

ELS 발행인의 위험회피거래와 시세조종 등

(대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다3811 판결)

김 민 정*

目 次

I. 대상 판결
II. ELS 개관

III. 델타헤지 거래시 투자자 보호의무 준수
IV. 결 론

I. 대상 판결

1. 사실 관계

피고는 제195호 대우증권 공모 ELS 삼성SDI 신(新) 조기상환형 추가연계증권(이하 “이 사건 추가연계증권”이라 한다)을 발행한 증권회사이고, 원고들은 피고가 발행한 이 사건 추가연계증권을 매입한 투자자들이다.

피고가 2005. 3. 16. 발행한 이 사건 추가연계증권은 1매의 액면가가 10,000원으로 한국증권선물거래소에 상장된 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하고, 같은 날의 삼성SDI 보통주 종가인 108,500원을 기준가격으로, 중간평가일 및 만기평가일의 삼성SDI 보통주

■ 투고일자 : 2016년 5월 14일, 심사일자 : 2016년 6월 17일, 게재확정일자 : 2016년 6월 24일.

* 부산대학교 일반대학원 법학과 석사과정, 변호사

증가를 그 평가가격으로 하며, 중간평가일은 2005. 7. 18.(1차), 2005. 11. 16.(2차), 2006. 3. 16.(3차), 2006. 7. 18.(4차), 2006. 11. 16.(5차), 2007. 3. 16.(6차), 2007. 7. 16.(7차), 2007. 11. 16.(8차)로 총 8차에 걸쳐 있고, 만기평가일은 2008. 3. 17.이다. 피고는 이 사건 주가연계증권의 투자자에게, ① 각 중간평가일에 삼성SDI 보통주 중간평가가격이 기준가격보다 높거나 같을 때 또는 기준가격 결정일 다음 날인 2005. 3. 17.부터 해당 중간평가일까지 삼성SDI 보통주 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에는 이 사건 주가연계증권의 액면금에 각 차수가 도래할 때마다 액면금의 3%씩 증액된 수익금(연 9%의 수익금)을 더하여 중도상환금으로 지급하고, ② 중도상환이 이루어지지 아니하고 만기에 이른 경우 만기평가가격이 기준가격보다 높거나 같은 경우 또는 8차 중간평가일 다음 날부터 만기평가일까지 삼성SDI 보통주의 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에는 이 사건 주가연계증권 액면금액의 127%를, 위 조건이 충족되지 아니한 상태에서 삼성SDI 보통주 가격이 2005. 3. 17.부터 만기평가일까지 한 번도 기준가격 대비 40% 이상 하락한 적이 없는 경우에는 액면금액을, 위 두 조건이 모두 충족되지 아니한 경우에는 '액면금액 × (만기평가가격/기준가격)'으로 계산한 금액을 만기상환금으로 지급한다. 이 사건 주가연계증권의 보유자는 일정한 경우 이 사건 주가연계증권의 재매입을 피고에 신청할 수 있고, 피고는 재매입 신청일 다음 날의 헤지거래에 대한 청산가치를 기준으로 산출한 금액으로 이를 재매입할 수 있다.

원고 1은 피고로부터 이 사건 주가연계증권 42,000매를 420,000,000원에, 원고 2는 이 사건 주가연계증권 7,000매를 70,000,000원에 각 매입하였다.

주가연계증권을 발행한 증권회사는 자기 또는 제3자를 통하여 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 표현하는 단위인 델타값에 근거하여 적정한 수량의 기초자산을 보유하여 옵션의 손익과 보유하는 기초자산의 손익이 상쇄되도록 하는 금융기법인 이른바 '델타헤지(Δ Hedge)'를 하는 방법으로 기초자산을 거래함으로써 그 가격 변동으로 야기되는 위험을 관리함과 동시에 그 과정에서 얻는 이익을 주가연계증권의 상환재원으로 활용할 수 있다. 피고도 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하여 운용하는 주가연계증권 전체를 합하여 델타헤지 거래를 하였는데, 2005. 7. 중순부터 이 사건 중

간평가일까지는 대체로 델타값보다 약 15% 정도 많게 주식 보유수량을 유지하면서 델타값의 증감에 따라 이를 조절하였다.

이 사건 주가연계증권의 2차 중간평가일인 2005. 11. 16.(이하 '이 사건 중간평가일'이라 한다)의 삼성SDI 보통주는 기준가격인 108,500원에 거래되기 시작하여 같은 날 12:00경부터 거래가 종료되기 10분 전인 14:50경까지는 위 기준가격 이상인 108,500원 또는 109,000원의 가격으로 거래되고 있었다. 한편 피고는 그 전날인 2005. 11. 15. 장 종료 무렵 삼성SDI 보통주 287,221주를 보유하고 있었고, 피고가 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하여 운용하는 주가연계증권 전체의 델타값은 이 사건 중간평가일 종가가 108,500원으로 결정될 경우는 -127,137이고, 종가가 108,000원으로 결정될 경우는 -192,137이었다.

피고는 이 사건 중간평가일에 피고 ' ()¹⁾ 파생상품부의 상품계좌를 통해 삼성SDI 보통주에 관하여 접속매매시간대에 180,000주, 단일가매매시간대에 134,000주의 매도 주문을 하여 그중 98,190주를 매도하였는데, 그 구체적 내역은 아래와 같다.

1) 피고는 이 사건 중간평가일 오전 11:15:32부터 11:17:10까지 6회에 걸쳐 합계 160,000주의 삼성SDI 보통주에 관하여 직전체결가인 108,500원보다 1호가에서 5호가 높은 109,000원에서 111,000원 사이의 호가로 매도 주문을 하였으나, 11:15:32에 주문한 10,000주(매도호가 109,000원)만 계약이 체결되고 나머지 주문은 계약이 체결되지 아니하였다. 피고는 같은 날 14:27:14와 14:48:31에도 직전체결가인 108,500원보다 1호가 높은 109,000원에 각 10,000주의 매도 주문을 하였으나, 14:27:14에 한 주문 중 2,190주만 계약이 체결되었다. 그 결과 피고가 이 사건 중간평가일 장중 접속매매시간대에 매도한 삼성SDI 보통주는 12,190주에 불과하였다.

피고는 위와 같은 매도 주문과 별도로 이 사건 중간평가일의 10:48:51부터 11:28:44까지 7차례에 걸쳐 합계 70,000주의 매수 주문을 하였으나 계약이 체결되지 아니하였다.

피고는 삼성SDI 보통주에 관하여 이 사건 중간평가일의 단일가매매시간대인 14:52:54에 20,000주, 14:53:10에 8,000주(14:53:48에 주문이 취소되었다), 14:53:27에 20,000주, 14:54:11에 6,000주에 관하여 각 107,500원에 매도 주문을 하였고, 그로 인하여 삼성SDI

1) ' *!+ (%! -) ,-.#!+의 약어. 장외.

보통주의 예상체결가격은 109,500원에서 108,500원으로 하락하였다. 피고는 같은 날 14:54:56에 20,000주, 14:55:40에 20,000주에 관하여 각 108,500원에, 14:57:46에 20,000주, 14:58:48에 10,000주, 14:59:42에 10,000주에 관하여 각 108,000원에 매도 주문을 하였고, 그 결과 이 사건 중간평가일의 종가는 108,000원으로 결정되어 이 사건 주가연계증권의 중도상환조건이 성취되지 아니하였다.

피고가 이 사건 중간평가일 단일가매매시간대에 삼성SDI 보통주에 관하여 한 매도 주문 수량은 전체의 약 79%에 이르렀고, 계약체결관여율도 약 95%에 달하였다.

원고 1은 이 사건 주가연계증권의 만기일인 2008. 3. 19. 피고로부터 만기상환금으로 투자금에 미치지 못하는 280,645,161원을 지급받았고, 원고 2 역시 2008. 1. 23. 이 사건 주가연계증권의 재매입금으로 39,901,372원을 지급받았다.

2. 당사자의 주장

1) 원고들의 주장

① 주위적 청구원인- 민법 제150조 제1항

이 사건 중간평가일인 2005. 11. 16. 장 종료 직전 삼성SDI 보통주의 종가가 기준가격인 108,500원보다 높거나 같게 형성될 상황이었음에도, 피고가 삼성SDI 보통주의 종가를 하락시킬 의도로 장 종료시간에 임박하여 예상 체결가보다 1,000원 내지 2,000원 낮은 가격 또는 직전가 109,000원 보다 500원 내지 1,500원 낮은 가격으로 대량의 매도 주문(134,000주, 매도 주문 관여율 79.4%)을 9회에 걸쳐 계속적·집중적으로 내 그 중 86,000주를 매도함으로써(매도 체결 관여율 95.3%), 결과적으로 삼성SDI 보통주의 종가가 직전 체결가 109,000원보다 1,000원 하락한 108,000원으로 마감되었다.

원고들은 피고의 위와 같은 비정상적인 매도로 인해 중도상환조건(삼성SDI 보통주의 종가가 기준가격인 108,500원 보다 높거나 같은 때)을 성취하지 못하였고, 이는 민법 제 150조 제1항에 규정된 '조건의 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자가 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 때'에 해당하며, 원고들은 이 사건 소장 부분의 송달로써 중도상환조건의 성취를 주장하므로, 피고는 원고들에게 약정된 중도상환금을 지급할 의무가 있는바, 피고는 원고 1에게 226,907,233원¹⁰ 지급받아야 할 중도상환금 445,200,000원(0

420,000,000원 1 106%) 2 중도상환금에 대한 지연손해금 62,352,394원 - 이미 지급된 만기상환금 280,645,161원3, 원고 2에게 44,019,844원/0 지급받아야 할 중도상환금 74,200,000원(0 70,000,000원 1 106%) 2 중도상환금에 대한 지연손해금 9,721,216원 - 이미 지급된 중도환매금 39,901,372원3 및 위 각 돈에 대한 지연손해금을 지급할 의무가 있다.

- ② 추가된 예비적 청구원인 - 구 증권거래법상 시세고정 행위, 사기적 부정거래 행위에 해당, 민법 제750조 불법행위책임

피고는 단일가매매시간대에 이 사건 추가연계증권의 기초자산인 삼성SDI 보통주를 대량으로 매도함으로써 삼성SDI 보통주 주가를 조기상환기준가격인 108,500원 미만으로 고정·유시시켰는바, 이러한 피고의 행위는 구 증권거래법(2005. 12. 29. 법률 제7762호로 개정되기 이전의 것, 이하 같다) 제188조의4 제3항("누구든지 단독 또는 공동으로 대통령령이 정하는 바에 위반하여 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래 또는 그 위탁이나 수탁을 하지 못한다.")을 위반한 시세고정행위에 해당하므로 민법 제750조의 불법행위를 구성하고, 따라서 피고는 원고들이 입은 손해를 배상할 의무가 있다.

피고의 행위는 구 증권거래법 제188조의4 제4항("누구든지 유가증권의 매매 기타 거래와 관련하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하지 못한다. 1. 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 허위의 시세 또는 허위의 사실 기타 풍설을 유포하거나 위계를 쓰는 행위")을 위반한 사기적 부정거래행위에 해당하므로 민법 제750조의 불법행위를 구성하고, 따라서 피고는 원고들이 입은 손해를 배상할 의무가 있다.

뿐만 아니라 피고의 직원이 헤지 업무를 위해 대량매도를 하였고, 피고 직원의 업무 집행과 관련하여 원고들이 중도상환청구권의 침해라는 손해를 입었으므로, 피고는 민법 제756조에 기한 사용자책임도 부담한다.

2) 피고의 주장

이에 대하여 피고는, ① 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건은 피고의 이익을 위한 것이므로, 피고는 중도상환조건의 성취로 불이익을 입을 당사자에 해당하지 않고, ② 이 사건 추가연계증권에 기한 법률관계는 원고들이 만기상환금이나 재매입금을 수령한

으로써 종료되어 더 이상 조건성취를 주장할 수 없으며, ③ 이 사건 주식 대량매도행위는 주가연계증권 발행의 전제가 되는 델타헤지에 따른 것으로 시세를 인위적으로 변동시킨 것이 아니라 정상적인 수요·공급에 따른 매매였고, 피고에게 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적도 없었으므로 구 증권거래법 제188조의 4 제3항 이 정하는 시세를 고정시키거나 안정시킨 행위가 아니고, 신의성실에 반하는 조건성취 방해행위라고 할 수도 없으며, ④ 피고의 주식 매도행위와 중도상환조건 불성취 사이에는 인과관계가 존재하지 않는다고 주장한다.

3. 원심 법원의 판단

1) 제1심 판결²⁾(원고 승소)

① 청구원인에 관한 판단

i) 민법 제150조 조건 성취로 의제되는 시점

조건의 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자가 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 때에는 상대방은 그 조건이 성취한 것으로 주장할 수 있고(민법 제150조 제1항), 조건이 성취된 것으로 의제되는 시점은 이러한 신의성실에 반하는 행위가 없었더라면 조건이 성취되었으리라고 추산되는 시점이다(대법원 1998.12.22.선고 98다42356판결 등 참조).

ii) 조건의 성취로 불이익을 받을 당사자인지 여부에 관한 판단(적극)

위 인정 사실에 의하면, 이 사건 주가연계증권은 그 매입일로부터 36개월 후인 만기에 이르기까지 4개월마다 기초자산의 가격변동에 따른 조건 성취 여부를 평가하여, ① 기초자산인 삼성SDI 보통주의 가치가 상승함으로써 평가일의 위 주식의 증가가 기준가격 이상이거나, 평가일에 이르는 동안 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승하는 조건이 성취되는 경우 원금인 액면금액에 4개월에 3%씩 증가되는 이자를 더한 상환금을 지급하고, ② 만기에 이르기까지 위 조건이 성취되지 않은 채 기초자산인 삼성SDI 보통 주의 가치가 기준가격의 60% 4 110%의 범위를 유지하고 있는 경우에는 원금인 액면금액 상당의 상환금만을 지급하며, ③ 만기에 이르기까지 기초자

2) 2010. 7. 1. 선고 2009가합90394 판결.

산인 삼성SDI 보통주의 가치가 기준가격의 60% 이하로 하락한 적이 있는 경우에는 기준가격 대비 만기평가금액의 하락분 만큼의 원금 손실이 발생하는 상환금을 지급하는 구조인바, 이 사건 주가연계증권의 중도 상환조건은 법률행위 효력의 발생을 장래의 불확실한 사실에 의존케 하는 정지조건으로서 피고는 이 사건 주가연계증권의 발행·판매자로서 위 조건이 성취되는 경우에는 이 사건 주가연계증권의 매입자들에게 원금에 약정이자를 더한 중도상환금을 지급하여야 할 의무를 부담하게 되므로, 피고는 위 정지조건의 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자라고 할 것이다(이에 대하여 피고는, 이 사건 주가연계증권의 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산을 매입하거나 매도하는 이른바 델타헤지거래를 해 왔으므로, 위 조건이 성취되어 중도상환의무를 부담하게 되더라도 불이익을 입지 않는다고 주장하나, 피고의 주장 자체에 의하더라도 이는 피고가 그의 고유한 책임 아래 취한 위험회피조치의 효과에 기인하는 것에 불과하고, 피고는 위 조건의 성취에 따라 중도금상환의무를 부담함으로써 법률상 불이익을 받는 당사자의 지위에 있다고 할 것이므로, 피고의 위 주장은 이유 없다).

iii) 신의성실의 원칙에 반하는 방해행위에 해당하는지 여부에 관한 판단(적극)

위 인정 사실 및 앞서 본 증거들에 의하여 나타난 다음과 같은 사정 즉, ① 피고는 중간 평가일의 기초자산의 가격변동에 따라 중도상환의무가 발생하는 구조의 이 사건 주가연계 증권을 일반 투자자에게 판매한 증권회사로서 그 스스로가 개입하여 기초자산의 공정한 가격 형성에 부당한 영향을 주는 거래를 하여서는 안 될 신의성실의 원칙상의 주의의무가 있다고 할 것인 점, ② 피고의 삼성SDI 보통주의 대량매도행위가 이 사건 주가연계증권의 두번째 평가일인 2005.11.16. 종가가 결정되기 불과 10분 전에 한꺼번에 이루어진 점, ③ 당일 삼성SDI 보통주에 대하여 제출된 매도주문 총 3,300여 건 중 한 번에 1만 주 이상의 대량 매도주문 건수는 모두 16건인데 그 중 피고가 15건의 매도주문을 하였고, 피고가 거래 종료 10분 전에 매도주문을 낸 삼성SDI 보통주의 물량은 134,000주로서 약 140억 원의 규모에 이르는 데다가, 그 중 약 101억 원 상당에 이르는 94,000주에 관하여는 이 사건 주가 연계증권의 기준가격인 108,500원(또는 거래직전가인 109,000원)에 미치지 못하는 107,500원 또는 108,000원에 매도주문을 하였는바, 이는 거래가격 형성에 결정적인 영향을 미치기에 충분한 규모라고 봄이 상당한 점, ④ 삼성SDI 보통주는 위 2005.11.16. 정규시장 마감 직전에 이 사건 주가연계증권의 기준가격인

108,500원 이상으로 거래되고 있어 피고가 위와 같은 규모의 삼성SDI 보통주를 거래 종료 10분 전에 대량 매도하지 않았다면 2005.11.16. 삼성SDI 보통주의 증가가 108,500원 이상에서 형성되었을 것으로 추단되는 점, ⑤ 피고의 삼성SDI 보통주의 대량매도가 이 사건 주가연계증권과 관련하여 노출된 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위한 델타헤지거래(기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산 자체를 보유한 다음 기초자산의 가격 변화에 연동하여 일정 수량의 기초자산을 다시 매매함으로써 현물의 손익과 이 사건 주가연계증권상의 손익이 서로 상쇄되도록 하여 위험을 조정하는 방식)의 일환으로서 이루어진 것이라 하더라도, 위험회피 거래는 증권사가 그 자신의 이익을 보호하기 위하여 그의 책임과 판단 아래 수단과 방법을 결정하여 행하여지는 것이므로, 기초자산의 공정한 가격 형성에 영향을 주거나 투자자의 이익과 신뢰를 부당하게 훼손하지 않는 범위 내에서 이루어져야 한다고 할 것인데(피고는 이 사건 주가연계증권에 대한 사업설명서에 '피고는 향후 발행조건에 의한 상환금의 안정적 지급을 위하여 당해 유가증권의 발행으로 조달된 자금을 파생상품 거래를 포함한 위험 회피 거래에 사용할 계획입니다.'라고 추상적으로 기재하고 있을 뿐, 중간평가일에 상환금 재원을 마련하기 위해 기초자산을 매각할 수도 있다는 등의 구체적 설명내용은 없었다), 피고는 장중 분할 매매 등 시장 충격을 완화하려는 노력을 기울이지 않은 채 거래 종료 직전 한꺼번에 기초자산을 기준가격 이하의 매도주문을 통하여 대량 매도한 점 등을 종합하면, 피고가 이 사건 주가연계증권의 두 번째 평가일인 2009.11.16. 거래 종료 10분 전에 기초자산인 삼성SDI 보통주를 대량매도함으로써 이 사건 주가연계증권의 중도상환 조건이 성취되지 못하였다고 할 것이고, 피고의 삼성SDI 보통주 대량매도가 고의에 의하여 이루어진 경우만이 아니라 과실에 의하여 이루어진 경우에도 조건의 성취를 방해한 때에 해당한다고 할 것인바(대법원 1998.12.22. 선고 98다42356판결 취지 등 참조), 결국 이는 시장의 수요·공급의 원리에 따라 기초자산의 주가가 공정하게 결정되고, 그 주가가 중도상환 조건을 충족할 경우 그에 따른 중도상환금을 지급받을 수 있으리라는 투자자의 정당한 신뢰와 기대를 해친 행위라고 평가함이 상당하다.

iv) 소결

그렇다면 중도상환조건의 성취로 불이익을 받을 당사자인 피고가 중간평가일인 2005.11.16. 기초자산인 삼성SDI 보통주를 대량매도함으로써 신의성실에 반하여 중도상

환조건의 성취를 방해하였다고 할 것이므로, 그 상대방인 원고들은 피고에 대하여 피고의 방해행위가 없었더라면 조건이 성취되었을 것으로 추단되는 위 중간평가일인 2005.11.16. 위 중도 상환조건이 성취된 것으로 주장할 수 있다고 할 것이다. 따라서 피고는 이 사건 추가연계증권에 따른 나머지 중도상환금으로 원고 1에게 226,882,838원⁵⁰ 중도상환금 445,200,000원¹⁰ 액면금 420,000,000원 $\times$ (100% - 2%)³² 중도 상환금에 대한 이 사건 추가연계증권 두 번째 중도상환일 다음날인 2005.11.19.부터 원고 1이 만기 상환금을 지급받음으로써 일부 변제받은 2008.3.19.까지 상법이 정한 연 6%의 비율에 의한 지연손해금 62,327,999원¹⁰ 445,200,000원 $\times$ 6% $\times$ (2년 - 2122일/366일), 원 미만 버림, 이하 같다.³ 만기상환금으로 지급받은 280,645,161원⁶ 및 이에 대한 만기상환금을 지급받은 다음날인 2008.3.20.부터, 원고 2에게 44,005,447원⁵⁰ 중도상환금 74,200,000원¹⁰ 액면금 70,000,000원 $\times$ (100% - 2%)³² 중도상환금에 대한 이 사건 추가연계증권 두 번째 중도 상환일 다음날인 2005.11.19.부터 원고 2가 재매입금을 지급받음으로써 일부 변제받은 2008.1.23.까지 상법이 정한 연 6%의 비율에 의한 지연손해금 9,706,819원¹⁰ 74,200,000원 $\times$ 6% $\times$ (2년 - 266일/366일)³ 재매입금으로 지급받은 39,901,372원⁶ 및 이에 대한 재매입금을 지급받은 다음날인 2008.1.24.부터 각 이 사건 소장 부분 송달일인 2009.8.17.까지는 상법이 정한 연 6%, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 소송촉진 등에 관한 특례법이 정한 연 20%의 각 비율에 의한 지연손해금을 각 지급할 의무가 있다(원고 1은 위 중도상환금에 대한 만기상환금 지급일까지의 지연손해금이 62,352,394원임을 전제로 나머지 중도 상환금 226,907,233원의 지급을, 원고 2는 위 중도상환금에 대한 재매입금 지급일까지의 지연 손해금이 9,721,216원임을 전제로 나머지 중도상환금 44,019,844원의 지급을 각 구하고 있으나, 이는 계산상의 착오로 보인다).

② 피고의 주장에 관한 판단

i) 주식대량매도와 중도상환조건 불성취 사이의 인과관계가 없다는 주장에 관한 판단(소극)

피고는, 이 사건 추가연계증권은 조건이 복합적으로 결합된 구조로서 두 번째 중간평가일인 2005.11.16. 중도상환조건이 성취되지 않는다 하더라도 추후 6번의 중간평가일에 중도상환조건이 성취되어 중도상환금을 지급받을 수 있는 기회가 있으므로, 피고의 기초자산인 삼성SDI 주식 대량매도와 중도상환조건의 불성취 사이에 인과관계가 없다고

주장한다. 살피건대, 이 사건 주가연계증권이 수 개의 조건이 결합되어 있는 구조로 결합된 다른 조건이 존속하고 있다 하더라도 피고의 방해행위와 두 번째 중간평가일인 2005.11.16. 중도상환조건 불성취 사이의 인과관계가 없다고 할 수 없고, 또 조건의 성취로 불이익을 받을 당사자가 신의성실에 반하여 조건성취를 방해하는 때에 상대방은 그의 선택에 따라 그 조건이 성취되었음을 주장하거나 주장하지 않을 수 있으므로, 이 사건 주가연계증권에 부과된 다른 조건들이 유효하게 존속하고 있었는지 여부와는 상관없이 원고들은 피고의 방해행위로 인하여 민법 제150조에 의하여 위 두 번째 중도상환조건이 성취되었다고 주장할 수 있다고 할 것이고, 따라서 피고의 위 주장은 이유 없다.

ii) 법률관계가 종료하여 조건성취를 주장할 수 없다는 주장에 관한 판단(소극)

피고는, 이 사건 주가연계증권에 기한 법률관계는 원고들이 만기상환금이나 재매입금을 수령함으로써 종료되었고, 이 사건 주가연계증권으로 인한 법률관계와 일체적 관계에 있는 중도상환조건 역시 위 법률관계의 종료에 따라 이미 소멸되었다고 할 것이므로, 위 법률관계 자체가 종료된 이후에는 원고들은 피고에 대하여 더 이상 피고의 신의성실에 반하는 조건 성취 방해행위로 인하여 민법 제150조에 의하여 조건이 성취되었음을 주장할 수 없다고 주장한다.

살피건대, 앞서 본 바와 같이 이 사건 주가연계증권의 발행·판매에 관한 법률행위에 의하여 발생한 의무 중 일부를 피고가 이행하였다고 하여 이로써 위 법률행위에 기한 피고의 중도상환의무가 소멸되는 것은 아니라 할 것이고, 또한 신의성실에 반하는 조건 성취 방해행위가 있었음을 이유로 민법 제150조에 의하여 조건이 성취되었음을 주장할 수 있는 시기에 그 제한이 있는 것은 아니며, 조건이 성취된 것으로 의제되는 시점은 이러한 신의 성실에 반하는 행위가 없었더라면 조건이 성취되었으리라고 추산되는 시점이라고 할 것이므로, 이 사건 주가연계증권 발행·판매에 관한 계약에서 정한 조건 중 방해행위로 인하여 성취되지 못한 조건 외에 또 다른 조건의 성취나 기한의 도래로 계속적 법률관계가 종료되는 외형을 갖추게 되었다고 하더라도 그 종료 전에 신의성실에 반하는 계약상 조건 성취 방해행위가 있었다면, 상대방은 그 종료 이후라도 계약에 기한 그 조건이 성취되었음을 주장할 수 있다고 할 것이다. 이 사건에 관하여 보건대, 피고가 원고들에게 이 사건 주가연계증권 발행·판매계약에 기한 만기상환금 또는 재매입금을 지급한 사실은 위에서 인정한 바와 같으나, 이는 중도상환조건이 성취되지 않

있음을 전제로 하여 이 사건 주가연계증권에 관하여 피고가 부담하는 의무를 이행한 것에 불과하고, 이로써 중도상환조건을 포함하여 이 사건 주가연계증권에 관한 계약상 법률관계가 모두 소멸되었다거나 원고들이 중도상환금 청구에 관한 권리를 묵시적으로나마 포기한 것으로 볼 수는 없으므로(원고들이 피고의 위 조건성취 방해행위를 깨닫지 못한 상태에서 위 만기상환금 및 재매입금을 수령한 것으로 보인다), 만기상환이나 재매입 전에 피고의 신의성실에 반하는 중도상환조건 성취 방해행위가 있었던 경우에는 원고들은 만기상환금이나 재매입금을 수령한 이후라도 중도상환조건이 그 이전에 성취되었음을 주장할 수 있다고 할 것이다(중도상환조건이 성취되지 않았음을 전제로 지급된 위 만기 상환금이나 재매입금은 만기 혹은 재매입 이전에 중도상환조건이 성취된 것으로 의제됨에 따라 발생한 피고의 중도상환의무의 일부 변제에 충당된다고 봄이 상당하다). 따라서 피고의 위 주장은 이유 없다.

2) 원심 판결³⁾-원고 패소

① 원고들 주장에 대한 판단

i) 델타헤지 시기와 관련한 주장에 대한 판단

원고들은, 피고가 특정일의 종가에 의하여 산정되는 델타값에 따라 그 특정일에 보유하여야 할 주식 수량을 결정한 것은 논리적으로 델타헤지에 부합하지 않고, 미래의 주가 변동을 예상한 일종의 투기적 거래에 해당하므로 이 사건 주식매도행위는 정상적인 델타헤지가 아니라 헤지물량의 청산을 미리 행한 것에 불과하고, 중간평가일 단일가매매시간대가 아니라 접속매매시간대 또는 장 종료 후 장의시장이거나 다음 거래일에 처분하는 것도 충분히 가능하다는 취지로 주장한다.

그러나 앞서 본 바와 같이 델타헤지는 옵션(예컨대 ELS)의 델타값 변화에 따라서 현물주식의 보유량을 수시로 조정함으로써 옵션의 손익과 현물주식의 손익을 상쇄하여 델타 중립상태를 유지하는 기법이므로, 델타헤지에 따른 헤지거래는 특정시점의 옵션의 델타값에 따라 보유하는 현물주식의 수량을 조정하여 주가변동에 따른 옵션 손익과 현물주식의 손익을 상쇄시키는 것이다. 따라서 피고가 특정일의 종가에 의하여 산정된 델타값에 따라 그 특정일에 보유하여야 할 주식수량을 결정한 것이 델타헤지의 개념에 어

3) 서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2010나71761 판결.

긋난다고 볼 수 없을 뿐만 아니라, 만일 원고들의 주장과 같이 특정일의 증가에 의하여 델타값이 산정된 이후에 다음날 보유할 현물주식 수량을 맞추어 나가는 것이 적절한 델타헤지 원리라고 보게 되면 금융기관은 특정일의 다음날까지 현물주식의 보유에 따른 리스크(, *!+.7&921)를 전적으로 부담하여야 하기 때문에 금융기관에게 부당한 위험을 용인할 것을 요구하는 것과 다름없고, 을 제17호증의 기재에서 알 수 있듯이 장 종료 후 시간의 거래는 유동성이 풍부하지 않아 대량매도가 필요한 중간평가일에 채택할 수 있는 매도방법이라고 보기 어렵다.

뿐만 아니라 이 사건 주가연계증권의 상환조건 성취 여부는 중간평가일의 증가에 의하여 결정되는 것이므로 수시로 변동하는 델타값 역시 증가가 결정되는 단일가매매시간대에 큰 변동성을 보이고, 따라서 증가에 맞추어 델타수량을 계산하고 그에 따라 물량을 처분하기 위해서는 증가가 형성되는 시기와 최대한 가까운 시간에 거래해야 하므로 델타헤지로 인한 주식매매는 단일가매매시간대에 집중될 수밖에 없으며, 을 제23호증의 기재와 같이 피고가 이 사건 중간평가일에 이 사건 주식 대량매도행위의 매매목적물인 삼성SDI 보통주 86,000주를 단일가매매시간이 아닌 접속매매시간 동안 5분 단위로 시장가에 분할매도하였다면, 그 증가는 실제 증가인 108,000원보다 낮은 105,036.51원에서 형성되었을 것으로 보는 견해도 있으므로 단일가매매시간 중의 대량매도나 접속매매시간 중의 분할매도 중 어느 것이 주식의 시장가격에 미치는 영향이 더 큰지 단정할 수 없는 점 등에 비추어보면 원고들의 위 주장은 쉽사리 받아들이기 어렵다.

ii) 조건성취 방해 동기와 관련한 주장에 대한 판단

원고들은, 이 사건 주가연계증권의 기초자산인 삼성SDI 보통주의 변동성이 크지 않아 피고가 손실을 입고 있었고, 특히 2005. 10.말 기준으로 피고는 ELS를 자체 헤지 운용하면서 117억 5천만 원의 누적운용손실을 입고 있었으며, 트레이더의 성과보수는 운용이익에 연동되므로 피고의 트레이더로서는 헤지 운용손실 확대를 막고 성과보수를 받기 위해서 이 사건과 같은 대량매도행위를 하였다고 주장한다.

살피건대, 갑 제29호증의 5,11의 각 기재에 변론 전체의 취지를 종합하면, 그 무렵 삼성SDI 보통주의 변동성이 그리 크지 않았던 사실을 인정할 수 있으나, 갑 제29호증의 1, 7의 각 기재만으로는 당시 피고의 ' () 파생상품부에서 117억 5천만 원의 운용손실을 입고 있었음을 인정하기에 부족하고 달리 이를 인정할 증거가 없으며, 오히려 갑 제29

호증의 7 제11쪽 '37기 10월 ' () 파생상품부 손익 보고'의 기재와 을 제43호증(박★★에 대한 증인신문조서)의 기재에 변론 전체의 취지를 종합하여 보면, 당시 피고의 ' () 파생상품부는 33억 7천만 원의 수익을 보고 있었음을 알 수 있고, 갑 제29호증의 10 기재만으로는 2005. 11. 당시 피고 트레이더의 성과보수가 운용이익에 연동되어 있었음을 인정하기에 부족하고, 피고와 트레이더 사이에 체결된 부속합의서(갑 제29호증의 10)는 이 사건 이후인 2009. 1. 22.경 체결된 것이어서, 이 사건 무렵인 2005. 11.경에도 동일 혹은 유사한 약정이 있었다고 추단하기는 어렵다³ 달리 이를 인정할 증거가 없으므로, 원고들의 위 주장 역시 받아들일 수 없다.

더구나 조기상환조건이 성취되면 피고로서는 추가적으로 부담해야 할 헤지비용을 절 약할 수 있을 것이고, 만약 대상 기초자산이 변동성이 크지 않은 주식이라면 조기상환 되어 해당 ELS를 종료시키고, 변동성이 큰 기초자산으로 대상으로 하는 다른 ELS를 발 행하여 새로이 판매수수료를 받는 것이 더 이익이 될 것으로 보이는 점까지 함께 고려 하여 보면 조건성취 방해 동기에 관한 원고들의 주장은 쉽사리 받아들이기 어렵다.

iii) 주위적 청구원인에 대한 구체적인 판단

- 민법 제150조 '조건 성취를 방해한 때' 해당 하는지에 대한 판단(소극)

원고들은 피고의 2005. 11. 16.자 헤지거래행위가 '신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 때'에 해당한다고 주장하나, 앞서 본 바와 같이 피고의 위 행위는 정당한 델타헤 지거래행위로서 이 사건과 같은 추가연계증권을 발행한 금융기관이 위험을 관리하기 위해서 반드시 수행하여야 하는 것이므로 비록 피고의 헤지거래행위가 삼성SDI 보통주 의 가격형성에 영향을 미쳐 결과적으로 중도상환조건이 성취되지 못하였다고 하더라도 이를 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 것으로 볼 수 없으므로 이와 다른 전제 에 선 원고들의 이 사건 주위적 청구는 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다.

- 피고가 조건 성취를 불이익을 받을 당사자인지에 대한 판단(적극)

다만 피고는, 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건은 피고의 이익을 위한 것이므로, 피고는 중도상환조건의 성취호 불이익을 입을 당사자에 해당하지 않는다고 주장하나, 델타헤지가 이론적인 수준에서 정밀하게 이루어질 경우에는 피고 주장과 같이 이 사건 추가연계증권에서 정한 조건이 성취되어 피고가 중도상환의무를 부담하더라도 추가로

부담하게 되는 손실이 없다고 할 수 있을 것이지만, 현실 거래에 있어서는 이론적으로 완벽한 델타헤지는 불가능하고, 기초자산의 변동성 예측이 실제와 다를 수도 있으며, 그로 인하여 기초자산의 가격변동폭에 따라서 중도상환에 필요한 자금만큼의 기초자산 운용수익을 확보하지 못함으로 인하여 현실적인 손해가 발생할 가능성이 언제나 존재한다. 즉 피고는 이 사건 주가연계증권의 발행·판매자로서 중도상환조건이 성취되는 경우에는 기초자산의 변동성거래를 통하여 확보한 수익의 양에 상관없이 이 사건 주가연계증권의 매입자들에게 원금에 약정이자를 더한 중도상환금을 지급하여야 할 의무를 부담하게 되므로, 피고는 위 정지조건의 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자라고 할 것이어서, 이 부분 피고의 주장은 이유 없다.

- 법률관계 종료로 조건성취를 주장할 수 없는지에 대한 판단(소극)

피고는 또, 이 사건 주가연계증권에 기한 법률관계는 원고들이 만기상환금이나 재매입금을 수령함으로써 종료되어 더 이상 조건성취를 주장할 수 없다고 주장하나, 이 사건 주가연계증권 발행·판매에 관한 계약에서 정한 조건 중 방해행위로 인하여 성취되지 못한 조건 외에 또 다른 조건의 성취나 기한의 도래로 계속적 법률관계가 종료되는 의형을 갖추게 되었다고 하더라도 그 종료 전에 신의성실에 반하는 계약상 조건성취 방해행위가 있었고, 그러한 사정을 알지 못한 채 원고들이 만기상환금이나 재매입금을 수령하였다면, 이로써 원고들이 중도상환금 청구에 관한 권리를 묵시적으로나마 포기한 것으로 볼 수 없으므로 원고들은 여전히 계약에 기한 조건이 성취되었음을 주장할 수 있다고 할 것이다. 피고의 위 주장 역시 이유 없다.

iv) 예비적 청구원인에 대한 구체적인 판단

- 구 증권거래법 제 188조의4 제3항 위반(시세고정 행위) 주장에 대한 판단

원고들은, 피고의 해지거래행위가 구 증권거래법 제188조의4 제3항을 위반하여 불법행위를 구성한다고 주장하나, 위 법률 조항은 2005. 5. 26. 헌법재판소에서 명확성의 원칙에 위배되고, 위임입법의 한계를 일탈하였다는 이유로 위헌결정을 받았고(헌법재판소 2005. 5. 26. 2003헌가17 결정), 그 후 위헌소지를 없애는 방향으로 개정된 법률 조항(2005. 12. 29. 법률 제7762호로 개정된 것)은 2006. 3. 30.부터 시행되었으므로 위헌성이 제거된 법률이 시행되기 이전에 이루어진 피고의 행위에 대해서는 위 개정된 법률조항

을 적용할 수 없다.

따라서 피고의 2005. 11. 16.자 헤지거래행위에 적용되는 구 증권거래법 제188조의4 제3항은 헌법재판소의 위헌결정으로 더 이상 효력이 없다고 할 것이어서 위 법률조항을 위반하였다고 하더라도 불법행위를 구성하지 않으므로, 이와 다른 전제에 선 원고들의 이 사건 예비적 청구는 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다.

설령 원고들의 주장을 구 증권거래법 제188조의4 제3항에 대한 헌법재판소의 위헌결정과 상관없이 피고의 헤지거래행위가 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 한 매매거래에 해당하므로 민법 제750조의 불법행위에 해당한다는 주장으로 선행하더라도 앞서 본 바와 같이 피고의 위 행위는 정당한 델타헤지거래행위이고, 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적의 행위라고 볼 수 없으므로, 이와 다른 전제에 선 원고들의 이 부분 예비적 청구는 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다.

- 구 증권거래법 제188조의4 제4항 위반(사기적 부정거래행위) 주장에 대한 판단

원고들은, 피고의 헤지거래행위가 구 증권거래법 제188조의4 제4항을 위반하여 불법행위를 구성한다고 주장하나, 앞서 본 바와 같이 피고의 위 행위는 정당한 델타헤지거래행위로서 이 사건과 같은 추가연계증권을 발행한 금융기관이 위험을 관리하기 위해서 반드시 수행하여야 하는 것이므로 비록 피고의 헤지거래행위가 삼성SDI 보통주의 가격형성에 영향을 미쳐 결과적으로 중도상환조건이 성취되지 못하였다고 하더라도 이를 부당한 이득을 얻기 위하여 고의로 위계를 쓴 사기적 부정거래행위라고 볼 수 없으므로, 이와 다른 전제에 선 원고들의 이 부분 예비적 청구도 더 나아가 살필 필요 없이 이유 없다.

v) 소결

그렇다면 원고들의 피고에 대한 이 사건 주위적 및 예비적 청구는 이유 없어 이를 모두 기각하여야 할 것인데, 제1심 판결은 이와 일부 결론을 달리하여 부당하므로, 피고의 항소는 이유 있어 제1심 판결 중 피고 패소 부분을 취소하고, 그 취소 부분에 해당하는 원고들의 청구와 당심에서 추가된 원고들의 예비적 청구를 모두 기각하기로 하여, 주문과 같이 판결한다.

4. 대법원의 판단 - 원심 파기 환송

1) 피고의 지위 - 조건 성취를 불이익을 받을 당사자인지 여부(적극)

이 사건 주가연계증권은 기초자산인 삼성SDI 보통주의 중간평가일의 증가에 따라 중도상환조건의 성취 여부가 결정되어 피고가 투자자에게 지급할 중도상환금의 지급시기와 금액이 달라지는 유가증권이다. 그리고 이 사건 주가연계증권의 중도상환조건은 법률행위 효력의 발생을 장래의 불확실한 사실에 의존케 하는 정지조건이고, 피고는 이 사건 주가연계증권을 발행하여 판매한 자로서 위 정지조건이 성취되는 경우 이 사건 주가연계증권의 투자자에게 이 사건 주가연계증권의 판매계약에서 약정한 바에 따라 액면금에 약정한 수익금을 더한 중도상환금을 지급하여야 할 의무를 부담하게 되므로, 위 정지조건의 성취 여부에 따라 이 사건 주가연계증권의 투자자와 사이에서 이해관계가 상충되는 자라고 할 것이다.

2) 민법 제2조, 피고의 투자자 보호의무(신의성실 의무) 위반(적극)

피고가 이 사건 주가연계증권에 관련한 델타헤지 거래로서 삼성SDI 보통주를 매도하는 것은 기본적으로 위험회피라는 자신의 이익을 위하여 행하는 것이어서 그 과정에서 투자자의 신뢰나 이익이 부당하게 침해되어서는 아니 된다고 할 것인데, 이 사건과 같이 중간평가일의 기초자산 가격이 중도상환조건을 성취시키는 가격에 근접하여 형성되고 있어 그 증가에 따라 중도상환조건이 성취될 가능성이 높아 피고와 투자자 사이의 이해관계가 서로 상충되는 상황에서는 피고는 투자자의 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 헤지거래를 하여서는 아니 되고 중도상환조건의 성취 여부에 최소한의 영향을 미치는 방법으로 헤지거래를 하여 투자자를 보호할 주의의무가 있다고 할 것이다.

그런데 피고는 이 사건 중간평가일의 삼성SDI 보통주 증가가 이 사건 주가연계증권의 상환 기준가격인 108,500원으로 결정되는 경우 그 델타값인 -127,137에 따라 보유하고 있던 삼성SDI 보통주 287,221주 중 약 160,000주(= 287,221주 - 127,137)를, 증가가 상환조건이 성취되지 아니하는 108,000원으로 결정되는 경우 그 델타값인 -192,137에 따라 약 95,000주(= 287,221주 - 192,137)를 매도할 필요가 있었으므로, 상환조건 성취 여부와 무관하게 보유한 삼성SDI 보통주 중 상당량을 이 사건 중간평가일의 접속매매시간대

전체에 걸쳐 분산하여 매도함으로써 중도상환조건 성취 여부를 결정하는 요소인 증가 결정에 미치는 영향을 최소화하여야 할 주의의무가 있었다. 그럼에도 피고는 이 사건 중간평가일의 접속매매시간대에는 매도 주문 시 그 호가 대부분을 직전체결가보다 높게 제시하여 대부분의 계약 체결이 무산되는 결과를 초래하고 오히려 매수 주문을 내기도 하는 한편, 단일가매매시간대에 같은 시간대 전체 매도 주문의 약 79%를 차지하는 134,000주에 관하여 매도 주문을 하면서 그중 94,000주에 관하여는 기준가격인 108,500원에 미치지 못하는 호가를 제시하였고, 그 결과 삼성SDI 보통주의 이 사건 중간평가일 증가가 108,000원으로 결정되어 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건 성취가 무산되었다. 피고의 이러한 행위는 원고들에 대한 투자자보호의무를 소홀히 한 것으로 신의성실에 반하여 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건 성취를 방해한 것이라고 볼 여지가 충분하다.

그럼에도 원심은 이와 달리 그 판시와 같은 이유로 피고가 이 사건 중간평가일의 장종료 무렵에 대량의 삼성SDI 보통주를 매도한 행위는 추가연계증권을 발행한 금융기관이 위험을 관리하기 위하여 하는 델타헤지를 위한 정당한 거래행위이므로 그로 인하여 이 사건 추가연계증권의 상환조건이 성취되지 아니하였더라도 이를 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 것으로 볼 수 없다고 판단하였다. 이러한 원심판결에는 위험회피거래에서의 신의칙상 주의의무 등에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다. 이 점을 지적하는 상고이유 주장은 이유 있다.

3) 결론

그러므로 나머지 상고이유에 대한 판단을 생략한 채 원심판결을 파기하고, 사건을 다시 심리·판단하게 하기 위하여 원심법원에 환송하기로 하여, 관여 대법관의 일치된 의견으로 주문과 같이 판결한다.

II. ELS 개관

대상판결은 추가연계증권(ELS, E; -#< L7.9! S!=-#<) 발행인에게 위험회피거래(델타헤

지거래)시 투자자 보호의무를 인정한 판결인바 이하 ELS에 대해 살펴본다.

1. 금융투자상품

자본시장법은 금융투자상품을 i) 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로, ii) 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(“금전 등”)을 지급하기로 iii) 약정함으로써 취득하는 권리로서 iv) 투자성이 있는 것이라고 정의한다. (자본시장법 제3조 제1항 본문)

특히 투자성과 관련하여, 투자성이란 “그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액을 초과하게 될 위험”, 즉 원본손실위험을 의미한다. 미국이나 일본에서는 증권개념에 관한 투자성을 ‘이익의 기대’로 보는 반면, 자본시장법은 ‘원본손실위험’으로 정의하는데, 원본손실위험이 없는 일부 금융상품의 경우 증권에 해당하는지 여부가 문제될 수 있다.

예컨대 “원금 보장형 ELS”의 경우 투자자가 중도환매하지 않고⁴⁾ 만기까지 보유하는 한 원본 손실위험이 없다는 점을 고려하면, 투자성이 없다고 볼 수 있지만, 비상장 ELS도 양도가 금지되지 아니하므로 장외에서는 양도가 가능하고 이에 따라 양도차손이 발생할 수 있다는 점에서, 실제의 가능성을 떠나 이론적으로는 투자성이 인정된다. 이에 따라 모든 ELS는 증권으로 분류되고, 증권신고서의 제출이 요구된다. 그러나 ELS 양도는 실제로는 거의 이루어지지 아니하므로 ELS 투자성은 투자자가 실제 인식하기 보다는 다분히 이론적으로 인정되는 것이라고 할 수 있다.

2. 파생결합증권

1) 정의

파생결합증권이란 “기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급하거나 회수하는 금전등이 결정되는 권리가 표시된 것”을 말한다(자본시장법 제4조 제7항).

EL >(!;-\$%< "7.9! ?\$+\$.#), ELS(!;-\$%< "7.9! 8!=-+##!8)는 근래에 가장 대표적인 파생결

4) 중도환매하는 경우의 환매수수료는 회수금액에 포함된다(자본시장법 제3조 제1항).

합증권이고, 그 외에 변동금리부사채(**@AB**)⁵⁾, 신용연계증권(**LB**)⁶⁾, 재해연계증권(**BS**,**#**)⁷⁾등이 있다. 은행의 금적립상품(**&**,**" CS.97.&**)⁸⁾도 파생결합증권으로서 이를 취급하

- 5) **@AB(@, \$7. & A\$# B, #!)**: 채권의 지급이자율이 시중 실세금리의 변화에 따라 달라지는 채권이다. 채권은 이자율을 결정하는 조건에 따라 고정금리부와 변동금리부로 구분된다. 고정금리부 채권은 발행할 당시의 이자율이 만기 때까지 유지되는 회사채나 국공채 등을 말한다. 변동금리부채권은 주요한 기준금리가 변동함에 따라 지급이자율이 변동하는 것으로, 금리변동에 따른 위험을 채권 보유자가 부담하는 것이 아니라 발행자가 부담하는 것이다. 주로 금융시장에 불확실성이 확산되면서 금리를 장기적으로 예측하는 것에 어려움이 따를 때 금리변동에 따른 위험을 최소화하기 위하여 발행한다.
- 6) **LB()+! # L7.9! B, #!)**: 신용위험방지요소가 결합된 채권을 의미하는데 일반적인 **LB**은 채권 매입자의 신용위험 부담을 덜어주기 위해 채권에 신용옵션을 결합시켜 만들어진다. 일반적으로 채권자들이 보유채권(기초자산)에 대한 신용위험 방지요소가 결합된 채권을 발행하여 제3자(신용위험인수자, 보장판매자)에게 매각하고 부도나 신용등급 하향 등 기초자산과 관련된 신용사건이 발생할 경우에는 채권매입자에게 기초자산을 양도하거나 사전에 약정된 일정금액을 지급하는 등 신용위험방지관련 계약을 이행하게 된다.
- 7) 재해연계증권(**BS**,**#**) : 지진과 쓰나미, 홍수 등 재산상 큰 피해가 예상되는 자연재해에 대비해 발행하는 보험연계증권(ILS)의 일종이다. 미국 플로리다 지역의 허리케인, 터키 및 일본의 지진, 유럽 폭풍우, 호주 사이클론 등이 보험 대상이 되는 리스크다. 보험사가 태풍과 같은 거대재해에 대한 위험을 자본시장으로 전가, 손실규모를 축소하기위해 고안됐다. **BS**은 대재해를 의미하는 **BS\$8%, D%!**의 준말로 재해연계증권은 자연재해 관련 보험상품을 판매한 보험사가 채권을 발행해 자본시장에 유통시킴으로서 자본시장의 투자자들에게 그 위험을 전가하는 새로운 형태의 위험 관리 기법이다. 재해연계증권은 투자 손실 위험이 있기 때문에 신용등급은 투자부적격 등급인 **'EE'** 이하다. 수익률은 발행 조건에 따라 다르지만 통상 리보(Libor, + 런던 은행 간 금리)나 미국 국채 금리에 연 **648%**포인트의 프리미엄이 더해진다. 재해연계증권의 특징은 금융시장 변화에 영향을 받지 않는다는 것이다. 자연재해 발생 확률에 근거하다 보니 경기 흐름이나 통화정책, 경제성장률 변화에 따른 금융시장 변동성에 좌우되지 않는다. 이 때문에 기관투자자들이 리스크 회피를 위한 분산 투자 차원에서 접근하는 경우가 많다. 시장 규모는 연평균 20% 이상 빠른 속도로 커지고 있다. 미국 시장조사회사인 아르테미스에 따르면 재해연계증권 발행 규모는 2006년부터 급증하기 시작해 2014년 사상 최고치인 88억달러를 기록했다. 총 발행 규모는 2014년 250억달러를 넘어섰다.
- 8) **&**,**" CS.7.&**: 시중은행이 금괴·금통장·금증서·금대출 등 금(金)과 관련된 상품을 사고 팔 수 있는 제도로, 2003년 7월부터 도입되었다. 이전에는 보석상이나 금은방 등에서만 금을 사고 팔 수 있었을 뿐, 은행에서는 금화 등을 판매 대행하는 것 외에는 직접 금을 사고 파는 어떠한 행위도 할 수 없었다. 그러나 골드뱅크가 도입됨으로써 부동산·주식·현금 외에 금도 주요한 부의 축적 수단뿐 아니라 재테크의 대상이 되었다. 정부에서는 이를 위해 조세특례제한법을 개정해 금과 관련된 상품의 부가가치세를 한시적으로 면제해 금을 매개로 하는 금융거래 활성화 방안을 마련하였는데, 이에 따라 은행에서도 관련 상품을 개발해 일반 고객들에게 판매할 수 있게 된 것이다. 안정적인 재산 보전을 원하는 부유층이나 단기 시세차익을 피하는 투자자들이 주요 고객으로, 원하기만 하면 은행 창구에서 금을 구입할 수 있다. 금은 국가 위험 없이 투자할 수 있고, 가격변동 폭도 크지 않아 안정적 자산으로 운용할 수 있다. 매매 가격은 매일매일의 국제 시세에 수입비용:

는 은행은 파생결합증권의 발행을 위한 금융투자업 인가, 즉 증권에 대한 투자매매업과 장외파생상품에 대한 투자매매업 인가를 받아야 한다.

자본시장법 제4조 제7항은 “지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것”이라고 규정하므로 차액정산형(현금결제형) 파생결합증권만 인정하는 것처럼 보이지만, 이에 한정할 이론적, 정책적 이유는 없고⁹⁾, 이는 지급금액 또는 회수금액이 다른 자산이나 지표에 의하여 결정된다는 의미로 볼 것이다.¹⁰⁾ 또한, 시행령 제139조 제1호 바목은 권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 파생결합증권도 규정하고¹¹⁾, 2013년 개정 자본시장법은 종래의 “지급금액 또는 회수금액”을 “지급하거나 회수하는 금전등”이라고 변경하였으므로 현물인도형 파생결합증권의 발행이 가능하게 되었다. 한편 자본시장법상 채무증권인 전환사채나 신주인수권부사채도 추가지급의무의 부존재 및 가치파생성으로 인하여 현물인도형 파생결합증권의 특성을 가진다.

2) 기초 자산

자본시장법에서 기초자산(-. !"<.& \$88!#8)이란 다음의 제1호부터 제5호까지에 해당하는 것을 말한다(자본시장법 제4조 제10항).

파생결합증권의 기초자산¹²⁾은 파생상품의 기초자산과 동일하다. 거래소의 파생상품

은행수수료 등을 더해 결정되며, 대표적인 관련 상품에는 다음과 같은 것들이 있다. 첫째, 금 적립 계좌(금통장)는 고객이 일정 금액을 은행에 적립하면 은행이 매일 금을 구입해 주고, 만기가 되면 만기일 기준 고시가격에 따라 현금 또는 금 실물 등으로 지급받는 상품을 말한다. 둘째, 금증서는 양도성예금증서와 같이 일정량의 금을 은행이 담보로 잡고 지급증서를 발행해 유통을 쉽게 할 수 있도록 한 상품이다. 셋째, 금대출은 은행이 해외에서 금을 빌려와 반도체·컴퓨터 등 금 수요가 많은 업체에 대여해 주고, 만기일에 같은 양의 금과 이자를 더해 상환받는 방식이다.

9) 구 증권거래법 상으로는 “주권의 매매나 금전을 수수하는 거래”(주식워런트 증권), “주권 또는 금전”(추가연계증권)이라고 규정하였으므로 현물인도형도 인정되었다.

10) 상법의 파생결합사채에 관한 제469조 제2항 제3호도 “상환 또는 지급금액”이라고 규정하는데, 역시 상환금액 또는 지급금액이 다른 자산이나 지표에 의하여 결정된다는 의미로 해석한다.

11) 제139조(공개매수의 적용대상 증권) 제133조제1항에서 “의결권 있는 주식, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권”이란 의결권 있는 주식에 관계되는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 증권(이하 “주식등”이라 한다)을 말한다.

1. 주권상장법인이 발행한 증권으로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권

바. 가목부터 마목까지의 증권을 기초자산으로 하는 파생결합증권(권리의 행사로 그 기초자산을 취득할 수 있는 것만 해당한다)

12) 자본시장법 제4조 제10항 참조.

시장 업무규정은 기초자산에 대하여 선물거래의 경우에는 거래의 대상물, 옵션거래의 경우에는 매수인의 일방적 의사표시(“권리행사”)에 의하여 성립되는 거래의 대상물을 말한다고 규정한다(파생상품시장 업무규정 제2조 제1항 제9호).

자본시장법상 기초자산의 범위는 구 증권거래법상 기초자산의 범위에 비하여 대폭 확대되었다. 특히 제5호는 “그 밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 합리적이고 적절한 방법에 의하여 가격·이자율·지표·단위의 산출이나 평가가 가능한 것”이라고 규정하므로, 기초자산의 범위에 대하여 아무런 제한이 없고 오로지 기초자산의 평가에 있어서 “합리성”, “적정성”이 요구될 뿐이다.

3) 제외되는 대상

파생결합증권에서 제외되는 대상¹³⁾을 살펴보면, 우선 상법상 사채는 자본시장법상 파생결합증권에서 제외된다. 그리고 상법상 전환사채, 신주인수권부 사채, 교환사채 등은 사채에 전환청구권, 신주인수권, 교환청구권 등 옵션이 결합된 것이라 할 수 있는데, 역시 파생결합증권에서 제외된다. 따라서 이들 사채는 모두 채무증권인 사채권에 해당한다.

자본시장법상 조건부자본증권(상법상 교환사채, 상환사채, 전환사채, 신주인수권부 사채와 다른 종류의 사채로서 해당 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우, 주식으로 전환되거나 그 사채의 상환과 이자지급 의무가 감면된다는 조건이 붙은 사채, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사채)도 파생결합증권에서 제외되므로 채무증권에 해당한다.

마지막으로 단서 제5호에 따라 제1호부터 제4호까지의 규정에 따른 금융투자상품과 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 금융투자상품도 제외되는데, 이는 상법 제402조의2에 따른 신주인수권증서 및 같은 법 제516조의5에 따른 신주인수권증권을 말한다(시행령 제4조의2).

13) 자본시장법 제4조 제7항 단서.

3. ELS(주가연계증권)란

1) ELS의 등장 배경

ELS(주가연계증권)는 파생결합증권의 한 종류로 지수, 채권, 주식 등을 기초자산으로 한 구조화증권의 일종으로서 투자수익(원금 또는 이자)이 특정 주권의 가격 또는 주가지수의 변동에 연계되어 결정되는 금융투자상품이다. 일정한 위험범위 내에서 상대적으로 높은 수익을 올리거나 하는 투자자들에게 예금이나 주식 이외의 제3의 선택가능성을 제공하고자 적절한 위험수준에서 좀 더 높은 수익을 추구하기 위해 개발되었다.

우리나라에서 발행되는 ELS의 경우 2003년부터 2008년 상반기까지 상환된 총 61.9조원의 ELS 상품 중 원금손실이 발생한 비율은 1%(0.56조원)에 불과하고, 99%는 조기 또는 만기상환조건 성취로 인해 약정수익을 얻거나 적어도 원금을 상환 받았다. 2008년 세계적인 금융위기 여파로 발행액이 급감하였으나 이후 꾸준히 회복하여 2010년 발행액은 24.3조원에 달하였다.

최근 우리나라 ELS 원금 손실률이 증가하고 있는데, 2013년 중 상환된 ELS 원금 41.3조원 중 손실상환된 원금은 1.3조원으로 손실상환 비중¹⁴⁾이 3.2%이나 2014년 중 손실상환된 원금은 3.6조원으로 손실상환 비중이 6.5%에 달하여 전년대비 3.3%p 증가하였다. 2013년 중 상환된 전체 ELS(41.3조원)에 대한 상환손익은 2.2조원으로 원금에 대한 손익률이 5.3%이나 2014년 중 상환된 전체 ELS(55.1조원)에 대한 상환손익은 1.1조원으로 원금에 대한 손익률이 2.0%에 그쳐 전년 대비 3.3%p 감소하였다. 2013년 중 손실상환된 ELS(1.3조원)에 대한 상환손실은 0.4조원으로 원금에 대한 손실률은 32.7%이나, 2014년 중 손실상환된 ELS(3.6조원)에 대한 상환손실은 1.5조원으로 원금에 대한 손실률은 41.4%로 전년 대비 8.7%p 증가하였다. 2014년 중 손실상환된 ELS의 손실규모는 전년 대비 1.1조원 증가하였다. 2013년 중 이익상환된 ELS(40조원)에 대한 상환이익은 2.6조원으로 원금에 대한 이익률은 6.6%이나, 2014년 중 이익상환된 ELS(51.5조원)에 대한 상환이익은 2.6조원으로 원금에 대한 이익률이 5.0%로 전년 대비 1.6%p 감소하였으며, 2014년 중 이익상환된 ELS의 이익규모는 전년 대비 0.08조원 감소하였다.¹⁵⁾

14) 손실상환 비중 = 손실상환된 원금(1.3조원)/전체 상환원금(41.3조원)

15) 2015. 5. 6.자 금융감독원 보도자료, 「최근 주가연계증권(ELS)의 주요특징 및 투자자 유의사항」.

2) ELS 손익 구조

변동성을 활용한 대표적인 상품이 ELS이다. ELS는 기초자산에 일정한 조건을 충족하면 정해진 수익률에 따라 만기나 만기 전에 지급을 약속하는 금융상품이다. ELS를 발행하는 금융회사의 신용도도 중요하다.

일반적으로 기초자산은 크게 지수로 하는 경우와 개별주식으로 하는 경우, 두 가지로 구분된다. '변동성이 클수록 수익률이 커진다'는 원리에 따라 지수로 만든 상품이 개별주식보다 상대적으로 변동성이 적기 때문에 수익률이 낮은 게 일반적이다.

여기서 기초자산은 다양하게 구성할 수 있다. 지수를 기초자산으로 한 ELS는 국내 및 해외 지수를 모두 활용한 다양한 상품이 출시되어 있다. 주류를 이루는 지수 형태의 ELS 상품은 국내 **F'SGI200**지수, 홍콩 **H**지수, **SIG**지수 등을 기초자산으로 연 12% 내의 수익률을 제시하고 있다.

ELS 상품에는 '낙인(**F., -97.**)'이라는 용어가 있다. 낙인은 원금을 보장해 주지 않는 기준점을 말한다. 예를 들어 낙인 50%라고 하면 기초자산이 기준가격 대비 50% 하락하지 않으면, 원금과 당초 약정한 수익률로 원금과 수익을 지급하겠다는 의미이다. 2008년 금융위기 당시 안정적으로 높은 수익을 추구할 것으로 여겼던 ELS 상품이 대부분 낙인 되면서 원금 손실을 경험했다. 반대로 2009년 변동성이 커진 시장은 기초자산을 지수로 하더라도 연 16%내외의 고수익 기대할 수 있었다.

ELS는 일정 목표를 달성해야 수익을 내는 구조이기 때문에 수익 창출 구조에 따라 다양한 상품이 나와 있다. 제일 흔하게 접하는 ELS는 '스텝다운(**#ID , ?.**)' 방식인데, 이는 기초자산의 기준가격 대비 조건 달성 평가가격이 매 평가일마다 내려가는 것을 말한다.

예를 들면, 기초자산은 **F'SGI 200 I HS** EI(홍콩 **H**지수), 3년 만기, 4개월마다 조기상환, 최초 도래일 기준가격대비 90-90-85-85-80-80-75-75-70 낙인 50% 연 12%이라는 ELS 상품이 있다고 하자.

약정대로 기준일의 두 지수의 증가가 기준가격으로 결정되면, 최초 도래하는 4개월 후 초기 평가일에 기초자산의 증가가 기준가격대비 90% 이상에 마감되면 조건이 달성되어 연 12%로 4개월 치 수익을 지급하게 된다. 만약 달성되지 않으면, 조기상환 조건이 충족될 때까지 다음 초기평가일로 자동 이연된다. 낙인 50%는 상품 만기까지 기초

자산 중 한 자산이 50% 하락한 적이 없으면, 원금 2억정이자 연 12% 지급하게 된다. 그러나 하락한 적이 있다면, 두 가지 상황을 봐야 한다. 만기까지 기준가격이 70% 이상이면 약정대로 원금 2억 연 12% 약정이자를 지급하고, 70% 미만이면 하락률 만큼 원금 손실이 나게 된다는 의미이다.

기초자산이 지수가 아닌 개별주식으로 된 스텝다운 구조의 ELS상품은 수익률은 대체적으로 높다. 그 만큼 지수보다 개별주식의 변동성이 크기 때문이다. 주식시장이 상승국면에 들어가면, 지수를 기초자산으로 한 ELS의 수익률이 떨어지게 되고, 점차 개별주식을 기초자산으로 한 ELS 상품 설정이 증가하게 된다.

4. 델타헤지거래(위험 회피 거래)

1) 델타헤지의 기본원리 및 방식

델타헤지(Delta Hedge)는 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 표현하는 단위인 델타값을 근거로 가격변동 위험을 헤지(Hedge)하기 위해 적정한 수량의 기초자산을 보유해 옵션의 손익과 보유하는 기초자산의 손익이 상쇄되도록 하는 거래방법이다. 기본적으로 주가 상승시에는 기초자산을 매도, 하락시에는 매수를 통해 수익을 확보하게 된다. 결과적으로, 델타(기초자산 변화에 따른 ELS의 가치 변화)를 '0'으로 만드는 포지션을 취하기 때문에 델타중립(Delta Neutral)전략이라고도 불린다.

ELS 상품은 기초자산이 기준가격 이하로 하락하지 않는 경우 약정수익을 지급하는 구조를 가지고 있는바, ELS를 발행한 금융기관은 ELS 발행으로 인한 위험을 회피하고, ELS 상환재원을 확보하여야 할 필요가 있다. 이를 위하여 금융기관은 델타헤지라는 금융기법을 활용하여 ELS의 기초자산을 거래함으로써 기초자산의 주가 변동에서 야기되는 위험을 관리함과 동시에 그 거래과정에서 얻게 되는 이익을 ELS의 상환재원으로 활용하게 된다.

실제 거래에서 이용되는 델타값은 파생상품 가격결정모델 내에 여러 시장변수를 입력하여 만든 컴퓨터 프로그램을 이용하여 산정되고 그에 따라 금융기관이 보유하여야 할 기초자산의 수량도 산출된다. 실무에서는 헤지비용을 절약하기 위해 동종의 기초자

산으로 발생하는 위험을 하나의 풀($G, \cdot$)로 관리하여 델타값도 일괄하여 산정하는 풀링($G, \cdot$) 방식이 사용되고 있다.

ELS의 구조가 가격이 변함에 따라 옵션의 가치 또는 손익구조가 비례적으로 변하는 구조가 아닌 이른바 '전부 아니면 전부'의 구조(예컨대, 연계 주가가 조기상환기준가격을 상회하면 100원 상승이든 1원 상승이든 일정한 수익을 얻고, 조기상환기준가격을 하회하면 1원 하락이든 100원 하락이든 동일하게 수익금을 지급받지 못함)를 가지기 때문에, 중간평가일에 가까워질수록, 나아가 상환기준가격 근처에서 주가가 변화할수록 델타값이 급격히 증가하였다가 다시 급격히 하락하는 특성을 보인다.

2) 델타헤지의 필요성

금융기관들은 법령상 자산운용의 건전성 확보를 위해 헤지를 통한 위험관리의무를 부담하고 있다. 특히 파생상품거래를 취급하는 금융기관의 경우 그로 인한 위험을 관리하고 헤지하여 재무건전성을 유지, 확보함으로써 고객의 위탁자산을 보호하여야 할 의무가 있다.

그런데 금융기관의 델타헤지는 필연적으로 ELS의 기초자산인 주식가격에 영향을 미칠 수밖에 없다. 본 사건과 같이 델타헤지로 인하여 주가가 하락함으로써 ELS의 상환조건에 영향을 미칠 수도 있다. 따라서 금융기관은 고객보호의무의 일환으로 투자자들에게 이러한 델타헤지의 특성으로 인하여 발생하는 위험을 고지함으로써 투자자들이 이와 같은 위험성을 미리 인식하도록 할 필요성이 있다.

Ⅲ. 델타헤지 거래시 투자자보호의무 준수

1. 불공정 거래의 규제 - 시세의 고정·안정행위

누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위를 하지 못한다. 다만, 다음과 같은 경우에는 예외적으로 허용된다(자본시장법 제176조 제3항).

1. 투자매매업자(모집·매출되는 증권의 발행인 또는 소유자와 인수계약을 체결한 투자매매업자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다)가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 증권의 가격을 안정시킴으로써 증권의 모집·매출을 원활하도록 하기 위한 매매거래("안정조작")를 하는 경우
2. 투자매매업자가 대통령령으로 정하는 방법에 따라 모집·매출한 증권의 수요·공급을 조성하는 매매거래("시장조성")를 하는 경우
3. 모집·매출되는 증권 발행인의 임원 등 대통령령으로 정하는 자가 투자매매업자에게 안정조작을 위탁하는 경우
4. 투자매매업자가 제3호에 따라 안정조작을 수탁하는 경우
5. 모집·매출되는 증권의 인수인이 투자매매업자에게 시장조성을 위탁하는 경우
6. 투자매매업자가 제5호에 따라 시장조성을 수탁하는 경우

이 규정은 안정조작(8#SC77JS#7,.)과 시장조작(K\$-9!# K\$97.&)을 원칙적으로 금지하면서도 동시에 일정한 조건 하에 예외적으로 허용하는 근거 규정이 되기도 한다. 시세를 적극적으로 변동시키는 행위뿐 아니라 시세의 고정(=SDD7.&)이나 안정(8#SC77JS#4,.)도 다수 투자자의 경쟁매매 및 정상적인 수요와 공급에 의한 가격결정은 왜곡시키는 것이므로 시세조종에 해당한다.

2. 불공정 거래의 규제 - 연계 시세 조종

누구든지 증권, 파생상품 또는 그 증권·파생상품의 기초자산 중 어느 하나가 거래소에 상장되거나 그 밖에 이에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 그 증권 또는 파생상품에 관한 매매, 그 밖의 거래("매매등")와 관련하여 다음 중 어느 하나에 해당하는 행위를 할 수 없다(자본시장법 제176조 제4항).

1. 파생상품의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
2. 파생상품의 기초자산의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
3. 증권의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권 또는 그 증권의 기

초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

4. 증권의 기초자산의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위
5. 파생상품의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 파생상품과 기초자산이 동일하거나 유사한 파생상품의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

자본시장법 제176조 제4항은 파생상품과 기초자산 간의 연계시세조종행위(제1호, 제2호)와 증권과 증권 또는 그 증권의 기초자산 간의 연계시세조종행위(제3호, 제4호), 파생상품 간의 연계 시세조종행위(제5호)를 금지한다.

증권의 매매등에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권 또는 그 증권의 기초자산의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위는 금지된다(자본시장법 제176조 제4항 제3호).

제3호의 전형적인 예는 ELS의 기초자산인 주식의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위이다. ELS는 다른 증권 또는 지수를 기초자산으로 하여 조건 충족시 약정된 바에 따른 손익이 발생하는 상품으로서, 현재의 상품구조상 ELS는 원본초과지급의무가 없으므로 파생결합 증권에 해당한다. ELS 관련 연계시세조종에서는 일반적으로 델타헤지 (Δ 헤지)의 적법성이 문제된다.

종래의 하급심 판결은 일반적으로 델타헤지의 원리를 충실히 따라 주식을 매매하는 과정에서 이루어진 주식매도행위에 대하여는 증권회사의 책임을 부인하였으나, 근래의 대법원 판결은 “약정 평가기준일의 기초자산 가격 또는 지수에 따라 투자자와의 사이에서 이해가 상충하는 때에는 그와 관련된 위험회피거래는 시기, 방법 등에 비추어 합리적으로 하여야 하며, 그 과정에서 기초자산의 공정한 가격형성에 영향을 끼쳐 조건의 성취를 방해함으로써 투자자의 이익과 신뢰를 훼손하는 행위를 하여서는 안된다.”라고 판시함으로써 증권회사의 책임을 강화하였다.¹⁶⁾ 또한 대법원은 형사사건에서도 “장 마감 직전에 단일가매매 시간대 전체 주식 거래량의 80%가 넘는 수량의 주식을 상환기준

16) 대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다2757 판결.

가격보다 낮은 가격으로 집중적인 매도주문을 함으로써 시세고정행위를 하였다고 봄이 상당하고, 비록 델타헤지를 위하여 위와 같은 수량의 주식을 매도할 필요가 있었다고 하더라도 그러한 사정의 존재가 피고인에 대한 시세고정목적의 인정에 방해가 되지는 않는다.”라고 판시한 바 있다.¹⁷⁾

결국 대법원은 증권회사가 델타헤지의 원리에 충실하게 거래한 것만으로는 부족하고, 더 나아가 델타헤지거래의 시기, 방법등에 비추어 합리적으로 하여야 하며, 그 과정에서 기초자산의 공정한 가격형성에 영향을 끼쳐 조건의 성취를 방해하지 않아야 투자자 보호의무를 이행한 것으로 보므로 종래에 비하여 증권회사의 책임을 강화하는 입장을 취하고 있다.

3. 불공정 거래의 규제 - 부정거래행위

불공정거래에 대한 효과적인 규제를 위하여는 포괄적 사기금지 규정이 필요한데 구 증권거래법은 증권거래에 있어 사기를 포괄적으로 금지하는 미국 SEM나 일본의 증권과 달리 개별적인 금지규정만 두고 있었으므로 시세조종행위를 비롯한 증권사기행위에 대한 규제가 미흡하여, 이러한 미비점을 개선하고자 자본시장법은 제178조 제1항 제1호¹⁸⁾를 완전한 의미의 포괄적 사기금지 조항으로서 별도의 독립된 조항으로 규정한다.

제178조 제1항 제1호는 “부정성”을 요건으로 규정하는데, 기망행위를 요한다는 하급심 판례도 있지만, 대법원은 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’란 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 부정한 수단, 계획 또는 기교를 말한다고 판시하고 있다.

제178조 제1항 제1호에 해당하는 사안으로서, 투자수익보장약정을 체결한 후 차명으로 유상증자에 참여하는 경우¹⁹⁾, 합병신주를 차명으로 인수한 경우²⁰⁾, 기자의 지위를

17) 대법원 2015. 5. 11. 선고 2014도11280 판결.

18) 제178조(부정거래행위 등의 금지) ① 누구든지 금융투자상품의 매매(증권의 경우 모집·사모·매출을 포함한다. 이하 이 조 및 제179조에서 같다), 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.

1. 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위

2. 중요사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하거나 타인에게 오해를 유발시키지 아니하기 위하여 필요한 중요사항의 기재 또는 표시가 누락된 문서, 그 밖의 기재 또는 표시를 사용하여 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위

3. 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 유인할 목적으로 거짓의 시세를 이용하는 행위

② 누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 목적이나 그 시세의 변동을 도모할 목적으로 풍문의 유포, 위계(偽計)의 사용, 폭행 또는 협박을 하여서는 아니 된다.

이용하여 경제전문지 기사를 이용한 경우²¹⁾, ELS 상환조건성취 방해 등이 있다.

ELS 상환조건성취 방해에 대하여 판례²²⁾는 어느 행위가 금융투자상품의 거래와 관련하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제178조에서 금지하고 있는 부정행위에 해당하는지 여부는, 해당 금융투자 상품의 구조와 거래방식 및 거래경위, 금융투자상품이 거래되는 시장의 특성, 금융투자상품으로부터 발생하는 투자자의 권리·의무 및 종료 시기, 투자자와 행위자의 관계, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다. 따라서 특정 시점의 기초자산 가격 또는 그와 관련된 수치에 따라 권리행사 또는 조건성취 여부가 결정되거나 금전 등이 결제되는 구조로 되어 있는 금융투자상품의 경우에 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용하여 금융투자상품에서 정한 권리행사나 조건성취에 영향을 주는 행위를 하였다면, 이는 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 위반한 행위에 해당하고, 위반행위로 인하여 금융투자 상품 투자자의 권리·의무의 내용이 변경되거나 결제되는 금액이 달라져 투자자가 손해를 입었다면 투자자는 부정거래행위자에 대하여 자본시장법 제179조 제1항에 따라 손해배상을 청구할 수 있다는 태도를 보이고 있다.

IV. 결 론

ELS에 있어서 헤지거래는 앞서 본 바와같이 기초자산의 가격형성에 일정한 영향을 줄 수 밖에 없고, 델타헤지로 인한 매매행위로 주가가 하락함으로써 주가연계증권의 상환조건에 영향을 미칠수도 있어, 금융기관은 이러한 델타헤지의 특성으로 발생할 위험을 미리 투자자들로 하여금 인식하도록 하게 할 필요가 있다.²³⁾

19) 대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결.

20) 서울고등법원 2011. 6. 9. 선고 2010노3160 판결.

21) 서울중앙지방법원 2012. 6. 25. 선고 2012고단2326 판결.

22) 대법원 2015. 4. 9.자 2013마1052 결정.

23) 금융감독원도 2012. 3. 8. '파생결합증권 신고서 작성 가이드라인'을 발표하면서 투자위험요소의 하나인 가격변동위험과 관련하여 파생결합증권 발행인의 정상적인 영업활동으로서의 헤지거래로 인하여 기초자산의 가격이 변동될 수 있음을 전제로 "헤지거래로 인하여 기초자산 가격이 변동될 수 있으며, 그 결과 본 증권의 상환금액에 영향을 미칠 수도 있습니다. 특히 발행인의 헤지거래에 의해 자동조기상환평가일 또는 만기평가일에는 기초자산의 대량매매가 이루어질 수 있

한편, 위와같이 델타헤지 거래가 그 자체로 기초자산 가격 형성에 영향을 줄 수 밖에 없는 특징이 있어 헤지 거래로 인하여 기초자산의 가격 형성, 나아가 파생금융상품의 조건성취에 영향을 주었다는 이유만으로 그 헤지거래행위가 곧바로 위법하다고 평가할 수는 없지만, 헤지거래라는 이유만으로 정당화 될 수 있는 것도 아니다.

결국 어떠한 헤지거래행위가 정당한 것으로 평가되기 위해서는 그 과정에서 투자자의 신뢰나 이익이 부당하게 침해되어서는 아니 되는바 중간평가일의 기초자산 가격이 중도상환조건을 성취시키는 가격에 근접하여 형성되고 있어 그 증가에 따라 중도상환조건이 성취될 가능성이 높다는 등 피고와 투자자 사이의 이해관계가 서로 상충되는 상황에서 투자자의 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 헤지거래를 하여서는 아니 되고 중도상환조건을 성취 여부에 최소한의 영향을 미치는 방법으로 헤지거래를 하여야 할 것이다.

으며, 그 중 만기평가일에는 기초자산 가치의 변동으로 인한 위험 관리 및 본 증권의 상환금액 확보를 위하여 발행인은 보유하고 있는 기초자산을 전부 또는 일부 매도할 수 있습니다."라고 공시하도록 안내하고 있다.

참 고 문 헌

- 임재연, 자본시장법, 박영사, 2016.
- 최현오, 위험회피거래와 이해상충방지의무, 대한변협신문, 2015. 6. 8.
- 안능섭, 이상건, 최대희, 황성룡, 왜 자산관리를 해야하나, 전국투자자교육협의회, 2011. 12.
- 나승철, 주가연계증권(ELS)에 있어서 발행사와 투자자 사이의 이해상충, 기업법연구 제24권 제4호.
- 나지수, 주가연계증권(ELS) 델타헤지거래 관련 분쟁의 분석, 증권법연구 제17권 제1호, 2016.

N국문초록O

금융감독원 보도에 따르면 주가연계증권(ELS)에 대한 민원이 2012년 이후 급증하고 있다.

ELS 발행 금융기관은 ELS 발행에 따른 위험을 관리하기 위해 델타헤지(!"\$ %! &!) 거래를 하고 있다. 델타헤지 거래로 인하여 주가가 하락함으로써 ELS의 상환조건에 영향을 미칠 수도 있는데, 이로 인하여 ELS에 투자하여 원금손실이 발생한 투자자들이 ELS 발행인, 트레이더를 상대로 민·형사 소송을 제기하고 있다.

대상 판결에서 투자자인 원고들은 ELS 발행인을 상대로 조기상환조건 성취 방해로 이유로 조기 상환금 지급을 청구하였는데, 1심과 2심이 상반된 결론을 내리면서 델타헤지(!"\$ %! &!) 거래라는 이유로 종가 단일가 매매시간대의 기초자산 대량매도 행위가 정당화 될 수 있는지 대법원의 판결이 주목되었던 사건이다.

대상 판결은 ELS 발행인이 델타헤지 거래를 하더라도 투자자와 이해관계가 충돌할 수 있고, 헤지거래행위가 정당한 것으로 평가되기 위해서는 그 과정에서 투자자의 신뢰나 이익이 부당하게 침해되어서는 아니된다는 점을 확인한 판결로 의미가 있으며, 델타헤지 거래로 인해 투자자에게 손해가 발생한 경우 자본시장법 상 시세연계조종, 부정거래행위 등에 해당하여 손해배상청구를 할 수도 있다고 보인다. 대상 판결을 통해 델타헤지 거래 구조를 이해하고, ELS 발행인의 투자자 보호의무를 검토한다.

주제어 : 주가연계증권, ELS, 델타헤지, 조기상환조건 성취 방해, 투자자 보호의무, 시세연계조종

NS-KK\$<O

Delta Hedging Trades of Equity-Linked Securities(ELS) Issuers
and Price Manipulation
(Precedents of the Supreme court of korea*)

F/K, P/. 0-.&

@7.\$.=7\$ S-D!+*78,+< S!+*7=! +!D,+#! #%%\$# %%! .-KC!+ ,R =,KD"\$7.8 \$C,-# ELS %\$ 7.=+!\$8!
+\$D7 "< 7. 2012.

188-+!8 ,R ELS %! &! \$&\$7.8# %%! +789 ,R ",88 ?7#% R7.\$.=7\$ " !.&7.!!+7.& #!=%.7;-! ,R !"#
%! &7.& H,?!*!+, 188-+!8 8," 7. \$ C-"9 \$# ",? D+7=!8 -. !+<7.& \$88!#8 ,R ELS ?%7=% %\$ C!!.
%!" R,+ %! &7.& D-D,8!8. 1. !\$=% =\$8!, 7.*!8#+8 R7!" =7*7" "\$?8-7#8 \$&\$7.8# 788-+!8 \$. #+\$!+8
?%, 8," %%!K 7. \$ C-"9 ?!+! 7. 7=#! R,+ D+7=! K\$.7D-"\$7, . \$. 8-Cl!=#! #, =+7K7.\$"
D+,=!! 7.&8.

(%! S-D+!K!),-+#! ,R F,+!\$ 7. \$ #78 =7*7" =\$8! +!+!+8! %%! L- &!K!.# \$# %%! ",?!+ =,-+#!
\$&\$7.8# %%! D"\$7.7R8 \$. +!K\$. ! %%! =\$8!, 7. R\$*,+ ,R %%! 7.*!8#+8.

(%78 =\$8! +!D+!8!.#8 #78 788-+!8 K\$.&! \$ =, .R7=# ,R 7.#!+!8# D+,D!+< \$. 8%,-" %! &! D+7=!
+789 ,R -. !+<7.& \$88!# 7. %%! ?\$< .,# \$R!=\$7.& R\$7+ R,+K-"\$7, . ,R 8#,>9 D+7=! \$. .,#
7.R+7.&7.& 7.*!8#+8 7.#!+!8# \$. R\$7#%.

F!<?,+ 8 : E;-7#<-L7.9! S!=-+7#7!8, ELS, D!"\$ H! &7.& (+ \$!8, =, .R7=# ,R 7.#!+!8# 7. ELS, G+7=!
P\$.7D-"\$7, . .

* 대법원 2015. 5. 14. 선고 2013다3811 판결.