



서울고등법원

제 12 민사부

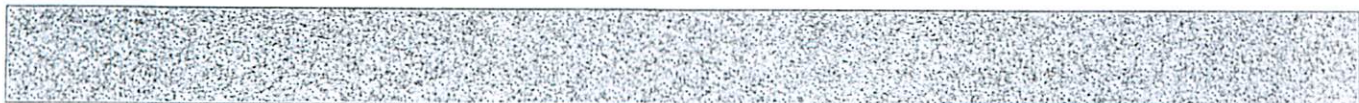
판 결



사 건 2016나5926 상환원리금 등

원고, 피항소인

- 1. 김 식  
서울 송파구 신천동
- 2. 정 식  
서울 동작구 사당3동
- 3. 서 선  
부산 동래구 온천동
- 4. 김 연  
부산 동래구 온천동
- 5. 이  
광주 북구 두암동
- 6. 정 구  
서울 은평구 녹번동
- 7. 김 경  
서울 강남구 도곡동
- 8. 고 희  
울산 중구 태화동





- 9. 김 자  
서울 성북구 길음1동
- 10. 신 순  
서울 성북구 길음동
- 11. 육 균  
구미시 형곡동
- 12. 권 선  
용인시 수지구 죽전동
- 13. 권 희  
성남시 분당구 이매동
- 14. 이 연  
구미시 송정동
- 15. 홍 숙  
안양시 동안구 호계동
- 16. 안 미  
창원시 상남동
- 17. 우암  
청주시 청원구
- 18. 지엠  
창원시 성산구



19. 강남

울산 남구

20. 노 심

광주 북구 운암동

21. 장 현

서울 금천구 시흥4동

22. 전남

광주 북구

23. 제일

광주 동구

24. 김 웅

전주시 완산구 효자동3가

25. 박 하

안양시 동안구 호계3동

26. 신당

서울 중구



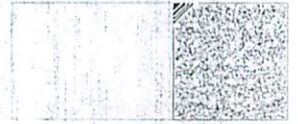


원고들 소송대리인 법무법인 한누리  
 담당변호사 김주영, 송성현, 박필서, 김정은, 임진성, 구현주  
 피고, 항소인 도이치은행(Deutsche Bank AG영업소)  
 독일연방공화국 프랑크푸르트 암마인 타우누산라게 12  
 대한민국에서의 영업소 서울 종로구 청계천로 41(서린동, 영풍  
 빌딩 18, 19층)  
 대한민국에서의 공동대표자 김종갑, 박현남  
 소송대리인 변호사 백창훈, 이해광, 정진영, 이윤식, 박성하, 박상용  
 제 1 심 판 결 서울중앙지방법원 2012. 1. 12. 선고 2010가합27835 판결  
 환송전 판결 서울고등법원 2012. 12. 14. 선고 2012나12360 판결  
 환 송 판 결 대법원 2016. 3. 24. 선고 2013다2740 판결  
 변 론 종 결 2016. 10. 5.  
 판 결 선 고 2016. 10. 28.

### 주 문

- 제1심판결 중 아래에서 지급을 명하는 금액을 초과하는 피고 패소 부분을 취소하고, 그 취소 부분에 해당하는 원고들의 청구를 모두 기각한다.  
 피고는 별지 청구금액표 '원고'란 기재 각 원고들에게 같은 표 '청구금액'란 기재 각 돈 및 위 각 돈에 대하여 2009. 9. 1.부터 2016. 10. 28.까지는 연 5%, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율로 계산한 돈을 지급하라.
- 피고의 나머지 항소를 기각한다.





3. 소송총비용은 피고가 부담한다.

### 청구취지 및 항소취지

#### 1. 청구취지

피고는 별지 청구금액표 '원고'란 기재 각 원고들에게 같은 표 '청구금액'란 기재 각 돈 및 위 각 돈에 대하여 2009. 9. 1.부터 2016. 3. 24.까지는 연 5%, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 연 20%의 각 비율로 계산한 돈을 지급하라(원고는 환송후 당심에서 청구취지를 감축하였다).

#### 2. 항소취지

제1심판결을 취소하고, 원고들의 청구를 모두 기각한다.

## 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'이라 한다)1)를 발행하였다. 그 사업설명서에 기재된 주요 내용은 아래와 같다.

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

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



- 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%

② 만기상환

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

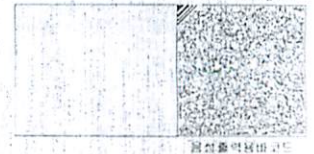
5) 위의 1)~4)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, 두 기초자산 중 어느 기초자산이라도 만기평가가격이 [최초기준가격 × 75%] 미만이고, 두 기초자산 (장중가 포함) 중 어느 하나라도 [최초기준가격 × 60%] 미만으로 하락한 적이 없는 경우 : 투자수익률 28.6%(이하 '만기상환 B조건'이라 한다)

6) 위의 1)~5)에 의한 자동조기상환 및 만기상환이 발생하지 아니하고, [만기까지 한 종목이라도 최초기준가격의 60% 미만으로 하락한 적이 있고(장중가 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 추가연계증권의 조기상환조건 또는 수익 만기상환조건이 충족될 경우 투자자에게 수익금을 지급하여야 하는 위험을 회피하기 위하여 2007. 8. 30. 피고와 사이에 이 사건 추가연계증권의 발행으로 취득한 198억 9,000만 원 중 일부인 88억 9,000만 원에 관하여 이 사건 추가연계증권과 동일한 구조의 '주식연계 달러화 스와프계약'(USD Swap relating to Shares, 이하 '이 사건 스와프계약'이라 한다)을 체결하였다. 이와 같은 헤지거래(hedge trading)를 통하여 한국투자증권은 이 사

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





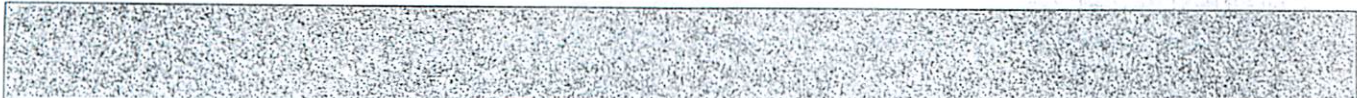
건 추가연계증권의 발행으로 인한 위험을 피고에게 이전하였다.

다. 그 후 이 사건 추가연계증권은 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 없었다. 그러나 KB금융 보통주(이하 '이 사건 주식'이라 한다)의 경우 KB금융의 유상증자에 따라 만기 기준가격이 조정되어 그 기준가격의 75%는 54,740원이 되었는데, 이 사건 주식의 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 등락하고 있었기 때문에 상환조건(조정된 기준가격의 75%인 54,740원 이상)의 충족 여부가 문제되었다.

라. 그런데 피고는 이 사건 주식의 매도와 매수를 반복해오다가 이 사건 기준일인 2009. 8. 26. 아래 [표] 기재와 같이 함께 242,214주를 매도하였다. 구체적으로는 접속 매매시간대 중 이 사건 주식의 가격이 상대적으로 낮았던 오전에는 8,182주만을 직전 체결가인 53,500원에 매도하였다. 반면 단일가매매시간대인 14:50:00부터 15:00:00까지는<sup>3)</sup> 계열사가 아닌 씨엘증권 서울지점을 통하여 시장가매도주문<sup>4)</sup> 방식으로 두 번에 걸쳐 함께 128,000주(14:55:19 96,000주, 14:58:47 32,000주)를 매도하였다(이하 이 사

3) 한국증권거래소 유가증권시장 업무규정(제23조) 및 동 규정 시행세칙(제35조)에 따르면, 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.

4) 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.





진 기준일의 피고의 위와 같은 주식 매도를 모두 포괄하여 '이 사건 주식매도행위'라 한다).

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. 위와 같은 단일가매매시간대의 주식 매도는 모두 이 사건 주식의 예상체결가격이 54,800원으로 이 사건 주가연계증권의 상환조건 기준가격인 54,740원을 근소하게 넘어선 시점에 이루어졌는데, 14:55:19에 96,000주를 매도함으로써 예상체결가격이 53,600원으로 하락하였고, 14:58:47에 32,000주를 매도함으로써 예상체결가격이 54,500원으로 하락하였다.

바. 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.

사. 결국 이 사건 기준일에 이 사건 주식의 최종 종가는 이 사건 주가연계증권의 상환조건 기준가격인 54,740원에 못 미치는 54,700원으로 결정됨으로써, 이 사건 주가연계증권의 만기상환조건 충족이 무산되었다. 이로 인해 피고는 한국투자증권에 수익 만기상환조건이 충족되었다면 지급하였어야 할 약 113억 원보다 훨씬 적은 약 66억 원만을 지급하였다. 원고들은 이 사건 주가연계증권의 만기일인 2009. 8. 31. 한국투자증권으로부터 투자원금의 약 74.9%(만기상환 C조건)에 해당하는 별지 청구금액표 '실 수령금'란 기재 각 금액만을 지급받았다.

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

## 2. 손해배상책임의 발생

### 가. 관련 법리

1) 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. 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 것이다. 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 해당한다. 나아가 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). 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 스와프 계약 등 그 금융투자상품과 연계된 다른 금융투자상품을 거래하여 권리행사나 조건성취와 관련하여 투자자와 대립되는 이해관계를 가지게 된 자도 포함된다.

2) 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 말한다. 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 증가관리 등 거래의 동기와 태양 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다(대법원 2015. 6. 11. 선고 2014도11280 판결 등 참조).

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

#### 나. 청구원인에 대한 판단

앞서 든 증거들에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 다음의 여러 사정들에 비추어 보면, 이 사건 주식매도행위는 이 사건 추가연계증권과 관련하여 수익 만기상



환조건의 성취되지 않도록 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추기 위하여 이루어진 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다. 따라서 피고는 민법 제750조 내지 자본시장법 제179조 제1항에 따라 이 사건 주식매도행위로 원고들이 입은 손해를 배상할 의무가 있다.

1) 이 사건 추가연계증권은 투자자에게 상환될 금액이 기초자산의 상환기준일 종가에 따라 결정되는 구조로 되어 있다. 그런데 이 사건 기준일 당시 이 사건 주식의 가격이 손익분기점인 이 사건 기준가격 부근에서 등락을 반복하고 있었고, 피고로서는 이 사건 기준일 종가가 이 사건 기준가격 이상으로 형성될 경우 이 사건 스와프계약에 따라 한국투자증권에 계약금액 88억 9,000만 원의 128.6%에 해당하는 약 113억 원을 상환금으로 지급하여야 하는 상황이었다. 따라서 피고로서는 이 사건 주식의 기준일 종가를 낮추어 수익 만기상환조건의 성취를 무산시킴으로써 한국투자증권에 지급할 금액을 절반 가까이 줄이고자 할 동기가 충분하다.

2) 피고는 접속매매시간대 중 이 사건 주식의 가격이 올라간 오후에 집중적으로 주식을 매도하고 특히 단일가매매시간대에 이르러서는 이 사건 주식의 예상체결가격이 이 사건 기준가격을 근소하게 넘어서는 시점마다 가격하락 효과가 큰 시장가주문 방식으로 반복적으로 주식을 대량 매도하였는데, 그 매도관여율이 매우 큰 비중을 차지함에 따라 실제로 예상체결가격이 하락하였다. 이러한 사정에 비추어 볼 때, 피고는 이 사건 주식의 가격을 낮출 의도로 이 사건 주식의 가격 내지 예상체결가격의 추이를 줄곧 살피면서 이 사건 주식매도행위를 하였다고 보인다.

3) 피고의 매도관여율과 주문비중, 실제 체결수량, 예상체결가격 변동에 대한 영향력 등을 고려하면, 피고가 거래 종료 전 10분 동안 이 사건 주식을 시장가매도주문





방식으로 대량 매도하지 않았다면 이 사건 기준일 당시 이 사건 주식의 종가는 54,740 원 이상에서 형성되었을 것으로 보인다.

**다. 피고의 주장에 대한 판단**

1) 델타헤지 원리에 따른 정당한 거래행위라는 주장

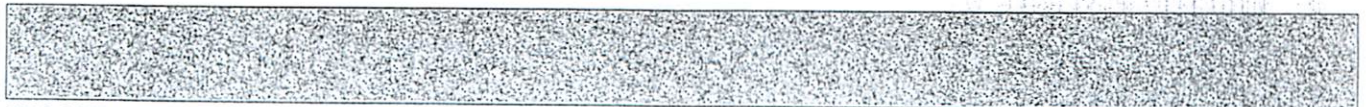
가) 주장 요지

이 사건 주식매도행위는 헤지거래의 일환으로서 그 목적에 부합하는 정당한 행위이므로, 설령 이 사건 주식의 가격에 영향을 미쳤더라도 이를 시세조종행위에 해당한다고 볼 수는 없다. 또한 델타헤지의 특성상 피고로서는 단일가매매시간대에 이 사건 주식 128,000주를 모두 처분하여야만 한다. 그런데 피고가 단일가매매시간대에 시장가주문 방식이 아닌 지정가주문 방식으로 이 사건 주식을 처분한 이 사건의 경우 이 사건 주식매도행위와 원고들의 손해 사이에 상당인과관계가 인정되기 위해서는 원고들이 이 사건 주식의 종가가 이 사건 기준가격 이상이었음을 증명하여야 함에도 이를 증명하지 못하였다.

나) 판단

그러나 앞서 인정된 사실에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 아래와 같은 여러 사정들에 비추어 보면, 피고의 이 사건 주식매도행위가 델타헤지에 따른 정당한 거래행위라고 할 수 없을 뿐만 아니라 이 사건 주식매도행위와 원고들의 손해 사이에 상당인과관계도 넉넉히 인정된다. 따라서 피고의 위 주장은 받아들이지 않는다.

(1) 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 별도로 판단하여야 한다.

(2) 앞서 본 바와 같이 이 사건 주식매도행위는 피고가 이 사건 주식의 시세를 조종할 목적으로 인위적인 조작을 가하여 결과적으로 이 사건 추가연계증권의 만기상환조건 충족 여부에 영향을 준 행위에 해당하므로, 이 사건 주식매도행위가 이 사건 추가연계증권과 관련하여 피고 자신을 위한 위험 회피 목적으로 이루어졌다고 하더라도 그러한 사정만으로 이 사건 주식매도행위가 시세조종행위나 부정거래행위에 해당하지 않는다고 볼 수는 없다.

(3) 피고가 그 주장의 논거로 들고 있는 대법원 2016. 3. 10. 선고 2013다7264 판결은 만기상환기준일보다 조건성취 방해의 실익이 상대적으로 적은 조기상환기준일에 기초자산이 되는 주식을 대량으로 매도한 사안이고, 대법원 2016. 3. 24. 선고 2012다108320 판결은 금융기관이 델타값에 따른 주식 처분 물량을 전체 거래량의 10% 범위 내에서 거래량가중평균가격에 따라 수차례에 나누어 처분하였을 뿐만 아니라 장 전체 및 단일가매매시간대의 매도관여율도 과도하지 아니하였던 사안으로서 이 사건과는 사안이 달라 원용하기에 적절하지 않다. 더구나 대법원 2013다7264 판결의 취지에 따르면, 앞서 본 바와 같이 이 사건 주식매도행위는 이 사건 추가연계증권의 계약조건에 영향을 줄 목적으로 인위적으로 가격을 조작하는 등 거래의 공정성이 훼손되었다고 볼 만한 특별한 사정이 있는 경우에 해당한다.

(4) 델타헤지는 금융투자업자가 자신의 위험을 회피 내지 관리하는 금융거래기법에 불과하므로, 델타헤지의 원리에 따라 이 사건 주식을 모두 처분할 필요성이



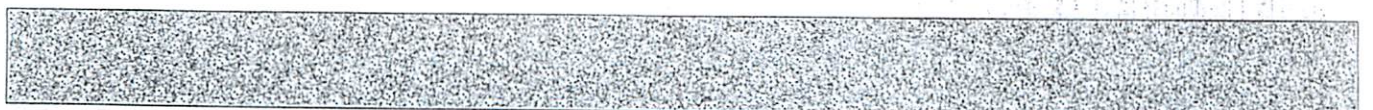


있다고 하더라도 앞서 본 바와 같이 이 사건 주식매도행위는 이 사건 주식의 처분 시기와 방법이 정당하지 아니하여 자본시장법에서 금지하는 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다. 따라서 델타헤지의 결과 만기상환조건 충족이 무산되었다면 이 사건 주식매도행위와 원고들이 입은 손해 사이에 상당인과관계가 인정된다고 보아야 한다. 더구나 피고가 단일가매매시간대에 이 사건 주식을 시장가주문 방식으로 매도하였다는 사정은 이 사건 주식매도행위가 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당한다고 인정함에 있어 참작하는 여러 사정 중 하나에 불과할 뿐이므로, 반드시 피고가 주장하는 방법에 따라야만 이 사건 주식매도행위와 원고들의 손해 사이에 상당인과관계가 인정된다고 할 수도 없다.

2) 이 사건 추가연계증권은 자본시장법 제176조 제4항 제3호가 적용되지 않는다는 주장

가) 피고는, 자본시장법 제176조 제4항은 '상장증권'만이 그 적용대상이므로, 비상장증권인 이 사건 추가연계증권은 위 자본시장법의 적용을 받지 않는다는 취지로 주장한다.

나) 그러나 이 사건 추가연계증권이 자본시장법 제176조 제4항 제3호에 규정된 '증권'에 해당하지 않는다고 하더라도, 원고들은 이 사건 주식매도행위가 자본시장법에서 금지하는 시세조종행위나 부정거래행위에 해당함을 전제로 자본시장법 제179조의 손해배상책임 또는 민법 제750조의 손해배상책임을 선택적으로 주장하고 있다. 이에 대하여 앞서 본 바와 같이 이 사건 주식매도행위가 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당하여 피고에게 민법 제750조에 따른 손해배상책임을 인정하는 이상, 피고의 위 주장에 대하여는 더 나아가 판단할 필요가 없이 이유 없다.





### 3. 손해배상책임의 범위

#### 가. 인정범위

피고의 위와 같은 시세조종행위 내지 부정거래행위로 이 사건 주가연계증권을 매입한 원고들은 그 만기상환조건이 충족될 경우 지급받기로 약정된 투자원금의 128.6%에 해당하는 상환금에서 이미 지급받은 투자원금의 약 74.9%에 해당하는 상환금의 차액 상당의 손해를 입었다.

따라서 피고는 원고들에게 별지 청구내역표 '만기상환원리금'란 기재 각 돈에서 같은 표 '실수령금'란 기재 각 돈을 뺀 같은 표 '청구금액'란 기재 각 돈 및 위 각 돈에 대하여 약정 만기상환일 다음날인 2009. 9. 1.부터 피고가 그 이행의무의 존재 여부나 범위에 관하여 항쟁하는 것이 타당하다고 인정되는 환송 후 당심판결 선고일인 2016. 10. 28.까지는 민법이 정한 연 5%, 그 다음날부터 다 갚는 날까지는 소송촉진 등에 관한 특례법이 정한 연 20%의 각 비율로 계산한 지연손해금을 지급할 의무가 있다.

#### 나. 책임제한 주장에 대한 판단

1) 피고는, ① 이 사건 주식매도행위는 델타헤지의 일환으로 이루어진 것이고 시세조정의 고의가 없으므로 일반적인 시세조정행위와는 다르고, ② 대법원 2013다 7264 판결, 대법원 2012다108320 판결과의 형평에 어긋나며, ③ 한국투자증권 역시 이 사건 주가연계증권의 기초자산을 매도하였음에도 피고에게만 주가하락으로 인한 책임을 부담시키는 것은 부당하고, ④ 원고들이 이 사건 주가연계증권을 매입할 당시 한국투자증권과 그 이해관계자의 위험회피 거래가 결과적으로 원고들의 손익에 영향을 미칠 수 있다는 점을 알고 있었으므로, 손해의 공평부담의 원칙에 따라 피고의 책임을 제한하여야 한다고 주장한다.5)





2) 그러나 앞서 인정한 사실관계에 변론 전체의 취지를 종합하여 인정되는 아래와 같은 여러 사정들에 비추어 보면, 피고가 주장하는 위와 같은 사정만으로는 피고의 책임을 제한할 수 없고, 달리 그 책임을 제한할 만한 사정이 인정되지도 않으므로 피고의 위 주장은 받아들이지 않는다.

가) 델타헤지에 따라 이 사건 주식을 모두 처분할 필요성이 있다고 하더라도 이는 금융투자업자가 자신의 위험을 회피 내지 관리하는 금융거래기법에 불과하다. 따라서 이 사건 주식매도행위에 시세조종의 의도가 있고 그 처분의 시기와 방법이 정당하지 아니하여 자본시장법에 위반하는 이상 델타헤지의 일환이라는 점만으로 그 책임이 제한될 수는 없다.

나) 앞서 본 바와 같이 대법원 2013다7264 판결, 대법원 2012다108320 판결은 이 사건과 사안을 달리 하므로, 피고의 책임을 제한하지 않는다고 하여 위 판결들과 형평에 어긋난다고 단정할 수 없다. 또한 한국투자증권이 피고와 함께 이 사건 주가연계증권의 기초자산을 매도하였다는 점만으로 피고의 책임을 제한할 사유가 되기도 어렵다.

다) 원고들이 입은 손해는 이 사건 주가연계증권에 내재하는 위험이 발현된 결과라기보다는 피고가 이 사건 주식의 가격을 낮추어 수익 만기상환조건의 성취를 무산시킬 의도로 자본시장법에서 금지하고 있는 시세조종행위 내지 부정거래행위에 해당하는 이 사건 주식매도행위를 함으로써 발생한 것이므로, 이에 관하여 원고들에게 어떠한 귀책사유가 있다고 볼 수 없다.

#### 4. 결론

5) 피고의 2016. 10. 13.자 참고서면에 나타난 주장들을 포함하여 판단한다.



그렇다면 원고들의 이 사건 청구는 위 인정 범위 내에서 이유 있어 이를 인용하고 나머지 청구는 이유 없어 이를 기각하여야 한다. 제1심판결은 이와 결론이 일부 달라 부당하므로, 피고의 항소를 일부 받아들여 위 인정 금액을 초과하는 피고 패소 부분을 취소하고 그 취소 부분에 해당하는 원고들의 청구를 기각하며, 피고의 나머지 항소는 이유 없어 이를 기각한다.

재판장

판사

임성근

임성근



판사

원익선

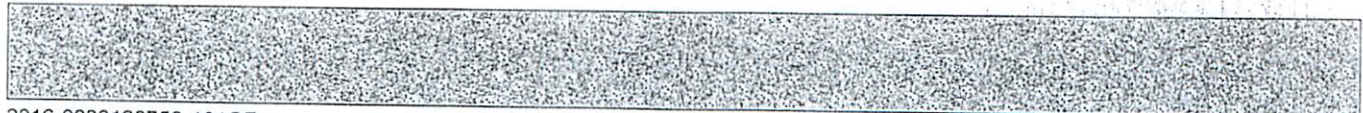
원익선

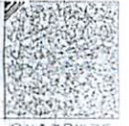


판사

이완희

이완희



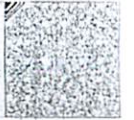


### 청구금액표

(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	우암	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726





18	지엠	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436
19	강남	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	전남	500,000,000	643,000,000	374,724,274	268,275,726
23	제일	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	신당	300,000,000	385,800,000	224,834,564	160,965,436





# 정본입니다.

2016. 10. 31.

서울고등법원

법원사무관 정종섭



판결에 불복이 있을 때에는 이 정본을 송달받은 날(발송송달의 경우에는 발송한 날)부터 2주 이내에 상소장을 민사소송법 등 관계 법령에 따라 원심법원인 이 법원(서울고등법원)에 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.