

海外直接投資決定을 위한 危險分析과 投資評價方法에 關한 研究

金炳淳*

I. 序 言
II. 海外事業의 危險分析

III. 海外直接投資의 評估
IV. 結 言

I. 序 言

企業이 國內에서 새로운 會社를 設立하거나 또는 既存施設의 擴張·代替를 為한 投資를 할 경우에도 企業價值의 最大化라는 企業目標를 達成하기 위해서는 綜合的인 觀點에서 資本豫算(Capital budgeting)을 樹立하는 것이 必須의이다. 이처럼 資本豫算을 重視하는 것은 投資決定에 따른 資金支出規模가 크고 經常運營費支出과는 달리 中途變更이 不可能하여 投資事業이 失敗할 경우 莫大한 損害를 보기 때문이다. 그러나 未來의 不確實性때문에 資本豫算의 樹立과 實際適用에는 많은 어려움이 뒤따르게 된다.

더구나 政治, 經濟, 文化, 法律 等 諸般 事業環境이 國내와는 相異한 外國에서 事業을 營爲하는 경우 國내에서는 想像도 할 수 없는 困難과 障碍가 隨伴되어 綿密한 事前調查를 하더라도 資本豫算樹立은 그만큼 더 不確實하지 않을 수 없다. 그러나 海外事業의 不確實性이 크다고 하여 投資의 收益性分析을 疏忽히 할 수는 없으며 오히려 最惡의 경우까지勘案한 보다 細細한 分析과 對應方案의 模索이 必要하다 하겠다. 왜냐하면 비록 全社的 國際經營戰略의 터두리 안에서 特定外國에 對한 直接投資(foreign direct investment)가 이루어지더라도 具體的인 投資事業推進을 為해서는 投資의 規模나 類型, 資金調達方法 等에 따라 變하는 割引現金흐름(discounted cash flow)을 測定, 評價하여야만 合理的인 意思決定을 할 수 있기 때문이다. 또한 投資資產의 海外調達이 不可避할 경우 分析이 잘 된 事業計劃일수록 有利한 條件으로 容易하게 資金調達을 할 수 있는 것이 普通이기 때문이다.

그간 韓國企業의 海外直接投資는 現地輸出마아케팅을 為한 小規模의 貿易業投資와 中東等地에

* 本研究所 研究員, 檀國大 社會科學大 專講

서建設工事受注를 為한 合作投資 等이 大部分이어서 割引現金흐름을 基準으로 한 投資分析은 별로 利用되지도 않았고 意義를 찾기도 어려웠다. 그러나 1978年 浦項綜合製鐵株이 製鐵用原料炭의 開發輸入을 為해 租稅避難地域 (Tax Haven)인 「네델란드·안틸레스」에 現地法人「타노마」石炭會社를 設立함으로써 大規模 資源開發投資가始作되었고 이어 中東地域에 鋼管製造를 為한 製造業投資 等이 이루어짐으로써 投資「패턴」의 變化와 더불어 投資規模의 大型化 現象을 보이고 있다. '79年 第2次 石油波動을 契機로 一時 不振하였던 直接投資가 最近에 이르러 增加勢를 보이고 있으며 이러한 趨勢는 輸出市場擴大와 不足資源의 安定的 確保를 為한 戰略的 目的에서 더욱 強하여 질 展望이다. 그러나 아직 直接投資의 經驗이 적고 技術水準도 先進國에 比해 落後되어 있는 韓國企業으로서는 投資의 量的 擴大보다 質的 充實化에 보다 많은 觀心을 기울여야 하겠다. 따라서 經營者의 經驗이나 偏見에 依한 投資決定을 止揚하고 徹底한 投資環境(investment climate)分析과 評價를 通한 客觀的인 事業性分析이 이루어진 然後에 海外事業을 推進하여야 한다.

本稿의 目的은 海外直接投資에 隨伴되는 諸危險을 正確히 認識하고 이를 分析評價하여 投資案의 收益性分析時에 反映하는 方法을 模索하는데 있다. 그러나 投資事業의 收益性分析을 為한 定型的인 方法이 없고 또한 投資動機가 企業마다 相異하므로 事業性에 대한 評價도 다르게 된다. 따라서 本稿는 海外事業에 影響을 미치는 諸危險의 分析과 管理에 重點을 두고, 事業性評價에 있어서는 이러한 危險을 反映하여 投資效果를 測定하는 方法을 主로 考察하였다. 이는 海外資本豫算樹立도 事業環境의 差異에 따른 追加的인 危險要因만 考慮하면 國內資本豫算樹立이나 큰 差異가 없기 때문이다.

II. 海外事業의 危險分析

危險은 未來에 대한 豫測의 不完全性에서 오는 것으로 不確實性에서 起因한다고 할 수 있다. 一般的으로 企業經營者가 未來의 投資結果를 完全하게 豫測할 수 있다면 投資事業에 危險이 介在될 理由는 없다. 그러나 急變하는 經濟環境속에서 未來를 正確히 豫測하여 投資決定을 한다는 것은 不可能하며 단지 投資案의 危險을 보다 正確하게 豫測하고 分析함으로써 最適決定을 為한 努力を 할 따름이다. 더구나 海外事業에 있어서는 投資環境이 國內와는 相異하여 負擔하게 되는 追加의 危險要因이 있어, 投資案의 危險도 훨씬 커지고 豫測도 그만큼 더 어려워진다. 以下에서는 海外事業에서 當面하게 되는 危險을 크게 政治的 危險과 換危險으로 나누어 살펴보고자 한다.

1. 政治的 危險

가. 政治的 危險의 意義와 形態

政治的 危險 (political risk)은 새로운 海外事業을 推進하는 경우는 물론이고 既存 海外事

業의 繼續 與否를 決定하는데 있어서도 重要한 變數이다. 이 危險은 投資受入國(host country) 内部의 政治關係나 投資受入國과 餘他國과의 政治關係에 變化가 있을 때에 變하게 된다. 이와같이 政治的 事件이 發生하여 企業의 利潤이나 經濟活動에 影響을 미칠 可能性이 있을때에 政治的 危險이 있다고 하겠으며 이로 因한 影響은 正(positive)의 效果를 가져올 수도 있고 負(negative)의 效果를 가져올 수도 있다.¹⁾

이러한 政治的 危險은 必要上 政治的 不確實性과 區別하기도 하는데, 政治的 不確實性은 政治狀況에 대한 豫測이 不可能하여 主觀的인 疑惑만을 가지는 狀態이고, 反面에 政治的 危險은 政治狀況에 대한 客觀的인 確率分布를 알 수 있는 狀態를 말한다. 따라서 企業經營者가 投資受入國의 不確實한 政治狀況을 確率分布를 利用하여 判斷하였다면 그는 政治的 不確實性을 政治的 危險으로 轉換시켰다고 하겠다. 이와같이 政治的 危險은 政治的 不確實性과는 달리 政治狀況에 確率概念을 導入한 것이기 때문에 投資環境에 대한 客觀的인 評價를 可能케하는 메카니즘을 提供할수 있는 것이다.

그간 政治的 危險은 外國人投資企業과 投資受入國의 目標가 相異한데서 胚胎되는 潛在的인 葛藤으로 흔히 認識되어 왔다. 여기에서 外國人投資企業은 主로 先進國의 多國籍企業(multinational corporation)이었고 投資受入國은 開發途上國이었다. 이러한 葛藤이 일어나는 것은 外國人投資가 經濟發展에 미치는 影響, 主權侵害의 可能性, 基幹產業의 支配, 經營權掌握에 따른 現地企業(local firm)과의 利害衝突, 國際收支와 換率에 미치는 影響, 輸出市場에 대한 影響 및 投資受入國의 傳統文化에 끼치는 影響 等等 複合的인 要因에 의한다. 그리고 葛藤에 대한 反應도 政治的, 民族的, 宗教的인 理念에 따라 다르게 나타난다. 이에따라 投資受入國이 外國人投資企業에 대하여 取하는 措置도 多樣하다. 政治的 危險의 形態로 나타나는 이러한 措置는 (i) 營業活動에 대한 無差別的 規制(外國企業과 經營管理契約이나 技術契約을 맺고 있는 現地企業도 包含함)로 例를 들면, 經營層에 現地人雇傭義務化, 稅源確保를 為한 計劃的인 移轉價格協商, 社會間接資本에 대한 投資義務化, 部品輸入에 依한 組立生產의 경우 一定率 以上의 國產部品使用義務化 等이 있고 (ii) 差別的 規制로 國內企業이나 國內企業으로 看做되는 業體에 대하여는 特別한 優待를 하는 것이다. 例를 들면 外國企業의 持分率制限, 外國企業에만 賦課하는 特別稅, 手數料 및 公課金의 差等, 外國企業商品의 不買運動이나 勞動者의 罷業助張, 營業活動에 隨伴되는 諸般事項에 대한 特別許可, 特許權이나 專門技術에 대한 保護를 防置하여 버리는 경우 等이다. (iii) 差別的 認可로 純粹한 政治的 動機에서 緣由되기도 하고 때로는 現地企業의 育成·保護를 위한 經濟的 動機에서 나오기도 한다. 이러한 措置가 나오면 企業活動의 繼續은 不可能하며 끝내는 撤收할 수 밖에 없다. 例를 들면, 投資元金(減價償却充當金包含) 및 配當金의 本國送金을 制限

1) D.K. Eiteman and A.J. Stonehill, *Multinational Business Finance*, 3rd ed, Addison-Wesley Publishing Co., Inc., 1982, pp. 288-296.

하고 이資金을特定한政策事業에投資하도록強要함으로써,企業價值가인플레이션에따라急減되는漸進的收用(creeping expropriation),企業利潤을稅金等으로大部分回收하여버리는경우等이다.(iv)가장極端의形態로財產剝奪(wealth deprivation)이있으며이경우投資受入國은外國企業을選別的으로收用하거나,全產業을國有化하기도한다.이러한國有化나強制收用(expropriation)措置가있게되면外國人投資企業은大部分適正水準以下의補償을받게되며때로는全然補償을받지못할수도있다.

以上의政治的危險은그간頻繁히發生하여大部分의海外直接投資를하여온多國籍企業들은政治的危險의分析을切感하면서도,實際로投資受入國의政治狀況을體系的으로分析한後投資를하는多國籍企業은極히드문것으로나타났다.大多數의經營者들은investment受入國에대한個人的印象이나現在의狀況을基準으로政治的危險을評價한다고볼수있다.그러나個人的印象또는劇的이지만별로대수롭지않은事件을基準으로海外投資戰略을樹立한다면十常八九는잘못될수밖에없다.²⁾따라서政治的危險analysis을爲한體系的인努力이necessary한것이다.

나. 政治的危險의豫測과管理

一般的으로經營者들이政治的危險을보는態度는消極的이다.다시말하면政治狀況의變化에따른正(+)의效果를極大化하기爲한積極的戰略을樹立하기보다는負(-)의效果를極小化하는데重點을두는防禦的戰略에主로關心을갖는다는것이다.따라서事前에political危險의可能性을豫測하기보다國有化나強制收用과같은political的危險이發生하였을때에efficiency의으로對處하는方案을模索하는것이大部分이다.이러한態度는逆으로생각하면오히려合理的일수도있다고본다.왜냐하면特定國家의政治環境에影響을미치는諸要素를가지고計量分析의接近을試圖한다하더라도,正確한豫測을할수있는model을發見할수도없을뿐만아니라實際意思決定에이러한model을使用하기에는많은問題點이있기때문이다.더우기變數의選定이나統計處理方法에따라political的危險이實際보다過小評價되거나誇大評價됨으로써오히려意思決定을그르치게할수도있는것이다.그렇다고無策이上策일수는없기때문에political的危險을綜合的으로分析할수있는method을模索하는것이다.

그러면現在political的危險을豫測하기爲해가장많이使用하고있는"그랜드·투어"(grand tours),"올드·핸드"(old hands),「델파이」技法(Delphi techniques),計量的方法(quantitative methods)等多 가지를簡單히說明한後에Rummel과Heenan이提示한綜合的分析方法을살펴보기로하겠다.³⁾

① "그랜드·투어"(grand tours):特定國家나地域에投資를하려는企業이,豫備的인市

2) R.J. Rummel and David A. Heenan, "How Multinationals Analyze Political Risk", (*Harvard Business Review*) January-February 1978, p. 68.

3) Ibid., pp. 69-76.

海外直接投資決定을 위한 危險分析과 投資評價方法에 関한 研究

場調查를 한 後에, 會社의 幹部나 一團의 調查團을 現地에 派遣하여 本格的인 調查를 하는 方法이다. 調查團은 投資를 希望하는 現地國의 企業人이나 官吏들과 會議도 하고 이들로부터 豊은 資料를 提供받기도 한다. 그러나 投資環境에 대한 實狀을 把握하기는 힘들고 個人的인 印象이나 現地國에서 蒐集한 資料 等에 依據 皮相的인 調查報告를 하는 경우가 大部分이다. 비록 皮相的인 知識을 얻을 還정 한번 가보는 것이 안가보는 것보다는 훨씬 나으며 調查計劃이나 調查團을 잘 構成하면相當한 成果를 올릴 수도 있다.

② "올드·핸드" (old hands) : 이 方法은 現地國 事情에 眼은 外部의 企業人이나 言論人, 外交官, 現地政治人 等의 助言에 依存하는 것이다. 이러한 外部의 助言者들은 現地政府指導者の 個性이나 目標, 政黨間의 勢力關係, 새로운 法律의 制定 等을 分析·評價하게 된다. 이 方法을 利用하는 경우 經營者는 外部助言者에 대하여 隱然中에 信賴를 하게 되므로 外部助言者의 經驗이나 能力에 따라 意思決定이 잘 될 수도 못될 수도 있다. 人間인 以上 專門家도 失手를 할 수 있다고 생각할 때에 特定人에 依存하는 이 方法은 危險하지만 現地國의 政治狀況에 대한 感覺을 提供한다는 點에서는 有用性이 있다 하겠다.

③ 「엘파이」技法 : 이 調査方法은 會社의 幹部나 外部의 專門家들이 政治的 危險을 體系적으로 分析하기 為해서 자주 利用해 온 特別한 方法으로 다음과 같은 順으로 分析을 한다. 첫째로 一國의 政治狀況에 影響을 미칠 수 있는 要素, 例를 들면 軍隊의 構成이나 規模, 外國企業이 過去에 經驗했던 諸般 猶豫措置 等을 抽出하여 체크리스트 (checklist)를 만든다. 다음은 一團의 專門家들에게 이러한 要素들을 重要한 順序대로 序列를 매기도록 하고 또한 각 要素별로 加重值을 記入토록 한 後에 이를 모두 考慮한 複合的인 指數를 作成한다. 끝으로 複合指數를 利用하여 政治的 危險에 대한 各國의 序列를 定한다. 이 方法은 投資與否 (go/no go)를 쉽게 決定하는데는 도움이 되지만 有用한 豫測方法이 되기 為해서는 다음 세 가지가 充足되어야 한다. 세 가지 充分條件은 (i) 政治的 危險에 影響을 미치는 變數가 包括的이고 正確하게 抽出되어야 하며 (ii) 專門家들의 意見이 合理的이고 時宜適切해야 하고 (iii) 個個人의 意見을 結合하고 加重值를 매기기 為한 適切한 メカニズム이 維持되어야 한다는 것이다.

그러나 投資決定이 이러한 政治的 危險分析에 依해서만 이루어지는 것은 아니며 오히려 大多數의 企業들은 政治的 危險의 認識이나 評價에 대해 重要性을 두지 않는 것 같다. 왜냐하면 危險分析時에 重要한 變數 하나만 빠져도 結果는 크게 빗나가기 때문이다. 「엘파이」技法에서도 이러한 誤謬를 犯할 可能性은 많다. 例를 들면 因果關係가 없는 變數를 計量化함으로써 터무니없는 結果가 나올 수도 있고, 政治狀況에 대한 單一尺度로서 一國의 政治的 運命을 測定하기 때문에 不正確하거나 잘못된 分析을 할 可能성이 있다.

④ 計量的 分析方法 : 統計的 技法을 利用하여 政治的 危險을 說明할 模型을 만들어 내는 方法이다. 經營者들은 多變數分析 (multivariate analysis)을 使用한 새로운 技法으로 複雜한 政治問題를 檢討하고, 主觀的인 分析에서 나온 現地國에 대한 印象의 正確度를 確認할 수 있을 程

度가 되었다. 그러나 全面的인 國有化의 巨視的 危險으로부터 特定企業이 國有化되는 微視的 危險까지 包括的으로 分析할 수 있는 模型은 아직 없다.

政治的 危險分析을 為한 計量模型으로는 Haendel-West-Meadow(H-W-M)의 政治시스템安定度指數(Political system stability index:PSSI)와 Knudsen의 生態的接近方法에 依해 作成된 國家收用性向模型(national propensity to expropriate model)等이 있다.⁴⁾ PSSI는 社會經濟的 特性指數, 社會的 葛藤指數, 政治的 過程指數等 3個의 基本的인 下位指數(subindex)에서 計量的으로 處理한 15個의 指標를 抽出하여 特定企業에 適合한 綜合指數로 再結合함으로써 作成되는데, 資料의 漏落이나 信賴程度 等을 反映하기 為해 3個의 主要 下位指數에는 上, 中上, 中, 中下, 下等 5等級으로 信賴度推定值가 附加된다. Knudsen도 H-W-M과 마찬가지로 投資環境에 대한 世俗的인 輿論보다 主要環境變數의 計量化로 模型을 作成하고 있으나 變數의 選定은 전혀 다르다. 그의 接近方法의 核心은 國家的 挫折(Nation frustration = Nation aspirations-Nation welfare and expectations)의 程度를 計量的으로 測定하는 것이다. Knudsen은 判別分析(discriminant analysis)⁵⁾을 利用하여 國家的 挫折이 큰 狀態에서 外國人投資가 많으면 強制收用의 可能性이 높을 것이라는 假說을 檢定하였다. 檢定結果 福祉와 期待感이 國家的 热望(希望하는 生活水準)에 比해 낮을 때 挫折은 커지고, 이때에 外國人投資가 많으면 強制收用의 可能性이 높았다. 이와 같은 計量的 方法은 政治的 危險을 客觀的으로 評價할 수 있어 앞서 본 方法들과는 큰 差異가 있다.

以上과 같은 네가지 分析方法은 各各 長短點이 있으므로 어느 한가지 方法만을 使用하여 政治的 危險을 分析하는 것은 바람직하지 못하다. 따라서 보다 나은 結果를 얻으려면 主觀的인 方法과 客觀的인 方法을 併行하여 綜合的인 分析을 하여야 한다. 即 政治狀況에 影響을 미치는 諸變數를 가지고 計量的 分析을 하고 여기에 現地國 事情을 잘 아는 專門家들의 意見 等을 가지고 質的 分析을 하여 이들을 綜合하는 것이다. 이러한 政治的 危險analysis은 數百個의 政治, 經濟, 社會, 文化的 要因을 考慮해야 하는 多尺度作業(multidimensional task)임을 생각하여야 한다. 實際로 美國의 어느 主要 石油化學會社는 400個에 달하는 變數들을 分析하여 每日 每日 自己들의 海外市場을 評價하고 있다고 한다.

이와 같이 政治的 危險은 計量化되어서 事業計劃의 妥當性 分析時에 危險要因으로 適切히 反映되어야 한다. 그러나 아직 大部分의 企業은 政治的 危險을 事業性 分析과는 別途로 分析하고 있다. Stoubaugh는 40個의 國際企業을 對象으로 企業의 投資環境分析方法을 調査한 結果,⁶⁾

4) D.K. Eiteman and A.I. Stonehill, op. cit., pp. 302-308.

5) 이에 대하여는 다음 參照. William R. Klecka, "Discriminant Analysis", Sage Univ. Paper Series on Quantitative Applications in the Social Science, 07-019.

6) Robert B. Stoubaugh, Jr., "How to Analyze Foreign Investment Climates", Harvard Business Review September-October 1969, pp. 100-108.

이들의 接近方法이 (i) 投資／投資拋棄 (go/no go) (ii) 危險에 대한 프리미엄 (premium for risk) (iii) 主要變數 推定值의 範圍 (range of estimates) (iv) 確率을 利用한 危險分析 等 4 가지로 區分된다고 하였다. 그에 依하면 調查企業中 80%以上이 「危險에 대한 프리미엄」의 接近方法을 利用하고 있는 것으로 나타났다. 이는 政治的 危險이 있다 하더라도 投資事業의 收益性이 좋으면 即 危險에 比해 收益이 크면 海外事業을 推進하는 것이 有利하다고 判斷하는 方法이다. 이 경우 投資環境이 極히 不良하면 아예 投資事業을 拋棄 (no go)하여 버리므로, 政治的 危險分析은 投資推進 與否를 決定하는 하나의 指針에 不過하다.

以下에서는 이와 같은 政治的 危險의 管理方法을 살펴 보기로 하겠다.

일단 企業이 海外에서 事業活動을 하게 되면 언제인가는 現地國의 政治的 危險에 直面하게 될 可能性이 있다. 그러나 언제, 어떤 形態로 이러한 危險이 發生할지는 아무도 모르며 단지豫測을 할 수 있을 따름이다. 이에 따라 企業은 政治的 危險에 대한 保護策을 마련하여 왔으며, 國際經濟環境의 變化에 따라 對應方案도 變하였다.

그러면 政治的 危險을 管理하는 方法을 세가지 範疇로 나누어 說明키로 하겠다. 첫째, 投資實行前에 投資環境에 따른 諸般 事項을 準備한다. 이러한 事項으로는 (i) 讓許契約 (concession agreement)의 締結, 即 現地國政府와 外國人投資企業間의 權利義務 關係를 明確히 하는 契約을 締結하는 것이다. (ii) 撤收戰略樹立으로, 그간 아프리카나 中南美 國家에서 資源民族主義를 背景으로 한 多樣한 國有化政策때문에 海外進出戰略과 함께 獨立된 撤收戰略으로 全社的인 海外投資戰略속에 包含되어 새로운 意味를 갖고 있다. 外國人投資의 撤收는 '70年代에 들어서 急增하였으며, 主로 民族主義에 따른 強制的인 것이었다. 그러나 現地國의 流通이나 勞組에 대한 戰略的 對應策으로 撤收한 경우도相當히 많았다.⁷⁾ (iii) 投資保險의 利用으로 擔保危險 및 補償範圍는 各國에 따라 差異가 있으나 普通 損失額의 90%程度를 補償하고 있다. 海外投資保險은 1948年 英國에서부터 始作되었으며, 美國도 1948年 經濟協力法에 依해 保險制度가 確定된 以來 數次의 變更 (取扱機關 및 擔保危險等)이 있었으며 現在는 海外民間投資公社 (OPIC)에서 管掌하고 있다. 우리나라 '76年 韓國輸出入銀行設立과 더불어 始作되어 海外投資促進에 寄與하고 있다. 그간 保險實績을 보면 '76年부터 '80年까지 5年間에 總 17件, 保險金額은 198億원이었으며 支給保險金은 없었다.⁸⁾ 둘째로, 投資後의 經營戰略으로 自身의 利益만을 追求하지 말고 現地國政府의 目標에 副應하도록 事業을 한다. 이는 生產, 마아케팅, 財務, 人事, 組織等 經營各部門에 걸쳐서 現地國과 調和를 이루도록 함으로써, 現地國으로부터 事業機會와 事業活動의 安全을 保障 받을 수 있기 때문이다. 끝으로, 強制收用後에 適切한 補償을 適時에 받기 為한 準備를 한다. 이를 為해서는 協商能力의 培養 및 新しい 協商方法을 繼續的으로 開發하여야 한다.

7) J.J. Bodewyn, and Roger L. Torneden, "Foreign Divestment: Too Many Mistakes", *Columbia Journal of World Business*, Summer, 1973, pp. 25-29, 및 "U.S. Foreign Divestment: A Preliminary Survey", *Columbia Journal of World Business*, Fall, 1974, pp. 87-94.

8) 韓國輸出入銀行五年史, 1981, p. 272.

2. 換危險

가. 換危險의 意義와 種類

企業이 海外에서 事業活動을 하게 되면 現地에 資產과 負債를 갖게되고 去來도 現地國의 通貨로 이루어진다. 따라서 直接投資를 한 母企業의 立場에서 볼 때 企業 全體로서 營業實績은 子會社의 現地營業成果에 依해서만 影響을 받는 것이 아니라 現地國通貨와 母國通貨間의 交換比率인 換率의 變動에 依해서도 큰 影響을 받게 된다. 이처럼 換率의 變化로 因하여 企業의 收益性, 純現金흐름(net cash flow) 및 市場價值 等이 變動할 可能性을 換危險(foreign exchange risk)이라고 한다. 企業財務管理者의 課題는 換露出(foreign exchange exposure)을 測定하고 企業의 純現金흐름이나 收益性을 極大化시킬 수 있도록 換露出을 管理하는 일이다.⁹⁾

換露出의 種類를 살펴보기 전에 먼저 換露出의 測定과 管理가 企業經營上 重要한 課題로 登場하게 된 背景을 簡單히 알아보기로 하겠다. 從來 「브레튼·우즈」(Bretton Woods) 體制下의 國際固定換率制度의 경우에는 金 또는 美「달러」貨에 대하여 設定한 平價(par value)를 基準으로 上下 1% 以內에서 換率이 維持되도록 彈力性 있는 外換政策을 取할 義務가 各加盟國에 있었으며 平價의 變更도 基礎的 國際收支 不均衡時에 限하여 認定되었기 때문에 換危險은 相對的으로 安定的이었다. 그러나 1971年 8月 15日 美國은 '60年代 中盤以後 累積되어 온 國際收支赤字로 말미암아 金兌換停止措置를 내림으로써 美「달러」貨에 대한 對外信認이 壓失되었고 이를 契機로 하여 1945年 成立한 「브레튼·우즈」體制가 崩壞되고 말았다. 以後 主要先進國들이 變動換率制度로 移行하면서 國際通貨制度는 繼續 動搖하다가 變動換率制度를 根幹으로 하는 「킹스턴」(Kingston)體制가 新國際通貨體制로 公式化되었다. 이러한 「킹스턴」體制下에서는 一定 變動幅 없이 國際政治, 經濟情勢 및 市場心理의 變化에 따라 換率이 急激하게 變動됨에 따라 換危險도 그만큼 크게 增大되었다. 이와 더불어 2次大戰 以後 世界經濟가 急成長함에 따라 特徵的 現象으로 부각된 企業의 國際化趨勢가 深化됨에 따라 換危險에 靜出되는 外貨資產 및 負債의 크기 即換露出額도 大規模化하였다.

以上과 같이 換危險이 增大되고 換露出額이 커짐에 따라 換露出管理가 企業의 海外事業活動에서 가장 重要한 問題로 認識된 것이다.

換露出의 基本形態로는 ① 換算的 露出(translational exposure), ② 去來的 露出(transaction, exposure), ③ 經濟的 露出(economic exposure)의 세가지로 大別할 수 있으며, 이以外에 換率變動에 依한 換差損을 課稅에 反映하기 為한 測定基準으로 租稅的 露出(Tax exposure)을 들 수 있다.¹⁰⁾ 以下에서는 露出의 基本形態를 分說하기로 한다.

① 換算的 露出：會計의 露出(accounting exposure)이라고도 하며 母企業과 海外子會社의

9) D.K. Eiteman and A.I. Stonehill, op. cit., p. 146.

10) Ibid., pp. 146-150

聯結財務諸表를 作成하기 위하여 海外子會社의 外貨表示 貸借對照表 및 損益計算書 項目을 本國通貨로 換算하는 過程에서 換率이 變動함으로써 企業의 財務狀態나 營業成果가 變動될 危險을 말한다. 換算的 露出은 換算方法에 따라 크게 달라진다. 換算方法은 크게 現行換率法(current rate method), 貨幣／非貨幣法(monetary/nonmonetary method 또는 temporal method), 流動／非流動法(current/noncurrent method)等 세가지를 들 수 있다.¹¹⁾

② 現行換率法은 外貨表示 資產 및 負債 全部를 換危險에 露出되는 것으로 看做하여 모두 現行換率로 換算하는 方法으로 이 경우 換露出은 바로 海外子會社의 純資產 即 自己資本을 意味하게 된다. 美國은 1976年 以後 Financial Accounting Standards Board의 Statement 16.8 (FASB # 8)에 依據 貨幣／非貨幣法을 使用하였으나 1981年 FASB # 52에 依하여 現行換率法을 採擇 施行하고 있으며 世界的으로 가장 많이 使用되고 있는 方法이다.¹²⁾ 이 方法의 細部의인 適用에서는 各國마다 差異가 있다.

③ 貨幣／非貨幣法은 滿期의 長短에 不拘하고 貨幣性 資產 및 負債는 現行換率로 換算하고 非貨幣性 資產 및 負債는 歷史的 換率로 換算하는 方法이다. 이 方法은 우리나라를 비롯한 스웨덴, 필리핀, 泰國等 一部國家가 使用하고 있다.

④ 流動／非流動法은 가장 오래전부터 使用되어 온 方法으로 滿期 1年以下의 外貨表示 流動資產 및 負債만 現行換率로 換算하고 滿期 1年超過의 外貨表示 非流動資產 및 負債는 歷史的 換率로 換算한다. 따라서 純流動資產만이 換露出狀態에 있게 된다. 이 方法은 在庫資產은 換危險에 露出되는 反面 長期負債는 換危險에 露出되지 않는다는 問題點이 있어 他方法에 比해 그 意義가喪失되어 가고 있으며 西獨, 뉴질랜드等 一部國家만이 아직 使用하고 있다.

⑤ 去來의 露出: 이는 外貨로 表示된 去來의 決濟에서 換率變動으로 因한 利益이나 損失이 생길 可能性을 말한다. 去來의 露出은 換率變更前에 發生하였으나 變更後에 處理해야 할 去來에서 생기며, 이러한 去來로는 (i) 外貨表示의 外上買入 또는 賣出 (ii) 外貨表示 債權 또는 債債務 (iii) 先物換去來의 約定 (iv) 其他 外貨表示 資產이나 負債의 獲得 等이 있다.

⑥ 經濟的 露出: 이는 換率變動으로 因하여 企業의 未來現金흐름의 純現價(net present value)가 바뀔 可能性을 말한다. 다시 말하면 換率變化가 未來의 賣出額, 價格, 原價 等에 影響을 미쳐서 그 結果로 現金흐름에 變化를 가져와 企業價值가 바뀔 危險인 것이다. 經濟的 露出은 換率變化的 長期의인 效果를 測定하는데 重要하지만 未來 任意時點에서 期待現金흐름을 測定하여야 하기 때문에 主觀的이다. 이처럼 經濟的 露出은 未來現金흐름과 關聯되기 때문에 이에 대한 計劃은 財務, 마아케팅, 生產等 經營 各 部門計劃과 相互關聯下에 綜合的으로 樹立되어야 한다. 한편 經

11) Current rate method는 closing rate method, temporal method는 historic rate method, current/noncurrent method는 working capital method라고도 함.

12) Ibid., pp. 160-161.

濟的 諸出에서는豫想되는 換率變動은考慮치 않는데, 이는經營者나投資家 모두가未來에期待되는營業成果나企業價值의評價에豫想되는換率變動을 이미勘案하였기 때문이다. 우선經營者の立場에서 볼 때에,豫想되는換率變化는財務諸表에反映되어 있다.例를 들면均衡狀態下에서는先物換率(forward rate)이未來現物換率(future spot rate)의不偏推定值(an unbiased estimator)로使用될 수 있으므로,營業豫算編成時에現物換率이不變이라고假定할 것이 아니라先物換率을 使用하는 것이다. 물론先物換率이未來現物換率에 대해不偏推定值라고斷定할 수는 없으며 단지他方法에比해比較的不偏推定值로서近似하다고 할 수 있겠다.¹³⁾ 한편投資家의立場에서 보면外換市場이效率的市場(efficient market)이라 할 때에換率에影響을 미칠 수 있는情報은即時傳達되어企業價值에反映되어버린다. 따라서豫想밖의換率變動이있던가外換市場이非效率的市場(inefficient market)일 경우에만換率變動이企業價值에影響을 미친다고보는 것이다.

나. 換露出의 测定과 管理

海外事業을營爲하는 경우換率變動으로惹起되는海外子會社의資產 및負債의實質價值를把握하기爲해서는換危險을 어느時點에서, 어느項目을, 누구의觀點에서, 어떤種類의換率로算定할 것인가가重要的問題이다. 왜냐하면 보는觀點과期間에 따라換露出의크기와方向이달라지기때문이다. 앞에서살펴보았듯이會計의露出의換算方法에 따라換算하여야 할項目이差異가있어換露出額의크기도相異하게된다. 이를方法에 따라差異가나는項目을나타내면 다음과 같다.

換算方法에 따른換露出項目의 差異點

B/S 項 目	現行換率法	貨幣／非貨幣法	流動／非流動法
在庫資產	露出됨	露出되지 않음	露出됨
純固定資產	"	"	露出되지 않음
長期負債	"	露出됨	"

우리나라는現在企業會計基準에따라換算方法으로貨幣／非貨幣法을適用하고있으며貨幣性項目에서發生하는換算差額은原則적으로當期損益으로處理한다. 다만長期外貨債權 및債務에대한臨時巨額의外貨評價損益은評價利益의경우換率調整貸하는移延負債로處理했다가5年以

13) George Feiger and Bertrand Jacquillat, International Finance: Text and Cases, Allyn and Bacon, Inc., 1982, pp. 177-180.

내에 定額還入하여야 하며, 評價損失은 換率調整借라는 移延產資으로 處理할 수 있도록 하였다.

FASB # 52에 依해 現行換率法을 採擇한 美國은 實現되지 않은 換算差損益은 株主持分과는 別途의 計定으로 處理하였다가 實際로 換差損益이 確定되었을 때에 當該年度 損益으로 處理한다. 한 편 FASB # 52는 機能通貨 (functional currency)와 報告通貨 (reporting currency)의 概念을 導入함으로써 海外事業活動을 母企業의 報告通貨로 測定할 경우에만 換率變動으로 因한 損益의 變化可能性 即 會計的露出이 있는 것으로 하였다. 여기에서 機能通貨란 海外 子會社가 現地에서 完全히 獨立的으로 事業活動을 하며, 大部分의 去來도 現地通貨로 이루어 질 때에 이러한 外國通貨를 말한다. 만약 海外子會社가 母企業活動의 延長에 지나지 않거나 大部分의 去來를 美國과 한다면 「달러」貨가 機能通貨로 使用될 수 있다. 이에 反해 報告通貨는 母企業의 財務諸表를 作成하기 為해서 使用하는 通貨로 普通 母國通貨이다. 機能通貨概念을 通한 換算過程을 表示하면 다음과 같다.

海外事業活動의 報告通貨로 換算過程

(1) 海外子會社의 資產, 負債 및 收益, 費用項目

→(現地國의 會計原則에 따라 主去來通貨인 機能通貨로 換算)

(2) 機能通貨로 表示된 財務諸表

→(財務諸表의 各項目을 現行換率法에 依해 本國通貨로 換算)

(3) 母企業의 本國通貨 即 報告通貨表示 財務諸表 作成

이 以外에도 FASB # 52는 3年間 累計로 100%以上 끼는 高인플레이션 國家에서 事業活動을 하는 美國企業의 海外子會社에 對해서는 財務諸表의 各項目을 報告通貨로 再測定하여 當初의 機能通貨로 逆換算함으로써 財務諸表를 調整할 수 있게 하였다. 이때에 B/S의 非貨幣性項目에 對해서는 歷史的換率을 利用하여 調整하게 된다. 이와 같은 換算方法의 變化는 海外事業活動의 變化에 따른 새로운 傾向으로 볼 수 있겠다.

以上에서는 會計的露出의 認識과 對象項目을 살펴 보았다. 그러면 換露出의 認識時點과 測定方法을 알아보기로 하겠다.

換露出의 認識時期는 露出의 種類에 따라 相異하다. 會計的露出은 過去로부터 換率變更直前까지 이루어진 去來를 現在에 測定하는 過程에서 發生하므로 決算日과 같은 一定時點에서 換危險을 認識하게 된다. 이에 反해 去來의 露出과 經濟的露出은 企業의 營業活動上 期間概念으로 換危險을 認識하게 된다. 即 去來의 露出은 外貨表示 貿易去來나 金融去來가 이루어진 時點과 代金의 決濟가 이

루어지는 時點 사이에 換率이 變動함으로써 認識되고, 經濟的露出은 換率變動 以後의 現金흐름變化로 認識된다. 이와같이 認識된 換露出의 크기는 다음과 같이 測定할 수 있다. 稅後 (after-tax) 基準으로 會計的露出額과 經濟的露出額의 크기를 算定하는 式으로 이에 갈음코자 한다.

○ 會計的露出額

(i) 海外子會社의 現地通貨換露出額

$$\text{稅前換露出額} \times \frac{\text{露出通貨와의 現物換率}}{\text{現地通貨와의 現物換率}} \times \text{現地國稅率}$$

(ii) 海外子會社의 母國通貨換露出額

$$\text{稅前換露出額} \times \frac{\text{現地國稅率}}{\text{現地通貨와의 現物換率}}$$

○ 經濟的露出額

(i) 海外子會社의 現地通貨換露出額

$$\text{稅前換露出額} \times \frac{\text{露出通貨와의 現物換率}}{\text{現地通貨와의 現物換率}} \times (1 - \text{現地國稅率})$$

(ii) 海外子會社의 母國通貨換露出額

$$\text{稅前換露出額} \times \frac{(1 - \text{現地國稅率})}{\text{現地通貨와의 現物換率}}$$

이와같이 海外事業에 따른 換露出이 測定되면 企業經營者는 換率變動을豫測하고 이어서 換率變動으로 因한 換危險을 最小化하거나 換差益을 極大化하기 위한 어떤 對策을 세워야 한다. 換露出管理에 對한 企業의 態度는 企業目標에 따라 다르게 나타난다. 만약 企業의 目標가 長期的인 株主富의 極大化에 있다면 經濟的露出에 對한 對應策을 마련하는 것이 가장 重要할 것이다. 왜냐하면 換率變動이 未來現金흐름에 影響을 미친다고 보기 때문이다. 그러나 短期的으로 稅後 株當純利益을 極大化하는 것이 企業目標라면 去來的露出과 會計的露出에 對한 對應策을 마련하는 것이 重要하다 하겠다. 이처럼 어떠한 換露出을 重視하는가는 經營者의 國際金融市場을 보는 觀點에 따라서도 差異가 난다. 經營者가 國際金融市場이 均衡狀態를 이룬다고 생각하면 去來的露出과 會計的露出을 重點으로 管理할 것이며, 不均衡狀態가 一般的이라고 생각하면 經濟的露出의 管理에 注力할 것이다.

왜냐하면 國際金融市場이 均衡狀態를 이루면 即 效率的市場이라면 長期的으로 보아 購買力平價 (purchasing power parity)나, 國際的피셔效果 (International Fisher Effect)나, 利子率平價 (Interest rate parity)는 모두 成立한다고 할 수 있어도 短期的으로는 이들의 調整過程

에 따른 時差때문에相當한 間隙이 있기 때문이다.

經濟的 露出은 企業이 營業活動이나 資金調達源을 國際的으로 分散多樣化함으로써 效率의 으로 管理할 수 있다. 即 마아케팅 戰略으로는 製品生產, 販賣價格, 流通方法 等을 多樣화하고, 生產戰略에서는 生產Line의 多樣화를 通해 危險을 分散시키거나, 또는 弱勢通貨國으로 부터의 原資材輸入을 擴大하거나 以外에 強勢通貨國에 生產施設을 갖고 있는 경우에는 第三國 組立方案을 模索하는 것 等이다. 資金調達戰略에서는 資金調達市場과 調達通貨를 多樣화시키는 것이다.¹⁴⁾

去來의 露出과 會計의 露出은 先物換헷지 (forward hedge), 資本市場헷지 (money market hedge), 貸借對照表헷지 (B/S hedge), 資金移轉의 時期調節 (leads and lags) 및 「스왑」 (swap)去來의 活用 等으로 最小化시킬 수 있다.¹⁵⁾ 去來의 露出에 대한 對應策으로는 換露出을 커버하지 않고 「오픈·포지션」(open position) 으로 그대로 두는 方法과 先物換市場이나 資本市場에서의 헷징方法이 있으며, 會計의 露出에 대한 對處方案으로는 先物換헷지, B/S헷지, 資本市場헷지 等이 있다. 以下에서는 이러한 對應方法을 簡單히 살펴보기로 하겠다.

① 先物換헷지 : 先物換去來는 將來의 一定時點 또는 一定期間中에 一定한 換率로 外換을 賣却 또는 買入하겠다는 豫約을 하는 것으로 將來 換率變動으로 인한 換危險으로부터 貿易去來나 金融去來를 保護하기 為한 手段이다. 貿易去來의 경우 將來 取得할 輸出代金을 先物換으로 미리 賣却하거나 將來 支給할 輸入代金을 先物換으로 미리 買入하여 둠으로써 輸出入代金의 自國通貨換算率 및 金額을 미리 確定할 수 있게 되고 이에 따라 去來締結日로부터 代金決済時까지의 換率變動에도 不拘하고 換危險을一切 負擔하지 않을 수 있다. 이 方法은 先物換契約과 將來 同契約을 履行할 資金源泉을 마련하는 措置를 包含하고 있다. 이때에 契約을 履行할 資金을 保有하고 있거나 營業活動에 따라 一定時點에서 同資金을 受取하게 되면 支給할 資金과 均衡을 이루게 되어 換危險은 完全히 除去된다. 이러한 Hedge는 "covered" 포지션이 되도록 하며 "perfect" 또는 "square" 라고도 한다. 그러나 先物換契約을 履行할 資金이 確保되지 않았으면 將來 어느 時點의 現物市場에서 外換을 買入하여야 되기 때문에相當한 危險이 뒤따르게 되며, 이를 "open" 또는 "uncovered" 헷지라 한다. 一般的으로 "covered hedge"는 去來의 露出을 保護할 目的에서 "open hedge"는 會計의 露出을 保護하기 為해서 使用된다.

② 資本市場헷지 : 資本市場헷지의 構造도 先物市場헷지와 類似하다. 差異點은 資本市場 헷지의 費用이 利子率 差異에서 決定되는 反面에 先物換헷지의 費用은 先物換率提示 (Quotation)의 機能을 한다. 即 先物換 premium 또는 discount 幅을 策定하는 基準이다. 앞에서도 言及하였지만 國際金融市場이 效率的 市場이라면 金利平價理論에 依해 이 두가지 費用 即 利子率의 差異와 先物換割增 또는 割引과는 같게 된다. 그러나 市場이 效率的이라고 斷定할 수는 없다. 또한 金

(14) D.K. Eiteman and A.I. Stonehill, op. cit., pp. 195-199.

(15) Ibid., pp. 200-227.

利平價理論의 有效性에 대한 實證的인 研究 結果들은 利子率差異와 先物換割增 또는 割引과의 사이에 持續的이면서 意味 있는 間隙이 있어 先物換率 決定要因으로 어떤 追加의인 變數가 介在되어야 함을 나타내고 있다. 이 方法도 先物換匯지와 마찬가지로 loan agreement라는 契約과 同契約을 履行할 資金源泉을 마련하는 措置를 包含하고 있다. 企業은 1個通貨表示로 借入을 하여 同借入 代錢을 餘他通貨로 轉換(現物換時勢로 賣却) 시켜 投資對象國의 財政證券等에 投資活用하는데 先物換匯지와 마찬가지로 契約을 履行할 資金을 保有하고 있거나 營業活動에 따라 將來受取하게 될 때에는 "covered" 햇지이고, 資金이 確保되어 있지 않을 때에는 "uncovered" 햇지라고 한다.

③ B/S 햇지 : B/S 上의 特定 外貨表示 貨幣性 資產과 負債가 可能한限 同一水準 即 square position이 되도록 運營하는 것이다. B/S 햇지는 보통 會計的 露出을 除去하기 為해서 使用하나 去來의 露出과 經濟的 露出을 相殺하기 為해서도 利用한다. 이 方法에서 換算方法으로 貨幣／非貨幣法을 使用하려면 貨幣性 負債를 貨幣性 資產과 同水準이 되도록 하여야 한다. 그러나 換算方法으로 現行換率法을 使用하면 完全한 B/S 햇지는 不可能하게 된다. 왜냐하면 모든 資產이 換露出 狀態에 있는 것으로 보기 때문에 負債가 資產과 같을 때까지 增加되어야 한다. 따라서 이 경우에는 B/S 햇지 方法으로 換露出의 一部밖에 除去할 수 없다.

④ 資金移轉의 時期調節 : 이는 母企業과 海外子會社間의 輸出入代金等 資金受給의 決濟期間을 人為의으로 調整하여 輸入代金等 支給資金을 先拂(leads)하거나 輸出代金等 領收資金의 推尋을 遲延(lags)시키는 方法으로 賣買當事者間에는 利害關係의 對立이 생길 수 있으므로 普通 group 内部經營技法으로 利用된다. 이 方法은 換露出管理 以外에 海外子會社의 流動性 및 收益性에도 큰 影響을 미치기 때문에 子會社와의 緊密한 協助가 있어야 하며 아울러 子會社의 實績評價를 利子支給前 基準으로 하던가 또는 關聯 利子該當額을 子會社에 分配하던가 하여야 한다. 또한 海外子會社의 現地人 株主나 通貨當局과의 摩擦이 있을 可能性도 留意하여야 한다.

⑤ 「스왑」去來의 活用 : 「스왑」去來란 特定通貨의 還買條件附 賣買去來를 말한다. 即 同一當事者間에 特定通貨의 一定金額을 現物換 또는 先物換으로 賣却함과 同時に 決濟日을 달리하는 同一金額의 先物換을 再買入하기로 미리 約定한 去來로서 現物換去來와 先物換去來를 併行한 外換去來方式이다. 「스왑」去來는 賣却時點의 現物換率을 基準率로 하여 特定通貨를 賣却함과 同時に 再買入함으로써 賣買時點의 差異로 蒼起될 수 있는 換危險을 事前에 排除할 수 있다. 「스왑」去來의 形態로는 "covered interest arbitrage", "back-to-back (또는 parallel) loans," 「通貨스왑」(currency swap) 및 「信用스왑」(credit swap)等을 들 수 있다. 이러한 形態에 대해 簡單히 分說하면 다음과 같다.

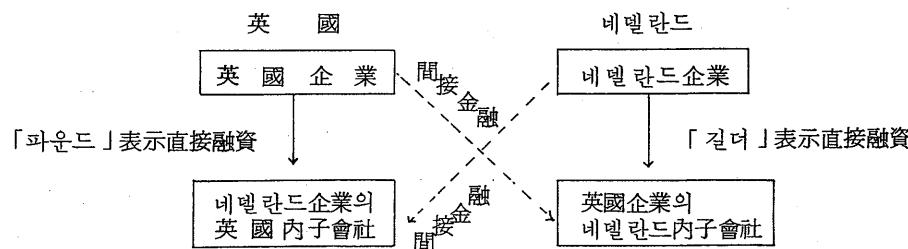
ⓐ "covered interest arbitrage" : 金利裁定去來(interest arbitrage)란 先物換率과 兩國間의 短期金利差를 比較하여 그 差益을 얻기 위한 金利差益去來를 말하며 先物換커버가 되었을 때 "covered interest arbitrage"라고 한다. 다시 말하면 金利裁定去來時에는 實質

利子率을 事前에 確定하기 為하여 先物換去來 또는 「스왑」去來(大部分 「스왑」去來)를 通하여 高金利通貨의 現物換 買入과 同時に 先物換으로 미리 賣却하여 두는데 이를 말하는 것이다. 이는 각 國의 인플레이션率이 그 나라의 名目上利子率에 다시 影響을 미친다는 피셔效果(Fisher effect)를 根據로 하고 있다.

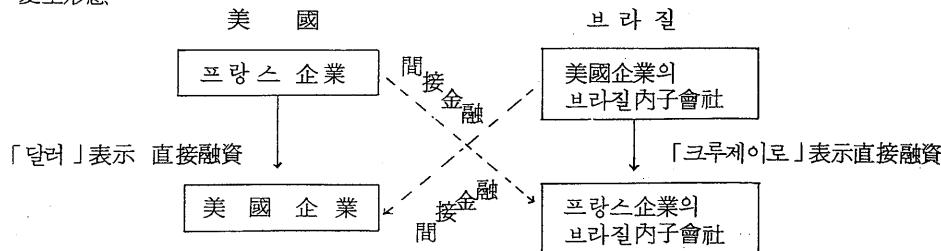
④ 平行融資 (back-to-back, or parallel loans) : 이는 2個의 母企業이 각各 相對方會社의 海外子會社에 對해 現地通貨로 同額의 融資를 하여주는 方法으로 外換統制나 通貨當局의 規制로 「스왑」이 禁止되어 있는 國家에서 利用한다. 平行融資의 特徵으로는 (i) 2件의 個別的인 融資契約이 相計條項으로 連結되어 있어 關係當事者中一方이 債務를 履行할 경우 相對方은 借款의 償還을 免除받으며 (ii) 借款期間中 換率變動이 急激할 경우 Topping-up Clause를 設定하고 (iii) 償還期間은 5年에서 15年이 普通이며 滿期에 一時償還한다. 이러한 平行融資의 構造를 圖表로 보면 다음과 같다.¹⁶⁾

平行融資의 構造

- 基本形態 :



- 變型形態 :



16) Ibid., p.220.

(b) 通貨「스왑」: 이는 對象金額이 B/S 上에 表記되지 않고 金利가 記載되지 않는 點以外에는 平行融資와 同一하며, 一般的으로 一國이 相對國에 比해 高金利일 경우에는 利差補償條로 flat fee 를 賦課한다.

(c) 信用「스왑」: 一國의 企業이 他國의 企業 또는 銀行 (普通 中央銀行) 과 未來 一定時點에서 原狀回復을前提로 한 通貨交換協定을 맺는 것이다. 이러한 信用「스왑」은 換危險을排除하기 為하여 商業銀行間에 또는 商業銀行과 中央銀行間에는 오래전부터 利用되어 왔었다. 그러나 企業과 銀行間에 信用「스왑」이 이루어진 것은 最近의 일이다. 이 方法이 特히 注目을 끌게 된 것은 2次大戰以後 美國企業의 海外直接投資가 急增하면서 海外子會社들이 弱勢通貨國에서 事業遂行을 為한 資金을 現地通貨로 調達하면서 부터이다. 企業은 弱勢通貨國에서 現地通貨調達에 따른 換危險을 極小化하기 為한 手段으로 信用「스왑」을 利用하게 되었다.

以上에서 換危險의 認識과 測定方法을 살펴본 後에 換危險을 極小化하기 為한 企業의 對應策을 알아 보았다. 企業은 이러한 여러가지 對應方法中 가장 適切하다고 判斷되는 方法을 스스로決定해야 한다.

그간 우리나라 企業들은 換率變動이 海外事業活動에 큰 影響을 미친다는 것을 實感하였으며相當한 打擊을 입은 企業들도 있었다. 더구나 海外事業의 規模가 커지고 去來가 急增하고 있는 우리나라로서 換危險管理는 企業의 財務擔當者에게 賦課된 가장 重要하면서도 어려운 課題中에 하나라 하겠다. 海外事業推進을 為한 投資案의 經濟性分析時에도 換危險의 測定과 管理方法이 마련되어야만 그에 따른 影響을勘案하여 客觀的인 效果測定을 할 수 있으며 또한 最適代案을 찾을 수도 있는 것이다. 그러면 앞 章에서 살펴본 政治的危險과 이 章에서 考察한 換危險을勘案한 海外事業評價方法을 다음 章에서 알아 보기로 하겠다.

III. 海外直接投資의 評價

비록 特定國家에 對한 直接投資가 戰略的, 行動的, 經濟的 動機의 複合的인 結合에 依해 決定된다 하더라도, 投資事業의 規模나 形態 및 資金調達方法 等은 割引現金흐름 (discounted cash flow) 을 基礎로 한 財務分析에 따라 이루어져야 한다. 即 投資로 因해 未來에 期待되는 現金흐름을 推定하고 이를 評價하여야 한다. 이러한 資本豫算의 遂行過程은 海外事業의 경우에도 基本의 原則이나 順序는 國內事業의 경우와 같다. 그러나 母企業과 海外子會社의 事業環境이 달라서 負擔하게 되는 危險인 政治的危險 (political risk) 과 換危險 (foreign exchange risk)이 追加의

으로 考慮되어야 하기 때문에, 現金흐름의 測定과 評價는 國內에서 보다 훨씬 複雜하고 不確實해 진다. 以下에서는 이러한 海外資本豫算 遂行過程을 살펴보고자 한다.

1. 現金흐름의 測定과 評價

現金흐름을 測定하는 데 지켜야 할 세가지 一般原則은 (i) 現金흐름만이 適切한 基準이다. (ii) 現金흐름은 恒常 增分基準 (incremental basis) 으로 推定하여야 한다. (iii) 인플레이션을 一貫性 있게 考慮하여야 한다는 것이다.¹⁷⁾ 이러한 原則은 海外投資의 現金흐름을 測定하는 경우에도 지켜야 한다. 이 以外에 海外事業은 母企業과 海外子會社의 어느편에서 現金흐름을 보는가에 따라 現金流出入項目에 差異가 나게 된다. 母企業의 立場에서 보았을 때 現金流入 (cash inflow)項目은 配當金, 利子, 技術 및 經營管理代價, 原料나 施設財의 販賣로부터 發生하는 超過利潤, 輸出에서 發生하는 超過利潤 等이며, 現金流出 (cash outflow)項目은 最初投資額과 追加投資額 및 融資額等이다.

이와 같은 現金흐름의 差異는 母企業과 海外子會社 (特定投資事業)의 現金흐름을 營業現金흐름 (operating cash flow) 으로 把握치 않고 財務現金흐름 (financial cash flow) 으로 把握한 데서 起因한다. 그러나 現地國이 外國企業의 本國送金을 制限하거나 强制로 再投資하도록 하는 경우를 除外하고는 營業現金흐름과 財務現金흐름은 同一하기 때문에 큰 差異는 없다고 하겠다.

따라서 母企業의 立場에서 現金흐름을 測定하고 이어 海外子會社 (特定投資事業)의 立場에서도 現金흐름을 測定하여 이들을 綜合評價하여야 한다. 最近에 美國의 156個 多國籍企業을 對象으로 調查한 바에 依하면 調查對象企業中 42%가 海外子會社의 立場에서 現金흐름을 評價하고 있고, 21%는 母企業의 立場에서, 나머지 37%는 兩側의 立場을 모두勘案하여 現金흐름을 評價하는 것으로 나타났다.¹⁸⁾

이러한 現金흐름은 海外事業에 隨伴되는 政治的 危險과 換危險을 考慮하느냐 하지 않느냐에 따라 크게 달라진다. 投資의 妥當性分析時에 이러한 危險은 반드시 反映되어야 하나 反映方法에 따라相當한 差異가 나므로 現金흐름評價에 慎重을 期하여야 한다.

一般的으로 海外資本豫算樹立에서 投資案의 危險을 反映하는 方法으로는 現金흐름을 調整하는 方法과 割引率 (discount rate) 을 調整하는 方法이 있다. 危險을勘案한 現金흐름을 測定하는 方法으로는 (i) 確實性等價係數 (certainty-equivalent coefficient)로 現金흐름을 縮小 調整하는

(17) Richard Brealey & Stewart Myers, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Book Company, 1981, p. 83.

(18) Vinod B. Bavishi, "Capital Budgeting Practices at Multinationals", *Management Accounting*, August 1981, p. 34.

方法 (ii) 現金흐름의 確率分布를 考慮한 意思決定樹接近方法 (decision tree approach) (iii) 期待收益의 分散 (dispersion) 으로 測定하는 方法 (iv) 假想시나리오 ("What if" Scenarios)에 따라 시뮬레이션 (simulation) 을 하는 方法 等을 생각할 수 있다.

그러나 國內投資에서 考慮하여야 할 經營危險이나 財務危險의 測定보다 海外事業에만 隨伴되는 政治的 危險이나 換危險을 投資評價時에 反映하는 일은 어렵고도 힘든 일이다. 따라서 海外事業을 推進하는 企業들은 大部分 假想시나리오에 따라 政治的 危險과 換危險의 發生으로 純現價와 收益이 어떻게 變하는가를 시뮬레이션하여 危險에 對한 敏感度를 調査하는 方法 (sensitivity analysis) 을 利用하고 있다.

이러한 敏感度分析을 政治的 危險과 換危險으로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 政治的 危險 程度에 따라 純現金흐름의 變化를 把握하는 것이다. 이 경우 (i) 配當金 等 部分의 資金移轉制限 (ii) 配當金 및 技術經營代價 等 全般的인 資金移轉制限 (iii) 強制收用 (expropriation) 等으로 區分하여 各 경우에 投資事業의 收益率을 計算하여 投資決定을 하는 것이다. 強制收用의 경우에는 다음과 같은 세 가지 要因 ① 強制收用後 언제, 어느 만큼의 补償을 해 줄 것인가. ② 現地國에서 借入한 金額은 얼마나 되는가 ③ 強制收用이라는 海外事業의 損失에 對해 本國에서 얼마나 稅金을 減免해 주는가 (tax shield) ④ 強制收用後의 現金흐름價值 等을勘案하여야 한다.

둘째, 換危險에 따른 純現金흐름 變化를 分析한다. 이 경우 換危險敏感度模型을 利用할 수 있다. 換危險을 發生시키는 敏感한 變數로는 (i) 購買力平價 (purchasing power parity) (ii) 市場競爭構造 (iii) 需要의 價格彈力性 等이다. 이에 反해 母企業의 立場에서 볼 때 稅率, 技術 및 經營管理代價, 母企業으로 부터 輸入한 物品의 變動費 等은 敏感하지 않은 것으로 본다. 이러한 變數는 狀況에 따라 變更될 수 있다. 重要한 것은 어떠한 模型이라도 實際로 簡單하게 利用할 수 있기 為해서는 模型의 單純화가 必要하다는 것이다. 그러면 單純화시킨 換危險敏感度模型을 알아 보기로 하겠다.

換危險敏感度模型

<例示> ① 美國企業이 프랑스와 EEC를 對象으로 營業活動을 하기 為해 프랑스에 子會社를 設立한 경우 母企業 立場에서 본 現金흐름임.

○ 算式

$$\textcircled{1} \quad \text{純現金流入 } U\$t = \text{總「달러」流入 } U\$t - \text{總「달러」流出 } U\$t$$

$$\textcircled{2} \quad \text{總「달러」流入 } U\$t = \frac{T \cdot (1+L) \cdot (UF \times PF + UEEC \times PEEC \times FF / EEC) + T \cdot D}{FF / U\$}$$

$$\text{總「달러」流出 } U\$t = \frac{T \cdot (UF + UEEC) \cdot VCUF + T \cdot S \cdot (1+g)^t}{FF / U\$} + T \cdot (UF + UEEC) \cdot VCUUS$$

T : 稅率(프랑스), L : 技術代價料率(技術代價／總收益), D : 減價償却費
UF : 프랑스賣出量, VCUF : 프랑스에서 單位當變動費(FF)
UEEC : EEC 賣出量, VCUUS : 美國에서 單位當變動費(U\$)
PF : 프랑스單價(FF), S : 販賣 및 一般管理費, g : 販賣 및 一般管理費成長率
PEEC : EEC 單價(EEC 域內 共通通貨單位), t : 時期

이와같이 現金흐름이 測定되면 다음에는 資本費用을 求하여야 한다. 資本費用(cost of capital)으로 割引하여 純現價를 求하거나, 資本費用과 内部收益率(Internal rate of return)을 比較하여 意思決定을 할 수 있기 때문이다. 그러나 資本費用의 計算은 國內事業의 경우에도 많은 問題點이 있으며,¹⁹⁾ 海外事業의 경우에는 더구나 追加的인 問題點이 있어 正確한 算出이란 不可能하다. 一般的으로 母企業의 立場에서는 國內의 資本費用을 그대로 使用하고, 海外子會社의 立場에서는 子會社의 資本構造를勘案한 加重平均資本費用(weighted average cost of capital)을 計算하여 使用한다.²⁰⁾

2. 評價의 問題點 및 企業의 意思決定

以上에서 海外事業의 評價過程을 살펴보았다. 이러한 評價方法에는 事實 많은 問題點도 있다. 우선 海外事業의 現金흐름을 正確히 測定할 수 없다는 것이다. 다음으로 現金흐름을 評價하기 為한 資本費用의 計算이 어렵다는 것이다. 이以外에도 많은 問題點이 있지만 이러한 問題點 때문에 客觀的인 投資評價의 努力を 抛棄할 수는 없는 것이다. 現在 우리나라 企業中에서 이러한 投資評價method을 活用하는 企業은 거의 없는 實情이다. 그러나 資源開發 等一部 大規模投資의 경우에 外國의 專門用役會社들이 事業性分析을 割引現金 號率方法에 依해 하였음을 볼 수 있었다. 이제 海外事業評價를 為한 企業自體의 專門的 組織과 보다合理的인 評價method을 模索해야 할 때이다.

IV. 結 言

'70年代 以後 輸出의 急伸張으로 企業活動이 國內市場에서 海外市場으로 急激히 擴大되면서 부터 企業의 國際化 推進이 우리나라 企業의 重要한 經營戰略으로 登場하였다. '75年에 胎動한 綜合貿易商社를 비롯하여 多數의 貿易商社들이 다투어 海外에 現地法人을 設立하였고, 最近에 이르러서는

19) 이에 對하여는拙稿“企業의 資本費用 資本構造決定에 関한 研究,” 產業研究, 檀國大 產業研究所, 1983, pp. 67~89.

(20) D.K. Eiteman and A.I. Stoenhill, op. cit., pp. 434-476.

製造業과 資源開發輸入 部門에 까지相當한 投資가 이루어지고 있어 投資增加는 勿論 投資「패턴」의 變化兆朕을豫想할 수 있겠다. 韓國의 經濟環境에서 持續的인 輸出增大와 不足資源의 安定의 確保라는 戰略的動機에서도 이러한 海外直接投資는 繼續增加되어야 할 것이다. 더불어 先進國에 偏重된 貿易業為主의 投資에서 資源이 豐富하고 潛在市場이 큰 後發開途國으로漸次 投資를 擴大하여 地域의 多邊化와 業種의 多樣화를 期하여야 하겠다. 그러나 直接投資의 經驗이 日淺하고, 더우기 投資環境도 좋지 않은 後發開途國에 投資를 할 경우 事前에 徹底한 投資環境分析과 아울러 事業性分析를 하여야 한다는 것은 再論의 餘地가 없다 하겠다. 따라서 海外事業에서 當面하는 諸危險을 分析·評價하고, 이를勘案한 投資事業의 經濟性分析이 보다 重要하게 되었다.

이와 같은 必要性에서 지금까지 海外事業에만 獨特하게 隨伴되는 政治的危險 (political risk)과 換危險 (foreign exchange risk)에 對한 認識과 分析方法을 살펴보았고 더불어 이러한 危險에 企業이 對應하는 方策을 模索하여 보았다. 여기에서 企業의 對應策 模索은 投資案의 經濟性 analysis과는 別로 聯關이 없다고도 할 수 있으나 두가지 側面에서 이를 插入하였다. 우선 海外에서 當面하는 危險을 體系的으로 整理하여 보자는 것이었다. 다음은 이러한 對應策 마련에도 費用이 投入되므로 投資事業의 現金흐름에 影響을 미칠 수 있고, 또한 對應 method如何에 따라 現金흐름의 速度가 加速化될 수도 遲延될 수도 있다는 것이다. 이以外에 直接投資가 主로 戰略的動機에서 이루어지기 때문에 危險의 測定과 더불어 對應策 마련이 무엇보다 重要하다는 觀點에서 였다. 그러나 本稿의 目的이, 비록 戰略的動機에서 投資가 이루어지더라도 特定事業의 經濟性 analysis이 必須의 임을 認識하고 보다 精緻한 投資評價方法을 模索하는 것이므로, 事業性 analysis을 為해서는 對應方案部分을 看過함으로써 危險의 測定과 이를勘案한 投資評價로 連結된다고 하겠다.

危險을勘案한 投資評價方法으로 定型的인 것은 없으나, 危險의 發生形態에 따라 純現價나 收益率이 變하는 程度를 分析하여 投資決定를 하는 方法이 쉽게 利用할 수 있어 많이 使用되고 있다. 이러한 敏感度分析 (sensitivity analysis)에 依한 政治的危險과 換危險 分析은 他方法과 比較할 때 比較的合理的이고 實用性이 있어, 海外事業을 推進하는 우리나라 企業들도 投資의 妥當性 分析時에 이方法을 幅넓게 利用하는 것이 좋다고 본다. 이러한 危險의 分析과 事業性評價는 全社的 國際經營戰略下에서 이루어져야 하며, 危險의 過小評價로 損失을 입거나 誇大評價로 事業機會를 壓失하지 않도록 客觀的인 立場에서 分析하고 評價하도록 하여야 한다.