

외환파생상품 계약위험에 대한 설명효과

박 광 배[†] 오 영 록 표 지 민
충북대학교

본 연구는 대학원 이상의 고학력을 가진 30-40대 일반인들이 외환파생상품의 특성에 대한 은행의 서면설명을 보고 상품의 위험을 충분히 이해할 수 있는지, 그 위험에 대해서 오해할 소지가 없는지를 파악하기 위한 것이다. 이를 위하여 동일한 내용과 조건의 외환파생상품 계약에 대한 각기 다른 설명을 읽은 참가자들이 계약내용과 조건을 정확히 이해한 정도를 객관적으로 측정하였고, 은행과 계약을 체결할 것인지의 여부를 결정토록 하였다. 계약위험, 환위험, 환위험 헤징을 포함하는 자세한 상품설명은 계약조건 중에서 환위험과 관련된 부분(환율이 하락하는 경우의 계약조건)을 고객이 이해하는데 도움이 되지만, 정작 계약이 초래하는 위험(환율이 상승하는 경우의 계약조건)에 대해서는, 상품설명이 전혀 없는 경우와 비교해서, 아무런 도움이 되지 않았다. 계약위험에 대한 언급이 누락된 상품설명이 주어진 조건에서는 심지어 상품에 대한 설명이 전혀 없는 조건보다도 상품특성에 대한 이해가 더 정확해지는 경향을 보여서, 계약위험에 대한 언급이 부재한 상품설명은 계약위험에 대한 오해를 유발할 개연성이 있음이 시사되었다. 또한 계약위험과 환위험에 대한 이해가 부정확할 수록 은행의 외환파생상품 제안에 동의할 가능성이 높아졌다.

주요어 : 외환파생상품, 계약결정, 계약위험, 계약설명, 숙지된 동의

[†] 교신저자 : 박광배 충북대학교 심리학과
Tel : 043-261-2195, E-mail : kwangbai@chungbuk.ac.kr

서론

금융파생상품(financial derivative)은 기축통화, 종합주가, 금 등의 보다 더 근원적인 가치로부터 파생되는 위험이 불확실성 속에서 투기적으로 거래되는 금융계약이다(Das, 2006; 이의경, 2005; Rescher, 1983). ‘불확실성’(uncertainty)이란 정보의 부재나 모호성을 의미하고, ‘투기’(speculation)란 이익을 추구하거나 혹은 특정 위험을 회피하기 위해 다른 위험이 수반되는 방법을 모험적으로 선택하는 것을 말한다. 예를 들어, 명성을 위하여 에베레스트 정상을 산소 없이 등반하거나, 화재가 난 10층 아파트 베란다에서 불길을 피하여 뛰어내리는 것은 공히 투기다. 목적을 달성하기 위하여 수단(행위)에 수반되는 위험을 무릅쓰는 점에서 두 가지 예는 모두 투기지만, 그러한 투기행위를 추동하는 심리적 기제는 매우 다를 수 있다. 명성을 얻으려는 등산가와 불길을 피하려는 사람은 절박함이 다르듯이, 이익추구를 위한 투기와 위험회피를 위한 투기는 질적으로 매우 다른 심리적 동기에 의해서 추동된다.

Kahneman & Tversky(1979)의 전망이론(prospect theory)에 의하면 이익에 대한 전망과 손해에 대한 전망이 초래하는 심리적 충격은 서로 대칭이 아니다. 이익이 초래하는 기쁨보다 같은 양의 손해가 초래하는 고통이 훨씬 크다. 예를 들어, 길에서 10만원을 주었을 때 느끼는 기쁨보다 10만원을 길에서 분실했을 때 느끼는 고통이 훨씬 크다. 이익이 초래하는 기쁨보다 손해가 초래하는 고통이 더 크기 때문에(Lopez, 1987; Maule, 1995; Mellers, Schwartz, & Ritov, 1999), 이익에 대한 전망이 있을 때 그 이익을 실현하려는 동기보다 손해

에 대한 전망이 있을 때 그 손해를 회피하려는 동기가 더 절박하다. 그러한 이유로, 사람들은 이익추구에 동기화되었을 때는 그 이익을 실현하기 위해 모험적인 투기행위를 쉽게 하지 않지만, 손해회피에 동기화되었을 때는 손해를 회피하기 위한 모험적인 투기행위를 쉽게 감행한다(Tversky & Kahneman, 1981).

많은 금융파생상품들의 계약과 거래는 이익추구 동기를 일차적으로 전제하는 주식, 펀드, 채권 등의 증권(security) 거래와는 매우 다른 심리적 기제에 기초한다. 파생상품들 중 외환파생상품(통화옵션상품)은 환위험¹⁾을 회피(hedging) 하려는 동기를 가진 고객에게 판매되는 금융상품이다. 전망이론(prospect theory)에 의하면, 이익추구 동기는 확실한(안전한) 선택을 강화하고, 위험회피 동기는 불확실한(위험한) 선택을 강화할 수 있다. 따라서 외환파생상품 계약의 전제가 되는 위험회피(risk aversion) 동기는 불확실성에 의존하는 투기(speculation) 혹은 모험적 선택을 조장하기 쉽다. 이익추구 동기를 전제하는 증권거래와는 달리, 위험회피 동기를 기본적으로 전제하는 외환파생상품은 환율변동에 따른 잠재적 손실을 회피하기 위해 불확실성에 기대하는 고객의 모험심을 이용하여 운용된다. 환위험을 회피하려는 동기에 의해 투기에 대한 역치가 저하되어 있는 고객의 심리적 역동에 기초해서 운용되는 외환파생상품은 고객이 회피하려는 환위험을 계약이 창조하는 새로운 위험과 맞교환하는 소위 ‘위험거래’(risk trading)다.²⁾

- 1) 외환시장의 환율변동에 따라 외환을 보유한 사람에게 저절로 발생하는 재정손실 위험
- 2) 예를 들어, 미국달러를 보유한 수출기업의 경우, 미국달러의 대 한화 환율이 하락하면 자산의 손실이 발생하고, 환율이 상승하면 자산의 이익이

외환파생상품을 계약하는 고객은 환위험과 불안을 회피하기 위해 계약하는 것인데, 만약 그 상품 계약 자체가 환위험과는 다른 새로운 위험(계약위험)을 내포하고, 계약에 내포된 위험이 환위험보다 잠재적으로 더 심각하거나 크다면,³⁾ 외환파생상품은 시장질서와 경제행위의 예측가능성을 교란할 가능성이 높다.⁴⁾ 이러한 이유로 Warren Buffet(2002, p.15)은 파생상품을 “감추어져 있지만 잠재적으로 치명적인 위험을 수반하는 대량살상 금융무기”⁵⁾라고 지칭하였다. 외환파생상품에 대한 우려는 금융시장의 투기성과 불안정성을 확산할 수 있다는 것인데(Dodd, 2002a, 2002b), 이러한 우려가 제기되는 이유는 사람들의 위험회피 동기를 이용하는 기회주의적 금융공학이 이익 추구 동기를 전제하는 증권거래 등과 제도적,

법적으로 구별되지 않고, 동일한 자유시장행위로 취급되기 때문이다.⁶⁾

발생한다. 그러한 기업이 외환파생상품을 계약하면, 계약을 하지 않았을 때와는 반대로, 환율이 하락할 때 계약에 의해 이익이 발생(hedging)하고, 환율이 상승할 때 계약에 의해 손실이 발생한다. 따라서 그러한 외환파생상품은 손실위험을 맞교환하는 거래다.

- 3) 외환을 보유한 사람은 환율이 하락하면 환위험에 노출되지만, 그때 외환을 시장에서 매도하지 않으면 그 환위험이 실제로 실현되지 않는다. 반면, 외환파생상품을 계약하면 강제성이 수반되므로 계약위험이 도래하는 상황이 생기면 그 위험이 그대로 실현된다.
- 4) 금융파생상품의 가치를 평가하는 방법에 관한 연구업적을 인정받아 노벨 경제학상을 수상한 Robert Merton과 Myron Sholes가 파트너(이사)로 참여한 투자회사인 Long-Term Capital Management (LTCM)는 파생상품 투자가 원인이 되어 2000년에 파산하였다(Lowenstein, 2000; Stulz, 2005).
- 5) “In my view, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal.”

- 6) 자본주의 금융시장에서의 외환파생상품의 거래나 주식시장에서의 주식거래는 제도적, 법적으로 시장참가자들이 소위 ‘효율적 자본시장 가설’(efficient capital market hypothesis: ECM 가설)에 기초해서 행동한다는 전제에 기초하여 규율되고 통제된다(Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 245-250(1988); Fisher, 2005; Smith, 2007). 효율적 자본시장 가설이란 자본시장에서 참가자 모두 합리적 선택행동을 취하고, 모든 투자대상 자산에 대해서 동일한 기대를 갖고 있으며, 자본시장은 이용 가능한 모든 정보를 즉각적으로 반영하고, 합리적 투자를 위한 정보는 평등하게 분포되어 있다는 가설이다(Fama, 1970). 이 가설은 자본시장에서 다른 전략들에 비해서 항상 더 높은 이익을 창출하는 특정 전략이 발견된 바 없다는 사실에 근거한다(‘효율적’이라는 형용사는 모든 전략들의 성과가 장기적으로 평균적인 성과의 흐름을 중심으로 등락한다는 의미다). 즉, 자유로운 자본시장에서 누구라도 평균적인 사람들보다 더 유리한 위치를 항상 점하지 않는다는 것이다. 그러나 2000년대에 들어 전 세계에서 순환적으로 발생하는 금융위기들은 ECM 가설과 그 근거에 대해서 심각한 회의를 확산시키고 있다. 특히, ECM 가설이 이익추구를 전제하는 시장과 위험회피를 전제하는 시장에 대해서 공히 타당한지는 분명하지 않다. ECM 가설의 가장 강력한 옹호자 중 한 사람인 Eugene Fama도 “정보가 열악한 투자자들에 의해 시장이 교란될 수 있다(poorly informed investors could theoretically lead the market astray.)”고 언급한 것으로 알려졌다 (Hilsenrath, 2004). 즉, 정보의 불균형에 의해 초래되는 참여자들의 비합리성에 의해 ECM 가설이 전제하는 자본시장의 효율성이 교란될 수 있다는 것이다. Tversky & Kahneman(1981)의 전망이론에 의하면, 손해전망을 가진 사람 즉, 위험회피 동기에 의해 자본시장에 참여하는 사람은 정보부재 혹은 불확실성에 대해 모험적인 혹은 성급한 반응을 할 위험이 높기 때문에 가장

하나의 위험을 회피하기 위해 다른 위험을 선택하는 위험거래의 가장 중요한 요소는 ‘정보’다. 외환파생상품의 계약은 외형적으로는 금융시장에서 이루어지는 자유로운 거래 계약이지만, 하나의 위험을 다른 위험과 맞교환하는 위험거래라는 점에서 실질적으로는 증권거래보다 의사의 의료적 처치에 대한 환자의 동의(consent)와 더 가깝다. 예를 들어, 환자가 수술을 받지 않으면 반신마비가 될 가능성이 높고, 수술을 받다가 부작용이 생기면 사망할 가능성이 있을 때, 환자가 수술에 동의하는 것은 하나의 위험을 불확실성을 가진(*i.e.*, 실현될지도 모르는) 다른 위험과 맞교환하는 모험적 투기다. 이러한 투기적 결정이 합리성을 가지기 위해서는 모든 대안들이 가지는 가능한 위험이 당사자에게 단순히 ‘고지’되는 것으로 충분하지 않고, 그러한 위험들이 충분히 ‘숙지’(informed) 되어야 한다.

불안에 기초한 위험회피 동기와 그 동기 때문에 불확실성에 의존하는 심리에 의해 추동되는 계약은 잠재적 위험에 대한 정보가 최대한 노출되는 소위 *uberrimae fidei*(utmost good faith, 最大善意)에 기초해서 이루어져야 한다(Chen, 2009). 외환파생상품의 계약에도 동일한 원칙이 적용되고, 그 상품 자체에 내포된 잠재적 계약위험이 계약당사자에게 최대한 노출되고, 충분히 숙지되는 것이 중요하다.

본 연구의 목적은 외환파생상품을 은행과 계약하는 고객이 그 상품의 특성에 관한 은행 측의 서면 고지(설명)를 보고, 그러한 설명이 전혀 없거나 피상적인 설명만 주어지는 경우에 비해서 은행이 제안하는 외환파생상품의 특성과 계약위험을 충분히 이해할 수 있는지

를 파악하기 위한 것이다.

문 제

외환파생상품은 외환시장에서 환율이 소폭 하락하는 경우에 고객이 시장 환율보다 비싼 가격으로 미국달러를 은행에 매도하여 환율 하락에 의한 ‘환위험’을 회피(헤징) 할 수 있는 상품이다. 반면, 외환시장에서 환율이 대폭 하락하는 경우에는 계약이 소멸한다는 조건에 의하여 고객은 환위험에 직면하게 된다. 또한, 고객이 그 상품을 계약한 후 환율이 상승하면 고객은 환위험과는 별개로 계약이 초래하는 ‘계약위험’에 직면한다. 계약위험은 계약조건에 의해 미국달러를 시장 환율보다 싼 가격으로 은행에 팔아야하는 위험이다.

C은행은 외환시장에서 미국달러의 대 한화 가치가 하락하는 추세에 있던 시기에 수출중 소기업에 외환파생상품 계약을 최초로(일차) 제안하면서, 다음과 같은 상품설명을 제공하였다.

“USD 매도 헤지를 원하는 수출업체에 적합한 상품으로, USD/KRW 환율하락이 제한적이라고 생각하시는 고객에게 적합한 상품입니다.”

C은행이 제공한 상품설명에는 외환파생상품의 위험(risk)에 대한 명시적 고지가 없었다. 또한 C은행이 고객에게 제공한 상품설명의 문구는 여러 가지 의미로 해석될 수 있는 모호성을 가진다.⁷⁾ 반면, C은행의 다른 외환파생상품

대표적인 “정보가 열악한 투자자(poorly informed investor)”가 될 수 있다.

7) 환율이 하락하는 추세에 있던 시기에 C은행이 일차 계약에서 제공한 설명 문구는 예를 들어,

계약에서는 계약의 잠재적 위험에 대한 보다 명시적인 설명을 제공하기도 한다.

“[Risk] 13개월 이후의 거래는 963.5 이상으로의 환율 상승 시 USD 3MM을 963.5에 매도해야 하므로 환차손이 발생합니다. 거래일 후 환율이 930.1원 이하에서 한번이라도 거래되면 13개월 이후의 거래는 모두 소멸되므로 헤징을 하지 않은 결과를 초래합니다.

[Suitability] USD 매도 헤지를 원하는 수출업체에 적합한 상품으로, USD/KRW 환율하락이 제한적이라고 생각하시는 고객에게 적합한 상품입니다.”

이 설명의 요지는 ① 계약 13개월 후 환율이 상승하면 계약에 의해 고객에게 손해가 생긴다는 것(즉, 환율이 상승하면 계약이 초래하

“USD 매도 헤지를 원하는 수출업체에 적합한 상품으로, 현재 하락추세인 USD/KRW 환율이 향후 많이 하락하지는 않을 것으로 생각하시는 고객에게 적합한 상품입니다.”의 의미로 이해될 수도 있고, “USD 매도 헤지를 원하는 수출업체에 적합한 상품으로, 현재 하락 추세인 USD/KRW 환율이 조만간 상승할 것으로 생각하시는 고객에게 적합한 상품입니다.”로 해석될 수도 있다. 이 두 가지 서로 다른 해석은 C은행이 제안한 외환파생상품에 대해서 완전히 정반대의 예측을 유도할 수 있다. 만약 C은행이 제안한 외환파생상품의 특성을 고객이 첫 번째 의미로 해석한다면, 그 상품을 계약하면 환율이 약간 하락할 때 환위험 헤징이 되어 고객에게 이익이 될 것으로 예측하고, 두 번째 의미로 해석한다면 환율이 상승할 때 고객에게 이익이 될 것으로 예측하기 쉽다. 두 번째 의미의 해석은 C은행이 제안한 상품의 실제 특성에 반하는 오도된 해석이다.

는 위험에 노출된다는 것), ② 계약 후 환율이 크게 하락하면 계약의 혜택이 없어진다는 것(즉, 환율이 크게 하락하면 환위험에 노출된다는 것), 그리고 ③ 계약 후 환율이 제한적으로 하락할 때 고객에게 이익이 생긴다는 것(즉, 환율이 조금 하락할 때만 환위험 회피가 된다는 것)이다. 이 설명요지들 중 ①은 고객의 입장에서 환위험과는 별도로 계약이 창조하는 계약위험에 대한 설명이고, ②는 환위험에 대한 설명이며, ③은 환위험 헤징에 대한 설명이다. C은행은 삼차, 사차, 오차의 계약에서도 이차 계약 때와 유사한 형태의 설명을 사용하여 외환파생상품의 잠재적 위험을 고객에게 고지하였다.

이 설명은 앞서 간단한 설명에 비해서 분명히 상세하고, 위험을 명시한 것이지만, 그러한 설명에 의해 고객이 계약위험을 이해할 수 있는지는 분명하지 않다. 본 연구는 특히, 계약위험에 대한 설명이 없을 때에 비해서, 계약위험에 대한 설명⁸⁾이 있을 때 고객이 계약이 초래하는 위험(즉, 계약에 의해 환위험과 교환되는 위험)을 더 잘 이해할 수 있는지를 파악하기 위한 것이다.

방 법

참가자

온라인 조사회사에 등록된 패널들 중 290명(남자 223명, 여자 67명)이 본 실험에 참여하였다. 참가자들은 모두 대학원 재학 이상의 학력을 지녔으며, 은행, 증권회사 등의 금융기

8) “환율 상승 시 USD 3MM을 963.5에 매도해야 하므로 환차손이 발생합니다.”

관 관련 종사자는 제외되었다.

실험참가자들의 연령 범위는 30-49세(30대 187명, 40대 103명)였고, 직업분포는 사무직이 가장 많았고(120명), 그 다음이 교수, 의사, 변호사, 약사, 언론인 등의 전문직(56명)과 관리/행정직(부장급 이상 고위 사무직)이었다(38명). 이들은 네 개의 실험조건(외환과생상품의 특성에 대한 설명방식)에 무작위로 할당되었다.

절차

실험은 인터넷에 접속된 개인 컴퓨터를 이용하여 이루어졌다. 온라인 조사회사에 접속하여 학력과 직업에 관한 질문에 응답한 사람들 가운데 본 실험에 적합한 대상으로 선별된 사람들이 본 실험에 참여하게 되었다.

실험참가자들은 실험과제에 대한 지시문을 읽은 후, 수출중소기업의 경영자 입장에서 은행에서 제안한 외환과생상품의 계약 내용을 검토하고, 그 파생상품을 은행과 계약할 것인지의 여부를 결정하였다. 계약체결 여부를 결정한 후, 계약내용에 대한 이해도를 객관적으로 측정하기 위한 8개 문항들에 응답하였다. 참가자들이 조사에 응답하는데 소요된 시간은 평균 9.55분(표준편차 11.62분)이었다.

지시문

실험참가자들은 수출중소기업의 경영책임자 입장에서 은행과의 계약 상황을 상상하도록 지시되었다.

귀하께서는 자신을 한 수출 중소기업의 경영책임자라고 상상하시고 진지하게 응답해 주시기 바랍니다. 귀하는 제품을 생산해서 전량 외국에 수출하고 있습니다. 제

품을 외국에 수출하면 그 수출대금을 미화(달러)로 받게 되므로 귀하는 상당량의 미국달러를 보유하고 있습니다. 그런데 만약 미국달러의 가치가 떨어지면(즉, 환율이 떨어지면) 귀하는 가만히 앉아서 재정손실을 당할 수 있습니다. 예를 들어, 귀하가 미화 1,000만 달러를 보유하고 있다고 가정합니다. 외환시장에서 미국달러의 환율이 1달러 당 1,100원에서 1,090원으로 10원 하락하면, 귀하는 1억 원(1,000만 달러 × 10원/\$ = 1억 원)의 손실을 당합니다. 이것을 “환위험”이라고 부릅니다. 외화로 거래하는 수출기업에는 이러한 환위험이 상존하므로 귀하는 항상 그 위험을 회피할 수 있는 방안을 고심하게 마련입니다. 귀하의 그러한 고민을 잘 알고 있는 은행에서 귀하가 환위험을 회피할 수 있는 금융상품을 제안하였습니다. 간단히 말해서, 향후 3년 동안 매달 1일에 귀하가 미리 정해진 액수만큼의 미국달러를, 미리 정해진 환율(1,100원/\$)로 은행에 판다는 계약을 체결하는 것입니다. 만약 향후 매달 1일에 환율이 떨어지는 경우에는 귀하는 보유한 미국달러를 그날 환율보다 높은 가격에 은행에 팔게 되므로 환율의 하락에 의한 환차손해를 회피할 수 있다는 것입니다. 은행이 귀하에게 제안한 계약의 구체적 내용은 아래의 제안서와 같습니다. 아래의 제안서에 기재된 계약조건을 꼼꼼히 보시고 이어지는 질문에 응답해 주시기 바랍니다.

계약제안서

계약제안서는 C은행이 고객에게 제안한 계약내용과 조건의 전형(prototype)으로 구성되었다. 전형적인 계약내용과 조건은 (1) 만기일에

계약제안서

상품특성: 본 상품은 환율이 향후 제한적으로 하락할 것을 예상하는 고객에게 적합한 상품입니다.

만 기 일: 매달 1일

계약기간: 계약일부터 36개월

오늘 환율: 1,100원/\$

1. 계약일부터 각 만기일까지 환율이 1,075원/\$ 미만으로 내려가는 경우가 없으면, 각 만기일에 다음과 같이 거래합니다.
 - 매달 1일에 그날 환율이 1,100원/\$ 보다 낮은 경우, 귀하는 1백만 달러를 1달러 당 1,100원에 본 은행에 팝니다.
 - 매달 1일에 그날 환율이 1,100원/\$ 보다 높은 경우, 귀하는 2백만 달러를 1달러 당 1,100원에 본 은행에 팝니다.
2. 계약일부터 각 만기일까지 한번이라도 환율이 1,075원/\$ 미만으로 내려가는 날이 있으면, 계약기간 중 남아 있는 만기일 거래가 취소되고 본 계약이 조기 종료됩니다.

시장환율이 약간 하락하면 고객은 정해진 액수의 미국달러를 시장환율보다 비싼 가격으로 은행에 매도하고, (2) 계약일부터 만기일까지 한번이라도 시장환율이 많이 하락하는 날이 있으면 그 이후의 만기일 거래가 취소되며, (3) 만기일에 시장환율이 상승하면 고객은 정해진 액수(환율이 하락할 때 고객이 매도하는 금액의 2배)의 미국달러를 시장환율보다 싼 가격으로 은행에 매도한다는 것이다.

참가자에게 제시된 계약제안서에는 일반인들이 이해하기 어려운 용어, 영문표현, 약자 등이 모두 쉬운 표현으로 표기/표현되었다.⁹⁾ 계약제안서의 내용 중 가장 윗줄에 제시된 “상품특성”에 대한 고지(설명)가 본 실험의 독

립변인이며, 각 조건마다 다르게 제시되었다. 실험참가자는 계약제안서를 최대 1분 동안 읽고 내용을 이해하였다.

상품설명

은행이 제공하는 ‘상품설명’의 효과를 검증하기 위하여 4개의 실험조건이 조작되었는데 실험조건들은 동일한 외환파생상품의 특성을 각기 다른 방식으로 설명하였다. 상품설명 1 조건에서는 상품특성에 대한 설명이 전혀 제시되지 않았다. 상품설명 2 조건에서는 C은행이 1차 계약에서 사용한 설명과 유사하게 계약위험에 대한 언급이 누락된 설명이 제시되었다. 상품설명 3 조건에서는 2 조건의 설명을 약간 변형하여 계약위험이 암시된 설명이 제시되었다. 마지막 조건인 상품설명 4 조건에서는 C은행이 2차 계약부터 사용한 것과 유사한 자세한 설명이 제시되었는데, 만기일에 환율이 상승하는 경우와 하락하는 경우, 그리

9) 실제 C은행의 계약제안서에는 일반인들이 알기 어려운 용어와 표현들이 많고 그것들이 해설이나 설명 없이 사용되었다. 예를 들면, “FX OPTIONS”, “VARIABLE STRIKE”, “KO”, “TARGET FORWARD”, “USD”, “KRW”, “매도 헤지”, 등이다.

고 그 상승/하락의 정도가 제한적일 때와 클 때 각각, 계약을 하는 고객에게 어떤 결과가 초래되는지에 대한 설명이 명시적으로 제시되었다.

상품설명 1: (없음).

상품설명 2 (계약위험 부재): “본 상품은 환율이 향후 제한적으로 하락할 것을 예상하는 고객에게 적합한 상품입니다.”

상품설명 3 (계약위험 암시): “환율이 향후 제한적으로 하락할 때에 한하여, 환율 하락에 의한 고객의 손실을 줄일 수 있는 상품입니다.”

상품설명 4 (계약위험 명시): “환율이 향후 제한적으로 하락할 때에 한하여, 환율 하락에 의한 고객의 손실을 줄일 수 있는 상품입니다. 그러나 환율이 향후 대폭으로 하락하는 경우가 생기면 본 계약이 소멸하므로 귀하는 환율 하락에 의한 손실을 회피할 수 없습니다. 반면에, 향후 환율이 상승하는 경우에는 귀하가 본 계약을 체결하지 않았을 때에 비해서 손실이 발생할 수 있습니다.”

측정

계약내용의 이해에 대한 주관적 평가

계약제안서를 읽은 후, 참가자들은 계약내용을 이해하였는지의 여부를 스스로 4점 리커트 척도로 평가하였다(1 = “전혀 이해하지 못했다”; 4 = “완전히 이해했다”).

계약결정

참가자들은 자신이 계약내용을 이해하였는지의 여부를 스스로 평정한 후, 수출중소기업

의 경영책임자 입장에서 은행이 제안하는 외환파생상품을 계약할지의 여부를 “계약 한다”와 “계약 안 한다”로 응답하였다.

계약내용의 이해에 대한 객관적 평가

외환파생상품에 대한 계약 여부를 결정한 후, 은행이 제안한 계약의 내용에 대한 이해도를 객관적으로 측정하기 위해 8개의 문항이 하나씩 무작위 순서로 제시되었다. 참가자들은 8개의 문항 각각이 은행이 제안한 외환파생상품 계약의 내용과 일치하는지 여부(일치, 불일치, 모름다)를 판단하였다.

본 계약을 체결하면, 오늘보다

환율이 약간 (25원/\$ 미만) 하락할 때, 고객에게 이익이 생긴다. (O)

환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 하락할 때, 고객에게 이익이 생긴다. (X)

환율이 약간 (25원/\$ 미만) 상승할 때, 고객에게 이익이 생긴다. (X)

환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 상승할 때, 고객에게 이익이 생긴다. (X)

환율이 약간 (25원/\$ 미만) 하락할 때, 고객에게 손실이 생긴다. (X)

환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 하락할 때, 고객에게 손실이 생긴다. (O)

환율이 약간 (25원/\$ 미만) 상승할 때, 고객에게 손실이 생긴다. (O)

환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 상승할 때, 고객에게 손실이 생긴다. (O)

위의 8개 문항들 중 “O” 표시된 문항은 본 실험에서 은행이 제안한 외환파생상품(계약제안서)의 특성과 일치하는 문항이고, “X” 표시된 문항은 불일치하는 문항이다. 본 실험에서

은행이 제안한 상품의 특성과 일치하는 문항과 불일치하는 문항은 동수(각 4개)로 제시되었다.

키코에 대한 인지도

참가자들은 마지막으로, 키코(KIKO)에 대해 알고 있는 정도를 1점(“전혀 모른다”)에서 3점(“많이 안다”)으로 평가하였다.

결 과

키코(KIKO)가 무엇인지 “많이” 안다고 응답한 사람들(18명)과 실험을 종료하는데 걸린 시간이 과도하게 오래 걸린(>30분) 사람들(11명)의 응답이 분석에서 제외되어 262명(남자 202명, 여자 60명)의 자료가 분석되었다(한 명은 두 가지 기준 모두에 해당되어 제외되었다).

계약내용의 이해에 대한 주관적 평가

은행이 제시하는 외환파생상품 계약제안서를 읽은 후 계약의 내용을 스스로 얼마나 이

해하였는지에 대한 주관적 평가에서 상품설명 조건들 간 차이($F(3,258)=2.18, ns$)가 나타나지 않았다(표 2).

계약내용의 이해에 대한 주관적 평가에서 상품설명 방식에 따른 통계적 차이가 나타나지 않았지만, 상품에 대한 설명이 전혀 없는 조건($M=3.02$)에 비해서 어떤 형태로든 설명이 주어진 조건들에서 오히려 참가자들이 스스로 주관적으로 느끼는 이해의 정도가 낮은 경향을 보였고, 이 경향은 가장 자세한 설명이 주어진 상품설명 4 조건에서 가장 크게($M=2.69$) 나타났다.

계약결정

계약결정에서 상품설명 조건 간 차이가 나타나지 않았다($\chi^2(3)=0.87, ns$). 표 3을 보면, 전체적으로 “계약 한다”는 결정이 “계약 안 한다”는 결정보다 월등히(약 16%) 적었는데, 이 경향은 상품특성에 대한 설명이 전혀 없는 상품설명 1 조건에서나, 계약위험에 대한 설명이 명시적으로 주어진 상품설명 4 조건에서 공히 나타났다. “계약 안 한다”는 결정을 한 152명 중 53%인 81명은 계약에 수반될 손익

표 2. 상품설명 조건에서 계약내용 이해에 대한 주관적 평가의 분포

상품설명 조건	N	M	SD
1 (통제)	62	3.02	0.78
2 (계약위험 부재)	70	2.77	0.82
3 (계약위험 암시)	62	2.82	0.69
4 (계약위험 명시)	68	2.69	0.70
전체	262	2.82	0.75

상품설명 1 조건은 상품설명이 전혀 없는 통제조건이다. 상품설명 2 조건은 계약위험에 대한 언급이 없는 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 3 조건은 계약위험이 암시된 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 4 조건은 계약위험이 명시된 설명이 제공된 조건이다.

표 3. 상품설명 조건 별 계약결정의 빈도분포

상품설명 조건	계약결정		
	한다	안 한다	전체
1 (통제)	25 (40.3%)	37 (59.7%)	62 (100%)
2 (계약위험 부재)	31 (44.3%)	39 (55.7%)	70 (100%)
3 (계약위험 암시)	28 (45.2%)	34 (54.8%)	62 (100%)
4 (계약위험 명시)	26 (38.2%)	42 (61.8%)	68 (100%)
전체	110 (42.0%)	152 (58.0%)	262 (100%)

상품설명 1 조건은 상품설명이 전혀 없는 통제조건이다. 상품설명 2 조건은 계약위험에 대한 언급이 없는 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 3 조건은 계약위험이 암시된 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 4 조건은 계약위험이 명시된 설명이 제공된 조건이다.

(손해가 크거나, 이익이 작거나, 은행에 유리하거나 등)을 이유로 제시하였고, 20%인 30명은 계약의 조기종료(소위 knock-out) 조건의 불합리성을 이유로 제시하였으며, 9%인 14명은 환율예측의 어려움을, 3%인 5명은 은행에 대한 일반적 불신을 이유로 제시하였다. 즉, “계약 안 한다”는 결정을 한 참가자들의 절대다수(약 73%)는 계약조건 자체의 내재적 문제를 이유로 계약을 거부하였다.

계약결정에 대한 주관적 이해(계약내용의 이해에 대한 주관적 평가)의 효과를 검증하기 위하여 반응변인(response variable)이 계약결정 여부(“안 한다”, “한다”)고, 설명변인(explanatory variable)이 계약내용의 이해에 대한 주관적 평가와 상품설명인 로지스틱 회귀모형을 추정하였다. 로지스틱 모형의 추정을 위하여 4개의 조건으로 구성된 상품설명 변인을 3개의 더미변인으로 변환하였다. 로지스틱 회귀모형에서 계약결정에 대한 주관적 이해의 효과가 유의미하게 추정되었다($B = -.36$, $Wald = 4.26$, $p = .04$, $Exp(B) = 1.43$). 즉, 상품설명과 상관없이, “1” 부터 “4” 까지의 평점으로 평가된 주관적 이해

가 1점 증가할 때, 계약을 안 한다는 결정이 1.43배씩 증가하였다.

계약내용의 이해에 대한 객관적 평가

은행이 제안한 외환파생상품 계약을 정확히 이해한 정도를 객관적으로 측정하기 위한 8개의 문항에 대하여 참가자들은 각 문항이 은행이 제안한 실제 계약의 내용과 일치하는지의 여부를 판단하였고, 각 문항에 대한 참가자들의 판단이 0점(오답)과 1점(정답)으로 채점되었다. 계약내용의 이해를 객관적으로 측정하기 위한 8개 문항의 내적합치도(internal consistency)는 양호한 수준($Cronbach's \alpha = .71$)이었다 (George & Mallery, 2003).

은행이 제안한 외환파생상품에 대한 이해도를 측정하는 8개 문항에 대한 반응(채점된 반응)을 요인분석하였다. 요인의 추출 방법은 주성분 추출이 사용되었고, 요인선정 기준은 Kaiser 기준(eigenvalue ≥ 1)이 사용되었으며, 추출된 세 개의 요인을 직교회전(varimax) 한 결과가 표 4에 제시되었다.

표 4. 객관적 이해도를 측정한 8개 문항의 요인구조 (채점된 반응)

이해도 문항	이해요인			공통분
	1	2	3	
환율이 약간 (25원/\$ 미만) 하락할 때, 고객에게 이익이 생긴다.	—	—	.83	.71
환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 하락할 때, 고객에게 이익이 생긴다.	—	.87	—	.79
환율이 약간 (25원/\$ 미만) 상승할 때, 고객에게 이익이 생긴다.	.73	—	—	.66
환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 상승할 때, 고객에게 이익이 생긴다.	.68	—	—	.58
환율이 약간 (25원/\$ 미만) 하락할 때, 고객에게 손해가 생긴다.	—	—	.73	.60
환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 하락할 때, 고객에게 손해가 생긴다.	—	.90	—	.82
환율이 약간 (25원/\$ 미만) 상승할 때, 고객에게 손해가 생긴다.	.78	—	—	.62
환율이 대폭 (25원/\$ 이상) 상승할 때, 고객에게 손해가 생긴다.	.76	—	—	.58
요인부하 자승합	2.27	1.57	1.53	

“—” < .35

누적 설명변량 비율 = 67%

객관적 이해도를 측정한 8개 문항들 중 환율이 상승하는 경우의 계약조건에 관한 4의 문항들이 첫 번째 요인(요인 1: “환율상승 경우” 요인)으로 추출되었고, 환율이 대폭 하락하는 경우의 계약조건에 관한 2개의 문항이 두 번째 요인(요인 2: “환율대폭하락 경우” 요인)으로 추출되었으며, 환율이 약간 하락하는 경우의 계약조건에 관한 2개의 문항이 세 번째 요인(요인 3: “환율약간하락 경우” 요인)으로 추출되었다(표 4).

요인분석에서 나타난 3개의 계약조건 이해요인의 문항들에 대한 반응을 합산하여 3개의 이해요인 점수를 산출하였다. 이해요인 1점수의 범위는 0-4이고, 이해요인 2와 3점수의 범위는 0-2다. 표 5는 상품설명 조건에서 이해요인 점수의 평균을 보여준다.

환율이 상승하는 경우의 계약조건 이해(이해요인 1)와 환율이 약간 하락하는 경우의 계

약조건 이해(이해요인 3)에서는 상품설명의 효과가 통계적으로 유의미하지 않았다. 환율이 상승하거나 약간 하락하는 경우의 계약조건에 대한 이해에서는 상품설명이 전혀 없는 상품설명 1 조건과 자세한 설명이 주어진 상품설명 4 조건의 차이가 없었다.

환율이 대폭 하락하는 경우의 계약조건에 관한 이해(이해요인 2)에서는 상품설명의 효과가 통계적으로 높은 수준에서 유의미하였다 ($F(3,258)=7.42, p<.01$). 환율이 대폭 하락하는 경우의 이해에 대한 상품설명의 효과를 파악하기 위하여 조건들 간의 쌍 비교(Tukey HSD)를 한 결과, 그 효과는 상품설명 4 조건 ($M=1.32$)과 나머지 상품설명 조건들($M=.84, M=.80, M=.69$) 사이의 차이에 기인하였다. 외환파생상품 특성에 관한 설명이 없는 상품설명 1 조건과 C은행이 1차 계약에서 사용한 상품설명과 유사한 방식으로 설명이 주어진 상

표 5. 상품설명 조건 별 이해요인 점수의 평균

상품설명 조건	N	이해요인			총점 M (SD)
		환율상승 M (SD)	환율대폭하락 M (SD)	환율약간하락 M (SD)	
1 (통제)	62	3.10 (1.18)	.84 ^a (.83)	1.68 (.62)	5.61 (1.77)
2 (계약위험 부재)	70	2.64 (1.50)	.80 ^a (.86)	1.63 (.64)	5.07 (2.02)
3 (계약위험 암시)	62	3.15 (1.16)	.69 ^a (.82)	1.73 (.58)	5.56 (1.72)
4 (계약위험 명시)	68	3.13 (1.30)	1.32 ^b (.84)	1.78 (.51)	6.24 (1.99)
전체	262	3.00 (1.31)	.92 (.87)	1.70 (.59)	5.62 (1.92)
F(3,258)		2.36	7.42**	.82	4.41**

상품설명 1 (통제) 조건은 상품설명이 전혀 없는 조건이다. 상품설명 2 (계약위험 부재) 조건은 계약위험에 대한 언급이 없는 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 3 (계약위험 암시) 조건은 계약위험이 암시된 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 4 (계약위험 명시) 조건은 계약위험이 명시된 설명이 제공된 조건이다. 이해요인 1 (환율상승) 점수의 범위는 0-4 이고, 이해요인 2 (환율대폭하락)와 3 (환율약간하락) 점수의 범위는 각각 0-2다. 총점의 범위는 0-8이다.

동일한 알파벳 위치자(a 혹은 b)를 공유하는 평균들의 차이는 통계적으로 유의미하지 않다(Tukey's HSD).

** $p < .01$

상품설명 2 조건 및 3 조건의 참가자들이 환율이 대폭 하락하는 경우의 계약조건에 관한 두 문항들에 대해서 상대적으로 오판단을 많이 하였다.

객관적 이해도 총점에 대하여 상품설명의 효과가 통계적으로 유의미하였다($F(3,258) = 4.41, p < .01$). 이해도 총점에 대한 상품설명의 효과를 파악하기 위하여 상품설명 조건들 간의 쌍 비교(Tukey HSD)를 한 결과, 그 효과는 상품설명 2 조건(일차 계약 당시 제공된 설명, $M = 5.07$)과 상품설명 4 조건(이차 계약부터 사용된 설명, $M = 6.24$) 사이의 차이($SE = .30, p < .01$)에 기인하였다.

상품설명 2 조건에서 은행이 제안한 계약에 대한 객관적 이해도가 상대적으로 가장 낮았다. 상품설명 2 조건은 심지어 설명이 전혀

제시되지 않은 통제조건보다도 낮은 이해도 점수($M = 5.07$ v. $M = 5.61$)를 보였다(표 5). 이 경향은 환율이 상승하는 경우의 계약조건 이해에서 가장 크게 나타났다($M = 2.64$ v. $M = 3.10$). 이 결과는 “향후 제한적으로 하락할 것을 예상하는 고객에게 적합한 상품입니다.” 는 문구가 단지 계약에 대한 정보를 적게 주는 것에 그치지 않고 외환파생상품의 내용에 대한 오해를 유발할 가능성을 암시한다.

객관적 이해도와 계약결정의 관계

계약조건 이해도는 계약결과와 매우 강한 관계를 가졌다(표 6). 전체적으로, 계약조건에 대한 이해도는 “계약 안 한다”고 결정한 참가자들이 “계약 한다”고 결정한 참가자들보다

표 6. 계약결정 별 이해요인 점수의 평균

계약결정	N	이해요인			총점 M (SD)
		환율상승 M (SD)	환율대폭하락 M (SD)	환율약간하락 M (SD)	
“한다”	110	2.49 (1.49)	.69 (.83)	1.59 (.63)	4.77 (1.93)
“안 한다”	152	3.36 (1.02)	1.09 (.86)	1.78 (.55)	6.23 (1.67)
전체	262	3.00 (1.31)	.92 (.87)	1.70 (.59)	5.62 (1.92)
<i>F</i> (1,260)		31.42**	13.79**	6.92**	42.56**

상품설명 1 (통제) 조건은 상품설명이 전혀 없는 조건이다. 상품설명 2 (계약위험 부재) 조건은 계약위험에 대한 언급이 없는 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 3 (계약위험 암시) 조건은 계약위험이 암시된 설명이 제공된 조건이다. 상품설명 4 (계약위험 명시) 조건은 계약위험이 명시된 설명이 제공된 조건이다. 이해요인 1 (환율상승) 점수의 범위는 0-4이고, 이해요인 2 (환율대폭하락)와 3 (환율약간하락) 점수의 범위는 각각 0-2다. 총점의 범위는 0-8이다.

** $p < .01$

더 높았다($M=6.23$ v. $M=4.77$). 즉, 은행이 제안한 상품의 계약조건을 정확히 이해한 사람일수록 “계약 한다”는 결정을 더 적게 하였다 ($r_{pb} = -.38, p < .01$).

계약내용에 대한 이해도 점수에서 계약결정의 효과가 매우 크게 나타난 이유를 파악하기

위하여 계약을 “한다”고 결정한 참가자들과 계약을 “안 한다”고 결정한 참가자들이 각 이해도 문항에 대해 정답한 비율을 표 7에 제시하였다.

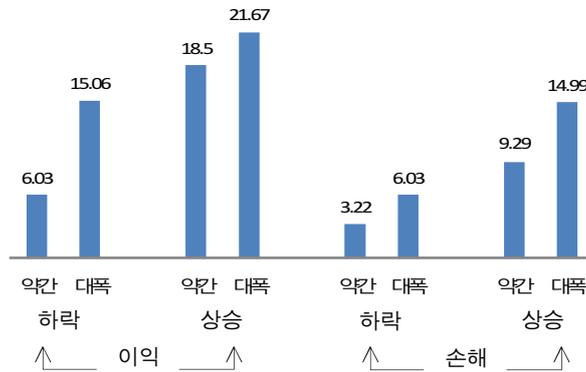
표 7의 *Wald* 통계치는 계약을 “한다”고 결정한 참가자들과 “안 한다”고 결정한 참가자

표 7. 객관적 이해도 문항에 대한 옳은 반응 비율

“환율이 [A] [B] 할 때, 고객에게 [C] 이(가) 생긴다.”			계약결정			Wald
A	B	C	한다	안 한다	전체	
약간	하락	이익	.79	.90	.86	6.03**
대폭	하락	이익	.40	.64	.54	15.06**
약간	상승	이익	.59	.84	.73	18.50**
대폭	상승	이익	.71	.94	.84	21.67**
약간	하락	손해	.80	.88	.84	3.22
대폭	하락	손해	.29	.44	.38	6.03**
약간	상승	손해	.55	.74	.66	9.29**
대폭	상승	손해	.64	.84	.76	14.99**

** $p < .01$

표 7의 Wald 통계치



주: 막대의 높이가 높을수록 “계약 한다”는 결정을 한 참가자들의 정답률과 “계약 안 한다”는 결정을 한 참가자들의 정답률 차이가 큰 것을 의미한다.

들 중 각 객관적 이해도 문항에 대해 정답한 사람의 비율 차이를 통계적으로 검증한 것이다. Wald 통계치가 클수록, 해당 문항에서 계약을 “한다”고 결정한 참가자들과 “안 한다”고 결정한 참가자들의 정답비율의 차이가 크다는 것을 의미한다. Wald 통계치를 보면, (1) 고객의 손해에 대한 문항에 비해서 이익에 대한 문항에서 계약을 한다는 참가자와 안 한다는 참가자 사이의 정답비율 차이가 크게 나고, (2) 환율이 하락하는 경우에 대한 문항에 비해서 환율이 상승하는 경우에 대한 문항에서 계약 결정 여부에 따른 정답비율의 차이가 크게 나며, (3) 환율이 약간 변화(하락 혹은 상승)하는 경우에 대한 문항에 비해서 환율이 대폭 변화하는 경우에 대한 문항에서 계약 결정 여부에 따른 정답비율의 차이가 크게 난다.

결론적으로, 계약을 한다고 결정한 참가자들은 안 한다고 결정한 참가자들에 비해서 외환파생상품 계약이 자신의 이익에 대해 어떤 영향을 주는지에 대한 이해가 현저히 열악하였고, 은행이 제안하는 외환파생상품 계약을

체결하면 환율이 특히 대폭 상승할 때 자신에게 어떤 결과가 생기든지에 대한 이해가 상대적으로 현저히 열악하였다.

논 의

C은행이 고객에게 제안한 외환파생상품은 계약 후 환율이 상승하면 시장 환율보다 싼 가격으로 미국달러를 은행에 팔아야 한다는 계약조건에 의해 환위험과는 별개로 계약이 초래하는 계약위험에 고객이 노출되고, 계약 후 환율이 크게 하락하면 계약의 효력이 소멸(소위 ‘knock-out’) 하므로 환율하락에 의한 환위험에 고객이 그대로 노출될 수 있는 상품이다. 본 연구의 목적은 대학원 이상의 고학력을 가진 30-40대 일반인들이 외환파생상품의 특성에 대해 C은행이 고객에게 서면으로 제공한 설명을 보고 그 상품의 특성과 계약위험을 충분히 이해할 수 있는지, 외환파생상품의 위험에 대해서 오해할 소지가 없는지를 파악하

기 위한 것이다. 이를 위하여 동일한 내용의 외환파생상품 계약내용 및 조건에 대한 각각 다른 설명을 읽은 참가자들이 계약내용을 정확히 이해한 정도를 객관적으로 측정하였고, 은행이 제안한 외환파생상품 계약을 체결할 것인지의 여부를 결정토록 하였다.

계약결정

모든 상품설명 조건에서 “계약 안 한다”는 결정이 “계약 한다”는 결정보다 월등히 많았다. 은행의 상품설명 여부에 상관없이 과반수 이상의 참가자들이 은행이 제안한 외환파생상품 계약이 고객에게 불리한 계약이라고 판단하였다(표 13).

계약체결 여부에 대한 결정이 상품설명 조건과 무관했던 것은 참가자들의 계약결정이 외환파생상품의 특성에 대한 은행의 설명에 의존하지 않고, 계약제안서에 명시된 계약의 구체적 조건과 내용을 스스로 파악하고 이해한 것에 기초하여 이루어졌다는 것을 의미한다. 실제로 계약결정은 계약의 구체적 내용에 대한 객관적 이해도와 매우 높은 수준의 관계를 나타내었다(표 16). 객관적 이해도를 측정하기 위한 8개의 문항들 중 7개가 “계약 한다”는 결정을 한 참가자와 “계약 안 한다”는 결정을 한 참가자를 높은 수준의 통계적 유의미도($p < .01$)를 가지고 변별하였다(표 17).

계약의 어떤 내용에 대한 이해가 계약결정에 어떻게 영향을 주었는지를 분석한 결과에서는 (1) 환율이 상승하는 경우에 대한 이해가 부정확할수록, 그리고 (2) 환율이 대폭 하락하는 경우에 대한 이해가 부정확할수록, 그리고 (3) 언제 자신에게 이익이 생기는데 대한 이해가 부정확할수록 “계약 한다”는 결정을 많

이 하였다(표 17). 반면에 환율이 약간 하락하는 경우에 대한 이해는 계약결정 여부와 크게 상관을 가지지 않았다. 이 결과는 고객이 실제로는 자신에게 손해가 생기는 경우들에서 이익이 생길 것으로 오해할수록 C은행이 제안하는 계약을 체결한다는 결정을 많이 한다는 것을 보여준다. 다시 말해서, C은행이 제안한 외환파생상품은 환율이 상승하면 고객이 계약에 의한 계약위험에 직면하게 되고, 환율이 대폭 하락하면 고객이 환위험에 직면하게 되는 구조를 가지는 상품이므로, 계약위험과 환위험에 대한 이해가 부정확할수록 은행의 외환파생상품 계약 제안에 동의할 가능성이 높아진다는 것을 의미한다.

계약조건의 이해

환위험과는 별도로 계약이 고객에게 초래하는 위험이 명시된 상품설명이 제공된 경우(상품설명 4 조건)에 계약에 대한 참가자들의 이해는 상품에 대한 설명이 전혀 없는 경우(상품설명 1 조건)와 전체적으로 차이가 없었다(표 15). 특히 이 경향은 환율이 상승하는 경우에 계약이 초래하는 결과에 대한 고객의 이해에서 두드러지게 나타났다. 실제 계약위험은 환율이 상승하는 경우에 고객에게 손해가 발생하는 위험이므로 C은행이 계약제안서에 명시한 위험 설명은 계약위험에 대한 고객의 이해를 위하여 아무런 역할을 하지 않았다.

계약위험을 명시적으로 설명하였음에도 불구하고 그 설명이 고객이 계약내용을 정확히 파악하는데 전혀 역할을 하지 못하는 이유는 무엇일까? 그 이유는 고객이 회피하려는 환위험을 계약이 창조하는 새로운 위험과 맞교환하는 소위 ‘위험거래’(risk trading) 라는 외환파

생상품의 고유한 속성 때문이다. Kahneman & Tversky(1979)의 전망이론이 예측하듯이, 환율 하락에 의해 손해를 당할 수 있다는 전망을 가진 사람은 실제 환율하락에 의해 손해가 실현되었을 때 경험하게 될 심각한 고통을 회피하려는 동기가 강하기 때문에, 제안된 파생상품의 내용 중 환위험 회피 가능성에 관한 내용에 집착하여 계약에 의해 초래될 수 있는 새로운 위험 즉, 계약을 함으로서 환위험과 맞교환되는 위험을 간과하기 쉽기 때문이다.

이 해석은 환율이 하락하는 경우에 대한 참가자들의 이해에 의해서도 뒷받침된다. 요인 분석에 의해서 환율이 하락하는 경우에 대한 참가자들의 이해는 두 종류인 것으로 나타났는데(표 14), 하나는 환율이 약간 하락하는 경우에 대한 이해고, 다른 하나는 환율이 대폭 하락하는 경우에 대한 이해다. 환율이 약간 하락하는 경우에 대한 이해에서는 은행의 설명이 전혀 없었던 조건(상품설명 1 조건)과 자세한 설명이 주어진 조건(상품설명 4 조건)에서 공히 유사하게 높은 수준(82%-90%)의 이해도를 보여주었다(표 15). 환율이 약간 하락하는 경우에는 고객이 기대하는 환위험 회피가 실제로 실현되도록 계약조건이 구성되었는데, 이 부분에 대하여 모든 참가자들은 상품에 대한 자세한 설명이 있건, 전혀 없건 비슷한 수준의 관심과 주의를 기울여서 계약조건을 파악한 것이다.

반면에, 상품설명 1, 2, 3 조건들에서 과반수가 넘는 참가자들이 “환율이 대폭(25원/\$) 하락할 때 고객에게 이익이 생긴다”가 은행이 제안한 외환파생상품의 특성과 일치하거나, 일치여부를 모른다고 틀린 판단을 하였고, “환율이 대폭(25원/\$) 하락할 때 고객에게 손해가 생긴다”가 외환파생상품의 특성과 불일치하거

나, 일치여부를 모른다고 틀린 판단을 하였다. 즉, 상품설명 1, 2, 3 조건의 참가자들은 환율이 대폭 하락하면 고객에게 이익이 생긴다고 잘못 판단하는 경향을 보였다. 그러나 상품특성에 관한 자세한 설명이 주어진 상품설명 4 조건에서는 그러한 판단오류 경향이 상대적으로 적었다. 또한 환율이 대폭 하락하는 경우에 대해서는 은행의 상품설명이 전혀 없었던 조건과 자세한 설명이 주어진 상품설명 4 조건에서 이해의 큰 차이를 보였다. 이 결과들은 상품설명 4 조건에서 참가자에게 주어진 자세한 설명은 계약의 내용 중 환율이 대폭 하락하는 경우에 대한 이해에 도움이 되었다는 것을 의미한다.

상품설명에 따른 객관적 이해도에 관한 이러한 결과들은 계약위험, 환위험, 환위험 헤징을 포함하는 자세한 설명(상품설명 4)은 (1) 계약내용 및 계약조건 중에서 환위험과 관련된 부분(환율이 하락하는 경우의 계약조건)을 고객이 이해하는데 도움이 되지만, (2) 정작 계약이 초래하는 위험(환율이 상승하는 경우의 계약조건)에 대한 이해를 위해서는, 상품설명이 전혀 없는 경우와 비교해서, 아무런 도움이 되지 않았다는 것을 의미한다. 그 이유는 외환파생상품이 고객의 환위험 회피 동기를 전제하기 때문에 계약내용의 이해가 소위 ‘손해 프레임’(loss frame) 속에서 이루어지기 때문이다. 환위험을 회피하기 위해 외환파생상품의 계약을 고려하는 사람은 그 상품이 환위험을 회피하는데 효과적이고 유용한지에 관하여 관심이 집중되므로, 계약의 내용 중 환위험에 관련된 부분은 자세한 설명을 듣고 쉽게 이해하지만, 계약에 의해 환위험과 맞교환되는 계약위험에 대해서는 명시적인 설명이 주어지는 경우에도 그것을 간과하게 된다.

C은행이 일차계약에서 사용한 것과 유사하게 계약위험에 대한 언급이 없는 설명(“본 상품은 환율이 향후 제한적으로 하락할 것을 예상하는 고객에게 적합한 상품입니다.”)이 주어진 조건(상품설명 2 조건)에서는 계약내용에 대한 참가자들의 이해가 자세한 설명이 제공된 조건(상품설명 4 조건) 보다 현저하게 낮았고, 심지어는 상품에 대한 설명이 전혀 없었던 조건(상품설명 1 조건) 보다도 더 열악한 경향성을 일관되게 보였다. 상품 설명이 전혀 없는 경우와 비교되는 이해의 상대적 열악함은 주로 계약위험이 잠복된 환율상승의 경우에서 나타났다(표 15). 따라서 없는 것보다 못한 상품설명 2 조건의 설명(계약위험에 대한 언급이 부재한 상품설명)은 환율상승에 수반되는 잠재적 계약위험을 정확히 이해하는데 도움이 못 될 뿐만 아니라, 더 나아가서 계약위험의 정확한 이해를 방해하고, 그것에 대한 오해를 유발할 개연성이 있다.¹⁰⁾

연구의 시사점

본 연구는 대학원 이상의 고학력을 가진 참가자들을 대상으로 하였음에도 C은행이 고객에게 서면으로 제시한 계약설명만으로는 C은행의 외환파생상품의 특성들 특히, 계약을 체결함으로써 발생 가능한 두 가지 위험성(계약위험과 환위험)에 대한 사람들의 정확한 이해와 합리적인 계약결정을 충분히 끌어낼 수 없다는 것을 보여준다. 이는 사람들의 지적 수준에 관계없이 C은행이 고객에게 제시한 계약 설명은 계약에 대한 정확한 이해를 힘들게 하고 따라서 외환파생상품 계약을 체결하는 고객들이 큰 위험에 노출될 수 있다는 것을 의미한다. Kahneman & Tversky(1979)의 전망이론이 예측하듯이, 환율하락에 의해 손해를 당할 수 있다는 전망을 가진 사람은 손해를 회피하려는 동기가 강하기 때문에, 제안된 파생상품의 내용 중 환위험 회피 가능성에 관한 내용에 집착하여 계약에 의해 초래될 수 있는 새로운 위험들을 간과하게 된다. 따라서 사람들은 주어진 정보를 편파 되게 받아들이고 이를 판단에 적용하게 되는데 이는 성별, 나이, 지적 수준에 관계없이 외환파생상품을 마주하는 많은 사람들에게 일어날 수 있는 일이다. 본 연구는 외환파생상품이 내포하고 있는 불합리성과 사람들의 손해회피와 같은 강렬한 심리적 동기에 의해 이러한 불합리성이 간과되기 쉽다는 것을 보여주고 있을 뿐 아니라, KIKO 사태를 불러일으킬 만큼 많은 논란을 야기시켰던 외환파생상품과 이를 둘러싼 많은 민사 재판에서 은행과 고객, 이 양자의 입장에 대하여 합리적인 판단을 해야 하는 배심원과 판사 즉, 사실 판단자들이 그들의 판단에 앞서 외환파생상품의 특성에 대한 정확한 이해와 이 상품을 접하는 사람들의 심리적 기제에 대한 이해가 필요하다는 것을 시사한다.

10) 예를 들어, C은행이 일차계약에서 고객에게 제공한 상품설명인 “USD/KRW 환율하락이 제한적이라고 생각하시는 고객에게 적합한 상품입니다.”는 “USD/KRW 환율이 약간 하락하다가 다시 상승할 것으로 생각하는 고객에게 적합한 상품입니다.”의 의미로 해석될 수 있다. 만약 고객이 실제로 그와 같이 해석한다면, 고객은 계약을 체결하면 환율이 상승할 때 자신에게 계약에 의한 이익이 발생할 것으로 크게 잘못 이해할 가능성이 높다.

결함으로써 발생 가능한 두 가지 위험성(계약위험과 환위험)에 대한 사람들의 정확한 이해와 합리적인 계약결정을 충분히 끌어낼 수 없다는 것을 보여준다. 이는 사람들의 지적 수준에 관계없이 C은행이 고객에게 제시한 계약 설명은 계약에 대한 정확한 이해를 힘들게 하고 따라서 외환파생상품 계약을 체결하는 고객들이 큰 위험에 노출될 수 있다는 것을 의미한다. Kahneman & Tversky(1979)의 전망이론이 예측하듯이, 환율하락에 의해 손해를 당할 수 있다는 전망을 가진 사람은 손해를 회피하려는 동기가 강하기 때문에, 제안된 파생상품의 내용 중 환위험 회피 가능성에 관한 내용에 집착하여 계약에 의해 초래될 수 있는 새로운 위험들을 간과하게 된다. 따라서 사람들은 주어진 정보를 편파 되게 받아들이고 이를 판단에 적용하게 되는데 이는 성별, 나이, 지적 수준에 관계없이 외환파생상품을 마주하는 많은 사람들에게 일어날 수 있는 일이다. 본 연구는 외환파생상품이 내포하고 있는 불합리성과 사람들의 손해회피와 같은 강렬한 심리적 동기에 의해 이러한 불합리성이 간과되기 쉽다는 것을 보여주고 있을 뿐 아니라, KIKO 사태를 불러일으킬 만큼 많은 논란을 야기시켰던 외환파생상품과 이를 둘러싼 많은 민사 재판에서 은행과 고객, 이 양자의 입장에 대하여 합리적인 판단을 해야 하는 배심원과 판사 즉, 사실 판단자들이 그들의 판단에 앞서 외환파생상품의 특성에 대한 정확한 이해와 이 상품을 접하는 사람들의 심리적 기제에 대한 이해가 필요하다는 것을 시사한다.

연구의 한계

본 연구의 참가자들은 외환파생상품의 실제

고객이 아니고, 상상에 의하여 환율하락에 의한 손실전망을 가지도록 유도되었기 때문에 실제 고객이 환위험 회피에 대해 가지는 심리적 절박감이 없었을 것으로 추정되고, 그로 인하여 투기적인 선택(“계약 한다”는 결정)도 훨씬 덜 하였을 것으로 추정된다.

참고문헌

- 이의경 (2005). 재무관리. 서울: 경문사.
- Buffet, W. (2002). Chairman's letter. Berkshire Hathaway Annual Report.
- Chen, C. C. (2009). Information Disclosure, Risk Trading and the Nature of Derivative Instruments: From Common Law Perspective. *National Taiwan University Law Review*, Vol. 4, No. pp.1-53.
- Das, S. (2006). *Derivative Products & Pricing*. New York: Wiley.
- Dodd, R. (2002a). The role of derivatives in the East Asian financial crisis. In J. Eatwell & L. Taylor (Eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*. Oxford University Press.
- Dodd, R. (2002b). The structure of OTC derivatives markets. *The Financier*, 9, 1-4.
- George, D., & Mallery, P. (2003). *SPSS for Windows step by step: A simple guide and reference*. 11.0 update (4th ed.). Boston: Allyn & Bacon.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fisher, W. O. (2005). Does the efficient markets theory help us do justice in a time of Madness? *Emory Law Journal*, 54, 857-71.
- Hilsenrath, J. E. (2004). Stock characters: As two economists debate markets, the tide shifts belief in efficient valuation yields ground to role of irrational investors. *Wall Street Journal*, October 18.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Lopes, L. L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. In L. Berkowitz (Ed.), *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 255-295. San Diego: Academic Press.
- Maule, A. J. (1995). Framing elaborations and their effects on choice behavior: A comparison across problem isomorphs and subjects with different levels of expertise. In J. P. Caverni & M. Bar-Hillel (Eds.), *Contributions to Decision Making*, x, 281-300. Amsterdam, Netherlands: North-Holland/ Elsevier Science Publishers.
- Mellers, B., Schwartz, A., & Ritov, I. (1999). Emotion-based choice. *Journal of Experimental Psychology: General*, 128, 332-345.
- Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House.
- Rescher, N. (1983). *Risk: A Philosophical Introduction to the Theory of Risk Evaluation and Management*. Lanham, MD: University Press of America.
- Smith, P. J. (2007). New legal fictions. *The Georgetown Law Journal*, 95, 1435-1495.
- Stulz, R. M. (2005). Demystifying financial derivatives. *The Milken Institute Review*.

Third Quarter, 20-31.
Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). The framing
of decisions and the psychology of choice.
Science, 211, 453-458.

1 차원고접수 : 2012. 05. 16.

심사통과접수 : 2012. 08. 06.

최종원고접수 : 2012. 08. 09.

Effects of the Explanations About the Risks Involved in Foreign Exchange Derivative Contracts

Kwangbai Park

Yeongrok Oh

Jimin Pyo

Chungbuk National University

Foreign exchange derivative (FED) is a speculation instrument engineered for the customer to trade risks of exchange loss (exchange risks) with risks created by the contract (contract risks) with a bank. The present study investigated whether the written explanation of the bank about the risks created to the customer by the contract can be qualitatively comprehended by ordinary adults in 30s and 40s of age. The degree to which the participants qualitatively comprehended the risks involved in the contract was objectively measured after they read the conditions of the FED contract and one of four different types of explanation about the possible outcomes of the same contract. The participants also imagined themselves as customers suggested of the FED contract by a bank and decided whether or not to enter into the contract. The participants showed enhanced comprehension of risks created by fluctuations of the market exchange rates (exchange risks) when they read the type of thorough explanation specifying all risks involved with the contract. However, for the risks created by the contract (contract risks), the comprehension of the participants who read the thorough explanation was not at all superior to that of the participants who read no explanation at all about the contract. On the other hand, the participants who read the explanation specifying only the exchange risks with no mention about the contract risks showed inferior overall comprehension of the contract compared to the participants who read no explanation at all about the contract. The explanation about the contract without a mention of the contract risks may not only reduce the comprehension of the contract conditions but also create false understanding of the contract to the customers. Finally, the participants with poor comprehension of the contract conditions were more likely to decide to enter into the contract than were the participants with high levels of comprehension.

Key words : foreign exchange derivative, contract decision, comprehension of contract conditions, exchange risk, contract risk