

대 법 원

제 1 부

판 결

사 건 2013다2740 상환원리금 등

원고, 상고인 별지 원고들 명단과 같다.

원고들 소송대리인

담당변호사

피고, 피상고인 D은행

공동대한민국에서의 대표자

소송대리인 변호사

원 심 판 결 서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2012나12360 판결

판 결 선 고 2016. 3. 24.

주 문

원심판결을 파기하고, 사건을 서울고등법원에 환송한다.

이 유

상고이유(상고이유서 제출기간이 지난후에 제출된 보충상고이유서 등 서면들의 기재는 상고이유를 보충하는 범위 내에서)를 판단한다.

1. 가. 금융투자상품(증권과 파생상품을 말한다)에 관하여 규정하고 있는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2013. 5. 28. 법률 제11845호로 개정되기 전의 것, 이하 ‘자본시장법’이라 한다) 제179조 제1항은 “같은 법 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.”고 규정하고 있다. 그리고 자본시장법 제178조 제1항은 “누구든지 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.”고 규정하면서, 그 금지하는 부정거래행위로 ‘부정한 수단, 계획 또는 기교’의 사용(1호) 등을 들고 있다. 이는 금융투자상품의 거래와 관련한 부정행위는 다수의 시장참여자에게 영향을 미치고 자본시장 전체를 불건전하게 할 수 있기 때문에 그러한 부정거래행위를 규제함으로써 개개 투자자의 이익을 보호함과 아울러 자본시장의 공정성과 신뢰성을 높이기 위한 것이며(대법원 2001. 1. 19. 선고 2000도4444 판결 등 참조), 특히 제178조 제1항 제1호는 이를 위하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교를 일반적, 포괄적으로 금지하고 있다(대법원 2014. 1. 16. 선고 2013도9933 판결 등 참조).

이러한 규정들의 입법 목적, 조문 체계, 내용 등을 종합하여 볼 때, 어느 행위가 금융투자상품의 거래와 관련하여 자본시장법 제178조에서 금지하고 있는 부정행위에 해당하는지 여부는, 해당 금융투자상품의 구조와 거래방식 및 거래경위, 그 금융투자상품이 거래되는 시장의 특성, 그 금융투자상품으로부터 발생하는 투자자의 권리·의무 및 그 종료 시기, 투자자와 행위자와의 관계, 행위 전후의 제반 사정 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다. 따라서 특정 시점의 기초자산 가격 또는 그와 관련된 수치에

따라 권리행사 또는 조건성취의 여부가 결정되거나 금전 등이 결제되는 구조로 되어 있는 금융투자상품의 경우에 그 금융투자상품의 기초자산인 증권의 가격을 고정시키는 시세조종행위를 비롯하여 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용하여 그 금융투자상품에서 정한 권리행사나 조건성취에 영향을 주는 행위를 하였다면, 이는 그 금융투자상품의 거래와 관련하여 부정행위를 한 것으로서 자본시장법 제178조 제1항 제1호를 위반한 행위에 해당하고, 그 위반행위로 인하여 그 금융투자상품의 투자자의 권리·의무의 내용이 변경되거나 결제되는 금액이 달라져 투자자가 손해를 입었다면 그 투자자는 그 부정거래행위자에 대하여 자본시장법 제179조 제1항에 따라 손해배상을 청구할 수 있다(대법원 2015. 4. 9. 자 2013마1052 결정 참조). 그리고 여기서 시세조종행위 등 사회통념상 부정하다고 인정되는 수단이나 기교 등을 사용한 자로서 그 금융투자상품의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 지는 부정거래행위자에는, 그 금융투자상품의 거래에 관여한 발행인이나 판매인뿐 아니라, 발행인과 스와프계약 등 그 금융투자상품과 연계된 다른 금융투자상품을 거래하여 권리행사나 조건성취와 관련하여 투자자와 대립되는 이해관계를 가지게 된 자도 포함된다고 해석된다.

나. 또한 자본시장법 제176조 제3항은 “상장증권 또는 장내파생상품의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적으로 그 증권 또는 장내파생상품에 관한 일련의 매매 또는 그 위탁이나 수탁을 하는 행위”를 금지하고 있다.

여기서 상장증권 등의 ‘시세를 고정’시킨다는 것은 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 증권 등의 시세에 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적인 조작을 가하여 시세를 형성 및 고정시키거나 이미 형성된 시세를 고정시키는 것을 말하는 것으로서, 시세고정 목적의 행위인지 여부는 그 증권 등의 성격과 발행된

그 증권 등의 총수, 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성과 공정성, 시장관여율의 정도, 지속적인 종가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 이를 판단한다(대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131 판결, 대법원 2015. 6. 11. 선고 2014도11280 판결 등 참조).

따라서 자본시장법 제176조 제3항을 위반하여 상장증권의 매매 등에 의하여 시세를 고정시킴으로써 타인에게 손해를 입힌 경우에 상당인과관계가 있는 범위 내에서는 민법 제750조의 불법행위책임을 지며, 이러한 법리는 금융투자상품의 기초자산인 증권의 시세를 고정시켜 타인에게 손해를 가한 경우에도 마찬가지로 적용된다.

2. 제1심판결 및 원심판결 이유와 적법하게 채택된 증거들에 의하면, 다음과 같은 사실들을 알 수 있다.

가. H증권이 2007. 8. 31.경 원고들에게 발행한 파생결합증권의 일종인 원심 판시 주가연계증권(이하 ‘이 사건 주가연계증권’이라 한다)은 K사 보통주(이하 ‘이 사건 주식’이라 한다)와 S사 보통주를 기초자산으로 하고, 최초기준가격은 이 사건 주식이 74,600원이고 주가 572,000원이며, 만기인 2009. 8. 31. 전에 매 6개월마다 자동조기상환 기회가 부여되어 있다.

나. 이 사건 주가연계증권의 수익구조는, 투자자에게 수익금이 조기상환되지 않고 만기에 도달한 경우에, ① 두 기초자산의 기준일인 2009. 8. 26.(이하 ‘이 사건 기준일’이라 한다)의 종가가 모두 최초기준가격의 75% 이상이면(이하 이 조건을 ‘수익 만기상환 조건’이라 한다) 투자자에게 원금 및 28.6%의 투자수익이 지급되고, ② 만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 60% 미만으로 하락한 적이 있고, 두 종목 중 한 종목이라도 기준일 종가가 최초기준가격의 75% 미만이면 투자자가 원금 손실을 떠안도록 되어 있

다.

다. H증권은 이 사건 추가연계증권의 조기상환조건 또는 수익 만기상환조건이 충족 될 경우 투자자에게 수익금을 지급하여야 하는 위험을 회피하기 위하여, 2007. 8. 30. 피고와 사이에 이 사건 추가연계증권의 발행으로 취득한 돈 중 88억 9,000만 원에 관 하여 이 사건 추가연계증권과 동일한 구조의 ‘주식연계 달러화 스와프계약’(USD Swap relating to Shares)을 체결하였다.

라. 그 후 투자자에 대한 수익금 조기상환은 이루어지지 않았고, 이 사건 기준일 무렵에 S사 보통주 가격은 최초기준가격의 75%를 훨씬 웃도는 70만 원대였던 반면 이 사건 주식 가격은 최초기준가격의 75% 수준인 54,740원(이하 ‘이 사건 기준가격’이라 한다) 부근에서 등락을 반복하고 있었다.

마. 피고는 이 사건 주식의 매도와 매수를 반복해오다가 이 사건 기준일인 2009. 8. 26. (1) 접속매매시간대 중 ① 이 사건 주식의 가격이 상대적으로 낮았던 오전에는 8,182주만을 직전 체결가인 53,500원에 매도한 반면, ② 이 사건 주식의 가격이 상승 하여 이 사건 기준가격을 약간 밑돌거나 넘어선 오후에는 14회에 걸쳐 합계 106,032주를 매도하였으며, (2) 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지는 계열사가 아닌 씨엘증권 서울지점을 통하여 시장가매도주문 방식으로 두 번에 걸쳐 합계 128,000주를 매도하였다(이하 이 사건 기준일의 피고의 위와 같은 주식매도를 포괄하여 ‘이 사건 주식매도행위’라 한다).

바. 위 단일가매매시간대의 주식매도는 모두 이 사건 주식의 예상체결가격이 54,800 원으로 이 사건 기준가격을 근소하게 넘어선 시점에 이루어졌는데, (1) 14:55:19에 96,000주를 매도함으로써 예상체결가격이 53,600원으로 하락하였고, (2) 14:58:47에

32,000주를 매도함으로써 예상체결가격이 54,500원으로 하락하였다.

사. 이 사건 기준일 당시 피고의 이 사건 주식에 관한 매도관여율은 장중에는 7.24%였으나 종가시간대에는 46.9%였고, 직전가 대비 저가주문 비율은 장중에는 16%였으나 종가시간대에는 46%에 이르렀다.

아. 결국 이 사건 기준일의 이 사건 주식 종가는 이 사건 기준가격에 40원 못 미치는 54,700원으로 결정되었고, 이로 인해 피고는 H증권에 수익 만기상환조건이 충족되었다면 지급하였어야 할 약 113억 원보다 훨씬 적은 약 66억 원만을 지급하였으며, H증권도 원고들을 비롯한 투자자에게 같은 금액만을 지급함으로써 원고들이 원금 손실을 부담하게 되었다.

3. 가. 기초자산의 가격변동에 따른 위험을 회피하기 위하여 기초자산 자체를 보유한 다음 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 의미하는 델타값에 따라 기초자산의 보유량을 조절하는 이른바 델타헤지는 금융투자업자가 자신의 위험을 회피 내지 관리하는 금융거래기법에 불과하다. 따라서 금융투자업자가 델타헤지의 수행이라는 사정을 내세워 특정한 주식거래행위를 하더라도, 그것이 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위인지는 앞에서 본 법리를 기초로 다시 따져보아야 한다.

나. 그런데 위와 같은 사실관계에 의하면, (1) 이 사건 주가연계증권은 투자자에게 상환될 금액이 기초자산의 상환기준일 종가에 따라 결정되는 구조로 되어 있는데, (2) 이 사건 기준일 당시 이 사건 주식의 가격이 손익분기점인 이 사건 기준가격 부근에서 등락을 반복하고 있었으므로, 피고로서는 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추어 수익 만기상환조건을 성취를 무산시킴으로써 H증권에 지급할 금액을 절반 가까이 줄이고자

할 동기가 충분히 있었다고 보이고, (3) 이 사건 주식매도행위의 태양을 보더라도, 접속매매시간대 중 이 사건 주식의 가격이 올라간 오후에 집중적으로 주식을 매도하고 특히 단일가매매시간대에 이르러서는 이 사건 주식의 예상체결가격이 이 사건 기준가격을 근소하게 넘어서는 시점마다 가격하락효과가 큰 시장가주문 방식으로 반복적으로 주식을 대량 매도하였고 그 매도관여율이 매우 큰 비중을 차지함에 따라 실제로 예상체결가격이 하락한 사정에 비추어 볼 때, 피고가 이 사건 주식의 가격을 낮출 의도로 이 사건 주식의 가격 내지 예상체결가격의 추이를 줄곧 살피면서 이 사건 주식매도행위를 하였다고 볼 여지가 많다.

따라서 앞에서 본 법리에 의하면, 이 사건 주식매도행위는 이 사건 주가연계증권과 관련하여 수익 만기상환조건이 성취되지 않도록 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추기 위하여 이루어진 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다고 볼 수 있으며, 이 사건 주식매도행위가 이 사건 주가연계증권과 관련하여 피고 자신을 위한 위험 회피 목적으로 이루어졌다 하여 달리 볼 수 없다.

다. 그럼에도 이와 달리 원심은, 이 사건 주식매도행위에 의하여 이 사건 주가연계증권의 기초자산이 된 이 사건 주식에 관한 이 사건 기준일의 종가에 영향을 미쳤음을 인정하면서도, 피고가 이 사건 기준일 전까지 비교적 델타값에 따라 산출된 수량의 이 사건 주식을 보유하고자 노력하였고 이 사건 기준일 무렵에 이르러 델타값에 따라 매도세로 일관하여 주식을 전량 매도하는 과정에서 이 사건 주식매도행위가 이루어졌다거나 이 사건 기준일의 접속매매시간대에 직전 체결가와 근사한 가격으로 분산매도를 시도하였다는 사정을 비롯하여 델타헤지의 일반적인 목적이나 필요성 및 방법 등에 관한 판시 사정들만을 가지고 피고에게 이 사건 주식의 시세를 조종할 목적이 인정되지

아니한다고 잘못 판단하여, 이 사건 주식매도행위가 자본시장법에서 정한 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당하지 않는다고 보아 자본시장법 또는 민법 제750조에 의하여 이 사건 주식매도행위로 인한 손해의 배상을 구하는 원고들의 청구를 기각하고 말았다.

따라서 이러한 원심판결에는 자본시장법 제176조 제3항, 제178조 제1항 제1호 등에서 정한 시세조종행위 및 부정거래행위나 민법의 불법행위책임에 관한 법리를 오해하여 판결에 영향을 미친 위법이 있다. 이를 지적하는 상고이유 주장은 이유 있다.

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

재판장	대법관	이기택
-----	-----	-----

	대법관	이인복
--	-----	-----

주 심	대법관	김용덕
-----	-----	-----

	대법관	김소영
--	-----	-----