

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
2024년 주주총회 참관기
거버넌스와 주주가치

투자전략/자산배분 담당 박소연

02) 2004-9095 park.so-yeon@shinyoung.com

이차전지 담당 박진수

02)2004-9851 park.jin-soo@shinyoung.com



Content

2024 Berkshire Hathaway 주주총회 이모저모 3

I. 버크셔 해서웨이와 거버넌스 8

- 1) 총평 : 워런 버핏의 밸류업..... 8
- 2) 버크셔 지배구조의 독특성 (1): 차등의결권과 장기주의... 10
- 3) 버크셔 지배구조의 독특성 (2): 배당보다는 유보..... 14
- 4) 버크셔 지배구조의 독특성 (3): ESG보다 중요한 것..... 16
- 5) 버크셔 지배구조의 독특성 (4): 환경/기후에 대한 접근...22

II. 2024년 주주총회 Q&A 세션과 현지 동향 36

- 1) 1분기 실적의 시사점 : 애플보다 현금 38
- 2) 오전/오후 Q&A session 주요 내용 : 애플, 전력, 캐나다.....40
- 3) KOTRA 현지 무역관 컨퍼런스콜 : 미국의 EV 동향..... 46

III. 해외 기관들의 한국 밸류업 관련 피드백 48

- 1) 미국계 A기관 : 관심 갖고 지켜볼 것..... 48
- 2) 아시아계 B기관 : 아직 한국은 시클리컬 시장..... 51
- 3) 독립 리서치 BCA : 일본 비해 한계 있으나 관심 커..... 54
- 4) Wellington Management : 이번에는 다를 이유 57

2024 버크셔 해서웨이 주주총회 이모저모

도표 1. 주총 1일자 : 바자회 전시 부스



자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 주총 1일자 : 매장에 전시된 워런 버핏 입간판



자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 주총 1일자 : Pilots 무료 커피 부스



자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 주총 1일자 : CNBC 생방송 부스



자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. 주총 1일자 : 입장을 기다리는 인파



자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 주총 1일자 : Jazwares (2022년 인수)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 7. 주총 1일차 : BNSF (2010년 인수)



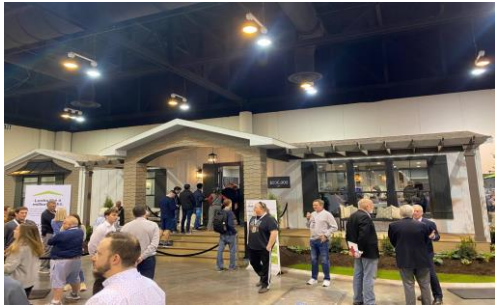
자료: 신영증권 리서치센터

도표 8. 주총 1일차 : Brooks (2006년 인수)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. 주총 1일차 : Clayton (2003년 인수)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. 주총 1일차 : Duracell (2014년 인수)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 11. 주총 2일차 : 4만명이 운집한 CHI 센터



자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. 주총 2일차 : 18달러 짜리 점심 도시락



자료: 신영증권 리서치센터

도표 13. 주총 2일자: 회의장 복도 전경



자료: 신영증권 리서치센터

도표 14. 주총 2일자: 주주총회 시작을 기다리며 네트워킹



자료: 신영증권 리서치센터

도표 15. 주총 3일자: Invest in yourself 마라톤



자료: 신영증권 리서치센터

도표 16. 주총 3일자: 마라톤 완주 메달



자료: 신영증권 리서치센터

도표 17. 주총 3일자: 마라톤 완주 간식



자료: 신영증권 리서치센터

도표 18. 주총 3일자: 마라톤 스타트 지점



자료: 신영증권 리서치센터

Berkshire Hathaway 주주총회/마라톤 참석방법

- 1) 주식의 구매
- 2) 호텔/항공 예매
- 3) 현장 참석법
- 4) 3일자 마라톤 참석방법

CNBC가 유튜브를 통해 온라인 생중계를 해주기 때문에 집에서 편하게 주주총회를 시청할 수 있음. 그러나 투자자라면 현장감도 느끼고 방문한 사람들과 네트워킹을 할 수 있기 때문에 직접 방문 선호하는 경우 많음.

1) 주식의 구매: BRK, A주나 B주를 1주 이상만 가지고 있으면 주주총회에 참석할 수 있음. 보통 60만달러 가까이하는 A주(의결권 1개)보다 40달러 정도의 B주(의결권 1만분의 1)를 구매. 원칙적으로는 주주명부 폐쇄일(record date)인 3월 초까지 주식을 구매해 영문 잔고증명서와 여권을 함께 제시하면 되지만 날짜 등을 엄격하게 보지 않음. 잔고증명서를 제시하면 1인당 3~4장 정도 Credential 복수 수령 가능.

2) 항공 예매: 한국에서 오마하로 가는 직항 비행기는 없으며 대한항공도 델타와의 코드쉐어(공동운항)를 통해 가야함. 디트로이트, 애틀랜타, 미네아폴리스 등을 경유해 최소 19시간~최대 30시간 소요됨.

3) 호텔 예약: CHI 센터 인근 도보 10분 거리에 호텔 다수 위치. 오마하 시티 북쪽보다는 남쪽 올드마켓(Old Market) 쪽이 치안이 좀 더 나음. 주총 전후 1~2일은 인근 호텔 숙박비가 1박당 700~1,000불까지 치솟음. 따라서 공항 근처나 도심 중서부의 2~3성급 호텔을 이용하면 1박당 300불 전후에 방을 구하는 경우 많으며 Uber 등 택시로 이동.

도표 19. Credential 수령



자료: 신영증권 리서치센터

도표 20. Credential 수령 Will Call 부스



자료: 신영증권 리서치센터

4) 3일차 Invest in Yourself 5K 마라톤: 버크셔 해서웨이 자회사인 Brooks가 주최하는 5km짜리 마라톤 행사이며 1~2개월 전부터 1인당 50달러로 온라인 통해 예매 가능. 주주총회 현장에서도 참가등록 가능하나 온라인으로 예매했을 때보다 등록비가 살짝 비싸짐. 주총 1~2일차에 부스에서 예매번호를 제시해 티셔츠와 번호표를 수령하면 됨.

2024년의 경우 3천명이 참석했으며 오전 8시에 출발해 5km를 1시간 안에 걷든 뛰든 자유롭게 들어오면 되기 때문에 유모차를 끌고 어린이와 참석하는 경우도 왕왕 보임. 바나나 의상을 입은 러너(일명 바나나맨)가 마지막에 출발하는데 행사의 트레이드 마크임. 바나나맨이 제친 러너 1명당 5달러씩 Brooks에서 기부. 행사가 끝나면 참석 기념 메달과 물/바나나/에너지바 등 간단한 간식을 수령할 수 있음.

도표 21. Invest in yourself 5K 마라톤 출발 대기



자료: 신영증권 리서치센터

도표 22. 마라톤 코스마다 비치된 Mungerisms 어록



자료: 신영증권 리서치센터

도표 23. Invest in yourself 5K 마라톤 출발 지점



자료: 신영증권 리서치센터

도표 24. 마라톤 키즈와 바나나 맨



자료: 신영증권 리서치센터

I. 버크셔 해서웨이와 거버넌스

1) 총평 : 워런 버핏의 밸류업

한국 밸류업과 배당 논의
배당을 하지 않은 버크셔

애틀랜타로 가는 비행기 안이다. 오마하로 가는 직항이 없어 애틀랜타에서 환승을 해야 하기 때문이다. 한국에선 밸류업 프로그램으로 배당 붐이 한창인데, 버크셔 해서웨이 주주총회에 참석하기 위해 비행기를 타고 있다니 뭔가 아이러니한 느낌이다. 버크셔는 1967년 소액 배당을 잠깐 한 후 50년 넘게 한 번도 배당을 하지 않았기 때문이다.

의결권 자문기관
ISS의 지적
1) 차등의결권
2) 화석연료 투자
3) 폐쇄적 이사회

게다가 의결권 자문기관인 ISS는 이미 여러 차례 버크셔 해서웨이의 거버넌스에 대해 여러가지 이슈를 제기해 왔다. 1) 차등의결권을 옹호하고 (Class A와 Class B주 존재), 2) ESG나 친환경 문제를 등한시하고 있는 데다(화석연료 투자를 선호), 3) 나이 많은 동료/친구/가족들이 너무 오랫동안 이사회를 장악하고 있으며 지나치게 폐쇄적이라는 것이다.

그러나 필자는 버크셔의 무배당 정책에 대한 비판이나 지배구조에 대해 불만의 목소리를 별로 들어본 적이 없다. 오히려 버핏과 버크셔 해서웨이는 매년 더 추앙의 대상이 되어가고 있다. 왜 그런 것일까? 아마도 주가가 많이 올랐기 때문일 것이다.

소액주주에
주가로 보답한
버크셔 해서웨이

버크셔의 주가는 1962년 7.51달러였으나 현재는 60만달러가 넘는다. 연평균 29.2%에 달하는 경이적인 상승률이다. 블로그나 커뮤니티를 보면 개인 투자자들은 이 종목, 저 종목 기웃거리지 말고 S&P500을 적립식으로 꾸준히 사모으는게 정답이라는 이야기를 많이 하지만 사실 S&P500의 연평균 수익률은 9.9%로 버크셔에 한참 뒤쳐진다. S&P500이 아니라 버크셔 해서웨이의 주식을 적립식으로 사모았다면 버핏만큼 부자가 되었을 지도 모를 일이다.

버크셔 주가의
경이적인 상승률은
배당이 아니라
유보에서 왔다

중요한 것은 이러한 경이적인 주가 상승률이 배당이 아니라 '유보'에서 왔다는 점이다. 순이익의 100%가 내부 유보되었고, 그 자금이 모두 높은 자기자본이익률(ROE)을 내는 산업에 골고루 배치되어 재투자됐다. 축축한 눈이 긴 언덕을 만나 어마어마한 눈덩이로 변신한 것이다.

이런 버핏의 케이스를 보면 현재 한국에서 논의되는 밸류업 프로그램과 기업 거버넌스 개선 작업이 진실로 무엇을 지향해야 하는지, 여러가지 고민에 빠지게 된다. 사실 언젠든 팔고 떠날 수 있는 소액주주 입장에서는 주가가 오르는 것이 최고의 주주환원이기 때문이다.

배당이 최고의 주주환원이
아닐 수도 있으며
개인경영이나 가족경영이
꼭 나쁘다고 보기도 어렵다

이렇게 보면 반드시 배당이 최고의 주주환원이라고 할 수도 없으며, 개인 경영이나 가족 경영이 꼭 나쁘다고 볼 일만도 아니다.

물론 유보된 자금이 전적으로 투자 천재인 버핏의 손에 맡겨졌고, 이 사람만큼은 딴 짓을 하지 않을 것이라는 확고한 믿음이 투자자들에게 있었으며, 버핏과 멍거가 90세를 넘어 장수를 해 오래오래 돈을 불렸으니 여러가지 기가 막힌 우연이 필연처럼 얹히기도 했다.

가장 중요한 것은
회사와 주주간의
상호신뢰와 투명성

그러나 논란이 많을 수도 있는 버핏의 경영 방식이 오래 지속될 수 있었던 것은 (결과론적인 이야기일 수도 있겠으나) 투자자들이 버핏과 멍거, 버크셔 이사회를 전적으로 신뢰했기 때문이다.

배당 한 번 하지 않았어도, 이사회가 폐쇄적으로 운영됐어도 투자자들은 떠나지 않았다. 실적이 주춤한 해도 있었지만, 버핏은 매년 주주총회에서 솔직하게 자신이 무엇을 잘못 판단했고, 현재는 어떤 생각을 가지고 있는지 투명하게 소통하려고 노력했다. 투자자들은 버핏이 우리에게 좋은 일을 해주려고 노력하는 사람이라고 여겼다.

2024년 버크셔 해서웨이 주주총회는 밸류업 프로그램이 무엇을 추구해야 하는지 진지하게 고민하는 계기가 되었다. 결국, 우리 한국 자본시장이 진실로 지향해야 하는 것은 투자자와 기업 상호간의 신뢰 복원이 아닐런지. 배당보다 이것이 훨씬 중요한 것 같다.

2) 버크셔 지배구조의 독특성 (1) : 차등의결권과 장기주의

버크셔 거버넌스의
최대 쟁점은
A주와 B주의
차등의결권

Berkshire Hathaway는 A주와 B주 2가지 종류가 존재한다. B주는 현재 400달러, A주는 현재 60만달러로 B주가 A주의 1,500분의 1의 가격에 거래되고 있다. A주는 언제든지 B주로 전환될 수 있지만, B주는 A주로 전환될 수 없다.

도표 25. Berkshire Hathaway 소유 구조

		주수	A주와 B주를 합친 의결권 비중 (%)	A주와 B주의 순수 보유비중 (%)
워런 버핏	Class A	216,637	31.2	15.1
	Class B	344		
아지트 자인	Class A	366	*	*
	Class B	124,799		
그레고리 아벨	Class A	228	0.1	*
	Class B	2,363		
하워드 버핏	Class A	660	0.1	0.2
	Class B	2,450		
수전 버핏	Class A	80	*	*
	Class B	4,885,245		

주: 2024년 5월 6일 기준 Proxy Statement

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

액면분할을 싫어하고
높은 주가를 선호한 버핏:
버크셔 B주는
A주에 비해
가격은 1,500분의 1
의결권은 1만분의 1

가장 쟁점이 되고 있는 것은 '차등의결권'이다. B주는 A주 주가의 1,500분의 1이지만, 의결권은 10,000분의 1에 불과하기 때문이다. 워런 버핏은 주식분할은 변호사들만 좋은 일 시키는 것이라며 주식분할에 대해 항상 부정적으로 이야기해왔고 한 번도 액면분할을 실시하지 않았다. 오히려 우리의 투자철학을 이해하는 사람들과 계속 같이 가려면 주가가 높은 것이 유리하다고 말하기까지 했다. 아무나 살 수 없게하겠다는거다. 이로 인해 궁극적으로 A주는 아무나 살 수 없는 천상계 주식이 되었다.

B주 상장의 이유는
 폐쇄적 이사회를 유지하고
 개인 투자자 진입을 통해
 기관 투자자 간섭을
 억제하기 위함

그런데 1996년 버크셔는 갑자기 의결권이 1만분의 1에 불과한 B주를 상장시킨다. 이에 대해서는 2가지 해석이 있다.

1) 버크셔 투자의 대중화 : 소규모 투자자들에게 비싼 A주 대신 좀 더 효과적으로 버크셔에 접근할 수 있는 통로를 열어주기 위한 선의(善意)

2) 폐쇄적인 이사회 유지 : A주 주주가 나이가 들거나 경제적 이유로 주식을 신탁 등의 기구에 매도하게 되면 버핏이 잘 알지 못하거나, 버핏의 통제 범위를 벗어난 사람(기관 투자자 등)이 A주를 들고 있게 될 수도 있음. 버핏은 이를 방지하기 위해 개인 주주들이 직접 투자할 수 있는 B주를 발행하고, A주 주주들에게 A주 1주를 B주 30주로 전환할 수 있는 권리¹를 부여. 이렇게 되면 개인주주들의 지지 아래 버핏의 막강한 의결권은 공고하게 유지될 수 있음.

1996년 Letter에서 설명한 B주 발행의 이유

"As I have told you before, we made this sale in response to the threatened creation of unit trusts that would have marketed themselves as Berkshire look-alikes. In the process, they would have used our past, and definitely nonrepeatable, record to entice naive small investors and would have charged these innocents high fees and commissions. If the stock was left in the hands of unit trusts, the company would have been burdened with both hundreds of thousands of unhappy, indirect owners(trustholders) and a stained reputation."

"예전에도 지적한 바 있었지만, B주 발행은 버크셔를 사칭해 마케팅하는 신탁형 상품들의 출시에 대응하기 위함이다. 이런 상품들은 재현하기도 힘든 버크셔의 과거 성과를 마치 자기 것처럼 이용해 개인 투자자들을 현혹하고 수수료를 떼먹으려 하고 있다. 버크셔 주식이 신탁회사 손에 들어가면 회사가 짊어져야 할 부담은 커질 수밖에 없다. 불만족한 간접 소유자들이 어마어마하게 양산되고 우리 평판도 얼룩질 것이기 때문이다."

¹ 2010년 철도회사 벌링턴 인수로 인한 주식교환 과정에서 다시 B주만 50대 1로 액면분해 현재의 전환비율인 1,500대 1이 됨. 이에 B주 거래량이 충분해지면서 S&P500 지수에 편입되었음

차등의결권 기업의
지수 편입을
제한해야 한다는
연기금협회 CII

이에 의결권 자문기구 ISS와 미국 최대 연기금협회인 CII(Council of Institutional Investors)는 버크셔 해서웨이의 거버넌스에 문제가 있다는 입장을 여러 차례 밝힌 바 있다.

2017년 S&P500 지수를 운영하는 S&P글로벌은 차등의결권을 도입한 기업은 Index에 편입시키지 않겠다고 발표하기도 했다. 당시 스냅 등 일부 스타트업이 창업주들의 지배력이 상장으로 희석되지 않도록 의결권이 없는 주식을 발행하자 기관 투자자들 항의가 거세졌기 때문이다.

물론 당시 S&P500에는 이미 버크셔, 알파벳, 페이스북 등 차등의결권을 허용하는 기업들이 다수 포함돼 있었으나 향후 상장하는 기업들이 함부로 차등의결권을 도입하지 못하도록 억제하는 효과는 있었다.

2023년 S&P글로벌은
차등의결권 기업도
잠재적 유니버스로
고려한다고 입장 선화

그러나 2023년 S&P 글로벌은 갑작스레 방침을 바꿨다. 시장의 컨센서스가 변화하고 있으며 차등의결권도 투자 유니버스의 잠재력 고려 대상이 될 수 있어야 한다는 것이다. 2023년 5월 기준 차등의결권 기업 편입건수는 S&P500의 경우 27개사, S&P400이 19개사, S&P600은 22개사이다. 당장 지수에 영향을 주진 않더라도, 향후 지수 편입 심사시 차등의결권 여부를 문제삼지 않을 것이라는 점을 분명히 했다.

CII는 황당하다는 입장이다. S&P가 REIT, MLP, LLC 등은 미포함하면서도 유독 차등의결권 보유기업에 대해 '과소대표(under-represent)'의 위험성을 지적하는 것은 앞뒤가 안맞는다는 것이다.

차등의결권을 옹호하는
기관 투자자도 있어:
BlackRock과
노르웨이국부펀드 등

하지만 차등의결권을 옹호하는 기관이 없는 것은 아니다. BlackRock은 의결권에 대한 국제표준은 S&P나 MSCI 등 사적기구가 아니라 공공기관이 정하는 것이 바람직하며, 사적기구의 의견 제시는 시장을 왜곡시킬 가능성이 있다고 봤다. 노르웨이 국부펀드(NBIM)도 차등의결권 기업 편입 제한은 시장을 위축시킬 수 있고, 고성장을 구가하는 Tech나 헬스케어 기업을 대표하지 못할 위험성이 있다고 지적했다. 네덜란드 지배구조포럼(Eumedion) 역시 차등의결권을 일시 활용하는 것은 인정해야 한다는 입장이다.

ESG 강조하는 유럽은
차등의결권 만큼은
너그러워

유럽은 ESG 경영을 강조하면서도 대대로 내려오는 유서 깊은 가족경영 기업들이 많다보니 상장기업의 20% 정도가 실제 차등의결권을 보유하고 있다. 관련 이슈에 대해서도 너그러운 편이다.

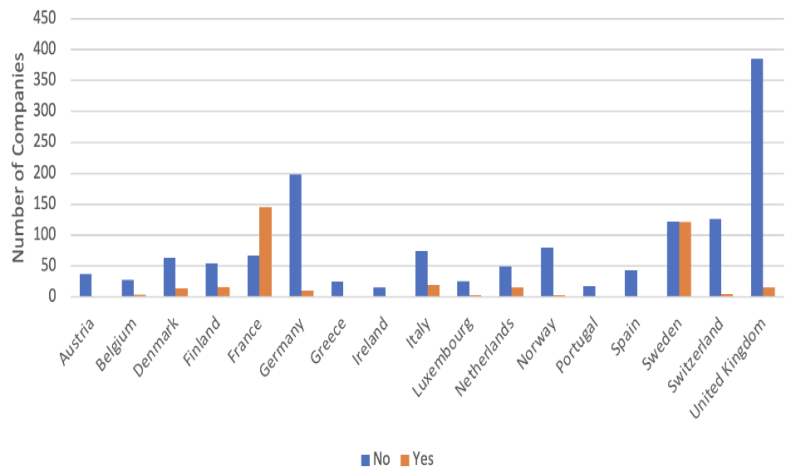
차등의결권은
'장기주의'인
Longtermism 차원에서
옹호한다는 시각

미국의 경우 Tech과 헬스케어 등 고성장 산업에 한정해 차등의결권이 확산됐지만, 유럽은 특정 산업에 국한되어 있지 않다. 실제로 2023년 ISS는 칼럼에서 차등의결권 기업이 많은 국가는 프랑스와 스웨덴인데 '장기주의(Long-termism)'를 장려하기 위해 긍정적 거버넌스 의도로 설계²된 측면이 있다고 했다.

한국도 비상장 벤처기업
복수 의결권 도입 허용:
기업 거버넌스는
사회적 맥락이 중요

작년 한국도 비상장 벤처기업에 한해 지분 희석 우려없이 대규모 투자를 유치할 수 있도록 '복수 의결권' 도입을 허용했다. 모든 제도와 규제는 악용되어서는 곤란하나, 반드시 도입의 의도와 사회적 맥락(context) 안에서 해석해야 한다. 버크셔의 케이스에서 '기업 거버넌스'라는 것이 반드시 선과 악이나 이분법으로 정형화된 것이 아님을 깨닫게 된다.

도표 26. 유럽의 차등의결권 허용 건수: 서유럽(프랑스/이탈리아), 북유럽(스웨덴) 다수



자료: ISS(2023)

² "Dual Class Share Structures: The European Experience", Feb 2023.
<https://insights.issgovernance.com/posts/dual-class-share-structures-the-european-experience/>

3) 버크셔 지배구조의 독특성 (2) : 배당보다는 유보

배당보다 100% 유보를
선택한 워런 버핏

버크셔가 어떻게 투자했나에 대한 책은 많이 나와있지만, 어떻게 조달하고 어떻게 배분했는지를 다룬 책은 흔치 않다. 어렵기도 하지만 별로 재미가 없기 때문이다. 하지만 실제 버크셔의 가치 창출에 있어 가장 중요한 부분은 조달과 배분, 레버리지 관리였다.

실제 버핏은 배당주를 사랑했지만 정작 버크셔는 1967년 이후 한 번도 배당하지 않았고 모든 수익을 100% 사내 유보했다.

- 1) 현금을 방출하기 보다는 유보를 해야 ROE가 높은 산업에서 복리(複利)를 시현할 수 있고
- 2) 대규모 현금을 축적해 놓아야 위기가 발생했을 때 가격이 추락한 기업이나 자산군을 적극적으로 쓸어 담을 수 있기 때문이다.

버핏은 과거에도 '만약 버크셔 이사진이 주당 25센트 배당을 발표한다면, 그건 내가 화장실에 갔거나 식당에 갔을 때'라면서 내가 살아있는 동안 배당할 일은 없을 것이라고 우회적으로 말한 적이 있는데, 이번 1분기 실적을 발표할 때도 같은 비유를 했다. 사실 장기 주주이익 관점에서는 받을 때마다 세금을 내야 하는 배당보다는, 이익을 전액 유보해 과세 시점을 최대한 지연하는 것이 훨씬 유리하다.

버핏의 자사주 매입 조건
: 현금 보유량이 충분하고
BPS 110~120% 이하
싸게 사는 것이 중요

버핏은 자사주 매입(buyback)도 하지 않다가 2011년 40년만에 재개했는데 당시 설명을 보면 버핏의 자금운용 철학을 알 수 있다. 버핏은 주주총회에서 '현금 보유량이 넘쳐나 자금을 효과적으로 투자하기 어려워진 상황이었는데, 마침 버크셔의 주가가 장부 가치보다 낮아서 싸다고 생각하는 곳에 자금을 배분했을 뿐'이라고 설명한 바 있다.

내재가치 이상의 가격에서
자사주를 사는 것은
주주가치 파괴다

실제로 버핏은 '자사주 매입이 현명한가 어리석은가는 가격에 달렸다'면서 단순히 주식의 가치를 높이려는 목적으로 자사주 매입을 하는 것은 반대한다고 이야기하기도 했다³. 주가부양을 위해 무턱대고 자사주를 사게 되면 자칫 내재가치 이상의 가격으로 자사주를 매입하게 되고, 이렇게 되면 기존 주주들이 피해를 보고 가치가 파괴된다는 것이다.

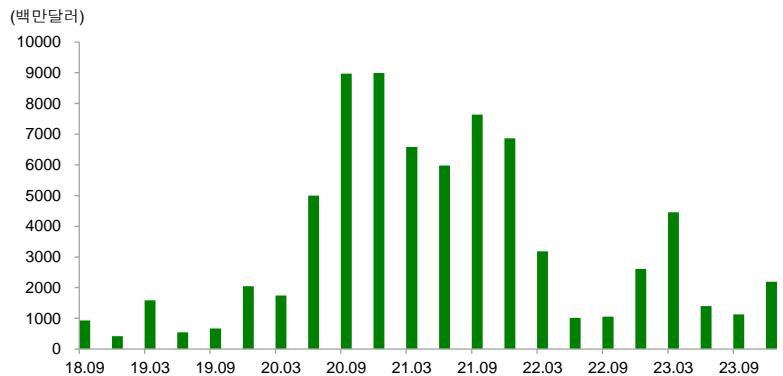
보유현금이 버핏의 자사주
매입 조건
: 최소 5% 정도의
현금성 자산 보유

또한 보유한 현금성 자산이 200억 달러 미만일 때도 자사주를 매입하지 않는 것이 원칙이라고도 했다. 2011년에 이 말을 했을 당시 버크셔 해서웨이 총 자산이 4천억달러 정도였으니 단순 계산하면 최소 5%의 현금성 자산은 필요하다는 이야기다. 재무 건전성을 유지하고 추가 투자를 위한 현금이 충분히 확보된 상태에서만 자사주 매입을 하겠다는 것이다. (현재는 총 자산 1조달러, 현금성 자산 2천억으로 약 20% 육박)

자사주 매입
제멋대로 실행해선
안돼

아울러 버핏은 '자사주 매입을 제멋대로 실행해서는 안된다'고 일침을 가했다. 자사주를 매입하면 즉각적으로 가격이 올라 '단기주주'에게는 긍정적인 수 있으나 '장기주주'는 싼 가격에 자사주를 산 경우에만 이득이므로 가격을 고려하지 않을 수 없다는 것이다. BPS의 110~120% 이하에서 자사주를 사야 의미가 있다는 것이 버핏의 입장이었다.

도표 27. 버크셔 해서웨이 자사주 매입 추이 : 2018~2023년



자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

³ 리처드 코너스 저, 이건 역, "워런버핏 바이블", 4장 자본배분 중 발췌

4) 버크셔 지배구조의 독특성 (3) : ESG보다 중요한 것

주주총회에서 제기된
6가지 주주제안
모두 부결

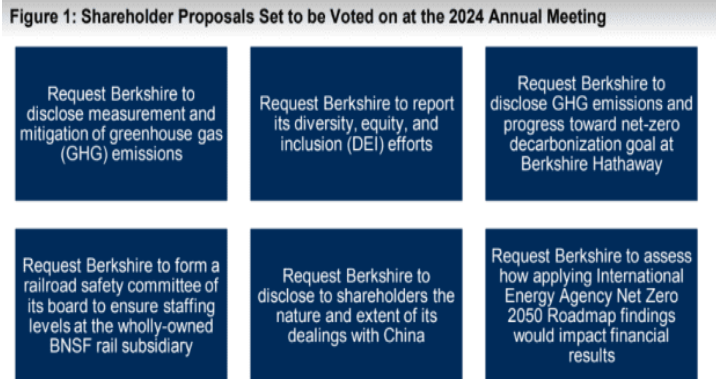
주주총회 3일차 오전/오후 Q&A session이 마무리되면 잠시 휴식 후 4시부터 주주총회 본회가 개최된다. 크리덴셜을 가지고 있는 주주라면 누구나 앉아서 참관할 수 있으나 사진 촬영이나 동영상 녹화는 금지된다.

최근 몇 년간 버크셔 주총 최대 화제는 ESG 관련 주주제안이 계속 부결됐다는 점이다. 올해도 환경문제(화석연료 투자 반대)와 다양성(백인/남성 위주의 이사회와 경영진) 관련해 3년째 주주제안을 해오고 있는 흑인 여성이 다시금 등장했고, 철도 노조도 주주제안을 했는데 6가지 모두 부결(the motion is failed)됐다. 의장을 맡고 있는 그렉 아벨이 부결되었음을 선언하자 장내에서는 박수가 나오기도 했다.

아래는 2024년의 주주제안 6가지인데, 이 중 5개가 ESG와 연관돼 있다.

- 1) 버크셔 계열사들의 온실가스 배출현황과 감축 계획을 공시
- 2) 인종/성별 측면의 ESG, DEI(Diversity, Equity, Inclusion) 공시
- 3) Net-Zero 달성을 위한 목표와 계획을 공시
- 4) BNSF 철도 노동자들을 위해 이사회에 안전 위원회를 설치
- 5) 버크셔 계열사들의 중국 관련 거래와 영향/의존도 매년 공시
- 6) IEA의 Net Zero 2050 로드맵이 실적에 미칠 영향을 연구/반영할 것

도표 28. 버크셔 해서웨이 주주총회에서 제안된 6가지 주주제안



Source: Berkshire Hathaway Inc. proxy statement dated March 15, 2024.

자료: CFRA, Marketwatch 재인용

2023년에는
NGO 기구 주주제안자
끌려나가기도

작년에는 NGO 기구인 NLPC(National Legal and Policy Center)에서
액티비스트로 활동 중인 피터 플래허티(Peter Flaherty)가 주주제안 중
퇴장당하는 일이 발생했는데 '중격마' 정신으로 올해 다시 주주제안을 하
러 등장했다.

작년 플래허티는 빌 게이츠와 관련된 주주제안을 했다가 끌려나갔다. 빌
게이츠 재단은 버핏 사망 후 버크셔 해서웨이의 지분 상당수를 기부 받
을 예정이다. 그런데 게이츠가 아동 성매매 혐의를 받고 있는 제프리 앵
스타인과 밀접한 관계가 있어 버크셔 명성에 해가 된다며 버핏이 CEO에
서 내려와야 한다는 것이었다. 올해는 주제를 바꿔 중국에 공장이 있는
'Fruit of Loom' 등의 차이나 리스크에 대해 제안했다.

아울러 ISS는 버크셔의 감사위원회와 보상위원회의 주요 이사 재선임안
에 대해 보류 의견을 표명했고, 투자결정 과정에서 기후변화 관련 리스크
를 전혀 고려하지 않았다고 비판했지만 대부분의 안건은 90% 이상의 찬
성 득표를 얻었다. 버핏 회장의 후계자로 거론되는 그렉 아벨이 연봉으로
2천만 달러를 받고 있는데 이사 보수에 제대로 된 성과 측정이 없다는
비판도 있었지만 큰 이변은 없었다.

워런 버핏 1인이
31% 투표권 쥐고 있지만
실제 득표를 90%
워런 버핏 사망 후
진통 불가피할 수도

워런 버핏 1인이 약 35%의 투표권을 행사하는 구조다보니 당연한 결과이
나, 90%가 넘어가는 득표율을 보면 여타 주주들이 워런 버핏의 결정에
대해 '압도적 지지'를 보내고 있다는 의미다.

그러나 향후 워런 버핏 사후 '압도적 존재'라는 후광이 사라졌을 때 버크
셔 해서웨이의 거버넌스가 여러가지 이슈에 휘말릴 수 있음을 예고하는
것이기도 하다. 찰리 멩거까지 사망한 지금 세대 교체에 따른 진통을 경
험할 가능성이 있다.

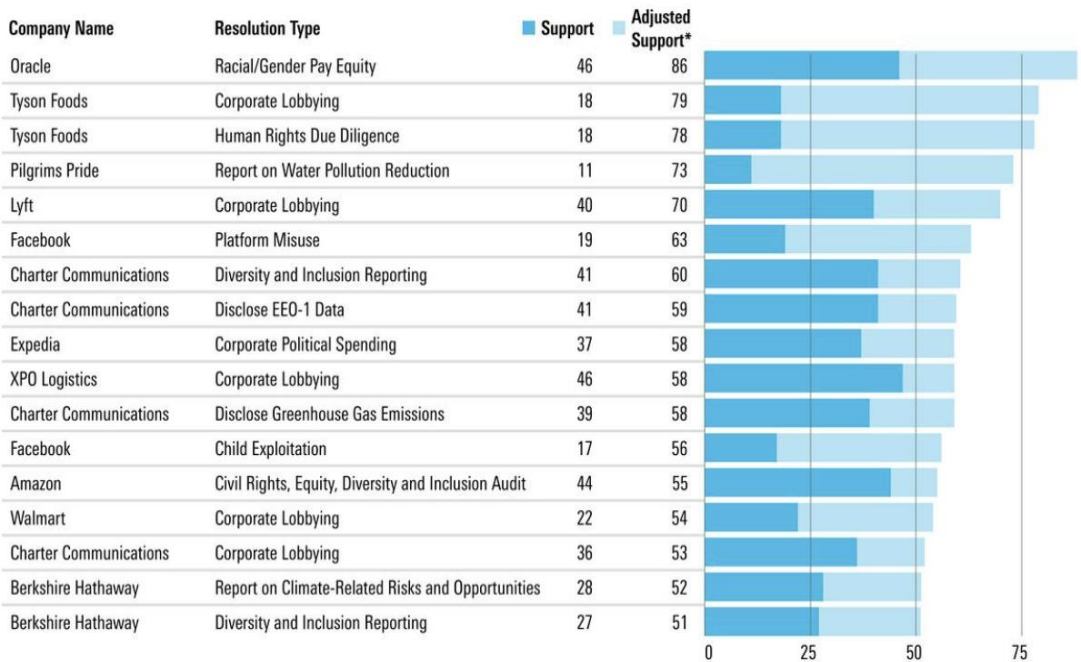
2021년 모닝스타 데이터:
 주주제안 대부분
 대주주/내부자 제외하면
 50% 지지 확보

실제로 모닝스타에서 2021년 기준으로 집계한 자료를 보면 모회사 대주주와 회사 내부자(insider)를 제외하고 주주제안 찬성 여부를 재집계해보니 일반 주주들의 50~80%가 찬성표를 던진 것으로 확인된다.

아래 도표를 보면 버크셔 해서웨이의 2개 주주제안도 포함되어 있는데 하나는 기후변화 관련 대응이고, 다른 하나는 다양성/포용성(DEI) 관련 된 제안인데 외부 일반주주들은 50% 이상 찬성표를 던졌다.

버핏은 내가 죽더라도 버크셔는 지금 그대로 운영될 것이며, 그렉 아벨과 야지트 자인이 현명하게 이끌 것이라고 누차 이야기했지만 개인 투자자들의 압도적 지지와 성원으로 각종 풍파를 비껴가던 버크셔가 버핏과 멀거 없이 과연 예전과 같게 운영될지 걱정이 되기도 한다.

도표 29. 주주제안에 대한 일반 주주들의 지지는 생각보다 높다 : 모회사 대주주와 내부 주식 대량보유자를 제외하면 50% 넘어서



주: 2021년 8월 3일 기준 proxy 보팅 데이터 조사 기준
 자료: Morningstar

왜 워런 버핏은
ESG에 대해
보수적 시각을 견지하나:
DEI보다는 능력주의

이쯤 되면 사회적으로 상당한 존경을 받고 있으며, 투자자로서도 대단한 성공을 거둔 버핏이 ESG 이슈에 대해 유독 보수적인 입장을 견지하는 이유를 한 번쯤 곱씹어볼 필요가 있다.

성별과 인종적 다양성을 고려하지 않는 것 아니냐는 지적에 대해 버핏과 멩거는 2016년 Q&A session에서 자세하게 답변을 한 적이 있다.

(멍거) 오래 전 천주교 LA 대주교가 내 지인이 일하고 있는 회계법인에 일을 의뢰한 적이 있었습니다. 그는 이렇게 말했죠. '구태여 나한테 일을 맡길 필요가 있나요? 신도들 중에서도 훌륭한 세무 변호사가 많을텐데요.' 그러자 대주교가 한심하다는 듯이 그를 바라보며 이렇게 말했다고 합니다. '작년에 제가 중요한 수술을 받았는데 말이죠. 성당 다니는 외과 전문의를 구태여 찾아다니진 않는답니다.'

멍거는 '우리가 이사를 선정하는 것도 이런 방식'이라면서, 일을 전문적으로 잘 할 사람을 뽑는 것이 더 중요하다고 응수했다. 사업에 대한 이해가 깊고, 주주 지향적이며, 버크셔에 관심이 많은 것이 중요하지 다른 것을 고려하는 것은 불필요하다는 것이다.

다양성(diversity)이 부족하다는 것이지 아주 없는 것도 아니다. 버크셔의 비보험 부문은 여성과 남성, 백인과 비백인이 거의 1:1의 기준에 가깝고, 철도/에너지/제조업 등은 30% 전후이다.

도표 30. 버크셔 다양성 지표 (2022년 EE0-1 공시 기준)

	여성 근로자 비율	백인 이외 근로자 비율
- 철도/유틸리티/에너지	28%	28%
- 제조업	28%	35%
- 서비스/도소매	30%	45%
비보험 부문	29%	36%
보험 부문	58%	42%
보험 + 비보험 총계	33%	37%

주: 여성과 비백인 분류 기준은 스스로 정체성 답변한 데이터

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

아래는 EEO-1라는 공시 양식에서 발췌한 버크셔의 종업원 다양성 데이터다. 미국은 고용평등기회위원회(Equal Employment Opportunity Commission)라는 곳에서 100명 이상의 종업원을 고용 중이거나 연방정부와 5만달러 이상 거래하는 모든 기업을 대상으로 다양성(diversity) 데이터 공개를 의무화하고 있는데, 버크셔도 몇 년 전 공시를 시작했다.

도표 31. 버크셔 해서웨이 직급별 인종 분포 (1) : 히스패닉, 비(非) 히스패닉 남성 (단위: 명)

	히스패닉/라틴계		비(非) 히스패닉/라틴 - 남성					
	남성	여성	백인	흑인	아시안	하와이/퍼시픽	인디언/알래스카	2개 이상
이사/최고위직	96	31	2,268	60	96	5	8	26
중간관리자	2,088	819	17,782	1,255	745	51	97	297
프로페셔널	2,657	2,156	25,444	1,930	2,425	94	147	694
테크니션	766	149	4,825	551	268	13	51	123
세일즈	2,115	2,145	9,696	1,151	361	37	64	409
행정직	2,360	4,314	7,834	2,006	478	77	49	421
장인(crafts)	5,727	402	23,118	2,608	726	125	425	519
직공(operatives)	13,481	3,351	40,875	11,506	1,417	327	698	1,009
일반노무	5,976	3,090	10,175	4,591	504	145	142	475
서비스직	718	1,269	2,443	862	36	8	56	217
합계	35,984	17,726	144,460	26,520	7,056	882	1,737	4,190

주: 2022년 공시 데이터 기준

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 32. 버크셔 해서웨이 직급별 인종 분포 (2) : 비(非) 히스패닉 여성과 주요 다양성 비율 (단위: 명)

	비 히스패닉 - 여성						주요 비율		
	백인	흑인	아시안	하와이/퍼시픽	인디언/알래스카	2개이상	히스패닉 비율	비백인 비율	여성 비율
이사/최고위직	618	31	25	0	2	13	3.9%	12.0%	22.0%
중간관리자	7504	786	346	32	47	170	9.1%	21.0%	30.3%
프로페셔널	15441	2869	1481	74	103	631	8.6%	27.2%	40.5%
테크니션	869	151	79	3	8	22	11.6%	27.7%	16.3%
세일즈	8647	1529	418	53	132	590	15.6%	32.9%	49.4%
행정직	17693	6410	776	145	159	951	15.3%	41.5%	69.7%
장인(crafts)	965	208	54	6	21	37	17.5%	31.1%	4.8%
직공(operatives)	5704	2544	631	50	87	178	20.6%	43.1%	15.3%
일반노무	2910	1581	584	47	42	129	29.8%	56.9%	27.6%
서비스직	3887	1350	67	15	82	308	17.6%	44.1%	61.7%
합계	64238	17459	4461	425	683	3029	16.3%	36.5%	32.8%

주: 2022년 공시 데이터 기준

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

비백인 고용비율 36.5%
 여성은 32.8%:
 ESG보다 더 중요한 것은
 실제 일을 잘하는가

버크셔의 비(非) 백인 고용비율은 전체 36.5%이며 종업원들은 다양하지만 최고위직이 12%로 상대적으로 저조하다. 여성 고용비율은 전체 32.8%이며 이사/최고위직은 22%, 중간관리자는 30%가 여성이다.

단순 인구 구성비로 보면 여성은 50%까지 가는 것이 이상적이고, 백인의 비율도 더 낮아지는 것이 맞겠으나 버핏은 ESG보다 우리에게 더 중요한 것은 '실제 일을 잘 하는가, 우리를 잘 이해하고 우리와 잘 맞는 사람인가'가 더 중요하다고 보았다.

버크셔의
 능력 중심주의

실제로 2015년 주주서한에서 버핏은 버크셔 CEO의 핵심 요소는 '그 사람의 성격적 부분(character)'이라면서 자기 자신을 위해서가 아니라 회사를 위해 모든 것을 다하는 사람이 되어야 하며, 내가 표현상 어쩔 수 없이 남성 대명사를 쓰고 있지만, 성별이 CEO를 결정하는가를 결정해서는 안된다'라고 이야기하기도 했다. 워런 버핏과 버크셔 해서웨이의 '능력 중심주의(Professionalism)'를 잘 확인할 수 있는 부분이다.

5) 버크셔 지배구조의 독특성 (4) : 환경/기후에 대한 접근

버핏은 '19년 아이오와 풍력 터빈 투자건을 ESG 관점에서 해석하는 것에 대해 경계

과거 버핏은 재생에너지 인프라에 대한 투자를 수 차례 진행한 바 있으나 해당 투자를 ESG 관점에서 해석하는 것에 대해 경계하는 모습을 보였다. 그 중 하나는 '19년 총 \$300억 규모의 아이오와 풍력 터빈, 발전 인프라 투자 건이다. 이에 대해 버핏은 당시 '만약 미국 정부가 풍력 발전에 대해 대규모 세금감면 혜택을 주지 않았다면 투자하지 않았을 것'이라고 언급하였다.

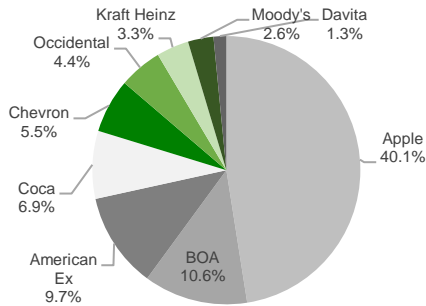
버크셔 해서웨이는 '24년 주주총회에서 환경 관련 주주제안 2건을 모두 부결시킴

또한 '19년 말 현지 언론과의 인터뷰에서 ESG 투자에 대한 질문을 받자 '사회가 기업들에게 선행을 해야 한다는 견해를 강요하는 것은 옳지 않다'고 비판하는 발언을 하기도 하였다. 금번 24년 연례 주주총회에서도 버크셔의 주주들은 버크셔가 온실가스 감축 현황 및 감축을 위한 계획, Net-zero 달성을 위한 노력을 해야한다는 제안에 약 4대 1 이상의 차이로 반대표를 던졌다.

24년 1분기 포트폴리오 내 에너지 업종 투자 비중은 약 10%
쉐브론, 옥시덴탈
주식 매입 때문

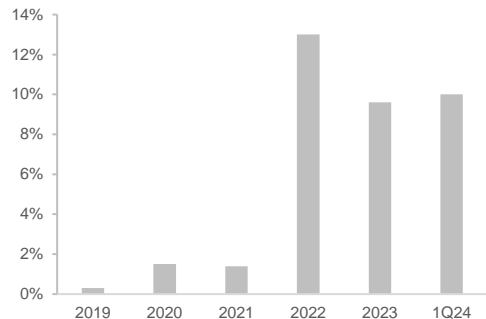
그 가운데 버크셔의 정유 기업에 대한 지속적인 투자가 이목을 끌기도 하였다. 버크셔의 24년 1분기 보고서에 따르면 포트폴리오 중 에너지 업종 투자 비중은 약 10%로 '19년 말 0.3% 대비 약 9%p 이상 증가한 것으로 나타났다. 그간 에너지 업종 비중 증가에 가장 큰 기여를 한 종목은 정유 기업인 옥시덴탈페트롤리움과 쉘브론으로 1분기 기준 각각 버크셔의 포트폴리오 내 4.2%, 5.4%를 차지하고 있다.

도표 33. 버크셔해서웨이1Q24 포트폴리오



자료 : Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 34. 에너지 업종 투자 비중 추이



자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

그 중 버크셔는 옥시덴탈 지분을 최대 50%까지 인수할 수 있는 워런트를 보유 중

그 중 옥시덴탈의 경우 '21~'22년 물류 대란 및 코로나 버블, 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 유가가 폭등하자 버크셔는 22년 2월에 20년 옥시덴탈 보유주식을 매도할 당시의 주가에서 약 세 배가 오른 금액으로 보통주를 사들였으며 이후에도 지분을 대량으로 추가 매입하였다. 이후에는 '22년에 연방에너지규제위원회의 허가를 받고 지분 50%까지 인수할 계획을 공표하기도 하였다.

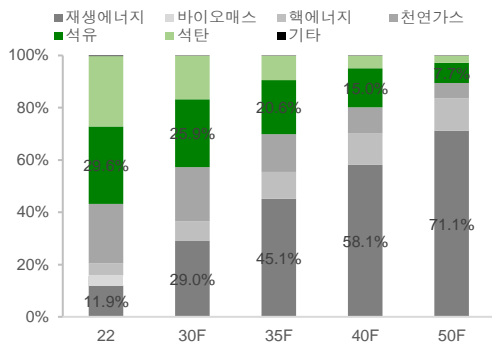
정유기업 투자는 버크셔의 투자 방침과 맞지 않는다는 평이 지배적이었음

당시에는 이러한 투자가 버크셔의 투자 방침에 맞지 않는다는 평이 지배적이었다. 버핏은 보통 내재가치 대비 저평가된 주식을 영가에 매입한 후 오랜 기간 소유하며 수익을 낼 수 있는 주식을 선호하였기 때문이다. 또한, 에너지 업종의 트렌드는 기존 화석 연료 기반의 산업 구조에서 풍력, 수소 등 친환경 에너지로 대체될 것으로 여겨졌기 때문이다.

IEA에 따르면 '35년 기준 석유의 사용 비중은 '22년 대비 20%p이상 축소될 전망

IEA에 따르면 국가별 2050 Net zero 정책 시나리오에 기반한 향후 에너지원별 사용 비중을 예측해본 결과 '35년 기준 석유 26%, 재생에너지 46%의 비중을 보일 것으로 전망된다. 석유의 사용 비중은 '22년 30%에서 '50년 8%로 20%p 이상 축소될 전망이다.

도표 35. IEA ~'50 에너지원 비중 전망



자료 : IEA, 신영증권 리서치센터

도표 36. WTI 유가 추이

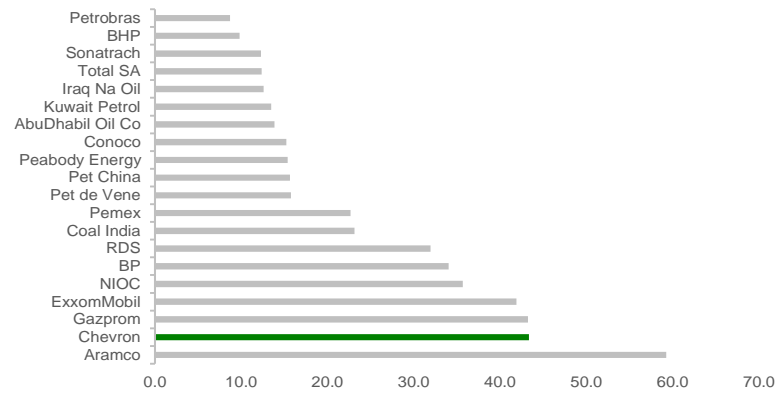


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

파리기후협약 이후
석유산업 투자 금액은
'15~'22년 7년 만에
약 27% 감소

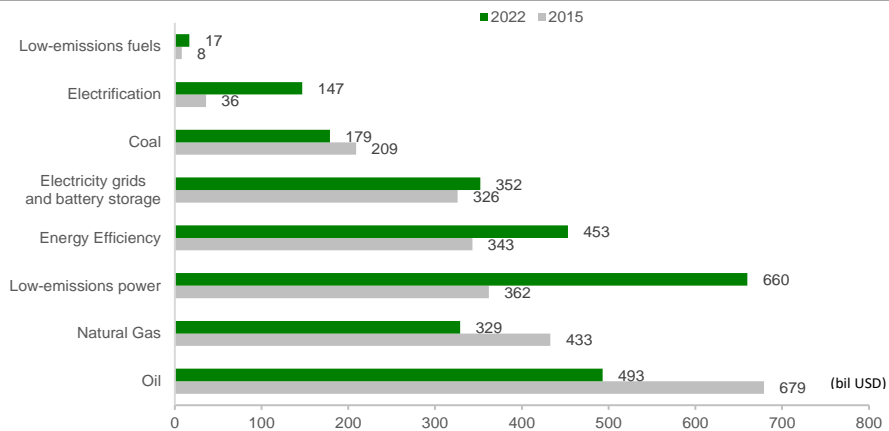
‘15년 말 파리기후협약을 기점으로 ESG 투자가 주요 테마로 등장하며 화석연료에 대한 신규 투자를 줄이거나 중단하고 있는 상황이었기에 버크셔는 탄소중립의 메가트렌드를 역행하는 투자를 진행한다는 평이 지배적이었다. 실제로 석유 산업 내 총 투자 금액은 ‘15년 약 \$6,790억에서 ‘22년 \$4,930억으로 7년간 27% 감소하였다. 또한 CIA(미국 기후책임연구소)에 따르면 셰브론은 1965년부터 2017년까지 약 434억t의 온실가스를 배출하여 전체 온실가스 배출 기업 2위에 해당하는 것으로 알려진다(1위는 아람코).

도표 37. 1965~2017 온실가스 배출 상위 기업



자료 : 미국 기후책임연구소(CAI), 신영증권 리서치센터

도표 38. 에너지 사업 항목별 투자 금액 변동(2015 → 2022)



자료 : IEA, 신영증권 리서치센터

버핏의 에너지 기업 인수는
친환경 에너지 전환에
예상보다 많은 비용과
시간이 들 것으로
예상한데 기인

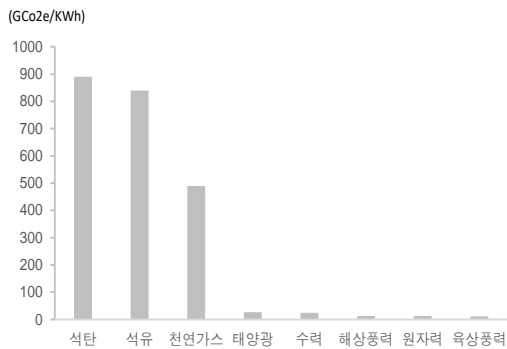
다만 버핏의 에너지 기업 인수는 친환경으로의 에너지 전환에 예상보다 많은 비용과 시간이 들 것으로 판단했기 때문인 것으로 분석된다. 실제로 버핏은 균형 있는 투자를 고수하고 있으며 금번 '24년 연례 주총에서도 기존과 같은 시각을 유지하였다.

버핏은 '재생에너지를 주시는 하고 있지만 더 많은 시간이 필요하다. 9명의 여성이 임신하여 한 달안에 아기를 만들 수는 없다'고 말하며 친환경 전환에 충분한 시간이 필요함을 강조하였다. '21년 당시 세션에서도 비합리적인 친환경 에너지 전환 및 탄소중립 정책에 대한 의견을 묻는 질문에서 "화석연료와 신재생에너지 어느 한 쪽만을 강조하는 양 극단에 있는 사람들은 약간 정신 나간 사람들"이라며 비판한 바 있다(I would say that people that are on the extremes of both sides are a little nuts)

버핏은 재생 에너지로의
급격한 전환에 대해
회의적인 입장을
보이고 있는 것으로 추정

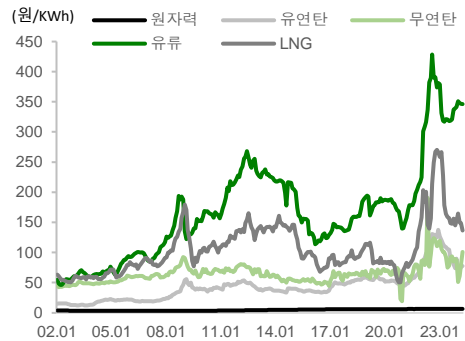
장기적으로 에너지 소비 및 발전의 무게 중심 변화 속 화석 연료의 비중이 줄어드는 흐름은 유지될 것으로 전망하나 재생에너지로의 급격한 전환보다는 화석 에너지와 공존하는 과도기가 예상보다 길게 존재할 것으로 판단한 것이다. 에너지 전환이 완료되려면 전력망, 발전소 등 모든 인프라에 새롭게 투자해야 하기 때문에 많은 비용과 시간이 수반되기 때문이다.

도표 39. 에너지원별 생애주기 탄소배출량



자료 : IPCC, 신영증권 리서치센터

도표 40. 에너지원별 발전 비용



자료 : Epsis, 신영증권 리서치센터

도표 41. EU 탈탄소 정책 타임라인

일자	내용	세부 내용
2018.11	"A Clean Planet for all" 보고서 발표	'50년까지 탄소중립 달성 목표 설정
2019.11	"기후, 환경 비상사태" 선언 결의안 승인	'30년까지 온실가스 배출량 '90년 대비 55% 감축
2020.1	"유럽 그린딜 투자 계획" 발표	환경 정책에 향후 10년에 걸쳐 1조 유로 규모의 투자 계획
2021.7	"Fit for 55" 발표	탄소국경세 도입 계획 제안 및 농업, 운송 등에서 온실가스 배출량을 '30년까지 '05년 대비 40% 감축 목표
2022.7	EU 택소노미 수정안 통과	기존 분류에서 원자력 및 천연가스를 친환경 에너지에 포함
2023.3	탄소중립 산업법 (Net-Zero Industry Act) 초안 발표	'30년까지 EU 내 탄소중립 기술 연간 수요의 최소 40% 자체적으로 생산
2023.9	Euro 7 협상안 채택	자동차 배기가스 배출 기준을 Euro 6 수준으로 유지하는 방향으로 채택
2023.10	탄소국경조정제도(CBAM) 시행	철강, 시멘트, 전기, 비료, 알루미늄, 수소를 EU에 수출하는 기업에 대해 탄소 배출량만큼 관세 부과
2024.2	'40년 온실가스 감축 목표 권고안 발표	2040년까지 EU의 온실가스 배출량을 1990년 대비 90% 감축하겠다는 목표 제시

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 42. 미국 탈탄소 정책 타임라인

일자	내용	세부 내용
2021.1	바이든 대통령 파리 기후 협약 재가입	'30년까지 온실가스 배출량 50%~52% 감축 목표, '50년까지 Net-Zero 목표 수립
2021.10	제26회 유엔기후변화회의(COP26)	중국, 러시아, 인도 등 주요국과의 의견 차이로 '50년 탄소중립 목표 설정 불발
2022.8	인플레이션감축법(IRA) 시행	향후 10년 태양광, 풍력, 전기차 등에 \$3,690억을 세액공제/보조금 방식으로 투입
2023.1	운송 부문 탈탄소화 청사진 발표	단기 목표(~2030년)와 중장기 목표(~2040, ~2050년) 구분하여 설정
2023.11	미중 기후변화 공동대응 합의	'30년까지 전세계 재생에너지 Capa 3배 증가 목표, '35년까지 온실가스 감축에 상호 동의
2024.3	DOE의 산업 부문 탄소 감축을 위한 투자 발표	에너지 집약 산업의 탈탄소화, 산업부문 온실가스 배출 감소 등을 위해 20개 주 33개 프로젝트에 60억 달러 투자

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 43. 중국 탈탄소 정책 타임라인

일자	내용	세부 내용
2020.9	시진핑 주석, 제75회 UN회의의 참석	'30년 이전 탄소 배출 Peak, '60년 이전 탄소중립 달성할 것이라 대외적으로 선언
2020.10	중국 14차 5개년 계획 발표	'30년 탄소피크 행동방안 제정, 에너지 소비 총량 및 강도조절 제도 완비 등 추진
2022.8	"탄소 피크와 탄소 중립을 지원하는 과학 기술 실시방안" 발표	GDP 단위당 이산화탄소 배출량을 '20년보다 18% 감축하고, GDP 단위당 에너지 소비량을 '20년보다 13.5% 감소시킬 계획 등 발표
2023.4	"탄소피크 탄소중립 표준체계 건설 지침" 발표	'25년까지 1,000개 이상의 국가표준과 산업표준을 완성, 30개 이상의 녹색 저탄소 관련 국제표준에 실질적으로 참여할 것을 목표로 제시
2024.2	"탄소배출권 거래 관리 잠정 조례" 발표	탄소배출권 거래가 민사 행위적 속성을 가지고 있다고 보고, 배출권을 행사할 수 있는 주체와 공권의 적절한 개입, 효과적인 감독 등에 관한 규정을 포함

자료 : 신영증권 리서치센터

실제로 탄소중립
추진 과정에서
원자재 가격이 폭등하는
그린플레이션이 일어남

실제로 탄소중립의 목표 하에 정책 시행의 초입에서 에너지 전환의 과정으로 그린플레이션이 발생하였다. 각국은 각자의 탈탄소 정책을 추진하는 과정에서 고탄소 시설의 가동 조절, LNG 수요 증가로 원자재 수급 불균형이 발생하여 가격 상승을 야기하였다.

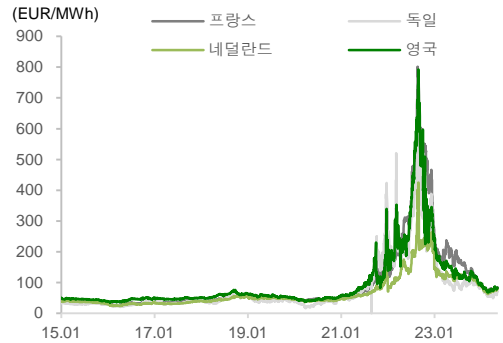
고탄소 발생 설비들의 가동을 조절하여 생산에 필요한 자원 공급 부족이 발생하였고 결과적으로 높아진 전력비가 제조원가에 반영되며 수출 경쟁력이 약화시키는 결과를 초래하기도 하였다.

도표 44. 원유, 천연가스 가격 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주 : 2009.01.01 = 1

도표 45. 유럽 주요국 전력비 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2050 넷제로 추진을 위해
친환경에너지 사용 비중을
높이면 전력 단가가 상승할
가능성이 높음

한국자원경제학회의 전망에 따르면 '2050 탄소중립'을 실현하기 위해서는 '30년 전력의 실질가격이 '22년 전력 적용단가보다 약 35% 상승하게 된다. '40년 기준으로 전력비는 약 42% 증가하게 된다. 재생에너지는 석탄과 LNG 등에 비해 발전 비용이 높으며 친환경에너지 사용이 증가하면 발전 비용과 계통 강화 비용이 증가하기 때문이다. 또한, 재생 에너지를 사용하는 경우 실시간 전력 수급 균형을 유지하기 위한 보조 비용과 송전·변전·배전 보강 비용의 증가도 불가피하다.

도표 46. 2050 탄소중립을 위한 적정 전기요금 전망

[시나리오 B의 적정 전기요금 전망치]



자료 : 한국자원경제학회, 신영증권 리서치센터

주: 시나리오 B는 석탄발전은 중단, 화력발전의 일부로 LNG발전을 유지해 탄소 배출량이 잔존하는 시나리오

버핏은 옥시덴탈 셰일에
한 가능성에도
베탕한 것으로 판단

또한, 버핏은 이후 친환경 에너지가 비용이 매우 높고 공급이 불안정할 것이라는 가정하에 화석 연료 중 석유와 석탄을 대체할 수 있는 에너지는 천연가스로 판단했을 것으로 추측한다. 옥시덴탈은 셰일 부문에서 강점을 가지고 있는 기업이다. 옥시덴탈은 과거 '19년 셰일오일 전문업체 아나다코페트롤리움 인수를 통해 미국 내 셰일 유전지인 텍사스 채굴권을 확보한 바 있다. 또한 23년 12월 \$12억 규모의 셰일 시추업체 크라운 락 인수를 발표하였다.

2023년 주주서한 내용 중

“At yearend, Berkshire owned 27.8% of Occidental Petroleum’s common shares and also owned warrants that, for more than five years, give us the option to materially increase our ownership at a fixed price”.

“And then – Hallelujah! – shale economics became feasible in 2011, and our energy dependency ended. Now, U.S. production is more than 13 million BOEPD, and OPEC no longer has the upper hand.”

“We particularly like its vast oil and gas holdings in the United States, as well as its leadership in carbon-capture initiatives, though the economic feasibility of this technique has yet to be proven. Both of these activities are very much in our country's interest.”

23년 말 기준 버크셔해서웨이는 옥시덴탈패트롤리움 주식의 27.8%를 소유하고 있으며 5년 이상 고정된 가격으로 지분을 추가로 매입할 수 있는 워런트를 보유하고 있음. 2011년 셰일 가스 경제가 가시화되면서 미국의 에너지 수입 의존도는 낮아졌음. 이제 미국의 생산량은 1,300만 BOEPD(Barrels of oil equivalent per day, 일일 생산량) 이상이며 OPEC은 더 이상 우위를 점하지 못할 것이다.

도표 47. Euro6, 7

M1, N1 (mg/km, #/km (PN))	Euro 6		Euro 7(잠정)		Euro 7 (확정)	
	WLTP, RDE (CF 1.1 NOx, 1.34PN)		WLTP / RDE CFs 없음	Budget (mg or #) Trips < 10km	WLTP, RDE (CF 1.1 NOx, 1.34PN)	
	가솔린	디젤	Tech/연료 무관		가솔린	디젤
질소산화물	60	80	60	600	60	80
일산화탄소	1,000	500	500	5,000	1,000	500
총탄화수소	100	HC + NOx = 170	100	1,000	100	HC + NOx = 170
암모니아(NH3)	-		20	200	-	
수명 / 내구성	160,000km / 5년		160,000km / 8년 Ext. : 200,000km / 10년 제한 x 1.2		160,000km / 8년 Ext. : 200,000km / 10년 제한 x 1.2	
적용 시기	현재 적용 중		전 차종에 2025년 7월 1일부터 적용		신차 기준 최종 등록 후 30개월 후 전 차종 최종 등록 후 42개월 후	
브레이크 미세먼지	-		-		차량당 7 mg/km	

자료 : EU, 신영증권 리서치센터

도표 48. 미국환경보호청(EPA) EV 비중 타겟(24.02)

Pathway	Tech	2027	2028	2029	2030	2031	2032
A 시나리오 - higher BEV	ICE	64%	58%	49%	43%	35%	29%
	HEV	4%	5%	5%	4%	3%	3%
	PHEV	6%	6%	8%	9%	11%	13%
	BEV	26%	31%	39%	44%	51%	56%
B 시나리오 - Moderate HEV and PHEV	ICE	62%	56%	49%	39%	28%	21%
	HEV	4%	4%	3%	6%	7%	6%
	PHEV	10%	12%	15%	18%	24%	29%
	BEV	24%	29%	33%	37%	41%	43%
C 시나리오 - higher HEV and PHEV	ICE	61%	41%	35%	27%	19%	17%
	HEV	4%	15%	13%	16%	15%	13%
	PHEV	10%	17%	22%	27%	32%	36%
	BEV	24%	26%	30%	31%	34%	35%

자료 : EPA, 신영증권 리서치센터

과거 주요국은
각 국의 정책을 기반으로
수송 분야에서
전동화 비중을 높이고자 함

탄소 중립 달성을 위해 전기차 보급 확대 트렌드도 이어지는 가운데 버핏은 전기차 업체 투자에 대해서도 보수적인 입장을 보인다. IEA에 따르면 '22년 기준 글로벌 전체 이산화탄소 배출량 중 도로, 항공, 해운을 포함한 이동 및 수송수단에서 배출된 이산화탄소 비중은 약 15%인 것으로 집계되었다. 이에 EU는 자동차 연비 규제 및 탄소 배출 규제를 강화하였으며, 미국은 환경보호청(EPA)에서 연비 규제를 강화하여 기존 '32년까지 전체 신차 중 순수 전기차 비중을 67%까지 늘리겠다는 계획을 발표한다(현재는 32%~56%로 하향 조정된 상태).

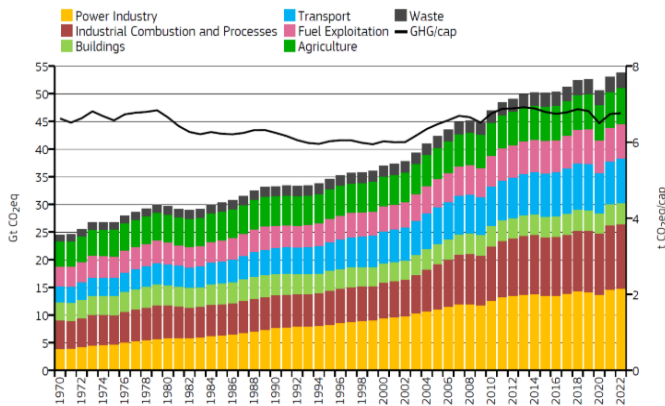
버핏과 멩거는 공통적으로
자동차, 전기차 산업에
회의적인 입장을 보임

버핏은 '23년 연례 주총의 Q&A 세션을 통해서도 '자동차 산업은 기본적으로 힘든 산업이며, 자동차 회사들이 5~10년 후에 어떻게 될지는 미지수이며 자동차 산업보다 더욱 확실한 투자처를 찾는 게 낫다'고 했다. 당시 멩거 부회장도 '전기차 산업이 상승기에 있는 것은 맞지만 너무 많은 자본과 위험을 감당해야 한다'고 언급하며 전기차를 넘어 자동차 산업에 자체에 대해 부정적인 시각을 공유한 바 있다.

금번 '24년 연례 주총에서도 비슷한 내용이 언급되었다. '전기차 산업의 승자를 예측하기 위해 우리에게 기대지 말라'며 향후 전기차 산업에서 시장을 지배하는 기업은 나타나지 않을 것이라고 말했다.

도표 49. 유형별 탄소 배출

Figure 2. Global GHG emissions by sector (left axis, bars) and per capita (right axis, black line), 1970-2022 (in Gt CO₂eq)



Source: JRC, 2023

자료 : JRC

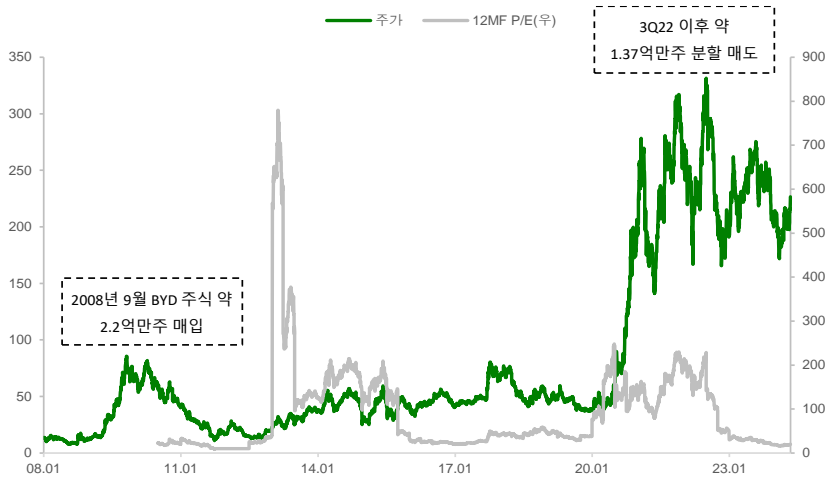
23년 8월에는 보유중이던
GM의 지분 전량 처분
BYD 지분도 22년 기점
지속 분할 매도 중

BYD 매도의 배경은
전기차 산업의 과도한
재투자 비율인 것으로 추정

버크셔는 '23년 8월 보유중이었던 GM의 지분 전량을 처분하였으며, 과거 이래적으로 투자하였던 전기차 및 배터리 기업 BYD 지분은 '08년 2.2만주, BYD의 8%의 지분을 매입한 이래 10차례 넘게 보유 지분을 정리하였다.

버크셔는 BYD 매도에 대한 구체적인 배경을 밝히고 있지는 않다. 다만 BYD가 '23년 글로벌 1위 전기차(BEV+PHEV) 판매 실적을 내고 있음에도 해당 재원을 대부분 신규 개발 및 신증설에 재투자하고 있으며, 전기차 관련 인프라 문제들이 아직 완벽하게 해결되지 않은 상황인 만큼 주주 및 투자자 관점에서 BYD에게 기대할 수 있는 미래의 기대 수익이 높지 않다고 판단한 것으로 해석한다.

도표 50. BYD 주가 추이



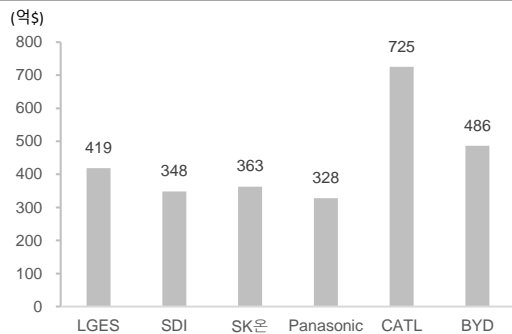
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

버핏의 BYD 매각은 당시 찰리 멩거 전 버크셔 부회장의 뜻과 상충하는 모습을 보였다. 멩거는 생전에 언론 인터뷰를 통해 BYD에 대해 우호적인 평가를 내린 바 있기 때문이다. ‘테슬라는 22년 중국에서 가격을 2번 내렸는데도 BYD는 가격을 올렸다. 중국에서 BYD는 테슬라를 크게 앞서고 있다’며 BYD에 대해 우호적인 시각을 드러낸 바 있다. BYD에 대한 멩거의 시각에도 불구하고 ‘08~22년 주가가 600% 이상 상승한 만큼 차익 실현에 나선 것으로 풀이된다.

버핏은 시장을 선도하고
원활한 FCF를 창출할 수
있는 기업에
높은 가치를 부여

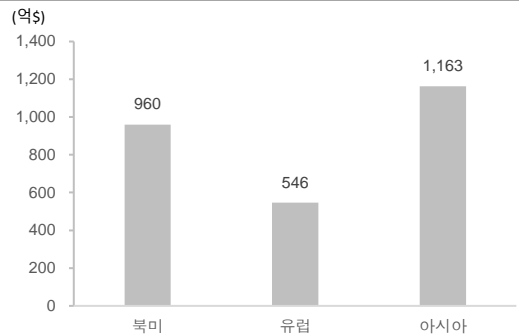
버핏은 경쟁사보다 확실한 우위를 가진 기업이 개별 기업 경쟁력의 근간이며 시장을 선도하는 동시에 원활한 FCF 창출이 가능한 기업을 적극적으로 매수하고 있다. 높은 수익률로 다른 사업에 재투자할 수 있는 이익을 창출하는 기업에 높은 가치를 부여하곤 하였다.

도표 51. 6대 셀 업체 생산라인 투자액 전망(24~30년 누계)



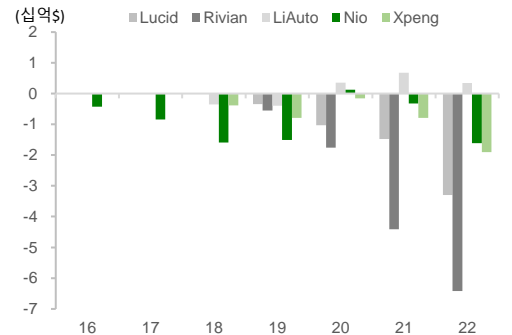
자료 : SNE리서치, 신영증권 리서치센터

도표 52. 6대 셀 업체 투자액 지역별 전망(21~35년 누계)



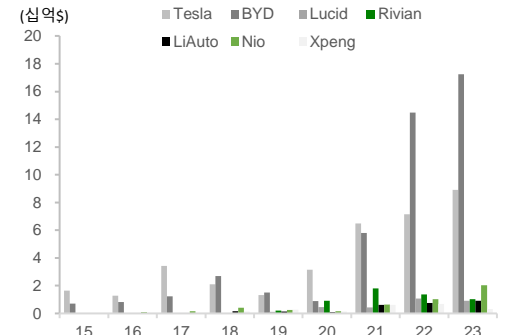
자료 : SNE리서치, 신영증권 리서치센터

도표 53. 신생 전기차 업체 FCF 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 54. 전기차 업체 CAPEX 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

BYD는 최근 5년 약 \$400억을 CAPEX에 투입했음에도 불구하고 '30년까지 추가 투자가 예상됨

전기차 산업은 기본적으로 많은 CAPEX를 필요로하며 과도한 재투자 비율도 버핏이 전기차 투자에 부정적인 견해를 갖게 하는데 일조한 것으로 판단한다. Tesla와 BYD는 '20~'23년 최근 4년 각각 연 평균 \$64억, \$96억을 CAPEX로 집행하였으며 두 기업 모두 FCF(잉여현금흐름)가 흑자로 전환된 시점은 '19년 이후이다. SNE리서치의 전망에 따르면 BYD는 최근 5년 약 \$400억을 CAPEX에 투입했음에도 불구하고 '30년까지 약 \$486억의 추가 투자가 예상되며 이후에도 지속적인 자금 조달이 예상된다. 과도한 재투자가 버핏에게는 부담 요인으로 작용했을 것으로 풀이된다.

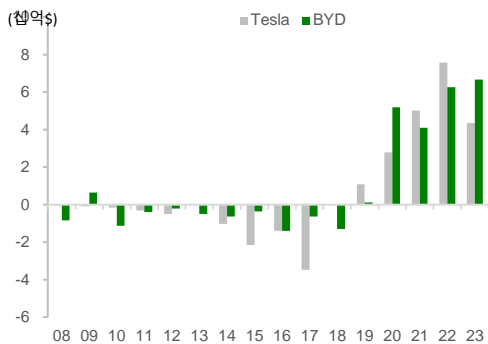
국내 셀업체의 경우 FCF 흑전 시점은 빨라야 26년 이후로 예상

국내 배터리 기업의 경우도 마찬가지이다. LG에너지솔루션과 삼성SDI는 21~23년 각각 총 19조, 9조 규모의 CAPEX를 집행하였으며 지속적인 해외 생산 기지 확충에 따라 투자 지속할 것으로 전망된다. 당사 추정에 따르면 국내 배터리 업체의 FCF 흑자 기대되는 시점은 26년 이후이다.

애플, TSMC의 경우 EV 업체 대비 상대적으로 양호한 매출액 대비 FCF 비율을 보임

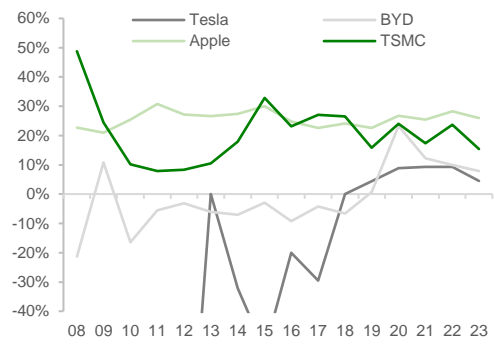
반면 버크셔가 투자한 애플, TSMC의 경우 같은 기술주로 분류되지만 전기차 기업 대비 상대적으로 높은 FCF 창출 능력, 주주환원율을 보인다. 애플, TSMC의 매출액 대비 FCF 창출 능력은 최근 5년 20%를 상회하였다. Tesla, BYD의 경우 19년이 되어서야 FCF가 흑자로 전환하였으며 매출액 대비 FCF의 비율은 5%~8%(23년 기준)에 머무르고 있다. 더욱이 글로벌 전기차 판매 성장 둔화에 따른 가격 인하 압박이 심해지는 상황에서 해당 비율이 단기에 개선되기는 힘들 것으로 판단한다.

도표 55. Tesla, BYD 연간 FCF 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 56. Tesla, BYD, Apple, TSMC FCF/매출액 비율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 57. 버크셔 해서웨이 vs. S&P500

연율화 수익률(%)			연율화 수익률(%)		
	버크셔 해서웨이	S&P500 (배당 포함)		버크셔 해서웨이	S&P500 (배당 포함)
1965	49.5	10.0	1995	57.4	37.6
1966	-3.4	-11.7	1996	6.2	23.0
1967	13.3	30.9	1997	34.9	33.4
1968	77.8	11.0	1998	52.2	28.6
1969	19.4	-8.4	1999	-19.9	21.0
1970	-4.6	3.9	2000	26.6	-9.1
1971	80.5	14.6	2001	6.5	-11.9
1972	8.1	18.9	2002	-3.8	-22.1
1973	-2.5	-14.8	2003	15.8	28.7
1974	-48.7	-26.4	2004	4.3	10.9
1975	2.5	37.2	2005	0.8	4.9
1976	129.3	23.6	2006	24.1	15.8
1977	46.8	-7.4	2007	28.7	5.5
1978	14.5	6.4	2008	-31.8	-37.0
1979	102.5	18.2	2009	2.7	26.5
1980	32.8	32.3	2010	21.4	15.1
1981	31.8	-5.0	2011	-4.7	2.1
1982	38.4	21.4	2012	16.8	16.0
1983	69.0	22.4	2013	32.7	32.4
1984	-2.7	6.1	2014	27.0	13.7
1985	93.7	31.6	2015	-12.5	1.4
1986	14.2	18.6	2016	23.4	12.0
1987	4.6	5.1	2017	21.9	21.8
1988	59.3	16.6	2018	2.8	-4.4
1989	84.6	31.7	2019	11.0	31.5
1990	-23.1	-3.1	2020	2.4	18.4
1991	35.6	30.5	2021	29.6	28.7
1992	29.8	7.6	2022	4.0	-18.1
1993	38.9	10.1	2023	15.8	26.3
1994	25.0	1.3	2024	-	-
Compounded Annual Gain - 1965~2023			19.80%		10.2%
Overall Gain - 1964~2023			4,384,748%		31,223%

자료: Berkshire Hathaway Inc. 2023 Annual Report

II. 2024년 주주총회 Q&A 세션과 현지 동향

"사람들이 그렇게 자주 틀리지 않았다면, 우리는 그렇게까지 큰 부자가 되진 못했을 것이다(If people weren't so often wrong, we wouldn't be so rich)"

2024년 찰리 멩거
100세 기념 영상 헌정

2024년은 찰리 멩거가 태어난지 100년이 되는 해이다. 2024년 버크셔 해서웨이 주주총회는 8시 45분 작년 가을 작고한 찰리 멩거 부회장의 추모 영상을 상영하며 시작됐다.

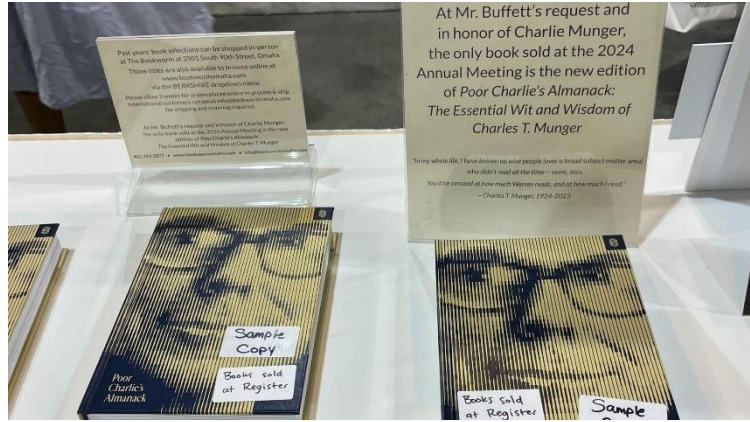
찰리 멩거의 생가(生家)에서 출발해 젊은 날의 모습들, 버핏과의 만남, 콩트에 출연했던 모습들, 따뜻하고 유머러스했던, 위트 넘치는 주총답변들이 하나하나 지나간다. 그리고 마지막은 평생의 파트너였던 가수, 코미디언, 정치인, 캐릭터들이 하나하나 등장하고 버핏과 멩거의 투샷으로 끝난다. 나를 알아주고 뜻을 알아주는 지우(知友)란 무엇인가 눈시울이 붉어지는 장면이다.

Standing Ovation
찰리 멩거의 Almanack
2,400권 팔려

찰리 멩거의 책 'Poor Charlie's Almanack'이 금요일 바자회에서 2,400권 팔렸다고 한다. 버핏은 작고한 찰리 멩거를 위해 경기장의 불을 켜달라고 요청했고 경기장에 앉아있던 주주 4만여명이 동시에 일어나 찰리를 추모하며 기립박수(standing ovation)를 보내는 장관이 펼쳐졌다.

버핏은 Q&A 시간에 답변을 하다가 늘 하던 대로 '찰리'를 부르기도 했다. 내가 다 이야기했으니 당신 차례라는 뜻으로 늘 이름을 불렀었는데, 멩거가 떠났다는 것에 아직은 익숙해지지 못했구나 느꼈던 장면이었다. 어떤 사람은 눈물을 흘렸고 대다수는 응원의 박수를 쳤다. 버핏은 내가 너무 익숙해서 그랬나보다 멋적어했고, 옆에 앉아있던 그렉 아벨(Greg Abel)은 나를 멩거 부회장으로 착각을 하셨다니 정말 큰 영광이라고 이야기했다. 오후 Q&A에서도 아벨은 찰리의 유명한 대사 "덧붙일 것이 없습니다(I have nothing to add)"를 가져다 쓰면서 박수 갈채를 받기도 했다.

도표 58. 멩거의 자서전 격인 Poor Charlie's Almanack



자료: 신영증권 리서치센터

도표 59. 젊은 날의 버핏과 멩거



자료: 신영증권 리서치센터

1) 2023년 1분기 실적의 시사점: 애플보다 현금

현금성 자산
작년보다 더 늘어
1,800억달러 육박
장기국채 포지션
거의 없어

버크셔 해서웨이의 1분기 실적은 보험 부문 선전으로 인해 영업이익은 늘었지만 투자부문이 감소하면서 순이익이 급감했다. 애플 때문인 듯하다.

버크셔의 현금성 자산은 1,800억달러를 돌파했고 조만간 2천억달러가 될 것은 확실해 보인다. 버핏은 "우리는 언제나 좋은 투자기회가 생기면 돈을 쓸 준비가 되어있지만, 리스크는 매우 낮고 리턴은 크다고 여겨지는 것이 나타나지 않는 한 돈을 투입하지 않을 생각"이라고 설명했다. 지금 당장은 적당한 투자처가 잘 안보인다는 뜻으로 풀이된다. 채권 포트폴리오도 1년 미만의 단기국채에 약 73%를 몰빵(?)되어 있다.

도표 60. 2024 버크셔 해서웨이 보험 부문 자산 현황 (단위:백만달러)

	March 31, 2024 (Unaudited)	December 31, 2023
ASSETS		
<i>Insurance and Other:</i>		
Cash and cash equivalents*	\$ 28,891	\$ 33,672
Short-term investments in U.S. Treasury Bills	153,444	129,619
Investments in fixed maturity securities	17,167	23,758
Investments in equity securities	335,864	353,842
Equity method investments	29,585	29,066
Loans and finance receivables	25,435	24,681
Other receivables	46,772	44,174
Inventories	23,670	24,159
Property, plant and equipment	22,058	22,030
Equipment held for lease	17,154	16,947
Goodwill	50,813	50,868
Other intangible assets	29,045	29,327
Deferred charges - retroactive reinsurance	9,318	9,495
Other	20,398	19,568
	809,614	811,206

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 61. 2024 버크셔 해서웨이 채권자산 운용 현황 : 전체 채권의 72%를 만기 1년 미만으로 보유 (단위: 백만달러)

	Due in one year or less	Due after one year through five years	Due after five years through ten years	Due after ten years	Mortgage- backed securities	Total
Amortized cost	\$ 12,218	\$ 3,869	\$ 600	\$ 135	\$ 147	\$ 16,969
Fair value	12,177	3,889	798	144	159	17,167

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

2024년 1분기 기준
애플, 아메리칸익스프레스
뱅크오브아메리카
코카콜라, 쉐브론
5개 종목이 76% 차지

주식 포트폴리오는 작년 4분기에는 아메리칸 익스프레스(284억달러), 애플(1,743억달러), 뱅크오브아메리카(348억달러), 코카콜라(236억달러), 쉐브론(188억달러)로 위 5개 종목이 전체 포트폴리오의 79%를 차지하는 것으로 보고됐었다. 여기저기 분산하지 않고, 잘 아는 몇 개 종목에 집중 투자하는 경향이 드러난다.

반면 2024년 1분기에는 아메리칸 익스프레스(345억달러), 뱅크오브아메리카(392억달러), 코카콜라(245억달러), 쉐브론(194억달러)의 4개 종목은 주가 상승으로 평가이익이 증가했는데 애플(1,354억달러)은 크게 감소했다. 이는 애플의 주가가 떨어졌기 때문이기도 하지만, 상당 부분 차익실현을 하면서 포트폴리오에서 애플이 차지하는 비중이 감소했기 때문이다.

버크셔는 팀 쿡과 개인적 친분도 있고 애플에 대해 '충성도 높은 브랜드'를 보유한 코카콜라와 같은 소비재'로 생각한다고 여러 번 언급하긴 했지만 이번 매도 규모가 상당히 향후 모니터링이 필요할 것으로 보인다.

도표 62. 2024 버크셔 해서웨이 주식자산 운용 현황 :

	Net Unrealized		
	Cost Basis	Gains	Fair Value
March 31, 2024*			
Banks, insurance and finance	\$ 28,513	\$ 64,299	\$ 92,812
Consumer products	29,214	134,364	163,578
Commercial, industrial and other	46,026	33,448	79,474
	<u>\$ 103,753</u>	<u>\$ 232,111</u>	<u>\$ 335,864</u>
December 31, 2023*			
Banks, insurance and finance	\$ 27,136	\$ 51,176	\$ 78,312
Consumer products	34,248	166,895	201,143
Commercial, industrial and other	48,032	26,355	74,387
	<u>\$ 109,416</u>	<u>\$ 244,426</u>	<u>\$ 353,842</u>

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

2) 오전/오후 Q&A session 주요 내용: 애플, 전력, 캐나다

Tech & Market : 애플 지분 축소와 시에 대한 우려

애플 지분 13% 매도
세금 문제 때문이라고
언급했지만
시장 영향 관찰 필요

이번 주주총회의 하이라이트는 버크셔 해서웨이가 올해 1분기 애플 지분을 13%(약 1.16억주)나 추가로 매각했다는 것이었다.

Q&A session의 첫 질문이 애플 판 이유에 대한 것이었는데 버핏은 '나도 애플을 판 것을 알고 있다. 그러나 세금 때문일 가능성이 크고 기업에 대한 장기 전망이 변한 것은 아니다'라고 답변했다. 미국 재정적자가 급증하고 있어 법인세나 자본소득세 등 세율 인상 가능성이 있다는 것이다.

애플을 조금 매도했지만, 앞으로도 여전히 포트폴리오 최대 보유종목은 애플일 것이며 애플의 사업모델은 아메리칸 익스프레스나 코카콜라보다 더 낫다(Apple is an even better business than American Express and Coca Cola)고 언급했다.

오후 세션에서도 애플에 대해 잠깐 언급이 있었다. 버핏은 주식을 고를 때 '소비자 행동(consumer behavior)' 관점에서 보기 때문에 애플을 좋아한다면 사람들이 두 번째 차를 사는 것보다 애플 스마트폰을 택하겠다고 하는 걸 보면 명쾌하다. 처음 자동차 보험회사 가이코를 매수했을 때에도 사람들이 자동차를 너무 사고 싶어해서 자동차 보험산업이 커질 것으로 생각했는데 '우리는 사탕 만드는 법은 모르지만 See's Candies를 매수할 때에도 소비자들의 행동 양태를 관찰했다'고 발언했다.

그렇다손 치더라도 2분기 연속 애플을 매도했고 1분기 지분을 처분한 양 자체가 상당해 모니터링은 필요해 보인다. 애플을 매도한 돈은 전액 단기 국채 등 현금성 자산으로 전환되었다. 곧 버크셔의 현금성 자산은 2천억 달러에 육박하게 된다.

지금과 1999년과
비슷한 것 같냐는 질문:
모든 주식을 사도 좋다고
생각하던 시기 같진 않다

관련하여 오후 세션에서는 지금과 1999년이 비슷한 것 같냐는 질문도 나왔다. 1999년은 닷컴 버블 붕괴 직전 기술주가 급등 양상을 보였던 해다.

버핏은 1999년 버크셔 연례회의 때 '미국 500개 기업을 모두 소유하면 매년 3,340억달러(순이익)를 벌어들일 수 있는데 그 기업을 모두 소유하려면 10.5조달러(시가총액)의 돈이 필요하다. 계산기를 두드려보면 좋은 선택이 아닌거 같다'고 이야기했다. 그런데 지금 S&P500 시가총액이 44조달러, 순이익은 1,45달러라 당시와 엇비슷한데 2000년 버블 붕괴와 비슷한 상황이 벌어질 수 있지 않겠냐는 날카로운 질문이었다.

버핏은 즉답을 피하긴 했지만 모든 주식을 다 사도 좋다고 생각할 정도로 시장이 좋은 때도 있었지만 지금은 꼭 그렇지는 않은 것 같다. 이젠 자본을 적절하게 배분하는 것에 포커스를 맞추고 관리자들이 재량껏 판단하게 하는데 전화가 그리 많이 오지는 않는 것 같다고 언급했다.

또한 '나와 찰리는 많은 투자기회를 놓쳤지만 그리 후회하지는 않는다면서 1999년과 같은지는 너무 예전이라 명확하게 잘 기억이 안나지만 우리는 현재에 집중하고 싶다'고 이야기했다. 시장을 아주 긍정적으로 보지는 않는다는 느낌이다. 아마도 이것이 2천억 달러에 달하는 현금을 여전히 단기국채에 몰아넣고 있는 이유일 것이다.

오후 세션 질문에서는 미국 주식시장의 Tech 비중이 과도해진 것에 대해서도 질문이 나왔다. 예전에 버핏은 와이프 상속재산의 90%는 S&P500 인덱스 펀드, 10%는 미국 단기국채에 투자하도록 권고했는데 지금은 소위 'Magnificent 7'로 불리는 기술주가 전체 시총의 25%를 장악하고 있어 시가총액가중(market cap-weighted)보다 동일가중(equal-weight)으로 투자하는 것이 나은지를 물어보는 것이었다.

버핏은 애매하게 대답했는데, 내가 3년마다 유연장을 조금씩 고치는데, 전혀 손대지 않는 부분이 90%는 S&P500 인덱스 펀드에 투자하고, 10%는 단기국채에 투자하라는 부분이었던가면서, S&P500을 이길 자신이 없다면 그대로 두고 편안하게 발 뻗고 자는 것이 나올 수도 있다고 대답했다.

AI 활용한 버핏 디팩이크
와이프와 딸도
못알아봐 걱정돼

AI에 대해서는 여전히 부정적이었다. 오전/오후 모두 관련 질문이 나왔는데 버핏은 AI는 2차 세계대전 당시 발명된 원자폭탄과 비슷한 점이 있다면서 '아인슈타인이 그런 말을 하지 않았냐, 이번 원폭 실험으로 인류 문명은 더 이상 과거와 같은 형태로 존재하긴 어려울 것'이라고 이야기한 적이 있는데 그것과 비슷하다. 램프에서 나온 요정(지니)을 다시 램프 안으로 들여보낼 수 없는 것과 유사하다고 비유했다.

아울러 '최근 나에 대한 디팩이크 영상을 본 적이 있는데 내가 한 적이 없는 말을 하고 있더라, 그런데 내 와이프와 딸조차 진짜 나로 여기고 구분하지 못해 놀랐다'면서 AI가 수많은 이점이 있지만, 잘못 쓰이게 되면 해악을 끼칠 수도 있다는 느낌을 받았다, 맘만 먹으면 인공지능 관련 사기(scam) 산업이 차세대 성장 산업이 될 수도 있겠다며 우려를 표명했다. 영상으로 딸이 교통사고가 났다면 5만 달러를 송금해 달라고 하면 가족 누가 안보낼 수 있겠냐면서 말이다.

오후 세션에서는 버크셔 사업부문 중 AI로 인해 가장 크게 타격을 받을 사업 부문은 무엇이라고 생각하냐는 질문도 나왔는데 AI는 노동 집약적(labor-intensive) 산업에 영향을 줄 수 있고, 이것이 사람들에게 상당한 여유시간(leisure time)을 줄 것이다, 사람들이 그 여유시간에 무엇을 하게 될 것이냐가 앞으로의 가장 큰 화두라고 답변했다.

미국 공공부채에 대한
우려는 기우다
미국 달러 대체재 없어

한편, 2008년과 비교해 미국 Treasury 시장 규모가 6배로 늘어났는데 이렇게 막대한 미국의 공공부채를 채권시장이 계속 소화할 수 있을 걸로 보냐는 질문도 있었는데 버핏은 낙관론으로 응수했다. 미국채는 시장에 마땅한 대체재가 없어 꽤 오랫동안 그 지위를 유지할 수 있다면서 국가 부채는 양(quantity)의 문제로 단순 측정할 수 없으며, 각 통화별로 경험하게 될 인플레이션도 문제인데 이 경우 달러를 대체할 기축통화가 없다고 답변했다. 폴 볼커도 1980년대에 똑같은 걱정을 했었다, 정말로 똑똑한 사람이지만 예기치 못한 일들이 발생해 금융 시스템이 붕괴되지 않을까 걱정도 했었다, 달러의 붕괴나 'cash is trash' 등의 생각은 결국 지나고 보면 다 쓸데없었다며 파월이 현명한 것 같다고 마무리했다.

대중국 투자에 대해서는
아직도 경제적
캐나다는 투자건 검토중
일본과 인도도 관심없어
하지만 미국이 핵심 시장

해외투자 : 캐나다는 긍정적, 중국은 여전히 경계적

오전 세션 두 번째 질문자는 홍콩에서 온 중국인이었는데 버크셔는 과거 BYD에 투자했었던 전적이 있는데, 다시 중국이나 홍콩기업에 투자하려면 어떤 조건이 변하면 재투자를 고려하겠느냐는 것이었다.

버핏은 늘 그랬던대로 "우리의 주요 투자처는 항상 미국이었고, 앞으로도 그럴 가능성이 높다"고 대답했는데 그 말이 끝나자마자 장내에서 큰 박수와 환호성이 터져 나왔다. 미국 내 여론이 대중국 투자에 대해 여전히 부정적이라는 것을 보여주는 단면이었다. 일본에도 투자했고 앞으로도 해외에 좋은 투자기회가 있을 수 있겠지만 미국이 주 투자처인 것은 변함이 없을 거라는 이야기다. BYD는 멍거가 책상까지 두드려가며 투자에 열을 올렸지만 나는 Costco가 더 좋아 보였다고도 이야기했다.

반면 오전 세션에는 캐나다 27세 청년이 캐나다 경제에 대한 전망을 알려달라고 질문했는데 긍정적 답변이 돌아왔다. 마침 그렉 아벨이 캐나다인이라 질문을 받았는데 미국과 규제 환경이나 문화적 부분이 유사해 투자하기 편한데 이미 사업장을 많이 두고 있다고 이야기했고, 버핏은 실제로 최근 한 곳을 보고 있다면서 미국만큼 큰 기업이 많진 않지만 업종 형태나 사이즈가 우리가 원하는 조건에 잘 들어맞는다고 덧붙였다. 캐나다에는 석유/광산 등 천연자원 관련 기업들이 많은데 일본 종합상사에 투자했던 것처럼 원자재 투자를 검토하고 있는 것 아닌가 생각됐다.

일본과 인도에 대한 질문도 나왔었는데 '미국이란 나라의 기회는 기본적으로 무한하다(The opportunity in this country is basically limitless)'면서 이런 나라에 이런 시기에 태어난 것이 정말 행운'이라면서 일본 종합상사가 '매력적'이긴 하지만 다른 나라 투자를 많이 늘릴 가능성은 제한적(unlikely we will make any large commitments in other countries)'이라고 덧붙였다.

투자 국가로만 보면 버핏은 1) 규제를 완화하고 있거나, 2) 원자재에 관련된 기업이 있는 곳에 관심을 보이는 경향이 있어 보인다.

유타 등 일부 주에서
공공전력 프로그램
도입 논의는 리스크 요인
그러나 민간기업의 참여가
필수적이라는 것 강조

유틸리티 : 증가하는 전력 수요, 신재생 에너지는 보수적

오전 세션에서 버크셔 해서웨이 에너지(BHE) 등 유틸리티 업종에 대한 질문이 있었다. 기후변화, 규제 이슈 등으로 전력산업 전망이 불투명해지고 있고 유타 등 일부 주에서는 '공공전력(Public Power)' 프로그램을 가동할 기미가 있는데 어떻게 대처할 계획이냐는 질문이었다.

버핏은 1930년 네브라스카에서도 공공전력 정책이 도입된 적이 있었는데, 사실 유틸리티 산업이라는 것은 돈이 정말 많이 들어가다보니 민간기업의 참여와 역할은 필수적일 수밖에 없다, 미국 전역의 전력수요를 충당하려면 BHE보다 더 잘 준비되어 있는 기업은 없고 주 정부는 BHE가 생산한 전력을 공정한 가격에 매입해 줄 걸로 생각한다고 답변했다.

뒤이어 그렉 아벨의 보충 설명이 있었는데 주 정부와 우리는 협력하는 입장이다, '지속 가능한 전력(Keep the power on)'이라는 공동의 목표가 있다면서 'AI와 데이터센터 수요가 2배 이상 증가하는 상황이며 2030년에는 3배가 된다, 유틸리티 업종도 그만큼의 전력 수요를 감당해야 한다'고 덧붙였다.

11월 미국 대선을 앞두고 있어 유틸리티 업종에 규제라는 부정적 이슈가 불거지고 있으나, 미국에서도 증가하는 전력 수요를 어떻게 충당하고 값싸게 공급할 것이냐가 큰 화두임을 알 수 있었다.

재생에너지에 대해서는
여전히 경계적 시각
국가 전체 전력수요
책임지려면
신뢰성과 경제성이 필수

그러나 여전히 재생에너지에 대해서는 경계적 시각을 내보였다. 재생에너지는 더 많은 시간이 필요할 것 같으면서 "9명의 여성을 임신시켜도 1개월 안에 아기를 낳을 수는 없다", 태양광이 유일한 전력원이 될 수는 없을 것 같다고 언급했다. 그렉 아벨도 국가 전체의 전력수요를 책임지는 에너지원이 되려면 신뢰성과 경제성이 무엇보다도 중요한 요소라고 지적했다. 풍력/태양광 발전의 최대 단점은 날씨 의존성과 간헐성인데 이를 꼬집은 것으로 보인다.

기타 : 리스크와 친구가 되어라, 읽고 읽고 또 읽어라

기후 변화는
인플레이션과 같다
제대로 대처하면
리스크는
친구가 될 수 있다

산불, 홍수 등 자연재해가 빈번해지면서 보험금 지급이 급증하고 손실률이 올라갈 가능성이 커졌는데 어떻게 생각하느냐는 질문에 보험부문 CEO인 아지트 자인이 직접 대답했다.

아지트 자인은 "기후 변화는 인플레이션과 똑같이 생각하면 된다, 제대로 대처하면 리스크와 친구가 될 수 있다(Doing Right can be a friend of the risk)"면서 우리는 1년마다 계약을 갱신하고 있으며 보험요율도 이에 따라 조정되고 있어 현 상황에서는 크게 리스크를 느끼지 않는다, 데이터 분석으로 기후 변화를 정확하게 예측하는 것은 사실상 불가능하기 때문에 적절하게 잘 대처하는 것이 중요"하다고 언급했다.

버핏 역시 가이코(Geico)를 예로 들면서 만약 인플레이션이 없는 세상이었다면 Geico가 그렇게 큰 기업으로 성장할 수 없었을 것이라며 1950년에는 차 한 대당 자동차 보험료가 40달러였고 계약건수는 17만 5천건 정도였는데 지금은 계약건수는 700만건에 달하고 한 대당 2천달러 이상의 보험료를 받고 있다. 그래서 가이코가 200억달러 비즈니스가 된 것 아니겠냐면서 차량에 안전장치와 전자장치가 늘어나면서 차량가액이 올라가고, 보험료도 동반 상승하고 있다고 덧붙였다.

무지막지한 독서량
특정 분야와 사랑에 빠져라

무지막지한 독서량에서 좋은 투자 아이디어가 나온다고도 강조했다. 버핏은 찰리 멩거와의 첫 만남에서 인상 깊었던 것 중 하나는 멩거가 무디스 기업편람의 모든 페이지를 샅샅이 뒤져 읽다 보니 서해안의 소규모 기업에 대해 거의 다 알고 있다는 점이었다고 언급했다.

물론 모든 사람에게 해당되는 것은 아니겠지만 나에게 알맞는 것이 무엇 인지를 파악하고, 그 주제와 사랑에 빠질 정도로 집중하는 것이 필요하다 (You have to be in love with the subject)"는 것이다. 돈을 좇지 말고 특정 분야에 몰두하다보면 자연스럽게 돈은 따라온다는 이야기로 들렸다.

3) KOTRA 현지 무역관 컨퍼런스콜 : 미국의 EV 동향

[질문 1] 향후 대선 관련 미국 전기차 및 배터리 산업 전망

정권 교체와 무관하게 자국 보호주의는 유지될 것으로 전망

[답변 1] 11월 대선 관련하여 정책적인 불확실성이 존재하는 상황. 다만 이전 정책을 바탕으로 분석하였을 때 트럼프가 중국에 관세를 부여하거나 바이든 정부에서 IRA 및 Chips act 등 자국내 공장 유치 정책 등을 바탕으로 미국의 자국 보호주의 정책이 선호되고 있음을 알 수 있음. 정권 교체와 무관하게 자국 보호주의는 유지될 것으로 예상함

EV 성장 둔화될 수 있으나 방향성은 유지될 것

바이든 정부도 '32년 신차 대비 전기차 판매 비중 목표치를 기존 67%에서 금년 2월 32%~56%까지 낮춘 바 있음. 다만 그럼에도 불구하고 현재 친환경에 대한 관심도가 높은 상황이며 테슬라를 선두로 내연 기관차에서 전기차로 전환되는 과정이다 보니 전기차 시장의 성장세가 둔화될 수는 있겠으나 전동화의 큰 방향성은 유지될 것으로 판단함

[질문 2] 미국의 EV 판매 성장 속도 둔화의 배경

중고차, 신차 가격 자체가 높아 소비자들의 경제적인 부담 가중

[답변 2] 신차 대비 전기차 판매 비중을 고려하면 미국 정부에서도 '23년도에 기대치 대비 판매율이 저조하다고 느끼는 중임. 이에는 다양한 이유가 있을 수 있겠으나 아무래도 코로나 이후 전기차뿐만 아니라 신차 판매가 한동안 주춤하였으며 고금리, 고물가 장기화 및 이에 따른 중고차, 신차의 가격 자체가 높게 형성되어 있어 내연기관차 대비 전기차의 높은 가격으로 소비자들이 경제적인 부담을 느끼고 있음.

충전 인프라 이슈도 해결되지 않음

이와 더불어 충전 인프라에 대한 이슈도 지속 중임. 바이든 정부가 전기차 충전 인프라 구축을 위한 노력을 지속하는 중이지만, 시카고 다운타운의 경우에도 각 건물들 마다 충전기는 많아야 5대~10대에 불과함. 교외로 나가는 고속도로의 경우 충전소가 미비한 경우도 많음. 미국은 로드트립을 하거나 주 간 이동을 할 경우 전기차 충전을 원활하게 할 수 있는지 여부가 중요한데 아직까지 인프라가 미비하다고 느끼는 소비자가 많은 것으로 파악 중. 또한, 시카고의 경우도 금년 1~2월 한파 당시 테슬라의 충전 이슈가 대두된 적도 있음. 충전 인프라 및 기술적인 이슈들이 EV를 구매하고자 하는 소비자 판단에 영향을 미쳤을 것으로 추측 중

[질문 3] 미국 현지 진출한 배터리, 전기차 부품 업체들이 현지에서 겪는 문제점들

[답변 3] 대기업들이 먼저 현지 진출하고 이후에 중소 및 중견 기업들이 진출하다 보니 중소, 중견 기업측의 문의들이 주를 이루는 상황. 대표적인 애로사항은 법인 설립, 부지 선정, 주정부별 인센티브 등 기본적인 내용 위주의 문의가 많음.

미국은 규제 및 인증 방식 유럽과는 다른 환경이며 이에 따른 문의가 있음

다만 미국은 이전 유럽 진출의 경우와는 현지 환경이 다르기 때문에 현지 진출을 하고자 하는 국내 기업들의 문의가 다수 있었음. 과거 유럽 내 배터리 진출 업체들이 많았던 상황. 다만 유럽과 미국은 규제하는 영역도 다르고 수출 인증 방식 및 이를 충족해야 하는 조건들이 많이 다름. 이전에 유럽은 쉽게 진출하였기 때문에 해당 경험을 바탕으로 미국에 진출하고자 하는 기업들에게는 예상치 못한 애로사항이 발생함

[질문 4] 배터리 핵심 광물의 중국 의존도 관련

[답변 4] 미국에서는 핵심 광물뿐만 아니라 중국에서 수입되는 철강등에 대해서도 관세를 부여하는 정책을 지속 유지 중. 그럼에도 불구하고 대선을 앞둔 상황에서 대선을 전후로 어떤 불확실성이 있는지는 확인하기 어려움. 일부 광물에 대해서 완화를 할 수도 있지만 바이든 정부하에서는 정책적으로 중국에 계속 견제하려고 함

바이든 정부하에서는 정책적으로 중국 견제 움직임 지속 중

[질문 5] 미국 OEM들의 하이브리드 전환 관련 질문

[답변 5] 바이든 정부하에서 처음 ~'32년 전기차 전환 목표치를 발표하였을 당시에는 하이브리드에 대한 목표치는 별도로 설정되지 않음. 이후 '24년 2월 해당 목표치를 낮추는 동시에 하이브리드에 대한 목표를 별도로 부여함. 이 자체는 OEM들이 전기차로 바로 전환하기에는 무리가 있다보니 하이브리드를 거쳐가는 현 시점의 동향을 반영해서 정책을 발표한 것으로 판단 중. 그럼에도 불구하고 하이브리드 목표치를 순수 전기차 대비 높게 설정하지 않은 것은 미국 정부에서도 전기차 전환 과정에서 하이브리드 비중이 일부 확대가 될 수는 있겠으나 궁극적으로는 완전한 전기차로 전환하는 것을 목표로 한다는 점으로 해석할 수 있음

궁극적으로는 완전한 전기차로 전환하는 것을 목표로 한다고 판단

III. 해외 기관들의 한국 밸류업 관련 피드백

1) 미국계 A기관 : 관심 갖고 지켜볼 것

[질문 1] 한국의 밸류업 프로그램에 관심을 가지고 있는지. 일본의 기업 가치 제고계획과 비교하면 어떤 점이 다르다고 생각하는지.

당초 포퓰리즘 정책에
가깝다고 생각했으나
4월 총선 이후에도
관심과 지지 여전해
긍정적으로 지켜볼 것

[답변 1] 밸류업 프로그램은 Korea Discount를 계속 안타깝게 지켜만 봐야했던 소액주주 입장에서선 당연히 환영할만한 발전임. 다만, 일본 기업 지배구조 개혁이 큰 성공을 거둔 것처럼 여겨지지만 실제로는 2013년 아베 집권 당시 시작해 2022년 후반에 들어서야 본격적으로 시장의 주목을 받았다는 점을 상기해야 함.

당사의 일본 스페셜리스트는 아베 정부와 규제 당국이 1) 독립적인 이사회 구성과 2) 정책보유주식(cross shareholdings)에 대한 감시 등 소액주주의 권한을 확대하는 기업지배구조 개혁 토대를 마련한 것이 결정적이었다고 보고 있음. 그러나 한국에서는 재벌가가 여전히 이사회를 장악하고 있고, 세제 혜택 등 인센티브가 구체화되지 않았음.

사실 당사는 처음엔 정부의 개혁 의지의 진정성에 대해 회의적인 입장이었고, 한국 주식시장은 개인 투자자 거래 규모가 크다 보니 4월 총선을 앞두고 지지율을 끌어올리기 위한 포퓰리즘성 정책에 가깝다고 생각했음.

그러나 선거 이후에도 정책 당국의 밸류업 프로그램에 대한 관심과 지지가 여전한 것으로 보여 주목하고 있음. 아울러 중요한 것은 국내 개인 투자자와 행동주의 펀드들이 밸류업 프로그램으로 인해 활력을 얻기 시작했다며, 앞으로 상당한 힘과 영향력을 행사할 수 있다는 것임.

한국 주식이 여전히 상당히 디스카운트되어 거래되고 있는데다, 대차대조표상 막대한 유휴 현금을 보유하고 있음을 고려해 보면 리테일과 행동주의 펀드들의 영향력 확대는 상당한 수익으로 전개될 가능성이 있다고 보여짐.

[질문 2] 밸류업 프로그램으로 인해 한국 주식에 더 관심을 갖게 되었는데, 추가적으로 한국 주식에 대한 익스포저를 확대할 계획이 생겼는지.

정부의 개혁에 대한 의지와
주주가치 제고에 대해
어느 정도 진정성이 있는지
아직은 기업별로
stock by stock
접근해야

[답변 2] 한국 기업들의 저렴한 밸류에이션을 고려할 때 확실히 그렇다고 볼 수 있음. 하지만 일본 기업지배구조 개혁을 통해 우리가 얻은 큰 교훈은 현재 정부가 보여주는 개혁에 대한 의지와 주주 수익률 제고에 대한 계획이 정말로 진정성이 있는 것인지 확인할 필요가 있다는 것.

이에 한국 주식에 대해 전체적이고 광범위하게 비중을 확대하기보다는 기업별로 철저하게 선별 접근(stock by stock position)할 필요가 있어 보임.

[질문 3] 탈중국 흐름이 한국 주식시장에 도움이 될 것이라고 생각하는지.

밸류업 프로그램의
진정성이 중요
일본도 2022년에야
정책보유주식과 배당정책
유의미한 변화 나타나
이후부터 인식 달라져

[답변 3] 밸류업 프로그램이 정말 진정성을 가지고 있고, 주주 수익률이 제고된다면 외국인 투자자들의 자금은 당연히 유입될 것임. 지난 18개월간 중국 주식시장에서 유출된 자금의 상당 부분이 일본과 인도로 유입된 것은 사실임.

그러나 [답변 1]에서 강조했다시피 일본은 2013년에 지배구조 개혁을 시작했지만 도쿄증권거래소의 추가 압박이 있었던 2022년에 이르러서야 기업들이 정책보유주식을 줄이고 배당금을 늘리는 작업을 시작했음. 그 제서야 외국인 투자자들이 일본으로 몰려들기 시작했고, 이 때부터 자금 유입이 확대됐고 수익률이 급격하게 개선되었음. 이런 제반 상황을 고려해 보면, 한국 정부와 유관기관의 실질적인 조치가 따라줘야 외국인 자금 유입으로 연결될 것.

[질문 4] 한국 주식에서 관심 있는 주요 투자 테마와 포커스는 무엇인지.

IT 하드웨어 반도체
시클리컬 차원에서
가장 큰 관심
은행/지주/통신/보험 등
내수는 관심 제한적

[답변 4] 현재 한국 주식시장에서 주로 관심을 가지고 있는 부분은 IT hardware이며, 대부분 글로벌 매크로와 반도체 사이클과 연관된 경기 순환적(cyclical) 부분임. 은행, 지주, 통신, 보험 등 내수 산업은 한국이 인구가 많은 국가가 아니라 탑라인 성장이 제한적이다보니 상대적으로 관심이 덜함. 게다가 한국은 이미 부유한 국가(wealthy country)임.

B/S 자기자본 초과보유가
낮은 ROE의 핵심 원인
주주환원은
시장 전체적으로
자본 수익률 개선 효과

문제는 많은 기업들이 B/S상 자기자본을 초과 보유하고 있어 장부상 가치가 부풀려져 ROE 부담 요인으로 작용. 주주환원 정책은 투자자를 유치하고 시장 전체의 자본 수익률을 개선해 할인율을 낮출 수 있을 것.

[질문 5] 지난 2월부터 중국 기업들(국영기업과 은행)이 한국과 비슷하게 주주친화정책에 집중하는 모습을 보이고 있음. 중국의 이러한 움직임에 대해 어떻게 평가하는지.

중국은
주주환원 차원이자보다
주식시장 부양책에 가까움

[답변 5] 주주 수익률에 초점을 맞춘 정책이라기보다는 전반적인 투자심리 개선과 주식시장 부양을 위한 조치의 일환이라고 판단. 중국증시는 매우 오랫동안 침체되어 있었고, 밸류에이션도 매우 낮음. 중앙정부와 기업 입장에서는 이러한 극단적 밸류에이션 하의 주식시장을 부양하고 싶어하는 것은 당연한 처사임.

[질문 6] 한국 주식시장과 매크로에 대한 전반적인 평가는 어떤지.

매크로 호조,
반도체 수출도 호조
그러나 시클리컬 성격
밸류업 프로그램 잘되면
가치창출 할 것

[답변 6] 한국 매크로는 호조세이며 수출도 반등하는 좋은 양상. 미국 경제가 견조한데다 AI 관련 반도체 수요도 탄탄해 버팀목이 되어주고 있음. 다만, 글로벌 경기와 반도체 의존도가 높다는 것은 그만큼 한국 주식시장이 순환적(cyclical) 성격을 가지고 있다는 의미임. 인구 증가가 정체되고 소득 증가세도 둔화되면서 내수 소비는 크게 좋아지기 어려울 것. 다만, 밸류업 프로그램은 외국인 투자자를 유치하고 수익률을 제고해 '코리아 디스카운트'를 완화하는 상당한 기회를 창출할 수 있을 것으로 기대.

2) 아시아계 B기관 : 아직 한국은 시클리컬 시장

[질문 1] 한국 정부가 최근 추진하고 있는 밸류업 프로그램에 대해 개인적으로 혹은 기관 차원에서 관심을 가지고 있는지. 일본의 밸류업 프로그램인 기업가치 제고계획과 비교해서는 어떤지.

한국은 일본과 다른
3가지 측면 있어:
1) 기업 효율성
2) 주주이익
3) 정부정책 강제성

[답변 1] 일본은 2013년 이후 펀더멘털 측면에서 꾸준한 변화가 있었음. 반면 한국은 몇 가지 측면에서 한국과는 다른 흐름

1) 기업 효율성

- 일본: 비핵심 자산 매각과 ROE의 꾸준한 증가
- 한국: 비핵심자산을 아직 많이 들고 있음. 핵심 본업과 관계없는 관계사들의 주식 보유 등. 이로 인해 ROE 역시 박스권

2) 주주이익

- 일본: 비핵심자산 매각과 이익 증가에 따른 현금 유입으로 자사주 매입/소각이 가능
- 한국: 기업의 현금흐름이 악화됨에 따라 자사주 매입과 소각 등 주주 환원이 어려움

3) 정부 정책의 강제성

- 일본: 도쿄 증권거래소는 기업가치/밸류에이션 등에 대해 공시 가이드를 제시하고 이러한 형식에 따라 공시한 기업과 공시하지 않은 기업 리스트를 발표. 이러한 "Name and shame list"는 상당히 효과적
- 반면 한국: 정부 정책의 강제성이 없다는 측면에서 실행 가능성에 의구심. 특히 밸류업 프로그램 핵심으로 여겨지는 상속세 문제는 정치 환경이 여의치 않아서 가장 큰 불확실성 요인

결론적으로 일본의 밸류업 프로그램은 기업의 구조조정 결실에 정부 정책이 맞아 떨어지면서 효과가 나온 반면 한국은 그러한 준비가 미흡.

[질문 2] 밸류업 프로그램 추진으로 한국 주식투자에 대해 좀 더 관심을 가지게 되었는지. 향후 비중을 확대할 계획은 있는지.

중장기적으로
한국시장 관심 있으나
이것만 가지고
비중확대 부담
여전히 시클리컬 시장

[답변 2] 중장기적으로 관심은 있음. 그러나 밸류업 프로그램만으로 비중 확대를 논의하기에는 불확실성이 많음. 한국은 여전히 반도체 등 시클리컬 시장이라고 판단

[질문 3] 작년부턴 탈중국 트렌드로 한국시장에 외국인 자금 유입이 늘어났다는 전망이 많은데 실제로 기관 내에도 그런 고민이나 고려가 있는지

내러티브 많지만
기관별로 다르며
EM 비중이 줄어들면
한국도 자연스럽게 영향

[답변 3] 내러티브는 많지만 실제 움직임은 기관마다 다르기 때문에 정확히 그렇다 말하기는 어려움. 전체 EM 시장에 대한 비중이 중요하고 전체 EM 비중이 줄었을 때 그 부분은 한국으로 간다고 하기엔 어려울거 같음. 반도체로 인해 유입된 자금과 자산배분 측면의 "Reallocation"을 구별하기는 매우 어려움

[질문 4] 최근 한국기업이나 투자 포인트로 고민하고 있는 부분이 있다면

반도체 이미 포지션 충분
11월 미국 대선은
한국에 리스크 요인

[답변 4] 반도체는 충분히 포지션을 갖고 있어서 그리 매력적이진 않음. 향후 이익 전망치가 추가적으로 크게 상향 조정되지 않는 이상 추가로 포지션을 확대할 것 같진 않음. 연준과 한은의 통화정책 차별화에 따른 원화 약세는 단기적으로는 부담 요인이지만 이 부분은 매우 불확실. 중장기적으로 11월 미국 대선 이후 미 정부의 무역정책이 리스크 요인될 것

[질문 5] 2월 이후 중국시장 성과가 나아지고 있음. 흥미롭게도 한국의 밸류업 프로그램과 마찬가지로 중국에서도 국영기업과 은행 중심으로 배당과 자사주매입 등 주주환원을 강조하는 흐름들이 나타나고 있음. 이에 대해 어떤 생각을 갖고 있는지.

중국은 단순
부양책 기대로 보임
미 대선 후 무역분쟁 우려

[답변 5] 밸류에이션 매력과 중국 경기회복과 부양책에 대한 기대가 현재로서는 더 큰 것으로 보임. 그러나 시장은 매우 조심스러운 접근. 미국 대선이 다가옴에 따라 미중 무역분쟁 재개 가능성도 부담 요인

[질문 6] 기타 한국 주식시장이나 매크로 전반에 대한 자유 코멘트

공매도 금지 등
정책 불확실성
줄여졌으면

[답변 6] 한국 정부의 자본시장 개혁/개방 노력은 높이 평가하나 공매도 금지 등으로 인해 투자 자체가 내부에 시스템적으로 불가능한 기관도 상당히 존재 (공매도 제한일 경우 기관 자체 시스템에서 한국 투자를 줄여야 하거나 못하게 되어 있는 곳도 상당히 존재함). 정책 불확실성을 줄여 주었으면 함

3) 독립 리서치 BCA : 일본에 비해 한계 있으나 관심 커

[질문 1] 1. 한국 정부의 '밸류업 프로그램'에 관심이 있는지. 그렇다면 개인적인 관심인지, 아니면 기관투자자로서 관심이 있는지. 일본과 비교하는 관점에서 어떤 생각을 갖고 있는지.

한국의 밸류업 프로그램
일본과 다른 5가지 이유:
일본이 한국보다
훨씬 광범위하고 세밀

[답변 1] 당사는 전세계 기관 투자자들에게 글로벌 모든 국가에 관한 자문을 제공하는 리서치/컨설팅 회사이기 때문에 밸류업 프로그램에 대해 당연히 관심이 있음. 그러나 한국의 밸류업 프로그램은 일본과는 여러 면에서 다르다고 판단. 일반적으로 일본이 더 광범위하고 깊이 있고 훨씬 더 세밀함.

1) 일본의 기업지배구조 개혁에는 일본 기업들의 다양성과 독립성 강화에 대한 의무조항이 포함되어 있으며

2) 일본의 개혁조치는 도쿄증권거래소에 상장된 기업뿐만 아니라 일본 전역의 모든 기업을 대상으로 하고 있음.

3) 아울러 일본의 경우 NISA에 따른 투자에 대한 영구면세, 상호출자 규제 완화 등 보다 세부적인 조치들이 포함되어 있음

4) 일본의 주식시장 활성화 정책은 '새로운 형태의 자본주의(New Form of Capitalism)'라는 총체적인 사회/경제적 개혁의 일환이며, 공공과 민간부문이 함께 일본 사회가 직면하고 있는 과제를 성장 동력으로 전환하기 위한 시도라고 보아야 함. 반면, 한국 밸류업 프로그램은 주가 상승만을 목표로 하고 있음

5) 작년 일본 주식시장의 활황은 기업가치 제고계획 등 증시부양 관련 정책뿐만은 아니며, 엔화 약세를 통한 수출 증가 등 다른 여러가지 요인이 복합적으로 작용한 결과라고 보는 것이 타당

[질문 2] 한국의 밸류업 프로그램을 통해 한국 주식 투자에 더 관심을 갖게 되었는지. 향후 투자 규모를 확대할 계획이 있는지.

밸류업 프로그램 자체에 대해 관심 면밀히 모니터링할 것

[답변 2] 한국 주식시장에 직접 투자하고 있지는 않지만, 밸류업 프로그램 자체에 관심을 갖고 있으며 앞으로 그 영향과 발전 사항 등을 면밀히 모니터링할 예정임. 현재는 EM 주식시장 내에서 한국에 대해 비중확대 의견을 유지하고 있음

[질문 3] 탈중국 추세가 한국 주식시장에 외국인 순매수 확대 등의 긍정적 영향을 미칠 것이라는 전망 많이 나오고 있음. 귀사에서도 비슷한 생각을 가지고 있는지.

탈중국 수혜 가능하나 지속적인 수익성 담보할 변화 있어야

[답변 3] 당연히 한국은 탈중국 흐름의 수혜국이 될 수 있음. 다만 장기적으로 보면 주식시장의 핵심 동인은 지속적으로 수익성을 담보할 수 있는가임. 한국 상장기업의 실적이 과거보다 변동성은 낮고, 높은 ROE를 달성할 수 있다면 한국 주식시장의 멀티플은 자연스럽게 확대될 것.

[질문 4] 한국 기업이나 시장에 대한 우려는 없는지.

한국 상장기업 수익성 변동성 커 부담 변동성 낮아지면 자연스레 재평가

[답변 4] 매크로적 관점에서 보면 한국 상장기업들의 수익성 지표는 변동성이 매우 크다는 특징이 있음. 투자자들은 EPS의 꾸준한 성장에 더 높은 멀티플을 부여하고 가치를 평가하는 경향이 있음. 한국기업들이 변동성을 낮추고 꾸준한 EPS 성장을 보여줄 수 있다면 한국증시는 자연스레 재평가를 받을 수 있을 것.

[질문 5] 2월 이후 중국 시장 상황이 나아지고 있습니다. 중국은 은행과 국유기업에 배당이나 자사주 매입을 확대하도록 독려하고 있습니다. 이 정책에 대해 어떻게 생각하시나요?

중국도 배당확대 정책
긍정적
그러나 역시 장기적 ROE
담보되는지 봐야

[답변 5] 중국은 2024년 4월 초 10년 간의 자본시장 개혁을 위한 플랜인 '9가지 지침'을 제정한 바 있음. 이 계획 중 하나가 주주에 대한 배당 확대임. 이 정책이 대규모로 시행되면 중국 주식시장에 도움이 될 것.

그러나 장기적으로 주가는 수익성과 자본배분의 건전성에 의해 좌우될 수밖에 없음. 따라서 한국과 마찬가지로 중국 주식시장의 성과는 기업이 달성하는 ROE, 순이익의 경기순환적 변동성, 기업들이 주주에게 최선의 이익이 되도록 자본을 배분하는지에 의해 좌우될 것.

[질문 6] 한국 주식시장이나 매크로에 대해 덧붙이고 싶은 말은.

소액주주 이익 보호 위한
근본적 개혁 추진 필요
ROE와 주주가치 제고되면
밸류에이션 자연스럽게 개선

[답변 6] 한국은 소액주주의 이익을 보호하기 위해 상장기업 부문에서 보다 근본적인 개혁을 추진해야 함. 이를 통해 기업들이 ROE에 집중하고 주주들에게 더 많은 밸류를 제공하게 된다면 의미가 있을 것. 이렇게 된다면 한국의 멀티플은 자연스럽게 확대될 것.

4) Wellington Management : 이번에는 다를 이유⁴

(2024년 3월 Wellington Management 홈페이지 칼럼 발췌 번역)

한국 밸류업 프로그램
변화의 시작이 될 수도

6.25 전쟁 후
정부 주도 보호주의 만연
IMF 이후 현금비축 경향
징벌적 수준의 상속세
배당소득세 50% 육박

넓은 거버넌스로 인한 코리아 디스카운트는 오랫동안 한국 주식시장의 특질 중 하나였음. 그러나 그러나 2월에 정부가 발표한 밸류업 프로그램을 통해 변화가 시작될 가능성이 있어 보임.

<역사적 맥락> 한국사회와 경제는 기업지배구조에 대한 접근방식에 큰 영향을 받았음. 특히 재벌 등 친족 집단의 대기업 소유구조로 인해 일반주주 보호가 미진했고, 이것이 실적 부진과 밸류에이션 저평가를 초래했다고 판단.

6.25 전쟁 이후 한국경제 재건기에 재벌은 정부의 지원과 외국인 소유제한 등으로 급속도로 성장. 이러한 보호주의는 재벌가문이 외국 자본 간섭 없이 사업 확장이 가능하게 했고, 불투명한 순환출자가 확산되는데 일조. 게다가 97년 외환위기 후 많은 재벌기업들이 외국 채권자들에 의해 구조조정을 강요받게 되면서 외국 자본에 대한 배타성은 더욱 커짐. 현금을 비축하는 경향도 이 때부터 더 만연해짐.

한국의 세법은 지배구조에 다각도로 영향을 미침. 배당소득세가 50%에 육박하다보니 배당금 지급을 가로막는 강력한 장치 역할을 했음. 그 결과 한국 주식시장의 배당수익률은 20년 넘게 EM 평균을 하회. 아울러 징벌적인 수준의 상속세율은 세대교체를 이행 중인 기업들이 현금을 비축하고 주가 저평가를 유도해 소액주주에게 손해를 끼치도록 장려한 측면이 있음.

⁴ Will proposed corporate governance reforms help to narrow the “Korea discount”? March 2024, <https://www.wellington.com/en/insights/south-koreas-corporate-value-up-program>

과거 거버넌스 개혁은
실패했지만
이번에는 조금 다른 이유:
개인투자자, 일본 교훈
행동주의 등

〈이번에는 무엇이 다른가〉 기업지배구조 개혁 관련해 2번의 시도가 있었으나 제한적 성공에 그침. 2014~16년에 일본 아베노믹스의 대항마로 '초이노믹스'가 나왔지만 박근혜 대통령 탄핵으로 단명. 당시 '기업이익 환류 세제'는 정경유착과 부자감세 등의 우려로 대중적 지지에 실패. 2018~20년 문재인 대통령도 상법 개정 등을 시행했으나 코로나19 발발로 우선 순위에서 밀려 효과가 없었음. 이처럼 '코리아 디스카운트'는 상당히 오래 되고 뿌리가 깊어, 이번 밸류업 정책이 성공하려면 장기적 관점을 지향하고 시장 참여자의 광범위한 지지를 얻어야만 할 것.

이번 한국의 밸류업은 아래의 이유로 이전과는 조금 다른 양상.

1) 개인 투자자 증가와 정치적 인센티브 : 역사적으로 한국 가계 순자산은 부동산을 중심으로 구성됐으나, 코로나19 이후 한국 주식시장은 초과 저축을 투자할 수 있는 곳으로 인식이 바뀌고 있음. 2016년부터 2022년까지 개인 투자자 비중은 전체 인구의 9.5%에서 27%까지 증가. 4월 총선을 앞두고 주주가치 제고 등 자본시장 개혁조치가 나왔는데 관련해 초당적인 강력한 지지가 있는 상황. 이는 개인 투자자의 주식에 대한 관심 증대, 부동산의 침체 장기화 가능성 등을 반영한 움직임으로 보임.

2) 일본 주식시장의 교훈 : 일본 주식시장은 기업 지배구조 개혁에 올해 초 사상 최고치를 기록했다. 일본의 성공을 모방하기 위해 한국 정치권과 규제 당국은 밸류업 프로그램을 강력하게 지지. 여기에는 자발적 기업가치 계획을 독려하는 지침과 세제 혜택 등이 포함. 한국 밸류업 지수도 신설 예정. 스튜어드십 코드도 기관 투자자들의 참여를 독려하는 방향으로 개정. 다만, 일본과 달리 한국은 대주주들의 저항이 상당히 어려움을 겪을 것으로 예상.

3) 행동주의의 성장 : 일본과 마찬가지로 한국에서도 행동주의 입지가 확대. 2020년에는 10개 기업에 불과했으나 2023년에는 77개가 행동주의 펀드로부터 주주제안을 받음. 그간 한국에서는 워낙 대주주의 힘이 막강해 행동주의가 제대로 힘을 쓰지 못했으나, 밸류업 프로그램이 진전되면 상황이 바뀔 수 있음. 한국에서도 아직은 숫자가 많진 않지만 주주제안이 꾸준히 증가하고 있음.

자동차/지주사 긍정적
금융/통신도 관심
면밀하게 모니터링 할 것

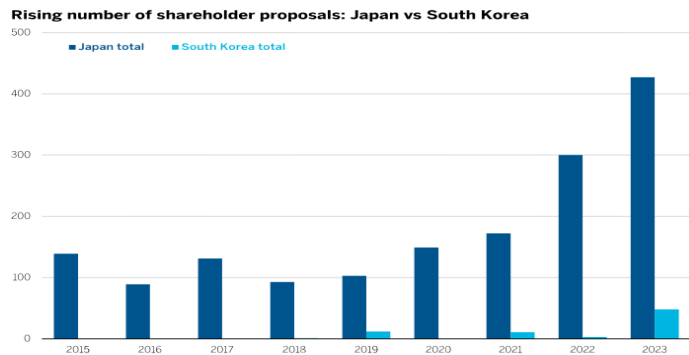
한국은 독특한 지배구조의 역사와 회사별 상황을 이해하는 것이 매우 중요할 것. ESG 측면의 기회/위험요인을 컨트롤하려면 기업별로 장기적이고, 정기적으로, 적극적 참여가 필요하다고 판단.

일례로 한 자동차 OEM 회사 케이스를 보면, 2020년 경영진이 바뀌면서 주주가치 창출에 대해 의미있는 변화가 나타남. 회사는 이사회 구성을 바꿨고, 주주환원률을 끌어올렸고, 경영진의 핵심성과지표를 매출에서 이익으로 바꾸었음. 노동조합과도 적극적으로 협력.

한국의 밸류업 프로그램은 거버넌스와 주주가치에 대해 아시아 전역에서 관심이 높아지고 있음을 잘 드러냄. 중국도 최근 거버넌스 개혁을 고민. 국영기업들도 시장 친화적인 성과지표를 내놓을 것으로 보임.

한국 밸류업 프로그램은 자동차와 지주사, 그리고 이보다는 조금 약하겠지만 금융, 통신 부문에서 상당한 투자기회를 창출할 것으로 전망. 밸류업 프로그램은 5월 중 피드백을 거쳐 하반기 중 시행. 당사는 한국뿐 아니라 아시아 전역에서 관련 진척 여부를 면밀하게 모니터링 할 것.

도표 63. 일본에 비해 한국 주주제안 건수 급증 두드러져



Sources: Bloomberg, Morgan Stanley and Wellington Management. | Data as of 13 February 2024.

자료 : Wellington Management 칼럼 재인용

Compliance Notice

이 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.