

유엔국제무역법위원회 중재규칙 및 대한민국과 미합중국간의
자유무역협정에 따른 중재

엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.(ELLIOTT ASSOCIATES, L.P.)

청구인

대한민국

피청구국

청구인

심리 후 답변서면

2022년 5월 18일

목차

I.	서문.....	4
II.	본안 전 이의제기.....	6
	A. 대한민국의 행위는 “조치”에 해당합니다.....	6
	B. 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위는 대한민국에 귀속됩니다	8
III.	대한민국은 협정을 위반하였습니다.....	10
	A. 대한민국은 자국 법원의 판결과 검찰 기소에 구속됩니다	10
	B. 대한민국은 청구인에게 국제법상 최소대우기준을 제공하지 못하였습니다	12
	C. “위험의 감수”는 대한민국의 책임에 대한 항변이 되지 못합니다.....	20
IV.	대한민국의 협정 위반행위는 청구인의 손실을 야기하였습니다.....	22
	A. 대한민국은 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였습니다 ..	23
	B. 국민연금의 표결로 인해 임시주총에서 본건 합병이 승인되었습니다	25
	C. 대한민국의 위반행위는 청구인 손실의 사실적 및 법적 원인이었습니다	26
V.	청구인의 손해배상액 산정.....	26
	A. 대한민국의 새로운 “0이 아닌 손해액” 주장은 중요한 인락이지만 여전히 근본적인 오류가 존재합니다	27
	1. 여러 일자의 주가를 기준으로 한 삼성물산의 가치평가.....	28
	2. 대한민국의 가격조정이론.....	31
	B. 내재가치 개념에 대한 대한민국의 공격은 잘못된 것이며 관련성도 없습니다 .	32
	C. 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 상승하였을 것이라는 증거는 다툼의 여지가 없습니다	34
	1. 평가기준일에 대한 대한민국의 명백한 혼동	34
	2. 가정적 시나리오에서의 삼성물산 주가 상승에 대한 유일하고 확고한 경험적 증거가 있습니다.....	36
	D. 매수청구권 미행사 주식	39
	E. 대한민국이 청구인에게 지급하여야 하는 손해에 대한 대한민국의 “공제” 주장은 잘못된 것입니다	40
	1. 청구인의 거래 포지션은 무관합니다.....	40
	2. 엘리엇은 삼성물산으로부터 추가지급금을 받았으며, 이에 따라	

	손해청구액을 수정합니다.....	41
VI.	신청취지.....	42

I. 서문

1. 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면의 거의 절반 이상을 청구인의 손해배상액 산정 문제에 할애하였습니다. 이는 본 중재판정부에 남겨진 유일한 실질적 문제는 대한민국의 범죄행위에 기반한 협정 위반의 결과 청구인이 입은 정확한 손실액이라는 점을 대한민국이 확인했음을 명확히 보여줍니다.
2. 대한민국은 심리 후 주장서면에서 최초로 “0이 아닌 손해”라는 기묘한 표현으로 이 문제에 대한 새롭고 다른 주장들을 펼칩니다.¹ 아래 자세히 말씀드리는 바와 같이, 이 중 하나는 2015년 7월 16일(본건 합병 관련 의결권 행사 직전일) 자 삼성물산 주가인 69,300원을 기준으로 대략 미화 1억1,700만 달러의 손해액을 도출합니다.
3. 이 청구가 불가피하게 상당한 손해를 초래하였다는 대한민국의 뒤늦은 인식은 여전히 충분하지 않습니다. 대한민국이 주장하는 손해액은 대한민국의 위반이 없었다면 청구인이 처했을 입장과 너무나 동떨어진 것이기 때문입니다. 본건 합병 관련 의결권 행사 전의 주가를 적용하는 것은, 대한민국이 협정을 위반하지 않고 청구인이 미화 6억 달러가 넘는 투자로 실현할 수 있었을 이익을 박탈당하지 않는 가정적 시나리오에서 본건 합병 관련 의결권 행사 후 삼성물산 주가가 얼마나 상승했을지에 대한 핵심 문제를 설명하지 못합니다.
4. 이 핵심 문제에 대한 답을 시장 자체에서 구하는 것은 대한민국의 위법행위로 인하여 유감스럽게도 불가능하게 되었습니다. 따라서 삼성물산에 대한 가치평가분석은 반드시 이행되어야 하며, 두 당사자 중 청구인만이 유일하게 본 중재판정부에 가치평가분석을 제공하였습니다.
5. 아래에서 말씀드리는 바와 같이, 국민연금이 본건 합병에 반대하는 역사적인 의결권 행사를 했을 경우 삼성물산 주가는 즉각적이고 상당하게 상승했을 것이고, Mr. Boulton이 제시한 바와 같이 주가가 주당 98,083원(15% 할인율)에서 주당 109,622원(5% 할인율)의 범위에 도달할 수 있었을 것이라는 점은 상식적일 뿐만 아니라 실제 증거에 의해 입증됩니다. 본 중재판정부에 제출된 당시 증거와 전문가의 증거 모두 가정적 시나리오에서 주가가 그와 같이 상승하였을 것임을 입증합니다:
 - a. Mr. Boulton이 2015년 7월 16일자로 수행한 삼성물산의 SOTP 가치평가는 주당 115,391원입니다.² Mr. Boulton의 가치평가는 이례적이지 않습니다: 이는 ISS (110,234원),³ 그 당시 엘리엇이 선임한 4대 회계법인 (주당 100,597원 내지 114,134원)⁴ 과 심지어 삼성이 선임한 딜로이트 안진회계법인이 최초 (가장 덜 왜곡된) 도출했던 [REDACTED]⁵ 을 포함하여 당시 다수 전문가들이 산출한 평가와 실질적으로

¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제134-135항 {B/11/58-59}.

² Mr. Boulton은 삼성물산의 SOTP를 2015년 7월 16일 현재 삼성물산 주식 160,416,487 주 전체에 대하여 주당 115,391원을 적용하여 18,510,678,000,000원으로 산출하였습니다. Boulton 제2차 보고서, 주식 212 및 그림 64 {F5/1/65} 및 {F5/1/168} 참조.

³ ISS 특별분석보고서, 2015. 7. 3., **Exh C-30**, 제14면 {C/30/14}.

⁴ 서울중앙지방법원, 2015. 7. 1. 선고 제2015카합80582호 판결, **Exh R-9**, 제11면 {R/9/11}.

⁵ 5월 21일자 딜로이트 보고서, **Exh C-775**, 제2면, 제6면 {C/775/3} {C/775/7} ([REDACTED]).

동일합니다. 반면 대한민국은 삼성물산에 대한 자체적인 SOTP 가치평가를 제시하지 않았습니니다.

b. 당사자들은 2015년 7월 16일자 삼성물산의 거래 주가에 그 NAV 또는 SOTP 가치에 대한 상당한 할인율이 반영되었다는 점에 대해 같은 의견입니다. 본건 합병이 부결되었을 경우 삼성물산 주가가 얼마나 상승했을지는 달리 말하면 NAV에 대한 할인율이 얼마나 제거되었을지의 질문입니다. 합병법인 분석을 통해 Mr. Boulton은 나머지 지주회사 할인율이 5%(주당 109,622원) 이상 15%(주당 98,083원) 이하였을 것이라는 결론을 내렸습니다. 재차 말씀드리지만, Mr. Boulton의 평가에 대한 다툼의 여지는 없습니다. 2015년 이전 7년의 기간 동안 삼성물산 주식이 NAV 대비 할증된 가격으로 거래된 적도 있으나, 전반적인 NAV에 대한 평균 할인율은 16%이었으며,⁶ 당시 최고 91,800원에 거래되었습니다.⁷

6. 본건 합병의 부결이 NAV에 대한 할인율에 영향을 미치지 않았을 것이라는 대한민국의 주장은 허황된 것입니다. 이는 삼성물산의 NAV 평균 할인율에 관한 실측 데이터와 상반될 뿐만 아니라, 모든 전문가들은 대한민국 주식시장과 같은 준강형의 효율적 시장(semi-strong efficient market)에서 본건 합병이 성공적으로 저지되었다라면, 그와 같은 사건은 역사적으로 중대한 의미를 띠며 삼성물산 주가에 즉각적으로 반영되었을 것이라는 점에 의견이 일치하였습니다. 제일모직으로의 상당한 가치 이전(이것이 바로 범죄 계획의 목적입니다)을 무산시킨 것이 삼성물산 주주들에게는 엄청난 이익이 되었을 것임은 의심의 여지가 없습니다. Milhaupt 교수가 증언한 바와 같이 (대한민국 최대의 가장 중요한 재벌이 연루된) 본건 합병에 대한 부결은 “강력한 영향”을 끼쳤을 것이며 “대한민국 기업지배구조에 있어서 매우 중요한 사건”이 되었을 것입니다.⁸ 청구인은 미화 6억 달러 이상을 투자하여 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있었기 때문에 삼성물산 주주들에 대한 즉각적인 긍정적 영향은 청구인에게 상당한 이익이 되었을 것입니다.

7. 관할권, 위반 및 인과관계의 문제와 관련하여 대한민국은 심리 후 주장서면을 통해 청구인의 주장과 본 중재판정부에 제출된 증거를 지속적으로 왜곡하고 있다는 점에 주목할 필요가 있습니다. 이와 관련된 대표 사례들은 아래에서 다루도록 하겠습니다. 대한민국이 심리 후 주장서면에서 이러한 전술에 의존하는 것은 다음과 같은 사실을 드러냅니다:

a. 대한민국은 본 중재판정부의 관할권에 대하여 정당하게 이의를 제기할 수 없습니다. 이제 “적용대상 투자”와 “절차 남용”에 대한 이의제기를 포기한 것으로 보이는 대한민국은 여전히 청와대(“청와대”)로부터 보건복지부(“보건복지부”)를 통해 국민연금(“국민연금”)에 이르기까지 하달된 정부 관료들의 명령 및 지시가 어쨌든 “조치”에는 해당하지 않는다는 설득력 없는 주장을 유지하고 있습니다. 더욱이, 대한민국이 주장하는 귀속에 대한 이의는 자신들의 행위에 대하여 유죄 판결을 받고 수감

⁶ Smith 제2차 증인진술서, 제17항 {D1/2/9-10}; Elliott, 삼성물산 NAV 분석, 2015. 6. 30., Exh C-395, “MACRO”탭 {C/395}.

⁷ 엘리엇, 삼성물산 순자산가치 분석, 2015. 6. 30., Exh C-395, “Historical”탭, C열, 3861 행 (2011. 7. 22.) {C/395}.

⁸ Curtis Milhaupt {Day6/14:3} – {Day6/15:5} 및 {Day6/23:2-4}.

중인 [redacted] 전 대통령과 [redacted] 장관의 주도적 역할을 완전히 무시하는 것입니다. 또한, 대한민국은 청와대와 보건복지부가 정부의 직무를 위임받아 수행하는 국가기관인 국민연금의 의사결정을 뒤집고 통제할 수 있기 때문에 정부 관료들이 대한민국의 부패한 계획 등을 이행하는 데 국민연금을 이용하였다는 것을 입증하는 수많은 증거들이 본 중재판정부에 제출되었음에도 이를 무시하고 있습니다.

- b. 자국 법원의 판결을 “인정하지 않을 수 없[음]”을 인정하고 있는 대한민국은 근본적으로 더 이상 본안에 대해 항변할 수 없습니다. 해당 판결들은 (i) [redacted] 전 대통령이 국민연금에 본건 합병을 승인하도록 명령하였고, (ii) 보건복지부가 국민연금에 “삼성물산과 제일모직 간 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라”고 지시하였으며, (iii) 이러한 위법한 지시를 따른 투자위원회(“투자위원회”)의 본건 합병 찬성은 조작된 허위 정보에 기초하였 음을 확인하였습니다.⁹ 이와 같은 명백한 위법행위로 인해 5인의 정부 관료들(및 다수의 삼성 임원들)이 형사상 유죄판결을 받았습니다. 이 행위는 (i) 불합리하고, (ii) 적법한 절차(due process)를 고의적으로 무시하였으며, (iii) 중대한 위법성으로 인한 동기로 이루어진 결정인 점에서 협정 위반에 해당합니다.
- c. 마지막으로, 대한민국의 위반으로 인해 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하였고, 국민연금의 찬성 표결로 인해 본건 합병이 승인되었음은 부인할 수 없습니다. 투자위원회 위원들도 선서 하에 이와 같이 진술하였으며, 국민연금의 찬성 표결이 결정적이었다는 것은 산술적인 사실이며 사법적으로도 인정되었습니다.

8. 청구인은 다음과 같이 나머지 두 관할권에 대한 항변(Section II)과 본안에 대한 대한민국의 나머지 주장들(Section III 및 Section IV)을 간략하게 다룬 후, 본 최종 서면의 나머지 부분이 특별한 사건에서 미화 4억 8백만 달러 및 이자를 손해배상액으로 판정하는 것이 적절하다는 증거를 제시하는데 할애하고자 합니다(Section V).

II. 본안 전 이의제기

A. 대한민국의 행위는 “조치”에 해당합니다

9. 대한민국은 “청구인의 주장은 대한민국의 행위가 조약상 정의된 조치에 해당될 필요가 없다는 것”이라고 오도합니다.¹⁰ 이것은 명백한 왜곡입니다. 청구인은 대한민국의 행위가 협정상 정의된 “조치”의 범위에 반드시 해당되어야 하고 실제로 이에 해당된다는 점을 일관되게 주장하고 증명하였습니다.¹¹ 협정 제1.4조상 “조치”의 정의는 “모든 법·규정·절차·요건 또는 관행”을 포함한다고 규정한다는 점에서 한정적이지 않음이 명백합니다.¹² 따라서 (i) “행위”는 공식적인 “입법” 또는 “규제”에 기초하는지 여부와 상관없이 순수하게 중대한 작위 및 부작위를 의미하며, (ii) 제1.4조에서 해당 유형의 작위 및 부작위가 명시적으로 전부 열거된 것이 아니기 때문에(“포함한다”), 국가에 귀속되는 그 어떠한

⁹ 청구인 심리 후 주장서면, 제40-42항 {B/10/18-24}.

¹⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제12항 {B/11/7} (원문 강조표시).

¹¹ 예를 들어, 재반박서면, 제281-285항 {B/6/198-200}; 청구인 측 대리인 {Day1/83:4-11} 참조.

¹² 협정, Exh C-1, 제1.4조 {C/1/5}.

기타 작위 또는 부작위도 “조치”에 속할 수 있습니다. 이 사건에서 대한민국의 행위는 어느 접근방식에 따르더라도 일련의 “조치”를 구성하기에 충분합니다.

10. “조치”에 대한 대한민국의 다른 주장들도 마찬가지로 피상적이지만, 추가로 두 가지 사항을 유의할 필요가 있습니다. 첫째, 대한민국은 청구인이 엘리엇과 대한민국의 조치 간에 법적으로 유의미한 연관성을 입증하지 못하였다고 주장하고 있으나, 해당 조치들을 계획하고 이행함에 있어 대한민국의 정부 관료들이 청구인을 구체적으로 특정하고 있는 기록상의 많은 문서들을 회피하거나 심지어 인정조차 하지 않는다는 것입니다.¹³ 청구인이 서면에서 상세히 기술하고 심리 후 주장서면에서 재차 개술한 바와 같이,¹⁴ 대한민국이 청구인을 알려진 제한적인 범위의 투자자 집단의 일원(삼성물산의 주주) 및 개별적으로(본건 합병이 승인되도록 하려는 부패한 계획에의 최대 걸림돌) 모두 특정한 표적으로 삼았다는 증거는 명확하며 다툼의 여지가 없습니다. 대한민국이 이러한 증거를 전적으로 무시하고 있음은 이를 뒷받침합니다.
11. 두 번째로 주목할 것은 본 중재판정부의 질의 제5호에 대한 대한민국의 답변입니다. 대한민국은 뒤늦게 적법절차 관련 주장을 본안 전 이의제기로 둔갑시키려 하고 있습니다.¹⁵ 그러나 이 문제는 본안에서 다루어져야 하며, 특히 대한민국이 정당한 절차를 준수하지 않음으로써 협정을 위반하였다는 청구인들의 여러 주장들 중 하나일 뿐입니다(대한민국은 청구인들의 다른 본안 주장들에 대해서 전혀 답변하지 않습니다¹⁶). 이러한 주장은 만약 청구인의 주장이 인용된다면 “붓물”과 같은 효과를 초래할 것이라는 대한민국의 입장을 뒷받침하기 위한 것으로 보입니다. 그러나, 이 주장은 사실을 간과하고 있습니다. 청구인이 주장하는 바는 대한민국의 (대한민국 정부의 최고위층으로부터 하달되어 국민연금의 의사결정을 뒤집는 것으로 절정에 달한) 행위는 적법절차를 고의적으로 무시한 것이며, 이 과정에서 청구인은 전적으로 예견 가능하고 실제로 예견된 희생자라는 점입니다. 청구인이 심리 후 주장서면에서 설명한 바와 같이, 이러한 주장을 받아들인다 하더라도 적법절차의 의무 범위가 국가 행위에 의해 피해를 입은 이차적이고 예측할 수 없는 익명의 투자자들을 포함시키는 것으로 확대되지는 않을 것입니다.¹⁷
12. 국제법상 최소대우기준은 국가 행위에 근접한 것으로 알려진(또는 알 수 있는) 입장에 있는 투자자들을 보호하는 것입니다. 적용대상 투자를 한 적용대상 투자자가 국가 행위에 의해 피해를 입을 수 있음이 예견되는 경우, 적법절차의 위반은 국제법에 따라 제소가 가능한 사안입니다.¹⁸ 대한민국이 위반을 계획하고 이를 실행할 때 구체적으로 청구인을 염두에 두었다는 점에는 다툼의 여지가 없습니다.¹⁹ 또다른 예로 청와대, 보건복지부 및 국민연금의

¹³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제18항 {B/11/9-11}.

¹⁴ 예를 들어, 청구인 심리 후 주장서면, 제55-58항 {B/10/28-29} 및 그에 인용된 증거 참조.

¹⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제19-21항 {B/11/11-12}.

¹⁶ 청구인 심리 후 주장서면, 제111-120항 {B/10/46-50} (본건 합병을 지지하기로 한 국민연금의 결정은 불합리하였습니다) 및 제135-140항 {B/10/56-58} (국민연금의 결정은 중대한 위법성으로 인해 촉발되어 달성되었습니다) 참조. 하기 Section IV도 참조.

¹⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제124-125항 {B/10/51-52}.

¹⁸ 청구인 심리 후 주장서면, 제122항 {B/10/51}.

¹⁹ 청구인 심리 후 주장서면 제56-58항, 제125항 {B/10/28-29} {B/10/52}에 인용된 증거 참조.

직원들은 본건 합병에 대한 의결권 행사를 전문위원회에 회부하지 않은 것이 *이 사건* 청구인에 대한 국제법상 의무를 위반한 것임을 알고 그들의 행위로 인해 대한민국이 협정상 청구 위험에 처해질 것임을 정확히 예상하였습니다.²⁰

B. 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위는 대한민국에 귀속됩니다

13. 본 중재판정부도 아시다시피 심리기일까지 대한민국의 주된 항변 중 하나였던 귀속 문제는 대한민국의 심리 후 주장서면에서 이제 제한적으로만 논의되고 있다는 점에 주목할 필요가 있습니다.
14. 협정의 위반을 입증하는 데 [REDACTED] 전 대통령, [REDACTED] 장관 및 청와대와 보건복지부 직원들의 행위(이들의 행위는 틀림없이 대한민국에 귀속되는 것입니다)로 충분하다는 것이 엘리엇의 주된 입장입니다. 주목할 만한 점은 대한민국의 심리 후 주장서면의 관련 항목 어디에서도 [REDACTED] 전 대통령이나 [REDACTED] 장관의 이름을 찾을 수 없으며, 또는 실제로 그들의 행위나 청와대 및 보건복지부 직원들의 행위에 대하여 언급하지 않는다는 것입니다.²¹ [REDACTED] 전 대통령과 [REDACTED] 장관이 각각 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성표결을 강요하는 역할을 하였다는 판단으로 이들의 형사상 유죄판결로 이어진 대한민국 법원의 판결에 대한 언급 또한 없습니다.²² 국민연금이 본건 합병을 승인한 것은 이들의 명확한 지시에 따른 예정된 결과였으며,²³ 이들의 행위가 국가에 귀속된다는 것을 대한민국은 인정하고 있습니다(또 반드시 인정해야 합니다).
15. 대신 대한민국의 주장은 국내 행정법 체계에서 파생된 다양한 기술적 분류에 의존하여 국민연금의 행위에 대한 국제법상 책임에 주력합니다. 대한민국의 심리 후 주장서면이 한국자산관리공사(또는 *Dayyani* 사건) 및 한국은행에 관한 청구인의 주장을 실질적으로 거의 다루지 않는다는 점은 주목할 만합니다. 대한민국은 단지 “중앙은행의 지위나 한국자산관리공사의 지위에 관한 다른 재판소의 판결은 본건과 관련이 없다”라는 단순한 주장에 그치고 있습니다.²⁴ 이는 대담한 주장입니다. 청구인이 심리 과정 및 심리 후 주장서면에서 재차 입증한 바와 같이, 국민연금과 한국은행 및 한국자산관리공사 간의 유사점을 고려할 때 두가지 진실이 밝혀집니다.
16. **조직:** 첫째, ILC 제4조에 관한 대한민국의 주장은 국제법상 귀속과 밀접한 관련이 없는 내국법상의 구분을 근거로 합니다.²⁵ 김성수 교수가 제시하는 대한민국 대통령에 대한 직접 및 간접적 보고/감독 체계 간의 차이는 국제법상으로는 무의미한 구분입니다.²⁶ 독립된 법인격에 관한 주장도 마찬가지로 ILC 제4조에 따른 귀속을 결정하는 요소가 아닙니다.

²⁰ 예를 들어, [REDACTED] 증인신문 녹취서 ([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 14., **Exh C-514**, 제19면 {C/514/6} 참조. 청구인 심리 후 주장서면, 제41(f)항 {B/10/21} 및 그에 인용된 증거 참조.

²¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제22-39항 {B/11/12-19} 참조.

²² 예를 들어, [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 103면, 제 111면 {C/286/42} {C/286/50}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제70-72면 {C/79/70-72} 참조.

²³ 청구인 심리 후 주장서면, 제59-60항 {B/10/29-30}.

²⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제36항 {B/11/17}.

²⁵ 청구인 심리 후 주장서면, 제70-77항 {B/10/33-36}.

²⁶ 청구인 심리 후 주장서면, 제72-77항 {B/10/34-36}.

17. 이 점에 관하여 청구인은 대한민국의 심리 후 주장서면에 나타난 또 다른 왜곡에 주목하고자 합니다. 대한민국은 두 개의 사회보장기구의 행위가 그들 각 국가의 국제적 책임을 수반한다고 판단한 두 건의 국제 결정례가 해당 사건들 중 어느 것도 국제법에 따라 판결된 것이 아니라는 점에서 청구인이 그 “관련성을 잘못 전달했다”고 주장합니다.²⁷ 청구인은 이들 결정례의 관련성을 제출서면과 심리 과정에서 설명한 바 있습니다.²⁸ 상기하고자 하는 점은 유럽사법재판소(European Court of Justice)와 유엔 인권위원회(UN Human Rights Committee)가 사회보장서비스를 본질적으로 정부의 역할로 보았으며,²⁹ 이에 따라 학자들은 이 결정례들을 국제관습법이 반영된 것으로 간주한다는 것입니다.
18. 궁극적으로 ILC 제4조의 목적상 결정적인 요소는 쟁점 대상인 실체가 갖는 핵심적인 특성입니다. 국민연금의 경우, 그 핵심적인 특성에 비추어 ILC 제4조 및 협정 제11.1조 제3항 나호의 의미 내에서 실제로 국가기관임은 의심의 여지가 없습니다.³⁰
19. **위임된 정부 권한:** 둘째, 대한민국이 ILC 제5조에 따른 귀속에 대한 항변을 국민연금의 의결권 행사에만 편협하게 한정시키는 것은 극도로 본질을 흐리는 주장입니다. 일반적인 상업적 행위주체가 유가증권을 매수할 수 있다는 사실이 통화 안정을 목적으로 한국은행이 그와 유사한 조치를 하였을 때 해당 조치의 정부적 성격을 부정하는 근거가 될 수 없는 것처럼, 의심할 여지없이 국가 재산에 해당하는 국민연금기금을 관리하는 국민연금의 정부적 성격은 다른 주주들의 행위가 갖는 그와 다른 상업적 성격으로 인해 결코 변질되지 않습니다. 국가 연금의 제공은 대한민국 헌법이 국가에 부여하는 법적 의무이며 정부가 맡아 수행하는 것입니다.³¹ 상업적 행위주체는 그와 같은 의무나 수반되는 제약 없이 운영됩니다. 국가의 법적 의무 수행을 위해 취해진 행위는 다른 행위주체가 다른 맥락으로 동일한 구체적인 행위를 할 수 있는지 여부와 상관없이 협정 제11.1조 제3항 나호의 의미 내에서 “권한의 행사”에 해당합니다. 이는 바로 국민연금의 행위가 해당 행위가 귀속되는 국가에 *배타적으로* 부여된 의무 수행이었다는 사실입니다.
20. 따라서 “연금 서비스의 제공”과 소위 대한민국이 말하는 국민연금의 “기타, 특히 상업적인 활동” 간의 “괴리”는 전혀 없습니다.³² 반대로, 국민연금은 궁극적으로 대한민국 국민에게 연금을 지급하기 위해 대한민국의 “금고”³³(즉, 국민연금기금)를 관리하도록 위임받은 정부 권한을 행사하여 포트폴리오 회사들의 합병 및 기타 기업 결정에 대하여 의결권을 행사하는 것이며, 따라서 그와 같은 행위는 국가의 헌법 및 법령상 의무를 수행하는 것입니다.³⁴ 이는

²⁷ 피청구국 심리 후 주장서면, 제34항 {B/11/16-17}.

²⁸ 재반박서면, 주석 980 {B/6/218}; 청구인 측 대리인 {Day1/96:14} – {Day1/98:7} 참조.

²⁹ 최근 러시아 국영개발공사에 대한 유럽연합의 제재도 마찬가지로 사회보장서비스, 특히 국가 연기금 관리가 본질적으로 정부 활동이라는 견해를 반영하였습니다.

³⁰ 청구인 심리 후 주장서면, 제71항 {B/10/33-34} 및 그에 인용된 증거 참조.

³¹ 대한민국 헌법, **Exh C-88**, 제34조 (1)항 및 (5)항 {C/88/8-9}; 청구인 심리 후 주장서면, 제78항 {B/10/36} 참조.

³² 피청구국 심리 후 주장서면, 제39항 {B/11/18-19}.

³³ 김성수 {Day4/160:22}.

³⁴ 청구인 심리 후 주장서면, 제80항 {B/10/37}; 청구인 측 대리인 {Day9/55:16} – {Day9/56:8} 참조.

아무런 상업적 주체가 할 수 있는 것이 아닙니다.

21. 이러한 맥락에서 대한민국이 시도하는 것처럼 주권면제 법리와 유사점을 도출하려는 노력은 무용합니다.³⁵ 귀속에 관한 국제관습법에서 “정부의 특징을 띤다”는 것은 주권면제에 관한 관습법에서 의미하는 “주권” 보다 광범위한데, 그 주된 이유는 귀속에 관한 법률은 상황을 총체적으로 보고(즉, “권한의 내용뿐 아니라 권한이 어떠한 실체에 부여되는 방식, 권한행사의 주어진 목적 및 그러한 실체의 권한행사에 대하여 정부가 어느 정도의 책임을 지는지”³⁶) 이를 개별적인 행위로 분리하여 보지 않기 때문입니다.³⁷
22. 또한 맥락은 주권면제 법리에서도 매우 중요할 수 있습니다. 따라서, 대사관 요리사는 부당해고에 대하여 고소할 수 있지만 (해당 고용계약은 국가의 상업적 행위(*act jure gestionis*)에 해당합니다), 암호담당직원의 경우 주권면제에 의해 금지됩니다(해당 고용계약은 국가의 공적 행위(*act jure imperii*)에 해당합니다). 여기서 국민연금기 국민연금기금이 보유한 주식과 같은 국가재산(대한민국은 이에 대하여 다루지 않으며 다룰 수도 없습니다)을 관리하는 유일한 목적은 연금지급이라는 국가의 직무를 수행하기 위한 것입니다.

III. 대한민국은 협정을 위반하였습니다

A. 대한민국은 자국 법원의 판결과 검찰 기소에 구속됩니다

23. 본건 중재의 이례적인 수준의 증거 중 가장 주요한 것은 청구인 측 주장의 근거가 되는 사실들을 확인한 대한민국의 형사 및 민사법원이 내린 다수의 판결들입니다. 이 판결들은 이전에 제출된 서면에 상세하게 설명되어 있습니다.³⁸ 대한민국은 이러한 판결들에 대해서는 “인정하지 않을 수 없다”며 법원의 판단에 반박할 수 없음을 마땅히 받아들이고 있습니다.³⁹
24. 이러한 사법적 판결 외에도, 대한민국이 본건 중재절차에서 항변하는 동안 대한민국 검찰은 █████ 부회장에 대하여 또 하나의 공소장을 발부하였습니다. 공소장에 명시된 혐의가 대한민국의 협정 위반을 입증하는 데에 필요조건은 아니지만, 공소장은 특히 본건 합병과 관련된 대통령의 부정행위에 대한 대가관계가 2014년 9월부터 존재하였다고 구체적으로 주장하고 있으며(이는 대한민국이 계속하여 다루고 있는 사안입니다),⁴⁰ 나아가, 삼성이 터널링 거래를 주도면밀하게 고안하고 실행하였고, 여기에는 삼성물산과 제일모직의 주가에 대한 광범위한 시세조종 작업도 수반되었다고 주장하고 있습니다(때문에 대한민국이 관련 기간 동안의 삼성물산 주가에 의존하는 것은 앞뒤가 맞지 않는

국민연금법, **Exh C-77**, 제1조, 제24조, 제102조 및 제105조 {C/77/2} {C/77/12} {C/77/41-42} {C/77/45} 및 한국은행법, **Exh C-534**, 제1조, 제4조, 제68조 및 제82조 {C/534/2} {C/534/21} {C/534/25} 과 비교.

³⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제38항 {B/11/18} 및 청구인 심리 후 주장서면, 제84-85항 {B/10/38} 과 비교.

³⁶ ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제5조 제6항, 제43면에 관한 해설서 {H/38/14}.

³⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제85항 {B/10/38}.

³⁸ 예를 들어, 재반박서면, Section II {B/6/18-153}; 청구인 심리 후 주장서면, 제35-43항 {B/10/16-24} 참조.

³⁹ 피청구국 측 대리인 {Day2/16:17-19} {Day2/17:9-12} 참조.

⁴⁰ 검찰 제2차 █████ 공소장, **Exh R-316**, 제56면 {R/316/57}. 청구인의 불리한 추론 신청서, 2021. 7. 14., 제23항, 제25항도 참조.

주장입니다).⁴¹

25. 중재판정부의 질의 제4호에 대한 답변으로 대한민국은 본 중재판정부가 “특히 유죄 판결이 없는 경우, 공소장이나 공소장 내 사실 주장을 증거로 삼아서는 안 된다”고 주장합니다.⁴² 이는 최소한 두가지 이유에서 잘못되었습니다. 첫째, 대한민국의 검찰이 “기소를 하기 위해 어떠한 입증 기준이나 증거의 최소치도 충족시킬 필요가 없다”⁴³는 대한민국의 의견은 그야말로 황당한 주장입니다. 청구인이 심리 후 주장서면에서 설명한 바와 같이, 대한민국의 검찰실무는 “유죄판결을 받아내기에 충분할 정도로 증거가 갖추어진 경우라면 비로소 기소할 수 있고, 그 정도의 수준에 미치지 못하는 때에는 불기소...를 하고 있다”고 명백히 기술하고 있습니다. ⁴⁴ 검찰실무는 해당 적용 기준이 미국 검찰이 적용하는 “상당한 근거” 기준보다 더 엄격하다고 구체적으로 명시하고 있습니다. ⁴⁵ 둘째, 무엇보다도 검찰은 대한민국의 “국가기관”이기 때문에(이는 대한민국이 다룰 수 없는 점이자 다루지 않는 점입니다), ⁴⁶ 따라서 대한민국은 본건 중재에서 법적으로 스스로의 진술을 부인할 수 없습니다.⁴⁷
26. 대한민국은 이러한 명확한 기준에 대해 수사심의위원회가 검찰에 █████ 부회장 및 여타 삼성 임원들에 대한 불기소를 권고했다는 점을 들면서 본 중재판정부를 혼동시키려 합니다.⁴⁸ 특정 위원회로의 사건 회부나 해당 위원회에 의한 수사 결정은 검찰의 기소에 요구되는 입증 기준, 아울러 본 협정상 청구의 맥락에서 검찰 공소장이 갖는 증거적 가치와는 무관합니다. 대한민국이 인정하는 바와 같이 수사심의위원회의 결정은 권고사항으로 법적 구속력이 전혀 없습니다.⁴⁹ 오히려 해당 사건에서 검찰은 이러한 구속력 없는 권고를 받은 후에도 불구하고 “증거관계... 사안의 중대성과 가벌성”을 고려하여 “실체의 명확성... 등을 종합하여” 검토하였으며, 결국 기소를 결정하였습니다.⁵⁰

⁴¹ 검찰 제2차 █████ 공소장, **Exh R-316**, 제 27면, 제 52-58면 {R/316/27} {R/316/53-59}. 청구인의 불리한 추론 신청서, 2021. 7. 14., 제44면도 참조.

⁴² 피청구국 심리 후 주장서면, 제40항 {B/11/19}.

⁴³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제43항 {B/11/20}.

⁴⁴ 검찰실무 I: 법률실무과목 (2018), **Exh CLA-196**, 제14면 {H/196/2} (강조표시 추가). 청구인 심리 후 주장서면, 제108항 {B/10/45} 참조.

⁴⁵ 검찰실무 I: 법률실무과목 (2018), **Exh CLA-196**, 제14면, 주석 10 {H/196/2}.

⁴⁶ 형사소송법, 2018. 1. 7., **Exh C-315**, 제246조 {C/315/2} (“국가소추주의”라는 제목 아래 공소는 “검사”가 제기하여 수행한다고 규정) 참조.

⁴⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제104-110항 {B/10/44-46}.

⁴⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제44항 {B/11/20-21}.

⁴⁹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제44항 {B/11/20-21}.

⁵⁰ 서울중앙지방검찰청 보도자료, “삼성그룹 불법합병 및 회계부정 사건 수사결과”, 2020. 9. 1., **Exh C-698**, 제1면 {C/698/1}. 대한민국은 자국 검찰이 제기한 공소장에 의문을 제기하면서, 자국 사법부의 판결들을 가리키며, 해당 판결들이 검찰의 공소장과 “배치”된다고 주장합니다 (피청구국 심리 후 주장서면, 제45항 {B/11/21} 참조). 그러나, 본건 중재의 목적상, “의심을 배제할 수 있을 정도”의 입증 기준을 반영하는 대한민국 형사 법원의 판단이 반드시 대한민국 검찰의 견해와 상충되지는 않습니다. 대한민국이 심리 후 주장서면에서 근거로 들고 있는 사례에서도, 대한민국 법원은 삼성이 2015년 7월 25일에 █████ 전 대통령에게 뇌물을 제공하였다는 것은 실제로 합리적인 의심을 넘어서는

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
<p>██████████ ██████████ ██████████을 보여줍니다. .” (피청구국 심리 후 주장서면, 제55(a)(i)항 {B/11/25}, Exh C-488, 제6면 {C/488/3} 인용.)</p>	<p>██████████ ██████████” (██████████ 제2회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., Exh C-488, 제5-6면 {C/488/2-3} (강조표시 추가).)</p>
<p>“증거는...아무리 청구인에 유리하게 보더라도...██████████ 장관이 보건복지부 인사들에게 각 특별위원회 위원들이 합병에 대해 어떻게 투표할지 알아보라고 지시했다고 보여줍니다..” (피청구국 심리 후 주장서면, 제55(a)(ii)항 {B/11/25}, Exh C-79, 제29면 {C/79/29}. 인용).</p>	<p>서울고등법원은 (i) “[██████████ 장관]이 ‘이것은 100% 슈어해야 한다. 전문위원회 위원별로 상세한 대응방안을 만들어 봐라’고 지시하였고, 이를 합병을 확실하게 성사시킬 수 있는 방안을 모색해보라는 취지로 이해하였다”는 보건복지부 ██████████ 사무관의 증언, 아울러 (ii) “[██████████] 장관이 이 사건 합병 안건을 통과시켜야 한다면서 전문위원회에서 찬성이 가능하도록 대응방안을 마련해 보라는 지시를 하였다”는 보건복지부 ██████████ 과장의 증언을 인용하였습니다. (██████████에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제29면 {C/79/29} (강조표시 추가).)</p>
<p>“증거는...아무리 청구인에 유리하게 보더라도...보건복지부 인사들이 국민연금 인사들에게 합병 투표를 투표 절차에 따라 투자위원회에 회부하도록 지시했다는 것을 보여줍니다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제55(a)(iii)항 및 제 55(b)항 {B/11/25}, Exh C-79, 제15- 16면 {C/79/15-16} 인용.)</p>	<p>전문위원회 위원 (및 본건 중재에서 유일한 대한민국 측 사실증인) ██████████은 “██████████ ██████████ ██████████ ██████████”라고 증언하였습니다. (██████████ 검찰 진술조서, 2016. 11. 28., Exh C-459, 제12면 {C/459/12} (강조표시 추가).) 국민연금 ██████████ 본부장은 대한민국 검찰에 다음과 같이 증언하였습니다: “██████████ ██████████ ██████████ ██████████ ” (██████████ 피고인신문 녹취서 (██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., Exh C-511, 제55면 {C/511/9} (강조표시 추가).) 청구인 심리 후 주장서면, 제41(f)-(g)항 및 첨부 주석 {B/10/21-22} 참조.</p>

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
<p>“투자위원회 위원들은 합병을 찬성해야 한다는 지시를 받은 적이 없습니다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제 55(b)항 {B/11/25}.)</p>	<p>■■■■ 국장은 다음과 같이 증언하셨습니다: “문: ■■■■ ■■■■ ■■■■ ■■■■” 그리고 “■■■■ ■■■■ ■■■■” ■■■■” (■■■■ 증인신문 녹취서 (■■■■에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-497, 제16면, 제34면 {C/497/16} {C/497/30} (강조표시 추가).)</p> <p>■■■■ 본부장이 다음과 같이 지시하였음이 증거를 통해 입증됩니다:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 투자위원회 ■■■■ 위원에게 “■■■■”라고 말했습니다. ■■■■은 ■■■■의 말이 “■■■■”이라고 느꼈습니다. (■■■■ 특별검사 진술조서, 2016. 12. 26., Exh C-463, 제7-8면 {C/463/5-6} (강조표시 추가)); - 투자위원회 회의 중 휴식 시간에 투자위원회 ■■■■ 위원과 ■■■■ 위원에게, “■■■■”고 하였습니다. (■■■■ 특별검사 피의자 신문조서, 2016. 12. 26., Exh C-464, 제46-47면 {C/464/15-16} (강조표시 추가)); - 투자위원회 ■■■■ 위원에게 “■■■■”고 하였습니다. ■■■■ 위원은 ■■■■ 본부장이 “■■■■” 하였습니다. (■■■■ 특별검사 진술조서, 2016. 12. 26., Exh C-465, 제7면 {C/465/5} (강조표시 추가)); 및 - 투자위원회 ■■■■ 위원 및 ■■■■ 위원에게 본건 합병에 대하여 “■■■■”고 말했습니다 (■■■■ 특별검사 피의자 신문조서, 2016. 12. 26., Exh C-464, 제45-46면 {C/464/14-15} (강조표시 추가)).

29. 피청구국 심리 후 주장서면 제56항: 다음으로 대한민국은 “소위 말하는 ‘독립성의 원칙’의 경우, 다른 [기금운용] 원칙이 위배되지 않는 이상 별도로 위배될 수 없다”는 논리로 증거상 청와대 또는 보건복지부의 행위가 운용 독립성의 원칙을 위배하였다는 것이 입증되지 않았다고 주장합니다.⁵⁶ 그러나, 실제 증거는 (수익성의 원칙⁵⁷에 더하여) 이 사건에서 운용 독립성의 원칙이 별도로 단독하여 위반될 수 있고, 실제로 위반되었음을 증명하고 있습니다.

⁵⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제56(a)항 {B/11/26-27}.

⁵⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제114항 {B/10/47} 참조.

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
<p>“‘운용 독립성의 원칙’은 ‘상기 원칙[즉, 제4조에 열거된 수익성, 안정성, 공공성 및 유동성의 원칙]에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 원칙이 훼손되어서는 안 된다’ 이상을 요하지 않는다. . . 그렇기 때문에 소위 말하는 ‘독립성의 원칙’의 경우, 다른 원칙이 위배되지 않는 이상 독립적으로 위배될 수 없다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제56(a)항 {B/11/26-27}.)</p>	<p>대한민국 법원은 운용 독립성 원칙의 취지가 국민연금기금을 정치적 간섭으로부터 보호하는 데 있으므로, “국민연금기금은... 연금가입자들의 이익과 무관한 정책목표의 달성수단이 되거나 정치적인 목적 또는 이익집단의 이익 추구에 이용되어서는 아니 된다”는 것을 확인합니다([redacted] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제71면 {C/79/71} (강조표시 추가). 이중기 교수 제1차 의견서, 제49-50항 {F1/1/25-26} 참조.)</p> <p>대한민국 법원은 명백히 정부 관료들이 국민연금의 운용 독립성의 원칙을 간섭하였다고 판시하였습니다.⁵⁸ 예컨대, 서울고등법원은 다음과 같이 판단하였습니다:</p> <p>“[redacted] 장관]가 [국민연금]에 대한 지도·감독권을 남용하여 보건복지부 공무원들을 통하여 [redacted] 본부장] 등으로 하여금 이 사건 합병 안건의 찬성 의결을 유도하게 하는 등으로 의무 없는 일을 하게 하고... [redacted] 장관이]... 합병을 성사시키려는 목적으로 [국민연금의] 의결권 행사에 위법·부당한 영향력을 행사하여 국민연금기금 운용의 독립성을 보장하기 위한 제도적 장치를 형해화하고 [국민연금]에 손해를 초래하였으며, 나아가 국민연금기금의 전문적, 자율적 관리·운용에 대한 국민의 신뢰를 실추시켜 국민연금 제도의 근간을 흔드는 위험을 야기했다” ([redacted] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제71-72면 {C/79/71-72} (강조표시 추가).)</p>
<p>“증거는 오히려 국민연금이 합병이 상당한 예상 이익을 가져올 것이라고 고려했음을 보여줍니다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제56(b)항 {B/11/27}.)</p>	<p>투자위원회 위원들이 본건 합병이 승인될 경우 국민연금기금의 포트폴리오에 유리할 것이라고 믿었다는 증거는 없으며,⁵⁹ 오히려 이들은 국민연금 리서치팀이 국민연금에 발생할 것으로 알고 있었던 1,388억원의 손실을 모호하게 발표한 조작된 “시너지 효과”에 의존하였습니다.⁶⁰ 국민연금 리서치팀 팀원인 [redacted] 은 다음과 같이 증언하였습니다:</p> <p>“ [redacted] ” ([redacted] 특별검사 진술조서, 2017.1.2., Exh C-477,</p>

⁵⁸ 이 판시사항은 당시 대한민국의 행위가 국민연금 독립성의 원칙을 “ [redacted] ” 및 “ [redacted] ”한 것으로 간주한 다수의 정부 관료들의 견해에 의해서도 뒷받침됩니다. 예를 들어, [redacted] 2차 특별검사 진술조서, 2017. 1. 7., **Exh C-485**, 제41-42면 {C/485/3-4}; [redacted] 2차 특별검사 진술조서, 2016. 12. 22., **Exh C-461**, 제6-7면 {C/461/4-5}; [redacted] 4차 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 5., **Exh C-482**, 제9면 {C/482/5}.

⁵⁹ 예를 들어, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **Exh R-128**, 제11면 {R/128/12}; [redacted], 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., **Exh C-428**, 제4면 {C/428/4} 참조.

⁶⁰ 청구인 심리 후 주장서면, 제42(d)항, 제115-118항 {B/10/23-24} {B/10/47-49}; 재반박서면, 제137항 {B/6/104-107}.

	<p>제16-17면 {C/477/10-11} (강조표시 추가).)</p> <p>이에 따라, 대한민국 법원은 “발표한... 합병이 이루어질 경우... 국민연금공단에... 손실이 발생하는 것”이라고 판시하였으며, [redacted] 본부장은 “가액 불상의 재산상 손해”를 입힌 것에 대해 유죄선고를 받았습니다([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제9면, 제17-18면 {C/69/9}{C/69/17-18} (강조표시 추가). [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제64면 {C/79/64} 참조.)</p>
--	---

30. 피청구국 심리 후 주장서면 제57항: 그 다음으로 대한민국은 국민연금의 절차적 보호조치를 우회하라는 지시는 없었다고 주장합니다.⁶¹ 다시금, 증거에 의하면 사실은 그 반대입니다.⁶²

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
<p>지시는 “단지 투자 위원회가 일차적으로 합병을 고려하도록 하기 위해서”이었습니다. (피청구국 심리 후 주장서면, 제57(a)항 {B/11/28}(원문 강조표시).)</p>	<p>보건복지부 차관 [redacted]은 “[redacted]”음을 확인하였습니다. ([redacted] 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-496, 제15-16면 {C/496/3-4} (강조표시 추가).)</p> <p>이후 같은 날, “[redacted] 국장]은 7. 8. 16:46경 급히 피고인 [redacted] 본부장을] ...보건복지부로 오게 하여 이 사건 합병 안건을 전문위원회가 아닌 투자위원회[가] 결정하라고 지시하였다.” [redacted] 국장은 “ ‘투자위원회에서 처리하는 것이 [redacted] 장관]님의 의중이다라고 확실하게 이야기하였다..” ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제47면 {C/69/47} (강조표시 추가).) [redacted] 증언하였습니다. ([redacted] 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22, Exh C-497, 제32-33면 {C/497/28-29} (강조표시 추가).)</p>
<p>“투자위원회 위원들은 회의 내내 합병이 어렵다고 판단되면 전문위원회에 회부할 수 있다고 생각했다.” (피청구국 심리</p>	<p>이 주장을 뒷받침할 수 있는 증거는 전혀 없습니다. 대한민국은 전문위원회에 대한 해당 사안의 회부 가능성을 제기한 회의록만을 가리키고 있을 뿐이며, 이는 공허한 가능성이었습니다. 이것은 전문위원회 위원장이 본건 합병 표결을 전문위원회에 회부할 것을 요청⁶³ (투자위원회는 이를 무시하였음)하자 투자위원회가 의사진행을</p>

⁶¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제57(a)-(c)항 {B/11/27-29}.

⁶² 청구인 심리 후 주장서면, 제131-132항 {B/10/54-55} 및 그에 인용된 증거 참조.

⁶³ 청구인 심리 후 주장서면, 제41(d)항, 제130-131항 {B/10/20-21} {B/10/54-55}; [redacted] (의결권전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015. 7. 10., Exh C-427, 제1-3면 {C/427/1-3}; [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제9-10면 {C/69/9-10}.

내용”이었으며 이들의 결정은 “합병시너지 수치... 믿고 의사결정을”하여 이루어졌습니다.⁶⁹ 이 증거에 따라 대한민국 법원은 이들이 합병 시너지가 조작된 것임을 알았다면 “찬성 표결을 한 투자위원회 위원들 중 상당수[는]...찬성하지 아니[했을 것]”이라는 결론을 내렸습니다.⁷⁰

32. 이런 식으로 영향이 있었다는 압도적인 증거에 직면하자 대한민국은 합병무효소송의 서울중앙지방법원 판결을 들어, 동 법원이 본건 합병에 대한 결정 시 “[투자위원회] 위원들은 독립적인 판단을 행사하였음을 확인하였”다고 주장합니다.⁷¹ 이는 법원의 판시내용을 과장하고 있으며, 2017년 결정 당시 해당 위법행위의 (전부는 아니더라도) 대부분이 고려되기는 커녕 드러나지도 않았었다는 사실에 비추어 볼 때 사실을 크게 왜곡하고 있습니다. 법원은 단지 “합병...찬성한 [투자위원회] 위원들은...합병으로 인해...[국민연금]에 기여한다고 판단하였던 것으로 보인다”고 했을 뿐입니다.⁷² 다시 말씀드리자면, 해당 위원들은 법원 판결 당시 알려져 있지 않았던 사실, 즉 위원들에게 제공된 날조된 데이터에 중대하게 영향을 받은 판단에 따라 결론을 내린 것이었습니다.
33. **피청구국 심리 후 주장서면 제59항:** 대한민국은 증거에 의하면 국민연금이 (여러 요인을 검토한 이후) 본건 합병이 유리하다는 결론을 내린 것이라고 주장합니다.⁷³ 이는 명백히 거짓입니다. 증거는 국민연금이 본건 합병이 상당한 재무적 손실을 야기할 것임을 알았으며, 그것이 바로 █████ 본부장이 “가액 불상의 재산상 손해”를 국민연금에 발생하도록 한 것에 대해 징역형을 받은 이유임을 보여주고 있습니다.⁷⁴ 나아가, 앞서 말씀드린 바와 같이, 투자위원회 위원들의 찬성 의견은 위원회에 제시된, 본건 합병에 대한 날조된 정보와 분리하여 독립적으로 볼 수 없습니다.

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
“증거는... 합병이 국민연금이 주식을 보유하게 될 합병 주체와 국민연금의 전체 포트폴리오의 가치를 전반적으로 증가시킴으로써 국민연금에게 이익이 될	국민연금 리서치팀 팀원인 █████은 “█████”라고 증언하였습니다. (█████ 특별검사 진술조서, 2017.1.2., Exh C-477, 제16-17면 {C/477/10-11}.) 또한, 서울고등법원은 “[█████ 본부장은] 합병[이]...[국민연금]에 손해를 가한다는 인식이 있었”다고 판단하였습니다. (█████에 대한

69 █████에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제60면 {C/79/60} (강조표시 추가).

70 █████에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제60면 {C/79/60}; █████에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-773, 제26면 {C/773/12}. 재반박서면, 제147항 {B/6/116-119}; 청구인 심리 후 주장서면, 제169-170항 {B/11/67-70} 참조.

71 피청구국 심리 후 주장서면, 제58(c)항 {B/11/30} (강조표시 추가).

72 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, Exh R-20, 제39면 {R/20/39} (강조표시 추가).

73 피청구국 심리 후 주장서면, 제59항 {B/11/30-31}.

74 █████에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제17-18면 {C/69/17-18}. 상계서, 제66-67면 {C/69/66- 67}; █████에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제59-60면 {C/79/59-60}도 참조.

<p>것이라는 것을 보여준다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제59항 {B/11/30-31}.)</p>	<p>서울고등법원 판결, Exh C-79, 제64면 {C/79/64} (강조표시 추가).)</p>
<p>“투자위원회 회원들은 시너지 수치를 넘어 ‘[redacted]’ 그리고 ‘[redacted]’ 같은 다양한 요소들을 고려했다”. (피청구국 심리 후 주장서면, 제59항 {B/11/30-31}, Exhs C-500 및 C-502 {C/500} {C/502} 인용.)</p>	<p>대한민국은 Exh C-500(투자위원회 [redacted] 위원 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 10.) 제26면을 인용하고 있습니다: “[redacted]” {C/500/4}</p> <p>그러나, 대한민국은 동일한 증인신문조서의 제12면은 중재판정부에게 제시하고 있지 않으며, 그 내용은 다음과 같습니다: “[redacted]” {C/500/3} (강조표시 추가). Exh C-500 {B/10/67-68} 관련 청구인 심리 후 주장서면, 제169(a)항도 참조.</p> <p>또한, 서울고등법원은 최근(2022. 1.) 다음과 같이 판시하였습니다: “투자위원회에서 합병시너지, 매출증가율 수치가 근거 없이 산정된 사실이 밝혀졌더라면 찬성 표결을 한 투자위원회 위원들 중 상당수가 찬성하지 아니함으로써 투자위원회에서 전문위원회 부의로 의결되었을 가능성이 매우 높으므로, 원고의 합병시너지에 대한 단정적인 설명이 피고 투자위원회의 이 사건 합병에 대한 찬성 의결에 미친 영향이 미미하였다고 보기 어렵다.” ([redacted]에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-773, 제26면 {C/773/12} (강조표시 추가).)</p>

34. 피청구국 심리 후 주장서면 제60항: 마지막으로, 대한민국은 “정부의 어떠한 지시도 [redacted] 대통령과 삼성의 [redacted] 부회장 사이의 부패한 거래 때문에 내려진 것”이라는 증거가 없으며, 대한민국에 따르면, 대한민국 법원이 “위법이란 주장은 합병 관련 의결권 행사 후에야 성립되었다”고 판단했다고 주장합니다.⁷⁵ 대한민국이 [redacted] 전 대통령의 징역형을 선고한 대한민국 법원의 판결을 “위법이 있었다는 주장”으로 잘못 말하고 있다는 사실을 차치하더라도, 기록상의 증거는 대한민국의 억지스러운 시간적 순서와 직접적으로 배치됩니다. 청구인이 심리 과정 및 심리 후 서면에서 다시금 명시한 바와 같이, 대한민국 법원은 사실상 [redacted] 전 대통령이 수령한 뇌물이 *이* “합병에 결정적인 도움을 [준 것]”에 대한 대가 지급이었다고 판단한 것입니다.⁷⁶ 본건 합병에 대한 표결이 종결된 이후에야

⁷⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제60항 {B/11/31-32} (원문 강조표시).

⁷⁶ 청구인 심리 후 주장서면, 제139항 {B/10/57-58}; [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제103면 {C/286/42}; 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962 판결(과기환송심), **Exh R-314**, 제44-45면 {R/314/14-15}.

비로소 삼성이 거래의 대가(즉, 재정지원)를 제공하였다는 사실로 인해 국민연금이 본건 합병안을 승인하도록 하기 위해 기존에 거래가 존재하였다는 사실을 부정하는 것은 아닙니다.⁷⁷ 어떤 경우이든 그러한 거래의 존재와 시점은 이 사건 중재에서 중요하지 않습니다.

대한민국 주장	증거에 의한 입증사항
<p>“증거는 [redacted] 전 대통령이 [redacted]부터 뇌물을 받는 대가로 합병을 지지할 것이라는 ‘거래’를 보여주지 않습니다. [redacted] 대통령이 뇌물 대가로 삼성의 승계 계획에 대한 지지를 교환했다는 증거 중 가장 이른 시점은 2015년 7월 25일이었습니다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제60항 {B/11/31-32}, Exh R-316 {R/316} 인용.)</p>	<p>서울고등법원은 “[redacted] 전 대통령은 2014. 9. 15. 1차 단독 면담에서 피고인 [redacted] 부회장에게 “[대한승마]협회 회장사를 [삼성]그룹에서 맡아 주고, 승마 유망주들이 올림픽에 참가할 수 있도록 좋은 말도 사주는 등 적극 지원해 달라.”고 요구하였다.”라고 판시하였습니다([redacted] 부회장에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-80, 제27면 {C/80/27}).</p> <p>또한, 서울중앙지방법원은 “[redacted]은] 2015. 6. 24. [redacted]의 측근인 문화체육관광부(이하 ‘문체부’라고 한다) [redacted]을 만나 ‘[redacted]가 최근 출산을 하여 [삼성]에서 승마훈련 지원을 못하고 있었는데, [redacted]의 몸 상태가 호전되면 곧바로 [삼성]에서 재정지원을 할 예정’이라는 뜻을 전달하였다”라고 판시하였습니다([redacted] 부회장에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-706, 제3면 {C/706/2}).</p>
<p>“대한민국 법원은 청구인이 주장하는 위법행위가 국민연금의 결정에 영향을 미친 것은 합병 표결 이후에나 이뤄진 것으로 파악했습니다.” (피청구국 심리 후 주장서면, 제60항 {B/11/31-32}, 피청구국의 오픈링 프레젠테이션, 슬라이드 123-128 {J/14/123-128}만 인용.)</p>	<p>서울고등법원은 “그러나 이 사건 합병에 결정적인 도움을 주었고 [redacted] 부회장의 승계작업을 계속 도와주어야 한다는 생각을 가진 피고인 [redacted] 전 대통령과, 이 사건 합병에 결정적인 도움을 받았고 앞으로의 승계작업에도 피고인의 도움이 필요한 상황의 [redacted] 부회장은 2015. 7. 25. 단독 면담 자리에서 [삼성]그룹이 총력을 기울인 현안으로서 국민연금공단의 찬성으로 바로 얼마 전 성사된 이 사건 합병 등을 포함하여 [redacted] 부회장의 최대 현안인 경영권 승계작업에 관하여 이야기를 나누었다고 보는 것이 자연스럽다. 위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 [redacted] 전 대통령] 정부의 결정적인 도움이 있었[다]”라고 판시하였습니다. (서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962 판결(과기환송심), Exh R-314, 제44-45면 {R/314/14-15} (강조표시 추가).)</p>

C. “위협의 감수”는 대한민국의 책임에 대한 항변이 되지 못합니다

- 35. 대한민국은 그 심리 후 주장서면에서, “위협의 감수는 조약의 모든 위반에 대한 항변이다”라고 주장합니다.⁷⁸ 이러한 주장은 관련 법리 및 사실관계에 비추어 볼 때 전혀 옳지 않습니다.
- 36. 첫째, 피청구국 심리 후 주장서면은 국제법상 책임에 대한 항변의 존재에 대해 법적으로

⁷⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제135-140항 {B/10/56-58}도 참조.

⁷⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, Section III.C {B/11/32-40}.

타당한 근거를 전혀 제시하지 못하고 있습니다.⁷⁹ 대한민국은 그 심리 후 주장서면에서 “과책에 대한 방어로서의 위험 감수는 신의성실의 원칙이다”라고 주장합니다.⁸⁰ 그러나, 대한민국이 인용하고 있는 어떠한 근거도 “위험의 감수”가 국제법상 신의성실원칙의 일부로 인정되었음을 뒷받침 하지 못합니다.

37. 둘째, 설령 국제법상으로 위험 감수라는 항변이 존재한다는데 원칙적인 근거가 있다고 가정하더라도, 이 사건 사실관계에는 적용될 수 없습니다. 청구인은 대한민국에 대한 투자를 함에 있어 수반되는 통상의 상업적 위험과, 이와 전적으로 구분되는, 청구인이 전혀 감수한 바 없는 불법적인(실제로 범죄행위인) 정부개입의 위험을 분명히 구별하고 있습니다.⁸¹ 그럼에도 불구하고, 대한민국은 청구인이 “이후 실현된 바로 그 위험을 자발적으로 감수하였다”는 것을 주장하기 위해 이러한 두 종류의 위험을 계속하여 혼용하고 있습니다.⁸²
38. 통상적인 상업적 위험과 범죄행위인 정부개입의 위험을 구분하는 것에 대해, 대한민국은 자신이 제기하는 항변은 “청구인이 불법적인 정부 간섭의 위험을 예상할 것을 요구하지는 않는다”고 주장합니다.⁸³ 이는 어불성설입니다. 근본적으로 대한민국의 주장은 청구인이 본건 합병이 합법적인 이유로 승인될 수 있는 위험을 감수한 이상, 불법적인 이유로 본건 합병이 승인되었다고 이의를 제기할 수 없다는 것입니다. 이러한 주장을 뒷받침하는 법적 근거는 전혀 없으며, 이러한 주장을 인용한다면 협정의 투자 보호를 형해화하는 결론이 됩니다.
39. 셋째, 대한민국은 청구인이 감수한 상업적 위험조차 크게 왜곡하고 있습니다.
- a. 대한민국은 합병이 “불가피”하였다는 Spectrum Asia의 의견을 거듭 언급하고 있으며, 이는 마치 청구인이 정부개입을 통한 약탈적 합병의 위험을 수용한 것과 같다고 주장하려는 것으로 보입니다. 실제로, 엘리엇은 삼성물산이 관련된 합병 가능성에 대해 인지하고 있었으며, 공정한 조건이라면 그러한 합병을 지지할 의사가 있음을 당시 확인하였고, 삼성물산이 관련된 합병을 포함한 구조조정안을 스스로 제안하기까지 하였습니다. 더욱이, 국민연금이 자체 지침에 따라 표결하였다면, 본건 합병에 반대 표결을 하였을 것이고 이에 따라 본건 합병이 가결되지 않았을 것이기 때문에 본건 합병이 “불가피”한 것이 아니었다는 사실도 알 수 있습니다.⁸⁴
 - b. 대한민국은 “국민연금 관점에서 볼 때 합병이 불공정했다는 것은 증명되지 않았다”고 주장합니다.⁸⁵ 이 역시 잘못된 주장입니다. 실제로 대한민국 법원들은 본건 합병으로 인해 국민연금이 손실이 발생하였다고 거듭 판단하였습니다.⁸⁶ 실제로

⁷⁹ 청구인 심리 후 주장서면, 제143항 {B/10/58}도 참조.

⁸⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제63항 {B/11/32} (강조표시 추가).

⁸¹ 청구인 심리 후 주장서면, 제144-146항 {B/10/59}.

⁸² 피청구국 심리 후 주장서면, 제62항 {B/11/32}.

⁸³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제70항 {B/11/35} (강조표시 추가).

⁸⁴ 하기 Section IV.B 참조.

⁸⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제74항 {B/11/36-37}.

⁸⁶ [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제71-72면 {C/79/71-72} ([redacted] 장관과 [redacted])

대한민국은 국민연금이 본건 합병의 결과로 상당한 손실을 입을 것임을 알고 있었습니다.⁸⁷ 국민연금이 제일모직 주식을 보유하고 있다고 해서 위험 계산이 달라지는 것은 아닙니다. 청구인 심리 후 주장서면에 명시된 바와 같이,⁸⁸ 국민연금이 계산한 제일모직 주주로서 얻게 될 부차적인 소득을 계산에 넣더라도, 본건 합병이 승인될 경우 국민연금은 최소한 1,388억원의 상당한 손실을 입게 될 것이었습니다. 허구의 “시너지 효과”는 그와 같이 예상된 손실을 숨기기 위해 날조된 것이었습니다.

- c. 또한, 대한민국은 오랜 수동성, 민족주의 또는 삼성의 로비 능력으로 인해 국민연금과 같은 대한민국의 기관 투자자는 비록 합병이 자신에게 유리하지 않더라도 삼성을 지지할 수 있음을 청구인이 알고 있었다고 주장하고 있습니다.⁸⁹ 그러나 다시금, 이는 이 사건 사실과 무관합니다. 본건 합병을 지지한 것은 합법적인 이유에서가 아니었으며, 삼성의 합법적인 로비의 결과도 아니었습니다. 실제 기록에 의하면, 국민연금이 본건 합병을 지지한 이유가 오랜 수동성이나 삼성의 합법적인 로비 노력에 설득되었기 때문은 아니었음이 명백합니다. 국민연금은 [redacted] 전 대통령과 [redacted] 장관이 내린 불법적인 정부 지시에 따라 이를 지지했던 것입니다.

40. 이러한 사례들은 대한민국이 제기한 위험 감수라는 “책임에 대한 항변”의 자명한 흠결을 보여주고 있는데, 즉 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이 정부의 범죄행위에 의해 사전에 정해져 있던 결론이 아니라는 잘못된 전제에서 출발하기 때문입니다.

IV. 대한민국의 협정 위반행위는 청구인의 손실을 야기하였습니다

41. 대한민국은 심리 후 주장서면에서 청구인이 “책임 인과관계” 및 “손실 인과관계”를 모두 입증하여야 한다고 주장합니다.⁹⁰ 대한민국의 “책임 인과관계” 주장에 대해, 청구인은 이것이 앞뒤가 바뀐 주장이며 손해라는 요소를 국제법상 위법행위의 하나의 구성요건으로 삼으려는 시도라고 일관되게 주장해왔습니다.⁹¹ 이점에 대해서는 대한민국도 이제 명백히 동의하는 것으로 보입니다. 특히 이전의 입장과 달리, 대한민국은 심리 후 주장서면에서 “중재판정부가 최소기준대우에 반하는 대한민국의 자의적이거나 비합리적인 행위가 있었다고 판사”하더라도 “책임” 인과관계 존부를 물을 것을 중재판정부에 구하고 있습니다.⁹² 달리 말하면, 대한민국은 짐짓 “책임”과 “손실” 인과관계를 구별하는 것처럼 가장하고 있지만, 분석의 요지는 동일한 것입니다. 즉, 인과관계는 위반 자체의 요소가 아니라 위반이 입증되면 별도로 판단되어야 하는 것입니다.

본부장이 “특정 기업의 합병을 성사시키려는 목적으로 [국민연금]이 보유한 특정 기업 주식의 의결권 행사에 위법·부당한 영향력을 행사”하여 “[국민연금]에 손해를 초래” 하였다고 판시함) 참조. 대법원 2022. 4. 14. 선고 2017도19635 판결(이하 “[redacted]에 대한 대법원 판결”), Exh C-781, 제10면 {C/781/10}도 참조.

⁸⁷ 상기 제29항 및 제33항과 그에 인용된 증거 참조.

⁸⁸ 청구인 심리 후 주장서면, 제42(a)항, 제115항 {B/10/22} {B/10/47-48}.

⁸⁹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제74항 {B/11/36-37}.

⁹⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제87(a)-(b)항 {B/11/41}.

⁹¹ 예를 들어, 재반박서면, 제503-504항 {B/6/330-331} 참조.

⁹² 피청구국 심리 후 주장서면, ¶ 87(a) {B/11/41} (강조표시 추가).

42. 자신들의 인과관계 분석이 가진 결함을 비로소 인정한 바, 대한민국이 구상한 “책임 인과관계” 분석은 현재 청구인의 분석의 첫 번째 단계, 즉 (A) 대한민국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 표결을 하도록 하였는가에 대한 분석과 합치합니다. 이후 대한민국의 “손실 인과관계” 분석은 청구인의 분석의 나머지 세 단계, 즉 (B) 임시주주총회에서 본건 합병이 승인된 것이 국민연금의 표결 때문이었는지와 (C) 대한민국의 위반행위가 청구인의 손실의 주된 원인이었는지와 대응합니다.⁹³ 그러나, 대한민국이 뒤늦게 인과관계 분석에 대한 올바른 접근을 받아들인 것과 별개로, 대한민국은 스스로의 위법행위의 결과를 회피하기 위해 법률 및 사실관계를 계속해서 잘못 해석 및 적용하고 있습니다.

A. 대한민국은 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였습니다

43. 대한민국은 자신의 협정 위반이 없었다면 청구인이 문제삼고 있는 행위의 결과가 발생하지 않았을 것이라는 점을 원칙적으로 청구인이 “충분히 확실한 정도로” 입증해야 한다고 주장합니다.⁹⁴ 청구인은 여전히 “충분히 확실한 정도”라는 기준은 국제법에서 일반적으로 적용되는 증거 기준, 즉 “개연성의 균형” 또는 “증거의 우위” 보다 높지 않다는 입장입니다.⁹⁵ 대한민국도 심리 후 주장서면에서 이에 대해 반박하지 않았습니다.

44. 사실관계에 비추어 볼 때, 대한민국의 주장은 증거를 왜곡하고 있습니다. 대한민국은 자신들의 불법적인 개입이 없었다고 해도 (i) 국민연금의 “성문화된 절차”에 의해 본건 합병에 대한 표결이 투자위원회에서 진행되었을 것이며, 그 무엇도 투자위원회가 해당 사안을 전문위원회에 회부하는 것을 막지 않았을 것이고;⁹⁶ (ii) 투자위원회 위원들이 자신들의 결정에 고려한 “다양한 요인”이 있었으므로 투자위원회 위원들은 여전히 본건 합병에 찬성 표결하였을 것이며;⁹⁷ (iii) 전문위원회로 표결이 회부되었다 해도 전문위원회가 어떤 결정을 했을지는 알 수가 없다고 주장합니다.⁹⁸

45. 첫째, 대한민국이 국민연금의 “성문화된 절차”에 의존하는 것은 계속해서 핵심에서 벗어나는 것입니다. 해당 “성문화된 절차”는 인과관계 문제와 무관한데, 그 이유는 대한민국의 행위(“[REDACTED]”라는 지시 등⁹⁹) 때문에 표결이 전문위원회에 회부될 가망은 전혀 없었기 때문입니다.¹⁰⁰

46. 둘째, 투자위원회 위원들이 “다양한 요인”을 근거로 결정을 내렸다는 대한민국의 주장은

⁹³ 위 세 단계는 청구인 심리 후 주장서면, 제160항 {B/10/64}에 기재되어 있습니다.

⁹⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제89항 {B/11/42} (ICJ의 *Bosnian Genocide* 사건, Exh CLA-24, 제462항 {H/24/194-195}을 인용함).

⁹⁵ 재반박서면, 제506항 {B/6/332}.

⁹⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제91항 {B/11/42}.

⁹⁷ 피청구국 심리 후 주장서면, 제92항 {B/11/43}.

⁹⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제93항 {B/11/43-44}.

⁹⁹ 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-496, 제15-16면 {C/496/3-4} (강조표시 추가).

¹⁰⁰ 상기 제28항 및 제30항과 그에 인용된 증거 참조.

앞서 말씀드린 바와 같이 왜곡되고 틀린 주장입니다.¹⁰¹ 설사 투자위원회가 “다양한 요인”을 고려했다 하더라도 그러한 요인들은 인과관계 분석과는 무관한데, 이는 해당 요인들이 본건 합병의 장점에 대한 잘못된 이해에 기반한 것이며, 본건 합병 표결에 대한 투자위원회의 심의에 대한민국이 불법적으로 개입한 사실과 분리해서 볼 수 없기 때문입니다. 이와 같은 내용은 앞서 말씀드린 바와 같이 투자위원회 위원들도 확인해주었는데, 즉 본건 합병이 추진될 경우 국민연금에 발생할 손실을 은폐하려는 대한민국의 시도를 알았더라면 본건 합병에 대한 결정이 달라졌을 것이라고 진술한 바 있습니다.¹⁰²

47. **셋째**, 대한민국은 본건 합병 표결에 대한 결정이 전문위원회에 회부되었다고도 “[전문위원회]가 어떠한 결정을 내렸을지 알 수 없었다”고 주장합니다.¹⁰³ 인과관계와 관련하여, 청구인이 대한민국의 위반행위만 없었다면 다른 어떤 방식으로든 같은 손해를 입지 않았을 것임을 입증할 필요는 없습니다.¹⁰⁴ 앞서 말씀드린 바와 같이¹⁰⁵, 어차피 지배적인 증거에 따르면 보건복지부와 국민연금이 자체 평가 결과 전문위원회가 본건 합병에 반대할 가능성이 있다고 보고 전문위원회를 투표에서 **배제**시키기 위해 특별한 조치를 취했다는 점이 확인됩니다. 대한민국은 여기에 대해 아무런 답변을 하지 않습니다.
48. **마지막으로**, 대한민국은 인과관계에 대한 Mr. Garibaldi의 질문을 계속해서 왜곡하고 있습니다. 해당 질문은 투자위원회가 **실제로** “본건 합병에 대해 독립적으로 찬성”하였으므로 인과관계가 단절된 것인지를 묻는 것이 아니었습니다.¹⁰⁶ 질문의 정확한 취지는, 대한민국의 조치가 없었다면 투자위원회가 본건 합병을 지지하기로 결정할 수 있었기 때문에 인과관계가 단절되는 것인지에 관한 것이었습니다.¹⁰⁷ 따라서 피청구국 심리 후 주장서면에 인용된 *Harnett v. Bond* 사건 판결은 본건과 유사점도 관련성도 없습니다.¹⁰⁸ 해당 판결의 요지는 인과관계를 판단함에 있어서 독자적인 행위의 결과가 최초 위반행위와 너무 동떨어져 있을 경우, 최초 위반행위와 그 결과 사이에 인과관계를 인정할 수 없다는 것입니다. 여기서, 쟁점이 되는 행위의 독립성 여부가 곧 다툼이 되는 것입니다.
49. Mr. Garibaldi의 질문에 대한 적절한 답변을 할 수 없기 때문에, 대한민국은 답변을 고의적으로 회피하고 있습니다. Mr. Garibaldi의 질문에 대한 답변은, 필수 선행조건에 대한 검토에 있어서 청구인이 다른 어떤 시나리오에서도 동일한 결과가 발생하지는 않았을 것이라는 점을 입증할 필요가 없다는 것입니다. 청구인이 입증해야 하는 것은 **일련의 특정 상황에서** 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결한 이유가 대한민국의 위반행위 때문이라는

¹⁰¹ 상기 제33항 참조.

¹⁰² 상기 제29항 및 제31-33항 참조. 청구인 심리 후 주장서면, 제169항 {B/10/67-69} 참조.

¹⁰³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제93항 {B/11/43-44}.

¹⁰⁴ 청구인 심리 후 주장서면, 제167-168항 {B/10/66-67}.

¹⁰⁵ 상기 제30항 참조.

¹⁰⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제94항 {B/11/44}.

¹⁰⁷ 중재판정부 {Day2/132:12-18} (“제가 이해하지 못하는 점은 인과관계가 끊어진다는 두번째 주장, 즉 행위자가 외부 영향없이 스스로의 행위를 통해서도 동일한 결과를 달성할 수 있었을때 인과관계가 끊어질 수 있다는 주장의 이론적, 개념적 근거입니다.”).

¹⁰⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제95-96항 {B/11/44-45} 참조.

점입니다.¹⁰⁹ 대한민국이 인용한 다른 법적 증거 중 어느 것도 중재판정부가 다른 접근방식을 채택하여야 함을 보여주지는 못합니다.¹¹⁰

B. 국민연금의 표결로 인해 임시주총에서 본건 합병이 승인되었습니다

50. 대한민국은 심리 후 주장서면에서 “국민연금은 삼성물산 발행주식의 11.21% 만 보유했기” 때문에 국민연금의 표결로 인해 임시주총에서 본건 합병이 승인된 것은 아니라는 주장을 계속하고 있습니다.¹¹¹ 청구인이 앞서 말씀드린 바와 같이, 단순 계산을 해보더라도 해당 11.21%이 없었다면 본건 합병은 승인되지 않았을 것이므로 국민연금이 캐스팅보트를 쥐고 있었음을 알 수 있습니다.¹¹² 국민연금의 표결이 결정적이었던 만큼 이 사건 중재에서 쟁점이 된 위법행위의 구체적인 대상은 다른 아닌 국민연금의 표결이었으며, 이를 입증하는 증거를 대한민국은 계속해서 무시하고 있으나, 같은 내용이 다수의 대한민국 법원 판결에서도 확인된 만큼 대한민국은 다른 주장을 할 수 없습니다.¹¹³
51. 국민연금이 본건 합병에 대한 캐스팅보트를 쥐고 있었다는 압도적인 증거를 흐리기 위해, 대한민국은 심리 후 주장서면에서 임시주총 전 본건 합병 승인 가능성에 대한 “불확실성”이 있었다고 합니다.¹¹⁴ 관련하여 대한민국은 2015년 7월 13일 자 청구인이 국민연금에 보낸 서신에서 본건 합병 승인이 “매우 가능성이 낮[다]”고 쓴 부분¹¹⁵을 인용하고 있습니다. 물론 해당 구절의 목적은 본건 합병에 반대 표결하도록 국민연금을 계속해서 설득하기 위한 것이었습니다. 또한, 기록상의 다른 증거(보건복지부 관료의 의견 등)를 보더라도 국민연금의 표결이 결정적인 것으로 여겨졌음은 명백합니다.¹¹⁶ 특히 인과관계 쟁점 관련하여 청구인의 2015년 7월 13일자 서신을 보면 “국민연금의 반대 표결을 통해 ... 본건 [합병]이 ... 성사되지 않도록 효과적으로 보장될 것”이라는 청구인의 믿음이 드러납니다.¹¹⁷

¹⁰⁹ H. Hart and T. Honoré, *Causation in the Law* (2판, 1985), **Exh CLA-125**, 제113면 {H/125/9} (“그 사건이 일어난 특별한 경우”에 대한 필수 선행조건이 반드시 필요함. 저자들은 모든 경우, “어떤 경우에는 그것을 생성하기에 충분한 하나의 독립적 조건은 하나밖에 없다”이므로, “이 [조건]의 집합의 모든 구성원은 사건의 발생을 위해 그 경우에 필요하므로 조건의 *sine qua non* 이다”임을 언급함). R. Wright, *Causation, Responsibility, Risk, Probability, Naked Statistics, and Proof*, **Exh CLA-155**, 제1019면 {H/155/19} (“특정 조건은 결과 발생에 충분한 선행 실제 조건 집합의 필수요소인 경우에만 특정 결과의 원인이었다(기여했다).”) 참조.

¹¹⁰ 피청구국 심리 후 주장서면 제89-90항 {B/11/42}에 언급된 법률증거는 해당 상황에서 피청구국의 위법행위 이외의 요인들로 인해 청구인의 손해가 발생하였음을 입증할 수 있는 경우 인과관계가 성립되지 않는다는 주장을 뒷받침합니다.

¹¹¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제101항 {B/11/46}.

¹¹² [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제9면 {C/79/9} (“[국민연금]은 의결권행사 방향에 따라 이 사건 합병의 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 캐스팅보트(Casting Vote)를 가지게 되었다”) 참조. 청구인 심리 후 주장서면, 제172-173항 {B/10/70-71}; 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 33 {J/1/33}; 수정 청구서면, 제83항 및 표 2 {B/3/41-42}; 재반박서면, 제514항 {B/6/342-343} 참조.

¹¹³ 청구인 심리 후 주장서면, 제172-173항 {B/10/70-71}.

¹¹⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제102항 {B/11/46}.

¹¹⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제102항 {B/11/46}; 2015. 7. 13.자 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, **Exh C-232**, 제3면 {C/232/3}.

¹¹⁶ 재반박서면, 제516항 {B/6/343-344}.

¹¹⁷ 2015. 7. 13.자 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 13., **Exh C-232**, 제3면 {C/232/3}.

이러한 믿음이 사실로 확인되었음은 본건 중재 기록을 통해 증명되었습니다.

C. 대한민국의 위법행위는 청구인 손실의 사실적 및 법적 원인이었습니다

52. 청구인은 대한민국의 위법행위가 이 사건 중재에서 청구인이 주장하는 손실의 사실적, 법적 원인임을 일관되게 주장하고 있는데, 그 이유는 해당 손실이 (i) 대한민국의 위법행위가 없었다라면 발생하지 않았을 직접적이며 연속적인 인과관계상의 결과이자, (ii) 대한민국의 행위로 인해 예견 가능했을 뿐만 아니라 실제로 대한민국이 *예상한* 결과였으며, (iii) 의도적으로 발생된 것이었기 때문입니다.¹¹⁸ 대한민국은 심리 후 주장서면에서 여기에 대해 피상적으로 답변하면서, 대한민국이 삼성물산 주가를 하락시켰던 삼성의 노력에 대해 알지 못하였으므로(또한 그러한 행위에 대해 현재 소송이 진행 중이므로) “본건 합병으로 인해 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치가 이전될 것임을 대한민국이 합리적으로 예상할 수 없었다”고 주장합니다.¹¹⁹ 이는 명백히 억지스러운 입장입니다.
53. 삼성물산 및 제일모직 주가에 대한 삼성의 위법한 조작에 대한 구체적인 내용을 대한민국이 알고 있었는지 여부는 쟁점과 무관합니다. 법적 인과관계를 입증하기 위한 유일한 요건은 대한민국이 본건 합병비율로 인해 삼성물산 주주들에게 발생할 피해에 대해 알고 있었는지 여부입니다. 대한민국이 인정하고 있는 바와 같이 본건 합병비율은 대한민국법상 강제규정으로,¹²⁰ 이는 본건 합병(및 합병비율)이 발표되자마자 삼성물산과 제일모직 주주 간에 가치 이전이 일어날 수 있다는 점을 *알 수 있었다*는 것을 의미합니다.¹²¹
54. 대한민국이 실제로 가치 이전을 *알고 있었는지* 여부에 관하여, 국민연금 리서치팀 팀원들은 “[REDACTED]”고 증언하였습니다.¹²² 또한, 국민연금 리서치팀 팀장도 당시 [REDACTED] 본부장에게 “[REDACTED]”하다고 설명하였습니다.¹²³ 실제로, 국민연금이 1,388억원 이상의 잠재적 손실에 직면하게 된 이유는 다름 아닌 본건 합병으로 인한 가치 이전 때문이었고, 그렇기 때문에 국민연금 리서치팀이 그러한 손실을 숨기기 위해 합병 “시너지”를 조작하게 된 것입니다.¹²⁴ 청와대, 보건복지부 및 국민연금은 본건 합병이 국민연금과 청구인 등 다른 삼성물산 주주들에 미칠 손실을 알고 있었지만, 그럼에도 불구하고 대한민국은 국민연금으로 하여금 본건 합병을 승인할 것을 지시하였습니다.

V. 청구인의 손해배상액 산정

55. 말씀드린 바와 같이, 대한민국은 심리 후 주장서면의 대부분을 손해액 관련 문제에 할애하고

¹¹⁸ 청구인 심리 후 주장서면, 제181항 이하{B/10/74-76}.

¹¹⁹피청구국 심리 후 주장서면, 제104항 {B/11/47-48}.

¹²⁰피청구국 심리 후 주장서면, 제104(b)항 {B/11/47} (“합병 비율은 법령에 의해 정해졌다.”). 청구인 심리 후 주장서면, 제184항 {B/10/75} 참조.

¹²¹청구인 심리 후 주장서면, 제184항 {B/10/75}.

¹²²[REDACTED], [REDACTED] 및 [REDACTED] 제2회 특별검사 진술조서, 2016. 12. 25., **Exh C-462**, 제18-19면 {C/462/8-9} (강조표시 추가). [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., **Exh C-477**, 제16-17면 {C/477/10-11} 참조.

¹²³[REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 9., **Exh C-487**, 제7280면 {C/487/3}. 재판박서면, 제132항, 제509(h)항 {B/6/99-103} {B/6/339} 참조.

¹²⁴재판박서면, 제132항 {B/6/99-103}.

있습니다. 대한민국은 해당 서면에서 놀랍게도 완전히 뒤바뀐 주장을 펼치고 있습니다. 지난 4년간 청구인의 손해배상 관련 주장을 일종의 망상으로 치부해 왔던 대한민국은, 수백 장에 달하는 서면, 2주간의 심리 및 의심의 여지 없이 수천 시간 가까이 투입된 변호인 및 전문가들의 노력을 들인 이후에 이르러서야, 손해액이 0이라는 주장을 슬그머니 완전히 포기하고 있습니다. 대한민국은 심리 후 주장서면에서 뒤늦게서야 대안적인 손해액 산정 이론들을 제시하면서 (액수가 특정되지 않은) “0이 아닌(청구인의 매매차익과 매수청구권 행사 주식의 추가지급금에 따라 변동) 손해액”이 발생할 수 있다고 적극적으로 주장하고 있습니다.¹²⁵ 그러면서도 정작 대한민국은 특유의 과장된 어조로 청구인의 이른바 “항상 바뀌는 손해배상 청구”에 대한 비판으로 심리 후 주장서면을 시작하고 있습니다.¹²⁶

56. 실제로, 청구인의 손해액 산정 방법은 본건 중재 내내 일관적이었습니다. 손해배상액 산정의 기준은 삼성물산 주식의 시장 가격이 아닌 내재가치여야 합니다. 시장 가격은 약탈적인 본건 합병에 대한 우려와 삼성의 시장 조작에 의해 억눌려 있었고 이에 따라 평가기준일 당시 삼성물산의 가치를 공정하게 반영하지 못하였기 때문입니다. 대한민국의 갑작스러운 입장 선회는 청구인의 증거 및 서면으로 그 타당성이 충분히 증명된 중대한 책임을 회피하기 위한 최후의 필사적인 시도입니다. 그 전략은 명백합니다. 당초 ‘모 아니면 도’ 식의 손해배상 주장으로 도박을 했던 대한민국은 분명 심리 이후 승소 가능성을 재평가하였을 것이고, 마지막 순간에서야 낮은 금액의 타협안을 제시하기로 결정한 것으로 보입니다. 청구인은 대한민국의 새로운 “0이 아닌 손해액” 주장이 드러내는 현실 인정을 환영하지만, 유감스럽게도 아래에서 설명드리는 바와 같이 대한민국의 현재 입장 역시 이전의 단정적인 무손해 주장만큼이나 잘못된 것입니다.
57. 본 심리 후 답변서면의 마지막 세부항목(**subsection E**)에서 청구인의 손해배상 청구에 대한 대한민국의 잘못된 “공제” 주장을 다루기에 앞서, 아래의 내용을 먼저 설명드리고자 합니다.
- a. 대한민국의 새로운 “0이 아닌 손해액” 주장이 청구인의 손실을 측정하기에는 여전히 근본적으로 잘못되었고 부족함을 입증하고(**subsection A**);
 - b. 내재가치의 개념에 대한 잘못된 공격에 대해 말씀드리고(**subsection B**);
 - c. 가정적 시나리오 하에서 청구인이 삼성물산 주가의 상당한 상승에 따른 이익을 즉시 실현하였을 것을 입증하는 충분한 실증적 증거를 재진술하고(**subsection C**); 아울러
 - d. 청구인이 매수청구권 미행사 주식과 관련하여 대한민국의 협정 위반이라는 “위험을 감수”하였기 때문에 해당 주식에 대한 투자 손실은 배상 받을 수 없다는 주장에 대한 청구인의 답변을 재차 진술하겠습니다(**subsection D**).
- A. 대한민국의 새로운 “0이 아닌 손해액” 주장은 중요한 인락이지만 여전히 근본적인 오류가 존재합니다**

58. 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면에서 두 가지의 다른 “0이 아닌 손해액” 주장을

¹²⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제135항 {B/11/59}. 상게서, 제134항 {B/11/58} (“0 이상의 피해를 발생시킬 수 있습니다.”)도 참조.

¹²⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제7항 {B/11/5-6}. 상게서, 제105항 {B/11/48} (피청구국 심리 후 주장서면의 손해배상 관련 항목을 동일한 수사법으로 시작합니다)도 참조.

개진하면서, 본건 손해액의 하한과 상한 범위를 시사하고 있습니다. Section V.B.1에서 대한민국은 본건 합병 이전 상이한 두 날짜의 삼성물산 주가를 기준으로 가치평가를 해야 한다고 주장하며, 아울러 Section V.B.2에서는 “시장 조작”의 영향을 반영하기 위해 평가기준일 당시 삼성물산에 적용된 불특정한 “조정사항”을 기준으로 가치평가를 해야 한다고 주장하고 있습니다. 심리에서 어떠한 증거도 제시되지 않은 위의 각 주장에 대해 차례로 말씀드리고자 합니다.

1. 여러 일자의 주가를 기준으로 한 삼성물산의 가치평가

59. 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면 Section V.B.1에서 중재판정부가 삼성물산 주식의 2015년 7월 10일 또는 7월 16일자 시가를 이용하여 손해액을 산정할 수 있다고 주장합니다. 이러한 접근 방식에는 몇 가지 치명적인 오류들이 있습니다.

(i) 삼성물산 주식의 시가를 기준으로 한 삼성물산에 대한 가치평가는 이중 오류를 범하고 있습니다

60. 해당 접근 방식은 여전히 삼성물산 주식의 시가를 근거로 하고 있습니다. 여기에는 두 가지 근본적인 문제가 내포되어 있습니다.

61. “시장이 왕”이라고 보는 접근 방식이 가지는 첫 번째 근본적인 문제는 바로 시가를 신뢰할 수 없다는 사실을 외면한다는 것입니다. 대법원은 주식매수가격결정 소송에 대한 최근 판결에서 적어도 2014년 12월 제일모직 상장일 이후 삼성물산 주식의 시가는 삼성물산의 “객관적인 가치”를 정확하고 공정하게 반영하지 못하고 있었는데, 그 이유가 바로 “[부회장]의 삼성그룹 지배권 강화를 위하여 삼성그룹 차원에서 조직적으로 이루어진 승계작업의 일환으로 이루어”졌던 “이 사건 합병의 영향을 받은 것” 때문이라고 구체적으로 판시하였습니다.¹²⁷ 대법원은 즉, Mr. Boulton이 삼성물산 주식의 시가가 가치평가의 기준으로 부적합하다는 것을 입증하기 위해 제시한 분석결과를 받아들인 것이라고 봐도 무방합니다. 대법원은 이를 인정함으로써 Dow 교수 및 대한민국의 무손해 이론을 무력화시켰으며, 2015년 7월 10일 또는 7월 16일자의 삼성물산 주가가 가치평가의 기준으로 사용되어야 한다는 주장도 부정합니다.

62. 시가 기준의 가치평가의 두 번째 근본적인 문제는 청구인이 현재 보상을 청구하는 손해가 억눌려있던 시가로 인하여 발생하였다는 것입니다. 중재판정부가 (가격이 가치를 반영하지 못함으로써 발생한) 손해의 규모를 측정함에 있어서 바로 그 원인인 (가치를 반영하지 못한) 가격을 이용하는 것은 근본적인 논리적 모순을 초래하기 때문입니다. 실제로 이러한 통찰은 최근 주식매수가격결정 소송에 대한 대법원의 판결에서도 인정된 바 있는데, 대법원은 “합병이 대상회사에 불리함을 이유로 반대하는 주주에 대하여 합병의 영향으로 공정한 가격보다 낮게 형성된 시장주가를 기준으로 주식매매대금을 산정하는 것”이 “합리적이지 않”다고 판단하였습니다.¹²⁸

¹²⁷ 대법원 2022.4.14. 선고 2016마5394(병합) 판결(이하 “주식매수가격결정 소송에 대한 대법원 판결”), Exh C-782, 제6면, 제9면 {C/782/6} {C/782/9}.

¹²⁸ 주식매수가격결정 소송에 대한 대법원 판결, Exh C-782, 제8면 {C/782/8}.

(ii) 주식매수가격결정 소송에서 결정된 주가는 부적절합니다

63. 만약 대한민국이 주식매수가격결정 소송에 대한 대법원 판결문을 인용함으로써 2014년 12월 제일모직 상장 전 주당 66,602원의 주가가 삼성물산의 공정가치 또는 내재가치를 반영하였다고 주장하려 한다면, 이 역시 옳지 않습니다. 대법원은 명시적으로 더 넓은 범위의 순자산 가치평가를 수행하지 않을 것이라고 결정하였습니다.¹²⁹ 따라서 대법원에서 받아들인 주가가 어떤 측면에서도 삼성물산의 내재가치나 공정가치에 대한 판단을 반영하지 못하며, 이는 이러한 가치에 대해 법원이 판단할 문제가 아니었기 때문입니다. 이는 관련 법률에 따라 취한 접근방식이 “회사 전체의 비례적 가치를 적정하게 반영하지 않을 수도 있는 주식시장에서의 주식의 매매가격을 적용”한다는 구체적 이유 때문에 반대주주들에게 공정가치를 보장하는 메커니즘으로서 “문제”가 있다는, 대한민국이 부정하지 않는 이상훈 교수의 의견과 합치합니다.¹³⁰ 대법원의 초점은 약탈적 합병에 대한 시장 예측 전의 주가를 파악하는 것에 맞춰져 있었습니다.

(iii) 본건 합병 이전의 그 어떠한 주가도 가정적 시나리오를 설명하지 못합니다

64. 본 중재판정부가 당면한 손해배상 문제는 본건 합병이 부결되었을 경우 삼성물산 주가가 어떻게 반응했을지에 관한 것입니다. 논리적으로, 2015년 7월 10일 또는 7월 16일자 삼성물산 주가는 이 문제에 대한 답을 제공할 수 없습니다. 두 날짜의 주가는 모두 표결 이전의 주가로 2015년 7월 17일부로 예정되었던 표결 결과에 대한 시장의 불확실성을 내포하고 있는 바, 이는 가정적 시나리오, 즉 표결 이후 약탈적인 본건 합병의 위험이 확실히 사라진 상태에서의 주가를 반영하지 않으며 반영할 수도 없습니다. 본건 합병 이전 시점의 어떠한 주가도 마찬가지로이며, 이는 주가가 삼성물산에 대한 청구인의 투자를 평가하는 데 적절한 기준이 될 수 없는 또 다른 이유입니다.

(iv) 2015년 7월 10일을 대안적 평가기준일로 주장하는 대한민국 측 입장은 추측에 기반한 것이며 근거가 없습니다

65. 우선 대한민국은 손해액 산정에 2015년 7월 16일이 사용되어야 한다고 주장합니다.¹³¹ 이어 대한민국은 서로 모순되는 두 가지 입장을 조율하려는 어떠한 노력도 없이 2015년 7월 10일 금요일이 평가기준일로 사용되어야 한다고 주장하는데, 대한민국에 의하면 해당 일자가 “주장되는 대한민국의 협정 위반의 영향이 삼성물산 주가에 반영되기 직전”인 날이었기 때문입니다.¹³² 특히, 대한민국은 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이 2015년 7월 10일 이후 “시장에 알려졌다”는 점 또는 해당 일자 이후 “주장되는 대한민국의 협정 위반의 영향이 삼성물산 주가에 반영되었다”는 점에 대한 어떠한 유의미한 증거도 제시하고 있지 않습니다.¹³³ 그럼에도 불구하고 대한민국은 “2015년 7월 10일자 삼성물산 시가는 따라서

¹²⁹ 주식매수가격결정 소송에 대한 대법원 판결, **Exh C-782**, 제5면 {C/782/5}.

¹³⁰ 이상훈 의견서, 제75항 {F2/1/30}.

¹³¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제128-130항 {B/11/57}.

¹³² 피청구국 심리 후 주장서면, 제132항 {B/11/58}.

¹³³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제132-133항 {B/11/58}.

협정 위반의 영향을 받지 않았다”라는 단정적인 주장을 서슴지 않고 있습니다.¹³⁴

66. 특히 손해액 산정 분석에 있어 2015년 7월 10일에 의미를 부여하는 것은 잘못된 억측에 불과합니다.
- a. 해당 주장이 잘못된 이유는 청구인의 손실에 대한 인과관계에 대한 주장을 왜곡하고 있기 때문입니다. 청구인의 손실에 대한 인과관계에 있어 본건 합병 승인으로 이어진 국민연금의 표결은 그 자체로 삼성물산 주가 하락의 원인이 되지 않았으며, 청구인 또한 그러한 주장을 펼친 적이 없었습니다. 오히려 청구인의 주장은 삼성이 터널링 합병을 추진함으로써 삼성물산의 내재가치에 대한 과도한 할인율이 주가에 반영되었고, 이러한 할인율이 곧 본건 합병 승인으로 이어진 국민연금의 2015년 7월 17일자 표결로 인해 *고착되었다*는 것입니다. Mr. Boulton은 이러한 주가 할인의 존재를 증거로 입증하였으며, 최근 대한민국 대법원 역시 이를 확인하였습니다.¹³⁵
 - b. 중재판정부에 제출된 증거 및 통계적으로 유의미한 주가 움직임에 대한 Dow 교수의 본인의 기준에 비추어 볼 때, 투자위원회의 표결 향방에 대한 소문이 주가에 끼친 영향에 대한 대한민국의 뒤늦은 주장은 억측에 불과합니다. 대한민국은 해당 시점에 시장이 “알고 있었던” 것에 대해 증거가 실제로 보여주는 것보다 더 과장하고 있습니다.¹³⁶ 또한 2015년 7월 10일 이후의 주가 변동은 Dow 교수의 사례연구에서 정한 신뢰구간을 하회하므로, 그의 이론에 의하더라도 해당 시기의 주가 움직임은 통계적으로 유의미하지 않다고 할 것입니다.¹³⁷ 결국 대한민국의 최종 심리 후 서면들은 관련 시기의 주가 변동에 대한 증거나 전문가 분석에 의해 뒷받침되지 않으며, 중재판정부로 하여금 삼성물산 주가가 해당 날짜 또는 다른 날짜에 “협정 위반의 영향을 받지 않았”는지 여부에 대한 확실한 판단을 하는 데 아무 도움이 되지 않습니다.

(v) 대한민국은 이제 와서 상당한 손해배상 책임에 대해 다룰 수 없습니다

67. 대한민국이 이러한 대안적인 날짜들을 제안하는 주된 목적은 주가를 기준으로 삼성물산을 평가하는 것이 “불가피하게” 청구인이 아무 손해액도 배상받지 못하는 결과로 귀결되지는 않는다고 주장하고, 그에 따라 “시장이 왕”이라는 주장의 명백을 이어가기 위함이 명백합니다. 따라서 대한민국은 해당 평가기준일들의 주가를 사용하면 “0이 아닌 손해액”이 발생한다는 사실을 열심히 강조하면서도, 정작 특정 금액을 명시하는 것은 조심스럽게 회피하고 있습니다. 그러나 해당 금액들은 충분히 쉽게 확인할 수 있습니다. 삼성물산 주식의 2015년 7월 10일과 7월 16일자 시가는 각각 64,400원 및 69,300원이었습니다.¹³⁸ 청구인이 해당 가격에 11,125,927주 전부를 매도하였다면, 각각 7,165억원 및 7,710억원을 수령하였을

¹³⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제134항 {B/11/58}.

¹³⁵ 주식매수가격결정 소송에 대한 대법원 판결, **Exh C-782**, 제9면 {C/782/9}.

¹³⁶ 청구인 심리 후 주장서면, 제245-246항 {B/10/100-101} 참조.

¹³⁷ Dow 제2차 보고서, 별첨 C {G3/1/109-110}. 2015년 7월 13일 제일모직의 초과수익(-0.01724)은 95% 신뢰구간(± 0.06804) 내에 있습니다. *동 의견서*, 그림 C-1 {G3/1/110}; **DOW-2-WP5**, “Output” 탭 {G3/45}.

¹³⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제134항 {B/11/58}; 2014. 1. 1. 내지 2015. 12. 31. 삼성물산과 제일모직 주가, **Exh C- 256**, 제11면 {C/256/11}.

것입니다. 해당 금액에서 청구인이 실제로 주식처분으로 수령한 금액(양측 당사자들 모두 이 금액이 6,223억원을 상회하지 않는 것으로 보고 있음¹³⁹)을 차감하면, 손해액 원금은 최소 942억원 또는 1,487억원이 되며, 이는 금일 환율을 적용하면 각각 미화 7,400만달러 또는 미화 1억1,750만 달러에 상응합니다.

68. 앞서 말씀드린 모든 이유들, 그 중에서도 특히 해당 수치들이 대한민국 대법원이 스스로 신뢰할 수 없다고 판단한 주가로부터 도출되었다는 점, 아울러 본 중재판정부가 당면한 손해액 산정 문제와는 다른 질문들을 다루고 있다는 점에 비추어 볼 때, 해당 수치들은 청구인의 손해배상 청구를 대체하는 근거가 될 수 없습니다. 한편 대한민국이 현재 내세우고 있는 명백히 부적절한 “0이 아닌 손해액” 주장에 따르더라도, 대한민국이 청구인에게 상당한 손해를 끼쳤다는 점이 더 이상 반박될 수 없음은 주목할 만합니다.

2. 대한민국의 가격조정이론

69. 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면의 Section V.B.2에서 두 번째 “0이 아닌 손해액” 이론을 설명합니다. 이는 중재판정부가 입증된 “주가 조작”을 상쇄시키기 위해 삼성물산의 2015년 7월 16일자 주가에 (특정되지 않은) 조정을 통하여 손해배상을 인정할 수 있다는 내용입니다. 대한민국은 이를 하나의 이론적 가능성으로 내세우고 있지만, 심리 후 주장서면 Section V.B.2(a)의 초점은 (대한민국이 직접 지휘하는) █████ 부회장 및 기타 삼성 임원들을 대상으로 진행 중인 형사재판에서 어떠한 조작도 입증되지 않았다고 주장하는 데 있습니다.¹⁴⁰ 아울러, 대한민국은 심리 후 주장서면의 Section V.B.2(b)에서 설령 조작이 있었다 하더라도, 이에 따른 “어떤 영향도 . . . 평가기준일의 삼성물산 시가에 대한 미세한 조정을 통해 제거될 수 있다”고 시사하고 있습니다.¹⁴¹ 대한민국 측 심리 후 주장서면의 해당 항목은 매우 간단하게 다룰 수 있습니다.

70. 첫째, 당연하게도, 이 주장 또한 앞선 “0이 아닌 손해액” 이론과 동일한 근본적인 오류를 범하고 있습니다. 삼성물산 주식의 시가는 애초에 삼성물산의 내재가치를 계량할 수 있는 척도가 아니며, 오차에 대한 조정을 한들 이러한 근본적인 오류를 시정하기에 충분하지 않습니다.

71. 둘째, “주가 조작”에 초점을 두는 것은 숲을 놓치고 나무를 보는 것과 같습니다. 한국 대법원이 최근 실시한 바와 같이, 삼성물산 주가가 삼성물산의 가치를 반영하지 못하게 만든 현상은 터널링, 즉, 본건 합병에서 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로의 가치 이전이었습니다. 본 중재판정부에 제출된 증거에 의하면, 대한민국에 의해 현재 공소가 제기된 “주가 조작” 범행은 삼성물산 주가가 삼성물산의 가치를 반영하지 못한 여러 이유들 중 하나일 뿐이며, 보다 넓은 승계 계획의 한 측면에 불과합니다. 대한민국이 제안하는 주가 조작이라는 단일 요소에 대한 조정만으로는 약탈적이었던 본건 합병이 삼성물산 주가에

¹³⁹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제134항 {B/11/58}, 청구인이 매수청구권 행사 주식 7,732,779주를 주당 57,234원(4,426억원)에, 매수청구권 미행사 주식 3,393,148주를 주당 평균 52,977원(1,797억원)에 취득한 것을 언급함. Smith 제2차 증인진술서, 제66(i)-(ii)항 {D1/2/30-31} (청구인이 실제로 자신의 주식에 대해 5,817억원만 수령하였음을 설명함) 과 비교.

¹⁴⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제136-147항 {B/11/59-67}.

¹⁴¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제148-153항 {B/11/67-69}.

내재가치 대비 어느 정도의 할인율을 발생시켰는지 제대로 파악할 수 없을 것입니다.

72. 셋째, 대한민국은 이러한 조정사항의 적용 근거를 중재판정부에게 거의 제공하지 못하였으며, 이는 실수로 누락된 것이 아니라고 의심됩니다. 대한민국의 새로운 이론은 심리 중 삼성물산 주가가 조작됐었을 수 있으며, 만일 그랬다면 그 영향은 “수치화 되어야 하며, 시가 또한 조정되어야 한다”라는 Dow 교수의 마지못한 인정을 수용하기 위해 고안된 것으로 보입니다.¹⁴² 그러나 Dow 교수는 자신이 적정 수준의 조정액을 수치화하려는 시도를 하지 않았고 단순히 중재판정부의 질문을 “즉석에서” 답변하였을 뿐이었음을 인정하였습니다.¹⁴³ 그는 또한 “중재인들께서 아마 저보다 이러한 지적 분석을 더 잘할 것입니다”고 말하였습니다.¹⁴⁴ 즉 Dow 교수는 만일 중재판정부가 삼성의 조작행위의 영향을 평가하기 위해 삼성물산의 주가를 조정하는 것이 적절하다고 판단할 경우 가치평가 전문가들의 도움 없이 “중재판정부가 그 값에 대한 수치화를 해보도록” 할 것이라는 입장이었습니다.¹⁴⁵ 이와 같은 참으로 기이한 증언은 그 자체로 대한민국이 스스로도 해당 대안적 “0이 아닌 손해액” 이론을 진지하게 받아들이고 있지 않다는 것을 보여주고 있습니다. 중재판정부 역시 그래야 할 것입니다.

B. 내재가치 개념에 대한 대한민국의 공격은 잘못된 것이며 관련성도 없습니다

73. 대안적인 “0이 아닌 손해액” 이론들을 제시한 이후, 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면 Section V.B.3 에서 Mr. Boulton이 SOTP 가치평가를 수행할 때 “내재 가치” 개념을 사용하는 것에 대한 비판을 되풀이합니다. 마치 “내재 가치”가 특이한 개념인 것처럼 따옴표를 추가한 것을 제외한다면, 새로운 내용은 전혀 없습니다.
74. 대한민국은 내재가치와 공정시장가치가 동일한 것이 아님을 먼저 주장한 다음, 내재가치는 “[그] 추정치가 분석자마다 상이한”한 특별히 주관적인 개념이라고 주장합니다.¹⁴⁶ 이 주장은 터무니없고, 자기편향적이며 전적으로 부적절합니다.
- a. 위 주장이 터무니없는 이유는 첫째, 가치에 대한 추정치는 가치평가자의 판단을 요하기 때문에, 이러한 의미에서 원래 “주관적”이며,¹⁴⁷ 둘째, 중재판정부도 잘 아시는 바와 같이 공정시장가치라는 개념이 아무리 “객관적”일지라도 이에 대한 전문 분석가들의 판단은 일반적으로 상이하기 때문입니다. 만일 대한민국과 대한민국 측 전문가가 정말로 Mr. Boulton의 분석에 반영된 사항 중 반박가능한 구체적인 가정 혹은 판단을 발견하였다면, 이를 당사자들과 중재판정부가 검증할 수 있도록 대안적인 SOTP 가치평가를 제시했어야 합니다. 하지만, 대한민국은 그렇게 하지 않았습니다.
 - b. 대신 대한민국과 대한민국 측 전문가는 애초부터 삼성물산 주식의 시장 효율성에 대한 맹목적인 믿음에 근거하여 지급해야 할 손해가 없다는 결론에 이른다는 입장을

¹⁴² James Dow {Day8 /95:18-22}.

¹⁴³ James Dow {Day8/96:22}.

¹⁴⁴ James Dow {Day8 /96:20-21}.

¹⁴⁵ James Dow {Day8 /220:23} – {Day8 /221:6}.

¹⁴⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제155(c)항 {B/11/70}.

¹⁴⁷ 청구인 심리 후 주장서면, 제200항 {B/10/83-84}.

취했습니다. 가정적 시나리오 하에서 시장의 효율성이 곧 대한민국이 협정을 위반하지 않았을 경우의 반응을 시장이 즉각적으로 수용함을 의미한다는 지적에, 대한민국과 Dow 교수는 변명의 여지가 없는 “불가지론적”인¹⁴⁸ 입장으로 후퇴하였고, 명백한 결론에 도달하는 해당 분석을 확장시키는 것을 거부하였습니다. 중재판정부는 Mr. Boulton을 향한 피청구국측의 아전인수격 비판을 배척해야 합니다. Mr. Boulton은 단지 의견(이는 “주관적”이라는 꼬리표의 궁극적인 이유입니다)을 제시했다는 이유로 비판을 받았습니다. 이러한 비판은 Dow 교수 또한 그의 전문성을 바탕으로 의견을 제시할 수 있었고 제시했어야 함에도 불구하고 단지 대한민국의 주장과 상충되는 결론에 이르는 것을 피하기 위하여 의견 제시를 거부한 상황에서 이루어졌습니다.

- c. 청구인의 손해배상 청구는 청구인의 삼성물산 투자의 내재가치 전체에 대한 것이 아니며 실제로 여러가지 측면에 있어서 Mr. Boulton의 손해배상액 산정은 상당히 보수적인 바, 내재가치에 대한 대한민국의 공격은 결국 완전히 부적절한 것입니다.¹⁴⁹ 청구인의 청구는 5~15%의 할인을 적용하고 있는데, 이는 Mr. Boulton의 평가에 따라 가정적 시나리오에서 청구인이 삼성물산 주식에 대해서 실제로 실현할 수 있었던 가격을 더 정확히 반영하기 위함입니다. 청구인은 가장 관련성 높은 기준일들의 주가를 참조하여 적절한 할인율을 5%라고 주장합니다.¹⁵⁰ 15% 할인율은 보다 넓은 기간 중 가장 낮은 주가를 기준으로 한 청구인의 가장 보수적인 입장을 반영한 것입니다.¹⁵¹

75. 이 범위 내에서 예상되는 주가는 당시의 다른 분석과 비교하더라도 충분히 합리적인 범위에 있으며 크게 벗어나지 않습니다. Mr. Boulton의 가치평가는 ISS(주당 110,234원),¹⁵² 당시 엘리엇이 선임한 4대 회계법인(주당100,597원-114,134원)¹⁵³ 및 삼성이 선임한 딜로이트(최초이자 가장 적게 조작된 가치평가: ██████████)를 포함한 당시 다수의 전문가들이 수행했던 가치평가와 실질적으로 동일합니다.¹⁵⁴
76. 대한민국은 아울러 피청구국 심리 후 주장서면 다른 곳에서 배기홍 교수의 분석을 토대로 “청구인이 주장하는 주식의 내재가치의 큰 부분을 차지하는 삼성물산의 상장 계열사에 대한 소수지분들의 비유동성”을 설명하기 위해 할인이 추가적으로 적용되어야 한다고 주장합니다.¹⁵⁵ 대한민국은 기록을 곡해하여 “시장은 삼성물산의 상장 계열사들에 대한 소수지분을 시장가격으로 평가하지 않을 것”이기 때문에 삼성물산의 내재가치에 대한

¹⁴⁸ Dow 제2차 보고서, 제102항 {G3/1/48}; James Dow {Day8/156:11-21}.

¹⁴⁹ 청구인 심리 후 주장서면, 제14항, 제209(d)항, 제240항, 제254-255항 {B/10/6-7} {B/10/88} {B/10/98-99} {B/10/103-104}.

¹⁵⁰ Boulton 제2차 보고서, 제6.5.7-6.5.13항 및 그림 8 {F5/1/53-55}.

¹⁵¹ Boulton 제2차 보고서, 제6.5.14-6.5.16항 및 그림 9 {F5/1/55-56}. 이보다 길었던 기간의 할인율은 최대 13.9%이었으므로, 실제로 이러한 15% 수준의 할인율도 보수적인 것입니다.

¹⁵² ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., Exh C-30, 제14면 {C/30/14}.

¹⁵³ 서울중앙지방법원, 2015. 7. 1. 선고 2015카합80582 판결, Exh R-9, 제11면 {R/9/11}.

¹⁵⁴ 5월 21일자 딜로이트 보고서, Exh C-775, 제2면, 제6면 {C/775/3} {C/775/7}.

¹⁵⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제108항 {B/11/49}.

상당한 할인율이 잔존할 것이라는 배기홍 교수의 증언이 “반박되지 않았다”고 주장합니다.¹⁵⁶ 실제로는 배기홍 교수의 주장은 심리 과정에서 그에 대한 반대신문 및 Mr. Boulton에 의해 상당히 특이하고 흔치 않은 것으로 충분히 반박되었습니다.¹⁵⁷ 배기홍 교수가 지배주주의 영향력을 반영하기 위해 할인이 적용되어야 한다고 주장한들, 그러한 할인은 Mr. Boulton의 평가에 이미 포함되어 있습니다.¹⁵⁸

77. 마지막으로 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면 내 여러 곳에서 청구인이 주장하지도 않은 손해액 청구인 삼성물산의 할인되지 않은 내재가치에 대해 반박하고 있는 것으로 보입니다.¹⁵⁹ 명확히 하건대, 청구인은 지배구조 개편안을 포함한 순자산가치에 대한 과거의 평균적 할인율 이상으로 삼성물산의 가치를 실현하고/하거나 순자산가치를 증대하기 위한 전략을 갖고 있었습니다.¹⁶⁰ 그러나 중재판정부가 판단할 손해배상청구는 이러한 전략의 달성 여부에 좌우되지 않습니다. 손해배상청구는 오로지 삼성물산 주가가 가정적 시나리오에서 SOTP 가치를 향해 크게 상승하였을 것을 입증하는 것에 달려있는 바, 이제 이에 대해 설명하도록 하겠습니다.

C. 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 상승하였을 것이라는 증거는 다툼의 여지가 없습니다

78. 대한민국은 Section V.B의 나머지 부분에서 자신이 협정을 위반하지 않아 본건 합병이 승인되지 않았을 경우의 가정적 시나리오에서 삼성물산의 주가가 상승하였을 것이라는 주장을 다양한 방식으로 반박하고 있습니다. 주가가 위와 같이 상승하였을 것이라는 주장은 통상 기대이익 청구의 기반이 되는 미래예측에만 의존하고 있지 않습니다(물론 이 사건에서 국민연금 및 삼성조차 이러한 예측을 내놓은 바 있습니다). 반대로, 청구인의 주장은 본건 합병 전후의 삼성물산의 주가 실적에 관한 실제 데이터를 기초로 하고 있습니다. 이러한 데이터는 중재판정부가 본건의 손해배상을 판정하는 데 있어 유일하고 확고한 실증적 근거가 될 것입니다.

1. 평가기준일에 대한 대한민국의 명백한 혼동

79. 위 증거에 대해 설명드리기 전에 우선 평가기준일에 관한 대한민국의 혼란스러운 주장과, 청구인의 손해배상청구가 가정적 시나리오 하에서 다툼이 없는 평가기준일 이후의 삼성물산의 주가를 주목하고 있다는 이유로 해당 손해배상청구의 적격성이 결여되었거나 특수한(“기회의 상실”¹⁶¹) 성격에 해당하는지에 대해 논하도록 하겠습니다. 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면 Section V.B.4에서 청구인의 청구를 “평가기준일 이후에 가치 상승 가능성을 실현할 투기적 기회”의 상실에 대한 청구로 재구성하고 이를 근거로 청구를 기각시키고자 하며, 아울러 Section V.B.5(a)에서 대한민국은 “평가기준일에 청구인은 청구한 손해를 입지 않았다”라는 근거로 청구인의 손해배상청구에 의문을 제기합니다. 이러한

¹⁵⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제199항 {B/11/88}.

¹⁵⁷ 배기홍 {Day6/133:8-14} (“거래소에 [상장된] 주식들은... 당연히 거래 되어야 합니다.”라고 인정함); Richard Boulton {Day7/26:15} – {Day7/27:3} 참조.

¹⁵⁸ Boulton 제2차 보고서, 제6.3.18-6.3.19항 {F5/1/44}.

¹⁵⁹ 예를 들어, 피청구국 심리 후 주장서면, 제108항 {B/11/49} 참조.

¹⁶⁰ 청구인 심리 후 주장서면, 제24-30항, 255(a) {B/10/10-14} {B/10/104}.

¹⁶¹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제174항, 제182항 {B/11/76-77} {B/11/79}.

주장에 관하여 많은 혼란스러운 점이 존재합니다.

80. 이러한 혼란은 대한민국이 *가격*과 *가치*라는 두 가지 별개의 개념을 혼동하고 있기 때문에 발생합니다. 청구인은 분명 대한민국이 협정을 위반하지 아니하여 본건 합병이 승인되지 않았을 경우의 가정적 시나리오에서 평가기준일 이후 발생하였을 것으로 예상되는 *가격* 상승을 기준으로 정확하게 측정된 손실을 청구하고 있습니다. 이는 평가기준일 이후 청구인의 투자 *가치*가 상승한다는 주장 또는 평가기준일이 어떠한 식으로든 변경되어야 한다고 주장과는 다릅니다. Mr. Boulton은 청구인의 투자 *가치*를 측정하는 데 있어 하나의 평가기준일과 삼성물산에 대한 하나의 SOTP 가치평가만을 제안합니다.
81. “국제법상 이익 상실은 *평가기준일 당일 기준으로* 입증되어야 한다”¹⁶²는 대한민국의 주장은 완전히 잘못된 것입니다. 평가기준일은 관행상(아울러 본건에서의 정의상¹⁶³) 손해의 원인이 되는 위반행위가 있기 하루 전을 의미하기 때문에 위의 주장은 터무니없다 할 것입니다. “가정적 시나리오에서 청구인이 주장하는 가치를 평가기준일에 어떻게 실현할 수 있었는지에 대한 설명이 없다”¹⁶⁴는 반론 역시 혼란을 일으킵니다. 청구인의 주장은 일관되게 다음과 같았습니다. (i) 평가기준일 당시 삼성물산의 주식 *가격*은 그 *가치*를 반영하고 있지 않았으며(대한민국이 인정하는 부분); (ii) 가정적 시나리오에서는 삼성물산의 주식 *가격*이 그 *가치*를 보다 정확하게 반영하기 위해 상승하였을 것이고(대한민국이 합리적인 이유 없이 다투는 부분); 아울러 (iii) 청구인은 위와 같이 상승한 *가격*에서 시장 거래를 통해 자신의 주식을 매도하여 투자 *가치*를 현실에서 실현할 수 있었을 것 (대한민국이 혼동하고 있는 부분)입니다. 이 주장이 *평가기준일 이후* 삼성물산 주식 *가격*이 어떻게 되었을지를 고려할 필요가 있다는 점은 다툼의 여지가 없습니다. 이는 가정적 시나리오(즉 대한민국이 협정을 위반하지 않았을 경우의 대안적 미래)를 고려시 당연한 것입니다. 이러한 시나리오는 평가기준일의 변경을 수반하지 않습니다.
82. 따라서 대한민국이 위 주장을 “기회의 상실”로 재구성하고자 하는 시도는 실패할 수밖에 없습니다.¹⁶⁵ 이러한 주장은 (i) 협정에 따른 최소대우기준에 대한 청구인의 법적 *권리*를 “부패하지 않은” 과정을 통해 본건 합병이 결정되는 “기회”로 재구성하며; (ii) 국민연금이 본건 합병에 반대 표결하더라도 본건 합병 결의의 “향방을 알 수 없다”는 산술적 결함이 있는 대한민국의 주장을 반복하며; 아울러 (iii) 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 상승하였을 것이라는 청구인의 주장을 “지나친 억측”이고 “완전히 비현실적”이라고 폄하하고¹⁶⁶ 있습니다. (i)과 (ii)는 본안에 대한 진술에서 다루졌으며,¹⁶⁷ 이제 (iii)에 대해 말씀드리겠습니다.

¹⁶² 피청구국 심리 후 주장서면, 제178항 {B/11/78}.

¹⁶³ Boulton 제2차 보고서, 제2.3.2항 {F5/1/14}.

¹⁶⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제180항 {B/11/79}.

¹⁶⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, 제174항, 제182항 {B/11/76-77} {B/11/79}.

¹⁶⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제174항 {B/11/76-77}.

¹⁶⁷ 상기 제50-51항 참조.

2. 가정적 시나리오에서의 삼성물산 주가 상승에 대한 유일하고 확고한 경험적 증거가 있습니다

83. 대한민국의 심리 후 주장서면 Section V.B.5(b) 및 Section V.B.6은 청구인이 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 상당히 상승하였을 것이라고 기대하는 것이 왜 비현실적인지에 관한 수많은 주장을 나열하고 있습니다. 아래에서 간략히 서술하는 바와 같이, 그러한 주장들은 모두 잘못된 것입니다.

(i) 주가의 급격한 상승을 막을 유의미한 법적 장애는 존재하지 않습니다

84. 대한민국은 먼저 (피청구국 심리 후 주장서면에서 처음으로) “모든 주식의 일일 가격제한폭을 15%로 제한”했다는 한국 법규를 언급하며, 주가 상승을 막을 법적 장애가 존재했다고 주장합니다.¹⁶⁸ 그러나 실제로 2015년 7월 당시 시행 중이었던 한국의 관련 법규에 따르면 일일 주가 변동폭은 최대 30% 였으며,¹⁶⁹ 그렇기 때문에 대한민국이 이의를 제기하고 있는 주가의 전체 상승폭(평가기준일의 주가로부터 41.5-58% 상승)은 이틀 이내에 삼성물산의 주가에 반영될 수 있었습니다. 해당 법규는 청구인이 시장 거래를 통해 매우 빠르게 자신의 투자 가치를 실현하는 데 있어 중대한 장애 사유가 될 수 없습니다.

(ii) 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 상승하였을 것이라는 Mr. Boulton의 의견은 실제 삼성물산의 주가 움직임으로부터 도출된 것입니다

85. 대한민국은 이어 삼성물산의 순자산가치에 대한 할인율이 “오랜 기간 동안” 및 “완고”하게 42% 내지 67%의 범위에 머물러 있었다는 점을 근거로 가정적 시나리오에서의 주가 상승을 “합리적으로 기대할 수 없다”고 주장합니다.¹⁷⁰ 실제로 청구인의 당시의 시장 모니터링과 Mr. Boulton의 분석은 모두 이러한 수준의 할인율이 삼성물산에게 있어 이례적이었음을 보여주고 있습니다. 이처럼 높은 할인율은 삼성물산의 과거의 거래 양상으로부터 현저하게 벗어난 것이었으며, 2015년에 이르기까지 7년 동안 삼성물산 주식이 순자산가치에 비해 프리미엄 가격에 거래되기도 했다는 사실 및 순자산가치 대비 할인율이 평균적으로 16% 밖에 되지 않았다는 사실에 대해서는 다툼이 없습니다.¹⁷¹ 물론 이러한 수준의 할인율도 Mr. Boulton이 수치화한 범위 내에서 상한에 가까운 축에 속합니다. 이러한 순자산가치 대비 삼성물산의 과거 주가 실적에 대한 증거는 중재판정부가 손해배상 판정의 기반으로 할 수 있는 확실한 실증적 기초에 해당합니다. 이러한 근거에 따라 터널링 합병의 위험이 제거될 경우 초과 할인(Excess Discount)이 해소되기 때문에 삼성물산 주가가 상승하였을 것이라는 주장은 합리적인 확실성이 있습니다.

86. 본건 합병 이후 삼성물산 주가의 실제 변동에 대한 증거는 터널링 합병에 대한 위험의 제거시 초과 할인율의 해소가 합리적으로 실현되었을 것임을 확인해 주고 있습니다. 왜냐하면 이는 바로 본건 합병을 통해 설립된 신설 삼성물산에게 실제로 일어난 일이기 때문입니다. Mr.

¹⁶⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제184항 {B/11/80}.

¹⁶⁹ 유가증권시장운영규정, 2015. 4. 29., **Exh C-780**, 제 20조 제(1)-(2)항; 유가증권시장운영규정 시행세칙, 2015. 5. 19., **Exh C-780**, 제30조 제(1)항, 제1호 {C/780/1-2}.

¹⁷⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제185항 {B/11/80}.

¹⁷¹ 상기 제5.b항 참조.

Boulton의 합병법인 분석은 본건 합병 직후 기간에 신설 삼성물산에 대한 초과 할인이 사라지고, SOTP 가치평가 대비 할인율이 5-15% 수준 밖에 되지 않았다는 점을 입증하고 있습니다.¹⁷² 실제 시나리오에서 본건 합병 이후 삼성물산은 여전히 지주회사였으며, Dow 교수와 대한민국이 강조한 모든 지배구조 문제들에 엮인 *재벌* 즉 삼성의 일부였으며, 여전히 한국 자본시장의 일원이었습니다. 본건 합병 직후 삼성물산의 유일한 변화는 합병이 이미 종료되었기 때문에 삼성물산이 더 이상 터널링 합병의 대상이 아니었다는 점입니다. 이는 곧 본건 합병 준비 중에 관찰된 할인율 수준이 실제로 이례적이었고, *아울러* 해당 할인율이 가정적 시나리오에서 상당히 감소하였을 것임을 확인합니다: 즉, 본건 합병 직후의 현실에서 제거된 삼성물산의 할인율은 논리적으로 가정적 시나리오에서도 본건 합병이 무산된 직후에 제거되었을 것입니다.

87. 대한민국이 이러한 합병법인 분석에 대한 경험적 및 방법론적 대안을 전혀 제시하지 못하였습니다. 이러한 이유로 대한민국은 Mr. Boulton의 40년간 가치평가 분석을 수행 경험이 경제학 전문가로서의 자격에 해당하는지에 대한 의문을 제기하고,¹⁷³ Mr. Boulton이 구체적으로 “코리아 디스카운트”를 밝히지 않았다고 이의를 제기하며,¹⁷⁴ *아울러* Mr. Boulton이 이른바 “지주회사 할인과 ‘코리아 디스카운트’의 불가분의 혼합물”의 구성요소를 분석 및 분리하고자 하였다는 이의를 (아무런 설명 없이) 제기하는데 그칠 수밖에 없습니다.¹⁷⁵ 이는 모두 분석을 가장한 꼬리표 붙이기에 지나지 않습니다.
88. 대한민국은 특히 Mr. Boulton의 *실제 경제 분석*에 대해서는 이의를 제기하지 않았는데, 그는 삼성물산의 내재가치에 대한 할인율 중 가정적 시나리오에서 소멸될 것으로 기대되었을 부분(*아울러* 현실에서는 본건 합병 직후에 실제로 소멸된 부분)을 잔존할 것으로 예상되는 할인율로부터 분리시킨 바가 있습니다. 그는 전자를 “초과 할인율 (Excess Discount)”로, 후자를 “지주회사 할인율”로 각각 분류하고 후자에 대한민국의 지주회사에 적용되는 일반적인 할인율을 포함시킵니다. 한편 청구인의 손해를 수치화 하는데 있어 소위 말하는 지주회사 할인율의 어느 요소들이 “코리아 디스카운트” 또는 “지주회사 할인율” 혹은 그 밖의 어떤 종류의 할인율에 해당하는지를 구분할 필요는 없었으며, 이는 그가 손해액 분석에서 중요한 할인율인 초과 할인율의 구성요소를 분리하고 확실하게 산정할 수 있었기 때문입니다.

(iii) “아무것도 변하지 않았을 것”이라는 대한민국의 억측은 증거를 통해 거짓임이 드러납니다

89. 대한민국은 다양한 방법으로 가정적 시나리오에서 삼성물산의 내재가치에 대한 “불가분”한 할인의 어떤 증가분도 제거되지 않았을 것이라는 주장을 하고자 노력합니다. 이러한 주장은 근본적으로 개연성이 떨어지나, 적어도 중재판정부 앞에서 다루어질 내용은 명확합니다. 청구인은 국민연금의 본건 합병에 대한 반대(및 그에 따른 무산)를 분수령으로 봅니다. 대한민국은 한국 자본시장이 이를 집단적으로 무시했을 것이라고 말합니다. 본건 합병

¹⁷² Richard Boulton {Day7/16:4-16}; Boulton 제2차 보고서, 제6.5.17-6.5.18항 {F5/1/56}.

¹⁷³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제187항 {B/11/81}.

¹⁷⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제191항 {B/11/82}.

¹⁷⁵ 피청구국 심리 후 주장서면, Section V.B.5(b)(i) (헤더) {B/11/81}.

표결의 결과를 담보하기 위해 [REDACTED] 부회장 등이 행하고자 하였던 범행의 정도를 고려할 때, 이러한 주장이 얼마나 터무니없는지는 설명할 필요조차 없습니다.

90. 대한민국은 국민연금이 본건 합병에 대한 반대 표결을 한 가정적 시나리오에서도 여전히 “본건 합병의 위험은 여전히 삼성물산 주가에 내재되어 있을 것”이라고 주장하고 있습니다.¹⁷⁶ 이러한 주장은 삼성과 관련된 일반적인 기업지배구조의 위험과 본건 합병에 의한 약탈에서 기인하는 구체적 위험을 구분하지 못하며, Mr. Boulton의 합병법인 분석의 경험적 근거가 되는 본건 합병 이후 삼성물산의 주가 움직임에 대한 실제 증거를 간과하고 있습니다. 대신 대한민국은 삼성의 기업 지배구조¹⁷⁷ 및 [REDACTED] 부회장이 약탈적인 합병을 시도할 유인¹⁷⁸이 여전히 같았을 것이라는 일련의 주장을 반복합니다. 한편 대한민국은 본건 합병이 부결이 가져올 수 있었던 변화에 대해서는 다루고 있지 않습니다. 국민연금과 삼성물산의 다른 소수주주들에 의한 소극적 지배권 행사를 비추어 보면, [REDACTED] 부회장은 더 이상 약탈적인 합병을 강행할 수 없었을 것입니다. [REDACTED] 부회장이 직접 언급한 바와 같이, “[REDACTED]”였으며 본건 합병은 “[REDACTED]” 하였습니다.¹⁷⁹ 이를 단순한 [REDACTED] 부회장의 “합병 성사 지지” 발언으로 목살하려는 대한민국의 노력¹⁸⁰은 앞뒤가 맞지 않습니다. 오히려, 지배권을 이전하기 위한 [REDACTED] 부회장의 지속적인 유인은 국민연금과 청구인을 포함한 독립된 소수주주들의 소극적 지배권 행사와 결합하여 엘리엇이 지속적으로 예상한 바와 같이¹⁸¹ ([REDACTED] 있습니다¹⁸²) 해당 주주들이 후속 계획에 대해 협의하고 이를 공정한 조건으로 이행할 기회를 제공하였을 것입니다. 아울러 [REDACTED] 부회장의 진술이 “공개적이지 않았다”는 점은 중요하지 않습니다.¹⁸³ 중요한 것은 시장이 삼성물산 주주들이 (매우 공개적으로) 약탈적인 본건 합병에 반대하였음을 알았을 것이며, 같은 일이 재차 발생할 수 있을 것이라고 예상할 수 있었다는 점입니다.
91. 또한 대한민국은 당시 국민연금에서 본건 합병의 무산이 삼성물산 주가를 “[REDACTED]” 시켰을 것이라고 스스로 인정한 사실을 축소하려고 하며, 더 나아가 이것이 Mr. Boulton의 “가정적 시나리오에서 삼성물산 주가가 소위 SOTP 가치 수준으로 ‘즉각적’으로 상승했을 것이라는 믿음”에 대한 “유일한 근거”라는 그릇된 주장까지 하고 있습니다.¹⁸⁴ 이러한 주장들은 대한민국에게 매우 불리한 증거와 삼성물산 주식에 대한 시장의 효율성이 주가가 삼성물산 주주의 본건 합병에 대한 표결 결과와 같은 정보에 “즉각적”으로 반응한다는 것을 의미한다는 의견을 처음 표명한 사람이 바로 Dow 교수라는 아이러니한 현실에 대응하기

¹⁷⁶ 피청구국 심리 후주장서면, 제159항 {B/11/71-72}; 피청구국 심리 후 주장서면, 제173항 {B/11/76}도 참조.

¹⁷⁷ 피청구국 심리 후 주장서면, 제196-198항 {B/11/87-88}.

¹⁷⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제200항, 제203항 {B/11/88-90}.

¹⁷⁹ [REDACTED], 국민연금 CEO 면담내용, 2015. 7. 7., Exh C-413, 제1면 {C/413/1}.

¹⁸⁰ 피청구국 심리 후 주장서면, 제204(a)항 {B/11/90}.

¹⁸¹ 청구인 심리 후 주장서면, 제24항 {B/10/10}.

¹⁸² 시장 전망 분석(案), 2015. 6. 10., Exh C-759, 제37773면 {C/759/2} (“[REDACTED]”).

¹⁸³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제204(b)항 {B/11/91}.

¹⁸⁴ 피청구국 심리 후 주장서면, 제206항 {B/11/91-92}.

위한 비접한 시도입니다.¹⁸⁵

(iv) 더 높은 할인율에 대한 대한민국의 주장은 배척되어야 합니다

92. 마지막으로 대한민국은 피청구국 심리 후 주장서면 Section V.B.6에서 대한민국에 내려질 불가피한 손해배상 관정을 무효화 또는 축소시키기 위해 이른바 “현실적”, “상식적” 또는 “적합한”(“더 높은”이라고 해석됨) 할인율을 적용해야 한다고 주장하기에 이르렀습니다.¹⁸⁶ 이러한 주장은 대한민국이 경험적 또는 방법론적으로는 Mr. Boulton의 합병법인 분석을 부정할 수 없다는 점을 암묵적으로 인정하는 것입니다.
93. 대한민국의 첫 번째 전략은 소위 비교대상 기업의 주가에서 관측되는 할인율에 다시 주목하는 것입니다.¹⁸⁷ Mr. Boulton은 이미 해당 회사들이 삼성물산과 유사한 상황에 있지 않다는 점을 설명하였습니다.¹⁸⁸ 대한민국은 이러한 비교 대상들이 삼성물산에 적용되는 적절한 할인율을 결정하는 데 있어 삼성물산 자신의 주가 실적이라는 증거보다 어떻게 더 “적합”할 수 있는지에 대해서 새로운 설명을 제공하지 않습니다.
94. 두 번째 전략은 청구인의 트레이딩 플랜 가이드라인이 청구인이 삼성물산이 거래될 것으로 예상하였거나 청구인이 삼성물산에 대한 투자를 회수하였을 할인율을 반영하거나 드러낸다는 신뢰성이 떨어지는 주장입니다.¹⁸⁹ Mr. Smith는 트레이딩 플랜 가이드라인의 “청산” 부분이 청구인이 투자를 회수했을 때의 할인율을 나타내는 경우가 거의 없다고 일관되게 증언했습니다.¹⁹⁰ 이러한 지침은 투자 포지션을 구축하는 과정에서 투자자가 증권을 너무 비싸게 사지 않도록 포지션의 빌드업을 매칭시키기 위해 “청산” 부분이 자동적으로 입력되는 견본이었습니다.¹⁹¹ 어찌 되었든, 청구인이 2015년 4월 초 이후 지배구조 개편안을 마련하여 행동주의 투자를 하기로 결정함에 따라 트레이딩 플랜 가이드라인은 완전히 의미를 잃게 되었습니다.¹⁹² 따라서 대한민국이 피청구국 심리 후 주장서면에서 시도하고 있는 것처럼 트레이딩 플랜 가이드라인이 청구인이 고려한 삼성물산의 순자산가치 대비 지속적 할인율을 반영한다고 묘사하는 것은 진정성 없는 주장입니다.

D. 매수청구권 미행사 주식

95. 2015년 5월 27일 이후 청구인이 취득한 주식은 주식매수청구권이 없었으며, 본건 중재에서 “매수청구권 미행사 주식”, “Non-Buyback 주식” 또는 “Non- Putback 주식” 등 다양한 명칭이 사용되었습니다. 이러한 주식을 이전 5개월 동안 청구인이 취득한 주식과 달리 취급할

¹⁸⁵ Dow 제1차 보고서, 제86항, 제95항, 제99항 {G1/1/42} {G1/1/45} {G1/1/47}.

¹⁸⁶ 피청구국 심리 후 주장서면, 제210항 {B/11/94}.

¹⁸⁷ 피청구국 심리 후 주장서면, 제212-220항 {B/11/95-97}.

¹⁸⁸ Boulton 제2차 보고서, 제6.4.14-6.4.15항 {F5/1/51-52}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 29 {J/21/29}.

¹⁸⁹ 피청구국 심리 후 주장서면, 제221-223항 {B/11/97-100}.

¹⁹⁰ Smith 제3차 증인진술서, 제 15-16항 {D1/3/9-10}. Smith 제2차 증인진술서, 제 20항, 제 22항 {D1/2/10-12}; James Smith {Day3/60:13-25} {Day3/64:7-10} {Day3/70:6-19}도 참조.

¹⁹¹ Smith 제2차 증인진술서, 제 20항 {D1/2/10-11}; Smith 제3차 증인진술서, 제 16항 {D1/3/9-10}; James Smith {Day3/60:13-25} {Day3/78:13-23}.

¹⁹² Smith 제3차 증인진술서, 제18항 {D1/3/10-11}; James Smith {Day3/80:3-14}.

이유는 없습니다.

96. 대한민국은 “해당 주식에 대한 매수 결정은 청구인이 이후 입은 피해에 기여한 투기적 움직임”이므로 청구인이 본건 합병이 2015년 5월 26일에 발표된 후 매수한 3,393,148 주의 주식매수청구 대상이 아닌 주식에 대해서 손해배상을 받을 자격이 없다고 주장합니다.¹⁹³ 여기서 대한민국은 다시 한번 사실을 왜곡하고 있습니다.
97. 본건 합병 발표 이후 기간 동안에 청구인이 이러한 주식을 취득한 것은 “투기적 움직임”이 아니었습니다. 실제로 삼성물산에 대한 청구인의 전반적인 투자는 해당 기간 동안 아주 소폭 감소하였으며,¹⁹⁴ Mr. Smith가 설명한 바와 같이(이에 대한 이의제기는 없었습니다), 청구인은 2015년 5월 26일 이후 스왑을 주식으로 변경하였으며, 이는 주식에 의결권이 있으므로 본건 합병에 반대하는 청구인에게 도움이 되기 때문이었습니다.¹⁹⁵
98. 마지막으로, 그리고 결정적으로, 매수청구권 행사 주식과 동일하게 매수청구권 미행사 주식에 대한 “위험의 감수”는 있을 수 없습니다: 두 주식 모두 일반적인 상거래의 위험 부담 하에 매수되었고, 어느 주식도 청구인의 손실을 초래한 위법한 정부개입의 위험에 대해 알면서 또는 이를 부담하면서까지 매수한 것이 아닙니다.
- E. 대한민국이 청구인에게 지급하여야 하는 손해에 대한 대한민국의 “공제” 주장은 잘못된 것입니다**
- 1. 청구인의 거래 포지션은 무관합니다**
99. 앞에서 말씀드린 바와 같이 대한민국은 삼성물산 주식과 삼성물산 및 제일모직 스왑으로 정의되는 “청구인의 투자”—이러한 주장을 하기 위해서만 투자 개념에 스왑을 포함시키는 것으로 보입니다—¹⁹⁶ 총 25억원, 즉 약 미화 250만달러의 이익을 거두었음을 입증하기 위하여 손해액 산정에 대한 광범위한 주장을 펼치며 심리 후 주장서면을 시작하고 있습니다.¹⁹⁷ 청구인이 삼성물산 주식으로 거래이익을 얻지 못하고 손실만 입었다는 점에 대해서는 다툼이 없습니다.¹⁹⁸
100. 청구인은 증거 및 종전에 제출한 서면들에서 거래 포지션에 대한 일반적인 주장을 하였습니다.¹⁹⁹ 거래손실을 상쇄(또는 이러한 목적상 거래이익을 고려)한다고 하여 현재 중재판정부가 당면한 손해액 산정의 문제, 즉 대한민국의 위반행위가 없었을 경우 청구인이 어떠한 포지션에 있었을 지에 대해 알 수는 없습니다. 거래 포지션은 해당 문제와 관련이

¹⁹³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제228-231항 {B/11/102-103}.

¹⁹⁴ 2015. 5. 26.자 James Smith 제2차 증인진술서의 부록 A {D1/2/37}에 명시된 바와 같이, 청구인은 삼성물산의 7.42%(그 중 4.84%는 주식으로 및 2.58%는 스왑으로) 보유하였으나, 2015년 6월 3일까지 청구인은 스왑 포지션을 완전히 제거하고 삼성물산 주식의 7.12%를 소유하였습니다.

¹⁹⁵ Smith 제2차 증인진술서, 제65항 {D1/2/30}.

¹⁹⁶ 대한민국은 스왑이 협정에 따라 보호되는 투자에 해당하지 않음을 일관되게 주장하였습니다. 예를 들어, 재반론서면, 제103-128항 {B/7/69-77} 참조.

¹⁹⁷ 피청구국 심리 후 주장서면, Section V.A (헤더) {B/11/50}.

¹⁹⁸ 피청구국 심리 후 주장서면, 제117항 {B/11/52-53}; 청구인 심리 후 주장서면, 제237항 {B/10/98}.

¹⁹⁹ 청구인 심리 후 주장서면, 제235-242항 {B/10/97-99}; Smith 제4차 증인진술서, 제18-21항 {D1/4/5}.

없습니다.

101. 청구인은 거래손실이나 스왑 포지션에 관한 손실을 청구하고 있지 않습니다.²⁰⁰ 따라서 이러한 포지션에서 실현한 거래이익을 청구인의 손해배상청구에서 “공제”하여야 한다는 주장²⁰¹은 잘못된 것입니다. Mr. Boulton은 삼성물산 주식 투자와 관련된 손해를 산정하는 과정에서 청구인이 해당 투자를 처분했을 때 수령한 금액을 이미 전부 고려하였습니다.²⁰² 청구인이 기타 투자수단의 손실에 대한 손해 항목을 추가하여 그 청구액을 증액하지 않은 것과 마찬가지로 청구인의 청구를 이러한 투자수단으로 발생했다고 주장되는 이익만큼 감소시켜서도 안 될 것입니다.

2. 엘리트은 삼성물산으로부터 추가지급금을 받았으며, 이에 따라 손해청구액을 수정합니다

102. 대한민국의 심리 후 주장서면은 Section V.D에서 중재판정부가 청구인이 삼성물산과의 주식매수가격 및 이전에 관한 합의서에 따라 삼성으로부터 수령한 장래의 추가지급금을 대한민국에게 전달하도록 명하라는 새로운 청구로 마무리됩니다.²⁰³ 이러한 청구는 협정의 위반에 대해 대한민국이 지급하여야 하는 손해배상의 이중 배상을 회피하기 위한 방법으로 제시되고 있습니다. 그러나, 이러한 요청은 전적으로 불필요합니다. 청구인은 최근 삼성물산으로부터 원천징수세와 기타 세금을 공제한 65,902,634,943원에 해당하는 추가 지급금을 수령하였습니다. 이 금액은 2022년 5월 12일에 지급되었고, 현재 대한민국 씨티은행의 청구인 계좌에 있으며, 각종 세금 및 규제 관련 확인이 완료되는대로 송금될 예정입니다. 이에 따라 청구인은 기존에 청구한 원금에서 해당 금액을 공제하여 손해액을 다음과 같이 수정합니다.

	백만 원	미화 달러 ²⁰⁴
5% 지주회사 할인		
EALP의 순손실 (2022년 5월 12일자)	517,363	408,253,247
중재판정 전 이자 (2022년 5월 18일까지) ²⁰⁵	261,850	206,633,357
15% 지주회사 할인		
EALP의 순손실	388,979	306,950,089
중재판정 전 이자 (2022년 5월 18일까지)	209,593	165,393,777

²⁰⁰ 청구인 심리 후 주장서면, 제235항, 제240항, 제242항 {B/10/97-99}.

²⁰¹ 예를 들어, 피청구국 심리 후 주장서면, 제112항 {B/11/50} 참조.

²⁰² Boulton 제2차 보고서, 제2.9.2항 및 그림 3 {F5/1/23-24}.

²⁰³ 피청구국 심리 후 주장서면, 제234항 {B/11/104}.

²⁰⁴ 2022년 5월 18일자 미화 달러 대 원화 환율을 이용하여 산정됩니다.

²⁰⁵ 판정 전 이자는 2022년 5월 12일까지의 원금으로 583,265백만원을, 추가 지급금을 수령한 후 2022년 5월 13일-18일에 대한 원금으로 517,363백만원을 이용하여 산출되었습니다.

103. 본 서면은 대한민국이 반복적으로 청구인의 손해배상 주장을 공상의 일종으로 폄하하였던 본건 중재에 대한 4년간의 서면심리 절차로부터 한발 물러서서 마무리하겠습니다. 대한민국은 상당한 손해액 대신 *어떠한 금액*도 지급할 수 없다고 주장해왔습니다. 서면심리가 끝나자, 대한민국은 돌연 청구인을 위한 상당한 손해액 판정에 대한 적절성을 인정하였습니다.
104. 이제 논쟁의 범위가 좁혀졌습니다. 중재판정부 앞에 놓인 문제는 대한민국이 애초에 규정했던 것과 달리 ‘모 아니면 도’식의 문제가 아닙니다. 문제는 대한민국이 협정을 위반하지 않았을 경우 삼성물산 주가가 (i) 대한민국의 주장처럼 본건 합병 표결 직전의 주가였던 69,300원을 넘어서지 못했을 것인지, 아니면 (ii) 삼성물산 주식의 내재가치에 근접할 만큼 주가가 상승하였을지 여부입니다. 내재가치의 15% 내로 상승하는 경우 주가는 주당 98,083원(41.5% 가격 상승)이며, 내재가치의 5% 내로 상승하는 경우 주가는 주당 109,622원 (58% 가격 상승)이 되며, 이는 전적으로 당시의 여타 가치평가 결과와 유사합니다.
105. 가정적 시나리오 하에서 삼성물산의 주가가 어떻게 되었을지에 대한 유일하게 의미 있는 답변은 삼성물산 주가가 즉각적으로 상당 수준 상승했을 것이라는 것입니다. Mr. Boulton와 Milhaupt 교수의 의견은 사건 당시 행해진 수많은 분석과 한국 법원의 판단과 더불어 왜 주가가 상승하였을지를 설명하였습니다. Mr. Boulton의 합병법인 분석은 주가의 상승폭을 수치화하였습니다. 무엇보다도 Mr. Boulton의 계산은 보수적이며, 합리성과 원칙에 입각한 판정을 위하여 인용되어야 합니다.

VI. 신청취지

106. 청구인은 앞서 언급된 이유들에 따라 중재판정부가 대한민국의 본안 전 이의제기를 기각하고 이어 다음과 같이 결정하여 줄 것을 신청합니다:
- a. 대한민국이 협정을 위반하였음을 확인한다;
 - b. 대한민국에 대하여, 대한민국의 위반행위에 의해 야기된 청구인의 손해액 미화 408,253,247달러를 청구인에게 배상할 것을 명한다;
 - c. 대한민국에 대하여 위 (b)의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 2015년 7월 16일부터 중재판정일까지의 기간 동안 매달 복리로 계산된 2022년 5월 18일 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 206,633,357달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
 - d. 5%의 비율에 따르고 완납 전까지 매달 복리로 계산되는 중재판정 후 이자를 청구인에게 지급한다;
 - e. 대한민국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전액 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 비용을 청구인에게 지급할 것을 명한다;
 - f. 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.

상기 내용을 정중하게 제출합니다.



Constantine Partasides QC

Dr. Georgios Petrochilos QC

Elizabeth Snodgrass

Simon Consedine

Nicola Peart

YiKang Zhang

Julia Sherman

Zach Mollengarden

Three Crowns LLP

Beomsu Kim

Young Suk Park

Eun Nyung (Ian) Lee

KL Partners

Michael S. Kim

Andrew Stafford QC

Robin J. Baik

S. Nathan Park

Kunhee Cho

S. Michael Bahn

Kobre & Kim LLP

2022년 5월 18일