

한국기업의 효율적 환위험관리방법에 대한 소고

김 해 석*

A study on the efficient management of foreign exchange risk
for Korea's Industry

Kim, Hae Suk*

Abstract

These days there are many companies who suffer from KIKO, OTC Derivative. KIKO is a sort of compound or exotic option. In principle currency options use to minimize the floating exchange rate in exporting companies and individuals. But KIKO was not working to do this, would rather damaged to the buyer. Furthermore buyer can not perceived this faulties in making contract. Not to notify faulties is negligence of the seller, a bank with which buyer has an account. If KIKO is a void contract, this leads to the liability of seller. Most of complex derivatives have many problems, and so to have too much portion of derivatives brings about bad results. Bankruptcy of Enron, Barings, Lehman Brothers etc are typical examples. As I see it, KIKO is considered to be regulated. Among many other regulation methods, regulation in competitive rules is more easy and effective than trial one.

* 동아대학교 경영대학 국제무역학과 겸임교수

I. 서 론

1997년 외환위기 이후 금융시장의 개방화와 자율화조치로 국내 금융시장과 글로벌금융시장간의 동조화현상이 보다 확대되고 또한 국내실물시장의 개방도가 높아서 글로벌 실물경제와의 동조화가 높은 상황이다. 이러한 상황에서 국내금융시장은 과거에 비하여 광범위한 전염(contagion) 혹은 이전효과(spillover effect)를 통하여 변동성이 크게 확대되었다. 뿐만 아니라 2007년 하반기 시작된 미국 서브프라임모기지(sub-prime mortgage)사태로 인한 국제금융시장의 신용경색, 최근의 파생금융시장의 확대로 파생거래의 증가 등으로 국제외환시장의 변동성도매우 증가함에 따라 국내 금융기관, 기업체 및 투자자들이 보유하고 있는 미 달러화 표시 자산 및 부채 포트폴리오의 가격변동성도 매우 커지고 있다.

이러한 환율의 변동성의 확대는 미시적·거시적으로 경제전반에 부작용을 초래한다. 우리나라 같이 소규모개방경제의 경우 환위험노출에 따른 경제적 손실이 발생할 가능성이 큰 점을 비추어 변동성 분석의 중요성이 보다 증대되고 있다. 일례로 최근 들어 원/달러 환율의 변동성 확대로 인해 키코(KIKO) 등 파생상품투자 관련 기업의 도산가능성이 증대되면서 금융권의 건전성악화 우려가 점증되고 있다.

특히 우리나라는 환율변동 폭이 여타 국가들보다 커 환위험의 담보문제가 주요경제현안으로 부상하고 있다. 이와 관련하여 2009년 2월부터 「금융투자업과 자본시장에 관한 법률」(이하 자본시장법이라 한다)을 제정·시행하여 금융투자의 기본강령을 확립하고 있지만, 다른 한편 KIKO파동으로 매도은행과 거래기업이 모두 홍역을 치르는 후진성을 동시에 보이고 있다.

KIKO 사태는 현재 사법부의 심사를 받고 있는 중이지만 그에 대한 판단결과는 보전소송에서 기각, 손해배상, 해지 등으로 제각기 달리 나타나고 있으며, 최종적으로 본안소송에서 어떤 판단을 할 것인가가 초미의 관심사로 되어 있다. 사실관계를 여하히 이해할 것인가에 따라 거래의 유효효가 갈리고, 유효로 보는 경우 어떤 원리에 근거하여 손해배상책임을 도출하며, 어느 범위에서 책임한도(과실상계)를 인정할 것인가가 일차적인 문제로 지적되고 있다. 그러나 KIKO 거래의 사기 계약성 유무도 엄밀히 검토해 보아야 할 것이다.

본 논문은 이러한 일련의 과정에서 법률적 소수자인 중소기업의 보호라는 관점에서 문제를 접근하고자 한다. 이하 본문에서는 중소기업의 환위험관리 수단으로 어떤 것이 있으며, 이들 수단은 각각 어떤 법적 효력이 있는 가를 KIKO를 중심으로 차례대로 살펴보기로 한다.

II. 환위험관리의 종류

1. 내부적 환위험관리기법

환위험을 관리하는 방법은 보통 외부적 기법과 내부적 기법으로 분류한다. 우선 내부적 기법은 현재 하고 있는 업무 프로세스를 변경하는 것과 관련이 되어 있다. 예를 들어 외화 표시 예금이 있거나 부채가 있을 때 예금과 부채의 만기와 크기를 일치시키면 환산위험을 최소화할 수가 있다. 또한 외화표시 수입과 지출이 존재할 때 수입과 지출의 시점과 크기를 일치시키면 거래적 위험을 최소화 할 수 있다. 이러한 기법을 매칭이라 한다. 물론 역지로 부채나 예금을 만들기도 어렵고 수입과 지출의 시점을 맞추기도 만만치 않지만 이러한 부분을 염두에 두고 의사결정을 한다면 조금이라도 위험의 크기를 줄일 수 있는 것이다. 네팅 전략도 있다. 상대방과 외화거래를 하면서 그때그때 원화로 바꾸지 말고 주고받을 부분을 일정 기간 동안 쌓아놓았다가 지급할 부분과 수취할 부분을 상계시켜서 결제할 경우 전체가 아닌 차액에 대해서만 위험이 생기므로 위험의 크기를 줄일 수 있게 된다.

리딩과 래깅은 업무 속도를 빠르게 하거나 혹은 천천히 줄이는 것이다. 예를 들어 환율이 오를 것 같으면 수입시점은 당기고(리딩) 반대로 수출은 늦게 지연시키는 것이다(래깅). 이는 마치 금리가 오를 것 같으면 예금은 늦추고 대출은 빨리 당기는 원리와 비슷하다. 물론 이에도 한계가 있다. 시점조정이 환율을 고려하여 그렇게 간단하고 쉽게 조정되기가 어려운 부분이 있다. 이처럼 내부적 기법들은 그 자체가 한계가 존재하고 쉽게 조정이 안 되는 경우가 대부분이고 이로 인해 외부적 기법의 필요성이 발생한다.

2.외부적 환위험관리기법

환위험 관리의 외부적 기법은 주로 파생상품의 사용이 수반되는 전략이다. 여기에는 여러 가지 방법이 있지만 보통 선물환, 옵션, KIKO 등 파생상품을 이용한 기법이 가장 많이 사용된다.

1) 선물환거래

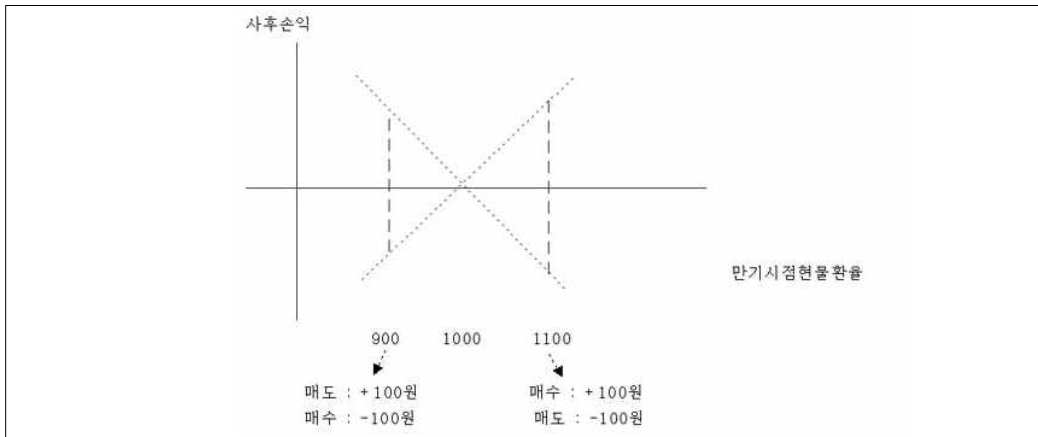
(1)선물환거래의 의의

환위험을 헤징하기 위한 가장 일반적인 것이 선물환기법이다. 즉, 일정 기간 후에 사들이거나 팔게 될 달러의 가격을 미리 확정지어 놓는 방법이다. 이처럼 미래에 거래할 물건의 가격을 현재시점에서 미리 정해놓는 계약을 선도계약(forward contract)이라 한다.

이러한 선도거래는 외환에 대해서도 가능하다. 말하자면 달러에 대한 선도거래가 가능한 셈인데 이를 선물환거래라 한다. 예를 들어보자 90일 후 100만 달러가 유입될 예정인 기업 A가 있다고 하자. 달러시세가 얼마가 될지 불안한 경우 이 기업은 은행B와 선물환 계약을 함으로써 달러를 넘길 때 적용되는 가격을 미리 고정시켜 놓을 수가 있다. 예를 들어 만기는 3개월, 수량은 100만달러, 가격은 1000원의 조건으로 선물환매도 계약을 했다고 하자. A기업은 이제 달러시세를 그다지 걱정할 필요가 없다. 만기가 되면 들어온 100만 달러를 1000원/\$ 곧 10억원 받고 넘기면 된다. 따라서 달러시세변동에 따른 위험을 은행에 전가시키고 차분하게 영업활동을 하면 되는 것이다. 그러나 역시 만기시점 달러시세를 안 쳐다볼 수는 없다. 달러시세가 900원이 되면 웬지 기분이 좋아진다. 9억원에 넘길 것을 10억원에 넘김으로써 사후적 이익이 1억원 발생하였기 때문이다. 그러나 반대로 달러시세가 1100원이 된다면 기분이 그리 상쾌하지는 않다. 괜히 선물환 계약을 했나하는 후회가 들 수도 있다. 가치가 11억 원인 물건을 10억 원만 받고 넘김으로서 1억원의 사후손실이 발생하기 때문이다.

결국 사거나 팔 가격을 미리 고정시킨다는 것은 만기에 가서 어느 한쪽은 사후적 이익 그리고 다른 한쪽은 사후적인 손실을 보게 되는 것이고 양측의 손익의 합은 영이 되는 것이다. 이것이 바로 선물환거래가 사후적 제로섬 게임(ex-post zero sum game) 이 되는 이유이다. 이러한 사후손익의 크기는 (그림1)에서 보듯 계약가격을 중심으로 기울기가 1인 직선과 -1인 직선으로 표시가 가능하다. 만기시점 시세가 계약가격 대비 오르면 사자계약을 맺는 쪽(long position)이 유리하다. 반대로 만기시세가 계약가격 대비 떨어지면 팔자계약을 맺은 쪽(short position)이 유리하다.

이제 <그림-1>을 잘 들여다보면 현금결제선물환(non-deliverable forward : NDF) 의 원리를 도출해낼 수가 있다. 예를 들어 만기시점 달러 현물환시세가 900원이 되었다고 하자. 사후적으로 볼 때 매수는 달러당 100원 손실, 매도는 달러당 100원 이익을 보게 된다. 이 경우 선물환 계약을 맺은 당사자들이 달러당 100원 즉 1억원만을 서로 주고받도록 계약을 체결해놓았다면 어떻게 될까. 즉 사후손실이 난 매수계약자가 사후이익이 난 매도 계약자에게 1억원을 지급함으로써 계약이 종결되도록 계약을 체결해놓은 것이다. 이처럼 계약가격과 만기시점 현물시세와의 차이에 해당하는 액수를 돈으로 결제만 하고 끝을 내도록 한 선물환 계약을 현금결제 선물환이라 한다.



<그림-1>선물환결제의 경우

이때 100만 달러 포지션은 각자 현물환시장에서 처리하게 된다. 즉 100만 달러를 넘기게 되어 있는 매도계약자는 이를 상대방에게 넘기는 대신 현물환시장에서 달러당 900원에 처분하여 9억원을 확보한다. 그러나 선물환계약에서 1억원을 매수계약자에게서 받으니까 결국은 10억원이 확보된다. 반대로 매수계약자는 100만달러를 상대방에게서 넘겨받는 대신 현물환시장에서 시세대로 9억원에 사들인다. 하지만 현금결제선물환 계약에서 1억원의 손실이 나서 이를 지급하고 나면 100만달러를 확보하는데 10억원이 든 셈이다. 결론은 일반적 선물환 거래와 다를 바가 없다. 하지만 과정이 다르다. 만기에 가서 현물환시장을 이용하되 현금결제선물환계약을 병행함으로써 일반 선물환계약과 동일한 효과를 달성하는 것이다.

이런 계약을 이처럼 기초자산을 직접 다루기보다 시장에서 각자 알아서 처리하고 차액만을 돈으로 계산하는 현금결제선물환 계약은 나름대로 상당한 장점이 있어서 경우에 따라서는 일반 선물환보다 유용하게 쓰이게 된다. 외국인들 사이에서 원-달러에 대한 현금결제선물환이 이루어지는데 바로 이를 역외선물환이라 한다.

그리고 조심해야 하는 것은 사후적인 평가이다. 고객은 만기시점환율이 얼마가 되든지 걱정할 필요 없이 자신이 확보한 부분만큼 챙기면 그만이다. 하지만 문제는 여전히 있다, 사후적 손실이나 이익이 생긴다는 부분이다. 헤징은 다소 기계적이고 반복적으로 하는 것이 좋다. 마치 적립식 펀드에 가입을 한 고객이 매달 혹은 매시점마다 주식을 사들임으로서 때로는 비싸게 때로는 싸게 사들이는 효과를 통해 일정 기간 동안의 평균적 가격으로 주식을 매입하는 것과 비슷한 효과를 거두듯이 헤징도 반복적으로 계속함으로써 기간평균 가격에 매입하거나 매도하는 효과를 거두게 되는 것과 비슷해지는 것이다.

(2) 선물환거래의 장점

기업과 같은 일정 거래주체가 선물환거래를 통해 환리스크를 헤지하면 만기에 환율이 하락하더라도 영업이익은 선물환거래계약 당시의 선물환율로 고정되어 있으므로 안정적인 영업활동을 할 수 있으며, 제반요소를 고려하여 신중하게 거래한다면 장내거래와 큰 차이 없이 환위험을 헤지할 수 있을 것이다. 또한 거래은행의 입장에서조차 최종수요자인 거래기업의 수요를 파악하여 만기와 금액을 개별적으로 정할 수 있다는 점에서 유리한 측면이 있다. 그러나 환율하락위험을 담보할 수는 있는 반면 환율상승이익을 포기하는 결과가 되므로 환헤지 목적의 선물환거래는 궁극적으로 보험과 유사한 측면이 있다.

2) 환변동보험

(1) 환변동보험의 의의

한국수출보험공사가 취급하는 환변동보험은 기본적으로 선물환거래에 해당하며, 사전에 설정한 환율(보장환율)과 결제시점의 환율(결제환율)과의 차이에 따른 손익을 수출보험공사와 보험계약자인 가입기업이 정산하는 방식으로 운영한다. 환변동보험은 재무제표실적을 요구하므로 신설기업의 경우 환변동보험에 부보할 수 없으며, 현재 부보가능한 통화는 미달러화, 일본엔화, 유로화 3개이다.

환변동보험은 최장 5년까지 환리스크를 헤지할 수 있어 플랜트, 선박 등 장기수출계약에 따른 환위험 헤지에 유리하다. 그러나 수출거래 옵션형 상품의 경우 부보기간이 1년 이내로 제한된다. 또한 위험담보 비용도 매우 저렴하여 선물거래의 이행증거금이나 선물환거래 시 담보제공과 같은 추가비용이 없어 보험료만 부담하면 되고, 보험요율은 6개월 동안 US\$1백만 헷지 시 0.04%~0.07% (US\$400~US\$700)로 매우 저렴하다. 그에 비해 달러선물거래의 경우 이행증거금으로 주문증거금과 추가증거금이 제공되어야 하므로 유지관리에 따르는 기업의 사무부담이 있고, 거래개시에 3,000만원 전후의 금액¹⁾이 소요된다는 점에서 상당한 금전부담이 되고 있다.

환변동보험에서 보험계약자는 수출계약이 변경되거나 수출대금이 조기에 입금되는 경우에는 계약만기 이전이라도 전액결제를 할 수 있도록 하여 외화자금의 흐름과 환리스크관리를 일치시키는데 매우 용이하다. 키코의 경우 계약의 중도해지가 가능하더라도 헤지비용이 통

1) 5만달러 단위거래 시 증거금기준가격 850원, 950원, 1,050원, 1,150원, 1,250원을 기준으로 130만원, 145만원, 160만원, 175만원, 190만원의 주문증거금이 제공되어야 하므로 100만달러 거래 시 주문증거금 총액은 2,600만원, 2,900만원, 3,200만원, 3,500만원, 3,800만원이 되어 중소기업에 있어서는 상당한 부담으로 작용할 수 있다.

상 월 배상금의 10배에 이르러 사실상 계약에서 빠져나오는 것도 불가능한 실정이다. 또한 만기 시 외화자금의 매매와 관계없이 차액만 정산하면 된다. 즉, 달러의 인수도 결제를 생략할 수 있어 계약의 마무리 절차부담을 줄일 수 있다.

그러나 보험계약자가 보험계약 자체를 무효로 할 수는 없다. 이 경우에는 공사의 반대계약이 유효로 남아 있어 (반대)계약 상 부담이 전부 수출보험공사에 귀속하기 때문이다. 환율의 급등이 예상되는 때에는 달러를 구매 조기결제를 하는 수밖에 없을 것이다.

(2) 환변동보험의 헤지한도와 장점

환변동보험은 한국수출보험공사가 운영하므로 환율변동이 과도하여 정산에 부담이 되는 때에는 보장인수한도를 제한하는 경우도 있다. 공사는 최근 2009년 4월 20일부터 인수한도를 단위기업 당 1,000만 달러로 제한하고 있다. 그러나 이러한 한도가 단위 중소기업의 환헤지수요를 제한하는 것으로 보기는 어렵다.

일반적으로 환변동보험이나 선물환매도를 통한 환헤지포지션은 손익분기점인 선물환율을 기준으로 대칭적인 구조를 가짐으로써 손익이 과도하게 형성되지 아니한다. 따라서 중소기업이 환위험담보의 일반적 수단으로 환변동보험을 이용하는 것이 무난할 것이며, 일부 키코 피해기업의 가치분소송에서 재판부가 기각결정을 하는 경우도 적지 않은데, 그 주된 이유는 환변동보험과 같은 저가의 효율적인 헤지수단이 있음에도 불구하고 키코를 이용하였으며, 특히 수출액 이상의 투기목적으로 키코에 가입한 경우가 이에 해당한다.

실제로 키코의 경우는 행사가격보다 환율이 상승하는 경우 기율기가 선물환율의 2배 내지 3배로 되어 있어 손해가 가중되는 구조를 하고 있다.²⁾

3) 달러선물거래

(1) 달러선물거래의 의의

통화선물은 약정한 환율로 미래의 일정 시점에서 해당통화를 표준화된 조건에 따라 인수도하겠다는 계약이다. 통화선물은 환율변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 이용하는데 통화의 가치가 상승할 것으로 예상하면 통화선물 매입계약을 체결하여 선물포지션의 차익으로 현물시장의 환율변동을 상쇄시킴으로서 사전에 환율을 일정수준으로 고정시킬 수 있다. 통화선물은 거래소 내에 상장된 통화만을 대상으로 하고 있고 현물인수도가 아닌 기일 내 포

2) 다만 키코에서는 행사가격을 선물환율보다 높게 책정함으로써 환율이 큰 폭으로 상승하지 않는 한 선물환계약에 비해 환차손가능성을 줄일 수 있다는 점이 그나마 위안이 된다.(박해식, “KIKO통화옵션의 손익구조,” 『주간금융브리프』 17권 24호(2008.6.14-6.20), 14면).

지션상쇄에 의한 대차결제로 거래된다. 또한 각 거래자는 증거금으로 높은 레버리지효과를 얻을 수 있다.

(2)달러선물거래의 장점

선물환거래는 대개 은행과 장외거래형태로 체결하고, 은행은 대기업이나 신용이 우수한 거래처와 체결하는 것이 일반적이다.³⁾ 수출보험공사가 취급하는 환변동보험도 선물환거래와 유사한 기능을 하지만 대기업과 중소기업의 보험요율이 2배 정도 차이가 나 상대적으로 중소기업이 차별을 받고 있으며, 환율이 과도하게 상승하는 경우 보장인수한도를 제한하거나 거절하는 등의 제한사유가 존재한다.

그러나 달러선물의 경우 이러한 제한이나 중소기업의 차별문제가 발생하지 아니하고, 거래소가 실시한 설문조사에서도 거래소이용기업의 66.7%가 달러선물을 유용한 환위험담보수단으로 인식하고 있다고 한다.⁴⁾ 그 반면 달러선물의 경우 100만 달러 기준으로 3,000만원 전후의 주문증거금 및 그 이후의 추가증거금이 부담으로 작용할 수 있다.

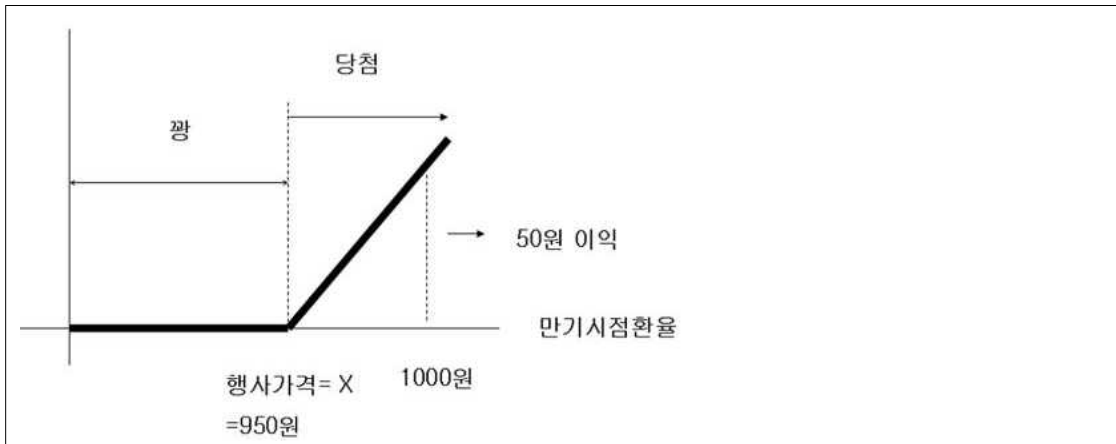
4) 달러옵션거래

(1)옵션의 의의

옵션이란 정해진 기간 내 또는 정해진 시점에 미리 약정된 가격으로 특정자산을 사거나 팔 수 있는 권리가 부여된 거래이다. 옵션은 일종의 조건부청구권으로 특정자산(기초자산)을 약정한 가격조건으로 일정수량만큼 매입할 수 있는 권리를 콜옵션이라 하고, 매도할 수 있는 권리를 풋옵션이라 한다. 또한 이러한 권리를 만기시점에만 한번 행사할 수 있도록 되어 있으면 유럽식, 만기시점 이전에 아무 때나 한번 행사 가능한 경우는 미국식 옵션이라 부른다. 이를 달러에 적용하면 달러옵션이 된다. 예를 들면 100만 달러를 10월말에 달러당 950원에 살 수 있는 권리가 있다고 하자. 이는 달러에 대한 통화콜옵션이 된다. 100만 달러는 기초자산이 되고 만기시점은 10월말, 행사가격은 950원이 된다. 반대로 100만 달러를 10월말에 달러당 950원에 팔 수 있는 권리가 있다면 이는 100만 달러를 기초자산으로 하는 풋옵션이 된다. 이제 이 두 옵션의 사후적 보상구조를 살펴보자. 콜옵션은 어떤 물건을 미리 정한 가격에 사들일 수 있는 권리이므로 예를 들어 만기시점에 가서 달러의 가치가 950원 보다 오르면 보상을 받게 된다. 예를 들어 만기시점 환율이 1000원이 되었다면 1000원이 된 달러를 콜옵션 덕분에 950원에 사들일 수 있게 되므로 사후적으로 50원의 보상을 받게 된다.

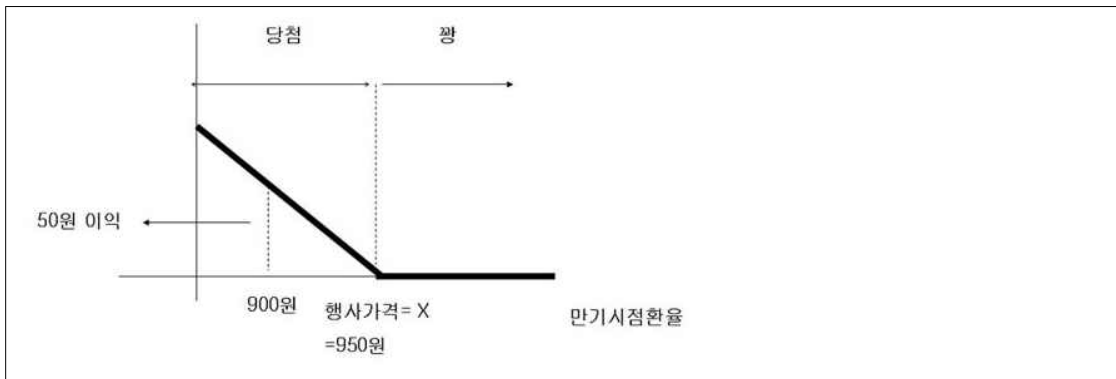
3) 증권선물거래소, 『알기쉬운 미국달러선물거래』, 2006.05, p.21.

4) 머니투데이, 2009.02.19.



<그림-2> 달러 콜 옵션

결국 만기시점에서 달러환율이 미리 정한 행사가격보다 오를 경우 오른 만큼 보상을 받을 수 있는 권리로서 일종의 보험으로 인식을 하면 되는 것이다. 콜옵션의 사후이익(=보상)구조는 <그림- 2>와 같다.



<그림-3>달러 풋 옵션

행사가격이 950원인 풋옵션의 경우 만기시점 환율이 900원이 되면 보상을 받는다. 즉 900원이 된 달러를 950원에 팔수 있게 되므로 달러당 50원을 보상받게 되는 것이다. 풋옵션의 보상구조내지는 사후이익 구조는 <그림-3>에 나타나 있다.

이들 옵션은 대표적인 조건부상환청구권(=CONTINGENT CLAIM)으로서 보험이나 복권 같이 상황에 따라 사후적으로 권리가 생길수도 있고 안 생길 수도 있다. 콜옵션을 보유시 달러 환율이 떨어지면 옵션은 무효화되고 풋옵션의 경우는 환율이 상승할 경우 권리가 무효가 된다.

5) KIKO에 의한 거래(장외옵션)

(1)KIKO의 의의

최근 많은 기업이 KIKO라고 부르는 옵션계약을 통해 사후적 손실을 입었다는 보도가 나왔다. 이 상품은 기본적으로 장외파생상품 계약으로서 은행과 기업 사이에 일대일 계약형태로 거래되는 파생상품이다. KIKO는 Knock-In Knock-Out 의 약자로서 옵션상품의 매수와 매도 포지션을 복합적으로 결합하여 만들어진 스트럭처드 상품이다.

(2)KIKO의 실제

기존의 풋옵션과 콜옵션에 첨가할 수 있는 조항으로서 녹아웃 조항은 어떤 가격대(배리어=경계)를 건드리면 효력을 상실한다(knock-out)는 뜻이고 녹인 조항은 어떤 가격(배리어=경계)을 건드리는 순간 효력이 발생(knock-in)한다는 뜻이다. 예를 들면, 행사가격 935원인 녹아웃 풋옵션(배리어 890원 : 그림 4)을 1개 매수하는 동시에 행사가격이 935인 녹인 콜옵션(배리어=975원/\$: 그림 5)을 2개 매도한다고 하자. 왜 1:2인가. 거래당시 녹아웃 풋의 프리미엄이 녹인 콜의 프리미엄의 두 배 이기 때문이다. 환율이 낮을 상태이므로 녹아웃 풋이 비싸고 녹인 콜은 매우 싸다. 싼 것을 두 개 팔아서 받은 프리미엄으로 비싼 것을 하나 사들이는 전형적인 제로코스트 옵션의 구조이다. 1달러를 935원에 팔 수 있는 녹인 풋옵션은 환율이 935원 이하가 될 경우 의미가 있으나 890원 이하까지 가면 무효가 된다. 1달러를 935원에 살 수 있는 콜옵션을 2계약 팔았으므로 935원 이상이 되면 상대방이 이익을 보게 된다. 이 옵션은 975원을 건드려야 작동되므로 975원 이하이면 아무 일도 없지만 975원 이상이 되는 경우 이 콜옵션 2개가 동시에 작동하면서 대형사고가 된다. 즉 계약액수의 두 배에 해당하는 달러를 935원에 넘겨야 하므로 엄청난 사후손실이 발생하는 것이다. (그림 6) 풋옵션만 사든지 아니면 선물환계약으로 고정을 시키든지 해야 했었는데 헤징을 하면서 스펙 거래적 요소를 도입한 것이 실수가 된 셈이다.



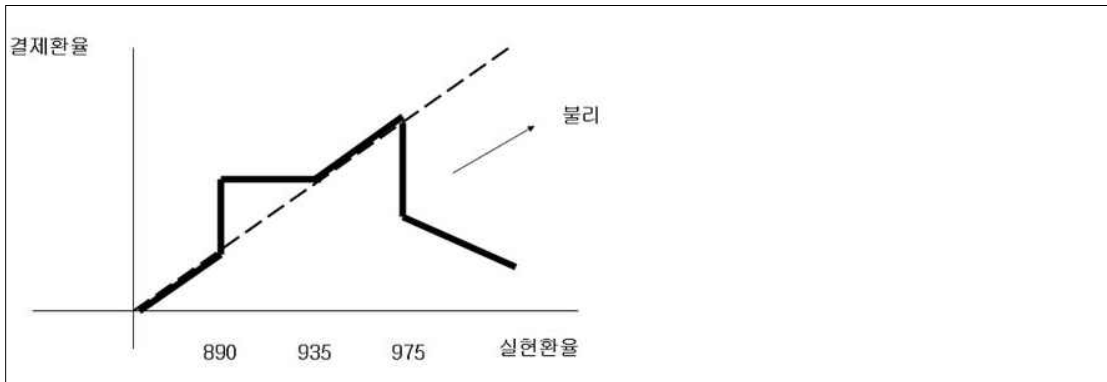
<그림-4>풋 아웃 풋(Knock-Out Put)

※ 행사가격 935이지만 원달러 환율이 890원을 터치하면 무효화



<그림-5>녹인 콜(Knock-In)

※ 행사가격 935이지만 원-달러 환율이 975원을 터치하면 비로소 작동함



<그림-6> KIKO(Knock-In Call과 Knock-Out Put의 합성)

Ⅲ. KIKO에 의한 환위험관리 문제

1. KIKO의 구조상문제

1) 계약으로서의 적합성 부족

수출기업의 환위험 헤지상품인 키코계약은 전체적으로 환위험헤지상품으로서의 적격성을 상실하였다고 본다. 키코거래의 경우 환율이 950-930원 사이에 있는 때에만 환율하락위험이 담보되고 그 이상 하락하는 경우에는 위험이 담보되지 아니한다. 즉, 930원 이하로 내려가면 환율이 다시 상승할 때까지 계약이 해지되어 가입기업은 풋옵션행사로 인한 보상금을 받을 수 없다. 더욱이 일부거래의 경우에는 한번 930원 이하로 내려가면 다시 상승하여도 복구되지 않아 환위험헤지기능을 완전히 상실하는 상품도 있다. 이는 자본시장법 상 적합성의 원칙에 반해 매입을 권유한 은행의 손해배상책임(서울지방법원 2009카합393)이 발생하고, 특히 후자의 경우에는 헤지기능이 매우 제한적이어서 헤지상품으로 보기 어려워 계약무효사유가 될 수도 있다.

2) 계약구조의 사기성

KIKO와 같은 복합옵션의 계약구조는 지나치게 복잡하여 일반인이 자세한 설명을 듣지 않고는 이해하기 어렵다. 금융상품거래의 경험이 없거나 분석능력이 떨어지는 코스닥등록기업이나 일반중소기업의 경우도 크게 다를 것이 없다. 더욱이 KIKO는 상품취득의 대가로 지급해야 하는 프리미엄이 없어 무료라는 점에서 일반 금융상품과 차이가 있다. 이는 거래상

대방의 착오를 불러일으킬 수 있으며 키코거래의 쌍무계약성을 왜곡하여 은행이 환헤지에 적합한 상품을 제공할 의무인 적합성의 원칙에 반한다.

3) 과소수익과 과도손실 가능성

이상에서 본바와 같이 KIKO거래의 경우 환율이 950-930원 사이에 있는 때에만 환율하락 위험이 담보되고 930원 밑으로 하락하는 경우에는 위험이 담보되지 않아 매수기업의 입장에서 볼 때 환위험의 헤지가 충분히 이루지지 않고 있다.

그에 비해 환율이 970원을 상회하면(knock in) 본래 손실부분이 아닌 950-970원 사이의 부분(FGH)까지 손실부분에 포함되고, 최고한도도 정해 있지 않아 거의 무한대의 위험에 노출될 수 있다. 환율이 1,400원이라 가정하면 1달러를 1,400원에 사서 은행에 950원에 팔아야 하며, 이것을 1 구좌 100만 달러로 계산하면 4억 5천만원, 10구좌이면 45억원의 손실로 연결된다. 위험담보구간을 기준으로 하더라도 환율하락구간은 20원이고 그 이하로 내려가면 그나마 위험이 담보되지 않는 반면, 환율상승으로 이익을 얻을 수 있는 구간은 970 - 무한대(최근 1,500원대까지 상승한바 있다)이며, 1,500원을 가정하면 가격변동구간이 530원, 최근 보전소송에서 가입기업의 수인한도로 정한 바 있는 1,300원으로 계산하더라도 350원이 되어 단순비교로도 17.5배 내지 20배의 차이가 난다. 더욱이 손실비율을 2배수 내지 3배수로 정한 경우가 일반적인데⁵⁾ 그렇게 되면 40배-35배 내지 60배-52.5배의 차이가 난다.

KIKO가 환위험 헤지기능의 금융상품으로 되기 위해서는 정당한 수수료를 지급하고 동시에 거래당사자간 손익이 어느 정도 균형을 이루어야 한다.⁶⁾ 그러나 KIKO거래로 가입기업에 보장되는 환위험 부분은 DEF에 불과한 반면, 손실가능성은 무한대이고, 손실비율인 기울기도 2배 내지 3배로 정해 손익부분에서 심각한 불균형을 이루고 있다. 특히 상품매도시점이 환율하락 직전인 경우 매수인은 수익을 얻지도 못하고 계속 배상금을 지급해야 하므로 매수인의 피해가 가중될 수 있다.⁷⁾

4) 손실의 예측불가능성과 수익의 예측가능성

KIKO거래에서 매수기업은 고환율이 지속되는 동안 횡선 하부의 삼각형만큼의 금액을 매달 정산해야 하므로 천문학적인 손실을 계속하여 부담한다. 2008년 11월까지 키코가입기업

5) 실제손실(액)은 그 금액의 50%이다.

6) 위 그림에서 손익을 나타내는 횡선 상하의 삼각형이 균형을 이루어야 한다는 점이다.

7) 외신에 의하면 대만, 인도 등의 개도국에서도 유사한 피해가 발생하여 검찰이 수사에 착수하였다는 보도도 있어 금융파생상품문제가 우리나라만의 문제가 아니고 금융후진국을 중심으로 상당히 조직적으로 발생되고 있음을 알 수 있다.

이 부담하는 배상금 총액이 4조 5,000억원이며, 이를 500여 가업기업의 평균 손해액으로 나누면 1社 당 100억원에 이르고 있다.⁸⁾ 이는 은행이 3년 동안 부담할 금액을 환율상승 시 (1,400원) 단 한 달의 배상금으로 만회할 수 있는 금액이다. 은행이 중소기업보다 20배 내지 25배 유리한 입장이며, 은행이 판매시기를 잘 조정하면 20배 이상 유리할 수 있다.

5) 거래개시 시기의 임의선택

KIKO거래에서 매도인인 은행은 시장의 흐름을 예측하여 자신이 유리한 시기에 거래를 개시함으로써 거래이익을 극대화할 수 있다. 특히 (미국계) 대규모 투자은행은 축적된 투자 경험을 기초로 상품을 적기에 판매하고, 심지어 거대 자금력을 바탕으로 환율을 인위적으로 조정함으로써 상품의 적기판매와 같은 결과를 인위적으로 조성하기도 한다.

6) 부당한 계약해지조건

금융기관 (통화옵션)표준약관에서는 원금만 배상하면 계약을 해지할 수 있도록 되어 있지만 KIKO약관에서는 원금의 10배를 위약금으로 부담하도록 하여 가입자의 계약해지를 사실상 봉쇄하고 있다. 이점에서도 계약의 유효성이 문제된다.

2)법리상 문제

1) 소송법상 문제점

KIKO거래에서 많은 손해를 보고 있는 다수 기업이 가처분소송에서 효력정지를 신청하여 일부 사건은 사실상 전부무효인 계약해지가 결정되고, 일부 사건은 일부무효인 손해배상결정이 내려짐으로써 재판부를 달리하여 서로 다른 판결요지를 보이고 있다. 결정내용이 각기 다른 이유는 궁극적으로 환율의 하락으로 계약상 의무이행부담의 정도가 서로 다른데 있다고 본다.

(1) 전부무효

거래가 무효로 되기 위해서는 행위의 하자가 중대·명백하고, 계약의 목적을 달성할 수 없을 정도로 계약 상 본질적인 권리를 제한하는 경우에 해당하여야 한다. 이러한 무효에 해당하는 경우로는 변형키코에서와 같이 계약기간의 전후반부를 A, B파트로 나누어 일정파트에서 은행이 낮은 행사환율(970원이나 1000원이 아닌 950원)의 콜옵션을 보유하는 반면, 시

8) 실제손실(액)은 50%인 50억원이다.

장환율이 1회라도 하단환율(930원) 이하로 떨어지는 때 계약이 실효하는 것으로 보는 Anytime Knock-out 조건을 들 수 있는바, 이 경우에는 가입기업의 환위험해지도 되지 아니하고 환율상승의 이익도 상실하게 되므로 계약이 무효로 될 수 있을 것이며, 계약무효나 채무부존재소송을 제기하여 배상금으로 지급한 금액을 부당이득으로 반환청구할 수 있을 것이다.

(2) 일부무효 (손해배상)

가처분소송에서 구 재판부의 계약해지결정은 본안에서 무효확인소송이나 채무부존재소송 및 취소소송으로 다룰 수 기반을 마련하였다고 볼 수 있다. 즉, 본안에서도 투기거래의 요소가 강하고 은행이 설명의무를 이행했다고 보는 경우⁹⁾ 신청인에게 문제가 있다고 보아 신청을 기각한 것과 같이 청구기각을 할 수 있을 것이다. 나머지 피신청인에게 문제가 있다고 보는 경우에는 사안의 경중을 고려하여 계약의 무효 내지 해지 또는 계약의 유효를 전제로 손해배상책임을 묻는 정도로 그칠 수도 있다.

구체적인 재판의 내용은 향후 환율의 추이를 보고 판단할 것으로 예상된다. 즉, 환율이 현재보다 하락하는 경우에는 손해배상을 하는 선에서 일부무효로 귀결될 가능성이 있고, 다시 환율이 상승하고 그 효과가 지속되는 경우에는 계약해지(가처분소송)나 무효확인의 판결(본안)이 날 수 있다고 본다. 종류로 보면 무효, 손해배상, 청구기각이 될 것이다. 현실적으로 전무무효는 어렵다고 보고 일부무효의 관점에서 달러 당 1,300원을 기준으로 한 손해배상판결 유력할 수 있다.

손해배상은 다음 사유를 근거로 한다. ㉠ 수출로 인한 환위험해지의 필요성을 잘 알고 있는 은행이 해지능력이 거의 없거나 유해한 금융상품¹⁰⁾을 권유한 것은 적합성의 원칙을

9) 7건이 이에 해당한다.

10) 이러한 주장에 대해 은행 측은 KIKO는 옵션가격결정 모델인 블랙-숄스 모형(Black-Scholes option pricing model)에 기초하여 은행과 구매자기업의 옵션가치가 동일하게 설계되어 제로비용을 실현한 것이므로 금융상품으로서 하자가 없다고 한다(전국은행연합회, 「KIKO의 이해」(2009.2), 3면). 그러나 이 모델은 상대적으로 환변동이 크지 않은 미국의 상황을 고려하여 개발되었을 것이므로 환율변동이 연 12%에 해당하고, 10년에 한번씩 100% 내외로 폭등하는 우리나라와 같은 개도국에 적용이 가능한지는 의문이다. 모형은 일종의 가정에 지나지 않으므로 가정에 기초가 된 변수에 문제가 있다면 문제해결수단으로 기능할 수 없음은 물론이다. 미국발 금융위기도 사실 중국계 금융공학자 David X. Li가 주택담보대출의 상환가능성을 계량화한 가우시안 코폴라 함수(Gaussian copula function)에 의해 촉발되었다고 볼 수 있다. 월가에서는 이 함수의 개발로 부동산담보위험의 측정이 가능하다고 보아 과도한 자본이 부채담보부증권(CDO)시장에 유입되는 계기가 되었고, 그 후 부동산가격의 폭락으로 CDO를 많이 보유한 리먼 브러더스 등의 투자은행이 파산함으로써 금융위기가 전세계에 확산된 바 있다. 문제의 발단은 CDO의 시장가격인데 동 모형은 지난 10년간 활황기의 부동산가격을 기초함수로 설정하였지만 실제로 이 가격에는 60%의 버블이 형성되어 있어 적절한 가격으로 기능하지 못한다. 이 사건은 시장상황 등의 매개변수를 고려하지 않은 함수는 아무런 쓸모가 없다는 사실을 잘 말해

위반한 것이고(자통법 제46조), ㉠ 이러한 중요한 사실을 설명하지 않은 것은 침묵에 의한 기망행위로 설명의무위반이 될 것이고(자통법 제47조), ㉡ KIKO와 같이 상품구조가 복잡하고 실질적으로 환해지능이 거의 없거나 매우 부족한데도 이를 매입하면 환율하락으로 이익을 볼 수 있을 것이라고 하면서 매입을 권유한 것은 부당권유의 금지위반에 해당한다(자통법, 제49조)

이들 사항의 위반은 손해배상책임의 발생사유에 해당하며, 손해배상책임의 경우 기업의 과실상계가 인정되는데 격기와 같은 은행의 사기성을 강조하면 과실상계의 적용을 배제 내지 경감할 수 있을 것이다.¹¹⁾ 가처분소송의 재판부는 기업의 손해범위를 1,300원 초과부분으로 결정한바 있으므로 이를 기초로 손해액이 산정될 것으로 본다.

(3) 해지

일부무효로 계약해지는 가처분으로는 설득력이 있지만 본안에서는 환율상승이 지속되지 않는 한 채택되기는 어렵다고 볼 것이다.

2) 실체법 상 문제점

(1) 회계처리 상 문제점

파생상품거래 중 선물·선도거래는 장래의 기초상품을 매도 또는 매수할 것을 약정(contract)하는데 불과하므로 소유권이 이전되지 않고, 이를 재무제표에 인식하는 것은 수익의 실현주의원칙에 반하는 것으로 볼 수 있다. 그러므로 종래 기업회계기준(제76조)에서는 파생상품을 대차대조표에 기재하지 않고 부외거래(簿外去來)로 처리하였다. 그러나 파생상품은 그 유형이 다양할 뿐만 아니라 기업의 재무상태에 미치는 영향도 적지 않으므로 이를 부외거래로 하는 것은 옳지 않아 기업회계기준(제70조)이나 국제회계기준에서도 파생상품계약에 따라 발생한 권리와 의무를 공정가액으로 평가하여 자산·부채로 계상하도록 하고 있다.¹²⁾¹³⁾

주고 있으며 동일한 취지에서 한국이라는 특수상황 하에서의 환율변동을 반영하고 있지 않은 블랙-숄스 모형을 가지고 KIKO라는 금융상품이 공평하게 설계되었다고 주장하는 것이 과연 타당한지는 의문이다.

11) 투자자과실을 50% 인정한 사례도 있다(대법원 2001.4.27.선고2000다30943판결).

12) 그러나 옵션의 기초가 되는 주계약은 급부의무자의 이행 시까지 미결상태에 있으므로 동 계약상 채권은 대차대조표차변에 기재되지 아니한다. 독일에서는 이를 부속명세서(Anhang)와 영업보고서(Lagebericht)에 기재하도록 하고 있다.

13) 옵션거래의 경우 계약의 일방당사자는 타방당사자에게 특정상품이나 유가증권의 매수(콜옵션) 또는

따라서 키코 가입기업이 ① 상장기업에 해당하고 기존의 현금흐름방식을 적용하는 경우 헤지거래로 인한 평가손실을 (자기)자본계정에 반영해야 하므로 과도한 자본결손이 발생하여 상장폐지와 같은 결과를 초래할 수 있다. ② 그 반면 공정가액방식을 적용하는 경우에는 수출대금 전부의 헤지를 조건으로 수출대금은 자산으로, 헤지금액은 부채로 인식하여 양자를 상계처리하면 되므로 자본감소 내지 자본잠식을 초래하는 불이익을 당하지는 않을 것이다.

결과적으로 위험담보나 회계처리 면에서 볼 때 수출대금을 넘지 않는 범위 안에서 헤지거래를 하는 것이 유리할 것이다.¹⁴⁾

(2) 자본시장법 상 문제점

키코 거래와 관련하여 은행은 ㉠ 수출로 인한 환위험헤지의 필요성을 잘 알고 있는 은행이 헤지기능이 거의 없거나 유해한 금융상품¹⁵⁾ 을 권유한 것은 적합성의 원칙을 위반한 것이고(자통법 제46조), ㉡ 이러한 중요한 사실을 설명하지 않은 것은 침묵에 의한 기망행위로

매도청구권(풋옵션)을 가지는바, 이 권리는 형성권으로서 양도와 평가가 가능하다.¹⁾ 이러한 옵션은 자산능력을 인정할 수 있으며, 우리나라에서도 무형자산의 일종으로 분류하고 있다. 법률상 옵션거래는 선물거래와 커다란 차이가 있는바, 선물거래에서는 현재 구속력 있는 계약이 체결되고 이행은 장래 이루어지는 반면, 옵션거래에서는 장래 이행은 채권자의 권리이지 의무는 아니라는 점이다(Kuempel, Bank und Kapitalrecht, 1995, Rn.12.51).

- 14) 그러므로 키코거래기업이 비상장기업이면 몰라도 상장기업인 경우에는 수출액을 한도로 거래한도를 정해야 할 것이다. 만약 거래기업이 중소기업이 아닌 상장기업이면서 수출액 이상으로 키코에 가입하였다면 키코거래 상 손실부담 이외에 상장폐지의 불이익까지 부담할 수 있다.
- 15) 이러한 주장에 대해 은행 측은 KIKO는 옵션가격결정 모델인 블랙-숄스 모형(Black-Scholes option pricing model)에 기초하여 은행과 구매자기업의 옵션가치가 동일하게 설계되어 제로비용을 실현한 것이므로 금융상품으로서 하자가 없다고 한다(전국은행연합회, 「KIKO의 이해」 (2009.2), 3면). 그러나 이 모형은 상대적으로 환변동이 크지 않은 미국의 상황을 고려하여 개발되었을 것이므로 환율변동이 연 12%에 해당하고, 10년에 한번씩 100% 내외로 폭등하는 우리나라와 같은 개도국에 적용이 가능한지는 의문이다. 모형은 일종의 가정에 지나지 않으므로 가정에 기초가 된 변수에 문제가 있다면 문제해결수단으로 기능할 수 없음은 물론이다. 미국발 금융위기도 사실 중국계 금융공학자 David X. Li가 주택담보대출의 상환가능성을 계량화한 가우시안 코폴라 함수(Gaussian copula function)에 의해 촉발되었다고 볼 수 있다. 월가에서는 이 함수의 개발로 부동산담보위험의 측정이 가능하다고 보아 과도한 자본이 부채담보부증권(CDO)시장에 유입되는 계기가 되었고, 그 후 부동산가격의 폭락으로 CDO를 많이 보유한 리먼 브러더스 등의 투자은행이 파산함으로써 금융위기가 전세계에 확산된 바 있다. 문제의 발단은 CDO의 시장가격인데 동 모형은 지난 10년간 활황기의 부동산가격을 기초함수로 설정하였지만 실제로 이 가격에는 60%의 버블이 형성되어 있어 적절한 가격으로 기능하지 못한다. 이 사건은 시장상황 등의 매개변수를 고려하지 않은 함수는 아무런 쓸모가 없다는 사실을 잘 말해주고 있으며 동일한 취지에서 한국이라는 특수상황하에서의 환율변동을 반영하고 있지 않은 블랙-숄스 모형을 가지고 KIKO라는 금융상품이 공평하게 설계되었다고 주장하는 것이 과연 타당한지는 의문이다.

설명의무위반이 될 것이고(자통법 제47조), ⊕ KIKO와 같이 상품구조가 복잡하고 실질적으로 환헤지 기능이 거의 없거나 매우 부족한데도 이를 매입하면 환율하락으로 이익을 볼 수 있을 것이라고 하면서 매입을 권유한 것은 부당권유의 금지위반에 해당하는(자통법 제49조) 등 각종 의무를 위반하였으므로 기본적으로는 불법행위를 구성하여 손해배상책임을 질 것이다.

신설된 자통법에서는 투자자를 전문투자자와 일반투자자로 구분하고, 금융투자상품에 관한 전문성 구비 여부, 소유자산규모 등에 비추어 투자에 따른 위험감수능력이 있는 투자자를 전문투자자로 정의하고 있다(법 제46조 1항). 금융투자업자는 먼저 투자권유 시 상대방이 일반투자자인지를 확인한 후 면담·질문 등을 통하여 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고, 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아 이를 유지·관리하여야 하며, 확인내용을 지체 없이 제공하여야 한다(법 제46조 2항). 이때 금융투자업자는 투자자에게 투자상품의 내용, 투자위험 등에 대해 이해할 수 있도록 설명하여야 한다(법 제47조 1항). 이러한 의무에 위반하는 때에는 경우에 상품매도인은 기본적으로 손해배상책임을 진다.

동 법은 주권상장법인을 전문투자자로 분류하고 있으며, 따라서 코스닥 상장법인도 전문투자자로 분류되어 있다. 그러나 KIKO사건에서 보는 바와 같이 코스닥상장법인은 규모가 영세하고 위험을 관리하는데 필요한 인력이나 경험이 적어 효율적 위험관리가 어려운 것이 현실인데 일반투자자와 같은 수준의 보호를 받지 못함으로써 투자위험에 그대로 노출될 확률이 높다. 일정기준을 근거로 전문투자자의 범위를 세분하여 전문투자자로 보기 어려운 기준 이하의 코스닥기업에 대해서는 상장기업이라 하더라도 일반투자자와 동일한 수준의 보호를 해야 할 것이다.

(3) 약관규제법의 적용 여부

① KIKO의 약관성

약관은 그 명칭이나 형태·범위를 불문하고 계약의 일방당사자가 다수의 상대방과 계약을 체결하기 위해 사전에 준비한 계약내용을 말한다(약관규제법 제2조). 이러한 계약내용은 별지서식에 의하는 경우가 많은데 일부 조항을 수정하고, 거래건수가 약 30개사에 불과한 경우에도 약관에 의한 계약으로 본다(대법원 1998.12.23. 96다 38704 판결). 또한 약관은 경제적·사회적 관점에서 볼 때 계약의 당사자가 상호 평등하지 않은 경우에 주로 이용되는 계약유형이다. KIKO도 Snow Ball, PIVOT¹⁶⁾ 등과 같은 통화옵션상품의 한 유형으로서 기

16) PIVOT은 환율이 일정액 이상 상승할 때에만 손실을 입는 키코와 달리 환율이 일정액 이하로 하락할 때에도 약정금액의 2-3배를 약정환율로 매수해야하므로 키코보다 2배의 위험성이 있는 상품이다.

본형과 3가지 변형형태가 있다. 이러한 KIKO계약이 664개(조세일보, 2008.10.17)의 중소기업을 거래상대방으로 하여 판매되었다는 점에서 약관성을 부인하기 어려울 것이다.

② KIKO 조항의 약관편입과 편입통제

키코 조항이 약관으로 되기 위해서는 편입의 합의가 있어야 하며, 이러한 편입의 합의는 사업자(은행)가 약관을 계약내용으로 제시하고, 고객(중소기업)이 이를 승낙함으로써 성립한다. 이때 사업자가 일반적으로 예상되는 방법으로 일부 계약내용을 명시하여 고객에게 알릴 의무를 지며(약관규제법 제3조 ①), 이를 위반한 경우 그 부분은 무효가 되어 나머지 부분만 계약으로 유효하다(一部無效의 法理). 그러나 키코계약에서 불고지한 고객의 손실부분을 무효로 한다면 판매은행은 의무만 부담함으로써 이익실현이라는 당초 계약의 목적달성이 불가능하고, 이것은 동시에 은행이 계약을 유지할 실익이 없음을 의미하므로 계약 전부가 사실상 무효로 된다(약관규제법 제16조).

(4) 기업회생문제

고환율이 지속되는 경우 중소기업은 과도한 배상금지급으로 파산의 위험에 직면하여 이른바 흑자도산을 할 수 있다. 물론 정부의 유동성지원으로 운영자금을 확보할 수 있으면 다행이지만 현실에 있어서는 은행도 재무건전성유지를 위해 자금지원을 할 여력이 없고, 만기연장 등의 조치에 대해서도 매우 소극적이며, 심지어는 추가담보를 요구하기도 한다(한국일보, 2008.11.11). 이와 같이 키코가입기업의 자금여력이 없거나 환율이 과도하게 올라 은행에 지급하는 배상금이 과도한 때에는 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」상 기업회생절차를 이용하여 파산을 방지(이 부분 삭제)할 수 있을 것이다. 우선 ㉠ 현 경영진은 은행의 채권을 동결한 가운데 기업의 존속을 도모할 수 있다. 즉, 회생절차 신청기업의 경영은 종래 경영자가 재정파탄의 원인을 제공하는 등의 중대한 위법행위를 하지 않는 한 관리인으로 선임될 수 있으므로(법 제74조 2,3,4항) 경영권의 유지도 가능하다. KIKO에 가입한 사실만으로 재정파탄의 원인을 제공한 것으로 볼 수 있는가는 거래금액에 따라 다르겠지만 기존 경영자가 관리인이 될 가능성은 구법보다 높다고 볼 것이다. ㉡ 은행의 채권은 회생절차가 개시된 때로부터 정지된다.(법 제131조) 다만 신고기간 내 신고를 하고 회생절차에서 확정된 회생채권에 한해 회생계획의 조건에 따라 변제받을 수 있을 뿐이다. 그러므로 기업은 추가적인 채무 부담 없이 사업을 지속할 수 있게 된다. 즉, 회생계획안이 인가되면 은행의 기존채권과 키코 계약 상 배상금채권은 인가회생채권으로서 채권액이 대폭 축소되어(법 제251조) 회사경영의 부담을 완화하는 효력이 있다.¹⁷⁾ ㉢ 그리고 회생절차 개시 당시 거래당사자 상호간에 의무

17) 더욱이 회생채권을 신고할 때 채권의 존재를 증명하는 증빙서류가 첨부되어야 하므로(법 제148조 1항) 정식서류를 작성하지 않고 KIKO계약을 체결한 은행의 경우 증거자료를 확보하는데 상당한 애로를 겪을 수 있다.

이행이 완료되지 아니한 경우 관리인은 당해 계약의 해제, 해지 또는 이행 여부를 결정할 수 있다. KIKO거래의 경우 KIKO가입기업의 관리인은 KIKO거래 상 매월 정산을 피하기 위해 계약을 해지함으로써 남아있는 KIKO계약기간동안의 추가부담을 합법적으로 제거할 수 있다. ㉔ 또한 거래은행이 거래정보를 이용하여 KIKO가입기업의 회생절차개시를 탐지하고 회생절차개시 이전에 채권을 회수하거나 담보를 설정할 수 있다. 그러나 이 경우에도 사후에 관리인이 이를 부인함으로써 채권은행의 노력을 수포로 돌릴 수 있다.

IV. 결 론

환위험을 헤징하기 위하여 KIKO를 활용하여 중대한 손실을 입은 중소기업이 제기한 소송에서 법원은 가처분소송에서 ① 민법 상 사정변경을 이유로 계약해지를 인정하기도 하고, ② 설명의무 등을 위반한 것이므로 손해배상책임을 지는데 불과하다는 입장과, ③ 거래과정에 하자가 없다고 보는 등 여러 가지 해석을 하고 있다.

그러나 KIKO는 환위험담보를 위한 상품으로 설계되어야 함에도 불구하고 이를 무시하고 매도자의 이익을 극대화하기 위해 매수자의 과도한 손실을 초래할 수 있도록 설계되었고, 저렴한 가격으로 환위험을 담보할 수 있는 선물거래소의 원-달러선물·맞춤형상품인 선물환·수출보험공사의 환변동보험이 대체제로 존재하고 있어 왜곡된 구조의 장외통화옵션상품을 인정할 실익이 전혀 없다는 점에서 계약의 효력을 부인하는 방식이 손해배상방식보다 우수하다고 보고 본안소송에서도 이러한 입장이 견지되어야 할 것으로 본다. 왜곡된 형태의 금융상품이 시장에서 거래되지 않도록 사법부가 법적 가이드라인을 강력하게 제시할 필요가 있다고 본다.

여하튼 KIKO거래와 관련한 본안판결은 향후 우리나라 파생상품거래와 관련하여 중요한 시금석이 될 사건이다. 따라서 재판부도 단순히 각종 의무위반을 근거로 손해배상책임만을 도출할 것이 아니라 입법정책 내지는 건전한 금융질서의 확립이라는 관점에서 계약의 무효유무를 엄밀히 검토하여 우리나라가 또 다른 금융위기의 진원지가 되지 않도록 배려하여야 할 것이다. 중소기업은 향후 환위험을 회피하기 위하여 파생상품거래를 활용할 시 다음 사항을 유념하여야 할 것이다.

- ① 복잡한 금융상품을 이용하지 말자.
- ② (통화옵션) 장외거래를 조심하자.
- ③ 6개월 단위로 계약을 체결하자
- ④ 파생상품개념을 엄격히 해석하자

- ⑤ 장외파생상품거래(KIKO)는 수출액을 한도로 그의 50%까지만 가입한다.
- ⑥ 정관으로 헤지거래 이외의 파생상품(투기)거래는 할 수 없도록 한다.
- ⑦ 외국계은행과 거래를 하지 않거나 제한한다.
- ⑧ 부담이 과도한 때에는 기업회생을 신청하라.
- ⑨ 법의 무지는 항변사유가 아니다.

참 고 문 헌

- 김성준·정준혁·장철웅(2007), 『증권형사법』, 산경.
- 김기홍·윤창현(2000), “통화선물 및 옵션거래의 도입이 국내 외환시장에 미치는 영향과 대응방안, 한국은행조사국.
- 강태훈(2000), “농산물가격 위험관리와 발매기거래의 개선방안”, 농업경제연구, 제 41집, 제3권.
- 이운원(2000), “파생상품의 회계처리에 관한 해석의 평가, 한국회계학회, 회계저널, 제9권 제4호.
- 전욱(2008), “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 상의 금융투자자보호제도에 관한 고찰,” 저스티스, 통권 제107호.
- 동양선물(1994), 선물거래실무..
- 박수영(2006), 공정거래법 해설.
- 박해식(2008), “KIKO통화옵션의 손익구조,” 주간금융브리프, 17권 24호, 2008.6.14-20.
- 부산대학교 법과대학(2008), 자본시장통합법의 시행과 동남권 금융산업의 미래.
- 배종대(2004), 형법각론, 제5판, 홍문사.
- 사법연수원(2008), 도산법.
- 이정환(2006), 투기자본의 천국 대한민국, 도서출판 중심.
- 이필상·정은호·조한용(2005), 선물·옵션, 법문사.
- 전국은행연합회(2009), KIKO의 이해.
- 정동윤(2002), 회사법, 법문사.
- 조성렬·최영곤(2001), 선물·옵션거래론, 두남.
- 한국선물협회(2002), 선물·옵션이론 및 실무, 경문사.
- 한철·정상근(2007), 보험법·해상법, 형설출판사.
- 本田良巳(2001), “ドイツにおける金融派生商品の計上問題,” 會計.
- 松岡久和, “商品先物去來と 不法行為責任 - 債務不履行構成の 再評價-“, JURIST, 第1154號.
- 村本武志, “投資事業者の 忠實義務と 専門家責任”, 立命館大學 人文社會科學研研究所, 第71號.
- C. W. Anstett(1977), Financial Futures im Jahresabschluss deutscher Kreditinstitute,

Wiesbaden.

Grant E. Buerstetta(2000), Creating a flexible fiduciary duty rule for banks entering into proprietary derivatives contracts 「Annual Review of Banking Law」, 1996.

Claussen, Bank- und Boersenrecht, 2Aufl.

David F. Freeman(2000), Legislative and Structural Developments:Banking Reform for Securities, ALL_ABA Course of Study.

Alastair Hudson(2000), Modern Financial Techniques, Derivatives and Law, Kluwer Law International.

Steven Edwards, Legal Principles of Derivatives, 「J.B.L」, 2002.1.

Kahn, Commodity Exchange, AJSS 5, 1988.

Mohamad Hashim Kamali, Islamic Commercial Law -An Analysis of Futures and Options-,2000.

Kuempel(1995), Bank und Kapitalrecht.

J. W. Markhan(1992), Fiduciary Duties under the Commodity Exchange Act, 68 Notre Dame L.Rev. 199.