대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(2007 년 6 월 30 일)

및

유엔국제무역법위원회 중재규칙(2013)에 관한

PCA 사건 번호 2018-51

엘리엇 어소시엣 엘.피. (미국)(ELLIOTT ASSOCIATES, L.P. (U.S.A.))

(이하 "청구인")

대한민국

(이하 "피청구국")

("청구인" 및 "피청구국"의 집합은 "당사자들"로 칭한다)

환송 쟁점에 관한 판정문

중재판정부

Dr. Veijo Heiskanen (의장중재인)

Mr. Oscar M. Garibaldi

Mr. J. Christopher Thomas KC

사무국

상설중재재판소

2026 년 9 월 30 일

해당면은 의도적으로 공란으로 둠

목차

I. 서문 1
A. 당사자들 및 중재판정부 1
B. 선행 절차 개요 3
II. 절차 경과 3
A. 중재 절차의 개시 및 초기 단계 4
B. 중재판정의 선고 4
C. 영국 법원에서의 취소 절차 5
D. 환송 절차를 위한 절차적 체계 수립 7
E. 환송 쟁점에 관한 서면 제출 및 신규 증거 채택 9
F. 환송 쟁점에 관한 심리 10
G. 심리 후 절차 12
III. 환송 쟁점의 배경 14
A. 중재판정부의 중재판정에서의 판단 14
1. 쟁점이 된 조치 14
2. 위반, 인과관계 및 손해액에 관한 중재판정부의 판단 15
B. 취소 판결 및 환송 쟁점 18
C. 추가 판결문 20
1. 주주 청구 관련 판결문 21
2. 이재용 부당합병 관련 판결문 21
IV. 청구취지 22
V. 미결된 절차적 쟁점 23
VI. 환송 쟁점의 범위 24
A. 당사자들의 입장 24
1. 청구인의 입장 24
2. 피청구국의 입장 29
B. 중재판정부의 결정 33
VII. 사실적 인과관계 35
A. 당사자들의 입장 35
1. 청구인의 입장 35
2. 피청구국의 입장 49
B. 중재판정부의 결정 65
1. 적용되는 입증 기준 65
2. 청구인의 손실에 관한 사실적 인과관계가 인과관계에 적용되는 입증 기준을 적용하여 입증되었는지 여부 69
VIII. 법적 인과관계 84
A. 당사자들의 입장 84
1. 청구인의 입장 84
2. 피청구국의 입장 88
B. 중재판정부의 결정 91

IX. 손해산정 95
A. 당사자들의 입장 95
1. 청구인의 입장 95
2. 피청구국의 입장 95
B. 중재판정부의 결정 98
X. 비용 98
A. 당사자들의 입장 98
1. 청구인의 입장 98
2. 피청구국의 입장 101
B. 중재판정부의 결정 105
1. 원 중재절차의 비용 105
2. 취소 절차의 비용 105
3. 환송 절차의 비용 106
XI. 환송 쟁점에 관한 판정 108

정의된 용어 안내

추가 판결문	이재용 부당합병 관련 판결문 및 주주 청구 관련 판결문
추가 판결문에 대한 별첨	피청구국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면과 함께 제출한 별첨. 이후 양 당사자들에 의해 수정 및 보완됨.
중재법	1996 년 영국 중재법
청와대	박근혜 전 대통령의 대통령비서실
청와대 조치	박근혜 대통령의 행정부와 보건복지부에 의한 합병 표결 개입
제일모직	제일모직 주식회사
홍완선 본부장	국민연금 기금운용본부장 홍완선
청구인 *또는* EALP	엘리엇 어소시엣 엘.피. (Elliott Associates, L.P.)
환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면	청구인의 2026 년 8 월 13 일자 재반박서면
청구인의 비용계산서	청구인의 2026 년 4 월 26 일자 비용계산서
환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면	환송된 쟁점에 관한 청구인의 2026 년 4 월 27 일자 서면
엘리엇	엘리엇 매니지먼트 코퍼레이션(Elliott Management Corporation)
기금	국민연금기금
ICJ	국제사법재판소(International Court of Justice)
투자위원회	국민연금 투자위원회
이재용 부당합병 관련 판결문	삼성물산 주가 및 합병 조건 조작 관련 혐의를 포함하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반 혐의로 이재용 및 기타 관계자들을 상대로 제기된 형사소송절차와 관련된 3 건의 판결문
KCGS	한국기업지배구조원
KRW	원화
본건 합병	삼성물산 주식회사와 제일모직 주식회사의 합병

합병 무효 결정	삼성물산 주주들이 제출한 본건 합병 무효 청구를 기각한 서울중앙지방법원의 2017 년 10 월 19 일자 결정
합병 가처분 결정	청구인이 제출한 본건 합병 금지 신청을 기각한 서울중앙지방법원의 2015 년 7 월 1 일자 결정
본건 합병비율	제일모직 0.3500885 주당 삼성물산 1 주로 정한 합병비율
보건복지부	대한민국 보건복지부
신설 삼성물산	삼성물산과 제일모직의 합병에 따라 명칭 변경된 신설 삼성물산 주식회사
국민연금	국민연금공단
기금운용본부	국민연금 기금운용본부
원 중재 절차	중재판정부의 2023 년 6 월 20 일자 중재판정이 내려진 시점을 포함하여 그 직전까지 진행된 본 중재의 모든 단계
PCA	상설중재재판소(Permanent Court of Arbitration)
환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면	환송 쟁점에 관한 피청구국의 2026 년 7 월 17 일자 2 차 준비서면
환송 명령	후속 쟁점에 관한 판결의 판단이 반영된 잉글랜드·웨일스 고등법원의 2026 년 3 월 18 일자 명령
환송 쟁점	환송 명령에 의거하여 잉글랜드·웨일스 고등법원이 중재판정부로 환송한 쟁점
환송 절차	환송 쟁점을 결정하기 위해 중재판정부가 재구성된 이후에 진행되는 본 중재의 단계
환송된 쟁점에 관한 답변서면	환송된 쟁점에 관한 청구인의 2026 년 7 월 1 일자 답변서면
피청구국 *또는* 한국	대한민국
환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정)	환송 쟁점에 관한 피청구국의 2026 년 6 월 23 일자 1 차 준비서면(정정)
환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면	환송 쟁점에 관한 피청구국의 2026 년 8 월 13 일자 반박 서면
피청구국의 비용계산서	피청구국의 2026 년 8 월 26 일자 비용계산서

삼성물산	삼성물산 주식회사
취소 판결	피청구국이 중재판정에 불복하여 제기한 취소 신청의 본안과 관련하여 잉글랜드·웨일스 고등법원이 선고한 2026 년 2 월 23 일자 판결
취소 절차	청구인이 중재판정에 불복하여 2023 년 7 월 17 일부터 2026 년 2 월 23 일까지 잉글랜드·웨일스 고등법원과 항소법원에서 진행한 절차
주주 청구 관련 판결	삼성물산의 일부 주주가 본건 합병으로 인해 입었다고 주장하는 손실에 대한 배상을 요구하며 피청구국을 상대로 제기한 민사소송절차와 관련하여 선고된 2 건의 판결
SK 합병	2015 년 6 월 SK 그룹 내 두 계열사인 SK C&C 와 SK(주)의 합병안
협정	2007년 6월 30일에 서명하여 2012년 3월 15일에 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정
UNCITRAL 규칙	2013 년 유엔국제무역법위원회 중재규칙
미국 또는 U.S.	미합중국
USD	미국 달러화
의결권행사지침	국민연금기금 의결권행사지침

I. 서문

A. 당사자들 및 중재판정부

1. 본 중재의 청구인은 미합중국(이하 "**미국**" 또는 "**U.S.**") 델라웨어 주의 법률에 따라 설립되어 1209 Orange Street Wilmington, DE 10901 에 등록 사무소를 두고 있는 합자회사인 엘리엇 어소시엣 엘.피.(이하 "**청구인**" 또는 "**EALP**")이다.

2. 본 중재의 환송 단계(이하 "**환송 절차**")에서 청구인의 대리인은 다음과 같다:

Mr. Constantine Partasides KC
Ms. Julia Sherman
Three Crowns LLP
The JJ Mack Building
33 Charterhouse Street
London EC1M 6HA
United Kingdom

Dr. Georgios Petrochilos KC
Three Crowns LLP
104 avenue des Champs-Elysées
75008 Paris
France

Ms. Liz Snodgrass
Mr. Simon Consedine
Ms. Nicola Peart
Three Crowns LLP
Washington Harbour
3000 K Street NW Suite 101
Washington, DC 20007-5109
United States

Mr. Yikang Zhang
Three Crowns LLP
6 Battery Road #30-01
Singapore 049909

김상윤
Mr. Andrew Stafford KC
조건희
Kobre & Kim LLP
Tower 42
25 Old Broad Street
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Mr. Richard Clarke
Kobre & Kim LLP
Office 27-01, Level 27
ICD Brookfield DIFC
P.O. Box 506778

Dubai
United Arab Emirates

백재형
코브레앤김(Kobre & Kim LLP)
서울시 종로구 종로 1 길 50
더케이트윈타워 B 동 9 층
03142
대한민국

3. 피청구국은 대한민국(이하 "**피청구국**" 또는 "**한국**")이다.

4. 본 환송 절차에서 피청구국의 대리인은 다음과 같다:

Mr. Anton A. Ware
Ms. Grace Yang
Arnold & Porter
Plaza 66 Building 2, #4306-4313
1266 Nanjing Xi Road
Shanghai 200041
People's Republic of China

김준희
아놀드앤포터(Arnold & Porter)
서울시 종로구 새문안로 76
콘코디언 빌딩 20 층 03185
대한민국

Ms. Charlotte Mallorie
Mr. Bart Wasiak
Dr. Joel Dahlquist
Arnold & Porter Kaye Scholer (UK) LLP
Tower 42
25 Old Broad Street
London EC2N 1HQ
United Kingdom

김갑유
방준필
한민오
김새미
오소윤
법무법인 피터앤김(Peter & Kim)
서울시 강남구 영동대로 511
트레이드타워 3805 호
06164
대한민국

5. 중재판정부는 청구인이 임명한 Mr. Oscar M. Garibaldi 와 피청구국이 임명한 Mr. J. Christopher Thomas KC, 그리고 당사자들이 의장중재인으로 임명한 Dr. Veijo Heiskanen 로 구성된다.

B. 선행 절차 개요

6. 2023 년 6 월 20 일, 중재판정부는관할 및 본안 쟁점에 관한 판정을 내렸다.

7. 2023 년 7 월 17 일, 피청구국은 잉글랜드·웨일스 고등법원에 중재판정 취소 신청을 제기하였다.

8. 2023 년 9 월 1 일, 중재판정부는 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정을 내렸다.

9. 2025 년 8 월 1 일, 고등법원은 취소 신청을 기각하였다.

10. 피청구국의 항소에 따라, 잉글랜드·웨일스 항소법원은 2025 년 7 월 17 일 항소를 인용하고 사건을 고등법원으로 환송하였다.

11. 2026 년 2 월 23 일, 고등법원은 중재판정을 일부 취소하고 이하의 쟁점(이하 "**환송 쟁점**")을 중재판정부로 환송하는 판결을 내렸다:

> 청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?[1]

12. 2026 년 3 월 18 일, 고등법원 Foxton 판사는 2026 년 2 월 23 일자 판결의 판단을 반영하여 중재판정에서 취소된 부분을 적시하고 재심의를 위해 해당 쟁점을 중재판정부에 공식적으로 환송하는 명령을 고지하였다.

13. 본 환송 절차에서 중재판정부는 환송 쟁점을 결정하기 위하여 재구성되었다. 중재판정부의 결정은 환송 쟁점에 관한 본 판정문에 명시되어 있다.

II. 절차 경과

14. 본 중재판정에는 중재 절차가 개시된 날부터 원 판정문이 내려진 날까지의 절차 경과(이하 "**원 중재절차**")가 상세히 기술되어 있다.본 절에서는 원 판정문에 이르기까지의 원 중재절차를 구성하는 주요 절차 단계만을 요약하고, 그 이후의 경과를 기재한다.

---

1 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일(**CLA-226**).

A. 중재 절차의 개시 및 초기 단계

15. 2018 년 4 월 13 일, 청구인은 2007 년 6 월 30 일에 체결된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(이하 "**협정**") 제 11.16 조 제 2 항에 의거하여 자신의 청구를 중재에 회부하기 위한 중재의향서를 대한민국 정부에 송달하였다.

16. 2018 년 7 월 12 일자 중재통보와 청구서면을 통해, 청구인은 협정 제 11.16 조 제 3 항 다호와 2013 년 유엔국제무역법위원회 중재규칙(이하 "**UNCITRAL 규칙**") 제 3 조 제 1 항에 의거하여 피청구국을 상대로 중재 절차를 개시하였다.

17. 청구인은 중재통보와 청구서면에서 미국 및 아르헨티나 국적의 Mr. Oscar M. Garibaldi 를 중재인으로 임명하였다.

18. 2018 년 8 월 13 일, 피청구국은 중재통보와 청구서면에 대한 답변서를 제출하였으며 캐나다 국적의 Mr. J. Christopher Thomas KC 를 중재인으로 임명하였다.

19. 2018 년 11 월 15 일, 당사자들은 협정 제 11.19 조 제 1 항에 의거하여 핀란드 국적의 Dr. Veijo Heiskanen 을 의장중재인으로 임명하였다.

20. 2018 년 11 월 21 일, 상설중재재판소(이하 "**PCA**")는 당사자들의 합의에 따라 사무국 역할을 수행하고 본 중재 절차를 관리할 것임을 확인하였다.

21. 2019 년 3 월 27 일, 당사자들과 중재판정부는 영어와 한국어를 중재의 공식언어로 사용한다는 조항 등이 포함된 임명조건서에 합의하였다. 양 당사자와 중재판정부는 2019 년 7 월 25 일 임명조건서에 서명하였다.

22. 2019 년 4 월 1 일, 중재판정부는 절차명령 제 1 호를 통해 런던을 중재지로 정하고 절차 규칙과 중재 절차에 적용되는 투명성 체계 등을 규정하였다.

B. 중재판정의 선고

23. 당사자들의 서면 제출 이후, 2021 년 11 월 15 일부터 26 일까지 스위스 제네바에서 심리가 개최되었다.

24. 2023 년 6 월 20 일, 중재판정부는 판정을 내렸으며 그 주문은 다음과 같다:

전술한 이유로, 중재판정부는 다음과 같이 결정한다:

a. 피청구국은 협정을 위반하였다.

b. 피청구국에게 피청구국의 위반으로 청구인에게 야기된 손해의 배상으로서 [48,490,438.00]달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다.[2]

c. 피청구국에게 2015 년 7 월 16 일부터 본 판정일까지 연 복리로 위(b)항의 금액에 대하여 5%의 비율로 판정 전 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다.

d. 피청구국에게 본 판정일부터 위(b)항의 금액을 전액 지급할 때까지 연 복리 5%의 비율로 판정 후 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다.

e. 당사자는 각자 자신의 중재비용을 부담한다.

f. 청구인에게 피청구국이 본 절차와 관련하여 지출한 법률 비용 3,457,479.87 달러와 본 판정일로부터 30 일 이후부터 연 복리 5%의 비율의 이자를 피청구국에게 지급할 것을 명한다.

g. 피청구국에게 청구인이 본 절차와 관련하여 지출한 법률 비용 28,903,188.90 달러와 본 판정일로부터 30 일 이후부터 연 복리 5%의 비율의 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다. 그리고,

h. 그 밖의 모든 청구와 구제 신청을 기각한다.[3]

25. 2023 년 7 월 18 일, 피청구국은 UNCITRAL 규칙 제 37 조와 제 38 조에 따라 중재판정문 정정 및 해석 신청을 제출하였다.

26. 2023 년 7 월 20 일, 청구인은 피청구국은 UNCITRAL 규칙 제 38 조에 따라 중재판정문 정정신청을 제출하였다.

27. 2023 년 9 월 1 일, 중재판정부는 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정을 내렸다.

C. 영국 법원에서의 취소 절차

28. 2023 년 7 월 17 일, 피청구국은 잉글랜드 고등법원에 취소소송을 제기하여, 중재판정부가 1996 년 영국 중재법(이하 "**중재법**") 제 67 조의 의미에서 관할을 결여하였다는 이유로 원 판정에 대하여 이의를 제기하였다.[4]

29. 2024 년 8 월 1 일, 고등법원은 피청구국의 취소신청이 중재판정부의 실체적 관할에 관한 문제를 제기하지 않는다고 판단하여, 그 당부에 대하여는 판단하지 아니하고 이를

---

[2] 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정(2023 년 9 월 1 일) 제 65 항 제(a)(13)호에 의해 정정됨.

[3] 판정문 제 995 항.

[4] 피청구국은 중재법 제 68 조에 근거해서도 중재판정에 불복하였으나 이후 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정이 내려지자 해당 청구를 취하하였다. *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일 (**CLA-226**) *참조.*

기각하였다.[5]

30. 2025 년 7 월 17 일, 항소법원은 피청구국의 항소를 인용하여 고등법원의 판결을 파기하고, 고등법원이 관할 항변의 당부를 판단하도록 피청구국의 취소신청을 고등법원으로 환송하였다.[6]

31. 2026 년 2 월 23 일, 고등법원은 원 판정문에 대한 피청구국의 취소신청의 당부에 관하여 판결(이하 "**취소판결**")을 선고하고, 다음과 같은 구제를 명하였다:

> i) 국민연금공단이 국가 기관이라고 판단하고, 이를 근거로 국민연금공단의 행위가 협정 제 11.5 조를 위반했다고 판단한 부분에 한하여 중재판정을 취소한다.
>
> ii) 청와대 조치가 협정 위반 행위를 구성한다고 인정된 사안에 대한 인과관계 쟁점과 구제 조치에 관한 부분은 예비적으로 중재판정부로 환송한다.[7]

32. 2026 년 3 월 18 일, 고등법원은 후속 쟁점에 관한 결정을 내려 인용할 구제에 관한 이유를 기재하고, 취소 판결에서의 판단을 실행하기 위한 명령(이하 "**환송 명령**")을 발하였다.[8] 환송 명령의 관련 부분은 다음과 같다:

> 1. 다음과 같이 선언한다:
>
> (a) 대한민국 국민연금공단의 행위는 협정 제 11.1 조가 의미하는 범위 내에서 "당사국이 채택하거나 유지하는 조치"를 구성하지 않는다.
>
> (b) 중재판정부는 국민연금공단의 행위가 한국이 채택하거나 유지하는 조치를 구성하였다는 판단을 내릴 수 있는 실체적 관할권이 없다.
>
> 2. 중재판정의 다음 부분들을 취소한다:
>
> (a) 제[444]항 내지 제[446]항.
>
> (b) 제[603]항에서 "과 국민연금의 행위 및 이에 따른 홍완선 본부장의 행위가 피청구국에게 귀속된다는 위 제 V.B 절의 중재판정부 판단"이라고 기술된 대목(해당 대목에 한함).
>
> (c) 제[623]항의 마지막 문장.
>
> (d) 제[624]항에서 "서울중앙지방법원은 이와 유사하게 홍완선 본부장이 자신의 "임무"를 위배하였다고 판단하였는데"라고 기술된 대목 및 "과 홍완선 본부장"이라고 기술된 대목(해당 대목에 한함).
>
> (e) 제[626]항.

---

5 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2024] EWHC 2037 (Comm), 제 69 항 (**CLA-220**).

6 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2025] EWCA Civ 905, 제 65 항 (**CLA-221**).

7 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 266 항 (**CLA-222**).

8 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일 (**CLA-227**); *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일 (**CLA-226**).

(f) 제[814]항의 마지막 세 문장.

(g) 제[821]항의 첫 문장.

(h) 제[822]항 내지 제[823]항.

(i) 제[993]항.

(j) 제[995(b)]항 내지 제[995(h)]항.

3. 다음 쟁점을 중재판정부로 환송한다:

"청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?"[9]

D. 환송 절차를 위한 절차적 체계 수립

33. 2026 년 3 월 18 일, 청구인은 환송 명령에 의거하여 중재판정부로 환송된 쟁점에 관한 판단을 내리기 위해 중재판정부가 중재 절차를 재개할 것을 요청하였다. 청구인은 "중재판정부로 환송된 단일 쟁점의 범위가 협소"하고 "중재판정에서 취소되지 않은 부분에 포함된 중재판정부의 기존 사실인정이 해당 단일 쟁점을 명확하게 다루고 있다"는 견해에 근거하여 중재법 제 71 조 제 3 항에 의거하여 환송 쟁점을 3 개월 일정으로 심리할 것을 제안하였다.[10]

34. 2026 년 3 월 26 일, 피청구국은 중재판정부의 요청에 따라 청구인의 위 요청에 대한 의견을 제출하였다. 피청구국은 취소 판결의 결론에 대한 청구인의 해석에 이의를 제기하고 청구인이 제안한 절차 일정에 동의하지 않았다. 특히, 피청구국은 환송 절차를 대리할 대리인을 선임하는 입찰 절차에 소요되는 기간과 두 차례 서면 제출 이후의 구두 심리, 그리고 추가 증거 채택에 요구되는 절차상의 일정을 감안할 때 3 개월 일정은 "한마디로 실현이 불가능"한 것으로 판단하였다.

35. 2026 년 3 월 31 일, 청구인은 환송 쟁점의 범위에 대한 피청구국의 해석에 이의를 제기하였으며 환송 쟁점을 판단하기 위해 새로운 증거가 요구된다는 피청구국의 주장을 반박하였다. 청구인은 중재법 제 71 조 제 3 항에 규정된 3 개월 기간을 준수해야 한다고 주장하였다.

---

9 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일 (**CLA-226**).

10 중재법 제 71 조 제 3 항은 다음과 같이 규정하고 있다: "중재판정의 일부 또는 전부가 재심리를 목적으로 중재판정부로 환송된 경우, 중재판정부는 환송 명령일로부터 3 개월 또는 법원이 지시하는 그보다 장기이거나 단기인 기간 내에 환송된 사안에 관한 새로운 판정을 내려야 한다."

36. 2026 년 4 월 1 일, 중재판정부는 2026 년 4 월 9 일로 예정된 사건관리회의에서 다룰 환송 절차의 절차적 체계에 관련된 쟁점들의 목록을 당사자들에게 전송하였다. 또한, 중재판정부는 그러한 쟁점들에 대한 예비적 입장을 회의 전까지 서면으로 제시할 것을 당사자들에게 요청하였다. 2026 년 4 월 7 일, 당사자들은 중재판정부가 명시한 쟁점들에 대한 각자의 의견서를 제출하였다.

37. 2026 년 4 월 9 일, 중재판정부는 환송 절차의 진행 방식을 논의하기 위하여 사건관리회의를 개최하였으며, 동 회의에는 양 당사자의 대리인 및 대표, 중재판정부와 PCA 가 참석하였다.

38. 2026 년 4 월 11 일, 중재판정부는 환송 절차의 진행과 관련된 미결 사항들에 대하여 지시를 내렸다.구체적으로, 중재판정부는 중재법 제 71 조 제 3 항에 따른 3 개월 기한의 연장이 필요할 것으로 보고, 양 당사자에게 위 기한을 2026 년 9 월 30 일까지 연장하여 줄 것을 잉글랜드 고등법원에 공동으로 신청하도록 요청하였다. 중재판정부는 또한 환송 절차에서의 새로운 증거의 채택에 관한 절차를 정하고, 당사자들에게 2026 년 7 월 중 하루 일정의 심리기일을 고려하여, 절차 일정을 포함한 환송 절차의 진행 방식에 관한 절차명령 초안에 합의할 것을 요청하였다. 임명조건서는 어느 당사자나 중재판정부가 일방적으로 변경할 수 없으므로, 중재판정부는 당사자들에게 원 중재절차에서 서명된 임명조건의 조항, 특히 중재 언어에 관한 조항에 관하여서도 협의할 것을 요청하였다.

39. 2026 년 4 월 17 일과 2026 년 5 월 6 일 사이에, 당사자들은 심리 기일과 방식을 포함하여 절차 일정에 관한 서신을 수차례 교환하였다.

40. 2026 년 4 월 30 일, 청구인은 중재판정부가 환송 쟁점에 관한 중재판정을 내려야 하는 기한을 2026 년 9 월 30 일로 연장한 Waksman 고등법원 판사의 2026 년 4 월 27 일자 명령을 중재판정부에 제출하였다.

41. 2026 년 5 월 1 일, 당사자들은 서증과 서면의 번역본 제출 기한을 변경하는 것에 합의하고 종이 문서 송달 요건을 삭제하는 내용 등을 포함한 임명조건서 부속합의서를 중재판정부에 제출하였다. 당사자들과 중재판정부는 2026 년 5 월 6 일 해당 부속합의서에 서명하였다.

42. 2026 년 5 월 7 일, 최종적인 절차 일정의 확정을 앞두고 절차의 지체 없는 진행을 보장할 목적으로, 중재판정부는 피청구국의 신규 증거 채택을 위한 허가 신청 기한을 2026 년 5 월 13 일로 지정하였으며 청구인의 답변서 제출 기한을 2026 년 5 월 20 일로 지정하였다.

43. 2026 년 5 월 12 일, 당사자들은 환송 절차의 절차 일정과 심리기일에 관하여 합의한 제안 사항을 중재판정부에 공동으로 통지하였다. 당사자들은 워싱턴 DC 에서 2026 년 7 월 27 일부터 28 일까지 대면 심리를 실시하고 7 월 29 일을 예비일로 정할 것을 제안하였으며, 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면을 2026 년 6 월 5 일에 제출하는 것에 합의하였다.

44. 2026 년 5 월 13 일, 중재판정부는 환송 절차를 위한 절차 준비에 관한 당사자들의 합의를 승인하고 절차 일정을 확정하는 내용의 절차명령 제 22 호를 발령하였다.

E. 환송 쟁점에 관한 서면 제출 및 신규 증거 채택

45. 2026 년 4 월 27 일, 청구인은 환송 쟁점에 관한 서면(이하 "**환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면**")을 법률적 근거와 함께 제출하였다.

46. 2026 년 5 월 13 일, 피청구국은 신규 증거 채택을 위한 허가 신청 기한을 1 일 연장해 줄 것을 요청하였다. 중재판정부는 필요할 경우 청구인이 그에 상응하여 답변서 제출 기한을 1 일 연장받을 권리를 갖는다는 전제하에 동 요청을 승인하였다.

47. 2026 년 5 월 14 일, 피청구국은 신규 증거 채택을 위한 허가 신청을 제출하였으며, 이를 통해 한국 법원에서 선고한 5 건의 판결문(이하 "**추가 판결문**")과 더불어 추가 판결문에 대한 중재판정부의 이해를 돕기 위하여 제출하는 전 대법관 김재형 교수의 법률전문가 의견서를 증거로 채택해 줄 것을 요청하였다.

48. 2026 년 5 월 20 일, 청구인은 피청구국의 신규 증거 채택을 위한 허가 신청에 대한 답변서 제출 기한을 피청구국에게 부여된 연장에 상응하여 1 일 연장하여 줄 것을 요청하였다. 같은 날, 중재판정부는 기한 연장을 승인하고 청구인의 답변서 제출 기한을 2026 년 5 월 22 일로 연장하였다.

49. 2026 년 5 월 22 일, 청구인은 피청구국의 신규 증거 채택을 위한 허가 신청에 대한 답변서를 제출하였으며, 이를 통해 추가 판결문을 증거로 채택하는 것에는 이의를 제기하지 않았으나 김재형 교수의 의견서를 증거로 채택하는 것에는 반대하였다.

50. 2026 년 5 월 25 일, 중재판정부는 절차명령 제 23 호를 발령하여, 청구인의 이의가 없으므로 추가 판결을 기록에 채택하여 달라는 피청구국의 요청은 인용하였으나, 김재형 교수의 의견서를 채택하여 달라는 피청구국의 요청은 기각하였다.

51. 2026 년 6 월 5 일, 피청구국은 청구인의 동의를 구하여 얻은 후, 환송 쟁점에 관한 서면의 제출 기한을 2026 년 6 월 7 일로 연장하여 줄 것을 요청하였다. 같은 날, 중재판정부는 기한 연장을 승인하고, 이와 함께 청구인의 답변서면 제출 기한을 2026 년 6 월 30 일로 연장하였다

52. 2026 년 6 월 7 일, 피청구국은 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면을 추가 판결문의 개요가 기술된 별첨(이하 "**추가 판결문에 대한 별첨**")과 함께 제출하였다.

53. 2026 년 6 월 23 일, 피청구국은 사실관계에 관한 오류를 정정하기 위해 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면의 정정본(이하 "**환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정)**") 제출을 허가해 줄 것을 중재판정부에 요청하였다. 청구인이 이의를 제기하지 않았으므로 중재판정부는 2026 년 6 월 25 일 피청구국의 요청을 승인하였다.

54. 2026 년 6 월 30 일, 청구인은 환송된 쟁점에 관한 답변서면(이하 "**환송된 쟁점에 관한 답변서면**")과 함께 추가 판결문에 대한 별첨을 청구인이 수정한 별첨을 포함한 2 건의 별첨을 제출하였다.

55. 2026 년 7 월 17 일, 피청구국은 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면(이하 "**환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면**")을 청구인이 수정한 사항에 대한 답변이 포함된 추가 판결문에 대한 별첨과 함께 제출하였다.

56. 2026 년 7 월 24 일과 26 일 사이에, 청구인은 추가적인 법률적 근거를 제출하기 위한 중재판정부의 허가를 구하였으며, 피청구국은 3 건의 서증에 대한 개정 번역본을 제출하기 위한 허가를 구하였다. 상대방이 이의를 제기하지 않았으므로, 중재판정부는 두 건의 요청을 모두 승인하였다.

F. 환송 쟁점에 관한 심리

57. 2026 년 7 월 1 일, 중재판정부는 심리기일 일정 및 공개 방청실을 통한 심리기일 공개에 관한 합의를 포함하여 심리기일 진행 방식에 관한 당사자들의 합의를 기록한 절차명령 제 24 호를 발령하였다.

58. 2026 년 7 월 25 일, 피청구국은 [redacted]이 급작스러운 건강상의 합병증으로 인해 2026 년 7 월 27 일로 예정된 심리에 출석할 수 없게 되었다고 중재판정부에 통보하였다. 이에 피청구국은 [redacted]의 상태가 호전되는 것을 전제로 심리 개시일을 2026 년 7 월 28 일로 연기해 줄 것을 요청하였다. 같은 날 오후에 청구인은 2026 년 7 월 28 일과 29 일에

심리를 진행할 준비가 되어 있다는 의사를 전달하였다. 청구인은 2026 년 7 월 29 일에 중재판정부의 일정이 허락되지 않거나 심리 시설을 이용할 수 없는 경우에는 당사자들이 2026 년 7 월 28 일에 각자 모두 변론을 하고, 반박 변론은 그 직후 서면으로 제출하는 대안을 제안하였다.

59. 2026 년 7 월 27 일, 심리 일정을 논의하기 위해 사건관리회의가 개최되었다. 회의에서 당사자들은 2026 년 7 월 28 일과 29 일에 각각 모두 변론을 행한 후에 심리 종료 시에 중재판정부가 정하는 일정에 따라 서면으로 반박 서면을 제출하는 것에 합의하였음을 중재판정부에 통보하였다. 중재판정부는 변경된 심리 일정에 관한 당사자들의 합의를 승인하였다.

60. 워싱턴 DC 에서 2026 년 7 월 28 일부터 29 일까지 본 환송 절차의 심리(이하 "**심리**")가 진행되었다. 심리에 참석한 인원은 다음과 같다:

중재판정부

Dr. Veijo Heiskanen (의장중재인)
Mr. Oscar M. Garibaldi
Mr. J. Christopher Thomas KC

청구인

Mr. Richard Zabel*
Elliott Associates, L.P.

Mr. Constantine Partasides KC
Mr. Georgios Petrochilos KC
Mr. Simon Consedine
Ms. Nicola Peart
Ms. Julia Sherman
Ms. Jyotsna Vilva
Mr. Gavin Cunningham
Ms. Shea Adams
Three Crowns LLP

Mr. Andrew Stafford KC*
백재형
Mr. Richard Clarke
조건희
Mr. Ethan Kim
전진슬*
이승연*
Mr. Kyle H. Koo*
Kobre & Kim

피청구국

강준하
조아라
민경원
염호영
권정우
윤동민
임강우
대한민국 법무부

송규영
박상선
정승원
이희준
정세연
대한민국 대검찰청

김준희
Mr. Anton A. Ware
Ms. Charlotte Mallorie*
Mr. Bart Wasiak
Ms. Grace Yuhan Yang*
Ms. Lyuzhi Wang
Dr. Joel Dahlquist*

Ms. Jana Blahova*
Ms. Aimee Kneiss
Mr. Caleb Ruby
Ms. Alexia Morán
Mr. Eugenio Araujo*
Ms. Lara Iglesias Geller*
Mr. Jaideep Khanna*
Arnold & Porter Kaye Scholer LLP

Mr. Samuel Wordsworth KC*
Mr. Peter Webster
Essex Court Chambers

김갑유
김세미
오소윤
박성렬
한민오*
박도은*
강혜린*
김가현*
피터앤김

PCA

석진영
Ms. Valentina Botello León*
Mr. Conner McKillop*

속기사

Ms. Rachel Bradbury

EPE 운영자

Mr. John Lopez

***** *원격 참석자*

G. 심리 후 절차

61. 2026 년 7 월 30 일, 중재판정부는 당사자들 간에 합의된 일부 사항을 기록하고, 반박 서면의 제출 기한, 반박 서면에서 다루어야 할 질문, 그리고 각 당사자가 심리기일에서 제출된 피청구국의 증거설명자료 D 를 보완할 것을 포함한 심리기일 이후 절차에 관한 추가 지시를 내렸다.

62. 2026 년 8 월 4 일, 청구인은 심리 직전에 피청구국이 2 차 준비서면과 함께 제출한 추가 판결문에 대한 별첨에 대응할 목적에 한정하여, 해당 별첨을 수정한 개정본을 제출할 수 있도록 허가하여 줄 것을 요청하였다.

63. 2026 년 8 월 6 일, 중재판정부는 피청구국의 이의를 고려한 후, 청구인의 요청이 시기에 늦었다는 이유로 이를 기각하였다.

64. 같은 날, 피청구국은 중재판정부가 환송 쟁점을 적정하게 결정하기 위하여 추가 시간이 필요하다고 판단하는 경우 이를 당사자들에게 알려 줄 것을 요청하였다. 그러한 경우 당사자들은 중재판정부가 적절하다고 판단하는 기간 동안의 추가 연장을 공동으로 신청하겠다는 것이었다. 청구인은 해당 시점에서 여전히 기한이 남아 있다는 점을 들어 피청구국의 요청에 반대하였으나, 최종적으로는 이에 대한 결정을 중재판정부의 판단에 맡겼다.

65. 2026 년 8 월 7 일, 중재판정부는 당사자들에게 환송 쟁점에 관한 판정을 영어와 한국어로 내리기 위해 추가로 기간 연장이 요구되는지 여부를 해당 시점에서 판단하는 것은 시기상조라는 입장을 통보하였다. 중재판정부는 이 사안을 계속해서 검토할 것이며 그러한 연장이 필요하다는 결론에 도달할 경우 8 월 말까지 당사자들에게 통보하겠다는 의사를 밝혔다.

66. 2026 년 8 월 10 일, 청구인은 자신의반박 서면과 함께 제출하고자 한 피청구국의 증거설명자료 D 를 갱신본과 관련하여, 14 건의 서증에 대한 수정 번역본을 제출할 수 있도록 허가해 줄 것을 중재판정부에 요청하였다. 중재판정부는 2026 년 8 월 11 일 청구인의 요청을 인용하고, 청구인의 증거설명자료 D 갱신본에 반영된 수정 사항 중 피청구국이 동의하지 않는 사항이 있으면 이를 제출하도록 피청구국에 요청하였다.

67. 2026 년 8 월 11 일, 피청구국은 (i) 청구인이 새로 제출한 번역본을 검토하고 필요한 경우 이를 피청구국의 반박 서면에 반영할 수 있도록 당사자들의 반박 서면 제출 기한을 12 시간 연장하여 줄 것과, (ii) 피청구국 서증에 대한 2 건의 수정 번역본을 기록에 채택하여 줄 것을 요청하였다. 또한, 피청구국은 청구인이 새로 제출한 번역본에 대응하는 자료에 대한 추가 번역본을 제출할 수 있도록 허가를 요청할 수 있는 권리를 유보하였다. 중재판정부는 같은 날 오후 위 두 건의 요청을 인용하였다.

68. 2026 년 8 월 12 일, 피청구국은 전날 중재판정부가 채택한 청구인의 추가 번역본에 직접 대응하는 것이라고 밝힌 7 건의 서증 추가 번역본을 기록에 제출할 수 있도록 중재판정부에 허가를 구하였다. 중재판정부는 같은 날 동 요청을 인용하였다.

69. 2026 년 8 월 13 일, 당사자들은 각자의 반박 서면(각각 "**환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면**" 및 "**환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면**")을 제출하였다.

70. 2026 년 8 월 14 일, 중재판정부는 추가적인 수정 번역본에 대한 중재판정부의 검토를 원활히 하기 위해, 당사자들이 본 환송 절차에서 추가되거나 수정된 부분이 명확히 표시된 관련 서증을 재제출할 것을 요청하였다.

71. 2026 년 8 월 18 일, 당사자들은 추가되거나 수정된 부분이 표시된 추가 번역본 및 정정 번역본을 재제출하였다. 다만, 청구인은 번역본에 대한 피청구국의 정정에 동의하지 않는다는 의사를 밝혔다.

72. 2026 년 8 월 26 일, 당사자들은 각자의 비용계산서(각각 "**청구인의 비용계산서**" 및 "**피청구국의 비용계산서**")를 제출하였다.

73. 2026 년 8 월 31 일, 중재판정부는 당사자들에게 영어와 한국어로 환송 쟁점에 관한 판정문을 선고하기로 한 2026 년 9 월 30 일 기한을 준수할 수 있을 것으로 예상한다고 통보하였다.

III. 환송 쟁점의 배경

74. 본 절에는 원 중재절차에서의 중재판정부의 판단(**A.**)과 본 환송 절차에서 기록에 채택된 추가 판결문(**B**.)을 포함하여 환송 쟁점의 배경이 기술되어 있다. 분쟁 쟁점들에 대한 당사자들의 입장은 이하의 절에서 다룬다.

A. 중재판정부의 중재판정에서의 판단

1. 쟁점이 된 조치

75. 환송 쟁점에 대한 중재판정부의 결정과 관련성이 있는 원 판정문에서의 중재판정부의 판단은 삼성물산 주식회사(이하 "**삼성물산**")와 제일모직 주식회사(이하 "**제일모직**")의 합병(이하 "**본건 합병**")을 승인한 절차와 관련된 박근혜 전 대통령의 비서실(이하"**청와대**"), 대한민국 보건복지부(이하 "**보건복지부**"), 국민연금공단(이하 "**국민연금**")의 행위 등을 다루었다.

76. 중재판정부는 기록상의 증거와 관련 한국 법원의 여러 판결의 사실인정을 검토한 후, 다음과 같이 판단하였다:

> 따라서 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 사실인정과 법원이 인용한 주요 증거들은 다음과 같이 입증한다:
>
> (a) 피청구국은 보건복지부를 통하여 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 개입하고, 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다; 그리고

(b) 국민연금은 보건복지부의 지침과 지시에 따라, 전문위원회가 아니라 투자위원회가 투표를 하도록 하고, 실제로 근거가 없는 본건 합병의 시너지 효과를 조작하고 투자위원회 위원들과 만나는 등, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 투자위원회의 투표에 영향력을 행사하기 위한 조치를 취하였다.[11]

77. 청와대와 보건복지부의 행위(이하 "**청와대 조치**")에 관하여, 중재판정부는 한국 법원이 "이 사건 합병 안건에 대하여 찬성 입장을 결정하는 과정에서 피고인의 지시나 승인이 있었다고 볼 수밖에 없다"[12]고 판시하였다는 점에 주목하고 다음과 같은 결론을 내렸다:

> 법원의 판단은 보건복지부뿐만 아니라 박근혜 전 대통령의 행정부가, 특히 "뜻하지 않은 [청구인]의 출현"을 배제시키는 등을 보건복지부에 지시함으로써, 본건 합병 표결에 개입하였음을 보여준다.[13]

78. 국민연금의 행위에 관하여, 중재판정부는 우선적으로 "국민연금은 기능적 및 재정적으로 당사국과 연결되며, … 국민연금이 사실상 국가기관이고, 따라서 그 행위가 한국에 귀속된다"[14]고 판단하였다.

79. 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 행위에 관하여, 중재판정부는 다음과 같이 결정하였다:

> 국민연금은 본건 합병에 대한 의결권 행사에서 독자적으로 상업적 목적으로 행위하지 않았다; 한국 법원이 판단하였듯이, 국민연금은 본건 합병의 상업적인 장점을 이유로 독립적으로 결정하지 않고 보건복지부의 지침과 지시에 따라 행동하였으며, 이에 따라 정부 정책의 실행에 있어서 실질적으로 보건복지부의 기관으로 행위하였다.[15]

2. 위반, 인과관계 및 손해액에 관한 중재판정부의 판단

80. 중재판정부는 문형표 보건복지부 장관과 홍완선 국민연금 기금운용본부장(이하 "**홍완선 본부장**")의 행위에 관한 한국 법원의 판단을 인용하여 피청구국이 협정 제 11.5 조에 규정된 최소기준대우 의무를 위반하였다고 판단하였다:

> 본건 합병과 관련된 피청구국의 행위가 "부당"하고 "자신의 직무를 고의로 태만히" 하고 "명백히 부당한 행위"에 해당한다고 판단한다. 925 이에 따라, 외국인의 최소기준대우의 일부를 구성하는 이러한 행위를 금지하는 국제관습법의 규칙과 양립할 수 없으므로, 일응 협정 제 11.5 조에 따른 피청구국의 MST 의무 위반에 해당한다.[16]

---

11 판정문 제 602 항.

12 판정문 제 616 항.

13 판정문 제 618 항.

14 판정문 제 445 항.

15 판정문 제 623 항.

16 판정문 제 603 항.

81. 인과관계에 적용되는 기준과 관련하여, 중재판정부는 다음과 같이 판단하였다:

> 인과관계에 대한 협정상 관련 기준은 제 11.16 조 제 1 항 가호이며, 이는 투자분쟁이 협상에 의해 해결될 수 없는 경우, 청구인은 "자신을 위하여, 다음의 청구를 이 절에 따른 중재에 제기할 수 있다. (i) 피청구국이 [협정상 의무]를 위반하였다는 것 그리고 (ii) 청구인이 *그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것*"이라고 규정한다.
>
> 따라서 해당 조항은 인과관계(청구인이 "그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것")은 위반과 손실 또는 손해 사이의 관계에 관한 것이며, 인과관계가 아닌 귀속의 문제에 해당하는 피청구국과 위반 사이의 관계에 관한 것이 아니다. 따라서 중재판정부는 피청구국이 국민연금으로 하여금 협정을 위반하도록 하였음을 청구인이 입증해야 한다는 피청구국의 주장을 받아들일 수 없다. 실제로, 중재판정부는 앞서 … 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속된다고 이미 결정하였다. 따라서, 청구인은 피청구국이 국민연금으로 하여금 협정을 위반하도록 하였음을 입증할 필요가 없으며; 피청구국의 협정 위반 여부를 판단함에 있어서 국민연금의 행위는 피청구국에게 귀속된다.[17]

82. 중재판정부는 추가로 다음과 같이 판시하였다:

> 중재판정부가 고려해야 하는 인과관계의 두 가지 관련 측면은 사실상 인과관계와 법률상 인과관계이다. 전자는 위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단하는 반면, 후자는 주장하는 손실 또는 손해가 위반 혐의와 충분히 밀접한 관련이 있는지 여부에 관한 것이다. 이러한 관련성은 청구된 손실 또는 손해가 위반 혐의의 "직접적" 결과인지 또는 위반 혐의에 의해 발생한 "인과관계"가 있는 것인지의 관점에서 결정될 수 있으며[.][18]

83. 사실상 인과관계에 관하여, 중재판정부는 한국 법원이 "국민연금이 캐스팅보트를 가지고 있었으며, 본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 국민연금과 청구인을 포함한 다른 삼성물산 주주들이 입은 손실 사이에 직접적인 인과관계가 있다"[19]고 판단하였다는 점에 주목하였다. 중재판정부는 추가로 다음과 같이 적시하였다:

> 본 중재절차에서 중재판정부가 한국 법원의 판단보다 우선할 어떠한 증거도 없다. 피청구국은 전문위원회 위원인 조영길의 증언을 인용하면서, 전문위원회 위원들이 본건 합병에 반대 표결을 했을 것임이 입증되지 않는다고 주장하지만, 조영길이 자신의 증인진술서에서 해당 안건이 전문위원회에 부의되었다면 자신이 본건 합병에 찬성 투표하였을 것이라는 사실(또는 그가 결정하지 않았으므로 실제로 반대하였을 것임)을 진술하지 않았음을 인정한다.[20]

84. 법률상 인과관계에 관하여, 중재판정부는 다음과 같이 판단하였다:

---

17 판정문 제 813-14 항(원문상의 강조표시).

18 판정문 제 815 항.

19 판정문 제 819 항.

20 판정문 제 820 항.

> 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속될 수 있으므로, 청구인이 주장하는 손실 및 손해는 피청구국의 행위의 직접적 결과이며, 따라서 피청구국과 상당인과관계가 있다고 판단한다. 국민연금의 표결과 청구된 손실 및 손해 사이의 인과관계를 단절시킬 수 있는 개입 행위에 대한 증거는 중재판정부에게 제출되지 않았다.[21]

85. 중재판정부는 인과관계가 없었다거나 "전문위원회가 본건 합병을 거부*할 수 있었기 때문*에 이와 같은 인과관계는 단절되었다는 피청구국의 주장이나, 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였다고 하더라도 2.7%가 넘는 주식을 보유한 주주들이 본건 합병에 반대 투표하여 본건 합병의 승인을 *저지할 수 있었을 것*이라는 주장"에 동의하지 않는 이유를 다음과 같이 설시하였다:

> 인과관계 사슬은 잠재적 사건에 의해 중단되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 중단될 수 있다. 피청구국이 인용한 잠재적 사건 중 어느 것도 실제로 발생하지 않았으므로, 인과관계를 단절시킬 수 없었다.[22]

86. 따라서, 중재판정부는 "본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 청구인이 주장하는 피해를 야기하였다"고 판단하였다.[23]

87. 청구인의 손해액에 관하여, 중재판정부는 "청구인의 손실에 대한 적절한 가치평가 방법이 시장 가격이라는 결론을 내리며, 이는 가치평가일인 2015 년 7 월 16 일 삼성물산 주가와 청구인이 이후에 지분을 처분한 가격 사이의 차액으로 계량화될 수 있다"[24] 고 판단하였으며, 그 근거로 "본건 합병의 승인으로 인하여 청구인의 삼성물산 투자의 가치 하락을 실제로 '고착화'하거나 실현하였을 것이므로, 이는 피청구국의 위반으로 인해 청구인이 입게 된 손해"[25]라는 점을 들었다.

88. 이를 근거로, 중재판정부는 피청구국의 협정 위반으로 인한 청구인의 투자 가치 손실이 62,206,067,478 원이라는 결론을 내렸다.[26] 이에 중재판정부는 피청구국이 손해의 배상으로서 그에 상응하는 48,490,438.00 달러를 2015 년 7 월 16 일부터 연 복리 5 퍼센트의

---

21 판정문 제 821 항.

22 판정문 제 822 항(원문상의 강조표시).

23 판정문 제 823 항.

24 판정문 제 932 항.

25 판정문 제 933 항.

26 판정문 제 948 항, 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정(2023 년 9 월 1 일) 제 65(a)(11)항에 의해 정정됨.

이율로 계산한 판정 전 이자와 동일한 이율로 계산한 판정 후 이자를 청구인에게 지급할 것을 명하였다.[27]

89. 비용에 관하여, 중재판정부는 당사자들이 각자 자신의 중재비용을 부담하고 청구인은 피청구국에 법률 비용 3,457,479.87 달러를 지급하며 피청구국은 청구인에게 법률 비용 28,903,188.90 달러를 지급하되, 두 경우 모두 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자를 지급할 것을 명하였다.[28]

B. 취소 판결 및 환송 쟁점

90. 항소법원이 관할권 이의 신청의 당부에 관한 판단을 위하여 사건을 환송함에 따라, 고등법원은 2026 년 2 월 23 일 피청구국의 취소신청을 일부 인용하여 취소 판결을 선고하였다.[29] 고등법원은 취소 판결에서 다음과 같은 구제 조치를 명하였다:

> i) 국민연금공단이 국가 기관이라고 판단하고, 이를 근거로 국민연금공단의 행위가 협정 제 11.5 조를 위반했다고 판단한 부분에 한하여 중재판정을 취소한다.
>
> ii) 청와대 조치가 협정 위반 행위를 구성한다고 인정된 사안에 대한 인과관계 쟁점과 구제 조치에 관한 부분은 예비적으로 중재판정부로 환송한다.[30]

91. 이 결정에 도달함에 있어, 고등법원은 다음과 같이 설시하였다:

> EALP 는 청와대 조치로 인해 구성된 위반 행위가, 국민연금의 행위가 한국에 귀속되는지 여부와는 별개로, 손해배상 판정이 선고된 손실을 야기하였다는 중재판정부의 판단에 상당한다고 주장하는 다수의 판정문 대목을 언급하였다. 판정문을 공정하게 해석해 본 결과, 본 법원은 실제로 중재판정부가 그러한 판단을 내렸다는 명확한 확신을 얻지 못하였다[.]
>
> …
>
> 국민연금의 행위가 한국의 행위로 인정된다는 사실을 명시적으로 참조하고 인용한 제[814]항과 제[821]항의 판단을 감안할 때 판정문에 중재판정부의 판단에 대한 EALP 의 해석을 뒷받침하는 대목들이 존재한다는 점은 인정하나, 판정문을 공정하게 해석할 때, 설령 국민연금공단의 행위가 한국에 귀속되지 않는다 하더라도 중재판정부가 청와대 조치만으로 인해 구성된 위반 행위에 관하여 법적 및 사실적 인과관계가 성립한다는 판단을 내렸다고 결론지을 수 있다고는 생각하지 않는다. 본 법원에서 다루는 주장의 성격상 반드시 본 절의 모든 항을 취소하는 결정이 요구되는 것은 아니었다.
>
> …

---

27 판정문 제 995(b)항, 제 995(f)항, 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정(2023 년 9 월 1 일) 제 65(a)(12)항에 의해 정정됨.

28 판정문 제 995(f)항, 제 995(g)항.

29 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2026] EWHC 368 (Comm) (**CLA-222**).

30 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 266 항 (**CLA-222**).

> 이러한 이유에서, 한국의 제 67 조 이의 신청은 위에 명시된 범위 내에서 인용된다. 본 법원은 부득이 이 결론에 도달하였다. 가장 중요한 이유는 EALP 가 중재에서 국민연금의 행위가 그 자체로서 당사국이 채택하거나 유지하는 조치를 구성하였다는 사실에 의존할 필요가 없는 상황에서 협정 제 11.1 조 제 3 항을 인용하여 주장을 제기하였을 뿐만 아니라 (본 법원이 중재판정부에 관할권이 있었던 것으로 판단한) 청와대 조치에 관한 주장만으로도 *메이슨* 청구인들과 마찬가지로 동일한 구제를 받을 가능성이 충분하기 때문이다.[31]

92. 고등법원은 다음 사항을 확인함으로써 환송 명령의 결론에 효력을 부여하였다:

> (a) 대한민국 국민연금공단의 행위는 협정 제 11.1 조가 의미하는 범위 내에서 "당사국이 채택하거나 유지하는 조치"를 구성하지 않는다.
>
> (b) 중재판정부는 국민연금공단의 행위가 한국이 채택하거나 유지하는 조치를 구성하였다고 판단할 수 있는 실체적 관할권이 없다.[32]

93. 환송 명령에서, 고등법원은 다음 쟁점을 중재판정부로 환송하였다:

> "청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?"[33]

94. 한국의 취소 신청을 일부 인용한 판결로 인해 발생한 쟁점들에 관한 판단을 적시한 후속 쟁점에 관한 결정에서, 고등법원은 "판정문에서 관할권 없이 내려진 것으로 판단되는 특정 판단 또는 그러한 판단에 따른 특정 판단을 취소하여야 하는 것으로 인정되었다"고 판시하였다. 고등법원에 따르면, 이로 인해 "국민연금의 행위가 '당사국이 채택하거나 유지하는 조치'를 구성하였다는 판단 및 그러한 결론을 전제로 하거나 그와 불가분하게 결합된 판단을 취소하는 것이 요구되었다". [34] 고등법원은 그 대상이 되는 항들을 구체적으로 명시하여야 한다는 결정을 내렸으며, 후속 쟁점에 관한 결정 제 5 항에 해당 항들이 그 이유와 함께 열거되어 있다. 이와 관련하여, 고등법원은 원 판정문에서 인과관계에 관한 항에 대해 다음과 같이 판단하였다:

---

31 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 264-65 항, 제 268 항 (**CLA-222**).

32 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 1 항 (**CLA-226**).

33 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 3 항 (**CLA-226**).

34 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 4 항 (**CLA-226**)

> 본 법원은 인과관계 절에 포함된 모든 항을 취소할 필요가 있다고 보지 않는다. 중재판정부는 (청와대, 보건복지부, 문형표 장관의 위반 행위를 판단할 수 있는 관할권을 보유하였므로) 인과관계 기준이 무엇을 요구하는지에 대한 판단을 내릴 수 있는 관할권을 보유하였다. 실제로 발생하는 것으로 인정됨에도 불구하고 적절하게 다뤄지지 않은 쟁점들에 대한 결정을 내릴 수 있는 중재판정부의 권한은, 그러한 판단이 중재판정부로 환송된 인과관계 쟁점과 무관하거나 해당 맥락에서 발생하는 쟁점을 모두 다루지 않는 것으로 판명된 범위 내에서, 배제되지 않는다.[35]

95. 중재판정부로 환송할 쟁점을 결정하는 과정에서, 고등법원은 환송 명령에 채택된 문언에 환송 쟁점이 적절하게 반영된 것으로 판단하였으나 "중재판정부가 결정할 쟁점을 미리 예단하지는 않는다"고 적시하였다.[36] 고등법원은 이와 관련하여 "환송의 범위가 판결에 의해 취소되지 않은 판단에 영향을 미치거나 대한민국이 이를 다시 다툴 수 있도록 허용하는 것은 아니다"라고 판시하였다.[37]

C. 추가 판결문

96. 절차명령 제 23 호를 통해, 중재판정부는 한국 법원의 추가 판결문 5 건을 증거로 채택하였다. 추가 판결문은 다음 2 건의 소송절차와 관련이 있다:

(a) 일부 삼성물산 주주들이 본건 합병으로 인해 발생하였다고 주장하는 손실에 대한 손해배상을 요구하면서 피청구국을 상대로 제기한 민사소송절차: (i) 사건번호 2020 가합 600079 에 대한 서울중앙지방법원의 2022 년 11 월 25 일자 판결문(**R-389**), (ii) 사건번호 2023 나 2000796 에 대한 서울고등법원의 2026 년 2 월 12 일자 판결문(**R-390**)(통칭하여 이하 "**주주 청구 관련 판결문**")

(b) 삼성물산 주가 및 본건 합병 조건 조작 관련 혐의를 포함하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반 혐의로 이재용 및 기타 관계자들을 상대로 제기된 형사소송절차: (i) 사건번호 2020 고합 718, 920(병합)에 대한 서울중앙지방법원의 2024 년 2 월 5 일자 판결(**R-391**), (ii) 사건번호 2024 노 635 에 대한 서울고등법원의 2025 년 2 월 3 일자 판결(**R-392**), (iii) 사건번호 2025 도 2805 에 대한 대한민국 대법원의 2025 년 7 월 17 일자 판결(**R-393**)(통칭하여 이하 "**이재용 부당합병 관련 판결문**")

---

35 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, CL-2023-000395, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(l)항 (**CLA-227**).

36 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, CL-2023-000395, 2026 년 3 월 18 일, 제 6 항 (**CLA-227**).

37 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, CL-2023-000395, 2026 년 3 월 18 일, 제 7 항 (**CLA-227**).

97. 당사자들은 (i) 추가 판결문의 판결 취지, 그리고 (ii) 만약 추가 판결문에 증거력을 부여한다면 어느 수준이어야 하는지에 대해 견해를 달리한다. 이러한 의견차는 관련성이 있는 경우 이하에서 적절한 맥락으로 다룬다.

1. 주주 청구 관련 판결문

98. 주주 청구 소송절차는 본건 합병 이전에 존속하였던 삼성물산의 전 주주 72 명이 한국 정부를 상대로 제기한 손해배상 청구와 관련되었다. 원고들은 공무원 신분인 문형표 장관의 직권남용으로 인해 국민연금이 본건 합병을 승인하여 주주들에게 불이익을 초래하였다고 주장하였다. 국민연금은 민사소송법 제 71 조에 따른 보조참가 규정에 의거하여 2 건의 소송 모두에서 피고를 도왔다.[38]

99. 1 심 법원은 원고들의 주위적 청구와 예비적 청구를 기각하면서 공무원의 직권남용과 원고들의 손해 사이에 상당인과관계가 성립하지 않는다고 판단하였다. 특히, 법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위가 국민연금 투자위원회(이하 "**투자위원회**")의 의사결정을 결정지은 것으로 단정할 수 없다고 판단하였다.[39] 이에 1 심 공동원고 중 14 명이 항소하였다. 서울고등법원은 2026 년 2 월 12 일에 해당 항소를 기각하였다. 추가로 상고가 제기되지 않았으며 판결이 확정되었다.[40]

2. 이재용 부당합병 관련 판결문

100. 이재용 부당합병 소송절차는 14 명의 피고인을 대상으로 (i) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 위반 및 업무상 배임, (ii) 주식회사의 외부감사에 관한 법률 위반, (iii) 위증 혐의에 대해 24 개 공소사실을 다룬 형사 재판이었다. 피고인들은 이재용과 삼성그룹 미래전략실, 삼성물산, 삼성바이오로직스, 삼성바이오에피스 관계자 외에 회계법인 1 곳과 소속 직원 2 명으로 구성되었다. 한국 정부 공무원은 피고인들에 포함되지 않았다.

101. 1 심 법원은 피고인 전원에게 모든 공소사실에 대해 무죄를 선고하였다. 검찰은 무죄 판결에 불복하여 항소하였으나 서울고등법원은 항소를 전부 기각하였다. 검찰은

---

38 추가 판결문에 대한 별첨, 제 2 절(주주 청구 관련 판결문); 서울중앙지방법원, 2020 가합 600079 판결, 2022 년 11 월 25 일 (**R-389**).

39 추가 판결문에 대한 별첨, 제 2 절(주주 청구 관련 판결문); 서울중앙지방법원, 2020 가합 600079 판결, 2022 년 11 월 25 일 (**R-389**).

40 서울고등법원, 사건번호 2023 나 2000796, 2026 년 2 월 12 일 (**R-390**).

대법원에 상고하였으나, 대법원 역시 상고를 전부 기각하여 피고인 전원의 무죄가 확정되었다.[41]

IV. 청구취지

102. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면에서, 청구인은 다음과 같이 요청한다:

> 위와 같은 이유에 따라, 엘리엇은 중재판정부가 다음과 같이 판단할 것을 신청합니다:
>
> a. 대한민국에게, 대한민국의 위반행위에 의해 발생한 엘리엇의 손해액 미화 48,490,438.00 달러를 엘리엇에게 배상할 것을 명한다.
>
> b. 대한민국에게, 위(a)항의 금액에 대하여 2015 년 7 월 16 일부터 본 추가 중재판정일까지 연 복리 5%의 이율로 계산한 중재판정 전 이자를, 엘리엇이 2015 년 9 월 17 일부터 25 일까지 및 2016 년 3 월 18 일부터 2022 년 5 월 12 일까지 회수한 금액을 감안하여, 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> c. 대한민국에게, 본 중재판정일로부터 위 (a)항의 금액을 전액 지급하는 날까지 연 복리 5%의 이율로 계산한 판정 후 이자를 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> d. 대한민국에게, 원 중재절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 법률비용을 미화 28,903,188.90 달러 이상의 금액으로, 연 복리 5%의 이율로 계산한 이자와 함께 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> e. 대한민국에게, 본 환송절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 법률비용을 추후 산정될 금액으로, 연 복리 5%의 이율로 계산한 이자와 함께 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> f. 대한민국에게, 영국 법원에서의 취소절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 비용을 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> g. 당사자들은 원 중재절차와 관련하여 각자 자신의 중재비용을 부담한다. 및
>
> h. 대한민국에게 본 환송절차의 비용을 부담할 것을 명한다.
>
> 그 밖의 모든 청구 및 신청취지는 기각한다.[42]

103. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면과 재반박서면에서, 청구인은 다음과 같이 요청한다:

> a. 대한민국에게, 대한민국의 위반행위에 의해 발생한 엘리엇의 손해액 미화 48,490,438.00 달러를 엘리엇에게 배상할 것을 명한다.
>
> b. 대한민국에게, 771,026,741,100 원에 대하여 2015 년 7 월 16 일부터 본 추가 중재판정일까지 연 복리 5%의 이율로 계산한 중재판정 전 이자를, 엘리엇이 2015 년 9 월 17 일부터 25 일까지 및 2016 년 3 월 18 일부터 2022 년 5 월 12 일까지 회수한 금액을 감안하여, 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.
>
> c. 대한민국에게, 본 중재판정일로부터 위 (a) 및 (b)항의 금액을 전액 지급하는 날까지 연 복리 5%의 이율로 계산한 판정 후 이자를 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.

---

41 서울고등법원, 사건번호 2024 노 635, 2025 년 2 월 3 일 (**R-392**); 대법원, 사건번호 2025 도 2805, 2025 년 7 월 17 일 (**R-393**).

42 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 82 항.

d. 대한민국에게, 원 중재절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 법률비용을 미화 28,903,188.90 달러 이상의 금액으로, 연 복리 5%의 이율로 계산한 이자와 함께 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.

e. 대한민국에게, 본 환송절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 법률비용을 추후 산정될 금액으로, 연 복리 5%의 이율로 계산한 이자와 함께 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.

f. 대한민국에게, 영국 법원에서의 취소절차와 관련하여 엘리엇이 부담한 비용을 엘리엇에게 지급할 것을 명한다.

g. 당사자들은 원 중재절차와 관련하여 각자 자신의 중재비용을 부담한다. 그리고

h. 대한민국에게 본 환송절차의 비용을 부담할 것을 명한다.

그 밖의 모든 청구 및 신청취지는 기각한다.[43]

104. 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면과 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면 및 반박 서면에서, 피청구국은 다음과 같이 요청한다:

> 본 서면에 명시된 사유에 따라, 대한민국은 중재판정부에 다음과 같이 정중히 요청합니다:
>
> a. 청구인이 인과관계를 입증할 책임을 다하지 못했으므로 어떠한 보상도 받을 자격이 없음을 선언할 것.
>
> b. 만약 중재판정부가 청구인에게 보상 권리가 있다고 판단할 경우, “기회 상실” 구조를 사용하여 관련 보상액을 결정할 것.
>
> c. 청구인에게 중재판정일로부터 30 일 후부터 연 5%의 복리로 계산된 이자를 포함하여, 중재 절차에서 대한민국이 거둔 상대적 승소에 상응하는 대한민국의 소송비용을 지급하도록 명하고,
>
> d. 청구인의 1 차 준비서면 제 82 항에 기재된 청구인 측의 모든 구제 요청을 기각하고,
>
> e. 중재판정부가 공정하고 적절하다고 판단하는 추가 구제 조치를 대한민국에 부여할 것.[44]

V. 미결된 절차적 쟁점

105. 위의 제 2 절에 요약된 바와 같이, 당사자들은 본 환송 절차가 진행되는 동안 기존에 채택된 서증들에 대해 다수의 추가 번역본을 제출하였다. 중재판정부의 요청에 따라, 해당 서증들은 각 서증별로 추가되거나 수정된 부분을 표시하여 2026 년 8 월 18 일에 재제출되었다. 위에서 언급한 바와 같이, 추가 번역본에 대하여는 당사자들 간에 합의가 이루어졌으나, 청구인은 C-69, C-79, C-286, C-781, R-20 서증과 관련하여 피청구국이 제출한 5 건의 수정 번역본에는 동의하지 않는다.

---

43 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 141 항; 청구인의 재반박서면, 제 87 항.

44 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 213 항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 134 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 80 항.

106. 중재판정부는 본 환송 절차에도 계속해서 적용되는 절차명령 제 1 호 제 2 절에 번역에 관한 구체적인 규칙이 명시되어 있음을 상기한다. 특히, 제 2.1 항은 다음과 같이 규정하고 있다:

> 당사자 일방이 임명조건서 제 8 항에 의거하여 영어 및/또는 한국어 번역본을 첨부하여 서류를 제출할 것을 요구받는 경우, 비공식 번역본은 상대방이 이의를 제기하지 않는 한 정확한 것으로 인정된다. 당사자 일방이 번역본의 정확성에 이의를 제기하는 경우에는 당사자들이 해당 번역본에 대해 (필요한 경우 공증 번역본의 제출 등을 통해) 합의에 도달하려고 시도하여야 한다. 합의에 도달하지 못한 경우, 중재판정부가 결정을 내리며 이 경우 공증 번역인을 지정할 수 있다.

107. 중재판정부는 당사자들이 피청구국의 수정 번역본에 대해 합의에 도달하지 못하였으며 피청구국이 공증 번역본을 제출하지 않았다는 점에 주목한다. 또한, 중재판정부는 관련 서증(C-69, C-79, C-286, C-781, R-20 서증) 전부가 원 중재절차가 진행되는 과정에서 제출되었으며 당시에는 어느 당사자도 번역본에 이의를 제기하지 않았다는 점을 상기한다. 상황이 이러하므로 중재판정부는 본 환송 절차에서 수정된(그리고 이의가 제기된) 번역본에 의존할 수 없다.

108. 어떠한 경우가 되었건 간에 중재판정부는 수정 번역본(및 그와 관련된 당사자들의 서면)을 면밀하게 검토하였으며 수정 번역본이 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서 중재판정부가 내린 판단에는 영향을 미치지 않는 것으로 판단한다. 중재판정부는 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서 중재판정부가 피청구국이 번역본의 수정을 제안한 서증의 한 대목을 신뢰한 1 건의 사례를 아래 각주 372 에 명시하였다.

VI. 환송 쟁점의 범위

A. 당사자들의 입장

1. 청구인의 입장

109. 청구인은 고등법원이 단일하고 협소한 인과관계 쟁점, 즉 청와대와 보건복지부에 의한 협정 위반이 청구인의 손실을 야기하였는지 여부만을 중재판정부로 환송하였다고 주장한다.[45] 또한, 청구인은 중재지법상 환송의 범위가 "해당 명령의 배경에 비추어 [법원의] 명령을 기준으로 해석되어야" 한다고 주장한다.[46] 청구인에 따르면, 배경에

---

45 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 13 항, 제 55 항, 제 62 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 25 항.

46 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 7 항, *Glencore International AG v. Beogradska Plovidba* [1996] 2 Lloyd's Rep 311 (**CLA-217**), 316 면 *인용*; *Sans Souci Ltd v. VRL Services Ltd* [2012] UKPC 6 (**CLA-229**), 제 12-13 항, 제 15 항*도 참조*.

비추어 해석하면, 중재판정부는 환송과 관련하여 "중재판정에서 이미 판단한 내용을 검토하고 명확히 하면 족"하다.[47]

110. 청구인에 따르면, 중재판정에서 구체적으로 지정된 항과 문장만이 취소되었다는 점을 감안할 때, 인과관계에 관한 다음 사실인정이 존속되며 영국 법률상 피청구국을 구속한다: (i) 피청구국은 국민연금의 표결에 개입하였다;[48] (ii) 국민연금은 투자위원회가 투표를 하도록 하였다;[49] (iii) 국민연금은 본건 합병의 표결에 있어서 독립적으로 행위하지 않았다;[50] (iv) 국민연금은 본건 합병에서 사실상의 캐스팅보트를 가지고 있었다;[51] (v) 실제로 피청구국은 청구인의 투자가 개입으로 인해 악영향을 받을 것을 예견하였다.[52] 청구인은 환송 명령의 "관련 배경"을 구성하면서 존속되는 위의 판단이 환송 쟁점을 제한적인 법률상 쟁점으로 규정한다고 주장한다.[53]

111. 따라서, 청구인의 주장에 따르면, 환송 쟁점은 법적 인과관계로 한정된다.[54] 중재판정부에 제기된 유일한 쟁점은 "지극히 좁고 명료하며, 대체로 기존 판단을 확인"하는 것이며 다시 말해서 "국민연금을 국가 기관으로 볼 수 없다는 영국 고등법원의 판단이, 인과관계의 법적 요건, 다시 말해 예견 가능성/근접성이 충족된다는 중재판정부의 판단을 변경시키는지 여부"이다.[55]

112. 청구인은 중재판정부의 사실인정이 계속해서 적용되며 고등법원이 원 판정 전체와 인과관계에 관한 절 전체를 취소하려는 피청구국의 시도를 배척하였다고 주장한다.[56] 청구인에 따르면, 고등법원이 국민연금의 귀속 여부를 확정할 수 없다고 판단한 것은 사실이지만 귀속 쟁점이 중재판정의 다른 부분들과 불가분하게 얽혀 있는 바 중재판정

---

47 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 2 항.

48 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 3(a)항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 23 항, 판정문 제 602 항 *참조*.

49 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 3(b)항, 판정문 제 602(b)항 *참조*.

50 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 3(c)항, 판정문 제 623 항 *참조*.

51 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 3(d)항, 판정문 제 817 항 *참조*.

52 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 3(e)항, 판정문 제 360 항 *참조*.

53 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 62-63 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 25 항; 심리 속기록, 1 일차, 23:24-24:5 면.

54 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 11 항.

55 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 10 항, 63 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 15 항.

56 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 49 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 16 항.

전체가 취소되어야 한다는 피청구국의 주장은 받아들이지 않았다.[57] 귀속에 관한 판단은 청와대와 보건복지부에 의한 협정 위반에 관한 판단과 보건복지부가 국민연금에 대하여 행사한 통제와 강요의 정도에는 영향을 미치지 않았다.[58]

113. 중재판정부의 역할과 관련하여, 청구인은 중재판정부가 판단을 명확히 함에 있어서 인과관계에 관한 별도의 독립적인 판단을 내릴 필요가 없다고 주장한다.[59] 청구인에 따르면, 고등법원은 피청구국의 이의 제기에도 불구하고, 중재판정부가 환송 쟁점에 관해 "아무런" 판단도 하지 않은 것으로 판단하지 않았다. 오히려 고등법원은 "판정문에 중재판정부의 판단에 대한 EALP 의 해석을 뒷받침하는 대목들이 존재"하며 청와대와 보건복지부의 조치로 인해 구성된 위반 행위로 인해 실제로 청구인의 손실이 발생하였다고 판단하였다.[60] 청구인은 고등법원이 쟁점을 환송한 유일한 이유가 중재판정부의 판단이 충분히 명확하게 판시되지 않았기 때문이라고 주장한다.[61] 청구인은 환송 명령이 중재판정부의 기존 판단을 완전히 명확히 할 것을 지시하는 시정적인 성격을 갖는 것으로 해석한다.[62]

114. 이와 관련하여, 청구인은 고등법원이 인과관계 판단 기준에 관한 중재판정부의 판단이 중재판정 일부 취소 후에도 존속된다는 점, 그리고 인과관계 판단 기준에 관한 추가적인 판단이 요구될 수도 있으나 해당 판단이 취소된 경우를 제외하고 그러한 보충적 판단이 중재판정부의 기존 판단을 대체할 수 없다는 점을 인정하였다고 주장한다.[63] 고등법원이 사실적 인과관계 및 법적 인과관계에 관한 법적 판단 기준에 관한 중재판정부의 판단, 그리고 인과관계 고리에 관한 사실인정을 그대로 수용하였다는 점에서, 청구인은 구속력이 있는 해당 판단을 현 시점에서 중재판정부가 재심리할 수 없다고 주장한다.[64] 청구인은 고등법원이 중재판정부가 기존에 가정적(but-for) 인과관계 분석이나 기회 상실

---

57 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 49 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 152 항 (**CLA-222**) *참조.*

58 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 50 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 16 항.

59 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 55 항.

60 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 56 항.

61 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 55 항.

62 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 57 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 18-19 항.

63 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 17 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, CL-2023-000395, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(l)항 (**CLA-227**) *참조.*

64 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 51-52 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(1)(ii)항 (**CLA-227**). 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 3 항, 제 16 항, 제 21 항*도 참조.*

법리를 고려하지 않았음을 시사하였다는 해석을 배척한다.[65] 청구인은 중재 초기 단계에서부터 정부 개입으로 인한 영향을 주장하였고 이를 입증하였으며, 청구인이 인과관계를 입증하기 위해서는 "발생할 수도 있었던 사건"의 불확실성을 배제하여야 한다는 주장을 중재판정부가 검토하고 이를 배척하였다고 주장한다.[66]

115. 청구인은 고등법원이 해당 결론에 "부득이"하게 도달하였으며 "청와대 조치에 관한 주장만으로도 동일한 구제를 받을 가능성이 충분"하다고 판시하였다는 점을 추가로 지적한다.[67] 청구인에 따르면, 이 사실은 고등법원이 "중재판정부가 결국 엘리엇에게 기존 절차에서 청구한 것과 완전히 동일한 손해배상을 인정할 가능성이 있음을 고려"하였음을 시사한다.[68] 영국 법률에 따라, 중재판정부는 원 중재절차에서 "중재인들에게 제출된 증거에 기초"하여 "변론과 주장에 의해 이미 정의된 중재의 배경에 비추어" 환송 쟁점에 대해 "항소절차 과정에서 새로 생겨났을 수 있는 사건을 제기하도록 하는 것이 아니라 이미 제기되었던 사건을 중재판정부가 다시 판단할 수 있도록" 할 것을 요구받는다.[69]

116. 청구인은 취소 판결 제 265 항에 근거하여 중재판정부가 인과관계를 "새로이" 심리할 권한을 갖는다는 피청구국의 주장에 이의를 제기한다.[70] 청구인에 따르면, 제 265 항은 중재법 제 67 조에 근거하여 법원이 관할권에 관한 상이한 판단에 도달하였음에도 불구하고 중재판정을 취소하지 않을 수 있는 재량에 한하여 관련이 있으며, 이 재량은 "해당 판단이 중재판정의 결론에 영향을 미치지 않았을 것이라는 점이 명백한 경우"로 제한된다.[71] 청구인은 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여 *Integral Petroleum SA v. Melars Group Ltd* 판결을 원용하는바, 위 판결은 그러한 재량이 명백한 사안에 한하여 인정된다는

---

65 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 18 항.

66 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 19 항. 판정문, 제 724-823 항, 제 822 항 *참조.*

67 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 58 항.

68 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 5 항, 제 58 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 268 항 (**CLA-222**) *인용.*

69 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 64-65 항. *Hussmann (Europe) Limited v. Ahmed Pharaon* [2003] 1 All ER (Comm) 879, 제 79-83 항 (**CLA-218**); *Alegrow S.A. v. Yayla Agro Gida San Ve Nak A.S.* [2020] EWHC 1845 (Comm), 제 76 항 (**CLA-214**); V*an Der Giessen-De-Noord Shipbuilding Division B.V. v. Imtech Marine & Offshore B.V.* [2008] EWHC 2904 (Comm), 제 113 항(**CLA-230**)*도 참조.*

70 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 16 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 265 항 (**CLA-222**) *인용.* 심리 속기록, 1 일차, 16:22-17:6, 55:5-11 면*도 참조.*

71 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 19 항.

점을 확인하였다.[72] 청구인에 따르면, 귀속에 관하여 달리 판단하였더라도 중재판정부의 인과관계 분석이 달라지지 아니하였을 것이라는 징표가 있기는 하였으나, 중재판정부 스스로 원 판정문 제 814 항에서 국민연금공단의 행위가 피청구국에 귀속되는 이상 청와대 조치와 보건복지부가 손해의 유일한 원인이라고 판단할 필요는 없다고 밝혔으므로, 이 사건에서는 그 기준이 충족되지 않았다.[73] 따라서 고등법원은 기존의 인과관계 판단이 그대로 유지되는지 여부의 판단을 중재판정부에 맡겼다.[74]

117. 청구인은 국민연금이 사실상 보건복지부의 기구로서 기능하였다는 판단이 국민연금이 사실상 국가 기관으로서의 법적 지위를 갖는다는 판단과는 무관하다는 점을 강조한다.[75] 따라서 해당 판단은 취소 결정 이후에도 존속되며 계속해서 확정적인 결정으로 유지된다.[76] 청구인의 견해에 따르면, 피청구국은 허용되지 않는 방식으로 환송 쟁점을 환송 명령의 범위를 넘어 확장하려고 시도하고 있으며, 고등법원은 환송 명령이 "판결에 의해 취소되지 않은 판단에 영향을 미치거나 대한민국이 이를 다시 다툴 수 있도록 허용하는 것은 아니다"라고 명시한 바 있다.[77]

118. 마지막으로, 청구인은 청구인이 원 판정문 제 602 항과 제 623 항을 원용하는 것이 "허용되지 않는다"는 피청구국의 주장에 이의를 제기한다.[78] 청구인에 따르면, 취소 판결의 제 264 항은 관련 항들이 "표면상으로는" 반사실적 질문에 관련된 입증책임을 배분하여 적용하는 것이 아니라고 판시하고 있을 뿐이며 제 265 항은 중재판정부의 판단에 대한 청구인의 해석을 뒷받침한다는 점을 인정하고 있다.[79] 따라서, 청구인의 주장에

---

72 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 18-19 항, *Integral Petroleum SA v. Melars Group Ltd* [2015] EWHC 1893 (Comm), 제 26-27 항 (**CLA-239**) *인용*.

73 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 19 항, *Integral Petroleum SA v. Melars Group Ltd* [2015] EWHC 1893 (Comm), 제 26-27 항 (**CLA-239**) *인용*.

74 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 21 ㅎ항; 심리 속기록, 2 일차, 23:24-24:5 면; 환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면, 제 24(iii)항.

75 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 23-24 항.

76 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 11 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 22 항.

77 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 14 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 7 항 (**CLA-227**) *인용*.

78 청구인의 재반박서면, 제 24 항.

79 환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면, 제 24 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 264-65 항 (**CLA-222**) *인용*.

따르면, 그러한 판단이 갖는 인과관계상의 의미를 설명하는 것은 중재법 제 67 조에 따른 관할권을 행사하는 법원이 아니라 중재판정부의 몫이다.[80]

2. 피청구국의 입장

119. 피청구국은 청구인의 입장이 "근본적으로 잘못"되었으며 취소 판결과 환송 명령 및 그에 따른 후속 쟁점에 관한 결정과 "부합하지 않는다"고 주장한다.[81] 특히, 피청구국은 (i) 환송 쟁점에서 사실적 인과관계가 제외된다는 점, (ii) 법적 인과관계 쟁점이 청구인이 설정한 질문에 한정된다는 점, (iii) 본 환송 절차에서는 손실이나 손해 또는 구제에 관한쟁점이 발생하지 아니한다는 점에 관한 청구인의 주장에 이의를 제기한다.[82]

120. 피청구국은 청구인의 입장이 취소 판결의 제 265 항 및 제 266 항과 부합하지 않는다고 주장한다.[83] 고등법원은 제 265 항에서 "판정문을 공정하게 해석할 때, 설령 국민연금의 행위가 한국에 귀속되지 않는다 하더라도 법적 및 사실적 인과관계가 성립한다는 판단을 내렸다고 결론지을 수 있다"고는 생각하지 않는다"고 판단하였다.[84] 이어 고등법원은 제 266 항에서 "청와대 조치가 협정 위반 행위를 구성한다고 인정된 사안에 대한 인과관계 쟁점과 구제 조치에 관한 부분은 예비적으로 중재판정부로 환송한다"고 판시하였다.[85] 피청구국은 해당 대목을 종합적으로 해석해 보면 고등법원이 환송 범위에 법적 인과관계와 사실적 인과관계가 포함되는 것으로 이해하였음을 알 수 있으며, 국민연금 귀속 쟁점에 관한 상이한 결정이 중재판정부의 판단에 영향을 미치지 않았을 것이라는 청구인의 주장을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.[86]

---

80 환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면, 제 24 항. *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일*, 제 5(c)항 (**CLA-227**) *참조*.

81 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 21 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박서면, 제 6 항.

82 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 22 항.

83 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 24-25 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 265-66 항 (**CLA-222**) *인용*.

84 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 24 항, 제 26 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 265 항 (**CLA-222**) *인용*. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 19 항*도 참조*.

85 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 25-26 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 266 항 (**CLA-222**) *인용*.

86 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 20-21 항, 제 26 항.

121. 또한, 피청구국은 자신의 입장이 제 265 항에 대한 특정한 해석에 달려 있다는 일체의 주장을 배척한다:

(a) 피청구국의 주장은 해당 항에 의존하지 않으며 취소 판결과 함께 해석되는 환송 명령의 문언 자체에 근거한다;[87]

(b) 고등법원의 분석은 *Integral Petroleum* 원칙에 중점을 두지 않았다. 고등법원은 "분리 기준"을 적용하기로 결정하고 인과관계 및 손실에 관한 중재판정부의 판단이 "오염"되어 국민연금의 행위가 관할권을 초과하였다는 판단으로부터 분리될 수 없는지 여부를 고려한 후에 해당 판례를 부가적으로 언급하였을 뿐이다;[88] 그리고

(c) 어떠한 경우가 되었건 간에 설령 제 265 항이 *Integral Petroleum* 원칙에 근거를 두었다 하더라도 그것이 청구인에게 어떻게 도움이 되는지는 불분명하다.[89]

122. 피청구국의 입장은, 피청구국이 판단하기에, 중재판정부가 무엇을 결정하였고 무엇을 결정하지 아니하였는지에 초점을 맞추고 있다. 중재판정부는 국민연금이 사실상 국가기관으로서 그 행위가 대한민국에 귀속된다는 점을 인정한 바, 대통령, 보건복지부 장관 또는 보건복지부의 행위가 국민연금의 표결을 초래했는지 여부에 관해서는 (그럴 필요가 없다고 판단하여) 판단을 내리지 않았다. 그 대신에 중재판정부는 대한민국의 행위로서 그 자체가 협정 위반에 해당할 수 있는 국민연금의 표결이 합병을 초래하여 청구인에게 손해를 입혔는지 여부를 검토하였다.[90] 피청구국이 취소 소송에서 승소함에 따라 국민연금의 행위는 더 이상 한국에 귀속되지 않으므로 "인과관계 문제는 명백히 새롭게 제기"된다.[91]

123. 피청구국은 "본 중재판정부에 제기된 유일한 쟁점은 지극히 좁고 명료하며, 대체로 기존 판단을 확인하는 것"이라는 청구인의 주장이 고등법원이 사용한 표현 자체에 의해 배척된다고 주장한다.[92] 피청구국에 따르면, 고등법원이 "이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지"라는 광범위한 표현을 사용한 것은 고등법원이 의도한

87 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 19(a)항.

88 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 19(b)항; 심리 속기록, 2 일차, 19:11-16 면, 20:8-10 면.

89 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 19(c)항; 심리 속기록, 2 일차, 23:14-24:25 면.

90 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 28 항.

91 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 28 항.

92 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 16 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 6 항.

인과관계가 법적 인과관계를 넘어섬을 의미하며 환송 쟁점의 범위가 지극히 좁고 사실적 인과관계를 배제한다는 청구인의 주장과는 합치하지 않는다.[93]

124. 피청구국은 고등법원이 피청구국의 원 판정 취소 신청을 기각한 것은 이와는 무관하며 피청구국이 인과관계에 관한 절 전체를 취소해 줄 것을 요청한 것은 판정문의 일부만을 취소할 경우, 문맥상의 불일치를 초래하고 중재판정부의 업무를 복잡하게 만들 가능성을 우려하였기 때문이라고 주장한다.[94] 피청구국에 따르면, 고등법원이 피청구국의 요청을 기각한 사실은 청구인이 환송 쟁점을 좁게 해석하는 것과는 무관하며 그러한 주장을 뒷받침하지도 않는다.[95] 마찬가지로, 고등법원이 "국민연금이 국가 기관이 아니라는 점이 인정되면 중재판부의 위반 인정에 영향을 미친다"는 피청구국의 주장을 기각한 것은 이와 무관하다. 왜냐하면 고등법원의 그러한 판단은 "그 위반이 청구인에게 배상 가능한 손해를 초래했는지 여부"가 아니라 협정을 위반한 정도에 관한, 현 시점에서 이의가 제기되지 않은 쟁점에 관한 판단이기 때문이다.[96]

125. 더 나아가, 피청구국은 후속 쟁점에 관한 결정 제 5(l)항의 기능이 고등법원에 의해 취소되지 않은 중재판정부의 판단이 어떤 상태인지를 명확히 하는 것이라고 주장한다.[97] 피청구국은 고등법원이, 인과관계 쟁점의 초점이 바뀌었으므로, (i) 중재판정부의 기존 판단이 중재판정부에 환송된 인과관계 쟁점에 적절하지 않을 가능성, 또는 (ii) 그러한 판단이 환송된 인과관계 쟁점과 관련하여 발생하는 모든 쟁점을 다루고 있지 않을 가능성을 인정하였다고 주장한다.[98] 피청구국은 이 두 경우 모두 중재판정부가 이전에 적절하게 다뤄지지 않은 관련 쟁점들을 결정하는 것을 제한하지 않는다고 주장한다.[99] 그 예로서, 피청구국은 중재판정부가 판정문 제 814 항과 제 815 항에서 기회 상실 법리가 적용될 수 있는지 여부를 다루지 않았으며 중재판정부가 이후에 이 법리를 적용하는 것이

93 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 16-17 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 3 항 (**CLA-226**) *인용*.

94 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 37(a)항.

95 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 37(b)항; 심리 속기록, 2 일차, 14:13-16 면.

96 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 37(a)항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 260 항 (**CLA-222**) *인용*.

97 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 7(c)항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월\ 18 일, 제 5(l)항 (**CLA-227**) *참조*.

98 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 7(c)항.

99 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 7(c)항.

금지되지 않는다는 점을 지적한다.[100] 따라서 제 5(l)항은 환송 쟁점을 좁게 해석하여 중재판정부가 기존의 판단을 확인하는 것으로 족하다는 청구인의 주장과 배치된다.[101]

126. 피청구국은 잉글랜드 고등법원이 판정문의 제 602 항과 제 623 항에 인과관계에 관한 판단이 포함된 것으로 해석하려는 청구인의 시도를 기각하였다는 점을 지적한다. 고등법원은 해당 항들이 협정을 준수하는 가상의 "가정적" 시나리오하에서 국민연금이 어떻게 행위하였을지를 다루지 않고 있다고 판단하였다.[102] 피청구국은 고등법원이, "국민연금의 표결과 본건 합병 사이에 사실적 인과관계가 있는지 여부"에 관한 판정문 제 816 항 내지 제 821 항을 검토함에 있어, 판정문에 "청와대, 보건복지부 및 장관의 행위로 인해 성립된 것으로 인정된 위반 사항에서 비롯된 잠재적 인과관계와 관련된 주장"이 포함된 것으로 판단하였다고 주장한다.[103] 피청구국은 만약 고등법원이 중재판정부가 이미 사실적 인과관계에 관한 구속력 있는 판단을 내렸다고 판단하였다면 그러한 표현을 사용하지 않았을 것이라고 주장한다.[104] 그에 추가하여, 피청구국은 고등법원이 해당 항들에 가정적 인과관계에 관한 판단이 포함되어 있다는 청구인의 주장을 명시적으로 기각하고 "단지 국민연금이 무엇을 하였고 누구의 지시에 따라 행동하였는지에 관한 사실인정에 불과하다"고 판단하였으므로 청구인은 이미 기각된 동일한 주장을 중재판정부에 다시 제기할 수 없다고 주장한다.[105]

127. 마지막으로, 피청구국은 중재판정부의 역할이 단순히 청구인이 손실을 입었는지 여부를 명확히 하는 것을 넘어선다고 주장한다.[106] 피청구국에 따르면, 청구인은 청와대 조치가 국민연금 의결권 행사의 사실적 또는 법률적 원인이었다는 중재판정부의 판단을 단 하나도 특정하지 못하고 있으며 취소 판결의 어떠한 부분도 환송 절차의 목적이 단순히 기존 판단을 "명확히 하는" 것임을 시사하고 있지 않다.[107] 피청구국은 "부득이" 쟁점을

---

100 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 8 항.

101 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 9 항.

102 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 40 항; 심리 속기록, 2 일차, 22:22-23:1 면.

103 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 39(d)항; *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(1)(ii)항 (**CLA-227**) *인용*.

104 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 39(d)항.

105 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 6 항 및 각주 1, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 264 항 (**CLA-222**); *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 제 5(c)항 (**CLA-227**) 인용. 심리 속기록, 2 일차, 22:5-23:9 면*도 참조*.

106 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 41 항.

107 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 41 항.

환송하였으며 청구인이 동일한 구제를 받을 수 있을 "가능성이 충분"하다는 고등법원의 판단이 향후 도출된 가능성이 있는 결과를 예견한 것은 아니라고 주장한다.[108]

128. 결론적으로 피청구국은, 중재판정부가 인과관계 및 손해배상 쟁점을 새롭게 결정하여야 하며, 청와대 조치가 국민연금 의결권 행사의 사실적 또는 법적 원인이었는지 여부에 관한 판단이 부재한 이상 중재판정부가 이제 위 사안을 결정해야 한다고 주장한다.[109]

B. 중재판정부의 결정

129. 위의 제 III.B 절에 요약된 바와 같이, 고등법원은 후속 쟁점에 관한 결정과 환송 명령을 통해 다음 쟁점을 중재판정부로 환송하였다:

> 청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?[110]

130. 고등법원은 "취소되지 않은 판단에 영향을 미치거나 대한민국이 이를 다시 다툴 수 있도록 허용하는 것은 아니다"라고 부연하였다.[111]

131. 후속 쟁점에 관한 결정에서, 고등법원은 "적용 범위와 관련하여 향후 분쟁을 유발할 소지가 있는 일반적인 표현을 사용하는 것이 아니라 그 대상이 되는 항들을 구체적으로 명시하여야 한다"고 판시하였다.[112] 대상이 되는 항들은 후속 쟁점에 관한 결정 제 5 항에 명시되어 있다. 제 5(l)항의 전문에서, 고등법원은 다음과 같이 부연하였다:

> 본 법원은 인과관계 절에 포함된 모든 항을 취소할 필요가 있다고 보지 않는다. 중재판정부는 (청와대, 보건복지부, 문형표 장관의 위반 행위를 판단할 수 있는 관할권을 보유하였므로) 인과관계 기준이 무엇을 요구하는지에 대한 판단을 내릴 수 있는 관할권을 보유하였다. 실제로 발생하는 것으로 인정됨에도 불구하고 적절하게 다뤄지지 않은 쟁점들에 대한 결정을 내릴 수 있는 중재판정부의 권한은, 그러한 판단이 중재판정부로 환송된 인과관계 쟁점과 무관하거나 해당 맥락에서 발생하는 쟁점을 모두 다루지 않는 것으로 판명된 범위 내에서, 배제되지 않는다.[113]

---

108 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 41 항.

109 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 28 항, 제 41(c)-(d)항.

110 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 3 항 (**CLA-226**); *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 6 항 (**CLA-227**).

111 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 7 항 (**CLA-227**).

112 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 4 항 (**CLA-227**).

113 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 제 5(l)항 (**CLA-227**).

132. 중재판정부는 당사자들이 환송 쟁점에 사실적 인과관계와 법적 인과관계가 모두 포함되는지 여부에 대해 이견을 보이고 있으며, 청구인은 법적 인과관계에 대한 결정만이 환송되었다고 주장하는 반면에 피청구국은 환송 쟁점에 사실적 인과관계와 법적 인과관계가 모두 포함된다고 주장한다는 점에 주목한다.

133. 중재판정부는 고등법원의 결정에 비추어 당사자들의 입장을 고려한 결과, 환송 쟁점에 법적 인과관계만이 포함된다는 청구인의 주장을 받아들이지 아니한다. 첫째로, 위에 원용된 환송 쟁점의 문언이 두 인과관계를 구분하고 있지 않다. 또한, 취소 판결 제 265 항에서, 고등법원은 "제[814]항과 제[821]항의 판단을 감안할 때 판정문에 중재판정부의 판단에 대한 EALP 의 해석을 뒷받침하는 대목들이 존재한다는 점은 인정"하나 "판정문을 공정하게 해석할 때, 설령 국민연금공단의 행위가 한국에 귀속되지 않는다 하더라도 중재판정부가 청와대 조치만으로 인해 구성된 위반 행위에 관하여 *법적 및 사실적 인과관계가 성립한다*는 판단을 내렸다고 결론지을 수 있다고는 생각하지" 않는다고 판시하였다.[114]

134. 따라서 중재판정부는 환송 쟁점에 사실적 인과관계와 법적 인과관계가 모두 포함되는 것으로 결정한다. 중재판정부는 이 결정이 판정문의 인과관계 절에서 취소되지 않은 대목들에 영향을 미치지 않는다는 점에 주목한다. 따라서 중재판정부는 해당 대목 또는 해당 대목의 판단을 "새롭게" 검토하지 않는다. 다만, 고등법원이 판시한 것처럼 "실제로 발생하는 것으로 인정됨에도 불구하고 적절하게 다뤄지지 않은 쟁점들에 대한 결정을 내릴 수 있는 중재판정부의 권한은, 그러한 판단이 중재판정부로 환송된 인과관계 쟁점과 무관하거나 해당 맥락에서 발생하는 쟁점을 모두 다루지 않는 것으로 판명된 범위 내에서, 배제되지 않는다".[115] 이에 중재판정부는 환송 쟁점과 관련하여 발생할 수 있는 모든 추가적인 인과관계 쟁점을 결정하는 데 필요한 범위 내에서 인과관계에 관한 분석과 판단을 수정하고 확정할 수 있다.[116]

---

114 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 24 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피., L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm), 제 265 항 (**CLA-222**) (강조표시 임의추가) *인용*. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 19 항*도 참조*.

115 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(l)항 (**CLA-227**).

116 중재판정부는 심리 후에 잉글랜드 고등법원의 결정문 중 관련 대목에 대한 당사자들의 판단을 구하였음을 상기한다. 당사자들은 문언에 명시된 입장에 기본적으로 동의하고 있다; 청구인의 재반박서면, 제 17 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 7 항 *참조*.

VII. 사실적 인과관계

A. 당사자들의 입장

1. 청구인의 입장

a) 적용되는 입증 기준

135. 청구인은 "개연성의 우위"가 반사실적 시나리오와 적극적 사실인정 모두에 적용되는 입증 기준이라고 주장한다.[117] 청구인에 따르면, 상향된 기준을 적용하려는 피청구국의 시도는 사실적 인과관계는 "위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단"한다는 중재판정부의 기존 판단에 위배되는 "재활용된" 주장이다.[118] 청구인은 원 판정에서 중재판정부가 ***Bilcon v. Canada*** 판례에 사용된 "모든 개연성상"이라는 표현을 근거로 국제 중재에 통상적으로 적용되는 수준보다 상향된 기준이 요구된다는 피청구국의 주장을 수용하지 않았다고 주장한다.[119] 중재판정부는 판정문 어디에서도 별도의 더 높은 기준을 설정한 사실이 없다.[120]

136. 청구인은 사실적 인과관계에 대한 1 차적 입증책임을 자신이 부담한다는 점을 인정하면서도, 피청구국이 인과관계와 관련하여 아무런 입증책임도 부담하지 않는다는 주장은 잘못된 것이라고 주장한다.[121] 특히, 청구인은 행위로 인해 인과관계 연결 고리가 단절되었다는 주장에 대한 입증책임은 피청구국에 있으며 일단 사실적 인과관계가 입증되면 입증책임이 피청구국으로 전환된다고 주장한다.[122]

137. 청구인은 국민연금이 독립적으로 행동했다는 가정하의 다른 어떠한 사실적 시나리오에서도 청구인이 동일한 손실을 입지 않았을 것임을 입증해야 한다는 주장을 다시 제기하려는 피청구국의 시도를 배척하여야 하며, 적용되는 입증 기준은 청구인이 모든 가능한 시나리오를 상정한 후에 배제할 것을 요구하지 않는다고 주장한다.[123]

---

117 청구인의 재반박서면, 제 33 항.

118 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 26 항, 제 29 항, 판정문, 제 815 항 *인용*. 심리 속기록, 1 일차, 68:10-71:25 면; 청구인의 재반박서면, 제 25 항, 제 34 항*도 참조*.

119 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 30 항, ***Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada***, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일 (**RLA-90**) *참조*. 심리 속기록, 1 일차, 69:17-70:1 면*도 참조*.

120 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 32 항.

121 청구인의 재반박서면, 제 32 항.

122 청구인의 재반박서면, 제 32 항.

123 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 33 항, 제 91 항; 청구인의 재반박서면, 제 19 항.

청구인은 "현실 세계"의 사실인정은 반사실적 상황과 직접적인 관련성이 있으며 가정적 분석은 중재판정부가 투자위원회 위원이 본건 합병을 지지했을 가능성이 있는 근거를 추측하는 것이 아니라 위원이 개입으로 인해 실제로 본건 합병을 지지하였다는 증거를 심리할 것을 요구한다고 주장한다.[124] 국민연금의 의결권 행사는 독립적인 상업적 판단에 따른 결과가 아니라 피청구국의 개입으로 인한 산물이었다는 것이 이에 근거한 청구인의 입장이다.[125]

138. 청구인은 *Amco Asia Corporation v. Republic of Indonesia (II)* 판례를 근거로 국가가 스스로 "의사결정 절차를 왜곡"한 경우에는 "정직한" 또는 "공정한" 의사결정권자였더라도 동일한 결과를 낳았을 것이라는 가정하에 인과관계를 부정하거나 그러한 왜곡으로 인한 증거상의 불확실성을 자신에게 유리하게 해석하는 행위가 허용되지 않는다고 주장한다.[126] 가정적 분석은 오염되지 않은 국민연금이 의결권을 어떻게 행사하였을 것인지에 관한 가상의 반사실적 상황을 재구성할 것을 요구하는 것이 아니라 개입으로 인해 국민연금이 실제로 그러한 방식으로 의결권을 행사하였는지 여부를 묻는다.[127] 따라서, 청구인의 주장에 따르면, "상상 속의 '오염되지 않은' 가치평가"를 가정적 분석에 적용하려는 피청구국의 시도는 성공할 수 없다. 왜냐하면 가정적 분석은 소거에 기초를 두고 있으며 "발생할 수도 있었던 상황에 관한 사고 실험을 허용하지 않기" 때문이다.[128]

139. 가정적 분석의 소거적 성격을 뒷받침하기 위해, 청구인은 발생할 수도 있었던 상황이 아니라 실제로 존재하였던 상황을 가상한 *Louisiana Barge* 판례와 *Chevron v. Ecuador* 판례에 의존한다.[129] 다만, 본건의 경우 청구인은 본건 합병을 뒷받침할 만한 오염되지 않은 실제 국민연금 가치평가 결과와 오염되지 않은 실제 시너지 계산 결과가 존재하지

---

124 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 34 항; 심리 속기록, 1 일차, 72:13-20 면; 청구인의 재반박서면, 제 36 항.

125 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 34 항.

126 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 6 항, *Amco Asia Corporation and others v. Republic of Indonesia*, ICSID 사건번호 ARB/81/1, 재심 절차에 관한 판정문, 1990 년 3 월 31 일, 제 174 항 (**CLA-237**) *인용*. 심리 속기록, 1 일차, 75:11-76:2 면, 78:22-79:14 면; 청구인의 재반박서면, 제 29 항*도 참조*.

127 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 6 항; 청구인의 재반박서면, 제 27 항.

128 청구인의 재반박서면, 제 26 항, 환송 절차에서의 피청구국 모두 변론, 129-32 번 슬라이드 *참조*.

129 청구인의 재반박서면, 제 27 항, Hart & Honoré, Causation in the Law (2nd ed. 1985) (**RLA-143**); *Chevron Corporation and Texaco Petroleum Company v. Republic of Ecuador (II)*, PCA 사건번호 2009-23, 제 3 단계에 관한 제 4 차 일부 판정문, 2025 년 11 월 17 일, 제 389 항 (**RLA-221**) *참조*. 심리 속기록, 1 일차, 73:7-78:9 면*도 참조*.

않았다고 주장한다.[130] 청구인에 따르면, 조작 이전 시점을 기준으로 가치평가를 실시한 결과, 국민연금에 발생한 손실이 투자위원회에 제출된 조작된 수치를 상회하였으며 만약 손실을 상쇄하기에 충분한 정확한 계산 결과가 존재했다면 조작된 시너지 효과가 불필요했을 것이라는 사실이 밝혀졌다.[131] 따라서, 청구인의 견해에 따르면, 피청구국이 사후적으로 시너지 효과를 급조하고 투자위원회가 이를 어떻게 받아들였을지를 추측하는 행위는 허용되지 않는다.[132] 또한, 청구인은 피청구국이 의존하는 ***Bilcon v. Canada*** 판례와의 차이점을 지적한다. 이 판례의 경우 합동심사패널의 의사결정은 어느 한 가지 결정적 요인에만 의존하지 않았으며 국가에 의해 의사결정이 왜곡된 것이 아니라 오도된 상황이었으므로 본건과는 달리 가정적 질문에 확신을 갖고 답할 수 없었다.[133]

140. 청구인은 협정 제 11.16 조 제 1 항에 따른 사실적 인과관계에 근거하여 중재판정부가 "청와대 조치를 소거하되 그 밖의 모든 역사적 사실은 그대로 유지한 상태에서 국민연금이 [전문위원회] 또는 오염되지 않은 [투자위원회]를 통하여 본건 합병에 반대 투표하였을 것인지 여부"를 물어야 한다고 주장한다.[134] 이와 관련하여, 청구인은 중재판정부가 판결에 의해 취소되지 않은 판단을 통해 본건 합병이 통과되기 위해 국민연금의 찬성 투표가 필요하였는지 여부를 이미 긍정하였으며 만약 청와대 조치가 없었다면 국민연금이 찬성하였을 것인지 여부에 대한 판단만이 남았을 뿐이라고 주장한다.[135]

b) 청와대 조치가 국민연금의 의결권 행사를 유발하였는지 여부

141. 청구인은 청와대 조치가 본건 합병에 찬성하는 국민연금의 의결권 행사를 유발하였다고 주장한다.[136] 이러한 입장을 뒷받침하는 근거로서, 청구인은 당시 국민연금이 SK 씨앤씨와 SK 홀딩스 간의 유사한 합병(이하 "**SK 합병**")을 처리한 사례에 의존한다. 청구인은 이 합병이 재벌의 경영권 승계 문제와 관련되었고 소수주주를 희생하면서 인수회사로 가치를 이전시키는 합병 비율이 문제가 되었다는 점에서 본건 합병과 매우 유사하다고

130 청구인의 재반박서면, 제 28 항.

131 청구인의 재반박서면, 제 28 항.

132 청구인의 재반박서면, 제 28 항; 심리 속기록, 2 일차, 74:7-75:4 면.

133 환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면, 제 30 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 관할권 및 책임에 관한 판정문, 2015 년 3 월 17 일, 제 450-52 항, 제 502-87 항 (**CLA-3**), 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, 제 168-75 항 (**RLA-90**) *참조.*

134 청구인의 재반박서면, 제 31 항.

135 청구인의 재반박서면, 제 25 항, 판정문, 제 815 항, 제 817-20 항 *참조.*

136 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 26 항; 청구인의 재반박서면, 제 13 항.

주장한다.[137] 청구인에 따르면, SK 합병이 최대주주에게 유리한 것으로 우려된다는 이유로 전문위원회에 회부되었으며 전문위원회는 시너지가 불확실하고 "주주가치"를 훼손할 우려가 있다는 판단에 따라 합병에 반대하였다.[138] 청구인은 이러한 유사성이 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 어떻게 투표하였을지를 시사한다고 주장한다.[139]

142. 청구인에 따르면, 반사실적 상황을 재구성하는 적절한 출발점은 청와대 조치를 소거한 상태에서 실제로 일어난 일에 관한 증거이다.[140] 지금까지도 변함이 없는 사실들은 다음과 같다: (i) 국민연금기금(이하 "**기금**")에 대한 손실을 회피하는 방향으로 투표해야 할 국민연금의 준거 의무, (ii) 2015 년 3 월 국민연금이 청구인에게 삼성물산 주주가치를 훼손한다는 점에 비추어 본건 합병을 지지하지 않을 것임을 확인하였다는 사실, (iii) 2015 년 5 월 26 일 제일모직 주식 1 주당 삼성물산 주식 0.3500885 주의 합병비율(이하 "**본건 합병 비율**")이 발표되었다는 사실, (iv) SK 합병에 반대 투표하기로 한 2015 년 6 월 24 일 결정, (v) 2015 년 6 월 말 청와대가 정부의 개입 없이는 국민연금이 본건 합병에 반대 투표할 것으로 예상하였다는 사실, (vi) 2015 년 6 월 30 일을 기준으로 국민연금이 산정한 오염되지 않은 가치평가 결과, (vii) 그러한 가치 손실을 상쇄하는 어떠한 시너지나 다른 요소도 존재하지 않았다는 사실 등이다.[141]

143. 청구인은 국민연금의 본건 합병 전 의결권 행사 의도를 시사하는 증거들에 근거하여 피청구국이 개입하기 전까지는 "국민연금의 향후 진행 방향이 명확하였다"고 주장한다.[142] 특히, 청구인은 2015 년 3 월 18 일에 실시된 국민연금과 엘리엇 간의 면담에서 국민연금이 당시 주가를 기준으로 본건 합병이 "삼성물산 주주들에게 매우 불리할 것"임을 인정하였다고 진술한다.[143] 청구인에 따르면, 피청구국은 청구인 측 증인으로 면담 참석자였던 Mr. Smith 에 대한 반대신문에서 이 증거에 이의를 제기하지 않았다.[144]

---

137 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 41-42 항; 청구인의 재반박서면, 제 45 항.

138 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 42 항; 청구인의 재반박서면, 제 47 항, 제 49 항.

139 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 43 항; 청구인의 재반박서면, 제 48 항.

140 청구인의 재반박서면, 제 36 항.

141 청구인의 재반박서면, 제 36 항.

142 청구인의 재반박서면, 제 13 항.

143 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 44 항, 엘리엇이 국민연금에 보낸 서신, 2015 년 6 월 3 일, 3 면 (**C-187**) *인용*. 심리 속기록, 1 일차, 27:2-28:12 면; 청구인의 재반박서면, 제 36 항, 제 40 항*도 참조*.

144 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 46 항; 청구인의 재반박서면, 제 40 항.

144. 또한, 청구인은 국민연금 리서치팀이 1 차 합병 비율을 제일모직 주식 1 주당 삼성물산 주식 0.64 주로 산정하였다는 사실은 국민연금이 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 손실을 초래하리라는 점을 알고 있었음을 증명한다고 주장한다.[145] 청구인은 이 가치평가 결과가 피청구국이 개입하기 전인 2015 년 6 월 30 일에 작성되었으며, 본건 합병 비율과 비교하면 국민연금에 약 5,520 억 원 내지 6,170 억 원의 손실을 초래한다는 점을 지적한다.[146] 청구인은 보건복지부의 1 차 개입 전에 작성된 것으로 보이는 날짜 미상의 내부 메모에서 청와대가 개입 이전 시점에서 국민연금의 입장을 "[본건 합병] 의사결정을 주주 이익 극대화의 차원에서 판단"하는 것으로 기록하였다고 주장한다.[147] 청구인은 이 메모가 이어서 "국민연금의 의결권 행사에 개입"할 것인지 여부와 그 방식을 검토하고 만약 정부가 본건 합병에 찬성하는 것으로 방향을 "설정"한다면 "주주가치와 [삼성물산]에 불리하게 작용"할 것으로 판단하였다는 점을 강조한다.[148] 청구인의 주장에 따르면, 그러한 기록은 손실을 예상한 1 차 가치평가 결과와 연계하여 분석해 보면 개입 전에는 본건 합병에 반대하는 것이 국민연금의 입장이었음을 입증한다.[149]

145. 청구인은 전문위원회가 SK 합병에 반대한 바로 다음날 박근혜 대통령이 지시를 내렸으며 청와대와 보건복지부를 통해 2015 년 6 월 30 일 국민연금에 하달되었다고 주장한다.[150] 이 지시는 투자위원회가 본건 합병을 승인할 가능성이 더 높았으므로 전문위원회가 아닌 투자위원회가 의결권을 행사하도록 만드는 것을 포함하여 국민연금이 본건 합병에 찬성하게 만드는 것이 목적이었다.[151] 청구인에 따르면, 이 지시는 보건복지부가 국민연금의 의결권 행사에 영향력을 행사할 목적으로 국민연금을 접촉한 것으로 확인된 최초의 사례였다.[152] 청와대가 국민연금을 접촉한 사례와 관련하여, 청구인은 청와대가 직접 관여하였지만 시기와 정도에는 차이가 있었다고 주장한다: 안종범 수석비서관은 2015 년 6 월 말과 7 월 초 사이에 국민연금의 홍완선 본부장과 본건 합병 표결 및 ISD 위험을

---

145 청구인의 재반박서면, 제 53 항.

146 청구인의 재반박서면, 제 54 항, 2 차 볼턴 보고서, 제 8.3.5 항, 그림 24 (**CER-5**) *인용*.

147 청구인의 재반박서면, 제 52 항, 청와대, "삼성물산 합병과 관련된 국민연금공단의 의결권 행사 방향", 수정본, 41 면 (**C-588**) *인용*.

148 청구인의 재반박서면, 제 52 항, 청와대, "삼성물산 합병과 관련된 국민연금공단의 의결권 행사 방향", 수정본, 41 면 (**C-588**) *인용*.

149 청구인의 재반박서면, 제 52 항.

150 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 47-48 항; 심리 속기록, 1 일차, 33:4-25 면; 청구인의 재반박서면, 제 37 항.

151 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 49 항; 청구인의 재반박서면, 제 6 항.

152 청구인의 재반박서면, 제 37 항.

직접 논의하였으며, 홍완선 본부장은 2015 년 7 월 10 일 안종범 수석비서관에게 투자위원회의 결정을 보고하였다.[153]

146. 청구인은 투자위원회가 아닌 전문위원회가 적절한 의결권 행사 권한을 보유한 기구였으며 당시 이러한 사실이 널리 인지된 상태였다고 주장한다.[154] 청구인은 본건 합병을 투자위원회에 회부하라는 지시를 받은 국민연금 관계자들이 전문위원회가 "바로 그 목적으로 설치"되었다고 항의하면서 반발하였다고 주장한다.[155] 청구인은 전문위원회 위원장이 해당 사안을 전문위원회에 회부하지 않은 것을 "심히 부적절"하고 "전문위원회의 존재 목적에 반하는" 조치라고 비판했다는 점을 지적한다.[156] 이와 관련하여 청구인은 전문위원회가 단순한 자문기구가 아니라 "독립적"인 "심의 및 의결 기구"였다는 조영길 위원의 증언도 상기한다.[157] 청구인에 따르면, 청와대, 보건복지부, 국민연금 관계자들이 중요성을 인지하고 있었으며 의결권 행사를 전문위원회에 회부하지 않을 경우 국제법상 의무를 위반하여 ISD 에 직면할 수도 있다는 우려를 제기하였다.[158]

147. 청구인은 국민연금 리서치팀이 본건 합병 비율로 인해 국민연금에 막대한 손해를 초래할 것이라는 점을 인지하고 있었다고 주장한다.[159] 청구인의 진술에 따르면, [redacted] 리서치팀장은 "합병 비율의 직/간접적 변경 외에는 [삼성물산의] 저평가 논란을 해소하기 쉽지 않을 것"이라고 경고하였다.[160] 청구인은 리서치팀이 1,388 억 원으로 예상되는 손실을 상쇄하기 위해 합병 시너지 효과를 역산하여 조작하라는 지시를 받았다고 주장한다.[161] 청구인에 따르면, 이러한 조작은 본건 합병 비율을 보완 없이 투자위원회에

153 청구인의 재반박서면, 제 37 항, 서울중앙지방법원, 문형표/홍완선, 7 면(**C-69**); 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, 14-15 면, 29 면, 37-41 면 (**C-79**); 판정문, 제 588 항 *참조*.

154 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 97 항.

155 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 52 항.

156 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 52 항, [redacted]이 전문위원회에 보낸 서신, 2015 년 7 월 11 일, 2-3 면(**C-429**) *인용*.

157 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 52 항, 조영길 검찰 진술조서, 2016 년 11 월 28 일 (**C-459**) *인용*. 심리 속기록, 1 일차, 96:16-25 면*도 참조*.

158 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 53 항; 심리 속기록, 1 일차, 42:23-46:12 면; 청구인의 재반박서면, 제 6 항.

159 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 55 항.

160 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 55 항, [redacted], "합병 관련 삼성물산 저평가 논란 극복 방안", 2015 년 5 월 26 일, 1939 면 (**C-378**) *인용*.

161 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 59 항; 심리 속기록, 1 일차, 45:4-25 면.

회부할 경우 국민연금이 본건 합병에 대한 지지를 “거부할 것”이라는 전반적인 인식이 반영된 결과였다.[162]

148. 또한, 청구인은 본건 합병 비율이 조작에 취약한 법정 절차에 규정된 법적 의무사항이었다고 주장한다.[163] 본건의 경우, 본건 합병 비율은 삼성물산의 시장가격이 공정가치의 거의 절반에 불과하고 제일모직의 시장가격은 공정가치의 두 배를 상회하는 시점에서 발표된 본건 합병에 따른 결과였다.[164] 청구인은 삼성그룹이 본건 합병안을 철회하고 추후에 다시 제안할 수도 있었다는 점을 인정하면서도 실제로는 그러지 않았을 것이라고 주장한다.[165] 이 주장을 뒷받침하는 사실로서, 청구인은 홍완선본부장과 [redacted] 국민연금 리서치팀장이 삼성그룹이 그러한 조치를 취하도록 설득하려 하였음에도 불구하고 이재용이 이를 거부하고 “플랜 B 는 없다”며 본건 합병을 “이번에 무조건 성사시켜야 한다”는 입장이었다고 주장한다.[166] 청구인은 어떠한 경우가 되었건 간에 본건 합병의 조건을 변경할 수 있는 방법은 법정 조정 절차가 전부였으며 이를 활용한 실례는 거의 없다고 주장한다.[167]

149. 청구인은 조작된 시너지 예측이 표결 과정에서 본건 합병 비율로 인한 잠재적 손실을 거듭 우려한 투자위원회 위원들을 오도하였다고 주장한다.[168] 청구인은 시너지 효과가 손실을 상쇄하므로 본건 합병에 확신을 가져도 좋다는 말로 위원들을 안심시켰다고 주장한다.[169] 이를 근거로, 청구인은 다수의 투자위원회 위원들이 자신들이 시너지 효과 수치에 의존하여 본건 합병에 찬성표를 던졌으며 만약 그 수치가 조작된 것임을 알았더라면 찬성하지 않았을 것이라고 인정하였다는 점을 강조한다.[170] 또한, 청구인은 본 중재 절차에 제출된 검찰 진술조서가 신빙성이 없다는 피청구국의 주장을 반박하면서, 그 이유로

---

162 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 58 항; 청구인의 재반박서면, 제 7 항.

163 청구인의 재반박서면, 제 44 항.

164 청구인의 재반박서면, 제 44 항.

165 청구인의 재반박서면, 제 44 항.

166 청구인의 재반박서면, 제 44 항, [redacted], 국민연금 CEO 면담 내용, 2015 년 7 월 7 일, 1 면 (**C-413**) *인용*.

167 청구인의 재반박서면, 제 44 항, 이상훈 전문가 의견서, 제 25-28 항 (**CER-2**); 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 53-55 *참조*.

168 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 61-62 항.

169 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 62 항; 청구인의 재반박서면, 제 68 항.

170 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 65 항. [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 10-11 면 (**C-472**) *참조*. 청구인의 재반박서면, 제 67 항*도 참조*.

투자위원회 위원들이 답변할 의무가 없었던 직접적인 질문에 대하여 직접적으로 답변하였고, 이후 검사와의 면담 기록의 정확성을 확인할 기회를 부여받았다는 점을 근거로 든다.[171] 청구인은 피청구국이 이제 와서 자국 검찰이 작성한 진술조서의 정확성에 의문을 제기하는 것은 타당하지 아니하며, 증거 제출 단계가 종료된 시점에서 이를 허용할 경우 중대한 절차적 정당성 문제를 야기할 수 있다고 주장한다.[172]

150. 청구인에 따르면, 찬성 투표 결정에 도달하기 위해서는 투표에 참여한 투자위원회 위원 12 인 중 7 인 이상의 찬성이 필요하였다.[173] 찬성한 8 인 중 최소 5 인 이상은 만약 조작된 시너지 효과 계산 결과가 없었다면 찬성하지 않았을 것이라는 점을 이후에 확인하였다.[174] 이 사실을 근거로, 청구인은 투자위원회 내에서 찬성에 필요한 과반수를 확보하지 못하였을 것이라고 주장한다.[175] 또한, 청구인은 단 한 명도 증인으로 소환되지 않은 투자위원회 위원들의 기존 진술을 재해석하려는 피청구국의 시도가 "무의미하다"고 주장한다.[176]

151. 다른 요인들이 본건 합병에 대한 찬성을 뒷받침하였다는 피청구국의 주장에 관하여, 청구인은 이 주장이 이미 원 중재절차에서 배척되었으며 설령 그러한 요인들이 존재하였다 하더라도 국민연금이 "본건 합병으로 인해 막대한 가치의 손실"을 입게 된다는 사실에는 변함이 없다고 주장한다.[177] 어떠한 경우가 되었건 간에, 청구인에 따르면, 회의록에는 투자위원회가 피청구국이 주장하는 다른 다양한 요인들에 근거한 것이 아니라 "시너지 등을 고려하여" 본건 합병에 찬성하기로 결정하였다고 기재되어 있다.[178] 청구인은 마찬가지로 2018 년 6 월에 게시된 본 사건에 대한 국민연금의 자체 감사

171 청구인의 재반박서면, 제 67 항.

172 청구인의 재반박서면, 제 9-11 항.

173 청구인의 재반박서면, 제 15 항.

174 청구인의 재반박서면, 제 15 항. [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 10-11 면 (**C-472**); [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, 7-8 면, 14 면 (**C-467**); [redacted] 증인신문조서, 14-16 면, 38 면 (**C-502**); [redacted]에 대한 증인신문 녹취서, 8 면, 12 면, 48 면, 50 면 (**C-500**); 최원영 및 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서, 2017 년 6 월 20 일, 6 면, 25-26 면 (**C-515**); [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 7 면 (**C-471**); [redacted]에 대한 증인신문 녹취서, 55 면 (**R-291**); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 17 면 (**C-474**) *참조*.

175 환송 쟁점에 관한 청구인의 재반박서면, 제 15 항.

176 청구인의 재반박서면, 제 15 항.

177 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 83-84 항; 청구인의 재반박서면, 제 55-56 항.

178 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 85 항.

결과에도 이제 와서 피청구국이 존재하였다고 주장하는 찬성을 뒷받침하는 다른 요인들이 전혀 기재되어 있지 않다고 주장한다.[179]

152. 청구인은 피청구국의 증거설명자료 E 에 제시된 국민연금 리서치팀의 평가 결과가 조작되지 않은 2015 년 6 월 30 일자 원본이 아니므로 반사실적 상황에서 배제되어야 한다고 주장한다.[180] 다른 2 건의 평가 결과에 관하여, 청구인은 딜로이트안진과 KPMG 의 보고서는 둘 다 삼성이 의뢰하였으며 딜로이트의 총괄 파트너가 삼성물산의 가치를 17 여 차례 변경하였고 본건 합병 비율에 맞는 수치를 "만들어낼" 수밖에 없었다는 사실을 인정하였다고 주장한다.[181]

153. 청구인에 따르면, 반사실적 상황에서 찬성 투표를 결정하였을 것이라는 피청구국의 입장은 성립될 수 없다.[182] 국민연금은 2015 년 7 월 보건복지부에 전달한 의견에서 만약 본건 합병이 "주주가치의 감소를 초래"한다면 "반대" 투표를 할 수밖에 없다는 점을 확인하였다.[183] 청구인의 주장에 따르면, 본건 합병은 기금의 중대한 가치 손실을 수반하는 것으로 인식되었으므로 투자위원회 위원들은 본건 합병에 찬성 투표를 할 수 없도록 법령상 구속되어 있었다.[184] 청구인은 조영길 위원이 이 의무를 인정하면서 국민연금의 "주요 임무"는 수익이며 사회적 또는 정치적 고려사항은 그것이 기금의 수익 증대로 이어질 것으로 예상되는 범위 내에서만 고려될 수 있다는 점을 확인하였다는 사실을 강조한다.[185]

154. 청구인의 견해에 따르면, 한국 공무원들이 가담한 불법행위의 중대성은 그러한 행위가 단지 "일말의 가능성도 남기지 않기 위해" 행해졌을 뿐이라는 피청구국의 입장과 결코 양립할 수 없다.[186] 청구인은 만약 해당 공무원들이 이미 본건 합병이 승인될 가능성이

---

179 청구인의 재반박서면, 제 68 항, 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부감사 결과, 2018 년 6 월 21 일, 2-8 면 (**C-84**) *참조*.

180 청구인의 재반박서면, 제 58 항, 심리에서 제출된 피고인의 증거설명자료 E *참조*.

181 청구인의 재반박서면, 제 59 항, [redacted] 제 2 차 검찰 진술조서, 2019 년 3 월 20 일, 10 면, 17-18 면 (**C-779**); [redacted](딜로이트)이 딜로이트 팀원들에게 보낸 이메일, 2015 년 5 월 19 일 (**C-776**); 딜로이트 5 월 21 일자 보고서, 2 면, 10 면 (**C-775**) *인용*.

182 청구인의 재반박서면, 제 61 항.

183 청구인의 재반박서면, 제 15 항, [redacted], "삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점", 2015 년 7 월 7 일 또는 7 월 8 일, 1 면 (**C-420**) *인용*.

184 청구인의 재반박서면, 제 15 항, 제 36 항, 제 38-39 항.

185 청구인의 재반박서면, 제 39 항, 조영길 2 차 증인진술서, 제 7 항 (**RWS-2**) *인용*.

186 심리 속기록, 1 일차, 52:15-18 면; 청구인의 재반박서면, 제 14 항.

높다고 판단하고 있었다면 중대한 개인적 형사 처벌 위험을 감수하지 않았을 것이라고 주장한다.[187] 이와 관련하여, 청구인은 본건에 관한 국민연금의 2018 년 6 월 자체 감사 결과, 즉 당초 1:0.64 였던 가치평가가 단 하루 만에 1:0.39 로 왜곡되었고 손실을 상쇄하기 위하여 2 조 1 천억 원의 시너지 효과가 역산되었다는 점을 원용한다.[188]

c) 중재판정부의 기존 판단에 의해 인과관계가 이미 입증되었는지 여부

155. 청구인의 주된 주장은 중재판정부가 인과관계의 연쇄를 인정하는 판단을 이미 내렸고, 그러한 판단은 구속력이 있으며 취소되지 아니하였다는 것이다.[189] 유일한 환송 쟁점은 국민연금의 법적 지위에 관한 잉글랜드 고등법원의 결론이 위 판단에 영향을 미치는지 여부이며, 청구인에 따르면, 해당 판단은 지위 쟁점과는 무관하므로 그러한 영향을 미치지 않는다.[190]

156. 청구인은 중재판정부가 이미 "국민연금이 정한 방침에 따르면, 의결권은 전문위원회가 행사했어야 한다"고 판단하였고, 전문위원회에 이 안건을 회부하는 것이 합병의 승인을 보증하지 않을 것이 명백해지자 투자위원회에 결정을 맡겼다는 판단을 내렸다고 주장한다.[191] 청구인은 이러한 판단이 중재판정부의 사실인정이 아닌 문형표/홍완선 사건을 담당한 서울중앙지방법원의 판시 내용을 단순히 요약한 것에 불과하다는 피청구국의 주장을 반박한다.[192] 이와 관련하여, 청구인은 중재판정부가 본질적인 사실관계에 대해서는 "당사자들 사이에 다툼이 없다"고 지적하고 판결을 뒷받침하는 증거를 검토하였으며, 국민연금이 "보건복지부의 지침과 지시에 따라" 행동하였고 "본 중재절차에서 중재판정부가 한국 법원의 판단보다 우선할 어떠한 증거도 없다"고 판단함으로써 한국 법원의 사실인정을 "자신의 판단으로" 받아들였다는 점을 강조한다.[193]

---

187 청구인의 재반박서면, 제 14 항, 제 62 항, 제 68 항.

188 청구인의 재반박서면, 제 68 항, 삼성물산/제일모직 합병에 관한 국민연금 자체 감사 결과, 2018 년 6 월 21 일, 2-8 면 (**C-84**) *인용*.

189 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 15 항.

190 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 25 항.

191 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 69 항, 판정문, 제 587 항, 제 598 항 *인용*.

192 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 70 항.

193 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 70 항, 판정문, 제 581 항, 제 602 항, 제 820 항 *인용*. 청구인의 재반박서면, 제 69 항*도 참조*.

또한, 청구인은 원 중재절차에서 피청구국이 문형표/홍완선 재판의 사실인정을 "자인"하였으므로 기존에 인정한 내용을 번복할 수 없다고 주장한다.[194]

157. 청구인은 중재판정부가, 증거에 기초하여, 보건복지부가 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성하게 만드는 조치를 취할 것을 지시하여 조작된 시너지 효과를 급조하고 투자위원회 위원들에게 설명하는 결과를 초래하였다는 판단을 내렸다고 주장한다.[195] 또한, 중재판정부는 문형표/홍완선 사건에서 법원이 "다수의 투자위원회 위원들은 시너지 효과가 조작되었다는 것을 알았다면 본건 합병에 반대했을 것이라고 증언"하였으며 홍완선 본부장이 한 위원에게 "합병이 무산되면 헤지펀드한테 국부를 팔아먹은 [장본인]으로 몰아세우지 않겠느냐"고 말한 사실을 인정하였다는 점에도 주목하였다.[196] 이러한 판단에 근거하여, 청구인은 중재판정부가 "피청구국이 보건복지부를 통하여 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 개입하고, 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다"는 결론에 도달하였다고 주장한다.[197] 청구인은 이러한 판단이 여전히 구속력이 있으므로 만약 피청구국의 개입이 국민연금의 의결권 행사에 영향을 미치지 않았다는 추가적인 해석과 병존한다면 "모순적"일 것이라고 주장한다.[198]

158. 청구인은 한국이 적법하게 행위하였다고 가정한 반사실적 상황이 아닌 "현실 세계"에 관한 것일 뿐이라는 이유로 "이러한 판단을 배척"하려는 피청구국의 시도가 성립될 수 없으며 사실적 인과관계 판단 기준을 잘못 해석하고 있다고 주장한다.[199] 청구인은, 환송 판결에 의해 취소되지 않았으며 국민연금의 지위와는 무관한, 이러한 판단이 환송 명령으로 인한 영향을 받지 않으며 재심리의 대상이 될 수 없다고 주장한다.[200] 어떠한 경우가 되었건 간에, 설령 재심리가 허용된다 하더라도 피청구국의 주장은 이미 검토되고 배척된 바 있으므로 성공할 수 없다는 것이 청구인의 견해이다.[201]

---

194 청구인의 재반박서면, 제 9-10 항, 제 69 항, 제 78-79 항, 판정문, 제 266 항 *인용*; 원 중재절차에서의 심리 속기록, 2 일차, 17:10-12 면.

195 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 71 항, 판정문, 제 588-89 항 *참조*.

196 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 76 항, 판정문, 제 598 항 *인용*.

197 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 76 항, 판정문, 제 602(a)항 *인용*.

198 청구인의 재반박서면, 제 4-5 항, 제 69-70 항.

199 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 77 항; 청구인의 재반박서면, 제 77 항.

200 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 78 항.

201 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 79 항.

159. 또한, 청구인은 일부 의결권 자문기관이 본건 합병에 찬성할 것을 권고하였으며 시장의 반응은 "복합적"이었다는 피청구국의 주장을 중재판정부가 이미 배척하였다고 주장한다.[202] 청구인에 따르면, 이러한 주장의 출처는 주요 의결권 자문기관이 본건 합병에 반대 투표할 것을 권고한 이후에 발표된 삼성물산의 보도자료로부터 유래하였다.[203] 청구인은 삼성그룹이 한국 애널리스트와 증권사에 압력을 행사하였으며 피청구국이 원 중재절차에서 모든 주요 의결권 자문기관이 "합병비율을 비판하고, 삼성물산 주주들이 본건 합병에 반대 표결을 해야 한다고 권고하였다"는 점을 인정하였다고 주장한다.[204] 실제로, 국민연금이 선임한 의결권 자문기관인 한국기업지배구조원(이하 "**KCGS**")은 본건 합병에 반대 투표할 것을 권고하였다.[205]

160. 청구인은 다른 삼성물산 주주들의 투표 행태를 고려하여야 한다는 피청구국의 주장 역시 해당 주주들이 국민연금의 행보를 따랐을 가능성이 높다는 점에서 근거가 없다고 주장한다.[206] 어떠한 경우가 되었건 간에, 청구인의 견해에 따르면, 관건은 다른 주주들이 어떻게 투표하였는지가 아니라 캐스팅보트를 쥐었던 국민연금이 어떻게 투표하였는지이다.[207]

161. 청구인은 중재판정부가 "삼성물산 주식의 소유 현황 등에 비추어 … 합병 결의에 필요한 출석주주의 의결권의 3 분의 2 이상을 확보하기 위해서는 삼성물산 주식 11.21%를 보유한 [국민연금]의 찬성이 절대적으로 필요한 상황"이었다고 결론을 내린 점을 상기한다.[208] 따라서 국민연금의 찬성 투표가 없었다면 본건 합병은 승인되지 않았을 것이며, 이 판단은 환송 명령으로 인한 영향을 받지 않는다.[209] 또한, 청구인은 이미 중재판정부가 본건 합병으로 인해 손실이 발생하였으며 "본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 … 청구인이 입은 손실 사이에 직접적인 인과관계가 있다"고 판단하였다고 주장한다.[210] 청구인은

202 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 86 항.

203 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 86 항; 청구인의 재반박서면, 제 47 항; 심리 속기록, 1 일차, 26:15-23 면.

204 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 86(c)항.

205 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 86 항; 청구인의 재반박서면, 제 13 항, 제 60 항.

206 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 87 항.

207 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 87 항.

208 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 98 항, 판정문 제 818 항 *인용*.

209 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 99 항.

210 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 100-01 항, 판정문, 제 819-20 항 *인용*.

피청구국이 본건 합병으로 인해 관련 손해액이 산정된 손해가 발생하였다는 사실에 대해서는 이의를 제기하지 않고 있지 않으며 "이는 청와대 조치로 인해 어떤 손해(있을 경우)가 발생했는지에 대한 문제와는 별개의 문제"라는 주장만을 제기하고 있다는 점을 지적하며 피청구국의 이러한 입장은 불분명할 뿐만 아니라 구속력이 있는 중재판정부의 판단을 대체하지 않는다고 주장한다.[211] 청구인은 설령 중재판정부가 사실적 인과관계를 "새로이" 검토하여야 한다 하더라도, 결정적인 수의 투자위원회 위원들이 조작된 시너지 효과 예측이 없었다면 본건 합병에 찬성하지 않았으리라는 점을 확인하였다는 사실을 뒤집을 만한 어떠한 증거도 제출되지 않았다고 주장한다.[212]

d) 추가 판결문 및 메이슨 *판정문*

162. 청구인은 5 건의 추가 판결문이 중재판정부의 사실인정을 대체할 수 없다고 주장한다. 청구인은 추가 판결문이 "서로 다른 청구원인을 다루는 다른 재판소의 사법적 결정으로서, 서로 상이한 증거 기록에 상이한 법적 기준이 적용된 것"이라고 해석한다.[213] 어느 한 결정 기구가 특정한 접근 방식을 택하였다고 해서 반드시 그 결정이 옳았음을 의미하는 것은 아니다.[214] 청구인은 중재판정부의 판단이 문형표 장관과 홍완선 본부장의 형사 판결에만 기초한 것이 아니라 해당 판결의 근거가 된 1 차 증거 기록에 기초하였으며 중재판정부가 이를 독립적으로 검토하여 의심할 이유가 없다고 판단하였다고 주장한다.[215] 또한, 청구인은 추가 판결문에서 정부의 개입이 현실 세계에서 투표에 영향을 미쳤다는 주장을 부인하였다는 이유로 중재판정을 "현실 세계"로 규정하고 추가 판결문을 "가상적 상황"으로 규정하는 방식으로는 이 문제를 해결할 수 없다고 주장한다.[216] 또한, 청구인은 사법적 판단의 양상이 계속해서 변화하고 있으며 여기에는 국민연금이 2024 년에 삼성그룹과 국민연금 관계자를 상대로 제기한 소송도 포함된다고 주장한다.[217]

163. 청구인은 추가 판결문이 실질적으로 이전 판결문과 중대한 차이가 없으며 주주 청구 관련 판결문에서 문형표/홍완선 사건의 사실인정을 명시적으로 채택하였고 중재판정부에

---

211 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 102 항.

212 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 88 항.

213 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 91 항; 심리 속기록, 1 일차, 100:23-101:3 면; 청구인의 재반박서면, 제 71 항, 제 74-76 항.

214 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 91 항.

215 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 92 항.

216 청구인의 재반박서면, 제 77 항, 판정문, 제 602(b)항, 제 623 항 *참조.*

217 청구인의 재반박서면, 제 79 항.

적용되는 국제법상 기준과는 무관한 국내법상 공동불법행위 판단 기준만을 적용하여 청구를 기각하였다고 주장한다.[218] 청구인의 해석에 따르면, 서울중앙지방법원은 국민연금이 보건복지부의 개입과 무관하게 독립적으로 의결권을 행사한 것으로 판단하지 않았다. 서울고등법원 역시 판단 기준의 차이를 인정하면서 "한국법에 따른 [국민연금]의 책임의 부존재는 국제법에 따른 [피청구국]의 책임을 소멸시키지 않는다"고 판시하였다.[219] 이재용 부당합병 관련 판결문과 관련하여, 청구인은 문형표/홍완선 사건 판결과 이재용의 별도 뇌물공여 및 횡령 관련 유죄 판결에는 영향이 없었다고 주장한다.[220] 청구인은 피청구국이 판결문의 한 대목에만 의존하여 문형표 장관과 홍완선 본부장이 투자위원회에 대하여 영향력을 행사하였고 홍완선 본부장이 한국 공무원들로부터 "반복적인 외압"을 받았다는 판단은 무시하고 있다고 주장한다.[221]

164. 청구인은 자신의 인과관계 주장이, 실질적으로 동일한 사실관계에 기초하여 피청구국의 개입이 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 원인으로 작용하였고 국민연금의 찬성 투표로 인하여 본건 합병이 승인되었으며, 그러한 개입이 유사한 청구에서 메이슨의 손실을 초래하였다고 판단한 *메이슨 대 대한민국* 중재판정부의 독립적인 판단과 일치한다고 주장한다.[222] 해당 중재판정부는 손해가 예견 가능하였고 근접성이 있었으며 국민연금 또는 그 밖의 어떠한 행위자의 행위에 의해서도 인과관계 고리가 단절되지 않았다고 판단하였으며, 피청구국의 위반이 "보다 최근의 직접적인 원인"이었고 정부 개입의 대상인 국민연금의 행위는 "피청구국에게 귀속된 행위와 인과관계 측면에서 분리될 수 없다"는 결론을 내렸다.[223] 청구인은 이러한 판단이 중재판정부에 제출된 증거와 실질적으로 동일한 증거에 기초한다는 점에서 특히 중요성을 갖는다고 주장한다.[224]

---

218 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 94 항, 서울중앙지방법원, 2020 가합 600079 판결문, 2022 년 11 월 25 일 (**R-389**) *참조*. 청구인의 재반박서면, 제 72 항, 제 74 항*도 참조*.

219 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 94 항, 서울고등법원, 2023 나 2000796, 2026 년 2 월 12 일, 7 면 (**R-390**) *인용*. 청구인의 재반박서면, 제 74 항*도 참조*.

220 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 94 항; 청구인의 재반박서면, 제 73 항.

221 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 94 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 440 면, 748 면 (**R-391**) *인용*.

222 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 42-44 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일 (**CLA-219**) *참조*.

223 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 47 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 914-17 항 (**CLA-219**) *인용*.

224 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 48 항.

2. 피청구국의 입장

a) 적용되는 입증 기준

165. 피청구국은 청구인이 협정에 따른 투자자로서 사실적 인과관계를 입증할 책임이 있으며 적용되는 입증 기준은 주요 국제법 판례에서 인정되고 원 판정문 제 931 항에 반영된 "거의 확실히"라는 기준이라고 주장한다.[225] 피청구국에 따르면, 원 판정문 제 266 항과 제 581 항은 개연성의 우위보다 더 높은 기준을 배척한 것이 아니라 사실적 인과관계 판단 기준이 아닌 역사적 사실과 위반 행위에 관한 인정 기준에 대한 당사자들의 합의를 인용한 것에 불과하다.[226]

166. 피청구국은 "거의 확실히"라는 기준이 "충분한 정도의 확실성" 기준과 동등하며 "단순한 개연성의 우위보다 더 높은 정도의 개연성을 요구"한다고 주장한다.[227] 피청구국에 따르면, 이 기준은 배상이 "가능한 한 불법 행위의 모든 결과를 제거하고, 그 행위가 저질러지지 않았더라면 거의 확실히 존재했을 상황을 복원해야 한다"고 판시한 *Chorzów Factory* 판례에 근거를 두고 있다.[228] 따라서 "거의 확실히"라는 표현은 단순한 "아마도"가 아닌 "무언가가 일어날 가능성이 매우 높음"을 의미한다.[229] *Bosnian Genocide* 판례에서는 피청구국이 의무를 준수하였다면 손해가 "실제로 방지되었을 것"임을 "충분한 정도의 확실성"에 근거하여 입증할 것을 요구함으로써 기준을 명확히 하고 있다.[230] 피청구국은 *Bilcon v. Canada* 판례에 이러한 "높은 수준의 사실적 확실성"이 요약되었으며 국가의 행위가 "필연적으로" 피해를 초래하였는지를 물은 *Nordzucker* 판례에 의해 뒷받침되었다고 주장한다.[231]

---

225 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 66-67 항; 심리 속기록, 2 일차, 7:9-11, 60:23-61:2 면, 미국 서면, 제 9 항 *참조*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 10-11 항*도 참조*.

226 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 126 항; 심리 속기록, 2 일차, 59:14-18 면.

227 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 67-68 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 23 항. 심리 속기록, 2 일차, 7:16-20 면 *참조*.

228 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 70-71 항, *Case Concerning the Factory at Chorzów (Germany v. Poland)*, PCIJ Rep., Series A – No. 17, 1928 년 9 월 13 일, 47 면 (**CLA-97**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 5:7-11 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 25 항*도 참조*.

229 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 70-71 항; 심리 속기록, 2 일차, 5:7-11 면.

230 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 72 항, *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), *43 면* (**CLA-24**) *참조*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 11, 26 항*도 참조*.

231 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 73-74 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일,

167. 피청구국은 완전배상 의무로 인해 국가가 자신이 야기하지 않은 손해에 대해 거액의 손해배상 책임에 노출될 가능성이 있기 때문에 더 높은 인과관계 기준이 정당화된다고 주장한다.[232] 자신의 주장을 뒷받침하는 근거로서, 피청구국은 역사적 사실과 위반 행위에 대해 개연성의 우위 기준을 적용하였던 판정문 제 266 항과 제 581 항에 대비하여 청구인의 재무상태에 관한 가정적 시나리오에 "거의 확실히" 기준을 적용하였던 제 931 항을 지적한다.[233]

168. 또한, 피청구국은 위의 사실적 인과관계 판단 기준이 "협정과 국제관습법 모두에서 동등하게 적용"된다고 주장한다.[234] 피청구국은, 협정 제 11.16 조 제 1 항의 통상적 의미에 따라, 청구인이 위반 행위와 손실 사이의 인과관계를 입증하여야 하며, *Bilcon v. Canada* 판례에서 확인한 바와 같이, 이는 중재판정부로 하여금 "피청구국의 국제법 위반과 투자자의 손실 사이에 인과관계가 성립하는지 여부"를 검토할 것을 요구하는 기준에 관한 문제라고 주장한다.[235] 협정 그 자체에는 필수적인 인과관계의 내용이 규정되어 있지 않으므로, 피청구국의 견해에 따르면, 이 내용은 *Bilcon v. Canada* 판례에서 판단한 것처럼 국제관습법에 의해 보충되며 이는 위에 명시된 기준의 적용으로 이어진다.[236]

169. 피청구국은, 이 기준에 근거할 경우, 청구인이 만약 청와대 조치가 없었다면 국민연금이 거의 확실히 본건 합병에 반대하거나 기권하였을 것이며, 이로 인해 본건 합병에 필요한 3 분의 2 찬성을 확보하지 못하였을 것임을 입증하여야 한다고 주장한다.[237] 피청구국은 청구인이 이 사실을 입증할 수 없으며 설령 개연성의 우위 기준을 적용하더라도 관련 증거들은 독립적인 국민연금이 "본건 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높음"을 입증하고

제 110-11 항 (**RLA-90**); *Nordzucker AG v. Poland*, 제 3 차 일부 최종판정문, 2009 년 11 월 23 일, 제 51 항 (**RLA-126**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 5:14-20 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 25 항면*도 참조*.

232 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 26 항.

233 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 27 항, 판정문, 제 266 항, 제 581 항, 제 931 항 *참조*. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 42-45 항*도 참조*.

234 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 14 항.

235 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 14 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, 제 114 항 (**RLA-90**) *인용*.

236 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 14 항.

237 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 78 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 10-11 항, 제 15 항, 제 18 항. 심리 속기록, 2 일차, 7:12-16 면 *참조*.

있다고 주장한다.[238] 피청구국은 자신에게 사실적 인과관계를 부인할 입증책임이 없으며 청구인이 자신에게 요구되는 수준으로 개연성을 입증할 책임을 다하지 못하였음을 반증하는 것에 분석을 집중한다는 점을 강조한다.[239] 또한, 피청구국은 개입원인(*causa interveniens*)이 법적 인과관계에 국한된 개념이므로 자신은 국민연금의 행위가 인과관계 고리를 단절시키는 개입원인을 해당한다고 주장한 바가 없음을 명확히 하고, 그러한 이유에서 입증책임의 전환과 관련하여 청구인이 원용한 *Lemire* 판례와 *메이슨* 판례는 부적합하다고 주장한다.[240]

170. 피청구국은 사실적 인과관계에 반사실적 분석이 요구되지 않는다는 청구인의 주장을 반박하면서 이 주장이 원 중재절차에서 청구인 자신이 제기한 주장, 그리고 인과관계를 "위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부"로 상정한 판정문 제 815 항에 반한다고 주장한다.[241] 피청구국은 청구인 자신이 심리에서 가정적 분석은 만약 지시와 명령이 없었다면 국민연금이 찬성하였을지 여부를 묻는다는 점을 인정하였다는 점을 지적한다.[242] 피청구국은 국제법에서는 그러한 가정적 분석을 요구하며 이 경우 *Bosnian Genocide* 판례에서처럼 만약 위반 행위가 없었다면 결과가 달라졌을 것이라는 결론을 "충분한 정도의 확실성"을 가지고 내릴 수 없는 상황에서는 중재판정부가 배상을 인정하지 않을 수도 있다고 주장한다.[243] 또한, 피청구국은 반사실적 분석 요건이 다수의 법체계에 공통적으로 적용되는 인과관계 원리를 반영하며 실제로 발생한 "추가적인" 원인을 가상의 "다른" 원인과 구별한다고 주장한다.[244]

171. 이 맥락에서, 피청구국은 비국가 행위자가 개입하지 않은 상태에서 단일한 단계로 구성된 인과관계 고리만을 다루었으며 현재의 국제법을 제대로 반영하지 못하고 사실적 인과관계라는 선행적 물음을 누락하였다는 이유로 국제법 학계의 비판을 받고 있는

238 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 80 항.

239 심리 속기록, 2 일차, 51:20-52:20 면, 54:1-18 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 11 항.

240 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 11 항, 각주 3, *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/06/18, 판정문, 2011 년 3 월 28 일 (**RLA-56**); *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일 (**CLA-219**) *참조*. 심리 속기록, 1 일차, 84:22-86:11 면*도 참조*.

241 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 23-24 항, 판정문, 제 815 항 *인용*.

242 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 13 항; 심리 속기록, 1 일차, 65:7-11 면, 66:8-12 면, 66:24-67:7 면.

243 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 22 항; 심리 속기록, 1 일차, 77:3-7 면, 78:16-20 면.

244 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 22 항; 심리 속기록, 1 일차, 77:3-7 면, 78:16-20 면.

Amco II 판례가 적합하지 않다고 판단한다.[245] 피청구국은 자신이, *Amco II* 판례의 피청구국과는 달리, 다른 가정적인 적법한 방식으로 행동하여 동일한 결과를 달성할 수도 있었다는 주장을 제기하는 것이 아니라고 주장한다.[246]

172. 또한, 피청구국은 자신이 가정적 분석에 부당하게 가상의 요인들을 적용하고 있다는 청구인의 주장을 반박한다.[247] 피청구국은 자신이 의존하는 모든 요인들이 "현실 세계"에 실재하였으며, 설령 청와대 조치가 없었더라도 국민연금이 동일한 결정을 내렸을 가능성이 높다는 점을 증명한다고 주장한다.[248] 청구인이 든 비유를 인용하여, 피청구국은 자신이 중재판정부에 "가상의 다리들"을 상정해 줄 것을 요청하는 것이 아니라 모두 변론과 증거설명자료 D 에서 다룬 9 가지 현실 세계 요인들을 제시하는 것이라고 주장한다.[249]

173. 또한, 피청구국은 자신이 청구인에게 부존재에 대하여 증명할 것을 요구한다는 주장을 부인한다.[250] 피청구국의 입장은 청구인이 정당한 절차를 통해 모든 가상의 가능성을 상정하여 반증하여야 한다는 것이 아니라, 청구인이 자신에게 요구되는 수준의 입증 기준에 따라 만약 청와대 조치가 없었다면 국민연금이 표결에서 본건 합병에 반대하거나 기권하였을 것이라는 주장을 입증하여야 한다는 것이다.[251]

b) 청와대 조치가 국민연금의 투표를 유발하였는지 여부

174. 피청구국은 관련 요인들을 종합적으로 고려하여 본건 합병에 찬성하였다고 주장한다.[252] 피청구국에 따르면, 국민연금 의결권행사지침(이하 "**의결권행사지침**")이 분석의 출발점이 되어야 하는 바, 의결권행사지침은 기금이 "장기적으로 주주 가치를 증대"하는 방식으로 성실하게 의결권을 행사하고 "책임투자" 원칙에 의거하여 주주 가치의 감소를

245 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 36-38 항, Z. Douglas, The International Law of Investment Claims (2009), 102-03 면 (**RLA-223**); J. Paulsson, Denial of Justice in International Law (2005), 222 면, 225 면 (**RLA-224**) *참조*. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 21-22 항; 심리 속기록, 2 일차, 55:18-20 면, 57:12-25 면*도 참조*.

246 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 22 항; 심리 속기록, 1 일차, 77:3-7 면, 78:16-20 면.

247 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 17 항, 제 19 항.

248 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 19 항.

249 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 20 항, 환송 절차에서의 피청구국의 모두 변론, 85 면 *참조*; 심리 속기록, 1 일차, 12:25-13:17 면.

250 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 17-18 항; 심리 속기록, 1 일차, 62:16-19 면.

251 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 18 항.

252 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 81 항.

초래하거나 "기금의 이익에 반하는" 안건에 대하여는 반대하도록 규정하고 있다.[253] 피청구국은 해당 규정을 수익성의 원칙에 의거하여 가치평가 및 시너지가 다른 모든 고려 요인에 우선하는 것으로 해석한 청구인의 주장을 반박한다.[254] 피청구국의 주장에 따르면, 의결권행사지침은 국민연금이 장기적 수익성과 더불어 안정성과 공공성을 추구하도록 규정하고 있으므로 가치의 차이 그 자체만으로는 본건 합병에 반대하는 의결권 행사를 강제할 수 없었다.[255] 이러한 요건들을 적용하여, 피청구국은 협정을 준수하는 반사실적 상황에서 국민연금이 다른 견해를 채택하였을 것으로 추정할 만한 근거가 전무하다고 주장한다.[256]

175. 첫째, 피청구국은 국민연금이 본건 합병을 삼성그룹의 지배구조를 개혁하는 조치로 평가하였으며 이 개혁을 통해 장기적인 주주 가치를 제고할 것으로 기대하였다고 주장한다.[257] 피청구국은 본건 합병으로부터 1 년 전에 국민연금의 자체 보고서에서 상호지분 보유 구조를 지주회사 구조로 전환할 경우 "주주 가치가 지속적으로 향상"된다고 판단하였으며 삼성물산과 제일모직의 합병을 통한 삼성그룹 개혁 모델을 명시적으로 제시하면서 "한국 주식 투자 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것"으로 예상하였다는 점을 지적한다.[258]

176. 둘째, 피청구국은 투자위원회가 삼성그룹이 한국 경제에서 차지하는 중요성을 고려할 때 본건 합병이 무산될 경우 삼성그룹의 가치평가에 부정적 영향을 미치고 중장기적인 주가 변동성을 초래할 것이라는 점을 인식하고 있었다고 주장한다.[259] 피청구국은 청구인이 작성을 의뢰한 기밀 보고서에 의존한다. 이 보고서는 "삼성그룹과 이씨 가문은 이번 합병에 실패할 여유가 없으며, 만약 실패할 경우 삼성그룹에 미칠 영향은 광범위하고 예측

253 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 84-85 항, 국민연금 의결권행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 3-7 조 (**R-57**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 82:3-16 면*도 참조*; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 45 항.

254 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 45 항.

255 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 45 항, 국민연금 의결권행사지침, 제 4 조, 제 4-2 조, 제 6 조 (**R-57**) *참조*; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 82-87 항, 제 111 항.

256 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 88 항.

257 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 90 항; 심리 속기록, 2 일차, 86:7-17 면.

258 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 89 항, 투자운용 국내주식부문, "주요 그룹의 기업지배구조 개혁 가능성 검토", 2014 년 5 월 15 일, 1 면, 6 면 (**R-061**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 96:21-97:5 면*도 참조*.

259 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 94 항; 심리 속기록, 2 일차, 89:3-11 면.

불가능할 뿐만 아니라 경제 전반에 파괴적인 결과를 초래할 수도 있다"고 평가하였다.[260] 또한, 피청구국은 의결권 자문기관인 ISS 가 본건 합병이 무산될 경우 삼성물산 주가가 최대 22.6% 급락할 가능성을 경고한 예측 모델, 그리고 주주 청구 관련 판결문에서 투자위원회가 특히 "본건 합병이 무산될 경우 기금 운용에 미칠 영향"을 포함하여 합병에 관하여 "종합적인 고려"를 하였다는 서울중앙지방법원의 판단에도 의존한다.[261]

177. 셋째, 피청구국은 본건 합병의 전략적 근거에 건설 사업의 경쟁력을 강화하고 패션 및 식품 분야에서 해외 사업 기회를 확보하며 삼성물산이 삼성바이오로직스에 대한 지배권을 통해 바이오 기술을 확대하고 사업 포트폴리오를 다각화하는 것이 포함되었다고 주장한다.[262] 피청구국은 국민연금이 삼성물산의 수익성이 장기간 정체기를 겪었고 본건 합병이 이러한 추세를 바꿀 기회를 제공한다는 점, 바이오 부문이 삼성그룹의 미래 성장 동력으로 기대되었다는 점, 본건 합병 이후의 삼성물산이 사실상의 삼성그룹 지주회사로서 더욱 견고한 재무 건전성과 신용 등급을 달성하고 브랜드 로열티를 제고할 수 있다는 점을 감안하였다고 주장한다.[263] 피청구국에 따르면, 시장 역시 본건 합병을 통해 "전략적 이점 중 일부 또는 전부"가 실현될 것으로 기대하였으며 최소 21 명의 한국 증권 애널리스트가 본건 합병을 긍정적으로 평가하였고 삼성물산과 제일모직의 주가는 발표를 전후하여 거의 15% 급등하였다.[264]

178. 넷째, 피청구국은 사후적으로 볼 때 본건 합병의 전략적 이점이 입증되었으며 삼성바이오로직스는 급속한 성장을 거듭해 "합병 후 삼성물산의 2022 년 영업이익의 약 40%"를 차지함으로써 건설 및 무역 부문의 수익성 하락을 상쇄하였다고 주장한다.[265] 또한, 피청구국은 삼성물산의 부채 비율이 현저히 낮아졌고 삼성물산이 "사실상 삼성그룹의 지주회사" 역할을 하게 되면서 삼성그룹의 지분 순환 구조가 단순화되었으며 삼성물산의

---

260 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 93 항, 엘리엇 매니지먼트를 위해 작성된 삼성물산 및 제일모직에 관한 스펙트럼 아시아(Spectrum Asia) 보고서, 2015 년 3 월 19 일, 24-25 면 (**R-255**) *인용*.

261 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 94 항, ISS 특별분석보고서, 2015 년 7 월 3 일, 2 면(**C-030**); 서울중앙지방법원, 선고 2020 가합 600079 판결문, 13 면 (**R-389**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 85:2-12 면*도 참조*.

262 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 95 항; 심리 속기록, 2 일차, 95:19-96:1 면.

263 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 98 항; 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석", 2015 년 7 월 10 일 (**R-127**). 심리 속기록, 2 일차, 94:13-18 면*도 참조*.

264 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 96-97 항.

265 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 99 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 373-74 면 (**R-391**) *인용*.

신용등급이 2 조 6 천억 원의 손실을 흡수한 후에도 AA-에서 AA+로 상향되고 지금까지도 유지되고 있다고 주장한다.[266] 이러한 요인들을 종합적으로 고려할 때, 협정을 준수하는 가상적 상황에서 국민연금은 본건 합병에 찬성할 만한 충분한 이유가 있었으며 반대할 이유는 전혀 없었다.[267]

179. 이어서 피청구국은 찬성에 부정적인 영향을 미칠 수 있었다고 주장하는 두 가지 요인으로 본건 합병 비율이 삼성물산의 공정가치를 적절히 반영하였는지 여부와 불법적인 시장 조작이 발생하였는지 여부를 다룬다.[268] 본건 합병 비율에 관하여, 피청구국은 가치평가의 주관적이고 불확실한 성격을 강조하면서 딜로이트 안진회계법인과 KPMG 의 평가에서는 순 "손실"이 거의 없거나 전혀 없었던 것에 반하여 국민연금공단 리서치팀은 1,388 억 원의 순 "손실"을, ISS 는 5,088 억의 순 "손실"을 추정하였다는 점에 주목한다.[269] 비판의 대상은 가치평가에 있어 합리적인 이견이 존재할 수 있다는 점이 아니라 리서치팀이 1,388 억 원의 순 "손실"을 상쇄하기 위해 부실한 비교에 근거하여 약 2 조 1 천억 원의 시너지 효과를 역산하였다는 점이다.[270]

180. 피청구국은 청구인이 "거부할 것"이라는 구절을 오해하고 있다고 주장하면서, 국민연금 리서치팀의 [redacted] 팀장과 보건복지부 국민연금기금정책과 백진주 부과장 간의 통화 녹취록에서 발췌한 이 구절은 투자위원회가 심도 깊은 논의 없이 해당 사안을 전문위원회로 회부할 가능성이 있으며 보건복지부가 그러한 절차를 거부할 것이라는 우려에 관한 내용이었다고 설명한다.[271] 피청구국의 견해에 따르면, 이 구절은 국민연금이 찬성하지 않았을 가능성을 증명하는 것이 아니라 보건복지부가 투자위원회로 하여금 회부에 앞서 본건 합병에 대해 적절히 심의하기를 원했음을 증명한다.[272] 국민연금이 어차피 본건 합병에 찬성할 가능성이 높다면 왜 정부가 굳이 그러한 위험을

---

266 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 143-44 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 375-77 면 (**R-391**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 93:19-25 면*도 참조*.

267 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 145 항.

268 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 100 항.

269 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 102 항, Deloitte, "삼성 C&T 와 제일모직 간의 합병비율 검토 보고서", 2015 년 5 월 25 일, 12 면 (**R-386**) 및 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015 년 7 월 10 일, 18 면 (**R-127**) *참조*. 심리 속기록, 2 일차, 99:24-100:23 면; 피청구국의 증거설명자료 E, "결정 당시 국민연금이 이용할 수 있었던 (주관적 가치평가에 근거한) 벤치마크 합병 비율 계산 결과"*도 참조*.

270 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 104 항.

271 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 74 항.

272 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 74 항.

감수하겠느냐는 청구인의 질문에 대한 답변으로, 피청구국은 국민연금이 반대할 가능성이 높았기 때문이 아니라 찬성하지 않을 작은 가능성조차 제거하기 위해 개입한 것이라고 주장한다.[273] 피청구국은 문형표 장관의 지시가 찬성을 보증("100% 보증")하기 위함이었으므로 개입하였다는 사실만으로 결과가 바뀌었음을 입증하는 것은 아니라고 강조한다.[274]

181. 피청구국은 조작된 전망이 존재하였다는 사실만으로 본건 합병 비율이 왜곡되었음이 증명되는 것은 아니며, 그러한 전망이 배제된 가상적 상황에서 국민연금이 평가의 정량적 요소에 관하여 다른 접근 방식을 채택하거나 방법론적으로 타당한 시너지 전망을 의뢰하였을 것으로 합리적으로 예상할 수 있다고 주장한다.[275] 어떠한 경우가 되었건 간에 6 조 원(조작된 전망치의 3 배)의 시너지를 전망한 보고서를 포함하여 다른 전망도 존재하였으며, 이재용 부당합병 사건에서 서울중앙지방법원은 해당 보고서가 허위가 아니라고 판단하였으며 본건 합병이 주주 가치를 감소시킨 것이 아니라 오히려 증대시켰다고 판시하였다.[276]

182. 피청구국은 국민연금을 위해 작성된 의결권 행사 권고 보고서에서 이씨 가문의 지배권을 강화하는 것이 진정한 목적이라는 의혹, 경영진의 의무 위반 가능성, 불합리한 본건 합병 비율을 본건 합병에 반대하는 근거로 제기하였다는 점을 상기한다.[277] 피청구국에 따르면, 이러한 "음모론"과 "논란"은 입증되지 않았으며, 국민연금은 이를 충분히 인지한 상태에서 본건 합병을 처리하였고 서울중앙지방법원이 합병 가처분 결정(이하 **"합병 가처분 결정"**)에서 청구인의 합병 금지 신청을 기각한 후에 의결권을 행사하였다.[278] 합병 가처분 결정에서, 법원은 삼성물산의 주가가 회사의 객관적인 시장 가치를 반영하며 본건 합병 비율을 산정한 시점이 현저히 부당하다고 볼 수 없으며 합병 발표 후 삼성물산 주가가 크게 상승하였으며 삼성물산이 "건설 및 상사 분야의 매출 성장세가 예전보다 침체된

---

273 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 3 항, 제 16 항.

274 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 16 항, 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서, 124 면 (**C-511**) *인용*; 서울중앙지방법원, 문·홍, 8 면 (**C-69**). 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 58 항*도 참조*.

275 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 104-05 항.

276 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 105 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 599-602 면 (**R-391**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 39:21-24 면*도 참조*.

277 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 106 항, KCGS, "국내 상장사 안건 분석 보고서 (2015) - 삼성물산" [RESP000162], 2015 년 7 월 3 일 (**C-402**) *참조*.

278 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 106-07 항, 2015 가합 80582, 서울중앙지방법원, 2015 년 7 월 1 일 (**R-9**) *참조*.

상황에서 … 합병을 추진할 만한 동기가 있다"고 판시하였다.[279] 피청구국은 투표 이후에 내려진 4 건의 재판, 즉 가처분 결정을 유지한 서울고등법원 결정, 합병무효의 소에 관한 판결, 그리고 불법 혐의를 기각한 서울중앙지방법원 및 서울고등법원의 이재용 부당합병 형사 판결을 원용하는바, 그 중 첫 번째 이재용 판결은 딜로이트안진 보고서가 조작되거나 날조되었다고 볼 수 없다고 판단하였다.[280] 피청구국의 주장에 따르면, 본건 합병에 합리적인 사업 목적이 존재하였고 시기가 부당하지 않았다고 판시한 한국 법원의 판단을 종합할 때, 해당 판결은 관련 조치와 청구인의 손실 사이에 인과관계 고리가 존재하지 않음을 증명한다.[281]

183. 피청구국은 마찬가지로 본건 합병 비율이 강행법규에 따른 법정 산식을 따랐다고 주장한다.[282] 피청구국에 따르면, 예외적인 사정이 있는 경우에 한하여 기준 시가에 대한 재량적 조정이 허용되고 삼성물산과 제일모직 같은 계열사 간 합병의 경우에는 그 범위가 ±10%로 제한되며 2013 년에 이 제도가 도입된 이후로 실제로 적용된 사례는 전무하다.[283] 피청구국은 한국 법원이 급격한 주가 변동 이외의 상황에서 이 제도를 적용할 경우 소송이 제기될 위험이 있고 배임죄에 해당할 수 있다고 설명하였다는 점에 주목한다.[284]

184. 피청구국에 따르면, 2015 년 5 월 26 일에 본건 합병 비율이 확정된 시점에서 삼성물산과 제일모직은 재량적 조정을 실시하지 않았으므로 그 이후에 비율을 대체할 수 있는 유일한 방법은 합병계약서를 변경하거나 새로 체결하는 것뿐이었다.[285] 피청구국의 주장에 따르면, 만약 이 방법을 택하였다면 본건 합병 발표와 그에 이은 폐기가 야기하였을 급격한 변동성이 반영된 주가를 기준으로 법정 산식을 적용하여 새로운 비율을 산정하여야 했을

279 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 107 항, 2015 가합 80582, 서울중앙지방법원, 2015 년 7 월 1 일, 14 면 (**R-9**) *인용*.

280 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 108 항, 제 110 항, 제 112 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 602 면 (**R-391**) *참조*.

281 심리 속기록, 2 일차, 12:23-13:2 면, 41:16-17 면, 42:3-15 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 63 항.

282 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 36 항.

283 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 38 항, 2016 가합 510827, 서울중앙지방법원, 각주 1, 3-4 면 (**R-20**) (계열사 간 합병의 경우에는 조정 범위가 ±30%에서 ±10%로 제한된다); 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 883-884 면, 895-896 면 (**R-391**) *참조*.

284 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 38 항.

285 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 38-40 항.

것이다.[286] 피청구국은 본건 합병 비율을 변경하려는 시도 역시 마찬가지로 삼성물산 주주에게 더 불리한 비율로 이어질 수 있었다고 주장한다.[287]

185. 청구인이 의존하고 있는 2015 년 7 월 7 일 면담에 관하여, 피청구국은 홍완선 본부장과 이재용이 재량적 조정에 관해서도 논의하였다는 점을 지적한다.[288] 피청구국의 진술에 따르면, 이 면담에서 이재용은 삼성그룹이 재량적 조정을 검토하였으나 법률 검토를 거친 결과 그러한 조정을 적용할 수 있는 예외적인 사정이 존재하지 않는다는 결론을 내렸다고 설명하였으며, 이재용 부당합병 사건에서 법원은 이재용의 그러한 설명이 기망적이지 않았다고 판단하였다.[289]

186. 피청구국은 협정을 준수하는 반사실적 상황에서 본건 합병을 정당화하는 장기적 이점을 기대할 수 있었으므로 관련 요인들의 균형이 본건 합병 찬성에 유리하게 작용하였다고 주장한다.[290] 또한, 한국 법원의 판단은 본건 합병이 국민연금의 포트폴리오에 미치는 순효과가 부정적이었을 것이라거나 "본건 합병으로 인해 막대한 가치"의 손실을 입게 될 것이었다는 주장을 뒷받침하지 않는다.[291]

187. 피청구국은 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항에 따라 투자위원회가 "찬성과 반대의 선택이 어려울 경우" 전문위원회에 결정을 요청할 수 있다는 점을 고려할 때, 반사실적 시나리오에서 투자위원회와 전문위원회 중 어느 기구가 본건 합병에 관한 결정을 내렸을지는 불확실하다고 주장한다.[292] 피청구국에 따르면, 설령 사안이 전문위원회에 회부되었다 하더라도 본건 합병에 반대하였으리라는 증거는 전무하며 그에 반하는 견해는 조영길 위원이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 예측에 근거를 두고 있다.[293]

---

286 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 40 항. 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서, 79 면, 110 면 (**C-511**) *참조*.

287 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 40 항.

288 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 42 항. [redacted], 국민연금 CEO 면담 내용, 2015 년 7 월 7 일, 19671 면 (**C-413**) *참조*; 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서, 31-33 면(**C-511**).

289 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 42 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 605 면, 632 면, 743-44 면 (**R-391**) *참조*.

290 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 111-12 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 45 항; 심리 속기록, 2 일차, 105:19-107:6 면.

291 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 72 항.

292 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 114 항, 판정문, 제 223 항 *인용*.

293 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 118 항.

피청구국은 이 예측이 조영길 위원 자신이 아직 합병 찬반 여부를 결정하지 못한 상태였고 "결코 본건 합병에 반대할 계획은 없었"으며 전문위원회가 청구인의 신청을 기각한 법원의 합병 가처분 결정을 존중하여야 할 것으로 판단하였다고 증언한 내용과 부합하지 않는다고 주장한다.[294] 또한, 본건 합병에는 SK 합병과는 달리 반대의 근거로 작용하였던 자사주 문제가 존재하지 않았으며 합병 가처분 결정이 있었다는 점에서 전문위원회가 반드시 SK 합병의 선례를 따를 것으로 판단할 수 없다.[295]

188. 또한, 피청구국은 반대신문에서 조영길 위원이 창업 가문의 지배력과 관련이 있다는 점에서 SK 합병과 동일하다고 인정한 진술은 제한적인 범위 내에서만 동일성을 인정한 것이며 본건 합병 실패 시 미칠 위험이 SK 합병보다 훨씬 더 컸다고 주장한다.[296]

189. 피청구국의 견해에 따르면, 청구인이 심리 직전에 제출한 [redacted] 위원 진술조서 번역본만으로는 전문위원회의 의결 결과가 어떠하였을지에 관하여 아무것도 알 수가 없다.[297] 청구인은 해당 진술조서에 전문위원회 교수 위원 4 인이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 진술이 기록되어 있다고 주장하지만 해당 진술은 [redacted] 위원이 4 인 중 누구에게도 각자의 입장을 확인한 사실이 없으며 사후에 그 중 2 인과 단지 "가벼운" 대화를 나눴을 뿐이라고 증언한 내용과 배치된다.[298]

190. 투자위원회에 관하여, 피청구국은 보건복지부의 외압을 배제하고 객관적으로 도출된 수치를 제공받았다 하더라도 여전히 본건 합병에 찬성할 가능성이 있었다고 주장한다.[299]

191. 청구인이 의존하고 있는 특정 증거에 대하여, 피청구국은 2015 년 3 월 18 일 면담에서 국민연금 대표들이 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않은 것임을 시사하였다는 청구인의 주장이 "입증되지 않았고 부정확하다"며 일축한다.[300] 피청구국은 해당 면담에 참석한 국민연금 관계자 2 인은 국민연금의 공식적인 입장을 전달하지 않았고 그럴 권한도

---

294 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 124 항, 제 126 항, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, 제 21 항, 제 30 항 (**RWS-1**) *인용*.

295 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 129-30 항; 심리 속기록, 2 일차, 108:10-24 면.

296 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 131 항; 조영길의 두 번째 증인 진술서, 제 6 항 (**RWS-2**); 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 59 항.

297 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 60 항.

298 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 60 항, 검찰청에 제출된 [redacted] 진술조서, 21 면 (**C-456**) *참조*. 환송 절차에서의 피청구국의 모두 변론, 139 면, 141 면*도 참조*.

299 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 139 항.

300 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 60 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 32-33 항.

없었으며 두 사람 중 누구도 투자위원회 위원이 아니었다고 주장한다.[301] 피청구국은 국민연금이 2015 년 6 월 15 일자 서신에서 청구인에게 본건 합병에 관한 입장을 어떠한 방식으로도 표명한 바 없음을 명확히 밝혔다는 점을 상기한다.[302] 또한, 피청구국은 청구인이 SK 합병 안건 표결 당일에 삼성그룹 직원들 간에 오간 문자 메시지에서 "국민연금이 SK 합병은 반대하지만 물산 합병 건은 케이스가 달라 찬성하기로 내부의견을 정했다고 믿을만한 소식통을 통해 확인했다"는 내용은 언급하지 않았다는 점을 지적한다.[303] 어떠한 경우가 되었건 간에, 피청구국은 문제의 발언이 표결일보다 4 개월이 앞선 시점에서, 국민연금이 본건 합병으로 인해 주주 가치에 미치는 영향을 검토하고 법원에서 합병 가처분 결정이 내려지기 전에 행하여졌다는 점에 주목한다.[304] 이를 근거로, 피청구국은 어떠한 입증 기준을 적용하더라도 2015 년 6 월 30 일 최초 개입 당시 국민연금이 본건 합병에 반대하는 입장을 형성하고 있었다고 인정할 만한 증거가 전무하다고 주장한다.[305]

192. 피청구국은 국민연금이 관련 의사결정기구가 심의를 개시하기 전에는 기관 차원의 입장을 정할 수 없었으며 2015 년 7 월 10 일 투자위원회 회의 전날까지 자체 정보 수집 절차가 계속해서 진행 중이었다고 주장한다.[306] 또한, 피청구국은 2015 년 6 월 30 일 당시 합병 가처분 결정이 아직 내려지지 않은 상태였으며 청구인의 2015 년 6 월 23 일자 서신에도 국민연금이 "입장을 여전히 검토 중"이라고 기술되어 있다는 점에 주목한다.[307] 피청구국의 주장에 따르면, 만약 국민연금이 2015 년 6 월 30 일 이전에 잠정적 견해를 형성하였다면 그것은 본건 합병에 찬성하는 방향이었다.[308] 피청구국은 문형표/홍완선 형사사건 항소심 판결에서 서울고등법원이 홍완선 본부장은 "보건복지부 공무원들의

---

301 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 60 항, 국민연금이 엘리엇에 발송한 서신, 2015 년 6 월 15 일, 1 면(**C-201**) *인용*.

302 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 60 항, 국민연금이 엘리엇에 발송한 서신, 2015 년 6 월 15 일, 1 면(**C-201**) *인용*.

303 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 64 항, [redacted]와 여러 수신자 간의 문자 메시지 기록, 2015 년 6 월 24 일, 13231 면 (**C-421**) *인용*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 31 항*도 참조*.

304 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 61 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 30 항.

305 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 28-29 항.

306 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 30 항, R-391, 85 면, 724-733 면; R-127, 48 면; R-128, 4 면 *인용*.

307 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 30 항, 엘리엇이 국민연금에 발송한 서신, 2015 년 6 월 23 일, 1 면 (**C-202**) *인용*.

308 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 31 항.

지시를 받기 전에 이미 이 사건 합병 안건에 대한 찬성 의사가 있었던" 것으로 판단하였고 [redacted]은 삼성 합병을 처음 공고하자마자 리서치팀에서 긍정적인 평가를 하였다고 증언한 사실을 지적한다.[309]

193. 피청구국은 국민연금 리서치팀의 최초 가치평가 결과가 국민연금이 이미 본건 합병이 "가치를 훼손한다"는 결론을 내렸음을 증명한다는 청구인의 입장을 반박한다.[310] 피청구국은 이것이 가치평가 경험이 없는 담당자들이 가치평가에 관련된 중요한 정보를 확보하지 못한 상태에서 작성한 기준 합병 비율에 불과하였다고 주장한다.[311] 2015 년 6 월 30 일 분석 결과는 1:0.64 를 중간값으로 하여 기준 합병 비율의 범위를 제시한 것이며 국민연금이 삼성바이오로직스 가치평가에 필요한 "거의 아무런 자료도" 보유하지 못한 시점에서 작성된 최초 초안이었다.[312] 리서치팀은 세 차례에 걸쳐 범위를 산정하였으며 두 번째 분석에서 하락하였던 범위가 세 번째 분석에서는 상당 부분 회복되었다. 피청구국은 이러한 사실이 개입 이전에 이미 확정된 입장이 아닌 반복적인 검토 절차를 시사한다고 주장한다.[313]

194. 피청구국은 투자위원회 위원 6 인이 만약 조작된 전망이 없었다면 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라고 진술하였다는 청구인의 주장도 반박한다.[314] 피청구국은 해당 진술을 충실히 읽어 보면 관련 위원들이 전망이 "임의로 조작되었다"는 말에 반응한 것뿐이며 일부 위원은 만약 기만 행위를 알았다면 찬성하기 "어려웠을 것"이라고 답한 것에 불과하다고 주장한다.[315] 피청구국에 따르면, 시너지 수치가 조작되었다는 사실을 알았다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것이라고 말하는 것은, 더 정확한 계산이 있었다면 다른 방식으로 투표했을 것이라고 말하는 것과는 전혀 다른 문제이며, 왜곡된

309 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 31 항, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, 66 면 (**R-153**) *인용*; [redacted] 증인신문조서(문형표/홍완선 서울중앙지방법원), 66 면 (**C-508**).

310 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 34 항.

311 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 34 항.

312 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 35 항.

313 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 35 항.

314 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 136 항.

315 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 136 항, [redacted] 증인신문조서(문형표/홍완선 서울중앙지방법원), 15 면 (**C-502**) *인용*.

전망을 배제한 상태에서, 본건 합병이 장기적인 주주 가치를 제고할 것이라고 믿을 만한 신뢰할 수 있는 근거가 존재하였는지 여부가 문제의 진정한 핵심이다.[316]

195. 또한, 피청구국은 위원들의 진술이 신빙성에 한계가 있는 검찰 진술조서에서 발췌되었다고 주장하며 일부 위원은 이후에 법정에서 진술을 정정하였다는 점에 주목한다.[317] 피청구국은, 관련 진술조서의 신빙성에 이의를 제기함에 있어, 자신이 원 중재절차에서의 합의를 번복하고 있다는 청구인의 주장을 반박하고, 해당 합의는 한국 법원의 "적극적 사실인정"으로 범위가 한정되며 수사기관 진술조서의 신빙성은 인정한 적이 없다고 주장한다.[318] 또한, 피청구국은 당시 자신이 진술조서의 신빙성에 이의를 제기하였으며 중재판정부가 원 판정문 제 621 항에 이 다툼을 언급하고 이에 대한 판단을 내리지 않았다는 점을 상기한다.[319]

196. 또한, 피청구국은 투자위원회 위원들이 왜곡된 전망 외에도 다른 여러 요소를 고려하였다고 증언하였다는 점에서 수치 자체가 결정적인 요인은 아니었으며 객관적으로 도출된 수치로 대체되었다 하더라도 반드시 표결 결과에 영향을 미쳤을 것으로 볼 수 없다고 강조한다.[320] 피청구국은 한국 법원이 두 건의 별도 사건에서 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위가 투자위원회의 결정에 결정적 영향을 미치지 않았다고 판단하였으며, 본건 합병 비율의 공정성은 주관적 가치평가에 달려 있고 회부 여부는 투자위원회 자체의 결정 사항이었으며 특정 표결을 유도하지 않는 공개 투표 방식을 채택하였고 경험 많은 전문가들이 시너지 수치가 단순한 전망에 불과하다는 점을 이해하고 있었다는 것이 그 이유였다는 점을 지적한다.[321]

197. 마지막으로, 피청구국은 부당한 간섭을 받지 않은—본건 합병을 지지하는 독립적인 판단을 내린 국부펀드를 비롯한 수많은 대·소규모 투자자로 구성된—다른 삼성물산

316 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 137 항; 심리 속기록, 2 일차, 112:16-113:9 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 46 항.

317 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 53 항. 피청구국은 검찰 진술조서가 검사의 표현으로 작성한 요약된 기록으로 검찰이 통제하는 환경에서 비공개로 이루어지며 변호인이 참관할 권리가 없다는 점에도 주목한다. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 51-52 항.

318 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 54-55 항.

319 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 55 항.

320 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 137 항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 83(c)항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 44 항, 제 46 항. 심리 속기록, 2 일차, 112:15-20 면 *참조*.

321 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 138 항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 54 항, 제 83(c)항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 47 항.

주주들의 투표 행태를 살펴보는 것이 가상적 결과를 추정하는 또 다른 방법이 될 수 있으며 불법적인 간섭 없이 합리적으로 행동하는 국민연금이 반드시 합병에 반대하였을 것이라는 청구인의 주장을 약화시킨다고 주장한다.[322]

c) 중재판정부의 기존 판단에 의해 이미 인과관계가 입증되는지 여부

198. 피청구국은 중재판정부가 실제로 결정한 적이 없는 사안에 대해 중재판정부가 이미 결정을 내렸다는 청구인의 주장을 반박한다.[323]

199. 피청구국에 따르면, 원 판정문 어디에도 중재판정부가 전문위원회가 "본건 합병에 반대하였을 것"임을 인정한 대목은 없으며 중재판정부가 "최근 SK 합병의 선례에 비추어 [전문위원회가] 본건 합병을 반대할 것으로 보고" 청와대 조치가 취해진 것으로 판단하였다는 청구인의 주장은 근거가 없다.[324] 또한, 중재판정부가 "여러 요인들이 '본건 합병 승인을 지지하는 근거가 되었다'는 주장을 배척"하였다는 청구인의 주장 역시 판정문 어디에서도 그 근거를 찾을 수 없다.[325]

d) 추가 판결문 및 메이슨 *판정문*

200. 피청구국은 추가 판결문을 근거로 환송 판결에 의해 취소되지 않은 판단에 대한 재심리를 요청하는 것이 아니라 중재판정부에 제기된 반사실적 질문에 대한 지침을 제시할 목적으로 이에 의존하는 것이라는 점을 명확히 한다.[326] 이 맥락에서, 피청구국은 추가 판결문에서 한국 법원이 협정을 준수하는 시나리오하에서 국민연금이 행하였을 가능성이 있는 분석과 의사결정에 관련된 판단을 내렸으며 청구인은 이에 "소홀히 대응"하였다고 주장한다.[327] 피청구국은 한국 법원이 주주 청구 관련 판결문에서 국민연금이 독립적으로 의결권을 행사한 것으로 판단하지 않았다는 청구인의 주장이 부정확하며 오해를 불러일으킬 수 있다고 주장한다. 피청구국에 따르면, 서울중앙지방법원은 "[문형표]와 [홍완선]의 행위가 투자위원회의 의결권 행사를 좌우한 것으로 보기 어렵"고 피고가 국민연금을 "도구로 이용하여 위법행위를 한 것"이라고 볼 수 없으며 기망이나 강박

322 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 140-41 항; 심리 속기록, 2 일차, 40:11-18 면, 62:22-63:1 면.

323 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 50 항.

324 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 51(a)항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 58 항.

325 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 51(c)항.

326 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 55 항.

327 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 51(c)항, 제 54 항.

등으로 "자유로운 의사"에 기하지 않은 행사를 하였다고 보기 어렵다고 판단하였다.[328] 이러한 사실인정에 이르기 위하여, 서울중앙지방법원은 통상의 합리적인 사람이라면 그 사실의 존재에 관하여 어떠한 의심도 품지 아니할 정도의 "고도의 개연성(가는성)" 기준이 충족되었다는 판단을 내려야 했다.[329]

201. 피청구국은 추가 판결문의 특정 판단이 원 판정문 제 602 항과 제 623 항에서 중재판정부가 국민연금이 "보건복지부의 지침과 지시에 따라" 행동하였다고 판단한 것과 표면적으로 상충되는 것처럼 보일 수 있음을 인정한다.[330] 피청구국의 견해에 따르면, 판정문의 관련 대목은 "현실 세계"에서 일어난 일을 다루고 있으며 인과관계가 아닌 책임을 규명하는 것이 목적인 반면에, 주주 청구 관련 판결문은 반사실적 분석을 특정하고 있으므로 중재판정부는 판정문 제 602 항과 제 623 항을 재검토할 필요 없이 법원의 판단을 고려할 수 있다.[331] 합병 무효 결정에 관하여, 피청구국은 원 판정문 제 614 항에서 오염된 전망이 결정적인 요인으로 작용하였는지 여부에 관한 판단을 다루고 있지 않으며 중재판정부가 합병 무효 결정과 구별을 둔 근거들 중 어느 하나도 추가 판결문에는 적용되지 않는다고 주장한다.[332]

202. *메이슨* 판정문에 관하여, 피청구국은 *메이슨* 중재판정부의 결정이 본 중재판정부에 제출된 증거와 상반되며 그 자체로도 설득력이 없다고 주장한다.[333] 피청구국의 견해에 따르면, 보건복지부가 승인이 "100% 보증되지 않았기" 때문에 "작은 가능성조차 제거하기 위해" 행동에 나섰다는 점에서 "거의 확실히" 기준을 크게 하회하므로—만약 보건복지부가 전문위원회의 승인을 확신하였다면 개입하지 않았을 것이라는 전제하에—전문위원회가 본건 합병에 반대하였을 것이라는 *메이슨* 중재판정부의 추론은

328 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 54(a)항, 서울중앙지방법원, 2020 가합 600079 판결문, 제 12-13 항 (**R-389**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 28:22-30:19 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 47 항*도 참조*.

329 심리 속기록, 2 일차, 30:20-31:5 면, 42:20-25 면. 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 부록 B, 제 11(c)항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 71 항*도 참조*.

330 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 56 항, 판정문, 제 602 항, 제 623 항 *인용*.

331 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 56-57 항.

332 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 48-49 항.

333 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 142 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 865 항 (**CLA-219**) *참조*.

논리적으로 도저히 받아들일 수 없는 비약을 보여준다.[334] *메이슨* 중재판정부가 SK 합병에 의존한 것 역시 마찬가지로 본건 합병의 의사결정권자들은 합병 가처분 결정을 참고하고 합병이 무산될 경우 초래될 막대한 손실을 감안하여야 했다는 점에서 "[전문위원회의] SK 합병에 대한 투표 결과를 근거로 [전문위원회가] 합병에 반대하였을 가능성이 높다고 추론하는 것은 도저히 타당하지 않다".[335] 또한, 피청구국은 *메이슨* 중재판정부가 "국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하기 위하여 … 건전한 경제적 이유가 있었다고 생각하지 않는다"는 판단을 내리면서 모든 관련 요인들을 제대로 고려하지 않았고 본건 합병이 무산될 경우 주가가 하락하리라는 사실을 간과하였으며 삼성물산에 불리한 보고서에만 의존하고 그 반대인 보고서는 무시하였을 뿐만 아니라 이재용 부당합병 판결문에서 인정한 "사실상의 합리적인" 시너지를 일축하였다고 주장한다.[336]

B. 중재판정부의 결정

1. 적용되는 입증 기준

203. 위에 요약된 바와 같이, 당사자들은 사실적 인과관계에 적용되는 입증 기준에 합의하지 못하고 있다. 청구인은 중재판정부가 원 판정문 제 266 항에서 정한 "개연성의 우위"가 적용 가능한 기준이며 반사실적 시나리오는 중재판정부가 개입과 상관없이 어떠한 경우가 되었건 간에 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것인지 여부를 추정하는 것을 허용하지 않는다고 주장한다. 청구인에 따르면, "현실 세계"에서의 사건들은 여전히 반사실적 시나리오와 직접적인 관련성을 갖는다. 이 주장에 대해, 피청구국은 상설국제사법재판소가 *Chorzów Factory* 판례에서 채택하고 중재판정부가 원 판정문 제 931 항에서 인정한 "거의 확실히" 기준이 적용 가능한 기준이라고 주장한다. 피청구국의 견해에 따르면, "거의 확실히" 기준은 *Bosnian Genocide* 사건의 ICJ 와 *Bilcon* 중재판정부가 채택한 "충분한 정도의 확실성" 기준과 동등하므로 단순한 개연성의 우위 기준보다 "훨씬 더 높은" 기준이다.

---

334 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 149 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 868 항 (**CLA-219**) *인용*. 심리 속기록, 2 일차, 8:5-15 면, 107:22-25 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 3 항, 제 16 항, 제 58 항*도 참조*.

335 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 152-54 항; 심리 속기록, 2 일차, 108:8-24 면.

336 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 155-69 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 877 항 (**CLA-219**) *인용*.

204. 중재판정부는 원 중재절차에서 당사자들이 개연성의 우위를 "본 중재에서" 사실인정에 적용되는 기준으로 합의하였다는 점에 주목하였다는 것을 상기한다.[337] 손해액과 관련하여, 중재판정부는 "이러한 잠재적 손실이 국제법상 배상의 대상이 되기 위해서, 청구인은 *Chorzów Factory* 사건에서 명시된 완전 배상의 원칙에 따라, 청구의 대상인 가치 증가가 '거의 확실히' 발생하였을 것임을 입증"하여야 한다고 판시하였다.[338] 중재판정부는 인과관계에 특정하여 적용되는 입증 기준에 관해서는 추가적인 별도의 결정을 내리지 않았다. 따라서 중재판정부는 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서 그 입장을 명확히 하여야 한다.

205. 중재판정부는, 비록 (적용되는 입증 기준은 개연성의 우위라고 판단한) 제 581 항이 원 판정문에서 협정 위반 입증에 적용되는 기준을 다루고 있는 부분인 것은 사실이나, 판정문상에서 이 기준이 인과관계에 관련된 경우를 포함하여 모든 사실인정에 적용되는 것은 아니라고 추론할 만한 근거는 전무하다는 점에 주목한다. 실제로, 위에서 주목한 바와 같이, 중재판정부는 제 581 항에서 "본 중재에" 적용되는 입증 기준은 개연성의 우위라고 판단하였는데, 이는 이 기준이 인과관계에 관련된 경우를 포함하여 모든 사실인정에 적용됨을 암시한다. 또한, 비록 판정문에 *Chorzów Factory* 판례에서 채택한 "거의 확실히" 기준을 언급하기는 하였으나, 이는 인과관계가 아닌 손해액의 맥락에서였고, 판정문은 두 기준 사이에 차이가 없다는 입장을 취한 중재 선례를 승인하는 취지로 인용하였을 뿐 "거의 확실히" 기준이 개연성의 우위 기준과 동일한 것인지 아니면 그보다 높은 것인지에 관하여는 구체적으로 언급하지 않았다.[339]

206. 이처럼 원 판정문에서 구체적으로 결정하지 않았고 당사자들 간의 분쟁이 계속되고 있는 쟁점은 개연성의 우위와 다른 (그리고 그보다 더 높은) 입증 기준이 사실적 인과관계 입증에 적용되는지 여부이다. 앞서 본 바와 같이, 청구인에 따르면, 여기에 적용되는 기준은 사실인정에 적용되는 것과 동일한 기준인 개연성의 우위이며 "거의 확실히"

---

337 판정문, 제 266 항, 제 581 항.

338 판정문, 제 931 항, *Case Concerning the Factory at Chorzów (Germany v. Poland)*, 본안에 관한 결정, PCIJ Rep., Series A – No. 17, 1928 년 9 월 13 일, 47 면 (**CLA-97**) *참조.*

339 위의 각주 337 *참조.* 판정문, *Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v. Republic of Colombia*, ICSID 사건번호 ARB/16/6, 판정문, 2019 년 8 월 27 일, 제 669 항 (**CLA-121**); *Bear Creek Mining Corporation v. Republic of Peru*, ICSID 사건번호 ARB/14/21, 판정문, 2017 년 11 월 30 일, 제 674 항(**CLA-89**); *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/09/1, 판정문, 2014 년 9 월 22 일, 제 685 항 (**CLA-122**); *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정문, 2010 년 3 월 3 일, 제 229 항 (**CLA-133**)을 참조한 제 581 항*도 참조.*

기준은 개연성의 우위 기준보다 높지 않은 반면에, 피청구국은 적용되는 기준은 "충분한 정도의 확실성"을 요하는 "거의 확실히" 기준이라고 주장하며 이는개연성의 우위보다 더 높은 입증 기준이라고 한다. 자신의 입장을 뒷받침하는 근거로서, 피청구국은 (원 중재절차에서와 마찬가지로) 본 환송 절차에서 *Bilcon v. Canada* 판례와 *Bosnian Genocide* 판례에 의존한다.

207. *Bilcon v. Canada* 판례에서, 중재판정부는 가정적 시나리오에 적용되는 입증 기준은 "충분한 정도의 확실성" 또는 그 대안으로 "거의 확실히" 기준이라고 결정하였다.[340] 이 주요 기준, 즉 적용되는 기준은 "충분한 정도의 확실성"이라는 판단을 뒷받침하는 근거로서, 해당 중재판정부는 *Bosnian Genocide* 판례에 의존하였다.[341] *Bosnian Genocide* 판례에서, ICJ 는 적용되는 입증 기준을 집중적으로 다루었으며 해당 사건에 "예외적으로 중대한 혐의"가 포함되었다는 점에 주목하였다.[342] 해당 재판부는 "예외적으로 중대한 혐의로 국가를 상대로 제기된 청구는 완벽하게 확정적인 증거에 의해 입증되어야 한다는 원칙을 오랫동안 확인해 왔다"는 점을 상기하였으며 "절차를 통해 제기된, 집단살해 범죄가 자행되었다는 주장이 명확하게 입증되었음을 완전히 확신"할 것을 요구하였다.[343] ICJ 는 피청구국이 집단살해방지협약에 따른 의무를 위반하였다는 판단을 내린 후에 청구인의 배상 청구와 더불어 피청구국이 집단살해 방지 의무를 준수하는 반사실적 시나리오와 관련하여 피청구국의 위법 행위와 청구인이 주장하는 손해 사이에 존재하여야 하는 인과관계 고리를 다루었다. ICJ 는 적용되는 기준이 "충분히 직접적이고 확실한 인과관계"이며 "그러한 인과관계는 재판부가 사건을 전체적으로 검토하여 충분한 정도의 확실성에 근거하여" 위법 행위가 "만약 피청구국이 자신의 법적 의무를 준수하였다면 실제로 방지될 수 있었을 것"이라는 "결론을 내릴 수 있는 경우에만 입증된 것으로 간주될 수 있다"는 점에 주목하였다.[344]

---

340 *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, 제 114 항 (**RLA-90**).

341 *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 462 항 (**CLA-24**) *참조.*

342 *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 209 항 (**CLA-24**).

343 *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 209 항 (**CLA-24**).

344 *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 462 항 (**CLA-24**).

208. 피청구국은 ICJ 가 *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, *Certain Activities Carried Out by Nicaragua in the Border Area (Costa Rica v. Nicaragua)*, *Case Concerning Ahmadou Sadio Diallo (Republic of Guinea v. Democratic Republic of the Congo)* 판례를 포함하는 후속 판례에서도 동일한 입증 기준을 적용하였다고 주장한다.[345] *Diallo* 판례(2012 년 판결)와 *Certain Activities* 판례(2018 년 판결) 모두 *Bosnian Genocide* 판례에서 채택한—충분히 직접적이고 확실한 인과관계를 요하는—인과관계 기준을 확인하였다.[346] 가장 최근의 판례인 *Armed Activities in the Congo* 판례(2022 년 판결)에서, ICJ 는 *Certain Activities* 판례와 *Diallo* 판례를 포함하는 기존 판례를 인용하면서 인과관계에 적용되는 기준은 위법 행위와 그 결과로 발생한 손해 사이에 "충분히 직접적이고 확실한 인과관계"가 존재하는지 여부라는 점을 재확인하였으며 "요구되는 인과관계는 위반한 1 차 규범과 손해의 성격 및 정도에 따라 달라질 수 있다"는 점에 주목하였다.[347] ICJ 는 *Bosnian Genocide* 판례를 유추하여 "설령 국가가 필요한 조치를 취하였더라도 제 3 자에 의해 초래된 손해가 … 여전히 발생할 수 있었다"는 피청구국의 주장을 배척하면서 *Bosnian Genocide* 판례에서 재판부는 "'협약 문서나 법적 구속력이 있는 기타 규범에 국가가 특정 행위를 방지할 의무가 포함된 경우에 적용되는 일반적인 판례를 수립할 목적'이 아니었다"는 점을 상기하였다.[348]

209. 따라서 ICJ 가 해당 판례들에서 채택한 인과관계 입증 기준은 "충분히 직접적이고 확실한 인과관계 고리"이다. 다만, ICJ 는 *Armed Activities in the Congo* 판례에서 "요구되는 인과관계는 위반한 1 차 규범과 손해의 성격 및 정도에 따라 달라질 수 있다"[349]는 점을 강조하였으며 *Bosnian Genocide* 판례가 "일반적인 판례"를 수립할 목적이 아니었으므로

345 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 92 항.

346 *Ahmadou Sadio Diallo (Republic of Guinea v. Democratic Republic of the Congo)*, 손해배상에 관한 판결문, I.C.J. 판례집(2012), 제 14 항 (**RLA-226**); *Certain Activities Carried Out by Nicaragua in the Border Area (Costa Rica v. Nicaragua)*, 손해배상에 관한 판결문, I.C.J. 판례집(2018), 제 32 항(**RLA-225**).

347 *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 배상 판결문, I.C.J. 판례집(2022), 제 93-94 항 (**CLA-215**).

348 *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 배상 판결문, I.C.J. 판례집(2022), 제 92 항, 제 96 항 (**CLA-215**).

349 *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 배상 판결문, I.C.J. 판례집(2022), 제 93 항 (**CLA-215**).

그러한 판례를 유추하는 것을 경계하였다.[350] 더 나아가, ICJ 는 판례에서 사실적 인과관계와 법적 인과관계를 명확하게 구별하지 않았으나, 위에 인용된 판례를 보면 "충분히 직접적이고 확실한 인과관계" 기준이 두 경우를 모두 포괄함이 명백하다. 사실적 인과관계는 위반 행위와 손실 사이의 인과관계가 "충분히 … 확실한" 경우에 입증되며 법적 인과관계는 위반 행위와 손실 사이의 인과관계가 "충분히 직접적"인 경우에 존재한다.[351]

210. ICJ 의 판례에서는 ICJ 가 사실적 인과관계에 적용되는 기준으로 채택한—충분한 확실성—입증 기준과, 투자 협정 중재에서 일반적으로 채택되고 원 중재절차에서 중재판정부가 피청구국의 협정 위반 여부 판정에 적용되는 기준으로 채택한, 개연성의 우위(또는 "증거의 우위" 또는 "증거의 우월성") 기준 사이에 실질적인 차이가 존재한다는 정황을 찾아볼 수 없다. 오히려 *Certain Activities* 판례에서 "위법 행위와 발생한 손해 사이에 충분한 인과관계가 존재하는지 여부를 결정하는 것은 최종적으로 재판부의 몫이다"라고 적시한 것으로 보아, ICJ 는 위반 혐의가 제기된 행위와 주장이 제기된 손실 사이에 충분한 인과관계 고리가 입증되었는지 여부에 관한 판단을 증거 형량에 관한 문제로 간주하는 것으로 보인다.[352] *Bosnian Genocide* 판례처럼 예외적으로 중대한 혐의가 포함된 사건을 제외하고, 피청구국의 국제법상 의무 위반 행위와 청구인에게 발생한 손실 또는 손해 사이의 인과관계 고리를 입증하는 기준이 충분한 확실성 기준보다 더 높아야 한다고 주장할 수 있는 법적 근거는 존재하지 않는다.

2. 청구인의 손실에 관한 사실적 인과관계가 인과관계에 적용되는 입증 기준을 적용하여 입증되었는지 여부

211. 중재판정부는 국민연금의 행위가 한국에 귀속되었다는 판단(현재 이 판단은 취소되었다)에 근거를 두었던 범위 내에서 인과관계에 관한 판정문상의 판단이 중재판정부로 하여금 가정적(그것이 없었더라면 결과도 없었을 관계) 시나리오를 검토할

---

350 *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 배상 판결문, I.C.J. 판례집(2022), 제 96 항 (**CLA-215**), *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 429 항 (**CLA-24**) *인용*.

351 "충분히"라는 수식어가 요구되는 확실성과 직접성의 정도를 구체적으로 규정하는 것은 아니지만 인과관계가 "충분히 확실"한지 아니면 "충분히 직접적"인지 여부에 대한 판단은 증거 형량에 관한 문제이므로 최종적으로 재판관의 판단에 맡길 사항이라는 재판부의 견해가 반영된 것으로 보인다. *Certain Activities Carried Out by Nicaragua in the Border Area (Costa Rica v. Nicaragua)*, 손해배상에 관한 판결문, I.C.J. 판례집(2018), 제 34 항 (**RLA-225**) *참조*.

352 *Certain Activities Carried Out by Nicaragua in the Border Area (Costa Rica v. Nicaragua)*, 손해배상에 관한 판결문, I.C.J. 판례집(2018), 제 34 항 (**RLA-225**).

것을 요구하지 않았다는 점을 상기한다. 중재판정부는, 제출된 증거에 근거하여, 국민연금이 캐스팅보트를 쥐고 있었으며 본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 청구인이 입은 손실 사이에 인과관계 고리가 존재하였다고 판시하였을 뿐이다.[353] 국민연금이 사실상의 국가 기관으로 간주되고 캐스팅보트를 쥐고 있던 상황에서, (국민연금이 기관으로서 기능하는) 국가에 의한 의결권 행사와 본건 합병에 대한 찬성 투표로 인해 청구인에게 발생한 손실 사이의 인과관계 사슬에 관여한 제 3 자가 없었다는 점에서 본건 합병의 결과는 전적으로 국민연금의 의결권 행사에 달려 있었다. 따라서 중재판정부는 어떠한 반사실적시나리오도 검토할 필요가 없었다.

212. 하지만 국민연금이 국가 기관으로 간주되지 않는 제 3 자인 상황에서는 이처럼 달라진 법적·사실적 조건이 (i) 반사실적 시나리오하에서의 인과관계 분석과 (ii) 당사자들 간의 입증책임 배분에 어떤 영향을 미치는지에 관한 문제가 등장한다. 당사자들은 본 환송 절차가 진행되는 과정에서 이 쟁점들에 관한 광범위한 주장을 제기하였으며, 절차가 진행되는 동안 이 쟁점들에 관한 당사자들의 입장이 다소 수렴된 것으로 보이는 것은 사실이나 이 문제는 중재판정부가 명시적으로 다루는 것이 적절하다고 판단된다.

213. 청구인은 *Amco II* 판례의 중재판정부가 본건과 유사한 가정적 시나리오에 직면하였으며 본 중재판정부 역시 그와 동일한 접근 방식을 채택하여야 한다고 주장한다. 요약하면, *Amco II* 판례에서 피청구국은 (해당 중재판정부가 판단한 것처럼) 설령 Amco 의 면허가 취소된 절차가 재판거부로 인해 오염되었다 하더라도 피청구국은 정당한 절차를 통해서도 동일한 결정을 내릴 수 있었으므로 Amco 에 배상해야 할 손해가 발생하지 않았다고 주장하였다. 해당 중재판정부는 "인과관계를 잘못 해석"하였다는 이유로 피청구국의 입장을 배척하였다:

> 중재판정부는 BKPM 결정의 전반적인 배경이 재판거부 행위를 구성하였으며 실제로 Amco 에 손해를 초래하는 원인으로 작용하였던 결정으로 이어졌다고 판단하였다. 절차적 하자가 존재하였던 것은 사실이나 '공정한 BKPM' 역시 Amco 의 결함을 이유로 면허를 취소할 수 있었다는 인도네시아의 주장은 인과관계를 잘못 해석한 것이다. 중재판정부는 '공정한 BKPM'가 어떻게 행위하였을 것인지를 판단할 수 없다. 이는 추측에 불과하며 중재판정의 쟁점도 아니다. 그 대신에, 중재판정부는 BKPM 이 관여한 행위의 성격을 해석하고 그러한 행위가, 만약 위법하였다면, Amco 에 손해를 입혔는지 여부를 판단할 것을 요구받는다. 중재판정부는 만약 BKPM 이 공정하게 행위하였다면 손해의 원인이 Amco 의 과실이었을 수도 있다는 가능성까지 판단할 것을 요구받지 않는다.[354]

353 판정문, 제 819 항.

354 *Amco Asia Corporation and others v. Republic of Indonesia*, ICSID 사건번호 ARB/81/1, 재심리 절차 판정문, 1990 년 3 월 31 일, 제 174 항 (**CLA-237**).

214. 중재판정부는 국민연금이 국가 기관이라는 판단이 취소되었으므로 *Amco II* 판례를 본 사건에 적용할 수 없는 것으로 본다. *Amco II* 판례의 경우 면허를 취소한 주체인 BKPM (Capital Investment Coordinating Board)은 국가 기관(규제 기관)이었으나, (고등법원의 결정에 따르면) 본 사건에서 국민연금은 국가 기관이 아닌 국가와 분리된 법인체이므로 법률상 그 행위가 일반적으로 국가에 귀속되지 않는 제 3 자에 해당한다. 따라서 설령 한국 정부의 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 결정을 내렸을 것인지 여부가, 관념적으로, 관련성이 있는 질문을 구성한다. 그러므로 중재판정부는 원 판정문에서는 (제기되지 않았기 때문에) 다뤄지지 않았다 하더라도 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서는 이 쟁점을 반드시 검토하여야 한다. 실제로, 고등법원이 예견한 바와 같이, 판정문에서의 판단은 본 환송 절차에서 새롭게 제기되었으나 판정문에서는 적절하게 다뤄지지 않았던 쟁점들에 대한 결정에 제약을 가하지 않는다.[355]

215. 중재판정부는 청구인이 원 중재절차에서 국민연금이 국가 기관이었다는 점을 주위적 주장으로 제기한 것은 사실이나, 그 대안으로서, 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 주장도 함께 제기하였다는 점을 상기한다.[356] 본 환송 절차에서, 청구인은 중재판정부가 한국의 위반 행위로 인해 국민연금이 본건 합병에 찬성하였다는 판단을 이미 내렸다고 주장하며 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 입장을 유지한다. 청구인은 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장에 대한 입증책임은 인정하면서도 반사실적 상황을 재구성하는 출발점은 청와대 조치를 소거한 상태에서 실제로 일어난 일에 관한 증거이며 자신이 가상의 부존재(국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 주장)를 입증할 책임은 없다는 점을 강조한다.[357]

216. 피청구국의 주장은 원 중재절차와 본 환송 절차 모두에서 거의 동일하다. 원 중재절차에서, 피청구국은 설령 피청구국이 국민연금의 표결 절차에 개입하였다고 가정하더라도 국민연금이 그러한 개입이 없었더라도 동일한 방식으로 투표*하였을 수 있었*거나 본건 합병이 국민연금의 투표가 없었더라도 승인*되었을 수 있었*다면 협정 위반이 없었을

---

355 위의 제94 항 *참조*, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(l)항 (**CLA-227**) *인용*.

356 판정문, 제 724 항. 원 중재절차에서의 답변서면, 제 1 항("본 중재는 대한민국이 위법하게 개입한 합병으로 인해 개시되었으며 청구인은 합병으로 인해 손해를 입었으며 만약 그러한 개입이 없었다면 합병을 성사되지 못하였을 것입니다.") *참조*. 원 중재절차에서의 답변서면, 제 4 항, 제 7 항, 제 13 항, 제 16 항*도 참조*.

357 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 II.B 절; 청구인의 재반박서면, 제 III.C 절.

것이라고 주장하였다.[358] 본 환송 절차에서, 피청구국은 (i) 청구인이 자신의 반사실적 주장을 입증하지 못하고 있으며, (ii) 설령 피청구국의 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 *합리적으로 찬성하였을 수 있었고*, 어떠한 경우가 되었건 간에 찬성*하였을* 것이라고 주장한다.[359] 다만, 피청구국은 이러한 주장에 대한 입증책임을 인정하지 않고 있으며 단지 청구인의 주장에 대한 반증을 제시하기 위해 증거를 제출하였다고 주장한다.[360]

217. 입증책임의 배분과 관련하여, 중재판정부는 청구인이 (i) 청와대와 보건복지부가 국민연금의 의사결정에 개입하였고 국민연금이 본건 합병에 찬성하도록 만들었다는 주장과 (ii) 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장에 대한 입증책임을 부담하는 것으로 판단한다. 본 절의 나머지 부분에 상세히 기술되어 있는 것처럼, 중재판정부는 원 판정문에서 취소되지 않은 부분에서 첫 번째 쟁점에 관한 판정을 내렸으며 청와대와 보건복지부가 협정을 위반하여 "투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록" 국민연금의 의사결정에 개입하였음을 입증하는 충분한 증거를 인정하였다.[361] 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것인지 여부에 관한 두 번째 쟁점은 위에서 설시한 바와 같이 국민연금이 국가 기관이라는 중재판정부의 판단이 취소된 이후에서야 대두되었으므로 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서 반드시 결정을 내려야 한다. 중재판정부는 첫 번째 쟁점에 관한 중재판정부의 판단으로 이어진 증거가 두 번째 쟁점과 관련하여 검토할 반사실적 시나리오와도 관련이 있을 가능성을 염두에 두고 본 절의 후반부에서 이 두 번째 쟁점도 다룰 예정이다. 또한, 중재판정부는 피청구국이 (만약 청와대와 보건복지부의 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장을 뒷받침하는) 청구인의 증거가 청구인의 입증책임을 충족하기에 불충분하다는 주장만을 제기하는 경우에 한하여 피청구국이 입증책임을 부담하지 않는다는 입장을 수용한다. 다만, 피청구국이 실제로 주장하고 있는 것처럼, 설령 개입이 없었더라도 어떠한 경우가 되었건 간에 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는(또는 합리적으로 찬성*하였을 수 있었*다는) 주장이 사실 증거에 의해 입증된다는 주장을 제기하는 경우에는 그러한 주장에 대한 입증책임을 피청구국이 부담한다.

---

358 판정문, 제 754 항.

359 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 10 항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 8(d)항, 제 81 항.

360 심리 속기록, 2 일차, 53:2-12 면; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 11 항.

361 판정문, 제 602-03 항.

피청구국이 의존하고 있는 판례에서 ICJ 가 적시한 것처럼, "사실을 주장하는 당사자가 주장을 입증하여야 한다"는 것은 "확립된 원칙"이다.[362] 이 원칙은 반사실적 상황과 관련된 주장에도 동일하게 적용된다.

218. 중재판정부는 원 판정문에서 취소되지 않은 다수의 부분들에서 인과관계를 다루었다. 해당 부분들이 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것인지 여부에 관한 반사실적 시나리오를 (당시 상황에서는 요구되지 않았기 때문에) 구체적으로 다루고 있지 않은 것은 사실이나 여전히 반사실적 시나리오와의 관련성이 존재한다. 판정문에서 반사실적 시나리오와의 관련성이 존재하는 부분들에 대한 분석이 아래에 기술되어 있다.

219. 이에 중재판정부는, 당사자들 사이에 이견이 없었으며 피청구국이 구체적으로 인정한 바 있는 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 문형표/홍완선 소송절차에서의 사실인정에 근거하여, 다음과 같이 결정하였다:

> (a) 피청구국은 보건복지부를 통하여 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 개입하고, 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다; 그리고
>
> (b) 국민연금은 보건복지부의 지침과 지시에 따라, 전문위원회가 아니라 투자위원회가 투표를 하도록 하고, 실제로 근거가 없는 본건 합병의 시너지 효과를 조작하고 투자위원회 위원들과 만나는 등, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 투자위원회의 투표에 영향력을 행사하기 위한 조치를 취하였다.[363]

220. 한국이 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 개입하고 "국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다"는 중재판정부의 판단은 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 가능성(중재판정부는 이에 관한 판단을 내릴 필요가 없었다)이 어느 정도 존재하였음을 시사한다.

221. 또한, 중재판정부는 박근혜 전 대통령과 이재용을 상대로 제기된 형사소송절차와 관련된 서울고등법원의 판단에도 의존하여 청와대가 개입한 이유를 다루었다. 판정문에서 일부가 인용된 판결문의 관련 대목은 다음과 같다:

---

362 *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 204 항 (**CLA-24**); *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 배상 판결문, I.C.J. 판례집(2022), 제 115-16 항 (**CLA-215**).

363 판정문, 제 602 항.

> 피고인은 2015. 6. 말경 고용복지수석 공소외 [안종범]에게 "이 사건 합병 안건에 대한 국민연금공단 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라."라고 지시하였다… 당시는 공소외 [SK] 회사 합병 건과 관련하여 전문위원회에서 반대 의결이 있은 직후로서 이 사건 합병 건에 대하여도 전문위원회에서 반대 의결이 이루어질 가능성이 높아졌고 [엘리엇]의 등장으로 비상상황에 처한 삼성그룹의 어려움이 가중되던 때였는데, 피고인의 지시사항은 '합병' 문제를 잘 챙겨보라는 일반적인 지시가 아니라 '의결권 행사' 문제를 잘 챙겨보라는 구체적인 지시였다 … 국민연금공단이 이 사건 합병 안건에 대하여 찬성 입장을 결정하는 과정에서 피고인의 지시나 승인이 있었다고 볼 수밖에 없다.[364]

222. 서울고등법원의 판단은 국민연금 전문위원회가 SK 합병에 반대하고 엘리엇이 "등장"하여 삼성그룹이 "비상상황"에 처하였으며 "이 사건 합병 건에 대하여도 전문위원회에서 반대 의결이 이루어질 가능성이 높아졌"음을 시사한다.[365] 이는 2015 년 6 월 동안 국민연금이 본건 합병에 반대할 가능성이 높아진 것이 청와대가 개입한 이유였음을 시사한다.

223. 또한, 중재판정부는 원 판정문에서 서울고등법원이 같은 판결문을 통해 청와대가 보건복지부를 "부당하게 개입"시킴으로써 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하였고 본건 합병에 "결정적인 도움"을 제공하였다고 판시한 내용도 인용하였다.[366] 판정문에서 일부가 인용된 판결문의 관련 대목 전문은 다음과 같다:

> 가장 핵심적인 승계작업 중 하나로 평가되는 이 사건 합병이 이루어진 직후였을 뿐만 아니라 [이재용]의 지배권에 부정적 영향을 미치는 금산분리 원칙의 강화나 경제민주화 정책의 추진 등에 대한 논의가 확대되고, [이건희]의 와병으로 상속에 따른 지배권 축소가 앞당겨질 상황이었다. 이 사건 합병에 도움을 주었고 승계작업에도 우호적인 입장인 [박근혜] 정부 아래에서 지배권 강화를 위한 승계작업을 신속히 진행하기 위하여 [이재용]은 피고인에게 이 사건 합병과 관련하여 감사의 인사를 하고 승계작업에 대한 계속적인 도움을 요청할 필요가 있었다.
>
> 2015. 7. 25. 단독 면담 무렵 피고인은 [이재용]의 승계작업에 도움을 주어야 한다는 생각을 가지고 있었고, 이러한 생각은 청와대 참모진 사이에서도 공유되고 있었다. [삼성그룹]은 이 사건 합병 추진 과정에서 뜻하지 않은 [청구인]의 출현으로 이 사건 합병의 성사 여부가 주주총회에서 표 대결에 의하여 좌우되는 양상을 맞이하게 되었고, 그룹 차원에서 이 사건 합병 성사를 위해 총력을 기울였다. 피고인과 청와대 참모진은 국민연금공단의 의결권 행사 과정에 보건복지부를 부당하게 개입시킴으로써 국민연금공단이 [삼성물산] 주주총회에서 이 사건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하였고, 이는 이 사건 합병 성사에 결정적인 영향을 미쳤다.

---

364 판정문, 제 616 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 86-87 면, 90 면 (**C-286/R-169**) 인용.

365 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 86 면, 102 면 (**C-286/R-169**).

366 판정문, 제 617 항.

> 이러한 상황에서 [청와대] 수석비서관실은 피고인에게 [이재용]과 단독 면담에서 이야기할 내용을 제공하기 위하여 2015. 7. 25.자 말씀자료를 작성하였는데, … 위 말씀자료에는 앞서 본 바와 같이 승계작업과 관련하여 '[삼성그룹]의 지배구조가 외국계 헷지펀드 등의 위협에 취약 → [삼성그룹]의 위기는 대한민국의 위기이므로 지배구조가 조속히 안정화되어 [삼성그룹]이 치열한 글로벌 경쟁 속에서 미래를 위해 매진할 수 있게 되기를 바람',
>
> …
>
> 위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 [박근혜] 정부의 결정적인 도움이 있었으며, 위 단독 면담 이후에도 승계작업에 대한 [박근혜] 정부의 우호적인 기조는 계속 유지되었다.[367]

224. 제출된 증거에 기반하여, 중재판정부는 다음과 같이 결론을 내렸다:

> 법원의 판단은 보건복지부뿐만 아니라 박근혜 전 대통령의 행정부가, 특히 "뜻하지 않은 [청구인]의 출현"을 배제시키는 등을 보건복지부에 지시함으로써, 본건 합병 표결에 개입하였음을 보여준다.[368]

225. 이러한 판단은 청구인이 본건 합병에 공개적으로 반대한 것이 원인이 되어 국민연금이 표결에서 본건 합병에 반대할 위험성이 높아졌다는 인식이 한국이 국민연금의 의사결정 절차에 개입하는 동기로 작용하였음을 시사한다. 위에 인용된 서울고등법원의 판결문 중 나머지 부분은 판정문에 언급되어 있지 않으나, 청와대의 개입이 "이 사건 합병 성사에 결정적인 영향"을 미쳤으며 "결정적인 도움"을 주었다고 판시한 대목을 포함하여, 이 판결문은 계속해서 반사실적 시나리오와 관련성을 갖는다.[369] 이러한 판단은 개입으로 인해 개연성이 있는 국민연금의 의결권 행사 결과에 대한 예측이 바뀌었음을 시사한다.

226. 또한, 중재판정부는, 개입으로 인해 (i) 국민연금의 의결권 행사를 규율하는 지침을 무시하고, (ii) 전문위원회가 아닌 투자위원회가 국민연금의 의결권을 행사하였으며, (iii) 찬성 투표를 보증하도록 조작된 시너지 효과를 계산하였고, (iv) 홍완선 본부장이 회의 전과 회의 중에 다른 여러 위원들에게도 말하는 결과가 초래되었다는 판단을 포함하여, 문형표/홍완선 소송절차를 담당한 한국 법원의 판단에 근거하여 개입의 범위와 정도에 관한 쟁점도 다루었다.[370] 중재판정부는 이에 관한 판단을 다음과 같이 요약하였다:

---

367 판정문, 제 617 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 101-03 면 (**C-286/R-169**)) *인용*. 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019 노 1962, 2019 노 2657(병합) 판결문(**R-314**)*도 참조*("[박근혜] 정부가 본건 합병에 결정적인 도움을 제공하였다"고 판시).

368 판정문, 제 618 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 86 면 (**C-286/R-169**) *인용*.

369 판정문, 제 618 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 102 면, 103 면 (**C-286/R-169**) *인용*.

370 판정문, 제 598 항.

> 앞서 확인한 바와 같이, 국민연금은 본건 합병에 대한 의결권 행사에서 독자적으로 상업적 목적으로 행위하지 않았다; 한국 법원이 판단하였듯이, 국민연금은 본건 합병의 상업적인 장점을 이유로 독립적으로 결정하지 않고 보건복지부의 지침과 지시에 따라 행동하였으며, 이에 따라 정부 정책의 실행에 있어서 실질적으로 보건복지부의 기관으로 행위하였다.[371]

227. 박근혜 전 대통령과 이재용에 대한 형사재판과 관련하여, 역시 판정문에 인용된 서울고등법원의 판단은 개입의 범위와 정도를 다음과 같이 요약하고 있다:

> 국민연금공단이 이 사건 합병에 관한 의결권을 행사하는 과정에서 [기금운용본부]는 기금운용의 독립성 원칙을 침해하는 보건복지부의 부당한 지시로 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 이를 결정하게 되었고, 투자위원회에서는 비합리적으로 산출된 적정 합병비율, 급조된 합병시너지 분석결과와 [기금운용본부장] [홍완선]의 투자위원들에 대한 압력 행사 등으로 이 사건 합병 안건에 대한 찬성 결정을 유도하였음이 인정된다. 이로써 가장 핵심적인 승계작업으로 평가되는 이 사건 합병에 대하여 [이재용]에게 우호적인 조치가 이루어지게 되었다.[372]

228. 위 판단에 기술된 바와 같이, 한국이 국민연금의 의사결정 절차에 개입한 범위와 정도는 당시 청와대와 보건복지부가 만약 개입이 없다면 국민연금이 본건 합병에 반대할 것으로 판단하였음을 시사한다. 박근혜 전 대통령과 문형표 장관을 포함하는 청와대와 보건복지부 공무원들이 국민연금이 기왕에 이미 의도하고 있던 방식으로—본건 합병에 찬성하여—의결권을 행사하도록 보장하기 위해 단순한 잠재적 범죄 행위가 아닌, 결국에는 법원에서 *실제* 범죄 행위로 인정된 행위에 관여할 각오가 되어 있었다는 주장은 신빙성이 없다. 그들의 행위는 만약 개입이 없다면 국민연금이 본건 합병에 반대할 것으로 확신하고 있었음을 증명한다.

229. 중재판정부는 청구인이 만약 조작된 시너지 효과가 없었다면 본건 합병에 어떻게 투표하였을 것인지에 관한 투자위원회 위원들의 (법정 증언 또는 검찰 진술조서상의) 진술에 추가로 의존하고 있다는 점을 상기한다. 해당 진술은 만약 시너지 효과가 조작되었다는 사실을 인지하였다면 12 인의 위원 중 10 인이 본건 합병에 반대하였거나 반대하였을 "가능성"이 있었음을 시사한다.[373]

---

371 판정문, 제 623 항.

372 판정문, 제 615 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결문, 86 면 (**C-286/R-169**) *인용*. 중재판정부는 피청구국이 (인용된 판결문의 다섯 번째 줄 말미에 포함된) "induced"를 "encouraged"로 수정할 것을 제안하였다는 점에 주목한다. 위의 제107 항에서 주목한 것처럼, 중재판정부는 수정 번역본에 의존할 수 없다. 다만, 설령 피청구국이 제안한 번역을 수용하더라도 수정 번역본이 해당 법원이 내린 특정 판단을 실질적으로 변경하거나 제한하지는 않으므로 중재판정부의 판단에는 영향을 미치지 않는다.

373 청구인의 증거설명자료 3, 원 중재절차에서 청구인의 최종 변론 시 제출, 조남권 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 3 월 22 일, 32-33 면 (**C-497**); [redacted] 증인신문조서 (문형표/홍완선

230. 피청구국은 국민연금의 본건 합병 승인으로 인해 제기된 형사소송절차를 다룬 한국 법원의 결정을 뒷받침한 핵심적인 사실들은 인정하면서도 (i) 조작된 시너지 효과가 투자위원회 위원들의 투표에 미친 영향에 관한 청구인의 주장은 반박하고 있으며, (ii) 보다 일반적인 관점에서, 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장이 투표에 관련된 증거에 의해 입증되지는 않는다고 주장한다.

231. 첫 번째 쟁점에 관하여, 피청구국은 질문 자체가 잘못되었기 때문에 투자위원회 위원들의 답변과 관련된 진술에 의존할 수 없다고 주장한다. 위원들은 만약 시너지 효과가 조작되었다는 사실을 알았다면 본건 합병에 찬성하였을 것인지 여부를 질문받았으나, 피청구국의 견해에 따르면, 만약 더 정확한 다른 시너지 계산 수치가 있었다면 다른 방식으로 투표하였을 것인지 여부를 질문받았어야 하였다.[374] 중재판정부는 추측에 불과한 피청구국의 주장을 받아들이지 않는다. 실제로, 피청구국은 원 중재절차에서 투자위원회 위원들을 증인으로 출석시켜 재구성된 질문을 던질 수도 있었으나 그러지 않았다. 이 쟁점에 관한 당시의 1 차 증거인 투자위원회 회의록에도 위원회가 "시너지 등을 고려하여" 본건 합병에 찬성하기로 결정하였다고 기록되어 있다.[375] "등"이라는 표현은 다른 요인들 역시 관련성이 있었음을 시사하지만 시너지 효과가 구체적으로 언급되었다는 사실은 이것이 가장 중요한 고려사항이었음을 시사한다. 같은 이유에서, 투자위원회 위원들이 검찰에서 진술한 답변은 법정에서의 증언만큼 신빙성이 있는 증거가 아니라는 피청구국의 주장은 개연성은 있으나 주장에 불과할 뿐 증거는 아니다. 어떠한 경우가 되었건 간에, 많은 경우 투자위원회 위원들이 법정에서 행한 증언이 검찰에서 진술한 내용보다 상세하고 방대한 것으로 보이는 것은 사실이나, 이 두 출처 사이에 상당한 모순이 존재하는 것으로는 보이지 않으며 위에 요약된 바와 같이 한국 법원 역시 판단에 영향을 미칠 수 있는 사항을 지적하지 않았다.[376]

---

1 심 법원), 2017 년 3 월 22 일, 12 면 (**C-500**); [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 7 면 (**C-471**); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 10 면 (**C-472**); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 17 면 (**C-474**); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 10 면 (**C-472**); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, 22 면 (**C-473**); [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, 7-8 면 (**C-467**); 국민연금 기금운용본부 운용전략실, "2015-30 차 투자위원회 회의록", 2015 년 7 월 10 일, 10-11 (**R-128**)면 *참조.*

374 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 136-37 항.

375 국민연금 기금운용본부 운용전략실, "2015-30 차 투자위원회 회의록", 2015 년 7 월 10 일, 16 면 (**R-128**).

376 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 50-55 항.

232. 두 번째 쟁점에 관하여, 피청구국은 개입에 관련된 증거가 전문위원회가 본건 합병에 찬성할 것이라는 "보증"이 없었기 때문에 보건복지부가 투자위원회에서 본건 합병을 표결하도록 외압을 행사하였음을 증명할 뿐이라고 주장한다.[377] 피청구국에 따르면, 이는 전문위원회 위원들이 본건 합병에 반대하거나 기권할 것이라는 "충분한 정도의 확실성"이 없었음을 증명한다.[378] 중재판정부는 "보증"이라는 단어를 문형표/홍완선 소송절차를 다룬 서울고등법원이 조남권 연금정책국장의 증언을 언급하면서 사용하였다는 점에 주목한다("[문형표 장관은] 그러한 분석[국민연금 '의결권 행사 태스크포스'가 작성한 전문위원회 위원들의 성향에 관한 분석] 결과 본건 합병의 승인을 보증하지 않는다는 것이 명백해지자").[379] 다만, 신문에서 조남권 자신이 "보증"이라는 단어를 사용한 것은 아니었으며 그를 신문한 변호사가 사용한 단어로서 조남권은 단지 "예"라고 답하였을 뿐이다.[380] 조남권은 "만약 [본건 합병 표결]을 전문위원회에 부의하면 부결될 것으로 예상되었으므로 투자위원회가 합병을 결정하여야 했다는 취지의 진술"이냐는 질문에도 "예"라고 답하였다.[381]

233. 중재판정부는 제출된 증거를 전체적으로 고려할 때 청구인이, 개연성의 우위 기준을 적용하여, 만약 한국의 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장을 입증한 것으로 인정한다.

234. 위의 판단에 비추어, 중재판정부는 설령 청와대와 보건복지부의 개입이 없었더라도 어떠한 경우가 되었건 간에 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라거나 합리적으로 찬성할 수 있었을 것이라는 피청구국의 주장을 검토할 필요가 없다. 위에서 결정한 바와 같이, 기록으로 제출된 증거는 그와는 반대의 사실을 입증한다. 다만, 완전을 기하기 위하여,청구인의 주장을 반박하기 위하여 제출된 것이라는 피청구국의 견해를 고려하여,

---

377 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 53(d)항, 제 118-25 항.

378 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 123 항.

379 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 119 항, 판정문, 제 587 항; 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결문, 8 면 (**C-69**) *인용*.

380 조남권 증인신문조서(문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 3 월 22 일, 28 면 (**C-497**) ("질문: 삼성물산 합병 건이 전문위원회에 회부될 것으로 예상되나 만약 전문위원회에 회부되면 합병 계획의 승인이 100% 보증되지 않는 상황이었기 때문에, 피고인의 지시에 따라, 2015 년 7 월 6 일과 7 월 7 일 사이에 전문위원회 위원들의 성향을 파악하고 세부적인 대책을 마련한 것이 맞습니까? ... 답변: 예").

381 조남권 증인신문조서(문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 3 월 22 일, 33 면 (**C-497**). 또한, 조남권은 2015 년 6 월 말로 접어들면서 엘리엇의 반대로 인해 삼성물산 합병이 "중요한 문제"로 대두되었으며 그가 "피고인의 지시대로 합병이 승인되기 위해서는 전문위원회에 회부하지 않고 투자위원회에서 직접 결정하여야 한다는 결정을 내렸는지" 여부를 묻는 질문에 "예"라고 답하였다. 조남권 증인신문조서(문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 3 월 22 일, 12 면 (**C-497**) *참조*.

완전을 기하기 위하여 해당 증거를 검토하는 것이 적절하다고 판단한다. 위에서 결정한 바와 같이, 피청구국은 국민연금이 어떠한 경우가 되었건 간에 본건 합병에 찬성하였을 것이라고 주장하는 범위 내에서 그에 대한 입증책임을 부담한다.

235. 중재판정부는 피청구국이, 자신의 주장을 뒷받침하는 근거로서, 국민연금기금 운용지침과 의결권행사지침에 따른 국민연금의 의무와 본 환송 절차에 제출된 추가 판결문에 특히 의존하고 있다는 점을 상기한다. 전자에 관하여, 중재판정부는 관련 시점에서 국민연금 의결권행사지침이 국민연금으로 하여금 장기적으로 주주 가치 증대에 기여하기 위해 성실하게 의결권을 행사할 것을 요구하였으며 다수의 시장 참가자들이 본건 합병을 삼성그룹 지배구조 개혁을 향한 조치로 평가하였다는 피청구국의 주장을 인정한다. 하지만 (당시의 1 차 증거인) 투자위원회 회의록을 통해 회의에서 장기적인 효과를 실제로 검토한 사실이 증명된 것은 사실이나, 국민연금의 투표 찬반 여부를 확정한 결정적인 장기적 요인은 국민연금이 보유한 삼성물산과 제일모직 지분의 가치평가 차이에 비추어 상당한 규모였던 국민연금의 전체적인 순손실을 상쇄할 수 있을 것으로 예상된 조작된 시너지 효과였다.[382] 따라서 시너지 효과가 배제된 반사실적 시나리오에서, 개연성의 우위 기준을 적용하여, 국민연금의 순손실은 상쇄될 수 없었으며 투자위원회가 본건 합병에 반대하는 원인으로 작용하였을 것이라는 결론에 도달할 수밖에 없다.

236. 마찬가지로, 추가 판결문 역시 여러 가지 이유에서 피청구국의 주장을 뒷받침하지 못한다.

237. 첫째, 문형표 장관, 홍완선 본부장, 박근혜 전 대통령에 대한 소송절차에서 한국 법원이 내린 판결의 기초가 된 핵심적인 사실관계(피청구국은 원 중재절차에서 이에 대해 이의를 제기하지 않겠다는 점을 명시적으로 확인한 바 있다)와는 달리, 추가 판결문의 증거 가치에 대해서는 당사자들 사이에 이견이 존재한다. 주목할 점으로, 청구인은 추가 판결문이 1 차 증거에 해당하지 않으며 "서로 다른 청구원인을 다루는 다른 재판소의 사법적 결정으로서, 서로 상이한 증거 기록에 상이한 법적 기준이 적용된 것"이라고 주장한다.[383]

238. 중재판정부는 추가 판결문이 1 차 증거에 해당하지 않는다는 것에 동의한다. 추가 판결문은 판결 시점에서 법원에 제출된 증거에 기초한 한국 법원의 판단에 해당한다. 실제로, 법원이 결론에 도달할 당시 어떤 증거에 의존하였는지가 명확하지 않으며 원 중재절차에서 중재판정부에 제출된 모든 1 차 증거가 추가 판결문을 선고하는 시점에서

382 국민연금 기금운용본부 운용전략실, "2015-30 차 투자위원회 회의록", 2015 년 7 월 10 일, 11-12 면 (**R-128**).

383 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 91 항. 청구인의 재반박서면, 제 71 항도 *참조*.

한국 법원에 제출되었는지 여부도 불명확하다. 또한, 한국 법원은 한국 법원과 투자 협정 중재의 관할권, 절차, 준거법을 규율하는 규칙에 차이가 있으므로 상이한 증거 기준과 법률 규정이 적용되는 투자 협정 중재에서는 상이한 결론에 도달할 가능성이 있다는 점도 인정하였다.[384] 더 나아가, 한국 법원이 피고(한국)와 국민연금의 행위 사이에 인과관계 고리가 존재하였음을 인정하기 "어렵다"고 판단한 것은 사실이나 박근혜 전 대통령, 문형표 장관, 홍완선 본부장에게 선고된 유죄 확정 판결은 번복하지 않았으며 실제로 법원에서 그대로 수용하였다.[385] 마지막으로 가장 중요한 사항으로, 중재판정부는 원 중재절차에서 제출된 증거를 포함하여 중재판정부에 제출된 증거를 전체적으로 검토하여 독립적으로 사실인정에 도달하여야 한다. 중재판정부는 (투자위원회 위원들 중 일부가 한국 법원에서는 증언을 했던 것으로 보임에도 불구하고) 원 중재절차에서 투자위원회 위원들을 증인을 출석시키지 않은 것은 피청구국의 선택이었다는 점을 상기한다.[386]

239. 원 중재절차에 제출된 증거에는 삼성물산과 제일모직이 양사 이사회에서 본건 합병안을 승인하였다고 발표한 2015 년 5 월 26 일과 보건복지부가 본건 합병 표결에 영향력을 행사하기 위해 국민연금을 최초로 접촉한 2015 년 6 월 30 일 사이의 기간에 유래한 증거가 포함된다.[387] 개입으로 인해 오염되지 않은 이 증거는 설령 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 피청구국의 주장을 평가할 때 검토하여야 하는 증거에 해당한다. 후발하는 모든 증거는 개입으로 인해 오염되었으며, 피청구국의 주장은 오염되지 않은 증거에 의해서만 입증이 가능하다. 만약 그렇지 않다면 피청구국이 중재판정부가 협정 위반이라고 결정한 개입에 따른 이득을 취하는 셈이 되기 때문이다. 그뿐만 아니라, 실무적인 관점에서 보더라도, 어떠한 경우가 되었건 간에 개입의 정도와 범위로 인해 오염되지 않은 증거와 오염된 증거를 구별하는 것이 불가능하다.

---

384 서울고등법원 2026. 2. 12. 선고 2023 나 2000796 판결문, 7 면 (**R-390**).

385 서울고등법원 2026. 2. 12. 선고 2023 나 2000796 판결문, 6-7 면 (**R-390**).

386 중재판정부는 본 환송 절차에서 피청구국이 문형표/홍완선 및 이재용 소송절차를 다룬 한국 법원에서 투자위원회 위원들이 증언한 내용에 의존하고 있다는 점에 주목한다. '증거설명자료 D: 투자위원회 위원들의 표결 이유에 관한 증거' *참조*. 원 중재절차에서 투자위원회 위원들이 증언하지 않은 것은 사실이나 그들이 한국 법원에서 증언한 내용은 문형표/홍완선 소송절차를 다룬 한국 법원의 판결문에 반영되어 있으며 중재판정부는 해당 증언을 원 중재절차에서 판단을 뒷받침하는 근거로 의존하였고 본 환송 절차에서도 계속해서 의존한다. 위에서 지적한 것처럼, 피청구국은 원 중재절차에 투자위원회 위원들을 증인으로 출석시켜 중재판정부가 1 차 증거로 사용할 수 있도록 보장할 수 있었으나 그러지 않았다.

387 기준일이 2015 년 6 월 30 일이라는 것에 대해서는 당사자들 간에 이견이 없다; 청구인의 재반박서면, 제 37 항, 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 28 항 *참조*.

240. 기록으로 채택된 오염되지 않은 증거에는 특히 다음 증거들이 포함된다(최근 날짜부터 역순으로 명시):

(a) 엘리엇 보도자료, "엘리엇, 제일모직의 삼성물산 인수 제안에 대한 추가 입장 및 부가 정보 발표", 2015 년 6 월 26 일(**C-189**)(엘리엇이 인수 제안에 대한 입장과 부가 정보가 포함된 발표 자료를 공개하였다는 취지의 보도자료);

(b) "국민연금, 투자 이익에도 불구하고 SK 합병 거부", 더벨, 2015 년 6 월 26 일(**R-270**)(국민연금이 "SK 주식회사 주주에게 발생하는 손실이 더 클 것으로 보인다는 이유로" SK 주식회사와 SK C&C 간의 합병안을 거부하였다고 보도한 기사);

(c) 국민연금 보도자료, 2015 년 6 월 24 일(**C-204**)(전문위원회가 "합병 비율, 자사주 소각 시기, 기타 요인을 고려하여" SK 주식회사와 SK C&C 간의 합병을 거부하였다는 취지의 보도자료);

(d) 보건복지부, 국민연금공단, 2015 년도 제 2 차 국민연금기금 의결권행사전문위원회 심의 안건: SK 주식회사와 SK C&C 의 임시주주총회에 상정된 안건에 관한 의결권 행사 방향(안), 2015 년 6 월 24 일(**R-108**)(해당 안건을 전문위원회에 회부할 것을 권고하는 내용);

(e) "국민연금, SK M&A 에 반대하기로 결정", 한겨레신문, 2015 년 6 월 24 일(**C-26**)(합병 비율이 C&C 에 지나치게 유리하다는 비판을 받고" 있으며 "현재 엘리엇의 공격을 받고 있는 또 다른 합병 건인 삼성물산과 제일모직 사이의 합병에 대한 국민연금의 입장을 어느 정도 가늠할 수 있다는 점에서 전문위원회의 결정이 주목을 받고 있다"고 보도하면서 "국민연금 내부 사정에 정통한 관계자"가 "삼성물산과 제일모직 사이의 합병은 SK 합병과 유사한 점이 있으므로 국민연금이 전문위원회를 소집하여 결정을 내릴 가능성이 매우 높다"고 발언한 내용을 인용한 기사);

(f) [redacted]와 여러 수신인들 간의 문자메시지 기록, 2015 년 6 월 24 일(**C-421**)("국민연금이 SK 합병은 반대하지만 물산 합병 건은 케이스가 달라 찬성하기로 내부의견을 정했다고 믿을만한 소식통을 통해 확인했다"는 내용이 담긴 문자 메시지);[388]

---

388 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 64 항, [redacted]와 여러 수신인들 간의 문자메시지 기록, 2015 년 6 월 24 일, 13231 면 (**C-421**) *인용*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 31 항*도 참조*.

(g) 엘리엇이 국민연금에 발송한 서신, 2015 년 6 월 23 일(**C-202**)(“국민연금이 삼성물산과 제일모직 사이의 합병안에 대한 입장을 여전히 검토하고 있다”는 점에 주목하고 면담을 제안하는 내용이 담긴 서신);

(h) 엘리엇 보도자료, “엘리엇, 제일모직의 삼성물산 인수 제안에 대한 입장 및 부가 정보 발표”, 2015 년 6 월 18 일(**C-189**)(엘리엇이 인수 제안에 대한 입장과 부가 정보가 포함된 발표 자료를 공개하였다는 취지의 보도자료);

(i) 국민연금이 엘리엇에 발송한 서신, 2015 년 6 월 15 일(**C-201**)(“국민연금은 제안된 합병에 관련된 의도나 입장을 어떠한 형태나 방식으로도 엘리엇에 표명한 적이 없”으며 “국민연금은 내부 절차에 따른 결론이 나면 적시적이고 적절한 방식으로 고유한 입장을 취할 권한이 있다”는 내용이 담긴 서신);

(j) 엘리엇이 국민연금에 발송한 서신, 2015 년 6 월 12 일(**C-200**)(한국 시장에 대한 투자를 포함하여 엘리엇의 배경과 활동에 관한 정보를 제공하기 위한 면담을 제안하는 내용이 담긴 서신);

(k) 엘리엇 보도자료, “엘리엇, KCC 에 대한 삼성물산의 자사주 처분금지 가처분 신청”, 2015 년 6 월 11 일(**C-189**)(“제일모직의 위법한 삼성물산 인수 제안에 대한 찬성표를 확보”하려는 목적의 자사주 처분을 금지하는 가처분 신청);

(l) 엘리엇 보도자료, “엘리엇, 삼성물산과 회사 이사진을 상대로 가처분 절차 개시”, 2015 년 6 월 9 일(**C-193**)(엘리엇이 삼성물산과 회사 이사진을 상대로 가처분 절차를 개시하였다는 취지의 보도자료);

(m) 엘리엇 보도자료, “엘리엇, 삼성물산 지분 7% 보유 사실 공시”, 2015 년 6 월 4 일(**C-189**)(엘리엇이 판단하기에 본건 합병안이 “삼성물산의 가치를 현저하게 낮추고 합병 조건이 공정하지 않으며 삼성물산 주주의 최선의 이익을 도모하지 않는다”는 취지의 보도자료);

(n) 엘리엇이 국민연금에 발송한 서신, 2015 년 6 월 3 일(**C-187**)(면담을 제안하고 본건 합병에 반대하는 이유를 설명하는 내용이 담긴 서신); 및

(o) 청와대 내부 문건, “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사 방향” (“현재 국민연금은 ‘주주 이익 극대화의 관점에서 결정을 내릴 것’이라는 기본적인

원칙만을 거듭 표명하고 있다"는 내용이 담긴 문건), 일자 미상이나 내용상 2015 년 6 월 9 일과 2015 년 6 월 30 일 사이에 작성된 것으로 추정(**C-588**).[389]

241. 위에 명시된 증거—실제로는 이 기간 동안 유래하였고 기록에 남아 있는 증거는, 본건 합병에 대한 찬반 양측의 언론 보도와 제 3 자 분석으로 주로 구성되어 있으며, 개연성의 우위 기준에 비추어, 설령 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 피청구국의 주장을 입증하지 못한다.[390] 그와는 반대로, 이 증거를 기초로 국민연금의 내부 심의 과정을 직접적으로 파악할 수는 없으나, 본건 합병 발표일부터 2015 년 6 월 말까지의 기간 동안 엘리엇이 본건 합병에 반대하는 광범위한 활동을 전개하였으며 국민연금 전문위원회가 본건 합병에 관한 삼성물산과 제일모직 주주들의 표결이 예정된 날로부터 불과 3 주 전에 SK 합병을 거부하였다는 사실은 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 가능성을 낮추는 것이 아니라 오히려 높였을 것임을 시사한다. 위에서 분석한 바와 같이, 기록으로 채택된 증거는 청와대와 보건복지부가 국민연금의 의사결정 절차에 개입한 이유가 바로 이것이었음을 보여준다.

242. 중재판정부는, 이와 관련하여, 국민연금이 "엘리엇의 지분 공시 이후에" 본건 합병이 부결될 가능성에 대비하여 2015 년 6 월부터 제일모직 지분을 줄이고 삼성물산 지분을 늘리는 절차에 착수하였다는 점에 주목한다.[391] 이 사실은 국민연금 역시 당시에 엘리엇의 본건 합병 반대 활동으로 인해 본건 합병이 좌초될 가능성이 높아진 것으로 판단하였음을 시사한다.

243. 따라서 중재판정부는 설령 청와대와 보건복지부의 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 피청구국의 주장을 증거 부족을 이유로 배척한다.[392]

---

389 청구인의 재반박서면, 제 52 항*도 참조*.

390 이 점에 대해서는 이견이 없는 것으로 보인다; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 30 항 *참조*("국민연금은 2015 년 6 월 30 일 당시 '입장'을 가질 수 없었다.").

391 국민연금 기금운용본부 운용전략실, "2015-30 차 투자위원회 회의록", 2015 년 7 월 10 일, 6 면 (**R-128**).

392 반사실적 시나리오에서 국민연금이 본건 합병에 합리적으로 찬성*하였을 수 있었*다는 피청구국의 주장에 관하여, 중재판정부는 위에서 만약 피청구국의 위반 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 *반대*하였을 것이라는 결정을 내렸음을 상기한다. 위에서 주목한 바와 같이, 중재판정부는 사실적 인과관계에 관한 중재판정부의 판정에 요구되기 때문이 아니라 단지 완전을 기하기 위하여 피청구국의 반사실적 시나리오를 검토하였다. 어떠한 경우가 되었건 간에, 국민연금이 본건 합병에 찬성*하였을 수 있었*다는 주장을 증명하는 것만으로는 충분하지 않았다. *개연성의 우위 기준에 따라* 입증책임을 다하기 위해서는 피청구국이 설령 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성*하였을* 것이라는 주장을 입증하여야 했다. 위에서 결정한 바와 같이, 피청구국은 이를 입증하지 못하였다.

244. 결론적으로, 중재판정부는, 우월한 증거에 근거하여, 판정문에서 결정한 피청구국의 협정 위반 행위와 청구인이 입은 손실 사이에 충분히 확실한 인과관계 고리가 존재하는 것으로 판단한다. 구체적으로, 청구인은 만약 피청구국의 위반 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장을 입증할 책임을 다하였다. 이 판단만으로도 환송 쟁점을 해결하기에 충분하지만, 중재판정부는 그에 추가하여, 완전을 기하기 위하여, 피청구국이 설령 피청구국의 개입이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 주장을 입증할 책임을 다하지 못한 것으로 판단한다.

VIII. 법적 인과관계

A. 당사자들의 입장

1. 청구인의 입장

245. 청구인은 중재판정부가 법적 인과관계에 적용되는 기준이 "직접성" 또는 "근접성"에 관한 것이며 법적 인과관계가 "손해의 예견 가능성과 불가분적으로 연계되어 있다"는 점을 확인하였다고 주장한다.[393] 청구인에 따르면, 예견 가능성은 독립된 요건이 아니라 근접성을 평가하는 방법론적 도구에 해당한다.[394] 법적 인과관계는 어떠한 경우가 되었건 간에 "피청구국이 '사안에서 문제되는 손해를 고의로 초래했다'는 사정만으로도" 충분히 충족되며, 청구인의 주장에 따르면, 이 경우 손해는 단순히 예견이 가능하였던 것이 아니라 실제로 예견되었다.[395]

246. 청구인은 중재판정부가 인과관계 분석에서 예견 가능성을 배제하였다는 피청구국의 주장을 배척한다. 이 주장은 원 판정문 제 815 항에서 "예견 가능성"이라는 용어를 언급하지 않았다는 사실에만 근거를 두고 있다.[396] 청구인은 다수의 중재판정부가 "근접성과 예견 가능성을 서로 관련된 개념"으로 다루었으며, 판정문의 다른 부분에서 손해의 예견 가능성을 반복적으로 언급하였다는 점에서, 만약 중재판정부가 예견 가능성을 배제하고자 하였다면 이를 명확히 밝혔을 것이라고 주장한다.[397] 어떠한 경우가

393 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 67 항, 판정문, 제 815 항.

394 청구인의 재반박서면, 제 81 항.

395 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 67 항, 판정문, 제 751 항, 제 815 항 *인용*. 심리 속기록, 1 일차, 96:17-97:2 면도 *참조*.

396 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 106 항; 심리 속기록, 1 일차, 78:1-10 면.

397 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 107 항, *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/06/18, 판정문, 2011 년 3 월 28 일, 제 170 항 (**RLA-56**) *인용*.

되었건 간에, 청구인은 피청구국의 위반 행위로 인한 근접하고 단절되지 않은 결과로서 손실이 발생하였다는 점에서 법적 인과관계에 관한 자신의 주장이 예견 가능성에만 의존하는 것이 아니라고 주장한다.[398]

247. 청구인은 이미 중재판정부가 피청구국의 위반 행위와 손실 사이에 충분한 인과관계 고리가 존재하며 피청구국이 결과를 예견한 "직접적이고 단절되지 않은" 인과관계의 사슬이 존재하였다는 판단을 다수 내렸다고 주장한다.[399] 국민연금의 지위에 관한 잉글랜드 고등법원의 결정이 근접성과 예견 가능성에 관한 중재판정부의 판단에 영향을 미치지 않는다는 점에서, 청구인은 이 판단이 여전히 적용 가능하며 재심리의 대상이 될 수 없다고 주장한다.[400]

248. 청구인에 따르면, 국민연금의 찬성 투표로 인한 직접적인 인과적 결과로서 본건 합병이 승인되었으며, 본건 합병이 부결될 경우 주가가 "급등"하여 투자 가치가 실현될 것으로 예견되는 상황에서, 본건 합병으로 인해, 청구인은 삼성물산에 대한 투자 가치의 중대한 증가분 및 그 가치를 실현할 기회를 영구적으로 박탈당하였다.[401] 청구인은 청와대 메모에 청구인의 반대 입장과 더불어 "합병 반대"를 하게 되면 "외국 헤지펀드를 도왔다"는 비판을 받을 것이라는 내용이 서술되어 있다는 점을 지적하면서 본건이 "국가가 자신의 개입이 불리한 영향을 미칠 것임을 실제로 예견"한 보기 드문 사건이라고 주장한다.[402] 박근혜 대통령은 ISD 청구가 제기될 위험을 완전히 인지하였음에도 불구하고 국민연금의 의결권 행사에 "적극적으로 개입"하기로 결정하였으며 중재판정부는 손해가 "합리적으로 예견 가능하였을" 뿐만 아니라 "실제로 예견된" 것으로 판단하였다.[403] 어떠한 경우가 되었건 간에 피청구국은 손해의 정확한 액수를 예견할 필요가 없으며 실제로 발생한 손해의 유형을 예견하였다는 것만으로 충분하다.[404]

---

398 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 111 항; 청구인의 재반박서면, 제 81 항.

399 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 68 항.

400 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 69 항.

401 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 70 항.

402 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 113 항; 청구인의 재반박서면, 제 84 항, 청와대, "삼성물산 합병과 관련된 국민연금공단의 의결권 행사 방향", 수정본, 41 면 (**C-588**) *인용*.

403 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 113-14 항, 판정문, 제 360 항 *인용*. 청구인의 재반박서면, 제 37 항, 제 81 항*도 참조*.

404 청구인의 재반박서면, 제 84 항.

249. 피청구국이 인과관계 고리를 다단계로 설명한 것에 관하여, 청구인은 이것이 세 고리로 구성된 내부 메커니즘을 과장한 것에 불과하며 그 중 둘은 중재판정에서 이미 해결되어 사슬의 직접성에는 영향이 없다고 주장한다.[405]

250. 청구인은 법적 인과관계에 관한 중재판정부의 판단이 국민연금의 지위와는 무관하게 내려졌기 때문에 판결에 의해 취소되지 않고 구속력을 유지하고 있으며, 만약 귀속 법리의 잘못된 적용에 근거한 판단이었다면 고등법원에 의해 취소되었을 것이라고 주장한다.[406] 직접성에 관하여, 청구인은 "인과관계 연결고리는 결코 특별히 길다고 볼 수 없으며 그 길이는 중재판정부가 인과관계가 명확히 성립하였다고 판단하는 데 장애가 되지 않았다"고 주장한다.[407] 청구인은 *Lemire v. Ukraine* 판례와 1923 년 미국-독일 공동위원회 결정에 의존하여 위법 행위와의 "연결고리에 단절이 없고 손실이 명확하고 확실하며 분명하게 추적될 수 있는 한 … 연결고리가 몇 개인지도 중요하지 않다"고 주장한다.[408] 청구인은 중재판정부가 청와대 조치가 국민연금의 의결권 행사를 초래한 것, 캐스팅보트가 본건 합병을 초래한 것, 본건 합병이 손실을 초래한 것으로 구성되는 세 개의 인과관계 고리를 어려움 없이 인정하였으며 *메이슨* 중재판정부 역시 국민연금의 행위가 한국에 귀속되지 않는다는 판결에도 불구하고 근접성을 인정하였다고 주장한다.[409] 또한, 청구인은 비국가 행위자의 행위가 국가의 위법 행위가 의도하고 예견할 수 있었던 결과일 수 있으므로 국민연금의 행위가 국가에 귀속되지 않는다는 판단으로 인해 이미 입증된 사슬이 단절되지 않는다고 주장한다.[410]

251. 청구인은 자신이 개연성의 우위 기준에 따라 법적 인과관계를 뒷받침하는 사실을 입증한 후에는 적극적 항변을 입증할 책임이 피청구국으로 넘어간다고 주장한다.[411] 이 맥락에서, 청구인은 피청구국이 인과관계의 단절을 입증하지 못하였으며 투자위원회가 "독립적인" 결정에 도달할 수 있었다거나 실제로 도달하였다는 피청구국의 주장은 법률상으로나

---

405 청구인의 재반박서면, 제 85 항.

406 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 119 항.

407 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 122 항.

408 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 122 항, *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/06/18, 판정문, 2011 년 3 월 28 일, 제 166 항 (**RLA-56**) *인용*.

409 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 123-24 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 909-27 항(**CLA-219**) *참조*. 청구인의 재반박서면, 제 83 항*도 참조*.

410 청구인의 재반박서면, 제 83 항.

411 청구인의 재반박서면, 제 82 항.

사실상으로나 모두 잘못되었다고 주장한다.[412] 청구인은 국민연금이 독립적인 결정에 "도달할 수 있었다"는 주장은 인과관계와는 무관하며 중재판정부가 "인과관계 사슬은 잠재적 사건에 의해 중단되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 중단될 수 있다"고 판시하였다는 점에서 실제 사건이 인과관계를 단절시켰다는 주장을 입증할 책임은 피청구국에 있다고 주장한다.[413] 해당 항은 취소되었으나, 청구인은 중재판정부가 이 판단이 국제법에 부합한다는 점을 재확인할 것을 요청한다.[414]

252. 또한, 청구인은 판정문 중 취소되지 않은 부분에서 중재판정부가 국민연금이 실제로는 독립적으로 행동하지 않았다고 판단하였으며 이는 "국민연금이 어떠한 행위를 하였고 누구의 지침 및 지시에 따라 행동하였는지에 관한 사실인정"이므로 피청구국이 해당 쟁점을 재개하는 것이 허용되지 않는다는 점을 지적한다.[415] 청구인은 다른 주주들의 의결권 행사가 인과관계를 단절시키지 않았으며 "국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였다고 하더라도 2.7%가 넘는 주식을 보유한 주주들이 본건 합병에 반대 투표할 수 있었다"는 주장 역시 잠재적 사건에 불과하다고 주장한다.[416]

253. 청구인은 이미 가정적 시나리오에서의 "시장 변동"에 관한 전문가 증거가 제출되어 중재판정부가 손해액을 48,490,438.00 달러로 확정하였으므로 피청구국이 이 쟁점을 다시 다툴 수 없다고 주장한다.[417] 어떠한 경우가 되었건 간에, 청구인에 따르면, "경합하는 원인이 존재한다는 이유로 국가의 위법행위에 대한 국제법상 책임이 경감되거나 약화되는 것은 아니"며 최종 단계에 국가가 "특정하여 지시하고 통제한" 제 3 자의 행위가 수반된 경우에는 더더욱 그러하다는 점에서 복수의 원인들이 존재하였다는 사정은 피청구국에 아무런 도움이 되지 않는다.[418]

254. 청구인은 추가 판결문 역시 완전한 증거 기록에 기초한 중재판정부의 판단을 대체하지 않으며 피청구국이 청구인에게 발생할 손해를 사전에 인지하고 있었다는 사실을

412 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125 항; 청구인의 재반박서면, 제 82 항, 제 85 항.

413 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(a)항, 판정문, 제 822 항 *인용*. 청구인의 재반박서면, 제 85 항*도 참조*.

414 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(a)항.

415 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(b)항; 청구인의 재반박서면, 제 22 항, 제 69 항, 제 76(i)항.

416 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(c)항, 판정문, 제 822 항 *인용*.

417 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(d)항.

418 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 125(e)항, ILC 규정(주석 포함)(2001), 제 31 조 주해, 주석 12 항 (**CLA-38**) *인용*.

부인하지 않는다는 점에서 법적 인과관계와 무관하다고 주장한다.[419] 또한, 청구인은 추가 판결문이 문형표/홍완선 유죄 판결을 뒤집지 않았고 국제법상 기준이 아닌 국내법 기준을 적용하였으며 중재판정부가 이미 배척한 합병 무효 결정의 결론과 "실질적으로 동일"하다고 주장한다.[420] 또한, 청구인은 중재판정부가 중재판정이 내려진 이후에 선고된 판결을 신중하게 받아들여야 하며, 이재용 부당합병 관련 판결문은 원 중재절차에서 한국이 주장한 입장을 일부 인용하여 "순환논리"에 빠졌다고 주장한다.[421]

2. 피청구국의 입장

255. 피청구국은 법적 인과관계를 입증할 책임은 청구인이 부담하며 중재판정에 의거하여 청구인이 위반의 "직접적인" 결과인지, 아니면 "근접하게 야기된" 것인지를 입증하여야 한다고 주장한다.[422] 피청구국의 견해에 따르면, 청구인이 주장하는 손해는 청와대 조치와 "너무 원격하여" 배상 대상이 될 수 없다.[423] 피청구국은 중재판정부가 법적 인과관계가 예견 가능성만으로 충족된다고 판시하지 않았으며 청구인 역시 자신의 주장이 결코 예견 가능성에만 근거한 적이 없다고 인정함으로써 그 판단에 동의하고 있다고 주장한다.[424] 피청구국의 견해에 따르면, 양 당사자 모두 근접성 또는 직접성이 별개의 요건이라는 것에 동의하고 있을 뿐만 아니라 청구인 자신이 예견 가능성, 근접성 또는 직접성을 요구하는 누적적인 3 개 기준을 주장하고 있으며 손해는 "위법 행위의 자연스러운 결과"여야 한다.[425] 또한, 피청구국은 중재판정부의 접근 방식이 "충분히 직접적이고 확실한 인과관계"를 요구하는 ICJ 의 법리에 부합한다고 주장한다.[426]

256. 이 기준을 적용하여, 피청구국은 청구인이 청와대 조치와 손실 사이의 직접적이고 근접한 연관성을 입증하지 못하였으며 각각이 "상당한 사실적 복잡성, 다수의 독립적인 행위자, 그리고 결과에 대한 진정한 불확실성을 수반"하는 상황에서 국민연금의 의결권 행사와

---

419 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 127-28 항.

420 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 128 항.

421 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 128 항.

422 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 172 항, 판정문, 제 815 항 *인용*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 74 항*도 참조*.

423 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 172 항.

424 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 92 항, 제 97 항.

425 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 97 항.

426 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 98 항, *집단살해죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용(보스니아 헤르체고비나 대 세르비아 몬테네그로)*, 판결문, I.C.J. 판례집(2007), 제 462 항 (**CLA-24**) *인용*.

본건 합병 승인을 단순하고 이분법적인 사건으로 취급한다고 주장한다.[427] 특히, 주주총회에서 다수의 주주들이 독립적으로 의결권을 행사하여 원격성과 관련된 다자간 의사결정의 또 다른 단계를 구성하므로 수많은 제 3 자의 개입은 청와대 조치가 손실의 근접적 원인이 될 수 없음을 의미한다.[428] 피청구국은 중재판정부가 법적 인과관계 판단 기준을 규정하였고 국민연금의 의결권 행사와 손실 사이의 연관성에 관한 판단은 취소되지 않았다는 점은 인정하면서도 관건은 국민연금의 의결권 행사가 아니라 청와대 조치가 근접한 원인이었는지 여부이며 위반 행위에서 손실에 이르는 모든 인과관계에 대해 근접성이 입증되어야 한다고 주장한다.[429] 피청구국은 자신이 청구인의 합병 반대 입장을 알고 있었다는 사실은 위반 행위의 존재 여부와 관련이 있으며 인과관계 사슬의 성격과는 무관하다고 주장하고, 중재판정부가 청구인에게 특정한 손실을 가하려는 의도가 있었다거나 청구인을 표적으로 삼았다는 판단을 내리지 않았다는 점에서 한국이 "의도적으로 협정상의 의무를 위반하였다"는 청구인의 주장을 배척한다.[430]

257. 특히, 피청구국은 인과관계 사슬에 포함된 세 가지 복잡한 사건, 즉 투자위원회의 심의, 삼성물산 주주 수천 명의 의결권 행사, 매도자와 매수자 수천 명의 주식 매매를 지적한다.[431] 피청구국은 자신이 *개입원인 항변*을 주장한 적이 없으며 오히려 인과관계 사슬이 지나치게 간접적이고 지나치게 동떨어져 있다고 주장하였다는 점을 강조한다.[432] 또한, 피청구국은 중재판정부가 청구인에게 손실을 가하려는 의도가 있었다거나 청구인을 표적으로 삼았다는 판단을 내리지 않았다고 주장한다.[433] 피청구국의 주장에 따르면, 청구인의 반대 입장을 알고 있었다는 사실이 청구인에게 손실을 가하려는 의도를 입증하는 것은 아니며 정부가 본건 합병이 주주에게 미치는 영향에 관한 청구인의 견해에 동의하였다는 증거는 존재하지 않는다.[434]

---

427 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 176 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 74 항.

428 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 108 항.

429 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 102 항. 판정문, 제 815 항 *참조*.

430 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 177-79 항.

431 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 74 항. 환송 절차에서의 피청구국의 모두 변론, 7 면 *참조*.

432 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 76 항.

433 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 77 항.

434 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 77 항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 101(b)항.

258. 피청구국은 법적 인과관계에 관한 중재판정부의 판단이 귀속 여부에 근거를 두었으며 그 판단이 환송 판결에 의해 취소된 상황이므로 국민연금의 변경된 지위가 인과관계 분석에 결정적인 요인으로 작용한다는 점에서 더 이상 국민연금의 자체 행위를 손실과 연결하는 고리로 의존할 수 없다는 점을 강조한다.[435] 또한, 피청구국은 그러한 손실이 협정에서 보호되는 범위를 벗어날 뿐만 아니라 인과관계는 특정한 위반 행위에 대해 입증되어야 한다고 주장한다.[436] 피청구국이 위반한 의무는 결과가 아니라 결정에 도달한 "절차"와만 관련이 있었으므로 "해당 주주총회 결과에 대한 예측에 근거한 손실"은 "인정된 위반 행위와 근인관계"가 없다.[437]

259. 피청구국은, 추가 판결문이 법적 인과관계와 무관하다는 청구인의 주장을 배척하면서, 추가 판결문이 법적 인과관계에 관한 한국 법원의 사실인정을 명확히 하며 청구인이 의존하는 문형표/홍완선 사건 판결의 사실인정과 동등한 비중을 부여받아야 한다고 주장한다.[438] 피청구국은 주주 청구 관련 판결문에서 문형표 장관의 권한 남용이 주주 손실의 "직접적이고 근접한" 원인이었는지 여부에 관한 실질적 쟁점을 다루었으며 독립적인 제 3 자의 행위, 즉 투자위원회의 결정이 일반적으로 인과관계 사슬을 단절시킨다는 원칙에 입각하여 해당 청구를 기각하였다고 설명한다.[439] 또한, 피청구국은 투표 방식에 영향을 미치지 않았고 위원들이 시너지 예측이 부정확할 수 있다는 점을 인지하고 있었으며 투자위원회가 시너지 예측 외에 다양한 요소를 검토하였다는 점에서 법원이 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위가 투자위원회의 결정을 "결정지었다"는 결론을 내리지 못하였다는 점을 지적한다.[440]

260. 피청구국에 따르면, 이재용 부당합병 판결문은 거기에서 더 나아가 "대통령의 부당 개입으로 [국민연금공단]의 합병에 대한 의사결정이 왜곡되었다고 볼 수도 없다"고 판시하였다.[441] 피청구국은 주주 청구 관련 판결문이 다른 관련 사건들보다 후일에

---

435 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 181 항.

436 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 185 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 74 항.

437 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 186 항.

438 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 109-10 항.

439 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 183 항.

440 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 183 항, 서울중앙지방법원, 2020 가합 600079 판결문, 12-13 면 (**R-389**) *인용*. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 62 항*도 참조*.

441 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 183 항, 서울중앙지방법원, 2020 고합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, 748 면 (**R-391**) *인용*.

선고되었으며 엄격한 합병 무효화 기준이나 기술적 접근 방식을 채택하지 않았다는 점에서 중재판정부가 합병 무효 결정을 구별하는 근거로 들었던 이유들이 주주 청구 관련 판결문에는 적용되지 않는다고 주장한다.[442]

261. *메이슨* 판정문에 관하여, 피청구국은 법적 인과관계에 관한 해당 판정문의 논리가 예견 가능성만으로도 충분하다는 판단에 일부 근거하고 있으며 "간략하고 … 설득력이 부족"하다고 주장한다. 피청구국에 따르면, 해당 판정문은 주주 청구 관련 판례에서의 분석을 검토하지 않았으므로 중재판정부가 기록상 선례로 참고할 수 없다.[443]

B. 중재판정부의 결정

262. 중재판정부는 중재판정 중 취소되지 않은 항에서 법적 인과관계가 "주장하는 손실 또는 손해가 위반 혐의와 충분히 밀접한 관련이 있는지 여부에 관한 것"이라고 결정하였다.[444] 판정문의 관련 대목 전문은 다음과 같다:

> 중재판정부가 고려해야 하는 인과관계의 두 가지 관련 측면은 사실상 인과관계와 법률상 인과관계이다. 전자는 위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단하는 반면, 후자는 주장하는 손실 또는 손해가 위반 혐의와 충분히 밀접한 관련이 있는지 여부에 관한 것이다. 이러한 관련성은 청구된 손실 또는 손해가 위반 혐의의 "직접적" 결과인지 또는 위반 혐의에 의해 발생한 "인과관계"가 있는 것인지의 관점에서 결정될 수 있으며; 본건의 당사자들은 양자를 명확히 구별하지 않고 이러한 조건에서 인과관계 문제를 주장하였다. 두 가지 정의는 실제로 기술적으로 구별되지만, 위반 혐의와 손실 또는 손해 사이의 필수적인 인과관계가 입증되었는지 여부를 판단하기 위해 적용되는 기준을 설명하는 실질적으로 동일한 방법이다. 전자의 정의는 손해 또는 손해의 원인(즉, 위반 혐의)에서부터 분석을 시작하는 기준을 명시하고 있는 반면, 후자는 위반 혐의의 *효과*(즉, 손실이나 손해)에서부터 분석을 시작한다. 두 접근법 모두 인과관계를 단절시키는 개입된 원인으로 인해 쟁점 손실 또는 손해가 배상을 받기에 "간접적"이거나 너무 "동떨어져" 있을 수 있음을 인정한다.[445]

263. 또한, 중재판정부는 "국민연금의 표결과 청구된 손실 및 손해 사이의 인과관계를 단절시킬 수 있는 개입 행위에 대한 증거는 중재판정부에게 제출되지 않았다"고 판단하였다.[446]

264. 중재판정부는 고등법원이 잠재적 사건에 의해서도 인과관계가 고리가 단절될 수 있다는 피청구국의 주장을 검토하고 배척한 판정문 제 822 항을 취소하였다는 점을 상기한다.

---

442 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 117 항.

443 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 107 항, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-55, 최종판정문, 2024 년 4 월 11 일, 제 909-17 항 (**CLA-219**) *참조.*

444 판정문, 제 815 항.

445 판정문, 제 815 항(원문상의 강조표시, 각주 제외).

446 판정문, 제 821 항.

다만, 고등법원은 중재판정부의 판단이 (중재판정부가 국가 기관으로 판단한) 국민연금의 행위에 의해 구성된 위반 행위와의 인과관계에 관한 판단과 "불가분하게 결합"되었으며 "그에 해당하는 범위 내에서 인과관계 쟁점이 환송된 부분에 대한 재검토가 요구"된다는 판단에 근거하여 제 822 항을 취소하는 결정을 내렸다고 설시하였다.[447] 고등법원 판결문의 해당 대목 전문을 인용하면 다음과 같다:

> 본 법원은 국민연금 내부 사정으로 인한 개입원인의 부재에 관한 중재판정부의 판단이 한국에 의해 채택되거나 유지된 조치로서 국민연금의 행위에 의해 구성되었다고 주장되는 위반 행위와의 인과관계에 관한 판단과 불가분하게 결합되었으며 그에 해당하는 범위 내에서 인과관계 쟁점이 환송된 부분에 대한 재검토가 요구되는 것으로 판단한다.[448]

265. 따라서 중재판정부는 본 환송 절차에서 인과관계에 관한 판단의 관점에서 제 822 항의 판단을 재검토할 수 있다. 원 판정문 제 822 항은 다음과 같이 판시하고 있다:

> 또한 중재판정부는 인과관계가 없었다거나 전문위원회가 본건 합병을 거부할 수 *있었기 때문에* 이와 같은 인과관계는 단절되었다는 피청구국의 주장이나, 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였다고 하더라도 2.7%가 넘는 주식을 보유한 주주들이 본건 합병에 반대 투표하여 본건 합병의 승인을 저지 *할 수 있었을 것*이라는 주장에 동의할 수 없다. 인과관계 사슬은 잠재적 사건에 의해 중단되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 중단될 수 있다. 피청구국이 인용한 잠재적 사건 중 어느 것도 실제로 발생하지 않았으므로, 인과관계를 단절시킬 수 없었다.[449]

266. 중재판정부는 위에서, 국민연금이 국가 기관으로 간주되지 않는 상황에서는, 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것임을 입증할 책임을 청구인이 부담한다고 결정하였다. 중재판정부는 청구인이 입증책임을 다하였으며 만약 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것임을, 개연성의 우위 기준에 따라, 증명하였다는 결론을 내렸다. 이와 관련하여, 중재판정부는 피청구국이 청구인의 주장을 반박하는 데 실패하였으므로 필연적으로 설령 개입이 없었더라도 어떠한 경우가 되었건 간에 국민연금이 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 주장을 입증할 책임을 다하지 못하였다는 판단도 내렸다. 이러한 상황이었으므로, 한편에는 청와대와 보건복지부의 조치, 그리고 다른 한편에는 청구인의 손실 사이에 존재하는 사실적 인과관계 사슬이 입증되었다. 이러한 판단은 국민연금의 지위와는 무관하며 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 한국의 조치와 청구인의 손실 사이의 사실적 인과관계 사슬을 연결하는 고리를 형성한다. 이러한 인과관계 사슬은 국제법상 만약 개입이 없었다면 국민연금이

---

447 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(j)항 (**CLA-227**).

448 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(j)항 (**CLA-227**).

449 판정문, 제 822 항(원문상의 강조표시).

본건 합병에 찬성하였을 (개연성이 낮은) 가능성 등과 같은 잠재적 사건에 의해 단절될 수 없다. 인과관계 고리는 충분한 확실성을 갖춘 증거에 의해 증명된 실제 사건에 의해서만 단절될 수 있다. 이러한 이유에서, 사실적 인과관계에 관한 판정에 비추어, 중재판정부는 판정문 제 822 항의 판단을 확정한다.

267. 사실적 인과관계에 관한 판단과 법적 인과관계에 적용되는 기준에 비추어, 중재판정부는 한편에는 피청구국의 협정 위반, 그리고 다른 한편에는 청구인의 손실 사이에 존재하는 인과관계 사슬이 단절되었거나 지나치게 간접적이거나 동떨어져 있으므로 피청구국의 위반 행위와 청구인의 손실 사이에 직접적이거나 근인한 인과관계 고리가 존재하지 않는다는 주장을 입증할 책임이 피청구국에 있는 것으로 판단한다. 청구인의 손실이 지나치게 간접적이거나 동떨어져 있다는 적극적 주장을 제기하는 당사자가 피청구국이라는 이유에서뿐만 아니라 청구인의 주장과는 명백히 배치되며 청구인은 발생하였다는 주장조차 제기한 적이 없는 인과관계 사슬의 중단을 청구인이 입증할 것을 요구할 수 없다는 이유에서도 입증책임은 피청구국이 부담하여야 한다.

268. 피청구국은 청구인이 법적 인과관계를 입증할 책임을 부담하며 그 책임을 다하지 못하였다고 주장하면서도 다른 한편으로는 법적 인과관계가 입증되지 않았다고 주장하면서 스스로 입증을 시도하고 있다. 위에 요약된 바와 같이, 피청구국은 개입원인이 존재하였다는 주장은 제기하고 있지 않으며 청구인이 주장하는 손실이 인과관계 사슬의 길이와 복잡성 등의 이유로 청와대 조치와는 지나치게 간접적이고 동떨어져 있으므로 "지나치게 간접적이고 인과적 근접성이 부족"하다고 주장한다.[450] 피청구국의 견해에 따르면, 이러한 주장은 근거는 (i) 국민연금의 결정이 "수많은 개인의 판단에 달려 있으며, 각 개인은 '만약 그 행위가 없었다면'이라는 가정 하에서 복잡하고 다각적인 문제에 관하여 독립적인 평가를 수행"하고, (ii) 본건 합병은 삼성물산과 제일모직 주주총회의 승인을 필요로 했고 다수의 주주가 참여하여 독립적으로 의결권을 행사하였으며, (iii) 판정문에서 청구인의 손실이 본건 합병 결과 자체를 기준으로 산정된 것이 아니라 시장 변동을 기준으로 산정되었다는 점이다.[451]

269. 위에서 주목한 바와 같이, 중재판정부는 중재판정에서 환송 판결에 의해 취소되지 않은 부분을 통해 중재판정부가 국민연금이 본건 합병에 대한 캐스팅보트를 쥐었던 것으로

---

450 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 176 항. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박서면, 제 76 항*도 참조*.

451 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 175 항.

결정하였다는 점을 상기한다. 또한, 중재판정부는 중재판정에서 서울고등법원이 문형표/홍완선 소송절차의 판결문에서 "엘리엇이 합병을 적극 반대하였다 … [국민연금은] 사실상의 캐스팅보트를 가지게 되었다"[452] 는 서울중앙지방법원의 판단에 동의하고 다음과 같이 인용하였다는 점에 주목하였다:

> 따라서 한국 법원은 *국민연금이 캐스팅보트를 가지고 있었으며, 본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 국민연금과 청구인을 포함한 다른 삼성물산 주주들이 입은 손실 사이에 직접적인 인과관계가 있다*고 판단하였다.
>
> 본 중재절차에서 중재판정부가 한국 법원의 판단보다 우선할 어떠한 증거도 없다. 피청구국은 전문위원회 위원인 조영길의 증언을 인용하면서, 전문위원회 위원들이 본건 합병에 반대 표결을 했을 것임이 입증되지 않는다고 주장하지만, 조영길이 자신의 증인진술서에서 해당 안건이 전문위원회에 부의되었다면 자신이 본건 합병에 찬성 투표하였을 것이라는 사실(또는 그가 결정하지 않았으므로 실제로 반대하였을 것임)을 진술하지 않았음을 인정한다. 따라서 그의 증거는 결정적이지 않으며, 어떠한 경우에도 피청구국은 한국 법원의 결정에 대하여 이의를 제기하지 않으며, 실제로 앞서 언급한 바와 같이 이를 명시적으로 인정한다.[453]

270. 이러한 이유에서, (판정문 제 822 항에 관한 위의 판정에 비추어, 그럴 필요는 없지만) 설령 중재판정부가 실제로 일어나지 않은 잠재적 사건을 고려하여야 한다 하더라도, 본건 합병 표결 결과가 국민연금이 채택한 입장에 달려 있는 상황에서 삼성물산과 제일모직의 다른 주주들의 잠재적 행위는 무관하다. 또한 국민연금공단의 의결권 행사가 수많은 개인의 판단에 달려 있었던 것은 사실이나, 중재판정부는 앞서, 개입이 없었고 투자위원회 위원들이 시너지 효과가 조작된 사실을 인지하였더라면 위원 과반수가 본건 합병에 반대하였을 것이라고 판단한 바 있다. 마지막으로, 중재판정에서 청구인의 손실이 본건 합병 결과 자체를 기준으로 산정된 것이 아니라 시장 변동을 기준으로 산정되었다는 피청구국의 주장은 잘못된 것이다. 원 판정에서 중재판정부는 청구인의 손실이 피청구국의 조치로 인해 발생하였는지 여부를 결정하려는 목적이 아니라 청구인의 손해액을 산정하려는 목적으로 본건 합병 이후의 관련 시장 변동에 의존하였다. 원인(청와대와 보건복지부의 조치)과 결과(청구인의 손실) 사이의 인과관계 사슬은 손실이 이미 발생한 이후에 일어난 사건에 의해 중단될 수 없다.

271. 위의 판단에 비추어, 중재판정부는 한편에는 청와대와 보건복지부의 조치 그리고 다른 한편에는 청구인의 손실 사이에 존재하는 인과관계 사슬이 지나치게 간접적이거나 동떨어져 있었으므로 법적 인과관계를 입증할 수 없다는 피청구국의 주장을 배척한다.

---

452 판정문, 제 818 항.

453 판정문, 제 819-20 항(강조표시 임의추가; 각주 제외).

IX. 손해산정

A. 당사자들의 입장

1. 청구인의 입장

272. 청구인은 피청구국의 기회 상실 주장은 "다시금 원 중재절차에서 제기하였던 실패한 가정적 인과관계에 대한 주장을 되풀이한 것에 불과하다"고 주장한다.[454] 그러한 주장의 근거로서, 청구인은 중재판정부가 청구인의 손해액을 산정하면서 기회 상실 방법론을 적용하지 않기로 결정하였다는 점을 지적한다.[455] 청구인에 따르면, 국민연금의 법적 지위가 중재판정부가 기존에 적용한 방법론에 영향을 미치지 않으므로 중재판정부가 결정을 재검토하고 손해액 산정에 관한 논쟁을 재개할 근거나 이유가 전혀 없다.[456]

273. 이자에 관하여, 청구인은 2015 년 7 월 16 일부터 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 판정 전 이자의 지급을 요청하는 입장을 유지한다.[457] 청구인은 "EALP 가 2015 년 9 월 17 일부터 25 일까지 및 2016 년 3 월 18 일부터 2022 년 5 월 12 일까지 회수한 금액을 감안"한 원금에 대한 이자를 771,026,741,100 원을 기준으로 산정할 것을 요청한다.[458]

2. 피청구국의 입장

274. 피청구국은, 고등법원이 중재판정에서 청구인의 손해액을 산정한 항을 취소하지 않은 것은 사실이지만, 금액은 여전히 감액이 가능하다고 주장한다.[459] 피청구국에 따르면, 판정문에 명시된 손해액은 상한선(이하 "최대 손해액")으로 기능하며 판정부의 변경된 판단을 반영하여 감액이 가능하다.[460]

275. 피청구국은 외생적 요인으로 인해 청구인이 "충분한 정도의 확실성" 기준에 따라 위반 행위와 주장된 손실 사이의 인과관계 고리를 입증할 수 없음에도 불구하고 그보다 낮은

---

454 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 130 항; 청구인의 재반박서면, 제 86 항. 원 중재절차에서의 피청구국의 심리 후 주장서면, 2022 년 4 월 13 일, 제 174 항, 제 182 항; 원 중재절차에서의 피청구국의 심리 후 재반박서면, 2022 년 5 월 18 일, 제 68 항 *참조*. 원 중재절차에서의 청구인의 심리 후 재반박서면, 2022 년 5 월 18 일, 제 79 항; 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 부록 A, 18-20 열*도 참조*.

455 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 130 항; 청구인의 재반박서면, 제 86 항.

456 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 130, 132 항.

457 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 134(a)항.

458 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 141(b)항; 청구인의 재반박서면, 제 20 항.

459 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 30 항.

460 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 30(b)항.

입증 기준을 적용하여 위반 행위로 인해 잠재적으로 이익을 얻거나 손실을 피할 수 있었던 귀중한 "기회"를 박탈당하였음을 입증할 수 있는 대안적 시나리오를 다루고 있다.[461]

276. 피청구국은, *Bilcon v. Canada* 판례에 의존하여, 투자자가 특정 결과에 대한 권리는 없으나 그러한 결과를 달성할 공정한 기회에 대한 권리는 있는 경우, 또는 제 3 자의 외생적 행위가 수반되는 등의 이유로 반사실적 시나리오를 본질적으로 입증하기 어려운 경우에 기회 상실 법리를 적용할 수 있다고 주장한다.[462] 피청구국은 설령 이처럼 낮은 기준을 적용하더라도 추측성 청구는 여전히 허용되지 않으므로 투자자가 청구를 인정받기 위해서는 최소한의 조건으로 만약 분쟁 대상 조치가 없었다면 원하는 결과가 달성되었을 것이라는 "합리적인 가능성"을 증명하여야 한다고 주장한다.[463] 더 낮은 증거 기준을 적용받는 것에 대한 급부로서, 청구인은 "이익 창출(또는 손실 회피) 기회의 상실에 상응하는, 더 낮은 수준의 보상만을 받을 자격"이 있다.[464]

277. 피청구국은 두 가지 측면에서 본건에 기회 상실 법리를 실질적으로 적용할 수 있다고 주장한다. 첫째, 청구인이 입은 손해는 기껏해야 "본건 합병에 반대하는 설득 활동에서 성공할 기회"와 "정부의 불법적인 간섭 없이 삼성물산의 다른 주주들을 설득하여 합병을 저지하기 위해 청구인과 함께 투표하도록 할 기회"였다.[465] 피청구국은 이를 특정 결과를 얻을 권리로 구분하고 있으며, 피청구국의 견해에 따르면, 협정상 그런 권리는 존재하지 않는다.[466] 둘째, 피청구국은 "청구인이 주장하는 손해가 외생적 요인, 즉 국민연금 내 개인들의 행위에 의해 중단"되었으며 그로 인해 만약 청와대 조치가 없었다면 어떤 결과가 나왔을지 "필요한 수준의 확실성으로 입증하는 것은 본질적으로 어렵다"고 주장한다.[467]

---

461 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 190 항.

462 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 192 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 관한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, 제 277 항, 제 280 항 (**RLA-90**) *참조*. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 122(b)항*도 참조*.

463 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 193 항, *Akgun Insaat Makina Sanayii ve Dis Ticaret Ltd. Sti. v. Federal Democratic Republic of Ethiopia*, PCA 사건번호 2020-08, 최종 판정문(비용 관련 판정 제외), 2025 년 8 월 29 일, 제 1111 항, 제 1115 항, 제 1117-18 항, 제 1127 항 (**RLA-205**) *참조*.

464 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 195 항.

465 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 196(b)항; 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 122(c)항.

466 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 196(a)항.

467 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 196(b)항.

278. 피청구국은 중재판정부가 적용하여야 하는 적절한 입증 기준이 “충분한 정도의 확실성”임에도 불구하고 청구인이 설령 청와대 조치가 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 반대하거나 기권하였을 것임을 충분한 정도의 확실성 기준에 의거하여 입증하지 못하였다고 주장한다.[468] 피청구국은, 부차적으로, 그럼에도 불구하고 중재판정부가 청구인에게 일정한 배상을 인정하고자 한다면 기회 상실 원칙을 적용하여 정부 간섭 없이 합병 반대 캠페인의 성패가 결정될 수 있었던 공정한 기회를 상실한 점에 대해 청구인에게 배상할 것을 판정할 수 있다고 주장한다.[469] 피청구국은 만약 중재판정부가 기회 상실 법리를 적용한다면 “(i) 전체 손해액에 (ii) 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 가능성이 높고, 그 결과 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점에 상응하는 적절한 비율을 곱하여 손해배상액”을 산정할 수 있다고 주장한다.[470]

279. 피청구국은 청구인이 기회 상실 법리에 관한 피청구국의 입장에 대해 실질적인 답변을 제공하지 않고 있으며 단순히 “중재판정부는 대한민국의 기회 상실 주장을 이미 배척하였다”고 내세울 뿐이라고 주장한다.[471] 피청구국은 중재판정부가 원 판정에서 피청구국의 기회 상실 주장에 대한 결정을 내리지 않았으므로 귀속 판단이 취소됨에 따라 이제 기회 상실 법리의 적용 여부를 재검토할 필요가 있다는 점에서 청구인의 입장이 잘못되었다고 주장한다.[472] 또한, 피청구국은 청구인이 기회 상실에 관한 피청구국의 입장에 실질적으로 답하지 않았으며 그 대신에 “전부 아니면 전무 방식의 주장”을 선택하였다는 점을 강조한다.[473]

280. 마지막으로, 피청구국은 청구인이 중재판정부에 수정을 요청하였으나 기각된 바 있는 판정 전 이자 산정 근거를 재검토하려는 시도를 배척한다.[474] 피청구국은 청구인이 계산 오류의 정정이 아닌 판정문의 수정을 요구하고 있다는 결론을 내린 중재판정부가 본 중재의 정정 단계에서 청구인의 요청을 이미 기각하였다는 점에 주목한다.[475] 피청구국은 잉글랜드 법원이 판정 전 이자는 배상액만을 기준으로 산정하여야 한다는 중재판정부의

468 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 123 항; 심리 속기록, 2 일차, 46:5-8 면.

469 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 123 항.

470 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 202 항.

471 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 120 항.

472 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 120 항.

473 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 122 항; 환송 쟁점에 관한 피청구국의 반박 서면, 제 78 항.

474 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 130 항.

475 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 130-31 항.

결정을 취소하지 않았으므로 해당 결정은 여전히 구속력을 가지며 판정 전 이자 산정 근거를 재검토해 달라는 청구인의 요청은 불허된다고 주장한다.[476]

B. 중재판정부의 결정

281. 청구인의 청구가 사실적 인과관계와 법적 인과관계 요건을 충족한다는 점을 중재판정부가 확인하였으므로 중재판정부가 원 판정에서 결정한 청구인의 손해액에 관한 판단을 재검토하여야 할 근거는 존재하지 않는다.

282. 이는 청구인이 이자의 지급을 구하는 원금의 수정을 요청하는 청구에도 적용된다. 위에서 주목한 바와 같이, 청구인은 "EALP 가 2015 년 9 월 17 일부터 25 일까지 및 2016 년 3 월 18 일부터 2022 년 5 월 12 일까지 회수한 금액을 감안"한 원금을 기준으로 중재판정부가 판정한 48,490,438.00 달러가 아닌 771,026,641,100 원에 대한 이자의 지급을 구하고 있다.[477]

283. 중재판정부는 판정문 정정 요청과 관련해서도 청구인이 이자에 관한 동일한 청구를 제기하였다는 점을 상기한다. 중재판정부는 청구인의 청구가 UNCITRAL 규칙 제 38 조 제 1 항이 의미하는 "계산 오류"의 정정에 해당하지 않는다는 이유에서 해당 요청을 기각한 바 있다. 본 환송 절차의 맥락에서, 청구인의 청구는 실질적으로 환송 쟁점의 범위를 벗어나는 새로운 실체적 청구에 해당한다. 따라서 해당 청구를 기각한다.

X. 비용

A. 당사자들의 입장

1. 청구인의 입장

a) 취소 절차의 비용

284. 청구인은 피청구국의 협정 위반이 없었다면 취소 절차의 비용이 발생하지 않았을 것이라는 주장에 근거하여 중재판정부가 피청구국에 해당 비용의 지급을 명할 것을 요청한다.[478] 청구인은 자신이 취소 판결을 파기하고자 하는 것이 아니라 "배상은 가능한 한 위법행위로 인해 발생한 피해를 완전히 회복시켜야 한다"고 규정한 국제법상의 완전배상 원칙을 준수할 것을 요청하는 것이라고 주장한다.[479] 청구인은 이 금액에

476 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 132 항.

477 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 141(b)항.

478 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(a)-(b)항.

479 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(a)항.

"무의미한" 것으로 판명되었으며 "최종 결론에는 영향을 주지 않을 것이 명백한" 취소 절차의 비용이 포함된다고 주장한다.[480] 청구인의 견해에 따르면, 이러한 비용의 부담을 면할 수 있게 된다면 불필요한 절차를 강행한 피청구국에 사실상 부당한 이익을 주는 결과가 될 것이다.[481]

285. 중재판정부가 해당 비용의 지급을 명할 권한에 관하여, 청구인은 취소 절차의 비용이 "중재와 관련하여 당사자가 지출한 법률 비용 및 기타 비용 중 중재판정부가 합리적이라고 판단되는 범위 내의 금액"의 지급을 명할 권한을 규정한 UNCITRAL 중재규칙 제 40 조 제 e 항의 적용 범위에 속한다고 주장한다.[482]

286. 청구인은 기판력으로 인해 자신의 요청이 금지된다는 피청구국의 주장을 배척하면서 취소 절차와 본 환송 절차에서 당사자들이 구한 구제와 청구의 내용이 상이하다고 주장한다.[483]

287. 이를 근거로, 청구인은 취소 절차에서 발생한 이하의 비용을 회수할 권리가 있다고 주장한다:[484]

항목	**소요 금액(US$ / GBP£)**
법률 비용	
Three Crowns LLP	$4,172,903.20
Kobre & Kim LLP	$3,288,864.00
총 법률 비용	**$7,461,767.20**
지출 및 기타 비용	
Three Crowns LLP	$84,027.14
Kobre & Kim LLP	$65,360.30
총 지출 및 기타 비용	**$149,387.44**
한국에 대한 가지급금	
항소법원 절차	£380,000.00
고등법원 절차	£945,804.00
한국에 대한 총 가지급금	**£1,325,804.00**

480 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(b)항.

481 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(b)항.

482 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(c)항.

483 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(d)항.

484 청구인의 비용계산서, 표 3.

총 발생 비용 및 경비	**$7,611,154.64** **£1,325,804.00**

b) 원 중재절차 및 환송 절차의 비용

288. 청구인은 중재판정부가 피청구국에, 원 판정문 제 993 항에서 중재판정부가 명한 바와 같이, 원 중재절차에서 청구인에게 발생한 법률 비용 28,903,188.90 달러를 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급하도록 명할 것을 요청한다.[485]

289. 청구인은, 피청구국의 입장에 반하여, 중재판정부가 "각 쟁점에서 어느 당사자가 승소하였는지"를 고려하여 법률 비용을 산정한 기존의 방식을 변경할 근거가 없다고 주장한다.[486] 청구인은 환송 쟁점에 관한 중재판정부의 결정에 비추어 법률 비용의 배분을 다시 검토할 필요가 있을 수 있다는 점은 인정하면서도 판정문의 정정이 기존에 청구인에게 유리하게 결정된 비율을 축소하는 근거가 될 수는 없다고 주장한다.[487] 청구인은 인과관계에 관한 한국의 주장이 또 다시 배척된 만큼 만약 비율을 조정한다면 확대하는 방향이어야 한다고 주장한다.[488]

290. 또한, 청구인은 중재판정부가 피청구국에 환송 절차에서 청구인에게 발생한 법률 비용과 중재 비용으로 구성되는 3,968,201.29 달러를 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급하도록 명할 것을 요청한다:[489]

항목	**발생 금액(US$ / GBP£)**
PCA에 대한 가지급금	
청구인 측 예치금	$325,000.00
법률 비용	
Three Crowns LLP	$1,767,030.10
Kobre & Kim LLP	$1,795,202.00
총 법률 비용	**$3,562,232.10**
지출 및 기타 비용[490]	

485 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 134(a)항, 제 141(d)항; 청구인의 비용계산서, 제 2 항 및 표 1.

486 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 138 항.

487 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 138 항. 청구인의 비용계산서, 각주 6 (중재판정부가 청구인의 법률 비용 중 78%에 대한 지급을 명한 결정에 주목하는 내용)*도 참조*.

488 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 138 항.

489 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 134(b)항, 제 141(e)항; 청구인의 비용계산서, 표 2.

490 본 항목에는 환송 절차에서 대리인에게 발생한 인쇄/복사 비용, 특송 비용, 여비, 숙박비, 기타 경비가 포함된다. 청구인의 비용계산서, 각주 10.

Three Crowns LLP	$37,149.79
Kobre & Kim LLP	$43,819.40
총 지출 및 기타 비용	**$80,969.19**
총 발생 비용 및 경비	**$3,968,201.29**

2. 피청구국의 입장

a) 취소 절차의 비용

291. 피청구국은 자신에게 취소 절차를 개시할 명백한 권리가 있었으며 이로 인해 고등법원이 국민연금이 사실상 국가 기관이라는 중요한 판단을 취소하는 결과로 이어졌다고 주장한다.[491] 이에 피청구국은 취소 절차가 본 중재의 최종 결론에 영향을 주지 않는 "무의미한" 것이었다는 청구인의 해석을 배척한다.[492]

292. 피청구국은 피청구국이 취소 절차의 비용을 지급하도록 명할 것을 요청한 청구인의 요청이 중재판정부의 관할권 밖이며 기판력에 의해 배제된다고 주장한다.[493] 구체적으로, 피청구국은 원 중재절차가 종결된 이후에 개시된 취소 절차의 비용은 UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 2 항에서 의미하는 중재 비용을 구성하지 않을 뿐만 아니라 어떠한 경우가 되었건 간에 영국 법령에 의해 규율되며 그 결정은 관할 법원의 관할권에 속한다고 주장한다.[494]

293. 피청구국은 이미 고등법원이 청구인에게 피청구국의 비용 중 70%를 지급하도록 명함으로써 취소 절차에서 발생한 비용의 배분을 최종적으로 결정하였다는 점에서 청구인의 청구는 기판력에 의해 배제된다고 주장한다.[495] 따라서 관할권을 보유한 법원에 의해 이미 결정된 사안이므로 청구인은 이 쟁점의 재심리를 시도할 수 없다.[496] 기판력을

---

491 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 129(b)항.

492 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 129(b)항.

493 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 203 항.

494 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 207 항. 1981 년 상급법원법, 제 51 조 (**RLA-208**); 잉글랜드 민사소송절차 규칙, 1998, 규칙 제 44.2 호(**RLA-209**)*도 참조*. 또한, 피청구국은 중재법에 의거하여 비용에 관한 중재판정부의 권한은 "중재 비용"에 한정된다는 점에 주목한다. 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 205 항, 1996 년 영국 중재법, 제 61(1)조 (**CLA-210**) *참조*.

495 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 206 항, *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 명령, 2026 년 3 월 18 일, 제 5 항 (**CLA-226**).

496 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 207 항, *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/1, 판정문, 2014 년 8 월 25 일, 제 7.10-

적용하기 위한 3 중 동일성 기준을 충족하지 못한다는 청구인의 입장에 관하여, 피청구국은 쟁점이 되는 구체적인 청구, 즉 취소 절차의 비용에 대한 청구인의 청구에 대해 3 중 동일성 기준이 충족된다고 주장한다.[497]

b) 원 중재절차 및 환송 절차의 비용

294. 피청구국은 본 중재 절차에서 자신의 상대적 승소에 비례하여 중재판정부가 법률 비용의 지급을 명하여야 한다고 주장한다.[498] 피청구국에 따르면, 이 접근 방식은 판정문의 "중요한 부분"이 취소되기 전에 중재판정부가 손해 산정을 위해 채택한 방식에 부합한다.[499]

295. 원 중재절차에서의 비용 배분과 관련하여, 피청구국은 중재판정부가 중재판정에서 4 개 주요 쟁점 중 3 개 쟁점에서 청구인이 승소하였다는 판단에 근거하여 비용을 배분하였다는 점을 지적한다.[500] 피청구국은 이제 중재판정부가 원 중재절차에서의 비용 배분을 새롭게 결정하여야 하므로 피청구국이 이후 정정 단계에서 승소한 사실과 취소 절차의 특정 관할권 쟁점에서 승소한 사실을 반영하여야 하며, 이에 따라 기존에 지급을 명한 비용을 감액하여야 한다고 주장한다.[501] 또한, 피청구국은 만약 자신이 환송 절차에서 인과관계 쟁점 중 어느 한 쟁점에서라도 승소하거나 청구인에게 지급하여야 할 손해배상액이 추가로 감액된다면 중재판정부가 그에 따라 법률 비용 배분 비율을 피청구국에 유리하게 조정하여야 한다고 주장한다.[502]

296. 피청구국은, 청구인의 주장과는 달리, 취소 절차에서의 상대적 승소 결과를 기준으로 중재 법률 비용의 배분을 구하는 것이 아니라고 주장한다.[503] 오히려, 피청구국은 중재판정의 중요한 부분이 취소되어 원 중재절차의 결과가 바뀌었으며 그로 인해 중재판정부가

7.36 항(**CLA-1)**; *Virgin Atlantic Airways Ltd v Zodiac Seats UK Ltd* [2013] UKSC 46, 제 17-18 항 (**RLA-212**) *참조.*

497 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 129(d)항.

498 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 208 항.

499 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 208 항.

500 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 211 항. 판정문, 제 993 항*도 참조.*

501 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 211 항. 피청구국은 자신이 중재판정부에 원 중재절차에서 당사자들에게 발생한 법률 비용의 재산정을 요청하는 것이 아니라는 점에 주목한다. 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 127 항.

502 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 211 항.

503 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 127(d)항.

중재에서 당사자들의 상대적 승소 비율을 평가하였던 근거가 바뀌었다고 주장한다.[504] 이러한 이유에서, 피청구국은 자신이 취소 절차에서 승소한 사실은 중재판정부가 법률 비용의 배분을 재검토해야 하는 것과 관련이 있다고 주장한다.[505]

297. 환송 절차의 비용에 관하여, 피청구국은 중재판정부가 "(i) 합리적인 소송대리인 보수와 비용, (ii) 본 중재와 관련된 그 외의 합리적인 비용, (iii) 중재판정부 및 [사무국] 역할을 수행한 PCA 의 보수와 비용"을 포함하는 관련 비용을 판정 후 이자와 함께 청구인이 전액 지급하도록 명할 것을 요청한다.[506]

298. 피청구국은 환송 절차에서 발생한 보수와 비용을 다음과 같이 제시한다:[507]

항목	**금액**
법률 비용	USD 1,050,909.00 KRW 733,997,377.00
지출	USD 61,467.07 KRW 141,392,515.00
기타 비용	USD 325,000.00 KRW 67,011,570.00
비용 합계(*부가세 제외*)	**USD 1,437,376.07** **KRW 942,401,462.00**
비용 합계(*10% 부가세 포함*)[508]	**USD 1,581,113.68** **KRW 1,029,940,451.00**

299. 피청구국은 자신의 비용을 다음과 같이 세부적으로 분류한다:

(a) 법률 비용:[509]

504 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 127(d)항.

505 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면, 제 127(d)항.

506 피청구국의 비용계산서, 제 2 항.

507 피청구국의 비용계산서, 제 1 항.

508 피청구국은 한국에서는 정부 대표가 지출한 비용을 제외한 모든 보수와 비용에 10% VAT 가 과세된다는 점을 지적한다. 피청구국의 비용계산서, 각주 2.

509 피청구국은 사전에 합의된 비용 상한선이 적용되어 관련 비용이 대폭 감액되었으며 그로 인해 상당한 액수가 상각되었다고 주장한다. 피청구국의 비용계산서, 제 5-6 항.

소송대리인	금액
Arnold & Porter Kaye Scholer LLP	USD 821,943.69
Peter & Kim	KRW 733,997,377.00
Essex Court Chambers	USD 228,965.31
비용 합계(*부가세 제외*)	**USD 1,050,909.00** **KRW 733,997,377.00**
비용 합계(*10% 부가세 포함*)	**USD 1,155,999.90** **KRW 807,397,115.00**

(b) 소송대리인에게 발생한 지출:[510]

소송대리인	금액
Arnold & Porter Kaye Scholer LLP	USD 49,540.92
Peter & Kim	KRW 141,392,515.00
Essex Court Chambers	USD 11,926.15
지출 합계(*부가세 제외*)	**USD 61,467.07** **KRW 141,392,515.00**
지출 합계(*10% 부가세 포함*)	**USD 67,613.78** **KRW 155,531,767.00**

(c) PCA 에 납부한 예치금에 추가하여, 정부 대표에게 발생한 여비와 기타 비용을 포함하는, 본 중재와 관련된 기타 비용:[511]

지출	금액
정부 대표의 여비 및 기타 비용	KRW 67,011,570.00
PCA에 납부한 예치금	USD 325,000.00
지출 합계(*부가세 제외*)	**USD 325,000.00** **KRW 67,011,570.00**
지출 합계(*10% 부가세 포함*)	**USD 357,500.00** **KRW 67,011,570.00**

510 피청구국의 비용계산서, 제 7 항. 지출에는 특송 비용, 여비, 심리 관련 비용, 복사 및 소송 지원 서비스, 기타 비용(번역료 등)이 포함된다. 피청구국의 비용계산서, 제 8 항.

511 청구인의 비용계산서, 제 9-10 항.

B. 중재판정부의 결정

300. 중재판정부는 당사자들이 제기한 3 개 비용 청구(원 중재절차의 비용, 취소 절차의 비용, 본 환송 절차의 비용)를 이하의 순서대로 다룬다.

1. 원 중재절차의 비용

301. 위의 제 II.C 절에 요약된 바와 같이, 고등법원은 판정문 제 995(h)항이 "국민연금의 행위가 한국이 채택하거나 유지한 행위를 구성한다는 판단을 전제로 하고 있다"는 판단에 근거하여 당사자들의 법률 및 기타 비용을 배분한 판정문 제 993 항과 주문에서 그에 상응하는 제 995(h)항을 취소하였다.[512]

302. 환송 쟁점에 관한 본 판정문에서 청구인의 손실이 피청구국에 의해 초래된 것으로 결정하였으며, 이는 원 중재절차의 결정과 일치하므로, 중재판정부는 제 993 항과 제 995(h)항을 모두 복원하여야 하는 것을 판단한다. 따라서 중재판정부는 (i) 피청구국이 청구인에게 발생한 법률 비용 28,903,188.90 달러를 환송 쟁점에 관한 본 판정문이 선고된 날부터 30 일이 경과한 날을 기하여 연 복리 5 퍼센트 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급할 것을 명하고, (ii) 청구인이 피청구국에 발생한 법률 비용 3,457,479.87 달러를 환송 쟁점에 관한 본 판정문이 선고된 날부터 30 일이 경과한 날을 기하여 연 복리 5 퍼센트 이율로 계산한 이자와 함께 피청구국에 지급할 것을 명함을 확인한다.

2. 취소 절차의 비용

303. 위에 요약된 바와 같이, 청구인은 피청구국이 잉글랜드 법원에서 진행된 취소 절차의 비용을 청구인에게 지급하도록 명할 것을 요청한다. 청구인은 "취소 절차에 소요된 비용은 중재와 관련된, 대한민국이 중재판정부의 판정을 취소하고자 시도한 것에 대응하기 위해 엘리엇이 지출한 비용이며, 따라서 중재판정부는 해당 비용의 지급을 명할 관할권이 있다"고 주장한다.[513]

304. 피청구국은 청구인의 비용 청구 요청은 중재판정부의 관할권 밖이며 잉글랜드 법원에서 이미 결정한 것처럼 기판력에 의해 배제된다고 주장한다.[514] 피청구국에 따르면,

---

512 *대한민국 대 엘리엇 어소시엣 엘.피.*, CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, 제 5(p)항 (**CLA-227**).

513 환송된 쟁점에 관한 답변서면, 제 137(c)항.

514 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 203 항.

중재판정부의 권한은 UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 2 항에 명시된 항목에 의거하여 "중재 비용"의 지급을 명하는 판정에 국한된다.[515] 영국 법령이 적용되는 법원 절차의 비용은 여기에 포함되지 않는다.[516]

305. 중재판정부는 피청구국의 입장에 동의한다. 청구인의 청구는 원 중재절차에서 발생한 비용에 대한 청구와 본 환송 절차에서 발생한 비용에 대한 청구 중 어디에도 해당하지 않는다. 이 청구는 중재 절차와 무관하게 청구인에게 발생한 비용에 대한 새로운 실체적 청구를 구성한다.

306. 따라서 취소 절차의 비용에 대한 청구인의 청구를 기각한다.

3. 환송 절차의 비용

307. 본 환송 절차의 비용 판정을 규율하는 관련 규칙은 판정문 제 984 항과 제 985 항에 인용된 바와 같이 협정 제 11.26 조 제 2 항과 UNCITRAL 규칙 제 40 조 및 제 42 조에 규정되어 있다.

308. 환송 절차가 진행되는 동안, 각 당사자는 총 650,000.00 달러에 상당하는 중재 비용을 충당하기 위하여 예치금 325,000.00 달러를 납부하였다. 중재판정부 중재인의 보수는 Mr. Oscar M. Garibaldi 는 118,500.00 달러, Mr. J. Christopher Thomas KC 는 99,300.00 달러, Dr. Veijo Heiskanen 은 197,093.95 달러에 상당한다. 중재판정부 중재인의 여비 및 기타 비용은 18,820.35 달러에 상당한다. PCA 의 보수 요율표를 기준으로 납부된 PCA 의 사무에 대한 보수와 경비는 95,933.78 달러에 상당한다. 속기사, 심리 시설, IT 지원, 번역, 은행 수수료, 특송 비용, 외화 환산 손익 등을 포함하는 기타 비용은 105,855.96 달러에 상당한다.

309. 위의 금액을 근거로, 환송 절차의 총 중재 비용은 604,285.29 달러이다. PCA 는 본 환송 중재에 관한 판정문이 내려진 후 당사자들에게 비용 정산서를 제공하고, 미사용 잔액은 당사자들에게 균분하여 반환한다.

310. 위에 요약된 바와 같이, 본 환송 절차에서 청구인의 비용은 302,142.65 달러에 상당하고 법률 및 기타 비용은 3,643,201.29 달러에 상당하며 본 환송 절차에서 피청구국의 비용은

---

515 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 205 항. 1996 년 영국 중재법, 제 61(1)조 (**CLA-210**)*도 참조.*

516 환송 쟁점에 관한 피청구국의 1 차 준비서면(정정), 제 207 항. 1981 년 상급법원법, 제 51 조 (**RLA-208**); 잉글랜드 민사소송절차 규칙, 1998 년, 규제 제 44.2 호 (**RLA-209**) *참조.*

302,142.65 달러에 상당하고 (부가세를 포함한) 법률 및 기타 비용은 1,581,113.68 달러 및 1,029,940,451.00 원에 상당한다

311. 원 중재절차에서 중재판정부는 관련 비용이 “당사자들의 중재 합의에서 직접적으로 발생하는 것으로서, 본건의 결과와 관계 없이 중재 절차 전에 당사자들이 부담하기로 합의한 비용”이므로 각 당사자가 자신의 중재 비용을 부담하는 것이 적절하다고 판단하였다.[517] 당사자들의 법률 및 기타 비용에 관하여, 중재판정부는 UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 2 항에 의거하여, 합리적이라고 판단되는 범위 내에서 관련 비용의 지급을 명하였으며 원 중재절차에서 당사자들의 상대적 승소 결과를 반영하여 비율을 배분하였다.

312. 중재판정부는 본 환송 절차에도 동일한 원칙을 적용하는 것이 적절하다고 판단한다. 다만, 중재판정부는 각 당사자에게 각자 환송 절차의 비용을 부담하도록 명하는 것이 적절하지 않다고 판단한다. 원 중재절차에서 중재판정부가 판단한 바와 같이, 당사자들의 중재 합의에서 직접적으로 발생하는 것으로서, 본건의 결과와 관계 없이 중재 절차 전에 당사자들이 부담하기로 합의한 비용이므로 각 당사자가 자신의 중재 비용을 부담하는 것이 적절하다고 판단할 수도 있으나, 이 가정은 본 환송 절차에까지 확대하여 적용할 수 없다. 이러한 이유에서, 중재판정부는 패소한 당사자가 당사자들의 환송 절차 비용을 부담하여야 하며 환송 절차 비용 302,142.65 달러를 청구인에게 지급할 것을 명하는 것이 적절하다고 판단한다.

313. 당사자들의 법률 및 기타 비용에 관하여, 위에서 주목한 바와 같이, 중재판정부는 본 환송 절차에서도 원 중재절차와 동일한 원칙을 적용하는 것이 적절하다고 판단한다. 중재판정부는 피청구국이 청구인의 손실을 초래하였다는 판단을 내렸으므로 청구인이 청구한, 중재판정부가 합리적이라고 판단하는, 법률 및 기타 비용 3,643,201.29 달러를 청구인에게 지급하도록 명한다.

517 판정문, 제 990 항.

XI. 환송 쟁점에 관한 판정

315. 전술한 이유로, 중재판정부는 다음과 같이 결정한다:

a. 피청구국의 협정 위반으로 인해 청구인에게 발생한 손실에 대한 배상으로 48,490,438.00 달러를 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

b. 위의 제(a)호에 명시된 금액에 대해 2015 년 7 월 16 일부터 환송 쟁점에 관한 본 판정일까지 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 판정 전 이자를 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

c. 환송 쟁점에 관한 본 판정일부터 위의 제(a)호에 명시된 금액이 완제되는 날까지 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 판정 후 이자를 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

d. 원 중재절차와 관련하여 피청구국에 발생한 법률 비용 3,457,479.87 달러를 환송 쟁점에 관한 본 판정일부터 30 일이 경과한 날을 기하여 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 피청구국에 지급할 것을 청구인에게 명한다;

e. 원 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 법률 비용 28,903,188,90 달러를 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

f. 본 환송 절차에서 청구인에게 발생한 중재 비용 302,142.65 달러를 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

g. 본 환송 절차에서 청구인에게 발생한 법률 비용 3,643,201.29 달러를 연 복리 5 퍼센트의 이율로 계산한 이자와 함께 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명한다;

h. 잉글랜드 법원에서 진행된 취소 절차의 비용을 청구인에게 지급할 것을 피청구국에 명하는 판정을 구하는 청구인의 요청은 기각한다; 그리고

i. 그 밖의 모든 청구와 구제 신청을 기각한다.

중재지: 영국 런던

일자: 2026 년 9 월 30 일

중재판정부

Mr. Oscar M. Garibaldi

Mr. J. Christopher Thomas KC

Dr. Veijo Heiskanen
(의장중재인)