

제2세대 130/30 전략

벤치마크 상대적 액티브 주식 포트폴리오의 롱온리(Long-only) 제약을 완화하는 것의 장점에 대한 영향력 있는 일련의 논문들이 발표되기 시작한 것은 약 10년 전이다.¹ 그 이론적 근거를 바탕으로 130/30 액티브 주식 상품들이 처음 출시된 것도 비슷한 시점이다. 초기 학술 논문의 강력한 이론적 뒷받침과 여러 컨설턴트, 운용사 및 업계 매체의 연이은 관심에 힘입어 신규 130/30 상품들의 수탁고는 2005년 이후 크게 비상했다. 130/30 전략의 수탁고는 2008년 정점을 찍은 후 주식시장의 전반적 부진과 함께 하락하였고, 그 이후 반등에 성공한 주식과는 달리 130/30 상품의 회복은 제한적이었다. 특히 130/30 성장기 동안 투자의 대부분이 집중되었던 퀀트(Quant) 130/30 상품의 수탁고는 여전히 2008년의 최고점을 크게 하회한다. 또한 한때 130/30 상품을 운용하던 운용사의 3분의 1이 해당 전략의 운용을 중단하였다. 이처럼 혜성처럼 등장한 130/30 전략의 인기는 오래지 않아 식었으나, 최근 새로운 수익 원천 발굴에 대한 관심 증가와 함께 특히 플랜스폰서(Plan Sponsor) 및 컨설턴트 커뮤니티를 중심으로 130/30 상품에 대한 관심이 되살아나고 있다.

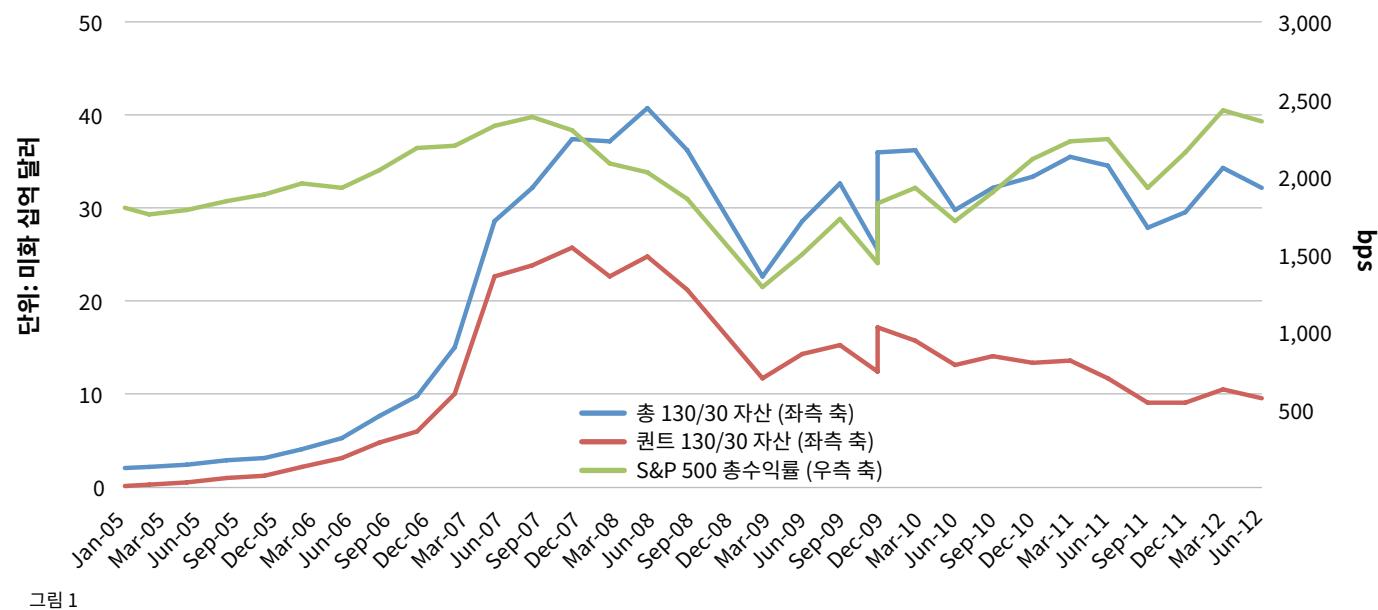
이제 130/30을 재조명할 때가 되었다고 생각한다. 130/30 투자 접근법은 제대로만 실행하면 롱온리 포트폴리오 대비 개선된 위험 조정 성과(Risk-Adjusted Performance)를 기대할 수 있다. 과거에 많은 130/30 전략이 부진한 성적을 보였으나, 이는 130/30의 이론적 결함 때문이 아니라 특정 매니저의 실행상 문제나 투자 접근법의 한계에서 비롯된 것으로 판단된다. 또한 130/30 상품의 포트폴리오 내 역할에 대한 잘못된 인식으로 인해 성과 부진이 더욱 악화된 측면도 있었다. 다행히 이제는 성숙된 130/30 상품 유니버스가 발달되어 선택의 폭이 넓어졌고, 130/30 전략이 어떤 조건에서 가치를 발휘하는지에 대한 정보도 많아졌다. 특히 최신 학술 논문과 당사가 운용 중인 포트폴리오의 실증 데이터를 통해, 130/30 포트폴리오가 롱온리 포트폴리오에 비해 벤치마크 대비 상대적 초과성과를 실현할 가능성이 더 높다는 점을 아래에서 제시한다. 또한 시장 참여자들은 시장 불안기에 악재에 대해 더 크게 과잉 반응한다는 점을 전제로, 개별 주식 종목 단위의 알파(Stock-Specific Sources of Alpha)를 추구하는 130/30 상품이 변동성이 큰 시장 환경에서 초과 수익을 달성하는데 더욱 유리할 수 있다는 연구 결과도 간단히 소개한다.

¹ Richard C. Grinold and Ronald N. Kahn, The Efficiency Gains of Long-Short Investing, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 6 (November/December 2000): 40–53; Roger Clarke, Harindra de Silva, and Steven Thorley, Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management, *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, No. 5 (September/October 2002): 48–66; and Roger Clarke, Harindra de Silva, and Steven Thorley, Toward More Information-Efficient Portfolios: Relaxing the Long-Only Constraint, *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 31, No. 1 (Fall 2004): 54–63.

I. 130/30 주요 지표

130/30 초기의 과열된 열기는 전형적인 밴드웨건(Bandwagon) 현상을 반영한 것으로, 수십 종의 유사 추종형 상품이 출시되고 과도하게 낙관적인 성장 전망이 제시되었다. 그러나 2008년에서 2009년 사이, 성장세가 급정지 상태를 넘어 역주행하기 시작했다. 아래 그림 1은 수탁고와 수익률을 포함한 130/30 유니버스의 주요 지표를 나타낸다.²

130/30 전략 자산과 S&P 500 총수익률 비교 (2005년 1월-2012년 6월)



- 130/30 수탁고는 정점 대비 약 45% 하락:** 그림 1에서 확인되듯, 2008년 중반 USD 40 billion을 상회했던 130/30의 총자산은 2009년 1사분기에 USD 23 billion 미만으로 축소되었다가, 2012년 2사분기에는 USD 32 billion으로 약간 반등하였다.
- 퀀트 130/30 상품의 수탁고는 여전히 정점을 크게 하회:** 130/30 등장 초기에는 퀀트 매니저들이 투자금 유치에서 우위를 보였으나, 2008년 금융위기 이후로는 그 우위를 잃었다. 정점인 2008년에는 130/30 전체 수탁고 중 60%가 퀀트 상품에 투자되었으나, 2012년 2사분기에는 그 비중이 30%로 하락하였다.
- 운용사의 3분의 1 이상이 130/30 상품을 폐지:** 2012년 2사분기 말 기준, 42개 운용사가 68건의 130/30 상품을 운용하고 있는데, 이는 2008년 2사분기의 70개 운용사가 113개 상품을 운용했던 것에 비해 크게 축소된 규모이다.
- 2009년 130/30 전략과 롱온리 전략 간 성과 차이가 자산배분자에게 깊은 인상을 남김:** 아래 그림 2는 2006년~2011년 기간 동안 130/30 상품들의 연도별 초과 수익 중간값(Median Gross Excess Return)을 130/30 운용사의 액티브 롱온리와 비교한 것이다. 개별 130/30 혹은 롱온리 상품 간의 성과 차이를 고려하더라도, 2009년 130/30 상품의 중간값은 크게 부진했던 반면, 롱온리 전략은 약간의 수익을 기록하였다. 이 추세는 2011년 완전히 역전되었다.

2 그림 1 및 해당 본문에서 인용된 자산 및 상품 데이터는 eVestment Alliance, LLC("eVestment")의 "Extended Equity" 유니버스 분기별 데이터를 기준으로 산출된 것이다. 각 운용사는 해당 자산 및 상품 정보를 eVestment에 자진 보고하기 때문에, 시간별 수익 또는 자산 표본에는 여러 가지 편향성이 일반적으로 내포되어 있다. 그러나 여러 출처를 검토한 결과, 130/30 주식 상품의 시장 변화 방향성과 강도는 대체로 일관성이 있었다. 그림 1의 S&P 500 총수익률은 분기별 데이터 기준이다.

130/30 및 롱온리 상품의 초과수익(총수익 기준) 중간값 비교, 2006년~2011년³

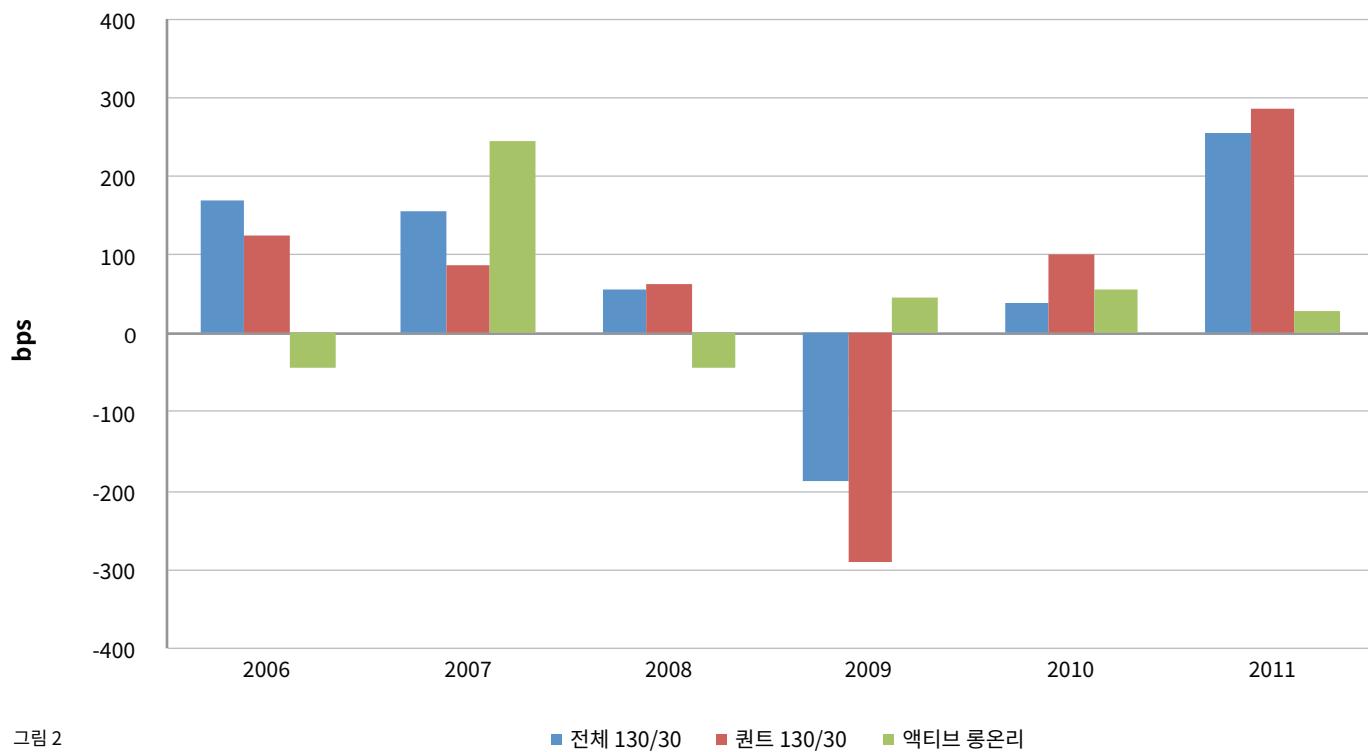


그림 2

■ 전체 130/30 ■ 퀀트 130/30 ■ 액티브 롱온리

위 데이터를 보면 130/30의 초기 투자자들은 크게 실망했을 것으로 보이며, 이는 투자자 및 컨설턴트와의 실제 대화를 통해서도 확인되었다. 많은 130/30 얼리 어답터들은 기대 대비 매우 크게 실망했던 경험을 토로하는 반면, 그 당시 투자하지 않았던 투자자들은 이를 다행으로 여기고 있다. 그렇다면 과연 무엇이 잘못되었던 것일까?

II. 130/30 전략 실행

130/30이 단순히 나쁜 타이밍의 희생양이었다고 볼 여지도 있다. 130/30 상품의 대거 등장 후 1~2년이 채 되기 전에 2007년 8월 양적 미니 위기(Quantitative Mini-Crisis)가 닥쳤고, 다시 1년 뒤에는 글로벌 금융위기가 발생했다. 그 이후에도 매크로 요소가 지배하는 변동성 장세가 이어지면서, 액티브 주식 매니저들은 유형을 막론하고 초과수익(Excess Return) 달성을 상당히 고전했다. 물론 지난 5년 기간을 보면 그 전체 혹은 일부 기간 동안 실망스러운 성과를 보인 것은 비단 130/30 전략만이 아니지만, 130/30 전략의 실망스러운 성과는 단순히 잘못된 타이밍 때문만은 아니었다고 본다.

A. 130/30의 부가가치(Added Value)

2006년~2011년 사이 동일한 운용사 집단 내에서도 130/30 상품과 롱온리 상품 간의 성과가 크게 벌어진 것은 무엇보다도 130/30의 이론적 결함 때문이라고 치부하기 쉽다. 동일한 조건에서 130/30이 롱온리 전략 대비 장기적인 초과성과를 달성할 수 있다는 것이 이론적 연구의 핵심이었기 때문이다.

³ 그림 2의 초과수익 중간값은 (i) Extended Equity 유니버스 내 해당 상품과, (ii) Extended Equity에 포함된 동일한 운용사가 운용하는 “Long-Only Active Equity” 유니버스에 속한 상품에 대한 eVestment의 월별 Gross 성과 정보로 산출되었다.

130/30 전략이 전반적으로 이러한 이론적 기대에 미치지 못한 이유를 규명하는 좋은 출발점은 130/30 상품의 급부상을 뒷받침했던 아래 두 가지 주요 이론적 통찰을 복기해 보는 것이다.

- ① S&P 500과 Russell 1000® 지수와 같은 전통적인 롱온리(Long-Only) 벤치마크에는 가중치가 매우 적은 다수의 종목으로 구성된 롱테일(Long Tail)이 존재한다.
- ② 롱테일로 인해 전달계수(Transfer Coefficient), 즉 매니저의 이론적 위험 조정 알파(Risk-Adjusted Alpha)와 포트폴리오에 편입된 실제 포지션 간 상관관계]가 축소되어, 소형주 종목을 비중 축소(Underweight)할 수 있는 여지가 제한된다.

이 중 ①에서 설명하는 벤치마크의 구성 자체가 이론과 실제 간 차이를 가져온 것이 아니라는 점은 분명하다. 그림 3을 보면, 시가총액 가중 지수인 S&P 500의 경우 2012년 2분기 말에도 위 첫 번째 점은 여전히 유효하며, 가중치가 10bp 미만인 종목이 S&P 500 편입 종목의 거의 절반을 차지하고 있었다.

S&P 500의 시가총액 분포, 2012년 6월 29일

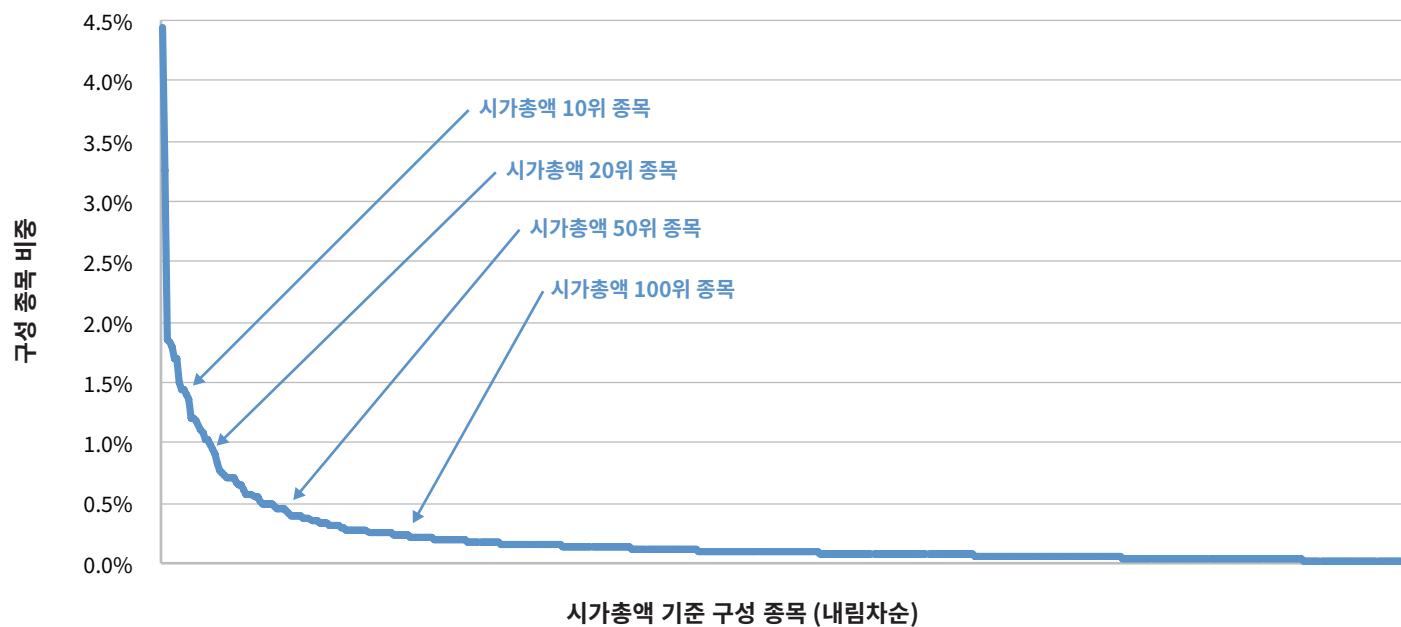


그림 3

그렇다면 두 번째 주장대로, 130/30의 초기 매니저들이 실제 투자 상황에서 전달계수 제약 문제를 어떻게 접근하여 롱온리 전략 대비 130/30의 추가 가치 실현을 추구했는지 살펴보자. 130/30에 대한 가장 영향력 있는 학술 논문⁴중 하나에서 파생된 “수정 액티브 운용 기본 법칙(Modified Version of the Fundamental Law of Active Management)”은 다음과 같다:

$$IR \approx TC \times IC \times \sqrt{N}$$

여기서 IR은 정보비율(Information Ratio), TC는 전달계수(Transfer Coefficient), IC는 정보계수(Information Coefficient), N은 폭(Breadth)이다.

포트폴리오 매니저의 IC가 0을 상회한다고 가정하자. 즉, 매니저는 주식 수익 예측력을 보유하고 있다. (그렇지 않다면, 애초에 해당 매니저가 운용하는 액티브 전략에 투자할 이유가 없다.) 액티브 비중 축소(Active Underweight) 포지션에 대한 제로 배리어(Zero Barrier)를 제거하여 부정적 예측에 따른 운용 유연성을 확대하면, 특히 지수에서 시가총액 가중치가 낮은 종목에 대한 예측의 경우, 포트폴리오의 전달계수가 개선되고, 궁극적으로 포트폴리오의 예상 정보비율이 상승할 것이다.

⁴ Clarke, de Silva, and Thorley, Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management, Appendix A

이처럼 위 산식의 TC 항과 IC 항은 명확히 잘 이해된다. 특히, 130/30 접근법을 통해 전달계수 확대를 꾀하는 것은 일견 문제가 없어 보인다. 그렇다면, 130/30 이론과 실제 간의 괴리가 나타난 원인을 규명하기 위해서는 롱온리 제약의 완화 및 전달계수 확대의 예상 효과가 포트폴리오 폭(N)의 상대적 크기(넓음·좁음)에 따라 어떻게 달라지는지를 보다 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

포트폴리오의 폭은 동일한 예측이 적용되는 상관관계가 없는 독립(Independent or Uncorrelated) 기회의 수의 제곱근으로 정의된다. 종목 수익률 간에는 상관관계가 존재하므로, 독립된 기회의 수는 벤치마크 구성 종목 수보다 당연히 적다. 실제로, 포트폴리오 내 독립 기회의 수는 매니저가 사용하는 포트폴리오 구성 방법론과 예측 방법론에 따라 달라진다. 당사는, 초기 가장 큰 규모의 130/30 자금을 운용했던 일부 운용사들이 부진한 성과를 기록한 이유가, 상대적으로 폭이 좁은 포트폴리오에서 롱온리 제약을 완화했기 때문이라고 본다. 130/30 포트폴리오 구성 기법을 폭이 좁은 포트폴리오에 적용하면, 일반적으로 (1) 절대적(즉, 실질적) 기준에서 롱온리 전략 대비 위험 조정 성과(정보비율)의 개선 폭이 제한적이며, (2) 벤치마크 대비 성과 편차가 확대되어 우수하거나 부진한 성과를 기록할 가능성성이 모두 커진다. 당시 130/30 상품 시장에서는 이러한 두 가지 결과를 충분히 구분하지 못했을 수 있으며, 이로 인해 130/30이 구체적으로 어떻게 롱온리 포트폴리오 구성 대비 부가가치를 창출하는지에 대한 명확한 이해가 부족했을 가능성이 있다. 이제 이 점을 더 자세히 살펴보자.

당사가 선행 논문에서 지적한 바와 같이, 130/30을 비교적 일찍 도입한 퀀트 매니저들 가운데는 밸류에이션과 모멘텀 예측을 중심으로, 개별위험(Idiosyncratic Risk)을 강하게 제한하는 비교적 일반화된 운용 스타일을 구사하는 경우가 많았다.⁵ 이러한 전형적 퀀트 패러다임(Generic Quant Paradigm)은 특정 선호 팩터에 편중된 팩터 틸트(Factor Tilt) 포트폴리오를 구성하는 것을 목표로 한다. 이러한 포트폴리오의 경우, 폭(Breadth)은 종목 수보다 팩터 틸트의 수에 의해 더 크게 결정된다. 이러한 포트폴리오에서는 롱온리 제약 완화가 절대적 정보비율을 크게 증가시키지 않으므로, 전형적 퀀트 접근법은 130/30 개념의 이론적 장점을 충분히 활용하기에 적합하지 않다고 판단된다.

아래 표 1은 상대적으로 포트폴리오 폭이 좁은 포트폴리오 매니저와 폭이 넓은 포트폴리오 매니저를 비교한 것이다. 두 매니저의 투자 프로세스는 동일한 정보계수(IC)를 갖는다고 가정한다. (즉, 두 매니저의 종목 선정 능력이 동일하다.)

표 1: 폭(Breadth)이 위험조정 성과에 미치는 영향

Portfolio	TC	IC	N	IR
Manager A Long-Only	0.50	0.30	3	0.25
Manager A 130/30	0.65	0.30	3	0.33
Manager B Long-Only	0.50	0.30	100	1.5
Manager B 130/30	0.65	0.30	100	2.0

당연하지만 흔히 간과된 점은 폭이 좁은 롱온리 포트폴리오를 운용하는 매니저는 130/30으로의 전환을 통해 얻을 수 있는 절대적 위험조정 성과 개선이 크지 않다는 것이다. 두 매니저 모두 정보비율이 30% 향상되지만, 매니저 A의 경우 N 값이 상대적으로 작아서 정보비율이 의미 있게 개선되지 않은 반면, 매니저 B의 고객들은 롱온리에 비해 상당한 절대 성과 개선을 기대할 수 있다.

⁵ Tony Foley, *Programmed Obsolescence: The Generic Paradigm in Quantitative Equity Investing and Why It's in Trouble*, D. E. Shaw Investment Management, L.L.C., November 12, 2010

정보비율(Information Ratio)과 같은 위험 조정 지표가 아닌 원천 초과수익률(Raw Excess Return)을 기준으로 성과를 평가해 보면, 팩터 틸팅이 강한 130/30 포트폴리오가 롱온리 포트폴리오에 비해 우수한 절대 초과성과를 낼 것으로 예상된다. 그 이유는, 130/30 상품의 경우 벤치마크 대비 1.0의 베타를 유지하기 위해 솟 포지션에서 발생한 수익을 일반적으로 롱 포지션 추가 매입에 사용하기 때문이다. 130/30은 롱온리에 비해 총 명목 시장 익스포저(Gross Notional Market Exposure)가 더 크며(130/30의 경우 일반적으로 총자본의 160%인 반면, 롱온리는 100%), 이는 포트폴리오에 레버리지를 적용한 것과 같은 경제적 효과를 발생시킨다. 따라서, 초기 출시된 일부 130/30 전략들이 롱온리 전략 대비 더 큰 초과수익을 달성했던 것은 팩터 틸팅에 따라 이미 집중되어 있었던 롱 포지션에 추가 자본을 투입한 결과였을 수 있다.

여기서 타이밍이 잘 맞을 경우, 팩터 틸팅이 강한 130/30 포트폴리오는 롱온리 대비 큰 초과수익을 기록할 수 있었지만, 반대로 타이밍이 좋지 않을 경우, 이미 집중된 베틱에 실질적인 레버리지를 추가하는 것과 같아져, 그 결과 2009년과 같이 매우 부진한 초과수익률을 기록할 가능성이 있다. 수정 액티브 운용 기본법칙(Modified Fundamental Law of Active Management)이 성과를 위험 조정 기준으로 측정하고, 포트폴리오의 폭이 해당 산식에서 가장 큰 항인 점을 고려하면, 130/30의 초기 성장기에 출자금의 대부분을 유치했던 매니저들은 오히려 수정 기본법칙의 적용성이 가장 떨어지는 그룹이었을 가능성이 있다.

B. 130/30 실행의 실무적인 어려움

위에서 기본법칙의 각 항목을 살펴보았으니, 이제는 산식에 포함되지 않는 다른 요소들을 살펴보자. 가장 먼저 고려할 것은 130/30 상품의 개발 및 마케팅 과정이다. 지나친 일반화가 될 수 있지만, 130/30 전략을 출시했던 운용사들은 크게 두 가지 배경으로 구분된다.

130/30 상품을 시장에 처음 소개한 운용사들은 대부분 롱온리 전문(따라서 운용자산도 대부분 롱온리인) 운용사였고, 시장중립(Market Neutral) 혹은 롱/숏(Long/Short) 주식 투자 운용사는 훨씬 비중이 적었다. 130/30의 초기 자금 유치 기간에는 롱온리 운용사들이 상대적으로 유리했는데, 이는 130/30을 사실상 업그레이드된 롱온리 포트폴리오로 포지셔닝했기 때문이다. 이미 확보한 롱온리 투자자층을 대상으로 130/30 전략을 교차 판매하거나, (때로는 더 높은 보수율을 적용할 수 있는) 130/30 전략으로의 전환을 제안할 수 있었다.⁶

당사는 이러한 롱온리 전문 운용사들의 대규모 130/30 전환이 130/30 거품 붕괴에서 중요한 역할을 했다고 보며, 그 배경에는 수정 액티브 운용 기본법칙(Modified Fundamental Law of Active Management)⁷에 대한 다음 두 가지 잘못된 가정이 있었다고 본다.

- ① 롱 포지션과 솟 포지션을 실행할 때 예측력은 대칭적이다.
- ② 주식 공매도를 운영하는 것은 실무적으로 복잡하지 않으므로 크게 신경 쓸 필요가 없다.

위 두 가지 가정을 곧이곧대로 믿는 롱온리 매니저는, 처음으로 공매도를 시작하더라도 낮선 미지의 영역에 들어선 것이 아니라 그저 예측의 적용 범위를 확장했다고 생각할 수 있다. 그러나 위 두 가지 가정이 왜 지나치게 비현실적인지를 살펴보자.

첫 번째 가정의 하점은 간단한 사고실험으로 확인할 수 있다. 즉, 롱온리 매니저가 매달 미래를 알려주는 두 가지 수정구 중 하나를 선택해야 한다고 가정하자. 하나는 현재 포트폴리오 미편입 종목 중 벤치마크 대비 초과성과를 낼 5종목의 이름을 알려주는 것이고, 다른 하나는 현재 포트폴리오 미편입 종목 중 벤치마크 대비 성과가 부진할 5종목을 알려주는 수정구이다.

롱온리 매니저 입장에서는 두 가지 중 첫 번째 수정구를 선택해 해당 종목의 롱 포지션을 비중 확대(Overweight)하는 것이 항상 예측 정보를 가장 효과적으로 활용하는 방법이다. 이 경우 롱온리 제약으로 인해 운용 결정이 제한되지 않는다. 반면, 두 번째 수정구는 효용성이 떨어진다. 그 이유는 부진 예상 종목이 벤치마크 내에서 가중치가 작거나 0일 수 있으며, 이러한 경우 롱온리 매니저는 롱온리 제약으로 인해 해당 종목을 큰 초과성과를 낼 만큼 비중 축소(Underweight)할 수 없기 때문이다.

6 Enhanced Index 상품이 처음 인기를 끌었을 때 패시브 운용사들이 이를 기준 고객들에게 마케팅했던 것과 유사한 현상이다.

7 Clarke, de Silva, and Thorley, Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management

다른 모든 조건이 동일하다면, 롱온리 매니저는 벤치마크 대비 성과가 부진할 종목보다는 성과가 우수할 종목을 선별해 내는 데 도움되는 예측을 선호할 것이며, 이에 자원을 집중할 것이다. 이러한 비대칭적인 인센티브(즉, 첫 번째 수정구를 열심히 광을 내면서 두 번째 수정구는 거의 무시하는) 체계 하에서 수년간 운용해 온 롱온리 매니저의 예측력이 갑자기 대칭적으로 변할 것이라는 기대는 비합리적이다.

두 번째 가정의 경우, 적극적인 주식 공매도(Shorting)와 벤치마크 대비 단순한 비중 축소 (Underweight Relative to Benchmark) 사이에는 실행 측면에서 큰 차이가 존재한다. 공매도를 실행하기 위해서는 주식 차입처의 확보, 시점 및 종목별로 변동하는 차입 비용 (Borrow Cost)의 계산 및 지불, 각 포지션별 차입 비용과 유동성 추정치를 반영한 포트폴리오 구성 등 여러 가지 중요한 작업이 필요하다. 또한 최근에는 진화하는 규제 환경에 대응하기 위한 컴플라이언스 전문성과 첨단 트레이딩 기술도 갖추어야 한다. 2008년 이후 각국 규제당국은 공매도 규제와 보고 요건을 강화하거나, 경우에 따라 공매도를 전면 금지하기도 했다. 당사의 경험에 따르면, 최근 수년간 이어진 공매도 규제 변화는 두 가지 측면에서 어려움을 초래했다. 첫째는 규제 위험(Regulatory Risk) 자체이다. 특히, 당사가 해당 규정을 충분히 이해하여 새로 도입된 공매도 규제에 대해 규제당국이 요구하는 수준을 자신 있게 준수하고 있는지 여부가 문제였다. 둘째는 강화된 공시 규정에 따라 공매도 포지션을 공개해야 하는 경우, 당사의 지식재산(IP)을 보호할 수 있는지 여부였다. 2008~2009년 기간을 되돌아보면, 컴플라이언스에 대한 깊은 이해와 경험, 그리고 탄탄한 트레이딩 인프라는 이러한 위험이 상존하는 시장을 헤쳐 나가는 데 필수적이었다.

보다 근본적인 문제는 130/30의 최적화(Optimization)가 롱온리 또는 시장중립 포트폴리오의 최적화보다 훨씬 더 복잡하고 어렵다는 것이다. 아래 표 2는 각 포트폴리오 구성 접근법에서 가능한 포지션 상태의 차이를 보여준다.

표 2: 포트폴리오 구성별 개별 포지션의 가능한 상태

		포트폴리오 구성		
		Long-Only	Market-Neutral	130/30
포지션 상태 ⁸	Overweight	✓	✓	✓
	Underweight but Long	✓		✓
	Underweight and Short		✓	✓

업계에서 통용되는 일반적인 최적화 기법들은 두 가지 포지션 상태만을 다루는 “Two-State” 롱온리 최적화 문제를 비교적 잘 처리할 수 있지만, 세 가지 포지션 상태를 다루어야 하는 130/30 최적화 문제 앞에서는 전혀 대응하지 못한다. “비중 축소인 롱 포지션 (Underweight But Long)”과 “비중 축소인 숏 포지션(Underweight And Short)” 간에는 거래 비용(Transaction Cost), 실행 난이도(Degree of Execution Difficulty), 위험 관리(Risk Management) 측면에서 현실적인 차이가 매우 크다. 이러한 추가적인 복잡성을 무시하는 것은 신중하지 못한 접근이다.

C. 130/30의 정체성과 효과에 대한 비현실적 인식

앞서 살펴본 바와 같이, 많은 130/30 상품들의 성과 부진은 이론적 결함에서 비롯된 것이 아니라, 롱온리 제약 완화의 효과가 투자 접근법이나 실행 능력과 무관하게 적용될 것이라는 투자자 또는 매니저들의 비현실적인 기대에서 기인했을 가능성이 크다. 또한 130/30에 대한 초기의 높은 기대와 이후의 실망 사이의 간극은, 130/30의 특성과 전체 포트폴리오에서의 130/30의 역할에 대한 흔한 오해에서도 비롯되었다. 즉, 자산배분자들은 종종 130/30을 다음 중 하나로 간주한다:

⁸ “시장중립(Market-Neutral)” 포트폴리오 구성에서의 포지션 상태는 기본 가중치가 0이라고 가정하였다.

- ① 주식 버킷(Equity Bucket)으로 분류되는 베타 1.0 전략 또는
- ② 절대수익 버킷(Absolute Return Bucket)으로 분류되는 것이 더 적합한 헤지펀드적(Hedge Fund-Like) 전략

130/30은 위 두 가지 전략 유형의 개념적 요소들은 각각 가지고 있다. 즉, 130/30은 (1) 벤치마크 지수를 추종하고 초과성과를 달성한다는 베타 1.0 전략의 투자목적을 가지고 있고, 동시에 (2) 대체투자 전략에서 사용하는 공매도 및 확대된 명목 포지션 등의 투자 기법을 활용한다. 그러나, 이렇게 두 가지 전략 유형의 일부 요소만을 가지고 있기 때문에 130/30의 포트폴리오는 롱온리 전략의 포트폴리오와도 상당히 다르고, 전형적인 롱/숏 주식 헤지펀드와도 상당히 다르다.

여기서 중요한 점은 130/30의 투자목적은 헤지펀드처럼 절대수익을 추구하는 것이 아니라는 점이며, 이를 간과하는 것은 위험할 수 있다. 130/30의 공매도 포지션이 헤지펀드와 같은 하방보호력을 제공할 것으로 착각했던 투자자들이 2008년 폭락장에서 130/30이 롱온리 전략과 나란히 부진한 성과를 내는 것을 보고 실망했었다. 130/30 포트폴리오나 이에 상응하는 롱온리 포트폴리오나 전반적인 투자목적과 순시장 익스포저가 동일하기 때문에, 투자자들이 기대했던 하방보호력 달성을 애초에 불가능했다. 130/30은 헤징을 목적으로 하는 전략이 아니다.

반면, 130/30을 단순히 롱온리 투자의 연장이라고 쉽게 생각하는 투자자는 매니저 선정에 충분한 실사 자원을 투입하지 않을 수 있다. 130/30 전략의 효과적인 실행에는 여러 전문성이 필요하기 때문에 이를 고려하지 않은 매니저 선정이 투자 결과에 상당한 영향을 줄 수 있다. 앞서 보았듯이 공매도 포지션과 레버리지 효과가 있는 포트폴리오의 성공적 운용은 결코 간단치 않으며, 130/30 전략의 매니저 평가에는 대체투자 분석에 적용되는 자원을 활용하는 것이 바람직하다. 단, 이 때 130/30의 투자 목적이 대체투자와는 다르다는 점을 유념해야 한다.

III. 130/30에 대한 새로운 시각

130/30은 탄탄한 이론적 근거를 갖춘 액티브 운용 전략이며, 현재 다수 운용사들이 실질적인 성과를 보이고 있는 만큼, 위험 조정 성과(Risk-Adjusted Performance) 개선 잠재력이 있고 다른 액티브 상품과 함께 고려할 가치가 있다.

경험적으로, 솟사이드 알파의 잠재력에 대한 확신 등 130/30 접근법의 일부 요소에 대한 투자자들의 수요는 여전히 존재한다. 예를 들어, 시장중립적 수익 또는 베타 1.0 미만을 목표로 하는 롱/숏 주식 전략에 대한 투자 수요, 그리고 워트 포트폴리오 운용 기법을 활용한 상품의 최근 재부상 등이 있다.

130/30이 투자자 포트폴리오에 가치를 추가할 수 있다는 주장을 뒷받침하기 위해, 아래에서는 130/30 상품이 처음 등장한 이후의 이론적 발전과, 이러한 상품들이 인기를 잃은 이후의 최근 시장 흐름을 살펴보고자 한다.

A. 보다 액티브한 포트폴리오

액티브 포트폴리오가 벤치마크 대비 초과성과를 달성하는 유일한 방법은 벤치마크와 차별화된 포지션을 취하는 것이다. “액티브 비중(Active Share)”은 포트폴리오가 벤치마크와 얼마나 다른지를 비모수적(Non-parametric) 방식으로 측정하는 개념으로, 액티브 비중과 벤치마크 대비 초과성과 간에 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 존재함을 입증한 연구도 있다.⁹

포트폴리오의 액티브 비중은 포트폴리오 내 각 종목의 벤치마크 대비 보유 비중 차이의 절대값을 모두 합산해 산출하며, 여기에는 벤치마크 외 종목뿐 아니라 비중 확대와 비중 축소 포지션이 모두 포함된다. 액티브 비중의 기본 개념을 넘어, 130/30 전략은 동등한 조건의 롱온리 전략에 비해 더 높은 액티브 비중을 창출할 가능성이 있다는 이론적·실증적 근거가 존재한다. 이는 비중 축소 포지션에서 제로 리밋(Zero Limit)에 얹매이지 않는 유연성과 더 큰 총 명목 익스포저(Gross Notional Exposure)를 결합할 수 있으므로, 롱온리 전략 대비 절대 기준에서 더 큰 규모의 액티브 포지션을 설정할 수 있기 때문이다.

⁹ K. J. Martijn Cremers and Antti Petajisto, How Active Is your Fund Manager? A New Measure that Predicts Performance, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 9 (August 2009): 3329–3365.

그림 4는 당사가 운용하는 세 가지 주식 포트폴리오의 Russell 1000 대비 평균 액티브 비중(Active Share)을 표시한 것이다.

그림 4에 제시된 포트폴리오들을 보면, 동일한 시장 조건하에서 130/30 포트폴리오는 이에 상응하는 롱온리 포트폴리오에 비해 상당히 높은 액티브 비중을 달성할 잠재력이 있다. 이는 130/30 투자 접근법이 매니저에게 벤치마크 대비 추가 가치를 추구할 수 있는 더 높은 자유도를 제공한다는 가설을 뒷받침한다.

한편, 완벽한 지표는 없으므로, 팩터 틸팅을 활용하는 매니저의 130/30 상품의 경우 지표상에서는 액티브 비중이 확대된 것으로 나타날 수 있으나, 실제로는 편중된 동일한 팩터 틸팅에 대한 익스포저만 확대된 것일 가능성이 있다.

B. 부정적 소식에 대한 시장 민감도

2008년 금융위기 이후 현재까지와 같이, 시장의 위험 회피 성향(Risk Aversion)이 강하고 변동성(Volatility)이 높은 시기에는 그렇지 않은 시기에 비해 개별 종목에 대한 부정적 소식에 시장이 더욱 강하게 반응하는 경향이 있다는 증거가 있다.

기업 이익 관련 발표(Earnings News), 주가(Stock Price), 크레딧 디폴트 스왑(Credit Default Swap) 스프레드 간의 관계를 체계적으로 분석한 한 연구에 따르면, 시장 참가자들은 2007~2008년 신용위기(Credit Crisis) 이전 및 당시보다 2009년과 2010년에 부정적인 이익과 이익 조정에 더욱 민감하게 반응하였다.¹⁰

이러한 환경에서는 130/30 전략이 비중 축소(Underweight) 포지션을 더 확대함으로써 추가적인 가치를 실현할 잠재성이 커진다. 위험 회피 성향이 강하고 변동성이 높은 상황에서 시장 참가자들이 악재에 과잉 반응할 가능성이 높다면, 솔사이드에서 알파를 확보할 수 있는 능력이 더 뛰어난 130/30 상품이 롱온리 전략보다 유리할 것이다. 또한, 기업 이익 및 이익 조정에 관한 새로운 정보에 대한 시장의 반응은 시장 전체나 특정 섹터(Sector) 단위보다는 개별 종목 단위에서 더욱 극적으로 나타날 가능성이 높다. 따라서 변동성이 큰 시장 환경에서는 광범위한 팩터 틸팅보다 개별 종목 단위의 알파 예측(Stock-Specific Alpha Forecast)을 활용하는 130/30 상품이 훨씬 유리할 것으로 본다.

Russell 1000 지수를 벤치마크로 한 D. E. Shaw Group 주식 포트폴리오의 평균 액티브 세어,
2009년 6월-2012년 6월

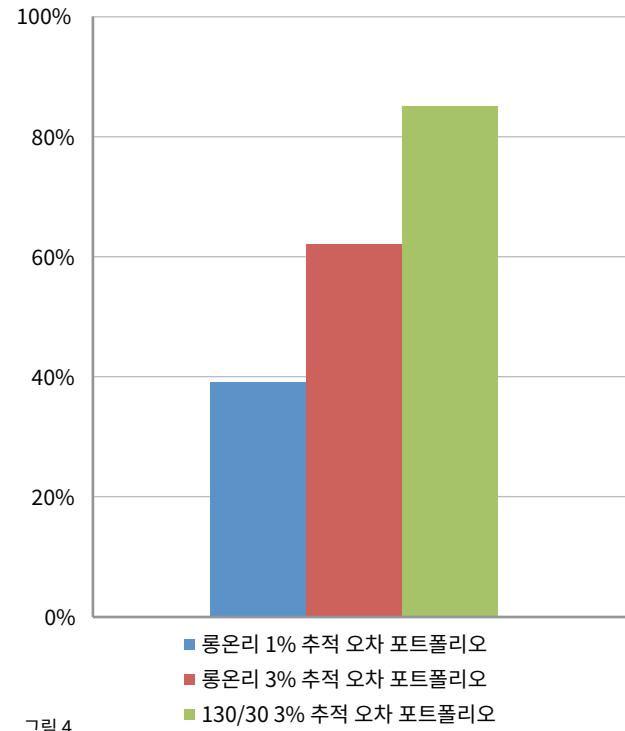


그림 4

¹⁰ Nicole Thorne Jenkins, Michael D. Kimbrough, and Juan Wang, The Extent of Informational Efficiency in the Credit Default Swap Market: Evidence from Post-Earnings Announcement Returns, *Working Paper*, July 2011, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1785734.

IV. 결론

130/30 주식 투자 개념의 이론적 근거는 여전히 유효하며, 후속적인 이론 발전과 최근의 시장 흐름을 고려할 때 130/30은 더욱 설득력을 갖는다. 130/30 이론을 기반으로 운용되었던 상품들이 상당한 어려움을 겪었으나, 그 원인은 대부분 전략의 실행상의 문제 및 그릇된 기대에서 기인한다. 액티브 주식 전략에 대한 투자를 고려하는 자산배분자에게 130/30 전략은 여전히 유효한 대안이다. 단, 각 운용사의 운용 프로세스에 대한 철저한 실사가 중요하며, 특히 다음 사항에 유의해야 한다.

- 개별적 알파의 원천(Idiosyncratic Sources of Alpha)을 발굴하고 활용할 수 있는 매니저의 능력을 평가하는 것이 매우 중요하다. 즉, 스타일 리스크(Style Risk)에 과도하게 의존하지 않고, 다른 매니저들이 활용하지 않는 시장 효과를 발굴·활용할 수 있는 매니저여야 한다.
- 매니저의 부정적 예측(Negative Forecast) 개발 및 실행 능력을 제대로 평가하기 위해서는 롱온리 액티브 주식 전략의 평가보다 한층 더 철저한 분석이 필요하다.
- 일반적인 최적화 기법은 130/30 투자 프로세스에 적합하지 않을 수 있으므로 주의해야 한다.
- 차입 주식 확보, 차입 거래 상대방과의 관계 관리, 공매도 관련 규제 준수는 130/30 상품을 운용하는 데 필수적인 역량이다.

130/30 전략이 모든 투자자에게 적합하지는 않지만, 추가적인 복잡성이 문제가 되지 않는 투자자라면 검증된 솟사이드 알파 리서치(Short-side Alpha Research) 능력과 고도화된 포트폴리오 최적화 기법을 갖춘 130/30 매니저를 통해 롱온리 대비 상당한 장기적 추가 가치 창출을 기대할 수 있다. 또한, 130/30에 대한 자산배분을 고려하는 투자자 입장에서는 현재 시장에 남아 있는 130/30 상품의 효용을 비교·평가할 수 있는 여건이 몇 년 전에 비해 개선되었다.

이제는 130/30의 본래 이론적 연구뿐 아니라, 본 논문을 포함하여 후속적인 이론 개선과 추가 분석 등 다양한 참고 자료가 마련되었으며, 지난 수년간 다양한 130/30 상품에 대한 실증적 데이터도 확보되었다. 그 결과, 130/30은 과거보다 훨씬 건전한 상태에 있으며, 2005년 ~2008년 기간 수준의 성장이 재현될 것으로 예상되지는 않으나, 다시 한번 주목받을 준비가 되어 있다고 본다.

주식

S&P 500은 비교 목적으로 사용되었다. S&P 500은 액티브 운용 펀드가 아니며, 어떠한 보수나 비용 차감도 반영하지 않았다.

Russell 1000® 지수는 Frank Russell Company의 상표권 및 서비스마크이다. Russell®은 Frank Russell Company의 상표권이다. Frank Russell Company는 Russell 1000 지수의 출처이자 저작권자이다.

본 글에 제시된 의견은 해당 일자 기준 D. E. Shaw 그룹의 견해이며, 사전 통지 없이 변경될 수 있고, D. E. Shaw 그룹의 투자 자산 평가 또는 투자 전략에 활용되는 기준을 반드시 반영하지 않을 수 있습니다. 본 글은 정보 제공 목적으로만 작성된 것입니다. 본 글에서 밝힌 의견은 작성일 현재 D. E. Shaw 그룹의 성실한 의견을 나타내며, 제한적인 목적을 위해 제공됩니다. 본 글은 투자·법률·세무 자문이 아니며, 어떠한 유가증권·투자상품·서비스의 판매 또는 제공 권유에 해당하지 않습니다. 또한 본 글은 특정 투자자의 투자 목적이나 위험 성향을 고려하여 작성되지 않았습니다. 본 글에 포함된 정보는 작성일(또는 별도로 명시된 선행일) 기준으로만 제공되며, 본 글의 일부 수신자가 변경 사항이나 업데이트를 받았는지 여부와 무관하게, 사전 통지 없이 변경 또는 갱신될 수 있습니다. 해당 정보는 내부적으로 개발되었거나 신뢰할 수 있다고 판단되는 출처로부터 입수된 것이지만, D. E. Shaw 그룹은 그 정확성·적합성·완전성을 보증하지 않습니다. 과거 시장 추세는 미래 시장 움직임이나 특정 투자 상품의 향후 성과를 신뢰할 수 있는 지표가 아니며, 실제 결과는 상당히 다를 수 있습니다. 따라서 이러한 정보에 의존해서는 안 됩니다. 본 글에 포함된 정보에는 향후 사건, 목표 또는 본 논평에서 설명된 전략과 관련한 기대 등, 전망이나 기타 미래예측 정보가 포함될 수 있으며, 이는 작성일 기준으로만 유효합니다. 본 글에 포함된 정보(금융시장 동향에 관한 진술 포함)는 현재의 시장 상황을 기반으로 하나, 시장 상황은 변동 가능하며 이후의 시장 사건 또는 기타 요인으로 인해 변경될 수 있습니다. D. E. Shaw 그룹은 이러한 미래예측 정보를 업데이트할 의무를 부담하지 않습니다. D. E. Shaw 그룹 또는 그 대리인은 본 글에 포함된 정보의 정확성·완전성·공정성에 대해 명시적 또는 묵시적 진술이나 보증을 하지 않으며, 해당 정보 및 그에 대한 의존으로 인한 결과에 대하여(고의적 위법행위가 없는 한, 법이 허용하는 최대 범위 내에서) 어떠한 책임도 지지 않습니다. 본 글을 수령함으로써, 수령인은 상기 내용을 이해하고 이에 동의한 것으로 간주됩니다. 본 글에 설명된 어떠한 목표·가정·기대·목적이 실제로 달성되거나, 본 글에서 제시된 투자 전략이 그 목적을 실현할 것이라는 보장은 없습니다. D. E. Shaw 그룹에 속한 어떠한 회사·계열사·주주·파트너·구성원·관리자·이사·주요 임직원·직원·신탁관리인·대리인 등 누구도(고의적 위법행위가 없는 한, 법이 허용하는 최대 범위 내에서) 본 글에 포함된 정보·신념·의견의 오류 또는 그에 의존한 결과에 대해 어떠한 책임도 지지 않습니다.