

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



2

와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

현직 베스트 애널리스트가 솔직하게 꺼내놓은
기업의 적정가치를 판단하는 가장 확실하고 쉬운 공부법

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



2

와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

현직 베스트 애널리스트가 솔직하게 꺼내놓은
기업의 적정가치를 판단하는 가장 확실하고 쉬운 공부법

2화. 기업의 가치를 평가한다는 것

주식 투자의 수많은 방법들

이제 본격적으로 주식 투자 이야기로 들어가봅시다. 주식 투자에도 수많은 방법들이 존재합니다. 차트를 보고 기술적 분석을 하는 차트 투자, 주가에 단기 영향을 주는 이벤트에 기반한 이벤트 투자, 주가 흐름의 추세를 쫓는 모멘텀 투자, 기업의 펀더멘털(=기본 가치)을 투자의 기준으로 하는 가치투자 등이 있습니다. 이렇게 많은 투자 방법들 중에서 어느 것이 맞을까요?

아래 사진 중 왼쪽은 워런 버핏이고, 오른쪽은 조지 소로스입니다. 이 둘은 누구도 의심하지 않는 세계 최고의 투자자들이지요. 그렇지만, 이 둘의 투자 스타일은 사뭇 다릅니다. 조지 소로스는 파운드화 트레이딩 같은 거시경제에 기반한 투자를 많이 하고, 시장의 흐름이나 심리도 아주 잘 활용하는 투자자인 반면, 워런 버핏은 거시경제보다는 철저히 기업의 가치에 집중하는 투자자입니다. 각자의 영역에서 세계 최고수의 반열에 올랐지만 어느 누가 맞고 틀리고가 아닌, 서로 다르다는 관점에서 바라봐야 합니다.



워런 버핏(왼쪽)과 조지 소로스(오른쪽)

투자 방법의 실효성을 점검할 때, 가장 좋은 수단은 ‘그 방법을 통해 성공한 사람들이 많은가?’라는 물음입니다. 해당 방법을 통해 성공한 사람들이 많다면, 일반화할 수 있다는 것이죠. 바로 이 점이 조지 소로스의 투자법과 워런 버핏의 투자법을 가르는 요인입니다. 둘 다 투자의 천재이긴 하지만, 조지 소로스의 방법은 일반 개인 투자자들이 이해하기 어렵고 실행하기도 어렵습니다. 반면, 워런 버핏의 투자법은 기본적인 공교육을 받은 사람이면 이해할 수 있고, 실행하기도 상대적으로 쉽습니다. 물론, 실제 실행에서 마주치는 다양한 심리적인 요인들을 극복해야 하는 과제가 남겠지만 말이죠.

주식 투자가 본업인 사람들도 있지만, 절대 다수는 본업이 따로 있고 주식 투자는 재테크의 관점에서 접근합니다. 이럴 때 우리가 고민해야 하는 것은 다음과 같습니다.

- 합리적인가?
- 지속 가능한 방법인가?
- 일상을 영위할 수 있는가?
- 스트레스를 덜 받을 수 있는가?
- 남에게 피해를 주는가?

가치투자란, 가격과 가치를 교환하는 것

워런 버핏과 같이 기업의 가치에 집중하는 투자를 우리는 ‘가치투자’라고 말합니다. 그런데 ‘가치투자’라는 단어를 자세히 뜯어보면 조금 이상한 점이 있습니다. 투자는 기본적으로 미래를 위해 가치 있는 대상에 자금을 지출하는 행위인데, 왜 굳이 투자에 ‘가치’란 말을 붙여 가치 투자라는 용어를 만든 것일까요?

가치투자는 ‘투자’라는 실행 대비 ‘가격과 가치를 비교하는’ 사전 활동에 더 큰 의미를 두기 때문에 기본적으로 신중함이 깔려 있는 투자 철학입니다. 가치 대비 가격이 충분히 싼 자산을 매수하여 가격이 가치를 반영하기를 기다리는 투자법인 것이죠. 내재가치를 산정하기 위해 주식의 기저를 형성하는 기업들의 펀더멘털에 집중하는 접근법이고, 그렇기 때문에 가치투자자는 시장에서 저평가하고 있다고 믿는 주식들을 적극적으로 찾아 다닙니다.

가치 대비 가격이 충분히 싼 기회를 잡기 위해서는 그런 기회를 발견하기 전까지 참아야 하고, 매수한 다음에는 가격이 가치를 반영할 때까지 더더욱 인내해야 합니다. 주식 시장은 복잡하여 언제 가격이 가치를 반영할지 알기 어렵고, 결과가 나쁠 확률(=가치를 잘못 계산 혹은 가격이 가치를 오랫동안 반영하지 않을 확률)도 언제나 존재합니다.

가치투자자는 무엇보다 '자본 보유'에 우선 초점을 맞춥니다. 고수익도 중요하지만 이는 다수의 실행을 통해 결과적으로 나오는 것이고, 그 과정에서 원금의 손실을 통해 결과값(=원금×확률기댓값)의 하락을 제어합니다.

이러한 가치투자의 장점은 지속 가능한 수익을 창출할 수 있고, 대중에 휘둘리지 않으며, 높은 안전마진의 주식을 매수하기에 큰 손실 가능성을 줄일 수 있다는 점입니다(안전마진에 대해선 조금 후에 자세히 설명하겠습니다). 가치투자의 단점은 충분한 투자 철학과 경험이 없다면 내재가치 계산이 주관적일 수 있고, 잘못 계산된 내재가치로 인해 판단 착오가 발생할 수 있다는 것입니다. 하지만 이는 굳이 가치투자만의 단점이라기보다는 투자 자체의 위험 요인이라고도 볼 수 있을 것입니다.

투자에서 가장 중요한 두 단어는 '가치'와 '가격'입니다. 투자는 기본적으로 이 두 개념을 비교하는 활동에서 출발합니다. 워런 버핏은 "가격은 당신이 지불하는 것이고, 가치는 당신이 얻는 것"이라고 했습니다. 좋은 가치의 주식을 그 가치 이하의 가격으로 사면 되기 때문에 기본은 가치를 보는 눈이 필요합니다. 투자의 관점에서 볼 때, 우리는 필수적으로 가치와 가격의 관계에 대해서 생각해야 합니다.

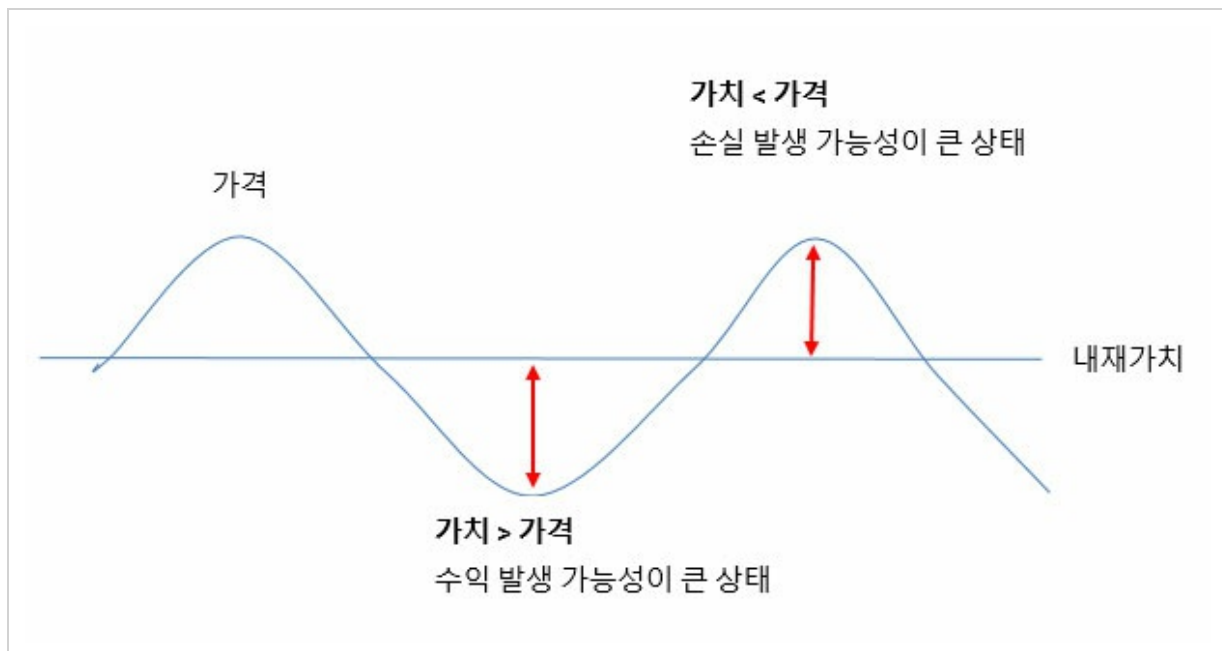
궁극적으로 우리가 투자를 하는 목적은 돈을 벌기 위해서 현재 돈을 쓰지 않고 미래 돈을 벌어 줄 자산·사람·사업에 맡기는 것입니다. 결국 중요한 것은 돈을 버느냐이고, 그렇다면 우리는 두 가지를 생각해야 합니다. 이 자산·사람·사업이 돈을 벌어줄 수 있느냐와 그것을 얼마에 살 수 있느냐입니다. 돈을 벌어줄 수 있느냐는 좋은 가치를 가진 투자 대상을 발견하는 행위이고, 그것을 얼마에 사느냐는 투자하느냐 마느냐의 여부를 결정하는 과정입니다.

좋은 가치를 가진 자산을 발견하는 것만으로는 안 됩니다. 많은 초보 투자자가 착각하는 것이 가치만 중요하다고 생각하는 것입니다. **중요한 것은 가치와 가격의 관계입니다.** 그 차이를 판단하는 것이 투자 의사결정의 핵심인 것이죠. 투자자가 생각하는 내재가치(=적정가치)가 있는데, 가격이 그 가치를 다 반영하고 있으면 속된 말로 먹을 게 없습니다. 결론적으로 말하면, 투자는 좋은 내재가치를 지닌 자산을 그 내재가치 이하로 사는 것을 말합니다.

부동산을 예로 들어 보겠습니다. 5억원 짜리라고 생각하는 아파트를 4억원에 사는 것이 투자이지 5억원짜리 아파트를 5억원에 사는 것은 투자가 아니라 그냥 실 거주를 위해 아파트를 취득하는 행위일 뿐입니다. 좋은 아파트라고 하더라도 적절한 가격에 사거나 적정 가격을 초과한 가격으로 사면 좋은 투자가 아닌 것이죠. 싸게 사야 합니다. 아니면, 5억원에 샀더라도 그 가치가 5억원에서 6억원으로 증가할 수 있어야 합니다.

이번엔 가치와 가격을 그래프로 설명해보겠습니다. 사실 이 그래프는 엄청 단순화한 것이고, 시장은 이렇게 규칙적으로 움직이지는 않지만, 우리가 투자 여부를 결정할 때 핵심이 되는 이 두 단어를 아주 쉽게 이해할 수 있게 도와줍니다.

가치와 가격의 관계



출처: 필자 작성

그래프를 보면 알 수 있듯이, 가치는 자주 변하지 않지만 가격은 자주 변합니다. 어느 때는 가격이 가치보다 위에 있고, 어느 때는 가격이 가치보다 아래에 있습니다. '가격>가치'인 상황은 가격이 가치보다 비싸기 때문에 투자하면 안되고, '가격<가치'인 상황은 가격이 가치보다 싸기 때문에 투자해야 할 때입니다.

결국 성공적인 투자를 하기 위해서는 내재가치를 파악하는 눈과 내재가치 이하로 사려는 노력이 필요합니다. 우리는 앞으로 이 두 가지를 중점적으로 배우게 될 것입니다. 이 개념은 투자 철학이라고 할 수 있습니다. 다시 한번 강조하지만 투자 기술보다 중요한 것이 투자 철학입니다.

가격은 가치에 비해서 좀 더 쉽게 파악이 됩니다. 왜냐하면, 시장에서 거래되고 있는 수준을 바로 확인할 수 있기 때문이지요. 반면, '가치'는 파악하기가 어렵습니다. 가치는 공식으로 알 수 있는 것이 아니고, 절대적인 값이라는 것도 존재하지 않으며, 시간이 지남에 따라 변화하기도 때문입니다. 여러분은 천경자 화백의 <미인도>의 가치가 얼마인지 정확히 계산할 수 있으신가요? 진품이냐 위작이냐에 따라 가치가 확연히 달라질 것이고, 또 진품이라고 하더라도 제가 보는 가치와 여러분이 보는 가치도 다를 것입니다.

지난 1화에서 “투자는 과학이 아닌 예술”이라고 말했던 것처럼, “이 기업의 가치는 얼마이다”라고 정확한 값으로 계산될 수 없습니다. 가정의 차이가 미래 추정 가치의 큰 차이를 가져오기 때문입니다. 가치를 정확하게 계산할 수 없다면, 투자를 할 수 없는 것 아니냐고요? 절대적인 값을 원하시면 그렇습니다. 하지만 가치는 100% 정확하게 계산할 수는 없지만 대체적으로 합리적인 계산을 할 수는 있습니다.

우리가 하고자 하는 것은 합리적인 기준을 통해 '근삿값'의 가치를 계산하는 것입니다. 사실 투자라는 행위의 70%는 이 근삿값의 가치를 찾아가는 과정이라고 볼 수 있습니다. 특정 기업에 투자를 하겠다고 결심했다면, 이 근삿값의 가치를 계산하기 위한 합리적인 기준들을 익히셔야 합니다. 가치에 대한 평가가 개인마다 다를 수 있기 때문에 다른 사람들이 그 가치를 어떻게 보는가의 문제도 발생합니다. 즉, '주관성'이라는 같은 사항을 바라보는 각자의 해석이 다를 수 있음을 충분히 이해해야 한다는 말입니다. 대중이 틀리기 때문에 투자 기회가 발생하

기도 하지만, 대중과 완전히 동떨어져서 가격이 가치를 반영하는 과정 또한 있을 수 없기 때문에 어느 정도 일반적이고 합리적인 기준이 필요합니다.

가치와 가격의 4분면을 이해하자

가치투자에서는 가치와 가격의 중요한 전제를 가지고 있습니다. 가치투자의 두 가지 주요 전제는 다음과 같습니다.

첫째, 가격이 항상 주식의 가치를 대변하지는 않는다.

둘째, 하지만 궁극적으로 가격은 가치에 수렴한다.

가격이 항상 주식의 가치를 대변하지 않는다는 것의 의미는 가치와 가격이 중장기적으로는 동행하지만, 단기적으로는 다양한 이유들로 인해 가격이 가치를 반영하지 않는 경우가 많다는 뜻입니다. 투자자들은 이러한 가치와 가격의 단기적 괴리를 매수나 매도의 기회로 활용합니다.

가격이 궁극적으로 가치에 수렴한다는 것의 의미는 자석에 비유할 수 있습니다. 가치와 가격은 단기적으로는 자석의 동일한 극과 같이 서로를 밀어낼 수 있지만, 중장기적으로는 자석의 다른 극처럼 붙으려는 성질이 있습니다. 단기적으로 가치와 괴리를 보이는 가격에서 매수나 매도의 기회를 잡은 투자자들은 가격이 가치에 수렴하는 시기에 이익을 내게 됩니다.

즉, 단기 가격이 가치와의 괴리가 있을 때 **가격**(가치엔 '매수'로 대응하고, **가격**)가치엔 '매도'로 대응하면 됩니다. 그 괴리가 좁혀져서 가치가 가격에 반영되는 시점에 반드시 '매도'로 대응하면 되고요.

이를 가치와 가격의 4분면에 옮겨서 그려보겠습니다. 아래 그래프에서 세로축은 가치의 변화를 나타내고, 가로축은 가격의 변화를 나타낸다고 해봅시다. 가치가 상승하는데, 다양한 이유로 가격은 하락하는 1분면은 투자자에게 절호의 매수 기회입니다. 시장이 뒤늦게 가치를 인식해서 가격이 이를 반영하기 시작하는 2분면은 가치와 가격의 차이에 따라 추가 매수를 하든지 아니면 이미 매수한 주식의 가격 상승을 즐기는 국면입니다. 즉, 투자자들이 적극적으로 행

동해야 하는 국면은 1분면과 2분면입니다.

가치와 가격의 4분면



출처: 필자 작성

만약 가격이 계속 상승해서 가치를 넘어섰거나 아니면 가치가 하락하는 3분면에서는 빠르게 주식을 매도해야 합니다. 통상적으로 가치가 하락하는 시기에 가격이 상승하는 경우는 많지 않은데 4분면과 같은 상황은 무척 운이 좋은 경우이죠. 반면, 가치와 가격이 동반으로 하락하는 3분면은 절대로 신규로 매수하면 안 되는 시기입니다. 혹여라도 보유 중이라면 빠르게 매도해야 합니다. 물론, 가치의 하락보다 가격의 하락이 훨씬 더 크다면, 가치와 가격의 괴리가 발생하여 매수 기회로 보실 수 있습니다. 하지만 경험상 가치의 하락이 진행되는 구간에서는 얼마나 가치가 하락할지에 대한 의문이 있기 때문에 가격이 가치를 반영하기까지는 상당한 시일이 소요되곤 합니다.

결국 가격을 보기 전에 물건의 가치를 보는 안목을 키워야 하고, 물건의 가치와 가격을 비

교하는 연습을 하셔야 잃지 않고 꾸준히 버는 투자를 할 수 있습니다. 투자를 실행하기 전 가치와 가격을 '비교'하는 행위가 우선인데, 이는 쉬운 동시에 어렵기도 합니다. 단순히 가치와 가격의 절대 수준을 비교하면 되기 때문에 쉽지만, 한편으로는 가치를 정확히 계산하기 어려우니 가치와 가격의 차이를 구하기 어렵고, 그 차이가 투자할 정도로 적정한지도 파악하기 어려운 것입니다.

투자에서 가장 중요한 건 안전마진

가치와 가격의 비교를 통한 투자 행위에서 우리가 가장 먼저 받아들여야 하는 개념은 '안전마진Margin of Safety'입니다. 앞서 말씀 드린 것처럼 가치는 주관적이고, 다양한 이유로 가치를 계산하는 과정에서 틀릴 가능성도 충분히 있습니다. 우리는 생각보다 완벽하지 않습니다. 보지 못하는 것도 많고, 봐도 행동하지 못하는 것들도 많습니다. 대중이 맞고, 내가 틀릴 수 있음에 대한 겸허한 존중도 필요합니다. 이러한 한계를 인정하고 난 후에, 투자자로서 우리가 해야 할 일은 자신의 잘못과 실수에 대비하는 것입니다. 이것이 바로 안전마진의 철학입니다.

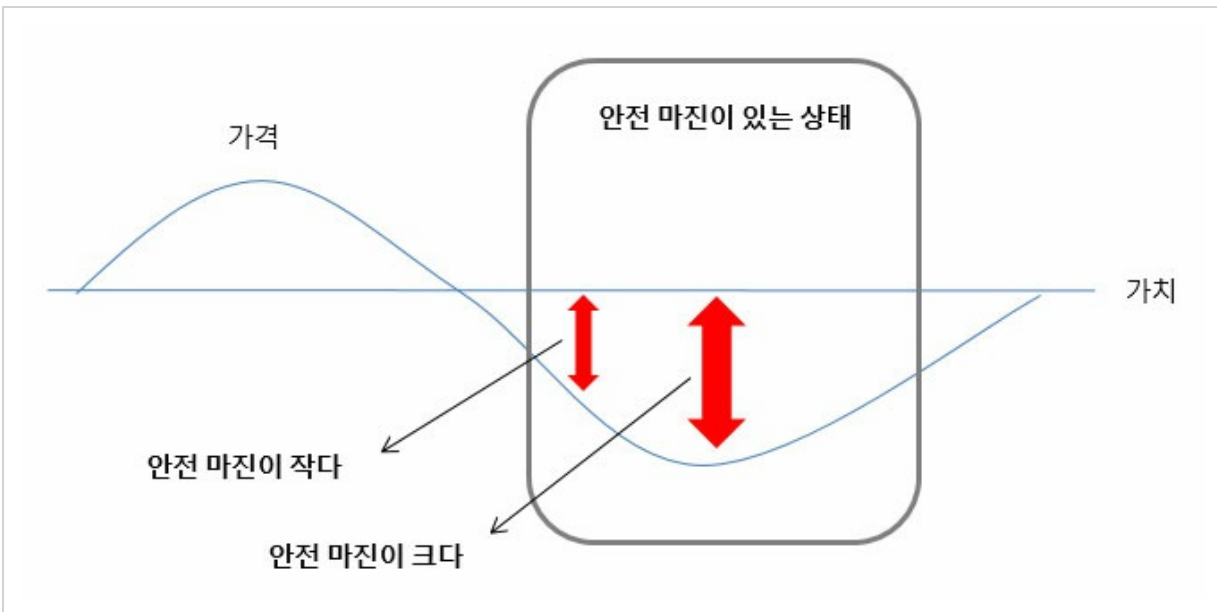
안전마진란 어떤 개념일까요? 영어로 'Margin'이란 '영업마진'이 단어가 익숙해서 이를 수익률이라고 생각하기 쉽지만, 사실은 '차이'라는 뜻으로 받아들여야 합니다. 안전마진은 그래서 '안전함의 차이'라고 이해할 수 있습니다. 쉽게 설명하자면, 내재가치 대비 가격이 너무 낮아서 투자해서 돈을 잃을 확률보다 돈을 벌 확률이 아주 높고, 돈을 벌 수 있는 규모도 훨씬 큰 상태를 말합니다.

안전마진이 크다는 것은 (안전함의 차이가 커서) 더 이상 떨어지기 힘든 가격에 이르렀다는 것을 의미합니다. 물론, 100% 안 떨어진다기보다는 떨어질 확률이 적고, 떨어져도 그 폭이 작다는 의미입니다. 이해하기 쉽게 우리에게 친숙한 아파트 가격으로 예를 들어봅시다. 만약 여러분이 어느 아파트 가격이 5억원이 적정한 가치라고 생각하고 있다고 합시다. 그 아파트가 부동산중개소에 4.8억 원에 올라와 있다고 하면, 이는 조금 싸지요. 그런데, 어떤 사람이 급매로 4억 원에 내놨다고 해봅시다. 그럼, 그 매물은 아주 싼 것이죠. 여러분이 생각한 적정가치보다 1억 원나 싼 아파트를 사게 되고, 돈을 벌 확률은 아주 높고 그 규모도 1억원이나 됩니다. 바로 이런 상태를 안전마진이 크다고 말하는 것입니다.

그런 아파트가 세상에 어디에 있냐고 묻고 싶으시겠죠? 누가 5억 원짜리 아파트를 4억 원에 매도하나, 그런 아파트가 있으면 누구나 돈 벌지 생각하실 수 있습니다. 맞습니다. 정상적인 상황이라면 그런 아파트는 세상에 나오지 않습니다. 하지만 정상적인 상황이 아니라면 어떨까요? 경제위기가 와서 사람들이 다 공포에 떨고 있고, 그 공포심이 비이성적인 매도를 만들었다면? 매도자가 시세를 잘 모르고 있다면?

제가 말씀 드리고 싶은 건 5억 원짜리 아파트를 4억 원에 살 수 있느냐 여부를 말하려는 것이 아닙니다. 여러분이 생각하는 ‘가치 대비 낮은 가격의 자산을 사는 것이 투자’라고 말하는 것이고, 낮으면 낮은 가격일수록 안전마진이 높기 때문에 돈이 벌릴 확률이 높아진다는 것을 이야기하려는 것입니다. 단순히 좋은 자산을 사라는 것이 아니라 ‘가치가 큰 자산을 싼 가격에’ 사라는 것이죠.

안전마진의 개념



출처: 필자 작성

정리하자면, 안전마진이라는 철학은 가치를 계산하기 어렵고, 가치과 가격의 차이가 적정한지 파악하기 어렵기 때문에 채택하는 것입니다. 정확한 가치를 산정하기 어렵기 때문에 자신이 산정한 가치에 대한 완충 장치가 필요하고, 그 완충 장치란 자신이 산정한 가치와 시장에

서 형성된 가격의 차이, 즉 마진Margin인 것입니다. 우리가 실수를 해도 안전할 마진이라고도 해석할 수 있습니다.

‘물건을 모르면 가격으로 평가한다’는 말이 있지요. 이 말의 의미는 물건의 가치를 모르기 때문에 최대한 가격을 낮추어서 안전마진을 확보하겠다는 전략입니다. 물론, 베스트 전략은 아니지만 자신의 선에서 실수를 줄일 수 있는 장치입니다.

능력 범위에 머물러라

앞에서 설명한 내용을 요약하자면, 이렇게 말할 수 있습니다. 내재가치는 합리적인 기준을 가지고 산정한 기업의 적정한 가치이고, 내재가치와 시장에서 형성된 가치의 차이가 안전마진이며 주식의 시장가치가 내재가치보다 현저히 낮을 때, 즉 안전마진이 클 때에만 매수하는 것이 가치투자의 기준이란 점입니다. 즉, 가치투자를 잘하려면 먼저 내재가치를 잘 계산해야 하고, 내재가치 계산에 따른 실수 등을 줄이기 위해 안전마진을 찾으려 하는 것입니다.

내재가치를 잘 계산할 수 있으려면, 가장 근삿값의 내재가치를 계산할 수 있어야 하는데, 투자자 자신의 능력이 머무는 범위에서 계산해야 가치의 근삿값에 더 근접할 수 있습니다. 이를 워런 버핏은 “능력 범위Circle of Competence에 머물라”고 말했습니다.

능력 범위와 관련해서 가장 좋은 사례로 야구계의 전설적인 타자 테드 윌리엄스Ted William를 들 수 있습니다. 1939년부터 1960년까지의 선수생활 동안 평균 타율이 0.344였지요. 야구를 조금이라도 아시는 분이라면 3할 타율이 얼마나 어려운 것인지, 그리고 커리어 평균 타율이 0.344라는 것이 얼마나 대단한 것인지 아실 겁니다.

테드 윌리엄스의 타격 성적

Year	Games	HR	RBI	AVG	OBP	SLG
1939	149	31	145	0.327	0.436	0.609
1940	144	23	113	0.344	0.442	0.594
1941	143	37	120	0.406	0.553	0.735
1942	150	36	137	0.356	0.499	0.648
1943	150	36	124	0.362	0.512	0.671
1944	150	36	124	0.362	0.512	0.671
1945	150	36	124	0.362	0.512	0.671
1946	150	38	123	0.342	0.497	0.667
1947	156	32	114	0.343	0.499	0.634
1948	137	25	127	0.369	0.497	0.615
1949	155	43	159	0.343	0.49	0.65
1950	89	28	97	0.317	0.452	0.647
1951	148	30	126	0.318	0.464	0.556
1952	113	29	99	0.334	0.481	0.635
1953	113	29	99	0.334	0.481	0.635
1954	117	29	89	0.345	0.513	0.635
1955	98	28	83	0.356	0.496	0.703
1956	136	24	82	0.345	0.479	0.605
1957	132	38	87	0.388	0.526	0.731
1958	129	26	85	0.328	0.458	0.584
1959	103	10	43	0.254	0.372	0.419
1960	113	29	72	0.316	0.451	0.645
Career	2,292	521	1,839	0.344	0.482	0.634
Projection	2924	672	2370	0.345	0.485	0.682

출처: baseball-reference

테드 윌리엄스가 은퇴 후 이렇게 높은 타율과 타격 1위를 유지할 수 있었던 비결에 관한 책을 펴냈는데, 제목이 《타격의 과학The Science of Hitting》이었습니다. 자신의 타격 훈련 방법을 설명한 대목에서 그는 스트라이크 존을 77개로 나누어 자신이 잘 치는 존과 못 치는 존을 구분했다고 서술했지요. 그리고 실제 타석에서 자신이 잘 치는 존으로 공이 들어오면 타격을 하고, 못 치는 존으로 공이 들어오면 흘려보냈다고 했습니다. 즉, 좋은 공만 골라 쳤다는 이야기지요.

언뜻 보면 누구나 할 수 있는 일인 것 같아 이것이 무슨 특별한 비결이냐 하시겠지만, 대부분의 타자가 이것을 잘 알고 있음에도 행동으로 옮기지 못했다는 사실이 테드 윌리엄스의 선구안, 즉 공을 고르는 능력과 인내력을 방증합니다. 본인 스스로의 능력치를 잘 파악하고, 그 능력을 최대한 발휘할 수 있는 영역에서만 배트를 휘두른 것이 타격 1위의 비결이라고 할 수 있겠습니다.

테드 윌리엄스 기념 우표



출처: 셔터스톡

능력 범위와 관련해서 워런 버핏의 말도 새겨볼 필요가 있습니다. “주식 투자는 삼진 아웃이 없는 타격과 같다”는 말이죠. 모든 공에 배트를 휘두를 필요가 없고, 자신이 좋아하는 공에만 공을 휘두른다면 삼진을 당할 가능성은 줄고, 안타를 칠 가능성은 늘어납니다.

다음은 워런 버핏의 주주서한에 나온 글입니다.

“현명한 투자가 쉬운 것은 절대 아니지만, 그렇다고 복잡한 것도 아닙니다. 투자자에게 필요한 것은 선택한 기업을 정확하게 평가하는 능력입니다. ‘선택’이라는 단어에 주목하십시오. 여러분은 모든 기업에 대해 전문가가 될 필요도 없고, 여러 기업에 대해 전문가가 될 필요도 없습니다. 여러분은 능력 범위 안에 있는 기업만 평가할 수 있으면 됩니다. 능력 범위의 크기는 중요하지 않습니다. 그러나 능력 범위는 반드시 알아야 합니다.”

모든 사람들은 각각 다른 크기의 능력 범위를 가지고 있습니다. 중요한 것은 그 범위가 얼마나 큰지가 아니라 그 범위 안에 머무르는 것입니다. 물론, 범위 안에 머물면 원하는 기회가 오지 않아서 한참을 기다릴 수도 있고, 투자가 재미 없을 수도 있습니다. 하지만 능력 범위를 벗어나서 자본을 잃는 것보다는 재미 없고 기회를 잃는 것이 훨씬 낫다는 것을 염두에 둘 필요가 있습니다.

분산투자를 해야 하는 까닭

지금까지 우리는 가치투자의 가장 기본 개념과 안전마진의 철학을 이야기했습니다. 그런데, 안전마진을 실행하기 위해서는 분산투자가 필요합니다. 자신의 능력 범위에서 안전마진이 큰 종목을 골랐을 때 이익을 볼 가능성이 크다는 것이지, 손실의 가능성이 전혀 없다는 것은 아닙니다.

투자 실력이 뛰어나서 다수의 실행에서 성공할 확률이 높다고 하더라도 현재 상황에서 전혀 예측할 수 없었던 새로운 외부 충격이 발생하면 한두 차례의 투자에는 실패할 확률이 충분히 높아집니다. 그 한두 차례의 실패에 대한 위험을 낮추는 방법으로 유용한 대안이 분산투자입니다.

분산투자를 행하는 방법은 두 가지입니다. ‘종목 분산’과 ‘시간 분산’이지요. 종목 분산은 개별 투자에 대한 나의 가치 계산이 틀릴 수 있다는 것에 대한 대비로 다수의 종목에 분산투자를 하는 것이고, 시간 분산은 투자자가 시점을 맞출 수 없으며 투자는 단기보다는 장기가 덜 위험하다는 개념입니다.

사실 종목 분산투자에 대해서는 여전히 많은 논쟁이 있습니다. 먼저 많은 분들이 오해하는 것 중의 하나가 워런 버핏이 집중투자만을 지지한다는 주장입니다. 저는 버핏이 집중투자만의 지지자인 것처럼 비춰진 것은 버핏이 가진 특정 종목들만을 강조한 미디어 효과일 뿐이라고 생각합니다. 버핏을 떠올리면 사람들은 당연히 코카콜라, 질레트, 웰스파고, 애플 등과 같이 세계적으로 널리 알려져 있고, 규모가 큰 회사들을 거론합니다.

하지만 버핏은 사람들이 생각하는 것보다 더 많은 종목들을 보유하고 있습니다. 버핏이

CEO로 있는 버크셔 해서웨이는 2018년 3분기 기준으로 45개 이상의 주식시장 상장 종목들을 보유하고 있고(SEC Filing 기준), 그중 상위 15개 기업 리스트만을 공개하고 있습니다. 비상장 기업과 비중이 작은 상장 주식을 포함하면 이보다 훨씬 많을 것으로 추정됩니다.

버크셔 해서웨이의 보유 주식 중 상위 15개 리스트 (2017년 말 기준)

<u>Company</u>	<u>Percentage of Company Owned</u>	12/31/17	
		<u>Cost**</u>	<u>Market</u>
		(in millions)	
American Express Company	17.6	\$ 1,287	\$ 15,056
Apple Inc.	3.3	20,961	28,213
Bank of America Corporation	6.8	5,007	20,664
The Bank of New York Mellon Corporation	5.3	2,230	2,871
BYD Company Ltd.	8.2	232	1,961
Charter Communications, Inc.	2.8	1,210	2,281
The Coca-Cola Company	9.4	1,299	18,352
Delta Airlines Inc.	7.4	2,219	2,974
General Motors Company	3.2	1,343	1,825
The Goldman Sachs Group, Inc.	3.0	654	2,902
Moody's Corporation	12.9	248	3,642
Phillips 66	14.9	5,841	7,545
Southwest Airlines Co.	8.1	1,997	3,119
U.S. Bancorp	6.3	3,343	5,565
Wells Fargo & Company	9.9	11,837	29,276
Others		14,968	24,294
Total Common Stocks Carried at Market		<u>\$ 74,676</u>	<u>\$ 170,540</u>

출처: Berkshire Hathaway

버크셔 해서웨이가 이미 엄청나게 큰 규모의 자금을 운용하기 때문에 어쩔 수 없이 다수의 종목을 보유할 수밖에 없다고 생각하실 수 있습니다. 하지만 버핏이 버크셔 해서웨이를 인수하기 이전인 초창기 투자조합 시절(버핏 파트너십, 1957년~1970년)의 1966년 투자레터를 보면, 버핏의 입장을 좀 더 잘 알 수 있습니다. 버핏은 그 투자레터에서 아래와 같이 말했습니다.

“사실과 추론이 맞을 가능성이 매우 높고, 투자한 자산의 가치가 급격하게 바뀔 만한 확률이 매우 낮다는 조건하에서만, 한 주식에 자산의 40%까지도 투자할 수 있습니다. 우리는 매우 희귀한 상황에서만 40%까지 투자할 것임이 분명합니다. 물론, 이 희귀성은 우리가 그런 기회를

발견할 때, 아주 집중해야 할 필요가 있다는 것을 말합니다. 버핏 파트너십 9년 역사에서 25% 이상을 투자한 경우는 대여섯 번 정도밖에 없었습니다.”

즉, 버핏은 아주 희귀하게 좋은 기회가 온다면 그 기회를 극대화하기 위해 집중투자를 하겠지만 그런 기회는 자주 오지 않았다고 말한 것입니다. 세계 최고의 투자 대가도 집중투자할 기회를 자주 발견하지 못하는데, 우리가 집중투자의 기회를 그보다 더 자주 발견할 수 있을까요? 상대적으로 뒤처지는 실력에 대한 방어적인 수단으로 분산투자는 충분히 고려될 수 있습니다. 하지만 많은 대가들이 집중투자를 강조한 것은 집중투자가 분산투자보다 단순히 낫다는 논리로 이야기한 것이 아니라 아래 세 가지를 말하고 싶었다고 생각합니다.

첫째, 투자를 하려면 꽤 많은 시간과 연구를 투입해야 하고

둘째, 그런 시간과 연구를 투입해서 좋은 종목을 발견했을 때 의미 있는 비중을 실어야 하며

셋째, 이런 자원들(시간·연구·자금 등)을 단순 분산투자를 위해 허비할 필요는 없다.

즉, 대가들은 ‘분산투자 vs. 집중투자’의 구도가 아니라 ‘의미 없는 분산투자 vs. 의미 있는 집중투자’의 구도의 관점으로 주식을 바라봤다고 생각합니다. 결국 중요한 것은 분산투자냐 집중투자냐가 아니라 ‘좋은 회사에 투자했느냐’의 여부인 것입니다.

장기투자의 중요성

투자할 때 많이 듣는 소리가 “좋은 기업을 사서 장기로 투자하라”라고 합니다. 얼핏 들어선 ‘좋은 기업’과 ‘장기’가 투자의 전제 조건이라고 생각되지요. 하지만 이것은 큰 오해입니다. 투자는 좋은 수익률을 ‘자주’, 그리고 ‘계속’ 내면 가장 좋습니다. 동일한 수익률을 더 짧은 기간에 달성하면 좋은 것이죠. 그런데, 왜 ‘장기’로 투자하라고 할까요?

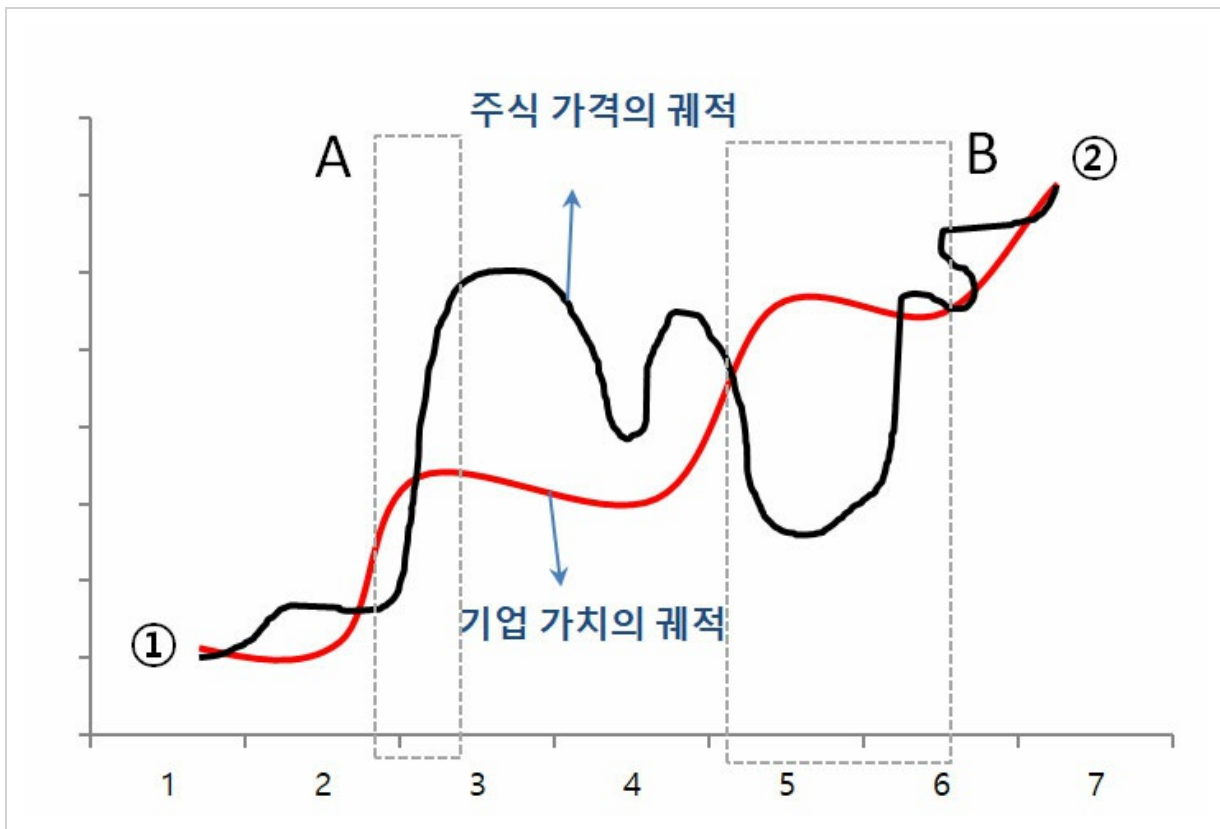
결론부터 말하자면, 단기로 높은 수익률을 계속해서 낼 수 있는 사람은 극소수이기 때문입니다. 장기투자는 투자에 있어 목적인 아닌 수단입니다. 높은 수익률을 싫어하는 사람은 없습니다. 할 수 있으면 단기로 가격이 가치를 반영하면 좋습니다. 하지만 그러지 못하는 것은 그

렇게 될 확률이 낮고, 오히려 마이너스 효과를 가져올 수도 있기 때문이지요.

장기투자라고 할 때는 ‘개별 종목’ 관점에서의 장기와 ‘전체 포트폴리오’ 관점에서의 장기를 나누어서 생각해야 합니다. 우선 종목 관점에서의 장기투자는 주식이라는 것이 기업에 대한 부분적인 소유권인데, 장기로는 주식 가격이 기업 가치를 반영하지만, 단기로는 기업 가치가 그리는 궤적과 주식 가격이 그리는 궤적이 다를 수 있음에 대한 인정이라고 보시면 됩니다. 앞서 말한 ‘시간 분산’의 개념이고, 분할 매수와 분할 매도를 실행하는 이유이기도 합니다.

아래 그래프를 보시면, 빨간색 선이 기업 가치의 궤적이고 검은색 선이 주식 가격의 궤적입니다. 기업 가치는 기업을 둘러싼 환경 변화와 산업 경쟁, 그리고 기업 내부의 변화 등으로 중간에 변동은 있지만, 좋은 기업이라면 ①지점에서 ②지점까지 우상향합니다. 하지만 이를 반영하는 주식 가격은 기업 가치에 비해 변동이 크고 불규칙합니다. 왜냐하면, 주식을 매매하는 사람들의 종잡을 수 없는 심리 변화가 크게 영향을 미치기 때문이죠.

기업 가치의 궤적 vs. 주식 가격의 궤적

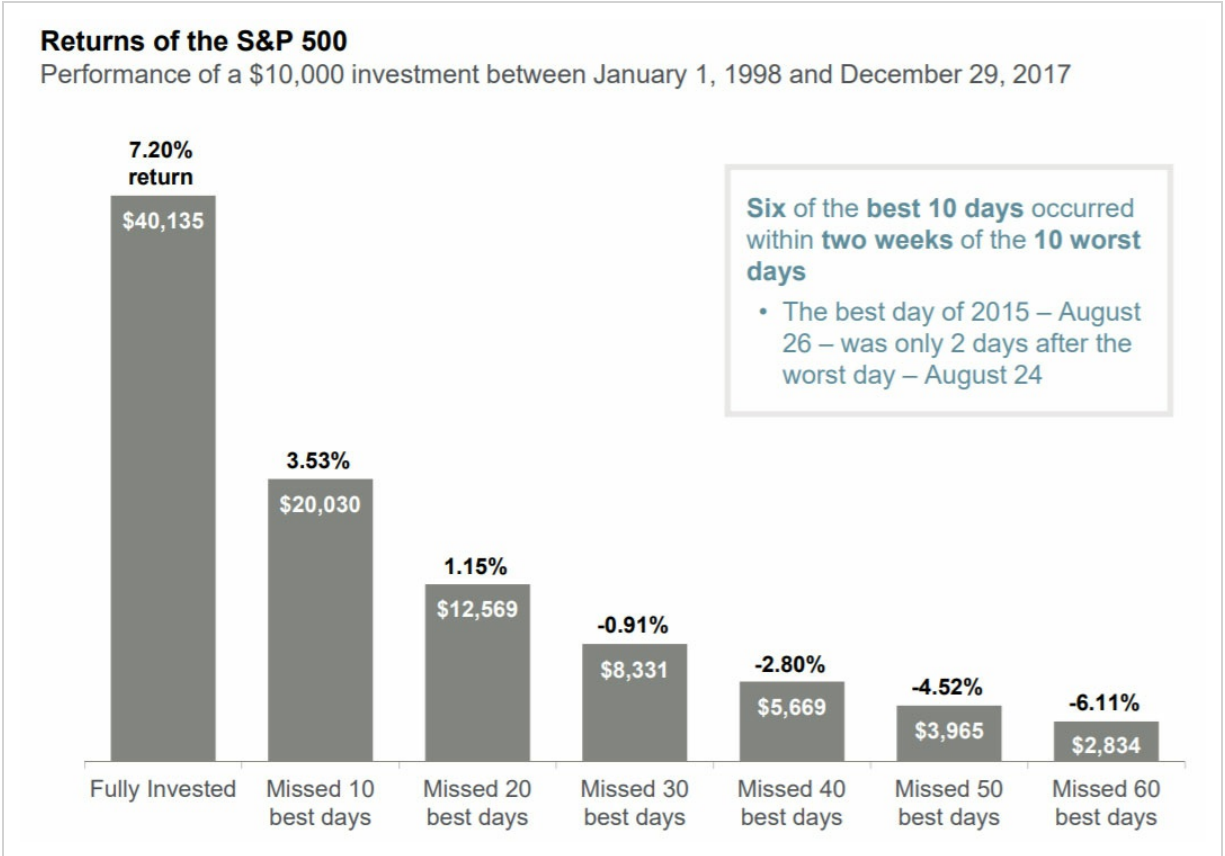


다행스럽게 A 시기 초반에 주식을 매수한 사람은 기업 가치보다 주식 가격이 급등하는 행운을 누리고 단기 고수익을 향유할 수 있습니다. 반면, B 시기 초반에 주식을 매수한 사람은 긴 인고의 시간을 겪어야 합니다. 기업 가치가 정체된 시기이지만, 충분히 싸다고 생각했던 주식 가격이 투자자들의 외면으로 인해 더 하락하거나 회복되는 데까지 1년 반이 걸리기 때문이죠.

즉, 우리는 가격이 언제 가치에 근접할지 알기 어려우니 기본적으로 장기투자를 염두에 두고 투자를 하는 것이고, 그 가운데 운이 좋게도 단기로 가격이 급등하는 경우도 있습니다. 대부분의 투자자들이 **마켓 타이밍**(=언제 사야 하고, 언제 팔아야 하는지에 대한 정확한 시점 맞추기)에 대한 절대적인 능력이 없기 때문에 단기적으로 높은 수익률은 운이 크게 작용합니다.

위의 A 시기를 잘 타면 된다고 생각하시겠죠? 하지만 마켓 타이밍에 대한 환상을 버리시는 것이 좋습니다. 아래 JP 모건이라는 유명 자산운용사에서 나온 자료를 인용해보겠습니다. 이 자료는 1998년 1월 1일부터 2017년 12월 29일까지 10년 동안 S&P500지수에 투자했을 때, 다양한 경우의 수익률에 대해서 계산한 것입니다.

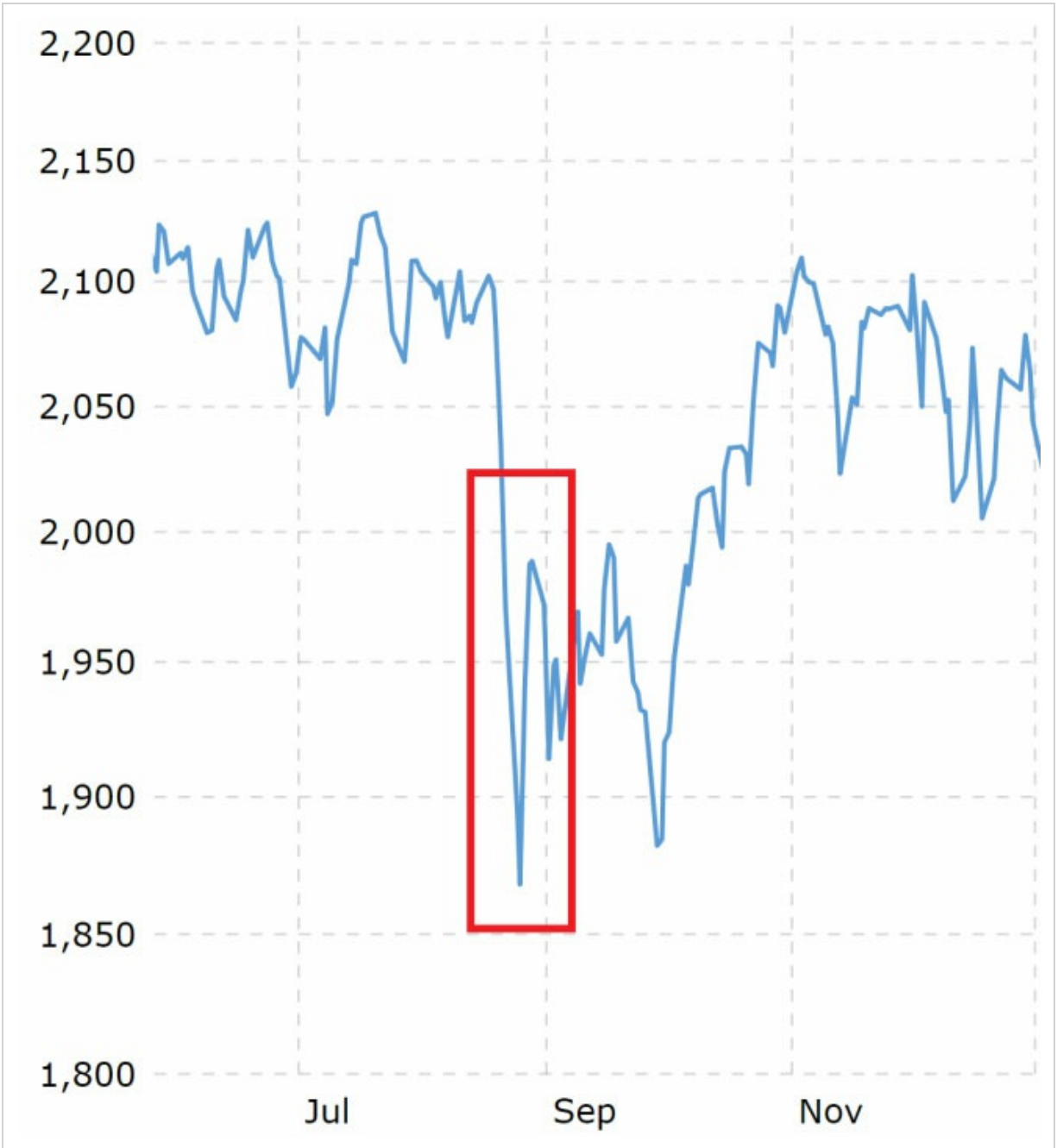
마켓 타이밍의 어려움



출처: <Guide to Retirement> by JP Morgan Asset Management

우선 1998년 1월 1일에 1만 달러를 가지고 투자를 시작했고, 10년 동안 하루도 빠지 않고 투자를 했다면 2017년 12월 29일에 그 투자금은 4만 달러가 되었고, 연 수익률은 7.2%였습니다(맨 왼쪽 막대). 만약 하루 수익률이 제일 좋았던 10일을 선정해서 그 10일 동안만 투자를 하지 못했다고 가정한다면, 연 수익률은 절반 이하인 3.5%로 떨어집니다(왼쪽에서 두 번째 막대). 제일 좋았던 20일 동안 투자하지 못한다면 1.2%에 미치지 못하고(왼쪽에서 세 번째 막대), 상위 30일 동안 혹은 그 이상 투자하지 못하게 되면 수익률은 마이너스가 됩니다. 수익률 그 자체보다 더 놀라운 것은 수익률 상위 10일 중에 6일은 최악의 수익률을 기록했던 10일로부터 2주 이내에 발생한 결과라는 것입니다(하늘색으로 표기된 내용).

2015년 8월 S&P500지수



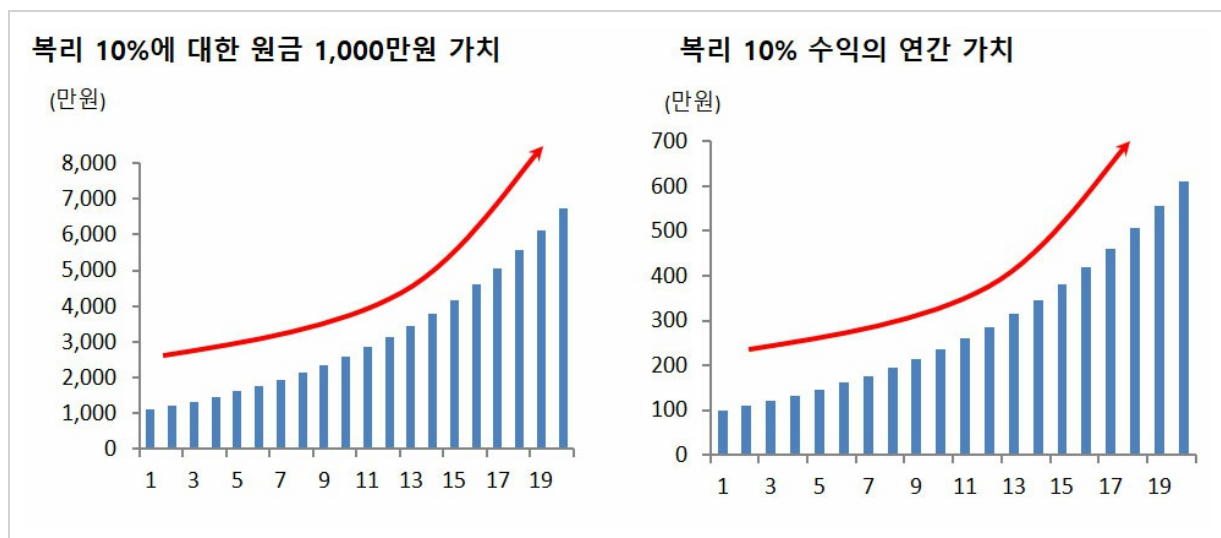
출처: Macrotrends, 필자 작성

특히, 2015년 최고 수익률을 기록했던 날(8월 26일)은 최악의 수익률을 기록했던 날로부터 겨우 이틀 후였습니다. 마켓 타이밍을 맞추는 것이 얼마나 어려운 일인가를 확인할 수 있습니다.

수익률이 제일 좋았던 10일을 제외하고 투자한 행위가 10년 동안 누적된다면, 연간 수익률의 차이가 두 배가 됩니다. 그리고 그 하루는 가장 안 좋았던 날들과 같이 오는 경우가 많습니다. 시장이 급락할 때, 과연 과감하게 주식을 살 수 있는 용기와 철학을 가진 사람이 많을까요? 시장 급락은 자주 감정적인 의사결정을 가져오고, 이것이 수익률에 부정적인 영향을 줍니다. 변동성을 관리하고, 시장에 남아서 장기로 투자하는 것이 더 나은 결과를 가져올 수 있음을 알려주는 대목입니다.

포트폴리오 관점에서 장기투자는 '복리 효과' 때문입니다. 아래 그래프를 보면 알 수 있듯이 동일한 10% 수익이라고 하더라도 원금이 늘어난 상태에서의 10% 수익률에 대한 절대 수익 금액이 커지게 됩니다. 장기투자를 하는 것은 복리의 효과가 멈추지 말고 일하게 하려는 목적인 것이죠.

복리 10%의 시간에 따른 효과



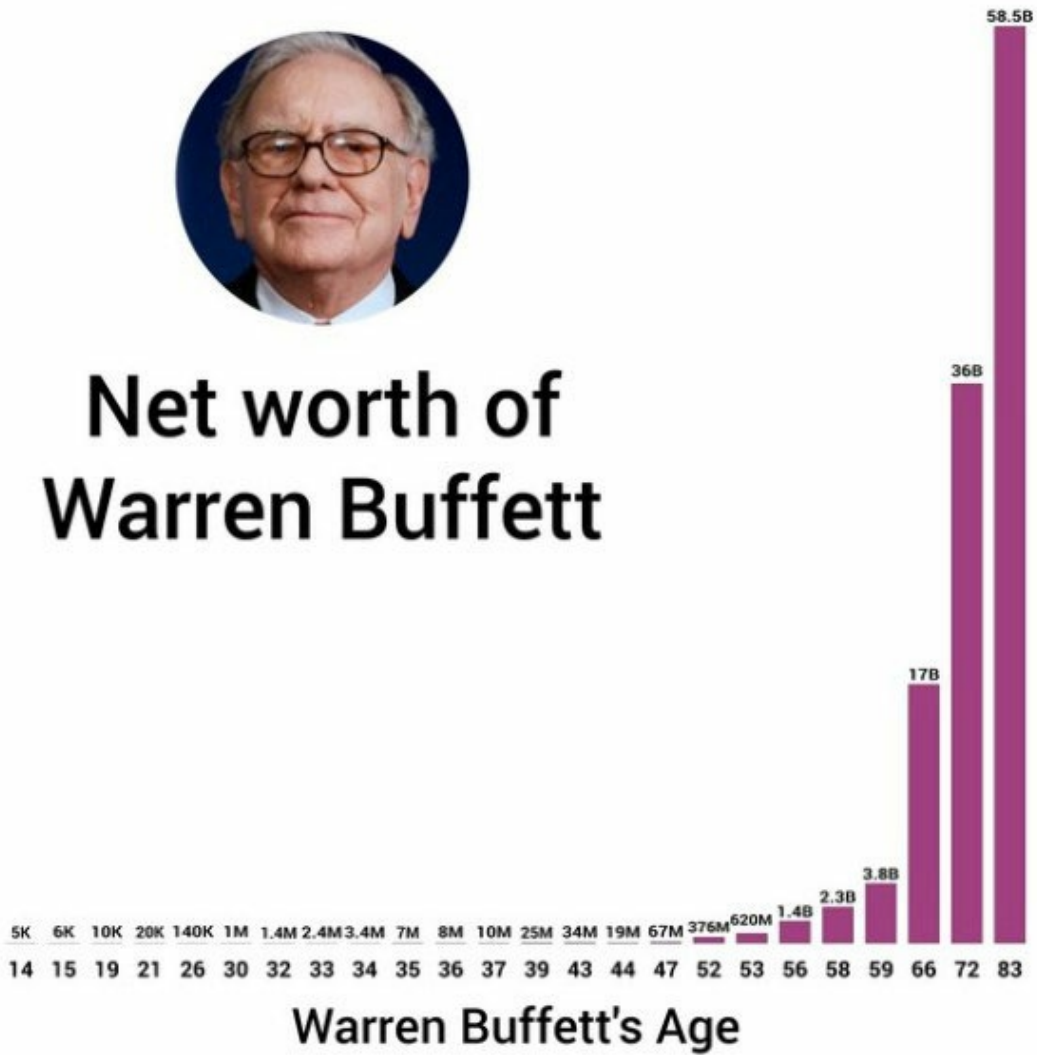
출처: 필자 작성

장기투자를 통한 복리 효과와 관련해서 유명한 차트를 하나 보여드리겠습니다. 워런 버핏의 나이대별 부의 규모를 계산한 그래프인데, 50대 이후 부의 규모가 커졌고 특히 60대 이후 부의 규모가 기하급수적으로 커진 것을 확인할 수 있습니다. 장기투자에 따른 복리 효과를 가장 극명하게 보여주는 자료이기도 합니다.

워런 버핏의 나이대별 부의 규모



Net worth of Warren Buffett



Warren Buffett's Age

[와이민이 꼭! 읽어주는 투자 공부법]

투자 경험담 위주의 책은 어떻게 읽어야 할까?

투자를 공부하려는 분들이 가장 먼저 실천하는 일 중 하나는 투자와 관련된 책을 선별하여 읽는 것이겠죠. 투자 관련 용어나 개념이 부족한 초보 투자자 분들이 주로 선택하는 책은 대개 투자에 대해 쉽게 설명한 기초서나 투자를 통해 돈을 번 사람들의 성공 스토리가 담긴 책입니다. 책이 아니라면, 각종 카페나 블로그에서 그러한 유형의 경험담을 보기도 합니다.

먼저 경험담 책은 아주 좋은 동기부여 방법입니다. 투자 공부란 새로운 용어 및 개념에 익숙해지는 과정이기도 하고, 투자를 실천하기 위해서는 종잣돈을 모아야 하는 인고의 과정도 필요로 합니다. 또 실제 투자에 나설 때의 두려움도 극복해야 하기 때문에 쉽지 않지요. 굳은 결심을 한다고 해도 중간에 흐지부지 포기하게 되는 확률이 꽤 높습니다. 성공 스토리를 경험한 다른 사람들의 책이나 글은 이런 어려운 여정을 완주할 수 있게 도와주는 에너지 드링크와 같은 역할을 합니다.

그런데, 경험담 위주의 책이나 블로그 혹은 카페에 올라온 글을 볼 때 주의할 점은 없을까요? 주의점에 대해 말씀 드리기에 앞서 벤 칼슨의 ‘경험은 과대 포장되어 있다Experience is Overrated’라는 글에서 발췌한 내용을 보시죠.

“경험은 전문 기술과 같은 것이 아니다. 시장에서의 경험은 종종 과대 평가된다. 재능과 지능 또한 과대 평가된다. 기질, 인내, 자각, 겸손, 규율 및 과정들은 모두 매우 과소 평가된다. 경험은 이러한 것들을 도울 수 있지만 필수 조건은 아니다. 어떠한 두 시장 환경들도 동일하지 않다. 유일하게 불변인 것은 위험과 인간의 본성이다. 미래에 대한 모든 것은 항상 불확실하다. 이 두 가지 개념을 이해하는 투자자는 과거 시장에 대해 얼마나 많은 경험이 있는지 관계없이 사이클이 마침내 바뀔 때 성공할 확률이 높다.”

경험담 위주의 책과 글은 투자 공부를 지속할 수 있는 동기부여는 되지만, 일반화되기 어려운 내용들도 꽤 많습니다. 성공 경험담 중에서는 ‘그 상황’에서 ‘그 사람’이었기 때문에 성

공할 수 있었던 특수한 점도 많고, 향후 비슷한 상황이라도 다른 환경이나 사람들로 인해 결과가 달라질 가능성도 농후합니다. 단순히 보더라도 투자를 둘러싼 경기·유동성·제도·심리 등이 그때와는 다르기 때문이지요. 개인적인 역량을 통해 성공한 사람들의 능력은 일반화하기 어려운 경우도 많고요. 그럼, 이런 책들은 어떻게 읽어야 동기부여 이상의 것을 꼬집어낼 수 있을까요?

저자의 입장이 되어 보는 것입니다. 스스로가 저자라고 생각하고, ‘그 시점에서 저자는 왜 그런 행동(의사결정)을 했을까?’ ‘만약, 그런 행동이 아니라 다른 행동을 했다면 결과는 어땠을까?’ 등을 고민하고 시뮬레이션해보는 것이죠. 이렇게 책을 읽으면, 단순히 경험담을 지식으로서 아는 것이 아니라 향후 투자 의사결정을 하게 될 때 필요한 지혜를 늘리게 됩니다. 단순히 사례를 모방하고 카피하는 것은 금물입니다.

제가 선호하는 투자 경험담 책들은 개인별로 다른 환경을 인정하고, 결과가 아닌 의사결정 과정이 잘 정리된 책들입니다. 이런 책들을 보면, 이 사람은 ‘이러한 배경을 인식하고 이렇게 분석하여 이런 판단을 했구나’라는 식으로 배우는 것이 있습니다. 그런 것이 적은 책이라면, 경험담보다는 단순 정보전달 책이 더 나올 수 있습니다. 투자 성공담을 100번 읽어봤자 잠시 동안 진통을 잊는 모르핀을 맞는 것일 뿐, 근본적인 치료는 아닙니다.

요즘 서점에 가보면, 정말 성공 투자서가 많습니다. 카페나 블로그에도 성공 스토리가 많고요. 그런 글들을 보면 재미있기는 합니다만, 휘발성도 강하고 읽고 나서 남는 게 없는 것도 사실입니다(물론, 뛰어난 책들도 많아요). 또, 업사이클Up-Cycle에서 성공한 사람들은 많습니다. 그렇지만, 그 사람들이 다 모든 사이클에서 성공할 정도로 능력이 검증된 사람들이 아닌 이상 일반화하기 어려운 성공 스토리에 취해서 ‘저렇게 하면 되는구나’라는 식으로 투자를 가볍게 여기셔도 안 됩니다.

세상에 쉬운 투자는 없습니다. 투자가 쉽다면, 누구나 부자가 되었을 것이고 그러면 부자 중에 더 극소수의 부자가 ‘부자’라고 일컬어지는 세상이 되겠죠. 안타깝게도 세상은 항상 ‘상대적으로’ 부를 측정합니다. 투자에 성공하기 위해서는 ‘공부→실행→공부→실행’이라는 과정을 무한 반복하셔야 하고, 공부를 할 때 좋은 책을 선택해서 잘 읽는 것은 그 과정을

조금이나마 쉽게 해줍니다. 투자를 위한 독서는 전략적으로 해야 하는 것이죠. (어떤 책을 언제 읽으면 좋을지에 대해선 앞으로 차차 추천해드리겠습니다.)