

투자철학選集

2017



이 문서는 전문 투자자만을 위한 것이며 그 외에는 다른 어떤 사람도 사용할 수 없습니다. 일반 투자자를 위한 문서가 아닙니다.
본 자료는 베일리기포드 사가 제공한 자료를 바탕으로 신영증권이 작성하였습니다

중요 정보 및 위험 요소

본 문서는 영어로 작성되어 다른 언어로 번역되었습니다. 이러한 번역은 동일한 정보만을 포함하며 영어 문서와 동일한 의미를 지닙니다. 영어 문서와 본 번역 문서 사이에 불일치가 있는 경우, 영어 문서가 우선합니다. 요청 시 영어 버전의 사본을 제공해 드릴 수 있습니다..

본 자료는 기재된 날짜를 기준으로 제작 및 승인되었으며 그 이후 업데이트되지 않았습니다. 본 자료는 작성 시의 관점을 표명하며 현재의 생각을 반영하지 않을 수도 있습니다.

법적 책임부인조항:

제3자 데이터 제공자(이하 “제공자”)는 본 문서에 포함된 데이터의 정확성, 완전성 또는 적시성이나 데이터 수신자가 얻을 결과에 대해 명시적 또는 묵시적인 어떠한 보증도 하지 않습니다. 이 문서에 포함된 지수 데이터의 부정확성, 오류, 누락 또는 그로 인한 직접적 또는 간접적 손해에 대하여, 원인과 관계없이 제공자는 데이터의 수신자에게 어떠한 책임도 지지 않습니다.

어떠한 제공자도 본 문서에 언급된 사항이 변경되거나 또는 향후 부정확해지는 경우 그 데이터를 업데이트, 수정 또는 개정하거나 수신자에게 달리 이를 통보할 의무가 없습니다.

앞서 언급된 내용에 국한하지 않고, 제공자는 계약(배상 포함), 불법행위(과실 포함), 보증, 법령 또는 기타 사항과 관계 없이, 귀하 또는 제3자에 의해 결정된(이 문서에 포함된 내용, 정보 또는 자료를 기반으로 했든 아니든 간에) 의견, 권장 사항, 예측, 판단 또는 기타 결론, 또는 여타 일련의 행위에 의해 야기되거나 또는 그와 관련된 귀하의 손실 또는 손해에 관해 어떠한 책임도 지지 않습니다.

FTSE

출처: FTSE International Limited(이하 “FTSE”) © FTSE 2017. “FTSE®”는 런던증권거래소 그룹 계열사의 상표이며 라이선스 하에 FTSE International Limited에서 사용됩니다. FTSE 지수 및/또는 FTSE 등급에 대한 모든 권리는 FTSE 및/또는 라이선스 제공자에게 귀속됩니다. FTSE 및 라이선스 제공자 공히 FTSE 지수 및/또는 FTSE 등급이나 기초 데이터의 오류 또는 누락에 대해 어떠한 책임도 지지 않으며, 어떠한 당사자도 이 자료에 포함된 FTSE 지수, 등급 및/또는 데이터에 의존해서는 안 됩니다. FTSE의 명시적인 서면 동의 없이 더 이상의 FTSE 데이터 배포는 허용되지 않습니다. FTSE는 이 자료의 내용을 홍보, 후원 또는 보장하지 않습니다.

MSCI

MSCI는 어떠한 명시적 또는 묵시적 보증이나 진술도 하지 않으며 여기에 포함된 MSCI 데이터와 관련하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. MSCI 데이터는 다른 지수, 증권 또는 금융상품의 근거로 더 이상 재배포 또는 사용할 수 없습니다. 이 보고서는 MSCI에 의해 승인, 보증, 검토 또는 작성되지 않았습니다. 어떠한 MSCI 데이터도 투자 결정을 내리는 (또는 그를 삼가는) 투자 조언 또는 권장 사항을 구성하기 위한 것이 아니며, 그에 의존해서는 안 됩니다.

S&P

S&P 500 (이하 “지수”)는 S&P Global의 부문인 S&P Dow Jones Indices LLC 또는 그 계열사(이하 “SPDJ”)의 상품입니다. Standard & Poor’s® 및 S&P®는 S&P Global(이하 “S&P”)의 부문인 Standard & Poor’s Financial Services LLC의 등록 상표입니다. Dow Jones®는 Dow Jones Trademark Holdings LLC(이하 “Dow Jones”)의 등록 상표입니다. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones Trademark Holdings LLC, 그 계열사 또는 제3자 라이선스 제공자는 어떠한 지수에 대해서도 그 지수가 나타내는 자산군 또는 시장 섹터에 대한 표시 정확도에 관해 명시적 또는 묵시적으로 진술 또는 보증하지 않으며, S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones Trademark Holdings LLC, 그 계열사 또는 제3자 라이선스 제공자는 여기에 포함된 지수 또는 데이터의 오류, 누락 또는 중단에 대해 어떠한 책임도 지지 않습니다.

*Baillie Gifford*에서는 우리가 운용하는 모든 주식 전략에 대해 열정적으로 믿는 세 가지 핵심 원칙이 있습니다. 첫째, 시장보다 빠른 속도로 수익을 창출하는 기업에 투자하면 시간이 지남에 따라 우수한 주가 수익률을 제공합니다. 둘째, 주식 투자자로서의 진정한 가치를 창출하려면 시장과는 다른 무언가를 해야 합니다. 액티브 운용은 가능합니다! 그리고 마지막으로, 첫 번째와 두 번째 원칙을 실행하려면 장기적인 사고를 갖고 투자를 해야 한다는 것입니다. 장기적 사고를 가지는 것은 쉬운 일이 아니지만, 가치를 창출하는 데에 있어서 장기적 사고는 필수 조건입니다.

이 세가지 원칙들을 세 명의 *Baillie Gifford* 펀드 매니저가 각자 작성한 다음 세 글에서 더 자세히 살펴볼 것입니다. 유익한 시간이 되기를 바랍니다.

04

성장투자
KEVIN FENELON



16

액티브 운용
STUART DUNBAR

32

장기투자
IAIN CAMPBELL



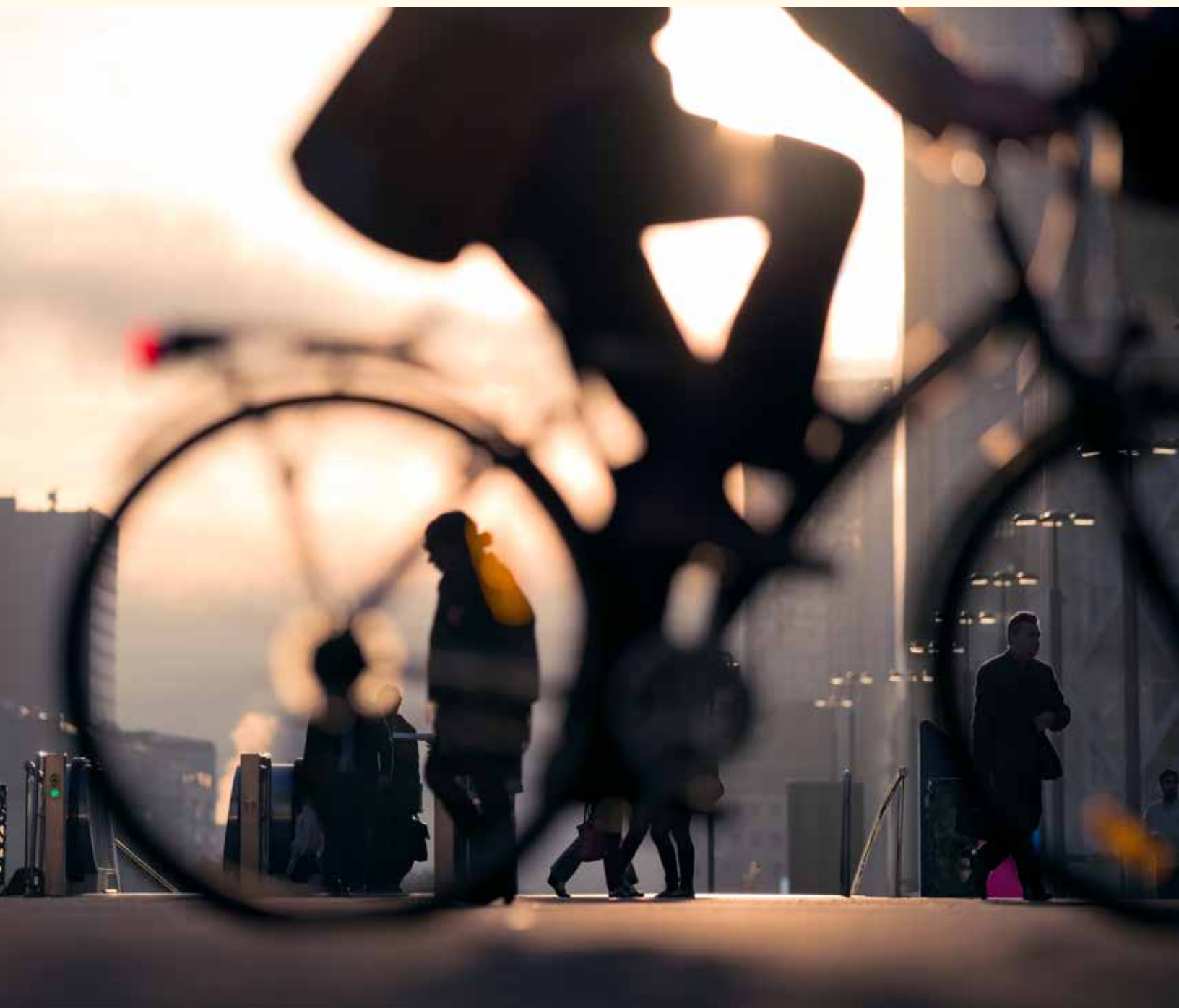
성장 투자

KEVIN FENELON

얼마 전에 미국의 CEO들이 일반적으로 하루를 어떻게 시작하는지를 묘사한 기사를 읽은 적이 있습니다. 그들 대부분은 이른 새벽에 일어나 헬스클럽에서 운동을 하고 TV를 좀 보다가 가족과 함께 시간을 보내고 중요한 전화를 하고 이메일을 보내는 등, 많은 일들을 동시에 하면서 그 모든 일들을 아침 7시 이전에 다 끝냈다는 얘기였습니다. 세상에! 믿기 어려운 얘기였죠. 제 아침 일상과는 상당히 동떨어져 있는 얘기 같았습니다. 하지만 이내 제가 부족한 것이 아니라는 생각을 하게 되었습니다. 결국 사람들 대부분은 오히려 저와 비슷할 것이고 우리 모두 하루 하루를 꾸려가기 위해 최선의 방법을 생각해내야 하지 않을까라는 생각이 강하게 듭니다.

투자매니저들도 포트폴리오 관리를 위한 최선의 방법을 강구해야 합니다. Baillie Gifford는 성장 투자자들입니다. 뛰어난 매출과 수익과 현금흐름 성장을 장기적으로 창출할 수 있는 잠재성은 투자대상 기업 주가의 장기적인 초과수익에 반영될 것이라고 믿으며, 우리는 이런 기업들을 모색하려고 노력합니다. 따라서 우리는 회사 내 많은 매니저들 중 한 사람으로서, 항상 고객을 위해 명확히 우리의 역할을 정하고 이를 수행하고 있습니다.



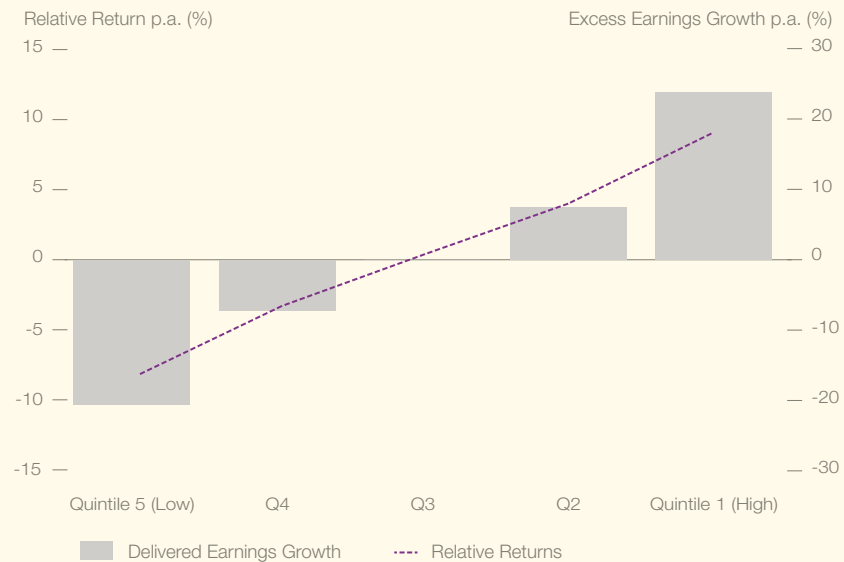


— 뛰어난 매출과 수익과 현금흐름 성장을 장기적으로
창출할 수 있는 잠재성은 투자대상 기업 주가의
장기적인 초과수익에 반영될 것이라고 믿으며, 우리는
이런 기업들을 모색하려고 노력합니다.

왜 성장이 중요한가?

우리의 고객들을 위하여 장기적으로 우수한 수익을 창출할 수 있는 최선의 방법이 성장투자라고 생각하는 이유는 무엇일까요? 간단히 말해서, 회사의 성장 기록에도 반영되듯이, 경제적 성공 또는 실패와 주가 사이에는 연관성이 있습니다. 이것은 우측 그래프에 나타나 있는데, 2016년 4월까지 25년간 전 세계 주식의 달러 기준 수익을 5년 주기로 하여 실현된 수익 성장을 5분위로 나누어 보았습니다.

수익 성장 5분위에 대해 산출된 총 수익(중간값)
5년 범위의 기간(1990 - 2016)



출처: Factset/Worldscope (USD).

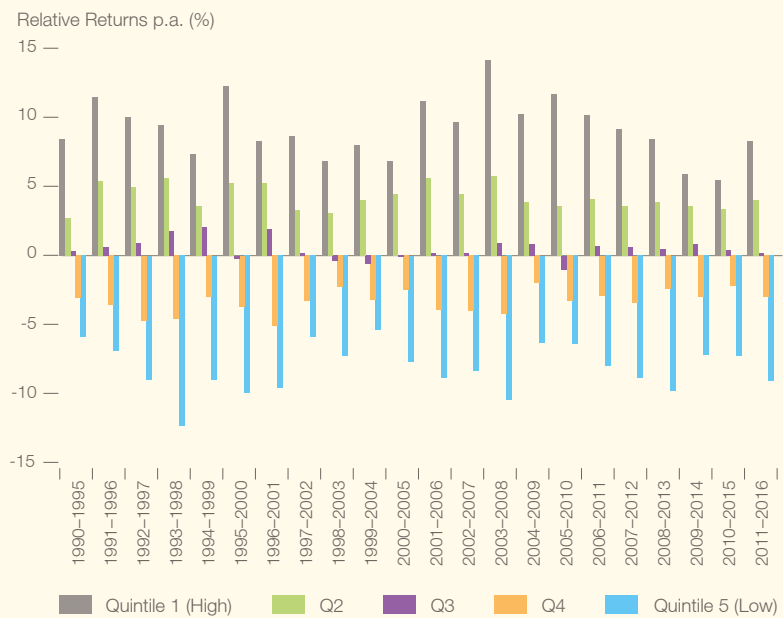
오른편 축을 보면, 총 기간동안 최상위 5분위 주식들의 이익성장 중간값은 전체주식 대비 연간 24%를 초과한 반면, 최하위 5분위 주식들은 전체주식 대비 중간값으로 연간 21%의 이익 감소를 나타냈음을 보여줍니다. 점선은 동일한 주식의 상대적 연간 수익률을 보여주고, 왼편 축에서 값을 읽을 수 있습니다. 이 선은 주가 수익률이 산출된 수익 성장을 따른다는 것을 보여줍니다. 중간값으로 최상위 5분위 주식의 성과는 전체보다 연간 9% 상회한 반면 최하위 5분위 주식의 성과는 전체보다 연간 8% 하회하였습니다.

그리고, 그래프를 왼쪽 아래에서 오른쪽 위로 읽으면, 결과로 산출된 수익에 대한 주가 성과의 관계가 전체 시리즈에 적용됩니다.

그 뿐만 아니라, 총 기간 동안 이러한 관계에는 변함이 없었고 몇몇의 범위를 벗어난 기간에도 한쪽으로 왜도(skewed)되지 않았으며, 5년 단위의 기간 동안 수익이 더 낮은 5분위가 최상위 수익 5분위보다 실적이 더 우수했던 때는 찾아볼 수 없었습니다.



수익 성장 5분위와 상대적 수익 5년 범위의 기간



출처: Factset/Worldscope (USD).



투자기회들의 변화하는 모습, 포트폴리오의 진화,
성장투자를 위한 기업 선호도들이 기술변화의 힘과 결합할
때, 수익 성장 기준을 넘어 여러 가지 요소를 고려해야 할
것입니다.

과거와 다른 미래

지금까지 실적이 좋았다고 할지라도, 그것은 이미 지나간 과거일 뿐이고 우리 앞에 있는 투자 기회의 성격은 빠르고 급격히 변화하고 있습니다. 성공한 과거 실적이 미래의 투자 기회를 보장해주는 척도가 될 수 있을까요? 오늘날에는 기술 발전이 끊임없이 진행되고 있고 어디에서든 속도를 체감할 수 있으며, 무수히 많은 생활 영역에 기술 발전이 영향을 미치고 있습니다. 또한 기술 발전은 미래지향적인 기업가 정신과 엄청난 성장 플랫폼들이 결합하여 또다른 성장의 기반을 제공하고 있습니다. 과거에 성공적이었던 기업들이 미래에도 성공가도를 달릴 것이라는 예측은 언제든지 무너질 수 있습니다. Frank Zappa는 “자국의 맥주와 항공사 브랜드를 가지고 있지 않다면 그 나라의 경제적 독립성을 인정할 수 없다”라고 말한 적이 있는데 이는 제조업이나 유형의 서비스를 중시했던, 그리 멀지 않은 과거의 실제 포트폴리오에도 적용되는 얘기였습니다. 그렇지만 이러한 가치관은 옹호하기가 점점 더 어려워지고 있습니다.

또한 벤치마크들은 기술의 발전을 제대로 반영할 수도 없게 되었습니다. 지표로 가장 널리 이용되는 지수들은 새로운 세대의 파괴적인 힘에 취약한 산업과 ‘블루칩’ 주식이 많습니다. 아마존(Amazon) 같은 기업들이 시내 중심가의 전통적 소매점들을 약화시켰다는 것은 이미 철지난 뉴스이고, 그 취약성은 이제 단지 그러한 소매점들을 넘어 그 영향력이 더 확대되고 있습니다. 유전학 지식의 발전 덕분에 더 우수하고 더 정확한 질병 치료법을 개발함으로써 기존 제약사들을 위협하는 혁신적인 신생 기업들이 대거 등장하고 있는데, 이러한 상황에서 대규모 제약회사들은 어떻게 대응하고 있을까요? 최신 기술을 이용하여 더 빠르게 변화하고 있으며 전통적 비용 구조로부터 자유로운 ‘핀테크’ 기업들이 탄생하고 있는 상황에서, 금융 산업 부문은 더욱 심해지는 경쟁에 어떻게 대처하고 있을까요? 계속 하락하고 있는 대체 에너지 비용이 석유와 가스 거대기업의 몰락을 불러올까요? 테슬라(Tesla) 사의

‘Model 3’ 전기차가 발표된 후 일주일 만에 325,000대 예약 주문이 있었는데 이럴 때, 내연 엔진에 투자한 수십억 달러는 무슨 의미가 있을까요?

Baillie Gifford는 위에 언급한 변화들을 고려하여 당사가 관리하는 포트폴리오에서 많은 적든 간에 신생 기업들로 눈을 돌렸고 그러한 기업들은 비교적 미숙한 이익 프로필을 가졌지만 상당히 인상적인 매출 성장을 가져다 주었습니다. 우리는 최근 몇 년간, 과거에는 성공적이었지만 성장 전망이 점점 약해지고 있는 주식들을 모두 매도하고 미숙하지만 구 체제에 도전하며 빠르게 성장하는 기업들에 재투자하였습니다. 5년 전에는 여행사, 오프라인 소매업 브랜드 및 담배 제조회사와 같은 주식이 상당한 비율을 차지하는 포트폴리오를 찾기가 어렵지 않았습니다. 그러나 그 후로 그런 보유주식을 대부분 매각하여 그 자금을 전자 상거래 혁명, 칩 설계사, 온라인 소매 브랜드 및 바이오테크 주식의 선두에 있는 기업들에 재투자하였습니다.

이런 파괴적 힘을 가진 신생 기업들의 결정적 특징은 사업 모델의 성격상 비교적 소자본을 요구하기 때문에 성장과 수익성이 매력적으로 혼합되어 있다는 것입니다. 값싼 컴퓨터 사용이 어디서나 가능하고 클라우드를 이용할 수 있어 이전보다 더 낮은 비용으로 성장을 달성할 수 있고, 특정 온라인 기업의 “네트워크 효과”는 수익을 빠르게 끌어올릴 수 있습니다. 그리고, 중요한 것은, 이런 기업들 대부분은 단기적인 이득을 단념하더라도, 장기적인 사업에 투자하기 위하여 현금흐름을 기꺼이 사용한다는 것입니다.

투자기회들이 변화하는 모습, 포트폴리오의 진화, 성장투자를 위한 기업 선호도들이 기술변화의 힘과 결합할 때, 위에서 설명한 수익 성장 기준을 넘어 여러 가지 요소를 고려해야 할 것입니다.

이번 2016년 3월 21일 자료 사진에서 테슬라 사는 캘리포니아주 호손시에 있는 테슬라 모터스 디자인 스튜디오에서 더 저렴한 신차 'Model 3' 세대를 발표했습니다. 한 주 미만의 기간 동안 276,000명 이상의 사람들이 테슬라 Model 3를 사전주문했습니다. 200 마일을 더 달릴 수 있는 \$35,000짜리 전기차가 마침내 대중에게 전기차 시대를 앞당긴 것일까요? 아니면 이것이 테슬라 현상일까요?

© AP Photo/Justin Pritchard.

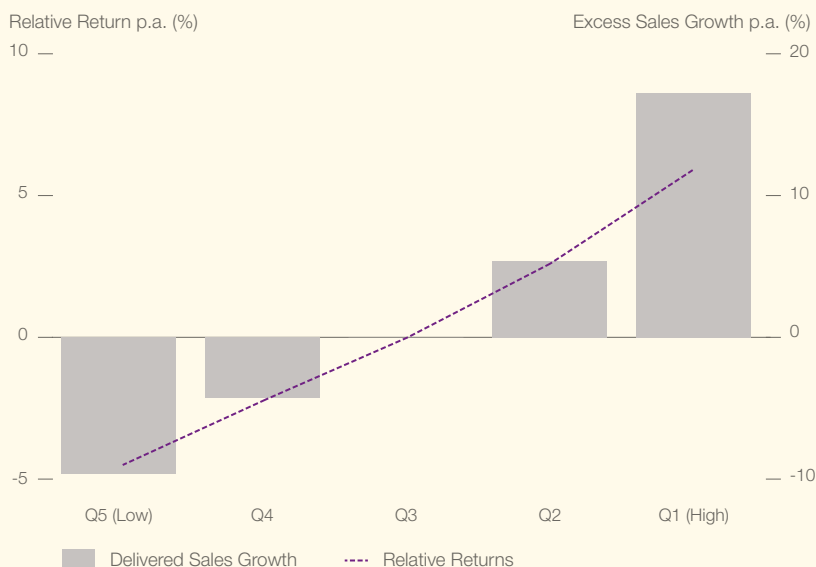
수익은 물론 매출까지

당사의 많은 포트폴리오들에서, 가장 두드러진 스타일 중 하나는 지수에 비례한 매출 성장이며 수익뿐만 아니라 매출에 관한 생각이 탁월한 성장과 초과실적 사이의 연관성을 높여줍니다. 위에서 수익 분석에 사용된 동일한 주식과 기간을 고려하면서 P&L의 제일 윗부분까지 가보겠습니다. 오른쪽 도표는 수익 분석과 동일한 데이터를 표시한 것이지만, 매출을 수익 대신으로 사용한 것입니다.

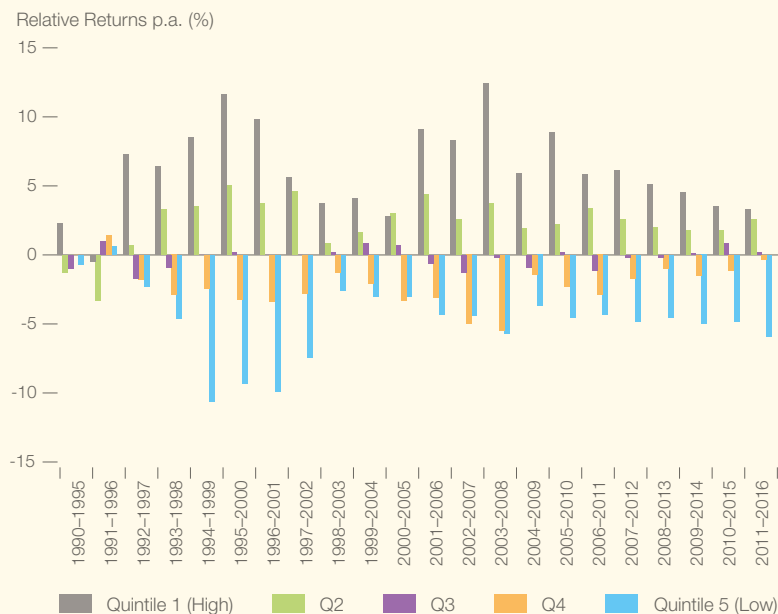
마찬가지로 확고하고 일관된 패턴이 나타납니다. 최상위 5분위 기업들은 유니버스 전체보다 중간값으로 연 17%의 매출 성장을 달성했고 또한, 이 기업들의 주식 중간값 성과는 전체 대비 연 6% 상회한 반면, 최하위 5분위 기업들은 매출이 전체에 비해 중간값으로 연 10% 감소했으며 주가는 중간값으로 연 5% 하회하였습니다.

그리고 수익 분석과 마찬가지로 기간이 길수록 그 관계는 더욱 안정적입니다. 1년 주기 기간에는 불가피하게 임의의 요소가 포함되는 반면, 5년 주기 기간에는 21번의 기간 중 단 2번의 기간에만 예외적으로 하위 5분위 그룹이 상위 5분위보다 더 나은 결과를 내고 있습니다.

매출성장 5분위에 대해 산출된 총 매출(중간값)
5년 범위의 기간(1990 - 2016)



매출 성장 5분위와 상대 수익률
5년 범위의 기간



출처: Factset/Worldscope (USD).

– 마찬가지로 확고하고
일관된 패턴이 나타납니다.



인내와 이익의 비대칭

인내심을 갖고 기다리는 것이 가장 중요합니다. 수익 성장과 상대적 성과, 그리고 매출 성장과 상대적 성과 사이의 관계는 5년 주기에서는 탄탄하지만, 그 보다 짧은 주기에서는 설득력이 떨어집니다. 시간이 길어질수록 이러한 현상은 더욱 두드러집니다. 시장에 떠도는 여러 가지 잡음을 감안할 때, 그다지 놀라운 부분도 아니며, 단기간에 기업이나 포트폴리오 성과를 평가한다는 것은 의미가 없다는 것이 더욱 확실해집니다. 본질적으로, 결국 주식시장이 단기적으로는 투표 집계기 역할을 하지만 장기적으로는 저울의 역할을 한다는 자주 인용되는 Ben Graham의 말로 요약됩니다.

여러분들이 한 기업의 주주로 주식을 다년간 보유하면서 투자판단이 틀린 것 처럼 보일때도 있을 수 있다는 것을 받아들이 준비가 되어 있다면 여러분은 성장의 실질적 이익을 누릴 수 있을 것입니다. 우리는 기업들이 계획을 실행시킬 시간을 주고, 필요하면 기업과 교류를 하면서 어려운 시기를 헤쳐나갈 수 있도록 지원해야 합니다. 물론 말보다 실천이 더 어렵겠지만, 여러분이 내리는 결정의 다수가 반드시 옳을 수만은 없기 때문이기도 합니다. 주식시장 투자의 비대칭이란, 시장이 불리하게 움직일 때 손실을 볼 수 있는 최대치는 투자금 1배이지만, 유리하게 움직일 때 이익은 초기투자금보다 몇 배는 상승할 수 있다는 것을 말합니다. 즉, 한 두개 정도의 장기적 우수 종목의 이익이 모든 투자매니저들이 어쩔 수 없이 저지르게 되는 실수를 보상하고도 남을 것이라는 의미입니다. 우리는 지나치게 명확하고 예상대로 결점이 있는 단기적 금융 전망에 빠져들기보다는 폭넓고 장기적인 잠재성의 맥락에서 주식을 생각합니다. 특히 '엄청난 상승 잠재력'이 가지는 긍정적 시나리오를 우리의 분석에 포함하고, 주식이



생각처럼 잘 풀리지 않을 때도 걱정하거나 탓하지 않으면서 스스로 이런 우수 종목들을 찾아낼 수 있습니다.

비대칭이란 여러분의 우수 종목들을 운영하는 것을 의미하기도 하는데, 펀드 매니저들은 가끔 실적이 좋은 주식에서 이익 실현을 하고 싶은 유혹을 받고(“이윤을 취하는 것이 결코 잘못된 것은 아니다”라는 시장에 대한 상투적 표현이 있듯이), 마찬가지로 고객들은 보통 평균 회귀현상에 근거하여 실적이 좋았던 매니저로부터 수익 배분을 받고 싶은 마음이 들 수 있지만, 이런 방식을 취한다면 당연히 비대칭의 이득을 포기하는 것입니다. 우수한 수익을 냈고 지속적으로 수익을 낼 구조가 갖춰져 있다고 생각되는 주식이나 투자 매니저를 찾는다면, 왜 노출을 줄이면서 포트폴리오를 희석시키고 싶어하겠습니까?

그런데, 이것은 투자자들과 고객이 성장 대 가치 벤치마크의 변동을 무시한다는 의미이기도 합니다. 스타일 인덱스들은 그 구조의 측면에서 결점이

있고, 구성의 측면에서 순환적이고 회전율이 높은 편입니다. 아시다시피, 성장과 가치 매니저들간의 구분이 흐려질 수도 있습니다. 때때로 잘 알려진 미국 대형 가치 투자 펀드들의 절반 이상에서 보유종목 상위 10위 안에 인덱스 제공자들이 성장주로 분류한 주식들이 포함되어 있는 것을 흔히 볼 수 있습니다. 따라서 성장 인덱스가 가치인덱스의 성과를 앞지르거나 또는 반대로 가치가 성장의 성과를 앞지르더라도 그대로 받아들이지 않아야 합니다. 또한 가치든 성장이든 어느 것이 더 나으며, 이 인덱스들 중 하나를 상대로 평가된 매니저들의 장점에 대해 지나치게 많은 판단을 하지 마십시오. 명확한 철학과 준칙을 갖춘 매니저를 선택하는 것이 훨씬 더 의미있는 결정입니다.



요약

우리는 기업의 장기적 경제 성과와 장기적 주가 실적 사이에 강한 연관성이 있다고 생각합니다. 위의 분석은 최고의 수익 성장을 이룬 주식들이 최고의 주가 실적을 창출했다는 것을 보여줍니다. 그리고, 급변하는 기술 발전이 기회를 만들고, 서로 다른 재무적 특징을 가진 다양한 주식 포트폴리오에 투자할 수 있는 복잡한 세계 속에서도, 이러한 원리는 적용해야 하는 단순하고도 명쾌한 원리입니다.

이 모든 것의 근본은 주식 선정은 단순하게 이루어져야 하며, 그 과정에 방해가 되는 다양한 압박과 이해충돌 문제를 헤쳐 나가는 것이 우리가 할 일입니다. 유명한 미국의 포크송 가수 피트 시거 (Pete Seeger)의 말처럼, “어떤 바보든 일을 복잡하게 만들기는 쉽다; 하지만 천재라야 일을 단순하게 만들 수 있다.” 저는 Baillie Gifford의 어느 누구도 천재가 되기를 요구하고 싶지 않습니다. 다만, 우리는 성장 투자야말로 훌륭한 수익을 창출하는 가장 최고의 플랫폼을 제공한다는 믿음은 확실히 합니다. 물론, 우리의 고객에게 실질적인 가치는 주가에 반영되기 전에 성장주를 제대로 찾아내는 것이고, 투자매니저로서 우리가 해야 할 ‘일’은 제대로 된 주식을 찾는 것입니다. 그 일을 어떻게 해내느냐는 또 다른 글의 주제가 될 것입니다.



액티브 운용의 비일반적인 사례

Stuart Dunbar 작성

최근 액티브 투자 운용 업계의 단점을 강조하는 논평이 상당히 자주 나오고 있습니다.

영국 정부는 공공 부문 연금 계획이 패시브 방식의 상장 주식 운용을 사용하도록 조금씩 규제해 왔습니다. CASS 비즈니스 스쿨 보고서는 “대부분의 액티브 펀드 매니저들이 수익에서 수수료를 제외하면 시장 수익률을 상회하지 못하는 것”으로 나타났다고 주장하였습니다. 유럽 내 몇몇 지역 규제당국은 액티브 운용 수수료를 부과하는 클로징 인덱스 펀드 실체를 조사하겠다고 발표하였습니다. 저비용의 확실성이 초과 수익률을 달성할 가능성 보다 더욱 중요시되면서 확정 기여형 상품에서 주식형 상품의 패시브 운용이 점점 보편화되고 있습니다. 공정한 관찰자들이 액티브 펀드 매니저들이 곧 멸종되는 것은 마땅한 일이라고 생각하는 것도 이해할 만합니다.

저희 수입이 고객의 액티브 운용 수수료에 전적으로 의존함에도 불구하고, Baillie Gifford의 매니저들은 액티브 운용 업계에 대한 이런 기초적 비판에 안타까움을 느낍니다. 이런 연구들에 개념적 오류가 있고 오직 사후적으로 관찰되는 변화에 의존하는 것이 문제라고 여겨지기는 하지만,

학계에서는 나름대로의 복잡다단한 방식으로 단순한 진리를 찾아냈습니다. 액티브 투자 업계는 전체적으로 고객의 자산을 불리기보다 자신의 자산을 불리는 데 더욱 능해 보인다는 것입니다.

단, 훌륭한 예외도 있습니다. 저희 Baillie Gifford는 장기에 걸쳐 거의 모든 당사의 투자 전략이 시장 수익률을 초과하는 성과를 거두었습니다. 예를 들어, 당사의 대표적인 두 가지 글로벌 주식 전략인 Long Term Global Growth와 Global Alpha는 운용 개시 이래(모두 약 12년 전) 비용을 제외한 누적 수익률은 벤치마크 수익률을 각각 138%와 66% 초과하였습니다¹⁾. 물론, 운용사가 처음부터 많고, 그 중 몇몇이 뛰어난 실적을 올리는 것이라면, 이것이 통계에 불과할 수도 있습니다. 하지만 우리는 여기에 그 이상의 의미가 있다고 생각하며, 중요한 것은 우수한 액티브 운용사들을 사후가 아니라 사전에 찾아낼 수 있다는 것입니다.

매년 6월 30일 기준 연 수익률

	2014	2015	2016	2017	2018
글로벌 알파 전략 Composite(%)	24.7	3.4	-5.3	28.0	17.8
LTGG 전략 Composite Net (%)	37.8	11.3	-3.8	35.1	38.0
MSCI AC World Index (%)	23.6	1.2	-3.2	19.4	11.3

출처: Baillie Gifford & Co 와 인덱스 제공자. US 달러 기준. 보수 공제 후.

과거의 성과가 미래의 수익률을 보장하지는 않습니다. 모든 투자전략에는 이익과 손실의 가능성이 있습니다. 투자전략의 변화, 매수 또는 매도가 있는 경우 귀하의 포트폴리오의 성과, 전략 및 실적이 달라질 수 있습니다. 모든 투자 전략에는 이익과 손실의 가능성이 있습니다.

Baillie Gifford 전략들은 MSCI AC World index 대비 압축적으로 운용되고 있습니다.

1. Baillie Gifford Long Term Global Growth 펀드의 설정일은 2004년 2월 27일이며, 성과는 MSCI AC World Index를 기준으로 평가되었습니다. Baillie Gifford Global Alpha 펀드의 설정일은 2005년 5월 31일이며, 성과는 MSCI AC World Index를 기준으로 평가되었습니다(2008년 3월 31일 이전, MSCI World Index). 2017년 3월 31일까지의 수치. 파운드화 기준.

변명의 여지가 없는 것일까?

언뜻 보기에는 그런 것처럼 보일 것입니다. 하지만 본 업계에 대한 비판의 밑바탕에는 최소 두 가지 잘못된 가정이 있습니다. 첫째, 액티브 운용 업계에 관한 학계 연구들은 대부분 잘못된 곳에서 출발하였습니다. 자신을 액티브 펀드매니저라고 지칭하는 수많은 펀드매니저들에 대하여 진짜인지 여부도 확인하지 않고 모두 대상으로 하였으며, 업계 내에서 존재하는 다양한 투자 접근 방식, 회사 구조, 고객 유형 및 투자 동기를 구분하지도 않았습니다. 아래에서 살펴볼 내용처럼, 더욱 미묘한 차이가 있는 견해를 따르는 것이 가치가 있다는 점을 보여줄 정도로 이런 요인들은 매우 중요합니다.

둘째, ‘제로섬 게임’이라는 말이 분별없이 자주 인용됩니다. 총 투자자 수익은 일정한 시장 수익에서 비용을 뺀 수익을 말하므로, 문제는 비용이라는 이야기입니다. 이것은 어느 정도까지 사실이지만, 액티브 운용 업계의 맥락에서는 이것 또한 출발점이 잘못되었습니다. 전문적인 액티브 펀드 운용 업계가 전체 시장은 아닙니다. 이때 많은 사람들은 일반 대중이 투자할 수 있는 집합펀드만을 대상으로 하면서 이 오류를 악화시키는데, 이러한 펀드는 액티브 펀드 시장의 일부에 지나지 않습니다. 그러한 불완전한 접근방식에 근거하여 한 업계를 배제하는 것은 지적인 태만이라고 생각합니다.



학계 분석

앞에서 언급된 것처럼, 액티브 매니저들 전체를 놓고 보았을 때, 패시브 매니저들과 비교하여 수수료 제외 시 추가적인 수익을 만들어 내지 못함을 피력하는 많은 연구들에 대체로 동의합니다. 단지, 그런 연구들이 가치 있는 활동이라고는 생각하지 않습니다. 더욱 통찰력 있고 유용하게 활용될 연구라면 투자 기관들 간, 그리고 투자 접근 방법들 간의 차이점을 눈 여겨 검토하여 좋은 성과를 보이는 대상의 공통점에 초점을 두어야 합니다.

그런 연구는 전체 업계 분석에 비해 매우 희소합니다. 아마도 과거 실적 이외의 데이터를 구하기 어렵고, 중요하더라도 미묘한 주장은 언론 헤드라인으로 뜨거나 정치적으로 시선을 끌기 어렵기 때문일 것입니다. 다행히, 더욱 세심한 방식으로 접근하는 연구가 빠르게 전개되고 있습니다. 당사는 몇 시간을 할애해 이러한 연구 내용을 검토할 것을 독자들에게 강력히 권유합니다. 이러한 연구들은 귀하가 초과 수익률을 창출할 액티브 운용사를 성공적으로 선정할 가능성을 가장 의미 있게 향상하는 작업이 될 것입니다.

연구의 출발점은 예일 경영대학원의 Cremers와 Petajisto가 2009년에 발표한 널리 인용되는 학술 논문입니다. 이 논문은 액티브 펀드 매니저들의 실제 투자 방식에 따라 이들을 계층화하려는 첫 번째 시도 중 하나입니다. Cremers와 Petajisto는 높은 '액티브셰어(Active Share) 수치'²를 보유한 투자 매니저들은 액티브 운용에 따른 높은 수수료를 고려하더라도 액티브셰어 수치가 낮은 매니저들보다 높은 수익을 낼 가능성이 상당히 높다는 것을 발견했습니다. 2013년 Petajisto는 이 논문을 발전시켜 액티브셰어 수치가 높으면서 추적오차가 낮은 매니저들이(즉, Top-down 방식보다 비상관관계 주식 포지션을 취하는 매니저들) 더 좋은 실적을 보이는 경향이 있음을 제시하였습니다. 2014년, Cremers는 러트거스 경영대학원의 Pareekto와 공동 연구로 가장 우수한 실적을 보일 것 같은 매니저들은 덜 빈번하게 매매한다는 보다 구체적인 결과를 내놓았습니다.

대상 좁히기: 수수료 지급 후 평균 초과이익

전체 '액티브' 운용사:
평균 부가가치 =
-0.4%

벤치마크 대비 가장 액티브한
운용사 20%: 평균 부가가치 =
연간 +1.1%

가장 높은 회전율을 보이는 가장
액티브한 운용사 20%: 평균 부가가치
= 연간 -1.9%

가장 낮은 회전율을 보이는
가장 액티브한 운용사 20%:
평균 부가가치 = 연간 +2.3%

출처: 모든 수치는 Cremers와 Petajisto의 2009년 연구, 그리고 Cremers와 Pareek의 2014년 연구에서 발췌한 것입니다.

2. 액티브 셰어는 특정 포트폴리오가 해당 지수와 다른 정도에 대한 지표임. 그 자체로는 아무것도 증명하지 않지만, 높은 수치는 특정 운용사가 지수와 유사한 수익률 뒤에 숨어 안주하지 않는다는 것을 나타냄.

최근에 Harford, Kecskes, Mansi는 장기 주주의 존재 여부가 그들이 지분을 소유한 회사의 의사 결정을 향상시킴을 보여주었으며, 그러한 회사들은 옵션 백데이팅, 부당 행위, 금융 사기 등을 경험할 확률이 낮고, 주주비용으로 경영 세력 확장에 나서기보다 주주수익을 높여줄 가능성이 높다고 밝혔습니다. Cohen, Polk, Silli는 폭넓은 액티브 포지션을 취하는 전문적 운용 포트폴리오는 상당한 초과성과 달성을 보여준다는 점을 발견했습니다. 즉, 분산화를 목적으로 단지 많은 주식을 포함시키는 것은 포트폴리오의 가치 창출에 해가 된다는 것을 나타냅니다. 수수료와 총 비용 또한 중요합니다. Morningstar 보고서에 따르면, “수수료 비율은 성과 예측의 강력한 지표입니다. 어떤 시점에 어느 자산 클래스를 보더라도, 수수료가 가장 낮은 5분위는 가장 높은 5 분위보다 더 높은 총수익률을 창출합니다.” Hsu, Ware, Heisinger는 Journal of Portfolio Management 2015년 봄 호에, 우수한 투자 성과와 회사 문화(특히 단기 운용 성과에 관한 ‘면책’ 여부) 간의 상관관계를 보여주는 논문을 발표하였습니다 (즉, 단기적 실적에 대한 압박감이 없다는 것 입니다).

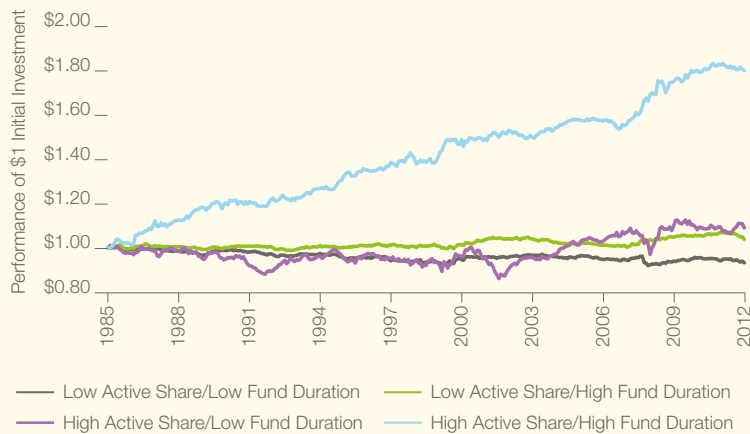
또한, 일반적인 투자자들(개인투자자, 전문투자자 포함)은 잘못된 시기에 펀드 매도 및 매수를 하고 매니저들을 고용 및 해고하며, 패시브 펀드/ETF의 극단적인 단기주의 매매 때문에 다른 일반적인 펀드 또는 Mandate(패시브와 액티브 모두 포함)에 훨씬 못 미치는 성과를 낸다고 암시하는 증거도 있습니다. 이에 대한 증거는 다양한 논문에서 확인할 수 있습니다. Ben-David, Franzoni, Moussawi³는 Standard & Poor’s Depository Receipts(SPDR) ETF 상품군의 평균 보유 기간이 9~43일 사이임을 밝혀냈습니다 (이 상품군의 최대 규모 ETF인 SPDR S&P 500의 자산 규모는 약 2,250억 달러에 달하며, 평균 회전기간은 9일임).



Hsu, Myers, Whitby⁴는 뮤추얼펀드 투자자들이 잘못된 매수/매도 타이밍으로 입을 수 있는 상당한 수준의 손실은 오히려 기관투자자들에게 이익을 제공할 수도 있다고 말합니다. 이는 "뮤추얼펀드 투자자들의 [단기] 리스크 회피 심리가 기관투자자들에 비해 훨씬 더 크기 때문일 것"으로 추정됩니다. 이제 기관투자자가 왜 전설적인 '제로섬 게임'에 참여하지 않는지에 대한 난공불락의 학문적 설명을 시도해보겠습니다.

2017년 초, Hendrik Bessembinder⁵는 투자자들의 투자 방식에 막대한 영향을 미칠 놀라운 리서치 결과를 발표했습니다. 그는 "1926년 이후 미국 주식시장의 전체 이익은 상장 주식 중 가장 성과가 탁월한 4%의 주식에서 창출된 것"이라는 사실을 밝혀냈습니다. 이러한 놀라운 수치는 주식 수익 배분 및 수익률 복리 효과가 지닌 양의 왜도(positive skewness)에서 비롯되는 장기적인 영향을 통해 발생합니다. 이 연구는 그 자체로 검토 가치가 있습니다. 초장기간에 걸쳐 진정으로 대단한 초과수익률을 창출하는 것이 가능함을 시사하며, 성과가 뛰어난 주식을 오로지 밸류에이션을 기준으로 처분하는 것은 장기간에 걸친 복리 수익률에 엄청나게 부정적인 영향을 미친다는 점만으로도 충분할 것입니다. 달리 표현하자면, 지수 펀드는 주식시장에 반영되는 부의 창출 관점에서 약 25배의 희석 효과를 보장합니다. 물론 성공할 주식을 선정하는 것은 쉬운 일이 아닐 수 있으나, 성공 확률을 높일 수 있는 능력을 지닌 자에게는 놀라운 보상이 기다립니다.

기관투자자 보유자산 포트폴리오 \$1의 평균 누적 비정상 보유자산 수익률



출처: Cremers와 Pareek, 2014, Patient Capital Outperformance.



4. "Timing Poorly: A Guide to Generating Poor Returns While Investing in Successful Strategies"(열악한 타이밍: 성공적인 전략에 투자하면서도 저조한 수익률을 창출하는 비결 가이드), The Journal of Portfolio Management, 2016년 겨울호. 이 연구에 따르면 1991년 1월부터 2013년 6월 사이, 미국 뮤추얼펀드의 달러가중 수익률은 시간가중 수익률에 비해, 성장주 펀드의 경우 연간 3.2% 낮았으며, 가치주 펀드의 경우 1.3% 낮았습니다.

5. "주식이 미국 국채보다 성과가 좋은가?" Arizona State University, 2017년 2월.

누구에게 이익이 생기는가?

Davis Advisors의 연구에 따르면, 1991년부터 2010년까지 증권 보유 뮤추얼 펀드는 연 평균 9.9%의 수익을 냈지만, 펀드 투자자는 연 평균 3.8%의 이익을 얻는 데 그쳤습니다. 2016년, Hsu, Myers, Whitby는 이와 유사한 연구 결과를 얻었습니다. 일반적인 펀드 투자자는 전체 펀드의 평균 수익률 대비 연간 1.9% 낮은 수익률을 기록했습니다. 아울러 이 연구는 일반적인 패시브 투자자가 전체 패시브 펀드의 평균 수익률 대비 연간 2.7% 낮은 수익률을 얻는다는 사실도 밝혔습니다. Goyal과 Wahal은, 기관투자자들이 3년 이상에 걸쳐 평균 10.4%라는 기록적인 초과수익을 달성한 매니저들을 고용하지만, 고용 후 3년 동안 매니저들이 불리는 자산은 통계적으로 0에 가깝다는 사실을 밝혀냈습니다. 또한 연구 결과, 해고된 매니저들이 (반드시 실적 문제로 해고되는 것은 아니지만) 이후 3년 연속 시장 수익을 평균 3.3% 초과하는 성과를 보입니다. 전체 시장이 제로섬 게임이라는 것이 사실이라면, 이들 투자자들이 잃은 만큼 이익을 내는 투자자들이 있을 것입니다.

모래 속에서 진주 가려내기

따라서 액티브 펀드 운용 업계 전체를 대상으로 하는 성과 측정이나 비판은 특별히 유용한 방법이 아니며, 투자자들에게 액티브 투자 대비 패시브 투자로 과도하게 단순화된 선택 사항을 제시할 뿐입니다. 진지한 투자자들은 더 나은 선택을 열망하기 마련인데, 단지 이기적인 이유에서만은 아닙니다. 투자자들은 사회적 이익을 위해서도 책임감 있고 효과적인 장기적 자본 배분가로서 행동합니다. 이러한 행동이 생활 수준 향상에 기초가 되는 생산성 증가와 창조적 파괴를 도모하기 때문입니다. 이러한 자본 배분은 순수한 패시브 운용 방식의 투자에서는 일어나지 않습니다 (우수한 패시브 투자 매니저들이 자신들이 주식을 소유한 회사 내의 자본 배분에는 긍정적 역할을 한다는 것을 인정해야 하기는 합니다).

저희 Baillie Gifford는 이들 연구에서 자신감을 얻습니다. 이 연구들은 저희가 오랫동안 직관적으로 믿어왔던 긍정적 투자 특성을 학문적 증거로 제시하는 것으로, 이미 수십 년간 시행 착오를 통해 검증된 것이라고 생각합니다. 시장 지수들에 연연하지 않고 신념을 갖고 상대적으로 집중된 포트폴리오를 운영하는 투자자들, 자신들이 투자하는 회사에 대하여 장기적 관점에서 회사 경영에 관여하며 쉽게 매도하지 않는 투자자들, 그리고 합리적인 수수료를 청구하는 투자자들이 고객에게 초과성과를 가져다 줄 수 있을 것입니다. 이러한 특성은 당사의 관점에서는 단지 학문적 관찰에 그치지 않으며, 당사의 투자전략을 구성하는 근본요소입니다.

“관행에서 벗어나는 것이 가야 할 길입니다. 나그네 쥐떼의 이미지는 형편없을지 모르지만, 쥐 한 마리가 혹평을 받은 적은 없습니다.”



이렇게 쉬운 거라면...

성공적인 액티브 운용 요소가 직관적일 뿐 아니라 최근 학문적으로도 증명되었다면, 왜 대부분의 투자자들은 그 둘을 통합하지 않는 것일까요? 액티브 운용에 대한 토론은 바로 여기에 초점을 맞추어야 합니다. 저희 Baillie Gifford는 이에 대한 답이 뚜렷하다고 생각합니다. 저희 업계는 Agency 이슈와 서로간의 이해상충 문제로 상당히 고통 받고 있습니다. 이러한 문제는 투자 매니저들 자신과 고객층의 상당 부분을 차지하는 투자 기관 모두에게 있습니다. 우리 업계는 투자에 관한 이해도를 높이고 더 나은 결과를 이끌어내기 위하여 고객들과 함께 협력하는 데 실패했습니다. 종합하면, 이러한 문제와 실패들로 인하여 투자자들과 투자 매니저들은 효과적인 방법이라고 알고 있는 투자 방식을 실행하기가 매우 어렵습니다.

해고(펀드의 환매/해지)를 면하는 방법

투자회사가 고객을 유지하는 명백한 방법은 경쟁사들을 능가하는 것으로 보이는 것입니다. 하지만 실제로 매니저들의 암묵적 목표는 그보다는 냉소적입니다. 바로 두각을 나타내지 않는 것입니다. 액티브 투자 매니저들은 단기 실적이(최대 3년) 두드러지게 저조할 때 주로 해고되는 반면, 중간 그룹은 해고에서 상당히 안전한 편입니다. 이런 이유로 매니저들은 무리 속에서 전반적인 보통 수준을 유지하고자 합니다. 시장에서 가격 왜곡을 조장하는 소문을 일으키는 브로커들과 다른 투자 평론가들의 도저히 예측 불가능한 단기 능력에 내몰릴 때(이런 기관들은 각각 거래 횟수와 생존을 위한 참을성 없는 인스턴트 부자 독자층에 의존한다는 것을 기억하십시오), 매니저들의 가장 강력한 본능은 인덱스라는 안전한 피난처 어딘가에 숨어서 이런 불확실성에서 살아남는 것입니다. 하지만 창조적인 파괴의 세계에서 매니저에게 안전한 곳이 투자자에게도 안전하리라는 법은 없습니다. 안타깝지만, 오로지 시장의 주목을 피하기에만 급급한 많은 매니저들은 소신에 바탕을 둔 투자를 그만두고, 대부분의 이런 매니저들의 전반적인 성과는 비용 제외 시 인덱스 성과 수준이 됩니다. 액티브 운용 대 패시브 운용 논쟁이 결국 한가지 색깔로 모여지는 것은 놀라운 일도 아닙니다.

변명의 여지가 없는 것일까?

왜 고객들은 대개 과거의 단기 실적을 바탕으로 투자 매니저들의 고용과 해고를 결정하는 걸까요? 항상 그들이 가진 정보가 그것밖에 없어서 그런 것은 아닌 것 같습니다. 투자업계 전반에는 각기 다른 유형의 이해 관계가 존재합니다. 기금의 투자 책임자나 투자 컨설턴트, 자산 운용 전문가들은 대개 본인은 연금 기금 수탁 관리자들과 후원자들, 고객 자산가 고객들, 개인 저축자들 등 투자 문제와 큰 관련이 없는 누군가에 대해 자주 책임을 집니다.

전형적으로, 그 '누군가'는 투자 전문가가 아니거나 전문적 조언을 받을 의향이 없을 수도 있고, 투자에 대한 책임은 주로 분기마다 지게 됩니다. 이것은 실력이나 전문적 투자가의 그 외의 다른 면에 대한 어떤 합리적인 평가를 내리기에 지나치게 짧은 기간이지만, 평가자가 늘 이 사실을 염두에 두지는 않는 것이 문제이며, 평가를 받는 매니저들도 괜히 반박하려고 하지 않습니다. 문제는 더욱 악화됩니다. 전문 투자자들은 이런 문제를 미리 클라이언트와 논의하고 교육하는 편보다, 비록 장기적으로 이익이 나는 투자 프로젝트를 외면하더라도 꾸준히 분기마다 수익을 내도록 자신이 투자하는 회사를 독려함으로써 단기적인 불확실성을 피하려고 합니다. 상장회사의 이사진은 일반적으로 주주들을 만족시키기 원하므로, 회사 경영진에게 주당 단기 이익(조작이 쉬운)을 근거로 인센티브를 지급합니다.

이것은 최악의 악순환입니다. 고객은 단기 실적(5년이 현실적이겠지만 3년 이하로)을 토대로 투자 매니저들의 고용과 해고를 결정하고 투자 매니저들은 단기 주가를 예측할 수 없다는 이유로 의미 있고 차별화된 투자 결정을 피하고, 회사 경영진은 자신과 똑같은 투자 매니저들을 놀라게 하지 않으려고 수익을 조작하고 수익성 있는 프로젝트를 금지합니다.



비용과 돈의 가치는 다르다

같은 상품을 살 때 돈을 더 적게 지불하는 편이 낫다는 것은 분명합니다. 액티브 운용의 맥락에서 문제는 표준 '상품'이 없다는 것입니다. 액티브 운용 매니저가 패시브 매니저를 능가하지 않는다면, 답은 상대적으로 예측가능하고 저렴한 수동적 운용 상품을 사면 됩니다. 하지만, 현실에서는 '액티브 운용'이라고 불릴 단일 상품이 없으므로 금액에 합당한 가치를 측정할 기준도 없습니다. 핵심은 일정한 특성을 가진 투자 매니저들이 장기적 평균으로 봤을 때, 자신들이 청구하는 수수료를 명백히 능가한다는 것입니다. 연구와 논쟁이 지금껏 액티브 매니저들을 동질의 집단으로 보고 전개되었으므로, 이런 더욱 유용한 관찰은 대부분 간과되고, 투자 운용 서비스 구입 시 싼 비용과 가치가 동일시되는 경우가 많았습니다. 이해상충 문제는 여기에도 존재합니다. 기금 신탁 관리자 또는 관리 위원회가 액티브 운용 매니저들이 패시브 매니저들을 이길 확률이 겨우 50% (또는 그 이하)밖에 안 된다는 '동일한 연구 결과'를 반복하여 접한다면, 왜 액티브 매니저들을 고용하려고 하겠습니까? 뛰어난 실적으로 이익을 본 가입자들에게 20년 안에 고맙다고 인사 받을 일은 없겠지만, 저조한 실적으로는 심한 비판을 받거나 심지어 고소를 당할지도 모릅니다. 현실이 그런데 누가 액티브 매니저를 선택할까요? 물론, 이런 선택은 잘못된 것입니다. 우수한 액티브 운용은 패시브 운용보다 궁극적 투자자들에게 훨씬 나은 이익을 돌려줄 것입니다. 부진한 액티브 운용은 그렇지 않을 것입니다. 이런 잘못된 이분법은 나태한 관찰에서 끝나지 않습니다. 이것은 액티브 주식형 상품들을 확정기여형 상품에서 빠르게 밀어내는 주요 요인이 되며, 장차 기금 가입자들에게 해를 끼치는 일입니다.

앞 페이지에 언급했듯이, 보수차감 후 기준으로, 낮은 보수의 펀드가 높은 보수의 펀드 수익률을 상회한다는 증거는 분명합니다. 그리 새로운 사실이랄 것도 없지만, 저희는 이 주장이 단지 직접적인 운용 수수료에 대해서만 이야기하는 것은 아니라고 생각합니다. 펀드 성과에는 원래 포함되어 있는 거래 비용도 큰 영향을 미치며, 브로커 커미션과 매매 시 발생할 수 있는 시장 영향도 중요한 요인입니다. 브로커 커미션은 5bp⁶ 전후의 주문 체결 요금부터 15bp 전후의 풀 서비스 요금까지 다양합니다. 시장 영향은 매매 효율성을 측정하며, 여러 곳에 흩어져 있는 능숙한 딜러들에게 주문 처리를 맡기는 방법으로 매매를 부가가치 창출의 한 요인으로 취급함으로써 줄일 수 있습니다. 이런 비용은 상당히 중요합니다. 시장 영향이 0이라고 가정할 때, 주문체결 한정 수수료로 연간 20%의 포트폴리오 턴오버를 가정하면 0.01%의 거래 비용이 발생합니다. 풀 서비스 수수료로 연간 100%의 턴오버와 10bp의 시장 영향을 가정할 때 연간 0.25%의 거래 비용이 발생합니다. 0.24%의 차이는 직접 비용이라기보다 투자 이익에 영향을 미치는 요인이지만, 무시할 요인은 아닙니다. 또한, 이런 문제도 있습니다. 브로커들이 그렇게 늘어난 비용 일부분을 투자 리서치 서비스를 통해 투자 매니저들에게 제공합니다. 그렇게 되면 고객은 투자 운용 서비스에 대해 직접 요금을 지불하는 것이며, 또한 거래 요금을 통해 투자 은행 리서치에도 요금을 내는 셈이 됩니다. 기껏해야 투명성만 감소시키는 일입니다(비록 매니저들이 최소한 별도로 회계 처리를 하도록 최근의 규제 지침이 강화되고 있기는 하지만). 뿐만 아닙니다. 대부분의 투자 은행 리서치는 여기저기에서 제공되고 있으며, 장기 실적에는 거의 신경을 쓰지 않으므로, 투자 매니저들이 그런 리서치를 바탕으로 어떻게 차별화된 시각을 가질 수 있는지 알기가 어렵습니다. 따라서 고객이 리서치에 한가지 이상의 경로로 돈을 지불한다면, 매니저들은 왜 이것이 치를 만한 비용이었는지 명확히 설명할 수 있어야 합니다. 보다 나은 방안은 운용보수 외에 외부 리서치 비용을 청구할 수 있을 만큼 운용성과를 개선하는 것입니다. 외부 리서치까지 지불하여 실적을 향상시키면 더욱 좋을 것입니다.⁷

6. Baillie Gifford의 회사 전체 평균 커미션은 2016년 12월 31일까지의 한 해 동안 5bp 미만이었습니다.

7. Baillie Gifford의 투자팀은 당사 인하우스 견해 형성을 돕기 위해 100종류가 넘는 리서치 자료들을 구독하며 직접 비용을 지불하고 있습니다.



악순환에서 벗어나려면?

액티브 투자 업계가 어떻게 이런 파괴적인 집단 행동 문제에서 벗어날 수 있을까요? 정답은 투자자 교육과 차별화하려는 용기를 갖는 데 있습니다. 투자 매니저들은 투자의 성격에 대해 고객에게 충분히 납득시켜야 하며, 고객들은 단기 실적이 잡음에 불과하다는 것을 이해해야 합니다. 고객 자신이 투자 전문가일 때는 자신의 클라이언트와 동료, 평가자, 기금 가입자들에게 이와 같은 메시지를 전할 용기가 있어야 합니다. 업계 전체로는, 장기적 관점을 취하려고 할 때마다 종종 걸림돌이 되는 규제 및 회계 당국과 건설적인 협력을 펼쳐나가야만 합니다. 펀드 매니저들은 설명할 것이 사실상 없을 때에도 당월, 당기, 또는 당해 실적을 설명하기 위하여, 실제로 존재하지 않는(또는 중요하지 않은) 단기 위험성 관리로 거짓 안심을 주는 등 이야기를 지어내려는 압력을 단호히 거절해야 합니다. 이것은 해결하기 어려운 문제이며, 변화를 보이려면 시간이 걸릴 것입니다. 하지만 액티브 투자 업계 대부분이 침몰을 면하기를 원한다면, 우리가 진정한 투자자들을 대변해야 할 때입니다.

우수한 투자 매니저들은, 그들이 투자한 회사의 영업상 진전에 초점을 두어야 하며, 단기적으로 오락가락하는 주가 따위는 참가를 거부한 게임썸으로만 대해야 한다고 고객에게 요청할 수도 있을 것입니다. 하지만 이런 요청은 현실적으로 명백히 어려우므로, 더욱 현실적으로 우리 앞을 가로막고 있는 난제를 해결하는 방법은 아마도 우수한 투자 매니저들이 일방적으로 이 문제를 피력하고, 사려 깊고 효과적인 의사소통으로 고객과의 간극이 해소되기를 바라는 것입니다.

보다 나은 투자를 위하여

먼저, 액티브 대 패시브 운용을 둘러싼 논쟁의 구조와 질이 지금보다 향상되어야 한다고 생각합니다. 우리는 고객 자산에 대한 책임감이 투철한 좋은 액티브 매니저를 고용할 때, 최종 투자자와 우리 사회 모두에 이익이 된다고 굳게 믿습니다. 그리고 논의의 초점은 '좋은'의 의미가 이 맥락에서 무엇인지에 맞추어져야 한다고 생각합니다. 따라서, 어쩔 수 없이 Baillie Gifford의 투자철학과 깊게 관련된 시각인 것을 사과드리며, 투자자들이 무엇을 추구해야 하는지에 대해 겸허히 제안하고자 합니다.

1. 인내심

지나친 거래를 그만두십시오. 기억하십시오. 시장의 끊임없는 잡음은 시장이 필요로 하는 주문을 생성하기 위하여 만들어내는 것입니다. 투자 결정은 핵심적인 비즈니스 분석에 기초하여 내려져야 합니다. 그런 접근 방식을 취할 때, 자연스럽게 회전율과 이에 따른 비용이 줄고, 장기적 비즈니스 펀더멘털에 초점을 두게 되며, 투자 매니저들은 투자한 회사가 장기적 가치를 최대한 창출하도록 그 회사들에 더욱 관여하게 됩니다. 좋은 투자 매니저들은 자신이 투자한 회사의 경영진이 '월가'를 무시하도록 적극적으로 격려하고, 분기별 수익 목표에 연연하지 않고, 장기적 경영 인센티브를 내놓도록 격려해야 합니다.

2. 교육

투자 업계에 관여하는 사람이라면 누구나 분기별 그리고 연간 투자 성과는 펀드 매니저 실력 평가 차원에서 아무런 의미가 없다는 것을 고객에게 설명할 만한 배짱이 있어야 합니다. 단기 주가 변동 설명에 대한 필요성을 만족시켜주기 위해 이야기 지어내기를 단호히 거절해야만 합니다. 이것을 이해하는 고객과 더불어 일하려 노력하고, 이해하지 못하는 고객을 도우며, 잘못된 업계 규범에 순응하라는 끈질긴 압력에 맞설 필요가 있습니다.

3. 이해관계의 일치

업계의 인센티브는 우리가 고객을 위해 성취한 장기적 성과에 맞추어져야 합니다. 즉, 펀드 매니저 보상은 의미 있는 성과를 내기에 충분한 기간, 최소 5년 이상의 주기로(투자 성과에 따른 보상으로 인센티브를 꼭 부여해야 한다면) 시행되어야 합니다. 그 정도의 기간에는 주가가 회사의 기본 수익에 따라 움직이고, 매니저의 실력이 포트폴리오 성과에 나타날만한 합리적인 가능성이 있습니다.⁸ 그 이전에는 주가에 대해서가 아니라, 우리가 세운 기대치 대비 영업 실적 향상 여부를 점검하며 리서치의 품질을 측정하는 것이 훨씬 유용한 활동입니다. 우리가 거의 매번 정확한 분석을 해낸다면, 주가는 결국 이에 따르게 되어 있습니다. 단, 영업 실적과 주가 사이의 관계가 단기적으로는 전혀 분명하지 않다는 사실을 알아두어야 합니다. 단기 주가 실적은 펀드 매니저가 통제할 수 없는 영역에 있습니다. 따라서 단기 실적을 바탕으로 보상이나 비판을 하는 것은 매니저들의 위험회피 성향만 높이는 효과를 낳습니다. 이는 고객에게 손해가 되는 일입니다.

주주 구성과 문화는 장기 투자를 성공적으로 해내려면 반드시 적절히 다루어져야 하는 중요한 요소입니다. 단기적인 목적을 가진 외부 주주가 있는 자산 운용사들은 (역설적이지만 어떤 주주들은 다른 투자회사의 주주이기도 함) 꾸준한 이익 확대 압력을 받을 수 있습니다. 하지만 단기적으로 심하게 요동치는 시장에 대부분의 수입을 의존하는 투자 회사에게 이런 압력은 전적으로 맞지 않습니다. 이런 외부 압력은 투자 집단 중간에 숨으려는 동기를 더욱 강하게 만들고, 시장이 하락세에 있을 때 투자회사들은 회사자원을 줄이도록 압박 받기도 합니다. 고객들이 필요한 것은 바로 펀드매니저들이 향후 의심의 여지 없이 상승할 투자기회에 가장 주력해야 하는 것인 그 때 말입니다. 투자란 마치 투자회사를 운영하는 것과 마찬가지로 5년 이상의 긴 시간이 걸리는 활동입니다. 장기적으로, 우수한 투자 실적을 내는 것이 연간 이익 목표를 달성하는 것보다 훨씬 중요합니다. 자산운용사는 운용규모나 대고객 대처 관련 이슈가 핵심 투자 활동에 지장을 줄 경우 신규고객 모집을 제한할 준비가 되어 있어야 하며, 이는 장기적인 관점에서 고객들뿐만 아니라 회사에도 이득이라는 것을 알아야 합니다.

4. 지배구조와 관여

모든 투자자들은 투자 시장에서 전반적으로 가능한 최고의 이익을 얻는 데 지대한 관심이 있습니다. 시장 수익을 능가하는 것과 시장이 전반적으로 좋은 수익을 내도록 돕는 것은 별개의 문제입니다. 만일 대형 기관 투자자들이 자신이 투자한 회사의 경영에 건설적으로 관여한다면, 이것은 전적으로 비현실적인 열망이 아닙니다. 장기적 수익 가능성이 있는 투자 프로젝트를 냉정하게 평가하는 대신, '숫자를 만들어'내도록 우리 업계가 회사 경영진을 집단으로 압박하고 회유하는 것은 모두에게 손해입니다. 우수한 투자자들은 사업 기회에 대해 정기적으로 각 회사와 협의하고 합리적인 장기 투자와 위험을 감수하도록 독려해야 합니다. 용납하기 어렵다고 판단되는 어떤 해결 방법이나 보수가 결정되었을 때 요란하게 소리치거나 반대표를 던지는 데 그치지 말아야 합니다. 사실, 과학기술의 발전으로 '저자본비용' 성장 모델이 점점 늘어나고 있으므로, 기존 상장회사 경영에 대한 건설적인 참여는 전반적인 투자 수익의 점점 중요한 출처가 될 것입니다.

8. 물론 실제로 전혀 투자를 하지 않으면서 시장 다이내믹을 토대로 다른 시장 참가자들을 앞지르려고 작정한 '투자' 회사들이 많이 있습니다. 이런 기법은 우리가 여기에서 설명한 것과 전혀 다른 투자 환경에서 나타날 수 있습니다. 하지만 분명 드물며, Baillie Gifford에서는 찾아볼 수 없을 것입니다. 왜냐하면 그런 방식의 기법은 투자가 아님을 저희는 알기 때문입니다.

5. 비용은 중요합니다

저렴한 것은 좋은 것과 다릅니다. 하지만 펀드에 비용이 많이 들면, 수익은 그만큼 작아지게 됩니다. 투자자들은 돈에 합당한 가치를 추구해야 하며, 우수한 투자 회사들도 장기적으로 자신들이 불린 자산에 대해 부당하게 큰 몫을 청구하려고 해서는 안 됩니다(25%?). 고객을 정직하게 존중하고, 그들의 자산을 본인의 자산만큼 신중하게 취급하고, 신탁 의무의 책임감을 회사 곳곳에 심는 것은 고객에게만 좋은 일이 아니라, 투자회사의 미래를 든든하게 만드는 바람직한 방법입니다.

6. 수익 구조 이해하기

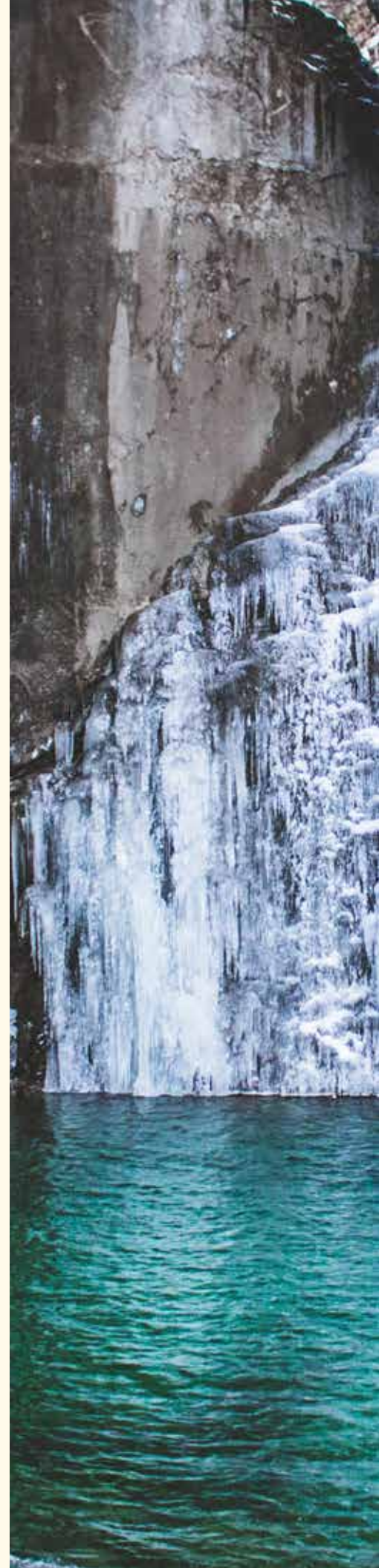
우리는 투자자들이 몇 번이나 ‘올바른’ 매수 및 매도 결정을 했는지를 토대로 성공 정도를 측정하라는 요구를 받을 때 격분합니다. 이것은 포트폴리오에 없는 모든 주식을 매입하지 않기 위한 신중한 결정을 내리라는 말처럼 터무니없이 들립니다. 바람직한 아이디어를 가로막고 ‘커버리지’라는 투자 재앙을 초래하기 때문입니다. 투자는(최소한 주식 투자는) 성과의 대부분이 실제로 상당한 성장을 이룬 최고의 성공적인 회사 단 몇 곳에서 나오는 비대칭적 활동입니다⁹. 투자자들이 이해해야 할 것이 있습니다. 단지 유니버스의 대부분을 제외하기 위해 가능한 모든 회사들을 커버하는

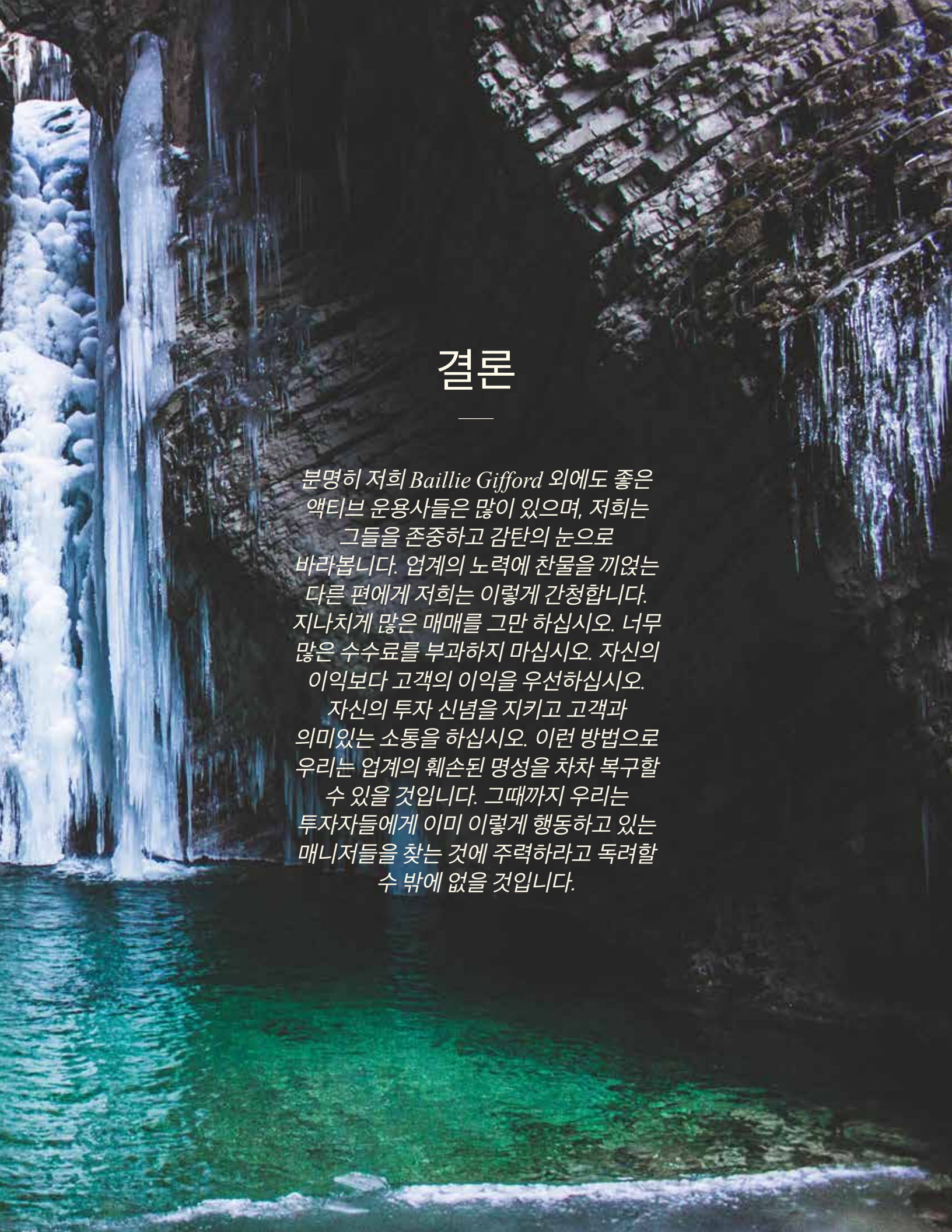
것보다 그런 기회들을 발견하는 독창적인 리서치 활동에 시간을 쓰는 편이 훨씬 낫습니다. 옳은 회사들(right companies)을 고르십시오. 옳은 회사보다 잘못된 회사를 더 많이 골라도 상관없습니다.

7. 신념

무언가에 대한 강한 믿음이 있다면, 진지한 투자 소신으로 그 믿음을 증명해 보이십시오. 포트폴리오와 인덱스 홀딩 간에 차이가 날 때 불안할 필요가 없습니다. 인덱스 수익이 벌어지는 것(추적오차)은 전혀 ‘오류’가 아니며 전혀 다른 두 가지 목적 간의 차이를 측정하는 것뿐입니다. 현재 업계에는 벤치마크 관련 위험성에 초점을 맞추는 관행이 만연되어 있는데, 이것은 시장 가격이 대개 효율적이라는 철저히 잘못된 개념에 기초한, 매우 비생산적 것입니다. 우리는 학계에 대항하여 이것을 고객에게 설명할 용기가 있어야 합니다.

9. 2017년 2월, Hendrick Bessembinder, “주식이 미국 국채보다 성과가 좋은가?” 참고: 1926년 이후 미국 주식시장의 전체 이익은 상장주식 중 가장 성과가 탁월한 4%의 주식에서 창출되었음.





결론

분명히 저희 *Baillie Gifford* 외에도 좋은
액티브 운용사들은 많이 있으며, 저희는
그들을 존중하고 감탄의 눈으로
바라봅니다. 업계의 노력에 찬물을 끼얹는
다른 편에게 저희는 이렇게 간청합니다.
지나치게 많은 매매를 그만 하십시오. 너무
많은 수수료를 부과하지 마십시오. 자신의
이익보다 고객의 이익을 우선하십시오.
자신의 투자 신념을 지키고 고객과
의미있는 소통을 하십시오. 이런 방법으로
우리는 업계의 훼손된 명성을 차차 복구할
수 있을 것입니다. 그때까지 우리는
투자자들에게 이미 이렇게 행동하고 있는
매니저들을 찾는 것에 주력하라고 독려할
수 밖에 없을 것입니다.

장기 운용 선언문

IAIN CAMPBELL

서론

저는 고객이나 예비 고객과 이야기할 때, “이번 프레젠테이션에서 가장 중요한 요점”이라고 하면서 우리의 장기적인 철학에 대해 많은 시간을 할애하려고 합니다. 이렇게 하는 이유는 여기서 바로 우리의 우위가 나타나기 때문입니다. 단기 지향적 사고로 인하여 시장 비효율성이 초래되고, 이러한 비효율성은 단지 시장 참여자 가운데 극히 소수만 이익을 보게 만든다고 생각합니다. 단기 지향성은 수수료에 의존하는 투자은행, 인간 심리, 그리고 잘못된 인센티브 구조에 기인합니다.

하지만 이것을 이용하기 위해서는 비효율성을 그저 찾아내기만 하는 것으로는 충분하지 않습니다. 장기 투자를 허용하는 동시에 장려하는 기관 차원의 프레임워크가 필요합니다. 이 프레임워크는 안정성을 강조해야 하며, 혼란을 제한해야 하고, 이런 원칙을 직원들이 장기간 동안 충실하게 믿을 수 있도록 구성해야 합니다. 여기에서 중요한 부분은 매니저들에 대한 합리적인 보상입니다. Baillie Gifford는 당사만의 독특한 지배구조, 기업 M&A 활동에 대한 반감, DIY 스타일로 접근하는 IT 기술과 비즈니스 지원업무에 대한 특유의 스케일, 그리고 이로 인한 낮은 직원 퇴직률을 가진 회사로서, 장기 투자 철학을 실행에 옮기고 있는 몇 안 되는 기관 중 한 곳입니다.

저는 고객들에게 우리가 보통 투자자들보다 더 똑똑하다거나, 더 나은 시스템을 가졌다거나, 더 나은 정보를 가졌다거나, 더 열심히 일한다거나, 더 많은 기업방문을 한다거나, 더 복잡한 엑셀

파일을 만든다고 주장하지 않습니다. 하지만 우리가 잘 하는 것은 시장의 비효율적인 부분들을 찾아내는 것이며, 동사의 독특한 구조와 철학 덕분에 이 부분을 잘 활용할 수 있습니다.

이것은 모두 사실이라고 생각합니다. 그리고 우리가 말하는 것이 사실일 때, 마케팅은 항상 그만큼 쉬워집니다.

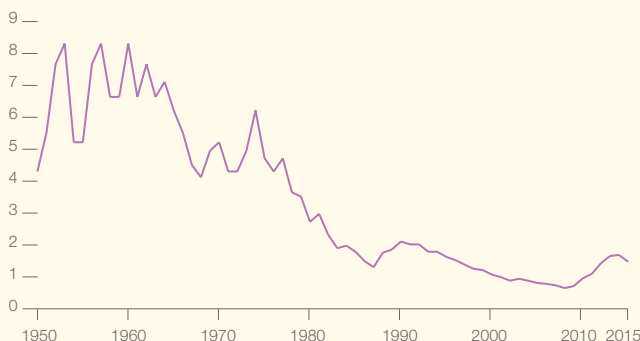
학계와 평론가들이 단기 지향성에 대해 점점 많은 견해를 내놓는 가운데, 최근 연구와 관련하여 이런 아이디어들을 심도 있게 검토하는 것은 흥미로운 것으로 생각합니다(1부). 그 다음, 이 상황이 지속될 것인지에 대한 문제를 생각해 보려고 합니다(2부). 끝으로, 장기 투자의 추상적 개념에서 실현 가능성으로 이행하는 것에 대한 생각을 정리할 것입니다(3부).

1부: 근시안의 문제

경제 학자나 심리학자들에게 단기적 사고의 오류 관찰은 새로운 것이 아닙니다. 스탠포드 대학의 유명한 마시멜로 테스트¹는 인내심과 인생의 성과 간 상관관계를 측정하기 위해 사용되었는데, 조급함 또는 미래 결과를 지나치게 무시하는 것이 보통 기준이라는 가정을 출발점으로 하였습니다. 19세기 경제학자 Marshall은 저서 <경제학 원리>에서, 단기적 사고는 시장 참여자들의 정상적 행동이며, 사람들은 “푸딩에서 플럼을 곧바로 집어먹는 어린아이들과 같다”고 했습니다². 20세기 초, 경제학자 Arthur Pigou는 이런 종류의 행동을 ‘고장 난 망원경 기능’으로 묘사하였습니다³.

이것은 시장의 오래된 특징입니다. 그러나 시장 참가자들이 점점 더 근시안이 되고 있다는 증거가 나타나고 있습니다. 잉글랜드 은행의 수석 경제학자인 Andrew Haldane의 연구는 20년 간의 증거를 토대로 단기 뉴스에 대한 주가의 과민 반응이 점점 악화되고 있음을 보여주는 것으로 나타났습니다⁴. 또 다른 논문에서 그는 CEO의 평균 재임 기간이 9~10년에서 4~5년으로 떨어지는 동안, 주식의 보유 기간도 지속적으로 하락했다고 밝혔습니다⁵.

NYSE 평균 보유 기간, 1950 - 2015



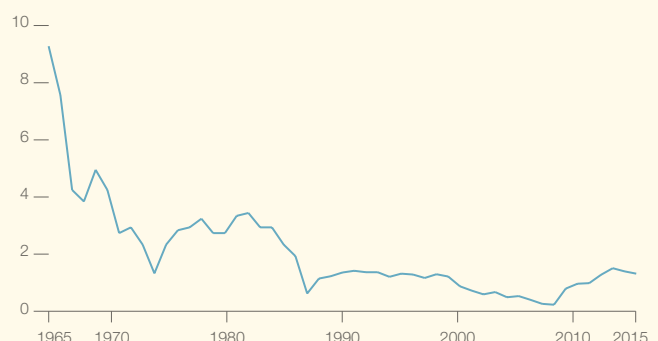
출처: New York Stock Exchange.

또한, 이 주제에 대한 최근 많은 연구들은 단기적인 투자 성향의 부정적 연쇄반응 효과가 기업 경영진에 끼치는 효과를 논의하였습니다. 2006년 연구에서, White는 투자자들이 주당 이익에 지나치게 집착할 때, “경영진은 인위적으로 실적을 꾸미고 꾸준히 증가하는 것처럼 보이려고, 수익을 조작하고, 회사 자본을 수익성이 높은 장기적 사용처에서 빼내는 결정을 한다” 라는 사실을 주목하였습니다⁶.

2009년에 수행된 또 다른 연구에서, Bhojraj 등은 분석가들의 실적 예측치를 가까스로 달성한 회사들은 재량 지출을 삭감한다는 사실을 발견했습니다. 이렇게 함으로써 단기 주가는 저조한 실적으로 인한 하락을 모면하지만 장기적으로는 실적 부진으로 이어집니다⁷.

회사 경영진이 외부 투자자들의 압력으로 단기 지향성이 되는 냉혹한 두 사례는 금융 정보 제공 웹사이트인 Sagemetrics의 데이터를 토대로 한 2014년 연구에서 나왔습니다. 이 연구는

FTSE 평균 보유 기간, 1965 - 2015



출처: London Stock Exchange.

1. 만족지연에 대한 일련의 연구가 1960년대와 1970년대에 스탠포드 대학교에서 수행되었습니다.
2. Marshall A. (1890) <경제학 원리>(Principles of Economics)>.
3. Pigou A. (1932) <복지의 경제학>(The Economics of Welfare)>.
4. Haldane A. (2011) <단기적 장기>(The Short Long)>.
5. Haldane A. (2011) <단기화>(토마스 그레삼 경의 도크랜드 강의)[Get Shorty(The Sir Thomas Gresham Docklands Lecture)]>.
6. White A. (2006) <베짚이와 개미: 왜 CSR은 장기 투자 자본이 필요한가>(The Grasshoppers and the Ants: Why CSR needs patient capital)>.
7. Bhojraj et al. (2009) <센트 이해하기: 분석가들의 예측을 살짝 빗나가는 회사 검토>(Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts)>.

“사기업에 비하여, 비슷한 규모의 공기업은 상대적으로 적게 투자하고, 투자 기회 변화에 매우 둔하게 반응한다”라는 사실을 통계적으로 보여주었습니다⁸.

추가적으로 2005년 설문조사를 토대로 한 연구에서 제시된 바로는, 연구 응답 회사의 78%가 Earnings 벤치마크를 충족시키기 위하여 R&D, 광고, 고용 부문의 재량 지출을 기꺼이 줄이겠다고 응답하였습니다⁹. 저자는 주식 시장 비효율성과 적대적 인수합병의 위협 하에서 이것은 왜 이성적인 결정인지 설명합니다. 하지만 메시지는 분명합니다. 단기 지향적 시장은, Barton이 말한 “분기별 자본주의”로 인하여¹⁰ 상장기업들에게 악영향을 주는 사고 방식을 조성합니다.

이것은 해당 회사에게만 해로운 것이 아니라 경제 전체에도 부정적입니다. 1992년 Michael Porter 교수가 지적했듯이, 경제는 그 사회를 구성하고 있는 수 많은 회사와 개인이 가진 부의 총체입니다. 대부분의 회사가 장기적 이익 대신 단기적 이익을 우선시하는 결정을 내린다면, 우리 모두 타격을 입습니다. 이런 결정들은 장기적 성장과 복지를 희생시킬 것입니다.”¹¹

단기 지향성의 결과는 합리적인 장기 투자자가 어리석은 단기 투자자의 희생으로 이익을 보는 제로섬 게임이 아니라, 단기 지향성의 악영향으로 전체 파이 크기가 수축되는 효과를 빚게 됩니다. 따라서 이것은 투자 전문가 집단을 위한 난해한 주제가 아니라, 전체 사회의 번영을 위한 문제입니다.

장기적 사업 개발에 대한 투자나 지출이 불충분한 것이 단기 지향성의 한 가지 결과라면, 다른 한 가지는 흔하지는 않지만 잠재적으로 어마어마한 위험을 무시하는 것입니다. 평론가들은 CEO 평균 재임기간이 5년 미만인 경우, 회사들이 빈도가 적고 영향이 큰 리스크를 무시하는 것이 어떻게 논리적으로 타당한지(*homo economicus*) 설명합니다. 지휘를 맡는 기간이 짧고 이임 후 복귀 하지 않는 경영진의 경우, 위기



시 회사를 견고하게 하게 하기 보다는 평균 연도에 실적을 최대화 하는 데 초점을 두려는 경향을 갖게 됩니다. 그 결과는 지나치게 공격적인 대차대조표에 가장 분명히 드러나는 것 같습니다. 뿐만 아니라, 부실한 비상 대책이나, 일부의 주장처럼 사회 및 환경적 측면에서 경영 지속가능성에 대한 태만에서도 드러납니다. 단기 지향성은 확실히 글로벌 금융 위기로 이어진 시장 취약성을 조성하는 데 일정부분 역할을 하였습니다. Chuck Prince의 유명한 구절에서 이것은 잘 나타납니다. “음악이 흐르는 이상, 일어나 춤을 추어야 한다.”¹² Warren Buffett은 이러한 단기 지향적 경영 위험을 “발가벗고 수영하기”라고 묘사하였습니다. “조수가 밀려나가고 나서야 발가벗고 수영하고 있었다는 것을 알게 된다”고 그는 결론을 내립니다.

—응답 회사의 78%가 Earnings
벤치마크를 충족시키기 위하여
R&D, 광고, 고용 부문의 재량
지출을 기꺼이 줄이겠다고
응답하였습니다⁹

8. Asker J, Farre-Mensa J, Ljungqvist A. (2014) <법인 투자 및 주식 상장: 퍼즐인가(Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle)>?
9. Graham J, Harvey C, Rajgopal S. (2005) <기업 회계 보고의 경제적 함의(The Economic Implications of Corporate Financial Reporting)>.
10. Barton D. (2011) <장기적 자본주의(Capitalism for the Long Term)>.
11. Porter M. 1992. <자본의 불이익: 망가지는 미국 자본 투자 시스템(Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System)>.
12. Chuck Prince, 전(前) Citigroup CEO, 2007 7월.



이제 이런 행동 오류의 원인이 무엇인지를 생각해 봅시다.

원인 - 진화와 심리학

인지 편향과 행동 오류에 대한 연구는 한 학문 분야로 성장하였습니다. Kahneman 이 저술한 <생각에 관한 생각(Thinking Fast and Slow)>은 이 영역에서 진척된 탁월한 해설서이며, 시스템 1 사고와 시스템 2 사고의 개념을 소개합니다. (시스템 1 사고는 빠르고, 자동적이고, 빈번하고, 감정적이며, 전형적이고, 잠재 의식적입니다. 시스템 2 사고는 느리고, 노력을 요하고, 가끔 일어나며, 논리적이고, 계산적이고, 의식적입니다.¹³⁾ 우리는 시스템 1 사고를 하기 쉽습니다. 인간 진화 방식이 위험이나 기회에 재빨리 반응하는 능력을 중요시해왔기 때문입니다. 하지만, 복잡한 문제를 생각할 때는 인지적 실수를 저지르는 사고의 종류가 시스템이기도 합니다. 근시안적 투자도 그 중 하나입니다.

원인 - 규제 및 문화의 변화

최근 <영국 주식 시장과 장기 의사 결정 리뷰(Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making)>를 저술한 영국 경제학자인 John Kay 는 오늘날 기업의 지나친 단기 지향성이 1930년 미국의 규제 발달에서 시작된 투자자와 경영진 관계의 변화에 기인한다고 봅니다. 이런 변화는 기업 부정 행위와 부패한 주가 부양 문제를 해결하기 위하여 도입되었습니다. 그러나 이 변화는 런던 시에서 매우 중요시되었던 신뢰와 신임의 관계가 도외시 되는 풍조로 이어져서, 그 공백에 정보의 광범위하고 공평한 분배에 대한 의존성이 들어서게 되었습니다. Kay 는 시장이 효율적이라고 믿는다면 이런 접근이 이론적으로 타당하다고 말합니다. 시장이 모든 정보를 효과적으로 소화하고, 많은 정보가 공개될수록 틀림없이 시장 기능이 향상될 것입니다. 하지만 문제는 효율적 시장 이론은 결함이 있으며, 새로운 시장 구조에는 부실한 토대였다는

것입니다. 투자자와 매니저 사이의 관계 (시장 향상과 '공정성' 증진의 문제로 제외되었던 관계)는 실제로 기능적 시장의 보호막이었음이 밝혀졌습니다. 후에 규제 변화와 규제 완화를 실행했던 금융 업계의 자만감은 이런 문제들을 더욱 악화시켰습니다.

Kay는 미국식 경영진 보상 체제를 문제로 지적하지는 않습니다. 그러나 Thomas Piketty가 "극단적 엘리트주의"¹⁴라고 불렀듯, 지난 수십 년 동안 앵글로색슨 기업 사이에서 빠른 속도로 벌어진 임금 격차는 단기 지향적 경영방식에 주된 요인이라고 볼 수 있습니다. 초고액 연봉은 거의 불가피하게 투자자의 조급함, 기업 성공과 실패의 쓸모 없는 개인화로 이어집니다.

이것은 글로벌 문제이지만, 어떤 시장에서는 다른 곳보다 문제가 더 두드러집니다. 극단적 엘리트주의와 단기 지향적 기업 행동은 앵글로색슨 경제에서 가장 극심해 보입니다. McKinsey의 경영 파트너이며 <장기적 자본에 집중하기(Focusing Capital

13. Kahneman D. (2011) <생각에 관한 생각(Thinking Fast and Slow)>.

14. Piketty T. (2014) <21세기 자본론(Capital in the Twenty-First Century)>.



최근 두각을 나타낸 가장 성공적이고 활발한 몇몇 미 서부와 중국 첨단 기술 회사는 주식 시장 영향을 의도적으로 차단하였습니다

on the Long Term)>라는 논문의 공동 저자인 Dominic Barton은 “내가 보기에는, 동서 간의 가장 두드러진 차이는 중요한 결정을 내릴 때 리더가 고려하는 기간이다”¹⁵라고 지적합니다. 이 지적은 투자가로서 저의 개인적 경험과도 비슷합니다. 제가 2007년 처음 일본 시장을 눈 여겨 보기 시작했을 때(아베가 총리로 성공적이지 못한 짧은 첫 임기를 시작했고, ‘아베노믹스’ 시행 6년 전), 일본 회사들과 회의할 때마다 그들의 느긋한 대차대조표와 다른 이해관계자들에 대한 배려가 크게 못마땅했었습니다. 아직도 많은 일본 회사들의 기업 경영 방식에는 아쉬운 점이 많다고 생각하지만, 지금은 일본 기업의 풍조에 몇 가지 중요한 이점이 있음을 알게 되었습니다. 일본에서 경영진의 연봉은 서구에 비하면 훨씬 적은 수준이며, 옵션 발행에서 나오는 지분도 제한적입니다. 수익을 창출하지 못하는 일본기업과 그 사업부에서는 주로 직원들과의 사회적 계약 문제로 창조적 파괴가 허용되지 않습니다. 하지만, 계약을 직원 측면에서 보면, 일본

근로자들은 다른 지역에서처럼 빈번히 회사를 옮기지 않으므로 근로자 보유 및 채용에 드는 비용이 감소됩니다. 이런 방식으로, 하나의 경제 체제 또는 기관 한쪽에서 일어나는 비효율적인 관행이 다른 쪽에는 효율을 향상시킵니다. 직원의 충성도가 그만큼 높을 때 국제적 확장 또한 쉬워질 것입니다. 그러나 이것보다 중요한 것은, 일본 경영진은 분기별 자본주의의 횡포를 서구의 경영진만큼 심각하게 느끼지 않는다는 사실입니다(일본 경영진의 연봉과 직책은 이것에 독립적이며, 일본 내 대주주들은 단기적 성과에 집착하지 않고, 어떤 경우에는 둘 이상의 회사에 이해관계가 얹혀있습니다). 흔히, 일본 경영진은 장기적 시각으로 진정한 투자를 할 수 있습니다. 일본 섬유 회사인 토레이(Toray)와 테이진(Tejin) 사가 20년 동안 수익을 내지 않고 탄소 섬유를 개발해낸 것은, 투자에 허용된 시간이 관대한 아시아 경영 모델의 자유로움을 보여주는 우수한 사례 가운데 하나라고 생각합니다. 기업의 다양한 이해관계자 간의 균형을 추구하는 유럽의 ‘라인강 모델’ 자본주의도 비슷한 이점을 줄 수 있다고 생각합니다. 언뜻 보기에, 이것은 주주들에게 불이익을 주는 것처럼 보입니다(주주가 아닌 근로자 대표와 지자체 공무원이 이사회에 참여합니다). 하지만 기업 존폐여부를 최소화하고 지속가능성을 강조함으로써 얻는 결과가 유익한 것은 분명합니다.

이와 비슷한 이유로, 최근에 두각을 드러낸 가장 성공적인 미 서부와 중국의 몇몇 첨단 기술회사들이 비전통적인 의결 구조, 또는 상장을 미루거나 완전히 피하는 방법으로 스스로를 의도적으로 주식 시장 영향에서 차단한다고 생각합니다.

자본주의의 경비견?



원인 - 투자 업계의 오류

영국 예술가이자 평론가인 Grayson Perry와의 인터뷰에서, 한 열정적인 런던 헤지펀드 매니저는 전문 투자가들을 일컬어 경영자가 선을 넘으려고 하면 “물어버릴”¹⁷ 준비가 되어 있는 “자본주의의 경비견”¹⁶으로 묘사하였습니다. 이 말에, 또는 이렇게 되어야 한다는 것에 저도 동의합니다. 하지만 안타깝게도, 현실에서는 투자 운용 업계가 기업 행동을 감시하는 데 특별히 효과적인 집단이 아닙니다. 단기 성과를 기초로 하는 보수 방식과 단기 성과에 초점이 맞춰진 승진 방식은 펀드 매니저들이 장기적 영향을 무시하도록 행동을 왜곡시켜서, 그들이 투자한 회사와 투자자의 실적에 피해를 초래할 수도 있습니다. 또한, 이 문제는 잦은 매매를 통해 수익을 얻는 투자은행과, 증권사들, 그리고 컨설턴트, transition 매니저들, 자문사들의 영향으로 더욱 악화됩니다. 다른 평론가들은 액티비스트들의 권력과 영향, 그리고 자신이 보유하고 있는 주식을 평가하고 경영에 관여하는 문제에서 인덱스 펀드의 꽉 막힌 역량들에 관련된 결점을 몇 가지 더 발견하였습니다. 전 의장이자 MFS 투자 매니저인 Robert Pozen은 인덱스 펀드가 시장의 커다란 부분을 소유하고 있지만, 주식의 수가 많고 리소스가 제한적이므로 적절하게 관여하거나 의결에 참여할 수 없다고 지적하였습니다. 자체 시각의 부재 상태에서는 훨씬 지분이 적고, 보유기간이 짧은 액티비스트들이 시장을 이끌게 된다고 그는 주장합니다¹⁸. <생쥐와 인간(Of Mice and Men)>에는 덩치는 크지만 정신적으로 아이와 같은 수준인 Lennie가 등장하는데, 다른 사람들에게 교묘하게 조종되어 종말을 맞게 됩니다. 마찬가지로 인덱스 펀드는 지분의 측면에서는 피라미들에 불과하지만 행동 면에서는 빠르고, 영리하고, 설득력 있고, 탐욕이 가득한 액티비스트들에 의해 조작되는 것입니다. 이러한 불완전함의 불행한 결과는 투자 업계가 일부 사람들, 즉 용맹스럽고 목적의식이 뚜렷한 경비견들이 옳다고 생각하는 대로 진행되지 않고, 대신 잡종견과 장님에 가까운 근시안들, 분명 덩치는 크지만 사실은 이빨도 없고 목적의식이 희미한 오합지졸들의 의해 주도된다는 것입니다. 이것은 의심의 여지도 없습니다. 시장 단기 지향성은 글로벌 금융 업계 내의 결함에 근거합니다.

16. Grayson Perry: *All Man*. Channel 4. (2016년 5월).

17. Ibid.

18. Pozen R. (2015년) *Viewpoint*, *Financial Analysts Journal*.

원인 - 테크놀로지

테크놀로지의 발전이 금융 단기 지향성을 한층 심화시킨 요인인 것 같습니다. 테크놀로지의 향상으로 24시간 TV와 온라인 뉴스, 채팅 네트워크를 통하여 어마어마한 뉴스의 확산이 가능해졌습니다. 소프트웨어의 발달과 향상된 컴퓨터 성능은 주가와 포트폴리오에 대한 더욱 복잡하고 빈번한 분석(큰 의미는 없겠지만)을 가능하게 하였습니다. 테크놀로지로 거래 자체만 손쉬워진 것이 아니라 알고리즘을 사용하여 거래 결정을 내리는 것도 쉬운 일이 되었습니다. 하지만, 금융 단기 지향성 관련한 주제를 다룬 최근 문헌에서는 놀랍게도 테크놀로지의 영향은 거의 다루지 않고 있습니다. 또한 생각해 보면, 이것은 타당한 일이며, 테크놀로지가 문제의 일부분이 아니라는 데에 동의합니다. 단기 지향성에 대한 해법은 공개롭게도 우리 업계 전반에 만연한 악습을 일으킨 효율성 향상을 되돌려 놓자는 루다이트(Luddite)가 되어서는 안 되며, 이런 악습의 근본 원인을 다루어야 합니다.

*테크놀로지의 향상으로
24시간 TV와 온라인 뉴스,
채팅 네트워크를 통하여
어마어마한 뉴스의 확산이
가능해졌습니다.*



2부 - 만연한 근시안 문제를 고칠 수 있을까?

단기 지향성을 해결하기 위해 많은 계획들이 추진 중에 있습니다. 장기적 자본에 집중¹⁹, 장기 계획 투자²⁰, 장기 금융 계획²¹ 그리고 영국과 일본의 기업 지배구조 규정들은 모두 다양한 방법으로 기업과 시장에서 근시안을 해결하려는 계획들입니다. 세계경제포럼(World Economic Forum, WEF)과 아스펜 연구소(Aspen Institute) 등 다양한 정부 및 비정부 기구들이 문제에 대한 보고서를 의뢰하였습니다. 일부 CEO들은 이 문제에 대해 점점 목소리를 높이고 있습니다. 유니레버(Unilever) 사의 Paul Polman은 “회사의 주주가 되지 않는다면, 당신을 인간으로는 존중하겠지만, 우리 회사에 당신 돈을 들이밀지는 마십시오”라며 만연해있는 단기 지향적 정책을 뒤집었습니다.²² 이 영역에 점점 많은 관심이 쏠리는 것에는 의심의 여지가 없습니다. 여기에서 “이런 계획들이 단기 지향성을 성공적으로 제거할 수 있을까?”라는 질문이 생깁니다. 그리고 만일 그렇다면 (보다 이기적인 관점에서) 우리가 활용하려던 시장의 비효율성은 사라지는 것일까요?

저는 어느 개선이 이루어진다면, 우리 모두에게 유익을 안겨줄 것이라고 생각합니다. 투자 근시안이 기업과 사회에 모두 부정적이므로, 이는 더 이상 지속되거나 악화되서는 안 된다는 것에 동의합니다. 시장의 비효율성을 활용하려는 저희 같은 시장 참여자들조차도, 비효율성이 시장을 훼손하여 모든 시장 참여자들에게 해를 입힐 수 있을 것으로 생각합니다. 제 생각으로는, 최근 몇 년 동안 비상장 자본 조달 방식의 증가는 자본 요건의 변화에도 부분적인 원인이 있지만, 상장시장이 부정적으로 보이는 것에도 일부분 원인이 있습니다. 흥미로운 회사들이 주식시장 상장을 점점 적게 하는 것은 (주로) 상장시장에 투자하는 우리에게 나쁜 일입니다. 업계의 평가 및 보상 방법, 그리고 가격에 영향을 행사하는 증권사들의 역할이 어느 정도 향상되는 것은 긍정적입니다.



19. 캐나다 연금투자위원회(Canada Pension Plan Investment Board)와 McKinsey가 창설한 계획

20. Rotman 국제 센터연금 운용(Rotman International Centre for Pension Management)이 토론토에서 운영하는 포럼

21. Gresham College와 협력한 Z/Yen Group

22. FT(2010년 11월) ‘기업 계획은 번역하면 사라질지 모른다(Corporate Plans May Be Lost in Translation)’에 인용된 Paul Polman의 언급



그렇다 하더라도, 가장 역동적인 계획조차 근시안적 행동을 단번에 제거할 것이라는 주장은 과장이라고 생각합니다. 첫째, 로비와 관련 당사자들의 위력으로 인해, 업계 메커니즘을 변화시키는 과정은 고되고 시간이 많이 필요할 것입니다. 둘째, 단기 지향성의 원인인 행동적 문제들은 인간 심리와 얽여 있으며, 부분적으로는 현재의 삶과는 알맞지 않게 인간 두뇌가 진화 또는 최적화된 결과입니다. 인간의 기타 생리학적 결점과 달리(비만과 허리 문제가 생기는 경향 등은 수십 년 안에 과학으로 해결될 것이라고 생각합니다) 복잡한 적응 체계를 다룰 때 나타나는 우리의 심리적 지적 문제점들은 두뇌의 진화에 의해서만 치유될 수 있을 것입니다. 우리 인류는 진화의 사다리에서 거의 다 하차하였으므로 그런 진화는 천 년이 걸릴 수도, 아마 결코 일어나지 않을 수도 있습니다.

무엇이 매우 중요한 문제인지에 대해 결론을 말하라고 한다면, 단기 지향성이 사라질 것인가?라고 말하겠습니다. 그리고 이렇게 답하겠습니다. 단기 지향성 행위에서 벗어나고 있다는 희망적인 신호가 있지만, 개선은 느리게 진행되고 있으며, 어느 정도의 비효율성은 완전히 근절되지 않을 것이라고 말입니다.

업계의 평가와 보상 방법에서 보인
약간의 개선과
가격에 영향을 행사하는 증권사의
역할은 긍정적입니다.

3부 - 장기투자의 실현

장기 투자를 어떻게 실현할 것인가?

간략히 말하면, 포트폴리오의 낮은 회전율, 장기 지속가능성 분석, 그리고 경영진과의 지속적 관여가 장기 투자의 선결과제입니다. 조금 더 풀어서 말하면, 장기 투자는 몇 개의 범주로 나뉜다고 하겠습니다. 투자할 때 다음 요건을 찾으면 됩니다.

— **뜻이 맞는 회사들.** 앞 절에서 기술한 바와 같이, 단기적 오류로 피해를 입는 주체는 투자자뿐만 아니라 기업들도 해당됩니다. 이것은 회사에게도 비생산적이며, 궁극적으로 부진한 실적을 불러오게 됩니다. 연구에 따르면, 근시안적 경영 방식이 장기적으로 회사 가치에 해를 입히지만 회사의 밸류에이션 저하를 초래하지는 않습니다. 따라서 모든 조건이 같을 때, 장기적 경영에 진정한 뜻을 둔 회사들의 가치는 평균 이상으로 상승할 것이며, 이런 ‘뜻이 맞는 회사들’은 주식 시장을 능가하는 실적을 거둘 것입니다.

— **인내심이 요구되거나 ‘Catalyst는 없다’는 브로커들의 유행어를 사용하는 투자.** 제 생각에 투자에서 말하는 인내심은 대략 세 가지 하위범주로 나뉩니다.

a. **혁신적 성장 투자:** 단기 Valuation이 높아 보이고, 회사가 무난히 성장하고 있지만, 쉽게 말해 ‘가격에 이미 반영되었다’라는 일반적인 느낌이 있습니다. 이런 경우, 장기적 전망에서 투자를 고려해보면, 성장 기회의 규모와 기간이 시장에 완전히 반영되지는 않았을 가능성이 있습니다. 이런 종류의 분석과 투자를 실행하려면, 시장의 규모가 어떻게 될지, 또는 아직 존재하지 않는 시장일 때 미래에 시장이 어떻게 생성될지, 또는 확장기가 지난 뒤 어떻게 기업의 수익 구조가 획기적으로 바뀔 수 있는지 등을 생각해 보아야 합니다. 향후 2~3년에 초점을 두고 최근 자료를 바탕으로 추정에 의존하는 전통적 증권사 리서치는 이런 종류의 사고에는 별로 적합하지 않습니다. 여기에서 기회가 창출됩니다.

b. **전통적 역발상 투자:** 업계는 경기 저점에 있고, 한창 때가 지났고, 회사는 비용 통제라는 지겹고 고통스러운 과정을 겪고 있거나 눈앞의 이익을 포기하고 투자를 하고 있거나, 경영진의 일반적 분위기가 비관적입니다. 이런 상황에서는 용기를 내기가 어렵고, 분석가들이 그 분야를 잘 다루지 않으므로 이야기를 꺼내기도 어렵습니다. 이런 상황에서, 경기가 돌아서는 데 1년이 걸릴지 2년이 걸릴지 걱정하지 않는 투자자는 잠재적으로 훌륭한 기업을 매력적인 가격에 매수할 수 있습니다. 이것은 역발상/가치/자본 주기 투자 스타일의 기초를 형성합니다. 극단적인 경우, 이것은 심도 있는 가치 투자이며, Baillie Gifford의 성장 투자 철학과는 양립하지 않습니다. 하지만 성장하는 시장과 회사조차 시장의 주목을 받다가 소외되기를 반복합니다. 그런 영역을 주시하는 것은 장기 성장 투자에 있어 하나의 유용한 스타일입니다.

c. **긴 잠복기 투자.** 세 번째 범주는 이례적으로 강력한 프랜차이즈를 가진 기업입니다. 시장은 진짜 탁월한 프랜차이즈와 평균적인 사업체들을 구분하지 않습니다. 오랫동안 계속 투자하여 고수익을 창출할 수 있는 프랜차이즈의 가치는 극히 높습니다. 하지만 비슷한 이익과 비슷한 중기 성장 가능성을 가진 주식의 가격 대에서, 시장은 회사의 품질이 균일하다고 가정합니다. 이런 프랜차이즈들은 ‘빛 바랜 뛰어난 특징(Superior Fade Characteristics)’을 가진 프랜차이즈로 묘사되기도 합니다²³.

하위 범주 2b와 2c에 해당하는 투자 케이스들에 대해, 저는 범주 1의 ‘뜻이 맞는 경영진’을 갖는 것이 무엇보다 기본 전제라고 주장하고 싶습니다. 물론, 투자 케이스가 장기 투자의 여러 개 범주를 만족하는 것이 최적입니다. 그럴 때 정말 흥분이 되겠지요.

23. Chancellor E. (2004년) <자본 계정: 격동의 10년에 관한 펀드 매니저 리포트(Capital Account: A Fund Manager Reports on a Turbulent Decade)>, 1993-2002.

결론

근시안은 기업체와 투자자들에게 문제가 되며, 부실한 사업 결정과 비효율적인 시장을 초래합니다. 하지만 진정한 장기적 안목으로 투자하고자 하고, 투자할 수 있는 투자자들에게는 기회를 창출합니다. 저희 *Baillie Gifford* 는 이런 비효율성을 활용하는데 능숙합니다. 단기 지향성이 회사와 시장에 미치는 부정적 영향에 대하여 정부 및 비정부기구들이 점점 주목하고 있으며, 이런 왜곡을 일부 개선하려는 조치를 취하고 있지만, 시장의 근시안이 완전히 치료되리라는 가정은 비현실적입니다. 현실적으로 말하면, 장기적 기반으로 투자하려고 할 때, 우리는 뜻이 같은 회사들을 찾아보아야 합니다. 특히, 커다란 수익 기회를 실현하는 데 수년이 걸린다거나 또는 시장이 기업의 뛰어난 프랜차이즈 밸류를 인정하지 않는 상황에서는 인내심이 요구됩니다.

흥미롭게 읽으셨나요?

온라인 서비스를 이용하여 더 많은 저희 투자 의견을
보실 수 있습니다.

고객이십니까?

아래의 보안 온라인 포털을 이용해 주십시오.

<https://clients.bailliegifford.com/thinking>

고객이 아니시라면?

웹사이트를 방문해 주십시오: **www.bailliegifford.com/thinking**

궁금한 점이 있으세요?

질문이 있으시다면, 이메일 **help@bailliegifford.com**로
연락 주시거나 저희 Baillie Gifford 고객 상담원에게 연락
주십시오.

Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN
전화 *44 (0)131 275 2000 / www.bailliegifford.com