

진정한 투자,  
**Actual Investing**  
에 대한 담론.

Stuart Dunbar, Partner



*Investment managers*

# 리스크 요인.

본 보고서에 게재된 의견은 Stuart Dunbar의 견해이며 특정 주식을 매입, 매수, 보유할 것을 권고하거나 추천하는 것이 아님을 주지하시기 바랍니다. 본 보고서의 의견은 개인의 견해를 바탕으로 하며, 사실의 진술이 아닐 수 있고, 따라서 이를 바탕으로 투자결정을 내려서는 안됩니다.

본 보고서에는 독립적 리서치로 간주되지 않는 투자 정보가 포함되어 있습니다. 따라서 독립적 리서치에 대해 제공되는 보호 조치를 받지 못할 수 있으며, Baillie Gifford와 직원은 해당 투자 거래에 관여했을 수 있습니다.

모든 투자전략에는 이익과 손실의 가능성이 존재하며, 귀사 또는 귀사의 고객 자본에 리스크가 발생할 수 있습니다. 과거의 성과가 미래의 수익률을 보장하지는 않습니다. 별도의 언급이 없는 한 모든 정보는 Baillie Gifford & Co가 제공한 최신 정보입니다.

본 보고서의 모든 이미지는 오직 설명을 돕기 위해 삽입되었음을 밝힙니다.



**Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN**  
**Telephone \*44 (0)131 275 2000 [www.bailliegifford.com](http://www.bailliegifford.com)**

## 진정한 투자(Actual Investing).

주식투자는 수익을 찾아 자본을 이동시키는 과정으로써 19세기부터 사회적 발전과 개인의 재산축적을 위한 원동력이 되어왔습니다. 그러는 동안 투자업계에서는 실제 회사와 실제 프로젝트에 주로 관심을 두었습니다. 다만 요즘의 투자업계는 지역별 투자분배, 섹터별 포지션, 요인별 가중치 등 추상적인 개념에 집착하고 있는 모습입니다. 이런 개념들은 우리의 실질적인 목표와는 큰 관련이 없는데도 말이죠.

이런 용어들만 들으면 마치 우리가 투자가 아니라 투기를 하는 것 같습니다. 게다가 전반적인 자산운용사들이 실질적 투자에 집중을 하지 못하면 고객은 실망하게 되고, 투자업계 내의 불안감은 증가합니다. 어쩌면 이는 많은 국가에서 나타나는 생산성 성장 부진과도 연관되어 있는지 모릅니다.

이제는 업계의 진정한 투자자들이 나서 왜 진정한 투자가 중요한지 설명해야 할 때입니다.

# 액티브? 패시브? Actual.

이러한 논의를 단순하게 액티브 투자자 대 패시브 투자자의 논쟁으로 축소해서는 안됩니다. 즉, 마치 액티브, 패시브 투자가 모두 동일한 활동을 향해 나아가는 타당한 접근법인 양 해서는 안된다는 거죠. 그렇지 않으니깐요. 액티브 투자는 어떤 하나의 활동이 아니며, 액티브 투자라고 불리는 많은 것들은 실제 액티브 투자가 아닙니다. 액티브 투자의 근본적인 목적은 여유자금이 있는 자들의 자본을 이용해 수익창출의 기회를 포착한 기업가와 회사의 아이디어와 프로젝트에 돈을 연결해 주는 것이며, 전문투자자로서 우리가 할 일은 그러한 아이디어와 프로젝트에 얽힌 리스크와 잠재적 결과와 그 실현가능성 등을 평가한 후 펀딩을 위해 채택된 주식 또는 대출의 가격을 매기는 것입니다. 그런데 우리의 이 투자산업은 그 근본적 목적에 대한 집중이 너무나 부족합니다.



패시브 투자는 이와 다릅니다. 형편없는 액티브 투자전략에 투자하는 것 보다는 값싼 시장 접근이 낫기 때문에 패시브 투자도 자리를 잡기는 했습니다만, 그 근본적 목적과 상관없는 자본의 배분은 엄격히 말해서 진정한 투자는 아닙니다. 패시브 접근법이 보다 근본적 투자목적에 집중하는 액티브 접근법과의 경쟁에서 버틸 수 있는 주요 이유는 따로 있습니다. 액티브 투자라는 명목 하에 그저 다른 투자자의 행동을 유추해보기 위해 기존 자산의 단순 2차 거래를 실행하는 일이 너무 많다는 것입니다. 이런 활동은 진정한 투자와 거리가 멀 뿐더러 엄청난 오버트레이딩과 변동성을 야기하고, 이를 통해 휘황찬란한 생활을 누리는 자들이나 마치 단기 변동성이 기술인양 고객을 속이는 자들의 잇속 채우기 외에 딱히 유익한 목적을 실현하는 것도 아닙니다.

상장주식 시장은 이따금씩 투자자들 간 유동성 공급을 위한 것일 뿐, 그 역할을 넘어선 시장은 기본적으로 무시해야 합니다. 그런데 상장시장의 분석이 우리의 근본적인 목적을 지배하는 사태까지 오고 말았습니다. 게다가 이제는 금융산업에서 시장 참조 데이터 포인트로 가치를 표현하고 있습니다. 모두가 다른 사람보다 앞서기 위해 기존자산을 사고 파는 일에 가담하고 있고, 전문가들은 너나할 것 없이 이 제로섬게임을 참조하고 있습니다. 하지만 이런 활동은 고객은 물론 사회의 부의 창출과는 별 상관이 없습니다.

진정한 투자자는  
과거가 아닌  
미래를 바라본다.

# GAME OVER?

# 액티브 투자는 이미 끝났나?

EFRP(European Federation for Retirement Provision)이 발표한 수치에 따르면 2017년에 이르는 총 8년간 패시브 투자전략은 \$1조에 가까운 자금 순유입을 기록했습니다. 반면 전통적인 액티브 투자전략에서는 자금유출이 \$6천억을 넘었습니다. 이 수치가 커 보이지만 실제로는 더 클지도 모릅니다. 패시브 펀드를 제공하는 자산운용사들은 이제 세계에서 가장 큰 펀드운용회사들이 되었으니 말입니다.

패시브 자산관리가 일부 고객군에서 득세하고 있다는 사실은 액티브 투자가 얼마나 그 본래의 목적에서 벗어나 있는지 보여줍니다. 게다가 그 어느때보다 빨라진 처리능력이 즉각적인 커뮤니케이션 그리고 다양한 데이터소스와 결합해 시장참여자의 행동 분석이 쉬워지고 자본의 본질적 사용 목적을 경시하게 되면서 상황은 매년 더 나빠지고 있습니다. 이런 허황된 고도화는 금융산업이 수익 창출이 아닌 수익 찾기에 열중하고 있는 한, 의미 없는 경주일 뿐입니다. 따라서 돈의 가치가 아니라 비용이 주요 논점이 되고 있는 것, 산사태 같이 쏟아지는 규제의 피해자가 우리라는 것 모두 그다지 놀랍지 않습니다.

회사를 통해 자본을 매력적인 프로젝트에 투자하는 우리의 근본적 역할에 무슨 일이 생긴 걸까요? 사회의 미래 의무를 위해 필요한 실질적 부의 창출은 어디로 사라졌을까요? 진정한 산업진보는 이번주 시장가격이 조금 오를지 모른다는 판단이 아니라, 기술의 눈부신 발전, 더욱 스마트한 유통, 더욱 효율적인 인프라의 건설, 상상력, 창의력을 바탕으로 일어납니다.

최근 Financial Times의 한 기사는 “S&P 500이 지난 목요일 200일 이동평균선 이하로 떨어진 이후 가파르게 반등하면서 미국 주식시장은 장 초반 하락세를 뒤집었다”는 문구로 시작했습니다. 이런 식의 글을 읽는 것에도 이전 꽤 익숙해졌지만 대체 진정한 투자와 이게 무슨 관련이 있나요?

사실 이 '시장'은 기본적으로 매우 다채로운 투자 프로젝트들로 이뤄져 있는데 왜 우리는 산업별, 국가별 특성, 과대비중, 과소비중, 투자전략(factor tilts), 모멘텀, 스타일, 평균회귀, 그 밖에 여러 인위적인 숫자들 같이 모든 정보를 다 알려주지만 정작 실제 투자 리스크는 알 수 없는 것들만 주목하고 있는 건가요? 원한다면 투자전략을 선진국 시장의 성장 모멘텀 주식과 비교할 순 있겠지만, 알다시피 그 결과로는 유전자염기서열화 비용의 하락이 어떻게 빅데이터와 결합해 헬스케어 산업에 충격을 줄 수 있는지는 알 수 없습니다.

제 마음 속 너그러운 목소리는 많은 선의의 투자자들이 잠시 시장 분석의 처리능력에 현혹되어 정말 무엇이 중요하지 잊었을 뿐이라고 합니다. 반면 좀더 엄격한 목소리는 투자업계가 스스로 우리의 일을 말도 안되게 복잡해 보이도록 만들어 극단적 고연봉을 정당화했기 때문에 금융업도 그 길을 택했다고 말합니다. 작금의 이 현실이 과연 나쁜 사람 눈에만 보이는 것인지 좀더 맹렬한 냉철한 질문이 필요한 때가 아닌가 합니다.

## 우리는 어떻게 길을 잃었나.

언제 우리 업계가 바람직한 투자를 보는 눈이 흐려졌는지 정확히 짚어 말하기는 어렵습니다. 다 만 복잡한 것과 가치 있는 것을 혼돈하는 세상에 자본자산평가모형(CAPM)과 그 부작용들이 등장한 1960년대까지 거슬러 올라가야 할 것으로 보입니다.

CAPM은 인위적으로 투자수익을 알파(주식 수준의 또는 '다채로운' 리스크와 수익)과 베타(시장 수준의 리스크와 수익)로 나눔으로써 실질적 투자결정을 참조하지 않고, 심지어는 아예 그 존재를 모르고도 모든 투자자는 효율적인 시장 수익률을 얻을 수 있다는 생각을 만들어냈습니다. 이에 따라 베타는 기본 투자 포트폴리오가 되었고, 그 포트폴리오에서 '평균 이상의 수익'을 내는 것이 액티브 자산운용이 제안하는 가치가 되었습니다.

이는 곧 액티브 자산운용사들이 기초적인 투자 분석은 등한시한 채, 조금이라도 서로를 이기려고 끝없이 시도하는 데에 몰두하도록 이끌었습니다. 그리고 이 뻘뻘한 세계에서

성공적인 투자는 비용과 투명성처럼 상대적인 개념이 되었습니다.

'액티브'는 시장과 다른 것을 의미하기 시작했고, 이는 활동에서도 나타났습니다. 자산운용사들은 근본적인 투자는 안중에도 없이 그저 더 복잡하고 비싼 거래전략을 도입하기 시작했습니다. 투자업계 내의 경쟁 측면에서, 자본의 기본적인 배분 측면에서 모두 시장실패의 원인이었습니다.

그리하여 우리는 오늘에 이르렀습니다. 대부분의 투자는 더 이상 투자 대상 프로젝트의 장기적 리스크를 생각하지 않습니다. 이제 투자는 최소한의 비용으로 가공의 '시장수익률'을 얻는 불로소득이자, 더 빠르고, 더 스마트한 시장분석과 시장참여자를 통해 (실질적 기업은 보이지도 않음) 값비싼 제로섬 경쟁에 뛰어드는 것이고, 가치창출의 가면을 쓴 금융공학을 바탕으로 리스크를 여기저기 섞는 것이며, 진짜 목적을 잊은 운용사가 해명하지 않는 비용을 혼돈하도록 하는 것입니다.



# 보여주기가 아닌 진짜 투자.

액티브 자산운용은 이미지 문제에 직면해 있습니다. 이는 자산운용사만의 문제가 아니라 전반적 투자 공급망의 문제입니다. 우리는 투자자가 가격의 합당함을 파악하기도 어려울 정도로 자문, 트레이딩, 서비스, 거래 등등의 비용을 들이대며 혼란을 야기합니다. 그러자 투자자들은 비용에만 집중, 패시브 투자로 방향을 튼 것입니다. 이런 행동은 당연히 투자자의 이익에 반하며, 마땅히 언론의 지탄 대상입니다. 그런데 불행히도 모든 시장참여자가 똑같은 약점을 가지고 있습니다.

고객을 위해 노력하는 회사라면 일어나서 목소리를 내야 합니다. 그 과정에서 친구를 좀 잃는다 해도 멈추지 않아야 합니다. 고객의 이익보다 단기 수익을 추구하는, 그래서 우리 업계의 장기적 미래를 위협하는 친구는 필요 없습니다. 목소리를 낸다는 것은 진짜 투자가 의미하는 것이 무엇인지 고객의 이해를 돕는 것입니다. 합리적인 수수료를 부과하고, 고객이

지불하는 비용이 어디에 쓰였는지 자발적으로 공개하는 것입니다. 고객이 어떤 금액이 합당한 가치를 제공하는지 합리적으로 판단하도록 투자 먹이사슬의 모든 부분을 분리하는 것입니다. 그런데 이에 실패하면서 가치가 아닌 비용에 집중하게 되었고 패시브 투자를 공급하는 자들의 장단에 놀아나게 된 것이죠.

고객들이 단기적으로 생각하니까 우리 자산운용사들도 어쩔 수 없이 그렇게 한다는 말이 심심치 않게 나옵니다. 제 생각은 다릅니다. 오히려 우리 업계는 각자의 비즈니스 리스크 관리를 위해 슬그머니 고객의 눈을 단기이익으로 돌렸습니다. 우리가 스스로를 평가하고 벤치마크 대비 분기별, 연도별 실적을 보고하는 구조를 만들어냈고, 단기간 성과 또는 운용 중인 자산에 따라 보상을 받는 투자운용역들도 생겼으며, 고객을 교육시켜야 하는 임무는 회피하고 있습니다. 많은 사람들이 군중 속에서 튀지 않으려 벤치마크를 바짝

쫓고 싶고, 좋은 성과를 달성하기보다 마케팅에 힘쓰고 싶은 충동을 겪습니다. 이 고질적인 단기이익주의는 결국 예상할 수 없는 최고보다 예상할 수 있는 평균이 더 매력적이라는 겁니다. 그 평균이라는 것이 비용을 제하면 패시브 투자보다 적다고 해도 말이죠.

이것은 산업전문가의 의견이 아닙니다. 영국의 Sunday Times는 최근 기사에서 전문투자자 대비 개인투자자의 최대 경쟁력은 “투자위원회나 수탁자의 단기적 책임에서 자유롭다”는 것, 때문에 장기적 시각을 가지고 투자의 기본에 집중하기 유리한 것이라고 언급했습니다. 해당 신문의 독자들은 우리의 서비스를 이용하면서 소속된 회사에는 어느 정도 영향력을 가진 사람들이죠. 그리고 이것이 바로 액티브 투자가 직면한 문제입니다. 이런 외부의 관찰자조차 액티브 자산운용이 대리인 문제로 일을 제대로 하지 못하고 있다는 것을 눈치챈 겁니다.

진정한 투자자는  
분기가 아니라,  
수십년을  
생각한다.



### 미국 내 상장된 모든 보통주가 창출한 부의 순 가치 (1926-2016)

기업 수



거의 \$35조에 육박하는 총 가치가 창출됨

주식시장의 부 창출은 해당 자본을 1개월 만기 국채에 투자했을 경우 획득한 이자 금액을 초과한 금액을 누적(배당금의 재투자 포함)한 것으로 정의합니다.

데이터의 해석: 1926년부터 2016년 사이의 모든 CRSP 보통주 25,967개 종목(25,332개 기업)을 포함합니다. 그 중 가장 실적이 좋은 1,092개 기업 외에도 9,579개 기업(37.8%)이 존속기간 중 부를 창출했습니다. 그런데 이는 나머지 14,661개 기업(전체 기업 중 57.9%)이 마이너스를 기록하며 상쇄되었죠. 여기서 우리는 1926년 이후 미국 주식시장이 창출하는 부의 순 가치는 결국 전체 기업 중 4.3%의 기업에 의해 달성되고 있음을 알 수 있습니다.

출처: Hendrik Bessembinder, Do Stocks Outperform Treasury Bills (주식이 국채보다 나올까)? (2017년 8월)

# 많지는 않지만 존재한다.

Arizona State University (리조나주립대학교)의 Hendrik Bessembinder 교수의 연구 결과, 1926년부터 2016년 사이, 미국 주식시장에서 창출된 모든 부의 순 가치는 가장 훌륭한 실적을 낸 주식 1,092개와 같았습니다. 더욱더 놀라운 점은 그 중 절반은 단지 90개의 기업(전체 기업의 0.3%)이 창출한 부였다는 것입니다. 그렇다고 나머지 회사들이 전부 0 이하의 부를 창출했다는 것은 아니고, 아웃라이어 값이기 때문에 전체 실적에서 제하였다는 의미입니다. CAPM는 차치하고, 진실은 일반적인 분포와 크게 다르지 않을 수 있습니다. 이것이 우리의 투자 방법과 관련해서 주는 메시지는 무엇일까요? 분명한 것은 만약 딱 맞는 종목을 찾으면 시장수익률을 능가할 수도 있을 것이고 엄청난 부의 가치를 창출할 수 있다는 겁니다. 반대로, 그런 종목을 찾지 못하면 최악의 실적이 날 수도 있겠죠.

이 경험적 연구결과는 실제 우리가 시장에서 목도하는 바와 다르지 않습니다.

이 정보를 가지고 무엇을 해야 할까요? 그건 여러분이 스스로 얼마나 많은 최고의 종목을 찾을 수 있는지에 달렸습니다. 그런 종목을 짚어낼 수 없다면 그냥 모든 종목을 사는 인덱스 펀드가 좋겠습니다. 결국 그 안에서 최고 종목도 보유하는 거니까요. 하지만 다른 종목도 보유하게 되니 대략 25배 정도 희석되는 셈입니다. 대부분의 상향식(Bottom-up) 주식투자자들은 그런 최고의 종목을 찾는 능력을 본인들이 보유하고 있다고 말하지만, 우리 중 정말로 고객들에게 위 연구 결과를 주목하라고 독려하는 경우가 얼마나 될까요? 아예 시도조차 하지 않는 때가 너무 많습니다.

“애초에 CAPM의 목적은 우리가 아는 ‘현실적 세계’를 설명하는 것이 아니었다. CAPM은 모형이자 이론이다. CAPM 자체가 아니라 어떻게 사람들이… 그것을 활용하고 있는지가 진짜 문제다. 사람들은 마치 커다란 망치를 찾았지만 어디에 쓰면 안되는지, 어떤 결과가 수반될 지 모르는 어린아이들 같다.”

-익명의 학자

# 고객과 무엇을 논의해야 하는가.

Hendrik Bessembinder 교수의 연구 결과에는 주의 깊게 살펴  
보아야할 점이 많습니다.

우선 정말 성공적인 종목들은 아주 오랜 기간에 걸쳐 수익을 구성한다는  
점입니다. 지속가능한 경쟁력이 있다는 것은 엄청난 강점입니다. (그런  
종목에서는) 주가가 평균으로 돌아가지 않고, 단기적인 변동성도 큰  
의미가 없죠. 이미 그 가치가 몇배가 된 주식은 즉각적인 매도로 이어지지  
않고, 주가가 오른다고 반드시 '더 비싸졌다'고 하기도 어렵습니다.

---

이러한 방식으로 탁월한 성과를 달성하려는 액티브 운용사라면 장기적인  
측면에서 보더라도 옳은 종목보다 틀린 종목을 가질 가능성이 높습니다.  
하지만 이는 우세한 불균형 덕분에 문제가 되지 않습니다. 이들의 투자가  
성공한다면 최고의 종목이 실패한 종목을 상쇄하게 됩니다. 그런데  
운용사가 절반 정도는 틀린 선택을 할 수도 있다는 사실, 그리고 그것이  
바로 투자의 불확실성이자 기본요소라는 사실을 받아들일 수 있습니까?

---

최고의 종목을 찾는 과정에서 얻는 수익의 전체적인 패턴은 특정 지수  
하나와는 매우 다르게 보일 겁니다. 단기적으로 편차가 클 수 있지만,  
지나갈 일입니다. 이런 것들은 넘어가되, 관심있는 기업의 근본적인  
발전과정에 집중할 준비가 되어있나요? 이 질문이 장기적으로 정말 중요한  
문제입니다.

자본시장의 목적에 대해서도 시사하는 바가  
있습니다. (떨쳐내야 하지만 그러지 못하고  
있는) 단기 이익을 중시하는 풍토 때문에  
오늘날 자본은 전혀 자금의 조달에는 쓰이지  
못한다는 따가운 시선을 받고 있습니다.  
자본시장으로 투입되는 돈보다 유출되는  
돈이 많은 것이죠. 단기 목표를 달성한 것처럼  
현금흐름을 조작하는 방식으로 단기이익주의에  
영합하는 회사들이 굉장히 많습니다. 이들은  
투자기회를 잡기보다는 임원 보너스를 챙기기  
위해 실적목표에 매달리며 배당금을 지불하거나  
자기 주식을 매도하죠. 우리는 이를 이해관계의  
일치라고 부릅니다(누구의 입장에서?).

투자자의 눈치를 보느라 단기적인 실적에  
집중할 수밖에 없어 스스로 미래에 투자하지  
않는 회사들이 너무나 많습니다. 2016년까지  
지난 25년간, 투자(설비투자과 R&D) 대비  
배당(배당금과 주식환매)의 비율이 거의 75%  
나 떨어지는 상당히 불만족스러운 상황이  
전개되었습니다. 기업으로 유입되는 돈보다  
기업이 지불하는 돈이 더 많다는 것은 기업이  
새로운 외부 자본을 전혀 사용하지 못하고  
있다는 의미입니다. 최근 몇 년간 생산성 성장이  
저조했던 것도 당연합니다. 이는 장기적 성장을  
추구하는 진정한 투자자는 새로운 기회에  
자본을 재투자할 의지가 있는 회사와 긴밀하게  
협력할 필요가 있음을 의미합니다. 때로는 다른  
주주의 단기 이익은 무시해야 함을 의미합니다.  
그런데 미래를 위한 의미 있는 투자를 하는  
기업이 워낙 없다 보니, 그런 투자를 하는 기업이  
얻을 수 있는 잠재적 수익은 훨씬 커진다는 것은  
희소식입니다. 이 점을 고객에게 찬찬히 설명할  
수 있는 자산운용사는 과연 몇이나 될까요?

# 어떻게 (거의) 아무도 운용사를 선택하지 않나.

미국 시장에 주목한 Petajisto<sup>1</sup>와 Cremers & Pareek<sup>2</sup>의 학술연구는 투자의 기본으로 돌아가는 것이 고객에게는 얼마나 많은 가치를 제공하는지, 투자의 신뢰를 어떻게 재건할 수 있는지에 대해 객관적인 증거를 제시했습니다. 해당 연구의 저자들은 투자의 기본, 즉 Active Share(지수와 다른 비중)이 많을수록 지수와 무관하고, 포트폴리오 회전률(Turnover)가 낮을수록 단기적 변동성과는 관련이 적은 투자에 집중하는 자산운용사를 대리하는 개념으로서 Active Share와 Turnover를 활용했습니다.

저자들은 Active Share(즉, 벤치마크를 무시하는 투자)가 많은 운용사가 더 좋은 성과를 낼 가능성이 높음을 보여주었습니다. 그렇지만 이것으로는 충분하지 않습니다. Turnover가 높은 Active 포트폴리오도 여전히 시가총액가중지수에 미치지 못할 가능성이 있습니다. 주목할 점은 1995년에서 2013년 사이, 평균적으로 Turnover가 낮은 Active 포트폴리오를 운용하는 운용사의 보수 공제 후 실적은 시가총액가중지수를 연간 2.3%씩 상회했다는 겁니다. (물론 저자들이 찾아내기 어려운 데이터를 많이 취합했지만) 이런 내용이 고도의 공학지식을 요하는 어려운 수준은 아니기에, 왜 운용사의 선택이 항상 옳기 어려운지 의문을 가질 수도 있습니다. 제 생각은 이렇습니다.

---

워낙 많은 운용사가 있고, 그 중 일부는 투자 능력이 부족하다고 해도 통계적으로 탁월한 듯 보이는 성과를 보여줄 수도 있습니다. 이것은 단지 큰 숫자의 법칙일 뿐입니다. 추가적인 분석이 없다면 과거의 실적은 큰 의미가 없죠. 불행하게도 과거의, (더욱 불행하게도) 단기의 실적이 여전히 운용사 검색조건을 주요 부분을 차지합니다. 따라서 정말 훌륭한 운용사와 운이 좋은 운용사가 뒤섞이게 됩니다. 그러니 과거의 실적을 검색 필터로 활용하지 마세요. 훌륭한 운용사는 좋을 때나 어려울 때나 하나의

접근법을 고수합니다. 근본적인(Fundamental) 분석을 통해 좋은 성과를 낸 운용사 중에는 투자업계가 끝없이 필요로 하는 자산 증가나 이윤 확대, 또는 이들의 결합, 그리고 고객의 이익보다 자신의 이익을 우선시하는 풍조 등에 의해 길을 벗어나는 경우가 너무 많습니다. 주인의식과 동기, 즉 운용규모가 아닌 운용성과가 진짜 중요한 것입니다. 올바른 운용사를 고르시기 바랍니다. 만약 운용사들을 이런 식으로 평가할 수 있는 내부

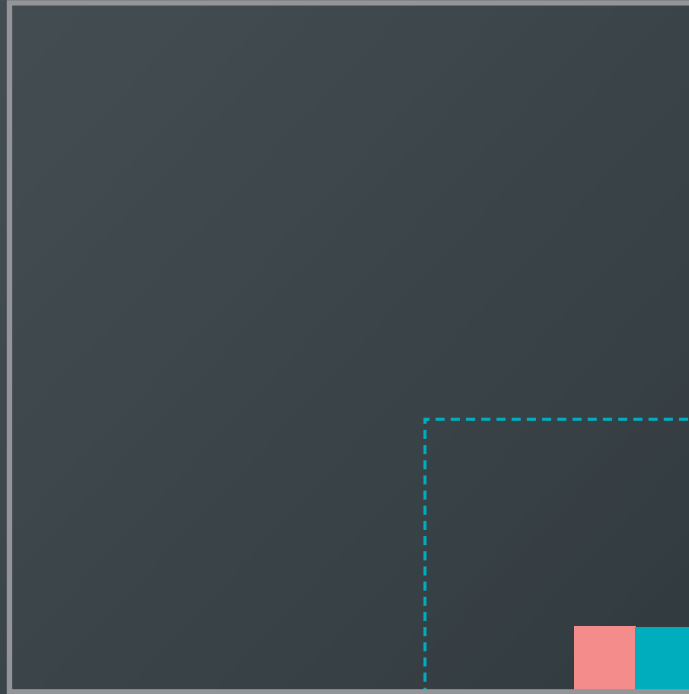
---

직원이 없다면, 컨설턴트에게 문의하세요. 여러분을 위해 기꺼이 운용사를 평가해줄 겁니다. 모든 일이 과도하게 복잡해지는 것을 그냥 두고 보지 마세요.

1. Active Share and Mutual Fund Performance (Active Share와 뮤추얼펀드 실적). Antti Petajisto, 2013.

2. .Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently ( 끈기 있는 자본의 뛰어난 성과: 거래가 많지 않은 액티브 자산운용사의 투자능력). M. Cremers, A Pareek, 2014.

### 데이터의 제한: 수수료 공제 후 평균 초과이익



출처: 모든 수치는 Cremers and Petajisto 2009 및 Cremers and Pareek 2014에서 발췌.

- 전체 '액티브' 운용사:  
평균부가가치 = **-0.4%**
- ▭ 가장 액티브한 20% vs. 벤치마크:  
평균부가가치 = **연 +1.1%**
- 높은 회전률, 높은 Active Share 20%:  
평균부가가치 = **연 +1.1%**
- 낮은 회전률, 높은 Active Share상위 20%:  
평균부가가치 = **연 +2.3%**



## 다시 기본으로.

지금은 고객에게 투자가 진정 의미하는 것이 무엇인지 상기시켜주는 일이 가장 시급합니다. 진정한 자산운용사는 그저 다른 투자자를 앞서려고 애쓰는 게 아니라, 고객을 대신하여 투자 아이디어를 찾고, 근본적인(Fundamental) 투자를 지지함을 스스로 증명할 필요가 있습니다. 투기꾼이 판치는 시장에서는 아무런 의미도 없는 단기적인 주가의 변동을 이야기할 게 아니라 투자와 관련된 리스크와 전개되는 상황에 대해 이야기를 할 필요가 있습니다. 이를 통해 자산운용사의 사회적 역할, 그 중요한 역할에 대한 논의를 다시 시작하고, 나아가 투자업계에 대한 사회적 인정도 재건할 수 있을 것입니다.

# 글쓰기.

Stuart Dunbar, 파트너



Stuart는 1993년 스코틀랜드의 University of Strathclyde(스트래스클라이드대학교)에서 금융 및 기업법 학사학위를 취득했습니다. 그 후 홍콩의 Dresdner RCM과 런던의 Aberdeen Asset Management에서 일했고, 2003년 Baillie Gifford에 입사했습니다. 현재는 Baillie Gifford의 파트너로서, 유럽과 아시아 지역의 금융기관 및 컨설턴트와 관계, 마케팅, 클라이언트 서비스 활동 등을 담당하고 있습니다.

# 중요 정보.

Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford & Co Limited는 영국 금융당국(Financial Conduct Authority, 약칭 FCA)의 인가 및 규제를 받고 있습니다. Baillie Gifford & Co Limited는 단위신탁 관리회사이며 OEIC의 공인 기업이사 (Authorised Corporate Director)입니다.

Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 외 국가의 전문/기관투자자에게만 투자관리 및 자산서비스를 제공합니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 Baillie Gifford & Co 및 Baillie Gifford Overseas Limited 소유로 영국 FCA의 인가 및 규제 하에 있습니다

영국 외의 지역에 거주 또는 주소지를 두고 있는 경우, 전문 상담인에게 영국 내 투자를 위해 정부 및 기타 기관의 허가를 구하여야 하는지를 문의하고, 세무 상담인에게 본인의 상황에 맞는 세무 조언을 구하여야 합니다.

## 한국 관련 중요 정보

Baillie Gifford Overseas Limited는 한국 금융감독위원회로부터 역외 투자일임업 및 투자자문업 인가를 받았습니다.

## 일본 관련 중요 정보

Mitsubishi UFJ Baillie Gifford Asset Management Limited ('MUBGAM')는 Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corporation 과 Baillie Gifford Overseas Limited의 합작투자회사로 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

## 홍콩 관련 중요 정보

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited (百利亞洲(香港)有限公司)는 Baillie Gifford Overseas Limited 소유 법인으로 홍콩 내 전문 투자자에게 Baillie Gifford의 UCITS 펀드를 광고 및 판매하기 위해 홍콩 증권선물거래위원회의 1종 라이선스를 보유하고 있습니다. 소재지 및 연락처는 다음과 같습니다. 주소: 30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong.

대표번호: +852 3756 5700.

## 남아프리카 관련 중요 정보

Baillie Gifford Overseas Limited는 남아공 금융위원회에 외국금융서비스제공인으로 등록되었습니다

## 호주 관련 중요 정보

본 자료는 귀사가 호주 회사법(2001)에 정의 (s761G)된 대형고객(wholesale client)이라는 가정 하에 제공됩니다. Baillie Gifford Overseas Limited (ARBN 118 567 178)는 해당 회사법 상 외국회사로 등록되어 호주 대형고객에게 금융서비스를 제공하기 위한 회사법(2001) 상의 금융업인가 취득을 면제받았습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 호주 내 적용법과 다소 상이한 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

## 북미 관련 중요 정보

Baillie Gifford International LLC는 Baillie Gifford Overseas Limited의 자회사이며, 2005년 델라웨어 주에서 설립되었습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 해당 법인을 통해 미국의 고객 서비스와 마케팅 업무는 물론 캐나다의 일부 마케팅 업무도 제공하고 있습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 미국 증권거래위원회에 투자자문업자로 등록되어 있습니다.

**BAILLIE  
GIFFORD.**  
**진정한  
투자자** (ACTUAL INVESTORS).

**[bailliegifford.com/actual-investors](http://bailliegifford.com/actual-investors)**