

## 기업의 마케팅 역량 분석에 기초한 주식투자법에 대한 고찰

원지성\*

### 요약

전통적으로 마케팅 개념(marketing concept)에서는 고객만족에 기초한 장기적 관점에서의 이윤추구를 중요시하였고, 이것은 기업가치 극대화 혹은 주주가치 극대화의 개념으로 연결된다. 많은 연구들이 광고를 비롯한 다양한 마케팅 활동이 기업의 현재와 미래의 현금흐름을 증가시켜 결과적으로 기업가치를 증가시키는 효과가 있음을 보여왔다. 이들 연구에 기초하여 볼 때, 기업의 마케팅 역량 등을 포함한 기업의 경쟁력을 정확하게 평가할 수 있다면 앞으로 가치가 크게 높아질 기업을 선별해 낼 수 있을 것이다. 이러한 접근방법을 실제 주식투자에 활용한 대표적인 인물로 Philip Fisher가 있다. 본 연구에서는 주식투자에 활용되어온 다양한 접근방법들을 설명하고, 그 중 특히 Fisher 등의 투자자들이 채택한 투자접근법에 대해 자세히 논의한다. 또한 마케팅 및 재무 분야에서 이루어져 온 관련 연구들에 기초하여 왜 이러한 접근방법이 효과적인지에 대한 근거를 제시한다. 기업가치는 미래에 발생할 모든 현금흐름의 순현재가치(net present value)인데, 많은 충성고객과 높은 브랜드 자산가치 등의 '시장기반 자산(market-based asset)'을 확보한 기업은 미래에 현금흐름이 더 높고 안정적으로 발생할 것이기에 기업가치는 높아지게 된다. 추가적으로 본 연구에서는 소개한 투자법에 대한 논의를 보충하기 위해서, 기업의 내재가치 계산법에 기초하여 기대투자수익률 공식을 도출하고, 이에 기초하여 매출 등의 변수가 투자수익률에 어떤 영향을 주는지에 대해 분석한다. 결론에서는 이러한 접근방법을 개인 투자자들이 투자에 적용할 수 있는 구체적인 실천방안들도 제시한다.

**핵심 주제어:** 주식투자, 마케팅역량, 시장기반자산, 주주가치, 성장투자, Philip Fisher

\* 동덕여자대학교 경영학과 교수, eugene1@dongduk.ac.kr

<논문 투고일> 2023.1.30

<논문 수정일> 2023.2.28

<게재 확정일> 2023.3.13

## I. 서론

‘어떻게 하면 주식투자를 통해 높은 수익을 거둘 수 있는가’라는 질문은 ‘어떤 기업이 장기적으로 크게 성장하는가’와 본질적으로 동일한 질문이다. 현대 경영학의 창시자인 Peter Drucker에게 많은 영향을 준 경제학자인 Ludwig von Mises는 자유로운 시장경쟁이 전제되는 자본주의 사회에서는 소비자의 가치와 수요를 정확히 파악하고 상품을 기획하는 기업가, 대중에 가장 잘 봉사하는 기업가가 그에 상응하는 보상을 받게 된다고 하였다(Mises, 1966). 그는 이러한 이상적인 시장상황에서는 경제를 움직이는 최고 권력은 소비자가 갖게 된다고 주장하며 소비자 주권(consumer sovereignty)의 개념을 제창하였다. 기업의 가치는 결국 기업의 장기적 성장성에 의해서 결정되며, 이것은 기업이 시장의 수요를 정확하게 파악하고 그에 맞춰 자원을 배분할 역량을 가지고 있는가에 의해 결정된다. 그러므로 주식투자를 위한 기업을 선정함에 있어서도 소비자의 욕구와 수요를 가장 잘 충족시킬 수 있는 역량을 보유한 기업을 선정하는 것이 바람직한 접근방법이라고 할 수 있다. 주식투자에 대한 이러한 접근법을 본 연구에서는 ‘마케팅 역량 분석에 기초한 주식투자법’이라고 지칭하고, 이에 대해 자세히 논의하고자 한다.

전통적으로 마케팅 활동의 성과 측정을 위해 사용되어온 지표로는 브랜드 인지도, 선호도, 고객만족도(Fornell, 1992) 등이 있고, 그 외에 매출, 영업이익, 당기 순이익 등의 재무적 지표들이 있다. 이들 지표는 마케팅의 단기적인 효과를 측정하는데 주로 사용되는 것들이었다. 그러나 마케팅 활동의 효과는 소비자의 마음속에 누적되어 장기적으로 나타나는 경우가 많다. 이러한 장기적인 누적효과를 총체적으로 반영하는 지표는 곧 그 기업의 시장가치 혹은 주주가치(shareholder value)이다(Srivatava, Shervani and Fahey, 1998; Gruca and Rego, 2005; Naver and Slater, 1990). 기업의 시장가치는 그 기업의 내재가치를 반영하는데, 내재가치는 미래에 발생시킬 것으로 예상되는 모든 순이익(현금흐름)을 현재가치로 환산한 값으로 개념화할 수 있다(Rappaport, 1986). 뛰어난 제품과 탁월한 마케팅으로 높은 브랜드 자산이 형성되고 많은 충성고객을 확보되면, 이로 인해 지속적으로 안정적인 현금흐름이 발생할 수 있기 때문에 기업가치는 높아질 것이다. 그러므로 내재가치의 개념 안에는 고객충성도, 고객생애가치(customer lifetime value), 브

랜드자산 등의 개념이 반영되어 있다(Aaker 1992; Anderson, Fornell, & Mazvancheryl, 2004; Rust, Lemon, and Zeithaml, 2004; Berger and Nasr, 1998).

주식투자 방식의 발전과정에 대한 논의에서 가장 중요하게 거론되는 인물 중 한 명은 Benjamin Graham이다. Graham은 1930~40년대에 기업이 보유한 순자산과 현금흐름 창출능력에 비해서 지나치게 낮은 가격에 거래되고 있는 소위 ‘가치주’에 투자해야 한다는 주장을 폈다(Graham, 2005, 2008). 이후 1950~60년대에 Philip Fisher는 Graham 방식의 한계를 지적하며, 저평가된 주식에 투자하기 보다는 성장 잠재력이 높은 기업에 투자해야 한다는, 소위 ‘성장주’ 투자 전략을 제안하였다(Fisher, 2003). Fisher는 매출이 성장하며 영업이익률이 높은 기업, 그리고 탁월한 마케팅, 연구개발(R&D), 생산, 그리고 재무 역량을 갖춘 기업에 투자해야 한다고 주장하였다. Drucker(1954)는 기업의 궁극적 목적은 고객을 창조하는 것이라고 하였는데, Fisher는 이러한 시장창조 과정을 이끌어가는 마케팅을 기업의 중추적 활동으로 보았다. 그는 소비자의 욕구와 수요를 정확하게 파악하고 이에 빠르게 대응하여 매출을 증가시킬 수 있는 역량이 뛰어난 기업, 그리고 습관적으로 자사 브랜드를 구매하는 충성고객기반이 확립되어 있는 기업에 투자해야 한다고 주장하였다. 마케팅 활동이 어떻게 기업가치를 높이는가에 대해서 학계에서는 1990년대 이후 본격적으로 연구가 이루어진 점을 고려하면(Srivatava, Shervani and Fahey, 1998; Gruca and Rego, 2005; Rust et al., 2004), Fisher의 통찰력은 시대를 앞서간 것이었다.

Fisher는 정량적(quantitative) 분석도 활용하였지만 주로 정성적인(qualitative) 분석을 통해서 기업의 성장 가능성을 평가하였다. 그는 1930년대부터 자신이 확립한 투자법을 활용해 높은 수익률을 달성하였고, 1958년 출간된 ‘Common Stocks and Uncommon Profit’이라는 제목의 저서를 통해 그의 투자법을 공개하여 유명해졌다. 유명한 투자자인 Warren Buffet 역시 Fisher의 접근법을 추종하여 투자 기업 선정에 있어서 높은 성장 잠재력과, 브랜드 가치, 마케팅 역량, 시장지배력 등을 중요하게 평가하는 것으로 알려져 있다(Hagstrom, 2013). 예를 들어, 현재 Warren Buffet의 주식 포트폴리오 중 가장 높은 비중을 차지하는 것은 Apple사이다. Apple은 주가수익비율(PER)이 20배 이상으로서 전통적 기

준에서 ‘가치주’로 볼 수 없지만, 높은 고객충성도와 전세계 1위의 브랜드 자산가치를 가지고 있는 기업이다. 본 연구에서는 Philip Fisher 등의 투자자들이 채택한 이러한 접근방법을 마케팅 분야에서 이루어진 관련 연구들과 연관지어 해석 및 정리하고 관련된 시사점을 제안하고자 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 이어지는 문헌고찰은 크게 두 부분으로 구성되어 있는데, 첫 번째 부분에서는 시장기반자산(market-based assets)과 기업가치의 관련성에 대한 연구들을 소개하고, 두 번째 부분에서는 주식투자에 활용되는 다양한 접근방법들을 요약하여 소개한다. 이어서 ‘마케팅적 관점에서 접근한 주식투자법’에 대한 자세한 논의가 이루어진다. Philip Fisher의 투자법을 마케팅 분야의 관련 연구들과 연결지어 정리하였으며, 이를 보완하기 위해 기대투자수익률 극대화에 대한 수학적 분석을 추가하여 앞의 논의를 보완하였다. 이후 결론 부분에서는 본 연구의 시사점을 제시한다.

## Ⅱ. 문헌고찰

### 1. 시장기반 자산(market-based assets)과 기업가치

신고전주의(neoclassical) 경제학에서는 특정 기간(연, 분기) 동안의 이윤 극대화를 기업의 목표로 가정해왔다. 그러나 이러한 목표설정이 단기적인 관점에서 이윤을 바라보게 만들기 때문에 최고경영자에게 적절한 의사결정 기준을 제공해주지 못한다는 한계점이 지적되었다. 이러한 단기적 관점의 목표설정을 대체하는 새로운 목표로 제시된 것이 주주가치(shareholder value) 혹은 기업가치의 극대화이다(Fama and Miller, 1972; Copeland and Weston, 1979). 기업의 시장가치는 단기적으로는 주식에 대한 수요와 공급에 따라 변동하지만, 장기적으로는 기업의 본질적인 가치, 혹은 내재가치를 반영하여 움직인다. 기업의 내재가치는 미래 발생할 모든 현금흐름을 순현재가치(net present value)로 환산한 값으로 개념화할 수 있다(Rappaport, 1986). 이는 배당주의 현재가치 계산을 위해 John Bur Williams(1956)가 제시한 모형을 적용한 것이다. 기업의 내재가치를  $V$ 라고 하면, 매년 발생하는 현금흐름(cash flow;  $CF_t$ )에 할인율( $r$ )을 적용하여 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

기업가치 극대화를 목표로 정하는 것은 이윤 추구에 대한 장기적인 관점을 갖는다는 것을 의미한다. 전통적으로 마케팅 활동의 효과 역시 매출, 이윤, 시장점유율 등의 단기적인 지표를 통해 측정된 경우가 많았다. 1980년대 이후 마케팅을 바라보는 관점에서 중요한 변화가 일어났는데, 그 중 하나는 마케팅 활동이 일회성 판매나 단기적인 매출 증대가 아니라 고객 및 이해관계자들과의 장기적인 관계 형성과 유지에 초점을 맞춰야 한다는 시각의 확산이다(Hunt and Morgan, 1995; Dwyer et al., 1987). 고객과의 장기적 관계 유지는 높은 수준의 고객만족도를 달성하고, 반복적 구매를 발생시킬 수 있는 강력한 브랜드 자산(brand equity)의 구축과도 관련된다(Fornell, 1992; Keller, 1993; Park et al., 1986). 오랜기간 누적된 마케팅 활동의 결과로 형성된 고객 관계와 협력업체 관계, 그리고 브랜드 자산 등을 중요한 무형적 자산으로 보는 시각이 대두되었는데(Wernerfelt, 1984; Barney, 1986, 1991; Dierickx and Cool, 1989). 이러한 무형자산은 시장기반 자산(market-based asset)으로 불리기도 한다. 관련 연구들에 따르면 시장기반자산을 통해 얻어진 경쟁우위가 장기적으로 뛰어난 재무적 성과로 이어지고 궁극적으로 기업의 주주가치를 높이게 된다(Srivatava et al., 1998; Anderson et al., 2004). 예를 들어, 높은 브랜드 가치와 많은 충성고객층이 확보되어 있다면 시장환경의 급격한 변화가 가져오는 충격을 최소화하며 높은 수준의 현금흐름이 지속적으로 유지될 수 있다.

Srivatava et al.(1998)은 탁월한 마케팅 활동은 다음의 4가지 경로를 통해서 기업가치를 높이게 된다고 정리하였다. 첫째는 마케팅 활동이 현금흐름의 발생을 가속화(acceleration)시킬 수 있다는 것이다. 이것은 마케팅 활동을 통해서 미래에 발생할 현금흐름(이익)이 시간적으로 좀 더 앞당겨진 시점에서 발생할 수 있음을 의미한다. 동일한 양의 현금흐름이라도 발생 시점이 앞당겨지면 현재가치로 환산할 때 더 낮은 할인율이 적용되기에 이러한 효과로 기업가치는 높아질 수 있다. 신제품 출시 후 브랜드 인지도와 시장점유율이 상승하는 데는 시간이 필요한데(Talukdar et al., 2002), 효과적인 광고나 마케팅 활동을 통해서 이러한 인지도

및 판매량 상승 속도가 원래 예상보다 빨라질 수 있다. 두 번째 경로는 예상되는 현금흐름보다 더 많은 양의 현금흐름이 발생되도록 하는 것이다. 매출이나 수익의 증가 등 일반적인 마케팅 활동의 목표가 이에 해당한다. 셋째는, 마케팅 활동을 통해 미래 발생할 현금흐름의 변동성(volatility)이 감소할 수 있다. 현금흐름이 평균적으로는 비슷한 두 기업의 경우라도 수익의 변동성이 큰 경우보다 낮은 경우 현재가치는 더욱 높아진다. 예상 수익에 대한 불확실성이 낮아지면 더 낮은 할인율을 적용해서 기업가치를 계산할 수 있기 때문이다. 매기간 발생하는 수익의 등락폭을 줄여 안정성을 높이는데 마케팅 활동이 기여할 수 있다. 예를 들어, 견고한 충성고객기반을 확보한 기업의 경우 미래 발생할 현금흐름의 안정성은 더 높아진다 (Smith, 1956). 마지막 네 번째 경로로는, 마케팅 활동을 통해 현금흐름의 잔존가치(residual value)를 높일 수 있다. 잔존가치란 어느정도 예측이 가능한 기간을 넘어선 그 이후에 남겨진 기업가치를 현재가치로 환산한 것이다. 잔존가치 역시 충성고객 집단이 커지거나 브랜드 가치가 높아질수록 더 증가된다. 이 과정을 요약하면 [표 1]와 같다. 마케팅적 관점에서의 주식투자에 대해서 좀 더 자세히 논의하기에 앞서서 이어지는 부분에서는 주식투자에 활용되는 다양한 접근방법들을 간략히 소개하고자 한다.

[표 1] 마케팅활동에 의한 주주가치 증가

마케팅 활동의 목표	구체적 과정
현금흐름 가속화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 마케팅 활동에 대한 소비자의 반응을 더 빠르게 함</li> <li>- 브랜드 시용(trial)을 앞당기고 구전효과가 더 빨리 발생하게 함</li> <li>- (브랜드 확장 등을 통해) 신규 브랜드가 시장에서 더 일찍 받아들여지도록 함</li> <li>- 전략적 제휴, 공동판촉(co-promotion)의 활용</li> </ul>
현금흐름 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차별화된 브랜드를 통한 가격 프리미엄, 점유율 프리미엄</li> <li>- 교차판매(cross-sell)를 통한 수익증대 효과</li> <li>- 새로운 사용자 개발</li> <li>- 낮은 판매 및 서비스 비용</li> <li>- 운영자본(working capital)의 감소</li> <li>- 브랜드 확장(brand extension), 공동브랜딩(co-branding), 공동마케팅을 통한 매출 증대와 비용 감소</li> </ul>
현금흐름 변동성 감소	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 고객 충성도를 높이고, (타브랜드로의) 전환비용 높임</li> <li>- 제품 중심에서 서비스 중심 판매로 전환</li> <li>- 작업들을 통합하여 필요자본금을 감소시킴.</li> </ul>
잔존가치 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 고객집단의 규모와 충성도를 증가시킴으로써 기업의 잔존가치 상승</li> <li>- 고객기반을 확대하여 교차판매, 브랜드 확장, 상품업그레이드(upgrades) 통해 매출상승</li> </ul>

출) Srivastava et al. (1998)

## 2. 주식투자에 대한 다양한 접근방법과 기업 내재가치 측정방법

주식투자를 하는 데 있어서 활용할 수 있는 접근법은 매우 다양하며, 이들을 어떻게 분류할 수 있는가에 대한 통일된 시각은 존재하지 않는다. 서로 대비되는 두 가지 접근으로 구분하는 방식이 흔히 사용되는데, 예를 들면 가치투자와 성장투자, 기본적 분석과 기술적 분석, 능동적 투자와 수동적 투자, 하향식 투자와 상향식 투자 등의 구분이 그것이다(Malkiel, 2003; Fisher, 2003; Park and Irwin, 2007; Chan and Lakonishok, 2004; Brinson et al., 1986). 기존 문헌들의 내용을 종합해서 정리해보면 투자에 대한 접근법은 크게 다음의 세 가지로 구분될 수 있다

(Malkiel, 2019 참조). 첫째는 기본적 분석(fundamental analysis)에 기초한 가치주 투자법으로서, 이 접근법에서는 주로 정량적 분석에 기초한 기업의 내재가치 평가가 중시된다. 둘째는 기술적 분석(technical analysis)에 기초한 투자법으로서, 차트분석을 통해 주가와 거래량의 변동추세를 관찰하여 미래의 주가를 예측하는 방식이다. 이 접근은 모멘텀(momentum) 투자, 혹은 추세추종 투자라고도 불리며, 이론적으로는 투자자의 심리에 초점을 두는 행동재무학에 기초한다. 셋째는 효율적 시장(efficient market) 가설과 랜덤워크(random walk) 이론에 기초한 투자법으로서, 위험을 최소화하기 위해 시장 전체에 투자하는 인덱스 펀드(index fund) 투자법이다. 본 연구에서는 이 3가지 접근법에 기업의 성장성에 대한 정성적 분석(qualitative analysis)에 기초한 투자법을 추가하여 총 4가지로 분류하여 투자법을 정리해보고자 한다. 본 연구의 주제인 ‘마케팅 역량 분석에 기초한 투자법’은 마지막 4번째 접근방법에 속한다. 이들 투자접근법에 대해 간단히 설명하면 다음과 같다.

*기본적 분석(fundamental analysis)에 기초한 가치투자법.* 주식투자에 활용되는 다양한 접근방법들 중 가장 대표적인 것으로 꼽을 수 있는 것은 기본적 분석에 기초한 투자법이다. 이 접근법에서는 기업의 실적 지표들을 활용하여 기업의 내재가치를 추정하고, 추정된 가치에 비해 상당히 낮은 가격에 거래되는 주식에 투자함으로써 높은 수익을 거둘 수 있다고 가정한다. 이는 가격이 결국은 가치에 수렴한다고 보기 때문이다. 현재 시장가격이 기업의 내재가치와 비교해서 현저하게 낮은 주식을 ‘가치주’라고도 한다. 이 접근법을 개척한 인물은 Warren Buffet의 스승으로도 알려진 Benjamin Graham이다. Graham(2005)은 기업이 보유한 순자산(equity), 그리고 미래 현금흐름에 대한 예측치에 기초해서 기업의 내재가치를 계산할 수 있다고 제안하였다. 그는 특히 기업의 순유동자산(net current asset)보다도 시가총액이 낮은 기업을 매우 좋은 투자 대상으로 보았고, 그 두 수치의 차이를 ‘안전마진(safety margin)’이라고 불렀다.

기본적 분석에 기초한 투자법은 이후 지속적으로 발전하였는데, 기본적 분석에 주로 활용되는 정량적 지표들은 크게 3개 범주로 구분할 수 있다([표 2] 참조). 첫째는 기업이 내재가치에 비해서 현재 얼마나 저평가되어있는가, 즉 얼마나 낮은 가



격에 거래되고 있는가를 보여주는 ‘가치 지표’이다. 대표적인 가치지표로는 시가총액을 당기순이익으로 나눈 PER(주가수익비율)이 있고, 그 외에도 PBR(주가순자산비율), PSR(주가매출비율) 등이 있다. 둘째는 기업이 얼마나 ‘돈을 잘 벌고 있는가’를 보여주는 ‘수익성 지표’로서, ROE(자기자본수익률), ROA(총자산수익률), OPM(영업이익률), GPM(매출총이익률) 등이 이에 해당한다. 셋째는 기업이 얼마나 빠르게 성장하고 있는가를 보여주는 ‘성장성 지표’로서 매출액증가율, 영업이익증가율, 순이익증가율 등이 이에 해당한다. 어떤 지표를 주로 사용할 것인가는 투자자에 따라 달라진다. 예를 들어, Warren Buffet은 ROE와 PFCR(가격자유현금흐름비율)을 중요하게 활용하였으며(Hagstrom, 2013), Philip Fisher는 수익성 지표로 OPM을, 그리고 성장률 지표로는 매출액증가율과 영업이익률증가율을 중요하게 고려하였다. Greenblatt(2010)는 수익성 지표로는 ROC(자본수익률)를, 가치지표로는 EBIT/EV(이자및세전이익/기업가치)를 사용하였다.

**[표 2] 투자종목 선정에 활용되는 대표적인 지표들**

가치지표	수익성 지표	성장성 지표
PER(주가수익비율)	ROE(자기자본수익률)	매출액증가율 매출총이익증가율 영업이익증가율 순이익증가율 자기자본수익률(ROE)증가율 영업이익률(OPM)증가율
PBR(주가순자산비율)	ROA(총자산수익률)	
PSR(주가매출비율)	ROIC(투하자본수익률)	
PCR(주가현금흐름비율)	ROC(자본수익률)	
PFCR(주가자유현금흐름비율)	OPM(영업이익률)	
NCAV(순유동자산가치)	NPM(순이익률)	
EBIT/EV(이자및세전이익/ 기업가치)	GPM(매출총이익률)	
	GP/A(총자산대비매출총이익)	

어떤 지표들을 기준으로 기업을 선정해서 투자했을 때 수익률이 높아지는지를 데이터를 통해 검증해보고 그에 기초해서 투자하는 방법을 통칭해서 스마트베타(smart-beta) 전략이라고 한다(Antonacci, 2015). Fama and French(1992)는 자본자산가격결정모형(CAPM: capital asset pricing model)을 보완한 모형을 통해서 저(low)PBR, 소형주 투자가 높은 수익률로 이어짐을 보였다. 그들은 후속 연

구에서 ROE, 총자산증가율 등의 변수들을 추가하여 투자수익률에 대한 설명력을 더욱 높였다(Fama and French, 2015). Lakonishok et al.(1994)는 저PER, 저PBR, 그리고 저PCR주식 모두 높을 투자수익률로 이어짐을 보인 바 있다. 그러나 활용된 데이터의 종류나 분석 시기 등에 따라 어떤 지표가 투자수익률과 유의한 관련성을 갖는지에 대한 결과가 달라지기 때문에 모든 상황에서 적용되는 스마트 베타 전략이 존재하는가에 대해서는 의문이 제기되기도 한다(Kothari et al., 1995; Israel and Morkowitz, 2013). Greenblatt(2010)는 개인 투자자들도 쉽게 정량지표들을 투자에 활용할 수 있는 방법을 소개하였는데, 그것은 ROC와 EBIT/EV를 기준으로 각각 기업들의 순위를 매기고, 두 개의 순위를 더한 값을 기준으로 상위 몇 등, 예를 들어, 20~30위에 해당하는 주식에 투자하는 것이다.

주식의 저평가 여부를 보다 정확하게 분석하기 위해서는 기업의 내재가치를 추정할 수 있어야 한다. 기업의 내재가치는 기업활동에 의해서 발생할 미래의 현금흐름을 현재가치로 환산한 값으로 개념화할 수 있다(Graham, 2008). 본 연구에서는 기업가치(V)는 주당 가치(내재가치를 발행주식수로 나눈 값)로, 시장가격(P)은 주당가격(시가총액을 발행주식수로 나눈 값)으로 정의한다. 기업의 내재가치에는 현금흐름 뿐 아니라 기업이 보유한 순자산도 포함시킬 수 있고, 주당순이익(EPS; earnings per share)과 주당현금흐름을 동일하다고 가정하면 기업가치를 나타내는 식(1)은 아래의 식(2)와 같이 변형될 수 있다.

$$\begin{aligned}
 V &= BPS + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EPS}{(1+r)^t} & (2) \\
 &= BPS + \frac{EPS}{(1+r)^1} + \frac{EPS}{(1+r)^2} + \frac{EPS}{(1+r)^3} + \dots \\
 &= BPS + \frac{EPS}{r}
 \end{aligned}$$

식(2)에서 EPS는 주당순이익(earnings per share)을, BPS는 주당순자산(book-value per share)을 나타낸다. 내재가치 계산에 활용하는 할인율(r)은 정해진 값은 없으며, 투자자에 따라서 활용하는 값이 달라질 수 있다. Warren Buffet의 경우는 장기국채 금리를 할인율로 활용하지만, 학계에서는 무위험 수익률에 주식 위험 프리미엄(equity risk premium)을 더한 값을 할인율로 활용해야

한다고 제안한다(Hagstrom, 2013). 일반적으로 8%~15% 사이의 값이 할인율로 활용된다. 식(1)에서는 현재시점( $t=0$ )에서부터의 모든 현금흐름을 합산하여 내재가치를 계산한다. 그러나 현재 시점( $t=0$ )에서 실현된 수익(EPS)는 순자산(BPS)에 포함시킬 수 있기 때문에 이후 시점( $t=1$ )부터 발생하는 수익만을 할인율을 적용하여 합산하면 식(2)과 같이 단순한 공식이 유도된다.

만약 일정 비율로 꾸준히 순이익이 증가되는 기업이 있다면 이런 기업의 내재가치는 훨씬 높아질 것이다. 동일한 비율로 EPS가 지속적으로 성장한다고 가정하고, 성장률(growth rate)를  $g$ 라고 하면, 기업의 주당 내재가치는 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 V &= BPS + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EPS \cdot (1+g)^{t-1}}{(1+r)^t} & (3) \\
 &= BPS + \frac{EPS}{(1+r)^1} + \frac{EPS(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{EPS(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots \\
 &= BPS + \frac{EPS}{(r-g)}
 \end{aligned}$$

기업의 내재가치는 BPS, EPS,  $r$ (할인율), 그리고  $g$ (성장률)로 결정됨을 알 수 있다. 식(3)에서 EPS를 합산하는 부분의 첫항이  $\frac{EPS}{(1+r)^1}$ 로 나타나는데, 일반적으로 다른 문헌들에서는 이 부분의 초항을  $\frac{EPS(1+g)}{(1+r)}$ , 혹은  $\frac{EPS(1+g)^0}{(1+r)^0} = EPS$ 로 정하는 경우가 많다(Dorsey, 2004). 그러나 앞서 언급했듯 이미 실현된 이번 기( $t=0$ )의 EPS는 BPS에 포함되는 것으로 계산하면 식(2)와 같이 수식이 단순화될 수 있다. 식(3)에서 할인율( $r$ )은 성장률( $g$ )보다 항상 크다고 가정한다. 성장률이나 할인율이 약간만 달라져도 기업가치는 크게 변화되기 때문에 기업가치의 정확한 추정은 매우 어렵다는 데에 대다수의 투자자들이 동의한다. 그럼에도 불구하고 많은 투자자들이 기업의 내재가치를 추정하여 이를 활용해 투자하는 것이 그렇게 하지 않는 것보다 투자수익률을 높이고 위험을 줄이는데 도움이 된다고 믿으며, 내재가치 추정을 기본적 분석에 기초한 가치투자의 핵심으로 본다(Malkiel, 2019; Hagstrom, 2013).

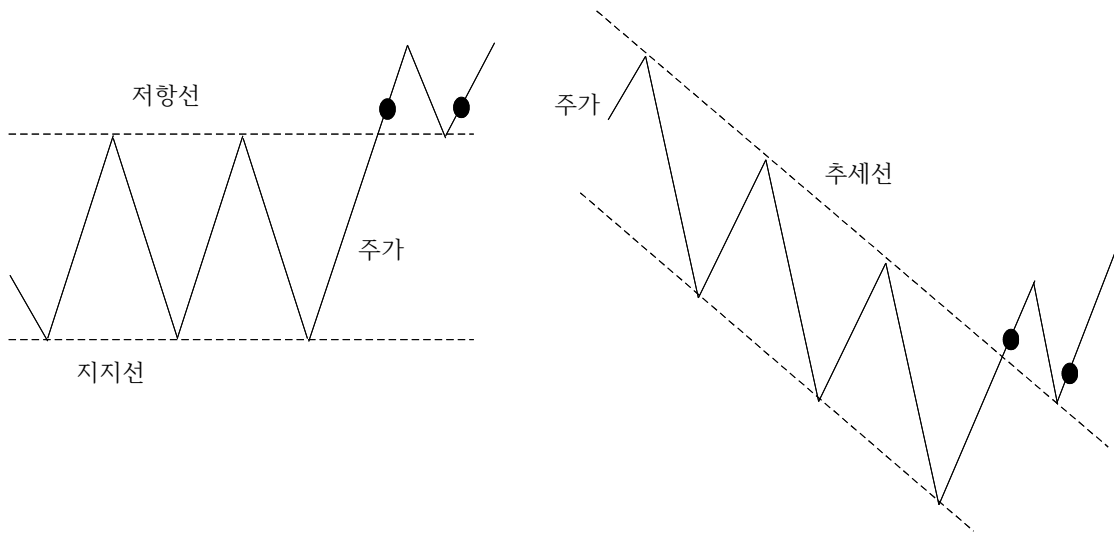
*기술적 분석(technical analysis)에 기초한 투자법과 모멘텀 효과.* 두 번째로 소개할 접근방법은 기술적 분석에 기초한 투자법이다. 이 접근법은 주식 가격과 거래량의 변동 추세를 관찰하여 주가를 예측하고 이에 기초해서 투자하는 방법이다(Lo et al., 2000; Livermore, 2017; Loeb, 1996). 앞서 소개한 기본적 분석에서는 주식 가격이 단기적으로는 예측 불가능하지만 장기적으로는 기업의 내재가치에 수렴한다고 가정한다. 그러나 기술적 분석에서는 가격은 내재가치에 의해 결정되는 것이 아니라 주식에 대한 수요와 공급에 의해서 결정될 뿐이라고 본다. 즉, 주식 가격이 오르는 것은 단지 주식에 대한 매수세가 매도세보다 강하기 때문이고, 가격이 내리는 것은 그 반대의 경우이기 때문이다. 아무리 뛰어난 투자자라도 주식에 대한 수요와 공급에 영향을 주는 무수히 많은 영향 요인들을 완벽하게 수집하고 분석할 수는 없지만, 주식 가격은 그 모든 정보를 반영하여 움직인다. 그러므로 가격과 거래량의 변동 추세를 관찰하는 ‘차트분석(charting)’을 통해서 주식에 대한 수요와 공급을 파악하고, 미래의 주가를 예측할 수 있다고 본다.

가격과 별도로 내재가치가 따로 존재하지 않는다고 보는 기술적 접근은 내재가치 분석을 중시하는 투자자들로부터 ‘투기’ 혹은 ‘도박’이라는 비판을 받기도 한다. 그러나 기술적 분석은 기본적 분석보다 더 오랜 발전 역사를 가지고 있으며(Lefevre, 2010), 최근 기술적 지표들의 주가 예측력에 대한 실증적 연구도 이루어지고 있으며(Lo et al., 2000), 행동재무학 분야의 연구들에 의해서도 이러한 접근의 타당성에 대한 근거가 제시되고 있다(Antonacci, 2015). 과거의 가격변동 추세가 미래까지 상당기간 지속된다는 모멘텀 효과(momentum effect)는 수많은 연구들에 의해서 검증된 대표적인 현상이다(Jagadeesh and Titman, 1993, 2001; Fama and French, 2008). Schwert(2003)는 수익률에 영향을 주는 많은 변수들, 예를 들어 PBR, 시가총액 등에 대해서 연구했는데 모멘텀 효과 외에는 모두 영향력이 지속되지 않음을 보였다. 모멘텀 효과를 발생시키는 대표적인 요인은 투자자의 심리이다. 일반적인 재화는 가격이 오르면 수요가 감소한다. 그러나 주식과 같은 금융자산의 가격 상승은 미래의 기대가격을 높여 매수세를 강화시킴으로써 가격 상승을 가속화시키는 긍정적인 피드백(positive feedback) 작용을 발생시킨다(Shiller, 2006b; DeLong et al., 1990). 이러한 효과에 의해서 가격이 한 번 상승 추세에 접어들면 더 이상 매수세가 없는 천장가격대에 이를 때까지 그 추세가 멈

추지 않는다. 이처럼 투자자의 심리적 편향(bias)에 의해서 단기적으로 시장의 이례현상(anomalies), 예를 들어 주식 가격이 실제 가치에서 크게 이탈되는 현상 등이 발생할 수 있다(Bernartzi and Thaler, 1995, Shiller, 2006a, 2006b; Ariely, 2009). 이러한 시장의 특성 때문에 기술적 투자자들은 현재 시장이 상승추세인가 아니면 하락추세인가를 중요하게 고려한다.

기술적 분석에서 활용되는 대표적인 보조수단에는 지지(support)선과 저항(resistance)선, 이동평균(moving average)선, 추세선, 캔들차트(candle chart) 등이 있다(Weinstein, 1988; Nison, 1994). 이동평균선은 일정기간 동안(50일, 30주 등) 주가의 평균값이 어떻게 변화되어가는가를 보여주는 선으로서 단기적 변동이 제거된 가격 변화의 추세를 보여준다. 지지선이나 저항선, 그리고 박스권 등의 개념은 주가가 일정기간 동안 특정한 가격대 안에 머물게 될 수 있음을 시사하는데(Darvas, 2011), 이러한 현상은 행동경제학 이론으로 설명가능하다. 프로스펙트 이론(prospect theory)에 따르면 사람들은 대안을 평가할 때 특정한 기준점을 활용해 상대평가를 하며, 그 기준점과 비교해서 이익보다 손실에 더 민감하게 반응한다(Kahneman and Tversky, 1979). 주식투자에 있어서 자신이 과거에 주식을 매수 혹은 매도한 가격은 이후 그 주식을 평가하고 매수 및 매도를 결정하는 기준점으로 작용하게 되는 경우가 많다. 대량거래자의 존재 등의 이유로 주식시장에서는 특정 가격대에 매수와 매도가 집중되는 일은 흔하게 발생한다. 특정 가격대에 매도하려고 기다리는 사람들이 많다면 그 가격대를 뚫고 가격이 오르는 힘들고, 반대로 매수세가 집중되어 있는 가격대를 뚫고 가격이 하락하기는 어렵다. 이러한 이유로 주식 가격이 한동안 특정 가격 범위 안에서 등락을 반복할 수 있다. 주가가 그러한 가격 범위를 강하게 벗어난다면 그것은 매수세와 매도세의 균형이 깨졌음을 의미한다. 이러한 이유에서 많은 거래량을 동반하며 주가가 저항선이나 추세선을 상향 돌파했을 때는 좋은 매수 시점으로 본다(Weinstein, 1988)([그림 1] 참고).

[그림 1] 기술적 분석에 의한 매수 시점(검은색 점으로 표시)



효율적 시장 가설과 투자에 대한 그 외의 접근방법들. 시장은 효율적이라는 가정에 기초하여 특정 기업이 아닌 주식시장 전체에, 즉 모든 주식에 분산하여 투자하는 방법도 있다. 효율적 시장 가설(efficient market hypotheses)에 따르면 시장의 모든 정보는 즉각적으로 주가에 반영되기 때문에(Fama, 1976; Samuelson, 1974), 재무제표 등을 통해 공개된 정보를 활용해서 저평가된 주식을 찾는 것은 불가능하다. 또한 단기적인 주가 변동은 무작위성을 갖기에 예측불가능하다고 가정한다(Bachelier, 2006). 이러한 접근법에서 제안하는 가장 효과적인 투자법은 시장 내 모든 주식에 분산투자하는 방법, 즉 인덱스 펀드(index fund)에 투자하는 방법이다(Siegel, 2014; Samuelson, 1974; Markowitz, 1952). 인덱스 투자의 개념은 Vanguard Group의 설립자인 John Bogle에 의해서 유명해졌는데, 그는 1976년에 최초의 인덱스 펀드를 만들었다. 인덱스 펀드가 아니더라도 대략 30개 이상의 종목으로 포트폴리오를 구성하면 비체계적 위험의 대부분이 제거될 수 있음이 밝혀졌다(Malkiel, 2019). 자본자산가격결정모형(CAPM)에 의하면 특정 투자 대상의 기대수익률을 예측할 수 있는 유일한 변수는 투자 수익의 '위험,' 혹은 '변동성'이다. 위험이 높을수록 기대수익률을 높아지기 때문에 주식은 채권보다 기대 수익률이 높다. 인덱스 펀드의 형태로 주식시장 전체에 투자하면 저위험 투자자산인 채권과 비교해서 장기적으로 더 높은 수익을 안정적으로 거둘 수 있게 된다.

마지막으로 소개할 접근방법은 본 연구의 핵심주제이며, 이 역시 기업의 본질적 가치에 기초하여 투자하는 또 다른 방법이다. 그러나 앞서 소개한 정량적 지표에 기초한 기업평가가 아니라 기업의 경쟁우위와 장기적 성장 잠재력에 대한 정성적인 평가에 기초해서 투자하는 방법이다. 기업의 성장성을 예측할 수 있게 해주는 단서들 중 상당 부분은 정량화하기 어려운 성격의 정보이다. 경영학 분야의 수많은 연구들이 밝혀놓은 기업 성장의 주요 요인은 경영자의 리더십과 비전, 조직문화, 기술적 우위, 브랜드, 그리고 마케팅이나 연구개발 역량 등 완벽하게 정량화하기는 어려운 특성을 가진다(Collins, 2001; Peters and Waterman, 1982). 그렇기 때문에 기업의 경쟁력과 역량에 대한 정성적 분석은 정량적 분석과 서로 보완적인 성격을 갖는다. 이러한 정성분석에 기초한 소위 ‘성장주’ 투자법을 개척한 대표적인 인물로서 Philip Fisher가 있다. Fisher는 특히 마케팅 역량이 뛰어난 기업에 투자할 것을 강조하였는데 이에 대해서는 뒤에서 자세히 논의하도록 한다.

이제까지 소개한 주식투자에 활용될 수 있는 다양한 접근방법을 요약해서 [표 3]에 정리하였다. [표 3]의 분류법은 기존 문헌들을 종합하여 본 연구에서 제시하는 분류일 뿐 학계에서 받아들여지는 통일된 분류법은 없다. 표에 나타난 투자법별 투자기한 역시 본 연구에서 활용하는 대략적인 구분일 뿐 절대적인 기준은 아니며, 문헌에 따라서, 그리고 투자자에 따라 기간에 대한 정의는 달라진다. 데이트레이딩(day trading)과 같은 초단기 투자 역시 가격변동 추세에 기초한 투자이므로 본 연구에서는 단기투자에 포함시켰다. 투자방법과 투자기간이 반드시 일치하지는 않는데, [표 3]은 기간보다는 투자방식의 차이에 기초한 분류이다. 각각의 투자접근법을 대표할 수 있는 투자자들을 표에 소개하였는데, 특정한 투자법으로 분류된 투자자일지라도 실제로는 여러 접근법을 혼합해서 사용하는 경우도 많다. 저명한 투자자인 Warren Buffet의 경우는 초기에는 정량적 분석에 기초한 투자법을 활용하다가 이후에는 장기적인 기업 경쟁력이나 브랜드 자산 등에 대한 평가를 중시하는 방식으로 옮겨가는 모습을 보였으며, 또한 최근에는 인덱스 펀드 투자에 대한 긍정적 의견을 내놓기도 하였다.

[표 3] 주식투자에 대한 다양한 접근법(\*표시된 부분이 본 연구의 주제)

투자기간	단기투자 (3개월 이하)	중기투자 (3개월~3년)	장기투자* (3년~10년)	초장기투자 (10년 이상)
접근방법	기술적 분석	기본적 분석		인덱스(지수추종) 펀드 투자
		정량적 (quantitative) 분석	정성적 (qualitative) 분석	
분석내용	단기적 가격변동 추세와 수급	기업의 연/분기별 재무실적	기업의 역량과 성장 잠재력	다양한 자산군의 가격변동 추세
기본가정	주식 가격은 수급적 요인과 투자자의 심리적 요인에 의해 변동함.	주식 가격은 장기적으로 기업의 내재가치에 수렴함. 스마트베타 전략.	기업의 무형적 자산(기술, 브랜드, 리더십 등)이 기업의 장기적 성장의 원동력임.	효율적 시장가설. 지속적 경제성장과 유동성 확장. 분산투자를 통한 위험 회피.
대표적인 투자자	Jesse Livermore, Gerald Loeb, Alexander Elder, Nicholas Darvas, William O'Neil, Stan Weinstein	Ben Graham, John Templeton, Walter Schloss, Seth Klarman, John Neff, Joel Greenblatt	Philip Fisher, Ken Fisher, Charlie Munger, Warren Buffet Peter Lynch, Peter Thiel	John C. Bogle, Andre Kostolany, Burton Malkiel, Larry Fink, Ray Dalio

본 연구에서 정리한 4가지 투자법 외에도 배당률이 높은 주식에 투자하는 ‘배당주 투자법,’ 현재 시장에서 외면받는 저평가 주식에 투자하는 ‘역발상투자법’(contrarian investment), 배당률이 증가하는 주식에 투자하는 ‘배당성장주 투자법’(dividend growth investing) 등의 투자법이 존재한다(Lakonishok et al. 1994; Dreman, 1998; Arnott and Asness, 2003). 본 연구에서는 이들 접근방법은 넓은 의미에서 정량적 분석에 기초한 가치투자에 포함시킬 수 있다고 보고 별개의 범주로 구분하지 않았다. 기업의 경쟁력에 대한 정성적 분석에 기초한 투자법에 대해서 나머지 3개의 접근법과 동등한 수준의 중요도를 부여하여 정리한 것은 본 연구만의 차별화된 접근이라고 할 수 있다. 이어지는 부분에서는 기업에 대한 정성적 분석에 기초한 투자법의 개척한 Philip Fisher의 투자법을 정리하고, 이를 기존의 마케팅 이론과 접목하여 정리해보도록 한다.



### Ⅲ. 마케팅적 관점에서 접근한 주식투자법

#### 1. Philip Fisher의 성장주 투자법

Philip Fisher는 저렴하게 거래되는 가치주에 투자하기보다는 적정가격에 거래되더라도 성장성이 높은 기업의 주식에 투자해야 한다고 주장했다. 그는 이러한 방식의 투자를 위해서 수치적 자료에 얽매이지 말고 정성적인 분석을 통해 기업의 역량과 성장 잠재력을 평가해야 한다고 주장하였다. 그는 20세기 초중반 일어난 경영진의 역할 변화와 기업의 연구개발(R&D) 능력이 급성장하는 등의 변화를 간파하고, 경영진의 능력, 그리고 마케팅과 R&D 역량 등이 기업의 흥망을 좌우되는 시대가 될 것임을 예측하였다. 그는 특히 마케팅의 역할을 중시했는데, 변화하는 소비자의 욕구를 파악하고, 그에 맞는 신제품을 개발하여 지속적으로 매출을 증대시킬 수 있는 역량을 가진 기업에 투자함으로써 높은 투자 수익률을 거둘 수 있다고 보았다. Drucker(1954)는 기업의 가장 본질적인 2가지 기능은 마케팅과 혁신이라고 주장했는데, Fisher 역시 이와 유사한 관점으로 기업을 바라보았음을 알 수 있다.

1958년에 처음 출간된 Fisher의 저서(“Common Stocks and Uncommon Profits”)에서 그는 성장 잠재력이 높은 기업을 발굴해내는 자신만의 노하우를 공개하였다. 그가 기업을 평가하는데 활용한 15가지 질문은 다음과 같다(Fisher, 2003).

- (1) 향후 몇 년간 매출액이 상당히 늘어날 수 있는 충분한 시장 잠재력을 가진 제품이나 서비스를 보유하고 있는가?
- (2) 경영진은 현재 보유한 제품라인이 더 이상 성장하기 어려운 상황에 당면했을 때, 매출을 증대시킬 수 있는 신제품을 지속적으로 개발하고자 하는 의지를 가지고 있는가?
- (3) 기업의 연구개발(R&D) 노력은 회사 규모를 감안할 때 얼마나 효과적인가?
- (4) 평균 수준 이상의 판매(마케팅) 조직을 가지고 있는가?
- (5) 영업이익률은 충분히 거두고 있는가?

- (6) 영업이익률을 유지 혹은 개선하기 위해서 무엇을 하고 있는가?
- (7) 뛰어난 노사관계를 갖고 있는가?
- (8) 임원들 간에 좋은 관계가 유지되고 있는가?
- (9) 두터운 기업 경영진을 갖고 있는가?
- (10) 월가분석과 회계관리 능력은 얼마나 우수한가?
- (11) 이상 언급한 내용 외에도 경쟁업체들과 비교해서 얼마나 뛰어난 기업인가를 알려주는 중요한 단서가 있는가? 그것이 특정 산업에 국한되어 나타나는 특성이어도 된다.
- (12) 이익을 바라보는 시각이 단기적인가 아니면 장기적인가?
- (13) 성장에 필요한 자금 조달을 위해 가까운 장래에 증자를 해서, 이로 인해 현재의 주주 이익이 상당 부분 희석될 가능성은 없는가?
- (14) 경영진은 모든 것이 순조로울 때는 투자자들과 자유롭게 대화하지만, 문제가 발생하거나 실망스러운 일이 벌어졌을 때는 “입을 꼭 다물어버리지” 않는가?
- (15) 도덕성에 대해서는 의심할 여지가 없는 경영진을 갖고 있는가?

이상의 15가지 질문들에 대해서 간단히 설명하면 다음과 같다. 첫 번째와 두 번째 질문은 향후 수년간 매출이 증가할 수 있는 기업인지, 그리고 지속적인 신제품 출시가 가능한 기업인지에 대한 내용이다. 기업의 성장은 좋은 제품의 지속적인 출시를 통해서만 가능하다. 기업의 성장가능성을 평가하기 위해서는 기업이 성장산업에 속해 있는가에 대한 통찰도 필요하다. 그러나 성장산업에 속해 있다고 해서 그 기업의 성장이 보장된 것은 아니다. Fisher는 단순히 운이 좋은 기업이 아닌 ‘능력이 있어서 운이 좋은 기업,’ 즉 자사만의 ‘핵심역량’을 활용하여 새로운 사업으로 확장해 갈 수 있는 기업을 높이 평가하였다. 기술적 투자자로 유명한 William O’Neil 역시 새로운 제품이나 서비스를 통해 매출과 이익이 급성장하는 시장 주도주에 투자해야 한다고 제안하였다(O’Neil, 2009). 성장을 위해 지속적으로 신제품을 출시할 수 있는 능력은 세 번째 질문의 주제인 연구개발(R&D) 역량과 연결된다. 그는 연구개발 역량의 탁월성 뿐 아니라 생산이나 마케팅 등 타부서와 연구개발 부서와의 유기적 협력관계도 중요하게 평가하였다. 또한 마케팅과 연구

개발을 연결시켜주는 다리 역할로서 마켓 리서치의 중요성도 강조하였다.

네 번째 질문에서 Fisher는 기업이 강력한 판매(마케팅) 조직을 보유하고 있는가를 묻고 있다. Fisher는 마케팅, R&D, 생산이 기업의 성공을 지탱하는 3개의 기둥으로 보았는데, 그 중 마케팅을 특히 중요하게 보았다. 강력한 마케팅 조직의 뒷받침이 없이 생산과 R&D 능력 만으로는 한 번의 성공은 거둘 수 있을지라도 지속적인 성장은 어렵다고 말한다. 마케팅 활동의 중요성과 본질에 대해서 그는 다음과 같이 말하고 있다.

*‘매출(판매)을 발생시키는 것은 무슨 사업에서건 가장 기본이 되는 단 하나의 활동이다. 매출이 없으면, 기업은 생존이 불가능하다. 고객들을 만족시켜 재구매하게 만들 수 있는가가 기업 성공을 평가하는 가장 첫 번째 기준이다.’*

위의 인용문을 통해서 우리는 그가 고객 중심적이고, 시장 지향적인 관점으로 기업을 바라보았음을 보여준다.

Fisher의 투자법에서는 이익보다 매출을 더 중시함을 알 수 있는데 이는 그가 가진 고객 지향적 관점을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 기업이 얼마나 많은 고객만족을 창출했는가를 단적으로 보여주는 것이 얼마나 많은 돈이 고객의 지갑에서 기업으로 흘러들어왔는가, 즉 매출이다. Drucker(1954)는 고객을 창조하는 것이 기업의 가장 본질적인 목표라고 하였고, Kotler(2002)는 마케팅의 목적을 교환을 창출하는 것이라고 정의하였다. 기업이 얼마나 많은 고객 혹은 교환을 창출했는가 역시 이익보다는 매출에 더 정확히 반영된다. 매출의 중요성을 또 다른 관점에서 살펴볼 수도 있다. 제품수명주기 단계에서 대부분의 경우 매출증가는 순이익의 증가를 선행하기 때문에 매출증가는 이익증가를 예측할 수 있는 지표로서의 기능도 가진다(Anderson and Zeithaml, 1984; Kotler, 2002). 매출액은 급증하지만 아직 순이익이 크게 증가하지 않은 시점은 저평가된 주식을 매수할 수 있는 좋은 기회가 될 수 있다. Philip Fisher의 투자법을 계승한 Ken Fisher 역시 매출을 중요하게 고려하여 매출과 비교해서 얼마나 기업이 저평가되었는가를 보는 PSR(price sales ratio)지표를 제안하기도 하였다. PSR과 매출성장률 모두 주가 상승과 유의한 상관관계가 있음이 검증되었다(Fisher, 1991; O’Neil, 2009).

다섯 번째와 여섯 번째 질문은 매출액에서 영업이익이 차지하는 비율, 즉 영업이익률에 대한 질문들이다. 이 질문들은 영업이익률이 높은가, 그리고 영업이익률을 높이기 위해 어떤 노력을 기울이고 있는가를 묻고 있다. 영업이익률은 Fisher가 중요하게 고려했던 몇 안 되는 정량지표 중 하나이며, 이 역시 그가 강조한 기업의 장기적 성장성과 관련이 있다. 그는 영업이익률이 낮은 기업은 경기불황 등 위기를 견뎌낼 힘이 약하고, 성장을 위한 자금의 내부적 조달이 어렵기 때문에 지속적 성장을 확신할 수 없다고 보았다. Fisher는 높은 영업이익률을 유지하기 위해서는 가격 결정력을 가져야 한다고 주장했는데, 이는 자사 제품에 대한 수요가 워낙 강력해서 가격을 높여도 수요가 유지되는 기업, 자사 제품에 대한 가격탄력성이 낮은 기업을 의미한다. 이것은 이후 논의하게 될 ‘경제적 해자’의 개념과도 연결된다. 그는 또한 경쟁자보다 더 효율적인 운영으로 비용을 절감하는 것 역시 영업이익률을 높이는 데 있어서 중요한 요소라고 보았다.

Fisher에 따르면 기업이 장기적으로 높은 영업이익률을 유지할 수 있는 방법은 크게 3가지이다. 첫째는 기술적(technological) 우위 확보이고, 둘째는 규모의 경제를 통한 원가우위 달성이며, 그리고 셋째는 소비자가 자사 브랜드를 반복구매하는 습관을 형성해 놓는 것, 즉 많은 충성고객들을 확보하는 것이다. 첫째는 R&D의 관점에서, 둘째는 생산의 관점에서, 그리고 셋째는 마케팅의 관점에서 바라본 것이다. Fisher는 마케팅의 중요성과 함께 생산의 효율성과 ‘규모의 경제’의 중요성도 강조하였으며, 이 둘 간의 관련성에 대해서도 명시하였다. 그는 규모의 경제 달성을 위해서는 충분한 수요를 창출할 수 있는 새로운 제품(서비스)을 시장에 ‘가장 먼저 출시’하고, 뛰어난 마케팅 활동과 애프터서비스(A/S), 지속적 품질개선, 및 광고 등을 통해 공격적으로 시장을 확장해야 한다고 주장하였다. 그는 경쟁자들보다 먼저 시장에 진입했다면 그 시장에서 1등이 되는 경쟁에서 한참 앞서 나간 것이라고 하였고, 반대로 강력한 경쟁업체가 이미 확고한 위치를 차지한 시장에서는 더 나은 신제품으로 진입하더라도 성공하기가 어렵다고 하였다. 그는 마케팅 분야에서 ‘선도자 우위(first-mover advantage)’(Kerin et al., 1992; Lieberman and Montgomery, 1988; Carpenter and Nakamoto, 1989)가 깊이 있게 연구되기 이전에 이미 시장 선점의 중요성을 깨닫고 있었다.

참고로, Ries and Trout(2001)는 가장 효과적으로 브랜드를 포지셔닝하는 방법

은 시장에 처음 진입하는 것, 즉 새로운 제품범주를 창조하는 것이라고 주장한 바 있다. 시장을 선점하고 공격적인 시장확대로 대다수 사람들이 사용하는 브랜드로 자리잡으면, ‘이 브랜드는 믿고 구매할 수 있다’라는 인식이 확산되어 아직 구매하지 않은 사람들도 그 흐름을 따라 그 브랜드를 구매하게 된다(Simonson, 1989). 이러한 선순환이 한 번 구축되면 후발진입 브랜드가 쉽게 빼앗을 수 없는 확고한 시장지배력이 확보된다. Philip Fisher 뿐 아니라 Warren Buffet 역시 시장을 선점하여 지배적인 위치를 확보한 선도자 기업에 투자하는 것을 선호하였다. 시장 선점과 공격적 시장확장을 통해 지배적인 입지를 구축한 대표적인 기업인 Amazon의 창업자 Jeff Bezos가 1997년에 쓴 첫 번째 주주서한에는 이러한 그의 경영철학이 담겨있다: “시장 리더십(market leadership)은 높은 매출액, 높은 수익성, 더 빠른 자본 회전과 그에 상응하는 강한 투자자본 수익(ROIC)으로 변환될 수 있다. 우리의 결정은 일관되게 이 초점을 반영해왔다.”

Fisher는 높은 영업이익률을 달성하는 기업의 또 다른 특성으로서 자사 브랜드에 대한 소비자의 반복구매 습관을 형성해 놓은 점을 꼽았다. Fisher에 따르면 소비자의 반복 구매습관이 형성되려면 첫째로는 품질에 대한 신뢰를 얻어야 하고, 둘째로는 자사 브랜드를 선택하는 것이 사회적으로 가장 바람직한 선택으로 인식되도록 만들어야 한다고 보았다. 품질에 대한 소비자의 높은 신뢰도란 품질에 대한 낮은 지각된 불확실성(perceived uncertainty)을 의미한다. 품질에 대한 높은 신뢰도는 불확실성이 높은 신규 브랜드로 고객이 이탈하지 못하도록 심리적 장벽을 형성한다(Won, 2016; 2011). 지각된 불확실성, 그리고 합리화가능성(justifiability)(Simonson, 1989) 등 이후 소비자 의사결정 분야에서 중요하게 연구된 개념들이 이미 Fisher의 투자법 속에 담겨있었음을 알 수 있다.

Fisher는 기업 내부의 문제에도 관심을 기울였다. 그는 임직원들이 공정하게 평가받고 있는지, 자율성을 부여받고 자신의 능력을 최대한 발휘할 수 있는 분위기가 조성되어 있는지를 중요하게 보았다. 이는 일곱 번째와 여덟 번째 질문에 해당하는 내용이며, 조직문화, 동기부여, 리더십, 내부마케팅(internal marketing) 등의 주제를 포괄하는 내용이다(Rafiq and Ahmed, 2000). 그는 노사갈등이 불필요한 비용 발생으로 이어질 수 있다고 보았다. 기업은 결국 감정을 가진 인간들에 의해 움직여가기 때문에 인간 존중의 문화를 바탕으로 하여 사람을 통해 생산성을 높여야

한다는 사상이 1980년대 이후 확산되었는데(Peters and Waterman, 1982), 이러한 사상이 이미 Fisher의 투자철학 속에도 담겨있었다. 아홉 번째 질문에서는 장기적 성장을 위해서 기업의 리더가 내부적으로 양성될 수 있는 시스템을 갖추고 있는지를 묻고 있다. 기업가치가 크게 성장하는 데 있어서 최고경영자의 역할, 그리고 지속적인 경영진 양성이 얼마나 중요한가는 다른 연구들에서도 강조되고 있다(Collins, 2001). 그리고 열 번째 질문은 자원의 낭비를 최소화하며 효율적으로 조직이 운영되고 있는지에 대한 내용이다.

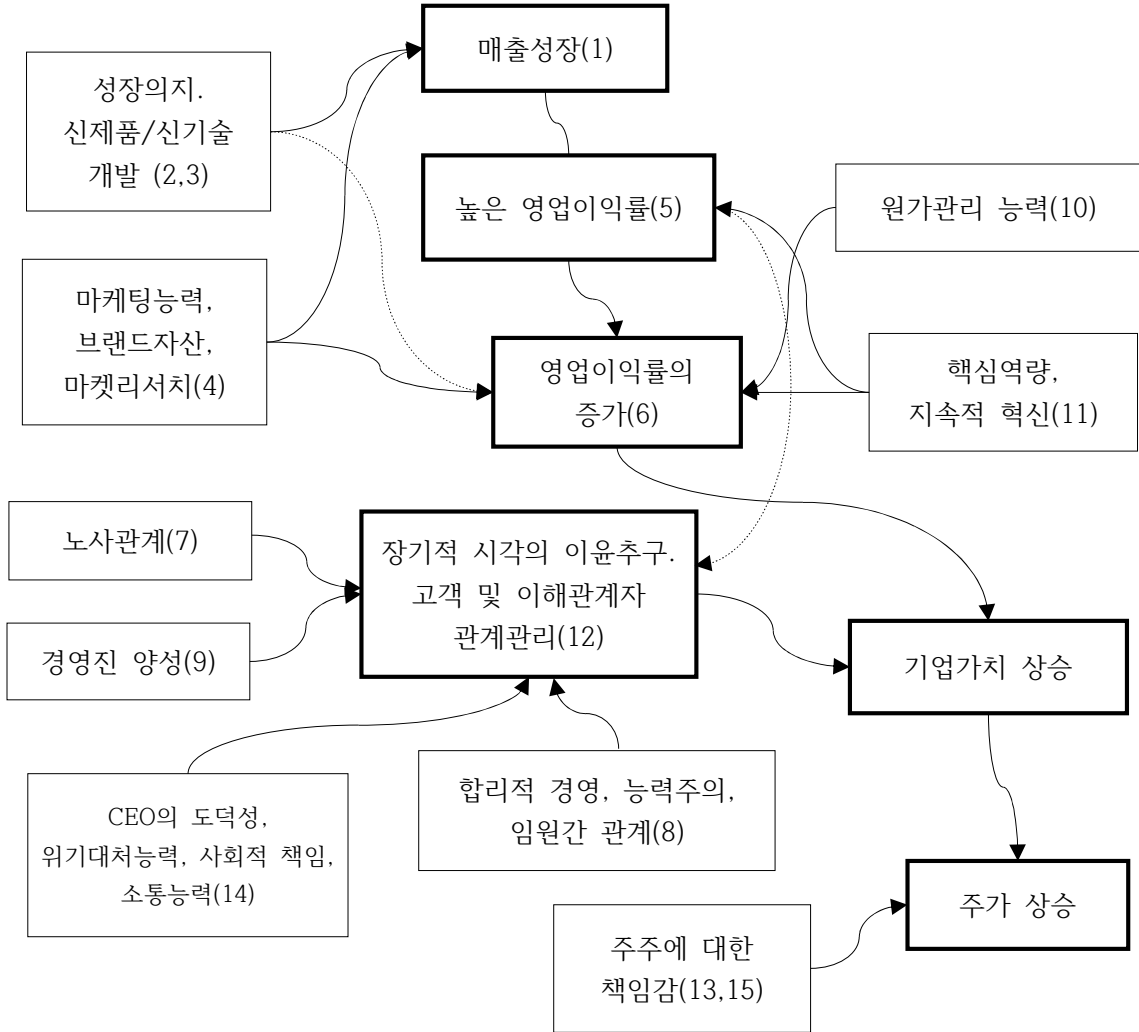
Fisher의 열다섯 개 질문들 중 열한 번째 질문은 그의 투자접근에서 특히 중요한 의미를 갖는다. 이 질문을 통해 Fisher는 그 기업이 '경쟁업체보다 뛰어난 무언가를 가지고 있는가'를 확인하고자 하였다. 이후 소개할 Fisher의 또 다른 저서에서 그는 이것을 '기업활동의 본질적 요소'라고 칭했으며, Michael Porter(1985)는 이것을 '경쟁우위'로, Warren Buffet은 '경제적 해자(economic moat)'로 지칭하였다(Hagstrom, 2013). 경제적 해자란 마치 중세시대에 성을 둘러싼 해자(연못)처럼 경쟁세력의 공격을 막아내며 기업이 높은 수익률을 유지할 수 있도록 해주는 보호 장벽을 의미한다. 경제적 해자는 기술적 우위, 브랜드 자산가치, 고객충성도, 규모의 경제, 네트워크 효과, 시장선점 등을 통해 얻어질 수 있다(Dorsey, 2004; Wernerfelt, 1984). 이 질문은 앞서 소개한 다섯 번째 여섯 번째 질문(영업이익률 관련 질문)과 연결되는데, 경제적 해자를 가진 기업만이 높은 영업이익률을 달성할 수 있다고 보았기 때문이다.

열두 번째 질문은 기업이 이윤 추구에 대해서 장기적인 관점을 가지고 있는가를 묻고 있는데, 장기적 수익성 추구는 시장지향적 혹은 고객지향적인 기업이 갖는 가장 대표적인 특성 중 하나이다(Narver and Slater, 1990; Day, 1994). 단기적 실적을 추구하기 보다는 미래의 수익을 위한 무형적 자산을 쌓아가고 있는가를 평가하는 항목이다. Fisher의 투자철학 속에는 충성고객이나 브랜드 자산과 같은 시장 기반 자산(Srivastava et al., 1998)이 기업의 가치를 높여준다는 개념이 담겨있다. Fisher는 그 외에도 경영진의 능력과 비전 그리고 경영진의 도덕성과 주주에 대한 책임감 등을 중요하게 평가하였다(13,14,15번째 질문에 해당). 이들 질문은 최근 중요하게 대두되고 있는 ESG(environmental, social, governance) 경영과도 연결되는 내용이다. 최근 ESG 경영, 즉 기업의 도덕성과 사회적 책임에 대한

관심은 과거 어느 때보다도 높아졌다. ESG 경영에서 높은 성과를 보이는 기업은 기업가치도 높게 평가된다는 연구 결과들에 비춰볼 때(Fatemi et al., 2018), 어떤 기업이 장기적으로 성장하는가에 대한 Fisher의 통찰은 오늘날에도 여전히 유효함을 알 수 있다.

이상 소개한 질문들에 기초한 기업선정을 통해서 Fisher가 탁월한 투자성과를 거둔 대표적인 사례로는 Motorola, Dow Chemical, Texas Instrument, Disney 등이 있다. Motorola는 그가 1955년에 투자하여 2004년에 사망할 때까지 보유한 기업으로도 알려져 있는데, 그는 Motorola가 탁월한 R&D 역량을 보유했기 때문에 성장하는 통신 및 모바일폰 시장에서 주도권을 유지할 것으로 예측하였다. Dow Chemical도 Fisher가 초기에 투자한 기업으로 유명한데, 그는 이 기업이 잘 분산된 제품 포트폴리오를 보유하고 있고, 지속적으로 신제품을 출시하는 역량이 뛰어나며, 탁월한 경영진을 보유하고 있기 때문에 지속적으로 성장할 것으로 예상하였다. Benjamin Graham은 Philip Fisher에 대해서 “훌륭한 기업이 실제로 어떻게 만들어지는가에 대해 완벽하게 이해한 인물”이라고 평가했다. Graham은 주식투자와 회계(accounting)를 연결시킨 인물이라면, Fisher는 주식투자와 경영전략을 연결시킨 인물로 볼 수 있다. 기업 평가를 위해 그가 활용한 15가지 질문은 서로 독립적인 내용처럼 보이지만 실제로 이들은 매우 밀접하게 관련되어 있다. Fisher의 15가지 질문들의 관련성을 [그림 2]와 같이 도식해볼 수 있다.

[그림 2] Fisher의 정성적 기업평가 기준(괄호 안은 Fisher의 15가지 질문들 번호)



Fisher는 1975년에 출간한 그의 두 번째 저서인 ‘보수적인 투자자는 마음이 편하다(Conservative Investors Sleep Well)’에서 위에 15가지 질문의 내용을 3개 범주로 재분류하였다. 그 세 가지는 ‘구조적 요소,’ ‘인적 요소,’ 그리고 ‘기업활동의 본질적인 요소(성격)’이다. 첫 번째 구조적인 요소란 기업의 핵심적인 기능들, 즉 마케팅, 생산, R&D, 그리고 재무 영역에서의 역량과 경쟁력을 의미한다. 이러한 개별적 기능에서 경쟁력이 없거나, 기능들 간 유기적인 협력이 이루어지지 않는 기



업은 적절한 투자대상이 될 수 없다고 보았다. 두 번째 인적 요소란 경영자의 역량과 도덕성, 노사관계, 기업 문화 등을 의미한다. 이 요소에서는 경영자가 내외부 공중들과 진실되게 소통할 의지가 있고, 장기적 안목으로 기업을 이끌고 있는가, 직원들이 보람을 느끼면 일하고 있는가 등을 평가한다. 세 번째 기업활동의 본질적 요소란 기업이 경쟁자들보다 높은 영업이익률을 달성할 수 있게 해주는 경쟁우위를 가지고 있는가를 의미한다.

Philip Fisher의 투자철학은 Warren Buffet이나 Charlie Munger를 비롯한 많은 이들에게 영향을 주었는데, 특히 그의 아들 Ken Fisher는 아버지의 투자 철학을 계승하여 발전시켰다. Ken Fisher는 뛰어난 기업을 찾아내기 위해서는 다섯가지 요소를 평가해야 한다고 주장하였는데, 그 다섯 가지는 성장지향성, 탁월한 마케팅, 일방적 경쟁우위, 창조적 인사관리, 그리고 완벽한 재무관리이다(Fisher, 1991). Philip Fisher와 Ken Fisher 모두 소비자의 욕구와 수요에 맞는 상품을 제공하고, 핵심 차별점을 효과적으로 커뮤니케이션 하는 능력에서 경쟁자보다 뛰어난 기업, 마케팅 역량이 탁월한 기업에 투자해야 함을 강조하였다(Fisher, 2003; Fisher, 1991). 이들 모두는 마케팅 뿐 아니라 연구개발(R&D) 역시 기업의 성장에 있어서 중요함을 강조하였다. 생산이나 R&D의 방향성을 제시하는 것도 마케팅의 역할이라는 그들의 주장은 마케팅 개념이 담고 있는 의미와 일치한다(McKitterick, 1957; Kotler, 2002; Tellis and Golder, 2006).

다양한 투자 접근법을 요약한 [표 3]에서도 보여지듯이 기본적 분석(fundamental analysis)에 기초한 투자는 정량적인 접근과 정성적인 접근 모두를 포함할 수 있다. Philip Fisher와 Ken Fisher 모두 기업 분석에 있어서 정성적인 접근과 함께 몇몇 정량 지표들도 중요하게 고려하였다. 정량적 분석의 관점에서 그들의 투자법이 타투자자들과 차별화되는 부분은 매출성장률과 영업이익률을 강조했다라는 점이다. 이러한 그들의 접근방식을 앞서 소개한 내재가치 분석방법과 연결하여 분석해봄으로써 그들의 접근법이 이익 중심의 전통적 가치투자 접근과 어떻게 연결되는지를 알아볼 수 있을 것이다. 이를 위해서 이어지는 부분에서는 기대투자수익률 공식을 도출하고, 이에 기초하여 매출과 영업이익이 기대투자수익률에 어떤 영향을 미치는가를 살펴보고자 한다.

## 2. 기대투자수익률과 기업의 매출

기대투자수익률(*expected return on investment*) 공식. 주식투자의 목표는 수익률 극대화이다. 주식투자의 수익률을 예측하기 위해서는 주식의 현재 가격(매수 가격)과 함께 미래 예상 가격(매도 가격)도 알아야 한다. 미래 가격은 정확하게 알 수 없기 때문에 불확실성을 내포한 확률변수로 개념화할 수 있다. 현재의 주가를  $P_0$ , 미래 주가의 기대값을  $E(P_1)$ 라고 하자. 현재 매입한 주식투자의 수익률(Return)의 기댓값, 즉 기대수익률을  $E(R)$ 이라고 하면,  $E(R)$ 은 다음과 같이 계산된다.

$$E(R) = \frac{E(P_1) - P_0}{P_0} \quad (4)$$

가격(P)은 내재가치(V)를 중심으로 등락을 반복한다고 가정하면,  $E(P_1)$ 은 기업의 내재가치(V)와 같다고 할 수 있다. 기업의 내재가치는 시간이 흘러도 큰 변화 없이 유지된다고 가정한다. 내재가치에 비해 저평가된 주식을 매입했다면 미래에 어느 시점엔가는 주가가 V, 즉  $E(P_1)$ 와 같아지는 시점이 올 것이므로 그 시점에 매도하면 확실하게 기대수익률을 실현할 수 있을 것이다(Graham, 2005).  $V$ 와  $E(P_1)$ 이 동일하다고 가정하고, 내재가치 계산식인 식(3)을 식(4)를 대입해서 기대수익률을 구하면 다음과 같다.

$$E(R) = \frac{V - P_0}{P_0} = \frac{BPS + \frac{EPS}{(r-g)} - P_0}{P_0} \quad (5)$$

$P_0 = PBR * BPS = PER * EPS$ 이므로, 이를 식(5)에 대입하면 다음과 같이 기대수익률 공식이 도출된다.

$$\begin{aligned}
 E(R) &= \frac{BPS - P_0 + \frac{EPS}{(r-g)} - P_0 + P_0}{P_0} & (6) \\
 &= \frac{BPS - (PBR * BPS)}{PBR * BPS} + \frac{\frac{EPS}{(r-g)} - (PER * EPS)}{PER * EPS} + 1 \\
 &= \frac{1}{PBR} + \frac{1}{PER(r-g)} - 1
 \end{aligned}$$

기대투자수익률은 이론적으로 PER, PBR, r(할인율), 그리고 g(성장률), 이렇게 4개의 변수에 의해서 정해짐을 알 수 있다. PER과 PBR이 낮고, 이익성장률이 높은 기업에 투자할수록 기대수익률을 높아진다. 모든 상황에서 보편적으로 적용할 수 있는 할인율(r) 값은 없으며, 평가 시점에서의 국채금리 등 다양한 수치가 활용될 수 있다. 일반적으로 할인율은 기업 특성이 아닌, 기업 외적인, 거시 경제적인 변수로 보기 때문에 모든 기업에 동일한 값을 적용하는 것을 원칙으로 한다. 그러나 본 연구에서는 할인율은 미래에 발생할 현금흐름의 변동성을 반영하기 때문에 더 안정적인 현금흐름이 발생할 것으로 예상되는 기업에 대해서는 더 낮은 할인율을 적용하는 것이 적절하다고 보는데 이는 Srivastava et al.(1998)의 관점과도 일치한다. 이러한 관점에서 보면 할인율은 앞서 논의한 ‘경제적 해자’의 개념과도 관련된다. 높은 브랜드 자산가치 등의 경제적 해자를 가진 기업은 그만큼 현금흐름이 안정적으로 발생할 것으로 예측할 수 있기에 낮은 할인율이 적용되어 기업가치는 높아질 것이다. OPM, ROE 등은 경제적 해자를 반영하는 지표로 볼 수 있기 때문에(Fisher, 2003; Hagstrom, 2013), 이들 지표값이 높을수록 기업은 수익성 자체 뿐 아니라 수익의 안정성도 높다고 볼 수 있고, 다른 조건들이 동일하다면 더 높은 기업가치를 갖는 것으로 평가할 수 있다.

매출과 수익의 변화와 투자수익률. 앞서 논의하였듯이 투자할 기업의 선정에 있어서 마케팅 역량을 중요하게 평가하는 접근방법은 성과지표 중 매출을 중시하는 접근법과 깊은 관련성이 있다. 일반적으로 매출 성장은 이익의 성장에 선행하는 경우가 많기 때문에 아직 수익성은 그다지 좋지 않지만 매출이 빠르게 성장하고 있는 시점에 투자하여(PLC에서 도입기), 수익률이 증가하기 시작하는 시점(성장기)에 매도하여 높은 투자수익률을 달성할 수 있는 경우가 많다(Fisher, 1991). 이익이 가시화된 시점에는 이미 많은 투자자들의 관심이 집중되기 때문에 주가가 높게

형성될 가능성이 높다. 이러한 측면에서 매출과 이익은 서로 보완적으로 사용될 수 있는 성과지표이며, 특히 매출은 시장 수요의 변화를 볼 수 있는 좋은 지표이다.

기업의 매출성장이 어떻게 이윤의 성장과 관련되며, 또한 어떻게 기대투자수익률과 관련되는지 대해서 간단한 수식을 통해 분석해보고자 한다. 기업의 매출  $S$ (sales)는 판매량( $Q$ )과 개당 가격( $p$ )의 곱으로 계산된다.

$$S = p \cdot Q \quad (7)$$

앞에서 주식의 가격을 지칭하는데 대문자  $P$ 를 사용하였기에, 혼란을 피하기 위해서 제품의 개당 가격을 나타내는데는 소문자  $p$ 를 사용한다. 순이익은 매출에서 총비용을 뺀 값이다. 총비용을  $TC$ (total cost), 그리고 이윤을  $\pi$ (profit)이라고 할 때, 이들은 아래와 같이 정의된다.

$$TC = FC + (VC \cdot Q) \quad (8)$$

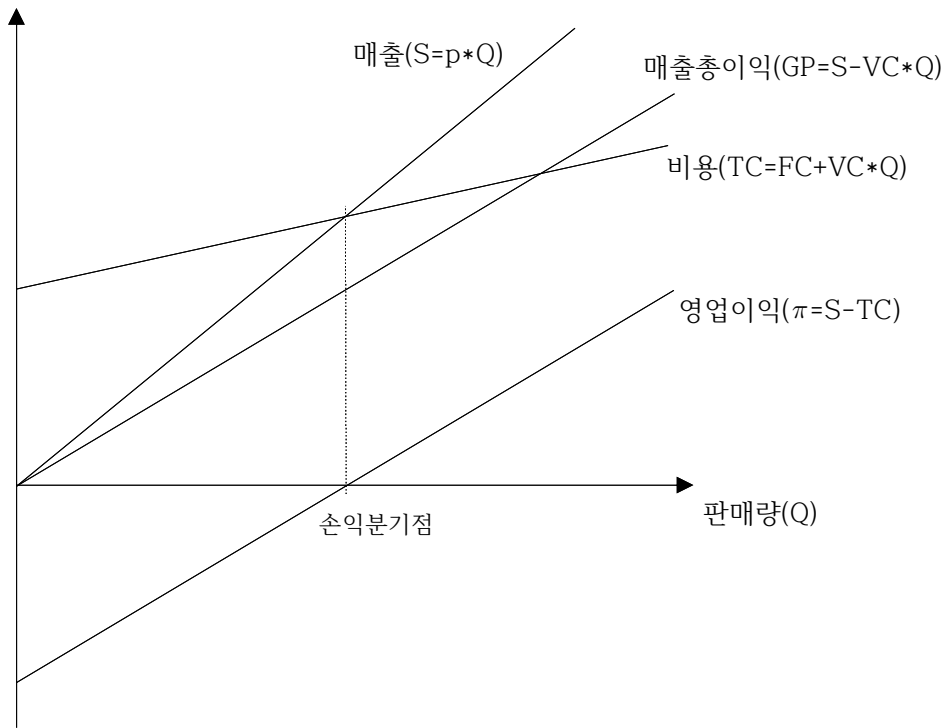
$$\begin{aligned} \pi &= S - TC \\ &= S - (FC + VC \cdot Q) \end{aligned} \quad (9)$$

$FC$ 는 고정비용(fixed cost), 그리고  $VC$ 는 변동비용(variable cost)을 의미한다. 일반적으로 손익계산서에 나타나는 매출원가는 변동비로, 판매비와 관리비는 고정비로 본다. 매출에서 변동비를 뺀 값을 매출총이익(gross profit)이라고 하는데, 이를  $\pi_g$ 이라고 표기하면  $\pi_g$ 는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\pi_g = (p \cdot Q) - (VC \cdot Q) = (p - VC)Q \quad (10)$$

[그림 3]은 판매량( $Q$ )가 증가함에 따라 매출, 매출총이익, 영업이익이 어떻게 변화되는지를 보여준다.

[그림 3] 매출(S), 비용(TC), 매출총이익(GP), 순이익( $\pi$ )의 관계



매출총이익의 상대적 크기는 다음의 두 가지 방식으로 나타낼 수 있다. 한가지는 기업의 총자산(asset)과 매출총이익의 비율을 나타내는 총자산매출총이익률(gross profit on asset, GP/A)이고, 또 다른 하나는 매출과 매출총이익의 비율을 계산한 매출총이익률(gross profit margin; GPM)이다. 후자를 활용하면 다음과 같이 매출총이익률(GPM)을 계산해 볼 수 있다.

$$\begin{aligned}
 GPM &= \frac{\pi_g}{S} & (11) \\
 &= \frac{(p - VC)Q}{p \cdot Q} = \frac{p - VC}{p}
 \end{aligned}$$

가격에서 변동비를 뺀 값( $p - VC$ )을 공헌이익(contribution margin)이라고 하는데, 제품 가격( $p$ )에서 공헌이익이 차지하는 비율이 곧 매출총이익률(GPM)이다. 총자산이나 매출에서 매출총이익이 차지하는 비율이 높은 기업들이 높은 주가 상승

율을 보이는 것으로 나타난다(Novy-Marx, 2013; Mayer, 2015; Fisher, 1991). 매출총이익률이 높은 기업일수록 판매량(Q)이 증가함에 따라 순이익( $\pi$ )도 더 급격히 증가되는 특징을 갖는다. 이런 기업은 수익의 상당 부분을 성장을 위해 재투자할 수 있는 자금 여력을 갖기 때문에 Philip Fisher(2003)는 높은 성장가능성을 가진 기업을 찾고자 한다면 매출총이익률이나 영업이익률이 높은 기업을 찾아야 한다고 주장하였다.

매출총이익보다 더 널리 알려지고, 투자에도 많이 활용되는 성과지표는 영업이익(operating profit), 혹은 당기순이익(net profit)이다. 영업이익은 매출에서 총비용, 즉 고정비와 변동비 모두를 뺀 수치이다. 당기순이익은 영업이익에 추가적으로 영업외 비용과 수익, 특별이익과 특별손실, 법인세 등을 가감하여 계산된다. 본 연구에서는 분석의 단순함을 위해 기타 수익과 비용을 고려하지 않고, 영업이익과 순이익을 같다고 가정하고 이를  $\pi$ 로 지칭한다. 매출 중 영업이익의 비율이 영업이익률(OPM), 매출 중 순이익의 비율을 순이익률(NPM)이라고 한다. 영업이익률 혹은 순이익률이 같다고 가정하면, 이는 다음과 같이 계산된다.

$$\begin{aligned} NPM &= OPM = \frac{\pi}{S} & (12) \\ &= \frac{(p \cdot Q) - FC - (VC \cdot Q)}{p \cdot Q} \\ &= 1 - \frac{(VC \cdot Q) + FC}{p \cdot Q} = 1 - \frac{VC}{p} - \frac{FC}{p \cdot Q} \end{aligned}$$

가격과 판매량 등의 변화가 순이익률에 어떤 영향을 미치는지 살펴보기 위해 순이익률을 판매량, 가격 등의 변수로 편미분해보면 다음과 같은 결과가 도출된다.

$$\frac{\partial NPM}{\partial Q} = \frac{FC}{p \cdot Q^2} > 0 \quad (13)$$

$$\frac{\partial NPM}{\partial Q \partial FC} = \frac{1}{p \cdot Q^2} > 0 \quad (14)$$

$$\frac{\partial NPM}{\partial p} = \frac{(VC \cdot Q) + FC}{Q \cdot p^2} > 0 \quad (15)$$

다른 변수들이 고정되어 있다고 가정할 때, 판매량(Q)가 증가하거나 혹은 가격(p)이 증가하면, 순이익률은 높아진다. 식(14)에서 보여지듯이 고정비가 높은 사업일수록 판매량의 증가는 순이익률을 더 크게 증가시킨다. 고정비가 많이 투입된 사업에서 급격한 판매량 증가는 향후 높은 이익증대를 가져올 신호로 볼 수 있다. 매출의 증가가 영업이익률에 미치는 영향을 살펴보면 다음과 같다.

$$\frac{\partial NPM}{\partial S} = \frac{FC + (VC \cdot Q)}{S^2} > 0 \quad (16)$$

$$\frac{\partial^2 NPM}{\partial S^2} = -\frac{2(FC + (VC \cdot Q))}{S^3} > 0 \quad (17)$$

식(16)에서 볼 수 있듯이 다른 조건이 일정하다면 매출이 증가될수록 순이익률은 높아진다. 그러나 그 증가치는 점점 감소함을 알 수 있다. 매출총이익( $\pi_g = (p - VC)Q$ )의 변화가 영업이익률(순이익률)에 미치는 영향을 살펴보면, 매출총이익률이 높아지면 영업이익률(순이익률)도 높아짐을 알 수 있다(식(18)). 참고로,

$$NPM = \frac{\pi_g - FC}{\pi_g + (VC \cdot Q)} \text{이다.}$$

$$\frac{\partial NPM}{\partial \pi_g} = \frac{(VC \cdot Q) + FC}{(\pi_g + (VC \cdot Q))^2} > 0 \quad (18)$$

기대투자수익률이 매출과 어떤 관련성을 갖는지 살펴보기 위해서 기대수익률 공식(식(6))을 다음과 같이 변형시킬 수 있다( $PER = \frac{PSR}{NPM}$ ).

$$E(R) = \frac{1}{PBR} + \frac{NPM}{PSR(r-g)} - 1 \quad (19)$$

이 공식에 따르면 주가매출비율(PSR)이 낮아지거나, 순이익률(영업이익률)(NPM)이 높아질수록 기대수익률은 높아진다. 매출과 영업이익률을 중시하는 Philip Fisher와 Ken Fisher의 투자법은 이익 중심의 접근과 본질적으로는 동일함을 알

수 있다. 편미분을 통해 도출할 수 있는 시사점은 (다른 조건이 동일하다면) 매출이 증가할수록, 그리고 영업이익률이 높아질수록 기대투자수익률은 증가된다는 것이다.

$$\frac{\partial E(R)}{\partial NPM} = \frac{1}{PSR(r-g)} > 0 \quad (20)$$

$$\frac{\partial E(R)}{\partial S} = \frac{NPM}{P(r-g)} + \frac{FC+(VC \cdot Q)}{PSR(r-g)S^2} > 0 \quad (21)$$

식(16)에서 보였듯이 매출의 증가는 영업이익률의 증가로도 이어지는 경우가 많다. 그러므로 매출이 빠르게 증가하지만 아직 이윤과 주가가 상승하지 않은 기업은 좋은 투자 대상이 될 수 있음을 알 수 있다.

## IV. 결론

### 1. 요약 및 주식투자 관련 시사점

기업의 가치는 미래의 현금흐름에 의해 결정되는데 현금흐름의 원천은 고객이기 때문에, 투자에 있어서도 고객 지향적인 관점이 필요하다. 본 연구는 기업의 근본이 고객이라는 통찰을 투자에 적용하고자 했던 다양한 시도들에 대한 분석이라고 볼 수 있다. 본 연구는 고객중심적 관점 그리고 마케팅적 관점에서 투자를 바라보고 관련 문헌들을 정리하였는데, 특히 이러한 관점을 최초로 제시한 저명한 투자자인 Philip Fisher의 주장을 중심으로 정리하였다. Fisher는 마케팅과 R&D 역량을 갖추어 기업시장 변화의 흐름을 파악하여, 이를 충족시킬 수 있는 제품이나 서비스를 지속적으로 출시할 수 있는 기업에 투자해야 한다고 주장하였다. Fisher는 특히 기업의 마케팅 역량을 강조하였는데, 1990년대 이후 많은 연구들이 마케팅 활동이 기업가치를 높인다는 결과를 발표하며 그의 주장을 뒷받침하고 있다. 본 연구에서는 Philip Fisher의 투자법을 최근 마케팅과 재무 분야에서 그동안 이루어진 연구 결과들과 관련지어 정리해보았다. 특히 시장기반 자산 등의 개념



을 활용하여 왜 많은 충성고객을 확보한 기업, 시장을 선점한 기업이 장기적으로 높은 수익성과 높은 기업가치를 가지게 되는지에 대해서 논의하였다. 또한 본 연구에서는 Fisher의 투자법에 대한 좀 더 체계적 분석을 위해 기대수익률 계산 공식을 도출하고, 이에 기초하여 매출 변화가 기대투자수익률에 미치는 영향을 분석해보았다. 기업의 마케팅 역량을 평가하는 작업은 쉬운 작업이 아니다. Philip Fisher가 가장 중요하게 의존했던 방법은 소위 'Scuttlebutt(소문)'이라고 불리는 방법으로서, 그는 직접 기업을 방문해서 질문하거나 협력업체나 경쟁사, 유통업체를 방문해서 관련자들에게 직접 질문함으로써 관련된 유용한 정보를 얻었다. 그러나 그러한 정보수집 방법은 일반인들이 활용하기 어렵다. 이를 대체하여 개인 투자자들이 기업의 마케팅 역량 혹은 시장기반 자산을 평가하는 손쉬운 방법들을 정리해보면 다음과 같다.

첫 번째 방법으로는 여러 기관을 통해 주기적으로 발표되는 고객만족도 지수(CSI)나 브랜드 자산가치 등에 기초해서 간접적으로 기업의 마케팅 역량을 평가해볼 수 있다. 고객만족도는 실제로 기업의 주가와 유의한 관련성을 갖는 것으로 나타났다(Fornell, 2006). 두 번째로는 주변에서 쉽게 관찰할 수 있는 소비자 구매행태의 변화를 통해 투자 기업을 선정하는 방법이 있다. 주변 사람들을 관찰하여 최근 구매가 급증한 브랜드, 혹은 사람들이 높은 만족도와 재구매율을 보이는 브랜드를 보유한 기업에 투자하는 것도 유용한 방법이다(Lynch, 1989). 셋째는 시장의 흐름에 맞춰 끊임없이 변화하는 기업, 지속적으로 신제품을 출시하는 기업에 투자하는 것이다. Philip Fisher는 향후 몇 년간 매출이 꾸준히 증가할 수 있는 제품/서비스를 보유하고 있는지, 그리고 지속적으로 신제품, 신기술을 개발할 의지를 가지고 있는지를 매우 중요하게 평가하였다. 제품 혁신과 신제품 출시에 앞서가는 기업은 높은 기업가치를 가지게 된다는 것은 검증되었다(Srinivasan et al., 2009). 지금 당장의 수익률을 희생시키더라도 미래에 성장할 분야에 과감하게 투자하여 시장을 선점하려고 하는 기업 역시 좋은 투자 대상이 될 것이다.

네 번째 방법은 어떤 산업 혹은 업종이건 그 안에서 시장 선도자 브랜드에 투자하는 것이다. 특정 제품범주를 창조한 브랜드, 혹은 범주를 창조한 브랜드는 아니더라도 현재 점유율 1위 기업에 투자하는 방법이 있다. 예를 들면 스마트폰 시장을 개척한 아이폰(iPhone)을 출시한 애플(Apple) 사가 있다. 시장을 창조한 브랜드는

소비자의 마음 속에서 범주와 동일시되는 경향이 있기 때문에 후발진입자가 모방할 수 없는 우월한 경쟁적 입지를 차지하게 된다(Ries and Trout, 2001). 절대적인 시장규모가 크지 않은 시장에서라도 자신만의 확고한 차별성과 충성고객을 유지하며 틈새를 지켜가고 있는 브랜드에 투자하는 방법 역시 범주 리더에 투자하는 방법이다. 경쟁제품과는 다른 명확한 차별점, 독특함, 스토리를 가지고 있다는 것은 그 기업의 마케팅 역량을 드러내 주는 것이다.

다섯째 방법은 기업의 마케팅 활동이 얼마나 효과적인가를 보여주는 경험적인 단서들을 활용하는 것이다. 예를 들어, 제품과 관련된 불만이 아주 만족스럽게 해결되었다면, 그것은 그 기업의 고객 지향성에 대해서 많은 것을 시사한다. 영업사원들의 태도를 통해서 영업조직이 얼마나 잘 운영되고 있는가를 볼 수 있을 것이다. 또한 최고경영자가 고객이나 투자자 등 기업 외부의 이해관계자들, 그리고 내부 고객들인 직원들과 얼마나 활발하게 소통하는가 역시 중요하게 고려될 수 있다. 이해관계자들과의 소통 능력을 갖춘 경영자는 폐쇄적인 스타일의 경영자보다 외부 환경 변화에 민감하게 대응할 수 있기 때문에 기업의 생존능력을 더욱 높아진다(Anderson, 1982; Narver and Slater, 1990). 소비자의 마음을 움직이는 광고나 판촉 캠페인을 지속적으로 보여주는 기업도 중요한 투자대상이 될 수 있다. 광고만 잘 만든다고 해서 훌륭한 기업이라고 할 수는 없다. 그러나, 만약 어떤 기업의 광고캠페인이 진부하고 틀에 박힌 형식에서 벗어나지 못한다면, 그 기업은 기업 중심적인 시각에 갇혀 소비자와 공감하거나 시장 변화에 민감하게 반응하지 못하는 기업일 가능성이 높다.

여섯 번째 방법으로는 쉽게 수집될 수 있는 온라인 데이터를 활용하여 기업과 브랜드에 대한 소비자 인식을 조사하는 방법이 있다. 구글 트렌드(Google trends)나 네이버 데이터랩(Naver datalab) 등 사이트를 통해 소비자들이 특정 제품범주나 브랜드에 대해 얼마나 많이 검색하는가를 알 수 있다. 키워드 검색량은 소비자의 관심도를 직접적으로 보여줄 뿐 아니라 실제 매출과도 높은 관련성이 있음이 증명되었다(Choi and Varian, 2012). 그 외에도 온라인 쇼핑몰에서 볼 수 있는 구매후기, 평가 등을 통해 소비자가 특정 브랜드에 대해서 얼마나 높은 지각된 가치를 가지는지, 그리고 얼마나 낮은 지각된 불확실성을 갖는지를 판단해볼 수 있다. 이렇게 구매후기 등 소비자가 직접 만들어낸 자료(consumer generated

content)는 기업의 제품과 마케팅에 대해서 판단할 수 있는 매우 유용한 자료이다 (Won, 2018). 이상의 방법에 추가적으로 최근 중요성이 커지고 있는 기업의 사회적 책임을 좀 더 중요하게 고려하는 방식으로 전통적인 Fisher의 접근법을 보완하여 적용한다면 투자에 있어 더 좋은 성과를 거둘 수 있을 것으로 예상된다.

## 2. 미래사회에 대한 시사점

저명한 경제학자 Thomas Piketty(2014)는 자본주의 경제체제에서는 경제성장을보다 자본수익률이 더 높기 때문에 부의 양극화가 지속적으로 심화된다고 주장하였다. 인공지능과 로봇 등 기술 발전에 의한 생산성 향상과 이로 인한 일자리 감소는 이러한 추세를 가속화시킬 것으로 예상된다. 이러한 상황이 지속되는 것이 바람직한가의 문제는 차치하더라도 노동소득보다 자본소득이 더 빠르게 증가하는 상황에서 주식 등의 금융자산에 투자하지 않으면 소득을 증가시킬 수 있는 기회를 놓치게 될 가능성이 높다. 최근 몇 년간 국내에서도 주식투자에 대한 대중들의 관심이 크게 증가했다. 2020년 초 시작된 코비드19 확산으로 인한 경기침체를 방어하는 과정에서 급격하게 증가된 유동성이 주식이나 부동산 등 자산 시장에 유입되면서, 이들 자산의 가격을 급등시켰다. 이러한 상황에서 소외되지 않기 위해서 더 많은 사람들이 주식이나 부동산 투자에 뛰어들게 된 것이다. 그러나 급등한 주가가 이후 다시 하락세로 접어들면서 뒤늦게 시장에 들어온 많은 개인 투자자들이 많은 손실을 보게 되었다. 이렇듯 주식투자는 높은 위험을 내포하고 있기 때문에 충분한 경험과 지식이 없이 투자하는 것은 큰 손실로 이어질 가능성이 높다.

대다수의 개인 투자자들이 주식투자에서 손실을 보는 이유는 스스로 금융지식을 학습하여 지식적으로 자립하지 못하고 기관이나 전문가를 무조건적으로 맹신하거나 혹은 단순히 주변 사람들의 투자 행태를 모방하기 때문이다. 투자와 관련된 많은 정보들이 있지만 이들 정보의 대부분은 지나치게 이론적이거나, 혹은 단편적인 사례에 불과한 경우가 많아서 개인 투자자들이 독립적인 의사결정을 할 수 있는 능력을 갖추기가 점점 더 어려워지고 있다. 이러한 상황에서 개인 투자자들은 자신들의 상황에 맞는, 쉬우면서도 위험이 낮은 투자방법을 찾아야 한다. 본 연구에서 정리한 ‘마케팅 역량 분석에 기초한 주식투자법’은 이러한 목적에 부합하는 방식이라고 볼 수 있다. 기업의 마케팅 역량을 평가하기 위해서 꼭 기업 내부를 들여다볼

필요는 없다. 고객지향적인 기업의 성과는 기업 외부에서, 시장에 남겨져서 쉽게 관찰될 수 있기 때문이다. 마케팅 역량이 뛰어난 기업을 찾아내는 것은 주변에서 일어나는 구매 행태의 변화나 고객의 마음을 얻은 브랜드의 등장 등을 감지하는 것만으로도 충분히 가능하다. 현대 사회를 살아가는 사람들 중 투자를 하지 않는 사람은 있지만 소비를 하지 않는 사람은 없다. 대부분의 사람들은 관심을 갖는 제품 범주나 기업이 있고, 주변 지인들의 취향 변화 등에 대해 감지하면서 살아간다. 그러한 이유에서 일반 투자자들은 이러한 지식을 활용해서 투자해야 한다.

실제 주식투자에 있어서는 기업의 마케팅 역량 분석에 기초한 투자법 이외에도 본 연구에서는 소개한 다양한 투자법들을 결합하여 서로 보완적으로 활용된다면 어느 한가지 방법에만 의존하는 것보다 높은 투자수익률과 낮은 손실가능성을 달성할 수 있을 것이다. 예를 들어, 몇몇 정량 지표들을 기준으로 투자 고려 대상 기업들을 추려내고, 이들에 대해서만 자세한 정성적 분석을 하여 최종 투자 종목을 선정하는 방법을 채택할 수 있다. 본 연구에서는 논의한 ‘마케팅 역량분석에 기초한 투자법’은 투자에 대한 고객지향적인 접근이며, 장기적 관점에서의 투자를 지향한다. 소비자의 마음을 얻은 브랜드, 소비자의 마음 속에 깊이 뿌리내린 브랜드는 급격한 시장환경의 변화 속에서도 오랫동안 살아남을 가능성이 높다. 이러한 투자법은 시장변화에 대한 깊은 통찰을 가진 기업, 혹은 시장의 장기적인 변화 추세, 메가트렌드를 미리 내다보고 이를 주도하는 기업에 투자해야 한다는 의미도 담고 있다. 이러한 기업 혹은 기업가를 알아보기 위해서는 투자자 스스로가 미래 사회에 대한 더 깊은 통찰력을 가질 수 있도록 노력해야 할 것이다. 시장환경이 급격히 변할수록 변하지 않는 것이 무엇인가에 대한 통찰, 다양한 변화를 일으키는 근본적인 동인은 무엇인가에 대한 통찰은 기업 경영자 뿐 아니라 투자자에게도 더욱 중요해질 것이다.

## 참고문헌

- Aaker, D. A. (1992), "The Value of Brand Equity," *Journal of Business Strategy*, 13(4), pp. 27-32.
- Anderson, E. W., Fornell, C. and Mazvancheryl, S. K. (2004), "Customer Satisfaction and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, 68(4), pp. 172-185.
- Anderson, P. F. (1982), "Marketing Strategic Planning and the Theory of the Firm," *Journal of Marketing*, 46(2), pp. 15-26.
- Anderson, C. R., and Zeithaml, C. P. (1984), "Stages of Product Life Cycle, Business Strategy, and Business Performance," *Academy of Management Journal*, 27, pp. 5-24.
- Antonacci, G. (2015), *Dual Momentum Investing: An Innovative Strategy for Higher Returns with Lower Risk*, New York. McGraw-Hill.
- Ariely, D. (2009), *Predictably Irrational*, New York: HarperCollins Publishers.
- Arnott, R. D. & Asness, C. S. (2003), "Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth." *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.
- Bachelier, Louis (2006), *Louis Bachelier's Theory of Speculation: The Origin of Modern Finance*, Princeton NJ: Princeton University Press.
- Barney, J. (1986), "Strategic Factor Market: Expectations, Luck, and Business Strategy," *Management Science*, 32(10), pp. 1231-1241.
- Barney, J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management*, 17(1), pp. 99-120.

- Berger, P. D., & Nasr, N. I. (1998), "Customer Lifetime Value: Marketing Models and Applications," *Journal of Interactive Marketing*, 12(Winter), pp. 17-30.
- Bernartzi, S., & Thaler, R. H. (1995), "Myopic Loss-Aversion and the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), pp. 73-92.
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986), "Determinants of Portfolio Performance," *Financial Analysts Journal*, 42(4), pp. 39-44.
- Carpenter, G. S., & Nakamoto K. (1989). "Consumer Preference Formation and Pioneering Advantage," *Journal of Marketing Research*, 26(3), pp. 285-299.
- Chan, L. K. C., & Lakonishok, J. (2004), "Value and Growth Investing: Review and Update," *Financial Analysts Journal*, 60(1), 27-36.
- Choi, H., & Varian, H. (2012). "Predicting the Present with Google Trends," *Economic Record*, 88, pp. 2-9.
- Collins, J. (2001) *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap and Others Don't*. New York: Harper-Collins.
- Copeland, T. E. & Weston, J. F. (1979), *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading, MA: Addison- Wesley Publishing Company.
- Darvas, N. (2011), *How I Made \$2,000,000 in the Stock Market*, Marino Publishing.
- Day, G. (1994). "The Capabilities of Market-Driven Organization," *Journal of Marketing*, 58(4), pp. 37-52.
- DeLong, B. J., Shleifer, A., Summers, L. H., and Waldmann, R, J. (1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of Finance*, 45(2), pp. 375-395.

- Dierickx, I., & Cool. K. (1989). "Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage," *Management Science*, 35(12), pp. 1504-1511.
- Dorsey, P. (2004) *The Five Rules for Successful Stock Investing: Morningstar's Guide to Building Wealth and Winning in the Market*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey.
- Dreman, D. (1998), *Contrarian Investing Strategies: The Next Generation*, Simon and Schuster, New York.
- Drucker, P. F. (1954). *The Practice of Management*, New York. Harper and Row.
- Dwyer, F. R., Schurr, P. H., & Oh, S. (1987), "Developing Buyer-Seller Relationships," *Journal of Marketing*, 51(April), pp. 11-27.
- Fama, E. & Miller, M. H. (1972), *The Theory of Finance*, Hinsdale, IL: Dryden.
- Fama, E. (1976), *Foundations of Finance*, New York: Basic Book, Inc.,
- Fama, E. & French, K. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47(2), pp. 427-465.
- Fama, E. & French, K. (2008), "Dissecting Anomalies," *Journal of Finance*, 63(4), pp. 1653-1678.
- Fama, E. & French, K. (2015), "A Five-Factor Asset Pricing Model," *Journal of Financial Economics*, 116(1), pp. 1-22.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018), "ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure," *Global Finance Journal*, 38(November), pp. 45-64.
- Fisher, P. (2003), *Common Stocks and Uncommon Profits (and other writings by Philip Fisher)*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

- Fisher, K. (1991), *Superstocks*, Business Classics.
- Fornell, C. (1992), "A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience," *Journal of Marketing*, 56(January), pp. 6-21.
- Fornell, C., Mithas, S., Morgan III, F. V., & Krishnan, M. S. (2006), "Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk," *Journal of Marketing*, 70(1), pp. 3-14.
- Greenblatt, J. (2010). "The Little Book That Still Beats the Market." John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Graham, B. (2008), *Security Analysis*, McGraw-Hill, 6th Edition.
- Graham, B. (2005), *The Intelligent Investor*, Harper Business, 3rd Edition.
- Hagstrom, R. (2013), *The Warrent Buffet Way*, 3rd. edition. Wiley.
- Israel, R. & Morkowitz (2013), "The Role of Shorting, Firm Size, and Time on Market Anomalies," *Journal of Financial Economics*, 108(2), pp. 275-301
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (1993), "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," *Journal of Finance*, 48(1), pp. 65-91.
- Jegadeesh, N. & Titman, S. (2001), "Profitability of Momentum Strategies: An Evolution of Alternative Explanations," *Journal of Finance*, 56(2), pp. 699-720
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk." *Econometrika*, 47(2), pp. 263-291.
- Keller, K. L. (1993), "Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity," *Journal of Marketing*, 57(January), pp. 1-22.
- Kerin, R. A., Varadarajan, P. R., & Peterson, R. A. (1992),



- “First Mover Advantage: A Synthesis, Conceptual Framework, and Research Propositions,” *Journal of Marketing*, 56(October), pp. 33-52.
- Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1995), “Another Look at the Cross-Section of Expected Returns,” *Journal of Finance*, 50(1), pp. 185-224
- Kotler, P. (2002), *Marketing Management*, 11th edition, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc..
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994), “Contrarian Investment, Extrapolation and Risk,” *Journal of Finance*, 49(5), pp. 1541-1578.
- Lefevre, Edwin (2010), *Reminiscences of a Stock Operator: With New Commentary and Insights on the Life and Times of Jesse Livermore*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Livermore, J. L. (2017), *How to Trade in Stocks: The Livermore Formula for Combining Time Element and Price*. Naples, Italy: Albatross Publishers.
- Lieberman, M. B. & Montgomery, D. B. (1988), “First-Mover Advantages,” *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue 9, pp. 41-58.
- Lynch, P. (1989), *One up on Wall Street*, New York: Penguin Books.
- Lo, A. W., Mamaysky, H., & Wang, J. (2000), “Foundations of Technical Analysis: Computational Algorithms, Statistical Inference, and Empirical Implication,” *Journal of Finance*, 55(4), pp. 1705-1779.
- Loeb, G. (1996), *The Battle for Investment Survival*. John Wiley and Sons.
- Malkiel, B. G. (2019), *A Random Walk Down Wall Street*, 12th ed. W.W.Norton & Company, Inc..

- Malkiel, B. G. (2003), "Passive Investment Strategies and Efficient Markets," *European Financial Management*, 9(1), pp. 1-10.
- Markowitz, H. (1952), "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, 7(1), pp. 77-91.
- Mayer, C. (2015). 100 Baggers: Stocks That Return 100-to-1 and How To Find Them. Laissez Faire Books.
- McKitterick, J. B. (1957), "What is the Marketing Management Concept?" in *The Frontiers of Marketing Thought and Science*, Frank M. Bass, ed. Chicago American Marketing Association, pp. 71-92.
- Mises, L. v. (1966), *Human Action: A Treatise on Economics*. 3rd ed. Chicago: Henry Regnery.
- Morgan, R. M. & Hunt, S. D. (1994), "The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing," *Journal of Marketing*, 58(3), pp. 20-38.
- Narver, J. C. & Slater, S. F. (1990), "The Effect of a Market Orientation on Business Profitability," *Journal of Marketing*, 54(October), pp. 20-35.
- Nison, S. (1994), *Beyond Candlesticks: New Japanese Charting Techniques Revealed*. John Wiley & Sons, New York.
- Novy-Marx, R. (2013), "The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium," *Journal of Financial Economics*, 108(1), pp. 1-28.
- O'Neil, William, J. (2009), *How to Make Money in Stocks*. (4th Edition) New York, McGraw-Hill, Inc.
- Park, C. W., Jaworski, B. J., & MacInnis, D. J. (1986), "Strategic Brand Concept-Image Management," *Journal of Marketing*, 50(October), pp. 621-35.
- Park, C. H., & Irwin, S. H. (2007), "What Do We Know about

- the Profitability of Technical Analysis?" *Journal of Economic Surveys*, 21(4), pp. 786-826.
- Peters, T. J. & Waterman, R. H. (1982), *In Search of Excellence*, Cambridge, MA: Harper and Row Publishers Inc.
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-first Century*, Harvard University Press.
- Porter, M. E. (1985), *Competitive Advantage*, New York: Collier Macmillan.
- Prahalad, C. K. & Hamel, G. (1990), "The Core Competition of the Corporation," *Harvard Business Review*, May-June, pp. 79-91.
- Rafiq, M. & Ahmed, P. K. (2000), "Advances in the internal marketing concept: definition, synthesis and extension", *Journal of Services Marketing*, 14(6), pp. 449-462.
- Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value: the New Standard for Business Performance*. Free Press.
- Ries, A. & Trout, J. (2001), *Positioning: The Battle for Your Mind*, The McGraw-Hill Companies.
- Rust, R. T., Ambler, T., Carpenter, G. S., Kumar, V., & Srivastava, R. K. (2004), "Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions," *Journal of Marketing*, 68(October), pp. 76-89.
- Rust, R. T., Lemon, K. N., & Zeithaml, V. A. (2004), "Return on Marketing: Using Customer Equity to Focus Marketing Strategy," *Journal of Marketing*, 68(January), pp. 109-127.
- Samuelson, Paul A. (1974), "Challenge to Judgement," *Journal of Portfolio Management*, 1(1), pp. 17-19
- Schwert, G. W. (2003), "Anomalies and Market Efficiency." In G.M. Constantinides, M. Harris and R.M. Stulz (eds),

- Handbook of the Economics of Finance, Vol. 1B: Financial Markets and Asset Pricing(pp. 937- 972). Amsterdam: Elsevier Science.
- Shiller, R. J. (2006a), "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *Journal of Economic Perspective*, 17(1), pp. 83-100.
- Shiller, R. J. (2006b), *Irrational Exuberance*, 2nd ed., New York: Crown Books.
- Siegel, Jeremy (2014), *Stocks for the Long Run: The Definite Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, New York: McGraw-Hill
- Simonson, I. (1989), "Choice Based on Reasons: the Case of Attraction and Compromise Effects," *Journal of Consumer Research*, 16(2), pp. 158-174.
- Smith, W. (1956), "Product Differentiation and Market Segmentation as Alternative Marketing Strategies," *Journal of Marketing*, 21(July), pp. 3-8.
- Srinivasan, S., Pauwels, K., Silva-Risso, J., & Hanssens, D. M. (2009), "Product Innovations, Advertising and Stock Returns," *Journal of Marketing*, 73(1), pp. 24-43.
- Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L. (1998), "Market-based Assets and Shareholder Value: a Framework for Analysis," *Journal of Marketing*, 62(1), pp. 2-18.
- Stalk, G., Evans, P., & Shulman, L. E. (1992), "Competing on Capabilities: The New Rules of Corporate Strategy," *Harvard Business Review*, 70(2), pp. 57-69.
- Talukdar, D., Sudhir, K., & Ainslie, A. (2002), "Investigating New Product Diffusion across Products and Countries," *Marketing Science*, 21(1), pp. 97-114.

- Tellis, G., & Golder, P. N. (2006). *Will and Vision: How Latecomers Grow to Dominate Markets*, Figureora Press.
- Weinstein, S. (1988), *Secrets in Profiting in Bull and Bear Markets*. Burr Ridge, IL: Irwin.
- Wernerfelt, B. A. (1984), "Resource-Based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, 5(2), pp. 171-180.
- Williams, J. B. (1956), *The Theory of Investment Value*. Amsterdam: North-Holland. (reprint of 1938 edition)
- Won, E. J. S., Oh, Y.K. and Choeh, J. Y. (2018), "Perceptual Mapping Based on Web Search Queries and Consumer Forum Comments", *International Journal of Market Research*, 60(4), pp. 394-407.
- Won, E. J. S. (2016), "Modeling the Relationship between Expected Gain and Expected Value," *Asia Marketing Journal*, 18(3), pp. 47-63
- Won, E. J. S. (2011), "The Effect of Consumer's Loss Aversion on Pioneering Advantage," *International Journal of Management Science*, 17(1), pp. 1-18.

## A Study on the Equity Investment Based on Evaluation of a Firm's Marketing Capabilities

Jee Sung Won\*

### Abstract

Traditionally, the marketing concept has emphasized profit-seeking from a long-term perspective based on customer satisfaction, which leads to the concept of maximizing corporate value or shareholder value. Many studies have shown that various marketing activities, including advertising, have the effect of increasing the company's current and future cash flows, resulting in an increase in corporate value. Based on these studies, if a company's competitiveness, including its marketing capabilities, can be accurately evaluated, it will be possible to select companies whose value will increase significantly in the future. Philip Fisher is a representative person who used this approach for actual stock investment. In this study, various approaches that have been used for stock investment are explained, and among them, investment approaches adopted by investors such as Fisher are explained in detail. It also provides a basis for why this approach is effective based on relevant studies conducted in the marketing and finance sectors. Corporate value is the net present value of all future cash flows, and companies with many loyal customers and high brand asset values will have higher and more stable cash flows in the future. Additionally, this study derives an expected return on investment formula based on the company's intrinsic value calculation method to supplement the discussion on the investment method introduced, and analyzes how variables such as sales affect the return on investment. The conclusion also suggests specific action plans that can be applied to investment by the general public.

**Key word** : stock investment, marketing capabilities, market-based assets, shareholder value, Philip Fisher, expected return

\* Department of Business Administration, Professor at Dongduk Women's University, eugene1@dongduk.ac.kr