

대 법 원

제 3 부

판 결

사 건 2013다2757 상환금

원고, 상고인



피고, 피상고인



원 심 판 결 서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2010나58607 판결

판 결 선 고 2015. 5. 14.

주 문

원심판결을 파기하고, 사건을 서울고등법원에 환송한다.

이 유

상고이유(상고이유서 제출기간이 경과한 후에 제출된 각 보충상고이유서 및 참고서면의 기재는 상고이유를 보충하는 범위 내에서)를 판단한다.

1. 권리의 행사와 의무의 이행은 신의에 좇아 성실히 하여야 한다는 것이 법질서의 기

본원리이다(민법 제2조). 따라서 법률관계의 당사자는 자신의 권리를 행사하거나 의무를 이행함에 있어 상대방의 이익도 배려하여야 하고, 형평에 어긋나거나 신뢰를 저버려서는 안 된다(대법원 2001. 5. 15. 선고 99다53490 판결, 대법원 2006. 3. 10. 선고 2002다1321 판결 등 참조). 민법 제150조 제1항이 '조건이 성취로 인하여 불이익을 받을 당사자가 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 때에는 상대방은 그 조건이 성취된 것으로 주장할 수 있다'고 규정하고 있는 것도 위와 같은 신의성실의 원칙이 발현된 모습의 하나이다.

한편 구 증권거래법(2007. 8. 3. 법률 제8635호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것) 제52조 제3호는 증권회사 또는 그 임·직원에 대하여 유가증권의 발행 또는 매매 기타 거래와 관련하여 투자자의 보호 또는 거래의 공정을 저해하는 행위를 금지하면서, 구 증권거래법 시행령(2008. 7. 29 대통령령 제20947호 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 부칙 제2조로 폐지되기 전의 것) 제36조의 3에서 그 금지하는 행위를 구체적으로 규정하고 있다. 나아가 공법상 업무규제를 위하여 제정된 구 증권업감독규정(2008. 8. 4. 금융투자업규정의 제정에 의하여 폐지되기 전의 것) 제4-4조 제1항은 증권회사로 하여금 고객과의 사이에서 이해가 상충하지 않게 하고 이해상충이 불가피한 경우에는 고객이 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취하도록 규정하고 있다.

위와 같은 민법과 구 증권거래법 등의 규정취지에 비추어 보면, 증권회사는 유가증권의 발행, 매매 기타의 거래를 함에 있어 투자자의 신뢰를 저버리는 내용 또는 방법으로 권리를 행사하거나 의무를 이행하여 투자자의 보호나 거래의 공정을 저해하여서는 안 되므로 투자자와의 사이에서 이해가 상충하지 않도록 노력하고, 이해상충이 불

가피한 경우에는 투자자가 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취함으로써 투자자의 이익을 보호하여야 하며, 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기 또는 제3자의 이익을 추구하여서는 안 된다.

따라서 증권회사가 약정 평가기준일의 기초자산 가격 또는 지수에 연계하여 투자 수익이 결정되는 유가증권을 발행하여 투자자에게 판매한 경우에는, 증권회사가 설사 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.

2. 원심판결 이유 및 기록에 의하면 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

(1) 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 하고, 중간평가일 및 만기평가일의 삼성SDI 보통주 종가를 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 추가연계증권의 투자자에게, ① 각 중간평가일에 삼성SDI 보통주 중간평가가격이 기준가격보다 높거나 같을 경우 또는 기준가격 결정일 다음 날인 2005.

3. 17.부터 해당 중간평가일까지 삼성SDI 보통주 가격이 장중가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상으로 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, ② 중도상환이 이루어지지 아니하고 만기에 이른 때에는, 그 만기평가가격이 기준가격보다 높거나 같은 경우 또는 8차 중간평가일 다음날부터 만기평가일까지 삼성SDI 보통주의 가격이 장중가를 포함하여 한 번이라도 기준가격의 110% 이상으로 상승한 적이 있는 경우에는 이 사건 추가연계증권 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.

(2) 피고로부터, 원고 1은 이 사건 추가연계증권 3,600매를 36,000,000원에, 원고 2는 이 사건 추가연계증권 15,000매를 150,000,000원에, 원고 3은 이 사건 추가연계증권 3,300매를 33,000,000원에 각 매입하였다.

(3) 추가연계증권을 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(delta hedge)'를 하는 방법으로 기초자산을 거래함으로써 그 가격변동으로 야기되는 위험을 관리함과 동시에 그 과정에서 얻는 이익을 추가연계증권의 상환재원으로 활용할 수 있다. 피고도 삼성SDI 보통주를 기초자산으로 하여 운용하는 추가연계증권 전체를 합하여 델타헤지거래를 하였는데, 2005년 7월 중순부터 이

사건 중간평가일까지는 대체로 델타값보다 약 15% 정도 많게 주식 보유량을 유지하면서 델타값의 증감에 따라 이를 조절하였다.

(4) 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 증가가 108,500원으로 결정될 경우에는 -127,137이고, 증가가 108,000원으로 결정될 경우에는 -192,137이었다.

(5) 피고는 이 사건 중간평가일에 피고의 장외거래(OTC) 파생상품부 상품계좌를 통해 삼성SDI 보통주에 관하여 접속매매시간대에 180,000주, 단일가매매시간대에 134,000주의 매도 주문을 하여 그 중 98,190주를 매도하였는데, 그 구체적 내역은 다음과 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.

② 피고는 위와 같은 매도 주문과 별도로 이 사건 중간평가일의 10:48:51부터 11:28:44 까지 7차례에 걸쳐 합계 70,000주의 매수 주문을 하였으나 계약이 체결되지 아니하였다.

③ 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 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 추가연계증권의 중도상환조건이 성취되지 아니하였다.

④ 피고가 이 사건 중간평가일 단일가매매시간대에 삼성SDI 보통주에 관하여 한 매도 주문 수량은 전체의 약 79%에 이르렀고, 계약체결관여율도 약 95%에 달하였다.

(6) 이 사건 추가연계증권의 만기일인 2008. 3. 19. 피고로부터, 원고 1은 24,055,299원을, 원고 2는 100,230,414원을, 원고 3은 22,050,691원을 각 만기상환금으로 지급받았다.

3. 이러한 사실관계를 앞서 본 법리에 비추어 살펴본다.

가. 이 사건 추가연계증권은 기초자산인 삼성SDI 보통주의 중간평가일의 종가에 따라 중도상환조건이 성취 여부가 결정되어 피고가 투자자에게 지급할 중도상환금의 지급시기와 금액이 달라지는 유가증권이다. 그리고 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건은 법률행위 효력의 발생을 장래의 불확실한 사실에 의존케 하는 정지조건이고, 피고는

이 사건 추가연계증권을 발행하여 판매한 증권회사로서 위 정지조건이 성취되는 경우 이 사건 추가연계증권의 투자자에게 이 사건 추가연계증권의 판매계약에서 정한 바에 따라 액면금에 약정 수익금을 더한 중도상환금을 지급하여야 할 의무를 부담하게 되므로, 위 정지조건이 성취 여부에 따라 이 사건 추가연계증권의 투자자와 이해관계가 상충한다.

나. 피고가 이 사건 추가연계증권과 관련된 델타헤지거래로 삼성SDI 보통주를 매도하는 것은 기본적으로 위험회피라는 자신의 이익을 위하여 행하는 것이므로 그 과정에서 투자자의 신뢰나 이익이 부당하게 침해되어서는 안 된다고 할 것인바, 이 사건과 같이 중간평가일의 기초자산 가격이 중도상환조건을 성취시키는 가격에 근접하여 형성되고 있어 그 증가에 따라 중도상환조건이 성취될 가능성이 커서 피고와 투자자 사이의 이해관계가 서로 상충하는 상황에서는 피고는 중도상환조건이 성취 여부에 최소한의 영향을 미치는 방법으로 헤지거래를 함으로써 투자자를 보호해야지 그 반대로 중도상환조건이 성취를 방해함으로써 투자자의 신뢰를 저버리는 헤지거래를 하여서는 안 된다.

다. 그런데 피고는 이 사건 중간평가일의 삼성SDI 보통주 증가가 이 사건 추가연계증권의 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 각 매도할 필요가 있었는바, 중도상환조건 성취 여부와 무관하게 보유하고 있던 삼성SDI 보통주 중 상당량을 이 사건 중간평가일의 접속매매시간대 전체에 걸쳐 분산하여 매도함으로써 중도상환조건 성취 여부를 결정하는 요소인 증가 결정에 미치는 영향을 최소화할 의무가 있었다. 나아

가 단일가매매시간대 직전의 삼성SDI 보통주의 가격이 기준가격을 상회하여 투자자로서는 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건이 충족될 것으로 기대할 수 있었으므로, 피고는 단일가매매시간대에 시장수급에 영향을 줄 것이 예상되는 대량의 매도 주문을 하려면 조건성취에 영향을 미치지 않도록 기준가격 이상의 호가를 제시하였어야 했다 (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).

그럼에도 피고는 이 사건 중간평가일의 접속매매시간대에는 매도 주문 시 그 호가 대부분을 직전체결가보다 높게 제시하여 대부분의 계약 체결이 무산되는 결과를 초래하고 오히려 총 70,000주의 매수 주문을 내기도 하는 한편, 단일가매매시간대에는 같은 시간대 전체 매도 주문의 약 79%를 차지하는 134,000주에 관하여 매도 주문을 하면서 그 중 94,000주에 관하여는 기준가격인 108,500원에 미치지 못하는 호가를 제시하였고, 단일매매시간대 전까지 기준가격인 108,500원 이상으로 거래되고 있던 삼성SDI 보통주가 피고의 위와 같은 대량매도 주문으로 인하여 종가가 108,000원으로 결정되었고, 결국 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건 성취가 무산되었다.

피고의 이러한 행위는 원고들에 대한 투자자보호의무를 게을리한 것으로서 신의성실에 반하여 이 사건 추가연계증권의 중도상환조건 성취를 방해한 것이라고 볼 여지가 충분하다.

라. 그럼에도 원심은 이와 달리 그 판시와 같은 이유로, 피고가 이 사건 중간평가일의 장 종료 무렵에 대량의 삼성SDI 보통주를 매도한 행위는 추가연계증권을 발행한 금융기관이 위험을 관리하기 위하여 하는 델타헤지를 위한 정당한 거래행위이므로 그로 인

하여 이 사건 주가연계증권의 상환조건이 성취되지 않았더라도 이를 신의성실에 반하여 조건의 성취를 방해한 것으로 볼 수 없다고 하였는바, 이는 위험회피거래에서의 신의칙상 주의의무 등에 관한 법리를 오해하여 판단을 그르친 것이다.

4. 결론

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

재판장 대법관 김 신

주 심 대법관 민일영

 대법관 박보영

 대법관 권순일