



서울고등법원

제 10 민사부

판 결

사 건 2012나12360 상환원리금 등

원고, 피항소인

1. 김○식 (550312-)

서울 송파구 신천동

2. 정○식 (501006-)

서울 동작구 사당3동

3. 서○선 (500120-)

부산 동래구 온천동

4. 김○연 (760206-)

부산 동래구 온천동

5. 이○ (601016-)

광주 북구 두암동

6. 정○구 (330820-)

서울 은평구 녹번동

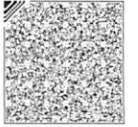
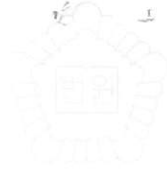
7. 김○경 (600102-)

서울 강남구 도곡동

8. 고○희 (620221-)

울산 중구 태화동





9. 김○자 (610404-)

서울 성북구 길음1동

10. 신○순 (570309-)

서울 성북구 길음동

11. 육○균 (540722-)

구미시 형곡동

12. 권○선 (760625-)

용인시 수지구 죽전동

13. 권○희 (790319-)

성남시 분당구 이매동

14. 이○연 (780206-)

구미시 송정동

15. 홍○숙 (650831-)

안양시 동안구 호계동

16. 안○미 (730105-)

창원시 상남동

17. ○○새마을금고

우암동

대표자 이사장 변○면

18. ○○○○ 새마을금고

성주동





대표자 이사장 정○산

19. ○○새마을금고

신정3동

대표자 이사장 이○길

20. 노○심 (480123-)

광주 북구 운암동

21. 장○현 (481105-)

서울 금천구

22. ○○○○○○○○ 발전기금재단

용봉로

대표자 이사장 김○수

23. ○○○ 새마을금고

풍향동

대표자 이사장 김○춘

24. 김○용 (430217-)

전주시 완산구

25. 박○하 (531204-)

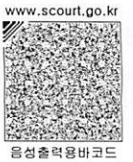
안양시 동안구

26. ○○○ 새마을금고

신당1동

대표자 이사장 정○구





원고들 소송대리인 법무법인 한누리
 담당변호사 김주영, 전영준, 박필서

피고, 항소인 도이치 은행(Deutsche Bank AG, 영업소)
 독일연방공화국 프랑크푸르트 암마인 타우누산라게 12
 대한민국에서의 영업소 : 서울 종로구 서린동 33 영풍빌딩 18-19
 공동대한민국에서의 대표자 호주국인 정제프리진욱, 김종갑
 소송대리인 변호사 백창훈, 이해광, 정진영, 이윤식, 은정민

제 1 심 판 결 서울중앙지방법원 2012. 1. 12. 선고 2010가합27835 판결
 변 론 종 결 2012. 10. 19.
 판 결 선 고 2012. 12. 14.

주 문

1. 제1심 판결을 취소하고, 원고들의 청구를 모두 기각한다.
2. 소송총비용은 원고들이 부담한다.

청구취지 및 항소취지

청구취지 : 피고는 별지4 청구금액표 '원고'란 기재 각 원고들에게 같은 표 '청구금액'란 기재 각 돈과 이에 대하여 2009. 9. 1.부터 이 사건 청구취지 및 청구원인변경신청서 송달일까지는 연 5%의, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율로 계산한 돈을 지급하라

항소취지 : 주문과 같다.





이 유

1. 기초사실

가. 한국투자증권 주식회사(이하 '한국투자증권'이라 한다)는 2007. 8. 31. 파생결합증권의 일종인 '한국투자증권 부자아빠 추가연계증권 제289회'(이하 '이 사건 추가연계증권', 또는 '이 사건 ELS'라 한다)¹⁾를 발행하였는데, 그 사업설명서에 기재된 주된 내용은 아래와 같다.

- 상품명 : 한국투자증권 부자아빠 추가연계증권 제289회
- 기초자산 : 삼성전자 보통주, 국민은행 보통주²⁾
- 발행총액 : 198억 9,000만 원
- 최초기준가격 : 2007. 8. 30. 각 기초자산 증가(삼성전자 보통주 572,000원, 국민은행 보통주 74,600원)
- 만기 : 2009. 8. 31. (만기 2년, 매 6개월마다 자동조기상환기회 부여)
- 만기평가가격 결정일 : 2009. 8. 26. 기초자산 증가
- 수익구조

① 자동조기상환

1) 1차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 90% 이상인 경우 : 투자수익률 7.15%

2) 2차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 85% 이상인 경우 : 투자수익률 14.3%

3) 3차 자동조기상환 평가일에 두 기초자산의 평가가격이 모두 최초기준가격의 80% 이상인 경우 : 투자수익률 21.45%

1) 추가연계증권(Equity Linked Securities, 통상 'ELS'라고 약칭한다)

2) 국민은행 보통주는 이 사건 추가연계증권 발행 이후 주식교환·이전에 따라 KB금융 보통주로 변경되었다.



② 만기상환

4) 위의 1)~3)에 의한 자동조기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산의 만기평가가격이 모두 최초기준가격의 75% 이상인 경우 : 투자수익률 28.6%(이하 '만기상환 A조건'이라 한다)

5) 위의 1)~4)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산 중 어느 기초자산이라도 만기평가가격이 [최초기준가격 × 75%] 미만이고, 두 기초자산(장증가 포함) 중 어느 하나라도 [최초기준가격 × 60%] 미만으로 하락한 적이 없는 경우 : 투자수익률 28.6%(이하 '만기상환 B조건'이라 한다)

6) 위의 1)~5)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, [만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 60% 미만으로 하락한 적이 있고(장증가 포함)] + [두 종목 중 한 종목이라도 만기평가가격이 최초기준가격의 75% 미만이면] : 원금손실, 손실률 = (원금) × (기초자산 중 하락폭이 큰 종목의 하락률)(이하 '만기 상환 C조건'이라 한다)

나. 한국투자증권은 이 사건 주가연계증권의 조기상환조건 또는 만기상환조건이 충족될 경우 원고들을 포함한 이 사건 주가연계증권을 매입한 투자자들에게 일정한 상환금을 지급하여야 하는데, 그에 따르는 위험을 회피하기 위하여 2007. 8. 30. 피고와 사이에 한국투자증권이 이 사건 주가연계증권의 발행으로 취득한 금원 198억 9,000만 원 중 일부인 88억 9,000만 원에 관하여 이 사건 주가연계증권과 동일한 구조의 '주식연계 달러화 스왑계약'(USD Swap relating to Shares, 이하 '이 사건 스왑계약'이라 한다)을 체결하였는바, 이와 같은 헤지거래³⁾를 통하여 한국투자증권은 이 사건 주가연계증권의 발행으로 인한 위험을 피고에게 이전하였다⁴⁾.

3) 헤지거래(hedge trading)란 투자자가 보유하고 있거나 앞으로 보유하려는 자산의 가격이 변함에 따라 발생하는 위험을 없애려는 시도를 의미하는바, 헤지의 목적은 이익을 극대화하려는 것이 아니라 가격 변화에 따른 손실을 막는 데 있다고 한다.

4) 이와 같은 스왑계약을 통하여 한국투자증권은 위험(리스크)을 직접 헤지하지 않고 동일한 상품을 피고로부터 매입해 실질적인 상환책임을 피고에게 떠넘기게 되는데, 이를 백투백 헤지(back to back hedge)라고 한다. 이와 달리 자체 헤지(internal hedge)는 발행사가 직접 주식, 채권, 파생상품을 이용하여 판매한 상품과 동일한 포지션의 상품을 반대로 만들어서 판매한





다. 그 후 이 사건 주가연계증권은 조기상환조건을 성취하지 못한 채 만기평가가격 결정일인 2009. 8. 26.(이하 '이 사건 기준일'이라 한다)에 이르게 되어, 만기상환 A조건이나 만기상환 C조건의 성취 여부가 문제되었다. 당시 삼성전자 보통주의 주가는 기준가격(572,000원)을 훨씬 상회하는 70만 원대에서 형성되어 상환조건(기준가격의 75%인 429,000원 이상일 것)을 충족하는 데 아무런 문제가 없었으나, KB금융 보통주의 주가는 54,000원대에서 등락⁵⁾하고 있었기 때문에 상환조건(조정된 기준가격의 75%인 54,740원 이상일 것)의 충족 여부가 문제되었다.

라. 그런데 피고는 2009. 8. 24. KB금융 보통주 75,000주, 2009. 8. 25. KB금융 보통주 77,409주를 각 매도하였고, 이 사건 기준일인 2009. 8. 26.에는 KB금융 보통주 242,214주를 매도하였는데, 구체적으로는 접속매매시간대에 도이치증권 영업부를 통하여 아래 【표】 기재와 같이 합계 114,214주를 매도하였다. 또 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지⁶⁾ 계열사가 아닌 씨엘증권 서울지점을 통하여 시장가매도주문⁷⁾ 방식으로 두 번에 걸쳐 합계 128,000주(14:55:19 96,000주, 14:58:47 32,000주)를 매도하였다(이하 이 사건 기준일의 피고의 위와 같은 주식 매도를 모두 포괄하여 '이 사건 주식매도행위'라 한다).

【표】

상품과 반대거래를 통하여 헤지를 하게 되는데, 한국투자증권은 이 사건 주가연계증권의 발행으로 취득한 금원 중 일부인 110억 원에 관하여는 자체 헤지를 실행하였다.

- 5) KB금융의 유상증자에 따라 만기 기준가격이 조정되어 만기 기준가격의 75%는 54,740원으로 되었는데, KB금융 보통주의 주가는 이 사건 기준일 직전인 2009. 8. 20. 53,800원, 2009. 8. 21. 54,500원, 2009. 8. 24. 56,000원, 2009. 8. 25. 54,400원으로 등락하였다.
- 6) 한국증권거래소 유가증권시장 업무규정(제23조) 및 동 규정 시행세칙(제35조)에 의하면, 주식시장의 장 종료 10분 전부터 장 종료시까지 10분간은 접수된 호가를 종합하여 장 종료시에 종가를 결정하고, 종가 단일가에 의하여 매매계약이 체결되는 단일가매매시간이다. 단일가매매시간대의 종가결정에 관하여는 주문가격이 다른 주문 사이에서는 가격우선의 원칙이 먼저 적용되고, 동일한 가격의 주문 사이에서는 시간우선의 원칙이 적용된다.
- 7) 종목과 수량은 지정하되 가격은 지정하지 않는 주문유형으로, 현 시점에서 가장 유리한 가격조건 또는 시장에서 형성되는 가격으로 즉시 매매거래를 하고자 하는 주문을 말한다. 따라서, 일반적인 경우 시장가주문은 지정가주문에 우선하여 매매체결되고 주문수량 전량이 해소될 때까지 가장 우선하는 상대방 주문부터 순차적으로 체결이 이루어지므로 가격하락의 효과가 있을 수 있다.





매도주문시간	수량	매도가격	직전체결가	체결여부
09:29:47	8,182주	53,500원	53,500원	체결
13:30:22	10,000주	54,800원	54,600원	체결
13:39:03	10,000주	55,000원	54,900원	체결
14:03:45	10,000주	55,300원	55,200원	전부 미체결로 주문취소
14:08:59	10,000주	55,200원	55,200원	1,665주 체결 후 미체결분 주문취소
14:15:52	3,000주	55,000원	55,100원	체결
14:17:53	10,000주	54,900원	54,900원	체결
14:20:34	10,000주	54,800원	54,900원	체결
14:34:20	10,000주	54,800원	54,800원	체결
14:41:32	10,000주	54,700원	54,800원	체결
14:43:22	10,000주	54,700원	54,800원	체결
14:45:27	10,000주	54,700원	54,600원	체결
14:48:34	10,000주	54,900원	55,000원	체결
14:49:15	10,000주	54,900원	54,900원	체결
14:49:39	10,000주	54,800원	54,800원	1,367주 체결 후 미체결분 주문취소

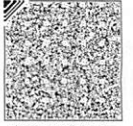
마. 이 사건 기준일에 KB금융 보통주의 최종 종가는 결국 이 사건 주가연계증권의 상환조건 기준가격인 54,740원에 못 미치는 54,700원으로 결정됨으로써, 이 사건 주가연계증권의 만기상환조건 충족이 무산되었다.

바. 그리하여 원고들은 이 사건 주가연계증권의 만기일인 2009. 8. 31. 한국투자증권으로부터 투자원금의 약 74.9%(만기상환 C조건)에 해당하는 별지4 청구금액 표 '실수령금'란 기재 각 금원만을 지급받았다.

[인정근거] 다툼 없는 사실, 갑 제1 내지 5, 9호증, 을가 제1호증, 을나 제1 내지 3, 5, 7, 8호증(일부 호증 가지번호 포함)의 각 기재, 변론 전체의 취지

2. 당사자들의 주장



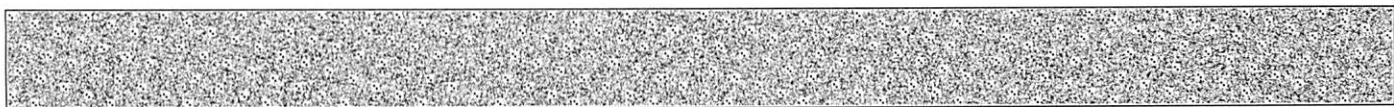


가. 원고들 주장의 요지

1) 피고는 주식의 종가를 결정하는 단일가매매시간대에 이 사건 주가연계증권의 기초자산인 KB금융 보통주 주식을 시장가에 대량으로 매도함으로써 KB금융의 주가를 만기상환 기준가격인 54,740원 미만에서 형성되도록 하였다. 이러한 이 사건 주식매도행위는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다) 제176조 제4항 제3호에 위반되는 위법한 시세조종행위에 해당하거나 자본시장법 제178조 제1항 제1호의 사기적 부정거래에 해당한다. 이러한 피고의 시세조종행위나 사기적 부정거래행위는 민법 제750조의 불법행위를 구성하거나, 자본시장법 제179조의 손해배상책임을 발생시킨다. 따라서 피고는 이 사건 주식매도행위로 인하여 원고들에게 발생한 손해를 배상할 책임이 있다.

2) 손해배상의 범위에 관하여 보건대, 피고의 이 사건 주식매도행위가 없었더라면 원고들은 이 사건 주가연계증권의 만기상환조건이 충족됨에 따라 만기상환금으로 별지4 청구금액표 '만기상환원리금' 해당란 기재 각 돈을 지급받았을 것인데(별지4 청구금액표 각 '투자원금' 해당란 기재 돈과 이에 대한 28.6%의 수익률로 계산한 돈), 실제로는 위 표 각 '실수령금' 해당란 기재 돈을 받았을 뿐이므로, 피고의 위와 같은 불법행위로 인한 원고들의 손해액은 각 그 차액인 위 표 각 '청구금액' 해당란 기재와 같다.

3) 피고는 이 사건 주식매도행위가 이른바 '델타헤지'에 의한 주식매매에 따른 것으로 정당하다고 주장하고 있으나, 피고의 거래행태를 보면 특정일의 종가에 의하여 산정되는 델타값을 바로 그 날 델타헤지를 위하여 보유해야 할 주식수량으로 보아 주식보유량을 결정하였는바, 이는 통상적인 델타헤지의 개념 및 기본원리에 반하므로 이 사건 주식매도행위는 델타헤지에 따른 거래로 볼 수 없다(즉, 델타헤지는 현실적으로



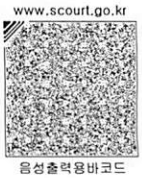


일어난 기초자산의 가격변동에 따른 델타값에 의거 주식보유수량을 조절함으로써 위험을 회피하는 것이므로 논리적으로 기초자산의 가격변동에 따른 델타값이 산출된 이후에야 비로소 주식보유수량을 조절할 수 있는 것임에도 불구하고, 피고는 특정일의 기초자산 증가에 의해 산정된 델타값에 따라 그 날(특정일) 보유해야 할 주식수량을 조정하였는바, 이는 일종의 델타값 예측에 의하여 보유수량을 조절한 것이므로 엄밀히 말하면 델타헤지가 아니라 일종의 투기적 거래에 해당한다.

4) 설령 이 사건 주식매도행위가 ELS 상품 발행 및 인수에 따른 기초자산의 헤지(델타헤지)거래에 해당한다고 하더라도 이를 이유로 이 사건 주식매도행위가 무조건 정당화될 수는 없고, 주가 형성에 부당하게 관여하였는지 여부를 따져 위법성 여부를 판단하여야 한다. 그런데 이 사건 주식매도행위의 행태를 보면 피고는 이 사건 기준일 장종료 10분 전인 단일가매매시간대에 씨엘증권 서울지점을 통해 무려 128,000주를 매도함으로써 KB금융 주가를 만기상환 기준가격인 54,740원보다 낮은 54,700원으로 형성되도록 하였는바, 이는 인위적인 주가조작행위에 해당하므로 위법하다. 나아가 이 사건 주식매도행위는 정상적인 델타헤지라기보다는 헤지물량의 청산(Unwinding Hedge Position)을 미리 행한 것에 해당는바, 이는 헤지거래가 아니라 투기적 거래에 해당하므로 이 사건 주식매도행위는 위법하다.

나. 피고 주장의 요지

이 사건 주가연계증권과 같은 ELS 상품을 발행한 금융기관은 ELS 발행으로 인한 위험을 회피하고, ELS 상환재원을 확보하기 위하여 이른바 '델타헤지'라는 금융기법을 활용하여 ELS의 기초자산을 거래함으로써 기초자산의 주가변동에서 야기되는 위험을 관리하고 있는데, 피고 역시 델타헤지의 원리에 따라 이 사건 주가연계증권을 취급



하는 전 기간에 걸쳐 기초자산인 KB금융 보통주에 대한 거래를 하였고, 특히 이 사건 기준일에도 델타헤지 원리에 따라 주가에 미치는 영향을 최소화하면서 보유 중인 KB금융 보통주를 매도한 것이다. 따라서, 피고의 위와 같은 주식매도행위가 자본시장법상 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다거나 민법 제750조에 해당하는 위법행위가 된다고 할 수 없다.

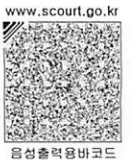
3. 판단

가. 이 사건 주식매도행위가 시세조종행위 혹은 부정거래에 해당하는지 여부(델타헤지와 관련하여)

(1) 관련 법리

1) 자본시장법 제176조 제4항 제3호8)는 시세조종행위를 처벌하고 있는데, 일반적으로 유가증권의 시세를 인위적으로 변동시키는 매매거래는 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인으로 인위적으로 변동시킬 가능성이 있는 거래를 말하므로(대법원 2006. 5. 11. 선고 2003도4320 판결), 위 판결의 취지로 미루어 보면 자본시장법의 시세조종행위의 의미도 본래 정상적인 수요·공급에 따라 자유경쟁시장에서 형성될 시세 및 거래량을 시장요인에 의하지 아니한 다른 요인을 통해 인위적으로 고정시키는 것이라고 해석된다.

8) 이 조문의 상세한 내용은 별지1 관련법령 기재와 같다. 원고의 주장과 같이 추가연계증권의 기초자산인 상장주식의 주가를 조작한 경우에도 이 조항을 적용할 수 있는지에 관하여는 견해가 대립한다. 자본시장법 제176조 제4항은 '누구든지 상장증권(A) 또는 장내파생상품(B)의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.'라고 규정하고 있고, 동항 제3호는 '증권(C)의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권(D)과 연계된 증권(E)으로서 대통령령으로 정하는 증권(F)의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위'라고 규정하고 있는바, (C)와 (D), (E)와 (F)는 각 동일한 증권을 의미하고, (F)는 자본시장법시행령 제207조 제4호 각 목에 열거된 증권을 의미한다. 그런데 (C)는 문언상 '증권'이라고만 되어있을 뿐 '상장증권'이라고 되어 있지 아니하므로, 위 (C)에는 비상장증권인 이 사건 추가연계증권이 포함되고, 이 사건 추가연계증권의 기초자산인 상장증권은 (A), (E)에 해당한다고 해석하면, 위 조항이 적용될 여지가 있다. 또 설령 위 조문이 이 사건 ELS의 경우 적용될 수 없다고 하더라도 이 사건 주식매도행위가 그동안 대법원 판례에 의해 인정되어 온 시세조종행위의 객관적, 주관적 요건을 충족한다면, 자본시장법 제178조의 부정거래행위에 해당하거나, 적어도 민법 제750조의 불법행위에 해당할 것이다. 따라서 다음에서는 위 논의에 앞서 먼저 이 사건 주식매도행위가 시세조종행위에 해당하는지에 관하여 살펴본다.



나아가 유가증권의 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적은 유가증권의 현재의 시장가격을 고정시키거나 안정시키는 경우뿐 아니라, 행위자가 일정한 가격을 형성하고 그 가격을 고정시키거나 안정시키는 경우에도 인정되고, 행위자가 그러한 목적을 가지고 매매거래를 한 것이라면 그 매매거래가 일정한 기간 계속 반복적으로 이루어져야 하는 것이 아니라 한 번의 매매거래도 시세조종행위로 볼 수 있다(대법원 2004. 10. 28. 선고 2002도3131 판결 참조).

2) 또 자본시장법 제178조 제1항 제1호9)의 '부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위'란 '사회통념상 부정하다고 인정되는 일체의 수단, 계획 또는 기교'를 말하는 것이다(대법원 2011. 10. 27. 선고 2011도8109 판결 참조).

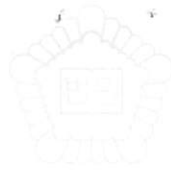
(2) 이 사건에의 적용

앞서 본 법리에 비추어, 피고의 이 사건 주식매도행위가 자본시장법의 시세조종행위에 해당하려면, 이 사건 주식 대량매도행위가 시장요인에 따른 정상적인 수요·공급이 아닌 인위적인 조작이어야 하고(객관적 요건), 여기에 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적이 있어야 한다(주관적 요건). 또, 이 사건 주식매도행위가 위와 같은 요건을 갖춘 시세조종에 이르지 않았다고 하더라도 사회통념상 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용한 것으로 볼 수 있다면 이는 자본시장법상의 부정거래행위로 위법한 행위가 된다.

(3) 델타헤지와 주가연계증권

갑 제25, 29호증, 을나 제10, 13호증, 을나 제14호증의 1 내지 5, 을나 제16 내지 18호증, 을나 제31호증, 을나 제34, 36호증의 각 기재, 당심 증인 김솔의 증언 및 변론

9) 이 조문의 상세한 내용은 별지 관련법령 기재와 같다.



전체의 취지를 종합하면, 추가연계증권 발행으로 인한 위험해지방법인 델타헤지와 관련하여 다음의 점을 인정할 수 있다.

1) 추가연계증권(ELS)의 등장배경 및 효용

가) 추가연계증권(이하 'ELS'라고 한다)은 지수, 채권, 주식 등을 기초자산으로 한 구조화증권의 일종으로서 투자수익(원금 또는 이자)이 특정 주권의 가격 또는 주가지수의 변동에 연계되어 결정되는 금융투자상품으로 일정한 위험범위 내에서 상대적으로 높은 수익을 올리고자 하는 투자자들에게 예금이나 주식 이외의 제3의 선택가능성을 제공하고자 적절한 위험수준에서 좀 더 높은 수익을 추구하기 위해 개발되었다.

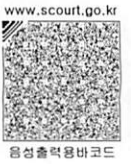
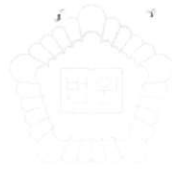
나) 우리나라에서 발행되는 ELS의 경우 2003년부터 2008년 상반기까지 상환된 총 61.9조원의 ELS 상품 중 원금손실이 발생한 비율은 1%(0.65조원)에 불과하고, 99%는 조기 또는 만기상환조건 성취로 인해 약정수익을 얻거나 적어도 원금을 상환받았다. 한편, ELS의 발행은 2008년 하반기 세계적인 금융위기 여파로 발행액이 급감하였으나 이후 꾸준히 회복하여 2010년 발행액은 24.3조 원에 달한다.

2) ELS 존립의 근거인 '델타헤지'

앞서 본 바와 같이 ELS 상품은 기초자산이 기준가격 이하로 하락하지 않는 경우 약정수익을 지급하는 구조를 가지고 있는바, ELS를 발행한 금융기관은 ELS 발행으로 인한 위험을 회피하고, ELS의 상환재원을 확보하여야 할 필요가 있다. 이를 위하여 금융기관은 이른바 '델타헤지'라는 금융기법을 활용하여 ELS의 기초자산(통상 거래소에 상장된 주식이다)을 거래함으로써 기초자산의 주가변동에서 야기되는 위험을 관리함과 동시에 그 거래과정에서 얻게 되는 이익을 ELS의 상환재원으로 활용하게 된다.

3) 델타헤지의 원리와 방식





가) 델타는 기초자산의 가격변화에 대한 옵션가치의 민감도를 표현하는 단위로서 델타값을 근거로 가격변동 위험을 헤지하기 위해 적절한 수량의 기초자산을 보유하는 것이 델타헤지의 기본원리이다. ELS는 그 본질이 파생상품의 성격을 가지는 옵션이므로 이하에서는 옵션거래 과정에서 델타헤지가 적용되는 방식에 관하여 본다.

나) 델타헤지의 예시(델타값이 일정한 경우)

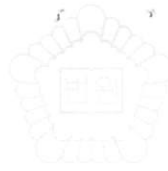
예를 들어 A기업의 주식가격이 100원인 상황에서 갑이 행사가격이 100원인 A기업 2,000주에 대한 콜옵션¹⁰⁾을 매도하였고, 이 때의 델타값은 0.6이라고 상정할 경우, 갑은 델타값에 따라 콜옵션을 매도함과 동시에 A기업의 주식 1,200주를 매수하여 보유하고 있다.

먼저 A기업 주식가격이 100원에서 110원으로 10원 상승한 경우, 콜옵션의 행사가능성이 높아지기 때문에 델타값은 6원(= 10원 × 델타값 0.6)만큼 상승하고, 갑은 콜옵션 매도로 인하여 1주당 6원의 손실을 보게 되어 옵션거래를 통해 총 12,000원(= 6원 × 2,000주)의 손실을 입는다. 그러나 동시에, 헤지 목적으로 델타값만큼 매수하여 놓은 A기업 주식 1,200주에서 1주당 10원씩 이익을 보게 되어 총 12,000원의 이익을 얻으므로 결국 손익은 0으로 유지된다.

반면 A기업 주식이 100원에서 90원으로 10원 하락한 경우, 콜옵션의 행사가능성이 낮아짐에 따라 가치가 1주당 6원씩 하락하고, 갑은 콜옵션 매도로 인하여 1주당 12,000원의 이익을 보게 된다. 그러나 동시에, 헤지 목적으로 매수한 A기업 주식 1,200주에서 1주당 10원씩 손실을 보게 되어 총 12,000원의 손실이 생기므로 결국 손익은 여전히 0으로 유지된다.

10) 콜옵션이란 특정한 기초자산을 만기일이나 만기일 이전에 미리 정한 행사가격으로 살 수 있는 권리를 의미한다.





다) 델타헤지의 예시(델타값이 변동하는 경우)

그러나 델타값은 주가, 만기 등 여러 변수의 변화에 따라 계속적으로 변동하기 때문에 금융기관도 그에 따라 기초자산의 보유량을 빈번하게 조정하여야 하는바, 이러한 조정을 위해 금융기관은 기초자산에 대한 거래를 계속할 수 밖에 없다.

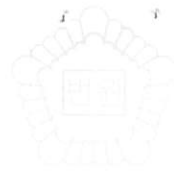
즉, 앞서 본 전제에서 A기업 주식가격이 100원에서 110원으로 상승하는 경우에는 콜옵션의 델타값이 0.6에서 0.7¹¹⁾로 커지게 되는바, 이로써 갭이 델타헤지를 위하여 보유하여야 하는 주식수도 1,200주에서 1,400주로 증가하게 된다. 갭은 델타헤지를 위하여 위와 같이 증가한 델타값에 상응하는 주식 200주(= 증가한 델타값 0.1 × 2,000주)를 추가로 매수하여 주식보유량을 1,200주에서 1,400주로 조정할 필요가 있다.

반면 A기업 주식가격이 100원에서 90원으로 하락하는 경우에는 콜옵션의 델타값이 0.6에서 0.5로 작아지게 되는바, 이에 따라 갭은 델타헤지를 위하여 위와 같이 감소한 델타값에 상응하는 주식 200주(= 감소한 델타값 0.1 × 2,000주)를 매도하여 그 주식보유량을 1,200주에서 1,000주로 조정할 필요가 있다.

라) 델타헤지의 수익구조 예시

ELS에 관한 델타헤지를 수행하는 금융기관은 델타헤지 원리에 따른 저가매수, 고가매도를 통해 위험을 헤지하는 동시에 수익을 창출하여 상환재원을 마련하게 된다. 이를 설명하기 위하여 현재 주가 10,000원, 풋옵션 행사가격 10,000원, 첫날의 델타값 0.5, 만기 7일, 델타값 변동에 따른 주식거래는 매일 장 종료시 한 번씩 이루어지는 것으로 가정하고, A기업 주식 100주에 대하여 풋옵션¹²⁾ 1개를 매수한 금융기관이 델타헤지를 수행하는 과정을 살펴보면, 그 내역은 다음 표¹³⁾와 같고 델타헤지를 통한 거래로 금

11) 델타값을 0.7로 한 것은 주식가격이 100인 상태에서 델타값을 0.6으로 상정한 것과 마찬가지로 설명을 위해 임의로 선정한 수치이다.
12) 풋옵션이란 특정한 기초자산을 만기일이나 만기일 이전에 미리 정한 행사가격으로 팔 수 있는 권리를 의미한다.



음기관은 만기시 50,900원의 이익을 취하게 됨을 알 수 있다.

순번	주가(원)	델타값	보유할 주식수 ¹⁴⁾	매입주식수 ¹⁵⁾	주식매입비용 ¹⁶⁾	누적손익 ¹⁷⁾
1	10,000	0.50	50	50	500,000	500,000
2	9,000	0.60	60	10	90,000	590,000
3	8,500	0.65	65	5	42,500	632,500
4	9,700	0.53	53	-12	-116,400	516,100
5	11,000	0.40	40	-13	-143,000	373,100
6	11,500	0.36	36	-4	-46,000	327,100
7	10,500	0	0	-36	-378,000	-50,900

마) 실제 거래에서의 델타헤지 운용방식

실제 거래에 이용되는 델타값은 파생상품 가격결정모델 내에 여러 시장변수를 입력하여 만든 컴퓨터 프로그램을 이용하여 산정되고 그에 따라 금융기관이 보유하여야 할 기초자산의 수량도 산출된다. 또한 실무에서는 헤지비용을 절약하기 위해 동종의 기초자산으로 발생하는 위험을 하나의 풀(Pool)로 관리하여 델타값도 일괄하여 산정하는 풀링(Pooling)방식이 이용되고 있다. 풀링방식에 의하면 델타값을 금융기관별 자체 기준에 따라 일정 기간마다 계산하며, 실제 거래도 주식보유량과 델타값에 의한 보유요구량이 완전히 일치하도록 하지 않고 리스크 한도 범위 내에서 트레이더가 재량을 가지고 주식매매를 할 수 있도록 하고 있다. 그러나 아래에서 보는 바와 같은 델타헤지의 필요성 때문에 트레이더가 갖는 재량이 델타헤지를 하지 않아도 되는 재량까지 포함하는 것은 아니다.

바) 상환기준일 근처에서의 델타값의 특징

13) 표에 기재된 가격 또는 수치 등은 모두 이해의 편의를 위하여 임의로 제시한 값이다.

14) 보유할 주식수 = 델타값 × 100주

15) 매입주식수 = 전날 보유할 주식수 - 당일 보유할 주식수

16) 주식매입비용 = 주가 × 매입주식수

17) 누적손익 = 주식매입비용(1) + 주식매입비용(2) ... + 주식매입비용(7), 누적손익이 음수(-)라는 의미는 헤지 당사자에게 수익이 창출되었다는 의미임.



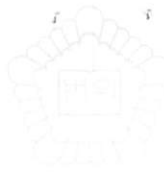
단순 옵션¹⁸⁾의 경우 델타값이 0과 1 사이에서 정해지므로 델타헤지를 하여야 할 거래량에 큰 변동이 생기지 않으나, 디지털 옵션¹⁹⁾인 ELS의 경우 상환기준일에 가까워질수록, 나아가 상환기준가격 근처에서 주가가 변화할수록 델타값이 급격히 증가하였다가 다시 급격히 하락하는 특성을 보인다. 그 이유는 ELS의 구조가 가격이 변함에 따라 옵션의 가치 또는 손익구조가 비례적으로 변하는 구조가 아닌 이른바 '전부(全部) 아니면 전무(全無)'의 구조를 가지기 때문이다.

이 사건 주가연계증권에 관하여 적용하여 보면, 만기상환 A조건과 만기상환 C조건의 성취여부가 문제 되어 이 사건 기준일에 KB금융의 주가 기준가격인 54,740원을 상회하는 경우 원고들은 각 투자 원금에 28.6%에 해당하는 수익까지 얻을 수 있으나, 주가가 1원만 하락하더라도 만기상환 C조건에 따라 원금손실이 발생함에 따라 상당한 수령금액의 차이가 나게 되고(각 원고별 수령금액 차이는 별지4 청구금액표 원고별 청구금액 해당란 기재와 같다), 그로 인해 옵션의 가치 또한 매우 큰 변화를 보이면서 1을 넘어서는 델타값을 가지게 된다. 따라서 델타헤지를 하는 피고로서는 높게 계산된 델타값에 따라 이 사건 기준일 부근에서 매우 많은 주식을 보유하게 되는 것인 반면 이 사건 기준일이 경과하여 종가가 결정되는 순간에는 만기상환조건의 충족 여부와 무관하게 델타값이 0으로 떨어지므로 보유 중인 기초자산인 주식을 모두 매각하여야 한다. 만약 피고가 이 사건 기준일 장 종료 이전에 델타값에 따라 주식을 매도하지 못한다면 위 피고는 투자자에게 지급해야 할 상환금을 마련할 수 없고, 나아가 보유한 기초자산은 델타헤지를 하지 못한 것이 되어 주가변동의 위험에 완전히 노출된다.

4) 델타헤지의 필요성

18) 콜옵션 또는 풋옵션을 의미한다.

19) 기초자산 가격이 옵션계약 당사자 간에 정한 수준이 되면 미리 정해진 이익을 얻고, 기초자산 가격이 정한 수준 이하일 경우에는 이익을 얻을 수 없는 구조의 옵션을 의미한다.



가) 금융기관들은 자산운용 건전성 확보를 위해 헤지를 통한 위험관리의무를 부담하고 있는바, 이는 구 증권거래법은 물론 자본시장법²⁰⁾에 따른 법령상 의무이며, 특히 장외파생상품의 경우 그 위험을 감안하여 장외파생상품의 매매에 따른 총 위험액을 한도 이내로 유지하고 그 위험관리를 위한 시스템을 구축하여야 한다. 따라서 파생상품거래를 취급하는 금융기관의 경우 그로 인한 위험을 관리하고 헤지하는 것은 재무건전성을 유지·확보함으로써 고객의 위탁재산을 보호하여야 할 의무가 있는 금융기관의 공공성에 비추어 선택의 문제가 아니라 반드시 준수하여야 하는 의무이다. 즉, ELS 관련 거래의 경우에도 기초자산이 시장위험에 노출되지 않도록 반드시 위험관리를 하여야 하고, 그 방식이 델타헤지 기법에 의해 이루어지고 있는 것이다.

나) 그렇다면 델타헤지는 ELS 발행의 전제조건으로 보편성과 필요성이 인정되는 헤지방법일 뿐만 아니라 금융기관의 자산운용 건전성을 위해 법령상 강제되는 헤지거래

20) 자본시장법 제166조의2(장외파생상품의 매매 등)

- ① 투자매매업자 또는 투자중개업자는 장외파생상품을 대상으로 하여 투자매매업 또는 투자중개업을 하는 경우에는 다음 각 호의 기준을 준수하여야 한다.
 2. 장외파생상품의 매매에 따른 위험액이 금융위원회가 정하여 고시하는 한도를 초과하지 아니할 것
 3. 영업용순자본이 총위험액의 2배에 미달하는 경우에는 그 미달상태가 해소될 때까지 새로운 장외파생상품의 매매를 중지하고, 미종결거래의 정리나 위험회피에 관련된 업무만을 수행할 것
 5. 월별 장외파생상품의 매매, 그 중개·주선 또는 대리의 거래내역을 다음 달 10일까지 금융위원회에 보고할 것

자본시장법 제31조(경영건전성기준)

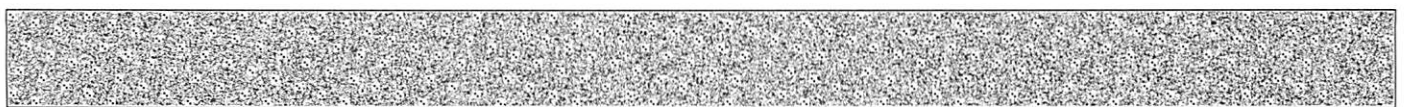
- ① 금융투자업자는 경영의 건전성을 유지하기 위하여 다음 각 호의 사항에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 경영건전성 기준을 준수하여야 하며, 이를 위한 적절한 체계를 구축·시행하여야 한다.
 4. 그 밖에 경영의 건전성 확보를 위하여 필요한 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항

자본시장법시행령 제35조(경영건전성기준)

- ① 법 제31조 제1항 제4호에서 '대통령령으로 정하는 사항'이란 다음 각 호의 사항을 말한다.
 1. 위험관리에 관한 사항

금융투자업 규정 제3-42조(위험관리체계)

- ① 금융투자업자는 각종 거래에서 발생하는 제반 위험을 적시에 인식·평가·감시·통제하는 등 위험관리를 위한 체계를 갖추어야 한다.
- ② 금융투자업자는 위험을 효율적으로 관리하기 위하여 부서별, 거래별 또는 상품별 위험부담한도·거래한도 등을 적절히 설정·운영하여야 한다.
- ③ 금융투자업자는 각종 거래에서 발생할 수 있는 시장위험, 운영위험, 신용위험 및 유동성위험 등 각종 위험을 종류별로 평가하고 관리하여야 한다.





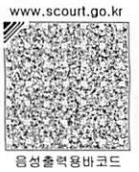
의 한 방법이라고 할 것이고, 여기에 모든 주식매매가 영향력의 크고 작음의 차이만을 뿐 주식시장의 주식가격에 영향을 미치는 요소인 점을 더하여 볼 때 헤지거래로 형성되는 시장가격도 시장요인에 의한 정상적인 수요·공급에 의한 것으로 보아야 하고, 단지 거래수량이 많다거나 매매시기가 집중되어 있다는 점만으로 델타헤지로 인한 주식매매가 인위적인 시장조작에 해당한다고 단정하기는 어렵다.

(4) 델타헤지와 투자자보호

ELS에 있어서의 헤지거래는 앞서 본 바와 같이 기초자산의 가격 형성에 일정한 영향을 줄 수밖에 없고, 델타헤지로 인한 매매행위로 주가가 하락함으로써 추가연계증권의 상환조건에 영향을 미칠 수도 있어, 금융기관은 이러한 델타헤지의 특성으로 발생할 위험을 미리 투자자들로 하여금 인식하도록 할 필요가 있다²¹⁾ {이 사건의 경우, 이 사건 추가연계증권의 상품설명서(갑 제2호증)에 이러한 내용이 명시되어 원고들도 그러한 사정을 충분히 알거나 알 수 있었던 것으로 보이고, 한국투자증권 역시 이 사건 스왑계약금액인 88억 9천만 원을 초과한 부분에 관하여는 스스로 델타헤지의 방법으로 이 사건 추가연계증권 발행의 위험을 회피하였음은 당사자들 사이에 다툼이 없으므로, 그러한 사정을 잘 알고 있다고 봄이 상당하다}.

한편 위와 같이 델타헤지 거래가 그 자체로 기초자산 가격 형성에 영향을 줄 수밖에 없는 특징이 있어 앞서 본 것처럼 헤지거래로 인하여 기초자산의 가격 형성, 나아가 파생금융상품의 조건성취에 영향을 주었다는 이유만으로 그 헤지거래행위가 곧바로

21) 이러한 이유로 금융감독원도 2012. 3. 8. '파생결합증권 신고서 작성 가이드라인'을 발표하면서 투자위험요소의 하나인 가격 변동위험과 관련하여 파생결합증권 발행인의 정상적인 영업활동으로서의 헤지거래로 인하여 기초자산의 가격이 변동될 수 있음을 전제로 "헤지거래로 인하여 기초자산의 가격이 변동될 수 있으며, 그 결과 본 증권에 상환금액에 영향을 미칠 수도 있습니다. 특히 발행인의 헤지거래에 의해 자동조기상환평가일 또는 만기평가일에는 기초자산의 대량매매가 이루어질 수 있으며, 그 중 만기평가일에는 기초자산 가치의 변동으로 인한 위험 관리 및 본 증권에 상환금액 확보를 위하여 발행인은 보유 하고 있는 기초자산을 전부 또는 일부 매도할 수 있습니다."라고 공시하도록 안내하고 있다



위법하다고 평가할 수는 없지만, 앞서 본 바와 같이 헤지거래에는 트레이더의 재량이 개입될 수밖에 없는 구조이므로 헤지거래라는 이유만으로 그 행위가 언제나 정당하게 평가되어야 하는 것도 아니다.

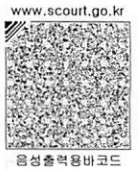
결국 어떠한 헤지거래행위가 정당한 것으로 평가되기 위해서는 당해 헤지거래행위가 이론적 및 현실적으로 실무에서 통용되는 델타헤지 원리에 얼마나 충실하게 부합하도록 이루어졌는지를 살펴, 당해 거래행위가 트레이더에게 주어진 재량의 범위 내로 용인할 수 있는 경우라면 이는 델타헤지 원리를 충실하게 따라 이루어진 헤지거래로써 정당성을 인정할 수 있을 것이지만, 예컨대 당해 거래행위가 델타헤지의 원리에 의하더라도 매도할 이유를 찾을 수 없거나, 매도 필요성은 인정되지만 그 매도로 인하여 보유하게 되는 기초자산의 수량이 델타값을 현저히 초과하는 등 트레이더에게 주어진 재량의 범위를 벗어난 것이 명백한 것으로 보인다면, 이를 델타헤지에 따른 거래로 보아 정당하다고 인정할 수는 없을 것이다.

(5) 피고가 델타헤지원리에 따른 주식매매를 충실히 이행하였는지 여부

위에서 든 증거들, 각 가지번호를 포함한 을나 제8, 10호증, 을나 제14 내지 19호증, 을나 제31호증, 당심 증인 김술의 증언, 변론전체의 취지를 종합하여 인정되는 사실들과 위 기초사실에서 본 사정을 모두 종합하여 추론되는 다음과 같은 KB금융 보통주의 가격변화, 피고의 매매행태 등에 비추어 보면, 이 사건 주식매도행위는 피고가 델타헤지의 원리를 충실히 따라 주식을 매매하는 과정에서 이루어진 것으로 봄이 상당하다.

1) 피고의 2009. 7. 28.경부터 이 사건 기준일까지 사이에 KB금융 보통주에 관한 전체델타헤지내역²²⁾(을나 제8호증)은 별지2 헤지필요수량과 실제매매수량 대비표, 별지3

22) 앞서 본 것처럼 금융기관들은 동종의 기초자산으로 발생하는 위험을 하나의 풀(pool)로 관리하여 델타값을 일괄하여 산정하는 소위 pooling 방식으로 델타헤지를 하는 경우가 많아, 이 사건 스왑계약에 따라 매매한 KB금융 보통주의 델타값, 매매내역만을 따로 산정할 수는 없다.



그래프 기재에서 보는 것처럼, 비교적 델타값의 변화와 유사한 방향으로 움직이면서 근소한 수량의 차이를 보일 뿐이다. 피고는 비교적 델타값에 따라 산출된 주식량을 보유하고자 노력하였던 것으로 보인다.

이에 대하여 원고는, 피고가 특정일의 증가에 의하여 산정되는 델타값에 따라 그 특정일에 보유하여야 할 주식수량을 결정한 것은 논리적으로 델타헤지에 부합하지 않고 일종의 투기적 거래에 해당하며, 이 사건 주식매도행위는 정상적인 델타헤지가 아니라 헤지물량의 청산을 미리 행한 것에 불과하다는 취지로 주장하나, 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 것이므로, 피고가 특정일의 증가에 의하여 산정된 델타값에 따라 그 특정일에 보유하여야 할 주식수량을 결정한 것이 델타헤지의 개념에 반드시 어긋난다고 볼 수 없다. 또 만일 원고의 주장과 같이 특정일의 증가에 의하여 산정된 델타값에 따라 다음날 보유할 현물주식 수량을 맞추어 나가 는 것이 적절한 델타헤지 원리라고 볼 경우 금융기관은 특정일의 다음날까지 현물주식의 보유에 따른 리스크(Overnight Risk²³)를 전적으로 부담하여야 하기 때문에 금융기관에게 부당한 위험을 용인할 것을 요구하는 셈이다. 원고의 이 부분 주장은 받아들이지 않는다.

2) 한편 피고는 이 사건 기준일에 가까운 2009. 8. 19.부터는 델타값과 실제보유수량의 차이로 계산된 헤지필요수량에 따른 매매를 하지 않고, 매도세로 일관하였다(2009.

23) 장 종료 후 그 다음날 장 개시 전까지 사이에 주가에 영향을 미칠 수 있는 급변사태(예를 들어 밤 사이에 발생한 9.11 사태, 북핵사태, 그리스 국가채무 디폴트 사태 등)가 발발한 경우와 같이 주식시장이 열리지 않는 시간 동안 주식보유자가 부담하는 리스크를 의미한다.



8. 19. 10,000주 매도, 2009. 8. 21. 102,000주 매도, 2009. 8. 24. 75,000주 매도, 2009. 8. 25. 77,409주 매도와 2009. 8. 26.의 이 사건 주식매도행위).

그런데 이러한 행위는 이 사건 기준일, 즉 만기일에 델타값이 0이 되면, 피고가 보유하고 있던 KB금융 보통주 물량을 모두 매도해야 하므로, 이에 대비하여, 보유중인 물량을 순차적으로 매도하는 방법을 택한 것으로 해석할 수 있다.

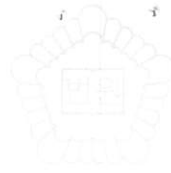
3) 피고의 2009. 8. 24.과 2009. 8. 25.의 매매내역을 살펴보면, 2009. 8. 24. 75,000주를 5차례에 걸쳐(매매가격은 직전 체결가와 ± 100 원), 2009. 8. 25. 407,146주 중 75,000주를 8회에 걸쳐(매매가격은 역시 직전 체결가와 ± 100 원) 매도하는 등, 매도주문을 비교적 적은 물량으로 나누어 처리하였고, 대부분 직전체결가와 유사한 수준에서 매매하였다.

4) 이 사건 기준일인 2009. 8. 26.의 피고의 KB금융 보통주 매매내역 역시 위 기초 사실에서 인용한 표에서 본 것처럼, 접속매매시간대에 직전 체결가와 ± 100 원 수준의 가격으로 15회(직전체결가에 비해 4차례 높은 가격, 5차례 낮은 가격, 6차례 동일가격)에 걸쳐 분산매도를 시도하였다.

5) 피고는 이 사건 기준일의 단일가매매시간대인 14:54경 KB금융 보통주 128,000주를 씨엘증권 서울지점에 위탁하여 매도하도록 하였고, 피고의 매매위탁형태는 소위 CD(Careful Discretion) 매매로 씨엘증권에게 위 주식의 가격결정에 관하여는 재량을 주었으나, 씨엘증권은 이를 시장가로 매도하여, 저가매도로 평가될 수도 있지만, 결국 이날 KB금융 보통주의 종가도 단일가매매시간대 진입가격이던 54,7000원으로 결정되었다.

(6) 피고에게 시세를 변동, 고정시킬 목적이 있었는지 여부

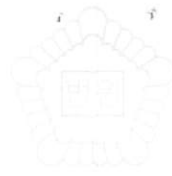
1) 위에서 본 것과 같은 피고의 이 사건 기준일 전, 후의 KB금융 보통주의 매매



행태, 즉 ① 이 사건 기준일 5영업일 이전(2009. 8. 19.)부터 델타값을 추종하는 매매를 멈추고 보유자산인 KB금융 보통주의 매도를 시작하였고, 그에 따라 이 사건 기준일까지 피고는 총 264,409주(10,000주 + 102,000주 + 75,000주 + 77,409주)를 매도하여 이 사건 기준일의 총 매도수량보다 더 많은 물량을 매도하였는데, ② 만약 피고가 KB금융 보통주의 시세조종을 목표로 하였다면 이와 같이 며칠에 걸쳐 분산하여 매도하는 방식을 선택하지는 않았을 것으로 보이는 점, ③ 그리고 이 사건 기준일의 KB금융 보통주 종가는 54,700원으로 만기 기준가격에 불과 40원 미달하는데 피고가 시세조종을 염두에 두었다면 좀 더 안정적으로 낮은 가격에서 종가가 결정되도록 하였을 것으로 추론되는 점 등을 더하여 보면, 피고에게 KB금융 보통주의 시세를 변동, 고정시킬 목적이 있었다고 보기는 어렵다.

2) 피고의 수익추구 목적과 시세조종의 유인

이에 대하여 원고들 소송대리인은 금융기관의 델타헤지거래는 명목상으로는 파생상품 발행에 따른 위험회피를 목적으로 하지만, 사실은 파생상품의 기초자산의 운용으로 수익을 올리고 있으므로, 기초자산의 변동성이 파생상품 기획 당시 예측한 것과 다를 경우, 금융기관은 델타헤지만으로는 그 손실을 모두 회피할 수 없으며, 따라서 사실상 금융기관은 델타헤지를 위험회피 목적보다는 기초자산의 운용을 통해 수익을 창출하는 목적으로 사용하고 있고, 이를 통한 수익의 극대화를 목표로 한다고 주장한다. 이 사건 ELS와 관련하여서도, 금융기관인 피고로서는 이 사건 기준일의 KB금융 보통주의 종가를 조작함으로써 이 사건 투자 원금의 약 53%(만기상환 A조건 성취시 지급할 금액 투자원금의 128.6% - 만기상환 A조건 불성취로 만기상환 C조건에 따라 지급할 금액 투자원금의 74.9%) 이상의 수익을 얻을 유인이 있었던 점에 비추어 델타헤지라는



명목하에 이 사건 기준일에 이 사건 주식매도행위를 하여 주가를 조작했을 가능성이 충분하다는 것이다.

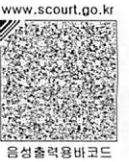
그러나 금융기관이 델타헤지를 하는 과정에서 운용수익을 얻을 수 있다는 사정만으로, 금융기관이 델타헤지를 통해 추구하는 목적이 언제나 위험회피가 아니라 수익극대화라고 볼 수는 없다. 또 이 사건의 경우도 KB금융 보통주의 주가가 조기상환조건은 충족하지 않은 채 만기상환 기준가 부근에서 움직이다가 이 사건 기준일에 기준가 이하로 형성되기는 했지만, 이러한 사정만으로 피고가 이 사건 기준일의 종가를 기준가 이하로 하락시킴으로써 이익을 극대화할 목적으로 이 사건 주식매도행위를 하였다고 보기는 어렵고, 달리 이를 인정할 증거가 없다. 이 부분 원고들 소송대리인의 주장은 받아들일 수 없다.

(7) 소결

그렇다면 이 사건 주식매도행위는 델타헤지에 따른 주식매매에 해당하고, 델타헤지에 따른 주식매매가 시장요인에 의한 정상적인 수요, 공급에 해당할 뿐만 아니라 피고에게 KB금융 보통주의 시세를 조종할 목적이 있다고 보기도 어려워, 피고가 이 사건 주식매도행위를 통해 KB금융 보통주의 주가를 변동시키거나 고정시키는 등 조작하여 시세조종행위를 한 것이라고 보기는 어렵다.

나아가, 앞서 본 것처럼 델타헤지는 주가연계증권 발행의 전제조건으로 보편성과 필요성이 인정되는 헤지방법으로 금융기관의 자산운용 건전성을 위해 불가피한 방법인데, 이 사건 주식매도행위를 델타헤지에 의한 거래라고 판단하는 이상, 단지 이 사건 주식매도행위가 이 사건 기준일의 KB금융 보통주의 종가에 영향을 미쳤다는 이유만으로 피고가 사회통념상 부정할 수단을 사용한 것이라고 볼 수는 없고, 달리 이를 인정할 증





거가 없다.

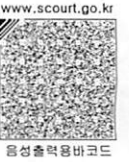
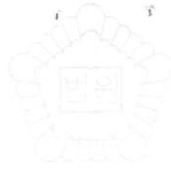
나. 정당한 델타헤지거래로 인한 기초자산의 가격변동의 허용 여부

(1) 원고들의 주장

이 사건 주식매도행위가 델타헤지의 원리에 부합하고, 경제적 합리성을 가지는 행위라고 하더라도, ELS를 포함한 파생금융상품 성립의 필요조건인 파생금융상품 외생성(exogeneity)에 비추어, 파생금융상품 관련 현물자산(이 사건 ELS의 경우 기초자산인 KB금융 보통주 등)의 가격변동으로 인한 피드백 효과는 제한적이어야 하므로, 헤지거래라고 하더라도 기초자산의 가격변화를 야기시켜서는 안될 의무를 부담한다. 결국 델타헤지의 원리에 따른 행위라 하더라도, 그 거래 결과 기초자산의 가격형성에 영향을 주었다면 이는 허용될 수 없다.

(2) 판단

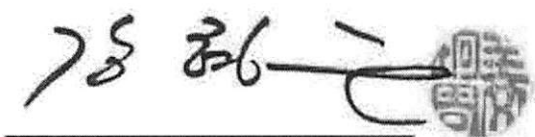
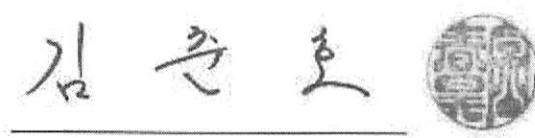
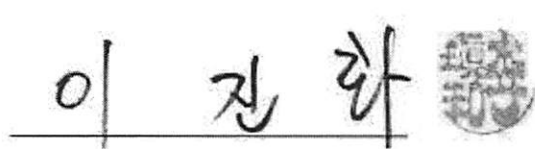
파생금융상품의 성립 당시 전제가 된 외생성은 옵션가치산정에서 기초자산의 가격은 언제나 시장에서 결정되어 주어진 것이고, 옵션거래자의 델타헤지를 위한 매수, 매도전략은 주가에 영향을 주지 않는다는 이상적인 사정을 전제한 가정일 뿐, 규범적인 의미를 부여하기는 어렵다. 앞서 본 것처럼 현실에서는 파생상품을 판매한 금융기관의 헤지는 그 파생상품의 기초자산을 거래하는 방법으로 델타헤지가 이루어지고, 델타헤지는 앞서 본 것처럼 델타값의 변화에 맞추어 기초자산의 보유량을 조절하는 방식으로 이루어지므로, 어느 정도 차이가 있을 뿐 헤지거래로 인하여 기초자산의 가격에 영향을 미치는 것은 불가피하기 때문이다. 이 사건 주식매도행위의 경우도, 갑 제7호증의 기재에 의하면, 이 사건 주식매도행위의 증가 관여율이 46.9%, 증가시간대 직전가대비 저가 주문비율이 46%로 계산된 사실은 인정되지만(이러한 수치로 한국거래소 시장감시위원



회는 이 사건 주식매도행위의 시세조종 개연성이 높음을 인정하였다), 앞서 본 피고의 이 사건 주식매도행위 전, 후의 매매거래내역, 거래내역 분석 등에 비추어 이 사건 주식매도행위가 정당한 델타헤지로 인정되는 이상, 이 사건 주식매도행위가 기초자산의 시장가격에 영향을 주었다는 사정만으로 이를 정당성을 인정받을 수 없는 헤지거래라거나, 투기거래로 볼 수는 없다. 이 부분 원고들의 주장도 받아들일 수 없다.

4. 결 론

그렇다면 이 사건 주식매도행위가 위법함을 전제로 하는 원고들의 이 사건 청구는 더 나아가 살펴보지 않아도 이를 받아들일 수 없으므로, 원고들의 이 사건 청구는 모두 기각할 것인데, 이와 결론을 달리한 제1심 판결은 부당하므로 이를 취소하고 원고들의 청구를 모두 기각하기로 하여 주문과 같이 판결한다.

재판장	판사	강형주	
	판사	김춘호	
	판사	이진화	





별지1 관련 법령

자본시장법 (2009. 4. 22. 법률 9625호로 개정된 것)

제4조 (증권)

- ① 내지 ⑥ (생략)
- ⑦ 이 법에서 "파생결합증권"이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것을 말한다.

제176조 (시세조종행위 등의 금지)

- ① 내지 ③ (생략)
- ④ 누구든지 상장증권 또는 장내파생상품의 매매와 관련하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다.
 - 1, 2호 (생략)
 - 3. 증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제삼자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적으로 그 증권과 연계된 증권으로서 대통령령으로 정하는 증권의 시세를 변동 또는 고정시키는 행위

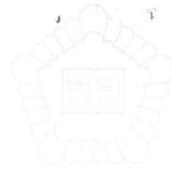
제178조 (부정거래행위 등의 금지)

- 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

(이하 생략)

제179조(부정거래행위 등의 배상책임)

- ① 제178조를 위반한 자는 그 위반행위로 인하여 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 한 자가 그 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 입은 손해를 배상할 책임을 진다.



- ② 제1항에 따른 손해배상청구권은 청구권자가 제178조를 위반한 행위가 있었던 사실을 안 때부터 1년간, 그 행위가 있었던 때부터 3년간 이를 행사하지 아니한 경우에는 시효로 인하여 소멸한다.

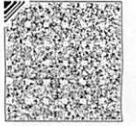
자본시장법시행령(2009. 5. 6. 대통령령 21480호로 개정된 것)

제207조 (연계증권의 범위)

법 제176조 제4항 제3호에서 "대통령령으로 정하는 증권"이란 다음 각 호와 같다.

- 1. 내지 3. (생략)
- 4. 파생결합증권의 매매에서 부당한 이익을 얻거나 제3자에게 부당한 이익을 얻게 할 목적인 경우에는 그 파생결합증권의 기초자산으로 되는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권
 - 가. 전환사채권이나 신주인수권부사채권
 - 나. 교환사채권(가목, 다목 또는 라목과 교환을 청구할 수 있는 것만 해당한다)
 - 다. 지분증권
 - 라. 증권의탁증권





별지2

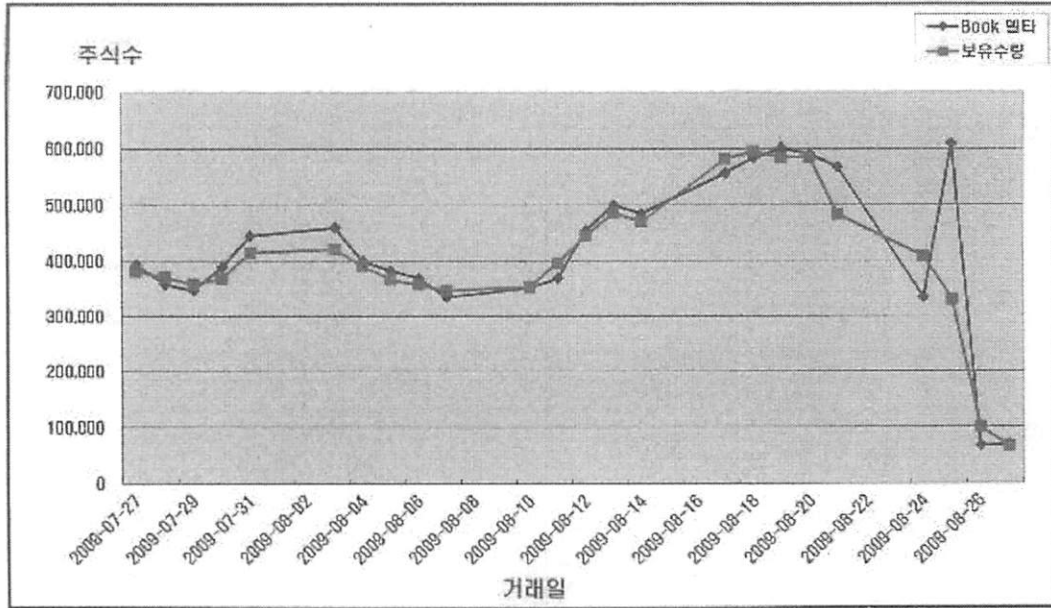
도이치뱅크 헤지필요수량과 실제매매수량 대비표
(2009년 7월 28일 ~ 8월 27일)

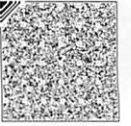
날짜	주가	델타값	실제보유수량	헤지필요수량	실제매매수량
2009년 7월 28일	54,800	357,150	370,584	-23,434	-10,000
2009년 7월 29일	55,400	346,057	357,584	-24,527	-13,000
2009년 7월 30일	54,500	387,888	367,584	30,304	10,000
2009년 7월 31일	53,100	444,266	414,584	76,682	47,000
2009년 8월 3일	53,600	459,046	420,584	44,462	6,000
2009년 8월 4일	52,700	398,863	390,584	-21,721	-30,000
2009년 8월 5일	53,900	381,571	366,084	-9,013	-24,500
2009년 8월 6일	55,200	368,181	356,684	2,097	-9,400
2009년 8월 7일	56,500	334,155	346,684	-22,529	-10,000
2009년 8월 10일	56,200	351,062	353,146	4,378	6,462
2009년 8월 11일	55,800	368,143	396,146	14,997	43,000
2009년 8월 12일	53,600	453,195	444,146	57,049	48,000
2009년 8월 13일	52,600	499,004	485,146	54,858	41,000
2009년 8월 14일	54,000	483,715	469,146	-1,431	-16,000
2009년 8월 17일	51,400	555,689	581,146	86,543	112,000
2009년 8월 18일	50,700	582,465	594,146	1,319	13,000
2009년 8월 19일	50,700	599,549	584,146	5,403	-10,000
2009년 8월 20일	53,800	589,209	584,146	5,063	0
2009년 8월 21일	54,500	566,197	482,146	-17,949	-102,000
2009년 8월 24일	56,000	333,282	407,146	-148,864	-75,000
2009년 8월 25일	54,400	608,626	329,737	201,480	-77,409
2009년 8월 26일	54,700	66,441	98,705	-263,296	-231,032
2009년 8월 27일	53,800	68,584	66,786	-30,121	-31,919





별지 3 그래프





별지 4
청구금액 표(단위, 원)

순번	원고	투자원금	만기상환 원리금	실수령금	청구금액
1	김○식	100,000,000	128,600,000	74,944,855	53,655,145
2	정○식	23,000,000	29,578,000	17,237,316	12,340,684
3	서○선	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
4	김○연	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
5	이○	210,000,000	270,060,000	157,384,194	112,675,806
6	정○구	76,000,000	97,736,000	56,958,089	40,777,911
7	김○경	58,000,000	74,588,000	43,468,015	31,119,985
8	고○희	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
9	김○자	10,000,000	12,860,000	7,494,485	5,365,515
10	신○순	10,000,000	12,860,000	7,494,485	5,365,515
11	육○균	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
12	권○선	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
13	권○희	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
14	이○연	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029
15	홍○숙	15,000,000	19,290,000	11,247,728	8,042,272
16	안○미	20,000,000	25,720,000	14,988,971	10,731,029





17	○○ 새마을금고	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726
18	○○○○ 새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
19	○○새마을금고	100,000,000	128,600,000	74,944,855	53,655,145
20	노○심	60,000,000	77,160,000	44,966,913	32,193,087
21	장○현	15,000,000	19,290,000	11,241,728	8,048,272
22	○○○○○○○ 발전기금재단	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726
23	○○○ 새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
24	김○웅	30,000,000	38,580,000	22,483,456	16,096,544
25	박○하	57,000,000	73,302,000	42,718,567	30,583,433
26	○○○ 새마을금고	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436

끝.





정본입니다.

2012. 12. 17.

서울고등법원

법원사무관 도진국



판결에 불복이 있을 때에는 이 정본을 송달받은 날(발송송달의 경우에는 발송한 날)부터 2주 이내에 상소장을 이 법원에 제출하여야 합니다 (민사소송법 제71조의 보조참가인의 경우에는 피참가인을 기준으로 상소기간을 계산함에 유의).

※ 각 법원 민원실에 설치된 사건검색 컴퓨터의 발급번호조회 메뉴를 이용하거나, 담당 재판부에 대한 문의를 통하여 이 문서 하단에 표시된 발급번호를 조회하시면, 문서의 위,변조 여부를 확인하실 수 있습니다.