관계가 환노출의 비대칭성과 관련이 있음을 확인
하였다. 그들은 지연된 환노출도 함께 추정해 분석
하였는데 분석결과 14%의 기업에서 유의적인 지연
된 환노출이 나타났고 이중 95%의 기업이 음수의
값을 갖는 것으로 나타났다. 저자들은 이러한 지연
된 환노출 특성을 주식시장 효율성의 관점에서 해석
하였다.

조진환·변애련·박경인(2013)은 한국을 포함하여
외환위기를 경험한 23개국, 2,116개 기업의 자료를
사용하여 외환위기 이전과 이후에 기업 환노출에 차
이가 있었는지를 검정하였다. 검정결과 외환위기를
경험한 국가의 기업들은 외환위기 이후 환노출이 감
소하는 특성을 보였다. 또한 분석 국가 중에 변동환
율제도를 도입한 국가의 기업들은 환율변동성의 증
가에도 불구하고 다른 국가 기업에 비해 환노출이
크게 감소한 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해
저자들은 기업들의 환노출관리활동이 증가했기 때문
일 것으로 주장하였다.

김종희·이지은(2013)은 기업 외부의 재무금융 환
경의 변화가 기업의 환노출에 미치는 영향과 환노출
이 주가수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결
과 선물환시장의 효율성, 외국인 자본거래, 정책당
국의 시장개입이 기업의 환노출에 영향을 미칠 수
있음을 확인하였다. 또한, 기업의 환노출은 기업의
주가수익률에 유의한 영향을 미친다고 보고하였다.
이들은 글로벌 금융위기가 기업의 환노출 특성에 영
향을 주었을 수 있다는 분석결과도 보고하였다.

한국 기업의 환노출을 직접 추정하여 분석하지는
않았지만 지호준·김영일(1999)은 한국을 비롯한
미국, 영국, 독일, 일본의 주가지수를 대상으로 1980
년부터 1997년까지 기간에 환율변동과 주가지수 간
의 인과관계를 분석하였다. 분석결과 한국과 영국의

경우에 환율변동이 주가지수변동의 유의적인 원인변
수라고 할 수 있음을 확인하였다. 이들은 이러한 결
과가 나타난 원인을 한국과 영국의 높은 대외무역의
존도에 있을 것으로 해석하였다. 이들의 연구는 합
산자료를 사용한 연구이기는 하지만 한국의 기업들
이 환율변동에 따라 기업가치가 변동하는 환노출 상
태에 있음을 확인한 것으로 볼 수 있다. 유승훈·홍
해정(2008)은 1999년에서 2006년까지의 기업자
료를 사용하여 환율변동률과 주가수익률 사이에 인
과관계가 성립하고 있는지의 여부를 분석하였다. 그
들은 소규모-저수출기업으로 구성된 포트폴리오 수
익률에서보다는, 대규모-고수출기업으로 구성된 포
트폴리오에서 환율과 수익률 간에 인과관계가 더 유
의적으로 존재하는 것으로 나타났다고 보고하였다.
이들의 분석결과는 한국의 기업 중에 대규모 수출기
업에 환노출이 있음을 지지하는 결과로 해석할 수
있을 것이다. 이들은 분석결과 환율과 주가수익률
관계에 비선형 특성이 나타난다고 보고하고 이러한
특성은 환노출관리에 반영이 되어야 한다고 주장하
였다.

3.3 영업자료를 사용하여 추정한 환노출 분석

기업의 환노출은 수출, 수입과 같은 영업활동의 결
과 기업 내부에 외환 노출 포지션이 발생해 나타난
다. 이렇게 생성된 환노출은 이후 기업의 재무적 활
동이 반영되어 최종적으로 기업의 환노출로 남는다.
주가수익률과 환율변동률을 사용하여 추정된 환노출
계수는 기업에게 최종적으로 남아 있는 환노출을 추
정한 것이다. 이러한 관점에서 보면 주가수익률을
사용해 추정된 환노출은 기업의 환노출 관리활동의
결과가 반영된 현재 관찰 가능한 기업의 환노출이라
고 할 수 있다. 반면에 기업의 영업관련 자료를 사용

하여 추정된 환노출은 기업의 영업활동 결과 발생한 환노출 즉, 기업의 영업활동 특성으로부터 예측가능한 환노출이라고 할 수 있다. Bodnar and Martson (2002)은 주가수익률을 사용하여 추정된 환노출을 관찰환노출(observed exchange exposure)이라고 정의하고, 영업활동 특성을 반영하여 추정된 환노출을 예측환노출(expected exchange exposure)이라고 정의하였다. 관찰환노출은 예측환노출에 기업의 환노출관리활동의 결과가 반영된 결과이다.

Bodnar and Martson(2002)은 간단한 모형을 도출하여 수출비율과 수입비율 그리고 매출총이익률을 사용해 기업의 예측환노출을 추정할 수 있는 방법을 제시하였다. 그러나 기업의 수입자료는 일반적으로 공표되지 않는 자료이기 때문에 실증분석을 수행해 예측환노출의 특성을 분석하지는 못하였다. Bartram, Brown and Minton(2010)은 Bodnar and Martson(2002)의 모형을 확장하고, 수입자료의 추정이 용이한 글로벌 자동차 기업들을 대상으로 예측환노출을 추정하였다. 그들은 추정한 예측환노출과 주가수익률로 추정한 관찰환노출을 비교해 기업들이 환노출의 70% 정도를 관리하고 있다고 주장하였다. 이들의 주장은 많은 연구에서 환노출이 유의적으로 추정되지 않은 이유를 기업의 성공적 환노출관리 때문이라는 Bartram and Bodnar(2007) 주장의 타당성을 뒷받침하는 것이다.

강원(2009)은 2000년에서 2008년까지 기업의 분기별 현금흐름을 중심으로 환노출을 추정하여 분석하였다. 그는 한국 기업들의 환노출관리가 적절한 수준에 이르지 못하고 있다고 주장하였다. 또한, 현금흐름을 기준으로 환노출을 추정한 결과 환율과 현금흐름 간의 양(+)의 관계를 확인할 수 있어 현금흐름을 기준으로 추정한 환노출이 기업의 현실을 보다 잘 나타낸다고 주장하였다. 환노출의 결정요인과

관련해 수출비중이 환노출을 유의적으로 설명하지 못한다는 결과를 보고하였다. 강원(2009)의 연구는 관찰환노출과 예측환노출을 구분하고 예측환노출을 추정하고자 하지는 않았지만 결과적으로는 영업현금흐름과 환율변동의 관계로부터 예측환노출을 추정해 분석한 연구로 볼 수 있다.

권택호·주경원(2011)은 Bodnar and Martson (2002)의 모형을 사용해 예측환노출을 추정하고 예측환노출과 관찰환노출의 차이를 사용해 기업의 환노출관리 특성을 분석하였다. 그들은 예측환노출의 추정에 필요한 수입비율을 기업의 매출품목과, 각 품목의 생산에 필요한 수입품의 비율 관계를 사용해 추정하였는데 품목(업종)의 생산에 필요한 수입품의 비율은 투입산출표(input output table)상의 자료를 사용하였다. 분석결과 예측환노출이 양수인 기업은 파생상품거래와 관계기업과의 내부거래를 통해 환노출을 관리하며, 예측환노출이 음수인 기업은 가격전가(pass-through) 방법으로 환노출을 관리한다고 보고하였다. 이들은 한국의 기업들이 환노출관리를 과도하게 하는 경향이 있다고 주장하였다. 이후 권택호·박래수·배성철(2011), 권택호·주경원(2013), 권택호·박종원(2013)도 예측환노출과 관찰환노출의 차이를 분석하여 기업의 환노출관리 특성을 분석하였다.

주가수익률과 환율변동률 간의 관계를 사용해 한국 기업의 환노출계수를 추정하고 이의 특성을 분석한 연구들은 연구에 따라 다양한 결과를 보고하고 있다. 기존의 연구에서 밝히고 있는 내용은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 한국 기업들은 환위험에 노출되어 있다. 둘째, 환율의 변동 방향에 따라 환노출이 비대칭적으로 나타나는 특성이 나타나고 있다. 셋째, 기업의 환노출이 지연되어 나타나는 경향이 있으며, 넷째, 달러화에 대해서는 물론이고 일본 엔

화에 대해서도 환노출이 나타나고 있다. 다섯째, 기업의 영업활동결과를 사용해 추정한 환노출과 주가 수익률을 사용해 추정한 환노출을 구분해 환노출을 정치학적으로 분석하려는 연구들이 나타나고 있다.

IV. 환노출관리

기업의 환노출을 추정하고 이의 특성을 분석하는 기본적인 목적은 결국 환노출을 관리할 수 있는 방법을 찾기 위한 것이기 때문에 환노출에 관한 모든 연구는 환노출관리와 직간접적으로 관련성을 가진다. 그러나 여기에서는 환노출관리를 직접적으로 다루고 있는 연구들을 환노출관리 관련연구로 분류하여 정리한다. 이 장에서는 환노출관리와 관련한 기존의 연구를 환노출관리 필요성과 관련한 연구, 파생상품거래와 환노출과의 관련성을 분석한 연구, 그리고 기타 환노출관리 관련연구로 나누어 기술한다.

4.1 환노출관리의 필요성

기업은 환노출을 관리함으로써 현금흐름을 안정화시킬 수 있다. 기업은 현금흐름의 안정화를 통해서 기업의 위험을 감소시키고, 안정적인 자금 확보를 통해 투자기회를 적극 활용할 수 있으며, 조세부담을 완화시킬 수 있고, 재무부실비용을 감소시킬 수 있다. 그러나 기업이 환노출을 관리하기 위해서는 비용이 필요하기 때문에 기업의 환노출 관리활동이 기업가치를 증가시킬 수 있는지의 여부는, 헤지활동이 환노출을 감소시킬 수 있는가를 분석하는 것과는 다른 차원의 연구 주제이다.

기업의 환노출이 비체계적 위험이라면 즉, 분산

가능한 위험이라면 환위험은 가격결정요인이 되지 못할 것이고, 시장에서 환위험에 대한 위험프리미엄을 요구하지 않을 것이다. 이러한 경우 기업의 환노출관리는 기업의 가치 증가에 도움을 주지 못하고 환노출관리를 위해 지불하는 비용은 오히려 기업의 가치를 하락시키는 요인으로 작용할 수 있다. 이러한 가능성에 답을 하기 위해서는 환위험이 시장에서 가격결정요인이 되고 있는지에 대한 확인이 필요하다.

Jorion(1991)은 미국 시장을 대상으로 차익거래 가격결정모형을 사용하여 환위험이 시장에서의 가격결정요인으로서의 역할을 하고 있는지에 관하여 분석하였다. 권택호·박종원(1999)은 Jorion(1991)이 사용한 가격결정모형을 사용하여 한국 주식시장에서 환위험이 가격결정요인이 되고 있는지의 여부를 분석하였다. 1983년부터 1996년까지의 상장기업 주가수익률자료를 사용해 분석한 결과 시장평균 환율제도를 도입하기 이전인 1983년-1989년 기간에서는 환위험이 가격결정요인이라는 것을 확인할 수 없었으나, 1990년-1996년 기간에서는 환위험이 가격결정요인이 되고 있음을 확인하였다. 그들은 기업의 환노출과 기업 특성변수와 관련성 분석 결과를 토대로 수입기업의 환노출관리가 필요하다고 주장하였다.

유일성(2000)은 1980년에서부터 1998년까지의 기간을 대상으로 한국 주식시장의 환노출을 추정하고 차익거래가격결정모형을 적용하여 환위험의 가격결정 여부를 분석하였다. 분석결과 자본시장 개방이 이루어진 1992년 전의 기간에서는 환위험이 가격결정요인이 된다는 증거를 확인할 수 없었으나 그 이후의 기간에서는 환위험이 가격결정 요인이라고 할 수 있었다. 그러나 이러한 결과는 실효환율에 한해서 나타난 결과이고 달러화나 엔화에 대해서는 유의적인 위험프리미엄을 확인할 수 없었다. 그는 이러한 결과에 대해서 달러화나 엔화로부터 기인한 환노

출을 관리하는 것이 기업의 가치 증가에 도움이 되지 않을 수 있다는 증거일 수 있다고 주장하였다. 그러나 그는 이러한 해석에 대해 시장의 성숙도와 제한된 자료의 문제, 경영자가 헤징을 하는 이유가 기업가치 제고 이외의 목적일 수 있는 문제, 차익거래 가격결정모형을 사용한 가설검증이 결합가설검증의 특성을 가지며, 이를 한국시장에 적용하는데 따르는 문제, 차익거래가격결정모형의 특성상 기업의 특성을 고려할 수 없었음에서 올 수 있는 문제 등에 유의할 필요가 있다고 기술하였다. 유일성(2002)은 무조건부 가격결정모형에서 환위험프리미엄이 검증되지 않은 경우라도 조건부 검증에서는 환위험프리미엄을 검증해 낼 수 있다는 점을 고려하여(Hansen and Richard, 1987), 조건부 가격결정모형을 사용해 환위험의 가격결정여부를 분석하였다. 그는 1998년에서 2000년까지의 일별자료를 사용해 분석한 결과를 기초로 한국 주식시장에서 달러화에 대한 조건부 프리미엄이 부여되고 있다고 주장하였다. 이러한 결과는 환노출의 관리가 기업가치 제고에 도움이 될 수 있음을 시사하는 것이다.

박재곤·이필상(2009)은 1990년에서 2008년까지의 주가수익률 자료를 2요인 자본자산가격결정모형(two-factor ICAPM)에 적용하여 주가와 환율의 위험-수익관계를 분석하였다. 비대칭성을 고려한 GARCH 모형을 사용하여 조건부분산과 공분산을 추정하고 주식시장에서의 기대수익률과 환율과의 공분산 관계를 분석한 결과, 환율변동이 주식시장에서의 위험요인으로 작용하고 있음을 확인하였다. 저자들은 분석결과에 근거하여 환위험이 가격결정 요인이 되고 있으므로 포트폴리오 구성이나 위험관리에서 환율변동을 고려할 필요가 있다고 주장하였다.

환위험의 가격결정요인 여부를 분석한 기존의 연구는 가격결정모형의 적절성과 환위험의 가격결정

여부에 대한 결합가설검정의 한계를 갖고 있지만 환위험이 가격결정요인이 될 수 있음을 확인시켜주는 결과를 보고한 것으로 해석할 수 있다. 이러한 연구 결과는 기업의 환위험관리가 기업가치를 증가시킬 수 있음을 의미하는 것으로 환위험관리로 인한 기업가치 증가 부분이 환위험관리 비용 부분보다 크다면 환위험을 관리하는 것이 기업가치를 증가시킬 수 있음을 의미하는 것이다.

환노출의 관리 필요성을 재무부실비용의 감소라는 측면에서 확인하고자 한 연구도 있다. 권택호(1999b)는 1990년에서 1998년까지의 유가증권시장 자료를 사용하여 환노출이 재무부실비용을 증가시키는 지의 여부를 분석하였다. 그는 외환위기 동안에 환노출과 재무부실 간에 유의적인 관계를 확인하였다. 외환위기 당시 재무부실을 경험한 기업 중에는 외환위기 전에 원/달러환율이 상승하면 기업가치가 하락하는 즉, 환노출계수가 음수였던 기업들이 많았다고 보고하였다. 이 연구는 환노출의 관리가 재무부실비용을 감소시킬 수 있다는 것을 실증적으로 보여준 연구라 할 수 있다. 권택호(2006b)는 1990년부터 1997년까지의 유가증권시장 자료를 사용하여 환위험과 재무부실의 관계를 분석하였다. 그는 최대환손실의 개념을 사용하여 재무부실과 환위험과의 관련성을 분석하였다. 분석결과 외환위기 동안에 재무부실을 경험한 기업들이 외환위기 이전에 환위험이 높았던 기업임을 확인하였다.

4.2 파생상품거래와 환노출관리

기업이 경영활동을 수행한 결과 환노출이 발생한 경우 기업은 외부시장에서의 거래를 통해 이를 관리해야 한다. 기업이 외부시장을 이용해 환노출을 관리하는 대표적인 형태가 금융파생상품거래를 사용한

환노출관리이다. 기업의 파생상품거래와 환노출 간의 관계에 대한 실증분석은 파생상품거래 내역이 재무상태표(IFRS 도입 이전의 대차대조표)의 주석사항으로 보고되기 시작한 1999년 이후부터 이루어지기 시작하였다. 재무상태표에 주석사항으로 보고되어 있는 파생상품거래 내역이 대부분 결산일 현재 유효한 거래에 국한되어 있기 때문에 회계연도 내에 있었던 모든 거래내용을 파악할 수 없어 파생상품거래와 환노출 간의 정확한 관계를 분석하는 데는 어려움이 있다. 이러한 한계에도 불구하고 파생상품거래와 환노출 간의 관계에 관해서는 많은 연구가 발표되었다.

윤창현(1998)은 파생상품을 사용해 환위험과 생산물가격위험을 헤지할 수 있는 방법을 설명하였다. 그는 선물환이나 통화옵션과 같은 금융파생상품거래가 환노출을 관리하는데 유용한 수단으로 활용될 수 있음을 보여주고, 환노출이 선형성을 가질 때에는 선물환이 효과적이지만 비선형성을 가질 때에는 옵션을 활용하는 것이 효과적이라고 주장하였다. 윤창현(2003)은 수출업자에게 할당되는 수입쿼터가 실질적으로 통화풋옵션의 특성을 갖게 되어 수출업자의 환노출을 헤지하는데 도움이 될 수 있음을 보여주었다. 그는 분석결과를 제시하면서 일반적인 경영활동 속에서 환위험을 헤지할 수 있는 다양한 방법이 있을 수 있다고 주장하였다.

김정교·반혜정(2002, 2004)은 1999년과 2000년의 기업의 파생상품거래 자료를 사용하여 위험관리 수단으로 파생상품거래를 사용하는 기업을 대상으로 파생상품사용의 결정요인을 분석하였다. 분석결과 재무위험이 큰 기업의 파생상품사용이 적고, 유동성이 큰 기업의 파생상품 사용이 많아 파생상품이 재무위험을 관리하기 위해 사용된다는 일반적인 이론과는 다른 결과를 확인하였다고 보고하였다. 저

자들은 이러한 결과에 대해 파생상품 사용 초기의 일시적인 현상일 수 있다고 주장하였다. 그러나 세금의 누진성이 클수록, 환노출이 클수록 파생상품사용 유인이 증가하는 것으로 보고해 세금과 환노출 측면에서는 재무이론과 일관성 있는 결과를 확인했음을 보고하였다. 이재득(2003)은 한국 상장제조기업들을 대상으로 1999년부터 2001년까지의 기간을 대상으로 기업의 파생상품사용과 파생상품사용의 결정요인을 분석하였다. 분석결과 파생상품사용이 기업의 회계적 환손익의 규모와 관련이 있으며, 외화자산의 사용이 많을수록 파생상품거래가 많은 것으로 분석되었다. 반혜정·김정교(2004)에서는 파생상품사용을 통한 헤징과 재량적 발생액조정이 대체적 관계일 수 있는 증거를 발견하였다고 보고하였다. 반혜정·김석수(2006)는 1999년에서 2001년까지의 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업의 국제사업활동의 구조화(다각화, 집중화)에 따라 통화파생상품거래의 환노출 관리효과가 달라지는지의 여부를 분석하였다. 분석결과 해외사업의 지리적다각화 정도가 높은 기업의 경우 통화파생상품을 사용한 헤지가 환위험을 효과적으로 감소시키는 것을 확인하였다.

정성창·권택호(2007)는 2001년부터 2005년까지의 유가증권시장 상장 비금융업종 기업의 파생상품거래 내역을 사용하여 기업의 환노출과 파생상품거래 간의 관계를 분석하였다. 분석결과 통화선물거래(currency futures trading)보다는 선물환거래(currency forward trading)가 많으며, 통화파생상품거래를 매입거래와 매도거래로 구분하면 매도거래의 규모가 더 크다고 보고하였다. 통화파생상품거래의 환노출 감소효과는 수출기업에서는 확인할 수 없었으나, 외화표시부채를 사용하는 기업에서는 환노출 감소효과를 확인할 수 있었다. 저자들은 수출

기업에서 통화파생상품거래의 환노출 감소효과가 확인되지 않는 것은 외국의 연구결과와 다른 결과라는 점에 주목하고 이러한 결과는 한국에서 통화파생상품거래가 수출에 의한 환노출을 관리하는데 효과적으로 활용되지 못하고 있기 때문일 수 있다고 주장하였다. 권택호·정성창(2010)은 권택호(2007)에서 주장한 것처럼 비대칭적 환노출이 외화표시부채의 사용에 기인된 것이고, 정성창·권택호(2007)가 보고한 것처럼 선물환거래를 통해 환노출을 관리하고 있다면 선물환거래는 한국 기업의 비대칭적 환노출을 관리하는데 효과적일 수 있다는 점을 추론하였다. 권택호·정성창(2010)은 2000년부터 2006년까지의 유가증권시장 상장 비금융업종 기업들을 대상으로 기업의 비대칭적 환노출을 확인하고 통화선물거래를 사용하여 비대칭적 환노출을 관리할 수 있는지의 여부를 분석하였다. 분석결과 선물환거래가 환노출과 함께 비대칭적 환노출도 감소시키는 효과가 있음을 확인하였다.

권택호·장욱·정성창(2010)은 2004년부터 2008년까지의 유가증권시장과 코스닥시장의 비금융업종 기업들을 대상으로 파생상품거래와 환노출의 관계를 분석하였다. 그들은 선물환거래와 통화옵션거래 모두 환노출을 감소시키는 효과가 있다고 할 수 없다는 결과를 보고하였다. 특히, 유가증권시장 기업의 선물환거래와 코스닥시장의 통화옵션거래는 환노출을 확대시키는 방향으로 영향을 주었다고 보고하였다. 그들은 이러한 결과에 대해 기업들이 기업의 전체 노출포지션이 아닌 수출과 같은 단편적인 포지션을 중심으로 파생상품 헤지를 한 결과일 수 있다고 추론하였다. 그들은 기업의 환노출관리에서 관리대상 포지션을 정확하게 파악하는 것이 중요하다고 주장하였다.

송홍선·한상범(2010)은 한국 증권시장에 상장

된 기업 중 수출보험공사가 운영하고 있는 환변동보험을 사용한 기업들을 대상으로 환노출 헤지와 기업 가치 간의 관계를 분석하였다. 2000년에서 2008년 기간을 대상으로 한 분석결과 기업이 환변동보험을 사용하는 경우 기업가치가 7.4% 증가하는 것으로 나타났다고 보고하여 파생상품거래가 유용한 헤지 수단이 될 수 있음을 시사하였다. 이러한 분석결과를 토대로 기업의 가치를 증가시킬 수 있는 최적 헤징정책이 존재한다고 주장하였다.

권택호·박래수·배성철(2011)은 기업의 경영활동에서 나타나는 예측환노출과 주가수익률에 나타난 관찰환노출을 분리하여 추정하고, 그 차이와 파생상품거래와의 관계를 분석하였다. 그들은 파생상품거래를 사용한 환노출관리가 실물부문의 환노출을 금융부문의 손익관계를 이용하여 상쇄시키는 것이라는 점을 설명하고, 파생상품거래를 사용하여 환노출을 관리하기 위해서는 환율변동이 초래하는 실물부문의 변화와 금융부문의 변화 관계에 대한 이해가 선행되어야 한다고 주장하였다. 그들은 글로벌금융위기 기간에 대한 분석을 통하여 금융거래를 통해 경영활동의 환노출을 관리하는데 따르는 문제점을 실증적으로 보여주었다. 이들은 한국 기업들이 전반적으로 파생상품거래를 통해 환노출을 적절하게 관리하고 있으나 일부 기업은 기업의 환노출 규모를 적절하게 파악하지 못했거나, 환노출관리 이외의 목적으로 파생상품거래를 했을 수 있다는 증거를 확인했다고 주장하였다.

민상기·김태중(2011)은 기업의 파생상품거래를 사용한 헤징과 자금조달 그리고 투자 의사결정을 기업의 재무의사결정이라는 관점에서 분석하였다. 2000년에서 2009년 사이의 비금융업종 기업을 대상으로 분석하였는데 대규모기업의 파생상품을 사용한 헤징 정도가 낮았으며, 투자의사결정에는 파생상품을 사

용한 헤지활동이 영향을 주지 않는 것으로 보고하였다. 저자들은 파생상품거래를 사용한 헤징과 자금조달 그리고 투자의사결정을 동시에 고려하면서 분석하는 경우 변수들간의 관계가 변한다는 결과에 근거해 파생상품거래를 사용한 헤징 연구에서 다른 재무의사결정변수와의 상호 연관성을 고려해야 할 필요가 있다고 주장하였다.

고석관·소종일(2012)은 2003년부터 2009년까지 기업 파생상품거래 자료를 사용하여 파생상품사용과 기업가치 및 환노출의 관계를 분석하였다. 분석결과 파생상품거래를 사용한 환위험헤지가 기업의 가치를 증가시킴을 확인할 수 있었으며, 대외거래 비중이 높은 기업의 환위험헤지효과가 대외거래 비중이 낮은 기업의 환위험헤지효과보다 크지 않았다고 보고하였다. 그들은 통화파생상품거래를 사용한 환위험헤지와 환노출 간의 관계를 패널모형을 사용해 분석한 결과 유의한 결과를 확인할 수 없었으나, 도구변수를 사용한 2SLS 패널분석에서는 환위험헤지와 환노출계수의 절대값 사이에 유의한 음(-)의 관계를 확인할 수 있었다고 보고하였다. 이들의 연구는 기업 헤지활동의 효과를 분석하기 위해서는 헤지와 환노출 사이에 존재하는 내생성에 대한 고려가 필요함을 지지하는 것이다.

전상원·강신애(2012)는 2002년에서 2007년까지의 상장된 비금융업종 기업의 파생상품거래 자료를 사용하여 파생상품거래가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 환율이 비교적 안정되어 있던 기간(2002년-2004년)에는 파생상품거래와 기업가치 간에 유의적인 관계를 확인할 수 없었으나, 변동성이 큰 기간(2005년-2007년)에는 유의적인 관계를 확인하였다. 파생상품거래와 기업가치 간에 관계는 파생상품거래 정도를 공정가액으로 측정할 경우에는 음(-)의 관계를, 계약가액으로 측정할 경

우에는 양(+)의 관계를 나타내었다.

최병욱(2013)은 세계금융위기 당시 원/달러 환율의 급상승과 맞물려 기업들에게 큰 손실을 가져다준 KIKO(knock-in knock-out)계약이 수출계약의 환노출을 헤지할 수 있는 효율적인 수단이었는지의 여부를 분석하였다. 저자는 시뮬레이션을 통해 헤지성과를 비교 분석한 결과를 토대로 KOKO계약은 선물환계약보다 열등한 헤지수단이었다고 결론지었다.

권택호·주경원(2013)은 2002년에서 2010년까지 유가증권시장 기업을 대상으로 환노출계수의 변화와 환노출관리활동의 변화 관계를 사용하여 기업의 환노출관리 특성을 분석하였다. 그들은 환노출의 크기는 물론 환노출의 방향도 시점에 따라 변하는 것으로 보고하였다. 기업들은 환율이 상승(하락)할 때 기업가치가 증가(감소)하는 방향의 환노출 즉, 양수의 환노출에 대해서는 적극 관리하고 있으나, 음수의 환노출에 관해서는 적절한 수준의 관리가 이루어지지 못하고 있다고 보고하였다. 이러한 환노출관리 특성은 원/달러 환율이 급상승하면서 나타나는 위기에 대해 취약하다는 것을 의미하기 때문에 관심을 가질 필요가 있다고 주장하였다. 그들은 파생상품거래의 증가가 환노출관리효과를 증가시켰다는 증거는 확인할 수 없었다고 보고하였다. 이러한 결과에 대해 그들은 기업이 환노출 관련 특성의 변화에 대응하여 파생상품거래를 민첩하게 조정하지 못했기 때문일 수 있다고 주장하였다.

권택호·박종원(2013)은 파생상품거래와 이익관리가 환노출관리 측면에서 차이가 있는지를 분석하였다. 그들은 영업활동에 의한 환노출(예측환노출)의 방향을 구분하여 파생상품거래와 이익관리가 환노출과 갖는 관계를 분석하였다. 분석결과 파생상품을 사용한 환노출관리의 긍정적 효과는 주로 예측환노출이 양수인 기업에서 나타나며, 이익조정을 통한

환노출관리의 긍정적인 효과는 예측환노출이 음수인 기업에서 나타난다고 보고하였다. 또한, 복잡한 구조의 파생상품거래는 환노출관리에 부정적인 영향을 미친다고 보고하면서 글로벌금융위기 이후 전 후에 파생상품 사용 패턴에 변화가 있었다고 보고하였다.

권택호(2013)는 2005년에서 2010년까지의 코스닥시장 상장기업을 대상으로 파생상품거래와 환노출관리와의 관련성을 연구하였다. 그는 코스닥기업의 파생상품거래 규모가 유가증권시장기업의 파생상품거래 규모보다 상대적으로 더 크다고 보고하였다. 그러나 코스닥기업의 파생상품거래가 환노출관리에 효과적이라는 결과는 확인할 수 없었다. 그는 이러한 결과와 관련해 글로벌금융위기 이전에는 기업들이 파생상품거래를 환노출관리 이외의 목적으로 사용했기 때문일 수 있으며, 글로벌금융위기 이후의 경우는 관리대상 환노출을 적절하게 파악하지 못했기 때문일 수 있다는 추론을 뒷받침할 수 있는 결과를 보고하였다.

환노출에 관한 기존의 연구들은 대부분 비금융업종을 대상으로 한 연구이었다. 권택호·박래수·장욱(2013)은 한국의 은행 파생상품거래 자료를 사용해 은행들의 파생상품사용 현황과 파생상품헤지 효과에 대하여 분석하였다. 분석결과 위험회피목적거래보다는 매매목적에 위한 거래 비중이 훨씬 많았다. 이자율위험보다는 환위험에 대비한 거래의 비중이 높았으며, 통화선물과 선물환거래가 옵션이나 스왑거래보다 선호되는 것으로 나타났다고 보고하였다.

환노출의 관리에 초점을 두었던 기존의 연구들은 한국 기업의 환노출관리 필요성에 대해 부분적으로 필요성을 인정하는 결과를 보고하였다. 또한, 기업의 환노출이 외환위기 당시 재무부실비용을 높이는 결과를 초래했음을 확인함으로써 환노출이 재무부실비용의 관점에서도 적정한 수준에서 관리되어야 할

필요가 있음을 확인하였다. 기존의 연구는 기업이 환노출을 관리하기 위해 다양한 노력을 기울이고 있음도 확인하고 있다. 그러나 환노출관리활동이 효율적으로 이루어지고 있는지의 여부에 대해서는 일관성 있는 확인이 이루어지지 못하였다. 파생상품거래가 환노출관리에 적절하게 활용되고 있는지에 대한 증거 역시 부분적으로만 확인되었다고 할 수 있다.

V. 시대별 환노출 연구의 특성

환위험의 개념이 도입되어 연구가 시작된 1980년대 이후 한국 기업을 대상으로 한 환노출 관련 연구는 변천의 과정을 거쳤다. 이 장에서는 환노출 관련 연구의 특성을 연구의 발표 시점과 연구주제를 기준으로 정리한다.

환노출 연구를 시점을 기준으로 구분하고자 할 때 중요한 기준이 될 수 있는 것이 환율과 기업 경영간의 관계에 영향을 미칠 수 있는 사건이라고 할 수 있다. 이러한 관점에서 볼 때 중요한 사건은 환율제도의 변화이다. 기업의 환노출과 관련해 의미 있는 변화는 변동환율제도의 시행이라고 할 수 있다. 실제로 환노출에 관한 연구는 1980년대 환노출의 정의와 현황 파악을 위한 설문조사와 사례연구가 있은 후 변동환율제도가 시행되기 전까지는 연구결과가 보고되지 않았다. 이후 2008년을 전후로 발생한 글로벌금융위기는 기업이 환노출을 과거와는 다르게 인식하는 계기가 되었다고 할 수 있다. 이러한 점을 반영하여 분석기간을 변동환율제도 시행을 기준으로 구분하고 변동환율제도 시행 이후는 글로벌금융위기 전과 후로 나누어 연구결과를 연구주제로 나누어 정리한다.

〈표 2〉 연구주제와 발표 시기를 기준으로 한 기존연구의 정리

시대 연구주제	변동환율제도 이전 (1997년 이전)	변동환율제도시대(1998년 이후)	
		글로벌 금융위기 전 (1998-2008)	글로벌 금융위기 후 (2009-2013)
환노출 정의 및 환노출관리 현황	민상기(1982, 1983, 1988), 조대우(1985), 원종근·이성돈(1988)	정태영·이광철(2000), Pramborg(2005), 박재필·정재호(2006)	
회계적 환손익	고정섭(1982), 최종윤(1995)	황인태(1998), 배청홍·심기석 (1999), 지성표(2000), 박한순 (2002), 권경택·조법석(2003), 곽태운·정창영·신성휘·최세형 (2003), 김병호(2003), 권택호·주경원(2004),	윤승준(2009), 정석우·배성호·임태균(2012)
환노출계수 추정, 분석	-	권택호(1998), 권택호·황희곤 (1999, 1999a), 이현석(1999), 정창영(1999, 2001), 이현석 (2003, 2004), 정찬우(2003), 곽태운·정창영·신성휘·최세형 (2003), 권택호·주경원(2004), 변애련·박경인·조진완(2006)	유승훈·홍혜정(2009), 김순성(2011), 송민규·조성빈(2011), 조진완·변애련·박경인(2013), 김종희·이지은(2013)
비대칭적 환노출	-	권택호(1998), 이현석(2003, 2004), 권택호(2007), 남기석·서홍매(2011)	신범철·최국현(2011), 신범철(2012), 변애련·조진완(2012), 조진완·변애련·박경인(2013), Bae and Kwon(2013)
지연된 환노출	-	권택호·황희곤(1999), 권택호(1999), 정찬우(2003), 이현석(2004), 권택호·주경원 (2004), 권택호(2006a)	박세운·김희호·방두완(2009), 이호진·박세운(2009), 신범철(2012), 정영우·정현철(2012), 변애련·조진완(2012)
환위험 관리 필요성	-	권택호·박종원(1999), 유일성(2000, 2002), 권택호(1999b, 2006b)	박재근·이필상(2009)
영업활동기준 환노출과 환노출관리	-	-	강원(2009), 권택호·주경원(2011), 권택호·박래수·배성철(2011), 권택호·주경원(2013), 권택호·박종원(2013)
파생상품거래와 환노출관리	-	윤창현(1998, 2003), 이재득(2003), 김정교·반혜정(2002, 2004), 반혜정·김정교(2004), 반혜정·김석수(2006), 정성창·권택호(2007)	권택호·정성창(2010), 권택호·장욱·정성창(2010), 송홍선·한상범(2010), 권택호·박래수·배성철(2011), 민상기·김태중(2011), 고석관·소종일(2012), 전상원·강신애(2012), 권택호·주경원(2013), 권택호·박종원(2013), 권택호(2013), 최병욱(2013), 권택호·박래수·장욱(2013)

연구 주제의 구분은 앞에서 기술할 때 적용한 기준을 사용한다. 연구주제 구분은 자의적 판단에 따른 오류의 가능성도 있지만 논문의 중요한 특성을 반영한다고 판단되는 내용을 중심으로 구분한다. 따라서 특정 주제를 다른 연구로 분류된 연구도 이 연구에서 분류한 다른 주제의 내용을 포함하고 있을 수 있다. 연구주제는 환노출의 정의 및 환노출의 관리현황, 회계적 환손익, 환노출계수 추정과 분석, 비대칭적 환노출, 지연된 환노출, 영업활동 기준 환노출과 환노출관리, 파생상품거래와 환노출관리로 구분한다. 회계적 환손익은 회계규정을 다른 연구들을 포함하고 있다. 지연된 환노출과 비대칭적 환노출에 관한 연구도 환노출의 추정과 분석에 관한 연구이기는 하지만 한국 기업의 환노출 분석에서 중요하게 다루어지고 있는 점을 고려하여 별도로 구분하여 제시한다.

〈표 2〉는 기존 연구를 주제와 시기를 기준으로 분류 정리한 결과이다. 변동환율제도 시행 이전에 한국 기업의 환노출을 대상으로 한 연구는 1980년대에 발표된 환노출의 정의와 실태 파악을 위한 설문 조사와 사례분석을 중심으로 한 연구였다. 이 시기에는 외화환산회계에 관한 검토를 주제로 한 연구도 이루어졌다. 그러나 환노출을 주제로 한 본격적인 연구는 변동환율제도 시행 이후에 이루어졌다.

〈표 2〉에 정리된 내용은 향후의 연구주제와 관련해 몇 가지 시사점을 주고 있다. 첫째, 환노출이 국가 간의 거래와 관련되어 있음을 고려 할 때 국가 간의 거래를 전제로 한 비교연구가 필요하다. Pramborg (2005)이 한국과 스웨덴의 상황을 비교분석하고, 조진완·변애련·박경인(2013)이 다수 국가의 환노출을 비교 분석하고 있지만 경제적 관계가 밀접한 국가 조합을 전제로 한 비교연구는 필요한 만큼 심도 있게 이루어지지 않고 있다. 둘째, 회계규정을 검

토하는 과정에서 회계적 환손익과 기업 특성 간 관계에 대한 문제들이 부분적으로 다루어진 바 있다. 하지만 회계적 환손익의 중요성에 비추어 볼 때 회계적 환손익과 기업의 환노출에 대한 많은 관심이 필요할 것이다. 셋째, 분석에 어려움이 있기는 하지만 1차 자료를 중심으로 한 기업 환노출관리 실태에 대한 보다 많은 연구가 필요하다. 환노출이 기업 특성변수와 관련을 가지고 있다는 기존의 연구결과는 환노출의 특성과 관리 방법이 기업별로 차이가 있을 수 있음을 시사하는 것으로 해석할 수 있는데 개별 기업의 특성에 대한 심층분석은 기업별 특성을 확인하는데 도움이 될 것이다.

VI. 결론 및 시사점

이 연구에서는 1980년 이후 2013년까지 발표된 한국 기업의 환노출 관련 연구들을 대상으로 문헌연구를 수행하였다. 한국의 환노출에 관한 연구는 북합동화바스켓연계제도가 실시되었던 1980년대 이후에 시작되었다. 초기의 연구는 환노출에 대한 정의와 관리방법에 관한 논의와, 사례연구와 설문조사를 통해서 기업의 환노출 실태를 파악하고 이의 관리방안을 제시하는 논의로부터 출발하였다. 이후 시장평균환율제도가 도입되면서 환율의 변동성이 확대되기는 했으나 환율은 여전히 예측 가능한 변수로 인식되고 있었기 때문에 기업의 환노출은 연구주제로서 큰 관심의 대상이 되지 못했다. 그러나 외환위기와 이로 인한 변동환율제도의 도입은 연구자들이 환율의 변동이 기업경영에 갖는 의미를 재평가하게 하는 계기가 되었다고 볼 수 있다. 변동환율제도 시행 이후 주가수익률자료와 환율변동률의 관계를 사

용해 환노출을 추정 분석하는 논문의 발표가 크게 증가하였다. 이들 연구는 환위험의 가격결정여부와, 환노출과 재무부실 관계 분석을 통해 환노출관리의 필요성을 지지하는 결과를 보고하였으며, 환율의 변동 방향에 따라 환노출이 비대칭적인 특성이 있으며, 과거의 환율변동에 의한 환노출 즉, 지연된 환노출이 있다는 증거들을 제시하였다.

1999년 이후 파생상품거래내역이 재무제표에 보고되기 시작하면서 파생상품과 환노출의 관계에 대한 많은 연구들이 발표되었다. 이들 연구는 파생상품거래가 환노출관리에 효과적이었다는 결과를 보고하고 있는 연구도 있지만, 파생상품거래를 환노출관리에 적절하게 활용하지 못했을 수 있다는 증거를 제시한 연구들도 다수 발표되었다. 기업의 환노출관리는 많은 경우 기업의 실물자산에 의해 발생한 환노출을 금융파생상품이라는 금융자산을 사용해 관리하고자 하는 것이다. 그런데 외환위기나 글로벌금융위기와 같이 환율이 급등하여 환노출관리가 필요한 상황에서는 환율변동에 대한 실물부문의 반응이 통상적으로 예측된 정도와 다르게 나타날 수 있다. 이 경우 적정 헤지비용이 달라져 파생상품을 사용한 헤지는 목표로 한 환노출관리효과를 얻을 수 없는 경우가 있을 수 있다. 이러한 상황은 기업이 헤지목적의 파생상품거래를 하고 있음에도 불구하고 파생상품거래에 의한 환노출관리효과가 뚜렷하게 나타나지 않는 이유와 관련이 있을 수 있다. 이러한 문제는 파생상품거래를 사용한 헤지에 국한된 문제가 아니라 금융자산을 사용한 모든 헤지전략에서 유의할 필요가 있는 문제이며, 연구자나 기업의 환노출 관리자들이 유의해야 하는 문제이다.

환노출을 연구한 기존의 연구들은 한국의 기업들이 환위험에 노출되어 있으며, 기업들이 환노출을 관리하기 위해 노력하고 있다는 증거들을 제시하고

있다. 수출과 함께 수입이 기업경영에서 차지하는 비중이 크며, 외화부채의 비중이 큰 한국 기업의 상황을 고려할 때 예측환노출을 분리해 분석하려는 시도나 외화표시부채를 환노출 발생의 관점에서 분석하려는 노력은 한국 기업의 상황을 고려한 환노출 분석이라는 관점에서 의미 있는 시도였다고 할 수 있다. 그러나 환노출 분석에서 한국의 상황을 고려한 모형이나 연구방법의 개발은 아직 부족한 수준에 머물러 있다고 할 수 있다. 또한 현실적인 필요성에도 불구하고 자료의 제약으로 인해 연구가 이루어지지 못하고 있는 중소기업에 대한 연구 역시 학계에서 관심을 가져야 할 부분이라고 할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강원(2009), "현금흐름의 단기 환노출과 결정요인에 관한 연구," **재무관리연구**, 26(3), 107-131.
- 고석관, 소종일(2012), "통화파생상품을 이용한 환위험 헤지가 기업가치 및 환노출에 미치는 영향," **재무관리연구**, 29(3), 23-54.
- 고정섭(1982), "외화환산의 회계기준에 관한 소고," **경상논총**, 서강대학교, 21-45.
- 곽태운, 정창영, 신성휘, 최세형(2003), "환노출관리전략에 대한 연구: 한국의 수출기업을 중심으로," **국제통상연구**, 8(2), 135-153.
- 권경택, 조법석(2003), "외화환산손익 회계처리방법에 따른 정보효과," **산업경제연구**, 16(4), 321-338.
- 권택호(1998), "환노출의 통화별 차이와 비대칭성," **무역학회지**, 23(2), 24-34.
- 권택호(1999a), "KOSPI 200 포함 기업과 비포함기업의 환노출 특성-제조기업을 중심으로-," **경영학연구**, 27(5), 1311-1329.
- 권택호(1999b), "환노출과 재무부실비용의 관계에 대한 실

- 증분석 - 한국의 상장 제조기업을 대상으로-,” **국제경영연구**, 10(1), 177-196.
- 권택호(2006a), “지연된 환노출의 특성과 환노출의 결정요인,” **경영학연구**, 35(3), 735-756.
- 권택호(2006b), “환위험분석에서의 환노출과 최대 환손실,” **금융공학연구**, 5(2), 45-62.
- 권택호(2007), “환노출의 비대칭성과 외화표시부채,” **국제경영연구**, 18(1), 87-110.
- 권택호(2009), “기업집단 내부거래와 환노출관리,” **국제경영연구**, 20(4), 79-103.
- 권택호(2013), “코스닥시장기업의 통화파생상품거래와 환노출관리,” **선물연구**, 제 21권 제2호, 223-254.
- 권택호, 박래수, 배성철(2011), “한국 제조기업의 환노출과 파생상품을 이용한 해지,” **한국증권학회지**, 40(5), 829-861.
- 권택호, 박래수, 장욱(2013), “국내은행들의 파생상품 이용이 기업가치에 미치는 영향,” **선물연구**, 21(3), 331-351.
- 권택호, 박종원(1999), “한국 주식시장에서의 환위험 프리미엄과 기업특성,” **재무관리연구**, 16(1), 245-260.
- 권택호, 박종원(2013), “파생상품사용과 이익관리가 한국기업의 환노출관리성과에 미치는 영향,” **한국증권학회지**, 42(5), 869-899.
- 권택호, 장욱, 정성창(2010), “통화파생상품거래와 한국기업의 환노출관리,” **재무관리연구**, 27(4), 61-88.
- 권택호, 정성창(2010), “기업의 선물환거래와 통화선물거래가 비대칭적 환노출에 미치는 영향,” **국제경영리뷰**, 14(3), 93-117.
- 권택호, 주경원(2004), “여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리 방안,” **국제경영연구**, 15(4), 31-61.
- 권택호, 주경원(2011), “한국 기업의 예측환노출과 관찰환노출의 차이 분석,” **국제경영연구**, 22(3), 39-70.
- 권택호, 주경원(2013), “한국 기업의 환노출 특성변화와 환위험 관리방안,” **국제경영리뷰**, 제17권 제1호, 91-114.
- 권택호, 황희곤(1999), “한국 제조기업의 환노출 특성 분석,” **국제경영연구**, 9(2), 35-63.
- 김병호(2003), “장기외화부채로부터의 환산손익에 대한 회계처리연구: 외항해운기업을 참조하여,” **회계저널**, 12(3), 127-152.
- 김순성(2011), “해외진입시장의 지역특성과 제품차별화전략의 상호작용이 환노출에 미치는 영향,” **국제경영연구**, 22(2), 1-37.
- 김정교, 반혜정(2002), “파생상품 사용의 결정요인,” **경영학연구**, 31(5), 1335-1365.
- 김정교, 반혜정(2004), “파생상품을 이용한 헷징 수요의 결정요인,” **경영학연구**, 33(1), 25-49.
- 김중희, 이지은(2013), “선물환 프리미엄과 금리차를 이용한 개별기업의 환노출 추정과 기업가치의 변화에 대한 연구,” **금융공학연구**, 12(4), 49-82.
- 남기석, 서흥매(2011), “환리스크와 기업가치,” **한일경상논집**, 53, 139-166.
- 민상기(1982), “換危險管理와 스캐어·포지션 定義에 관한 研究,” **경영논집**, 16(2), 99-121.
- 민상기(1983), “換危險 定義의 理論的 考察,” **경영논집**, 17(4), 60-81.
- 민상기(1988), “韓國企業의 換危險管理,” **경영사례연구**, 서울대학교 경영연구소, 22(2), 1735-1753.
- 민상기, 김태중(2011), “제조기업의 파생상품 거래와 헤징, 자금조달 그리고 투자 의사결정,” **국제경영리뷰**, 15(3), 153-174.
- 박세운, 김희호, 방두완(2009), “네딩과 헤지가 우리나라 수출기업의 환위험 노출계수에 미치는 효과,” **국제경영연구**, 20(4), 1-28.
- 박재곤, 이필상(2009), “주가와 환율의 위험-수익관계에 대한 연구,” **재무관리연구**, 26(3), 199-226.
- 박재필, 정재호(2006), “수출중소기업의 환변동 대응 결정에 관한 연구,” **산업경제연구**, 19(4), 1355-1375.
- 박한순(2002), “물가변동회계와 외화환산회계,” **회계저널**, 11(1), 1-25.
- 반혜정, 김석수(2006), “한국 기업 헷징전략의 상호작용효과 - 통화파생상품과 국제사업활동의 구조를 중심으로-,” **무역학회지**, 31(3), 5-28.

- 반해정, 김정교(2004), "파생상품을 이용한 헷징 수요의 결정요인," **경영학연구**, 33(1), 25-49.
- 배청홍, 심기석(1999), "외환환산 회계에 관한 연구," **산업경제연구**, 12(3), 71-87.
- 변애련, 박경인, 조진완(2006), "외환위기 전·후 한국 기업의 환노출 비교 분석," **국제경영연구**, 17(3), 1-22.
- 변애련, 조진완(2012), "Foreign Ownership and Exchange Rate Risks: Evidence from Korean Stock Returns," **경영학연구**, 41(5), 1103-1134.
- 송민규, 조성빈(2011), "한국 기업들의 환노출 변화와 주요 특징," **한국경제의 분석**, 17(2), 69-116.
- 송홍선, 한상범(2010), "환헤지가 기업가치를 높이는가? 환변동보험의 기업가치 효과," **재무관리연구**, 27(2), 63-84.
- 신범철(2012), "환노출 위험의 추정과 기업별 및 산업별 특성 분석," **생산성논집**, 26(2), 301-324.
- 신범철, 최국현(2011), "비대칭적 환위험노출과 결정요인 분석," **대한경영학회지**, 24(5), 3057-3077.
- 원종근, 이성돈(1988), "한국 기업의 환위험관리," **무역학회지**, 13, 175-220.
- 유승훈, 홍혜정(2008), "기업규모와 수출비중이 주가수익률과 환율변동률사이의 관계에 미치는 영향," **국제경영리뷰**, 12(1), 75-92.
- 유승훈, 홍혜정(2009), "한국 기업의 환노출에 관한 실증분석," **산업경제연구**, 22(4), 1659-1682.
- 유일성(2000), "한국주식시장에서 환율위험노출과 환율위험 프리미엄 추정," **재무관리연구**, 17(2), 229-256.
- 유일성(2002), "한국주식시장에서 조건부 환위험프리미엄," **재무관리연구**, 19(1), 107-131.
- 윤승준(2009), "해외사업장 외화표시 재무제표의 환산방법에 관한 기업회계기준의 적용실태 분석," **회계정보연구**, 27(4), 91-115.
- 윤창현(1998), "선물 및 옵션을 이용한 환위험 관리기법에 관한 연구 : 기업의 선택권과 금융옵션의 관계를 중심으로," **무역학회지**, 23(2), 35-53.
- 윤창현(2003), "파생금융상품을 이용한 효율적 환위험 관리기법에 관한 연구 - 쿼터제도하에서 수입권의 실질옵션가치를 중심으로 -," **무역학회지**, 28(1), 97-116.
- 이재득(2003), "국제거래 기업의 외환위험 노출과 헷징을 위한 파생상품 결정요인," **국제경영연구**, 14(3), 25-49.
- 이현석(1999), "우리나라 기업 및 산업의 환노출과 특성변수와의 관계분석," **재무관리연구**, 16(2), 383-404.
- 이현석(2003), "개별기업의 환노출과 비대칭성에 관한 연구," **재무관리연구**, 20(1), 305-329.
- 이현석(2004), "개별기업의 환노출과 결정요인에 관한 연구," **재무관리연구**, 21(2), 65-98.
- 이호진, 박세운(2009), "한국 기업의 환노출 측정과 그 결정요인," **산업경제연구**, 22(4), 1761-1781.
- 전상원, 강신애(2012), "외환파생상품사용이 기업가치에 미치는 영향," **한국콘텐츠학회논문집**, 12(3), 285-294.
- 정석우, 배성호, 임태균(2012), "환위험 기업에 대한 재무분석가 이익예측 특성," **회계학연구**, 37(4), 1-35.
- 정성창, 권택호(2007), "기업의 통화파생상품거래 환노출을 감소시키는가?," **국제경영연구**, 18(4), 37-63.
- 정영우, 정현철(2012), "국내 기업의 환위험노출과 외국인투자비중," **경영학연구**, 41(6), 1285-1307.
- 정찬우(2003), "우리나라 기업의 환노출 분석," **금융조사보고서**, 한국금융연구원, 5, 1-90.
- 정창영(1999), "Foreign Exchange Exposure of Korean Manufacturing Firms," **국제경영연구**, 10(1), 87-105.
- 정창영(2001), "한국자동차회사들의 환노출관리에 관한 실증분석," **국제경영연구**, 12(1), 113-136.
- 정태영, 이광철(2000), "한국 기업의 환위험관리 전략에 관한 실증연구," **국제경영연구**, 11(1), 57-86.
- 조대우(1985), "한국 기업의 환위험관리총괄모델설정에 관한 연구," **경영논집**, 충남대학교 경상대학 부설 경영경제연구소, 제1권, 292-345.
- 조진완, 변애련, 박경인(2013), "외환위기와 환노출," **선물연구**, 21(1), 49-70.

- 지성표(2000), "기업회계기준 변화에 따른 한국 기업의 환산손익의 문제점과 대책에 관한 연구," *무역학회지*, 25(4), 415-451.
- 지호준, 김영일(1999), "환율과 주가의 관계: 국제적 실증 비교," *재무관리연구*, 16(1), 261-281.
- 최병욱(2013), "KIKO 통화옵션의 헤지효과 분석," *선물연구*, 제21권 제1호, 1-47.
- 최종윤(1995), "외화표시 재무제표 환산기준의 문제점과 개선방안," *회계저널*, 3(1), 241-260.
- 황인태(1998), "외환환산손익의 회계처리와 기업특성," *회계학연구*, 23(1), 51-77.
- Adler, M. and B. Dumas(1984), "Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement," *Financial Management*, 13, 41-50.
- Bae, S. C. and T. H. Kwon(2013), "Asymmetric Foreign Exchange Exposure, Option Trade, and Foreign Currency-Denominated Debt: Evidence from Korea," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(2), 314-339
- Bartram, S. and G. Bodnar(2007), "The Exchange Rate Puzzle," *Managerial Finance*, 33(9), 642-666.
- Bartram, S., G. Brown and B. Minton(2010), "Resolving the Exposure Puzzle: The Many Facets of Exchange Rate Exposure," *Journal of Financial Economics*, 95, 148-173.
- Bodnar, G. and R. Marston(2002), "Exchange Rate Exposure: A Simple Model," In Choi, J., M. Power, (Ed.), *Global Risk Management: Financial Operational and Insurance Strategies*, *International Financial Review*, 3, 107-115
- Black, F.(1976), "Studies of Stock Market Volatility Changes," *Proceedings of the American Statistical Association, Business and Economic Section*, 177-181.
- Hansen, L. and S. Richard(1987), "The Role of Conditioning Information in Deducing Testable Restrictions Implied by Dynamic Asset Pricing Models," *Econometrica*, 55, 585-613.
- Jorion, P.(1990), "The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals," *Journal of Business*, 63(3), 331-345.
- Jorion, P.(1991), "The Pricing of Exchange Rate Risk in the Stock Market," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 26(3), 363-376.
- Pramborg, B.(2005), "Foreign Exchange Risk Management by Swedish and Korean Nonfinancial Firms: A Comparative Survey," *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(3), 343-366.
- Scholes, M. and J. Williams(1977), "Estimating Betas from Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, 5, 309-327.

Korean Firms' Foreign Exchange Exposure and its Management: A Literature Review

Taek Ho Kwon*

Abstract

This paper reviews previous studies on the foreign exchange exposures of Korean firms, and attempts to draw implications for researchers and practitioners. Studies on the corporate exchange exposures in Korea began from early 1980s. Early researchers were interested in how to define exchange rate risks and how to measure exchange exposures. Since then, a large number of studies have been devoted to estimating exchange exposures, and analyzing their characteristics. Especially, the Asian Financial Crisis in 1997 contributed to re-evaluating the sense of exchange exposures in corporate management. After Korea's adoption of floating exchange rate system, researches focus on estimation of exchange exposures, and thereafter the activities to manage exchange exposures have sharply increased. Meanwhile, derivatives trading of Korean firms began to appear in accounting reports from 1999, and quite a few studies tested the effect of derivatives trading on the exchange exposure management. Recently, a few studies are trying to analyze exchange exposures with greater precision by dividing the exchange exposures into expected ones and observed ones. Those studies examine the relatedness of the difference of exposures to the effect of exposure management activities. Our review of previous studies shows that Korean firms have been shown to be exposed to exchange rate changes and that they have made efforts to manage their exposures. Not a few studies report that exchange rate changes affect firm value with time lag, and/or that the effect of exchange rate changes on firm value gets along asymmetrically with the direction of exchange rate changes. Previous studies also show that Korean firms need to make approach systematically to estimating their exchange exposures.

Key words: Foreign exchange risk, foreign exchange exposure management, foreign currency derivatives trading, expected exposure

* Chungnam National University, Korea