

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



3

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



3

와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

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

3화. 좋은 기업을 발견하는 법 1

2화에서 우리는 가치투자의 가장 기본 개념 및 안전마진, 분산투자, 장기투자 등에 관해 이야기했습니다.

그렇다면, 앞으로 어떤 ‘주식’을 골라서 장기투자를 하는 것이 좋을까요? 그것을 알아보는 해안을 가지려면 ‘주식’이 아닌 ‘기업’을 공부해야 합니다. 직접적으로 주식을 움직이는 것은 수급이지만, 그 수급을 만드는 것은 기업이기 때문이죠. 일시적으로 인위적 수급을 만드는 것은 소위 말하는 작전, 테마 등일 뿐입니다. 나무를 흔드는 것은 바람이지만, 그 바람을 만드는 것은 지구임을 잊지 말아야 합니다. 주식을 공부하지 마시고, 회사를 공부하세요. 그래야 지속 가능한 투자 성공이 가능해집니다. 지금부터 그 이야기를 시작해보려고 합니다.

좋은 사업을 영위하는 기업

좋은 사업의 중요성을 워런 버핏만큼 잘 표현한 사람이 또 있을까요? 워런 버핏은 “재능에 대한 뛰어난 평판을 가진 경영자가 나쁜 사업성에 대한 평판을 가진 회사를 경영한다면, 변하지 않고 남는 것은 회사에 대한 평판뿐이다.”라고 말했습니다. 사업 모델이 좋지 않은 회사는 아무리 뛰어난 경영자가 와도 좋은 회사로 만들기가 쉽지 않다는 것을 이야기하는 것이죠.

워런 버핏이 기업을 고르는 기준은 다음과 같다고 알려져 있습니다.

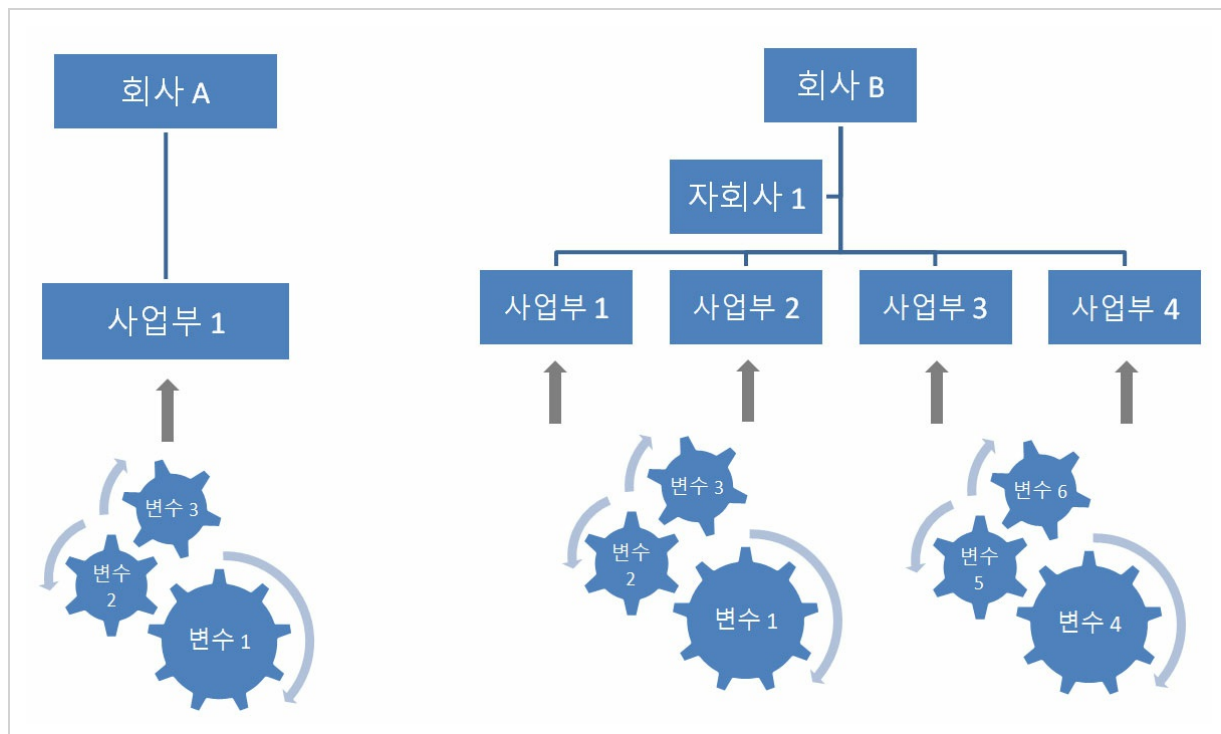
- 첫째, 우리가 이해할 수 있고,
- 둘째, 유망한 장기 전망을 가지고 있으며,
- 셋째, 정직하고 능력 있는 사람들이 운영하고,
- 넷째, 매우 매력적인 가격에 구할 수 있어야 한다.

버핏의 전략은 좋은 사업을 찾되, 그것이 왜 좋은지 이해할 수 있어야 한다는 것인데 여기서 ‘좋은 사업’에 관한 기준에 대해선 두 가지를 제시합니다.

첫 번째 기준은 위에서 말한 첫째 조건인 ‘우리가 이해할 수 있느냐’와 관련한 회사로서 가지는 단순성, 즉 투자자로서 능력 범위 안에 있느냐를 의미합니다. 여기서 오해하지 말아야 하는 점은 단순성이라고 해서 ‘단순한 사업’을 하는 회사가 좋다는 것이 아니라 상대적으로 복잡한 회사들에 비해 파악하기가 좋다는 것을 의미합니다. 회사가 이해하기 복잡하면, 고품질 사업임을 식별하는 데 훨씬 더 어렵기 때문에 확률적으로 틀릴 가능성이 많아지기 때문입니다.

왜 그러한지 아래 그림을 통해 살펴보죠. 그림에서 한 가지 사업부를 가지고 있는 회사 A보다 다섯 가지 서로 다른 사업부를 가지고 있는 회사 B를 분석하는 것에 훨씬 더 많은 시간과 노력이 투입되어야 합니다. 회사 B는 각 사업부별로 다른 경쟁력과 시장 변수를 가지고 있기 때문에 유망한 장기 전망을 가지고 있는지에 대한 판단이 틀릴 가능성도 높습니다. 단순하더라도 저평가된 기업이 많다면, 굳이 복잡한 회사를 분석할 이유가 적어지는 것이죠.

사업의 단순성 VS. 복잡성



출처: 필자 작성

물론, 복잡한 회사는 분석하는 사람이 적어서 단순한 회사 대비 매수자가 적어 그만큼 저평

가 정도가 더 클 수 있습니다. 실력이 있고, 안전마진에 대한 요구가 큰 사람들은 복잡한 회사라도 충분히 투자할 수 있습니다. 하지만 그만큼 실수할 가능성도 크기에 투자자의 능력 범위와 기업의 저평가 정도 사이에 균형이 맞아야 합니다.

두 번째 기준은 위에서 말한 둘째 조건인 ‘유망한 장기 전망’과 관련해서 영속성이 있고 경쟁 우위를 가지고 있느냐를 의미합니다. 사실 좋은 기업과 관련해서 가장 중점적으로 논의되어야 하는 기준이 바로 이 부분이지요.

미래는 누구도 알 수 없다는 전제에서 본다면, 영속성이 있고 경쟁 우위를 가지고 있느냐는 정말 어려운 판단입니다. 모든 기업은 그 기업이 훌륭하든 아니든, 자주 큰 위기를 맞습니다. 한국에서 가장 뛰어난 기업 중의 하나라고 하는 삼성전자도 수많은 위기를 거치면서 이겨냈고, 수많은 노하우와 자산들을 축적해왔습니다. 삼성전자는 미래에도 다양한 위기를 겪을 것이고, 그 위기를 극복한다면 더 좋은 기업으로 성장할 것입니다. 우리는 현재의 삼성전자가 아니라 미래의 삼성전자를 보고 투자하는 것이고요.

미래를 정확하게 예측할 수 없다면, 미래에 영구적으로 나빠질 가능성, 즉 실패를 줄이는 것이 더 중요합니다. 실패를 줄이기 위해서 과거를 분석합니다. 과거에 좋았던 회사를 사는 것이 아니라 미래에 좋을 회사를 사는 것이고, 미래에 좋을 회사란 갑자기 좋아질 수도 있겠지만 대부분은 과거에 좋았던 회사들이 미래에도 좋을 확률이 높기 때문입니다. 즉, 과거와 현재를 분석하는 것은 미래에도 좋을지에 대한 단초를 얻기 위해서입니다. ‘이 회사가 과거부터 현재까지 어떤 연혁으로 사업을 해왔는가’ 내지는 ‘이 사업이 장기적으로도 성공을 유지할 수 있다고 믿을 만한 이유는 무엇인가’에 해당되는 단초 말이지요.

왜 좋은 사업의 회사를 사야 하는가에 대해선 워런 버핏의 인수 사례가 잘 말해줍니다. 놀랍게도 워런 버핏의 버크셔 해서웨이 Berkshire Hathaway 인수는 그가 실패한 대표적인 사례이지요. 1962년 버핏이 버크셔에 투자했을 때, 버크셔는 그저 그런 섬유회사였습니다. 버핏은 가격이 지나치게 싸 보여 매수를 시작했고, 충분히 낮은 가격으로 매수하면 괜찮은 이익을 내고 매도할 수 있다고 보았죠. 하지만 버핏의 예상과는 달리 버크셔의 사업은 계속 악화되었고, 버핏이 손을 떼려고 했을 때는 이미 너무 늦어버린 상태가 되었습니다. 버핏은 버크셔 주식을 추가 매수하면서 본인 스스로가 CEO가 되었습니다. 섬유 사업은 끔찍했고, 자본을 잠식되기 시

작하면서 버핏은 어쩔 수 없이 다른 투자를 위한 지주회사로 버크셔를 활용하기로 했습니다. 즉, 버크셔는 버핏의 실수를 만회하는 과정에서 탄생한 결과물일 뿐이지, 좋은 사업에 투자한 결과물은 아니었던 것이죠. 버핏 스스로 버크셔 투자가 '약 2,000억 달러의 비용'이라고 했을 정도로 실패를 인정하고 있습니다.

버핏이 버크셔 해서웨이 매수 주문을 낸 매매 카드

DATE	NAME	A	P	A	P	REMARKS
12/13/62	Bot 1/2 BWX			150	7 1/2	
	from W.L. Canady					plus 10¢ per shr
12/13/62	Bot 1/2 BWX			1000	7 1/2	
	from Blather					plus \$10 per 100 shr
12/14/62	Bot 1/2 BWX			200	7 1/2	
	from NY Mercantile					plus \$10 per 100 shr
12/14/62	Bot 1/2 BWX			660	7 1/2	
	from Mary Gannon					plus 10¢ per shr Boston
12/14/62	Bot 1/2 BWX			900	7 1/2	
	from Mary Gannon					plus 10¢ per shr Boston
12/17/62	Bot 1/2 BWX			1000	7 1/2	
	from J.B. Maguire					plus \$10 per 100 shr Boston
12/17/62	Bot 1/2 BWX			200	7 1/2	
	from Hayden Stone					plus \$10 per 100 shr Boston
12/17/62	Bot 1/2 BWX			800	7 1/2	
	from Singer Bros					plus 10¢ swing plus \$16 per 100

출처: 트위디 브라운

버크셔는 과거에 좋은 사업을 했지만 섬유 사업 자체가 사양 산업이었고, 버크셔가 경쟁자들 대비 경쟁 우위를 가져가기에 제품 자체에 차별화 요소가 적었습니다. 아무리 싼 가격이라도 기본적으로 좋은 사업을 영위하지 못하는 회사에 대한 투자가 얼마나 어려운 것인지 알 수 있습니다. 버핏은 초기 수년 간의 투자 경험을 통해 좋은 사업에 대한 투자가 얼마나 중요한지를 스스로 깨닫고, 투자 스타일을 발전시켜갔습니다. 버핏은 “훌륭한 회사를 합리적인 가격에 사는 것이 보통의 회사를 훌륭한 가격에 사는 것보다 낫다”라고 말했고, “시간은 훌륭한 사업의 친구이지만, 평범한 사업에는 적이다”라고 평하면서 좋은 사업의 중요성을 강조했습니다.

적정한 수준 이상의 성장은 필요하다

성장은 무척 중요합니다. 기업의 존재 이유 중 하나는 ‘성장을 통한 주주 이익 증진’이기 때문입니다. 쉽게 설명해서 성장하지 않는 기업의 주식을 보유하는 것은 주주의 자산을 보전하는 것인데, 자산 보전은 기업보다 은행이 더 안전하고 잘합니다. 지금은 아니지만 미래에는 성장할 가능성이 충분한 근거가 있는 기업이거나 기업의 가치 대비 주가가 지나치게 싸서 기대 수익이 예상되는 경우가 아니라면, 성장하지 않는 기업은 보유하지 않는 게 좋습니다.

그렇다면, 성장하는 주식일지는 어떻게 파악할 수 있을까요? 여기서 우리는 필립 피셔 Philip Fisher라는 위대한 투자자의 조언을 경청해야 합니다.

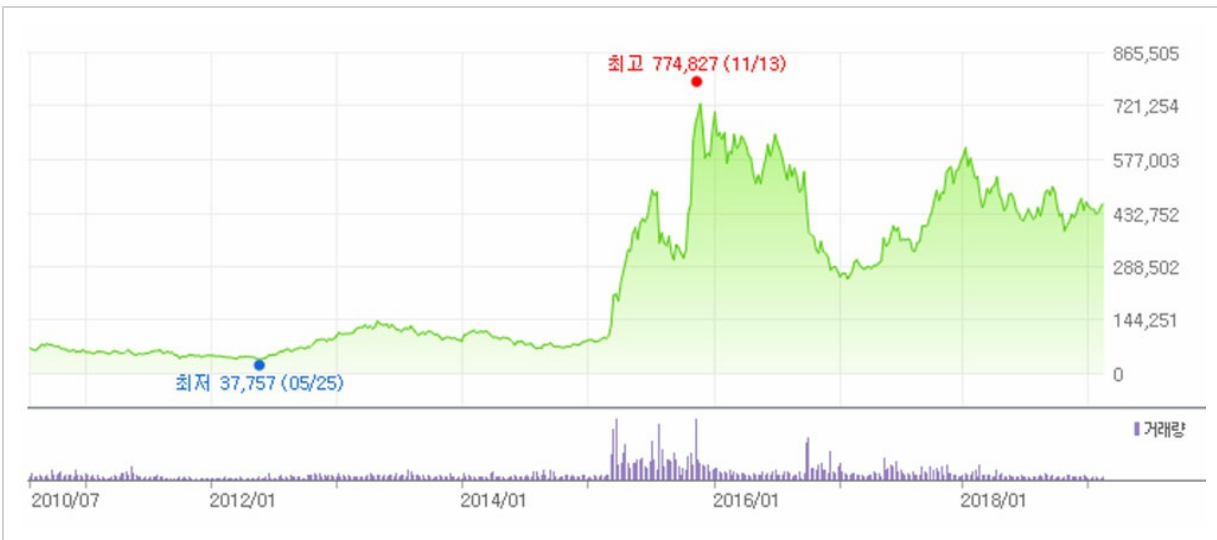
“시장이 충분히 커야 합니다. 회사의 제품이 속해 있는 시장이 회사의 현재 매출액 대비 커야 합니다. 우선 현재는 시장 규모가 절대적으로 크지 않더라도 향후 계속 커져나갈 수 있는 시장이어야 합니다. 시장이 커나가면서 그 시장의 플레이어들이 수혜를 입을 수 있는 시장이면 좋습니다. 성장률이 높으면 좋지만, 최소한 물가상승률 이상의 성장률은 나와야 합니다. 시장이 성장하지 않아도 됩니다. 하지만 성장하지 않는 시장에서는 회사가 능력을 발휘해 시장점유율을 높일 수 있도록 충분히 커야 합니다. 즉, 시장이 2% 성장한다고 하더라도 회사가 혁신적인 제품을 출시해 점유율을 5%에서 30%로 늘리면 시장성장률 이상으로 충분히 성장을 만들어 낼 수 있는 것이니까요.”

시장 규모의 한계가 있다면, 기업은 현재 제품에 만족하지 않고 미래를 위해 준비하고 있어야 합니다. 새로운 시장에 진출하거나 신제품을 준비해야 하는 것이죠. 한국 시장에 머무르지 말고 미국·유럽·중국 등으로 진출해야 하며, 그것이 아니라면 기존 제품을 응용해서 새로운 제품을 늘려가야 합니다. 당장 가시적인 시장 혹은 제품이 없더라도 연구개발 활동을 통해 새로운 매출원을 발굴하는 노력을 지속해야 합니다.

현재의 높은 영업이익률과 ROE(Return on Equity, 자기자본이익률)도 중요합니다. 현실적으로 이익이 적은 업체들이 연구개발을 많이 할 수 없습니다. 연구개발로 이익률이 하락했다면 살펴볼

필요가 있지만, 이익률 자체가 아주 낮은 업체들은 구조적으로 ‘연구개발→신제품→성장→연구개발’이라는 선순환 고리에 접어들기 힘듭니다. 충분한 연구개발을 하고 있음에도 이익률이 높다면 아주 좋은 업체이고, 이러한 기업은 경제적 해자를 가지고 있는 경우가 많습니다. 연구개발을 열심히 하기 때문에 이익률이 낮다면 그 연구개발의 성과가 언제/어떻게 나올지를 파악한다면 아주 좋은 투자 기회가 될 수 있습니다. 2015년 한미약품이 대표적인 사례입니다.

한미약품의 주가 그래프



출처: 네이버증권

뛰어난 경영진은 이러한 활동을 뒷받침합니다. 경영진의 가장 중요한 능력은 회사가 지속 성장할 수 있는 토대를 만들기 위해 회사의 가용자원을 최대로 활용하는 것입니다. 현재 속해 있는 시장에서 경쟁력을 강화해 시장 성장과 점유율 확대의 수혜를 누릴 수 있어야 하고, 그 수혜가 주주에게까지 돌아갈 수 있도록 주주가치 제고에 노력을 기울여야 합니다. 미래를 위해 연구개발에 대한 충분한 자원배분을 결정하고, 이를 독심 있게 밀고 나갈 수 있어야 합니다.

이와 관련해서 더 자세히 공부해보고 싶으신 분들에게, 필립 피셔의 명저 《위대한 기업에 투자하라》(원서명: Common Stocks And Uncommon Profits and Other Writings, 굿모닝북스, 2005년 출간)를 강력하게 추천합니다.

경제적 해자를 갖춘 기업

어느 정도 투자를 공부해보신 분이라면, ‘경제적 해자’라는 용어를 많이 들어보셨을 것입니다. 먼저 ‘해자’란 중세 시대에 성 주변에 도랑을 파고 그곳에 물을 채워서 적으로부터의 침입에 대비하던 방어 수단을 말합니다. 여기서 유래된 말이 ‘경제적 해자’인데, 말 그대로 경쟁자들로부터 회사의 매출(수익)을 방어해주는 수단을 말합니다.

성을 둘러싼 해자



출처: 셔터스톡

그럼, 우리는 이 회사가 경제적 해자가 있는지 없는지 어떻게 파악할 수 있을까요? 경제적 해자를 파악하기 위해서는 정말 다양한 각도에서 사업과 회사를 분석하기 때문에 쉽지 않은 일입니다. 다만, 경제적 해자의 가늠자로서 우리가 바로 인지할 수 있는 것은 ‘높은 ROE’입니다. ROE라는 것은 Return Of Equity의 약자로 ‘자기자본수익률’을 말합니다. 즉, 투자한 돈 대비 어느 정도의 수익률을 가져오느냐를 측정하는 재무지표이지요. ROE가 중요한 것은 수익성이 높은 사업은 필연적으로 경쟁자들을 끌어들이는데, 치열한 경쟁 상황에서도 높은 수치

가 지속된다는 건 그 기업의 뛰어난 경제적 해자를 증명하는 것이라고 볼 수 있기 때문입니다. 하지만 단순히 높은 ROE를 보고 ‘아, 이 회사가 경제적 해자가 있구나’라고 말 것이 아니라 높은 ROE가 지속되는 원천이 무엇인가를 분석하고, 그 견고함을 검증해야 합니다. 그 견고함의 원천이 바로 경제적 해자라고 할 수 있으니까요.

경제적 해자의 원천과 관련해서는 워런 버핏의 영원한 파트너 찰리 멩거Charlie Munger의 구분을 예로 들어 보겠습니다. 찰리 멩거는 경제적 해자의 구성 요소로 크게 5가지를 제시했습니다.

1. 공급 측면에서의 규모의 경제Supply Side Economies of Scale
2. 수요 측면에서의 규모의 경제, 네트워크 효과Demand-Side Economies of Scale, Network Effects
3. 브랜드Brand
4. 규제Regulation
5. 특허와 지적 재산권Patents and Intellectual Property

차근차근 하나씩 살펴보도록 합시다.

1. 공급 측면에서의 규모의 경제Supply Side Economies of Scale

이 해자의 대표적인 예로는 월마트Walmart를 들 수 있습니다. 월마트는 물류 및 공급 시스템에 투자해서 ‘공급’ 측면에서 엄청난 규모의 경제를 가지고 있습니다. 월마트는 수익성에 더해지는 상당한 수준의 영업 효율성도 보유하고 있지요. 하지만 최근 아마존 같은 기업 때문에 이 해자가 조금씩 약화되고 있습니다. 해자라는 것이 영원하지 않을 수 있다는 것을 확인시켜주고 있습니다.

2. 수요 측면에서의 규모의 경제, 네트워크 효과Demand-Side Economies of Scale, Network Effects

페이스북, 이베이, 크렉리스트, 그리고 트위터 등이 이 구성 요소의 예가 될 수 있겠습니다만 아마 가장 좋은 예는 구글일 것입니다. 무엇보다 구글의 검색엔진 지배력입니다. 그것이 얼마나 강해졌는지 인터넷에서 뭔가를 검색하는 것이 ‘구글링’이라는 용어가 되었습니다. 찰리 멩거가 “구글처럼 넓은 해자를 본 적이 없다”고 말할 정도였으니까요.

3. 브랜드Brand

코카콜라, 나이키, 디즈니, 코스트코 등이 대표적입니다. 브랜드는 설명하기 가장 힘든 해자 중 하나이지만, 여러분들이 '그것을 볼 때 그것이 무엇인지'를 압니다. 코카콜라를 떠올리면, 여러분은 캔 안에 무엇이 있는지 당신의 반응이 어떻게 될 것인지 금방 떠올릴 수 있습니다. 브랜드는 시간이 지남에 따라 실패할 수 있는데, 형편없는 마케팅이나 브랜드 변경으로 스스로를 해치지 않는 한 한번 구축된 브랜드는 끌어내리기가 어렵습니다. 멍거와 버핏은 브랜드 기반 해자의 강도를 결정할 때 매우 중요한 테스트를 거치는데, 경쟁사가 돈을 쏟아부어서 해당 브랜드를 대체하거나 약화시킬 수 있는지 여부를 확인합니다.

4. 규제Regulation

규제가 경쟁 업체에게 진입 장벽으로 작용할 정도로 높은 규제 속에서 역량을 창출한 산업이 있습니다. 금융업이 바로 그러한 예입니다. 기간산업과 같이 정부가 규제를 통해 단단한 진입장벽을 형성놓은 경우, 이는 기업에게 경제적 해자로 작용합니다.

5. 특허와 지식재산권Patents and Intellectual Property

특허 또는 다른 유형의 지식재산권을 부여받은 회사는 법적 독점권을 부여 받습니다. 특허는 해당 제품에 대해 돈을 발행할 권한을 부여하는 것과 마찬가지로입니다. 한 예로 퀄컴 Qualcomm을 들 수 있습니다. 퀄컴은 수많은 특허를 보유하고 있고, 수요 측면에서의 규모의 경제를 갖춘 중요한 무선 표준을 가지고 있어 상당한 해자를 만들었습니다.

사실 경제적 해자의 원천으로 이 5가지로만 딱 구분할 수는 없습니다. 더 많은 해자의 원천들이 있을 수 있고, 과거에 해자였던 것이 지금은 해자가 아니었을 수도 있습니다. 예상조차 할 수 없었던 다양한 위협들이 해자를 약화시킬 수 있는 것이죠.

경제적 해자가 빨리 없어질 수 있음을 증명한 사건 중 하나는 워런 버핏의 텍스터 슈즈 Dexter Shoes 인수 건입니다. 1993년 버크셔 해서웨이는 텍스터 슈즈를 인수했는데, 그 당시 텍스터 슈즈는 오랜 시간 수익성이 있었고, 견고한 프랜차이즈와 뛰어난 경영진을 갖고 있었습니다. 즉, 버핏이 좋아할 만한 기업이었던 것이죠. 버핏은 1993년 텍스터를 사기 위해 4,330만 달러를 투자했고, 그 대가를 버크셔 주식으로 주었습니다. 그렇지만, 알궂게도 견고한 경쟁력이라고 생각했던 것들이 몇 년 후 사라지기 시작합니다. 가치 없는 사업을 위해 지불한

4,000만 달러의 매수 대금은 버크셔 주주들에게는 35억 달러의 손실이 되었고, 지금의 가치로는 2,200억 달러가 넘습니다.

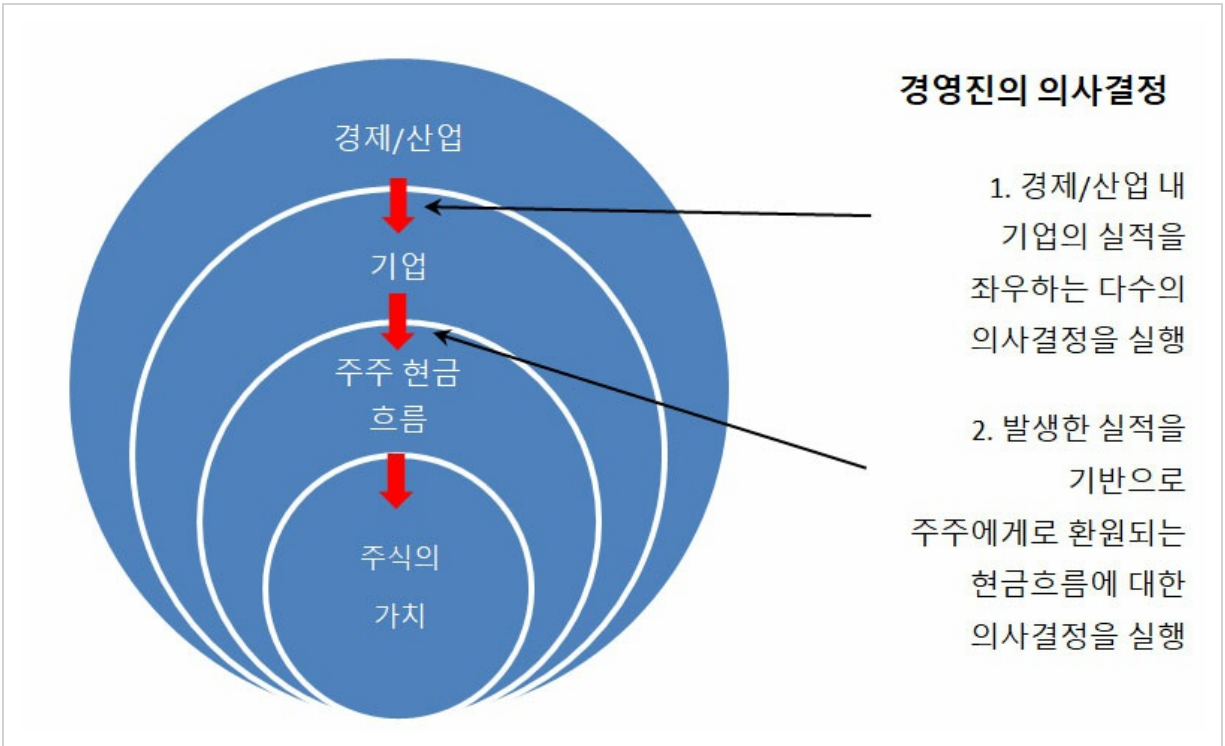
결국 무엇이 기업의 해자인지는 여러 가지 기준으로 투자자가 스스로 판단해야 하고, 이를 위해서는 기업에 대한 정확한 분석이 필요합니다. 해자의 강화 및 약화 여부를 알기 위해서는 지속적으로 기업들을 관찰해야 합니다.

관련하여 읽어볼 책으로 팻 도시가 쓴 《경제적 해자》(원서명: The Little Book That Builds Wealth, 리더앤리더, 2009년 출간)를 추천합니다.

능력 있고 신뢰할 수 있는 경영진

마지막으로, 워런 버핏이 기업을 고르는 기준으로 들었던 ‘셋째, 정직하고 능력 있는 사람들이 운영하고’에 해당하는 ‘경영진’에 대해 이야기해보겠습니다. 경영진의 의사결정이 기업을 통해 주주로까지 연결되는 흐름에서 크게는 두 가지 단계가 있습니다. 하나는 기업가치에 관한 측면이고, 또 하나는 현금흐름 가치에 관한 측면입니다. 다음의 그림을 보시죠.

경영진의 의사결정이 주식의 가치에 미치는 단계적 영향



출처: 필자 작성

첫 번째 측면은 주식의 가치를 결정하는 것은 기업이고, 그 기업을 실제로 움직이는 것은 경영진이라는 관점입니다. 물론, 기업이 경영진 몇 명에 의해서 크게 좌우된다면 그리 좋은 기업이 아니겠지만, 실제로 많은 기업들이 경영진의 의사결정에 의해 단기적으로 기업가치가 영향을 받습니다. 버핏은 이를 “좋은 회사는 선택하기 쉬운 의사결정들을 연속적으로 제시하는 반면에, 나쁜 회사는 계속해서 끔찍한 선택만을 제시하며 의사결정을 극도로 어렵게 만든다”라고 표현했습니다.

두 번째 측면은 사업 파트너의 관점입니다. 이는 주식회사의 태생적인 부분에서 유래합니다. 주식회사라는 제도는 어떤 사업에 대해서 능력 있는 사람들이 회사를 만드는 과정에서 본인 스스로가 모든 자본을 마련할 수 없기 때문에 다른 사람들의 자본을 유치하는 과정에서 생겨났습니다. 자본의 비율대로 주식을 나눠주고, 그 주식을 보유한 사람들은 회사를 실제 운영하는 사람들에게 운영권을 주는 대신, 운영 수익에 대한 배분권을 받습니다. 즉, 회사 이익에 대해서 현재 혹은 미래에 나눠 가질 권리를 의미합니다. 이익을 현재 배분받는 방법은 ‘배당’이 대표적이고, 나중에 배분받는 방법으로는 회사를 청산할 때 받는 ‘청산금’이 있습니다.

간단히 보면, 주식을 소유한 주주들이 돈을 버는 방법은 두 가지밖에 없습니다. 회사의 주가가 오르든지(=주가 이익) 아니면, 당해 혹은 누적 이익의 일부를 돌려받든지(=배당)입니다. 주가가 오르는 것도 회사가 계속 돈을 벌고, 이렇게 누적된 이익을 나중에 배당 혹은 청산금으로 돌려받을 수 있다는 기대감입니다. 결국 모든 주주 이익의 근간은 돌려받는 돈, 즉 주주에게로의 현금흐름이라고 보시면 됩니다.

그렇다면, 경영진들을 개인적으로 알기 어렵고 각종 미팅에서도 만나기 힘든데, 경영진을 어떻게 평가할 수 있을까요? 가장 좋은 방법은 역시 사실 수집일 수밖에 없습니다. 사실 수집은 다양한 원천, 즉 신문기사, 인터뷰, 발표회, 주주총회, 주변인, 경쟁사 등을 통해 경영진의 능력과 신뢰성에 대해 조사하는 것입니다. 가장 현실적인 접근은 신문기사나 언론 인터뷰를 꼼꼼히 보는 것이겠죠. 관심 회사의 기사뿐만 아니라 경쟁 회사 및 업계 기사들도 보면서 경영진의 인터뷰도 함께 검증해봐야 합니다. 그런 배경지식이 쌓이다보면 경영진의 인터뷰가 진실된 소리인지 터무니없는 소리인지 판단하실 수 있습니다.

주주총회에 참석해서 경영진이 하는 발언과 주주들의 질문에 어떻게 대답하는지를 듣는 것도 좋은 방법입니다. 주주들의 질문을 사전 조율하는 행태를 보인다면 경영진이 현안에 대해 잘 알지 못한다면 좋은 신호는 아니겠죠. 제 지인은 평소 관심 있던 중소기업의 주주총회에 참석했는데, 참석한 주주들이 몇 명 없었지만 대표를 비롯한 경영진들이 주주총회가 끝난 후 점심까지 사주면서 질문에 성심성의껏 대답을 해주어서 기업에 대한 신뢰가 더욱 커졌다고 합니다. 이후 그 회사의 주가는 두 배 상승했습니다.

회사의 사업보고서나 각종 브로슈어를 확인하는 것도 좋은 방법입니다. 회사와 관련 없이 대주주나 경영진의 치적을 과하게 홍보하는 사진이나 내용이 많다면 좋지 않은 신호입니다. 이사회 구성을 보는 것도 좋습니다. 이사회에 사업 전문가들이 아닌 정치인, 교수 등 비전문가들이 많다면, 그 회사는 본업보다는 대외적인 것에 더 관심이 많은 것으로 해석해볼 수 있습니다. 관련하여 경영진들이 업무와는 상관없는 외부 활동에 주력한다면 좋지 않습니다. 정부 행사나 스포츠 행사에서 과도하게 사진을 찍히는 분들은 회사보다 본인 명성에 더 신경쓰는 분들입니다.

사실 수집에 있어 가장 중요한 점은 회사와 경영진의 예상이 실제로 이루어지는지를 체크하는 것입니다. 예를 들면, 과거 몇 년간 회사/경영진이 신사업 계획을 밝힌 대로 되었는지, 그랬다면 그 원인이 무엇인지를 보는 것입니다. 사업 계획 대비 수요/공급의 균형이 맞지 않았다면 능력을 의심하거나 애초에 과대 포장된 것일 수 있습니다. 이익 예상치에도 부합했는지 살펴보아야 합니다. 회사가 채권자 혹은 주주들로부터 자금을 조달하기 위해 의도적으로 이익 전망을 높게 했을 수도 있고, 단기 사이클을 장기 트렌드로 착각하여 잘못된 의사결정을 하는 무능력한 경영 행태를 보였을 수도 있습니다. 다시 강조하면, **우리는 능력 있고 신뢰가 가는 사람들과 동업해야 합니다.**

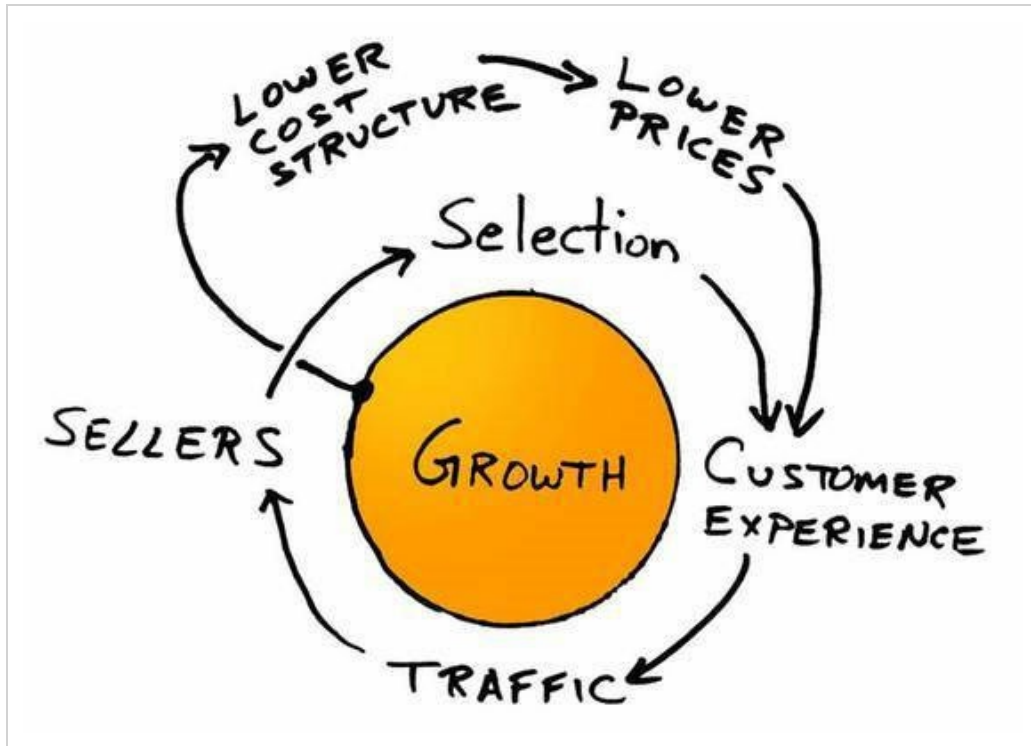
수집으로도 미덥지 않다면, 경영진이 주식을 대규모로 소유한 회사를 고르는 것도 좋은 방법입니다. 이들은 통상적으로 단순 고용자인 경영진보다 더 나은 선택을 하는데, 자신의 부가 위험에 처할 수 있기 때문입니다. 그들은 자신의 부가 단기적인 재무 목표를 달성했을 때 나오는 연봉·보너스 등이 아니라 장기적인 기업가치 상승을 통해 나온다는 사실을 알고 있고, 장기적인 기업가치를 구축하는 것에 집중합니다. 이들은 의사결정에 있어서도 외부 압력에 대응해 보다 자유로운 행동을 취할 수 있습니다.

대표적인 사례가 미국의 온라인 기업인 아마존Amazon입니다. 아마존은 최초에 온라인 서점으로 출발했지만, 서점에만 머무르지 않고 쇼핑몰로 진화했고, 클라우드·컨텐츠·바이오 등 다양한 사업을 영위하고 있습니다. 이러한 여정에서 아마존은 수많은 외부 채권자와 소액주주들로부터 단기 이익에 대한 압력을 받아왔지만, 대주주이면서 최고 경영자인 제프 베조스Jeff Bezos는 장기적인 관점에서 기업가치 향상에 집중했습니다.

아래 그림은 제프 베조스가 식당 냅킨에 그린 아마존 사업에 대한 설명입니다. 베조스는 뛰어난 판매자들을 선별하고, 그 과정에서 저비용 구조를 구축하여 저가격을 유지한다면 고객 만족도가 높아지고, 그러면 더 많은 고객이 찾아와서 결국 더 좋은 판매자들이 아마존으로 올 것이라고 생각했습니다. 이러한 선순환 구조를 통해 네트워크 효과를 구축하는 것이 베조스의 핵심 성장 전략이었습니다. 이 그림에는 ‘이익Profit’이라는 단어가 없음에 주목해야 합니다. 만약 베조스가 대주주가 아니었다면, 그는 진작 해고당하고 아마존은 현재의 아마존이 되지 못

했을 수 있습니다. 기업의 핵심이 무엇이고, 이를 어떻게 키울 수 있는지에 대해서는 장기적인 그림이 필요하고, 이를 실현해가는 과정을 뚜벅뚜벅 걸어 나갈 수 있는 경영진이 필요합니다.

아마존의 CEO 제프 베조스가 아마존 사업에 대해 설명한 냅킨 스케치



출처: Amazon

이런 기업들의 가치는 시간이 갈수록 상승합니다. 찰리 멩거는 “이상적인 기업은 자본수익률이 아주 높고, 그 수익을 동일한 수익률로 사업에 재투자할 수 있는 기업이다.”라고 말했습니다. 수익을 재투자해 늘어난 자본으로도 더 높은 수익을 올릴 수 있는 기업이 좋은 기업입니다. “좋은 기업에게 시간은 친구”라는 말을 되새겨야 하고, 시간이 친구가 될 수 있는 성장률을 만들어낼 수 있는 기업을 선택해야 할 것입니다.

경영자가 기업가치에 얼마나 큰 영향인지를 좀 더 알고 싶다면, 윌리엄 손다이크가 쓴 《현금의 재발견》(원서명: The Outsiders, 마인드빌딩, 2019년 개정 출간)를 추천합니다. 워런 버핏이 주주서한에서 강력하게 추천한 바 있는 책이기도 합니다.

[와이민이 꼭! 짚어주는 투자 공부법]

투자자의 질문을 준비하라

‘투자자의 질문’에 대해 잠깐 짚고 넘어가겠습니다.

다음과 같은 두 가지 질문이 있습니다.

A. 작년 이익은 얼마였는데, 올해 예상하는 이익은 얼마인가요?

B. 올해는 어떤 점이 더해져서 이익이 좋아지나요? 이런 점이 지속 가능하다고 보는 이유는 무엇인가요?

다음 두 가지 질문도 있습니다.

A. 올해 예상하는 회사의 점유율은 얼마인가요?

B. 회사의 어떤 점이 수요자를 만족시켜서 점유율이 올라가나요? 왜 경쟁자들이 점유율을 못 뺏어가요?

어떤 것이 투자와 관련된 정보를 얻기에 좋은 질문인가요? 물론, A 질문을 하고, B 질문으로 옮겨가면 문제가 없겠지요. 그런데, A 질문에서 멈추는 투자자들도 생각보다 많습니다. 그런 장면을 볼 때마다 조금 안타깝습니다. 지적 호기심을 충족시키는 선에서 그치는 것이 거든요.

투자자의 질문은 ‘힘’에 대한 질문입니다. 현상에 대한 피상적 질문이 아니고, 단기적으로만 의미 있는 질문도 아닙니다(물론, 이런 질문들이 쌓여 투자자의 질문이 되기도 합니다만, 시간적·물리적 소모가 많습니다). 투자자의 질문은 근본적인 원인과 추세를 이루는 힘에 대한 질문입니다. 이유와 재발 가능성에 대한 질문이기도 합니다.

투자자로서 질문하기 위해서는 미리 공부를 해야 합니다. 통상 1시간 정도의 미팅에서 기업을 모두 다 판단할 수 있다고 생각하지는 않겠죠. 짧은 시간 동안 우리는 어떤 회사인

가를 파악하는 데 핵심적인 질문을 해야 합니다. 투자자로서 온 사람과 투자를 받기 위해 온 사람들은 서로가 시간이 아깝습니다. 한정된 시간을 최대한 효율적으로 쓰기 위해서는 미리미리 공부해야 합니다. 미리 공부를 하면, 불필요한 질문은 줄고 간결한 질문을 할 수 있으며 상대방의 답변도 찰떡같이 알아들을 수 있습니다. **질문 자체보다는 질문을 준비하는 과정에서 더 배웁니다.**

투자자의 질문을 하기 위해서는 생각을 필요로 합니다. 우리는 단순 사실을 캐기 위해서 질문하기도 하지만, 질문의 궁극적인 목적은 이 회사가 투자할 만한 회사인지를 판단하기 위함입니다. 판단을 위해서는 이 회사의 비즈니스 모델에서 가장 중요한 요소가 무엇이고, 이 회사는 그걸 어떻게 구축했고, 어떤 방식으로 유지할지에 대해서 고민해봐야 합니다. 그런 고민을 기반으로 수준이 다른 질문을 하면, 상대방도 그에 맞춰 대접해줍니다. 투자자로서 대접받는 답변을 들으실 수 있습니다.

투자자 질문을 하기 위해서는 조금만 더 나가면 됩니다. 앞서 살펴본 것과 같이 A 질문으로 화두를 던지고, 조금 더 나아가 B 질문으로 이어가면 됩니다. ‘그릿Grit’이라는 말처럼 조금만 더 관심을 가지고 물어보시면 투자자의 질문을 할 수 있고, 투자자에게 필요한 답변을 들을 수 있을 것입니다. 그런 질문과 대답을 기반으로 한 투자가 훨씬 지속성이 있습니다.