보험금융연구 제31권 제4호 (2020. 11) pp. 3-38
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2020.31.4.001

# 투자자-국가 간 소송제도(ISD)에 대한 연구 : 엘리엇 사례를 중심으로*

## A Study on the Investor-State Dispute(ISD) : Cases of Elliott Lawsuits

양 철 원**
Cheol-Won Yang

본 연구는 외국 투자자가 투자 유치국의 차별적 행위에 대해 소송을 제기할 수 있는 투자자-국가 간 소송제도(Investor State Dispute, ISD)를 다루고 있다. 특히 헤지펀드 엘리엇이 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 한국 정부에 제기한 ISD 소송의 재무적 쟁점을 중심으로 논의를 진행하였다. 먼저 엘리엇이 제기한 손해배상액의 적절성을, 합병 전 주식 매도, 그리고 합병 후 보유의 두 가지 경우로 구분하여 평가하였다. 첫째, 합병 전 삼성물산 주식 매도가격으로 주식매수청구권 행사가격을 가정하였을 때, 엘리엇이 주장한 삼성물산 주식가치는 합병 전 여러 평가 기관들이 제시한 수치 범위를 넘었다. 둘째, 합병 후 주식을 보유하고 있을 경우 기존 주주의 손익을 산출할 수 있는 순현가 모형을 제시하였다. 모형에서 주주의 손익은 합병 시너지와 적정 합병비율에 의해 결정된다. 적정 합병비율로 당시 기관들이 제시한 컨센서스 범위를 설정하고, 여러 합병시너지를 가정하여도 모형을 통해 추정된 손해액은 엘리엇이 주장하는 수치에 미치지 못하였다. 결과적으로 합병 시 주주간 부의 이전은 적정 합병비율과 실제 합병비율 간 괴리에 의해 좌우된다. 현재 자본시장법은 합병비율 계산 시 시장가격을 사용하도록 규정하고 있지만, 다양한 가치평가방법을 통해 이를 보완한다면 적정 합병비율 결정에 도움이 될 것이며, 투자자 보호에 기여할 수 있을 것이다.

**국문 색인어:** 투자자-국가 간 소송제도, 합병, 손해배상액, 순현가, 가치평가
**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B030604, B050702, B070900

* 본 연구는 2019년 단국대학교 대학연구비 지원으로 수행되었습니다. 논문에 대해 유익한 조언을 해 주신 정재만 교수님과 2019년 한국증권학회 학술대회 참가자, 그리고 두 분의 심사자께 감사드립니다.
** 단국대학교 경영학부 부교수(yang@dankook.ac.kr), 제1저자
논문 투고일: 2020. 4. 24, 논문 최종 수정일: 2020. 7. 2, 논문 게재 확정일: 2020. 11. 20

www.kci.go.kr

# Ⅰ. 서론

한국은 수출주도형 경제발전을 이룩한 나라로서 세계화로 인한 이익을 가장 많이 누린 나라이다. 이에 걸맞게 여러 국가들과 다양한 형태의 투자협정을 체결하고 외국인 투자 유치를 위해서도 노력하고 있다. 하지만 투자하는 외국인 입장에서는 자국이 아닌 타국에서 불리한 대우를 받을 가능성을 염려하지 않을 수 없다. 외국인 투자를 유인하기 위해서는 무엇보다도 안전하고도 공정한 투자환경을 외국인 투자자들에게 제공해 주어야 할 것이다. 이에 따라 각국들은 투자 협정 속에 외국인 투자자에 대해 실효성 있는 구제수단을 제공하는 것이 일반적이다. 본 연구에서 다루는 투자자-국가 간 소송 제도(Investor State Dispute, 이하 "ISD")도 외국인 투자자가 투자유치국을 상대로 직접 국제중재를 제기할 수 있는 투자자 보호 제도이다.

한국도 발효 중인 다수의 투자협정이나 자유무역협정(Free Trade Agreement: FTA) 안에 ISD가 포함되어 있다. 한편 이런 연유로 인해 한국은 외국인 투자자가 제기한 여러 ISD의 대상국이 되었으며, 최근 그 결과들이 나오고 있다. 한국 정부에 대한 ISD의 최초 판결은 2018년 이루어졌는데 그 결과는 패소였다.[1] 이는 이후 대기하고 있는 여러 ISD들을 생각할 때 큰 우려를 하지 않을 수 없다.[2] 일반적으로 ISD는 중재 규모가 크기 때문에 패소할 경우 한국 정부에 큰 부담이 된다.

본 연구는 ISD 제도에 대해 살펴보며, 특히 미국계 헤지펀드 엘리엇이 2015년 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 2018년 한국 정부에 제기한 ISD 소송의 재무적 쟁점을 중심으로 연구를 진행하였다. 먼저 엘리엇이 주장한 손해배상액의 적절성을 분석하였으며, 이와 연관한 기업의 가치평가 문제도 논의하였다.

가장 논쟁이 되고 있는 것은 엘리엇이 제시한 손해배상액이 적절한지 여부이다. 2015년 합병 당시 엘리엇은 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있었으며, 합병으로 인한 손해배

1) 이란의 다야니가 대우일렉트로닉과 연관하여 제기한 ISD이며, 2018년 6월 6일 중재판정부는 한국 정부가 청구금액 935억 원 중 약 730억 원을 지급하도록 판결하였다.
2) 대표적으로 2012년 론스타가 외환은행 매각과 연관하여 제기한 5조 원대의 ISD가 있다. 2018년 법무부 국감자료에 따르면 한국 정부를 대상으로 한 ISD는 론스타를 포함한 6건이며 청구 배상액 합계는 총 6조 5,273억 원에 달한다.

www.kci.go.kr

상액으로 7억 7,000만 달러(약 8,700억 원)를 주장하고 있다. 합병 당시 엘리엇이 보유한 삼성물산 보유주식 수를 고려하면, 1주당 손해액은 약 7천 8백 원 정도이다.

본 연구는 합병으로 삼성물산 주주가 손해를 입었다고 가정할 때, 이 금액의 적절성을 합병 전 매도하는 경우와 합병 후까지 주식을 가지고 있는 경우 두 가지로 구분하여 평가하였다. 합병 전에 삼성물산 주식 매도가격으로 주식매수청구권 행사가격 57,234원을 사용하였을 때, 엘리엇이 주장하는 삼성물산 1주의 가치는 약 13만 5천 원이 된다. 이는 합병 전에 여러 기관들에서 삼성물산의 적정주가로 산정한 수치범위를 넘어설 뿐 아니라 엘리엇 자신이 당시 평가한 수치에서도 벗어난다.

합병 후까지 주식을 보유하고 있을 경우, 삼성물산 주주들의 순현재가치(Net Present Value: NPV)를 계산할 수 있는 간단한 모형을 제시하였다. 모형에서 합병의 편익(Benefit)은 합병 시너지에 의해 결정되며, 비용(Cost)은 적절한 합병비율과 실제 합병비율과의 괴리에 의해 결정된다. 적정 합병비율로 당시 기관들의 컨센서스인 1:0.4~0.6(제일모직:삼성물산) 범위를 가정하고, 가능한 여러 합병시너지를 시뮬레이션하여도 엘리엇의 손해액은 최대 3천억 원 정도로 산출되었다. 엘리엇이 주장한 합병비율의 최댓값 1.8을 적정 합병비율로 가정했을 때에야 엘리엇의 손해액이 8,700억 원에 도달한다. 요컨대 삼성물산에 대한 정상적인 가치평가 범위를 고려했을 때, 합병 전 매도와 합병 후 보유에서 추정한 손해액은 엘리엇이 제기한 손해액에 미치지 못한다.

주의해야 할 점은 본 연구에서 제시한 손해액은 재무적 손실액이며, 주로 엘리엇이 저평가된 삼성물산 주식에 대해 향후 이익을 실현할 수 있는 기회를 박탈당한 기회비용에 대한 것이다. 이런 재무적 손실액을 고려했을 때 엘리엇이 제기한 손해배상액이 적절성이 결여되어 있다는 것이다. 이 논문에서 고려한 것 외에도 합병을 저지하기 위해 엘리엇이 감당했던 소송비용이나 이미지의 손실 등 비재무적인 기회비용까지도 추가한다면 손해배상액은 더 늘어날 수도 있다. 아직 엘리엇이 자신이 제시한 손해배상액의 구체적 내역을 공개하지 않고 있기 때문에 이에 대한 정확한 판단은 추후 ISD 재판 과정을 통해 가능할 것이다.

결국 합병 시 기존의 주주들이 얻는 손익은 적정 합병비율이 얼마인지에 대한 문제로 귀결된다. 실제 합병비율과 적정 합병비율의 괴리가 클수록 주주 간의 불합리한 부의 이전 현상이 발생할 것이다. 한국에서 합병비율은 가장 합리적이라 여겨지는 시장가격(Market

www.kci.go.kr

price)을 사용하도록 규정하고 있지만, 이에 대해서도 평가시기에 따라 저평가 및 고평가 여부가 논쟁이 되고 있다. 따라서 일반적으로 통용되는 DCF법, 이익평가법과 같은 절대가치평가법 또는 PER, EV/EBITDA 등의 배수(Multiple)를 사용한 상대가치평가법을 보완적 평가기법으로 고려한다면 투자자 보호에 기여할 수 있을 것이다. 하지만 시장가격을 보완하기 위해 어떤 가치평가법을 인정할 것인지, 누가 평가할 것인지 등 다양한 이슈에 대한 더 많은 합의가 이루어져야 할 것이다.

본 연구는 기존의 ISD 문헌에 다음과 같이 기여할 수 있으리라 사료된다. 첫째, 본 연구는 ISD에 대한 재무적인 쟁점들을 분석하고 있다. 기존 연구들은 국제투자 분쟁해결에 대해 주로 법 제도적 측면을 다루는 경향이 많다. 특히 2007년 한미FTA가 협상 타결되고 2011년 11월 22일 비준안이 국회 본회의를 통과하기까지 그 영향에 대한 논쟁이 한국 내에서 활발하였다. 최태판 (2007)은 광범위하게 분쟁해결 문제를 논의하였으며 특히 FTA 투자협정에서 국재중재의 기타 관할권 문제에 대해 다루었다. 왕상한 (2012)는 한미FTA의 ISD 관련 주요 쟁점을, 김재성, 홍선의 (2012)는 한미FTA ISD의 적용이 한국에 미칠 영향을 살펴보았다. 배성호 (2012)는 NAFTA의 ISD 분쟁사례를 통해, 이태화 (2012)는 캐나다의 사례를 통해 한미FTA의 ISD 제도가 한국에 미칠 영향과 개선점을 다루고 있다. 정하늘 (2016)과 유지연 (2018)은 한미FTA를 근거로 엘리엇과 메이슨이 제시한 ISD 사례의 법률적 쟁점에 대해 살펴보았다. 본 연구는 엘리엇 사례를 통해 손해배상액 평가, 기업가치평가 등 경제적인 논점을 주로 다루고 있다는 점에서 기존 연구와 차별된다.

둘째, 정책적 시사점을 제공할 수 있다. 본 연구는 엘리엇이 한국 정부를 대상으로 제기한 ISD를 분석함으로써 궁극적으로 국가 이익에 도움이 될 수 있기를 기대하고 있다. 2018년 한국 정부는 이란 다야니와의 ISD 소송과 관련하여 최초의 판결을 받았는데 그 결과가 패소였다. 중재 과정에서 한국 정부의 미숙함이 드러났을 뿐 아니라 실제 손해배상액도 730억 원으로 상당히 크다. 그 외에 현재 진행되고 있는 ISD도 6건에 이르며, 그 중 론스타가 제기한 ISD는 5조 원 규모이다. 개방경제를 지향하는 한국의 특성상 이런 소송이 계속될 가능성이 많다. 이런 시점에 ISD의 경제적 쟁점에 대해 구체적으로 살펴보는 것이 한국 정부의 대응에도 도움이 될 수 있을 것이라 사료된다.

논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 ISD 제도에 대해 살펴보며, 특히 한미

www.kci.go.kr

FTA에 규정되어 있는 ISD 규정을 중심으로 설명한다. 3장에서는 삼성물산-제일모직 합병 사건과 이와 연관하여 엘리엇이 제기한 ISD를 설명한다. 4장과 5장에서는 엘리엇이 제기한 ISD의 재무적 쟁점에 대해 논의하였다. 마지막으로 6장에서는 논문을 마무리한다.

## II. 투자자-국가 간 소송(ISD) 제도

국가 간의 관계를 규율하는 일반적 분쟁해결절차는 국가만을 당사자로 인정하는 것이 원칙이다. 하지만 ISD는 예외적으로 국가가 아닌 사인(私人)을 국제공법 상 분쟁 당사자로 인정한다. 이는 투자유치국과 투자자 국적국 간에 체결된 투자협정이 존재할 때 투자유치국을 상대로 투자자가 분쟁해결절차를 개시할 수 있다.

보통 국제통상협정은 세계무역기구(WTO)에 의해 다자간 규율된다. 하지만 투자협정은 전 세계 국가 합의에 따라 체결된 다자간 협정이 존재하지 않는다. 대신 주로 일대일 투자협정을 체결하는 방식으로 발달하였다. UNCTAD(United Nations Conference on Trade and Development)의 2013년 세계투자보고서(World Investment Report)에 의하면 일대일 투자협정은 1990년대 400개 정도이던 것이 2012년 말에는 5,790개에 이를 정도로 크게 증가하였다. 최근에는 무역과 투자협정을 FTA에 함께 규약하고 있는 경우가 많다. 즉, FTA 안에 투자에 관한 별도의 장(Chapter)을 두는 방식이 주로 채택되고 있다. 우리나라도 한미 FTA 제11장에 투자에 관한 사항을 두고 있다 (법무부, 2014).

투자협정은 크게 두 영역으로 분류할 수 있다. 첫째는 외국인 투자자에 대한 실체적 보호기준이며, 둘째는 투자자와 투자유치국간 분쟁 해결을 위한 절차규범이다. 이에 대해 각각 살펴보도록 하겠다.

### 1. 실체적 보호기준

첫 번째 실체적 보호기준으로 '내국민대우(National Treatment)'가 있다. 이는 투자유치국이 외국인 투자자에게 자국민보다 불리하지 않은 대우(No less favorable treatment)

www.kci.go.kr

를 부여할 의무를 지칭한다. 중재판정부들은 내국민대우 위반 사건과 연관하여 일반적으로 다음의 3단계 분석을 통해 위반 여부를 검토한다. 첫째는 외국인 투자자와 동등하다고 판단되는 비교가능한 국내 투자자 집단을 확정하는 것이다. 둘째는 외국인 투자자가 국내 투자자 집단에 비해 차별적 대우를 받았는지 여부를 검토하는 것이다. 셋째는 차별적 대우를 정당화하는 요소가 존재하는지를 마지막으로 점검한다. 즉, 투자유치국의 조치가 정당한 정책목적에 기인한 것이라고 판단될 경우 중재판정부는 이를 차별적 대우에 해당되지 않는다고 판단할 수도 있다.

둘째, '최혜국대우(Most Favoured Nation Treatment)'는 외국인 투자자에 대해 제3국 투자자에게 제공되는 대우보다 불리하지 않은 대우를 부여할 의무이다. 최혜국대우는 내국민대우 개념과 동일하게 외국인 투자자에 대한 차별 방지를 위한 것이지만, 내국민과의 차별이 아니라 제3국 투자자와의 차별을 금지한다는 점에서 구별된다. 외국인 투자자는 투자유치국이 본국과 체결한 투자협정상의 보호와 별도로, 최혜국대우 조항을 통하여 투자유치국이 제3국가와 체결한 투자협정상 보호조항을 원용할 수 있다. 이를 통해 외국인 투자자는 자신의 보호범위를 확장시킬 수 있게 된다.

마지막 세 번째 '최소기준대우(Minimum Standard of Treatment)'는 투자유치국이 외국인과 그 재산에 대해 국제관습법의 기준에 의거한 최소한의 대우를 해주어야 할 의무이다. 이는 내국민대우와 최혜국대우 개념과 차이가 있다. 앞의 두 개념은 투자유치국의 자국민 또는 협정의 비당사국 국민에게 부여되는 대우가 외국인 투자자에게도 차별없이 동등하게 부여되어야 함을 의미한다. 반면 최소기준대우는 이와 무관하게 국제법상 최소한의 수준 이상으로 외국인 투자자를 대우할 의무를 의미한다.

투자협정에서 최소기준대우에 관한 조항은 일반적으로 포괄적이고 광범위하게 규정되어 있다. 예를 들어 한미 FTA 제11.5조는 '최소기준대우'에 대해 다음과 같이 규정하고 있다.[3)]

3) ARTICLE 11.5: MINIMUM STANDARD OF TREATMENT
1. Each Party shall accord to covered investments treatment in accordance with customary international law, including fair and equitable treatment and full protection and security.
2. For greater certainty, paragraph 1 prescribes the customary international law minimum standard of treatment of aliens as the minimum standard of treatment to be afforded to covered investments. The concepts of "fair and equitable treatment" and "full protection and security" do not require

www.kci.go.kr

### 제11.5조 대우의 최소기준

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자에 부여한다.
2. 보다 명확히 하기 위하여 제1항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상, 최소기준을 적용대상투자에 부여하여야 할 대우의 최소기준으로 규정한다. "공정하고 공평한 대우"와 "충분한 보호 및 안전"이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다.

가. 제1항의 "공정하고 공평한 대우"를 제공할 의무는 세계의 주요 법률 체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적·심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다. 그리고,

나. 제1항의 "충분한 보호 및 안전"을 제공할 의무는 각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다.

여기서 공정하고 공평한 대우(Fair and Equitable Treatment: FET)와 충분한 보호 및 안전(Full Protection and Security: FPS)를 부여하고 있다. 한·미 FTA 제11.5조에서 FET는 독립적인 규범이라기보다는 최소기준대우의 일부로 규정되고 있다. 이 조항은 모호하고 포괄적이어서 중재재판부의 주관에 의지하게 된다는 비판이 있다. 이에 대해 NAFTA 자유무역위원회(Free Trade Commission: FTC)는 NAFTA 내에 FET에 대한 해석지침을 설정하여 'FET가 국제관습법상의 최소기준대우에서 요구하는 것 이상의 대우를 요구하지 않음을 밝히는 한편, 이것이 민·형사 또는 행정소송에서 적법절차에 따른 사

treatment in addition to or beyond that which is required by that standard, and do not create additional substantive rights. The obligation in paragraph 1 to provide:

(a) "fair and equitable treatment" includes the obligation not to deny justice in criminal, civil, or administrative adjudicatory proceedings in accordance with the principle of due process embodied in the principal legal systems of the world; and

(b) "full protection and security" requires each Party to provide the level of police protection required under customary international law.

www.kci.go.kr

법정의를 거부하지 않을 의무임'을 명시하였다(법무부, 2014).

충분한 보호 및 안전(FPS)은 투자유치국이 외국인 투자자를 내전, 시민소요 또는 물리적 폭력 등으로부터 보호할 의무를 지칭한다. 일반적으로 '각 체약국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하는 것'의 의미로 받아들여진다. 이런 의무는 오래전부터 국제관습법상 인정되어 온 규범인데, 한·미 FTA도 독립적인 조항을 두기 보다는 제11.5조 최소기준대우의 제1항에 함께 규율하고 있다(법무부, 2018).

## 2. 절차

절차적 보호기준은 투자협약을 위반한 부당한 조치나 행위로 손해를 입은 외국인 투자자가 구제받을 수 있는 절차를 의미한다. 기본적으로 외국인 투자자는 투자유치국의 국내법원에 구제를 요청할 수 있지만 그 공정성과 독립성에 대해 의심할 수 있다. 아니면 자국의 외교적 보호권에 의존할 수 있는데 이는 정치적 문제를 야기할 수 있다는 단점이 있다. 이에 대한 대안으로 중립적인 중재인에 의해 분쟁을 해결하는 국제중재가 도입되었는데, 이것이 바로 본 연구에서 다루는 '투자자-국가 간 소송제도(ISD)'이다.

한미 FTA 제11장 제2절 '투자자 국가 간 분쟁해결'은 투자자가 투자유치국을 상대로 국제중재를 제기하는 절차를 규정하고 있다. 제11.16조 제1항은 중재를 제기할 수 있는 당사자와 대상 분쟁의 유형을 설명하고 있다. 제11.16조 제2항은 투자유치국에게 중재의향서 및 중재요청서를 통지할 것을 규정하고 있다. 통지 후 6개월이 넘어도 당사자 간에 협의가 이루어지지 않는 경우, ⅰ) ICSID(International Centre for Settlement of Investment Disputes) 협약에 의한 중재, ⅱ) ICSID Facility Rules에 의한 중재, ⅲ) 유엔국제상거래법위원회(UNCITRAL) 중재규칙에 의한 중재, ⅳ) 분쟁당사자가 합의한 제3의 국제중재기관을 통한 중재절차 중 하나를 선택할 수 있다. 그 외에도 중재인선정(제11.19조), 절차의 투명성(제11.21조), 준거법(제11.22조), 절차병합(제11.25조)에 대해 규정하고 있다 (법무부, 2018).

www.kci.go.kr

# Ⅲ. 한국에 대한 엘리엇의 ISD 제기

## 1. 삼성물산-제일모직의 합병

제일모직과 삼성물산은 이사회 결의 이후 2015년 5월 26일 합병계약을 체결하였다. 합병비율은 자본시장법에 의거하여 1:0.35(제일모직:삼성물산)로 결정되었다. 하지만 삼성물산 일부 주주들은 산정시기가 삼성물산 주가가 저평가된 시기임을 주장하며 합병에 반대하였다. 당시 외국인 투자자들은 삼성물산 지분 약 33%를 가지고 있었으며 대부분 반대 입장을 취하였다. 해외 의결권 자문회사인 ISS와 글라스루이스도 합병 반대 의견을 개진하였으며, 국내 자문회사인 서스틴베스트와 한국기업지배구조 원도 동일한 의견을 제시하였다. 특히 외국계 헤지펀드인 엘리엇은 삼성물산이 우호적 지분 확보를 위해 KCC에 매각한 자사주(899만 주)의 주주총회 의결권을 금지해 달라는 가처분 신청 소송까지 제기하였다.

삼성물산은 합병계약서의 승인을 위한 주주총회는 2015년 7월 17일로 예정되었다. 합병 안은 통과되기 위해서는 출석주주 의결권의 3분의 2 이상의 찬성이 필요한 상황에서 찬반이 팽팽하게 갈리었다. 당시 국민연금은 삼성물산 지분 11.21%를 보유한 주주로써 합병 안건의 캐스팅보드를 쥐게 되었다. 국민연금은 2015년 7월 10일 개최된 투자위원회 회의에서 최종적으로 합병 안건에 대한 '찬성'을 의결하였다. 2015년 7월 17일 개최된 삼성물산 주주총회에서 합병 안건은 통과됨으로써, 그 해 9월 1일 두 회사는 합병되었다.

## 2. 엘리엇의 ISD 제기

이후 국민연금이 합병에 찬성한 사항은 수사를 받게 된다. 2016년 11월 22일 '최순실 등 민간인에 의한 국정농단 의혹에 대해 엄정한 수사를 통하여 철저하게 진상 규명을 하도록 함으로써 국민적 의혹을 해소'하기 위한 특별검사법이 공포되었는데, 그 중 국민연금 의결권 행사 사안도 포함된 것이다. 수사 후 국민연금 의사결정 당시의 보건복지부장관이 2017년 1월 16일 구속 기소되었고, 기금운용본부장은 2017년 2월 28일 불구속 기소되었다. 이후 법원은 1심, 2심 판결 모두 이들에 대해 각각 징역 2년 6월을 선고하였다(서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183(병합) 판결, 서울고등법원 2017. 11. 14.

www.kci.go.kr

선고 2017노1886 판결).

국민연금 기금운용본부장에 대한 1심에서 재판부는 업무상배임죄와 연관하여 특검에서 주장한 '합병에 반대하여야 하는 임무'의 정도까지는 아니지만, '합병비율의 조정을 요구하여 기금에 최대한 이익이 되게끔 하여야 하는 임무'는 인정하였다. 또한 재판부는 '합병시너지 수치를 조작하도록 한 다음 이를 투자위원회 회의에서 설명 및 일부 위원들을 개별적으로 접촉해 합병 찬성을 권유'한 것은 찬성 유도행위로서 임무위배행위로 인정하였다. 합병안건을 전문위원회에서 의결하지 않은 것에 대해서는 '찬성, 반대, 기권, 중립, 전문위부의(표결기권) 등의 의결 가능성이 충분히 있었다'는 점에 있어서 임무위배행위로 인정하지 않았다.

2심 재판부도 기금운용본부장에게 '당시 국민연금공단이 가진 사실상의 캐스팅보트를 잘 활용하여 중간배당을 요구하거나 반대 의결로 합병비율의 개선을 요구하는 등으로 필요한 조치'를 하여야 할 임무가 있음이 인정하였다. 둘 중에 합병비율의 개선을 요구할 수 있었음에도 이를 하지 아니한 것을 임무위배로 인정하였지만, 중간배당을 요구하지 아니한 사항에 대해서는 업무위배 행위는 인정하지 않았다.

1심과 2심의 차이점은 1심은 전문위원회에서 의결하지 않은 점을 임무위배가 아니라 판결한 것에 비해, 2심은 전문위원회에 부의하는 등의 조치를 취하지 않은 것을 임무위배로 인정하였다는 것이다.

2018년 7월 헤지펀드 엘리엇은 한국 정부가 삼성물산-제일모직의 합병 과정에 부당하게 개입함으로써 손해를 입었다면 한국 정부를 대상으로 ISD를 제기하였다. 엘리엇은 2015년 합병 당시 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있었으며, 합병에 반대하였다. 엘리엇은 한국 정부가 '최소기준대우' 중 공정하고 공평한 대우를 해야 한다는 조항을 위반하였다고 주장하였으며, 손해배상액으로 7억 7,000만 달러(약 8,700억 원)를 청구하였다.

얼마 후 헤지펀드 메이슨도 ISD를 제기하였다. 합병 당시 메이슨은 삼성물산 지분 2.2%를 보유하고 있었으며, 역시 합병에 반대하였다. 메이슨은 한국 정부가 삼성과 자신을 동일하게 대우하지 않았기 때문에 한·미 FTA 내 '내국인 동일대우 조항'을 위반했다고 주장하였으며, 2억 달러(약 2,250억 원)의 손해배상액을 청구하였다.

한편 박근혜 전 대통령에 대한 삼성그룹 부회장과 사이에서의 뇌물 사건 등을 심판하는

www.kci.go.kr

2심 재판부는 삼성그룹의 영재센터 지원 행위에 대한 1심 판결을 뒤집고, 부정한 청탁의 대상인 삼성 그룹 현안으로서의 승계 작업이 인정된다는 전제 아래 뇌물죄를 유죄로 인정하였다.[4] 또한 재판부는 판결 이유에서 박근혜 전 대통령이 이러한 삼성그룹의 현안인 승계 작업에 대하여 인지하고 있었고, 삼성물산과 제일모직 합병 안건에 있어서 국민연금공단이 이재용에게 우호적인 조치를 취한 배경에는 박근혜 전 대통령의 지시나 승인이 있었다고 언급하였다.[5]

엘리엇은 이러한 판결들이 ISD에서 한국 정부에 불리하게 작용할 수 있다는 전제 아래 자신들의 주장을 펼치고 있다. 메이슨은 ISD 중재의향서에서 이미 '국정농단 특별검사 팀의 수사 결과 발표와 최근 법원 판결에서 나타나듯 박근혜 전 대통령, 문형표 전 보건복지부 장관 등의 직권 남용으로 (압력을 받은) 국민연금이 2015년 삼성물산과 제일모직 합병에 찬성했다'고 적시하며 관련 근거로 사용하고 있다. 주무부처인 법무부는 ISD 정부 답변서에 삼성물산-제일모직 합병 당시 '묵시적 청탁'이 존재하지 않았다는 이재용 삼성전자 부회장의 2심 재판 결과 인용하였는데, 이 사항이 박근혜 전 대통령에 대한 2심 판결에서 다시 뒤집어진 것이다.

4) 이 부분이 청탁의 대상인 승계 작업을 인정하지 않으므로 무죄 선고하였던 1심 판결과 달라진 결정적인 이유이다.
5) 2018. 8. 24. 2018노1087호 서울고등법원 판결

www.kci.go.kr

# Ⅳ. 재무적 쟁점: 손해배상액 산정

엘리엇이 제기한 ISD에 대해 다양한 쟁점이 있을 수 있지만 본 연구에서는 재무적 쟁점을 주로 다루고자 한다.[6] 가장 논쟁이 되고 있는 것은 엘리엇이 제시한 손해배상액이 적절한지 여부이다. 2015년 합병 당시 엘리엇은 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있었으며, 합병으로 인해 손해금액으로 7억 7,000만 달러(약 8,700억 원)를 주장하고 있다. 본 장에서는 이 금액의 적절성에 대해 평가하고자 한다.

엘리엇은 한국 정부가 합병이 성사되게 함으로써 보유하고 있던 삼성물산 주식의 본질가치를 실현할 기회를 박탈당하는 손해를 입었다고 주장하고 있다. 엘리엇은 합병 당시 삼성물산의 보통주식 11,125,927주(7.12%)를 보유하고 있었는데, 1주당 손해배상액으로 계산하면 다음과 같다.

엘리엇이 주장한 1주당 손해배상액=8,700억/11,125,927주=78,196원

합병으로 삼성물산의 주주가 손해를 입었다고 가정할 때, 이 금액의 적절성에 대해 생각해 보자. 삼성물산의 주주 입장에서는 합병이 완료되기 전에 매도할 수도 있고, 합병 이후까지 주식을 가지고 있을 수도 있다. 이 두 가지 경우를 구분하여 손해배상액을 산정해 보겠다.

## 1. 합병 전 매도의 경우

합병 전에 삼성물산의 주식을 매도했다면, 엘리엇이 실제 매각한 가격을 알아야 엘리엇이 생각하는 본질가치에 대한 계산이 가능하다. 엘리엇이 어느 가격에 주식을 매각했는지 정확한 정보를 공개하고 있지 않기 때문에 대용치를 사용하고자 한다. 첫째, 합병에 사용된 기준시가를 생각할 수 있다. 자본시장법은 합병비율은 합병계약 전날인 2015. 5. 25.을 기산일로 하여 최근 1개월간 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균하여 산정하도록 규정하고 있다. 이 규정에 따라 삼성

6) 법률적 쟁점에 대해서는 정하늘 (2016)과 유지연 (2018)을 참조하기 바란다.

www.kci.go.kr

물산 주식의 기준시가는 55,767원으로 산정되었다.[7]

둘째, 주주총회에서 합병 안건이 통과된 이후의 삼성물산의 주가이다. 엘리엇이 합병 통과 후 주식을 매각하였다면 이 가격에서 매도 가능하였을 것이다. 합병 안건이 주주총회에서 통과된 7월 17일 삼성물산 주가는 전날보다 10.39% 하락해, 62,100원에 거래를 마쳤다. 이후 한 달 동안의 평균 주가는 56,236원이었다.

셋째, 주식매수청구권 행사가격을 생각할 수 있다. 실제 삼성물산은 주주총회 직후인 2015년 7월 17일부터 8월 6일까지 주식매수청구권을 행사할 수 있는 기간으로 정하였다. 주식매수청구권 행사가격은 삼성물산 1주당 57,234원이었다.[8]

여기서는 세 번째 대용치인 주식매수청구권 행사가격이 실제적이라고 생각하였다. 주식매수청구권 행사가격이 주주총회에서 합병 안건이 통과된 이후의 삼성물산의 주가 평균보다 크기 때문에 삼성물산 주식을 매도하려는 주주 입장에서는 주식매수청구권을 행사하는 것이 합리적일 것이다. 따라서 주식매수청구권 행사가격 57,234원을 엘리엇이 삼성물산 주식을 매각할 수 있는 가격으로 가정하였다. 결국 엘리엇이 생각한 삼성물산 1주의 본질가치는 135,430원이 된다.

엘리엇이 생각한 삼성물산의 1주당 본질가치=57,234원+78,196원=135,430원

이 가치에 대해서 평가해 보자. 〈Table 1〉은 삼성물산과 제일모직의 합병 전에 여러 기관들에서 적정주가 및 합병비율에 대해서 산정한 수치들을 보여주고 있다. 엘리엇은 당시 삼성물산의 주주였으며, 의결권 행사를 위한 가치평가를 회계법인에 의뢰하였다. ISS는 의결권행사자문기관으로써 가치평가 의견을 제시하였다. 국민연금은 삼성물산과 제일모직의 주주로서 리서치팀을 통해 직접 가치를 평가하였다. 딜로이트와 KPMG는 회계법인으로써 합병기업에 대한 가치평가를 하였다.

7) 동일한 기준에 의해 제일모직 주식의 기준시가는 159,294원으로 계산되었으며 합병비율도 1:0.35(제일모직:삼성물산)로 자동적으로 산정되었다.

8) 제일모직의 주식매수청구권 제시가격은 1주 당 156,493원이었다. 주식매수청구 합계액이 1조 5천억 원을 초과하는 경우 합병계약이 해제 가능하게 설정하였으며, 제일모직에는 한도가액 5천억 원을, 삼성물산에는 한도가액 1조 원을 배정하였다.

www.kci.go.kr

〈Table 1〉 Institutional Investors' Evaluation of the Merger Ratio between Samsung C&T and Cheil Industries

This table shows the evaluation results of various institutional investors regarding the merger between Samsung C&T and Cheil Industries. The valued price of Samsung C&T and Cheil Industries is in Won, and the Merger ratio is based on Cheil Industries 1. When there is a range of merger ratios suggested by each institution, they are reported in the last column.

| | Samsung C&T Valued Price | Cheil Industries Valued Price | Merger Ratio | Range of Merger Ratio |
|---|---|---|---|---|
| Elliott | 100,597~114,134 | 63,353~69,942 | 1:1.6 | 1.44~1.80 |
| ISS | 110,234 | 115,665 | 1:0.9530 | |
| NPS | 69,677 | 150,348 | 1:0.4634 | 0.3420~0.6755 |
| Deloitte | 59,879 | 158,090 | 1:0.3788 | 0.3139~0.4936 |
| KPMG | 59,909 | 148,971 | 1:0.4022 | 0.3193~0.5259 |

〈Table 1〉을 보면, 삼성물산에 대해 가장 높은 가치를 부여한 기관은 엘리엇과 ISS이다. 일단 엘리엇 본인은 합병을 반대하면서 그 이유로 근거로 합병 기산일 근처의 삼성물산 주가는 너무 낮고 제일모직 주가는 너무 높다고 주장하였다. 엘리엇이 반대의 근거로 제시한 삼성물산의 공정가치는 100,597~114,134원, 제일모직은 63,353~ 69,942원 정도이다. 하지만 엘리엇이 요구한 손해배상액에 따른 주식가치 135,430원은 엘리엇 자신들이 합병 반대 당시 제시한 가격 범위를 벗어난다. 이는 평가 범위의 최댓값 114,134원보다 크며, 중간값 107,366원보다 26% 정도 더 큰 수치이다.

의결권자문회사인 ISS는 적정주가로 삼성물산 110,234원, 제일모직 115,665원을 제시하였으며 이에 근거하여 1:0.9530(제일모직:삼성물산)의 합병비율이 적절하다고 주장하였다. 이에 비추어 보아도 엘리엇이 ISD에서 요구한 1주당 가치 135,430원은 23% 정도 프리미엄을 요구하는 액수이다.

이런 결과들을 종합하면, 엘리엇의 손해배상요구액은 합병 당시 삼성물산 주식가치에 대해 가장 높게 평가한 엘리엇 자신이나 ISS 기준보다도 약 20% 정도 상회하는 과도한 금액이라 생각할 수 있다. 만약 삼성물산 주식가치에 대해 더 낮게 평가한 국민연금(NPS)이나 딜로이트, KPMG 등의 가치평가액을 기준으로 생각한다면, 엘리엇은 더 높은 프리미엄

www.kci.go.kr

을 요구하는 것이다. 가장 낮은 딜로이트의 59,879원을 기준으로 하면, 엘리엇의 손해배상액에 따른 주가 평가액은 2.3배에 이른다.

## 2. 합병 후 보유하고 있는 경우

합병에 반대한 주주라도 합병 후까지 주식을 보유하고 있을 수 있다. 여기서는 그럴 경우의 손익에 대해 생각하고자 한다. 이를 위해 삼성물산 주주들의 합병 후 순현재가치(Net Present Value: NPV)를 계산하였다. NPV는 특정 의사결정으로 인해 얻을 수 있는 편익(Benefit)의 현재가치에서 비용(Cost)의 현재가치를 차감한 값으로, 의사결정으로 인한 부의 증가(감소)분을 의미한다. 순현가법(NPV)법을 통한 NPV가 0보다 클 경우 부의 증가를 의미하므로 이익이 되는 것이고, NPV가 0보다 작을 경우는 손해가 발생한 것을 의미한다.

삼성물산 전체 주주들의 합병 시 NPV는 다음과 같이 계산하였다. 첫째, 합병이 성사될 경우 전체 주주들이 얻는 편익은 합병으로 인한 시너지 효과이며, 그 중 삼성물산 주주들의 편익은 회사 전체의 시너지 중에서 합병 후 자신의 지분율 만큼일 것이다. 따라서 삼성물산의 편익은 합병의 시너지의 현재가치에 삼성물산의 합병 후 지분율을 곱한 값으로 계산하였다. 둘째, 비용은 삼성물산이 저평가되었다고 할 경우 적절한 합병비율보다 실제 합병비율이 자신에게 불리하게 책정됨으로써 발생하게 되는 손실분이다. 이는 두 비율의 차이에서 합병 후 기업가치의 현재가치를 곱한 값이 될 것이다. 이를 정리하여 삼성물산 전체 주주들의 부의 증가분(Wealth gain)의 현재가치를 다음과 같은 수식으로 표현하였다.

$$
\begin{aligned}
NPV(\text{삼성물산}) &= PV(Benefit) - PV(Cost) \qquad (1)\\
&= \hat{\alpha} \times PV(Synergy) - (\alpha^* - \hat{\alpha}) \times PV(A+B)\\
&= \hat{\alpha} \times [PV(A+B) - (PV(A) + PV(B))] - (\alpha^* - \hat{\alpha}) \times PV(A+B)\\
&= (2\hat{\alpha} - \alpha^*) \times PV(A+B) - \hat{\alpha} \times [PV(A) + PV(B)]
\end{aligned}
$$

여기서, Synergy: 제일모직-삼성물산 합병의 시너지

$\hat{\alpha}$ : 실제 합병비율에 의한 합병 후 삼성물산 전체주주의 지분율

$\alpha^*$: 적정 합병비율에 의한 합병 후 삼성물산 전체주주의 지분율

www.kci.go.kr

PV(A+B): 합병된 기업의 현재가치

PV(A): 합병 전 기업 A의 현재가치

PV(B): 합병 전 기업 B의 현재가치

NPV가 0보다 크면 합병으로 인해 삼성물산 주주들의 부의 증가가 이루어진다는 의미이며, 반대로 NPV가 0보다 작다면 합병이 주주들의 손해가 된다는 의미이다. 이는 피합병기업이 기업의 합병의사결정에서 직면하게 되었을 때, 일반적으로 적용할 수 있는 의사결정 방법으로 사용될 수 있다. 피합병기업의 NPV를 계산해서 그 값이 0보다 크면 찬성하고, 0보다 작으면 손해가 되는 것이므로 반대하는 의사결정을 내릴 수 있을 것이다.

위의 식(1)을 합병의 시너지를 중심으로 하여 표현하여 식(2)로 정리하였다.

$$
\begin{aligned}
NPV(\text{삼성물산}) &= PV(Benefit) - PV(Cost) \qquad (2)\\
&= \hat{\alpha} \times PV(Synergy) - (\alpha^* - \hat{\alpha}) \times PV(A+B)\\
&= \hat{\alpha} \times PV(Synergy) - (\alpha^* - \hat{\alpha}) \times [PV(A) + PV(B) + PV(Synergy)]\\
&= (2\hat{\alpha} - \alpha^*) \times PV(Synergy) - (\alpha^* - \hat{\alpha})[PV(A) + PV(B)]
\end{aligned}
$$

여기서, $(2\hat{\alpha}-\alpha^*)$는 일반적으로 $\hat{\alpha}$와 $\alpha^*$의 차이가 크지 않다고 가정하면 0보다 크게 된다. 이런 경우 삼성물산 주주들의 손실은 적정 합병비율에 비해 저평가된 실제 합병비율의 차이$(\alpha^*-\hat{\alpha})$에 기업 A와 B의 현재가치 합을 곱한 금액에 의해 발생하게 된다. 결국 삼성물산 주주들의 손실은 $\hat{\alpha}$와 $\alpha^*$의 차이, 즉 적정 합병비율에 비해 실제 합병비율이 얼마나 저평가 받았는지에 비례하여 증가하게 된다.

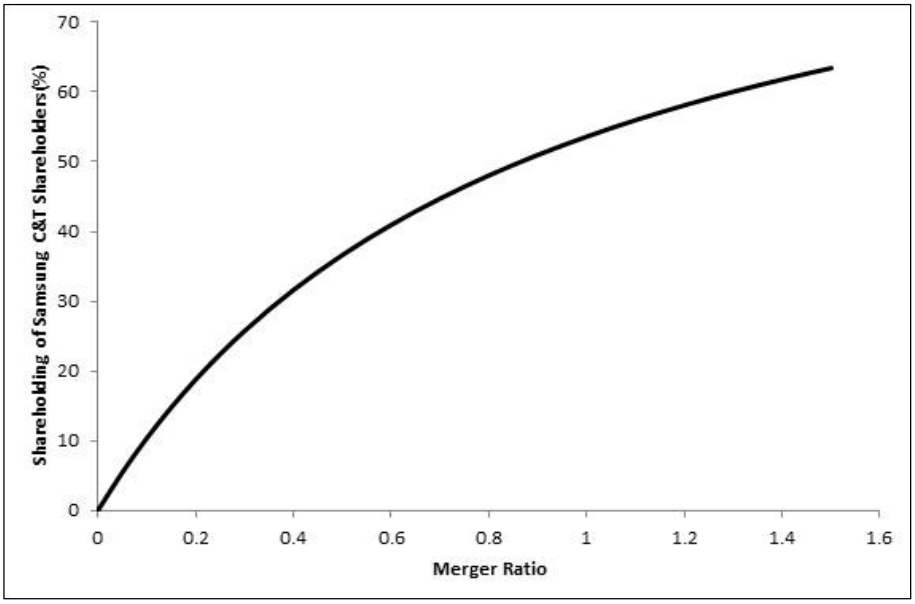
당시 삼성물산 주주들이 당면한 의사결정의 문제 분석을 위해 합병 전과 후의 지분율을 생각해 보자. 합병 전 총 발행주식수는 삼성물산 156,217,764주, 제일모직 135,000,000주였다. 삼성물산 대 제일모직의 합병비율을 $x$:1, 합병 후 삼성물산 구주주의 지분율을 $\alpha$라고 하자. 합병 후 회사의 발행주식수는 156,217,764 $x$ + 135,000,000주이다. 합병 후 삼성물산 주주 전체의 주식수는 156,217,764 $x$ 이므로 합병 후 삼성물산 구주주의 지분율($\alpha$)은 다음과 같다.

www.kci.go.kr

$$\alpha = \frac{156,217,764x}{156,217,764x + 135,000,000} \quad (3)$$

〈Figure 1〉 Shareholding of Samsung C&T Shareholders according to the Merger Ratio

This figure shows the stake($\alpha$) after the merger of Samsung C&T's shareholders according to the merger ratio when Samsung C&T and Cheil Industries are merged. The merger ratio($x$) is the ratio of Samsung C&T($x$) to Cheil Industries(1).




〈Figure 1〉은 다양한 합병비율($x$)에 따라 삼성물산의 지분율($\alpha$)이 어떻게 변화되는지를 보여주고 있다. 합병비율이 증가할수록 삼성물산의 지분율은 증가한다. 즉 삼성물산 주주의 입장에서는 어떻게든 합병비율을 크게 하는 것이 최적 의사결정이 된다. 하지만 실제 합병비율은 자본시장법에 의해 1:0.3501로 정해졌다. 이 경우 합병 후 삼성물산 주주 전체의 보유주식수는 54,691,839주 (156,217,764주×0.3501)이며, 지분율은 28.83%이다.

위의 논의를 구체적으로 삼성물산과 제일모직의 합병 건에 적용해 보자. 이 사건에서 구체적인 수치를 구할 수 있는 변수는 다음과 같다. 실제 합병비율(1:0.3501)에 의한 합병 후 삼성물산의 지분율($\hat{\alpha}$)은 28.83%이다. 삼성물산이 합병시 저평가되었다고 생각하는 주

www.kci.go.kr

주들이 적정하다고 생각한 합병비율은 0.3501보다 크기 때문에 이 경우의 지분율($\alpha^*$)은 28.83%보다 커질 것이다.

합병 전 삼성물산(A)의 현재가치(PV(A))는 삼성물산의 합병 전 시가총액을 사용하였다. 이는 합병비율 계산에 사용된 기준시가 55,767원에 상장주식수를 곱하여 8.7조 원으로 계산하였다. 동일하게 합병 전 제일모직(B)의 현재가치(PV(B))는 합병비율 계산에 사용된 제일모직 기준시가 159,294원에 상장주식수를 곱하여 21.5조 원이 산출되었다. 따라서 삼성물산 주주의 NPV는 다음과 같이 표현된다.

$$\begin{aligned} NPV(\text{삼성물산}) &= (2\hat{\alpha}-\alpha^*)\times PV(Synergy)-(\alpha^*-\hat{\alpha})[PV(A)+PV(B)] \\ &= (0.5766-\alpha^*)\times PV(Synergy)-(\alpha^*-0.2883)[8.7+21.5] \\ &= 0.5766\times PV(Synergy)+8.7-(30.2+PV(Synergy))\times\alpha^* \end{aligned} \quad (4)$$

결국 삼성물산 주주의 합병 후 NPV는 합병 시너지의 창출 정도와 적정 합병비율에 따라 좌우된다. 적정 합병비율($\alpha^*$)이 클수록 삼성물산의 NPV는 작아지고 이는 삼성물산 주주들에게 손해임을 의미한다. 적정 합병비율이 클수록 실제 삼성물산 가치가 상대적으로 저평가 받았음을 의미하기 때문이다. 시너지가 클수록 NPV가 커지는 경향이 있는 데, 이는 PV(Synergy)의 계수가 0.5766-$\alpha^*$로 0보다 큰 값을 갖게 될 가능성이 많기 때문이다. 즉, 시너지가 클수록 삼성물산 주주들에게 돌아가는 합병의 이득이 커지기 때문에 NPV가 커지게 될 것이다.

단순한 가정을 통해 삼성물산의 NPV에 대해서 생각해 보자. 첫째, 중립적으로 생각하여 합병 시너지가 0이라고 가정하자. 둘째 요소인 적정 합병비율로 국민연금 리서치팀의 3차 보고서에 제시되어 국민연금기금 투자위원회 회의 시 논의된 0.4634를 가정하자. 이는 국민연금기금 리서치팀에서 여러 논의를 거쳐 마지막 의사결정 시에 사용된 수치이므로 합리적인 수치라 사료된다. 합병비율 1:0.4634를 사용하였을 때 식(3)에 의해 합병 후 삼성물산 전체주주의 지분율($\alpha^*$)은 34.91%이다. 이 경우 삼성물산 주주들의 NPV는 다음과 같다.

$$NPV(\text{삼성물산}) = 8.7-30.2\times 0.3491 = -1.8428 \text{ 조 원} \quad (5)$$

www.kci.go.kr

엘리엇은 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있으므로 위의 계산에 근거한 손해액은 1,307억 원이다. 이에 비하면 실제 엘리엇이 제시한 손해배상액 8,700억 원은 아주 큰 액수이다.[9)]

적정 합병비율이 0.4634라는 가정을 그대로 두고 시너지에 대해 살펴보자. 엘리엇이 합병 후까지 주식을 그대로 보유하고 있었을 때의 NPV를 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$
\begin{aligned}
&NPV(\text{엘리엇}) \\
&= NPV(\text{삼성물산}) \times 0.071 \\
&= [(0.5766 - \alpha^*) \times PV(Synergy) - (\alpha^* - 0.2883) \times 30.2] \times 0.071 \\
&= [0.2275 \times PV(Synergy) - 0.0608 \times 30.2] \times 0.071 \\
&= 0.0162 \times PV(Synergy) - 0.1304
\end{aligned}
\tag{6}
$$

엘리엇이 주장하는 손해배상이 8,700억 원(-0.87조 원)이 되려면, 시너지의 현재가치가 -45.79조 원이 되어야 한다. 제일모직과 삼성물산의 합병으로 인한 가치파괴가 이 정도까지 되리라는 것은 받아들이기 어렵다고 생각된다. 지금까지의 논의들을 보면 엘리엇의 손해배상액이 합리적 범위를 벗어날 정도로 크다고 생각된다.

위의 논의를 일반적인 상황으로 확장해 보자. 먼저 두 번째 요소인 적정합병 비율은 기관에 따라서 의견이 달라질 수 있다. 〈Table 1〉을 보면 다양한 기관들이 적정 합병비율로 제시한 값들이 있다. 우리가 어떤 값이 정답이라고 할 수는 없지만 그 값들이 0.3139~1.8 범위에 있음은 확인할 수 있다. 〈Table 2〉는 식(6)에 의해 산출한 합병비율에 따른 엘리엇의 손해액의 변화를 보여주고 있다. 하지만 여전히 첫 번째 요소인 합병시너지에 대한 가정이 필요하다. 〈Figure 2〉에서는 다양한 합병시너지를 가정한 후 합병비율에 따른 엘리엇의 손해액의 추이를 보여주고 있다.

첫째, 앞과 동일하게 합병시너지가 0이라는 가정을 유지한 상태에서 삼성물산 주주들의 손실액을 계산하였다. 적정 합병비율이 실제 합병비율은 0.3501보다 작은 범위에 있을 때는 합병이 엘리엇에게 손해가 아니라 이득이 된다. 적정 합병비율이 0.3501을 넘어서면 엘리엇에게 손해가 되며, 국민연금이 평가한 0.4634에 이르면 손해액은 1,307억 원에 이른다. 합병비율이 더 증가하여 ISS가 평가한 0.9530에 이르면 손해액은 5,068억 원, 엘리엇이 평가

9) 메이슨은 삼성물산 지분 2.2%를 보유하고 있었으며 위의 계산에 근거한 손해액은 405억 원이다. 메이슨이 제시한 손해배상액 2,250억 원도 이에 비해 큰 액수라고 판단된다.

www.kci.go.kr

한 최고 합병비율 1.8에 이르면 손해액은 8,310억 원에 이른다. 엘리엇이 ISD에서 제시한 손해배상액 8,700억 원은 기관들이 평가한 최고 수준을 넘어서는 것을 확인할 수 있다.

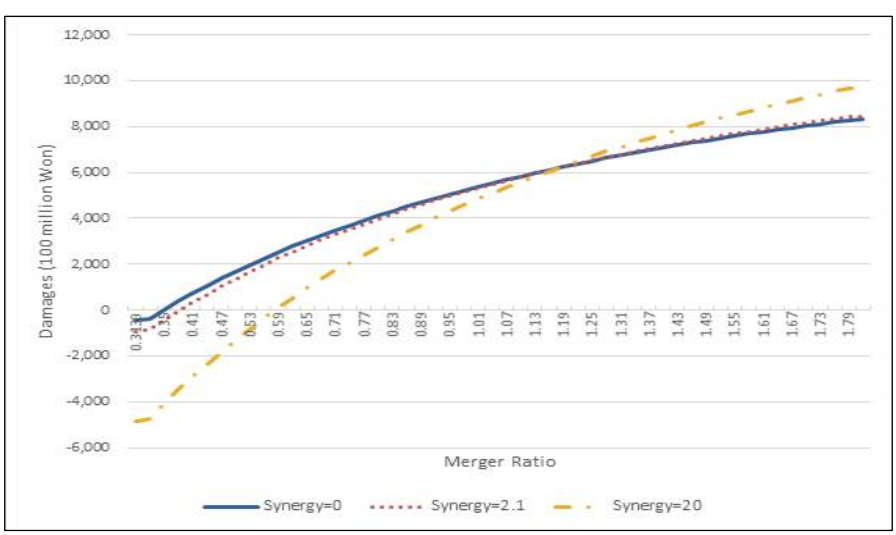
〈Table 2〉 Elliott's Damages according to the Merger Ratio Suggested by Institutional Investors

This table shows Elliott's damages according to the merger ratio evaluated by various institutions for the merger between Samsung C&T and Cheil Industries. The merger ratio between Samsung C&T and Cheil Industries is based on Cheil Industries 1. The loss amount is in 100 million Won.

| | Merger Ratio | (Range) | Synergy=0 Elliott Damages | | Synergy=2.1 Elliott Damages | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Elliott | 1.6 | 1.44~1.80 | 7,745 | (7,223~8,310) | 7,854 | (7,295~8,457) |
| ISS | 0.9530 | | 5,068 | | 4,990 | |
| NPS | 0.4634 | 0.3420~0.6755 | 1,307 | (-97~3,230) | 968 | (-534~3,025) |
| Deloitte | 0.3788 | 0.3139~0.4936 | 357 | (-464~1,618) | -48 | (-926~1,300) |
| KPMG | 0.4022 | 0.3193~0.5259 | 633 | (-392~1,935) | 247 | (-849~1,639) |

〈Figure 2〉 The Plot of Eliot's Damages according to the Appropriate Merger Ratio

This table shows Elliott's losses based on various merger ratio and synergies. The merger ratio between Samsung C&T and Cheil Industries is based on Cheil Industries 1.




www.kci.go.kr

둘째, 합병시너지로 국민연금이 평가한 2.1조 원을 사용하였다. 이 경우는 합병시너지가 존재하기 때문에 합병시너지가 없다고 가정한 앞의 경우보다 엘리엇의 손해액이 작아지게 된다. 적정 합병비율이 국민연금이 평가한 0.4634에 이르면 손해액은 968억 원이 되며, ISS가 평가한 0.9530에서 손해액은 4,990억 원이다. 엘리엇이 평가한 최고 합병비율 1.8에 이르면 손해액은 8,457억 원까지 증가한다. 식(6)을 통해 적정 합병비율이 1.1을 넘어서면, 시너지가 큰 것이 손해액을 증가시킴을 확인할 수 있다. 따라서 합병시너지가 2.1조일 때 적정 합병비율 1.8에서의 손해액 8,457억 원은 시너지가 0일 때 합병비율 1.8에서의 손해액 8,310억 원보다 커지게 된다.

마지막으로 삼성그룹이 자체적으로 주장한 합병시너지 20조 원을 적용하였다. 삼성그룹은 합병을 추진하면서 '합병 이전 삼성물산은 2014년 매출액 33.6조 원(건설 16.2조 원, 상사 13.6조 원, 패션 1.9조 원, 식음 1.6조 원, 레저 0.4조 원)이었지만, 합병 후 시너지 효과로 2020년에는 매출액이 60조 원(건설 23.6조 원, 상사 19.6조 원, 패션 10.0조 원, 식음 3.5조 원, 바이오 1.8조 원, 신수종 0.8조 원, 레저 0.7조 원)으로 증가'할 것이라 홍보하였다. 이 경우 적정 합병비율이 1.8이라는 가정하에서의 엘리엇의 손해액은 거의 1조 원에 이르게 된다.

다양한 경우를 가정하였지만, 적정 합병비율에 대한 기관들의 컨센서스는 0.4~0.6 정도의 범위이다. 이 합병비율 범위에서 여러 합병시너지를 가정하여도 엘리엇의 손해액은 최대 3천억 원 정도로 산출된다. 엘리엇이 평가한 최대 합병비율인 1.8을 적정 합병비율로 하여 평가한다면 엘리엇의 주장하는 손해액 약 8,700억 원이 도출되기는 하지만 다른 기관들의 의견에 비해 너무 동떨어진 수치라 사료된다.

## 3. 엘리엇의 손해금액에 대한 검토[10)]

지금까지 합병 기업의 구주주가 경험하는 손익에 대해 합병 전 매도할 경우와 합병 후 보유할 경우로 나누어서 살펴보았다. 이 중 합병 후 보유를 다루는 NPV모형은 주주들이 합병을 반대할지 찬성할지에 대한 의사결정에도 유용하리라 생각된다. 앞의 논의가 일반

10) 이에 대해 제안하여 주신 심사자께 감사드린다.

www.kci.go.kr

론적인 분석틀인데 비해, 본 장에서는 엘리엇의 입장에서 손해배상액을 더 세부적으로 평가해 보고자 한다.

### 가. 엘리엇의 실제 손실과 기회비용

엘리엇의 실제 손실을 측정하기 위해서는 삼성물산 보유주식에 대한 매수가격과 매도가격을 알 수 있어야 한다. 하지만 엘리엇이 이를 공개하지 않았기 때문에 여러 정황을 통해 가격들을 유추해 보고자 한다. 엘리엇은 합병 당시 삼성물산의 보통주식 11,125,927주(7.12%)를 보유하고 있었다. 이를 어떻게 매수하였는지 알 수 있는 정황이 있다. 첫째, 엘리엇은 합병추진발표 직후인 2015년 6월 3일 삼성물산 주식 2.17%를 추가 취득했다고 스스로 공개하였으며, 매수한 3,393,148주는 주당 63,560원에 매입했다고 하였다. 둘째, 서울중앙지법은 2015년 7월 1일 엘리엇이 제기한 합병금지결의 가처분신청을 기각하며, 신청요건으로 6개월 이상 삼성물산 주식 0.025%를 보유해야 하지만, 엘리엇은 2015년 2월 2일부터 삼성물산 주식을 보유하고 있었기 때문에 가처분신청자격이 없다고 판결하였다. 이를 근거로 생각하면, 2015년 2월 1일까지도 엘리엇은 삼성물산 주식 0.025%를 가지고 있지 않았다. 즉, 이후 4개월간 7.1%의 삼성물산 주식을 추가로 매수한 것이다.

여기서 매수가격에 대한 몇 가지 가정이 가능하다. 첫째, 6월 3일까지 4개월 동안 7% 이상을 매입하였기 때문에, 6월 3일 매입가격 주당 63,560원을 전체 지분의 매입가격으로 가정하는 것이다. 이 경우 전체 투자금액은 약 7,072억 원에 해당한다. 둘째, 2015년 상반기 삼성물산 주가는 5만 원대에 있었기 때문에 실제 엘리엇의 투자금액은 더 낮을 것으로 추정할 수 있다. 간단하게 합병에 사용된 기준시가를 생각할 수도 있다. 이는 합병계약 전날인 2015. 5. 25.을 기산일로 하여 최근 1개월간 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균하도록 규정하고 있는데 기간이 엘리엇이 주식을 매입했을 기간에 포함된다. 삼성물산 주식의 기준시가는 55,767원이다. 결국 11,125,927주(7.12%) 중 393,148주(2.17%)는 주당 63,560원에 매입하고, 나머지는 기준시가인 55,767원에 매입하였다고 가정하면, 총 매수금액은 약 6,469억 원이다.

그럼 엘리엇은 이 주식들을 얼마에 매도하였을까? 엘리엇은 합병 안이 통과되자 그해 8월

www.kci.go.kr

6일 보유 지분 4.95%를 주식매수청구권 행사를 통해 처분하였다. 당시 엘리엇은 "합병 안이 불공정하고 불법적이라는 기존 입장의 연장선에서 주식매수청구권을 행사하게 됐다"고 설명하였다. 따라서 7,732,779주(4.95%)는 주식매수청구권을 통해 주당 57,234원에 매도했음을 확인할 수 있다. 나머지 주식에 대한 매도가격을 엘리엇은 공개하지 않았는데, 동일한 가격에 팔았다고 가정하면, 총 매도금액은 약 6,348억 원이다. 앞에서 두 가지의 매수가격을 가정하였는데, 이에 근거하면 엘리엇의 실제 손해금액은 많으면 704억 원이고 적으면 101억 원 정도이다.

하지만 엘리엇이 제기한 ISD의 '중재통보 및 청구서면'을 검토하면, 실제 손실보다 기회비용의 관점에서의 손실을 엘리엇이 이야기함을 알 수 있다. 엘리엇은 자신의 삼성물산 투자 목적과 전략에 대해 다음과 같이 언급하고 있다.[11]

"엘리엇은 삼성물산에 대한 투자가 장기 투자로서 가치가 있다고 믿고 수년간 삼성물산에 투자하였으며, 본건 합병 당시 삼성물산의 보통주식 11,125,927주 즉 보통주식 총수의 약 7.12%를 보유하고 있었습니다. 본건 합병안이 고의적으로 부당하게 삼성물산을 낮게 평가하고 제일모직을 높게 평가함으로써 엘리엇에 막대한 손실과 손해를 입힐 것으로 예상됨에 따라, 엘리엇은 합병 계획이 발표된 후 강력한 경제적 논거를 바탕으로 본건 합병에 강력한 반대의사를 표명하였습니다.(p.4. 중). … 엘리엇은 2003년부터 15년간 삼성물산에 투자하여 왔습니다. …삼성물산이 가진 잠재력이 충분히 실현될 수 있고 이를 통해 회사와 그 주식의 재평가를 통해 시장에서 삼성물산의 가치가 충분히 인정받을 수 있다는 기대에서 저평가된 삼성물산을 보유하는 것이 엘리엇의 투자전략이었습니다.(p.12 중)"

위의 논지를 고려하면, 손해액으로 엘리엇이 가장 중요하게 인지하는 것은 저평가된 삼성물산을 장기투자하여 이익을 실현할 수 있는 기회를 합병으로 인하여 박탈당한 것이다. 이는 일종의 기회비용이라고 할 수 있다. 엘리엇은 중재통보 및 청구서면에 다음과 같이 언급하고 있다.

11) 법무부 보도자료(2018. 7. 26), "엘리엇의 투자자-국가 분쟁 중재신청통지 공개 중 '중재통보 및 청구서면'", 한글판.

www.kci.go.kr

"결국 본건 합병은 삼성물산의 불공정한 저평가 상태를 고착화하고 엘리엇과 같은 투자자들이 삼성물산의 진정한 가치를 발현시킴으로써 이익을 실현할 기회를 영구적으로 박탈하는 것이었습니다."(p.16 중)

따라서 삼성물산의 본질가치와 엘리엇이 어쩔 수 없이 매각해야 했던 저평가된 가격과의 차이가 추가적인 기회비용이 될 것이다. 엘리엇은 자신이 입은 손해에 대해 다음과 같이 언급하고 있다.

"본건 합병이 성사되도록 함으로써, 한국은 엘리엇에게 적어도 (a) 본건 합병 결의 전에 엘리엇이 보유하고 있던 삼성문산 주식의 본질가치와 (b) 그 이후 엘리엇이 본건 합병 승인 이후 손실 경감을 위해 취한 조치들을 통해 해당 주식에서 얻을 수 있었던 가치의 차액에 해당하는 손해를 야기했습니다. … 엘리엇은 그 손해를 경감하가 위하여 엘리엇이 보유한 삼성물산 주식으로부터 (엘리엇의 삼성물산 주식들 중 일부에 대해서는 한국 법령에 따라 정해진 가격을 지급받았으며, 나머지 일부 주식에 대해서는 불리한 조건을 장내에서 매각하여) 일부 금액을 회수하였음에도 불구하고 손해를 입었다. 이러한 손해 경감을 위한 노력들은 부당한 본건 합병비율에 따라 진행된 본건 합병의 결과 발생한 엘리엇의 손실을 보상한 바도 없으며 또한 보상할 수도 없었습니다." (p.54 중)

당시 엘리엇은 합병에 반대하며 삼성물산 가치가 주당 100,597~114,134원 정도라고 주장하였다. 그들이 인식한 본질가치를 기준으로 한다면, 이익실현의 기회박탈로 인한 기회비용은 크게는 11,125,927주×(114,134-매수청구권 가격)=6,331억 원에서, 작게는 11,125,927주×(10,0597-매수청구권 가격)=3,413억 원에 이른다. 앞에서 엘리엇의 실제 손해금액은 많으면 704억이고 적으면 101억 정도라고 계산한 금액을 합하면, 총 손해금액은 3,554억~7,035억 원 정도라고 판단할 수 있다.

생각할 수 있는 또 다른 기회비용은 이자비용이다. 2015년 합병으로 인해 엘리엇은 삼성물산에 대한 투자를 유지하지 못하고 매도해야 했는데, 이 때 손실금액이 발생하였다. 이에 대한 이자비용이 일종의 기회비용이 될 수 있다. 앞에서 실제 손해금액은 101억~704억 원 정도로 추정하였다. 여기에 법정이자율 연 5%에 ISD를 제기한 2018년까지

www.kci.go.kr

3년을 계산하면 이자비용은 16억~111억 원에 이른다.

이 금액들은 여전히 엘리엇이 총 손해배상액으로 제시한 8,700억 원에 미치지는 못한다. 하지만 재무적 손실 외에 엘리엇이 주장할 수 있는 비재무적 손실에 대한 기회비용도 존재한다. 첫째 비용은 엘리엇이 자신의 손해경감을 위해 투자한 노력들이다. 합병이 진행이 되지 않았다면 엘리엇은 손해경감을 위한 행위를 할 필요가 없었을 것이다. 따라서 엘리엇이 제기한 다양한 소송들에 소요된 비용이 기회비용에 해당될 수 있다. 엘리엇은 ISD 제기 이전에도 다양한 소송을 한국 법원에 제기하였다. 2015년 6월 9일에는 삼성물산 주주총회를 열지 않게 해달라는 내용의 가처분 소송을 서울중앙지법에 냈으며, 이후 삼성물산이 자사주를 KCC에 매각하자 6월 12일에는 자사주 매각 금지 가처분 신청을 제기하였다. 엘리엇이 제기한 두 가처분 소송에 대한 소송비용 등을 손해금액으로 간주할 수 있다.

둘째, 한국에서의 이미지 손실이나 부당한 대우 등으로 인한 비물질적 피해이다. 엘리엇은 중재통보 및 청구서면에 다음과 같이 언급하고 있다.

"엘리엇이 본건 합병에 대하여 원칙주의적인 입장을 취하자 엘리엇을 한국에 대한 외국인의 위협으로 규정하는 국수주의적 국민정서가 조작되어 자극되었습니다. 예를 들어, 엘리엇이 본건 합병에 반대할 의사를 발표하자 엘리엇에게 '미국 벌처펀드'라는 오명이 덧씌워졌고, 이로부터 국내 기업들과 한국경제를 보호하여야 한다는 비판이 제기되었습니다. 삼성물산 홈페이지에 유태계 미국인인 엘리엇 그룹 OOO를 삼성물산을 잡아먹으려는 기괴한 형상의 독수리를 묘사한 다수의 인종차별주의적 만화가 게재되기도 하였습니다. 이러한 그림이 한국과 국제 비즈니스 언론에 전재되면서 싱어 회장을 "돈 밖에 모르며" 착취적인 성격의 "냉혹하고 무자비"한 인물로 낙인찍고 정형화시켰습니다."(p.41 중)

물론 엘리엇이 이런 내용들까지 비용으로 언급하지는 않았지만, 이런 비용들이 들어간다면, 엘리엇이 제기한 손해액에 근접할 수도 있을 것이다. 하지만 엘리엇은 자신에 제기한 손해배상액의 구체적인 내역에 대해서는 언급하고 있지 않고, 다음과 같이 총액만 제시하고 있다.

"엘리엇은 추후 본 중재 절차와 적절한 시기에 손해에 관하여 보다 상세한 설명을 하고

www.kci.go.kr

손실액을 산정할 예정이나, 현재 시점에서 총 손해액은 약 미화 770,000,000달러 이상으로 추산됩니다."(p.54 중)

엘리엇이 생각하는 손해배상액의 최소 금액이 7억 7,000만 달러이므로 그들이 그 이상의 금액을 손해액으로 생각하고 있다고 할 수 있다. 중재가 진행되는 과정에서 엘리엇이 내역을 공개한다면 이에 대해 더 자세히 파악할 수 있을 것이다.

### 나. 합병에 대한 엘리엇의 가치평가

엘리엇은 합병 반대 당시 한영회계법인에 가치평가를 의뢰하였으며 이를 근거로 삼성물산의 본질가치는 주당 100,597~114,134원 정도라고 주장하였다. 이들은 삼성물산의 영업가치와 비영업 자산가치를 구분하여 기업가치를 산출하였으며, 영업가치에는 DCF(Discount Cash Flow)이나 Multiple 방식을 적용하였다. Multiple 방식은 배수로는 EV/EBITDA를 사용하였다. DCF 기법을 활용해 산출한 영업가치를 산출할 때, 연 2%씩 성장할 것을 가정해 현금흐름을 계산하였다.

엘리엇은 합병에 따른 시너지 효과에 대해서도 의문을 제기하였다. 삼성그룹은 합병을 추진하면서 2020년 매출 60조 원, 세전 수익 4조 원, 추정 EPS는 1만 8,193원에 이를 것으로 시너지 효과를 추산하였지만, 엘리엇은 통합 삼성물산의 2020년 추정 매출액은 40조 5,000억 원, 세전 수익은 1조 3,000억 원, 추정 EPS는 5,896원에 불과할 것이라고 주장하였다.

또한 엘리엇은 삼성물산과 제일모직 합병에 대한 자신의 반대 입장을 자세히 밝히기 위해 웹사이트(www.fairdealforsct.com)를 개설하고 공식적인 프레젠테이션 자료를 제시하였다. 여기서 엘리엇은 삼성물산과 제일모직 주가 차이가 너무 심하기 때문에 합병비율에 문제가 있다는 점과 합병으로 인한 시너지 효과도 많지 않다고 주장하였다. 특히 합병의 시너지를 낼 수 있는 부분은 건설부분 뿐인데, 삼성물산의 건설부문은 복잡한 기반시설과 공장 건설 프로젝트가 대부분인 반면, 제일모직은 단순한 빌딩과 리모델링이 대부분이어서 시너지효과를 기대할 수 없다고 설명하였다(Presentations p.19 참조).

요약하면, 엘리엇은 삼성물산과 제일모직 가치평가를 통해 1:1.6(제일모직:삼성물산)이

www.kci.go.kr

적절 합병비율임을 주장하였다. 또한 합병시너지에 대해서는 합병 후 매출액으로 40조 5,000억 원을 추정하였기 때문에 0.9조(9천억) 원의 시너지 효과를 인정한 것이라 할 수 있다. 이들 수치를 식 (6)에 넣으면, 엘리엇의 손해금액은 7,823억 원이 도출된다. 이처럼 엘리엇이 가정한대로 합병시너지를 계산한다고 하여도, 재무적 손실금액은 8,700억 원(7억 7,000만 달러)에 미치지는 못하며, 약 1천억 원 정도의 차이가 난다. 하지만 이러한 차이는 앞에서 이야기한 것처럼 소송비용이나 비물질적 비용 등을 추가한다면 어느 정도 설명될 수는 있다.

## Ⅴ. 재무적 쟁점: 적정 합병비율과 기업가치평가

앞 장에서와 논의한 바와 같이 합병 시 기존의 주주들이 얻는 손익은 결국 적정 합병비율이 얼마인지에 대한 문제로 귀결된다. 실제 합병비율과 적정 합병비율이 일치한다면 아무런 문제가 없을 것이다. 반면 실제 합병비율과 적정 합병비율의 괴리가 클수록 주주 간의 불합리한 부의 이전 현상이 발생할 것이다.

한국 자본시장법은 합병비율로 가장 합리적이라고 생각하는 시장가격을 사용하도록 규정하고 있다. 즉, 자본시장법상 합병비율은 합병계약 전날을 기산일로 하여 최근 1개월간 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간 거래량 가중산술평균종가, 최근일의 종가를 산술평균하도록 규정되어 있다. 이 규정에 따라 제일모직과 삼성물산의 합병비율이 1:0.35로 결정되었다.

하지만 시장가격을 사용한 실제 합병비율이 적정 합병비율인가? 이에 대해서는 이견이 존재한다. 제일모직과 삼성물산 합병 과정에서는 삼성물산이 저평가 받았으며 삼성물산 주주들이 상대적으로 불합리한 대우를 받았다는 주장이 우세하다. 합병이 발표된 2015년 5월 26일은 제일모직 주가 대비 삼성물산 주가의 상대비율이 가장 낮은 날에 해당되기도 한다. 이처럼 시장가격을 사용한 경우도 평가시기에 따라 저평가인지 고평가인지에 대한 논쟁에 휩싸일 수 있다. 저평가된 기업 주주의 부가 고평가된 기업 주주의 부로 이전이 되기 때문에 한쪽이 불만을 제기할 수 있는 것이다.

www.kci.go.kr

Shleifer and Vishny (2003)도 주식시장의 기업 가치평가에 대한 오류가 합병에 영향을 미칠 수 있음을 지적하였다. 주식시장이 비효율적일 경우, 일부 기업의 주가가 고평가되거나 저평가될 수 있으며, 기업의 본질가치를 알고 있는 경영자는 이를 이용한 차익거래의 일종으로 합병을 시도할 수 있다. 고평가된 기업이 저평가된 기업을 인수하며, 지급방법으로는 현금지급보다는 주식교환 방법을 사용하게 된다. 결국 한국에서 합병비율을 시장가격으로 규정한 조항은 시장의 비효율성이 존재할 경우 불합리한 주주 부의 이전을 초래할 수 있는 것이다. 이 때문에 자본시장법 상의 시장가격을 사용한 합병비율 조항을 개정하여 다양한 기업가치평가 모형을 자유롭게 활용할 수 있게 하자는 주장들이 존재한다. 이러한 자율성 보장이 소수주주 보호와 합병시장 활성화에 더 도움이 된다는 논지이다(김희준, 2015; 박경서, 정찬식, 김선민, 2017).

그렇다면 시장가격 외에 기업의 가치를 평가할 수 있는 다른 방법에는 어떤 것들이 있는가? 〈Table 3〉은 합병 당시 삼성물산 주가를 평가한 기관들의 가치평가방법을 조사하였다. 기관들이 공통적으로 영업가치와 비영업 자산가치를 구분하여 기업가치를 산출하였다.

영업가치에는 DCF(Discount cash flow)이나 Multiple 방식을 사용하고 있다. DCF는 기업의 영업활동으로 인해 미래에 얻을 수 있는 잉여현금흐름(Free cash flow)을 해당 현금이 가지고 있는 위험수준을 반영한 할인율로 나누어 기업의 현재가치를 구하는 현금흐름할인법이다. Multiple 방식은 동종업계의 비슷한 기업들의 가치평가배수를 사용하여 기업의 주가를 산출하는 방법이다. EV/EBIT의 경우, 기업가치(Enterprise value)를 이자 및 세전이익(Earnings Before Interest and Taxes)로 나눈 값이다. 삼성물산의 EBIT가 6,520억 원이고, 동종기업의 EV/EBIT가 10.6배라면, 둘을 곱하여 삼성물산의 기업가치를 6.1조 원으로 평가하는 식이다. EV/EBIT 외에도 PER 등 다양한 가치평가배수를 사용할 수 있다.

비영업자산에 대해서는 상장주식은 시장가치를 사용하는 것은 공통점이나 할인율 사용에 있어서는 약간의 차이가 있다. 가치평가에서 큰 차이가 나는 것은 비상장주식이다. 당시 삼성물산은 삼성전자, 삼성SDS, 삼성바이오로직스 등의 주식을 보유하고 있었다. 삼성바이오로직스는 당시 비상장회사로서 삼성물산이 4.9%의 지분을 보유하고 있었다. 삼성바이오로직스에 대해 대부분 기관들은 장부가치를 사용하였으나 ISS만 유사한 바이오 기업인 셀트리온과 미국 바이오시밀러 기업 호스피라의 기업가치 평가 기준을 사용하였다.

www.kci.go.kr

〈Table 3〉 Valuation Methods on Samsung C&T and Cheil Industries

This table shows the valuation methods by various agencies on Samsung C&T before the merger in 2015. The valuation by separating the operating value from the non-operating asset value is common in all.

| | Operating Value | Non-operating Value |
|---|---|---|
| Elliott | DCF(discount cash flow) Multiple method (EV/EBITDA) | Market value for listed stocks and book value for unlisted stocks. Corporate tax (24.2%) applied. |
| ISS | Multiple method (EV/EBIT) | Listed stocks use market value. Unlisted stocks(Samsung BioLogics) use Celltrion and US biosimilar company Hospira's valuation. |
| NPS | Multiple method(In 2015, after-tax operating profit is applied to the implied PER of similar companies in the past 5 years) | Market value for listed stocks and book value for unlisted stocks. The discount rate (41%, average discount rate of investment asset value of the holding company) is applied to listed stocks. |
| Deloitte | DCF(discount cash flow) | Market value for listed stocks and book value for unlisted stocks. Block deal discount rate (6.27%) and corporate tax (24.2%) applied |
| KPMG | DCF(discount cash flow) | Market value for listed stocks and book value for unlisted stocks. Block deal discount rate (6.27%) and corporate tax (24.2%) applied |
| Lee and Kim (2017) | Residual Operating Income Model | Market value for listed stocks and book value for unlisted stocks. Corporate tax (24.2%) applied. |

학계에서 삼성물산의 가치에 대해 분석한 연구는 이문영, 김범준 (2017)이 있다. 이들은 회계학에서 많이 사용하는 초과영업이익모형(Residual operating income model)을 사용하여 두 기업의 본질가치를 추정하였다(Feltham and Ohlson, 1995). 초과영업이익모형은 기업가치(Enterprise Value)를 기초 순영업자산(Net Operating Assets: NOA)과 미래에 창출되는 초과영업이익(Residual Operating Income: ReOI)의 현재가치의 합으로 계산한다.

www.kci.go.kr

$$V_0^F = NOA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ReOI_t}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

여기서, $V_0^F$는 기업가치(Enterprise Value), $NOA_0$는 순영업자산(Net Operating Assets), $ReOI_t$는 초과영업이익(Residual Operating Income), $WACC$는 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital)을 나타낸다. 순영업자산이란 영업에 투자된 순자산을 의미하며, 자산과 부채를 영업활동과 금융활동으로 분리한 후 영업자산(Operating Assets)에서 영업부채(Operating Liabilities)를 차감하여 구한다. 초과영업이익은 투자자들이 요구하는 영업이익 수준(정상영업이익)을 초과하여 창출한 이익을 의미하며, 영업이익에서 정상영업이익(Normal Operating Income)을 차감하여 구한다. 정상영업이익은 기초 순영업자산에 가중평균자본비용을 곱하여 계산한다.

이문영, 김범준 (2017)은 삼성물산의 재무제표를 영업활동과 금융활동으로 분리한 후 2014년의 영업가치를 구하였다. 매출과 영업이익 추정치는 19개 증권분석가들이 예측한 값의 평균을 사용하였다. 매출은 연 1.88% 성장하고 영업이익은 연 2% 성장하였다. 법인세율 30%를 가정하고 세후영업이익을 계산하였다. 2015년부터의 순영업자산은 예상매출을 2014년 순영업자산회전율 10.55배로 나누어 추정하였다.[12)]

2015~2017년 3년간 초과영업이익은 직접 계산하고, 그 이후 초과영업이익은 일정 비율(g)로 성장하는 계속기업가치(Continuing Value)를 가정하였다. 계속기업가치는 증권분석가들이 예측한 매출액 성장률인 1.88%를 사용하였다. 기업가치(Enterprise Value)는 순영업자산 가치, 향후 3년간 초과영업이익의 합, 계속기업가치를 합하여 7.5조 원이 된다. 비영업자산의 가치는 매도가능 투자자산이므로 24.2%의 양도세를 납부한다고 가정하여 세후금액 8.1조 원으로 계산하였다.

가치평가는 수많은 가정하에 계산된 것이기 때문에 할인율과 성장률 등에 대한 가정을 변

12) 가중평균자본비용(WACC)은 세후타인자본비용과 자기자본비용을 목표부채비율로 가중평균하였다. 타인자본비용은 2014년 말 삼성물산 사업보고서에 공시된 차입금 이자율의 평균값 3.09%를, 목표부채비율은 2014년 말 삼성물산의 부채비율 근사치인 1/3을 사용하였으며, 자기자본비용은 내재자기자본비용(Implied Cost of Equity Capital: ICOE)을 이용하였다. 자기자본비용은 동일산업에 속하는 포스코대우와 현대건설의 자기자본비용을 계산한 후 삼성물산의 사업부문별 매출액으로 가중평균하였다. 최종적으로 계산된 가중평균자본비용은 7.01%였다.

www.kci.go.kr

화시키면 결과가 변할 수 있다. 이문영, 김범준 (2017)은 자본비용과 장기성장률에 대한 가정을 달리하며 시나리오 분석을 수행하였을 때, 삼성물산의 주당가치는 90,092~105,745원 정도에서 형성됨을 보고하였다. 이는 앞에서와 동일하게 엘리엇이 ISD 소송에서 제시한 삼성물산 주식의 본질가치 135,430원에는 미치지 못하는 범위이다.

요컨대, 삼성물산과 제일모직은 합병 당시 둘 다 상장기업이었으며, 이들의 합병비율도 가장 합리적이라고 여겨지는 시장가격을 기초로 산정되었다. 하지만 합병비율의 적절성은 아직까지도 논란의 대상으로 남아 있다. 이를 보완하기 위해 시장가격 이외의 다른 가치평가 방법들을 사용할 수 있을 것이다. 앞의 조사에서도 보았듯이 기업가치평가에 있어서 DCF법, Multiple 법 등 일반적으로 통용되는 기법들이 존재한다. 이렇게 평가한 기업가치를 시장가격과 비교하여 일정한 범위를 벗어날 경우에 시장가격을 재고할 수 있을 것이다. 하지만 그 외에도 추가로 결정해야 할 사항들이 많이 남아 있다. 어떤 가치평가법을 인정할 것인가? 누가 평가할 것인가? 어떤 범위를 벗어날 때 시장가격을 재고하게 할 것인가? 이에 대해서는 더 다양한 연구와 토론이 이루어져야 하리라 생각된다.

## Ⅵ. 결론

계속되는 세계화 흐름 속에서 외국인 투자를 유치하기 위해서는 안전하고도 공정한 투자환경을 제공해 주는 것이 중요하다. 이에 따라 각국들은 투자 협정을 체결하며 그 안에 외국인 투자자에 대해 실효성 있는 구제수단으로 투자자-국가 간 소송 제도(ISD)를 포함하고 있다. 한국이 미국과 FTA를 체결하며 ISD 관련 조항을 포함한 것도 이러한 맥락이라 할 수 있다.

2018년 미국계 헤지펀드 엘리엇은 한미 FTA를 근거로 하여 한국 정부에 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 ISD를 제기하였다. 본 연구는 이와 관련된 재무적 쟁점을 살펴보았다. 엘리엇이 주장한 손해배상액을 평가할 수 있는 순현가 모형을 새롭게 제시하였으며, 다양한 기업 가치평가 방법을 소개하였다. 분석결과, 여러 상황을 가정하여도 엘리엇이 요구한 손해배상액은 재무적 손실액만으로는 설명하기 어려운 큰 액수라고 판단하였다.

위 사례에서 보듯이 앞으로 세계적 기준을 만족시키지 못하면 한국이 계속해서 ISD에 노출될 우려가 있다. 그런 면에서 본 연구가 작은 도움이 되길 기대하며 엘리엇의 ISD가

www.kci.go.kr

주는 몇 가지 시사점을 정리하였다.

- 정부정책의 일관성 유지이다. 대부분의 ISD 중재례는 정치가 불안한 후진국에서 발생한다. 예를 들면, 투자유치국의 비민주적인 갑작스러운 제도 변경으로 외국인 투자자의 소유 지분을 정당한 보상 없이 수용했다거나, 인·허가 등을 취소해 버려서 외국인 투자자가 투자금 회수를 할 수 없는 상황에 직면하였다거나 하는 문제이다. 즉, ISD를 피하기 위해서는 정부 정책의 일관성과 투명성이 중요함을 알 수 있다. 또한 정부가 민간부분 의사결정에 개입하는 것을 주의할 필요가 있다. 외국인의 한국 기업에 대한 투자는 전체 시가총액 대비 40%에 이를 정도로 활성화되어 있다. 이런 상황에서 정부가 주주 이익의 극대화와 상충되는 방향으로 민간기업의 의사결정에 개입한다면, 공권력 행사로 인식되어 한국은 계속해서 ISD에 노출될 수밖에 없다.
- ISD에 대한 제도적 개선점도 존재한다. 론스타는 약 5조 원대의 ISD를 벨기에와 맺은 협정을 근거로 해서 제기하였다. 이렇듯 실제는 미국 기업임에도 벨기에의 법인을 이용해서 자신에게 유리한 조항을 쇼핑하듯 골라서 ISD를 남용하고 있다. 일종의 규제 쇼핑(Regulation Shopping)이라 할 수 있다. 2018년 3월에 재합의된 한미FTA 조항에는 추가 ISD 제소를 금지하는 소송남발 방지 조항이 들어 있다. 이와 같이 우리나라의 입장에서 불리한 내용은 추가 협상을 통해 개선할 필요가 있다.
- ISD를 예방할 수 있는 장치나 발생 시 신속히 대응할 수 있는 체계가 필요하다. 정부가 어떤 정책을 추진하거나 변경할 때 외국인 투자자들이 관련되어 있다면, ISD를 예방하기 위해 그들의 의견을 반영하고 정보를 공유하려는 노력들을 해야 할 것이다. 또한 ISD가 제기되었을 때 어떻게 신속히 대응할지에 대한 체계의 정비도 필요하다. 주관부서가 법무부더라도 ISD 내용과 관련된 다른 부서나 민간부분의 협력이 절실하기 때문에 범정부 차원에서의 대응체계가 미리 조율되어 있을 필요가 있다.

본 연구의 한계점도 존재한다. 엘리엇이 제기한 손해배상액 등에 대한 분석에서 그들이 실제 삼성물산 주식을 보유하고 처분한 자세한 내역을 파악할 수 있다면 더 정확한 판단이 가능할 것이다. 또한 가치평가방법에 대한 더 많은 사회적 논의와 합의 등이 필요하다. 이에 대해서는 향후 더 많은 연구들이 이루어지길 기대한다.

www.kci.go.kr

## 참고문헌

김재성·홍선의 (2012), "한미 FTA 협정에서 분쟁해결을 위한 ISD제도에 관한 연구", **관세학회지**, 제13권 제1호, pp. 145-155.

(Translated in English) Kim, J., and S., Hong (2012). "A study on the ISD for dispute settlement of Kor-US FTA", *Journal of Korea Research Society for Customs,* 13(1):145-155.

김희준 (2015), "상장법인 간 합병에 적용되는 합병비율 산정방식 검토", **상사법연구**, 제34권, pp. 331-366.

(Translated in English) Kim, H. (2015). "A study of rate of merger between listed companies - focusing on a merger between Samsung and Cheil Industries-", *Korean Commercial Law Association*, 34:331-366.

박경서·정찬식·김선민 (2017), "국내 M&A 제도 현황과 개선 방안: 소수주주권 강화를 중심으로", **한국증권학회지**, 제46권, pp. 1-33.

(Translated in English) Park, K., C., Jung and S., Kim (2017). "Policy Measures for M&A Laws and Regulations in Korea: Focused on Reinforcement of Minority Shareholder Rights", *Korean Journal of Financial Studies*, 46:1-33.

배성호 (2012), "NAFTA의 ISD 분쟁사례를 통한 한미FTA의 ISD 시사점 및 대응방안", **통상정보연구**, 제14권 제2호, pp. 369-387.

(Translated in English) Bae, S. (2012). "A Study on Preparation for ISD under the KORUS FTA - Lessons Learned from NAFTA ISD Cases", *International Commerce and Information Review,* 14(2): 369-387.

법무부 (2014), **투자자 국가소송(ISD) 최신 판정분석**.

(Translated in English) Ministry of Justice (2014). *Investor State Dispute (ISD) Latest Judgment Analysis.*

_____ (2018), **한국의 투자 협정 해설서 - BIT와 최근 FTA를 중심으로**.

www.kci.go.kr

(Translated in English) Ministry of Justice (2018a). *Korea Investment Agreement Commentary -focusing on BIT and recent FTA.*

왕상한 (2012), "한미자유무역협정(FTA) 투자자국가소송제도(ISD)의 오해와 진실", **기업법연구**, 제25권 제4호, pp. 329-351.

(Translated in English) Wang, S. (2012). "Critical Analysis on Issues related to ISD under U.S.-Korea FTA", *Business Law Review,* 25(4):329-351.

유지연 (2018), "한미 FTA와 투자자-국가 간 소송제도(ISD)에 대한 고찰", **산업연구**, 제42권 제2호, pp. 37-52.

(Translated in English) Yoo, J. (2018). "A Study on the Korea-US FTA and the Investor-State Dispute(ISD)", *Journal of Industrial Studies*, 42(2):37-52.

이문영·김범준 (2017), "제일모직-삼성물산 합병의 재탐색", **회계저널**, 제26권 제1호, pp. 337-369.

(Translated in English) Lee, M., and B., Kim (2017). "Merger between Cheil Industries and Samsung C&T: Revisited", *Korean Accounting Journal,* 26(1):337-369.

이태화 (2012), "환경영향평가제도를 둘러싼 한미FTA 투자분쟁의 가능성: Bilcon 대 캐나다 투자자-국가 간 소송 사례를 통한 교훈", **환경영향평가,** 제21권 제4호, pp. 525-541.

(Translated in English) Lee, T. (2012). "The Possibility of Investor-State Dispute under Korea US FTA in relation to Korean Environmental Impact Assessment: A Lesson from Bilcon v Canada Case under NAFTA", *Journal of Environmental Impact Assessment*, 21(4):525-541.

정하늘 (2016), "투자자-국가 분쟁해결제도(ISDS)에서의 국가책임 발생범위 확장 가능성에 대한 연구 -'엘리엇 사건'을 중심으로", **국제법학회논총**, 제61권, pp. 221-245.

(Translated in English) Jung, H. (2016). "Expansibility of State

www.kci.go.kr

Responsibility in Investor-State Dispute Settlement : Pre-visiting the 'Elliot Case'", *Korean Journal of International Law,* 61:221-245.

최태판 (2007), "FTA 투자협정과 분쟁해결제도에 관한 연구", **증재연구**, 제17권 제2호, pp. 141-165.

(Translated in English) Choe, T. (2007). "A Study on Investment Agreement and Dispute Resolution System of FTA", *Journal of Arbitration Studies,* 17(2):141-165.

Feltham, G., and J., Ohlson (1995). "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research,* 11(2):689-731.

Shleifer, A., and R., Vishny (2003). "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics,* 70(3):295-311.

www.kci.go.kr

## Abstract

This study deals with Investor State Dispute (ISD), which allows foreign investors to sue countries for discriminatory practices. In particular, we focus on the financial issues of the ISD lawsuit filed with the Korean government on the merger of Samsung C&T and Cheil Industries. First, the adequacy of Elliott's claim is assessed by dividing it into two cases: selling shares before the merger and holding them after the merger. First, when the price of stock purchase claim is used as the selling price of Samsung C&T before the merger, stock value exceeds the range suggested by various evaluation agencies before the merger. Second, a net present value model is proposed to calculate the profit or loss of existing shareholders if the stock is held until after the merger. In the model, shareholders' profit and loss is determined by the synergy of the merger and the appropriate merger ratio. Even if we set the consensus range suggested by the agencies at the appropriate merger ratio and assume various merger synergies, the amount of damage did not reach the amount claimed by Elliott.


※ Key words: Investor-State Dispute(ISD), Merger, Damages, Net Present Value, Valuation

www.kci.go.kr