

대한민국에 드리는 제안

코리아 디스카운트 개선을 통한 경제발전

2019년 2월 20일

수신: 국민연금, 대한민국 정부 및 국회, 대한민국 국민

대한민국 기업들은 강하고 혁신적이며 많은 이익을 창출합니다. 또한 대한민국 기업들은 상당한 경제적 가치를 창출합니다. 그러나 이러한 가치는 좀처럼 소수주주들에게는 잘 돌아가지 않습니다. 대한민국 국민들은 주주로서 직접, 또는 연금 등을 통해 간접적으로 대한민국 기업들이 창출한 가치를 공유받아야 합니다.

저희 Dalton Investments는 약 4조원의 자산을 운용하는 장기 가치투자 회사로, 주식이 경제민주화에 적합한 수단이라고 생각합니다. 주식은 적은 자본으로도 보유 가능할뿐 아니라, 국민연금, 퇴직연금 등을 통해 대한민국 국민 대다수에게 영향을 끼치기 때문입니다.

안타깝게도 대한민국 주식시장은 전세계에서 가장 성과가 저조하고 저평가된 시장 중 하나입니다. 지난 7년간 KOSPI 지수는, 기업들의 이익은 약 80% 상승했음에도 누적 총주주수익률 (주가 변동 + 배당수익률)은 겨우 25%이었습니다. 그에 반해 다른 주요 국가 및 지역들의 누적 총주주수익률은 약 38%에서 170% 사이였습니다. 기업가치 평가에 있어서도 지난 5년간 대한민국 상장기업들의 평균 PBR (Price to Book Ratio, 주가순자산비율)은 1.0 배에 불과한 반면 다른 주요 국가 및 지역들은 약 1.3 배에서 2.9 배 사이였습니다. 기업의 PBR이 1 배 미만이라는 것은 그 기업의 가치가 장부가치 미만으로 평가된다는 뜻이며 즉, 그 기업이 어떠한 경제적 가치도 창출하지 못할 것으로 예상된다는 의미입니다. 심지어 최근 KOSPI 지수의 PBR은 약 0.83 배로 떨어져 지난 글로벌 금융위기 당시보다도 낮습니다. 기업들은 더 많은 이익을 창출했지만, “코리아 디스카운트”는 더 심화된 것입니다.

이렇게 저조한 성과로 인해 가장 큰 손해를 보는 것은 다름 아닌 대한민국 주식시장의 약 70%를 차지하는 대한민국 국민 및 기관들입니다. 특히, 국민연금은 현재 총 운용자산 637조원 중 약 17%인 109조원을 국내주식에 투자하고 있어 직접적인 영향을 받습니다. 연간 국민연금 기금에 적립하는 보험료율은 국민 연간 근로소득의 약 9%이며, 최근 이 보험료율 상향에 대한 논의가 진행되고 있습니다. 약 170조원에 달하는 사적연금인 퇴직연금 (연간 적립액은 연간 근로소득의 약 8%로 추정)은 지난 9년간 연평균 수익률이 약 3%에 불과했습니다. 이는 같은 기간 물가상승률보다 겨우 1% 넘는 수준입니다. 노후에 대한 불충분한 준비때문인지 대한민국의 노인빈곤율과 자영업자 비중은 OECD 평균보다 상당히 높습니다. 국내주식이 제 역할을 못함에 따라 대한민국 가계는 다른 자산에 집중투자해왔습니다. 특히 부동산에 과도한 투자를 해왔는데, 이는 가계부채의 증가로 이어진 것으로 보입니다. 주식의 저성가는 국가경제의 활력과 균형도 저해하여, 경제성장률 둔화 및 2001년 이후 가장 높은

¹ 주요 공시사항은 본 서신 끝에 위치한 책임 고지 내용을 참고해주시기 바랍니다.

실업률 증가에도 영향을 끼친 것으로 보입니다. 저희는 내수 및 서비스업이 부진하여 인구 대비 내수 및 서비스업의 비중이 낮은 것이 이러한 현상의 부분적인 원인이라고 생각합니다. 지난 17년간 대한민국의 핵심인 수출은 상당히 증가했지만 관련 일자리 수는 그다지 증가하지 않았습니다. 내수든 수출이든 대한민국 기업들은 그동안 많은 가치를 창출해 왔지만, 그 가치가 가계에는 효과적으로 돌아가지 않은 것으로 보입니다.

대한민국 주식시장의 성과가 이렇게 저조한 가장 큰 이유는 기업들의 자본효율성이 낮기 때문인 것으로 보입니다. 지난 5년간의 평균 ROE (Return on Equity, 자기자본이익률)를 비교해보면 대한민국 기업들은 약 9% (삼성전자 및 SK하이닉스 제외 시 7%)인 반면 다른 주요 국가 및 지역들은 약 8%에서 13.6% 사이였습니다. 저희는 대한민국 기업들의 미흡한 자본배분이 원인이라고 생각합니다. 대한민국 기업들은 많은 투자를 하는 반면 그 성과는 좋지 않습니다. 이는 투자 의사결정 시 “경제적 부가가치 (economic value added)” 창출에 집중하지 않고, 과도한 위험을 감수하며, 소수주주들보다 관련 계열사나 기업집단의 이익을 우선시하는 경향이 있기 때문이라고 저희는 생각합니다. 또한 대한민국 기업들은 창출한 가치를 소수주주들과 잘 공유하지 않습니다. 주주에 대한 배당금 지급은 매우 적었습니다. 지난 7년간, 순이익 대비 평균 총주주환원율은 (배당 및 자사주 매입) 약 17%로 다른 주요 국가 및 지역들의 33%에서 97% 사이에 비해 현저히 낮았습니다. 최근 개선 움직임이 있지만 개선 정도는 글로벌 수준과 비교하면 여전히 미미합니다. 또한 사익편취, 일감 몰아주기, 편법승계 등의 소수주주 이익을 침해하는 부적절한 관행은 지속된 것으로 보입니다. 대한민국에서는 최대주주 및 특수관계인이, 적은 개인 지분으로 많은 기업들의 경영권을 지배하는 경향이 강하므로 소수주주에 대한 고려가 더욱 더 많이 되어야 합니다. 높은 배당소득세율과 상속세율 또한 부분적으로 이러한 행동을 유도했을 수 있지만, 기본적으로는 투자할 곳이 마땅치 않다면 기업들은 당연히 주주들에게 창출된 가치를 환원하여 주주들이 자본을 다른 곳에 투자할 수 있는 기회를 제공해야 합니다. 기업들이 투자를 아예 하지 말아야 된다는 것이 아닙니다. 보다 효과적으로 해야 된다는 것입니다.

만약 대한민국 기업들이 보다 자본배분을 효율적으로 잘 하고 ROE와 PBR이 대한민국과 여러면에서 유사한 대만 수준으로 높아진다면, 저희는 KOSPI 지수가 약 80%까지도 상승할 수 있는 잠재력이 있다고 생각합니다. 이는 대한민국 주식시장의 가치가 약 1,250조원 증대할 수 있다는 것을 뜻합니다. 또한 국민연금 자산이 약 90조원 상승할 수도 있다는 것을 의미합니다. 만약 국민연금과 퇴직연금 자산이 대한민국 주식시장에 효과적으로 참여한다면 이러한 가치 상승이 몇몇 개인들만이 아닌, 국민연금과 퇴직연금에 기여하는 모든 대한민국 국민들에게 돌아갈 수 있습니다. 이는 현정부의 주요 경제정책인 보다 많은 소득, 소비 및 일자리 증가로도 이어질 수 있습니다. 민간 자본배분은 경제 자원배분의 중요한 축이며 효과적인 자본배분은 기업과 국가경쟁력을 향상시킵니다. 최근 세계경제 둔화에 대한 염려에 따라 대한민국 주식시장은 부진했지만 대한민국 주식은 너무나 저평가되어있기 때문에 근본적으로 상승 잠재력이 매우 큽니다.

이에 따라 저희는 대한민국 기업들의 자본배분 정상화 및 주주가치 증대를 위해 국민연금, 대한민국 정부 및 국회 그리고 대한민국 국민께 다음과 같이 정중히 제안드립니다.

스튜어드십 코드 이행과 관련해서 국민연금에 드리는 제안

- 추진 변화들 (주주환원 증대 등)이 글로벌 수준에 부합하고 지속 가능하도록 노력
- 국민 자본의 수탁자로서 주주가치 향상을 위해 적극적으로 주주권 행사
- 모든 주주를 위한 장기 “경제적 부가가치” 극대화를 위해 기업들의 전반적인 자본배분 이력 및 계획에 집중
- 현금 여력을 중심으로 주주환원 증대가 필요한 기업을 가려내는 방법 개선
- 적절한 경우, 배당보다 자사주 매입 및 소각을 우선적으로 권고

대한민국 정부 및 국회에 드리는 제안

- 최고 배당소득세율 감소
- 최고 상속세 및 증여세율 감소
- 전자투표제/집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 등 상법 개정안 조속히 추진
- 퇴직연금 디폴트 옵션 (자동투자제도) 도입²

대한민국 국민께 드리는 제안

- 저희의 제안 지지: www.improvekorea.com
- 주식을 더 많이 보유 하는 것에 대해 고려
- 주식 보유 기업들에 대한 지속적인 관심 및 적극적인 주주권 행사

저희는 상기 및 첨부된 부록에 보다 상세히 기재된 제안들이 대한민국 주식시장의 가치를 상승시키고, 주주, 연금 및 노후자산의 가치를 증대시키며, 대한민국 경제의 성장과 번영에도 공헌할 것이라고 믿습니다.



임성윤 배상
Senior Research Analyst
Dalton Investments LLC

² 본 제안들과, 저희의 그외의 또 다른 제안들에 관한 자세한 사항은 첨부된 부록을 참고해주시기 바랍니다.

부록³

국민연금은 대한민국 주식시장의 약 7%를 차지하고 약 340 여개 기업에 대해 5% 이상 지분을 보유한 최대 단일 주주입니다. 따라서 국민연금은 대한민국 주식시장의 변화를 주도할 수 있는 위치에 있으며 주주가치 상승 시 가장 큰 수혜자이기도 합니다. 지난 몇 년간 국민연금은 대한민국 기업들의 배당 증가를 유도하기 위해 노력해 왔습니다. 또한 지난 7 월에는 스튜어드십 코드 도입을 발표했습니다. 그러나 저희는 보다 효과적으로 스튜어드십 코드를 이행할 수 있는 방안들이 있을 것으로 보여 다음과 같이 정중히 제안드리는 바 입니다.

- **추진 변화들 (주주환원 증대 등)이 글로벌 수준에 부합하고 지속 가능하도록 노력**
 - 대부분 대한민국 기업들은 자국 기업들 위주로 비교하는 등 매우 점진적으로 주주환원을 개선해왔으나, 앞으로는 글로벌 수준을 벤치마크하도록 권고
 - 경영진과 모든 주주(소수주주 포함)들의 이해관계가 일치하도록 기업들이 경영진의 성과 및 보상체계를 변경하는 방안 독려
- **국민 자본의 수탁자로서 주주가치 향상을 위해 적극적으로 주주권 행사**
 - 정부 및 다른 기관들로부터 독립성 유지
 - 투자 분야 전문인력 확충 등을 통한 전문성 강화
 - 매우 왜곡된 국내 주식시장 고려 시, 더욱 적극적인 주주권 행사 필요
- **모든 주주를 위한 장기 “경제적 부가가치” 극대화를 위해 기업들의 전반적인 자본배분 이력 및 계획에 집중**
 - 대주주로서 기업들이 장기 “경제적 부가가치” 극대화에 집중하도록 권고
 - 계열사나 소속 기업집단의 이익을, 주주들의 이익보다 우선시하는 자본 배분을 엄격히 감시
 - 실제 운용자본과 유휴자본 등을 분리해서 자본효율성 검토
 - 기업별 적정 주주환원 수준 산정후 참고
- **현금 여력을 중심으로 주주환원 증대가 필요한 기업을 가려내는 방법 개선**
 - 최근 배당성향 및 배당수익률이 최소 수준 미만인지에만 초점을 맞춰 기업들을 가려내기보다 지난 수년간 쌓인 상당 규모의 유휴 현금 및 현금창출 능력 등에 초점을 맞춰 기업들을 가려내고 중점 관리
- **적절한 경우, 배당보다 자사주 매입 및 소각을 우선적으로 권고**
 - 주가가 본질가치 대비 상당히 낮은 경우에는 자사주 매입이 배당보다 효과적
 - 그러나 소각이 수반되지 않는 자사주 매입은 직접적인 주주환원이 아님

³ 일부 용어에 대한 정의 및 정보 출처 등 더 많은 내용을 확인하기 위해서는 첨부한 파워포인트 프레젠테이션을 참고해주시시오.

국민연금의 효과적인 스튜어드십 코드 이행이 필요함을 보여주는 사례: 현대홈쇼핑

저희는 현대홈쇼핑이 국민연금의 보다 효과적인 스튜어드십 코드 이행이 필요함을 보여주는 좋은 사례라고 생각합니다. 현대홈쇼핑은, 기업은 많은 이익을 창출하고 많은 현금을 보유하고 있지만 정작 소수주주들은 장기간 투자해도 수익률이 미미한 대한민국 주식시장의 문제점을 잘 보여줍니다.

현재 국민연금은 현대홈쇼핑보다 관련 계열사인 현대그린푸드 (공개 지배당 중점관리기업)나 현대리바트에 주목하고 있는 것으로 보이지만, 저희는 현대홈쇼핑의 자본배분 개선 잠재력이 더 크다고 생각합니다. 저희의 제안이 받아들여지면 현대홈쇼핑과 같은 기업들이 배제되지 않고 오히려 우선순위가 될 수 있을 것입니다.

국민연금은 현재 현대홈쇼핑의 지분 약 11%를 보유하고 있고 지난 6년간 투자하여 약 250 억원 수준의 손실(-14%)을 보고 있는 것으로 추정됩니다. 이는 현대그린푸드 (약 150 억원 추정)나 현대리바트 (약 200 억 추정)에서 발생하고 있는 손실규모보다 큰 것으로 추정됩니다. 또한 현대홈쇼핑의 소수주주 지분율은 약 60%이며, 약 30%가 대한민국 소수주주입니다.

2010 년 상장 이후, 현대홈쇼핑의 지난 8 년간 누적 총주주수익률은 약 17%의 손실입니다. 이는 매우 놀라운 결과입니다. 왜냐하면 만약 현대홈쇼핑이 그 기간 벌어들인 누적순이익과 상장 직후 보유했던 추정 유휴 현금 등을 모두 주주에게 배당했다면 배당수익률만으로도 100% (약 1.6 조원) 이상의 수익률을 거둘 수 있었을 것이기 때문입니다. 그런데 정작 주주들은 왜 8년이 지났음에도 매우 낮은 수익률을 거두고 있는 것일까요?

이러한 현대홈쇼핑의 저조한 성과는 주로 자본배분이 미흡했기 때문인 것으로 보입니다. 현대홈쇼핑은 많은 가치를 창출했지만, 이 가치를 소수주주들과 공유하지 않았습니다. 현대홈쇼핑의 핵심사업은 약 100%에 달하는 매우 높은 운용자본 대비 이익률을 지속하고 있습니다. 그러나 현대홈쇼핑의 전체 ROE 는 2005 년 약 77%에서 2017 년 약 8%로 오히려 대폭 하락했습니다.

2012 년 이후, 현대홈쇼핑은 약 1 조원을 비핵심사업에 투자했습니다. 현대홈쇼핑의 낮은 주가가 암시하듯이, 시장은 이 투자들의 대부분이 별로 효과적이지 않을 것으로 보고 있으며, 저희도 이러한 견해에 동의합니다. 신규 사업들은 훨씬 높은 자본비용을 요구함에도 최소 은행예금 이자율 수준을 목표로 하는 것으로 보이는 등 현대홈쇼핑은 투자 검토 시 부적절한 접근방법을 채택한 것으로 보입니다. 또한, 현대홈쇼핑은 당사 주주들보다 현대백화점그룹을 위해 투자 의사결정을 한 것으로 보입니다. 뿐만 아니라, 핵심사업은 자본소요가 거의 없음에도 현대홈쇼핑의 주주환원율은 해외 동종업체들의 약 1/10 수준에 불과했습니다. 현대홈쇼핑은 약 1 조원을 (별로 효과적이지 못한) 비핵심사업들에 투자했음에도 불구하고 상당한 유휴 현금을 보유했기에 자본효율이 낮아졌습니다. 즉, 자본배분이 효과적으로 이뤄지지 않았던 것입니다.

이러한 미흡한 자본배분으로 현재 주식시장에서 현대홈쇼핑의 기업가치는 보유한 현금성 자산 및 지분가치들보다도 낮게 평가되고 있습니다. 현대홈쇼핑의 순현금성 자산 및 보유 지분가치들은 시가총액보다 약 30% 크며 따라서 시장은 현대홈쇼핑이 앞으로 경제적 가치를 창출하기보다 파괴할 것으로 예상하고 있는 것으로 보입니다.

주가가 지속적으로 하락하고 장기 주주들은 매우 낮은 수익을 거두고 있음에도 현대홈쇼핑 경영진의 보상은 유지됐거나 증가했습니다. 이는 현대홈쇼핑 경영진과 모든 주주들의 이해관계가 일치하지 않음을 명확하게 보여준다고 생각합니다.

대한민국 정부 및 국회에 드리는 제안

대한민국 기업들의 자본효율 개선 및 소수주주 보호를 위해서는 국민연금의 스튜어드십 코드 이행만으로는 부족하며, 이를 지원하기 위한 관련 제도 및 정책들이 수반되어야 보다 강력한 효과가 있을 것으로 보입니다. 이에 따라 대한민국 정부 및 국회에 다음과 같이 제안드립니다.

세금

- **대주주 배당소득세율 감소**
 - 현재 종합소득과세는 (5억 초과시 42%) 매우 높아 많은 배당을 유도하지 못하고 오히려 사익편취, 일감 몰아주기 등 부당한 부의 이전을 유발하는 것으로 보입니다.
 - 홍콩은 배당소득세율 0%, 미국은 보통주 60일 이상 보유 시, 최대 23.8%입니다.
- **상속세 및 증여세율 감소**
 - 현재 최대주주 상속세율(최고세율 65%)이 너무 높아 기업들이 주가를 낮게 유지시키려고 하며, 이는 편법승계를 유발하는 것으로 보입니다.
- **장기 주식투자 시 세제 지원**
 - 미국의 경우, 1년 미만 주식 보유 시, 종합과세 (최고 37%)되나 1년 이상 보유 시, 양도소득세 (최고 20%) 분리과세되며 세율이 감소합니다. 대한민국도 1년 이상 주식 보유 시, 세율을 감소할 것을 제안드립니다.
 - 장기 주식형펀드 세제 지원을 통해 장기 주식형 펀드를 지원할 수 있습니다.

상법개정안

지배주주 견제 등을 위한 전자투표제/집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 등 상법 개정안을 조속히 추진할 것을 제안드립니다.

- 2018년 전자투표 도입비율 26%, 집중투표 도입비율 4%, 사외이사 반대 등에 따른 이사회 안건 부결 비율 0.4%로, 수치가 모두 매우 낮은 것으로 보입니다.

- 전자투표제: 보다 많은 주주들이 의결권을 쉽게 행사할 수 있도록 할 것입니다.
 - 집중투표제: 회사는 시차임기제를 통하여 집중투표제도를 회피할 수 있으므로, 이를 보완하여 실효성을 높일 필요가 있다고 생각합니다.
 - 감사위원 분리선출: 감사위원회 위원의 독립성을 확보하기 위하여 선임단계에서부터 지배주주의 의결권을 제한할 필요가 있습니다.
- 경영권 침해 논란이 있으나 감사위원회는 경영 참여가 아닌 집행 이사 감시 및 견제가 목적입니다.
 - 경영권을 과도하게 침해하지 않는 범위 내에서 최대주주를 견제하고, 궁극적으로 기업 가치 상승에 기여할 수 있어야 할 것입니다.

인수합병 - 의무 공개매수 제안 제도 도입

- 의무 공개매수 제안 제도는 매수자가 기업을 인수하기 위해 지배주주가 보유한 주식을 프리미엄을 주고 매입하는 경우, 소수주주가 가진 주식도 동일한 가격으로 매수를 제의하도록 하는 제도입니다.
- 대한민국에서는 인수합병시 매수자가 지배주주 지분에 대해서만 매우 높은 프리미엄을 지불하고 잔여지분에 대해서는 매우 저가로 주식매수를 (또는 아예 매수하지 않거나) 하는 경우가 종종 있으며 이는 소수주주의 이익을 심각하게 침해하는 것입니다.
 - 심한 경우, 지배주주 지분 매수가격과 잔여지분 매수가격 차이가 2~4배에 이르기도 합니다.
- 또한 소수주주는 주식을 적정가격에 처분할 수 있는 기회조차 주어지지 않은채, 기업의 지배주주와 경영진이 교체되어 기업가치가 급격히 변동되는 상황을 맞이하게 됩니다.
- 유럽 및 아시아 국가 다수는 인수합병 시 의무 공개매수 제안 제도를 도입하고 있으며 미국의 경우, 법적으로 이사회에 충실의무를 부여하여 소수주주의 이익이 침해되지 않도록 하고 있습니다.

국민연금

- **국민연금 운용인력에게 업계 상위 수준 이상 보상 제공 및 인력 확충**
 - 국민연금은 운용 국민자산 규모 및 국내 주식시장에 대한 영향을 등 고려 시 매우 중요하므로, 보다 높은 수준의 보상을 제공하여 고급인력을 확보하고 인력 수를 확충할 필요가 있을 것으로 보입니다.
 - 현재 국민연금 본사 위치 및 인력 보상정책 등으로 인해 국민연금 인력 이탈이 있는 것으로 알고 있습니다.

- **장기투자 독려**

- 현재 시장에서는 위탁운용사 등에 대한 국민연금의 운용성과 평가기간이 짧은 것으로 전해지고 있습니다.
- 국민연금은 그 특성상 장기적인 시각에서 운용되는 것이 매우 중요하므로 운용성과 평가기간 등에 있어 보완이 필요할 듯합니다.

주식보유 - 국민들이 주식을 더 많이 보유하는 것에 대해 고려할 수 있도록 지원

- 주식은 경제민주화에 적합한 자산입니다.
- 주식은 적은 자본으로 보유 가능합니다.
- 주식은 국민들이 쉽게 기업의 부분소유권을 보유할 수 있는 수단입니다.
- 대한민국 주식들은 세계에서 가장 저평가된 편입니다.

퇴직연금 관련 - 디폴트 옵션 (자동투자제도) 도입

- 디폴트 옵션은 퇴직연금 가입자가 일정 기간 별도의 지시를 하지 않는 경우 자동적으로 사업자가 생애주기에 맞게 자율적으로 자산을 배분하는 제도입니다.
- 방치 등으로 인한 과도한 주식 미보유 상황을 보완할 수 있을 것으로 보입니다. 현재 전체 퇴직연금 자산 중 주식투자 비중은 겨우 2% 내외입니다.
- 퇴직연금 자산은 현재 약 170 조원이고 2025년에는 약 450 조원에 달할 것이므로 이들은 보다 효과적으로 투자될 필요가 있다고 보여집니다.
- OECD 권고 사항이며 미국, 호주, 일본 등 다른 국가들에서 이미 채택된 제도입니다.

자사주 - 자사주 매입 시 자동 소각

- 자사주 매입 시 자동 소각은 자사주 매입 시 소각을 하지 않는 것과 달리, 직접적으로 지속주주들에게 주주환원 혜택이 돌아가도록 합니다.
- 지배주주에 우호적인 주주에만 자사주를 매각하는 등 기업의 자산인 자사주는 대한민국에서 악용되어온 경향이 있습니다.
- 예를 들어, 홍콩 거래소는 자사주 매입 시 자동 소각되도록 규정이 제정되어 있습니다. 미국과 다른 선진국들에서 자사주 매입 시 소각은 매우 보편화되어 있습니다.

규제산업 - 자본배분 관련 규제 정상화

은행 관련 금융지주사들이 현재의 낮은 주주환원을 개선할 수 있도록 규제 완화 (금융산업은 예 중 하나이며 다른 규제산업들도 존재합니다.)

- 국내 은행관련 금융지주사들은 수익성 및 자본건전성이 적정함에도 감독당국 규제로 인한 낮은 주주환원으로 매우 저평가 받고 있습니다.
 - ROE와 자본건전성은 해외업체들에 비해 크게 차이나지 않습니다.
 - 그러나 기업가치는 해외 주요 동종업체들의 50% 미만인 평균 PBR (장부가 대비) 약 0.5배에 거래되고 있습니다.
 - 평균 주주환원율이 25%로 해외 업체들의 1/3 수준에 그치고 있습니다.
- 또한 주주환원이 제한되어, 잔여 자본으로 크게 매력적이지 않은 인수합병을 지속 추진하게 되는 경향이 있는 것으로 보입니다.

대한민국 국민께 드리는 제안

- **경제민주화를 위한 저희의 제안 지지**
 - 기업들이 창출한 가치를 주주들이 공정하게 공유하는것은 대한민국 국민 및 국가경제에 큰 도움이 될 것입니다.
 - www.improvekorea.com 방문
- **주식을 더 많이 보유하는 것에 대해 고려**
 - 대한민국 주식시장은 전세계에서 가장 저평가된 시장 중 하나이며 기업들의 자본효율성 개선 시 많은 잠재력을 보유하고 있습니다.
 - 주식은 역사적으로 여러 국가에서 가장 수익성이 좋은 투자자산 중 하나입니다.
- **주식 보유 기업들에 대한 지속적인 관심 및 적극적인 주주권 행사**
 - 주주로서 주주가치가 상승할 수 있도록 참여

저희는 저희의 제안이 대한민국 기업들의 자본효율을 증가시켜 현저하게 저평가된 대한민국 주식시장이 제 가치를 찾게 해줄 수 있다고 생각합니다. 기업 경영진들이 장기 “경제적 부가가치” 극대화에 초점을 맞추도록 함으로서, 대한민국 기업들이 경제 성장을 이끌고 국민들의 소득과 자산을 증대시킬 것이라고 기대할 수 있습니다. 대한민국은 그동안 “한강의 기적”, “촛불의 기적” 등 믿기지 않을 정도로 변화하고 개선할 수 있는 힘을 보여줬습니다. 저희는 대한민국이 더 이상 “코리아 디스카운트” 를 용인하지 않고 자본배분 개선을 통해 모든 주주들이 부를 얻는 “경제민주화의 기적” 을 달성할 수 있을 것이라고 강하게 믿습니다.

Disclaimer

본 서신은 공개적으로 이용 가능한 정보(Dalton Investments 가 별도로 검증하지 않은 정보)를 기초로 작성되었으며:

- (i) 완전하거나 포괄적인 정보라는 취지로 작성되지 아니하였고;
- (ii) (본 서신에 포함된 내용 및 조건에 명시된 바에 의하거나 달리 나타난 바와 관계없이) 계약, 제안, 제안의 권유, 또는 어떠한 거래를 체결하거나 완결하도록 하거나 다른 어떤 조치를 취하거나 이를 금지하는 것을 권장하는 조언이나 제안에 해당하지 않으며;
- (iii) 의결권대리행사권유나 다른 유사한 행위 또는 그 어떤 조치를 취하거나 금지하는 행위와 그에 대한 조언 및 제안이나 의결권대리행사권유나 다른 유사한 행위를 구성하는 어떠한 행동을 취하도록 하거나 금지하는 행위를 구성하지 않습니다.

본 서신에 포함되거나 활용된 시장데이터는 (구제적으로 특정된 경우를 제외하고) 2018 년 12 월 31 일을 기준으로 합니다. 이러한 시장 데이터와 관련하여 변경사항이 발생하였거나 장차 발생할 수 있으며 당사는 본 서신에서 업데이트된 정보나 추가정보를 제공하거나 부정확한 부분을 수정하여야 할 의무가 없습니다.

본 서신에 포함된 정보는 “미래 예측적 진술” 을 포함합니다. 미래 예측적 진술은 “~일 수 있다”, “~할 것이다”, “예상된다”, “믿는다”, “예측된다”, “계획한다”, “잠정한다”, “기대한다”, “목적으로 한다”, “예보한다”, “모색한다”, “~할 수 있다” 등의 단어 또는 이의 부정형 및 변형된 형태나 유사한 용어를 포함하나 이에 제한되지 않고, 역사적 또는 현재의 사실에 엄격하게 연관되지 않은 사실들을 의미합니다. 이와 마찬가지로, 목적, 계획 또는 목표를 설명하는 진술도 미래 예측적인 것에 해당합니다. 모든 미래 예측적 진술은 현재 의도, 믿음, 예상, 예측 및 예보에 근거한 것입니다. 이러한 진술은 미래의 성과를 보장하지 않으며, 위험, 불확실성, 가정 및 예측하기 어렵고 중대하며 실질적인 결과의 차이를 가져올 수 있는 요소들을 포함합니다. 이에 따라, 미래 예측적 진술에 의존하여 실제 결과를 예측해서는 아니되며, 실제 결과는 미래 예측적 진술에 포함된 실제 표현이나 함의된 내용과 현저하게 다를 수 있습니다.

본 서신에 포함된 많은 진술은 당사가 공개적으로 접근 가능한 정보에 대한 분석을 기초로 한 것입니다. 본 서신에 내포된 모든 표현, 진술 또는 의견은 해당 내용을 의존하지 않는다는 전제 하에 선의로 제공된 것입니다. 이곳에 포함된 내용과 관련하여 독자는 별도의 전문가 자문을 구하고 개별적인 평가를 진행하여야 합니다. 당사는 본 서신 또는 그 내용의 전부 또는 일부를 신뢰하고 이를 사용함으로써 발생하는 어떠한 손해나 책임, 및 본 서신과 관련하여 발생하는 그 어떤 손해에 대해서도 의무를 부담하거나 책임을 지지 않는다는 것을 명백히 하는 바입니다.

당사가 작성하여 제공하는 자료와 관련하여 영문본과 국문본 사이에 불일치 사항이 있는 경우 영문본의 의미가 우선합니다.