

+ 이슈 및 논란

ELS 상환기준일 주식 대량매도 사건에 관한

2013다2757 대법원 판결

01 사안의 개요

원고들은 증권회사인 피고가 2005.3.16 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하여 발행한 그 가격에 따라 상환금액이 결정되는 추가연계증권(“이 사건 ELS”)¹⁾을 매입한 투자자이다. 이 사건 ELS의 중간평가일은 발행 후 4개월마다 1회씩 총 8차에 걸쳐 있고, 만기평가일은 2008.3.17 일이며 기준가격은 삼성SDI 보통주 108,500원, 평가가격은 중간평가일 및 만기평가일의 삼성 SDI 보통주 증가로 하였다.

이 사건 ELS의 중도상환 및 만기상환 조건

피고는 이 사건 ELS의 투자자에게 중간평가일에 삼성SDI 보통주 중간평가가격이 기준가격보다 높거나 같을 때 또는 그때까지 삼성SDI 보통주 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에는 이 사건 추가연계증권의 액면금에 각 차수가 도래할 때마다 액면금의 3%씩 증액된 수익금(연 9%의 수익금)을 더하여 중도상환금으로 지급하고,

만약 이 사건 ELS의 중도상환이 이루어지지 아니하고 만기에 이른 경우 만기평가가격이 기준가격보다 높거나 같은 경우 또는 그때까지 삼성SDI 보통주의 가격이 장증가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상 상승한 적이 있는 경우에는 이 사건 추가연계증권 액면금액의 127%를, 위 조건이 충족되지 아니한 상태에서 삼성SDI 보통주 가격이 한 번도

1) ELS는 투자수익(원금 또는 이자)이 특정 주식의 가격 또는 주가지수의 변동에 연계되어 결정되는 금융투자상품으로 자본시장법상 원본을 초과하는 손실이 발생하지 않는 파생결합증권으로 분류된다.(원금을 보장하는 경우 채무증권(파생결합사채)) 저금리·저성장이 지속되면서 중위험·중수익을 대표하는 금융상품으로 성장하여 ELS 발행잔액(2013년 말 약 39조 원, 2015년 1/4분기 약 60조 원) 및 발행금액(2013년 월평균 3.6조 원에서 2014년 월평균 5.8조 원)이 꾸준히 증가하였다. (ELS-DLS가 자본시장에 미치는 영향 분석 및 시사점: 이론과 실무적 접근, 이효섭, 자본시장연구원, 2015.5.27)

기준가격대비 40% 이상 하락한 적이 없는 경우에는 액면금액을, 위 두 조건이 모두 충족되지 아니한 경우에는 ‘액면금액 X (만기평가가격/기준가격)’으로 계산한 금액을 만기상환금으로 지급하기로 약정하였다.

이 사건 중간평가일의 거래

2005.11.16(‘이 사건 중간평가일’)에 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.

피고는 이 사건 ELS를 비롯하여 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하여 운용하는 ELS 전체를 합하여 이른바 ‘델타헤지(delta hedge)²⁾’ 거래를 하였는데, 이에 따르면 피고는 이 사건 중간평가일에 삼성SDI 보통주 증가가 기준가격인 108,500원으로 결정되는 경우 약 160,000주를, 증가가 108,000원으로 결정되어 상환조건이 성취되지 아니하더라도 약 95,000주를 매도할 필요가 있었다.

피고는 삼성SDI 보통주에 관하여 접속매매시간대(장 개시 이후 14:50까지의 시간)에 총 8차례에 걸쳐 180,000주의 매도 주문을 제출하여 그 중 12,190주가 체결되고 미체결 주문은 주문취소 하였고, 단일가매매시간대(14:50부터 15:00까지의 10분간)에 총 8차례에 걸쳐 134,000주의 매도 주문을 하여 그 중 86,000주가 체결되어 총 98,190주를 매도하였다.

피고가 이 사건 중간평가일 단일가매매시간대에 삼성SDI 보통주에 관하여 제출한 매도 주문 수량은 같은 시간대 전체 매도 주문의 약 79%에 이르렀고, 계약체결관여율도 약 95%에 달하였다.

이 사건 중간평가일의 삼성SDI 보통주 증가는 108,000원으로 결정되어 중도상환조건을 충족하지 못하였고, 만기까지 상환조건을 성취하지 못하여 투자자들은 약 30% 상당의 원금 손실을 보았다.

2) 델타헤지는 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 표현하는 단위인 델타값에 근거하여 적절한 수량의 기초자산을 보유하여 옵션의 손익과 보유하는 기초자산의 손익이 상쇄되도록 하는 금융기법으로, ELS를 발행한 금융기관은 자기(자체헤지) 또는 제3자(백투백헤지)를 통하여 델타헤지를 하여 기초자산의 가격 변동으로 발생하는 위험을 관리함과 동시에 그 과정에서 얻은 운용수익으로 상환자금을 마련한다.(ELS상환기준일 주식 대량매도 사건 관련 보도자료, 대법원 공보관실, 2015.5.29)

02 이 사건의 쟁점 등³⁾

가. 쟁점

개별 종목(주식)을 기초자산으로 하는 ELS와 관련하여, 그 상환 여부가 결정되는 중간평가일 또는 만기평가일에 기초자산의 주가가 상환 기준가격 부근에서 형성되어 있는 민감한 상황에서, 증권회사가 장 종료에 인접한 시간대에 델타헤지 거래 과정에서 보유하고 있는 주식을 대량으로 매도하여 주가가 하락하고, 그 결과 ELS의 상환조건이 성취되지 아니하여 투자자가 손실을 보는 경우, 증권회사가 신의성실에 반하여 조건성취를 방해한 것으로 보아 민법 제150조에 의하여 상환조건 성취를 의제(주위적 청구)할 수 있는지, 아니면 시세조종행위(불법행위)로 보아 손해배상을 청구(예비적 청구)할 수 있는지가 이 사건의 쟁점이다.

나. 관련사건

이 사건 이외에 현재 증권회사의 ELS 상환기준일 주식 대량매도행위와 관련하여 다수의 민사사건(대법원 3건, 서울고등법원 3건)과 형사사건(대법원 1건, 하급심 3건)이 진행중이며, 2015.4.9 ELS 투자자의 증권관련 집단소송을 허가하는 취지의 결정(대법원 2013마1052, 2013마1053(병합))이 내려진 바 있다.

【 ELS 시세조종 관련 주요 민사소송 현황⁴⁾ 】

상품명	사건번호	진행상황
**증권 제19X회 ELS	서울고등법원 2010나 71761상환금	1심 원고 승소/ 2심 원고 패소 3심 원고 승소(파기환송 : 동 사건)
**2-star VI 사모 제1회	서울고등법원 2011나 104712상환금	1,2심 원고 패소 대법원 계류중
**증권 주가연계증권 제28X회	서울고등법원 2012나 12360상환원리금 등	1심 원고 승소/ 2심 원고 패소 대법원 계류중
	서울중앙지법 2010가합 17061 증권집단소송	대법원 허가취지로 파기환송
**2-star 파생상품	서울중앙지법 2011가합 9063, 26129	1심 원고 패소 항소심 추정
**증권 ELS 10X호	서울중앙지법 2010가합 1604 증권집단소송	대법원 허가취지로 파기환송
** 투자신탁 28	서울중앙지법 2011가합 38948 손해배상	1심 원고 패소 항소심 추정

3) 위 보도자료

4) 김주영(2015), 금융법학회 춘계학술대회 발표자료, 위 이효섭 자료에서 재인용

03 법원의 판단

가. 1심 판단 : 원고 승소

원고들은 피고가 신의성실의 원칙에 반하여 이 사건 중간평가일의 중도상환 조건의 성취를 방해하였으므로, 2015.11.16 중도상환 조건이 성취된 것으로 주장할 수 있고, 이에 따라 이미 지급받은 만기상환금을 제외하고 중도상환금 및 이에 대한 지연손해금을 청구하였다.

피고는 ① 델타헤지거래를 통해 중도상환 조건이 성취되어 중도상환의무를 부담하였다더라도 불이익을 입지 않으므로 자신은 조건성취로 불이익을 받을 당사자가 아니며, ② 자신의 주식대량매도와 중도상환조건 불성취 사이에 인과관계가 없고, ③ 원고들이 만기상환금(재매입금)을 수령하여 피고와의 법률관계가 이미 종료되었으므로, 법률관계 종료 전의 조건성취를 주장할 수 없다고 주장하였다.

이에 대하여 1심은 ① 피고 주장은 취한 위험회피조치(델타헤지)의 효과에 따라 사실상 불이익이 없다는 의미일 뿐, 조건 성취여부에 따라 중도금 상환의무를 부담하므로 법률상 불이익을 받는 당사자이며, ② 이 사건 ELS를 판매한 증권회사로서 스스로 개입하여 기초자산의 공정한 가격 형성에 부당한 영향을 주는 거래를 하여서는 안 될 신의칙상 주의의무가 인정됨에도, 종가결정 불과 10분 전에 대량매도한 점, 당일 삼성SDI 보통주에 대하여 제출된 총 3,300여 건의 매도주문 중 한 번에 1만 주 이상의 대량매도주문 건수는 모두 16건으로 이 중 피고 매도주문이 15건인 점, 피고가 단일가매매시간대에 제출한 매도주문은 약 140억 원 규모로, 그 중 약 101억원 상당인 94,000주에 관하여 기준가격에 미치지 못하는 가격으로 매도주문을 제출하여 거래가격 형성에 결정적 영향을 미치기에 충분한 규모로 보이고 결국, 피고의 대량매도행위가 없었으면 평가가격이 기준가격 이상에서 형성되었을 것으로 추단된다고 판단하였다.

또한, 피고 행위가 델타헤지거래의 일환으로 이루어진 것이라 하더라도, 위험회피거래는 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 범위에서 이루어져야 할 것인데, 피고는 장중 분할매매 등 시장충격을 완화하려는 노력 없이 대량매도하여 신의칙에 반하여 투자자의 정당한 신뢰와 기대를 해친 행위로 평가하였다. ③ 마지막으로 피고의 만기상환금 지급으로 피고의 중도상환의무가 소멸하는 것은 아니며, 조건성취를 주장할 수 있는 시기에 제한이 있는 것도 아니므로, 계약상

조건 성취 방해행위가 있었다면 상대방은 그 종료 이후라도 계약에 기한 조건 성취를 주장할 수 있다고 하여 원고 승소 판결하였다.

나. 2심 판단 : 예비적 청구 추가, 주위적 · 예비적 청구 모두 원고 패소

원고의 주위적 청구는 1심과 동일하나, 피고의 대량매도행위가 자본시장법상 시세고정 · 안정 목적의 매매거래 행위에 해당하여 민법상 불법행위로 인한 손해배상 청구를 예비적으로 추가하였다.

피고는 ① 중도상환조건 성취는 피고의 이익을 위한 것으로 자신은 조건성취로 불이익을 입을 당사자가 아니며, ② 이 사건 법률관계는 만기상환금(재매입금) 수령으로 종료되어 더 이상 조건성취를 주장할 수 없으며, ③ 자신의 대량매도 행위는 ELS 발행의 전제가 되는 델타헤지에 따른 정상적인 매매로서 시세고정 · 안정의 목적도 없으므로 신의칙에 반하는 조건성취 방해행위가 아니고, ④ 피고의 주식매도행위와 조건 불성취 사이에 인과관계가 존재하지 않는다고 주장하였다.

이에 대하여 2심은 ①, ②에 대해서는 1심과 동일하게 판시하였으나, ③, ④ 주장과 관련하여 다음의 사유로 피고의 주장을 인정하여 원고 패소 판결하였다.

우선 ELS 상품은 기초자산이 기준가격 이하로 하락하지 않는 경우 약정수익을 지급하는 구조를 가지고 있어, ELS를 발행한 금융기관은 ELS 발행으로 인한 위험을 회피하고 ELS의 상환재원을 확보할 필요가 있어, 이를 위하여 델타헤지라는 금융기법을 활용하여 ELS의 기초자산을 거래함으로써 기초자산의 주가 변동에서 야기되는 위험을 관리하고 동시에 그 거래과정에서 얻게 되는 이익을 ELS의 상환재원으로 활용한다.

실제 거래에서 금융기관은 파생상품 가격결정모델 내에 여러 시장변수를 입력하여 만든 컴퓨터 프로그램을 이용하여, 헤지비용 절약을 위해 동종의 기초자산으로 발생하는 위험을 하나의 풀(pool)로 관리하여(pooling) 일괄하여 델타값을 산정하고, 이에 따라 금융기관이 보유하여야 할 기초자산의 수량을 산출한 후, 트레이더가 실제 거래를 통해 주식보유량을 완전히 일치시키지는 않고, 리스크 한도 범위 내에서 재량을 가지고 주식매매를 할 수 있도록 하고 있다.

또한, 파생상품거래를 취급하는 금융기관의 경우 그로 인한 위험을 관리하고 헤지하는 것은 재무건전성을 유지·확보함으로써 고객의 위탁재산을 보유하여야 할 의무가 있는 금융기관의 공공성에 비추어 선택의 문제가 아니라 반드시 준수하여야 하는 의무로 전제하고, 델타헤지를 금융기관의 자산운용 건전성을 위해 법령상 강제되는 헤지거래의 한 방법이므로, 단지 거래수량이 많다거나 매매시기가 집중되어 있다는 점만으로 델타헤지로 인한 주식매매가 인위적인 시장조작에 해당한다고 단정하기는 어렵다.

다만, ELS의 헤지거래는 기초자산의 가격형성에 일정한 영향을 줄 수밖에 없고, 이 사건처럼 주가가 하락하여 상환조건에 영향을 미칠수도 있으므로, 금융기관은 고객보호의무의 일환으로 투자자들에게 이러한 델타헤지의 특성으로 인하여 발생하는 위험을 고지하여 투자자들이 이와 같은 위험성을 미리 인식하도록 하여야 한다고 판시하였다.

원고들은 ① ELS는 태생적으로 델타헤지가 가능한 상품이 아니므로 델타헤지는 ELS의 헤지방법으로 부적합하고, ② 파생상품은 외생성을 가지고 있으며, 델타헤지가 법령상 강제되는 것도 아니고, 실제 운용에 있어서 운용자가 그 전략에 따라 상당한 재량을 가지고 거래시기, 거래량, 호가 등을 결정하는 구조로 되어 있으므로 델타헤지거래라는 이유만으로 기초자산인 주식시세에 인위적인 영향을 주는 행위가 정당화될 수는 없으며, ③ 금융감독기관의 조사 및 한국거래소 시장감시위원회의 ELS 헤지거래 가이드라인 시행 후부터는 이 사안과 같은 대량매도행위가 거의 사라진 것을 보면 피고가 불가피하다고 주장한 장 마감 직전의 대량매도 행위는 정당한 헤지거래가 아니라는 주장하였으나,

① 대부분 금융기관에서 델타헤지 방법으로 ELS와 같은 베리어 옵션의 헤지거래를 수행하고 있어, 델타헤지가 ELS에 대한 헤지방법으로 부적합하다고 단정할 수 없고, ② 금융기관의 델타헤지는 필연적으로 ELS의 기초자산인 주식가격에 영향을 미칠 수밖에 없고, 금융당국도 그 영향력을 줄이는 방향으로 제도개선과 규제를 추진하고 있으며, 파생상품의 외생성이라는 개념은 경제학적 분석 편의를 위한 가정으로 규범적 효력까지 인정하기 어려우며, ③ 금융감독기관에서 가이드라인 발표 후 모니터링 공언한 이후 이를 벗어나는 거래행위를 할 것을 기대하기는 어려우므로 과거의 행위를 현재의 기준으로 정당하지 않다고 단정할 수 없다고 모두 받아들이지 않았다.

5) 파생상품은 그 가격이 현물자산가격에 연동되어 결정되므로 파생상품과 관련한 거래로 인하여 현물자산가격에 미치는 효과가 제한적이어야 한다는 원리

예비적 청구에 대해서도 이 사건 중간평가일 당시 시행되던 시세고정·안정목적 시세조정 행위규정은 위헌결정으로 효력이 없고, 피고의 행위는 정당한 델타헤지거래로서 시세고정·안정목적의 행위로 볼 수 없고, 위험관리를 위해 반드시 수행하여야 하는 매매거래로서 고의로 위계를 쓴 사기적 부정거래로 볼 수 없다고 판시하였다.

다. 대법원의 판단 : 주위적 청구 인용, 원심 파기환송

민법 제2조, 제150조제1항, 구 증권거래법 제52조제3호, 구 증권거래법 시행령 제36조의 3 등의 규정 취지에 비추어 증권회사는 유가증권의 발행, 매매 기타의 거래를 함에 있어 투자자의 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행하여 투자자의 보호나 거래의 공정을 저해하여서는 안되므로, 증권회사가 약정 평가기준일의 기초자산 가격 또는 지수에 연계하여 투자수익이 결정되는 유가증권을 발행하여 투자자에게 판매한 경우에는 증권회사가 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하고 자산운용의 건전성을 확보하기 위하여 위험회피거래를 한다고 하더라도, 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 안 된다.

이 사건과 같이 중간평가일의 기초자산의 가격이 중도상환조건을 성취시키는 가격에 근접하여 형성되고 있어 그 증가에 따라 중도상환조건이 성취될 가능성이 커서 피고와 투자자의 이해관계가 서로 상충하는 상황에서는 피고는 중도상환조건 성취 여부에 최소한의 영향을 미치는 방법으로 헤지거래를 함으로써 투자자를 보호해야지 그 반대로 중도상환조건 성취를 방해함으로써 투자자의 신뢰를 저버리는 헤지거래를 하여서는 안 된다.

따라서, 피고는 이 사건 중간평가일의 접속매매시간대 전체에 걸쳐 분산하여 매도함으로써 중도상환조건 성취 여부를 결정하는 요소인 증가 결정에 미치는 영향을 최소화할 의무가 있었고, 나아가 단일매매시간대에 시장수급에 영향을 줄 것이 예상되는 대량의 매도 주문을 하려면 조건성취에 영향을 미치지 않도록 기준가격 이상의 호가를 제시하였어야 했음에도(피고가 이 사건 중간평가일에 이르기까지 델타헤지를 하면서도 삼성SDI 보통주를 델타값에 일치시키지 않고 그 이상으로 보유하여 온 점에 비추어 볼 때 이를 요구하는 것이 피고에게 과도한 위험을 부담시키는 것도 아니다) 원고들에 대한 투자자보호의무를 게을리한 것으로서 신의성실에 반하여 ELS 중도상환조건 성취를 방해한 것이라고 볼 여지가 충분하므로 원심을 파기하고, 환송하였다.

04 이 판결의 의의

대법원⁶⁾은 증권회사와 투자자의 이해관계가 서로 충돌하는 경우 증권회사는 투자자의 이익을 우선하여야 할 의무가 있음을 최초로 선언하여 투자자를 보호하고 자본시장의 공정성과 신뢰성을 높이하고자 하였고, 구체적으로 증권회사가 ELS 상환기준일에 기초자산의 증가에 영향을 주어 상환조건의 성취에 관여하는 것은 설령 그것이 델타헤지 거래이더라도 허용될 수 없음을 분명히 하였다.

ELS 사건과 관련하여 증권회사의 책임을 인정한 첫 사례이나, 예비적 청구인 시세조종 등 불법행위의 성립여부에 대해서는 관련 형사사건에 대한 대법원 판결을 기다려야 할 것으로 보인다.

6) 위 각주 2. 보도자료