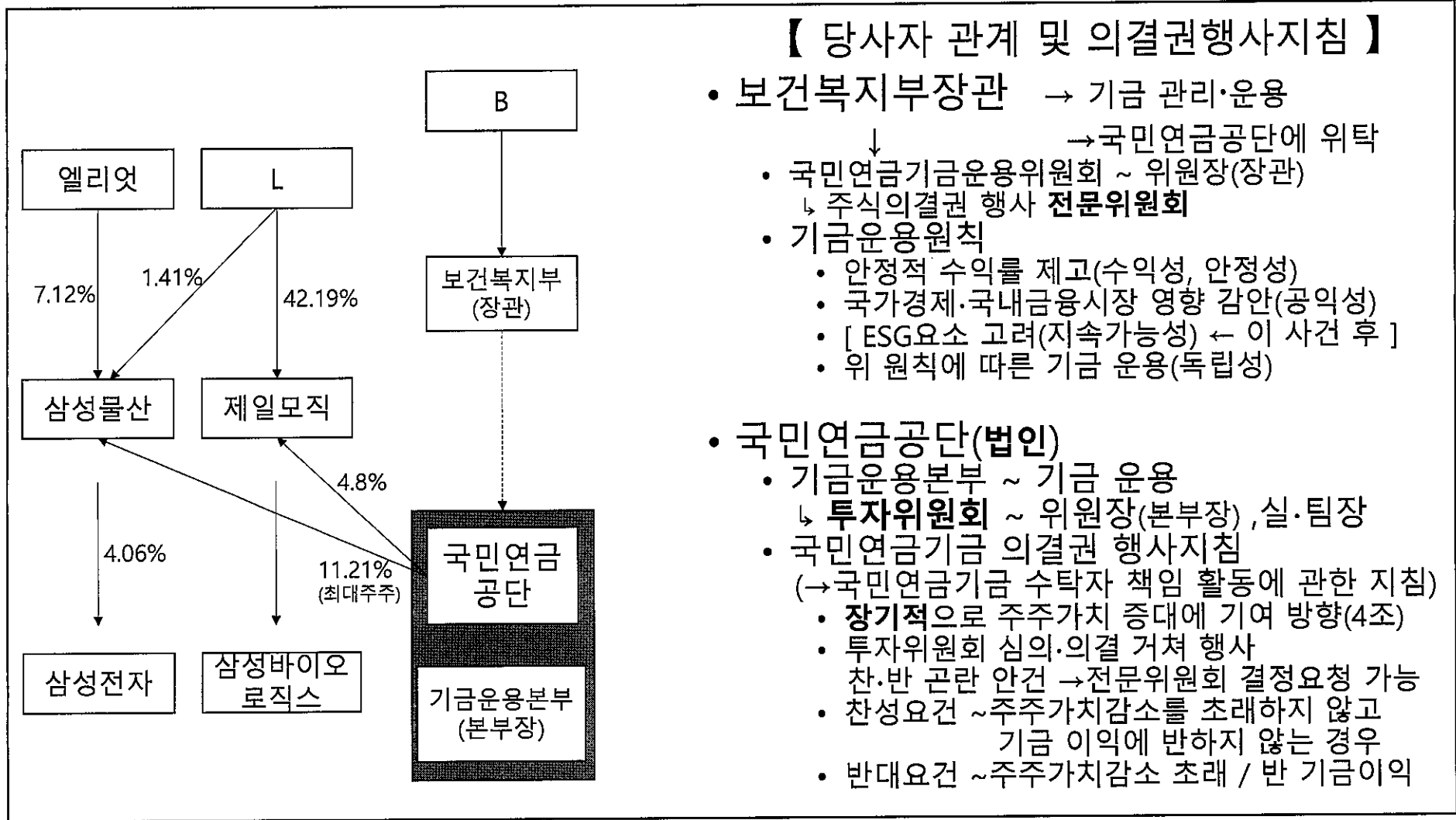


**엘리엇 ISDS 중재판정 분석**  
**-삼성물산 · 제일모직 합병 관련-**

**한 석 훈**

국민연금기금운용전문위원회 상근 전문위원



## 【 사건 경과 】

- 2014. 11. 26.부터 합병예상 보도
- 2014. 12. 18. 제일모직 상장 ▷ (159,294원 : 55,767원)
- **2015. 5. 26.** 이사회결의, 흡수합병계약 → **합병안 발표** ▷ 자본시장법규(2015. 5. 25.기준 주가)
- 6. 4. 엘리엇펀드 합병반대 (경영참가목적 공시) ▷ 합병비율 ~1(제일모직): 0.35(삼성물산)
- 6. 29. **대통령이 청와대관계자에게 "합병에 관한 연금의결권행사 잘 챙겨보라" 지시 (→ 장관)** • 국부유출 비난 ↔ 그룹 경영권승계 일환 비판
- 6. 30. 보건복지부연금정책국장이 투자위원회에서 결정하도록 지시
- 7. 3. ISS(1:0.95), 기업지배구조원(1:0.42) 반대 자문 ← 자문 논거 ~ 자산가치, 경영권승계 목적
- 7. 6. 공단 운용본부의 실장 등은 전문위원회 부의 의견
- 7. 6. 장관의 전문위원회 부의 대응방안 지시 → 예상표결 ~ 찬성4 : 반대4 : 기권1
- 7. 7. 본부장이 L에게 합병비율 재조정 또는 중간배당 요구(→거절)
- 7. 8. 보건복지부의 투자위원회 결정방침 전달
- **7.10. 투자위원회 개최 ~ 3차 비율산정 + 합병시너지** ↙ 본부장 ~ 합병시너지 계량화 지시
- **합병비율은 불리하나 삼성그룹 투자 전체(주식 25%)의 수익성 고려** (→ 3시간 심의 · 표결 ~ 찬성 8 : 중립 1 : 기권 3)
- **7.17. 주주총회 개최(합병승인)** → 84.73%출석(2/3찬성票) → 출석 주주 중 **69.53% 찬성(공단 13.23%)**
- 2017. 6. 8. 2017고합183(유죄) → 서울고법2017노1886(유죄) ↔ 합병무효의 소(2016가합510827 - 배임X)

## 【 엘리엇 ISDS 중재사건(PCA 2018-51호) 경과 】

### [엘리엇(EALP)의 삼성물산 주식 매입]

- 2015. 1. 29.부터 5. 25.까지 773만 주(3.1%)를 4,698억 원에 매수(60,754원/1주)
- 5. 25. 합병안 발표 후 6. 4.까지 추가 339만 주(합병 후 신설 삼성물산 118만 주)를 2,158억 원에 매수(63,599원/1주)  
⇒ 합계 1,112만 주(7.12%)
- 7. 1. 주총소집금지 가처분 기각(← 삼성물산 주가 상승)

### [주식매수청구 및 합의]

- 합병 후 2015. 8. 4. 773만 주 매수청구
- 2016. 3. 매수 합의(총 5,225억 원, **67,572원/1주**)

### [주식매수청구권 없는 주식의 매도]

- 2015. 9. 25.까지 신설삼성물산 118만 주(삼성물산 339만 주) 매도(**1,798억 원**)

### [ ISDS중재 청구]

- 엘리엇(미국 헤지펀드)은 한미FTA협정 및 유엔국제무역법 위원회 중재규칙(UNCITRAL규칙)에 의하여 **한국의 한미FTA 협정위반**으로 인한 손해배상청구

### [참고사항]

- 2014. 11. 삼성물산 주식의 NAV 대비 할인율 30%이상임을 엘리엇도 인식했으나 투자가치 있는 것으로 판단
- **합병안 발표 후 주가 상승**(주총 전날인 2015. 7. 16. **69,300원/1주**)

• **527억**(5,225억 - 4,698억)원 이득

- 2015. 7. 16. 주가합계 **2,351억 원**
- 360억(2,158억 - 1,798억)원 손실

⇒ **총 167억**(527억 - 360억)원 이득

## 【 관할 및 청구적격 】

## [협정 11.1조 - 적용범위]

- 한국 내 미국의 투자자 및 적용대상투자 **에 관하여**, 한국이 채택하거나 유지하는 조치
- 위 '조치'란 **정부(중앙/지방)나 정부로부터 그 권한(조치권한)을 위임받은 비정부기관**이 채택하거나 유지하는 조치

## [중재 판정]

- '조치'란 입법규제나 행정행위뿐만 아니라 당사국의 작위 또는 부작위 국가행위를 모두 포함(광범위)
  - 청와대·보건복지부의 이 사건 행위는 **협정상 '조치'에 해당**
- 조치 당시 투자에 대한 악영향을 합리적으로 예측할 수 있었던 경우에는 '관련성' 인정 가능
  - **관련성 인정**(← 특히 보건복지부장관과 본부장은 직원 및 투자위원회 위원 등을 설득하기 위해 엘리엇의 합병반대 언급)
- 공단은 **사실상 국가기관**이고, 그 행위는 한국에 귀속됨
  - ← 공단은 법인이지만 관·리운용하는 연기금은 국가에 귀속, **주식취득 주체도 공단이 아닌 국가**, 기금납부가 비자발적, 국가(장관)가 공단의 운영예산 승인조달 및 임원 임·명감독, 공단은 국정감사 대상, 공단의 처분행위는 공법행위로서 사법심사대상

## 【 쟁점 】

- 청와대와 보건복지부의 행위('잘 챙겨보라', '투자위원회에서 결정하라')가 협정상 '투자에 관한 조치'에 해당하는가?
- 공단의 찬성표결이 협정상 '**정부의 조치**'인가 **상업적 행위**인가? → 후술
- 한국의 조치가 미국 엘리엇과 그 투자와 관련된 것이라면 형사판결(L에게 이익을 취득하게 하려는 고의 인정)과 모순?
- 국민연금공단은 사실상 국가기관인가?
  - ※ 기금은 보건복지부장관이 관·리운용(법 102조①) → 공단에 위탁한 것일 뿐(법102조⑥)
- 투자 주식의 법적 소유주가 국가인가?

## 【 관할 및 청구적격 】

### [절차 남용 여부]

- 분쟁 예견 시점에 주식투자 하고, 합병 발표 후 지분 확대  
→ 합병을 방해하고 방해가 실패할 경우 '악명 높은' 소송전략을 이용할 의도 아래 고의적으로 행한 절차의 남용
- 이미 주식매수청구 절차에서 동일 분쟁에 관해 합의  
→ 엘리엇이 주장하는 손실은 이미 보상받은 것이므로 중복하여 추가청구 하는 것은 절차의 남용

### [중재 판정]

- 종전 스왑계약(삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 총 수익 스왑)을 주식 직접보유로 투자를 재조정함으로써 합병에 대비하여 자기입장을 방어하기 위한 것이므로 남용 아님
- 이 사건은 공단의 합병 투표에 한국이 개입하여 발생한 것으로 분쟁의 상대방과 주제 면에서 주식매수청구의 합의와 구별되어 남용 아님
- 다만, 이 사건에서 한국이 배상책임을 부담하는 경우에는 엘리엇이 삼성물산으로부터 받은 금액은 공제해야 할 것임

※ 본안에서 한국이 같은 내용으로 위험감수 항변 제기 → 기각  
(← 엘리엇이 한국의 정부개입 위험까지 감수한 것은 아니므로 협정 위반의 항변사유가 될 수 없음)

## 【 당사자의 주장 】

### [엘리엇]

- 구체적 분쟁이 예견되는 시점에 협정상 보호 받을 목적만으로 한 주식취득 아님(합병 무산 예상, 그 경우 주가상승 기대)
- 지분확대는 소액주주로서 합병 저지능력을 강화하기 위한 통상적 경제활동
- 협정위반 행위로 인한 한국의 책임과는 사안이 다름
- 한국의 주식매수청구가격 재산정절차는 이 사건 합병으로 인해 발생하는 대규모 부(富)의 이전과 관련된 엘리엇의 손해를 충분히 배상할 수 없음

### [의문점]

- 한국이 주식의 법적 소유주라면 그 의결권 행사에 주식 소유주로서 개입할 수 있는 것이며, 공단이 주식의 소유주일지라도 보건복지부장관은 기금 운용·관리의 위탁자로서 기금운용원칙에 따른 지시를 할 수 있음 → 최소기준대우 의무 위반 판단 시 그 개입을 불공정하다거나 적법절차 위반으로 본 중재판정은 모순?

**【 배상책임 】**

**[협정 11.5조 - 최소기준대우 의무]**

- **공정·공평한 대우** 및 충분한 보호·안전확보를 포함하여 **외국인 대우에 관한 국제관습법상 최소기준**을 적용대상투자자에 부여해야 함
- **공정·공평한 대우** 제공의무는 세계 주요 법률체계에 구현된 **적법절차 원칙에 따라 형사·민사·행정심판절차**에 있어서의 정의를 부인하지 않을 의무도 포함

**[중재 판정]**

- 최소기준대우 위반이 되려면 **'지극한 불공정'**, **'적법절차 결여로 사법적 타당성을 해치는 결과 야기'**, **'투명성·공평성의 전적인 부존재'**도 요구됨
- **형사판결**에서 유죄 확정된 보건복지부장관의 직권남용, 본부장의 배임행위는 한국에 귀속되는 것이므로, 이러한 한국정부의 **범죄행위**는 **'명백히 부당한' 행위**로서 위 최소기준대우 의무위반이 됨
- 합병무효의 소 판결은 공단의 투자위원회 의결에 배임적 요소를 인정하기 부족하고 합병 찬성의결이 위법하지 않다고 평가했으나, **그 후 형사판결**에서 대통령이 부당한 이익을 대가로 합병관여했음을 인정함(←2015. 7. 25.자 이재용 면담)에 비추어 위 판단 유지
- 통상적 상황에서 공단의 의결권행사는 **상업적 행위**에 해당할 수 있음, 다만 **보건복지부의 지시에 따라 그 기관으로 행위한 것이므로, 공단의 행위는 정부(공적)권한의 행사에 해당함** → 항변은 부당하고, **관할위반도 아님**(← 정부의 '조치'에 해당)

**【 당사자 주장 】**

**[엘리엇]**

- 청와대는 대통령 지시 아래 해외 헤지펀드 엘리엇의 공격적 경영간섭에 대항하고 국부유출 방지를 위해 공단을 활용할 것을 주문
- **국가가 기금 주식의 법적 소유주**이므로 공단의 표결은 보통의 주주 표결과 다름
- 삼성물산이 상당히 저평가된 합병비율임에도 공단이 기금운용지침(수익성, 운용의독립성)을 위반하여 정부지시에 따라 전문위원회를 우회하고 합병시너지 효과를 조작하여 합병에 찬성한 것은 **지극히 불공정하고 명백히 차별적**이며 **적법절차의 완전한 결여**로서 최소기준대우 위반임

**[한국] · 최소기준대우 위반정도의 심각성 無**

- 국가가 주권적(공적) 권한행사가 아닌 **통상적 상사거래 당사자로서 한 행위**는 협정상 책임을 부담하지 않음(← 보건복지부는 기금 관리·운용 위탁자로서 지시 권한 있음)
- 찬성표결은 투자위원회 위원들의 **독립적 판단**이며(←주가상승 등) **삼성그룹 17개사 전체투자를 고려한 것으로 장기적 수익성 원칙에 부합**

## 【 배상책임 】

## [협정 11.3조 - 내국민대우]

- 당사국은 영역 내 투자의 설립·인수·확장·운영·매각 또는 그밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자나 투자에 부여하는 것보다 불리하지 않은 대우를 해야 함(미국 ~ 관련된 모든 측면에서 유사하지만 소유자의 국적만이 다른 내국인 투자와 비교 필요)
- 부속서Ⅱ ~ 공기업 또는 정부기관은 보유하고 있는 지분이나 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보(留保)함

## [중재 판정]

- 이 사건 합병 의결권 행사는 '정부기관'의 '조치'에 해당함
- 부속서의 '처분'이란 보유주식의 최종단계의 처리나 정리만을 의미하지는 않으므로, 부속서의 유보조항에 해당함 → 내국민대우 의무위반에 해당하지 않음

## 【 당사자 주장 】

## [엘리엇]

- 한국은 엘리엇을 삼성 일가보다 불리하게 차별대우 함으로써 내국민대우 의무를 위반함
- 부속서의 '처분'이란 보유주식의 표결이 아닌 최종단계나 정리를 의미하므로 부속서의 유보조항에 해당하지 않음

## [한국]

- 합병에 관한 의결권 행사는 삼성물산 주식의 처분 대가로 합병 후 신설삼성물산 주식을 인수함에 동의하는 것이므로, 이는 부속서의 '처분'에 해당함. 따라서 부속서 유보조항에 의하여 내국민대우 의무규정은 적용되지 않음
- 내국민대우 의무규정이 적용되더라도, 엘리엇과 그 투자는 삼성일가나 제일모직 투자자가 아닌 삼성물산 투자자와 비교해야 할 것이므로 '동종의 상황에서' 국내 투자자나 투자에 비해 차별 또는 불리한 대우를 받은 것 아님
- 해외 기관투자자(싱가포르 GIC, 사우디아라비아 SAMA, 아랍의 ADIA)도 합병 찬성



## 【 인과관계 】

### [협정 11.6조 제1항 (가)호 - 인과관계]

- 투자자는 협정위반을 이유로 그 위반으로부터 발생한 손해를 청구하는 중재를 제기할 수 있음

### [미국 의견서]

- 투자자는 조건부(사실적)인과관계와 상당인과관계를 증명해야 함
- 상당인과관계는 피해가 충분히 직접적이고, 예측 가능하고, 상당성이 있어야 하며, 위반으로 인한 것이 아닌 행위·사건 또는 상황에 기초할 수 없음

### [중재 판정]

- **형사판결(장관/본부장)**은 주가가 삼성그룹의 조작으로 삼성물산에 불리한 합병비율이 산출된 시점에 삼성물산의 최대주주로서 사실상의 '캐스팅보트'를 가진 공단이 합병찬성 표결을 함으로써 삼성물산 주주에게 손해를 입힌 것으로 판시함 → **조건부(사실상) 인과관계 인정됨**
- 공단의 행위는 한국에 귀속되는 것이므로 위 표결로 인한 삼성물산 주주 엘리엇의 손해는 **한국정부 행위의 직접적 결과**이고, 공단의 표결과 손해 사이에 인과관계 단절행위가 존재하지 않으므로 **상당인과관계도 인정됨**
- 전문위원회나 다른 삼성물산 주주(2.7% 넘는 소유 주주)의 합병반대시 합병승인을 저지할 수 있었다고 하더라도, 그것이 실제로 발생한 사건이 아닌 한 인과관계를 단절시킬 수는 없음

## 【 당사자 주장 】

### [엘리엇]

- 한국 정부(대통령 및 장관)의 지시가 없었다면 전문위원회에 회부되고 합병찬성결의 없었을 것
- 시너지효과 조작과 가치재평가가 없었다면 본부 투자위원회도 합병찬성 결의 없었을 것
- 삼성물산이 과소평가된 합병비율로 인해 손해 발생

### [한국]

- 엘리엇은 한국의 위법행위가 없었다면 삼성물산 주식의 '내재가치'를 실현하였을 것(조건부 인과관계)과 그 상당(법적)인과관계를 증명해야 함
- 보건복지부는 투자위원회가 먼저 결정하도록 지시했을 뿐이고, 공단이나 11인의 투자위원회 위원들에게 합병찬성을 지시한 것도 **아님**(본부장과 대화한 5인 중 2인만 찬성, 3인 기권)
- 제3자의 가치평가들이 주관적이고 차이가 심하여, 달성가능한 시너지효과(10% 매출증가)를 산정한 것이고, 투자위원들도 **가정치입을 인식하고 삼성그룹 전체투자 등을 감안하여 투표한 것**
- 합병비율은 거래가격에 따라 **자본시장법상 법정 산식에 의해 산정된 것**이고, 삼성물산 주가조작을 증명한 판결은 없음

## 【 배상액 】

[기준 - 적용 가능한 국제법규칙(협정 11.22.1조)]

- 협정위반이 없었을 경우 엘리엇 보유 삼성물산 주식의 **공정시장 가격('FMV')**과 그 실제 주식판매 수익(합의금 포함)과의 차액
- 손해 유무 및 FMV를 산정하기 위한 가치평가방법에는 이견(異見)

## [중재 판정]

- FMV는 사업별평가가치 합산기법(SOTP: 순자산가치(NEV) 합산 내재가치)이 아니라 주식의 **시장가격**으로 평가해야 함(← 주가의 디스카운트는 협정위반과 무관; 삼성물산 주가가 합병승인 표결 직후 69,300원(2015. 7. 17.)에서 62,110원으로 하락했지만, 2015. 5. 26. 합병발표 당시 시장이 호의적으로 반응하여 주가가 55,300원에서 63,500원으로 14.83% 상승했던 점에 비추어 시장의 반응은 복합적임 → 합병무산으로 시장가치 이상 가치증가는 증명 미흡)
- 가치평가일은 **2015. 7. 16.**(← 합병승인 결의로 협정위반의 영향이 시장에서 느껴지기 전날임; 공단은 주총 전까지 입장발표를 거부했고 2015. 7. 13. 삼성물산의 주가에 유의미한 반응도 없었음)

⇒ 손해배상액 **687억 원**(53,586,931달러)[ **133억 원**((합병발표 전날 69,300원 - 주식매수청구 합의 67,572원) x 합병발표 전 매수 7,732,779주) + **554억 원**{69,300원 x 합병발표 후 매수 3,393,148주 - 매도대금 1,798억 원} ] 및 2015.7.16.부터 연5%의 이자(연 복리)

그 외 법률비용 : 25,445,709달러(28,903,188 - 3,457,479)

## 【 당사자 주장 】

[엘리엇]

- FMV는 사업별평가가치 합산기법에 따라 삼성물산의 **내재가치**를 평가해야 함(← 지주회사 디스카운트, 주가조작 因 추가 디스카운트)
- 합병승인 표결 전 주가에는 2015. 7. 17. 예정된 표결 결과에 대한 시장의 불확실성이 포함되어 있으므로, 터널링 효과가 있는 약탈적인 합병 위험이 확실히 사라진 상태에서의 가격을 반영할 수 없음

[한국]

- FMV는 주식의 **시장가격**으로 평가해야 함(← 내재가치는 주관적이고 부정확하여 신뢰불가)
- 가치평가일은 협정위반 혐의의 효력이 삼성물산 주가에 반영되기 직전인 2015. 7. 10.(← 투자위원회의 표결결과는 그 후 첫 영업일인 7. 13.(월) 시장에 유출)의 64,400원/1주, 예비적으로는 합병승인 전날인 2015. 7. 16.의 69,300원/1주(이 가치평가일은 청구인도 동의)

### 【 중재판정에 대한 이의 】

#### [중재판정부의 배상액 정정 ← 계산 착오]

- 배상 원금 622억(687억 - 65억) 원
- 중재판정 전 이자 294억(326억 - 32억) 원
- 이유 ~ 엘리엇이 받은 추가 합의금을 세전금액으로 공제할 것을 세후금액으로 공제

#### [중재판정 취소소송]

- 2023. 7. 중재지인 영국 법원에 제소
- 이유 ~ 한미FTA상 관할인정 요건 오해(**재판권 위반**)
  - 미국인 투자에 **관하여** 채택하거나 유지하는 한국의 **조치** ~ 주주는 다른 주주에 대한 의무나 책임이 없고, 공단은 국가기관이 아니므로, 공단의 의결권 행사는 다른 주주인 엘리엇의 투자에 관한 한국의 조치가 아님
  - 공단의 의결권 행사는 한국에 **귀속** ~ 공단이 '사실상의 국가기관'임을 전제로 하나, 이 개념은 한미FTA에서 예정한 것이 아님; '정부로부터 권한을 위임받은 비정부기관의 조치'도 그 기관이 위임받은 정부의 권한범위를 벗어난 행위는 포함되지 않음(미국 의견서); 합병무효의 소 판결에 의하면 "공단은 결과적으로 독립된 의결권을 행사한 것으로 보인다"고 판시

## 【 형사판결(항소심) 】

### [임무위배 인정]

- 공단의 기금이사이자 투자위원회 위원장으로서, **주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우** 반대하는 등으로 법령에 정한 의결권 행사기준이 준수되도록 하고, **불공정한 합병비율**에 따라 예상되는 주주가치의 훼손을 보전하면서 공단에 최대이익이 되는 조건으로 합병이 성사되도록 당시 공단이 가진 **사실상의 캐스팅보트**를 잘 활용하여 중간배당을 요구하거나 반대 의결로 합병비율의 개선을 요구하는 등으로 필요한 조치를 하며, 투자위원회에서 전문위원회 부의를 포함한 의결권 행사방향을 정함에 있어 **보건복지부의 부당한 압력에 영향을 받지 아니하고 각 위원들이 합리적이고 진지한 노력을 기울여 자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록 함**으로써 공단의 손해발생을 막아야 할 업무상 주의의무를 위반
- 지휘·감독권을 이용하여 **투자위원회 위원 5인에게 합병찬성을 권유하고, 조작된 합병시너지 효과**(근거 없이 2조 원의 합병시너지 효과가 있는 것으로 분석한 자료 작성)를 투자위원회에 설명하게 하는 임무위배행위를 하여 찬성결의에 이르게 하고, 공단으로 하여금 그 결의에 따른 의결권을 행사하게 하여 합병이 성사되게 함

### [손해]

- L 등 삼성그룹 대주주에게 가액불상 재산상 이익을 취득하게 하고, 공단에 캐스팅보트의 적극적 활용을 통하여 추가적으로 얻을 수 있었던 이익을 상실함으로 인한 **가액 불상의 손해**를 가함.

## 【 합병무효의 소 】

### [임무위배 부정]

- 적정 합병비율은 산정기관과 산정방법의 차이로 인해 일의적일 수 없음, 공단 내부의 합병비율 산정은 처음임 → 이 사건 합병비율도 산정기관 별로 최소 1:0.31부터 1:0.95까지 차이가 큼
  - 주권상장법인의 합병가액은 **자본시장법규의 산정방식**에 따라야 함(주식매수청구사건도 매수가격을 자본시장법규에 따르되, 시장주가가 합병계획으로 영향을 받기 전인 제일모직의 상장 전날을 기준으로 하였을 뿐임)
  - 시세조종, 부정거래 등 특별한 사정이 없는 한 공개시장의 주가는 공정가액임 → 이 사건의 경우 '주가 누르기' 주장은 증거 없음
  - 투자위원회 위원들은 자산운용의 전문가들로서 **합병시너지 산정불가 및 성장주(삼성바이오) 가치평가의 어려움** 지득, 당시 바이오산업 육성정책으로 장기적으로 주주가치 증대 판단
  - 공단의 찬성 여부와 무관하게 당시 **삼성물산 주주총회의 합병승인 여부는 예측불가 상황**
- ⇒ 공단 내부 산정결과나 의결권자문기관과 달리 판단한 것을 배임이라 할 수 없음

## 【 임무위배 여부 】

### • 주주가치의 훼손이 있는 불공정한 합병비율이었는가?

- 합병대상 회사 모두 주권상장법인으로서 **자본시장법규에 따른 합병비율**이므로 시장주가가 시세조종 등 자본 시장 기능을 방해하는 부정한 수단의 영향을 받은 증거가 없는 한 불공정한 합병비율로 볼 수 없음
- 공단 내부의 3차에 걸친 산정결과는 그 폭이 커서 신빙성이 없었으며, 의결권 자문사들이 산정한 합병비율도 최소 1:0.31부터 최고 1:0.95까지 평가의 폭이 컸고 합병시너지를 충분히 감안하지 않거나 자회사(삼성바이오로직스)에 대한 평가가 주관적이었음
- 삼성물산 주주총회 시 찬성의견이 공단을 제외하고도 56.3%(69.53-13.23)나 되었고, 기관투자자 133곳 중 130곳이 찬성표결 했으며, 합병계약 발표 후 삼성물산 주가가 지속적으로 상승했으며, 주식매수청구 주식도 7.5%에 불과한 사실에 비추어 보면, 불공정한 합병비율이라 단정할 수 없음

### • 사실상 캐스팅보트를 활용하여 합병비율의 개선을 요구할 수 있었는가?

- 삼성물산의 중간배당은 이미 **중간배당기준일(2015. 6. 30.) 경과로 요구할 수 없었음**(형사항소심 판결이유)
- 이미 제일모직의 지배주주 L은 본부장에게 **합병비율 재조정을 거절**하였으므로 재조정 요구 노력을 안 한 것이 아니며, 반대의결권 행사시 합병무산으로 인한 결과를 감수해야 함(합병무산 시 주가하락 손해도 가능함)
- 공단의 찬반 여부와 무관하게 **주주총회 전에는 합병승인 여부가 예측불가**였고, 공단에게 사실상 캐스팅보트가 있었다는 것은 **사후판단**임.

### • 투자위원회 결의가 의결권 행사지침에 위배되는가?

- 장기·안정적 주주가치 증대에 기여하는 방향인지(신설삼성물산, 삼성그룹 투자 전체), 해외 투기펀드의 개입을 차단하여 국부유출을 막아야 한다는 여론 등 국민경제도 감안한 것인지(중재판정에서 주로 언급)에 대한 검토 필요
- 투자위원회 위원들이 전문가로서 전체·적장기적 판단을 한 것(합병무효의 소 판결이유)이면, 의결권 행사지침에 위배되지 않을 뿐만 아니라, **본부장의 찬성권유 또는 근거 없는 합병시너지 작성은 공단 의결권행사와의 인과관계가 인정**되지 아니함