

환노출과 환노출 완화 전략의 인과관계에 관한 탐색적 연구 : 시스템 사고에 의한 접근

Exploratory Study on Causality of Foreign Exchange Exposure and Hedge Strategy: Systems Thinking Approach

엄재근* · 정창권** · 설원식***

Eom, Jae-Gun Chung, Chang-Kwon Sul, Wonsik

Abstract

The purpose of this study is to analyze Foreign Exchange(FX) exposure and FX hedge strategy based on the systems thinking perspective using causal loop diagrams. FX exposure has been a critical issue on a business management. Many studies in Korea have researches on variables which make effects to the company value. This study displays causal loop diagrams(CLDs) on these issues. In order to make CLD more objective, most causalities are articulated from recent 72 studies (1998~2013) of domestic top journals. This approach is valuable in that it is the first try to draw all the causalities from various literature review regarding FX exposure and FX hedge strategy. This study is expected to make a useful and basic material to research the financial issues of corporate, as the first research to dynamically understand FX exposure and FX hedge strategy.

Keywords: 환노출, 환관리, 인과관계, 시스템다이나믹스

(Foreign Exchange Exposure, FX Hedge, Causal Loop Diagram,
System Dynamics)

* 서울과학종합대학원대학교 경영학 박사과정(제1저자, 01027154370@naver.com)

** 이화여자대학교 에코크리에이티브 협동과정 연구교수(교신저자, cck@k-bridge.org)

*** 숙명여자대학교 경영학부 교수(공동저자, wssul@sm.ac.kr)

I. 서론

세계 시장에서 활발히 활동하고 있는 국내 기업들은 원화 이외에 다양한 통화를 결제 수단으로 사용하고 있다. 국내 기업이 원화 이외의 통화를 거래하면 환율변동에 따라 기업은 회계적 손실 혹은 기업가치 하락에 따른 위험에 직면하게 된다. 때로는 환율변동에 따른 손실은 기업의 존망과도 연결되기도 한다. 1997년 외환위기 때에 급격한 환율변동으로 많은 국내 기업이 도산에 직간접적인 영향을 받은 바 있다(김영숙, 2003). 환율이 국가경제에 미치는 영향에 대한 연구는 외환위기 이전에도 경제학 분야를 중심으로 종종 보고되었으나, 1997년 외환위기 이후에는 환율변동이 기업 경영에 미치는 영향으로 그 범위가 확대되었으며, 이후 환노출 중심으로 다양한 연구가 진행되어왔다.

환노출은 기업이 예상하지 못한 환율변동으로 인한 기업가치의 민감도라고 정의할 수 있다(Adler & Dumas, 1984). 환노출 완화전략은 환노출에 따른 위험을 관리하여 기업의 환노출을 약화시키는 전략이며, 일부 논문에서는 환노출 완화전략을 환위험 관리전략으로 표현하고 있다(정태영 · 이광철, 2000 등).

환노출로 인한 기업가치의 변화는 단선적 사고로 설명하기가 쉽지 않다. 많은 연구가 환율변동에 따른 주가수익률로 환노출을 추정했지만(권택호 1999a 등), 다양한 환노출 결정요인들이 미치는 양의 효과와 음의 효과를 함께 분석하지는 못하였다. 각 결정요인들이 서로 상쇄되어 유의값을 얻지 못하는 경우도 많았다(송민규 · 조성빈, 2011). 이 때문에 단선적인 실증분석으로는 이러한 영향을 설명하는데 한계를 가진다. 국제화정도, 기업규모, 외화 부채비율, 배당률, 기업의 유동성 등 회사의 구조에 따라 다양하게 환율변동이 미치는 상쇄효과를 유추하여 볼 수 있다(유승훈 · 홍혜정, 2009). 환노출이 작아도 급격한 환율변동이 환노출을 큰 폭으로 키울 수도 있으며, 또한 환노출의 비대칭성으로 환율이 상승하거나 하락하는 것에 따라 기업에 미치는 영향의 정도는 다를 수 있다(이현석, 2004 등).

본 논문에서는 국내 한국연구재단 등재지에 실린 논문들 속에서 설명하고 있는 환노출 결정요인들과 환노출 완화전략 속에서 일어나는 다양한 인과관계를 시스템다이나믹스 사고에 기초하여 설명하고자 한다. 이를 통해 실증분석으로 설명하기 힘든 환노출 연구의 한계를 극복해보고자 한다. 환노출 완화전략은 외환위기 이후 학계 뿐 아니라 실무에서도 매우 중요하게 인식되고 있으며, 기업은 환노출 완화를 위한 다양한 방안을 모색하고 있다.

이에 본 연구는 기존 환노출에 대한 문헌 연구로부터 결정요인들과 환노출 완화전략에 따른 구조적인 인과관계를 보여주는 통합적인 인과 지도를 작성하고자 한다. 이는 환노출과 환노출 완화전략에 대한 인과구조를 시스템적으로 이해하는데 많은 도움이 되리라고 생각한다. 분석대상 논문들이 대부분 비금융 제조업을 다루고 있으므로, 본 연구의 범위도 비

금융 제조업으로 한정한다.

논문의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 제 II 장에서는 이론적 배경과 환노출에 대한 선행 연구를 소개하였다. 제 III 장에서는 인과지도를 통한 연구 방법을 소개하고, 제 IV 장에서는 환노출에 대한 국내 논문들을 대상으로 환노출과 환노출 완화전략에 대한 인과순환적 관계를 살펴본다. 제 V 장에서 결론 및 연구의 한계에 대해 논의한다.

II. 이론적 고찰 및 선행연구 검토

1971년 이전까지 브레튼우즈 체제는 금본위 제도 하에서 환율을 안정되게 유지하여 왔었다. 그러나 미국의 닉슨 대통령이 브레튼우즈 체제를 포기하면서 많은 국가들이 변동환율제를 택하게 되었고, 해당 국가 기업들은 직접적이거나 간접적으로 환노출의 영향을 많이 받게 되었다.

환노출에 대한 연구로는 Adler & Dumas(1984)가 주가수익률을 토대로 기업가치에 대하여 선형 회귀방정식의 환율변동 변수의 기울기로 환노출 측정을 보여준 이후 본격적인 연구가 시작되었다. 환율변동에 따른 가치변화의 민감도를 환노출로 보고 구체적인 실증 분석을 가능하게 한 것이다. Jorion(1990)은 미국 기업을 대상으로 환율변동으로 수출 비율에 따라 기업가치가 영향을 받는다는 것을 확인하였다. Khoo(1994)는 호주 광업기업들을 대상으로 기계설비를 외화로 지불하면서 발생하는 환노출을 분석하였다. Donnelly & Sheehy(1996)는 영국 수출기업을 대상으로 기업들의 환노출을 분석하였다. 환노출에 대한 연구는 기업이 환노출에 따른 기업가치 하락을 방지하는 환노출 완화전략으로 발전하였다. Bodnar et al.(1998)은 미국 기업을 대상으로 환노출에 대한 환헷징을 조사·연구하였다. Miller(1998)는 다국적 기업이 해외생산전략을 통해 헷징하는 전략을 소개했고, Miller & Reuer(1998)는 대기업들이 해외직접투자(Foreign Direct Investment)를 통하여 기업의 환노출을 완화시킨다는 것을 검증하였다.

한국의 많은 기업들은 1997년 외환위기 이전 까지는 환율변동으로 인한 기업가치 변화에 대해 둔감한 편이었다. 이는 정부가 환율의 급격한 변화를 방어해왔기 때문이다. 하지만 외환위기 이후 환율변동이 기업뿐만 아니라 나아가 국가의 존망에도 중요한 영향을 미친다는 것을 목격하였다. 이에 따라 1997년 이후, 국내에서는 환노출에 대한 논문들이 많이 보고되었고 다양한 연구가 진행되어 왔다. 경제학 측면에서 주로 취급되어왔던 환율에 대한 연구가 경영학 측면에서 활발하게 연구되기 시작한 것이다.

국내에서 환노출에 관한 문헌 연구로는 해외 논문들을 중심으로 한 정재호, 조혜진

(2011)이 유일하다. 정재호, 조혜진(2011)은 해외의 환노출 관련 문헌을 크게 환노출 결정요인에 관한 연구와 환노출 위험을 완화시키는 환관리에 관한 연구로 나누었다. 하지만 아쉽게도 국내 논문들은 배제되어 있어서 국내 논문들에 대하여 정리한 연구는 없었다. 이에 본 논문은 국내 논문들을 중심으로 인과관계를 정리하고자 하며, 국내 기업을 대상으로 환노출 결정요인과 환노출 완화전략의 연구를 종합적으로 살펴보고자 하였다. 개별 연구에서 밝히지 못한 순환적 인과관계를 종합적으로 살펴봄으로 환노출 관련 연구를 한 단계 발전시키고자 한다.

III. 인과지도를 통한 연구 방법

1. 연구방향

본 연구에서는 국내 한국연구재단 등재논문 가운데 국내 제조기업 대상의 문헌을 대상으로 삼았다. 또한, 국내에서는 1997년 외환위기 이후 환노출 연구가 본격적으로 시작되었기 때문에 1998년 이후의 논문만을 대상으로 삼았다. 이와 같은 기준 하에 문헌연구 대상 논문으로 <표 1>과 같이 23개의 학회지로부터 72편을 선별하였다. <표 1>에서 보면 국제경영연구에 15편으로 가장 많이 수록된 것을 확인할 수 있다. 다음으로는 재무관리연구 10편, 국제통상연구에 7편이 실렸다. 이는 환노출의 문제가 국제경영, 재무관리, 국제통상에 있어서 중요한 의미가 있는 주제이기 때문이라고 해석할 수 있다. 1997년 외환위기 직후 많은 논문이 발표되었고 2008년 금융위기 이후에 논문이 증가하는 추세인 것을 보면 환율로 인한 외부적 환경의 변화가 연구자들에게도 영향을 미친 것으로 보인다. 2011년도 이후에도 환노출 관련 연구 활동이 활발하게 이루어지고 있다.

본 연구에서는 관련 문헌을 환노출 결정요인과 환노출 완화전략으로 나누어 보고자 한다. 이는 Bartram et al(2010), 정재호, 조혜진(2011)의 연구에서도 채택되었고, 환노출 연구의 일반적인 흐름으로 볼 수 있다.

〈표 1〉 환노출 관련 논문(1998년 이후, 연도별, 학회지별)

| 연도 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 계 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 국제경영연구 | | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | | 2 | | 2 | | 1 | 15 |
| 재무관리연구 | | 3 | | | | 1 | 1 | | | 1 | 1 | 2 | | 1 | | 10 |
| 국제통상연구 | | | | 1 | | 2 | 2 | | | 1 | | | 1 | | | 7 |
| 무역학회지 | 2 | 1 | | | | 1 | | 1 | | | | | | | | 5 |
| 선물연구 | 1 | | | | | | | | | | | | 1 | | 2 | 5 |
| 경영학연구 | | 1 | | 1 | 1 | | | 1 | | | | | | 1 | | 5 |
| 산업경제연구 | | | | 1 | | | | 1 | | | 2 | | | | | 4 |
| 경제연구 | | | | | | | 1 | | | | | | | | 1 | 2 |
| 한국증권학회지 | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 | 2 |
| 한국경제의 분석 | | | | 1 | | | | | | | | | 1 | | | 2 |
| 금융연구 | | | | 1 | | 1 | | | | | | | | | | 2 |
| 국제경영리뷰 | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 | 2 |
| 국제경제연구 | | | | | 1 | | 1 | | | | | | | | | 2 |
| 금융공학연구 | | | | | | | | 1 | | | | | | | | 1 |
| 한국항공경영학회지 | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 |
| 한일경상논집 | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 |
| 회계학연구 | | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 |
| 해운물류연구 | | | | | | | 1 | | | | | | | | | 1 |
| 통상정보연구 | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 |
| 회계정보연구 | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 |
| 국제지역연구 | | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 |
| 경제학연구 | | | | | 1 | | | | | | | | | | | 1 |
| 중소기업연구 | | | | | | 1 | | | | | | | | | | 1 |
| 총합계 | 3 | 7 | 1 | 6 | 4 | 7 | 7 | 5 | 2 | 2 | 5 | 3 | 9 | 4 | 7 | 72 |

2. 환노출 연구의 딜레마

기존의 환노출 연구 방식을 활용한 해외 연구논문에 의하면 국가별로 대략 10-25% 정도의 기업들만이 환노출 영향이 유의하다고 하였다(Bodnar & Wong 2003). 다수의 기업은 환노출이 커지면 커질수록 기업에 적합한 환노출 완화전략을 설정하고 대응한다. 따라서 환노출 완화전략을 통해 환노출의 영향을 완화시켜 주다보니 환노출 자체의 영향이 유의하지 않게 보일 가능성을 배제하기 어렵다. 또한 환노출 결정 요인에 따라서 양의 효과와 음의 효과를 주는 요소가 상존하고 있어서 이들이 상쇄되어 유의한 결과가 나타나지 않을 수도 있다. 나아가, 기업이 충분히 환위험을 관리할 경우 환노출은 통계적으로 무의미하게 나올 수도 있다. 고유의 기업 활동에 따라 기업마다 다른 환노출 결정요인을 가지며, 또한 이

에 대해 환노출 완화 전략을 갖게 된다. 환율변동에 대해서 완전하게 헷징을 하는 경우 환노출은 0이고, 불완전한 헷징의 경우 환율변동의 방향에 따라 환노출은 음(-) 또는 양(+)¹⁾의 값을 갖게 된다. 순수출 기업이 파생상품을 통하여 완전 헷징을 하는 경우 기존의 환노출 측정 방식으로는 일시적으로 무의미하게 나타날 수도 있기 때문이다. 결국, 환노출로 인한 영향은 복합적인 인과관계에 의해서 성립되므로 요소들 간의 인과관계를 단선적으로 파악하기보다 종합적으로 접근해서 살펴보는 연구가 필요하다.

3. 연구방법

환노출 결정요인에 따라서 양의 효과와 음의 효과를 주는 요소가 상존하고 있어서 유의한 결과가 나타나지 않을 가능성이 있다. 또한, 기업이 환위험 완화전략을 실행하게 되면, 이는 환율변동의 영향을 완화시켜주므로 일시적으로 그 영향이 유의하지 않게 보이기도 한다. 이러한 관계를 설명하기 위해서는 시스템 사고방식으로 인과지도를 작성하여 설명하는 것이 유용할 수 있다. 시스템 다이내믹스(System Dynamics)는 1960년대에 MIT 교수인 Jay Forrester에 의해 시작되었고, Industrial dynamics, Urban dynamics, Business dynamics(Forrester, 1961; Forrester, 1969; Sterman, 2000) 등으로 발전하였다(정창권·이동현, 2012). 시스템 속에서 각 구성요소들이 인과관계를 구성하고 동태적 구조를 분석해서 시스템 전체에 대한 이해와 문제의 진단 그리고 해결 방안을 찾는 것이 시스템다이내믹스의 특징이다(김도훈 외, 1999; 정재훈·김현수, 2009). 이러한 시스템 사고를 위해서는 통합적(holistic) 사고, 피드백(feedback) 사고, 그리고 시간 기반(time-base) 사고가 필요하다(김상욱, 2008).

인과지도의 작성을 위해서는 세 가지가 고려되어야 한다(정재훈·김현수, 2009). 첫째, 원인변수(독립변수)와 결과변수(종속변수)의 모두가 변해야 한다. 둘째, 원인이 되는 변수가 먼저 변화한 뒤에 결과변수(종속변수)의 값 모두가 변해야 한다. 셋째, 원인변수와 결과변수 이외의 변수(제3의 외생변수)는 제거한 상태에서 인과관계가 검증되어야 한다(정창권·이동현, 2012). 위의 세 가지를 통하여, 인과관계가 성립되면 양의 관계인지 음의 관계인지도 명확하게 정리해야 한다. 대부분의 실증연구가 단선형적인 부분만을 보는 한계가 있는 반면에 시스템다이내믹스는 비선형으로 변수들이 서로 영향을 주면서 전체를 피드백구조로 보고 이해하고 있다. 이러한 접근은 복잡한 금융구조와 기업의 재무구조를 이해하는데 효과적일 수 있다. 공학에서 출발한 시스템다이내믹스를 실증연구에 익숙한 경제학과 재무학에서 꺼려할 수도 있으나(권호상, 2012), 본 연구에서는 위의 가이드라인에 기초하여 국내 기업의 환노출에 관한 한국연구재단 등재지 연구논문들을 중심으로 종합적인 인과지도

를 구축해보고자 한다.

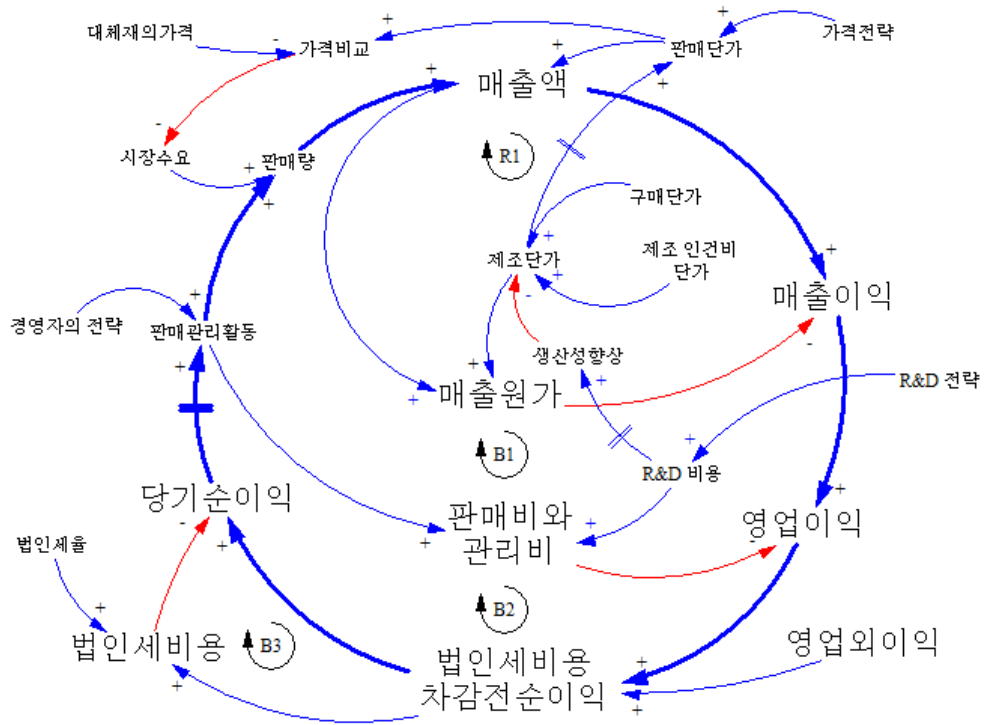
4. 연구모형

환노출 인과지도를 설명하기 위해서는 환노출과 관련된 기본 인과지도에 대한 모형이 필요하다. 기업 활동을 파악할 수 있는 대표적인 지표는 재무제표이다. 본 연구에서는 재무제표 중에 손익계산서를 통하여 인과지도의 기본 모형을 도출하고자 하였다. 한국회계기준원의 일반회계기준 2.44(2009년11월27일 의결 기준)에서 “손익계산서는 일정 기간 동안 기업의 경영성과에 대한 정보를 제공하는 재무보고서이다. 손익계산서는 당해 회계기간의 경영성과를 나타낼 뿐만 아니라 기업의 미래현금흐름과 수익창출능력 등의 예측에 유용한 정보를 제공한다.”라고 소개하고 있다. 이 정의를 통해 손익계산서가 기업 활동의 인과순환적 구조를 가지고 있다고 유추할 수 있다. 왜냐하면 손익계산서 지표에 따라 기업 활동을 예측할 수 있기 때문이다. 기업은 매출액을 올리기 위해서 기업 활동을 한다. 이러한 기업 활동을 통해 매출액이 발생한다. 그리고 인과적으로 매출원가·판관비·영업외이익·법인세비용이 발생하며 최종적으로 당기순이익이 발생한다. 당기순이익은 다시 기업 활동에 투입되어 매출액을 발생시킨다.

기존 논문에서는 환노출의 연구를 위해서 추가수익률을 주로 사용하는데 비해, 본 연구에서는 동태적 분석을 위해 [그림 1]과 같이 기업의 당기순이익을 사용하였다. 기업의 당기순이익은 추가수익률에 직접적인 관계가 있기 때문에(백원선 등, 2001), 기업가치의 대용변수로서 큰 무리는 없을 것이다. 한국회계기준원의 일반회계기준에 따르면 손익계산서의 당기순이익은 매출액에서 매출원가·판관비·영업외이익·법인세비용을 차감한 값이다. 당기순이익은 판매활동을 활발하게 하고 이로 인하여 판매량은 증가한다. 인과순환적 구조로 보면, 매출액→매출총이익(+)-> 영업이익(+)-> 법인세차감전순이익(+)-> 당기순이익(+)-> 판매관리활동(+)-> 판매량(+)-> 매출액(+)-> 매출액(+)-> 매출액(+)으로 인과순환 되는 R 루프가 만들어진다. 이는 경영자가 매출액을 발생시켜서 당기순이익을 확보하고자 하는 경영활동이 R 루프를 만드는 것으로 이해할 수 있다. 매출원가는 제조단가의 증가에 따라서 증가하여 매출총이익을 감소(-)시키는 B1 루프를 만든다. 제조단가는 복잡한 제조 메커니즘에 의해서 만들어 지는데 여기에서는 구매단가와 제조인건비 단가와 Research and Development(R&D)를 변수로 고려하였다. R&D 비용은 판관비를 증가시키지만 생산성향상을 이루고, 궁극적으로는 제조단가를 낮춘다는 영향 관계를 나타냈다. 그리고 판매활동이 활발할수록 판관비가 증가하여 영업이익을 감소(-)시키는 B2 루프가 존재한다. 그리고 법인세비용의 증가로 당기순이익이 감소(-)되는 B3 루프가 존재한다. 판매량의 인과구조는 판매단가에 따라서 가격비교와

시장수요의 영향을 받게 된다는 Sterman(2000)의 인과구조를 참고하였다. 또한 판매단가는 기업의 가격전략에 기초하지만 궁극적으로 제조단가의 영향을 받는다.

이를 종합하여 [그림 1]과 같은 기업 활동 인과지도를 그릴 수 있다. [그림 1]에는 당기 순이익이 증가하면 판매활동이 활발해진다는 것을 가정하고 있다. 선형적으로 보면 당기 순이익이 증가하면 경영자는 더 많은 당기순이익을 위해서 판매관리활동을 더 증가시킨다. 하지만 판매관리활동이 활발하면 판매비와 관리비는 더 증가한다. 판매량을 올리기 위해서 마케팅을 강화시키면 마케팅 비용이 증가할 수밖에 없는 것이다. 또한 판매단가가 오르면 매출액은 즉시 올라간다. 하지만 고객의 가격비교를 통해서 판매량은 줄어들 수 있다. 이는 아담스미스의 보이지 않는 손이 의미하는 메커니즘을 보여주고 있는 것이다.



[그림 1] 손익계산서를 기반으로 한 기업 활동 인과지도

IV. 환노출과 환노출 완화 전략에 관한 인과지도 구축

1. 환노출 결정요인에 관한 인과관계 구축

국내에서 1997년 외환위기가 도래한 후 환율에 따른 기업가치 영향으로 1998년에 많은 중소기업들이 도산에 직면한 바 있으며, 외환위기 이후 환율에 대한 관심이 고조되면서 학계에서도 환노출에 대한 연구가 본격적으로 진행되었다.

본 절에서는 우선 환노출 결정요인 중심으로 정리한 논문들을 살펴보고자 한다. <표 2>를 살펴보면 환노출만을 위주로 쓰인 논문들을 살펴볼 수 있다. 권택호(1999b)는 환노출과 재무부실비용의 관계에 관한 실증분석을 통해 환노출이 기업가치에 직접적 영향을 미친다고 밝혔다. 이현석(1999)은 우리나라 기업 및 산업의 환노출과 특성변수와의 관계를 분석하였다. 이재득(2004)은 미국달러와 일본엔화에 대한 한국기업들의 통화별 환노출 추정을 통하여, 통화별로 다른 환노출을 조사하였다. 남기석 등(2011)은 환리스크와 기업가치에 대하여 연구하였다. <표 2>를 통해 각 논문들의 주요 인과관계를 살펴볼 수 있다. 수출기업에게 수입과 외화부채비율은 환노출을 감소시키는 부(-)의 관계가 형성된다. 환노출의 다양한 요인들은 기업가치에 영향을 주게 되므로 정의 관계와 음의 관계의 다양한 요인들이 서로 상쇄되어 환노출에 따른 기업가치의 영향이 유의하지 않게 나타나는 경우가 많다. 김영숙(2003)은 외환 위기에서 환율변동이 중소기업의 도산확률에 미친 영향을 통하여 환노출이 상황에 따라서 기업에 치명적인 영향을 미칠 수 있다는 것을 밝혔다. 이현석(2003)은 환노출의 비대칭성으로 환율변동에 따른 기업가치 변화는 다르다는 것을 설명하였다. 이외에 최근까지 기업이 갖고 있는 환노출 결정요인들이 기업가치에 중요한 영향을 준다는 논문들이 나왔다. 최근의 논문으로는 박정일·장병기(2013)가 기업들의 환노출과 금리노출에 대하여, 국내상장 비금융기업을 대상으로 연구하였다.

<표 2>의 환노출 관련 논문들을 토대로 <표 3>과 같이 기업유형에 따른 환노출 영향을 구분해 볼 수 있다. 기업의 기본활동이라고 볼 수 있는 판매와 구매를 해외와 국내로 나누어서 네 가지 유형으로 보았는데, 여기에는 다음과 같은 전제가 있다. 해외 판매를 하는 경우, 일반적으로 외화로 판매하기 때문에 외화 채권이 발생하고, 판매대금을 외화로 회수한다. 해외 구매를 하는 경우, 외화로 구매하기 때문에, 외화 채무가 발생하고, 외화로 구매대금을 지급한다. 그리고 국내 판매와 국내 구매는 외화가 아닌 원화로 결제가 이루어진다고 보았다. 기업에서 해외 판매와 해외 구매가 원화로 이루어지거나 국내 판매와 국내 구매가 외화로 이루어지는 경우도 있으나 여기에서는 다루지 않았다. 왜냐하면 그러한 사례는 일반적이지 않을 뿐 아니라, 인과관계를 지나치게 복잡하게 할 수 있기 때문이다. 네

가지 유형은 환노출을 구분해서 볼 수 있는 특징이 있다. 일부 대기업은 이 표의 유형들 중 몇 개가 혼재되어 있기도 하다. 해외 판매와 국내 판매 그리고 해외 구매와 국내 구매 등이 혼재되어 있다. 하지만 혼재된 유형의 형태는 유형들의 결합에서 비롯되기 때문에 본 연구에서는 다루지 않았다. 본 연구에서는 유형을 단순화시켜서, 복잡한 환노출 유형을 쉽게 이해하고자 하는데 의의가 있기 때문이다. 인과지도에서 해외 판매는 판매단가를 외화 판매단가로, 국내 판매는 원화 판매단가로 표시하고 있다. 또한 해외 구매는 구매단가를 외화 구매단가로, 국내 구매는 원화 구매단가로 표시하였다. 이는 독자들이 인과지도 속에서 쉽게 판매와 구매의 통화를 구분할 수 있게 하기 위한 것이다.

〈표 2〉 환노출의 인과관계

| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|----------------|--|---|---|
| 권택호 (1998) | 환노출 → 기업가치(-) | 환노출 통화별 차이와 비대칭성 | 1990~1996년 상장기업 559개 기업 |
| 권택호 (1999) | 환율변동 → 기업가치(-) 지연효과, 규모, 유동성 → 환노출(+) | KOSPI 200 포함 기업과 비포함 기업의 환노출 특성: 제조기업을 대상으로 | 1990~1996년 국내 상장 제조기업 460개 |
| 권택호 (1999) | 환노출 → 환위험헤지(+), 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본비율 → 기업부실(-), 환노출 → 재무부실(-) | 환노출과 재무부실비용의 관계에 관한 실증분석: 한국의 상장 제조기업을 대상으로 | 1992~1998년 국내 상장 제조기업 |
| 권택호·박종원 (1999) | 수입비율 → 환위험프리미엄(+) | 한국 주식시장에서의 환위험 프리미엄과 기업특성 | 1990~1996년 국내 상장 제조기업 460개 |
| 권택호·황희곤 (1999) | 기업규모 → 환노출(+) | 한국 제조기업의 환노출 특성 분석 | 1990~1996년 국내 상장 제조기업 460개 |
| 김영일 (1999) | 환노출 → 주가(+) | 환율과 주가의 관계: 국제적 실증 비교 | 1980~1997년 환율과 주가 |
| 이현석 (1999) | 기업의 규모와 기업의 현금보유능력 → 환노출(+) | 우리나라 기업 및 산업의 환노출과 특성변수와의 관계분석 | 1987~1997년 국내 상장 291개 기업 |
| 박상준 (2001) | 환율변동 → 수출(+) | 환율변동성이 우리나라 수출에 미치는 영향의 분석 | 1991~2001년 한국은행 월별 환율변동, 수출물량, 경기지수 |
| 김동순·박상안 (2003) | 환노출 → 산업별 기업가치(-) | 다국적기업의 환위험과 ADR, 원주 주가간의 관계 | 1993~1998년선진국8개 ADR 1994~1998년 개도국 5개 ADR |
| 김영숙 (2003) | 환노출 → 도산확률(+) | 외환 위기에서 환율 변동이 중소기업의 도산확률에 미친 영향 | 1997~2000년 국내 상장 비금융기업 |
| 이현석 (2003) | 환노출 → 수익률(+): 환노출의 비대칭성 | 개별기업의 환노출과 비대칭성에 관한 연구 | 1987~1997년 국내 상장 비금융기업 260개 기업 |
| 이현석 (2004) | 기업규모 → 환노출(-), 수출비중 → 환노출의 비대칭성(+), 장기부채 → 환위험관리(+), 환노출(-) | 개별기업의 환노출과 결정요인에 관한 연구 | 1987~2001년 국내 상장 비금융기업 |

(계속)

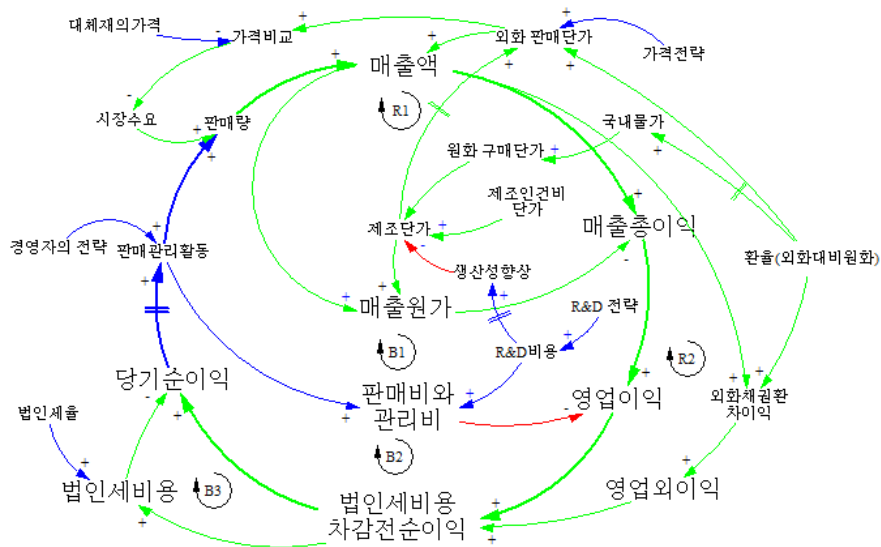
| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|------------------------|--|----------------------------------|---|
| 이재득 (2004) | 환노출 → 수익률(+) | 미국달러와 일본엔화에 대한 한국기업들의 통화별 환노출 추정 | 1992~2002년 국내 자동차와 전자산업중 23개 기업 |
| 권택호 (2006) | 수출비용 → 환노출(+), 외회표시부채 비율 → 환노출(-) 해외직접투자비용 → 환노출(-) | 지연된 환노출의 특성과 환노출의 결정요인 | 1998~2003년 국내 상장 제조기업 388개 |
| 변애련 · 박경인 · 조진완 (2006) | 기업규모 → 환노출(-), 회사규모(Size), 성장성(BM), 배당률(DIV) → 환노출(-), 당좌비율(QR) → 환노출(+) | 외환위기 전 · 후 한국기업의 환노출 비교 분석 | 1994~2002년 국내 상장 제조기업 |
| 권택호 (2007) | 외화부채비율 → 비대칭적환노출(+), 수출 → 비대칭적환노출(-), 외화부채 비율, 수출 → 자연적 헤지 | 환노출의 비대칭성과 외회표시 부채 | 1990~2004년 국내 상장 비금융기업 |
| 박종원 · 권택호 · 이우백(2008) | 외국인 투자자 → 매도/매입거래(+) | 한국 주식시장에서 환위험에 대한 외국인 투자자의 반응 | 유가시장의 거래량 자료와 주문량 자료분석 |
| 강원 (2009) | 기업규모 → 환노출(-), 기업규모 → 환노출 헷징전략, 재무적어려움 → 환노출(+), 현금흐름 → 환노출(+) | 현금흐름의 단기 환노출과 결정요인에 관한 연구 | 2000~2008년 국내 상장 및 등록 기업 현금흐름 |
| 유승훈 · 홍혜정 (2009) | 국제화정도, 기업의규모, 배당률 → 환노출(+), 성장가능성, 부채비율높은기업 → 헤지활동(+) | 한국기업의 환노출에 관한 실증분석 | 1999~2005년 국내상장 비금융기업 |
| 이호진 · 박세운 (2009) | 수출기업 → 환노출(+) | 한국기업의 환노출 측정과 그 결정요인 | 1999~2007년 국내 상장 비금융기업 |
| 남기석 · 서홍매(2011) | 환리스크 → 기업가치(-) | 환리스크와 기업가치 | 2005~2009년 국내 상장 18개 산업군 1,064개 비금융기업 |
| 이상호 · 최용재(2011) | 환노출 → 수출물량조정(+), 수출가격 변화(+), 환위험 → 기업가치(-) | 환위험이 수출과 재산성에 미치는 효과 분석 | 2000~2010년 국내 상장 및 등록 기업중 1080개 기업 |
| 허영빈 · 박상연(2011) | 환율변동 → 회계적 환노출(+), 경제적 환노출(+) | 환율변동이 기업성과 예측에 미치는 영향 | 1992~2007년 국내 상장 비금융기업 6,055 firms/year |
| 박정일 · 장병기(2013) | 수출비중 → 환노출(+), 환노출 → 국제자본이동(+) | KOSPI 개별기업들의 환노출과 금리노출 | 1990~2011년 국내 상장 비금융기업 233개 |
| 조진완 · 변애련 · 박경인(2013) | 환율변동 → 기업가치(-) | 외환위기와 환노출 | 1990년 이후, 23개국 2,116개의 기업, 외환위기 전후 |

〈표 3〉 기업유형에 따른 환노출 영향의 구분

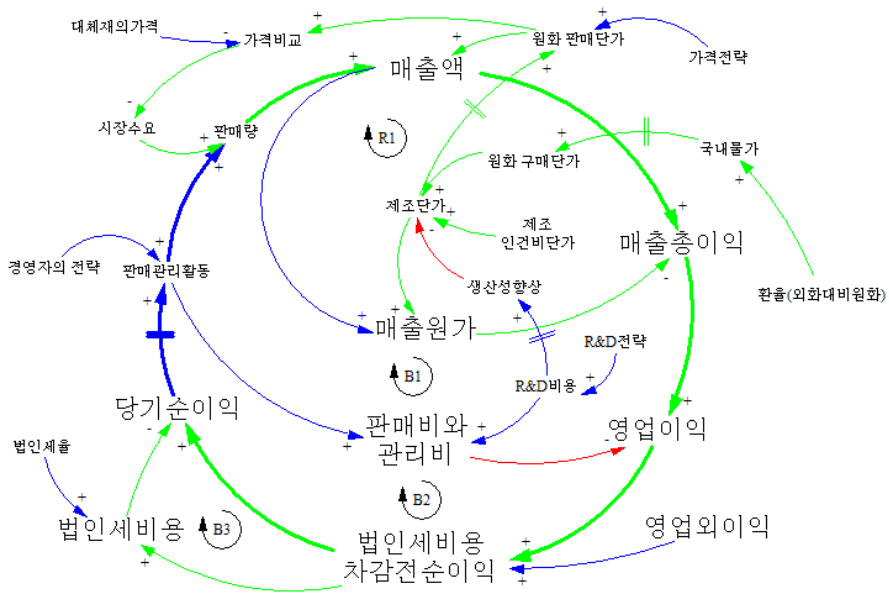
| | | |
|-------|-------|-------|
| 해외 매출 | A 유형 | B 유형 |
| 국내 매출 | C 유형 | D 유형 |
| | 국내 구매 | 해외 구매 |

위 유형별 인과지도는 [그림 2], [그림 3], [그림 4], [그림 5]와 같다. 환율이라는 변수는 인과지도 구조의 이해를 위해서 외화대비원화 환율을 사용하였다. 이는 미화 1달러 대비 1,000원인 환율이 1,100원으로 오르면, 인과지도에서도 외화대비원화 환율이 증가(+)'한다는 것을 의미한다. 반대로 900원으로 내리면, 인과지도에서 외화대비원화 환율이 감소(-)'한다는 것을 의미한다.

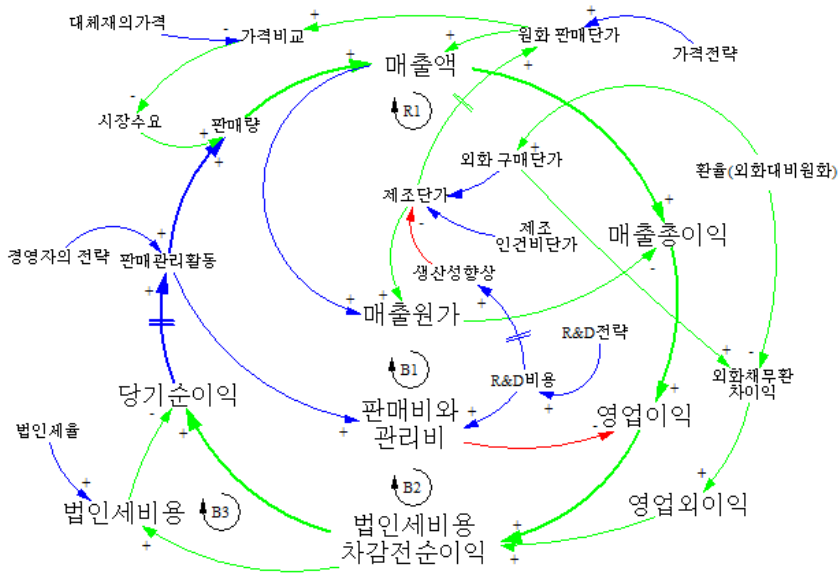
[그림 2]에서 보면, 해외에서 매출이 발생하는 경우, 환율의 영향은 바로 외화 판매단가 (+)에 영향을 미친다. 미화 1달러 대비 1,000원인 환율에서는 미화 1달러에 팔리는 상품은 손익계산서 상 외화 판매단가는 1,000원으로 기록된다. 하지만 미화 1달러 대비 1,100원이 되면, 손익계산서 상 외화 판매단가는 1,100원이 된다. 외화 판매단가는 매출액(+)'에 영향



[그림 2] 해외 매출, 국내 구매



[그림 4] 국내 매출, 국내 구매



[그림 5] 국내 매출, 해외 구매

[그림 5]는 국내에서 매출이 발생하고, 해외에서 구매하는 경우에 환율의 변동은 바로 외화 구매단가(+)에 영향을 미치고, 외화 구매단가의 변동으로 매출원가(+)가 영향을 받고, 이로 인하여, 영업이익(-)에 바로 영향을 미친다. 구매단가(+)가 변하면, 이에 따라서, 제조단가(+)와 판매단가(+)도 영향을 받게 된다. 그리고 외화매입채무는 매입시점보다 지불시점에 환율이 오르면 음의 환차이익이 발생한다. 위의 환노출의 인과지도를 통해 환율의 변동은 판매단가와 구매단가에도 영향을 미치지만 영업외이익에도 영향을 미친다는 것을 볼 수 있다. 또한 직접적인 영향을 받지 않아도 시간지연을 거쳐서 환율변동의 영향을 받을 수밖에 없다는 것을 살펴 볼 수 있다. 그리고 기업 활동의 유형에 따라서, 환율변동은 환노출에 정(+)의 효과와 부(-)의 효과가 동시에 나타나는 것을 볼 수 있다.

2. 환노출 완화전략에 대한 인과관계 구축

환노출 완화전략에 대한 논문은 환노출 결정요인들과 함께 인과관계를 규명한 논문들이 많았다. 또한 경제학 논문들을 통해서도 기업의 전략에 관하여 살펴볼 수 있었다. 환노출은 단순하게 독립변수와 종속변수에 대한 설명만으로 말할 수 없다. 기업은 환노출로 인한 기업가치의 하락을 막기 위하여 다양한 전략을 고려하기 때문이다. 환율의 변화에 따른 환노출의 변화는 기업의 내적·외적 환경의 변화를 일으키고 이에 따른 환노출 완화 전략은 다양하고 전반적으로 진행되게 된다. 권택호·주경원(2004)은 여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리 방안에 관한 연구에서 기업들의 환위험관리제도에 대한 필요성을 보여주었다. 광태운·정창영·신성희·최세형(2003)은 환노출 결정요인들에 대하여, 분석과 함께 환노출 완화전략의 필요성을 주장하였다. 환노출에 따른 전략은 재무전략, 운영전략, 가격전가 전략으로 세 가지로 나눌 수 있다(Barrtram et al., 2010, 정재호 등, 2011).

<표 4>는 환노출 전략 관련 논문들의 구분별 논문 편수를 정리한 것이다. 재무전략 29편, 운영전략 9편, 가격전가전략 9편으로 나누어 볼 수 있다. 재무전략에 대한 연구는 파생상품에 대한 연구가 많았으며, 운영전략은 해외공장설립과 같은 해외투자, 외화부채 등 다양하며, 가격전가전략은 환율변동으로 인한 원가 상승 요인에 대응하여 판매 가격을 올림으로 원가압력을 상쇄시켜서 당기순이익을 보존하고자 하는 전략이다. 경제학에서는 가격전가에 대한 연구가 많이 이루어졌지만 여기에서는 기업의 가격전가를 직접적으로 설명할 수 있는 9편의 논문만 대상으로 삼았다. 여러 전략을 함께 고려한 논문도 있었지만 여기에서는 비중에 따라서 재무적 전략의 비중이 높으면 재무전략으로 분류하였다. 이렇게 분류해서 살펴보는 것이 각 전략의 이해에 도움이 되기 때문이다. 전략별 인과지도는 A유형인 해외매출, 국내구매 인과지도를 기초로 인과지도를 그려보았다. 이는 다른 유형보다 A유형

〈표 4〉 환노출 완화전략 논문 분류

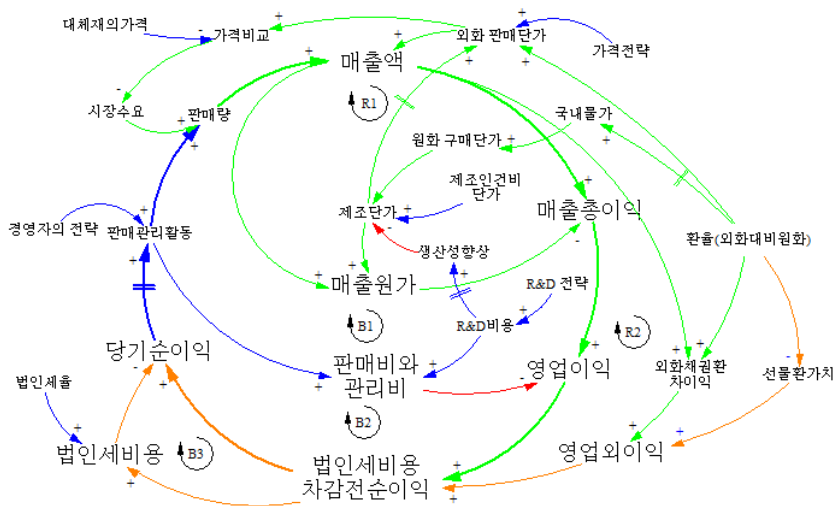
| 구분 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 계 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 재무 전략 | 2 | | 1 | 3 | 1 | 2 | 3 | 2 | 1 | | 1 | 3 | 3 | 2 | 5 | 29 |
| 운영 전략 | | | | 1 | 1 | 2 | | | | 1 | 1 | | 1 | 2 | | 9 |
| 가격전가 전략 | | 1 | | 1 | 2 | | 2 | 1 | | | | | 2 | | | 9 |
| 총합계 | 2 | 1 | 1 | 5 | 4 | 4 | 5 | 3 | 1 | 1 | 2 | 3 | 6 | 4 | 5 | 47 |

이 국내 수출기업의 일반적인 유형이고 각 전략을 설명하기에 용이하기 때문이기도 하다.

1) 재무전략에 따른 인과 지도

이재득(2001)은 수출 및 해외투자 기업의 환노출과 경쟁 및 헷징 결정요인 분석에 대한 연구를 통해 기업들이 환노출에 대해 재무적 전략을 갖고 있음을 밝혔다. 윤창현(2003)은 파생금융상품을 이용한 효율적 환위험 관리기법에 관한 연구에서 파생상품을 통한 재무전략이 환노출 완화에 효과가 있다고 설명하였다. 이재득(2003)은 국제거래 기업의 외환위험 노출과 헷징을 위한 파생상품 결정요인에 대한 연구를 통하여 외환위험이 파생상품을 통하여 줄어드는 것을 확인하였다. 최근 김대현·김종호·박래수(2013)는 기업의 헷징활동에 따른 투자 현금흐름 민감도 분석을 통하여, 기업의 파생상품 이용에 대하여 연구하였다.

[그림 6]은 관련 논문들을 기초로 작성되었다. 환율이 오르면, 판매단가가 오른다. 그리고



[그림 6] 재무전략에 따른 인과지도의 예

판매금액이 증가하고, 영업이익이 증가한다. 환율이 증가하고 시간이 지나면, 국내물가가 오르고, 매입하는 구매단가도 올라서 영업이익을 감소시키는 영향을 준다. 환율이 하락하면 판매단가가 하락하고 판매금액이 하락하여 매출총이익을 감소시킨다. 선물환은 환율의 위험성을 헷징하는 것이므로 판매단가의 변화에 대하여 반대로 움직인다. 환율이 떨어져서, 기업의 영업이익이 감소될 때, 선물환가치는 상승하여, 영업외이익이 증가된다. 재무전략에 관한 논문들이 대부분 파생상품을 다룬 것은 기업들이 재무전략으로 파생상품을 많이 사용하고 있는 것으로 설명될 수 있다. 기업에서 재무전략이 세워질 때 구조적인 이해가 필요하다. 환노출에 대한 이해가 없이 단순히 선물환을 통해서 재무전략을 수립하는 것은 위험하다. [그림 6]을 보면, 환노출은 국내물가를 통해서 시간지연을 갖고 구매단가의 상승을 가져온다. 단기적으로 외화 판매단가만을 고려한다면 선물환이 환노출을 완화시키지만 장기적으로 매출총이익이 감소하는 영향은 기업에 위험으로 남게 된다. 이러한 이유로 환노출과 환노출 완화전략에 시스템다이나믹스 사고가 필요한 것을 확인할 수 있다. 인과 지도를 통하여 환노출의 다양한 영향을 고려한다면 재무전략은 간단하고 효과가 제한적이다. 기업들이 시스템 사고에 의한 접근을 하지 않으면 단순한 재무전략에 머무를 수밖에 없다. 이는 많은 연구들이 실무에서 재무전략에 집중되어 있는 현실을 반영한 것으로 판단할 수 있다.

〈표 5〉 재무전략에 따른 인과 관계

| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|-------------------|--|---|--|
| 노계선·윤원철·김수덕(1998) | 환율변동 → 원료, 생산물(+) | 원료 및 생산물과 환율의 변동을 고려한 삼중해징: 한국 정유사의 사례 | 1991~1996년 정유사 주간자료 |
| 윤창현 (1998) | 생산물 → 파생상품(+) | 선물 및 옵션을 이용한 환위험 관리기법에 관한 연구: 기업의 선택권과 금융옵션의 관계를 중심으로 | 기대효용의 극대화 함수 가설하에서 통화옵션에 대한 수요 도출 |
| 정태영·이광철 (2000) | 외화부채비율, 수출비중 → 외환손익(+), 환위험관리 → 기업성과(+) | 한국기업의 환위험관리 전략에 관한 실증연구 | 670개 설문지 중 113개 대상 |
| 김기현·전정일 (2001) | 환율변동 → 기업가치(-), 매출액, 매출원가변동(+) → 생산전략, 마케팅전략, 재무전략(+) | 제조기업의 경제적 환노출 측정과 관리에 관한 연구 | 대상 3개년 기간 제조기업 |
| 이재득 (2001) | 외화자산비율 → 파생상품비율(+), 매출이익비율 → 파생상품액(-), 외환차손비율 → 파생상품액(+), 수출액비율 → 파생상품사용액비율(+) | 수출 및 해외투자 기업의 환노출과 경쟁 및 헷징 결정요인 분석 | 1999~2001년 국내 상장 비금융기업 ROA, 외환손익과 매출이익 |
| 이재득(2001) | 환위험 → 환헷징(+) | 환율변동에 따른 수출입 환위험 측정과 헷징 | 1986~2001년 통계청, IFS, KOTIS |
| 김정교·반해정 (2002) | 해외매출액, 해외부채 → 환노출(+), 외환차손비율 → 파생상품(+), 지리적 다각화 → 파생상품(-) | 파생상품 사용의 결정요인 | 1999~2000년 국내 상장 비금융기업 |

(계속)

| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|-----------------------|--|---|--|
| 윤창현 (2003) | 환노출 → 파생상품(+), 환위험관리(+) | 파생금융상품을 이용한 효율적 환위험 관리기법에 관한 연구 - 쿼터제도하에서 수입권의 실질옵션가치를 중심으로 - | 평균분산 효용합수 |
| 이재득 (2003) | 외환차손 → 파생상품(+), 수출액 비율 → 파생상품(+), 외화부채 → 파생상품(+) | 국제거래 기업의 외환위험 노출과 헷징을 위한 파생상품 결정요인 | 1999~2001년 국내 상장 비금융기업 ROA, 외환손익과 매출이익 |
| 권택호 · 주경원 (2004) | 수입비율 → 환노출(+), 외화표시 부채 → 환노출(+), 환노출 → 환위험관리시스템, 환보험, 정부의 제도적지원(+) | 여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리 방안에 관한 연구 | 1990~2000년 국내 상장 기업중 여수산업단지 기업 8개 비교기업 14개 |
| 오문석 (2004) | 환위험 → 기업가치(-) | 해운기업의 환위험관리에 관한 실무적 접근 | 해운기업 5개년도 재무보고서 |
| 이재득 (2004) | 환율변동 → 수출환위험인식(+) → 헷징의 중요성(+) | 부산지역의 무역 및 해외투자 기업의 환노출 추정과 환위험 헷징연구 | 1988~2002년 통계청, IFS, KOTIS 부산지역관련 |
| 권택호 (2006) | 환위험 → 환위험관리(+) | 환위험 분석에서의 환노출과 최대 환손실 | 1990~1997년 국내 상장 제조기업 |
| 반혜정 · 김석수 (2006) | 환노출 → 파생상품(+) | 한국기업 헷징 전략의 상호작용효과 | 1999~2001년 국내 상장 비금융기업 중 108개의 파생상품 사용 기업 |
| 정성창 · 권택호 (2007) | 외화표시부채 → 환노출(+) → 통화파생상품거래(+) → 기업가치(+) | 기업의 통화파생상품거래, 환노출을 감소시키는가? | 2001~2005년 국내 상장 비금융기업 |
| 박세운 · 김희호 · 방두원(2009) | 순수출비중 → 환위험(+), 네딩 → 환위험(-), 다국적기업활동 → 환위험(+), 파생상품 → 환위험노출(-), 비유동자산장기적합률 → 환위험(-), 환율의 지연효과 존재 | 네딩과 헤지가 우리나라 수출기업의 환위험 노출계수에 미치는 효과 | 1999~2007년 국내 상장 비금융기업 수출기업 213개 |
| 권택호 · 장욱 · 정성창(2010) | 수출 → 선물환거래(+), 통화옵션거래(+) → 환노출(-) | 통화파생상품거래와 한국 기업의 환노출관리 | 2004~2008년 국내 상장 및 등록 기업 현금흐름 |
| 권택호 · 정성창 (2010) | 선물환거래, 통화선물거래 → 환노출(-) | 기업의 선물환거래와 통화선물거래가 비대칭적 환노출에 미치는 영향 | 2000~2006년 증권선물거래소 비금융 상장기업 |
| 송홍선 · 한상범 (2010) | 환헤지 → 기업가치(+) | 환헤지가 기업가치를 높이는가?: 환변동보험의 기업가치 효과 | 2000~2008년 국내 상장 및 등록 기업중 환변동보험 가입회사 2,857개 |
| 권택호 · 박래수 · 배성철(2011) | 선물환매도거래, 해외현지법인과의 내부거래, 외화자본조달 → 환노출(-), 가격전가 → 환노출(-) | 한국 제조기업의 환노출과 파생상품을 이용한 헤지 | 2007~2009년 국내 상장 비금융업종 |
| 송민규 · 조성빈 (2011) | 환노출결정요인 → 환노출계수(+) 금융헤지 → 환노출계수(-) | 한국 기업들의 환노출 변화와 주요 특징 | 2002~2009년 주가를 이용하여, 비금융 상장기업의 환노출 측정하고, 환노출에 미치는 영향분석 |
| 권택호 · 박래수 · 배성철(2011) | 부채비율, 기업규모, 수출비중, → 파생상품(+) | 파생상품이용이 국내기업의 위험 및 가치에 미치는 영향과 그 결정요인 | 2000~2008년 국내 상장 비금융기업 |
| 고석관 · 소종일 (2012) | 환위험 헤지전략(통화파생상품) → 기업가치(+), 환위험 헤지(통화파생상품) → 환위험(-) | 통화파생상품을 이용한 환위험 헤지가 기업가치 및 환노출에 미치는 영향 | 2003~2009년 국내 상장 제조기업 463개 |
| 정석우 · 배성호 · 임태균(2012) | 환노출 → 환노출관리(+) → 기업가치(+) | 환위험 기업에 대한 재무 분석가 이익예측 특성 | 2003~2008년 국내 상장 비금융기업 중 파생상품 갖고 있는 기업 |

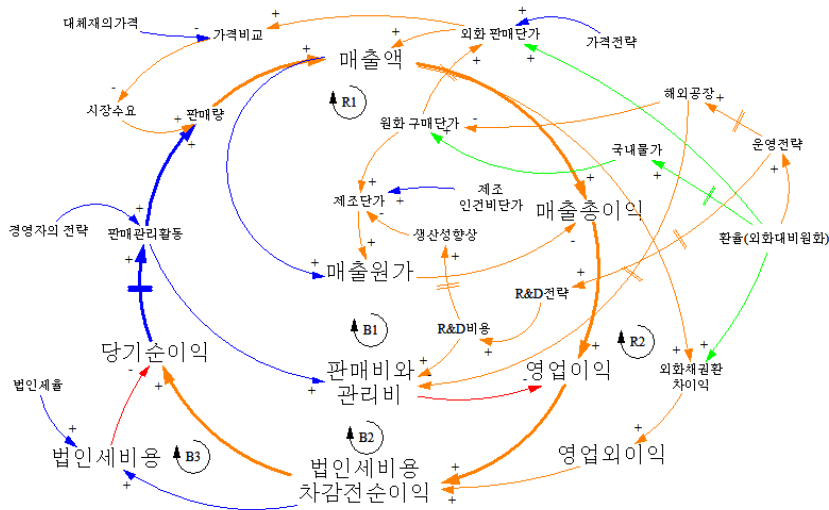
(계속)

| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|-------------------|---|--------------------------------------|------------------------------|
| 권택호 (2013) | 환노출 → 파생상품거래(+) | 코스닥시장기업의 통화파생상품거래와 환노출 관리 | 2005~2010년 국내 코스닥 등록기업 |
| 권택호·박종원 (2013) | 파생상품거래 → 환노출 관리(+) | 파생상품사용과 이익관리가 한국기업의 환노출 관리성과에 미치는 영향 | 2005~2010년 국내 상장 제조기업 |
| 권택호·주경원 (2013) | 환율상승 → 기업가치(+), 파생상품사용 → 환노출관리효과(+), 수출비용, 수입비용, 기업규모, 부채비율 → 기업가치(+) | 한국 기업의 환노출 특성 변화와 환위험 관리방안 | 2000~2010년 국내 상장 비금융기업 |
| 권택호 (2013) | 외화부채 → 기업가치(-), 환율변동 → 부채를 통한 자본조달(+) | 외화부채의 사용이 기업가치에 미치는 영향 | 2002~2009년외화부채조달기업과 원화부채조달기업 |
| 김대현·김종호·박래수(2013) | 환노출 → 파생상품이용(+) | 기업의 헤징활동에 따른 투자-현금흐름 민감도 차이 분석 | 2000~2009년 국내상장 비금융기업 |

2) 운영전략에 따른 인과지도

운영전략은 재무전략이나 가격전가전략 등에 포함되지 않는 다양한 전략이라고 말할 수 있다. 정창영(2001)은 한국자동차 회사들의 환노출 관리에서 시장점유율을 높여서 환노출에 대한 기업가치 하락을 낮출 수 있다고 하였다. 김희호(2002)는 시장독점성이 기업가치를 높일 수 있어서 환율변동에 대한 위험을 낮추기도 한다고 주장하였다. 곽태운 등(2003)은 해외원자재조달, 해외직접투자가 환노출을 완화할 수 있다고 하였다. 권택호(2009)는 기업다각화가 환노출을 완화시킬 수 있다고 설명하였다. 박세윤 등(2009)은 수출기업은 재무전략 뿐만 아니라 다양한 운영전략을 가지고 환노출을 완화시킨다고 주장하였다. 김순성(2011)은 제품차별화와 연구개발 등으로 환노출을 완화시킬 수 있고, 곽태운(2012)은 환율변동이 투자에 미치는 효과를 통하여, 시장지배력이 강한 기업이 환노출을 줄일 수 있다고 하였다. 정영우, 정현철(2012)은 외국인 투자비중이 환노출에 영향을 준다는 것을 입증하였다.

[그림 7]은 운영전략의 인과관계를 인과지도로 그린 것이다. 운영전략은 장기적으로 기업의 환노출을 줄이기 위한 노력이다. 환율의 상승에 따라서 구매단가의 상승으로 인한 영업이익의 감소가 나타나면 운영전략을 통해 구매단가를 하락시킬 수 있다. 여기에서는 해외공장에 투자하여서 구매단가를 하락시키는 경우와 R&D 전략을 통한 생산성향상을 통해 제조단가를 하락시키는 경우를 보여 주었다. 이 밖에 제품차별화를 통해 궁극적으로 환노출을 낮추는 효과도 고려해볼 수 있다. 여기에서는 일반적인 A유형 기업이 해외공장에 투자하는 경우와 R&D 전략을 통하여 발생할 수 있는 인과지도를 고려해보았다. 환율이 상승하면, 구매단가 상승하고, 이에 따라 운영전략에 대한 요구가 커지게 된다. 해외공장을 설립하는 경우 구매단가를 낮출 수 있다. 환율 상승으로 인한 구매단가의 상승에 대한 피해



[그림 7] 운영전략에 따른 인과지도의 예

<표 6> 운영전략에 따른 인과 관계

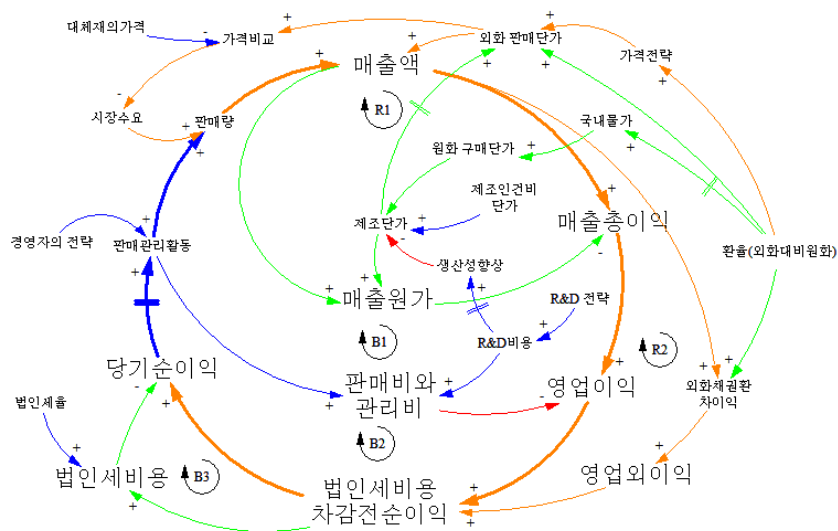
| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|------------------------------|---|--|--|
| 정창영 (2001) | 환노출 → 수출(-) → 시장점유율(-) → 기업가치(-) | 한국자동차회사들의 환노출관리에 관한 실증분석 | 1987~1997년 국내 상장 자동차회사 |
| 김희호 (2002) | 시장독점성 → 기업가치(+) | 환율변동과 시장독점성: Residual Demand 측정 | 1991~2001년 수출산업별 월별자료 |
| 곽태운 · 정창영 · 신성희 · 최세형 (2003) | 수출 → 환위험(+), 외화부채 → 환위험(+), 해외원자재조달, 외화부채, 해외직접투자 → 수출로 인한 환위험(-), 경쟁구조 - 수출로 인한 환위험(-) | 환노출관리전략에 대한 연구: 한국의 수출기업을 중심으로 | 1995~2001년 국내 상장 제조기업중 수출비중이 10%이상, 92개 기업 |
| 신선우 (2003) | 환노출 → 기업투자(-) | 자본시장불완전성과 환율불확실성이 기업투자에 미치는 영향 | 1982~1996년 국내 상장 제조기업 353개 |
| 이영수 · 최종일 · 김다운(2008) | 환율변동 → 기업투자 | 환율변동이 기업투자결정에 미치는 효과 분석 | 1990~2003년 국내 상장 비금융기업 |
| 권택호 (2009) | 기업간내부거래 → 환노출(-) 환노출 → 기업다각화(+) | 기업집단내 내부거래와 환노출 관리 | 2000~2006년 국내 상장 비금융기업 |
| 김순성 (2011) | 지리적 다각화 전략 → 환노출(+), 제품차별화 전략 → 환노출(+), 연구개발강도 → 환노출(-) | 해외진입시장의 지역특성과 제품차별화전략의 상호작용이 환노출에 미치는 영향 | 2002~2006년 국내 상장 제조기업중 해외자회사를 가진 기업 |
| 곽태운 (2012) | 대기업, 순수수출기업, 수출기업, 환리스 크 헷징 기업 → 투자(+), 시장지배력이 강한 기업 → 환위험(-) | 환율변동이 투자에 미치는 효과, 우리나라 기업의 패널자료분석 | 1990~2003년 국내 상장 제조기업 |
| 정영우 · 정현철 (2012) | 환율변동 → 추가수익률(-), 후행환율변동 → 추가수익률(-), 외국인투자비중 → 환노출(+) | 국내 기업의 환위험노출과 외국인 투자비중 | 1990~2006년 상장기업 월별 수익률 자료 |

를 해외공장 생산을 통해 구매단가를 하락시킴으로 헷징하는 것이다. 또한 기업의 규모가 커지게 되어서 장기적으로 운영의 효율화를 통하여, 판관비도 감소시킬 수 있다. 그리고 R&D 투자를 하는 경우 생산성향상을 통해서 제조단가의 지속적인 감소를 이룰 수 있고, 장기적으로 기업 이익을 확대할 수 있다. 다양한 운영전략은 매출총이익과 영업이익에서 환율의 부(-)효과를 상쇄하고, 지속적으로 회사의 수익을 개선할 수 있는 효과가 있다.

3) 가격전가전략에 따른 인과지도

가격전가전략은 수출 기업이 환율이 변동되어서 판매단가가 내려가거나 구매단가가 올라가는 경우 이를 매출이익을 보존하기 위해 판매가격을 인상하므로 고객에게 위험을 전가하는 전략이다. 권택호 · 황희곤(1999)은 기업은 수입가격이 상승하면, 수출에 마크업을 하게 된다고 하였다. 권택호 · 주경원(2002)은 가격전가는 환위험관리를 위해서 이루어질 수 있다고 밝혔다. 김희호(2002), 곽태운(2004), 이기동 · 이민환(2004)은 환율변동으로 인한 가격전가를 실증 분석하였다. 박재필 · 정재호(2006)는 수출중소기업들이 환관리를 위해서 가격전가를 한다고 설명하였다. 최창역 · 함형범(2011)은 가격전가는 해외시장점유율, 제품차별화, 자본집약도의 차이에 따라 다르게 이루어진다는 사실을 밝혔다.

논문의 인과 관계를 정리하여 인과지도로 그리면 [그림 8]과 같다. 환율에 의해 구매단가가 상승하면 구매단가 상승에 따른 영업이익 감소를 대처하기 위하여 가격전가를 통하여



[그림 8] 가격전가전략에 따른 인과지도의 예

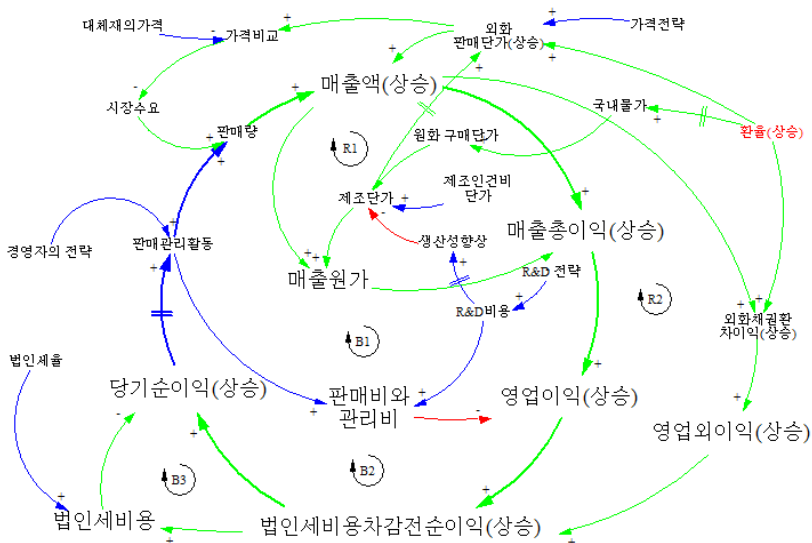
〈표 7〉 가격전가전략에 따른 인과 관계

| Reference | 주요 인과 관계 | 연구 주제 | 연구 대상 |
|-------------------|---|---|---|
| 권택호·황희곤 (1999) | 수입 → 수출 마크업(+) | 한국 수출산업의 환율변동에 따른 마크업 조정 특성분석 - 섬유사, 직물, 섬유제품과 전기기계장치와 기기를 대상으로 | 1991~1999년 한국무역협회 수출자료 |
| 권택호 (2001) | 환율변동 → 가격전가(+) | 환율 변동에 따른 주요 수출품의 마크업 조정 특성: 외환위기 기간을 대상으로 | 1996~2000년 국내 상장 제조기업 |
| 권택호·주경원 (2002) | 부채비율 → 환위험관리(+) | 환율변동에 따른 한국 주요 수출품의 마크업조정 결정요인 | 1996~2000년 국내 기업경영분석 |
| 김희호 (2002) | 환율변동 → 수출가격(+) | 잔여수요를 이용한 환율의 수출가격 전가효과 | 1991~2001년 수출산업별 월별자료 |
| 곽태운 (2004) | 환율변동 → 가격전가(+) | 환율변동의 수입물가 전가효과: 우리나라제조업의 4단위분류를 중심으로 | 1980~2001년 국내 상장 제조기업 |
| 이기동·이민환 (2004) | 환율변동 → 가격전가(+) | 환율변동과 기업의 가격설정 행동에 대한 실증연구: 산업별 마크업 분석을 중심으로 | 1980~2000년 16개 제조업 |
| 박재필·정재호 (2006) | 수출 → 환관리(+), 환율변동 → 가격전가(+) | 수출중소기업의 환변동 대응 결정에 관한 연구 | 2005년 수출기업 407개 대상 설문조사 |
| 권택호·주경원 (2011) | 환노출 → 파생상품거래(+) → 기업가치(+) 환노출 → 가격전가(+) 환노출 → 해외기업과의내부거래와 국내기업과의내부거래(-) | 한국 기업의 예측환노출과 관찰환노출 차이 분석 | 2004~2008년 국내 상장 비금융기업 |
| 최창열·함형범 (2011) | 환율변동 → 수출가격(+) from 해외시장점유율, 제품차별화, 자본집약도 | 글로벌 금융위기 이후 환율변동과 수출가격 | 2008~2011년 한국은행자료 우리나라수출가격, 경쟁국의 수출가격, 경쟁국의 환율, 우리나라생산자물가지수, 원화환율, 미국경기동행지수 |

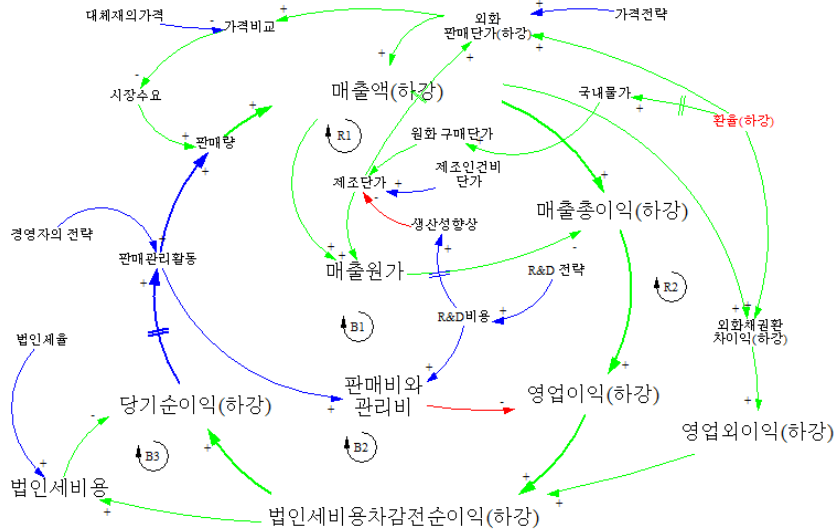
판매단가를 올린다. 이로 인해서 영업이익이 증가하여, 일정 영업이익을 유지할 수 있다. 하지만 해외 매출은 환율의 상승이 바로 판매단가를 상승시키므로, 기업에서는 가격전가를 고려하지 않을 것이다. 하지만 환율이 하락하는 경우, 판매단가가 하락하고, 구매단가는 여전히 변하지 않는다면, 매출총이익이 감소하게 된다. 기업에서는 가격전가를 고려하게 된다. 만약 A유형이 아닌 C유형이라면, 가격전략은 환율상승에서 구매단가가 상승하므로 판매단가를 고려하게 될 것이므로, 가격전략은 기업유형에 대한 이해가 필요하다.

4) 환율의 상승과 하락에 따른 전략 고려

앞의 세 전략은 환율의 상승과 하락을 함께 고려한 것이다. 환율 변화의 영향은 오를 때와 내릴 때가 다르다. 이러한 비대칭적 상황을 고려하여 여기에서는 상승과 하락의 영향을 확인하고, 적절한 전략을 살펴보고자 한다. 장기적으로는 다양한 변수의 영향으로 환율의 영향이 상쇄되는 효과가 있다. 여기에서는 환율의 상승과 하락의 영향을 보기위하여 A유형을 기초로 단기적인 환노출의 영향 형태를 [그림 9]와 [그림 10]으로 구분하여 살펴보았다. [그림 9]에서 보면 A유형과 같은 기업은 환율이 상승되면, 기업의 당기순이익은 단기적으로 상승하게 된다. 그러나 [그림 10]에서 보듯이 환율이 하락하면, 기업의 당기순이익은 하락하게 된다. 이러한 기업에서 재무전략으로 선물환 계약을 통하여, 헤징을 사용하면 [그림 11]과 [그림 12]의 인과지도도를 고려해볼 수 있다. [그림 11]은 환율이 상승하면, 아무 전략이 없어도, 당기순이익이 상승하지만, 재무전략을 사용하면, 도리어 영업외이익이 하락되어서, 상승된 영업이익이 법인세비용전순이익에서 상쇄되는 효과를 갖게 된다. [그림 12]에서는 환율이 하락하면, 매출총이익이 하락하는 것에 대한 재무전략을 살펴볼 수 있다. 선물환 가치가 상승하여 법인세비용전순이익이 상쇄되는 헷징 전략이 된다. 일부 경영자는 환율이 상승하면 기업에 이익이 되고, 환율이 하락하면 기업에 손실이 되니, 전략은 의미가 없다고 생각하기도 한다. 또한 환율이 하락할 것 같으면, 선물환을 계약하고, 상승할 것 같으면, 그대로 두고자 한다. 그러나 환율은 그 변동성이 복잡하여 상승과 하락을 예측할 수 없다. 그

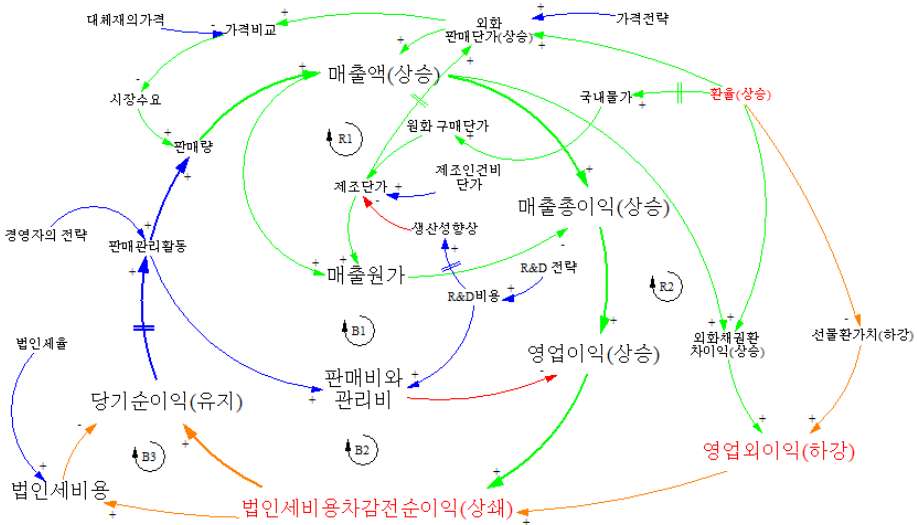


[그림 9] 환율 상승에 따른 인과지도의 예

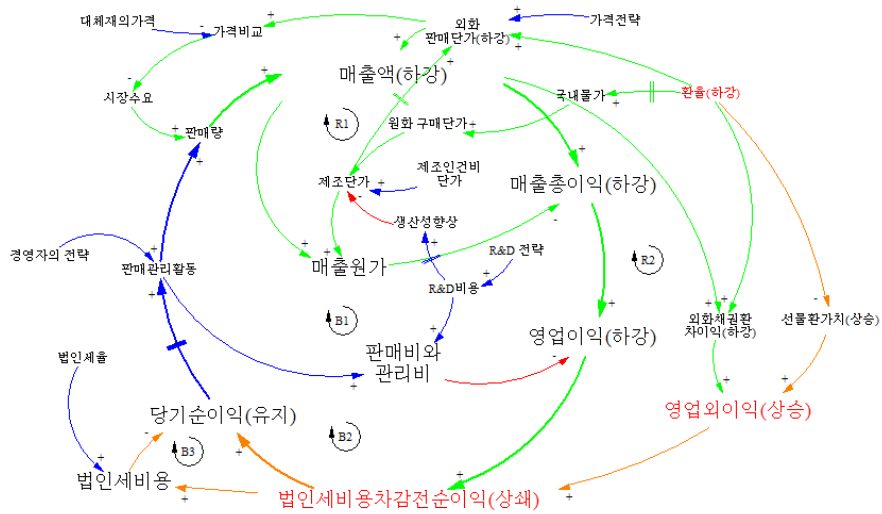


[그림 10] 환율 하강에 따른 인과지도의 예

래서 헷징을 통하여 이익을 얻을 수 없다. 헷징은 상쇄의 효과로 기업가치가 보존되는 것으로 의미가 있다. 하지만 운영전략은 근본적인 기업수익을 확대하는 전략이므로, 환율의 상승과 하강에 관계없이 고려되어야 한다. 그러므로 기업은 환율출 완화전략에 대해서 재무전략과 함께 가격전략과 운영전략을 통합적으로 구축해야 한다.



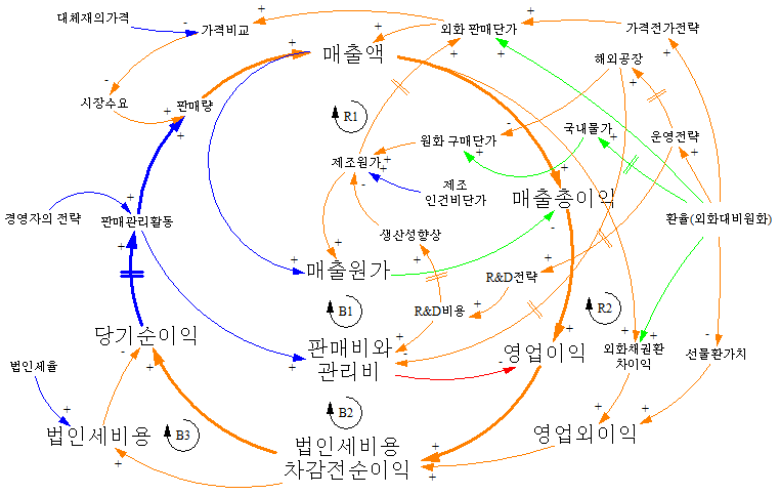
[그림 11] 환율 상승에 대응하는 재무전략의 인과지도의 예



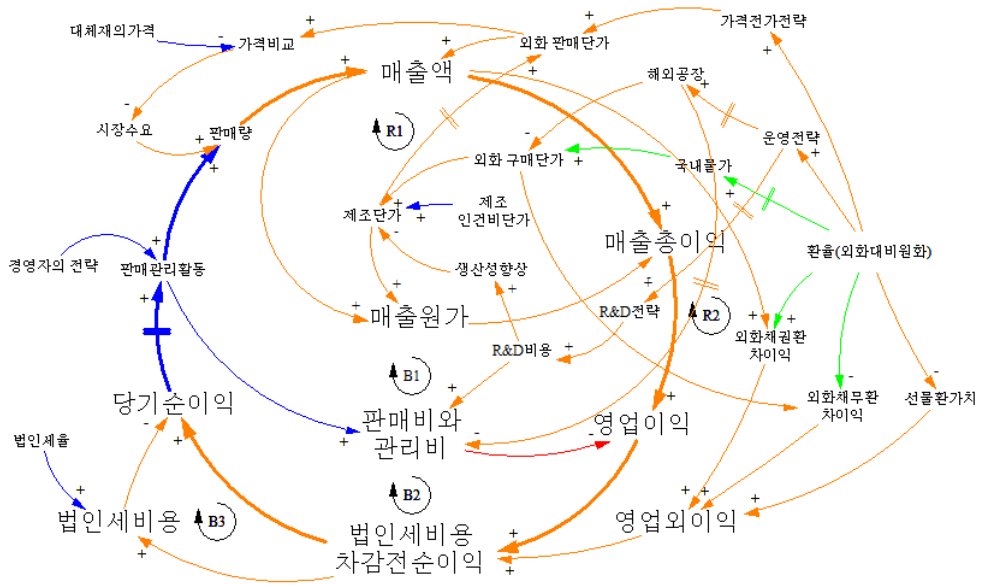
[그림 12] 환율 하강에 대응하는 재무전략의 인과지도의 예

3. 환노출 관련한 통합 인과관계 구축

앞에서 A유형을 기반으로 전략별 환노출 완화전략을 설명하였다. 하지만 기업들은 환노출 완화전략을 한 가지만 사용하지 않고 복합적인 환노출 완화전략을 사용할 수 있다. 이는 기업유형에 따라서 같은 환노출 완화전략이라도 다른 효과를 가지기 때문이다. 앞에 설명한 인과지도를 근거로 각 유형별, 전략의 통합적인 인과지도를 [그림 13], [그림 14], [그



[그림 13] A유형 통합 인과 지도

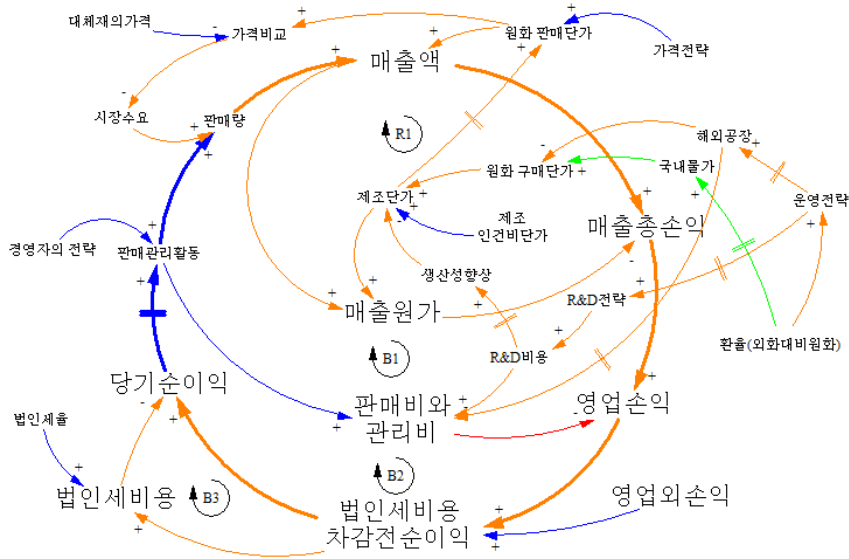


[그림 14] B유형 통합 인과 지도

림 15], [그림 16]과 같이 그려볼 수 있다. 기업은 끊임없이 환노출 결정요인들의 영향을 받고 있고, 이에 대해 전략적으로 다양하게 접근할 수 있다. 환노출 결정요인들은 기업구조에서 나오는 것이므로 한 전략만으로 충분할 수 없다. 재무전략은 환노출로 인한 기업가치의 하락에 대해 직접적으로 선물환가치에 영향을 주어서 헷징하는 역할을 한다. 하지만 운영전략과 가격전가전략은 환노출에 영향을 주는 기업의 내부적 요인들을 조정하여 환노출의 정도를 줄여주는 전략이다.

기업의 유형별로 살펴보면, 전략의 영향이 다르다는 것을 볼 수 있다. 기업들은 환노출 완화전략을 복합적으로 사용하지만 기업의 유형별로 전략의 차이점이 있다. [그림 13]은 해외 판매, 국내 구매를 하는 기업유형의 환노출 완화 전략이다. 재무전략으로 환율변동에 따라서 영업외이익을 통해 당기순이익으로 가는 손실을 헷징하고, 운영전략을 통해 장기적으로 발생할 수 있는 국내물가(+)의 영향, 구매단가의 영향(+), 제조단가(+)의 영향을 해외공장을 통한 구매단가의 부(-)의 효과로 줄여나갈 수 있다. 환율의 영향에 대한 가격전가 전략은 장기적으로 발생된 국내물가(+)의 영향, 구매단가의 영향(+)을 가격전가(+)를 통하여, 판매단가(+)를 올려서, 매출금액(+), 영업이익(+), 당기순이익(+)을 확보할 수 있다는 것을 보여준다.

[그림 14]는 해외 매출, 해외 구매를 하는 경우이다. 외화로 판매와 구매가 동시에 이루어져서, 환노출이 크지는 않으나, 거래는 외화로만 이루어져서, 환율에 따른 영향이 존재한



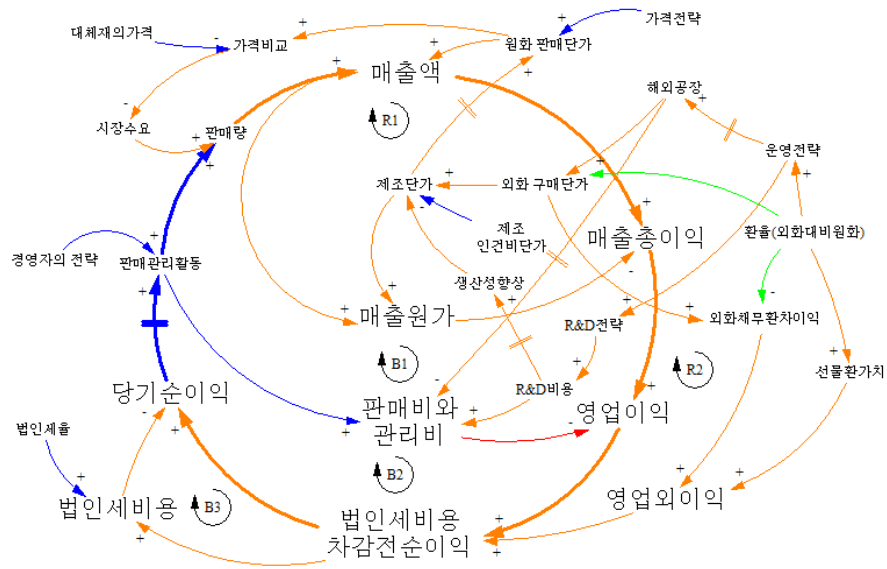
[그림 15] C유형 통합 인과 지도

다. 이 유형에서는 운영전략도 도움이 되지만 선물환으로 판매와 구매의 시간적 차이에 따른 손실을 헷징할 수 있고, 가격전가전략을 통하여, 환율변동에 따른 매출총이익(-)의 감소를 헷징할 수 있다.

[그림 15]는 국내 매출, 국내 구매의 경우여서, 환율변동이 즉각적으로 나타나지는 않는다. 하지만 장기적으로 국내 물가(+)로부터 영향이 있어서, 가격전가 전략을 고려할 수 있다. 운영전략도 도움이 될 수 있지만, 이는 환율에 대한 전략으로만 볼 수 없고, 선물환에 대한 고려는 필요 없는 것으로 보인다.

[그림 16]는 국내 매출, 해외 구매의 경우로 환율변동이 구매단가(+)에 즉각적으로 나타나서, 매출원가(+), 매출총이익(-)이 나타나므로, 선물환을 통하여, 영업이익(-)을 헷징하고, 구매단가(+)의 영향을 가격전가(+)를 통하여, 판매단가(+), 판매금액(+에 영향을 미치고, 영업이익(+을 보존할 수 있다.

전략은 유형별로 강화시켜야 할 부분에 있어서 차이가 있다. 또한 기업에는 환노출의 비대칭성이 존재하므로(이현석, 2001; 권택호, 2007 등), 환율의 영향 정도를 파악하는 것이 필요하다. 해외 판매, 국내 구매 기업은 환율이 하락하면, 환노출이 커지나 환율이 상승하면, 환노출이 작아지고 영업이익이 증가하므로 전략이 필요 없어 보인다. 또한 국내 판매, 해외 구매 기업은 반대로 환율이 상승하면, 환노출이 커지나 환율이 하락하면 영업이익이 감소하므로 전략이 필요 없어 보인다. 하지만 환율은 상승과 하락을 예측할 수 없다. 또한



[그림 16] D유형 통합 인과 지도

시간지연으로 간접적인 영향이 존재하므로 어느 기업이나 상승과 하락 시기에 대한 양면적인 대책이 필요하다. 경영자는 환율의 상승과 하락을 사전에 확신하여 회사의 환노출을 높이는 의사 결정을 해서는 안 된다.

V. 결론 및 연구의 한계

1. 결과 요약 및 시사점

기존 논문들이 단선적이고 정태적인 연구에 머물러 기업 경영에서 환율변동의 동적 흐름을 파악할 수 없었던 반면, 본 논문에서는 기존의 연구 결과들을 종합하고 분류하여 다수 요인들 간의 인과관계를 정리하였다. 이를 통해 환율변동과 기업 경영의 다양한 경로를 종합적으로 파악할 수 있게 되었다. 본 연구에서 갖는 시사점을 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 손익계산서를 기반으로 한 기업 활동 인과지도는 독자들이 시스템다이내믹스의 구조를 쉽게 이해하고 접근하는데 도움이 될 수 있을 것이다. 재무제표에 대한 이해만 있다면, 손익계산서를 기반으로 한 인과지도 이해하는데 무리가 없을 것으로 생각된다. 또한 이 인과지도를 통하여 환율변동이 기업 재무제표 전반에 영향을 주고 있는 것을 쉽게 확인

할 수 있다.

둘째, 환노출은 기업이 갖고 있는 환노출 결정요인들과 이에 대한 환노출 완화전략이 상호 영향으로 기업가치 변화에 대해 피드백 구조를 가지고 있다는 점을 본 연구에서 밝히고 있다. 본 연구는 기업의 복잡한 영업활동과 환노출 완화전략이 내부 메커니즘과 역동적으로 작동하여, 당기순이익에 복합적 영향을 준다는 것을 보여주고 있다. 그리고 당기순이익은 다시 판매관리활동을 강화하여 매출액을 증가시키는 루프를 보여 주었다.

셋째, 글로벌 경제체제 및 수출 의존도가 매우 높은 한국 현실에서 기업은 환노출 완화 전략을 통해 환노출에 대응하여 기업가치를 보존하는 것이 효과적인 것을 보여 주었다. 기업은 기업 활동에 따른 고유한 환노출 결정요인들을 가지고 있으며, 자신의 유형에 맞는 전략을 강구해야 한다. 각 기업은 기업유형에 따라 환노출 결정요인들을 파악하고, 여기에 맞는 재무전략· 운영전략· 가격전가전략을 세워야 한다. 하지만, 기존 연구는 단선적 분석 위주였기 때문에 종합적인 전략을 제시하는데 한계가 있었으며, 이러한 이유로 환율에 대한 전략 없이 환율변동에 따라서 수동적으로 대응하는 기업들도 많다. 본 연구는 환노출과 환노출 완화전략을 시스템다이내믹스의 인과지도로 설명하려고 시도하였다. 이러한 연구가 기업들이 보다 환노출에 대해 쉽게 이해하고 능동적으로 대응 전략을 세우는데 도움을 줄 수 있을 것이다.

넷째, 환율의 상승과 하강을 따로 살펴보아서 전략의 영향을 살펴보았다. 그러나 환율의 복잡한 변동성으로 상승기와 하강기를 예측하는 것이 불가능하므로 환노출과 환노출 완화 전략을 유형별 통합적 시각으로 제시하는 것이 더 효과적임을 밝혔다. 유형별 통합인과지도는 기업이 환노출 완화전략을 이해하고 분석하는데 도움이 될 것이다. 이는 기존의 논문들을 종합적으로 이해하고, 제시된 인과관계를 기반으로 종합적인 환노출 완화전략을 작성하는데 도움이 될 것으로 기대된다. 특히 환율의 상승과 하락에 관계없이 운영전략은 장기적으로 효과가 있다는 것을 확인하였다.

다섯째, 본 논문은 환율변동이 기업 경영에 미치는 다양한 경로와 이에 대한 대응책을 인과지도를 활용하여 분석하였다. 기업들이 시스템사고 없이는 환노출에 대하여 단선적으로 보고, 환노출 완화전략도 재무전략에 머무를 수밖에 없다. 본 논문은 시스템사고를 갖고 환노출을 보면, 다양한 운영전략에 대해서 고려하게 된다는 것을 설명하였다. 해외공장 투자전략과 R&D 전략을 통한 생산성향상은 시간은 걸리지만 기업들에게 장기적으로 환노출을 상쇄하고 이익을 증대시킬 수 있다는 것을 보여주었다.

이렇게 기존 문헌에서 복잡한 인과관계를 정리하여 순환적 인과관계인 인과지도를 도출하는 연구방법이 최근에 소개되고 있지만(정창권·이동현, 2012), 환노출 관련한 탐색적 시도는 본 논문이 최초이며 향후 시스템다이내믹스 사고에 기초하여 환노출과 환노출 완화

전략을 분석하는 후속 연구에 토대가 될 것으로 기대된다.

2. 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구는 시스템다이내믹스 사고를 기반으로 기업의 환노출 완화전략의 통합 인과지도를 제시하였다. 기업을 네 개의 유형으로 구분한 후, 각 유형에 기초하여 환율변동에 따른 동태적 흐름을 파악해 보았다. 하지만 기업 내에는 몇 개 유형이 혼재되어 있을 수 있다. 혼재된 유형으로 복잡한 인과지도를 다시 그려볼 수 있지만, 논의가 너무 복잡해지고 산만해질 수 있다. 본 논문에서는 환노출과 환노출 완화전략의 유형별, 전략별 시스템 구조를 제시하는 것만 초점을 두었다. 향후 혼재된 유형에서 나타날 수 있는 복잡한 인과지도에 대한 세분화 연구가 후속되어야 할 것이다.

또한 본 논문과 같은 접근방법은 환노출과 환노출 완화전략을 종합적으로 이해하는데 도움은 되지만, 환노출 완화전략에 대한 미시적인 설명에는 한계가 있다. 인과지도에 표기된 양과 음의 다른 피드백 고리 간 상호작용에 의한 다양한 결과에 대한 설명과 이에 대한 처방을 제시하는 후속 연구가 필요하다.

그리고 시스템 사고 기반의 인과지도는 인과관계의 강도와 속도는 말해 주지 못한다는 한계를 가지고 있다. 이런 한계는 인과지도를 기반으로 Stock-Flow Diagramming 과 시뮬레이션 같은 후속 연구를 통해 보완될 수 있을 것이다. 본 연구를 통해 앞으로 환노출에 대한 동태성 연구가 더욱 활발해져서 기업들이 적절한 환노출 완화전략을 찾고 기업가치를 상승하는데 도움이 될 수 있기를 바란다.

【참고문헌】

- 강원. (2009). “현금흐름의 단기 환노출과 결정요인에 관한 연구”. 『재무관리연구』 제26권 제3호: 31-64.
- 고석관 · 소종일. (2012). “통화과생상품을 이용한 환위험 헤지가 기업가치 및 환노출에 미치는 영향”. 『재무관리연구』 제29권 제3호: 23-54.
- 곽태운. (2004). “환율변동의 수입물가 전가효과: 우리나라제조업의 4단위분류를 중심으로”. 『국제통상연구』 제9권 제3호: 1-25.
- _____. (2012). “환율변동이 투자에 미치는 효과: 우리나라 기업의 패널자료분석”. 『국제지역연구』 제16권 제4호: 161-184.
- 곽태운 · 정창영 · 신성희 · 최세형. (2003). “환노출관리전략에 대한 연구 한국의 수출기업을 중심으로”. 『국제통상연구』 제8권 제2호: 135-153.
- 권택호. (1998). “환노출 통화별 차이와 비대칭성”. 『무역학회지』 제23권 제2호: 23-34.
- _____. (1999a). “KOSPI 200 포함 기업과 비포함 기업의 환노출 특성: 제조기업을 대상으로”. 『경영학연구』 제27권 제5호: 1311-1329.
- _____. (1999b). “환노출과 재무부실비용의 관계에 관한 실증분석 - 한국의 상장 제조기업을 대상으로 -”. 『국제경영연구』 제10권 제1호: 177-197.
- _____. (2001). “환율 변동에 따른 주요 수출품의 마크업 조정 특성 : 외환위기 기간을 대상으로”. 『경영학연구』 제30권 제2호: 369-386.
- _____. (2006). “지연된 환노출의 특성과 환노출의 결정요인”. 『경영학연구』 제35권 제3호: 735-756.
- _____. (2007). “환노출의 비대칭성과 외화표시 부채”. 『국제경영연구』 제18권 제1호: 87-110.
- _____. (2009). “기업집단내 내부거래와 환노출 관리”. 『국제경영연구』 제20권 제4호: 79-103.
- _____. (2013). “코스닥시장기업의 통화과생상품거래와 환노출관리”. 『선물연구』 제21권 제2호: 223-254.
- _____. (2013). “외화부채의 사용이 기업가치에 미치는 영향”. 『국제경영연구』 제24권 제3호: 51-72.
- 권택호 · 박래수 · 장욱. (2011). “국내은행들의 파생상품 이용이 기업가치에 미치는 영향”. 『선물연구』 제21권 제3호: 331-351.
- 권택호 · 박종원. (1999). “한국 주식시장에서의 환위험 프리미엄과 기업특성”. 『재무관리연구』 제16권 제1호: 245-260.

- 권택호 · 장욱 · 정성창. (2010). “통화파생상품거래와 한국 기업의 환노출관리”. 『재무관리연구』 제27권 제4호: 61-88.
- 권택호 · 정성창. (2010). “기업의 선물환거래와 통화선물거래가 비대칭적 환노출에 미치는 영향”. 『국제경영리뷰』 제14권 제3호: 93-117.
- 권택호 · 주경원. (2002). “환율변동에 따른 한국 주요 수출품의 마크업조정 결정요인”. 『국제경영연구』. 제13권 제1호: 67-94.
- _____. (2004). “여수산업단지 기업들의 환위험 특성과 관리 방안에 관한 연구”. 『국제경영연구』 제15권 제4호: 31-61.
- _____. (2011). “한국 기업의 예측환노출과 관찰환노출 차이 분석”. 『국제경영연구』 제22권 제2호: 39-70.
- _____. (2013). “한국기업의 환노출 특성변화와 환위험 관리방안”. 『국제경영리뷰』 제17권 제1호: 91-114.
- 권택호 · 황희곤. (1999). “한국 수출산업의 환율변동에 따른 마크업 조정 특성분석 - 섬유사, 식물, 섬유제품과 전기기계장치와 기기를 대상으로-”. 『무역학회지』 제24권 제2호: 141-161.
- _____. (1999). “한국 제조기업의 환노출 특성 분석”. 『국제경영연구』 제9권 제2호: 35-63.
- 김기현 · 전정일. (2001). “제조기업의 경제적 환노출 측정과 관리에 관한 연구”. 『산경연구』 제9권 제0호: 69-99.
- 김대현 · 김종호 · 박래수. (2013). “기업의 헤징활동에 따른 투자-현금흐름 민감도 차이 분석”. 『한국항공경영학회지』 제11권 제1호: 125-140.
- 김도훈 · 문태훈 · 김동환. (1999). 『시스템다이내믹스』. 서울:대영문화사
- 김동환. (2005). “시스템사고의 적용에 관한 내면적 성찰”. 『정부학연구』 제11권 제2호: 63-85.
- 김순성. (2011). “해외진입시장의 지역특성과 제품차별화전략의 상호작용이 환노출에 미치는 영향”. 『국제경영연구』 제22권 제2호: 1-37.
- 김영숙. (2003). “외환 위기에서 환율 변동이 중소기업의 도산확률에 미친 영향”. 『중소기업연구』 제25권 제4호: 133-154.
- 김정교 · 반혜정. (2002). “파생상품 사용의 결정요인”. 『경영학연구』 제31권 제5호: 1335-1365.
- 김흥기 · 이연호 · 조택희. (2007). “우리나라 정보통신산업의 환위험 노출과 환율변동이 이윤에 미치는 효과”. 『국제경제연구』 제13권 제3호: 77-97.
- 김희호. (2002). “잔여수요를 이용한 환율의 수출가격 전가효과”. 『경제학연구』 제50권 제3호: 307-340.
- _____. (2002). “환율변동과 시장독점성: Residual Demand 측정”. 『국제경제연구』 제8권 제3

호: 63-93.

- 남기석 · 서홍매. (2011). “환리스크와 기업가치”. 『한일경상논집』 제53권: 139-166.
- 노재선 · 윤원철 · 김수덕. (1998). “원료 및 생산물과 환율의 변동을 고려한 삼중헤징: 한국 정유사의 사례”. 『선물연구』 제6권: 153-185.
- 박상준. (2001). “환율변동성이 우리나라 수출에 미치는 영향의 분석”. 『한국경제의 분석』 제7권 제3호: 179-213.
- 박세운 · 김희호 · 방두완. (2009). “네딩과 헤지가 우리나라 수출기업의 환위험 노출계수에 미치는 효과”. 『국제경영연구』 제20권 제4호: 1-28.
- 박정일 · 장병기. (2013). “KOSPI 개별기업들의 환노출과 금리노출”. 『경제연구』 제31권 제2호: 1-29.
- 백원선 · 이건창 · 박연희. (2001). “주식의 수익률과 기업성과 측정치와의 관계”. 『회계학연구』 제26권 제2호: 67-87.
- 변애련 · 박경인 · 조진완. (2006). “외환위기 전,후 한국기업의 환노출 비교 분석”. 『국제경영연구』 제17권 제3호: 1-22.
- 송민규 · 조성빈. (2011). “한국 기업들의 환노출 변화와 주요 특징”. 『한국경제의 분석』 제17권 제2호: 69-116.
- 서정원 · 최희정 · 김수정. (2010). “국내 항공사의 환위험 관리”. 『국제지역연구』 제14권 제2호: 165-186.
- 송홍선 · 한상범. (2010). “환헤지가 기업가치를 높이는가?: 환변동보험의 기업가치 효과”. 『재무관리연구』 제27권 제2호: 63-84.
- 신선우. (2003). “자본시장불완전성과 환율불확실성이 기업투자에 미치는 영향”. 『금융연구』 제17권 제1호: 83-112.
- 온정희. (2003). “국외관광여행사의 외환위험관리에 관한 두 집단간(실무자, 전문가)의 비교, 조사연구”. 『관광경영연구』 제7권 제3호: 193-217.
- 유승훈 · 홍혜정. (2009). “한국기업의 환노출에 관한 실증분석”. 『산업경제연구』 제22권 제4호: 1659-1682.
- 윤대순 · 온정희. (2002). “여행사의 외환위험관리기법에 관한 연구”. 『관광경영연구』 제6권 제2호: 79-99.
- 이근영. (2007). “주가와 환율이 상호작용분석”. 『국제경제연구』 제13권 제2호: 55-82.
- 이상호 · 최용재. (2011). “환위험이 수출과 채산성에 미치는 효과 분석”. 『국제통상연구』 제16권 제2호: 57-78.
- 이영수 · 최종일 · 김다운. (2008). “환율변동이 기업투자결정에 미치는 효과 분석”. 『국제통상

- 연구』 제13권 제1호: 203-222.
- 이재득. (2001). “환율변동에 따른 수출입 환위험 측정과 헷징”. 『국제통상연구』 제6권 제2호: 57-83.
- _____. (2003). “수출 및 해외투자 기업의 환노출과 경쟁 및 헷징 결정요인 분석”. 『금융학회지』 제8권 제1호: 113-143.
- _____. (2004). “미국달러와 일본엔화에 대한 한국기업들의 통화별 환노출 추정”. 『국제통상연구』 제9권 제2호: 141-162.
- _____. (2004). “부산지역의 무역 및 해외투자 기업의 환노출 추정과 환위험 헷징연구”. 『경제연구』 제22권 제1호: 57-87.
- 이현석. (1999). “우리나라 기업 및 산업의 환노출과 특성변수와의 관계분석”. 『재무관리연구』 제16권 제2호: 383-404
- _____. (2003). “개별기업의 환노출과 비대칭성에 관한 연구”. 『재무관리연구』 제20권 제1호: 305-329.
- _____. (2004). “개별기업의 환노출과 결정요인에 관한 연구”. 『재무관리연구』 제21권 제2호: 65-98.
- 이호진 · 박세운. (2009). “한국기업의 환노출 측정과 그 결정요인”. 『산업경제연구』 제22권 제4호: 1761-1781.
- 정석우 · 배성호 · 임태균. (2012). “환위험 기업에 대한 재무분석가 이익예측 특성”. 『회계학연구』 제37권 제4호: 1-27.
- 정성창 · 권택호. (2007). “기업의 통화파생상품거래, 환노출을 감소시키는가?”. 『국제경영연구』 제18권 제4호: 37-63.
- 정재호 · 조혜진. (2011). “기업의 환위험 관리에 대한 문헌연구”. 『국제금융연구』 제1권 제2호 : 105-1124.
- 정창권 · 이동현. (2012). “이머징 마켓 진출 전략의 인과관계에 대한 탐색적 연구:시스템 사고에 의한 접근”. 『한국시스템다이내믹스 연구』 제13권 제3호: 67-98.
- 정창영. 2001. “한국자동차회사들의 환노출관리에 관한 실증분석”. 『국제경영연구』 제12권 제1호: 113-136.
- 조진완 · 변애련 · 박경인. (2013). “외환위기와 환노출”. 『선물연구』 제21권 제1호: 49 -70.
- 최창열 · 함형범. (2011). “글로벌 금융위기 이후 환율변동과 수출가격”. 『통상정보연구』 제13권 제4호: 229-249.
- 허영빈 · 박상연. (2011). “환율변동이 기업성과 예측에 미치는 영향”. 『회계정보연구』 제29권 제4호: 301-330.

- Adler, M., Dumas, B. (1980). The exposure of long-term foreign currency bonds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15: 973-995.
- _____. (1984). Exposure to currency risk: definition and measurement, *Financial Management*, 13(2): 41-50.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., Minton, B. A. (2010). Resolving the exposure puzzle: The many facets of exchange rate exposure, *Journal of Financial Economics*, 95: 148-173.
- Bodnar, G., Hayt, G., Marston, R. (1998). Wharton survey of derivative usage by US non-financial firms, *Financial Management*, 27: 70-92.
- Bodnar, G. M., M. H. Wong. (2003). Estimating Exchange Rate Exposure: Issues in Model Structure, *Financial Management*, 32: 35-67.
- Donnelly, R., Sheehy, E. (1996). The Share Price of U.K. Exporters to Exchange Rate Movements : an Empirical Study. *Journal of International Business Studies*, 1Q: 157-165.
- He, J., L. K. Ng. (1998). The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations, *Journal of Finance*, 53: 733-753.
- John D. Sterman. (2010). *Business Dynamics*, McGraw-Hill
- Jorion, P. (1990). The exchange-rate exposure of U.S. multinationals, *Journal of Business*, 63(3): 331-345.
- Khoo, A. (1994). Estimation of Foreign Exchange Exposure : an Application to Mining Companies in Australia, *Journal of International Money and Finance* 13(3): 324-363.
- Miller, K. (1998). Economic exposure and integrated risk management, *Strategic Management Journal*, 19: 497-514.
- Miller, K., Reuer, J. (1998). Firm strategy and economic exposure to foreign exchange rate movements, *Journal of International Business Studies*, 29(3): 493-514.

▶ 접수일 : 2014. 6. 30. / 수정일 : 2014. 07. 24. / 게재확정일 : 2014. 07. 28.