

# 장기 운용 선언문

Iain Campbell, 투자 매니저 2016년 3사분기



이 문서는 전문 투자자만을 위한 것이며 그 외에는 다른 어떤 사람도 사용할 수 없습니다. 일반 투자자를 위한 문서가 아닙니다.

## 중요 정보 및 위험 요소

### 중요 정보 및 위험 요소

본 기사에 제시된 관점은 Iain Campbell의 관점이며 특정한 투자 상품을 매수 또는 매도, 보유하라는 조언이나 추천으로 간주될 수 없습니다. 이러한 관점은 개인적 의견을 반영하고 있고 사실을 기술한 것이 아니므로 이에 의존해서 투자 결정을 내려서는 안 됩니다.

Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford & Co Limited는 FCA(Financial Conduct Authority)가 인가하고 규제합니다. Baillie Gifford Life Limited는 건전성 규제기관(Prudential Regulation Authority)이 인가했으며 FCA 및 PRA의 규제를 받습니다. Baillie Gifford & Co Limited는 단위형 투자신탁 회사이며, OEIC가 인가한 기업 디렉터입니다.

Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 이외 지역의 전문/기관 고객에게만 투자 관리 및 조언 서비스를 제공하고 있습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 Baillie Gifford & Co.가 지분 100%를 보유하고 있습니다. Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford Overseas Limited는 영국에서 FCA가 인가하고 규제합니다.

영국 외부에 상주 또는 거주하는 개인은 투자를 하기 위해 정부 또는 그 외 당국의 동의가 반드시 요구되는지에 관하여 전문 어드바이저와 상담해야 하며, 개인적인 특별한 사정에 관하여 세무 전문가에게 조언을 구해야 합니다.

### 홍콩에 관한 중요 정보

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited(百利亞洲(香港)有限公司)는 Baillie Gifford Overseas Limited가 완전 소유하는 회사입니다. 본 회사는 2016년 1월에 영업을 개시하였으며, 홍콩 증권선물위원회(SFC)로부터 Baillie Gifford가 구성한 UCITS 펀드를 홍콩 내 전문 투자자들에게 영업 및 판매할 수 있도록 하는 유형 1 허가를 소유하였습니다. Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited(百利亞洲(香港)有限公司)는 주소 30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong, 전화번호 +852 3756 5700으로 연락하실 수 있습니다.

### 한국에 관한 중요한 정보

Baillie Gifford Overseas Limited는 한국의 금융위원회에서 국가간 투자자산 운용사 겸 비재량적 투자자문으로서 인가를 받았습니다.

### 일본에 관한 중요한 정보

Mitsubishi UFJ Baillie Gifford Asset Management Limited(‘MUBGAM’)는 Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corporation과 Baillie Gifford Overseas Limited의 합작 회사입니다. MUBGAM은 FCA(Financial Conduct Authority)가 인가하고 규제합니다.

### 호주에 관한 중요한 정보

이 자료는 ASIC Class Order 03/1099의 정의에 의거 귀하가 기관 투자자라는 전제 하에 제공된 것입니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 지방 자치 단체법 2001(Corporations Act 2001(Clth))에 따라 ASIC 면책규정(Class Order 03/1099) 적용을 통해 호주의 기관 투자자에게 금융 서비스를 제공하는 것과 관련된 호주 금융 서비스 라이선스(Australian Financial Services Licence)의 보유 의무 요건을 면제 받았습니다. 호주에 적용되는 법률과 다른 영국법에 따라 FCA(Financial Conduct Authority)가 인가하고 규제합니다.

### 남아프리카공화국에 관한 중요한 정보

Baillie Gifford Overseas는 남아프리카공화국 금융서비스위원회에 외국인 금융 서비스 업체로 등록되어 있습니다.

### 북미에 관한 중요한 정보

Baillie Gifford International LLC는 Baillie Gifford Overseas Limited가 완전 소유하는 회사로서 2005년에 델라웨어주에서 설립되었습니다. 이 회사는 Baillie Gifford Overseas Limited가 고객 서비스를 제공하는 법인이며 미국에서 마케팅 업무 및 캐나다에서 일부 마케팅 업무를 수행하고 있습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 투자고문으로서 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록되어 있습니다.

### 수익과 손실의 가능성

모든 투자 전략에는 이익과 손실의 가능성이 있습니다.

이 문서에는 독립적 조사로 간주되지 않는 투자 정보가 포함되어 있습니다. 따라서 독립적 조사에 대해 제공되는 보호 조치를 받지 못할 수 있으며 Baillie Gifford와 직원은 문체의 투자 거래에 참여했을 수 있습니다.

별도 언급하지 않는 한, 모든 정보는 Baillie Gifford & Co에서 제공한 것이며 최신 상태입니다.

이 문서에 사용된 이미지는 예시 목적으로만 사용된 것입니다.

---

## IAIN CAMPBELL

투자 매니저

---

Iain은 옥스포드 대학에서 현대사 전공으로 학사 학위를 받고 2000년에 졸업하였습니다. Goldman Sachs에서 투자 금융 분석가로 일하고, 아시아를 여행했으며, 2004년 Baillie Gifford에 입사하였습니다. 현재 투자 매니저이며, 2010년부터 International Focus Portfolio Group에서 경력을 쌓았습니다.



---

# 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 비효율성 초래되고, 이러한 비효율성은 단기 시장 참여자 가운데 극히 소수만 이익을 보게 만든다고 생각합니다. 단기 지향성은 수수료에 의존하는 투자은행, 인간 심리, 그리고 잘못된 인센티브 구조에 기인합니다.

하지만 이것을 이용하기 위해 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 테스트<sup>1</sup>는 인내심과 인생의 성과 간 상관관계를 측정하기 위해 사용되었는데, 조금만 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 했습니다<sup>2</sup>. 20세기 초, 경제학자 Arthur Pigou는 이런 종류의 행동을 ‘고장 난 망원경 기능’으로 묘사하였습니다<sup>3</sup>.

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 나타났습니다<sup>4</sup>. 또 다른 논문에서 그는 CEO의 평균 재임 기간이 9~10년에서 4~5년으로 떨어지는 동안, 주식의 보유 기간도 지속적으로

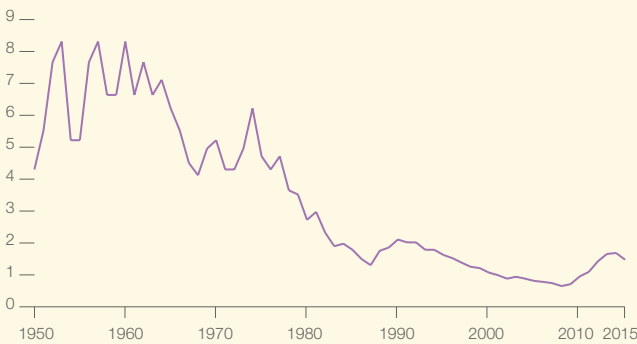
하락했다고 밝혔습니다<sup>5</sup>.

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 주목하였습니다<sup>6</sup>.

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 이어집니다<sup>7</sup>.

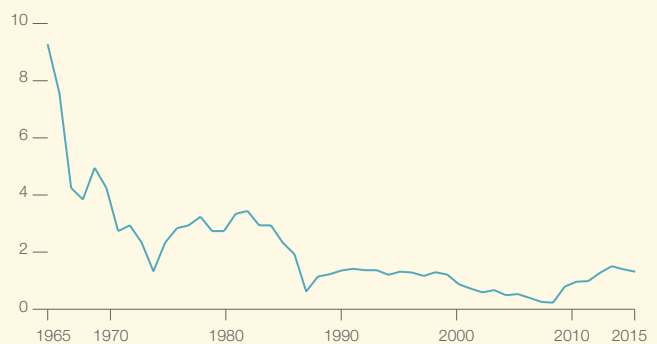
회사 경영진이 외부 투자자들의 압력으로 단기 지향성이 되는 냉혹한 두 사례는 금융 정보 제공 웹사이트인 Sagework의 데이터를 토대로 한 2014년 연구에서 나왔습니다. 이 연구는

NYSE 평균 보유 기간, 1950 - 2015



출처: New York Stock Exchange.

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) <베짱이와 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 보여주었습니다<sup>8</sup>.

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 응답하였습니다<sup>9</sup>. 저자는 주식 시장 비효율성과 적대적 인수합병의 위협 하에서 이것은 왜 이성적인 결정인지 설명합니다. 하지만 메시지는 분명합니다. 단기 지향적 시장은, Barton이 말한 “분기별 자본주의”로 인하여<sup>10</sup> 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 수많은 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.<sup>11</sup>

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.”<sup>12</sup> 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 응답하였습니다<sup>9</sup>

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.<sup>13</sup>) 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 시스템1이기도 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”<sup>14</sup>라고 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”<sup>15</sup>라고 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 얽혀있습니다). 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”<sup>17</sup> 준비가 되어 있는 “자본주의의 경비견”<sup>16</sup>으로 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 꼭 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 주장합니다.<sup>18</sup> <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 피라미드에 불과하지만 행동 면에서는 빠르고, 영리하고, 설득력 있고, 탐욕이 가득한 액티비스트들에 의해 조작되는 것입니다. 이러한 불안전함의 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 공교롭게도 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.*



---

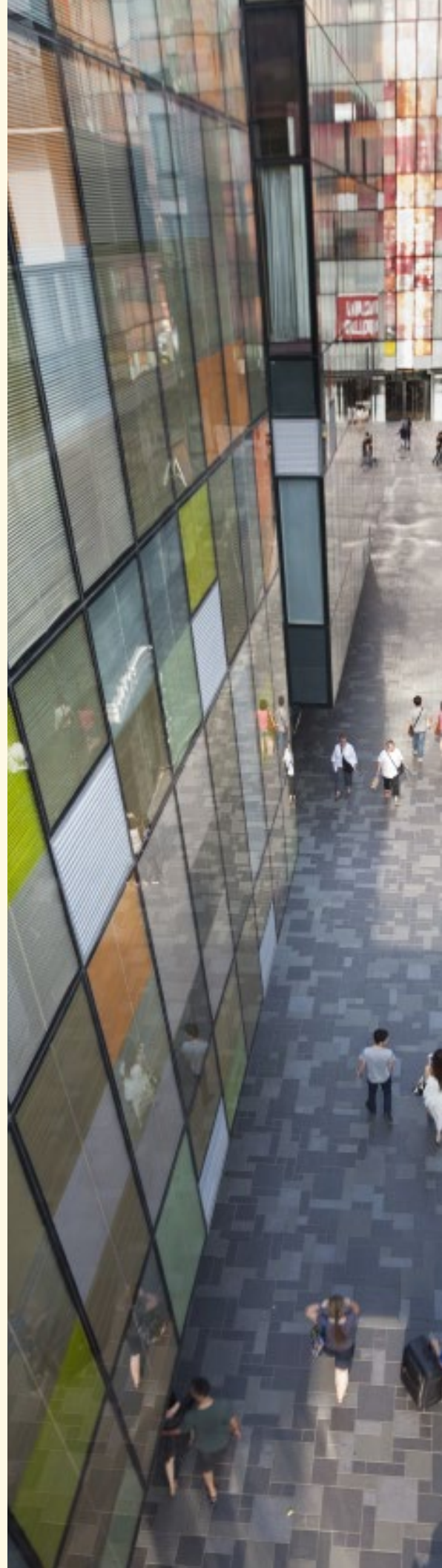
## 2부 – 만연한 근시안 문 제를 고칠 수 있을까?

---

단기 지향성을 해결하기 위해 많은 계획들이 추진 중에 있습니다. 장기적 자본에 집중<sup>19</sup>, 장기 계획 투자<sup>20</sup>, 장기 금융 계획<sup>21</sup> 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.<sup>22</sup> 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.

그렇다 하더라도, 가장 역동적인 계획조차 근시안적 행동을 단번에



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



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 합니다<sup>23</sup>.

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 활용하는 데 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](http://www.bailliegifford.com/thinking)

## 궁금한 점이 있으세요?

질문이 있으시다면, 이메일 [help@bailliegifford.com](mailto:help@bailliegifford.com)로 연락 주시거나 저희 Baillie Gifford 고객 상담원에게 연락 주십시오.