
Improve Korea

국민연금에 드리는 제안

책임에 대한 고지

본 프레젠테이션은 Dalton Investments가 오로지 정보제공을 위한 목적으로 준비하였으며 투자, 회계, 법률, 세금 기타 다른 자문에 해당하지 않고 그렇게 이해되어서도 안될 것입니다.

본 프레젠테이션은 공개적으로 이용 가능한 정보(Dalton Investments가 별도로 검증하지 않은 정보)를 기초로 작성되었으며:

- (i) 완전하거나 포괄적인 정보라는 취지로 작성되지 아니하였고;
- (ii) (본 프레젠테이션에 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 프레젠테이션에 포함되거나 활용된 시장데이터는 (구제적으로 특정된 경우를 제외하고) 2018년 12월 31일을 기준으로 합니다. 이러한 시장 데이터와 관련하여 변경사항이 발생하였거나 장차 발생할 수 있으며 당사는 본 프레젠테이션에서 업데이트된 정보나 추가정보를 제공하거나 부정확한 부분을 수정하여야 할 의무가 없습니다.

본 프레젠테이션에 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 프레젠테이션에 포함된 많은 진술은 당사가 공개적으로 접근 가능한 정보에 대한 분석을 기초로 한 것입니다. 본 프레젠테이션에 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 프레젠테이션 또는 그 내용의 전부 또는 일부를 신뢰하고 이를 사용함으로써 발생하는 어떠한 손해나 책임, 및 본 프레젠테이션과 관련하여 발생하는 그 어떤 손해에 대해서도 의무를 부담하거나 책임을 지지 않는다는 것을 명백히 하는 바입니다.

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

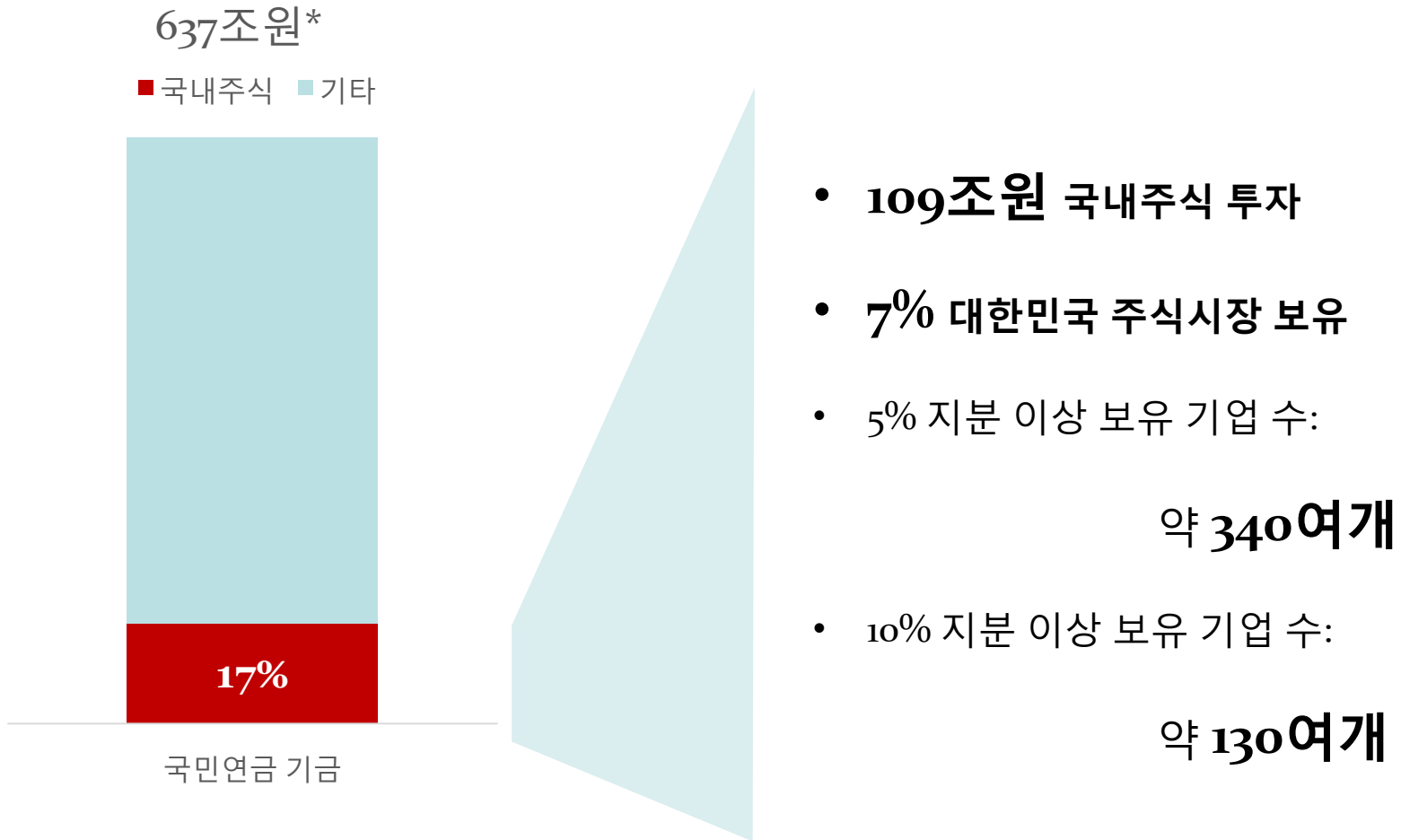
Disclaimer

This document is provided for informational purposes only, and does not constitute a solicitation of any shares in any investment vehicle managed by Dalton Investments LLC. Such solicitations can only be made to qualified investors by means of the private placement memorandums, which describe, among other things, the risks of making an investment. Additionally, this presentation does not constitute investment advice of any kind.

All of the information in this document relating to Dalton Investments LLC or its affiliates (collectively, “Dalton” or the “Firm”) is communicated solely by Dalton, 1601 Cloverfield Boulevard, Suite 5050 N, Santa Monica, CA 90404, regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC registration does not imply SEC endorsement. No representation or warranty can be given with respect to the accuracy or completeness of the information, or with respect to the terms of any future offer of transactions conforming to the terms hereof. Certain assumptions may have been made in the analysis which resulted in any information and returns/results detailed herein. No representation is made that any results/returns indicated will be achieved or that all assumptions in achieving these returns have been considered or stated. Additional information is available on request. Opinions and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on market conditions. Unless otherwise indicated, figures presented are preliminary, unaudited, subject to change and do not constitute Dalton’s standard books and records.

Any estimates, projections or predictions (including in tabular form) given in this communication are intended to be forward-looking statements. Although Dalton believes that the expectations in such forward-looking statements are reasonable, it can give no assurance that any forward-looking statements will prove to be correct. Such estimates are subject to actual known and unknown risks, uncertainties and other factors that could cause actual results to differ materially from those projected. These forward-looking statements speak only as of the date of this communication. Dalton expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any forward-looking statement contained herein to reflect any change in its expectations or any change in circumstances upon which such statement is based.

국민연금은 대한민국 주식시장의 최대 단일주주이며 국민연금 기금의 수탁자임



출처: 국민연금 기금운용본부; 메리츠증권증권

*2018년 10월 31일 기준

제안 1: 글로벌 수준에 부합하고 지속 가능한 변화

I. 추진 변화들 (주주환원 증대 등)이 글로벌 수준에 부합하고 지속 가능하도록 노력

- 대부분 대한민국 기업들은 자국 기업들 위주로 비교하는 등 매우 점진적으로 주주환원 등을 개선해왔으나, 앞으로는 글로벌 수준을 벤치마크하도록 권고
- 경영진과 모든 주주 (소수주주 포함)들의 중장기 이해관계가 일치하도록 기업들이 경영진의 성과 및 보상체계를 변경하는 방안 독려

경영진과 주주의 이해관계를 일치

- 장기 “경제적 부가가치”, 자본이익률, 총주주이익률 (주가변동 + 배당 + 자사주 매입 및 소각) 등이 경영진의 성과 평가 및 보상에 있어 **핵심 성과지표가 되도록 함**
- 경영진 연간 총보상의 대부분을 성과 보상으로 하며 **성과 보상의 50% 이상을 주식 관련 보상으로 함**
- 경영진이 자신의 **연간 총보상의 5배 이상 달하는 규모의 주식을 보유하도록 함**
- 경영진의 **성과 보상을 장기 주가 변동에 연동함**

목표는 경영진과 주주의 이해관계를 일치시키는 것임

제안 2: 주주권의 적극적 행사

II. 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

제안 3: 자본배분에 집중

III. 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 자본배분을 엄격히 감시
- 실질 운용자본과 유희자본을 분리해서 자본효율성 검토
- 기업별 적정 주주환원 수준 산정 후 참고

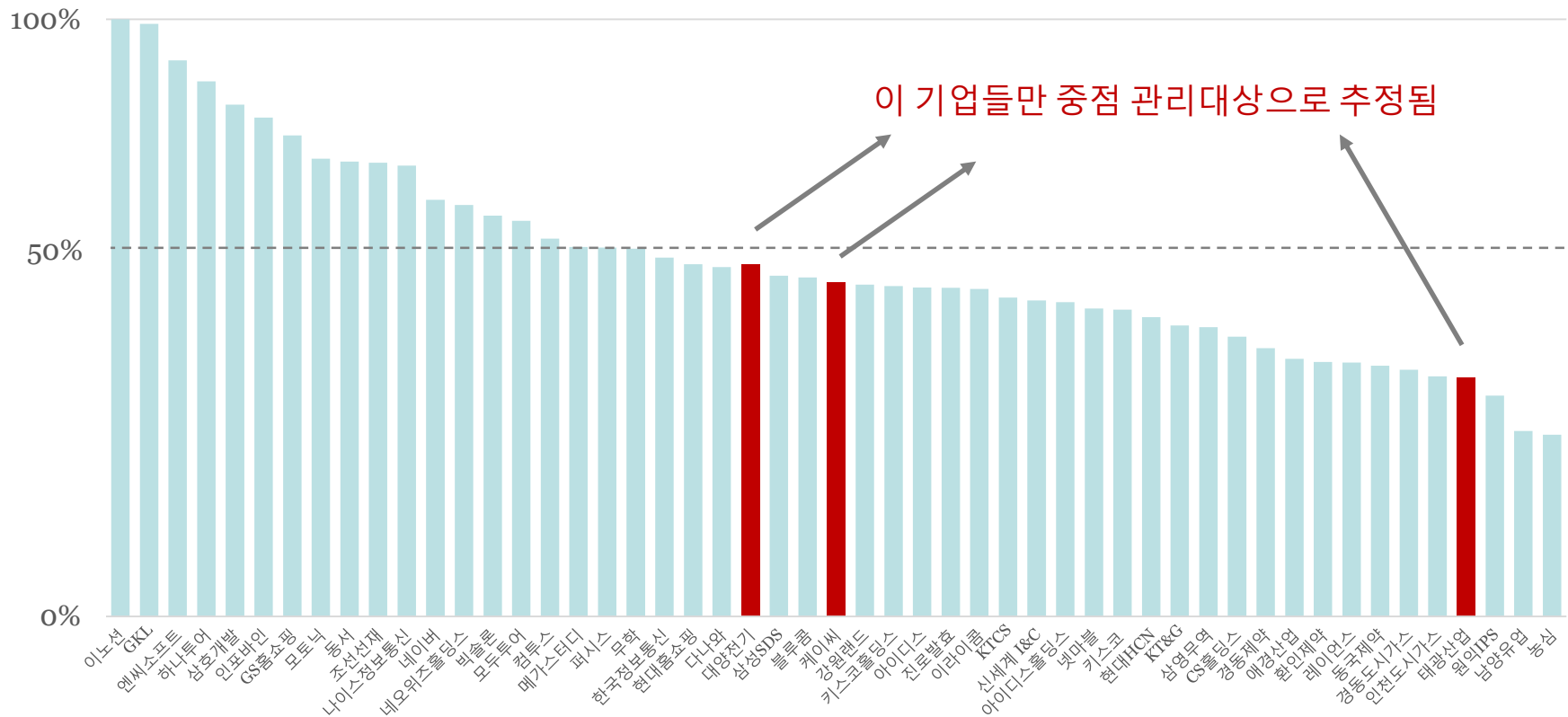
제안 4: 현금 여력에 집중

IV. 현금 여력을 중점으로 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

국민연금이 아직 관리대상으로 삼지 않은 과도한 현금 보유 기업들

순현금* / 총자산 추정
(2018년 반기 기준, 연결)



이 기업들만 중점 관리대상으로 추정됨

출처: 금융감독원 DART - 반기보고서

*순현금은 주요 자회사 지분가치 (그룹 지배구조 관련 등)는 제외하되
주요 자회사의 순현금은 지분율만큼 포함해서 추정

제안 5: 자사주 매입 및 소각

V. 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

(자사주 매입 후 소각 및 미소각 예시를 확인하기 위해서는 Appendix 참고)

워렌 버핏이 말하는 자사주 매입을 위한 조건

“찰리와 저는 아래 두 가지 조건이 충족됐을 때 자사주 매입을 선호합니다:

- 1. 기업은 사업 운영 및 유동성을 위한 충분한 재무여력 보유*
- 2. 보수적 산정에도 주가가 기업의 본질가치 대비 상당히 할인되서 거래되고 있음*

워렌 버핏

“주주들은 가치 산정과 관련해서 필요한 모든 정보를 제공 받았어야 합니다. 그렇지 않다면 내부자들은 충분한 정보를 갖지 못한 파트너들을 이용해서 그들의 지분을 본질가치보다 훨씬 싼 가격에 매수해버릴 수 있습니다.”

워렌 버핏

적절한 자사주 매입 및 소각은 주주친화성을 나타냄

“ 자사주 매입이 주주가치에 명백히 도움이 되는데도 계속해서 자사주 매입을 하지 않는 경영진은 자신이 생각하는 것보다 훨씬 더 자신의 속내를 드러내는 것입니다.”

“회사의 시가총액이 본질가치보다 떨어졌을 때 자사주 매입을 하는 것은 경영진이 주주들에게 아무 도움이 안 되는 (심지어 손해를 입히는) 자신의 영향력 확대 대신 주주들의 가치를 향상시키는데 뜻이 있음을 명백히 보여주는 것입니다.”

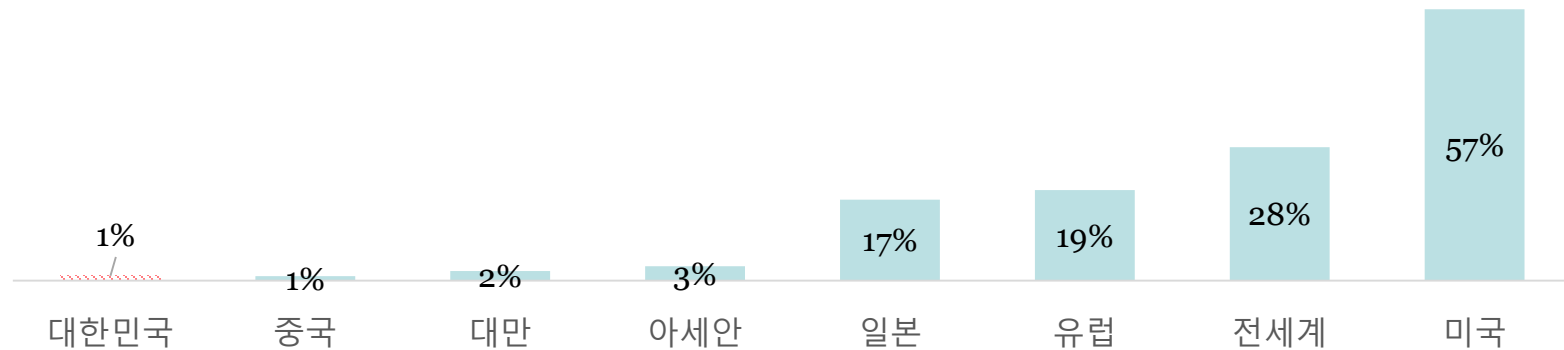
워렌 버핏

“대한민국 경영진들이 자사주 매입을 하지 않거나 자사주 매입을 하고서도 소각을 하지 않는 것은 그들이 회사의 돈은 자신의 것이라고 생각하며 이를 소수주주들과 공유하길 원하지 않기 때문일 것입니다.”

금융산업 전문가

대한민국 기업들은 주가가 매우 저평가 됐음에도 자사주 매입을 거의 하지 않음

MSCI 각 지수별 7년 ('11-'17) 연평균 자사주 매입 성향
(순이익 대비)



대한민국 기업들이 자사주 매입을 하는 경우, 그 규모는 대부분 매우 작음

대한민국 기업 (추정)

- 삼성전자 '15년 이후 **발행주식의 ~9%** 자사주 매입
- SK이노베이션 '18년 약 1조 (5%) 자사주 매입
- SK하이닉스 '18년 약 1.8조 (3%) 자사주 매입
- 현대자동차 '15년 이후 ~3% 자사주 매입
- 네이버 '15년 이후 2.4% 자사주 매입
- SK텔레콤 '15년 이후 2.5% 자사주 매입
- 현대모비스 '15년 이후 1% 자사주 매입
- 삼성생명 '15년 이후 ~5% 자사주 매입
- 삼성SDI '15년 이후 ~5% 자사주 매입
- 삼성화재 '15년 이후 3.5% 자사주 매입
- 기아자동차 '15년 이후 1.7% 자사주 매입
- 엔씨소프트 '15년 이후 3% 자사주 매입
- CJ '15년 이후 약 450억 (~1%) 자사주 매입
- 현대백화점 '15년 이후 약 550억 (1%) 자사주 매입
- 동서 '15년 이후 약 90억 (0.3%) 자사주 매입
- 현대홈쇼핑 '15년 이후 약 170억 (1.3%) 자사주 매입



보통 연간 발행주식의 1% 미만 매입

해외 기업 (추정)

- Apple (US) '12년 이후 약 240조 (**발행주식의 26%**) 자사주 매입
- Softbank (Japan) '15-'16년 약 6조 (~10%) 자사주 매입. '19년 약 6조 (~7%) 자사주 매입 계획
- Starbucks (US) '19-'20년에 약 16조 (~20%) 자사주 매입 계획
- Nestle (Swiss) '18-'20년에 약 23조 (~10%) 자사주 매입 계획
- Boeing (US) '18-'20년에 약 20조 (10%) 자사주 매입 계획. '99년 이후 39% 자사주 매입
- Shell (Netherlands) '18-'20년 약 28조 (~10%) 자사주 매입 계획
- AutoZone (US) '98-'17년 81% 자사주 매입
- Home Depot (US) '18-'20년 약 17조 (7%) 자사주 매입 계획. '03년 이후 50% 자사주 매입
- CK Asset (Hong Kong) '16-'17년 약 1.2조 (~5%) 자사주 매입
- Cisco (US) '18-'19년 약 28조 (13%) 자사주 매입 계획. '02년 이후 37% 자사주 매입
- Micron (US) 약 11조 (16%) 자사주 매입 계획
- Merck (US) 약 11조 (7%) 자사주 매입 계획
- Amgen (US) 최근 약 11조 (7-8%) 자사주 매입 완료
- Qurate Retail (US) '06년 이후 55% 자사주 매입



**연간 발행주식의 2-7% 매입하며
장기간 매입 (정기 매입은 아닐 수 있음)**

출처: Bloomberg; CNBC; 금융감독원 DART - 공시자료 등; 회사 웹사이트 등

대한민국 기업들은 대부분 자사주 매입 시 소각을 하지 않아 주주들에게 그 혜택이 직접적으로 돌아가지 않음

자사주 매입 및 소각 효과

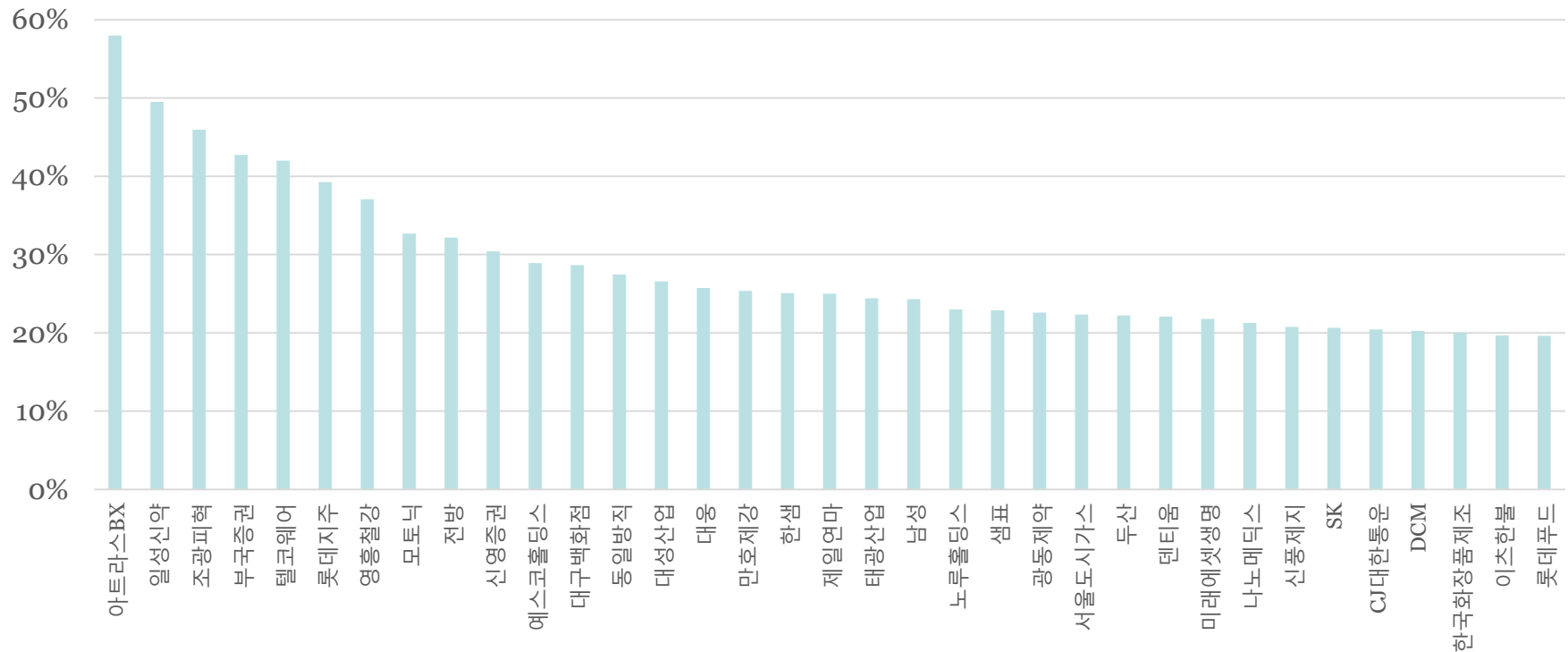
- **주식 수 영구 감소에 따른 지분율 상승**
 - 만약 특정 주주가 보유 주식 수를 유지하고 전체 주식 수가 감소하면 특정 주주의 지분율은 상승함
 - 전체 주식 수 영구 감소에 따라 주당순이익, 주당순자산, 주당배당금 등 모든 주당 가치가 상승함
 - 자사주 매입이 주주들에게 직접적인 효과가 있기 위해서는 주식 수 영구 감소 (소각)에 따른 주주환원이 성립되어야 함. **소각이 없는 자사주 매입은 직접적인 주주환원이 아님**

자사주 미소각에 따른 기타 문제점들

- **잠재매물 염려**
 - 시장은 자사주가 다시 유통될 가능성을 주가에 미리 반영하므로 자사주 매입 효과가 없음
- **최대주주를 위한 자사주 악용 가능성**
 - 대한민국 국회의원들이 기업들이 최대주주만을 위해 자사주가 악용되는 점 (“자사주의 마법” 관련 등)에 대해 문제제기를 한 바 있음

대한민국에는 상당히 많은 자사주를 보유한 기업들이 많이 존재함

발행주식 수 대비 자사주식 수 추정
(‘18년 반기 기준, 보통주, KOSPI)



출처: Bloomberg

자사주 매입 효과는 중장기적인 관점에서 고려되어야 함

자주 언급되는 대한민국 기업들의 자사주 매입 목적

“주가 안정을 통한 주주가치 증대”

워렌 버핏의 자사주 매입에 대한 의견

“현재 자사주 매입이 대유행하고 있지만 저희 의견에는 많은 경우, 경영진이 언급하지 않는, 안 좋은 목적: 주가를 부양하거나 지지하기 위함 때문에 시행되고 있습니다.”

자사주 매입효과에 대한 윌리엄 쏘다이크*의 의견

“자사주 매입 효과는 5-10 년에 걸쳐서 측정되어야 합니다. Henry Singleton은 6-8년에 걸쳐 자사주 매입을 했는데 그 동안 주가는 거의 움직이지 않았습니다. 그러나 최종적으로 약 40% 증반대의 IRR (내부수익률)을 거둔 것으로 추정됩니다.”

**자사주 매입은 단기 주가를 지지하거나 부양하기 위한 것이 되어서는 안됨
그보다는 중장기 투자를 위한 것이 되어야 함**

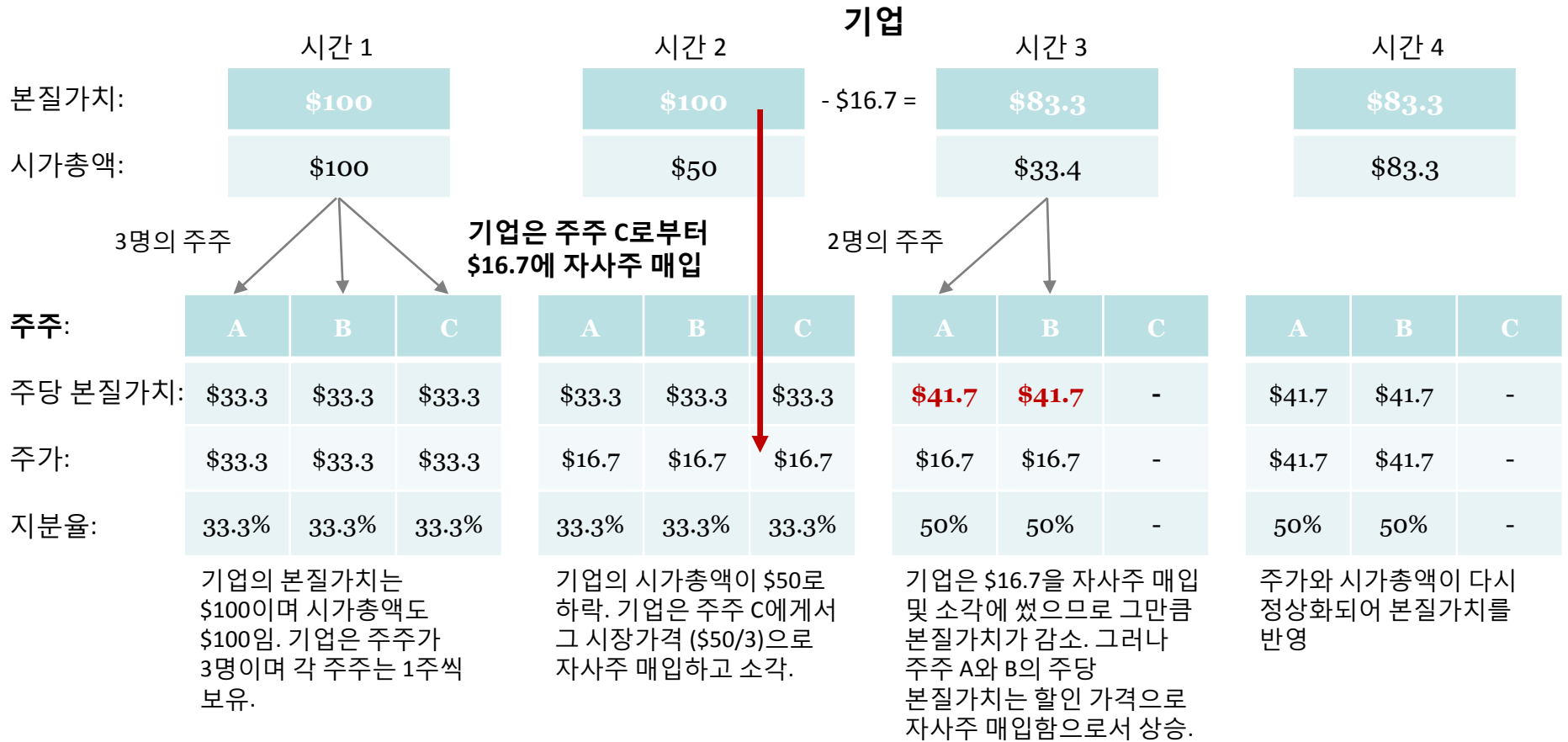
출처: 금융감독원 DART – 공시사항; Berkshire Hathaway Shareholder Letters; Manual of Ideas Global

*윌리엄 쏘다이크는 자본배분에 있어 매우 성공적이었던 8명의 CEO를 조명해 호평을 받은 “아웃사이더”의 저자임

Appendix

자사주 매입 (소각 포함)을 할인 가격에 하는 경우

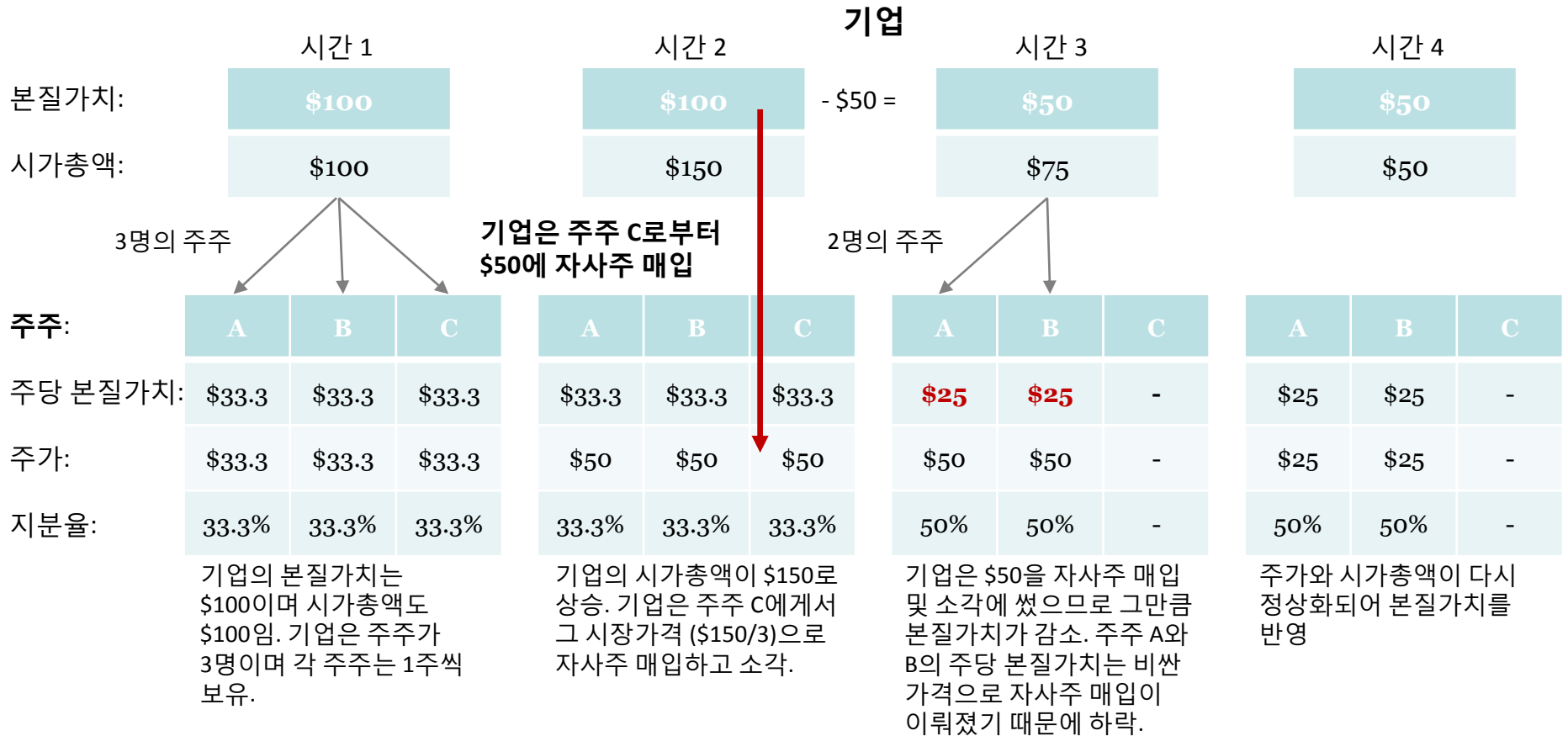
자사주 매입 (소각 포함) 효과 예시



지속 주주들의 가치 상승

자사주 매입 (소각 포함)을 비싼 가격에 하는 경우

자사주 매입 (소각 포함) 효과 예시

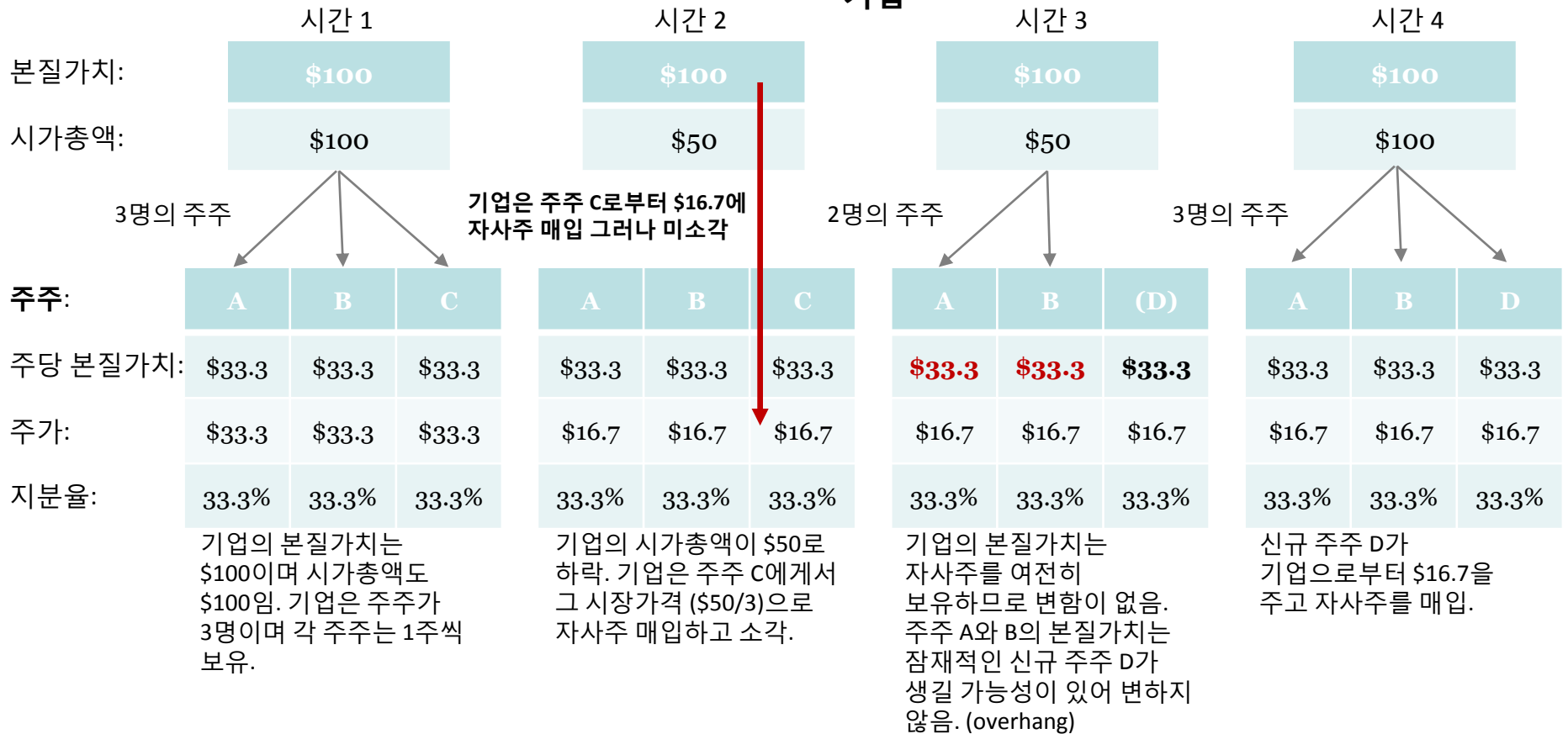


지속 주주들의 가치 감소

자사주 매입을 미소각 하는 경우

자사주 매입 (미소각) 효과 예시

기업



지속 주주들의 가치에 변화 없음

자사주 매입에 대한 워렌 버핏의 의견

“본질가치 대비 주가가 훨씬 낮다면 어떤 다른 방법도 자사주 매입만큼 확실하게 주주들에게 도움이 되지 않습니다.”

“... 만약 좋은 사업이 시장에서 본질가치보다 훨씬 싸게 팔리고 있다면, 그렇게 할인된 가격에 주주들의 지분 및 가치를 크게 증대시키는 것보다 더 확실하고 수익성 좋은 자본배분이 어디 있습니까?”

“저희가 가장 많이 투자한 기업들은 모두 가격과 가치 사이에 큰 괴리가 있을 때 매우 큰 규모의 자사주 매입을 시행했습니다.”

워렌 버핏

8명의 뛰어난 자본배분가

이름	기업	발행주식 대비 30%+ 자사주 매입 이력
Tom Murphy & Dan Burke	ABC Capital Cities	√
Henry Singleton	Teledyne	√
Bill Anders	General Dynamics	√
John Malone	TCI	√
Catherine Graham	Washington Post	√
Bill Stiritz	Ralston Purina	√
Dick Smith	General Cinema	√
Warren Buffett	Berkshire Hathaway	—

출처: Berkshire Hathaway Shareholder Letters; The Outsiders by William Thorndike, Harvard Business Review Press, 2012