



MAKING IT PERSONAL

From New York

JP

To Hong Kong

질문과 '다름'으로 시작하는 투자

아이들이 말을 하기 시작하면서 가장 많이 마주치는 것은 그들의 '질문'이라고 생각한다. 주변 모든 것이 그들의 '호기심'을 자극하고 이는 자연스럽게 질문으로 이어진다. 어쩌면 질문은 인간의 가장 기본적인 본능 중 하나가 아닐까 싶다. 기억은 안 나지만 나도 어렸을 때는 질문을 많이 했었을 것이라고 추측해 본다. 그런데 나의 10 대와 20 대의 인생에서 질문은 별로 존재하지 않았다. 그래서 무작정 알파벳의 나열을 외워야 했던 화학이 너무 싫었고, '종합병원' 드라마를 보며 꿈꾸어 봤던 의사라는 직업에 대한 염원을 미련 없이 버렸다. 소설이나 시에 대한 해석조차도 객관식 중 한 가지만 선택해야 하는 시험 제도에 반감을 가지고 있었지만, 결국 현실이니 받아 들여야 했다. 그렇게 질문은 나의 일상에서 서서히 사라져 갔다. 다만, 집에서 저녁 식사를 하며 제 3 자가 보면 싸우는 것처럼 보일 정도의 치열한 토론을 부모님과 가졌던 것이 유일한 질문 습관이었다.

뉴욕에서 일을 시작하고 동료들이 미팅마다 자유롭게 의견을 개진하며, 모르면 알 때까지 끈질기게 질문을 하는 환경을 처음 접하게 되었다. 당연히 적응이 되지 않았다. 하루는 내 보스가 나를 불러 'Jungim, ask questions' 라고 말하였다. 질문이 떠오르지 않으면 큰 한숨 소리라도 내어 내가 미팅에 참여하고 있음을 동료들이 알게 하라고 하였다. 그리고, 그 때부터 내 인생은 완전히 바뀌었다. 질문을 통해 성장할 수 있었고, 다른 사람들이 하는 질문을 통해 세상을 다양하게 보는 법을 배웠다.

당시 고객이던 펀드매니저들이 주최하던 기업과의 미팅에 동석하고, 아시아 리서치 트립을 함께 다니며 들었던 그들의 질문과 다양한 관점은 10-20 년이 지난 지금도 생생하게 기억난다. *Making It Personal*을 통해 그 중 일부를 종종 공유할 예정이다.

정답을 강요하는 한국의 교육제도는 더 이상 경쟁력이 없음을 모두가 알고 있지만, 우리는 이를 반복하고 있다. 문제는 기업 또한 질문 보다는 증명된 과거의 정답에 기반하여 의사

결정을 내리는 경우가 많다는 점이다. AI 시대에 세상은 과거보다 더 빠르게 변하고 있고, 이는 과거의 정답에 기반한 의사 결정의 실패 확률이 높아짐을 의미한다. 정답이 존재하지 않는 미래를 맞이하여, 우리의 조직은 질문을 장려하는 문화를 가지고 있는지 꼼꼼히 생각해 볼 때이다.

2006 년 뉴욕 미드타운의 한 사무실

“중국의 창업 생태계가 크게 성장할 것이라고 생각되는데 중국의 대표적인 은행으로서 어떻게 생각하는가?” 2006 년은 중국 IPO 시장이 뜨거울 때였고 대부분의 투자자들은 단기적인 성장 스토리에 초점을 맞추고 있었는데, 오랜 투자 경험을 가진 한 펀드매니저가 이 질문을 하자 경영진은 질문의 의도를 이해하지 못하였다. 펀드매니저는 온화한 웃음을 지으며 **“우리가 하는 질문이 좀 특이하지? 라고 했는데 8 년 후 투자자들은 알리바바, 텐센트 등의 도약을 맞이하게 되었다.**

2011 년 홍콩 센트럴의 한 사무실

2010 년대 초반 중국의 부동산 개발 기업과 아시아 투자자들과의 그룹미팅에서 대부분 단기적인 실적에 대해 논의하고 있던 중, 한 미국 자산운용사의 투자자가 CFO 에게 **“당신은 현금흐름을 어떻게 관리하냐?”** 라고 물었다. CFO 의 대답은 “우리는 현금흐름을 관리하지 않는다” 였다. 해당 투자자는 그 말을 듣고 더 이상 미팅 노트를 작성할 필요가 없었다고 나에게 이야기 했었다. 지금의 중국 부동산 문제는 13 년 전 이미 예상 가능했던 것이었다.

2010 년대 초반 홍콩 센트럴의 한 사무실

2010 년대,중국에서 K 뷰티가 각광을 받을 무렵, 많은 증권사가 한국의 뷰티 OEM/ODM 기업들을 펀드매니저들에게 피칭했었다. 나 역시 증권사 직원으로서 유사한 피칭을 했어야 했다. 그때 한 롱온리 펀드매니저가 이메일을 보내왔다. **“OEM/ODM 은 브랜드 회사들이 투자해야 할 캐פק스를 대신해 주는 산업이기 때문에 지속가능한 리턴을 예측하기가 어렵다. 현재 K 뷰티의 인기를 볼 때 OEM/ODM 은 단기적으로 좋은 성과를 거둘 수는 있겠지만,**

추가적인 성장을 위해서는 또 다시 캐פק스를 투하해야 하기에 ROIC의 업사이드는 항상 제한이 있을 수 밖에 없지 않을까 생각된다. 내 투자 원칙에 따라 현재 OEM/ODM에 투자를 하지 않음으로써 단기적으로 기회비용이 있을 것이라는 것을 잘 알고 있다. 그러나, 나와 같은 장기투자자에게는 정당화 하기 힘든 비즈니스 모델이다.” 당시 2년 정도의 주가만을 두고 본다면 그녀가 예상한 대로 놓친 투자 기회였겠지만, 5년 이상의 호흡으로 본다면 그녀의 결정은 옳은 결정이었다. 투자 방법에 정답은 없다고 생각한다. 그러나 장기투자를 지향하는 나에게 그녀가 던졌던 질문과 의견이 여전히 깊이 자리잡고 있다

2010년대 초중반 한국

같은 시기에 또 다른 롱온리 펀드매니저와 한국에 리서치 트립을 왔었는데 해당 투자자는 만나는 뷰티 산업의 전문가들에게 다음의 질문을 반복해서 물어보았다. **“아무리 K 뷰티 브랜드라고 해도 Made in China 라면 중국 소비자들이 이를 한국 제품이라고 인식하며 구매를 할까?”** OEM/ODM에 대한 투자 여부 결정을 위해 동일한 질문을 다양한 관계자들에게 끈질기게 던지는 모습이 인상적이었다.

2011년 한국

2011년에 한 투자자와 한국을 방문했을 때의 일이다. 한국 은행들과의 미팅이 있었는데 투자자는 다음과 같은 질문을 하였다. **“은행업은 점점 디지털화 될 것이기 때문에 지점 수도 줄어들 것이고 인력도 과거처럼 많이 필요하지 않을 것이다. 그런데 한국은 해고가 자유롭지 못하다. 그렇다면, 현재와 같은 인력 구조 및 채용 추이는 재무상태표에 나타나지 않는 부채(Off Balance Sheet Liability)이고, 이에 대한 상당한 비용을 미래에 감당해야 할 것이다. 이에 대한 대책이 있는가? 우리는 아시아 전체 은행들을 비교하며 투자하는데 동남아시아의 은행들은 발전이 늦게 시작되었기 때문에 디지털화를 처음부터 염두해 두었고 이에 따라 직원당 생산성이 한국 은행들보다 더 매력적이다.”** 당시 한국 은행들의 대답은 기억나지 않지만 이 질문은 나에게서는 신선한 충격이었다. 실제로 한국 은행들은 희망퇴직 등으로 인해 매년 ‘일회성’ 비용이 발생하는 현실을 마주하게 되었다. 2020년대 초반 테크 기업들의 엔지니어

채용이 증가하던 시절 나는 동일한 질문을 기업들에게 하였는데, 대답은 인상적이지 못했다. 그리고 관련 기업들은 경기가 어려운 지난 1-2 년 간 고정비 성격의 인건비로 힘든 시기를 보내고 있다.

2000년대 중반 뉴욕

우리는 IPO에 거의 참여하지 않는데 이는 뉴욕에서 한 고객에 나에게 가르쳐 준 철학에 대한 원칙 때문이다. 해당 팀은 상당한 규모의 펀드를 운용하고 있었고 IPO에 참여하면 상대적으로는 나쁘지 않은 배분을 받을 수 있었다. 그럼에도 그들은 IPO에 거의 참여하지 않았다. 중국 기업들의 상장 첫날 주가가 폭등하던 시기였으니 그 이유를 많은 이들이 궁금해 했다. 그때 그 팀의 리더인 펀드매니저가 나에게 해준 이야기는 다음과 같다. **“왜 우리는 IPO에 참여하지 않는가? 1. 우리는 기업에 대해 철저한 리서치를 하는데 상장 이전 기업들에 대한 정보는 제한적인 관계로 리서치가 부족할 수 밖에 없다. 2. 우리 펀드의 규모가 크기 때문에 IPO 때 배분 받는 정도로는 충분하지 못하고 이후 시장에서 계속 매수를 해야한다. 그런데 소위 ‘핫’한 IPO는 더 비싸게 계속 사야하기 때문에 우리의 철학과 맞지 않는다. IPO 때 가격이 최저가인 경우도 있지만 대부분 IPO 이후 인내심 있게 기다리면 더 낮은 밸류에이션에 좋은 기업을 매수할 기회가 주어진다. 어떤 기업도 실수와 실패 없이 계속 나아갈 수는 없기 때문이다.”** 실제로, 해당 펀드의 보유 주식을 들여다 보면 IPO 때 비싼 가격 때문에 참여하지 않았으나 몇 년 후 주가가 하락했을 때 편입을 한 기업들을 확인할 수 있었다. 투자 철학과 원칙을 지키고 인내심을 가지며, 시장의 노이즈에 흔들리지 않기 때문에 오랜 기간 존경받고 성장하는 펀드로 남아 있는 것이 아닐까?

*이 글에 언급된 기업들은 주제와 관련한 예시이며, 케이프리덤자산운용의 투자 의견을 반영하지 않습니다.

*케이프리덤자산운용 준법감시인 사전확인필 제 25-0015 호(2025.03.06~2028.03.05)