

국민연금 의결권 행사의 대리인 문제

: 삼성물산-제일모직 합병 사례

양철원*, 유지연**

(Current Version: 2018년 5월)

< 요약 >

국민연금은 사용자인 국민의 노후자금을 맡아서 기금을 운용하고 있으나 이러한 소유와 경영의 분리 구조는 경영자가 자신의 사적이익을 추구할 수 있는 대리인 문제의 위험성이 내포되어 있다. 본 연구는 2015년 삼성물산-제일모직 합병 과정에서의 국민연금 의결권 행사에 대해 재무적, 법률적 분석을 실시하였다. 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 국민연금 의사결정의 목표가 '합병 후 지분을 극대화'라면, 국민연금은 제일모직 대비 삼성물산의 합병비율을 최대한 높이도록 노력해야 하지만, 이는 대주주 일가의 이해관계와 정확히 상충된다. 둘째, 국민연금 의사결정의 목표로 '주주 부의 극대화'를 설정하여 국민연금 찬성의 순현재가치(NPV)를 산출하였다. 분석 결과 찬성의 NPV가 0보다 크려면, 합병시너지의 현재가치가 2조원을 상회하여야 한다. 이는 초과영업이익모형을 사용하여 기업가치를 평가하였을 때, 합병으로 약 25%의 초과영업이익 증가하는 시너지 효과가 나타날 경우에 가능하다. 셋째, 판례를 통해 업무상 배임죄를 분석하였을 때, 국민연금 투자위원회의 의사결정과정에서 기금운용본부장의 찬성 유도행위가 배임으로 인정되었다. 또한 판례는 배임행위로 인해 국민연금기금에 손실이 발생하였다는 인과관계는 받아들였지만, 구체적인 손해 액수는 가액불상을 이유로 인정하지 않았다.

핵심어: 국민연금, 의결권, 대리인 문제, 업무상 배임, 합병

* 연락담당저자. 단국대학교 경영학부 부교수. E-mail: yang@dankook.ac.kr. Tel.:031-8005-3437.

** 의정부지방검찰청 고양지청 검사

본 연구의 결과는 저자들의 개인적인 토론에 의한 것이며 검찰청의 공식적인 견해는 아님을 밝힙니다.

1. 서론

소유(ownership)와 경영(control)이 분리된 조직에서는, 소유권이 있는 주인(principal)으로부터 조직의 경영권을 위임받은 대리인(agent)이 자신의 사적이익에 입각하여 의사결정을 할 유인이 존재한다. 이 과정에서 발생하는 이해관계 충돌이 대리인 문제이다 (Jesen and Meckling, 1976). 이런 대리인 문제는 비단 기업에서뿐만 아니라 공적 기관에서도 발생한다. 우리나라의 대표적인 공적 연금인 국민연금공단(이하 ‘국민연금’)은 사용자인 국민이 납부한 보험료를 재원으로 한 기금을 운영하도록 위임받은 대리인이다. 따라서 기금 운용과정에서 다양한 대리인 문제가 발생할 수 있다.

본 연구는 국민연금의 주식 의결권 행사 과정에서 발생하는 대리인 문제를 다루고자 한다.¹⁾ 국민연금은 과연 충실한 대리인으로서 사용자의 이익 극대화를 위해 의결권을 행사할 것인가? 2015년 삼성물산-제일모직 합병 사건은 국민연금 의결권 행사의 대리인 문제를 다루기에 아주 적합한 사례이다. 당시 삼성물산 지분을 30% 넘게 보유하고 있던 엘리엇 등 외국인 투자자들 대부분은 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 반대하였다. 이와 같은 상황에서 삼성물산 주식 11.21%를 보유하고 있던 국민연금은 합병 성사의 캐스팅보드(casting vote)를 쥐게 되었다. 결국 국민연금의 찬성으로 합병은 완료되었으나, 이후 의결권 행사 의사결정과정을 주도했던 책임자는 업무상 배임죄(背任罪, breach of duty)로 기소되어 1, 2심에서 유죄가 선고되었다. 형사법 상의 배임죄는 ‘타인의 사무를 처리하는 사람이 그 사무에서 불법행위를 하여 재산상의 이익을 취득하거나, 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가하는 범죄’로 정의되며, 그 개념이 대리인 문제와 동일하다. 따라서 배임죄 유죄 판결은 대리인 문제가 존재했다는 것을 법률적으로 인정하는 것이며, 이는 국민연금이 선량한 대리인으로서의 역할에 실패하였음을 의미한다. 위의 판례를 통해 국민연금의 의사결정 과정을 살펴보고 문제점을 도출해 볼 수 있을 것이다.

본 연구는 국민연금이 삼성물산과 제일모직의 합병 안에 대한 의결권 행사 과정에서 직면한 대리인 문제에 관해 다음 쟁점들을 논하였다. (1), (2)번은 국민연금의 의사결정에 대한 재무적 분석에 해당하며, (3)번은 업무상 배임죄에 관한 법률적 분석에 관한 것이다.

- (1) 삼성물산 의결권 행사에 있어서 국민연금의 목표로 ‘합병 후 지분율 극대화’를 설정한 경우 국민연금과 대주주 일가의 이해상충의 문제
- (2) 삼성물산 의결권 행사에 있어서 국민연금의 목표로 ‘주주 부의 극대화’를 설정한 경우 국민연금의 최적선택 문제
- (3) 삼성물산 의결권 행사에 있어서 국민연금의 의사결정의 법률적 문제

본 연구는 다음과 같은 측면에서 의의가 있다고 사료된다. 첫째, 국민연금은 자산운용 규모와 한국 주식 보유량이 계속 증가하고 있으며 그 결과 한국 기업에 대한 영향력이 계속 증대되고 있다. 2016년 말 기준 국민연금 보유 지분율이 5% 이상인 한국 기업은 276개이며, 10% 이상인 기업은 75개이다. 한국의 주요 기업들에 대한 국민연금의 지분율이 5~10%에 달하는데, 이 지분율로 인해 국민연금이 기업의 주요 의사결정에서 캐스팅보드를 갖게 될 가능성이 많다. 한국 기업집단은 순환출자 등의 특성으로 인해 지배주주 우호지분이 차지하는 비율이 50%에 이르지 못한 반면 외국인 지분율은 40~50%에 육박하는 경우가 대부분이기 때문에, 이런 상황에서 주요 현안에 대한 국민연금의 의사결정은 더 큰 영향력을 갖게 될 것이다. 본 연구에서 다루고 있는 2015년 삼성물산과 제

1) 연금의 일반적 운용과 연관된 대리인 문제도 생각해 볼 수 있으나, 본 논문에서는 연구범위에서 벗어나므로 제외하였다.

일모직의 합병을 위해 개최된 삼성물산 주주총회도 그 한 예이다. 앞으로 다른 한국 기업들에서도 이와 비슷한 구도가 형성될 가능성이 많다. 이런 점에서 국민연금의 합리적 의사결정을 도울 수 있는 재무적 분석틀이 필요하다고 본다. 이를 위해 본 논문은 국민연금의 의사결정의 목표로서 ‘합병 후 지분율의 극대화’와 ‘주주 부의 극대화’라는 두 가지의 목표를 설정하여 각각의 경우 국민연금의 최적 의사결정에 대해 논하였다. 이러한 분석결과는 향후 비슷한 사례에서도 계속 사용할 수 있는 분석의 틀을 제공한다는데 의미가 있다.

둘째, 본 논문은 국민연금의 독립성 제고에 도움을 줄 수 있을 것이라 사료된다. 앞에서 언급한 것처럼 삼성물산 의결권 행사과정에 참여한 국민연금 책임자는 업무상 배임죄로 1, 2심에서 유죄가 선고되었다. 본 연구는 판례를 분석하여 기금운용본부의 의사결정이 어떤 점에 있어서 업무상 배임죄에 해당되는지 살펴본다. 또한 의사결정자가 끼친 손해액은 얼마인지, 배임액 측정에 관한 쟁점들도 논의하였다. 이러한 법률적 분석은 향후 국민연금이 더 독립성을 가지고 의결권을 행사하도록 가이드라인을 제공할 수 있을 것이다.

논문은 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 국민연금의 의결권 행사와 관련된 제도와 규정을 소개하였다. 3장에서는 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병 과정을, 4장에서는 합병에서 국민연금의 실제 의사결정 과정을 설명하였다. 5장에서는 국민연금과 대대주 일가의 이해상충 문제에 대해 다루었으며, 6장에서는 국민연금의 의결권 행사에 대한 경제성 분석을 실시하였다. 7장에서는 판례를 통해 업무상 배임죄와 연관한 법률적 쟁점들을 살펴보았다. 마지막 8장에서는 논문을 마무리하며 향후 더 생각해볼 문제들을 제시하였다.

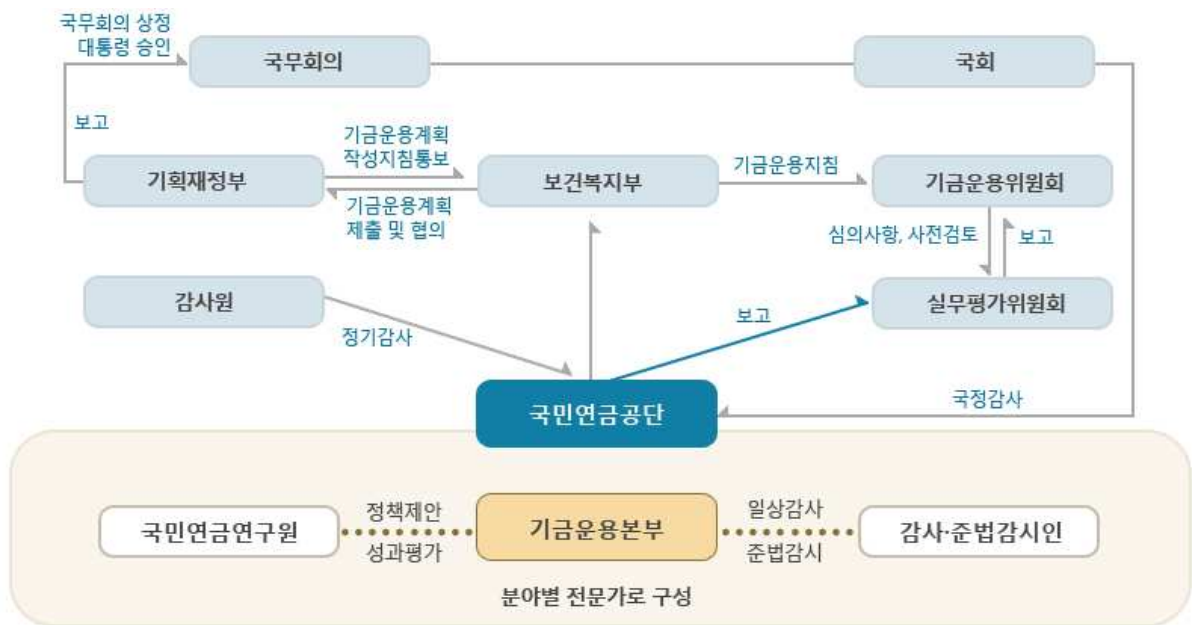
2. 국민연금의 의결권 행사 규정

국민연금은 보건복지부장관이 설치하고 및 이를 관리·운용한다. 또한 보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 국민연금기금운용위원회에서 의결한 바에 따르도록 되어 있다(국민연금법 제102조 제2항). <그림 1>에서와 같이 국민연금기금운용위원회는 기금운용지침에 관한 사항, 기금운용계획에 관한 사항 등 기금의 운용에 관한 사항을 심의·의결하기 위하여 보건복지부에 설치된 위원회이다(국민연금법 제103조). 위원장은 보건복지부장관이며, 당연직 위원 5명과 사용자·근로자·지역가입자 대표 및 관계전문가로 이루어진 위촉위원 14명으로 구성된다.

<그림 1> 국민연금 의사결정체계

국민연금기금의 관리 및 운용에 대한 의사결정 체계는 국민연금법에 규정되어 있다. 이에 따라 기금의 운용계획을 비롯한 성과평가 등의 주요 사안은 국민연금기금운용위원회가 심의·의결하며, 보건복지부 장관은 국민연금기금의 관리·운용 사업을 관장하되 그에 따른 업무를 공단에 위탁하여 투자 전문가로 이루어진 기금운용본부로 하여금 수행하도록 하고 있다. 자료는 국민연금공단 홈페이지에서부터 얻었다.

(http://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mpc/mpc_01.jsp)



기금운용위원회에는 그 산하에 전문적 의사결정을 자문하기 위한 3개 전문위원회가 설치되는데, 그 중 하나가 '주식의결권행사 전문위원회'이다.²⁾ 이는 국민연금공단 보유 주식의 의결권을 보다 합리적이고 투명하게 행사하기 위해 2005년경 설치된 자문위원회를 개편한 것인데, 전문위원회는 재적위원 과반수의 출석과 출석위원 과반수의 찬성으로 의결한다(국민연금기금 의결권행사 전문위원회 운영규정 제5조 제3항). 특히 국민연금기금의 적립금 규모가 급증하고 국내 기업에 대한 주식 투자

2) 나머지는 투자정책 전문위원회, 성과평가보상 전문위원회이다.

비중이 확대되면서 국민연금기금이 의결권을 이용하여 기업 경영에 간섭할 수 있다는 우려가 제기되면서 기금운용위원회 산하에 설치되었다.

<그림 1>에서 보면, 국민연금공단은 국민연금기금의 관리·운용에 관한 업무를 위탁받아 실행하고 있다(국민연금법 제24조, 제102조 제6항). 국민연금공단은 그 중 기금운용부문을 연금 가입·수급 부문과 분리하여 분야별 전문가로 구성된 기금운용본부에 맡기고 있으며, 보유 주식의 의결권행사 등 기금 운용의 주요 사항을 심의·의결하기 위하여 ‘투자위원회’를 두고 있다(국민연금기금 운용규정 제7조).

결국 국민연금의 의사결정은 기금운용위원회 산하 ‘주식의결권행사 전문위원회’와 기금운용본부의 ‘투자위원회’, 즉 2개의 위원회가 상호 견제하며 행사하도록 하기 위한 의미에서 제도화 된 것이다. 이 둘이 각각 어떤 기준 하에서 의사결정을 하는지, 그리고 적절한 견제와 균형이 이루어지고 있는지 살펴볼 필요가 있다.

국민연금기금운용위원회는 ‘국민연금기금 운용지침’을 매년 심의·의결한다. 이 운용지침 제5조 기금운용 관련 조직의 역할과 책임 부분에서 주식의결권 행사 전문위원회는 국민연금이 보유한 주식 의결권 행사에 관해 ① 의결권 행사 일반 원칙 및 세부 기준 등, ② 기금운용본부가 행사한 의결권 행사 내역, ③ 기금운용위원회 위원장이 요청하는 사안, ④ 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안, ⑤ 배당에 관한 의결권행사의 실효성 확보를 위한 사항, ⑥ 그 밖에 주식의결권행사전문위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 사항을 검토 결정한다고 규정하고 있다. 또한 기금의 보유 주식의 의결권행사에 관하여 기금자산의 증식을 목적으로 행사하되, 국민연금 가입자 및 수급자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 이루어져야 하고 장기적으로 주주가치의 증대에 기여하는 방향으로 이루어져야 함을 규정하고 있다. 의결권행사의 기준, 방법, 절차 등에 관한 사항은 기금운용위원회가 별도로 정한 ‘국민연금기금 의결권행산지침’에 따르도록 하고 있으며, 의결권행사는 원칙적으로 국민연금에서 행사하되, 국민연금에서 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건은 전문위원회에서 결정하도록 규정하고 있다(제17조 2). 이는 기본적으로 의결권 행사에 관해서는 기금운용본부의 투자위원회가 주도적으로 행사하되 특별한 사항에 대해서는 의결권행사전문위원회가 견제할 수 있도록 되어 있다.

둘 중 어떤 기구에서 행사하든 공통적으로 의결권 행사에 관한 세부 기준 및 절차는 국민연금기금 운용위원회가 의결한 ‘국민연금기금 의결권 행산지침’에 규정되어 있다. 이에 대해 더 자세히 살펴보도록 하겠다. 기본적인 의결권 행사원칙은 기금자산의 증식을 목적으로 하며 선관주의, 주주가치 증대, 책임투자 세 가지 원칙을 준수하도록 요구하고 있다. 행사대상은 기금 이름으로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사한다. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만이고, 보유 비중이 국내주식의 경우 국내주식 전체 대비 1,000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식 전체 대비 1,000분의 5 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있다(제5조).

행산지침 제2장은 행사기준에 대해 자세하게 언급하고 있다. 제2장의 제6조는 행사기준의 기본원칙 3가지를 제시하고 있다. 첫째, 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다. 둘째, 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대한다. 셋째, 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다. 또한 별표 1에서 주주총회 의안별 의결권 행사 세부기준을 국내주식의 경우와 해외주식의 경우로 나누어 제시하고 있다. 예를 들어, 본 연구의 관심사인 합병에 관해서는 별표 1 중 ‘34. 합병 및 인수’에서 “① 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우 반대 한다. ② 기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다.”고 규정하고 있다.

규정의 제3장에서는 행사방법에 대해서 구체적으로 규정하고 있는데, 그 중 제8조는 의사결정의 주체에 대해 다음과 같이 규정하고 있다.

“제8조(의사결정의 주체 등) ① 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다. 다만, 보유지분율이 1000분의 30 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식전체 대비 1000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1000분의 5 미만인 주식의 의결권 행사에 대하여는 「국민연금기금운용규정」에서 다르게 정할 수 있다.

② 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회(이하 “전문위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다.

③ 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있다.”

규정의 제4장에서는 행사절차에 대해 규정하고 있다. 제4장의 제10조는 기금운용본부가 공단의 홈페이지에 국민연금기금 의결권 행사지침과 상장주식에 대한 의결권행사내역을 공시하도록 하고 있다. 특히 상장주식에 대한 의결권 행사내역은 주주총회 후 14일 이내에 공시하도록 한다. 또한 기금운용본부는 분기별로 기금 보유주식의 의결권 행사내역을 기금운용위원회에 제출한다. 제11조의 내부통제 규정에는 기금운용본부의 준법감시기능을 담당하는 자는 기금의 의결권 행사가 관련 법규 및 이 지침을 준수하고 있는지의 여부를 점검하도록 하고 있다.

3. 삼성물산과 제일모직 합병

먼저 2015. 9. 1. 이루어진 삼성물산과 제일모직의 합병에 대하여 소개하고자 한다. 구체적인 과정은 다음과 같다. 2015. 5. 26. 삼성그룹 계열회사인 제일모직과 삼성물산은 이사회 결의를 거쳐 합병비율 1:0.3500885로 합병하기로 하는 합병계약을 체결하고, 2015. 7. 17. 합병계약서의 승인을 위한 주주총회를 개최하기로 하였다. 제일모직과 삼성물산은 2015. 7. 17. 주주총회를 거쳐 같은 해 9. 1.까지 합병을 마무리한다는 계획이었지만 삼성물산 주주들의 반대가 강하였다. 문제는 1(제일모직) : 0.35(삼성물산)의 합병비율이었다. 자본시장법은 합병비율은 합병계약 전날인 2015. 5. 25.을 기산일로 하여 최근 1개월간 거래량 가중산술평균종가, 최근 1주일간 거래량 가중산술평균종가, 최근 일의 종가를 산술평균하여 산정하도록 규정하고 있다(자본시장법 시행령 제176조의 5(합병의 요건·방법 등)). 이 규정에 따라 삼성물산 주식의 기준시가는 55,767원, 제일모직 주식의 기준시가는 159,294원으로 계산되었으며 합병비율도 자동적으로 산정되었다. 하지만 삼성물산 주주들은 합병계획이 발표되었던 시기가 삼성물산의 주가는 저평가된 반면 제일모직의 주가는 가장 고평가된 시기라고 주장하며 합병을 반대하였다.

국내외 의결권 자문회사들도 대부분 반대 의견을 표명했다. 국내에서는 서스틴베스트와 한국기업배구조원이 반대 입장을 밝혔다. 해외에서는 ISS와 글라스루이스가 반대의견을 제시하였다. 특히 ISS는 삼성물산의 주가는 순자산에 비해 49.8% 저평가되어 있고 제일모직 주가는 41.4% 고평가되어 있기 때문에, 합병이 삼성물산 주주들의 부를 훼손함을 주장하였다.

삼성물산 지분 33%를 차지하는 외국인 투자자의 대부분은 반대 입장을 취하였다. 특히 외국계 펀드인 엘리엇 (Elliot Associates, L.P.)은 2015. 6. 4.경 삼성물산 주식 7.12% 보유사실을 공시하고 경영참가 목적을 밝히며 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 합병을 적극 반대하였다. 또한 엘리엇은 삼성물산이 우호지분 확보를 위해 KCC에 매각한 자사주 899만 주의 주주총회 의결권을 인정하지 말아달라며 법원에 가처분 신청을 하였다. 하지만 2015. 7. 1. 법원은 이를 기각하였다.³⁾

삼성물산은 합병안 통과를 위해 출석주주 의결권의 3분의 2 이상을 확보해야 했다. 이와 같은 상황에서 삼성물산 주식 11.21%를 보유한 국민연금의 의결권행사 방향에 따라 합병의 성사 여부가 갈리게 되었다. 국민연금이 합병 안건의 캐스팅보드를 쥐게 된 것이다. 최종적으로 국민연금은 2015. 7. 10. 투자위원회 회의를 통해 합병 안건에 대한 ‘찬성’을 의결하였다. 국민연금이 찬성을 결정한 자세한 과정은 다음 3장에서 다루었다.

2015. 7. 17. 개최된 삼성물산의 주주총회에서는 83.57%의 주주가 참여하였으며 이 중 69.3%의 주주가가 합병에 찬성하였다. 국내 기관투자자 133곳 가운데 국민연금을 비롯한 130곳이 찬성 투표를 하였고, 위 국내 기관투자자 중 증권사 22곳 가운데 한화투자증권만 반대 투표를 하였다.⁴⁾

3) 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 2015카합80582 결정에서 엘리엇이 2015. 7. 17. 개최예정인 임시주주총회 개최 및 결의를 막기 위한 가처분 신청을 하며 합병비율이 현저히 불공정하여 합병은 무효라는 주장을 하였으나, 위 법원 기각결정에서는 자본시장법 등의 규정에 따른 합병 비율이기에 현저히 불공정하다고 단정할 수 없다는 근거를 들었다.

4) 합병 과정과 주주총회 투표 결과에 대한 자세한 내용은 이문영, 김범준 (2017)을 참고하시오. 동일한 날 열린 제일모직의 임시 주주총회는 85%의 주주가 참여한 가운데 합병안을 만장일치로 통과시켰다.

4. 국민연금의 의결권 행사 과정

앞의 2장에서 설명했듯이 국민연금의 의결권행사는 기금운용본부 내부 투자위원회에서 안건을 심의·의결하고, 투자위원회가 결정하기 어려운 안건은 국민연금기금 운용위원회 산하 주식의결권행사 전문위원회에 심의·의결을 요청할 수 있도록 규정되어 있다. 이는 보건복지부를 비롯한 행정기관이나 정치권력 또는 이익집단이 국민연금기금의 개별적인 투자 의사결정 과정에 개입하지 못하도록 제도적 장치로 고안된 것이다. 삼성물산과 제일모직의 합병 건은 국민연금 투자위원회에서 합병 찬성을 최종 결정하였다. 그 과정을 이 사례 판결문⁵⁾을 참조하여 다음과 같이 시간 순으로 요약하였다.

“1. 삼성물산-제일모직 합병 안건에 대한 기금운용본부의 기존 방침

기금운용본부장 이하 기금운용본부 담당자들은 2015. 5. 26. 발표된 이 사건 합병 안건의 의결권 행사를 전문위원회에 부의하여 결정할 방침을 정하고 있었다. 소관부서인 책임투자팀 업무일지 기재를 통해 2015. 6. 10. 이 사건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 전문위원회에 부의하여 결정할 예정이었음이 확인되었다.

2. 보건복지부 장관의 연금정책국장에게 대한 지시

보건복지부 연금정책국장은 2015. 6. 말경 엘리엇 때문에 합병이 큰 이슈가 되자 보건복지부 장관에게 합병 진행상황 등에 대하여 보고하였다. 연금정책국장은 그 자리에서 보건복지부 장관으로부터 합병이 찬성되어야 한다는 취지의 지시를 받았으며, 직후인 6. 30. 국민연금공단을 찾아가 기금운용본부장에게 ‘이 사건 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라’는 취지로 지시하였다.

3. 합병 안건에 대한 기금운용본부의 입장 전달

기금운용본부장 등 담당자들은 위와 같은 지시를 전달한 연금정책국장에게 투자위원회에서 의결권 행사 방향을 결정하기 어렵다는 의견을 밝혔다. 기금운용본부는 2015. 7. 3.경 ISS, 한국기업지배구조원 등 의결권행사 자문기관에서 이 사건 합병에 대한 반대를 권고받자 그 무렵 「삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점」이라는 문건을 작성하였고, 이 문건에 따르면, ‘SK 합병 사안보다 합병비율 공정성에 대한 논란이 더 많은 이 사건 합병을 투자위원회에서 찬성으로 결정하기 위해서는 합병비율이 공정하다는 명확한 근거가 필요하고, 투자위원회에서 독자적으로 판단하면 전문위원회를 무력화한다는 비판이 제기될 가능성이 있다’고 하고 있다. 기금운용본부 운용전략실장, 책임투자팀장, 리서치팀장은 위 문건을 가지고 7. 6. 보건복지부 연금정책국장실로 찾아가 국장, 과장, 사무관에게 이 합병 사안은 전문위원회에 부의하여야 한다는 입장을 다시 명확하게 전달하였다.

4. 보건복지부 장관의 2015. 7. 6. 전문위원회를 통한 합병 찬성 지시

이와 같은 기금운용본부의 입장이 확인되자 보건복지부에서는 전문위원회에서 이 사건 합병을 성사시키는 방안을 모색하였다. 연금정책국장은 전문위원회가 개최될 경우를 전제로 위원별 성향 분석 및 투표 방향, 전체 전문위원회 투표결과 예측, 부정적인 위원들에 대한 대응 등을 마련하였지만, 전문위원회에서 결정할 경우 반대 결정될 가능성이 크다는 결론이 도출되었다.

5) 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 2017고합34,183호, 서울고등법원 2017. 11. 14. 2017노1886호

5. 보건복지부 장관의 2015. 7. 8. 투자위원회를 통한 합병 찬성 최종 승인

따라서, 보건복지부 관계자들은 7. 8. 11:00경 보건복지부 장관에게 이 사건 합병을 투자위원회에서 결정하도록 하겠다는 보고를 하고, 보건복지부 장관도 그렇게 하라는 취지로 승인을 하여 이 사건 합병 안건에 대한 처리방안이 최종적으로 정리되었다.

6. 2015. 7. 8. 보건복지부의 기금운용본부에 대한 압력 행사

연금정책국장은 7. 8. 16:46경 급히 기금운용본부장 등 기금운용본부 관계자들을 세종특별자치시 소재 보건복지부로 오게 하여 이 사건 합병 안건을 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 결정하라고 지시하였다. 이에 대하여 기금운용본부장이 '전문위원회 위원을 설득이라도 하겠으니 전문위원회에 부의하여 처리하겠다'는 입장을 유지하자, 연금정책국장은 다른 사람들을 나가게 한 다음 기금운용본부장과 단 둘이 있는 자리에서 '투자위원회에서 처리하는 것이 장관님의 의중이다'라고 확실하게 이야기하였다. 기금운용본부장은 7. 9. 보건복지부에 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하겠다고 통보하였다.

7. 기금운용본부장의 투자위원 지명

투자위원회 위원장은 기금운용본부장이 되고, 위원은 실장, 센터장 8명과 본부장이 지명하는 3명 이내의 팀장이 된다(국민연금기금운용규정 제7조 제1항, 동 시행규칙 제16조 제1항). 위 규정상으로는 기금운용본부장이 지명할 수 있는 팀장급 위원은 운용전략실 내 부서팀장으로 제한되지 않는다. 종전에는 기금운용본부장이 투자위원회 개최 직전에 운용전략실로부터 위원 지명안을 받으면 이를 그대로 결재하는 방식으로 투자위원 지명이 이루어져 왔고, 이에 따라 운용전략실 내 팀장들이 주로 지명되었다. 하지만 담당자는 이 사건 합병 안건의 중요성을 감안하여 최대한 규정에 따르도록 한다는 차원에서 기금운용본부장에게 직접 투자위원을 지명하는 것이 좋다고 건의하였으며, 기금운용본부장은 직접 투자전략팀장, 리스크관리팀장, 패시브팀장을 위원으로 지명하였다.

8. 기금운용본부장의 일부 투자위원 개별 접촉

기금운용본부장은 2015. 7. 10. 투자위원회 회의 정회 중에 위원 2명에게 '잘 결정해주었으면 좋겠다'고 말하였다. 또 다른 2명도 휴식시간에 본부장실로 불러서 이 사건 합병에 대해 긍정적으로 검토해달라고 이야기하였다.

9. 기금운용본부장의 지시에 따른 리서치팀의 수치 조작

기금운용본부도 리서치팀 자체에서 적정 합병비율을 세 차례에 걸쳐 산출하였는데, 그 결과는 아래 표와 같다.

		1차 보고서 (15. 6. 30.경)	2차 보고서 (15. 7. 6. 복지부)	3차 보고서 (15. 7. 10. 투자위)
합병비율 구간		0.46~0.89	0.29~0.57	0.34~0.68
합병비율 중간		0.64	0.39	0.46
기업가치	제일모직	14.5조원	24.6조원	20.3조원
	(삼성바이오로직스)	(4.8조원)	(11.6조원)	(6.6조원)
삼성물산		12.5조원	11.5조원	10.9조원
1주당 가치	제일모직	125,422원	185,951원	150,348원
	삼성물산	80,037원	73,416원	69,677원

삼성물산의 기업가치가 1차에서 3차 보고서로 갈수록 낮아 지는데 이는 가치평가 때 점차 높은 할인율이 적용되었기 때문이다. 할인율로 1차 보고서에서는 법인세율인 약 24%의 할인율이 적용되었고, 2차 보고서 때는 지주회사 내지 시가총액 상위회사인 LG, SK, CJ, 삼성SDI, KCC, GS, 한화, 두산, 한진칼, LS의 관계회사 주식 할인율인 약 41%가 사용되었다. 이와 관련하여 리서치팀 담당자는 리서치 팀장이 할인율에 대하여 법인세율을 적용하면 안 되고 24%보다 높아야 된다고 하여 지주회사인 LG, SK, 두산, 한화, GS, 한진칼, LS를 대상으로 관계회사 주식 할인율 약 33%로 계산하지만, 팀장이 더 높이라고 해서 결국 시가총액 상위회사인 CJ, 삼성SDI, KCC까지 추가하여 할인율이 약 41%로 나오게 되었다고 증언하고 있다.

반대로 제일모직의 가치는 2차, 3차 보고서를 거치면서 상당히 증가하는데 이는 제일모직이 보유한 삼성바이오로직스 지분에 대한 가치평가와 관련이 있다. 1차 보고서에서 리서치 담당자는 삼성바이오로직스 지분가치를 4.8조 원 정도로 추정하였으나, 리서치 팀장이 너무 낮게 산출한 것이 아니냐고 하면서 지분가치를 확 키워보라고 해 9조 원 정도로 보고하면서 너무 낙관적인 수치이고 근거가 미약하다고 하였다. 그러자 리서치 팀장은 담당자를 교체하여 수치를 산출하도록 하여 삼성바이오로직스 지분가치가 11.6조 원이 나오게 되었다. 이에 대해 나중에 운용본부 내 다른 실장이 이익도 안 내는 삼성바이오로직스의 기업가치를 너무 높게 평가한 게 아니냐는 문제제기가 있어서 3차 보고서에서는 6.6조 원 정도로 하향 조종하였다. 삼성바이오로직스의 지분가치에 관하여, 딜로이트안진은 8조 9,369억 원, 삼정KPMG는 8조 5,640억 원, ISS는 1조 5,200억 원으로 평가하였다.

투자위원회에 부의하더라도 국민연금이 자체 산정한 적정 합병비율 ‘1(제일모직) : 0.46(삼성물산)’과 실제 합병비율 ‘1 : 0.35’와의 차이는 국민연금이 입게 되는 손실을 의미하게 되어, 합병 찬성의 의결을 위하여는 이러한 손실을 상쇄할 수 있는 합병시너지에 대한 자료가 필요했다. 리서치팀장이 기금운용본부장에게 추가적인 시너지가 필요하다고 보고하자 기금운용본부장은 그 규모가 어느 정도인지 산출해보라고 지시하였다. 국민연금 리서치팀은 합병에 따른 손실 금액을 1,388억 원 정도로 계산하였으며, 이를 상쇄하기 위해서는 2조 원 정도의 합병시너지가 있어야 함을 도출하였다. 리서치팀에서는 합병 후 기업의 매출증가율을 5% 단위로 5%부터 30%까지 적용하여 그 계산 값을 리서치팀장에게 보고하였고, 그 중 2.1조의 합병시너지 이익이 도출될 수 있는 10% 증가율이 선택되었고, 이는 아무 객관적인 근거는 없는 증가 수치였다. 리서치팀장은 투자위원회 의결 후 7. 14.경 직원에게 위 시너지 값을 보완할 근거 보고서를 작성하라고 지시하였고, 그 후 삼성 측에서 제시한 IR 자료를 토대로 두 회사를 사업부문별로 구분해 시너지 효과를 새롭게 계산(2.92조~3.9조 원)되었다.

10. 투자위원회 회의 과정과 표결 결과

2015. 7. 10. 투자위원회에서 회의를 거쳐 기명식으로 표결한 결과 이 사건 합병 안건에 대해 찬성 8표, 중립 1표, 기권 3표로 집계되어 이 사건 합병 안건은 ‘찬성’으로 의결되었다. 수사 과정에서, 투자위원회에서 합병 찬성 투표를 한 운용지원실장은 ‘합병시너지 수치가 조작되었다는 것을 알았다면 투자위원회에서 달리 판단했을 수도 있었을 것이라고 생각한다’고 진술하였으며, 주식운용실장은 ‘기금운용본부에서 기업가치, 합병비율의 적정성 등에 관한 전문가는 리서치팀인데 리서치팀장이 합병비율이 부적절함을 시너지 효과로 상쇄할 수 있다면서 합병 찬성 의견을 피력하였기 때문에 자신을 포함한 위원들이 의사결정을 할 때 영향을 많이 받은 것 같다’는 취지로 진술하였다.”

5. 합병에서 국민연금과 대주주 일가의 이해상충

본 장에서는 당시 국민연금이 당면한 의사결정의 문제를 삼성 대주주 일가와 비교하여 살펴보고자 한다. 분석을 위해 기본적인 자료 몇 가지를 수집하였다.

- 합병 전 총 발행주식수: 삼성물산 156,217,764주, 제일모직 135,000,000주
- 합병 전 국민연금 보유주식수: 삼성물산 18,657,058주, 제일모직 6,229,453주.

여기서는 국민연금이 삼성물산과 제일모직 두 회사 주식을 다 보유하고 있기 때문에 합병되었을 때 ‘합병 후 지분율을 극대화’하는 것을 최적 의사결정이라고 간주하였다. 제일모직 대 삼성물산의 합병비율을 $x:1$, 합병 후 국민연금의 지분율을 y 라고 하자. 합병 후 회사의 발행주식수는 $156,217,764x + 135,000,000$ 주이다. 합병 후 국민연금의 보유 주식수는 $18,657,058x + 6,229,453$ 주이다. 따라서 합병 후 국민연금의 지분율(y)은 다음과 같다.

$$\max y = \frac{18,657,058x + 6,229,453}{156,217,764x + 135,000,000} \quad (1)$$

합병비율은 자본시장법에 의해 1:0.3501로 정해져 있었다. 합병 후 국민연금의 보유 주식수는 12,761,289주 (삼성물산 보유주식 18,657,058주 \times 0.3501 제일모직 보유주식 6,229,453주)이며, 보유 지분율은 6.727%이다. 만약 합병비율이 국민연금 리서치팀에서 분석한 수치인 1:0.4634일 경우라면, 합병 후 국민연금의 보유 주식수는 14,875,134주, 보유 지분율은 7.172%로 0.445% 증가하게 된다.

결국 목적함수 y 는 합병비율 x 에 의해서 결정되게 된다. <그림 2>은 다양한 합병비율에 따라서 지분율이 어떻게 변화되는지 보여주고 있다. 그림을 보면 합병비율이 증가할수록 국민연금이 차지하게 되는 지분율도 증가한다. 따라서 국민연금이 기금운용자로서 선관의무를 이행한다고 하면 어떻게든 합병비율을 높이도록 노력해야 할 것이다. 하지만 한국에서 합병비율 x 는 자본시장법의 규정에 의해 자동적으로 계산되기 때문에 기업가치평가 변경이나 협상에 의해서 변경할 수 없다. 합병비율이 적정수준보다 낮다고 판단되면 결국 반대 의견을 행사하는 것이 대리인으로서 선관의무를 적절히 수행하는 것이 될 것이다.

동일하게 삼성 대주주 일가의 의사결정 문제에 대해서도 살펴볼 수 있다. 그들도 역시 합병 후 자신들의 지분이 가능한 높아지도록 하는 것이 최적 선택일 것이다. 합병 전 삼성 대주주 일가가 보유하고 있던 삼성물산과 제일모직의 주식은 다음과 같다.

	삼성물산	제일모직
이건희	2,206,110	4,653,400
이재용	-	31,369,500
이부진	-	10,456,450
이서현	-	10,456,450
대주주 일가 총계	2,206,110	56,935,800

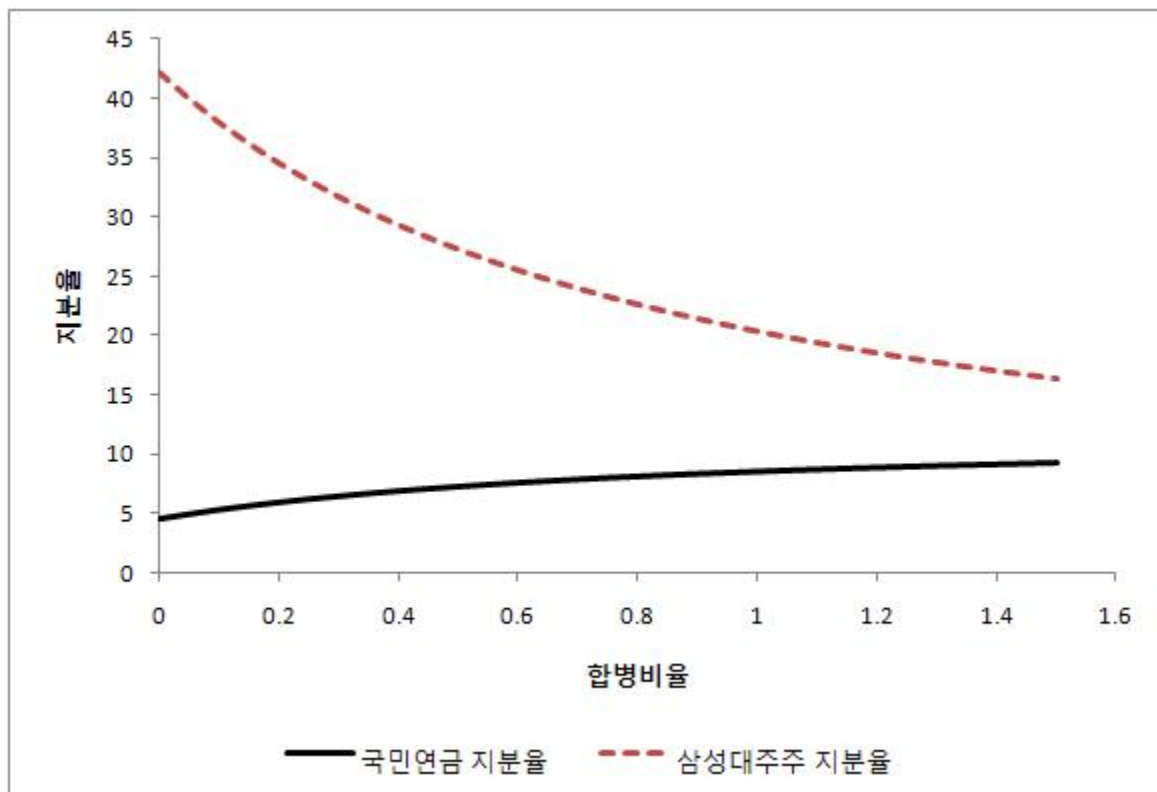
앞의 식(1)과 동일한 방법으로 삼성 대주주 일가의 합병 후 지분율을 계산하면 다음과 같다.

$$\max y = \frac{2,206,110x + 56,935,800}{156,217,764x + 135,000,000} \quad (2)$$

자본시장법에 따라 합병비율이 1:0.3501일 경우 삼성 대주주 일가의 보유 주식수는 57,708,159주로서 지분율은 30.422%이다. 만일 합병비율이 국민연금공단 리서치팀이 계산한 1:0.4634일 경우 삼성 대주주 일가의 보유주식수는 57,958,111주로서 지분율은 27.946%로 2.476%만큼 감소한다.

<그림 2> 삼성물산-제일모직 합병시 합병비율에 따른 지분율

본 그림은 삼성물산과 제일모직의 합병 시 합병비율에 따른 국민연금과 삼성 대주주 일가의 합병 후 지분율을 보여주고 있다. 합병비율(x)은 삼성물산(x) 대 제일모직(1)의 비율이다.



<그림 2>는 다양한 합병비율에 따라 삼성 대주주 일가의 지분율이 어떻게 변화되는지를 보여주고 있다. 합병비율이 증가할수록 삼성 대주주 일가의 지분율은 감소한다. 즉 삼성 대주주 일가의 입장에서 어떻게든 합병비율을 작게 하는 것이 최적 의사결정이 된다. 삼성 대주주 일가가 합병을 통해 경영권을 최대한 확보하는 것을 목적으로 한다면 더욱 그러할 것이다.

지금까지의 분석을 통해 삼성 대주주 일가의 의사결정과 국민연금의 의사결정은 그 이해관계가 정반대로서 상충됨을 알 수 있다. 이렇게 되는 근본적인 이유는 두 당사자의 초기 보유주식수가 다르기 때문이다. 국민연금은 삼성물산 주식을 제일모직 주식보다 3배 정도 많이 보유하고 있는 반면 삼성 대주주 일가는 제일모직 주식을 삼성물산 주식보다 28배 정도 많이 보유하고 있다. 그리고 보유주식의 비율차이로 인해 <그림 2>에서 삼성 대주주 일가의 그래프의 기울기가 훨씬 더 가파르다. 이는

일정한 합병비율 변화에 대해 국민연금보다 삼성 대주주 일가의 지분율이 훨씬 더 민감하게 변동함을 의미이다. 즉 삼성 대주주 일가가 합병 비율을 조금이라도 더 자신들에게 유리하게 만들수록, 이후 보유하게 되는 지분율의 증가분이 국민연금의 지분율 감소분보다 크다. 이는 당사자들의 인센티브와 연관되게 된다. 합병비율을 작게 하려는 삼성 대주주의 인센티브가 합병비율을 크게 하려는 국민연금의 인센티브를 압도할 수 있다. 만약 국민연금이 합병 전에 삼성물산 주식은 팔고, 제일모직 주식을 사서 제일모직 주식의 비중이 더 컸다면 삼성 대주주 일가와 동일한 인센티브를 가지게 될 것이다. 하지만 현실은 국민연금은 삼성물산 주식을 더 많이 보유하고 있기 때문에, 국민연금과 삼성 대주주 일가의 이해관계는 완전히 상충될 수밖에 없는 상황이다. 더 나아가 삼성그룹이 삼성물산과 제일모직의 합병을 추구한 근본적인 동기가 이재용 부회장을 중심으로 한 지배구조 개편에 있다고 가정한다면, 삼성 대주주 일가의 합병비율을 낮추려는 인센티브는 국민연금에 비해 더욱 클 수밖에 없다.

6. 국민연금 의결권 행사에 대한 경제성 분석

6.1. 합병에 대한 찬반론

합병에 대한 반대 논리를 가장 명확하게 볼 수 있는 것이 엘리엇이 합병에 반대하며 제기한 주주총회 소집통지금지, 결의금지, 합병계약을 승인하는 내용의 결의가 이루어질 경우 그 결의 효력정지 및 집행금지 등을 가처분신청이다. 그 신청서의 내용과 법원의 판결을 통해 엘리엇의 반대 논리를 확인해 볼 수 있다 (서울중앙지방법원 제50민사부 2015. 7. 1. 2015카합80582 결정 및 서울고등법원 제40민사부 2015. 7. 16.자 2015라20485 결정(총회소집통지 및 결의금지 등 가처분), 서울중앙지방법원 제50민사부 2015. 7. 7. 2015카합80597 결정 및 서울고등법원 제40민사부 2015. 7. 16. 2015라20503 결정). 여러 쟁점이 있지만 주로 가치평가와 관련한 경제적 이슈를 중심으로 다루었다.

첫째, 합병비율이 불공정하다는 것이다.⁶⁾ 엘리엇은 삼성물산의 공정가치는 100,597~114,134원, 제일모직은 63,353~69,942원 정도로 평가하였으며, 이에 근거하면 합병 기산일 근처의 삼성물산 주가는 너무 낮고 제일모직 주가는 너무 높다고 주장하였다. 의결권자문회사인 ISS는 적정주가는 제일모직이 115,665원, 삼성물산이 110,234원으로 1:0.95의 합병비율이 적절하다고 제시하였다. 이문영, 김범준 (2017)은 초과영업이익모형(residual operating income model)을 사용하여 두 기업의 본질 가치를 추정하였을 때, 삼성물산의 주당가치는 90,092~105,745원 정도이며 제일모직의 주당가치는 87,949~153,251원임을 산출하였다. 이 계산에 근거하여도 합병에 사용된 삼성물산 주식의 기준시가 55,767원은 본질가치에 비해 저평가되었으며, 제일모직 주식의 기준시가 159,294원은 고평가되었다.

자본시장법 상 합병비율에 의하면 삼성물산은 시가총액 8조 9천억원 수준으로 평가된 것이다. 하지만 당시 삼성물산은 총자산 26조, 자기자본 13.5조인 회사였다. 자산 중 유동자산 7.8조, 매도가 가능한 증권도 13.6조원이 존재하였다. 특히 보유중인 삼성전자 주식은 8.4조원 상당이었으며 삼성 SDS 주식도 가치도 약 3.5조원에 이르렀다. 이상훈 (2015)은 이를 “주머니 속에 13만 5천원이 들어 있는 양복을 8만 9천원에 판 셈”이라고 표현하였다.

하지만 이에 대해 반박하는 찬성 논리도 있다. 최준선 (2016)은 삼성물산에 대한 평가가액을 다음과 같은 논하였다.

“회사의 가치는 미래가치를 말하는 것이다. 미래가치는 주가에 반영된다. 이 사건에서는 삼성물산이 평가액 13조 5천억원에 상당하는 유가증권을 보유하고 있으니까 그나마 합병대상이 된 것이다. M&A 실무에서는 계속 적자기업의 경우 자산이 아무리 많아도 1\$에 인수되는 경우도 흔히 있다. 나아가 삼성물산이 보유하고 있는 13조 5천억에 상당하는 유가증권은 매도불가능한 주식이다. 이 주식들은 그룹의 지배구조와 관련되고 순환출자의 고리에 들어있는 유가증권이다. 이것을 분리하여 매도하면 삼성물산의 기업가치는 얼마가 될지 평가가 불가능할 정도로 추락한다.”

삼성물산도 ‘지금 당장의 합병비율이 불리해 보이더라도 장기적으로는 합병의 시너지 창출 등을 고려하면 더 큰 이익이 된다. 합병이 무산되면 오히려 주가가 하락하여 주주들에게 큰 손해가 될 것

6) 삼성물산과 엘리엇 간 소송에서 나타난 합병비율 불공정성과 관련된 법률적 논의와 개선방안 등에 대해서는 정준우 (2015), 권재열 (2015), 김화진 (2015), 이상훈 (2017)을 참조하시오.

이라'는 논리를 들어 주주들에게 합병을 찬성할 것을 설득하였다.

둘째, 삼성 측이 제시한 합병의 효과, 즉 시너지 효과에 대한 부분이 너무 낙관적이고 구체적인 근거가 없다는 것이다. 합병 이전의 삼성물산은 2014년 매출액이 33.6조원이었지만(건설 16.2조원, 상사 13.6조원, 패션 1.9조원, 식음 1.6조원, 레저 0.4조원), 합병 후 시너지효과로 2020년에는 매출액이 60조원(건설 23.6조원, 상사 19.6조원, 패션 10.0조원, 식음 3.5조원, 바이오 1.8조원, 신수종 0.8조원, 레저 0.7조원)으로 증가할 것이라고 발표하였다. 하지만 전망치의 근거와 계산을 위해 사용된 자료 등에 대해 명확히 밝히지 않아 그 실효성에 의문이 제기되었다. 회사의 내부정보에 대한 접근이 어려운 일반 주주들로서는 이러한 주장의 타당성 여부를 판단하기가 쉽지 않다. 정준우 (2016)는 “이런 문제는 향후로도 지속적으로 발생할 수 있으므로 주주총회의 특별결의가 필요한 합병 등의 경우에는 주주들에게 제공할 정보를 보다 충분하게 그리고 구체적으로 정하고, 예상수치의 경우에도 보다 실증적인 데이터를 바탕으로 산출하도록 규제하는 입법적 보완이 필요하다.”라고 주장하고 있다.

합병비율의 불공정성 논쟁에 대해 법원은 엘리엇의 주장을 기각하였다. 그 근거는 다음과 같다.

“① 판례와 자본시장법에 따라 회사가 이사회 결의일이며 합병계약 체결일의 전일인 2015년 5월 25일을 기산일로 하여 최근 1개월간 평균종가와 최근 1주일간 평균종가 및 최근일의 종가를 산술평균한 가액을 기준으로 합병가액과 합병비율을 산정한 것이므로 산정기준이 된 주가가 시세조종행위나 부정거래행위에 의하여 형성된 것이라는 등의 특별한 사정이 없는 한 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다. ② 자본시장법은 상장법인 중 계열회사간의 합병에서는 합병가액을 산정할 때 100분의 10의 범위 내에서 할인이나 할증을 할 수 있도록 규정하고 있지만, 이는 회사에 의무를 부과한 것이 아니라 다양한 사정을 고려하여 할인이나 할증의 여부 및 그 정도를 결정할 수 있는 자율성을 부여한 것이므로 할인이나 할증을 하지 않았다는 사정만으로는 합병가액과 합병비율의 산정이 현저히 불공정하다고 단정할 수 없다. ③ 상장법인의 주가는 시장에 참여한 다수의 투자자가 법령에 근거하여 공시되는 기업의 자산내용·재무상황·수익력·사업전망 등에 관한 정보에 기초하여 내린 투자 판단에 의하여 형성된 것으로 볼 수 있으므로, 주가가 순자산가치나 수익가치에 기초하여 산정된 가격과 차이가 난다는 사정만으로 회사의 객관적 가치를 반영하지 못하였다고 단정해서는 아니된다. ④ (구)삼성물산의 주가가 주당 자산가치보다 낮은 수준이었고, 매출액·영업이익 등 재무상태표의 각종 지표가 제일모직의 지표에 상회하더라도, 그러한 사정만으로는 (구)삼성물산의 주가가 대주주 등에 의하여 의도적으로 조작되는 등 시장의 기능을 방해하는 부정한 수단에 의하여 영향을 받아 정당한 시장가치를 반영하지 못하였다고 인정하기에는 부족하다. ⑤ 합병가액의 산정이 허위자료에 의한 것이거나 터무니없는 예상수치에 근거한 것이라는 점에 관한 소명이 부족하므로 자본시장법에 따라 산정한 합병가액과 합병비율이 불공정하다고 보기 어렵다.”

결론적으로 삼성물산 주주들 입장에서는 합병비율이 불공정하다고 생각할 수 있으나 합병비율이 법적인 근거에 의해 도출된 것이므로 하자가 있다고 인정하기 어렵다는 것이다. 즉, 법률적 측면에서 합병비율이 문제는 없으나, 경제적 측면에서 보면 삼성물산 주주들에게 불리하다는 것이 이 합병건에 대한 대다수의 합의(consensus)인 것 같다. 그렇다면 관건은 삼성물산과 제일모직 합병이 불합리한 합병비율로 인한 경제적 손실을 만회할 수 있을 정도의 시너지 효과를 삼성물산 주주들에게 줄 수 있는지가 될 것이다. 이에 대해서는 다음 부분에서 더 구체적으로 논의하고자 한다.

6.2. 주주 부의 극대화 목표에 따른 의사결정

본 장에서는 국민연금이 주주의 입장에 서서 충실하게 선관의무를 이행한다면 어떤 의사결정을 해야 하는지 분석하고자 한다. 앞의 4장에서는 ‘합병 후 최대 지분을 확보’를 목표로 국민연금이 의사결정을 한다고 가정하였다. 경영권 확보가 목표인 대주주 일가에게는 최대 지분을 확보가 최우선순위가겠지만 국민연금은 반드시 그렇지 않다. 국민연금의 입장에서는 ‘주주의 부의 극대화’ 목표를 추구하면 된다. 즉, 합병 안이 주주의 부의 증가에 도움이 되면 찬성하고, 손해가 되면 반대하면 되는 것이다. 그리고 합병비율은 자본시장법에 의해 정해지기 때문에 협상 및 조정 대상이 될 수 없다. 국민연금이 할 수 있는 의사결정은 정해진 합병비율 하에서 ‘찬성’과 ‘반대’를 선택하는 것이다(take-it-or-leave-it decision). 즉, 합병비율은 이미 제시되어 있고 이를 받아들일 것인지 거부할 것인지에 대한 의사결정만 용인되는 상황이다.

의사결정 판단을 위해 국민연금이 찬성 의견을 낼 경우 국민연금이 얻게 되는 순현재가치(net present value, NPV)를 측정하였다. NPV는 특정 의사결정으로 인해 얻을 수 있는 편익(benefit)의 현재가치에서 비용(cost)의 현재가치를 차감한 값으로, 의사결정으로 인한 부의 증가(감소)분을 의미한다. 순현재가치(NPV)법을 통한 의사결정은 찬성의 NPV가 0보다 클 경우 부의 증가를 가져다 주는 것을 의미하므로 찬성 의견을 제시하면 되고, NPV가 0보다 작을 경우 부의 감소를 가져오는 것을 의미하므로 반대 의견을 제시하면 된다.

국민연금 찬성의 NPV는 다음과 같이 계산하였다. 첫째, 합병이 성사될 경우 전체 주주들이 얻는 편익은 합병으로 인한 시너지 효과이며, 그 중 국민연금의 편익은 회사 전체의 시너지 중에서 자신의 합병 후 자신의 지분율만큼이다. 따라서 국민연금 찬성의 편익은 합병의 시너지의 현재가치에 국민연금의 합병 후 지분율을 곱한 값이 될 것이다. 둘째, 국민연금 찬성 의견에 따른 비용은 자신이 평가한 적절한 합병비율보다 실제 합병비율이 자신에게 불리하게 책정됨으로써 발생하게 되는 손실분이다. 이는 두 비율의 차이에서 합병 후 기업가치의 현재가치를 곱한 값이 될 것이다. 정리하면, 국민연금의 찬성 결정시 국민연금 부의 증가분(wealth gain)의 현재가치를 다음과 같은 수식으로 표현하였다.

$$\begin{aligned}
 NPV(\text{국민연금 찬성}) &= PV(\text{Benefit}) - PV(\text{Cost}) \\
 &= \alpha \times PV(\text{Synergy}) - (\alpha^* - \alpha) \times PV(A + B) \\
 &= \alpha \times [PV(A + B) - (PV(A) + PV(B))] - (\alpha^* - \alpha) \times PV(A + B) \\
 &= (2\alpha - \alpha^*) \times PV(A + B) - \alpha [PV(A) + PV(B)]
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

여기서, Synergy: 제일모직-삼성물산 합병의 시너지

α : 실제 합병비율에 의한 합병 후 국민연금의 지분율

α^* : 국민연금이 적정하다고 산출한 합병비율에 의한 합병 후 국민연금의 지분율

$PV(A+B)$: 합병된 기업의 현재가치

$PV(A)$: 합병 전 기업 A의 현재가치

$PV(A+B)$: 합병 전 기업 B의 현재가치

이를 시너지로 표현하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
NPV(\text{국민연금 찬성}) &= PV(\text{Benefit}) - PV(\text{Cost}) \\
&= \alpha \times PV(\text{Synergy}) - (\alpha^* - \alpha) \times PV(A + B) \\
&= \alpha \times PV(\text{Synergy}) - (\alpha^* - \alpha) \times [PV(A) + PV(B) + PV(\text{Synergy})] \\
&= (2\alpha - \alpha^*) \times PV(\text{Synergy}) - (\alpha^* - \alpha) [PV(A) + PV(B)]
\end{aligned} \tag{4}$$

분석결과 찬성의 NPV가 0보다 크면 찬성으로 인해 국민연금의 부의 증가가 이루어진다는 의미이므로 ‘찬성’하는 의사결정을 내리면 된다. 반대로 찬성의 NPV가 0보다 작다면 찬성으로 인해 국민연금의 부가 감소하게 된다는 의미이므로 ‘반대’ 의사결정을 내리면 된다. 이는 국민연금의 기업의 합병의사결정에서 직면하게 되었을 때, 일반적으로 적용할 수 있는 의사결정 방법으로 사용될 수 있다.

구체적으로 이를 삼성물산과 제일모직의 합병 건에 적용해 보자. 이 사건에서 구체적인 수치를 구할 수 있는 변수는 다음과 같다. 실제 합병비율(1:0.3501)에 의한 합병 후 국민연금의 지분율(α)은 6.727%이다. 국민연금이 적정하다고 산출한 합병비율은 리서치팀의 3차보고서에 제시되어 국민연금 기금 투자위원회 회의 시 사용된 0.4634로 간주하였다. 이는 국민연금기금 내의 리서치팀에 의해 평가된 것이며 여러 번의 논의를 거쳐 마지막 의사결정 시에 사용된 수치이므로 국민연금이 합리적인 합병비율이라고 믿었다는 충분한 근거가 있는 수치이다. 합병비율 1:0.4634를 사용하였을 때 합병 후 국민연금의 지분율(α^*)은 7.172%이다. 즉, 국민연금이 찬성한다면 이는 국민연금이 0.445%의 지분율의 손실을 감수하고도 찬성한다는 것을 의미한다.

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

$$\begin{aligned}
NPV(\text{국민연금 찬성}) &= (2\alpha - \alpha^*) \times PV(A + B) - \alpha [PV(A) + PV(B)] \\
&= (2 \times 0.06727 - 0.07172) PV(A + B) - 0.06727(8.7 + 21.5) \\
&= 0.06282 \times PV(A + B) - 2.03155
\end{aligned} \tag{5}$$

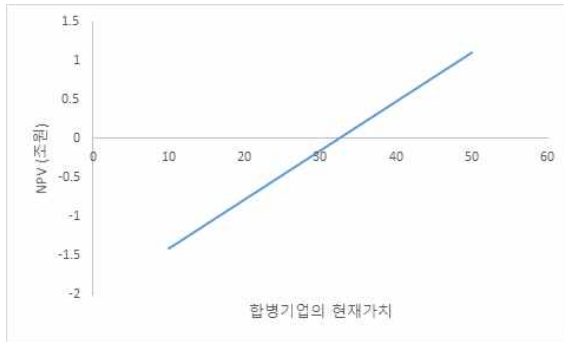
또는

$$\begin{aligned}
NPV(\text{국민연금 찬성}) &= (2\alpha - \alpha^*) \times PV(\text{Synergy}) - (\alpha^* - \alpha) [PV(A) + PV(B)] \\
&= 0.06282 \times PV(\text{Synergy}) - 0.00445(8.7 + 21.5) \\
&= 0.06282 \times PV(\text{Synergy}) - 0.13439
\end{aligned} \tag{6}$$

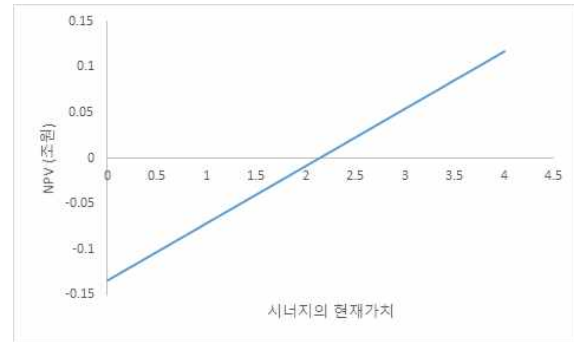
결국 국민연금 찬성의 NPV는 합병 후 기업가치, 즉 합병 시너지의 창출 정도에 따라 좌우된다. <그림 3>는 식(5)과 식(6)을 통한 국민연금 찬성의 NPV를 보여주고 있다. 여기서 중요한 것은 손익 분기점이다. 식(5)을 이용할 경우 PV(A+B)의 손익분기점은 32.34조원이며, 식(6)을 이용할 경우 PV(Synergy)의 손익분기점은 2.13조원이다. 즉, 합병의 시너지의 현재가치가 2.13조원을 넘어야만 국민연금의 찬성은 기금 가치의 증가를 가져올 수 있다. 그렇지 않으면 기금 가치의 손실이 되는 것이다.

<그림 3> 국민연금 찬성 의결권 행사의 순현재가치(NPV)

본 그림은 국민연금이 찬성 의결권을 행사할 경우의 순현재가치를 보여주고 있다. 그림 (a)는 합병 기업의 현재 가치와의 관계를, 그림 (b)는 합병 시너지의 현재가치와의 관계를 보여준다.



(a) 합병기업의 현재가치와 NPV



(b) 시너지의 현재가치와 NPV

과연 합병 시너지의 현재가치 2.13조원은 합병기업이 어느 정도의 사후 시너지 효과를 보여야 가능한가? 이에 대하여 이문영, 김범준 (2017)의 연구 결과를 확장하여 분석해 보았다. 이들은 초과영업이익모형(residual operating income model)을 사용하여 기업 본질가치를 추정하였을 때, 삼성물산의 지분가치는 약 15.5조원이며 제일모직의 지분가치는 약 11.4조원임을 산출하였다. 저자는 이 두 기업의 가치를 단순 합하여서 <표 3>의 패널 A에 보고하였다. 이는 식(3)과 (4)에서 보면 'PV(A)+PV(B)'에 해당한다.

패널 B는 시너지의 현재가치에 대하여 시뮬레이션하였다. 합병 후 시너지 효과가 나타난다면 보유하고 있는 금융순자산(NFA)이나 영업순자산(NOA) 자체의 가치 증가에 의해서가 아니라 초과영업이익(ReOI)의 증가를 통해 창출될 것이라고 생각하였다. 따라서 패널 A의 가치평가 요소들 중에서 초과영업이익이 일정한 비율로 증가할 것을 가정하여 시너지 효과를 반영하였다. 결과적으로 합병기업의 초과영업이익이 두 기업의 초과영업이익의 단순 합을 넘어서 일정한 %만큼 증가하는 시너지를 가정하였다. 초과영업이익의 증가율이 5%부터 40%까지 구간을 가정하여 지분가치를 다시 계산하고 이에 근거하여 시너지의 현재가치를 구하였다.

패널 B의 마지막 줄이 시너지의 현재가치에 대한 정보를 제공하고 있다. 기존 초과영업이익이 5% 증가하는 시너지 효과를 가질 경우 시너지의 현재가치, 즉 PV(Synergy)는 4천억원 정도였다. 25%의 초과영업이익 증가를 가정하였을 경우 PV(Synergy)가 2조원을 초과하게 된다. 이것은 삼성물산과 제일모직의 초과영업이익의 증가가 합병 전보다 합병 후에 25% 정도 더 증가하는 시너지를 가져올 때 국민연금 찬성의 NPV가 0을 넘을 수 있음을 의미한다. 실제적으로 평가하였을 때 25% 증가율은 달성하기 쉽지 않은 가정이라고 사료된다. 사전적으로 평가했을 때 국민연금의 찬성은 주주의 부의 증가를 가져오기 보다는 손해를 가져올 가능성이 많은 결정으로 판단된다.

<표 1> 합병기업의 가치평가

본 표는 삼성물산과 제일모직 합병기업에 대한 가치평가를 보여주고 있다. 패널 A는 삼성물산과 제일모직의 기업가치를 초과영업이익모형(residual operating income model)을 각각 추정한 것을 합한 값이며, 이문영, 김범준 (2017)의 분석결과를 사용하였다. 패널 B는 합병의 시너지 효과로 초과영업이익 증가한 경우를 가정하였으며, 다양한 초과영업이익 증가율에 따른 시너지의 현재가치를 산출하였다.

패널 A. 삼성물산과 제일모직 기업가치의 합

(단위: 십억원)

	Present	2015	2016	2017
Net Operating Assets (NOA)	4,003	4,856	5,250	5,730
Sales		33,054	34,100	35,867
Operating Income		757	938	1,036
After-tax Operating Income (tax=30%)		530	656	725
Normal Operating Income		286	348	376
Residual Operating Income (ReOI)		244	309	349
Present Value of ReOI		234	277	292
Total Present Value of ReOI	803			
Continuing Value				8,684
Present Value of Continuing Value	7,258			
Enterprise Value	12,065			
plus: After-tax Net Financial Assets (t=24.2%)	15,075			
less: Value of Preferred Stock	146			
Value of Common Equity	26,993			

패널 A. 초과영업이익 증가율에 따른 시너지의 현재가치

(단위: 십억원)

초과영업이익의 증가율	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
Net Operating Assets (NOA)	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003
Total Present Value of ReOI	843	883	923	964	1,004	1,044	1,084	1,124
PV of Continuing Value	7,621	7,984	8,347	8,710	9,073	9,436	9,798	10,161
Enterprise Value	12,468	12,871	13,274	13,677	14,080	14,483	14,886	15,289
plus: After-tax Net Financial Assets	15,075	15,075	15,075	15,075	15,075	15,075	15,075	15,075
less: Value of Preferred Stock	146	146	146	146	146	146	146	146
Value of Common Equity	27,396	27,799	28,202	28,605	29,008	29,411	29,814	30,218
PV(시너지)	403	806	1,209	1,612	2,015	2,418	2,821	3,224

6.3. 사후적 평가

합병이 이루어진지 3년이 지난 지금 시점에서 사후적으로 삼성물산과 제일모직 합병의 시너지에 대해서 평가해 볼 수 있을 것이다. 합병 시너지의 현재가치는 과연 2.13조원을 상회할 수 있을 것인가? 이를 위해 삼성이 합병을 추진하면서 제시한 합병 후 시너지효과로 ‘2020년에는 매출액이 60조 원(건설 23.6조원, 상사 19.6조원, 패션 10.0조원, 식음 3.5조원, 바이오 1.8조원, 신수종 0.8조원, 레저 0.7조원)으로 증가’ 주장에 대해 평가할 필요가 있다.

<표 2>에 합병 전과 후의 삼성물산과 제일모직 손익계산서를 보고하였다. 합병 직전인 2014년 두 기업 합산 매출액이 33.5조원(삼성물산 약 28.4조, 제일모직 약 5.1조원)이었다. 두 기업이 합병한 삼성물산 2015년의 매출액은 13.3조원으로 2014년 두 기업의 합계보다 1/3 정도로 하락하였다. 삼성물산의 2016년 매출액은 28.1조, 2017년은 29.3조로 계속 증가세를 보여주고 있지만, 합병 전의 두 기업의 매출 합계 33.5조에는 아직 이르고 있지 못하다. 합병으로 인한 시너지를 논하기 부족한 상태이다.

물론 이에 대한 반론으로 2015년 이후 매출액이 계속 증가하고 있다는 주장을 제기할 수 있다. 2016년은 매출액 성장률이 110%에 이른다. 하지만 2017년에는 매출액 성장률이 4.19%에 그쳐 성장동력이 계속 될지에 대한 의문이 생긴다. 삼성물산이 합병을 계획하며 발표했던 2020년 매출액 60조 달성이 쉬지 않아 보인다. 이런 점들을 종합하면 사후적으로 평가했을 때도 삼성물산과 제일모직의 합병이 예측한 만큼을 시너지를 주었다고 보기 어려운 것 같다. 더욱이 국민연금의 찬성이 기금가치의 증가로 귀결되려면 시너지의 현재가치가 2조원에 이르러야 하는데 삼성물산의 현재 상황이 이를 달성했다고 보기는 어렵다.

<표 2> 삼성물산과 제일모직의 손익계산서

본 그림은 삼성물산과 제일모직의 연도별 연결 포괄손익계산서를 보여주고 있다. 두 기업은 2015년 합병되었으며 사명은 삼성물산으로 유지되었다. 따라서 2015년 이후의 자료는 합병된 기업의 손익계산서이다.

패널 A. 삼성물산의 손익계산서

(단위: 억원)

	2017년	2016년	2015년	2014년	2013년	2012년	2011년	2010년
매출액	292,790	281,027	133,447	284,455	284,334	253,259	215,455	177,559
매출총이익	36,521	33,317	21,460	22,273	19,714	20,088	17,023	15,612
영업이익	8,813	1,395	371	6,524	4,333	4,903	5,969	6,319
당기순이익	4,811	208	26,857	2,855	2,664	4,654	4,091	4,968
매출액 성장률(%)	4.19	110.59	-53.09	0.04	12.27	17.55	21.34	
영업이익 성장률(%)	531.62	275.69	-94.31	50.56	-11.63	-17.85	-5.54	

패널 B. 제일모직의 손익계산서

(단위: 억원)

	2014년	2013년	2012년	2011년	2010년
매출액	51,296	32,261	27,026	55,810	50,186
매출총이익	16,327	5,838	4,341	15,839	14,844
영업이익	2,134	1,111	692	222	3,342
당기순이익	4,551	452	1,406	1,650	2,587
매출액 성장률(%)	59.00	19.37	-51.58	11.21	
영업이익 성장률(%)	92.10	60.43	211.22	-93.34	

6.4. 유사한 합병 사례에 대한 비교

유사한 사례에 대해 비교 분석하기 위해 2015년 국민연금이 의결권을 행사한 639건을 수집하였다. 국민연금 기금운용본부는 각 주주총회에서 국민연금의 의결권 행사내역을 웹사이트를 통해 공시하고 있다(<http://fund.nps.or.kr>). 여기에는 국민연금이 의결권을 행사한 회사명, 주총일자, 의안번호, 의안내용, 행사내용, 반대시 사유, 근거조항 등이 명시되어 있다.

주주총회에서 국민연금의 의결권 행사를 찬성, 반대, 미행사, 기권으로 구분하였다. 주주총회에 여러 안건이 있을 수 있는데, 만약 한 건이라고 반대가 있는 경우에 국민연금 '반대'라고 분류하였다. 그 다음 우선순위로 미행사, 기권에 대해서도 동일하게 처리하였다. 따라서 모든 안건에 대해서 찬성인 경우에만 국민연금 '찬성'으로 분류되었다.

<표 3>은 2015년 국민연금이 의결권을 행사한 내역 중에서 본 연구와 관련된 합병 및 분할, 영업양수도와 관련된 사안들을 보고하고 있다. 패널 A를 보면, 총 26개 안건 중에서 찬성이 20개이고 반대가 4개, 기권이 2개인 것을 볼 수 있다. 이에 대한 세부 기업의 목록을 패널 B에서 보여주고 있다. 국민연금이 반대한 안건의 경우는 이유와 근거까지 제시하고 있기 때문에 이에 대해서도 같이 보고하였다.

본 연구의 주요 관심사였던 삼성물산과 제일모직의 합병에 대한 주주총회도 2015. 7. 17. 개최되어 국민연금이 찬성 의결권을 행사한 것을 확인할 수 있다. 목록을 살펴보면 삼성물산-제일모직 합병과 대비되는 사례가 존재하여 관심을 끈다. 2015. 6. 26. 주주총회가 개최된 (주)SK와 (주)SK 씨앤씨의 경우는 국민연금이 '주주가치 훼손'을 이유로 반대 의결권을 행사하였다. 이 합병 안건은 2015. 6. 17. 투자위원회에서 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란하다고 판단하여 전문위원회에 부의되었고, 전문위원회에서는 (주)SK 주주의 이익에 반한다는 취지로 반대 결정을 하였다. 반대로 국민연금이 합병에 찬성한 사례도 있다. 2015. 5. 28. 개최된 현대하이스코(주)와 현대제철(주)의 합병은 국민연금에서 찬성 의결권을 행사하였다.

세 안건 모두 재벌기업의 지배구조 변화와 관련된 합병이라는 점에서 공통점을 가지고 있다. 삼성물산-제일모직과 비슷한 기업집단 내의 합병 안건이지만, 국민연금이 찬성한 경우와 반대한 경우의 사례 각각 하나씩 존재하기 때문에 비교분석하는 것도 의미있을 것이다.

<표 3> 합병 및 분할, 영업양수도에 관한 임시주총 내역

본 표는 임시주총 안건 중에서 합병 및 분할, 영업양수도에 관한 안건의 내역을 보여주고 있다. 패널 A는 안건에 대해서 국민연금이 행사한 의사결정의 분포를 보여주고 있다. 패널 B는 총 26개 안건의 세부 내역에 대해서 보여주고 있다.

패널 A. 전체 내역

전체	찬성	반대	미행사	기권
26	20	4	0	2

패널 B. 세부 기업 내역

기업	날짜	내역	결과	이유	근거
메가스터디(주)	2015-02-05	분할계획서 승인	찬성		
(주)아이에이치큐	2015-02-12	합병승인	찬성		
우리산업(주)	2015-02-26	분할계획서승인	반대	기업가치 하락우려	세부기준 40조
(주)실리콘웍스	2015-03-19	영업양수 승인	찬성		
현대해상화재보험(주)	2015-03-27	영업양수 승인	기권	주식매수 청구권 확보	세부기준 35조
(주)사조오양	2015-05-12	합병승인	찬성		
한솔로지스틱스(주)	2015-05-14	분할합병계획서승인	찬성		
메리츠종합금융증권(주)	2015-05-14	합병계약서 승인	찬성		
한솔홀딩스(주)	2015-05-14	분할합병계획서승인	찬성		
현대하이스코(주)	2015-05-28	합병계약 승인	찬성		
현대제철(주)	2015-05-28	합병계약 승인	찬성		
(주)동성홀딩스	2015-05-29	합병계약 승인	찬성		
(주)심텍	2015-05-29	분할계획서 승인	찬성		
(주)동성하이캠	2015-05-29	합병승인	기권	주식 매수청구권 확보	세부기준 34조
나이스정보통신(주)	2015-06-09	영업양수	찬성		
(주)파라다이스	2015-06-24	영업양수도 승인	찬성		
SK씨앤씨(주)	2015-06-26	합병계약서 승인	반대	주주가치 훼손	세부기준 34조
SK(주)	2015-06-26	합병계약 승인	반대	주주가치 훼손	세부기준 34조
제일모직(주)	2015-07-17	합병계획서승인	찬성		
삼성물산(주)	2015-07-17	합병승인	찬성		
현대종합상사(주)	2015-08-28	분할계획서 승인의 건	반대	분할신설회사 정관 주주가치침해 우려	행사지침 6조, 세부기준 24,25,36조
(주)삼양사	2015-11-13	합병계약 체결 승인의 건	찬성		
(주)삼양제넥스	2015-11-13	합병계약 체결 승인의 건	찬성		
(주)레고캠바이오사이언스	2015-11-16	합병계획서승인	찬성		
(주)다우기술	2015-12-21	분할계획서 승인	찬성		
이엠코리아(주)	2015-12-30	분할계획서 승인	찬성		

분석을 위해 3개 사례와 연관된 6개 기업에 대한 주주총회 (-20,20) 기간 동안의 초과수익률을 계산하였다. 각 안건에 대해 (-230,-31) 기간을 대상으로 시장모형(market model)을 추정 한 후에 그 파라미터 값을 사용하여 (-20,20) 동안의 초과수익률(AR, abnormal return)을 구하였다. 주주총회 이후의 AR을 살펴보면, 현대하이스코(주)와 현대제철(주), 제일모직(주)와 삼성물산(주)의 경우는 음(-)의 수익률이 상대적으로 많이 발견된다. 반면 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 경우에는 양(+)의 수익률이 상대적으로 많다. 이런 형태는 <그림 4>의 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)를 보면 더 명확하다. 패널 A에서는 국민연금이 합병에 찬성한 2개의 사례에 대해서 보여주고 있다. 합병에 찬성한 4개의 기업 모두에서 주주총회 이후 전반적으로 초과수익률이 하락하는 경향을

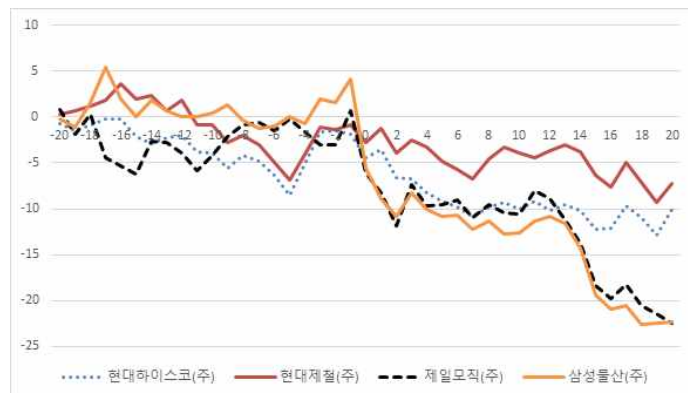
보이고 있다. 그 정도에 있어서는 삼성물산(주)과 제일모직(주)이 가장 크고, 그 다음이 현대하이스코(주), 현대제철(주) 순서이다.

패널 B에서는 국민연금이 합병에 반대한 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 초과수익률을 삼성물산(주), 제일모직(주)과 비교하여 보여주고 있다. 그림에서 SK씨앤씨(주)와 SK(주)의 CAR는 오히려 주주총회 이후에 증가하는 것을 볼 수 있다. 국민연금이 합병에 반대하고 합병이 무산된 것이 오히려 더 긍정적인 시장 반응을 이끌어 낸 것을 확인할 수 있다. 이런 결과는 김한나, 연강흠 (2014)이 한국에서 기관투자자들이 반대 의결권을 행사한 경우 시장이 긍정적으로 반응한다고 주장한 것과 일치한다.

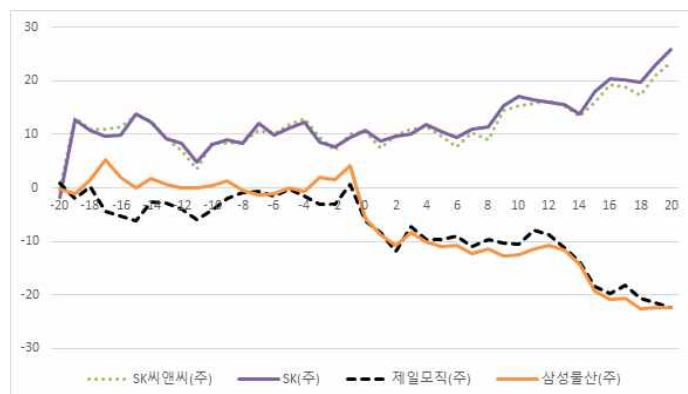
국민연금이 삼성물산과 제일모직의 합병을 찬성할 수밖에 없었던 이유로 합병에 반대할 경우 오히려 두 기업의 주가가 떨어져 포트폴리오의 가치가 하락할까 염려되었기 때문이라는 주장도 있다. 하지만 실제 재벌기업의 합병 사례를 살펴보았을 때 이는 사실이 아님을 알 수 있다. 합병이 주주 가치를 훼손한다면 오히려 합병이 무산되는 것이 더 기업가치를 증대시킬 수 있다. 결국 합리적인 기업가치 평가와 이에 근거한 의사결정이 중요하다 할 것이다.

<그림 4> 국민연금 의결권 행사에 대한 시장반응: 재벌 내에서 합병 사례

본 그림은 제일모직-삼성물산 합병과 비슷한 사례들에 대해서 주주총회 결의 전후의 누적초과수익률(CAR)을 보여주고 있다. 현대하이스코-현대제철 합병은 국민연금이 찬성하였으며, SK씨앤씨와 SK의 합병은 반대하였다. 각 사건에 대해 (-230, -31) 기간을 대상으로 시장모형을 추정한 후에 그 값을 사용하여 (-20, 20) 동안의 초과수익률을 구한 후에 이를 사용하여 누적초과수익률(CAR, cumulative abnormal return)을 구하였다.



(a) 국민연금이 찬성한 2개의 합병 사례



(b) 국민연금이 합병에 찬성한 사례와 반대한 사례

7. 국민연금의 의결권 행사에 대한 법률적 분석

7.1. 배임죄 성부와 연관한 쟁점

여기서는 국민연금의 선관의무에 대해 법률적 쟁점을 다루고자 한다. 국민연금은 국민의 노후 자금을 운용하는 대리인으로서 최선의 다해야 할 책임이 있지만, 자신의 이익을 추구할 수도 있다. 이런 대리인 문제를 법적으로 어떻게 다루고 있는 것이 배임죄이다. 배임은 타인의 사무를 처리하는 사람이 그 사무에서 불법행위를 하여 재산상의 이익을 취득하거나, 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가하는 범죄로서 그 개념이 대리인 문제와 일치한다. 따라서 본 장에서는 국민연금 기금운용본부의 의사결정, 특히 본부장의 행동이 배임죄에 해당하는지에 대한 법률적 쟁점을 주로 다루었다. 즉, 앞 장에서 설명한 의사결정 과정에서의 기금운용본부의 행동들이 배임행위에 해당되는지, 그리고 배임행위에 해당된다면 얼마를 손해 및 이득액으로 산정할 수 있는지를 논의한다.

7.1.1. 기금운용본부장의 임무 및 배임행위 해당 여부

1. 배임죄의 기본법리 및 이 사건 쟁점

먼저 배임죄와 관련된 주요 법리를 살펴볼 필요가 있다. 배임죄에 있어서 ‘임무에 위배하는 행위’라 함은 처리하는 사무의 내용, 성질 등 구체적 상황에 비추어 법령의 규정, 계약의 내용 또는 신의칙상 당연히 하여야 할 것으로 기대되는 행위를 하지 않거나 당연히 하지 않아야 할 것으로 기대되는 행위를 함으로써 본인과 의 신임관계를 저버리는 일체의 행위를 의미한다(대법원 2004. 7. 9. 선고 2004도810 판결).

배임의 범의는 배임행위의 결과 본인에게 재산상의 손해가 발생하거나 발생할 염려가 있다는 인식과 자기 또는 제3자가 재산상의 이득을 얻는다는 인식이 있으면 족하고 본인에게 재산상의 손해를 가한다는 의사나 자기 또는 제3자에게 재산상의 이득을 얻게 하려는 목적은 요하지 아니하며(대법원 2000. 5. 26. 선고 99도2781 판결), 이러한 인식은 미필적 인식으로도 족한 것인바, 피고인이 본인의 이익을 위하여 문제가 된 행위를 하였다고 주장하면서 범의를 부인하는 경우에는, 사물의 성질상 고의와 상당한 관련성이 있는 간접사실을 증명하는 방법에 의하여 입증할 수밖에 없고, 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에 바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결상태를 합리적으로 판단하는 방법에 의하여야 한다(대법원 2003. 2. 11. 선고 2002도5679 판결).

이 사례에서 피고인이 기금운용본부장으로서 국민연금의 사무를 처리하는 자임에는 의문의 여지가 없으나, 기금운용본부장의 임무를 무엇이라고 볼 것이고, 또 그 임무를 위배하였다고 볼 것인지에 대하여 특검⁷⁾과 피고인측 변호인 사이의 치열한 공방이 있었다.

7) 2016. 11. 22. ‘최순실 등 민간인에 의한 국정농단 의혹에 대해 엄정한 수사를 통하여 철저하게 진상 규명을 하도록 함으로써 국민적 의혹을 해소’ 하기 위한 특별검사법이 공포되고, 같은 해 12. 1. 특별검사가 임명되었고, 이 합병 사례 관련하여 보건복지부장관이 2017. 1. 16. 구속기소, 기금운용본부장은 2017. 2. 28. 불구속 기소되었고, 이들에 대하여 1심, 2심 판결이 모두 각 징역 2년 6월을 선고하였고, 현재 상고심 중이다.

2. 특검의 주장

특검에서는 기소 당시 그 임무에 대하여는, ‘국민연금공단이 가진 사실상의 ‘캐스팅 보트’를 활용하여 이 사건 합병에 반대하거나, 합병비율의 조정을 요구하는 등의 방법으로 국민연금공단의 손해 발생을 막아야 할 의무’라고 실시하였고, 항소심에서는 공소장 변경을 하면서, ‘투자위원회에서 이 사건 합병 안건을 반대할 업무상 임무’가 있고, 나아가 ‘합병비율의 재조정, 중간배당 등 필요한 조치를 요구할 임무’가 있음을 구체화 하여 주장하였다.

또, 나아가 특검은 ‘전문위원회가 아니라 자신의 지휘·감독 아래에 있는 기금운용본부 실무담당자들에게 영향력을 행사하여 투자위원회에서 의결권행사 방향을 찬성으로 결정하게 함으로써 국민연금공단으로 하여금 삼성물산 주주총회에서 이 사건 합병비율대로 합병하는 것을 찬성하게 하기 위하여 마음먹었다’는 배임 고의, 합병 찬성 결론을 내는 것을 용이하게 하기 위하여 이 사건 합병 안건이 부의된 2015. 7. 10.자 투자위원회에 피고인과 친분이 있던 리스크관리팀장, 패시브팀장을 투자위원회 위원으로 지명하고, 이 사건 합병 안건을 반대할 업무상 임무가 있음에도 찬성한 것을 임무를 위배한 배임행위로 주장하였다.

3. 피고인측 주장

피고인의 주장 내역 중 특검의 주장과 배치되는 부분은 다음과 같다.

“1) 합병비율의 조정 요구 내지 합병 반대 의무의 유무

기금운용본부 투자위원회 위원들이 할 수 있는 일 혹은 하여야 하는 일은 1:0.35와 1:0.46의 두 합병비율 가운데 하나를 선택할 수 있는 것이 아니다. 당시 이 사건 합병이 성사되는 것이 무산되는 것보다 국민연금공단에 이익이 된다는 것이 일반적인 견해였고, 리서치팀의 자체 분석 결과이기도 하며, 삼성 측에 합병비율 변경을 요구하는 것은 법률상, 사실상 불가능하다. 따라서 합병에 반대하거나 합병비율의 변경을 요구하여야 할 의무가 없으며, 기소의 전제가 되는 임무자체를 부인하며 다투었다.

2) 합병비율의 부당 여부

1:0.35의 합병비율 산출의 근거가 된 기준주가는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 유일하면서 정당한 기준이고, 기업의 자산가치를 기준으로 평가한 가격으로 합병비율을 정하는 것은 허용되지 않는다. 시장가격이 기업가치를 가장 적정하게 반영하는 것이고, 리서치팀이나 평가기관들이 산정한 ‘적정 합병비율’이 시장주가를 기준으로 산정된 합병비율보다 더 정확하다고 단정할 수 없다.

3) 팀장급 투자위원회 위원 지명의 부당 여부

피고인은 운용전략실장의 건의에 따라 각 팀의 업무 내용, 팀장들의 전문성 등을 고려하여 투자위원회 위원 3명을 지명하였을 뿐, 합병 찬성 결론에 유리하도록 관행과 달리 투자기획팀장과 책임투자팀장을 배제하고 친분이 있는 리스크관리팀장과 패시브팀장을 직접 지명한 것은 아니다.

4) 부당한 찬성 유도 여부

피고인은 투자위원들이 의결권행사 방향을 결정하기에 앞서 이 사건 합병이 두 당사 회사에 어느 정도 도움이 되는지 확인하기 위해 시너지 효과를 예측 내지 분석해 보라고 담당 부서에 지시한 것이고, 합병비율의 차이로 인한 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과를 조작하도록 지시한 사실

이 없다. 투자위원회 회의석상에서 리서치팀장이 설명한 시너지 효과의 한계성에 대해서는 위원들 모두 잘 알고 있었기 때문에 위 설명의 영향력은 미미했다. 또한 피고인은 투자위원회 위원들과 의견을 자유롭게 교환하였을 뿐 일부 위원에게 합병에 찬성하도록 권유하거나 요구하지 않았다.”

7.1.2. 업무상배임죄의 이득액 및 손해액 산정

1. 배임죄 이득액 및 손해액 산정의 기본법리 및 이 사건 쟁점

배임의 손해에 대한 법리는 다음과 같다.

배임죄에 있어 재산상의 손해를 가한 때라 함은 현실적인 손해를 가한 경우뿐만 아니라 재산상 실해 발생의 위험을 초래한 경우도 포함되고, 재산상 손해의 유무에 대한 판단은 본인의 전 재산 상태와의 관계에서 법률적 판단에 의하지 아니하고 경제적 관점에서 파악하여야 하며, 따라서 법률적 판단에 의하여 당해 배임행위가 무효라 하더라도 경제적 관점에서 파악하여 배임행위로 인하여 본인에게 현실적인 손해를 가하였거나 재산상 실해 발생의 위험을 초래한 경우에는 재산상의 손해를 가한 때에 해당한다고 할 것이고, 실해발생의 위험을 초래케 할 경우도 포함하는 것이므로 손해액이 구체적으로 명백하게 산정되지 않았더라도 배임죄의 성립에는 영향이 없다. 일단 손해의 위험성을 발생시킨 이상 사후에 담보를 취득하였거나 피해가 회복되었다 하여도 배임죄의 성립에 영향을 주는 것은 아니다(대법원 1999. 4. 13. 선고 98도4022 판결, 대법원 2004. 3. 26. 선고 2003도7878 판결).

형법상 배임죄 및 업무상배임죄에 있어서는 취득한 재산상 이익의 가액이 얼마인지는 범죄 성립에 영향을 미치지 아니한다. 그러나 가중하여 규정하여 놓은 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률(이하 ‘특경법’이라 한다) 제3조에서는 배임행위로 취득한 재산상 이익의 가액이 5억 원 이상 또는 50억 원 이상이라는 것이 범죄구성요건의 일부로 되어 있고 이득액에 따라 형벌도 매우 가중되어 있으므로, 특경법 제3조를 적용할 때에는 취득한 이득액을 엄격하고 신중하게 산정함으로써, 범죄와 형벌 사이에 적절한 균형이 이루어져야 한다는 죄형균형 원칙이나, 형벌은 책임에 기초하고 책임에 비례하여야 한다는 책임주의 원칙이 훼손되지 않도록 유의하여야 한다. 따라서 업무상배임으로 취득한 재산상 이익이 있더라도 가액을 구체적으로 산정할 수 없는 경우에는, 재산상 이익의 가액을 기준으로 가중 처벌하는 특경법 제3조를 적용할 수 없다(대법원 2015. 9. 10. 선고 2014도12619 판결 참조).

배임죄에서 재산상 손해의 유무에 관한 판단은 법률적 판단에 의하지 아니하고 경제적 관점에서 실질적으로 판단되어야 하는데, 여기에는 재산의 처분 등 직접적인 재산의 감소, 보증이나 담보제공 등 채무 부담으로 인한 재산의 감소와 같은 적극적 손해를 야기한 경우는 물론, 객관적으로 보아 취득할 것이 충분히 기대되는데도 임무위배행위로 말미암아 이익을 얻지 못한 경우, 즉 소극적 손해를 야기한 경우도 포함된다(대법원 2003. 10. 10. 선고 2003도3516 판결, 대법원 2008. 5. 15. 선고 2005도7911 판결 등 참조). 이러한 소극적 손해는 재산증가를 객관적·개연적으로 기대할 수 있음에도 임무위배행위로 이러한 재산증가가 이루어지지 않은 경우를 의미하는 것이므로 임무위배행위가 없었다면 실현되었을 재산 상태와 임무위배행위로 말미암아 현실적으로 실현된 재산 상태를 비교하여 그 유무 및 범위를 산정하여야 할 것이다(대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결 등 참조).

이 사건에 있어서 특검은 피고인의 임무위배 행위로서 국민연금공단 기금운용본부 리서치팀에서 산정한 적정 합병비율과 이 사건 합병비율의 차이에 따라 이재용 등과 국민연금공단이 각 보유하게 되는 지분율의 차이 상당액으로 이재용 등에게 최소 7,720억 원 상당의 재산상 이익을 취

득하게 하고 국민연금공단에 최소 1,387억 원 상당의 손해를 가하였고, 가사 국민연금공단의 적정 합병비율에 의하여 이득액과 손해액을 산정할 수 없다 하더라도 회계법인, 자문기관의 기업가치 평가 결과 등에 비추어 이재용 등에게 최소 50억 원 이상의 재산상 이익을 취득하게 하고 국민연금공단에 최소 50억 원 이상의 손해를 가한 사실을 인정할 수 있다고 주장하며, 이득액이 50억원 이상인 때에 해당한다고 하여 특경법 제3조 제1항 제1호를 적용하여 기소하였고, 이득액 및 손해액 산정은 이 사례에서 큰 쟁점이 되었다.⁸⁾

2. 피고인측 주장

이에 대한 피고인의 주장은 다음과 같았다.

“1:0.46의 비율에 의한 합병은 가정적 상황을 전제로 한 것이므로 이보다 불리한 합병비율에 의한 합병에 찬성하였다는 이유로 국민연금공단에 손해가 발생하였다고 할 수 없다. 이 사건 합병에 찬성하는 것이 반대하는 것보다 국민연금기금에 손해가 되는지, 만일 손해가 된다면 그 손해액이 얼마인지 등에 대하여 주장이나 증거가 이루어지지 않았다.”

3. 특검이 주장한 이득액 및 손해액

특검이 계산한 삼성 대주주 일가의 이득액과 국민연금의 손해액은 다음과 같다.

먼저 삼성물산 기업가치를 10조 8,850억 원, 제일모직 기업가치를 20조 2,970억 원으로 계산하여 합병 후 회사의 기업가치 31조 1,820억 원으로 산출하였다.

앞의 ‘3.2. 합병에서 국민연금 의사결정의 문제’에서 도출한 식(1)을 이용할 수 있다. 합병 전 국민연금공단은 삼성물산 18,657,058주, 제일모직 6,229,453주를 보유하였다. 합병비율 1:0.3501일 경우 식 (1)에 의해서 국민연금공단의 보유지분율은 6.727%이다. 만약 국민연금 리서치팀에서 제안한대로 합병비율이 1:0.4634일 경우 국민연금의 합병 후 보유지분율은 7.172%이다. 특검은 이 지분율 차이는 0.445%를 배임액으로 인식하였다. 이에 해당하는 국민연금공단의 손해액은 합병 후 회사의 기업가치 31조 1,820억 원 \times 0.445% = 1,387.59억 원이다.

나아가 특검은 항소심에서 “가사 국민연금공단의 적정 합병비율에 의하여 이득액과 손해액을 산정할 수 없다 하더라도 회계법인, 자문기관의 기업가치 평가 결과 등에 비추어 이재용 등에게 최소 50억 원 이상의 재산상 이익을 취득하게 하고 국민연금공단에 최소 50억 원 이상의 손해를 가한 사실을 인정할 수 있다”며 특경법의 적용을 받아야 한다고 주장하였지만 결론적으로 1, 2심 법원은 이와 같은 구체적인 이득액과 손해액 주장을 받아들이지는 않았고, 가액불상의 이득과 손해만 인정하였다.⁹⁾

8) 특경법 제3조 제1항 제1호가 적용될 때 법정형은 '무기 또는 5년 이상의 징역'이고, 업무상횡령죄의 법정형은 10년 이하의 징역 또는 3천만원 이하의 벌금이므로, 이는 치열히 다투어질 수 밖에 없었다.

9) 가액불상이 될 경우 특경법은 적용될 수 없으므로, 형법상 업무상배임죄만 적용된 것이다.

7.2. 판결과 소견

7.2.1. 1심 판결문 요지

1심 재판부는 업무상배임죄를 인정하며 기금운용본부장에게 징역 2년 6월을 선고하였다(서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183(병합) 판결).

1. 기금운용본부장의 임무

일단, 특검과 피고인측에서 임무의 내용에 대하여 다툰 것에 대하여, 1심 재판부는 다음과 같은 내용을 이 사례 기금운용본부장의 임무로 인정하였다.

“국민연금공단 기금운용본부장인 피고인을 포함한 기금운용본부 직원은 기금을 관리하는 수탁자로서 선량한 관리자의 주의의무를 다하여야 하고, 국민연금기금이 국민연금 가입자 등 수급권자를 위한 급여에 충당하기 위해 관리·운용되는 책임준비금임을 인식하고 개인이나 소속 직원보다 기금의 이익을 우선하여 업무를 처리하여야 한다.

이 사건 합병 안건의 경우, 국민연금공단은 삼성물산의 최대주주로서 사실상의 캐스팅보트를 가지고 있었고, 합병비율에 따라 이재용 등 삼성그룹 대주주의 이익과 삼성물산 주주의 손해로 이어질 수 있는 구조였으며, 합병 성사를 위한 보건복지부의 압력이 가해지고 있던 상황이었으므로, 피고인으로서의 기금운용본부가 이 사건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 정함에 있어 위 의결권행사지침 제6조가 정하는 찬성의 조건(주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우)이 명확히 충족되지 않는 한 쉽사리 찬성을 하지 않도록 하는 등의 **더욱 엄격한 주의의무를 부담**한다고 할 것이다.

따라서 피고인이 부담하는 업무상 임무의 내용은, 의결권 행사 기준에 충실하면서 국민연금공단이 가진 캐스팅보트를 잘 활용하여 **합병비율의 조정이나 재산정 등을 요구하는 등으로 기금에 최대한 이익이 되게끔** 하고, 이를 1차적으로 결정하는 **투자위원회에서 위원들이 객관적이고 정확한 자료와 정보를 토대로 합리적이고 진지한 노력을 기울여 자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록** 하는 등으로 국민연금공단의 손해 발생을 막는 것이라고 봄이 상당하다.

한편 공소사실은 국민연금공단의 손해 발생을 막아야 할 업무상 임무의 구체적 내용으로 ‘이 사건 합병에 반대’하는 것을 들고 있다. 그러나 의결권 행사 안건은 회의체인 투자위원회에서 심의.의결을 거쳐 결정하는 것이고, 그 위원 중 1인에 불과한 피고인이 독단적으로 할 수 있는 행위가 아니므로 **피고인 개인에게 이 사건 합병에 반대하여야 할 법령상 의무가 있다고 보기 어렵다.**”

결국 특검에서는 ‘합병에 반대하거나, 합병비율의 조정을 요구하여야 하는 임무’를 주장하였고, 피고인 측은 ‘삼성 측에 합병 비율 변경을 요구하는 것은 법률상, 사실상 불가능하다며 합병에 반대하거나 합병비율의 변경을 요구하여야 할 의무가 없다’고 변소하였는데, 이에 대하여 1심 재판부는 “합병에 반대하여야 할 법령상 의무”는 인정하기 어렵지만, “합병비율의 조정을 요구하여 기금에 최대한 이익이 되게끔 하여야 하는 임무”는 있다면서, 특검이 주장한 임무 내용의 일부를 인정한 것이다.

2. 임무위배행위의 범위

또, 1심 재판부는 “합병시너지 수치를 조작하도록 한 다음 이를 투자위원회 회의에서 설명 및 일부 위원들을 개별적으로 접촉해 합병 찬성을 권유”한 것은 찬성 유도행위로서 업무상 임무에 위배되는 것으로 인정했다. 반면에 특검이 주장한 ‘팀장급 투자위원회 위원 3명을 종전 관례와 달

리 지명한 행위’에 대하여는, 나타난 증거만으로는 피고인이 합병 찬성이 용이하도록 자의적으로 지명한 것으로까지는 보기 어렵다고 하면서 임무위배행위로 인정하지 않았다.

나아가 ‘투자위원회 의결 자체’를 가지고, 즉 전문위원회에서 의결하지 않았다는 점에 대하여도 ‘찬성, 반대, 기권, 중립, 전문위부의(표결기권) 등의 의결 가능성이 충분히 있었다’는 점에 있어서 임무위배행위로 인정하지 않았다. 이는 아마도 이 사례에서 나타난 다음과 같은 사실관계에 비추어 판단으로 보인다.

1) 종래 투자위원회에서는 소관부서가 단일 의견을 주문에 기재하여 안건을 올리면 위원들의 거수로 이를 그대로 통과시키는 방식으로 의사결정을 해왔다. 이러한 관례대로라면 이 사건 합병 안건은 소관부서인 책임투자팀 의견대로 ‘전문위부의’가 주문란에 기재되어 투자위원회에 상정되고, 회의에서 그대로 의결되었을 것으로 보인다. 그러나 기금운용본부 담당실무자인 000(운용전략실장), 000(책임투자팀장)은 안건 상정을 준비하면서 주문란에 ‘전문위부의’를 기재하지 않고, 투자위원들이 ‘찬성/반대/중립/기권/표결기권’ 중 하나를 선택하여 기명투표하는 이른바 ‘오픈식 의결 방식’을 고안하였다.

2) 이에 대하여 000는 이 법정에서, “보건복지부에서 지침에 따라 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하라는 지시를 받고, 그 동안 투자위원회에서 전문위원회로 부의하는 과정이나 절차가 지침이나 규정에 충실하지 않았던 것은 아닌가 하는 생각이 들었다. 그래서 지침에 충실하게 ‘찬성 또는 반대가 곤란한 경우’를 투자위원회의 표결로 확인하는 것이 옳다고 생각하여 준법감시인의 검토를 거쳐 소관부서의 의견을 주문에 기재하지 않고 투자위원들에게 5가지의 다양한 결론 중 하나를 선택하게 하는 의결 방식을 채택하게 되었다”는 취지로 진술하고, 000도 같은 취지로 진술한다.

3) 위와 같은 표결지는 ‘찬성, 반대, 중립, 기권’ 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 ‘표결기권’이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식이기 때문에 투자위원회에서 찬성 결론을 이끌어내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없다. 이에 대하여 000는 “개개인이 본인의 판단 하에 충분히 검토할 경우에는 찬성이나 특정 방안이 과반수 이상 나오기는 어려울 것이라고 생각하였고, 결국 전문위원회에 상정될 것이라고 예상했다. 투자위원회 의결주문을 ‘전문위부의’로 하면 보건복지부에서 전문위원회로 넘어가는 게 상당히 어려울 것 같은 느낌이 들어 찬성, 반대, 중립, 기권으로 올린 것이다. 전문위로 가기 위해서는 찬성, 반대, 중립, 기권 의견으로 올리는 것 외에는 다른 방법이 없다고 생각했다”라고 진술한다.

즉, 기금운용본부 실무 담당자들은 전문위원회 상정을 주장했지만, 보건복지부 측의 지시로 인하여 어쩔 수 없이 투자위원회에 상정하게 된 상황에서, 이들 실무 담당자들이 투자위원회에 상정하면서 그 표결지에 통상과 다르게, ‘찬성, 반대, 중립, 기권’ 등의 결론을 택하도록 하고, 그 결론이 여러 갈래로 나와 결국 특정 방안이 과반수 이상으로 나오지 않게 되어 전문위원회로 다시 상정 되도록 할 의도로 이와 같이 한 것에 비추어 보아, 이 사례의 투자위원회 상정 행위만으로는 임무위배행위로 보기 어렵다고 한 것이다.

3. 임무위배행위로 인한 이익 및 손해

1심 재판부는 피고인의 임무위배행위로 인한 국민연금에 대한 재산상 손해 발생의 위험이 생겼다는 인과관계는 인정하면서도, 특검이 주장한 것과 같은 구체적인 이익 및 손해 액수는 인정하지 않았다.

“피고인의 배임행위가 없었더라면 기금운용본부(투자위원회)로서는 전문위원회 부의나 합병 반대, 기권, 중립(shadow voting) 중 하나로 의결하였을 것이고, 이 경우 국민연금공단으로서는 여전히 삼성물산 합병에 관한 캐스팅보터의 지위에서 이 사건 합병에서는 물론 향후 합병 재추진시 중간배당이나 합병비율 조정 등을 더욱 강력하게 요구하거나 주식매수청구권을 행사하는 등으로 주주가치의 극대화를 도모할 수 있었을 것이다. 결국 피고인의 임무위배행위로 인하여 국민연금공단은 이러한 장래 기대되는 재산상 이익을 상실한 것이고, 반대로 이재용 등 삼성그룹 대주주는 이에 상응하는 재산상 이익을 얻은 것이 된다.

이와 같이 재산 증가를 객관적·개연적으로 기대할 수 있음에도 피고인의 임무위배행위로 말미암아 이익을 얻지 못하거나 이익 취득의 기회를 상실한 경우, 이에 따른 재산 상태의 차이는 그 성질상 가액을 산정하기 곤란하다¹⁰⁾.

이는 특검에서 이 사건 합병 비율과 리서치팀이 산정한 적정 합병비율간의 차이를 가지고 구한 지분을 차이 상당액을 손해액 및 이득액으로 구하여 주장한 것에 대하여, 1심 재판부는 이는 합병 반대 임무가 있음을 전제로 한 것으로서, 합병 반대 임무가 있다고 보기 어려운 인상 그 구체적으로 손해 및 이득액을 인정하기는 어렵다는 취지이다.

4. 소견

1심 판결은 ‘투자위원회 의결 자체’를 가지고, 즉 전문위원회에서 의결하지 않았다는 점에 대하여 임무위배 행위로 보지 않았으나, 이는 다음과 같은 점에서 아쉽게 평가된다.

이는 실무 담당자들이 투자위원회에 통상과 같이 상정하면 찬성 의결이 나올 것이 당연하여, 이를 막고 전문위원회 상정으로 유도하기 위하여 실무 차원에서 표결지 기재를 ‘찬성, 반대, 기권, 중립, 전문위부의(표결기권)’의 여러 개로 한 것으로서 이것이 피고인이 지시하여 한 것이 아닌 이상은, 이러한 실무 담당자들의 행위를 가지고 피고인의 임무위배행위 성립에 방해가 되기는 어렵다고 보인다.

즉 이 사건 피고인은 기금운용본부장으로서 전문위원회에 상정해야 마땅한 사안을 찬성 의결을 얻기 위한 방편으로 투자위원회에 상정한 것임으로 그 배임 고의 및 임무위배행위 모두가 인정될 수 있는 것으로 평가되며, 이는 향후 이와 같은 유사 사례에도 영향을 미칠 수 있다는 측면에서 이 판결의 아쉬운 점으로 보인다.

7.2.2. 2심 판결문 요지

2심 재판부도 1심 재판부와 유사하게 업무상배임죄를 인정하며 기금운용본부장에게 징역 2년 6월을 선고하였다(서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결).

1심과 유사하게 피고인에게 ‘당시 국민연금공단이 가진 사실상의 캐스팅보트를 잘 활용하여 중간배당을 요구하거나 반대 의결로 합병비율의 개선을 요구하는 등으로 필요한 조치’를 하여야 할 임무가 있음이 인정되었고, 단, 이 사례에서는 찬성 의결 유도로 인한 임무위배, 반대 의결하거나 전문위원회에 부의하는 등으로 합병비율의 개선을 요구할 수 있었음에도 이를 하지 아니한 임무위배 행위는 인정하면서, 단 중간배당을 요구하지 아니하거나 투자위원회 위원 지명으로 인한 임무위배 행위는 인정하지 않았다.

이를 통해 1심 재판부는 전문위원회에서 의결하지 않았다는 점을 임무위배가 아니라고 본 것에

10) 형사재판에는 합리적 의심의 여지가 없을 정도의 증명을 요한다는 법원리가 있고, 배임행위로 인한 이득액이 50억 이상이라는 점에 대하여 합리적 의심의 여지가 없을 정도의 증명이 되지는 않았다고 본 것이다.

반하여, 2심 재판부는 전문위원회에 부의하는 등의 조치를 취하지 않은 것을 임무위배로 보고 있어서, 더 타당한 결론이라고 사료된다. 향후 전문위원회 부의여부를 단지 임의로 결정할 경우에는 경우에 따라 배임죄에 해당할 수 있다고 보고 있는 것으로서, 향후 국민연금의 의사결정 과정에서 전문위원회 부의 제도가 형해화 되지 않도록 제동을 가한 의의가 있는 판결로 볼 것이다.

8. 결론

본 연구는 국민연금 의결권 행사의 대리인 문제에 대해 2015년의 삼성물산-제일모직 합병 사례를 중심으로 살펴보았다. 당시 의결권 행사와 관련하여 국민연금이 당면한 의사결정에 대한 재무적 분석과 함께 업무상 배임죄에 관한 법률적 분석도 진행하였다. 국민연금의 의사결정에 대한 재무적 분석은 5장에서 '합병 후 지분을 극대화'라는 목표를 설정하여, 6장에서는 '주주 부의 극대화'라는 목표를 설정하여 진행하였다. 주요 결과들을 요약하면 다음과 같다.

- '합병 후 지분을 극대화'가 목표라면, 국민연금은 제일모직(1) 대 삼성물산(x)의 합병비율을 최대한 높이도록 노력해야 한다. 합병비율이 증가할수록 반대로 대주주 일가의 합병 후 지분율은 감소한다. 결과적으로 대주주 일가와 국민연금은 합병 후 지분을 극대화에 있어서 그 이해관계가 정반대로서 상충된다.
- 하지만 합병비율은 자본시장법을 통해 산출되는 결정되는 수치로서 국민연금이 협상, 조정할 수 있는 대상이 아니다. 국민연금에게 주어진 의사결정은 '정해진 합병비율'에 따른 합병에 대해 찬성이나 반대 의견을 내는 것이다.
- 이런 점에서 '주주 부의 극대화'라는 목표가 더 현실적이라 할 수 있다. 이를 위해 국민연금 찬성의 순현재가치(NPV)를 계산하였을 때, 찬성의 NPV는 합병 시너지에 의해 결정됨을 알 수 있다. 분석 결과 합병 시너지의 현재가치가 2조원을 상회할 때, 찬성의 NPV가 0보다 크게 되어 국민연금 기금가치의 증가가 가능함을 확인하였다.
- 초과영업이익모형(residual operating income model)을 사용하여 기업 가치를 평가하였을 때, 25%의 초과영업이익 증가를 가정하였을 경우 시너지의 현재가치가 2조원을 초과하게 된다. 이것은 삼성물산과 제일모직의 초과영업이익의 증가가 합병 전보다 합병 후에 25% 정도 더 증가하는 시너지 효과가 존재할 때, 국민연금 찬성의 NPV가 0보다 큼을 의미한다. 결과적으로 25%의 증가율은 무리한 가정이라 사료되며, 결국 국민연금의 찬성 결정은 기금가치의 증가보다는 손해를 가져올 가능성이 더 큰 결정이라 판단된다.
- 사후적으로 합병의 시너지에 대해 평가하였을 때, 합병 후 3년이 지난 2017년 매출액이 29.3조 원으로 합병 전 2014년 매출액 33.5조원(삼성물산 약 28.4조, 제일모직 약 5.1조원)을 회복하지 못하고 있었다. 삼성이 합병을 추진하면서 제시한 합병 후 시너지효과로 '2020년 매출액 60조원 달성'과는 거리가 멀어 보인다. 사후적으로 평가했을 때도 삼성물산과 제일모직의 합병이 예측한 만큼의 시너지를 주었다고 보기 어렵다.

마지막으로 법률적 측면에서 업무상배임죄와 관련한 판례를 분석하였을 때(7장) 다음과 같은 점들을 파악할 수 있었다.

- 의결권 행사 과정에서 기금운용본부가 행한 의사결정의 절차적 측면이 문제가 되었다. 즉, 투자

위원회의 의결의 공정성 결여가 문제였다. 재판부는 의사결정 책임자가 ‘합병시너지 수치를 조작 하도록 한 다음 이를 투자위원회 회의에서 설명 및 일부 위원들을 개별적으로 접촉해 합병 찬성을 권유’한 것은 찬성 유도행위로서 업무상 임무에 위배되는 것으로 인정했다. 다만 1심 재판부는 전문위원회에서 부의하지 않은 것을 임무위배에 해당하지 않는다고 판단한 것에 반해, 2심 재판부는 전문위원회에 부의하는 등의 조치를 취하지 않은 것을 임무위배로 보고 있어서 차이가 존재한다.

- 재판부는 임무위배행위로 인해 국민연금에 손실 발생의 위험이 생겼다는 인과관계는 인정하면서도, 특검이 주장한 구체적인 이익 및 손해 액수는 인정하지 않았다. 즉, 배임의 손해액이 가액불상으로 확정하지 못함에 따라 피의자에게 특경법이 적용되지 못하였다.

삼성물산과 제일모직의 합병은 2015년에 마무리되었지만 한국 사회에 큰 반향을 일으킨 사건이며 그 영향력이 아직도 우리에게 미치고 있다. 이와 관련하여 몇 가지 더 생각해볼 문제들을 제시함으로써 본 논문을 마무리하고자 한다. 이는 향후 더 연구되어야 할 주제라고도 생각된다.

- 국민연금 의사결정 체계에 대한 개선문제이다. 실패를 기회로 삼아 더 합리적이고 독립적인 의사결정이 이루어질 수 있도록 제도를 보완하는 것이 필요하다(박영석 외 4인, 2012; 강운식, 위경우, 2014). 예를 들어, 현재는 투자위원회가 결정하기 어려운 안건을 전문위원회에 심의·의결을 요청할 수 있도록 한 임의적 규정을, 일정한 경우 전문위원회에서 심의·의결 하도록 하는 강제적 규정으로 변경 하는 것도 필요해 보인다.
- 법률적 판결을 통해 국민연금 운영자의 불법행위가 인정되었지만, 배임액에 대해서는 확정하지 못하였다. 실제 손해액을 환수하고 향후 재발방지를 위해서는 법적으로 배임액을 어떻게 산정할 지에 대한 논의가 필요해 보인다. 이는 결국 기업 가치평가 방법에 대한 문제와 밀접하게 연관되어 있다.
- 최근 엘리엇이 한국 정부를 대상으로 투자자-국가간 소송(ISD)를 제기하였다. 엘리엇은 2018년 4월 13일 한국 법무부에 제출한 중재의향서에서 ‘삼성물산과 제일모직 합병으로 인한 피해액이 현시점에서 미화 6억 7000만 달러(한화 약 7100억 원) 이상이 될 것으로 추산된다’고 주장하였지만 그 근거에 대해서는 밝히지 않았다. 그들이 제시한 금액이 합리적인지에 대한 본 논문이 제시한 분석 틀을 사용하여 평가할 수 있을 것이다.
- 최근 현대자동차 그룹의 지배구조개편 과정에서 비슷한 문제가 발생하였다. 2018년 5월 말에 개최될 현대모비스의 분할과 현대글로벌비스와의 합병 사안에 대해 외국계 헤지펀드인 엘리엇이 반대의견을 제시하며 맞서는 형국이다. 이번에도 현대모비스에 대한 지분 약 10%를 가지고 있는 국민연금이 캐스팅보드를 갖게 되었다. 이 사안에 대해서도 본 논문의 분석 틀을 사용하여 국민연금의 의사결정을 판단해 볼 수 있으리라 사료된다.

참고문헌

- 강윤식, 위경우, 2015, 국민연금 주주권 행사의 독립성 및 전문성 확보 방안, 한국증권학회지 44(1), pp.127-156.
- 권재열, 2015, 삼성물산 대 엘리엇 결정- 주요 쟁점의 재검토, 상법학의 분야별 주요 이슈에 대한 검토, 한국상사판례학회·부산대법학연구소 2015년 추계 공동학술대회 자료집.
- 김한나, 연강흠, 2014, 기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과, 한국증권학회지 43(1), pp.1-22.
- 김화진, 2015, 삼성물산과 제일모직의 합병, 선진상사법률연구 통권 72, pp.179-196.
- 문은형, 양채열, 2010, 외국인 대량보유자의 주주행동주의에 대한 연구, 산업경제연구 23(2), pp.1001-1028.
- 박영석, 신진영, 위경우, 이재현, 정재만, 2012, 국민연금 의결권 행사 개선 방안, 한국증권학회지 41(1), pp.93-124.
- 이문영, 김범준, 2017, 제일모직-삼성물산 합병의 재탐색, 회계저널 26(1), pp.337-369.
- 이상훈, 2015, 삼성물산 합병을 통해 바라 본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향, 글로벌시대 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사 법리의 재구성, 한국상사법학회 2015년 추계 공동학술대회 자료집.
- 이상훈, 2017, '합병비율 불공정'과 구제수단, 증권법연구 18(3), pp.35-80.
- 정준우, 2015, 삼성물산과 엘리엇간의 소송상 쟁점사항과 그에 관련된 현행 법제의 문제점 검토, 법과 정책연구 15(4), pp.1515-1546.
- 최준선, 2016, 최신판례분석: 엘리엇 매니지먼트 대 삼성물산 (주) 사건-서울고등법원 2015. 7. 16. 2015 라 20485, 20503 결정, 법조 65(7), pp.684-705.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360.