

KIKO에 대한 환헤지商品으로서 適正性에 관한 研究*

신 한 동 **

-
- I. 서 론
 - II. KIKO 금융상품의 내용과 구조
 - III. 환헤지 상품으로서 적정성 검토
 - IV. KIKO에 대한 선진국 대법원의 입장
 - V. 결 론
-

주제어 : KIKO, 파생금융상품, 환헤지

I. 서 론

환율변동에 따른 危險回避(환헤지) 수단으로 2005년부터 은행이 우리나라 수출업체에게 소개한 KIKO 상품은 이를 수용한 중소기업이 破産과 訴訟으로

* 이 논문은 2012년도 한남대학교 교비학술연구조성비 지원에 의하여 연구되었음

** 한남대학교 무역학과 교수

이어져 그 적정성에 대한 분쟁이 계속되고 있다. 수출업체는 換率上昇에 따른 반사이익을 얻을 수 있었던 절호의 기회였음에도 불구하고 KIKO계약 업체는 오히려 계약 1년(2008.8-2009.7) 만에 약 3조4천억 원의 損失을 본 것으로 추정¹⁾되는 등 심각한 後遺症에 시달리고 있다. 정부의 피해기업에 대한 긴급한 지원책(패스트트랙)과 2008년 5월에 결성한 ‘환헛지 피해기업 공동대책위원회’의 공동대응에도 불구하고 이미 50여개 기업이 破産되어 17만여 명의 근로자가 어려움을 겪고 있는 실정이다²⁾.

2008년 12월 30일 서울중앙지방법원의 決定³⁾을 시작으로 2010.11.29.에 130 여건의 사건에 대한 본안 1심 判決⁴⁾이 있었고, 2012년 6월 현재 170 여건이 항소법원과 대법원에서 소송 중에 있는 것으로 추정된다(60여개 기업이 抗訴 또는 上告를 포기 하고 15개 기업이 상고 중에 있다). 이러한 민사 사건과 병행하여 일부 사건은 형사사건으로 쟁점화 되기도 하였으나 검찰청은 모두 무혐의로 처리한 바 있다⁵⁾. KIKO라는 금융상품의 구조가 워낙 복잡하고 영국이나 미국에서 이미 쟁점화 되었지만 우리나라에서는 기존의 자본시장관련 법률이 투자자를 보호할 수 있는 장치가 미비하다는 비판을 받고 있는 상태에서 2007.8.3새로운 자본시장통합법이 공포⁶⁾되고 그 시행을 앞둔 시점에서

- 1) 국회기획재정위원회는 2009년 키코로 46개 대기업의 손실이 9,528억원, 중소기업 571개 업체가 약2조4천억원의 손해를 입었으며, 한나라당 이진복(동래) 의원이 공개한 『금융감독원의 정책자료집』에 따르면 2008년 1월-8월 91개 중소기업이 2조 4,371억원, 11개 대기업이 9,157억원의 손실을 입었다고 함.
- 2) 원종현, 최근 KIKO 손실기업의 현황과 지원방안, 『이슈와 논점』,국회입법사무처, 2010.9.27.
- 3) 서울중앙지방법원 2008. 12. 30.자 2008카합3816 결정
- 4) 서울중앙지방법원 2010.2.8.선고 2008가합108359판결 이후 이날 6개의 재판부에서 총 118개 기업이 신한은행 등 10여개 은행을 상대로 낸 부당이득금 반환 등 소송에서 99개 기업에 대해 원고 패소 판결을 내렸으며, 부영정공 등 19개 기업에 대해서는 일부인용판결을 내렸다.
- 5) 그러나 미국 증권거래위원회(SEC)와 상품선물거래위원회(CFTC) 전문가들은 미국에서는 은행들이 사기죄로 기소됐을 것이라는 견해를 밝힌바 있다. 조선일보 2011.4.18자 사회면 참조
- 6) 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 종전의 증권거래법과 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 한국증권선물거래소법 등 자본시장과 관련된 6개 법률을 통합하여 법률 제8635호

분쟁이 발생하였다. 특히 장외파생상품에 대한 위험으로 금융투자자를 위한 보호 제도가 필요하다는 지적⁷⁾이 있었던 상태에서 2년여 만에 그 문제점이 발생하였다는 사실은 우리 정부의 대책이 미흡했다고 할 수 있다. 주요쟁점은 주로 ① KIKO가 환헤지 상품으로서 적합성 여부(또는 환헤지 기능여부) ② KIKO 계약내용에 대한 사기 또는 착오적용 가능성 여부 ③ KIKO 계약의 약관성 여부(불공정한 약관) ④ KIKO 상품에 대한 금융기관의 설명 및 조언 의무 등에 치중되어 있다. 그러나 법원은 KIKO계약의 사안을 획일적으로 처리할 수 없다며 은행의 주장을 들어 주는 입장을 취해 왔다. 이에 대한 선행연구는 위의 주요쟁점 4가지에 대한 은행의 주장을 부정하는 주장과 긍정하는 주장으로 대립하고 있다. 특히 KIKO 상품은 구조적으로 危險擔保機能이 미약하고, 그 피해가 막대하다는 점에서 무효상품이며 그 계약은 무효라는 주장⁸⁾과 기업에 비하여 派生商品을 설계하고 평가하는 능력에 있어서 우월한 지위에 있는 은행이 설명의무의 이행이 불확실한 상태에서 법원의 1심판결 결과에 문제를 제기⁹⁾하여 은행의 주장을 부정하는 연구가 있으며, 은행의 주장을 들어준 법원의 판결이 옳았다고 하면서 KIKO 금융상품은 기업과 은행이 통제할 수 없었던 환율상승에 따른 불가항력적인 사태로 발생한 것이기 때문에 소송비용부담을 줄이자는 맥락에서 기업과 은행이 협의를 통해 해결할 문제라고 주장한 연구¹⁰⁾가 있었다. 이에 연구자는 환율결정 실태와 과거 및 당시의 환율시세의 변동 사례를 검토하면서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 시행시기를 앞두고 은행이 자신의 거래처인 우량수출기업을 상대로 KIKO 상품을 집중 홍보하여 매매계약의 형식으로 거래를 성립했다는 점을 중시하고 KIKO 상품의

로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 제정되었다.

- 7) 나승성, 자본시장통합법상 금융투자자 보호제도, 하나금융연구소 논집 제203호(2007.7) pp.15-23 및 김흥기, 장외파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구, 연세대학교 박사학위 논문, 2006.12.
- 8) 정상근 교수, 파생상품거래와 금융사기(키코상품의 법리와 해석을 중심으로), 경제연구 제 9권 1호, 한국경제법학회, 2010, Pp.51-75
- 9) 윤성승 교수, 외국의 장외파생상품 피해 관련 사례와 우리나라에 대한 시사점, 한국금융법학회 2011년 춘계(제21회) 학술발표회(2011.4.30) 발표논문
- 10) 박진순 변호사, KIKO 1심판결의 내용 및 분석, 한국금융법학회 2011년 춘계(제21회) 학술발표회(2011.4.30) 발표논문 외 일부

적정성에 관한 연구를 하고자 한다.

II KIKO 금융상품의 내용과 구조

KIKO는 기업이 은행에 대한 Knock-Out Put option과 은행이 기업에 대한 Knock-In Call option을 1대 2의 비율로 결합하여 Zero-Cost를 표방하여 은행이 수출기업을 상대로 개별적으로 판매한 선물환 거래형식을 지닌 통화옵션의 선도 특수 장외금융상품이라 할 수 있다¹¹⁾. KIKO는 은행이 장외시장에서 개별적으로 기업을 상대로 체결한 매매계약으로 되어 있고 기업에 따라 KIKO거래조건에서 약간씩의 차이는 있으나 환율변동에 따른 위험을 회피할 목적(환헤지)으로 은행이 기업을 상대로 판매한 거의 표준화된 금융상품으로도 볼 수 있기 때문이다¹²⁾.

환헤지 거래는 은행이 수출기업의 환율변동으로 입게 되는 손해를 보전해 주고자 또는 환위험을 회피(환위험회피거래)할 목적으로 제공하는 국내외로 단순하게 제도화된 금융거래 상품으로서 선도, 선물, 옵션, 스왑 등의 거래라 할 수 있다¹³⁾. 이러한 맥락에서 KIKO라는 금융상품이 진정한 환헤지 거래로 인정받기 위해서는 이러한 범위를 벗어나거나 복잡하게 변형된 내용으로 변질되어서는 안 될 것이다.

그런데 KIKO 상품은 기업이 이해하기 어려운 복잡한 구조로 되어 있고 기업에 따라 약간씩 내용에 차이가 있을 뿐이다. KIKO 상품을 우량수출기업에게 집중적으로 소개하여 매매계약의 형식으로 판매한 은행은 주로 외국계 은

11) KIKO는 거래소에서 거래되는 표준화된 금융상품이 아니고 은행이 기업을 상대로 매매 계약의 형식으로 판매한 일종의 특수금융상품이기 때문에 한마디로 정의하기 어렵다고 본다.

12) 이에 반해 KIKO는 은행이 단기외화차입을 활용한 무위험수익구조를 유지하기 위한 환헤지 수단으로 국내우량기업을 상대로 도입한 금융상품이라는 주장도 설득력이 있다. 박철우, 통화옵션가격결정을 둘러싼 KIKO소송에서의 중요쟁점 연구, 연세대학교 2010.6. 석사학위논문, pp.9-14.

13) 김인배, 파생금융상품시장의 활성화 방안과 위험관리, 대외경제정책연구원, 1996.9., P.13 이하 및 그 외 다수

행들이며 이들은 이미 1997년 정권교체시기에 외국투자자들이 한국의 환율급등(900원에서 1,900원)과 증권시세부침(종합주가수가 400포인트에서 900포인트 사이를 등락)을 이용하여 1년 사이에 원금의 2~4배의 수익¹⁴⁾을 얻은 점을 알고 있었고, 2007년 당시에 한국의 금융감독체제의 부실, 단기외화차입금이 많았다는 사실, 중소기업의 무지와 욕심, 파생금융전문가의 부재 등의 상태에서 한국정권교체시기와 자본시장통합법의 시행을 앞둔 시점에서 다시 한번 고수익을 얻을 수 있는 시기와 일치한다.

지금까지 판례를 통해 알려진 대표적인 KIKO 금융상품의 내용과 구조¹⁵⁾를 쉽게 이해할 수 있도록 표와 그림으로 설명하면 다음과 같이 도시할 수 있다.

표 1 > KIKO 계약 주요 내용

계약당시의 시장환율	932원	
계약당시의 선물환율	929원(1개월 관찰기간), 920원(만기 12개월)	
계약금액	US\$100만(1개월 단위로 12회)	
계약기간	2007.12.19 - 2008.12.18(12개월)	
약정환율	KI환율	962원
	행사환율	942원
	KO환율	899.7원

1) 계약당시(2007.12.18)의 US\$에 대한 선물환율(F)은 이론적으로 균형선물환 가격과 같이 통화환물의 가격(S), 기준통화인 US\$의 금리(R_f), 상대통화인 ₩의 금리(R_l), 잔존기간(t)을

14) 1997년 한국에 1억불을 투자했던 외국투자자가 900원의 환율로 회수(900억원)하여 귀국했다가 김대중대통령의 투자권유로 다시 한국에 외화를 가져와 환율1,800원으로 환전(1,800억원)하여 한국증권에 투자(종합주가지수 400포인트)한 후 증권시장과 환율시장이 안정되었던 2008년말경에 매도(종합주가800포인트)하여 3,600억원을 확보한 후 다시 환전하면(3,600억원÷900원) 원금 1억불의 4배에 해당하는 4억불로 증가.

15) 서울중앙지법 2008가합108359판결되어 현재 대법원 2011다53683호 및 2011다53690호(반소)로 상고중임.

$$F = S \times \frac{(1+Rl) \times \frac{t}{365}}{(1+Rf) \times \frac{t}{365}}$$

의 산식으로 표준화 하여 산정하고 있어 기간에

따라 다르다.

2) KI환율 962원은 은행이 설정한 최고 높은 환율(상한선)로서 계약기간 동안 시장환율이 한번이라도 KI환율 이상(같거나 높은 경우)이 되면 은행은 계약금액의 2배를 약정된 행사환율로 구입할 수 있는 권리(Call Option)를 가지고(반드시 구입해야 하는 의무는 없음), 기업은 이에 응할 의무가 발생한다. 반면에 KO환율 899.7원 역시 은행이 설정한 최하의 낮은 환율로서 계약기간 동안 시장환율이 한번이라도 KO환율 이하(같거나 낮은 경우)가 되면 기업은 계약금액을 은행에 매도할 수 있는 권리가 소멸되고 은행은 매입할 의무가 없게 되어 은행과 기업은 상호간의 권리·의무가 발생하지 않는 조건이 된다(환회피 기능상실)

3) 행사환율 942원은 KI환율과 KO환율 사이에 은행이 설정한 환율로서 계약기간(또는 관찰기간) 동안 시장환율이 KO환율 보다는 높고 행사환율 보다는 낮은 가격으로 유지하면 은행은 계약금액을 행사환율로 매도할 권리가 발생한다(매도할 의무는 없음)

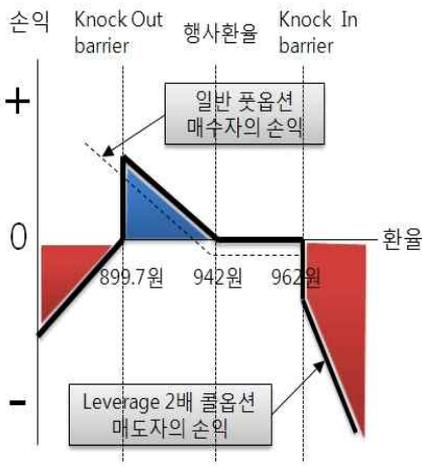
4) 만기환율이 행사환율 이상 KI환율 미만 사이에서 형성되면 은행은 기업으로부터 계약금액을 구매할 의무 없게 되어 기업은 행사환율보다 높은 시장환율로 매도할 권리를 가진다.

〈그림 1〉에서 계약기간(관찰기간) 중에 \$에 대한 시장환율이 899.7원 이하로 한번이라도 떨어지면 KIKO 계약은 해지되므로 기업은 KIKO 계약을 체결할 때의 시장환율을 기준으로 떨어진 금액만큼 손실을 보게 된다. 그러나 계약만기까지 시장환율이 행사환율 보다는 낮고 KO환율 이상의 상태를 유지하는 경우에 한해서 기업은 시장환율 보다 높은 행사환율로 은행에 매도할 수 있어(Put option) 달러 단위당 차액(행사환율-시장환율)만큼 이익(노란 색을 칠한 부분)을 얻을 수 있다.

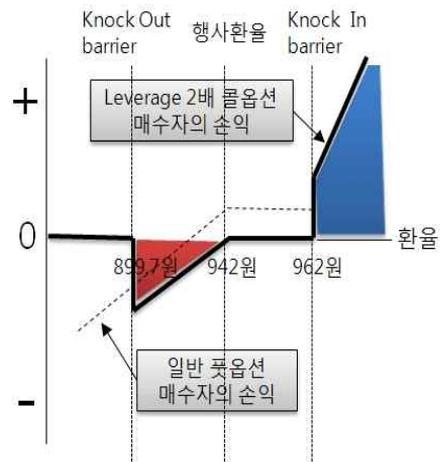
즉 달러당 환율을 899.7원(KO환율), 942원(행사환율)과 962원(KI환율)을 정해놓고, 약정기간동안 시장환율이 ① 899.7원 이하 ②899.7원과 942원(행사환율)이하 사이 ③ 942원과 962원 사이 ④ 962원 이상 등 4개의 구간 중 어느 구간에 있느냐에 따라 손익이 결정되도록 하는 상품이다.

은행의 손익구조와 기업의 손익구조를 그림으로 비교할 수 있도록 도시하면 <그림 2>와 <그림 3>과 같다.

Ⅲ. 환헤지 상품으로서 적정성 검토



<그림2> 기업의 손익구조



<그림3> 은행의 손익구조

KIKO 계약시점의 선물환율이 현물환율(932원)보다 낮을 경우 기업은 환리스크를 헤지 하는 대가로 일정한 영업 손실을 보전하는 헤지 기능이 있으나, 헤지기능을 할 수 있는 시장환율이 행사환율(942원)과 KO환율(899.7원) 사이로 지극히 제한되어 있다. 그러나 <그림 3>에서 보여 주듯이 KIKO 계약기간 동안 시장환율이 한번이라도 KI환율(962원) 이상으로 되는 경우에는 기업이 무제한 손실을 입을 수 있도록 되어 있고 은행은 무한대로 이익을 볼 수 있는

구조로 되어 있다. 과거 1997년 11월 말에서 12월 말 사이의 시장환율이 900 원대에서 1964원까지 상승한 사례¹⁶⁾를 경험한 은행은 환율이 무한대로 급상승하면 한번에 KIKO 계약금액의 2배에 해당하는 달러를 쉽게 확보할 수 있다는 점을 인지하였을 것이다. 특히 2007년 당시에 많은 단기외화자금을 차입하고 있던 씨티, 제일, 신한, 외환은행 등 주로 외국계 은행들이 주도적으로 자본시장통합법의 시행을 앞두고 KIKO를 우량기업을 대상으로 집중적으로 판매했다는 사실¹⁷⁾은 자신의 이익을 위해 국내우량기업을 희생양으로 삼았다고 할 수 있다.

그러나 KIKO 상품의 수익구조상의 내용과 판매은행의 입장에도 불구하고 KIKO 계약의 구조 자체가 아니라 기업의 과도한 위험회피(over-hedge)거래와 환율상승에 따른 기업의 손실로 나타난 결과로 평가하며 KIKO는 환위험 회피상품으로서 부적합하거나 불공정한 상품이 아니라고 하는 주장¹⁸⁾이 있다. 그리고 법원의 1심 판결내용¹⁹⁾을 분석한 결과 법원은 KIKO상품의 공정성, 환헷지 적합성 등에 아무런 문제가 없다는 점을 확인하면서 계약의 효력을 인정하여 부당이득반환청구는 모두 배척하였으나²⁰⁾ 일부 사건에 한하여 적합성 원칙, 설명의무 위반을 이유로 은행에 대해 일부 손해배상책임을 인정하였다고 하면서 이러한 분쟁은 당사자간의 타협으로 해결할 문제라고 주장하였다²¹⁾. 반면에 KIKO 거래는 전체적으로 사기에 해당하여 무효 내지 취소로 보아야 한다는 주장²²⁾외에 전술한 일부 법학자들의 주장이 있다.

16) 1998.1.6.자 매일경제신문 제1면 외 각 일간지 기사

17) 2005년 씨티은행이 처음으로 KIKO상품을 도입한 이후 법률 제8635호로 2007.8.3.자로 제정공포 된 자본시장통합법의 시행시기를 전후하여 주로 우량 중소기업을 상대로 집중적으로 판매했다.

18) 대표적인 글로 고동원, KIKO 파생상품 계약의 구조와 적합성 원칙에 관한 법적 검토, 저스티스 통권 제119호(2010)

19) 서울중앙지방법원 제21민사부, 제22민사부, 제31민사부, 제32민사부, 수원지방법원 제9민사부 및 인천지방법원 제11민사부 등 6개의 재판부에서 선고(2010. 11. 29)되었던 130 여건과 그 이후의 70여건에 대한 판결

20) 이 점은 본안 1심 판결에 앞서 가처분 1심 법원(서울중앙지방법원 제40민사부) 및 가처분 항고심 법원(서울고등법원 제25민사부 및 제40민사부)에 의해서도 이미 확인된 바 있다.

21) 박진숙 전제서

이러한 상반된 주장이나 견해를 검토하여 KIKO가 환헤지 기능을 가지는 금융 상품으로서 적합한지 살펴보고자 한다.

1. KIKO 계약의 공정성 여부

KIKO 상품을 판매한 은행의 지위는 일반상품 매매거래 당사자의 지위와 다르다. 그러므로 쟁점은 ① KIKO 상품을 매매할 당시에 당사자가 공정한 지위에서 체결하였느냐? 하는 문제와 ② KIKO 상품의 내용이 금융상품으로서 공정성이 있었느냐? 하는 점이다. 은행은 자금중개기능의 효율성을 높이며 예금자를 보호하고 신용질서를 유지함으로써 금융시장의 안정과 국민경제의 발전에 이바지함을 목적²³⁾으로 설립되었기 때문에 기업과 같이 이윤 추구보다는 사회적 기여를 목적으로 설립되었다는 점에서 일반거래의 당사자와 다르다는 점을 중시할 필요가 있다. 특히 이익을 목적으로 하는 매매계약은 당사자가 상호 대등하고 공평한 가운데 체결되어야 그 정당성을 가지며 공정하다고 할 수 있다. 그런데 KIKO 금융상품은 은행이 불특정 다수를 대상으로 자유경쟁 하에 체결된 것이 아니고 주로 은행의 고객(금융거래기업)을 대상으로 일방적으로 판매하고 손해를 입혔다는 점에서 매매당사자가 공평한 입장에서 성립된 거래라 할 수 없다. KIKO상품구조상 시장환율이 약정기간동안 한번이라도 962원 이상으로 인상되기만 하면 은행은 약정한 금액의 2배의 외화를 확보할 수 있게되어 막대한 환율차액(시장환율-962원)의 2배에 해당하는 이익을 무한대로 얻을 수 있으나 기업은 반대로 시장환율로 약정금액의 외화를 구입하여 약정한 외화와 함께 은행에 매도하여야 하기 때문에 적어도 은행의 이익에 해당하는 손해²⁴⁾를 보도록 되어 있다.

따라서 KIKO거래가 공평하고 정당한 매매행위가 되기 위해서는 기업도 수동적인 입장이 아니라 상대적으로 은행과 KIKO상품을 선택할 수 있는 대등한 입장에서 있을 때만이 가능하다고 본다. 이러한 맥락에서 금융거래관행상 약자

22) 정상근, 전계서

23) 씨티, 제일, 신한, 외환 은행은 우리나라 제1금융권의 시중은행으로서 은행법 제1조를 적용받는다.

24) 기업은 약정금액을 시장환율로 구입하는데 필요한 환가료도 추가로 부담해야 한다.

의 입지에 있는 기업을 상대로 은행이 단편-획일적으로 KIKO상품을 매매형식으로 취하고 예외 없이 막대한 이익을 챙겼다는 것은 불공정한 매매였다는 사실을 입증해 주는 결과라 할 수 있다. 더구나 매매계약은 계약당사자가 상호 대등한 지위에서 성립할 때 공정하다고 할 수 있으므로 사회적 기여를 목적으로 설립된 은행이 자신의 지위를 이용하여 거래를 주도했다는 것은 공정한 거래를 했다고는 볼 수는 없다. 그리고 KIKO계약이 환율시세를 고려하여 기업 별로 교섭에 의해 개별적으로 성립되어 전체적으로 약관으로 볼 수는 없다²⁵⁾고 하지만 은행이 제시한 계약의 중요내용이 대부분 일방 당사자가 동종 또는 다수의 상대방과 계약을 체결하기 위하여 계약체결 이전에 동일한 내용으로 미리 작성되어 있어 사실상 은행의 약관에 해당되므로²⁶⁾ KIKO 계약내용은 약관 규제에 관한 법률에도 위배된다. 즉, 신의성실의 원칙을 위반하여 공정성을 잃은 약관조항²⁷⁾은 무효이며, 고객에게 부당하게 불리한 조항, 고객이 계약의 거래형태 등 관련된 모든 사정에 비추어 예상하기 어려운 조항이나 계약의 목적을 달성할 수 없을 정도로 계약에 따르는 본질적 권리를 제한하는 내용을 정하고 있는 조항은 공정성을 잃은 것으로 추정²⁸⁾할 수 있기 때문이다. 그리고 KIKO 내용이 이해하기 어려운 용어(콜옵션, 풋옵션, 프리미엄, 제로코스트 등)와 복잡한 내용으로 되어 있어 대부분의 기업들이 KIKO 상품내용을 이해하고 계약을 체결한 것이 아니라 기업의 운영자금을 지원하고 있는 은행의 강요에 가까운 권유로 은행을 신뢰하고 설마 은행이 기업에게 해를 끼치지 않는 것이라는 막연한 생각으로 서명하는 실정이기 때문이다. 약관은 경제적·사회적 관점에서 계약당사자가 상호 평등하지 않는 경우에 적용된다는 점에서 664개의 수출기업을 상대로 한 KIKO계약은 약관이라 할 수 있

25) 나태영, 키코통화옵션계약의 효력에 관한 소고, 한양법학 제22권 제1집(통권제33집), 2011.2., pp.260-261.

26) 조관행, 약관규제의 범위와 불공정한 면책약관의 효력, 재판자료 제87집, 법원행정처, 2000.7., pp.879-882.

27) 사업자가 다수의 상대방과 체결하기 위해 일정한 형식에 의해 마련한 계약의 내용을 '약관'이라고 정의하고, 사업자가 그 거래상의 지위를 남용하여 불공정한 내용의 약관을 작성·통용하는 것을 방지하고 불공정한 내용의 약관을 규제하여 건전한 거래질서를 확립함으로써 소비자를 보호하고 국민생활의 균형있는 향상을 도모함을 목적으로 약관의 규제에 관한 법률이 제정되어 있다.

28) 약관규제법 제6조1항 및 2항과 제14조.

다²⁹⁾. 물론 ‘계약은 지켜져야 한다(pacta sunt servanda)’는 로마법의 법언은 법치주의의 대원칙이라 할 수 있고 공정거래위원회의 발표³⁰⁾도 있었으나 그동안 은행과 기업 사이에 형성되어 온 신뢰성과 관행, 과거에 이러한 사례가 한번도 없었다는 사실, 당시에 KIKO와 같은 장외금융상품에 대한 피해가 우려되어 이를 방지하기 위한 법률시행을 앞두고 집중적으로 주로 외국계은행에 의해서 KIKO계약이 성립되었다는 사실 등 특수한 사정을 고려할 때 이는 당사자의 공박, 경솔, 또는 무경험으로 인하여 현저하게 공정성을 잃은 불공정한 불법행위로서 무효에 해당한다고 할 수 있다(민법104조). 특히 시장환율이 약정기간동안 899.7원과 942원 사이에서 유지되는 경우에 한하여 기업이 최고 43원 미만의 환차익을 허용하는 대신에 시장환율이 약정기간동안 한번이라도 899.7원 이하가 떨어지면 은행이 Knock-Out을 선언하여 기업은 Put-Option의 효력이 소멸하도록 함으로써 899.7원 이하로 떨어지는 만큼의 손해를 입도록 하고, 시장환율이 약정기간동안 한번이라도 962원 이상으로 진입하면 은행은 Knock-In을 선언하고 Call-Option을 행사하여 기업은 인상된 시장환율에 따라 무한대로 손실을 보도록 한 것은 기업에게 현저하게 불리하게 약정된 불공정한 계약이라 할 수 있다. 이는 <그림 2>과 <그림 3>을 비교해 보면 기업이 얻는 이익은 극히 제한된 환율구간으로 되어 있고 손해를 보게 되는 구간은 상하 구간으로 쉽게 이해되나 기업이 간과하기 쉬운 것은 약정기간동안 단 한번이라도 KO환율(899.7원)에 진입하거나 KI환율(962원)을 벗어나게 되면 많은 손실이 발생한다는 점이다.

2. 적합성 설명의무 위반

은행은 이윤추구 보다는 사회적 기여에 치중해야 할 공적의무가 있으므로 거래기업에게 적합하다고 보기 어려운 거래를 할 경우에는 거래에 내재된 리

29) 정상근, KIKO 소송과 관련한 법률적 쟁점 연구, 한국금융법학회 2009년 춘계학술발표문, 2009.5.9., pp.13-14.

30) 공정거래위원회는 2008. 7. 25. 보도자료를 통해 ‘키코의 경우에 만기환율이 낙인환율과 낙아웃환율 사이에 있는 경우에는 고객에게 유리하고, 그 범위 밖에 있는 경우에는 고객에게 불리’하며, 조건에 따라 약관의 유불리가 달라지는 경우에는 약관법상 불공정성을 판단하기 곤란하므로 불공정혐의가 없다고 발표 한 바 있다.

스크 및 잠재적 손실에 영향을 미치는 중요한 요인 등의 중요정보를 충분하게 고지할 의무가 있다. 이는 은행이 고객에 대한 신의칙상 인정되는 부수적 주의의무로서 설명의무, 고지의무, 비밀 준수 의무, 안전·배려 등의 보호의무로 간주 된다³¹⁾. 물론 부수적 의무위반이 있으면 손해배상 책임을 물을 수 있다³²⁾. 당시의 상황으로 은행실무자나 학자들 대다수도 복잡한 장외파생상품을 이해하지 못하고 있는 실정에서 정상적인 사고력을 가진 기업인으로서 KIKO 상품구조를 이해하였더라면 KIKO계약을 체결하지는 않았다고 단언할 수 있다. 왜냐하면 환율이 불안정한 상태에서 1년 내지 3년의 약정기간동안 단 한번이라도 899원(KO) 또는 962원(KI)을 진입하지 않으리라는 보장(판단)이 없다. 과거 우리나라 환율은 계속해서 인상되어 왔다. 또한 한국수출보험공사가 취급하는 환변동보험은 사전에 설정한 환율(보장환율)과 결제시점의 환율(결제환율)과의 차이에 따른 손익구조가 KIKO에 비해 기업에게 유리하지만³³⁾ KIKO수익구조와 비슷한 구조로 오해했을 가능성도 있었다. 그래서 은행은 KIKO 수익구조를 구체적으로 설명하여 기업이 자율적으로 판단할 수 있도록 고지할 필요가 있지만 은행 자신이 얼마나 KIKO를 이해하고 기업에게 설명하였는지 의심스럽다. 이를테면 증권사 또는 투신사의 임직원이 고객에게 투자를 권유할 때 고객이 합리적인 투자판단과 의사결정을 내릴 수 있도록 고객을 보호할 의무가 있지만³⁴⁾ 은행이 KIKO 상품을 어느 정도 이해하고 기업에게 설명했는지 분명하지 않다. 투자권유를 받아 투자한 자가 투자손실을 본 경우 투자권유자에 대한 불법행위의 책임이 성립되기 위해서는 이익보장 여부에 대한 적극적인 기망행위의 존재까지는 아니더라도 적어도 거래경위와 거래방법, 투자책임을 이행할 수 있는지에 대한 평가를 위해 고객의 재산상태나 사회적 경험의 정도 등을 고려하도록 고지해야 한다³⁵⁾.

31) 김규완·김명숙·김형배, 민법학 강의(제9판), 신조사, 2010, pp.856-863.

32) 대법원 2006.9.25. 선고 2004다44506 판결.

33) 정상근, 파생상품거래와 금융사기(키코상품의 법리와 해석을 중심으로), 경제연구 제9권 1호, 한국경제법학회, 2010, Pp.53-54.

34) 대법원 1994. 1. 11. 선고 93다26205 판결

35) 대법원 2006.6.29. 선고 2005다49799 판결 등 권순일, 증권회사의 고객에 대한 보호의무, 민사재판의 제문제(제10권), 한국사법행정학회, 2000.7., p.378.

은행은 기업에게 KIKO상품을 권유하면서 기업의 영업속성, 재무상황, 금융거래수준, 거래의 목적, 상품에 대한 이해정도, 위험관리능력, 상품의 종류 등에 비추어 기업에게 적합하지 아니하다고 인정되는 것을 권유해서는 아니 되지만³⁶⁾ KIKO 상품을 판매한 은행조차도 KIKO 상품을 이해하지 못한 상태에서 기업에게 KIKO를 가입한 사실이 밝혀졌다. SK증권, 다이아몬드 펀드, Morgan과 하나은행(구 보람은행)간에 제기된 한국과 미국에서의 소송에서 우리나라의 금융기관들이 파생상품투자의 피해자 입장에서 소송을 제기하면서 자산들의 위험판단능력이 없음을 스스로 주장하였다³⁷⁾는 점이다.

이러한 사례로 미루어 664건의 KIKO 거래 대부분이 상품에 대한 설명이나 이해를 하지 못하고 은행의 권유로 기업이 마지못해 매매계약의 형식으로 체결되었다는 고 할 수 있다. 매도인은 장외파생상품을 설계하고 평가할 수 있는 능력이 있는 반면, 매수인은 매도인으로부터 설명을 들어도 그 의미를 제대로 다 이해하기 어렵고, 상품에 대한 설명을 들은 후에도 여전히 상품에 대한 이해력과 지식의 차이가 존재하는 것이 일반적이며, 거래시 매수인은 위험이나 파생상품의 가치평가에 대하여 매도인의 설명에 의존할 수밖에 없다. 그리고 매도인이 부실한 정보나 예측을 제시하거나 중요한 정보를 설명하지 않음으로써 매수인의 판단에 영향을 미칠 수도 있다. 그래서 은행이 장외파생상품을 판매할 때 적합성의무 및 설명의무를 위반한 행위가 있으면 이를 불건전 영업행위의 하나로 추상적으로 규정하고 있다³⁸⁾. 거래상대방이 거래의 구조 및 리스크를 평가할 수 있도록 거래에 내재된 리스크 및 잠재적 손실에 영향을 미치는 중요한 요인 등 거래상의 중요정보를 거래상대방에게 적합한 방법으로 고지하도록 규정하고 있으며, 장외파생상품 거래로 인한 분쟁을 방지하기 위하여 은행이 거래시 유의하여야 할 사항에 대해서도 상세히 규정하고 있다³⁹⁾. 그러나 매도인의 설명의무가 구체적으로 무엇인지에 대한 분명한 명시 규정이 없어 분쟁이 발생할 수 있으므로⁴⁰⁾ 주의의무를 판례나 입법에 의하여

36) 서울중앙지방법원 2008가합3816, 109178, 108038,116299 결정 등

37) 윤성승, 외국의 장외파생상품 피해 관련 사례와 우리나라에 대한 시사점, 한국금융법학회 2011년 춘계(21회) 학술발표회,2011.4.30. pp.12-15.

38) 2005. 12. 23. 개정된 은행업감독업무시행세칙 제64조

39) 은행업감독업무시행세칙 제65조

구체화하는 것이 요구된다. 법적기준과 그 해석이 불명확하게 되면 시장 참여자들간에 분쟁이 발생할 가능성도 높아질 뿐 아니라 분쟁이 발생할 경우 어떠한 기준이 적용될지 미리 예측할 수 없게 되므로 장외파생상품 거래시 시장참여자의 분쟁을 줄이려면 설명의무 등 주의의무의 범위 및 수준을 명확히 할 필요가 있다⁴¹⁾.

2009.2.4.시행된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률⁴²⁾이 2007년 7월 국회를 통과하고 8월에 공포한 후 1년6개월의 유예기간을 거치는 동안 KIKO계약이 집중적으로 체결되었는데 동법에는 투자자를 전문투자자와 일반투자자로 구분하고, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자를 권유하는 경우에는 일반투자자의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니 된다는 적합성의 원칙(법 제 46조), 금융투자자가 일반투자자에게 투자권유를 하지 아니하고 파생상품 등을 판매하려는 경우에 해당파생상품 등이 그 일반투자자에게 적당하지 아니하다고 판단되는 경우에는 이를 알리고 일반 투자자로부터 확인(서명, 기명날인, 녹취)을 받아야 한다는 적정성의 원칙, 금융투자업자가 일반투자자를 상대로 투자권유를 하는 경우에는 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험 등을 설명하고 설명사항을 일반투자자가 이해하였음을 서명, 기명날인, 녹취의 방법으로 확인받도록 하는 설명의무(법47조)를 명문으로 규정하고 있다. 이러한 규정내용을 위반한 경우에는 이로 인하여 발생한 일반투자자의 손해를 배상할 책임이 있다고 명시규정을 두고 있으나 이는 법률 이전에 상식에 불과한 규정이다. 다만 거짓의 내용을 알리는 행위, 불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위, 투자자로부터 투자권유의 요청을 받지 아니하고 방문·전화 등 실시간 대화의 방법

40) Michael S. Bennett & Michael J. Marin, *The Casablanca Paradigm: Regulatory Risk in the Asian Financial Derivatives Market*, 5 Stan. J.L. Bus. & Fin. 1, 8-12 (1999)에서는 규제위험에는 시장참여자가 법규 위반으로 벌금 기타 제재를 받을 위험, 시장참여자가 거래 상대방으로부터 소송을 제기당할 위험, 시장참여자가 법적 요건을 갖추지 못하였다는 이유로 권리를 행사할 수 없게 될 위험 등이 있다.

41) 윤성승, 전계서 pp.4-5.

42) 과거 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용법, 신탁업법, 종합금융회사에관한법률, 한국증권선물거래소법이 2009년 2월 4일자로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)로 폐지, 통합되었다

을 이용하는 행위는 금지하도록 규정(법49조)하고 있는데 이는 대부분의 KIKO계약이 자본시장법의 시행을 앞두고 은행임직원의 기업체 방문과 적극적인 투자권유로 기업이 수동적으로 성립했다는 사실을 감안하면 은행의 과실이 인정되며⁴³⁾, 그동안 증권부야에서 축적된 대법원의 판례를 통해서도 은행측의 손해배상책임이 인정⁴⁴⁾된다. 장외파생금융상품거래와 관련하여 자본시장법에 명시된 적합성 및 설명의무는 당해상품 리스크와 관련하여 은행은 일반투자자보다 정보우위에 있으며, 적합성 및 설명의무는 일반투자자의 인지편향을 이용한 은행의 기회주의적 행위를 억제시킬 수 있는 긍정적 역할을 할 수 있다⁴⁵⁾.

3. 보이지 않는 환율투기조작

IMF 금융전문가 Randall Dodd는 『*Finance & Development*』 6월호에 기고한 “*Playing with fire(불장난)*”이라는 글⁴⁶⁾에서 기업이 투자를 하고자 해도 이 파생금융상품은 가장 유용한 수단이 아니며, 아마도 기업이 KIKO를 잘 몰랐거나 리스크에 대하여 충분한 정보를 얻지 못하고 가입했거나 투자자가 대출을 연장하는 조건으로 은행의 계약 강요를 받고 가입했을 것이라고 주장한 바 있다. 그런데 KIKO상품을 주도적으로 수출기업에 소개하고 판매한 은행은 씨티, 제일, 외환, 신한은행이다. 이들 은행을 통제하는 투자자는 보이지 않는 국제자본가들이다. 이들 자본가들은 중요 선진 5개 국가(미국, 영국, 독일, 일본, 스위스)의 중앙은행이 보유하고 있는 금액보다 월등히 많은 국제유동성을 보유하고 국제단기투기를 주도하며 때로는 특정국가에 도움을 주기도 하고 때로는 막대한 손실을 입히기도 했다⁴⁷⁾. 설사 국가중앙은행이 환공격을 받을 때

43) 2012.8.23. 서울중앙지법은 에이디엠, 온지구, 테크윙, 엠택비전이 씨티, 한국스텐드차터드, 하나은행을 상대로 낸 소송에서 은행들이 키코를 팔 때 환율변동에 따른 위험을 제대로 설명해 주지 않은 책임을 물어 은행들은 기업손실액의 60-70%를 지급하라고 판결했다.

44) 나태영, 전계서 p.267.

45) 이러한 자본시장법에 대해서는 주진우, 장외파생금융상품 거래에 있어서 적합성 문제에 대한 비교법경제학적 고찰, 저스티스 통권 제115호(2010.2) p.228.

46) *Playing with Fire*, *Finance & Development*(June 2009), Volume 46, Number 2 of IMF, pp 40-42.

선택할 수 있는 수단은 외환보유고를 풀거나 국내금리를 대폭 올리는 것뿐이다. 중앙은행이 보유하고 있는 외환을 시중에 공급하는 것은 일시적으로 외환시장을 안정시킬 수 있으나 나중에 다시 외환을 사서 외환보유고를 채워야 하는 부담이 생긴다. 중앙은행이 외환방어에 실패하면 중앙은행이 가지고 있는 자산가치가 떨어지고 외환보유고를 메우려면 자국통화를 팔아야 하는데 이는 환율상승으로 이어질 위험이 있다. 이들의 환투기 기법은 무궁무진한데다가 숨겨져 있어 좀처럼 그 기법이 노출되지도 않는다. 소로스의 퀴텀펀드도 뉴욕에 사무실이 있을 뿐 본사는 네덜란드의 조세천국인 퀴라사오(Curacao)에 두고 선물옵션과 같은 각종 다양한 파생금융상품을 개발하여 왔으며⁴⁸⁾, 환율관리에 허점이 보이는 국가가 있으면 막대한 국제유동성 동원 능력으로 투기를 조장해 왔다. 대표적으로 1997년 동남아 각국을 순회하며 태국, 말레이시아, 인도네시아, 한국 등 한나라씩 외환시장을 교란 시킨 사례가 있다⁴⁹⁾. 1997년 10월 까지 우리나라 외환시장은 기본적으로 튼튼한 경제구조 때문에 걱정 없다고 큰소리 쳤지만 불과 2개월 사이에 달러당 900원 대의 환율이 1,900원(12월19일 대통령선거로 정권교체시점)까지 인상되는(한화평가절하) 결과를 초래한 바 있었다. 2007년 10월말까지 940원대로 안정을 유지하던 환율이 12월 19일 대통령선거를 치르고 정권교체시점을 지나면서 상승하기 시작해서 2008년 8월을 넘어서며 1,500원대로 상승하여 2009년 상반기까지 고환율로 유지되었다. 따라서 KIKO계약기간과 고환율기간과 일치했다. 이는 우리나라가 단기유동성의 국제차입금이 많다는 사실과 정권교체기를 미리 간파한 보이지 않는 국제투기자들이 이때를 놓치지 않고 KIKO상품을 매매계약의 형식으로 우량 수출기업을 대상으로 판매했다는 증거로 나타났다고 할 수 있다.

47) 동아일보 1995.3.10.자 5면(경제), “금융마피아 국제시장 좌지우지” 등의 기사.

48) 동아일보 1995.4.11.자 3면 및 매일경제 1998.8.3.자 8면(경제) 기사 등.

49) 매일경제신문 1997.10.28. 11면(경제), “투기세력 홍콩에 승부수” 등의 기사내용.

IV. KIKO에 선진국 대법원의 입장

독일에서 화장실 위생용품을 생산하는 중소기업⁵⁰(Ille Papier Service GmbH)은 독일은행(Deutsche Bank)⁵¹과 금리스왑계약을 체결한 은행자신이 설계한 이자율 스왑계약(CMS Spread Ladder Swap계약)⁵²을 체결하였는데 계약체결 후 금리차이의 급격한 축소로 중소기업이 막대한 손실을 입게 되자 기업이 은행을 상대로 하자있는 투자조언(은행이 고객에 대하여 지켜야 할 상담의무를 위반하였다는 이유)으로 인해 발생한 손해를 배상하여 줄 것을 청구하였다⁵³. 원고는 향후 2년 만기 이자율과 10년 만기 이자율 간에 상당한 이자율차이(Spread)가 있을 것임을 전제로 2005년 2월 16일 피고의 권유에 따라 CMS Spread Ladder 스왑계약을 체결하였다. 계약내용에 따르면 5년 계약기간 동안 피고는 원고에게 2백만 유로의 약정금액에 대해 6개월을 주기로 연 3%의 고정이자율 지급할 의무를 지며, 반면 원고는 1년차에는 약정금액에 대해 연 1.5%, 2년차부터는 최소 연 0% 이상의 변동이자율 지급하되 스왑이자율공식인 “전기 이자 + 3 x [행사이율(Strike) - (CMS10 - CMS2)]에 따라 지급할 의무를 지게 되었다. 지급의무는 유로은행간 금리(EURIBOR)⁵⁴인 10년 만기와 2년 만기 이자율의 차이(CMS10 - CMS 2)인 금리차(Spread)의 연동하여 지급할 의무를 지게 되는 구조이며 행사이율 한도는 처음에는 1.0%로 시작하다가 계약기간이 경과함에 따라 단계적으로 0.85%, 0.70%, 0.55%로

50) 이 사건에서 피고 중소기업은 Ille Papier Service GmbH이다(Bloomberg News, Deutsche Bank Loses First German High Court Case Over Swaps, Mar. 22, 2011).

51) 이 사건에서 도이치뱅크(Deutsche Bank AG, DBK)는 피고이다. Bloomberg News, Deutche Bank Loses Firt German High Court Case Over Swaps, Mar. 22, 2011.

52) CMS란 Constant Maturity Swap의 약자이며, 표준 이자율 스왑을 변형한 변형 이자율 스왑 상품의 하나이다. CMS에서는 계약기간 중 변동 이자율이 적용되는 부분에 대하여 일정한 주기로 시장 이자율 등을 기준으로 그 이자율을 재설정되는 것이 특징이다 (http://en.wikipedia.org/wiki/Constant_maturity_swap).

53) 신현윤, 파생금융상품 거래시 고객에 대한 설명·조언의무, 상사판례연구 제24집 제2권, 2011.6.30.

54) 'Euro Interbank Offered Rate'의 줄임말로써 유로화 도매금융시장에서 무담보용자시 은행간 금리를 말한다. 1999.1.1.부터 공식 사용하였다(http://en.wikipedia.org/wiki/Euro_Interbank).

낮아지게 되어 있었다. 계약해지는 중대한 사유가 없는 한 3년이 경과하여야만 가능하였으며, 계약을 해지한 일방 당사자는 계약상 실제 시장가치를 한도로 상대방에게 보상금을 지급하여야만 했다⁵⁵⁾. 투자상담시 피고는 원고에게 특히 “위험(Risiken)”과 관련하여 이자율의 차이가 급격하게 하락하면 원고는 자신이 받는 이자율보다도 더 많은 이자율을 지불해야 한다는 자료를 제시하였고, 원고의 손실위험이 “이론적으로는 무한대임”을 설명하였다. 그런데 피고가 설계한 CMS Spread Ladder 스왑 계약은 계약체결 당시 계약금액의 약 4%(약 80,000 유로)에 해당하는 마이너스 시장가치를 안고 있었는데도 피고는 이를 원고에게 언급하지 않았다. 피고의 예측과는 달리 2005년 가을부터 원고의 이자지급의무 산정에 중요한 이자율 차이는 계속하여 축소되었고, 이로 인하여 1년차 경과 후 그 계약은 원고는 손실을 입게 되었으며, 이에 원고는 2007년 1월 26일 마이너스 실제 시장가치인 566,850 유로의 정산금액을 지급하고 스왑계약을 해지하였다. 원고가 피고에 대해 스왑거래로 인한 손실로서 541,074 유로 및 관련이자 반환을 청구하는 소를 제기하여 1심과 2심에서는 청구가 기각되었으나, 독일연방최고법원에서는 피고가 상담의무를 위반하였으므로 청구금액을 반환하여야 한다고 2011년 3월 22일 판시하였다.

V 결 론

KIKO는 다이아몬드 펀드사건에서 알 수 있듯이 금융기관인 자신들조차 이해할 수 없었다고 법원에서 주장한 사실은 KIKO라는 금융상품을 무역회사를 경영하는 기업인과 같은 일반으로서 이해하기가 얼마나 어렵고 이해하기가 복잡했다는 내용이라는 것을 당시의 우리나라 금융기관의 실태를 단적으로 입증해 주는 것이라 할 수 있다. 이러한 실정에서 시티은행이나 외환은행, 제일은행 등 외국계 은행에서 주도적으로 KIKO상품을 중소 우량수출기업에게 집중적으로 소개하고 매매계약형식으로 체결하였다는 사실은 서류상으로만 법적인무를 갖추었을 뿐 실질적으로는 KIKO상품의 내용과 위험을 수출기업인에게

55) 윤성승, 전거서 pp.39-40.

설명하고 주지시켰다고 하는 주장은 허위라 할 수 있다. 더구나 금융계의 이러한 실정과 비록 일부이기는 하지만 학계에서 KIKO 상품에 대한 투자자 보호대책이 필요하다고 주장한 시점에서 그리고 단기외화자금의 유입으로 일시적으로 환율이 안정 또는 인하되는 시점에서 이에 능동적으로 대비하지 못하고 KIKO 상품을 아무런 제한 없이 매매되도록 방관한 정부(금융감독원)의 책임이 기업에 앞서 컸다고 본다. 금융감독원은 적어도 자본시장통합법제정과 동시에 거래당사자들에게 KIKO 상품에 대한 주의나 위험경고를 했어야 한다. 이러한 상태에서 KIKO 상품을 매입하였다가 많은 손해를 입었던 독일의 기업들이 은행을 상대로 제기한 1,2심의 소송판결에서 모두 패소하였지만 대법원의 상고심에서 승소하였다는 사실은 우리나라의 대법원 판결에도 기업에게 유리한 영향을 미칠 것으로 보인다.

우리나라에서도 은행의 업무상 권유로 KIKO를 가입한 기업이 1,2심 법정에서 대부분 패소하였으며, 대부분의 로펌에 관련된 변호사나 법관 출신 학자들이 KIKO계약은 법리상 문제가 없다고 주장⁵⁶⁾하고 있으나 일부 학자는 신중한 입장⁵⁷⁾에 소수의 학자들이 문제가 있다고 주장⁵⁸⁾하고 있을 뿐이다. KIKO계약을 체결하게 된 동기와 체결과정 및 당사자의 지위를 감안하면 은행이 오해의 소지가 있는 정보를 제공하였거나 또는 부정확한 정보를 제공하여 기업이 환헤지에 적합하지 않은 KIKO계약을 체결한 것으로 보인다.

더구나 은행은 수출기업이 KIKO를 판매한 은행과 같은 수준으로 이해하여 자율적으로 공정한 의사결정을 할 수 있을 정도로 설명하였다고 볼 수 없다. KIKO 내용의 복잡성과 당사자 이해정도, 이익배분에 대한 규형, 불순한 의도로 보이지 않은 국제투기자본 개입 가능성, 계약당사자의 정보능력의 비대칭 등을 감안하면 우리나라 1,2심 법원은 구조화된 장외파생상품의 설계와 판매 과정에서 나타나는 구조적인 특성을 충분히 고려하지 못했던 것으로 보인다. 그러므로 대법원은 독일대법원의 판례를 참고해서 은행의 서류상으로만 개별

56) 고동원 법학박사(성균관 교수), 허창복·이수현(법무법인 세종 변호사), 박진순 변호사(한국씨티금융부사장), 서완석(경원대 교수), 성민섭, 조관형 와 주로 로펌 소속의 변호사들에 의해서 주도되었음을 알 수 있다.

57) 박선종 법학박사(BS투자증권), 주진열 법학박사(부산대 교수), 양석완 법학박사(제주대 교수).

58) 정상근 법학박사(영산대 교수), 신현운(연세대 교수), 김홍기(연세대 교수),

계약형식으로 은행이 면책할 수 있도록 하고 실질적으로 KIKO 상품 내용이 수출기업에게 환헤지 상품으로서 적합한지? 상품에 내재하고 있는 위험을 기업에게 고지하였는지 등의 사실행위에 대한 종합적인 검토로 다시는 외국자본가가에 의해서 운영되고 있는 금융기관에 의해 우리외환시장이 혼란에 빠지게 되거나 KIKO와 같은 복잡한 파생금융상품에 의해 우리 수출기업이 부당하게 손실을 입는 사태가 없도록 하는 계기가 되기를 기대해 본다.

참 고 문 헌

1. 고동원, KIKO 파생상품 계약의 구조와 접합성 원칙에 관한 법적 검토, 저스티스 통권 제119호(2010)
2. 권순일, 증권회사의 고객에 대한 보호의무, 민사재판의 제문제(제10권), 한 국사법행정학회, 2000.7.
3. 나승성, 자본시장통합법상 금융투자자 보호제도, 하나금융연구소 논집 제 203호(2007.7)
4. 나태영, 키코통화옵션계약의 효력에 관한 소고, 한양법학 제22권 제1집(통 권제33집),2011.2.
5. 김규완·김명숙·김형배, 민법학 강의(제9판), 신조사, 2010,
6. 김인배, 파생금융상품시장의 활성화 방안과 위험관리, 대외경제정책연구원, 1996.9.
- 7 김흥기, 장외파생상품거래의 법적 규제에 관한 연구, 연세대학교 박사학위 논문, 2006.12.
8. 박진순 변호사, KIKO 1심판결의 내용 및 분석, 한국금융법학회 2011년 춘 계(제21회) 학술발표회(2011.4.30) 발표논문
9. 박철우, 통화옵션가격결정을 둘러싼 KIKO소송에서의 중요쟁점 연구, 연세 대학교 2010.6. 석사학위논문.
10. 신현윤, 파생금융상품 거래시 고객에 대한 설명·조언의무, 상사판례연구 제24집 제2권, 2011.6.30.
11. 정상근, KIKO 소송과 관련한 법률적 쟁점 연구, 한국금융법학회 2009년 춘계학술발표문,2009.5.9.,pp.13-14.
12. 정상근 교수, 파생상품거래와 금융사기(키코상품의 법리와 해석을 중심으 로), 경제연구 제9권 1호, 한국경제법학회, 2010.
13. 조관행, 약관규제의 범위와 불골정한 면책약관의 효력, 재판자료 제87집, 법원행정처, 2000.7.
14. 주진우, 장외파생금융상품 거래에 있어서 적합성 문제에 대한 비교법경제 학적 고찰, 저스티스 통권 제115호(2010.2)
15. 원종현, 최근 KIKO 손실기업의 현황과 지원방안, 『이슈와 논점』,국회입

법사무처, 2010.9.27.

16. 윤성승 교수, 외국의 장외파생상품 피해 관련 사례와 우리나라에 대한 시사점, 한국금융법학회 2011년 춘계(제21회) 학술발표회(2011.4.30) 발표논문
17. 서울지방법원중앙지원 판결문 및 고등법원 판결문
18. 조선일보, 동아일보, 한겨레신문, 매일경제신문, 한국경제신문 중
19. Bloomberg News, Deutsche Bank Loses First German High Court Case Over Swaps, Mar. 22, 2011
20. Randall Dodd, Playing with Fire, Finance & Development(June 2009), Volume 46, Number 2 of IMF.
21. http://en.wikipedia.org/wiki/Euro_Interbank.
22. http://en.wikipedia.org/wiki/Constant_maturity_swap.

ABSTRACT

A Study on the Stability about the KIKO as Financial Instruments for Hedging

(Laying stress on the precedent of Korean supreme court)

Shin, Han dong

Before and after the Capital Market Integration Act in 2007 is implemented in South Korea, many of small-and mid sized exporting companies in South Korea has been bankrupted or filed for lawsuit claiming mis-selling(KIKO) by the banks. The basic economic structure of KIKO in Korea are part of a business model based on the use or misuse of exotic derivatives whose results are anything but imaginary. 571 mid sized exporting companies have been damaged about \$28 billion. KIKO is a currency option product that sells foreign currencies at higher foreign exchange rate when the rate moves within a certain range, but sells foreign currencies at two or three times lower rate than the market price when the rate exceeds the designated upper limit. KIKO, Therefore, is hard to know whether the non financial firms intended to hedge against further strengthening of their currency or merely to speculate. It is also hard to know how thoroughly they understood the risk-return profile of these transactions. It is similarly hard to ascertain whether the derivatives dealers offering these transactions were meeting the demands of their clients or taking advantage of them.

These exotic derivatives were inappropriate for either hedging or speculating, and no knowledgeable investor would be likely to enter into these contracts intentionally.

Key Words : Knock in and Out(KIKO), Derivatives, Risk Hedging ,