

안전마진

Margin of Safety : Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor

세스 클라만 / 윤세욱 / VIP투자자문 / 1991→2009 / 278p / 비매품

사려깊은 투자자를 위한 위험회피 가치투자 전략.

세스 클라만. 코넬大 경제학과. 하버드大 MBA. 1982년 마우포스트 그룹 설립 이후 연 20% 내외의 수익률을 올리고 있다.

윤세욱. VIP투자자문 자산운용 운용역.

서문

많은 투자자들이 장기적이 성공에 관한 전망이나 손실 가능성을 알려 주지 않는 여러 가지 투자전략을 도입하는 우를 범한다.

이러한 투자전략들은 일관된 투자법이라기보다는 투기나 합법적인 도박에 가깝다.

투자자들은 빠르고 손쉬운 이익을 바라는 욕심에 사로잡혔다가 월가의 유행에 희생제물이 되곤 한다.

기업가치에 비해 현저하게 저평가되어 거래되는 주식에 투자하는 전략인 가치투자는 손실 위험은 제한적이면서도 투자성과는 탁월하다.

많은 투자자들이 목적지에 채 도달하기도 전에 가야 할 길을 금세 잃어버린다.

투자의 세계에서는 꾸준히 학습하고 훈련하려는 노력이 없으면 길을 잃기가 무척이나 쉽다.

다른 이들이 저지르는 실수를 피하는 일은 성공투자로 가는 가장 중요한 첫걸음이다.

사실 그것만으로 성공은 절반 이상 보장된 것이나 다를 바 없다.

가치투자는 엄청난 강도의 노동과 엄격히 지켜야 할 원칙 뿐 아니라 장기적인 시각을 요구한다.

가치투자자가 되는데 드는 시간과 노력을 감당한 능력이나 시간이 되는 사람은 그리 많지 않다.

오직 그들 중에서도 몇몇만이 성공을 위한 마인드를 지닐 뿐이다.

투자의 세계에서 왜 원칙이 통용되며, 왜 통용되지 않는지를 파악하기 위해서는 원칙들 뒤에 숨겨진 이유들을 이해해야 한다.

만약 외계인이 지구에 착륙해서 금융시장이 돌아가는 방식과 참여자들의 행동을 분석한다면, 지구인의 지성에 대해 의문을 제기할 것이다.

월가는 어떤 관점으로 보자면 거대한 카지노에 불과하다. 수수료 때문에 월가는 경제성보다는 거래량에 훨씬 더 관심이 많다.

수천억 달러가 인덱스펀드같이 기업가치나 펀더멘털이 완전히 무시되는 대상에 투자된다.

다른 투자자나 투기자들의 행동을 연구해야 하는 이유는, 그들의 행동이 거꾸로 가치투자자들을 위한 기회를 만들어 내기 때문이다.

궁극적으로 투자자들은 두 길 중 하나를 선택해야 한다.

1) 대중을 따르는 편안함을 주는 쉬운 길이다. 물론 잘못된 선택이다.

이 길은 다수의 시장참여자들을 이끄는 탐욕과 공포에 지배되며, 상대수익률 게임에서 비롯되는 단기성과 지향에 굴복하는 것을 의미한다.

이 방법을 쓰면 투자자들은 대부분의 시간을 다른 시장참여자들이 무엇을 할 것인지 예측해 그보다 앞서 행동하려고 노력하게 된다.

문제는 높은 단기수익에 대한 탐욕이 투자자들의 눈을 가려 버릴 거라는 점이다.

2) **올바른 선택은 대다수가 하기 싫어하는 높은 수준의 노력이 요구된다.** 이 선택은 기본적인 분석으로 알려져 있다.

I. 대부분의 투자자들이 실패하는 이유

1. 투자 vs 투기

투자와 **투기**의 차이점을 이해하는 것은 성공투자를 위한 첫걸음이다.

하나의 주식에 투자한 투자자들은 세 가지 가능한 방법 중에 하나 이상의 것으로 이익을 얻기를 기대한다.

1) 더 높은 주가로 반영되거나 배당으로 분배될 기업의 잉여현금흐름.

2) 투자자들이 기초자산인 기업에 대해 지불하고자 하는 멀티플의 상승으로 인한 더 높은 주가상승. **멀티플 적용은 설명용일 뿐 논리적이지 않다.**

3) 주가와 기업가치의 괴리 감소.

반면 투기꾼들은 증권의 가격이 오를지 내릴 지에 대한 믿음에 기초하여 증권을 매수하고 매도한다.

이들의 판단은 다른 사람들의 행동에 대한 예측에 기초하고 있다.

투기꾼들은 주가의 방향에 대한 예측과 추측에 사로잡혀 있다.

시장을 예측하려고 하는 것은 시간낭비이고, 예측에 기초하여 투자를 하는 것은 투기적인 일이다.

투자자들에게는 장기적인 투자성공을 거둘 수 있는 합리적인 기회가 있다. 반면 투기꾼들은 장기간에 걸쳐 돈을 잃을 가능성이 크다.

투기는 본능적인 희열을 제공한다. 빨리 부자가 될 수 있다면 왜 느리게 부자가 되는 길을 선택하겠는가?

또한 투기는 대중과 반대되는 것이 아니라 대중과 함께 가는 것이다. 동질감 속에서의 위안이다. 많은 숫자로부터 확신을 얻는다.

가치투자자들은 투자의사결정에 있어 금융 현실에 주의를 기울여야 한다. 하지만 투기꾼들은 이런 제한이 없다.

오늘날의 많은 시장참여자들은 투자자가 아닌 투기꾼이기에 사업 펀더멘털은 더 이상 증권 가격책정의 필수적인 제한요소가 아니다.

자산과 증권들도 종종 투자 대상과 투기 대상으로 구분된다.

투자 대상은 소유자의 이익을 위한 현금흐름을 만들어 내는 반면, 투기 대상은 그렇지 못하다.

투기 대상의 소유자가 얻는 수익은 재판매 시장의 변동에 완전히 의존하고 있다.

미술품, 골동품, 동전, 야구카드 같은 수집품은 투기 대상에 이름을 올려야 한다.

기계, 삼림, 빌딩 등 투자 대상은 현금흐름을 창출한다. 수집품의 가치는 완전히 수요와 공급에 따라 변동한다.

당신이 금융시장에 참여한다면 투기꾼이 아니라 투자자로 행동해야 하며, 둘의 차이를 알고 있어야만 한다.

성공적인 투자자는 다른 사람들의 탐욕과 공포를 손안에 가지고 놀 정도로 이성적이다. 이는 감정적 내공이 아니라 원리에 대한 완전한 이해에서 나온다.

성공적인 투자자들은 거품이 낀 시장에서 조심하고, 공포에 빠진 시장에서 확고한 신념을 가진다.

실제로 시장과 그 안에서의 가격변동성을 보는 관점이 최종적인 투자의 성패를 가르는 핵심이다.

투자를 선택한 사람은 금융시장의 상반되는 두 가지 관점에 대한 또 다른 선택에 직면하게 된다.

- 1) 금융시장은 효율적이기에, 평균을 넘어서는 시장초과수익률은 헛된 꿈이라는 것이다.
- 2) 어떤 증권들은 비효율적으로 가격이 책정되어 투자자들에게 적은 위험으로 이익을 낼 수 있는 기회를 만들어 준다는 것이다.

기초자산 가치로부터 할인하여 매수하고자 하는 **가치투자자들은 미스터 마켓의 비합리성을 활용할 수 있는 위치에 있다.**

투기꾼은 미스터 마켓을 투자의 길잡이로 오해한다. 투자의 성공과 주식시장의 성공을 혼동하지 말라.

주가가 올랐다는 사실이 해당기업이 잘하고 있다는 것을 보장하지 않으며, 기초자산 가치가 증가했다는 사실을 담보하지도 않는다.

같은 맥락으로 주가의 하락이 사업의 악화나 기초자산의 가치 감소를 반드시 반영하는 것도 아니다.

투자자가 주가의 변동과 해당기업의 현실을 구분하는 것은 매우 중요하다.

일반적인 경향은 매수가 더 많은 매수를 낳고 매도가 더 많은 매도를 촉진하는 것이지만, 투자자들은 시장의 힘에 굴복하려는 성향에 맞서야 한다.

가격만이 아닌, 가격과 비교한 가치가 당신의 투자의사결정에 사용되어야 한다.

미스터 마켓을 기초자산 가치와 가격이 괴리된 투자기회의 창조자로 여긴다면 당신은 가치투자자가 된다.

하지만 미스터 마켓을 투자의 길잡이로 여긴다면 아마도 당신의 자금을 운용해줄 다른 사람을 고용하라고 조언해주는 것이 최선일 것이다.

증권가격은 두 가지 기본적인 이유에 따라 오르내린다. 사업의 현실을 반영하거나, 수요와 공급의 단기적인 차이를 반영하는 것이다.

현실은 다양한 방식으로 변할 수 있고 본질적으로 어떤 것은 기업에 좌우되고 어떤 것은 거시경제에 좌우된다.

단기적으로는 수요와 공급에 의해 시장가격이 결정된다. 시간의 지평이 길어질수록 수요와 공급에 영향을 주는 근본적 요소가 시장가격을 지배한다.

투자자들은 증권가격을 넘어서 항상 기업가치를 따져 투자과정의 한 부분으로 양자를 비교해야 한다.

실패하는 투자자들은 감정에 의해 지배된다. **사람들은 대부분의 시간에는 책임 있고 신중하게 행동한다.** 하지만 돈을 투자할 때는 미쳐 버린다.

돈을 모으기 위해 열심히 일하고 엄격하게 저축하는 데에는 수 년이 걸리는 반면, 투자를 결정할 때는 몇 분 만에 종결해 버린다.

가전제품이나 사진장비를 구입하는 데에도 적용되는 이성이 투자의사결정에는 결여되어 있다.

대다수의 실패하는 투자자들은 주식시장을 불로소득을 올리는 곳이라고 여긴다.

누구나 쉽고 빠르게 이익을 얻고 노력 없이 수익을 취할 수 있다는 생각은 투자자에게 **탐욕**을 불러 일으킨다.

탐욕은 투자자들이 성공으로 가는 지름길을 찾으려 만든다. 장기에 걸친 복리수익을 얻기보다는 확실한 정보를 통한 빠른 수익을 탐하게 한다.

탐욕은 그 자체가 과도한 낙관론이며, 나쁜 뉴스를 무시하게 만든다.

탐욕은 장기적 목표의 성취로부터 단기적 투기를 선호하는 쪽으로 투자자들의 관심을 돌려 버릴 수도 있다.

탐욕으로 인해 더 높아진 가격을 정당화하기 위해 보수적인 가정이 재검토되고 변경되며, 시장에 열광이 나타난다.

정점을 지나고 무슨 일이 일어나고 있는지 인식하게 되면, 그 반대의 양상을 보이며 매도 패닉이 나타난다.

많은 투자자들은 탐욕스럽게도 투자세계에서의 성배인 **성공투자 공식**을 찾을 수 있다고 주장한다.

물론 복잡하지 않고 단순한 문제 해결책을 구하는 것은 인간의 본성이다.

금융시장은 하나의 공식으로 만들기엔 너무나 복잡하다. 더구나 어떤 성공투자 공식이 고안되더라도 다수가 이를 폭넓게 적용시키려는 경쟁으로 인하여 초과이익은 금세 사라져 버린다. 그 후에는 공식에 대한 탐색이 다시 시작되어야 한다. **적절한 공식에 맞는 투자대상을 찾는 것이 핵심이다.**

감정은 투자자들에게 가까이 있는 위험한 것으로, 특히 시장이 한쪽 방향으로 급격히 쏠릴 때 강화된다.

투자자들이 투자와 투기의 차이점을 이해하고, 미스터 마켓이 제공하는 기회를 활용하는 법을 배우는 것은 매우 중요하다.

2. 투자자들에게 손실을 입히는 월스트리트

슬픈 진실은 **대부분의 투자자들이 월가로부터 좋은 대접을 받고 있지 못하고 있다**는 점이다. 문제는 투자자들에게 이로운 것이 반드시 월가에 이로운 것이 아니며, 그 반대의 경우도 마찬가지라는 점이다.

월가는 다양한 업무를 추진하면서 자주 **이해관계의 상충과 단기성과 추구**에 시달리게 된다. **월가 사람들은 무엇을 효과적으로 수행했는지가 아니라 단지 무엇을 하느냐에 따라 수입을 얻는다.**

중개 수수료는 투자자의 손익과 무관하게 개별 거래마다 발생한다.

브로커들은 고객 일임계좌들의 과도한 단기거래나 일임권한이 없는 계좌들도 거래를 **유발시키려는 인센티브**가 있다.

월가의 트레이딩 업무라는 제로섬 게임에서 **월가의 기업과 고객**이 거래상대방이 되는 경우 이해상충 관계가 발생한다. **상대 패를 보고 치는 포커.**

월가는 발행고객들을 위해 증권가격을 높이 책정하거나 위험한 증권을 발행하는 것에서 더 높은 수수료를 챙길 수 있다.

증권의 발행자와 매수자의 중개자로 기능하면서도, 월가의 기업들은 스스로 발행자나 투자자가 되기도 한다.

투자자들은 업무에 관여하는 월가의 사람들이 어떻게 동기부여가 되는지 알고 있어야 한다. 브로커들은 유통시장 거래에서보다 신규발행 주식의 세일즈를 통해 몇 배나 많은 수수료를 챙긴다.

증권 발행사의 동기에 대해서도 매수자는 의심을 가지고 심도 있게 조사해야 한다.

오늘날의 상장시장은 꿈과 희망이 높은 멀티플로 자본화되는 곳이다. 게다가 신규증권의 발행은 기업의 자본조달이 아닌, 금융공학에 의한 자산 뒤섞기와 관련되어 과도한 가격이 책정되었거나 불순한 거래일 가능성이 있다.

발행사와 투자은행이 정보를 독점하고 타이밍, 가격, 증권배분을 조종하는데 어떻게 증권이 매력적일 수 있겠는가? 매수자는 항상 농간을 당한다.

신규발행은 투자자들이 낙관적이고 시장이 오를 때 활발해진다. 관건은 매수자들이 잘 속느냐 하는지의 여부다.

상장 당시의 가치보다 높은 프리미엄을 주고 매수한 더 큰 바보들은 피할 길 없이 돈을 잃고 만다.

월가의 선취수수료 추구는 단기적인 관점으로 이어진다.

브로커, 트레이더, 투자은행가 모두 시점에 관계없이 현재의 거래가 돈이 되어 보일 때 다음 거래까지 내다볼 여유가 없다.

1991년 초기에 월가의 완벽한 위선은 **증권화**에 의해 더 커졌고, 과도하게 차입이 걸린 회사의 증권을 발행해서 자금을 부채를 갚는데 사용했다.

월가에서 일하는 대다수 사람들에게 고객은 재정적 성공이나 신의는 부차적인 고려사항일 뿐이다.

단기적으로 자신의 수입을 극대화시키는 것이 최선의 목표다.

월가에서 확실한 것은 없다. 최고의 선의와 통찰력을 갖는 조언조차도 성공하지 못할 수 있다.

투자자들은 월가가 자기이익과 관계된 강한 강세론에 편향되어 있음을 잊어서는 안 된다.

월가의 기업들은 시장이 나쁠 때보다 좋을 때 더 많은 증권발행 업무를 수행한다.

월가에서 강세론자가 되기는 쉽다. 몇 가지 낙관적인 가정만 한다면 실무적으로 어떤 주식이나 채권도 합리적인 투자사례로 만들 수 있다.

문제는 상승 가능성에만 너무 관심을 둔다면 위험에 대한 시각을 잃어버린다는 점이다.

기업들도 자사 주가가 오르는 것을 매우 선호한다.

상승하는 주가는 경영진에 대한 신뢰, 경영진의 주식과 스톡옵션 가치상승, 재무적 유연성의 원천, 자본조달능력의 상승을 의미하기 때문이다.

금융시장 혁신은 월가에 좋은 일이지, 고객에게 좋은 일이 절대 아니다.

새로운 금융상품은 때로는 발행자의 재무적 문제를 해결하거나 투자자들의 요구를 만족시킨다. 그러나 대부분 수수료 발생에만 초점이 맞춰진다.

월가의 투자은행과 중개인들이 금융시장 혁신으로부터 발생하는 대부분의 이익을 가져간다.

1980년대에 금융시장에는 새로운 채무, 파생증권들이 봇물 터지듯 쏟아져 나왔다.

투자자들은 혁신의 초기 성공이 최종적인 수익의 믿을 만한 지표가 되지 못한다는 것을 알아야 한다.

월가의 유행이 시장에서 직면하는 종말은 투자자들의 열광이 사라지는 것과 함께 나타난다.

월가 사람들의 행동준칙은 자기 이익의 극대화다. 이들은 단기적 관점을 유지한다. 이들의

행태를 알고 있어야 한다.

당신이 월가의 도움에만 의존한다면 투자성공은 요원한 일로 남을 것이다.

3. 기관투자자의 수익률 게임 : 패자는 고객

대부분의 펀드매니저들은 투자결과가 아니라 운용자산에서 몇%씩 보상을 받는다. 수수료를 늘리려면 수익률이 아니라 운용자산을 늘려야 한다.

펀드매니저와 고객간의 이해갈등은 보통 펀드매니저 쪽에 우호적인 방향으로 해결된다.

자산운용 사업은 돈을 많이 벌 수 있다. 자본투자가 거의 없을 뿐 아니라 높은 보상을 얻을 수 있다.

자산운용 사업의 높은 수익성은 대규모의 고객이탈이 있기 전까지는 유지된다.

수많은 펀드매니저들은 다른 회사의 펀드매니저들과 매일매일 비교를 당한다.

단기 수익률 게임에서 승자는 없다. 단기의 증권가격 변동성은 불규칙하기에 단기에 시장수익률을 초과 달성하려는 것은 헛된 일이다. **주식시장은 단기적으로는 불규칙하게 움직인다. 그러나 중장기적으로는 원리에 의해 움직인다. 따라서 투자자는 투자의 원리와 시간의 지평을 일치시켜야 한다.**

무의미한 게임에 완전히 자신을 맞춰 놓기 때문에 건전한 장기적 기회를 찾으려는 펀드매니저의 마음은 혼란스러워진다.

고객의 자금과 함께 자신의 돈을 같이 투자하는 기관 펀드매니저들이 거의 없다는 사실은 유의미하다.

이는 펀드매니저들이 고객을 위한 최선이 아니라 회사를 위한 최선을 다하도록 만든다.

"고대의 로마 건축현장에서는 완성된 로마양식의 아치에서 지지대 발판이 치워질 때 건축가가 그 바로 밑에 서 있게 했다. 아치가 붕괴되면 건축가가 제일 먼저 알 것이다. 수많은 로마 양식의 아치가 지금까지 남아 있는 것은 놀라운 일이 아니다." - 폴 로젠스타인로던.

펀드매니저들이 자신의 돈을 고객의 돈과 함께 투자한다면 상대수익률 관점은 금방 사라질 것이다.

다른 사람들의 행동을 추측하는 것이 아니라 절대 수익률을 극대화하고자 하는 지적인 진실만이 기관투자자들의 투자 프로세스를 교정할 수 있다.

투자는 지나치게 힘든 기회가 왔을 때 이루어져야지 단순히 남들이 하는 대로 따라 해서는 안 된다.

대부분의 펀드매니저는 항상 추가적인 운용자금을 원하기 때문에 새로운 잠재고객들과의 만남에 많은 시간을 사용한다.

현재 고객과 잠재 고객 모두 펀드매니저와 미팅을 갖지 않을 경우 수익을 더 많이 올릴 수 있다는 것은 아이러니다.

한 번의 미팅이 펀드매니저에게 부담을 주지는 않는다. 그러나 마케팅에 쓰여진 누적된 시간들은 투자결과를 깎아 먹을 수 있다.

기관투자자들을 고통스럽게 하는 또 다른 어려움은 관료적인 의사결정 프로세스이다.

많은 기관투자자들은 그룹 투자의사결정에서 초래되는 유사함의 치중과 타성, 과도한 분산투자가 결합된 어려움을 겪는다.

매도는 펀드매니저들에게 세 가지의 추가적인 이유 때문에 어렵다.

1) 많은 종목들이 유동성이 적어서 기관투자자 사이즈의 보유물량을 처분하는 일은 마음먹은

대로 잘 되지 않는다.

2) 매도과정과 함께 그 이후의 매수를 위한 채투자 업무를 추가로 떠안아야 한다. 현재 포지션을 유지하는 것이 더 쉽다.

3) 규제기관은 포트폴리오의 거래회전을 선호하지 않는다.

통상 펀드매니저들은 투자의사결정에 애널리스트의 추천과 탑다운 방식으로 일한다.

의사결정을 하는 사람들이 매수/매도 증권들을 스스로 분석하지 않기 때문에 이 방식은 실수를 초래한다.

더 많은 자금을 운용할수록 더 많은 돈을 번다. 그러나 운용자산이 커질수록 수익률에서 규모의 함정이 발생한다. 악순환이다.

대형기관의 고객들에게는 불행하게도 개별적인 매력에도 불구하고 많은 종목들이 투자대상에서 자동적으로 제외된다.

많은 기관들은 자신의 임무를 주식 선택이지 마켓 타이밍이 아니라고 이해한다.

이들은 고객들이 마켓 타이밍에 관한 의사결정을 했고 자금의 운용은 항상 완전히 투자하라는 것으로 여긴다.

이런 투자는 결국 평균적인 수익만 만들어 낸다. 최악의 상황에서는 높은 기회비용과 손실확대 위험만 늘린다.

반면 **절대수익을 추구하는 투자자들은 투자대상이 가치의 절대기준을 충족시킬 때만 매수할 것이다.**

이들은 투자 가능한 기회가 많고 매력이 압도적일 때만 완전히 투자한다. 두 가지 조건이 모두 만족되지 않는다면 여유를 가지고 투자한다.

그러나 기관 펀드매니저들은 다른 대부분의 경쟁자들이 비슷하게 하지 않는 한 이 대안을 채택하지 않는다.

기관투자자들이 자산배분에 있어 범하는 일반적인 실수는 너무 좁은 범주화다.

이는 투자의사결정을 단순화하지만, 낮은 수익에 대한 비용을 야기할 뿐이다. 많은 매력적인 투자대상들은 전통적인 범주 밖에 존재할 수 있다.

기관투자자들의 윈도우드레싱은 경제적 손실일 뿐 아니라, 고객들을 지적으로 모욕하는 것이다. 또한 가격도 한 방향으로 과도하게 만든다.

효율적시장가설과 CAPM과 같은 학술적 개념들이 뒷받침한 인덱스 투자, 전략적 자산배분, 포트폴리오 보험, 프로그램 매매와 같은 방법들은 정도의 차이는 있지만 개별기업의 펀더멘털에 기초한 투자를 공통적으로 무시하고 있다.

많은 기관투자자들이 투자성공의 마법공식을 찾으려고 노력해 왔지만, 의도가 불순해 고객들만 실험용 쥐가 되었다.

개인투자자들에 의해 채택되었다면 미친 짓으로 여겨졌을 행동이 전략적 자산배분이라는 이름으로 기관투자자들의 유명한 전략이 되었다.

지난 수년간 주식시장에서 일어난 중요한 사건 중 하나는 기관투자자들이 인덱싱에 달려든 것이다.

이런 트렌드는 1983~1990년 사이 대형주와 소형주 간 수익률의 큰 격차에 대한 주요한 원인이 되기도 했다.

인덱싱 붐이 상승장에서 등장했다는 것을 아는 것은 의미 있는 일이다.

1980~1990년 사이의 인덱싱으로 운용되는 자금의 규모는 100억 달러에서 1,700억 달러로 증

가했다.

"금융, 학계, 스포츠 어느 분야에서나 시도해볼 만한 가치조차 없는 것을 배운 상대방과 맞붙으면 커다란 이점을 안고 경기에 임하는 것이다." - 버핏.

1980년대 내내 S&P 지수가 전통적인 펀드매니저의 성과를 이겼다는 사실로 인해 이러한 감정적 트렌드는 멈출 줄을 몰랐다.

4. 가치의 망상 : 정크본드에 대한 통념과 오해

정크본드 붐은 투자자들의 탐욕과 무지, 월가의 단기이익 극대화 경향으로 1980년대 중반까지 무에서 시작해 약 2천억 달러의 시장을 만들어 냈다.

하지만 1990년까지 신규 발행된 정크본드의 개념에는 심각한 결함이 있었고, 디폴트는 역사적 수준에 이르렀으며, 많은 정크본드 가격이 폭락했다.

역사적으로 많은 금융시장의 혁신상품들은 결함이 인지되어 노출되기 전까지 널리 선호되었다.

정크본드는 벨류에이션의 상향 추진력을 제공해 역사적으로 검증된 분석기준과 신뢰할 만한 가치척도가 무시되고 새 기준을 채택하도록 만들었다.

1970년대 초 마이클 밀켄은 필라델피아 외곽의 집에서 월가의 사무실까지 버스로 통근했다.

그는 출퇴근 길에 버스에서 광부들이 사용하는 헬멧을 쓰고 헤드램프를 비추면서 수 시간 동안 기업의 재무제표를 읽곤 했다.

그는 역사적으로 정크본드 투자가 적정등급의 증권이 벌어들인 것보다 더 높은 총수익을 제공했다는 근거로 투자자들의 소극적 태도를 극복했다.

새롭고도 급진적인 주장은 리스크 또한 낮았다는 것이었다. 부도 손실은 높은 수익률에 의해 상쇄되고도 남았다. 이는 정크본드 붐의 핵심이었다.

불행히도 신규로 발행된 정크본드는 투자자들에게 안전마진을 제공하지 못했다.

액면가 근처에서 거래되면서 매우 제한된 상승 가능성을 지닌 반면, 매우 큰 하락 위험을 가지고 있었다.

반대로 기존의 추락천사는 액면가보다 매우 낮게 거래되고 비슷한 신용등급의 신규발행 정크본드보다 적은 하락 위험을 나타냈었다.

물론 극도로 과도한 레버리지를 쓴 정크본드 발행자들도 곧바로 파산하지는 않는다. 현금이 고갈되는 데는 시간이 걸린다.

현금지급이 없는 제로쿠폰 증권의 광범위한 발행도 보고된 정크본드 부도율을 일시적으로 낮추는 데 기여했다.

여러 학자들이 1980년대 중반에 정크본드가 매력적인 투자대상이라고 논문에 기술했다.

선두권의 고수익증권 인수 및 판매자들에 의해 지원받은 이러한 찬양조의 분석들은 부도확률 계산에 있어서 심각한 잘못을 고려하지 못했다.

시장의 괄목할 만한 성장은 월가에서 정크본드의 인프라가 구축되면서 가속화되었다.

전통적 가치평가법을 버리고 새 방법을 창안함으로써, 그리고 좀더 긴 미래에 대한 낙관적 전망을 함으로써 월가는 초과수요를 창출해냈다.

월가와 학자들의 설교는 역사적으로 낮은 부도확률에서 정크본드가 미국의 경제적 구세주라는 다른 주제로까지 넘어갔다.

저성장, 생산성 하락, 국제경쟁력 약화 등 미국이 안고 있는 문제를 정크본드 발행 증가를

통해 빠르게 해결할 수 있을 것이라고 했다.

이것은 정크본드가 다른 방식으로는 자금을 유치할 수 없는 소규모 무명 기업들에게 자금을 조달할 수 있게 만든다는 주장이었다.

인수자 및 재무 전문가들은 기업인수에 정크본드의 사용을 정당화하기 위해 기업에 새로운 경영의 피를 필사적으로 수혈해야 한다고 선전했다.

금융 아스피린의 일종으로 정크본드가 묘사되는 상황으로부터 아무도 벗어나려 하지 않았다는 사실은 놀라운 일이다.

돈과 권력에 굶주린 창시자가 만든 위험한 금융혁신상품에 대한 탐욕은 남겨진 자들에게는 끈질긴 고통이었다.

자기실현적 예언들이 1980년대 초기의 정크본드 성공에 기여했다.

소구 불능 정크본드 채무를 사용할 수 있게 되면서 기업의 자산에 지불되는 멀티플이 상승했다.

레버리지로 무장한 매수자들이 위험과 수익에 대한 왜곡된 관점을 가지고 자기자본만 사용하는 매수자들보다 더 높은 가격을 지불했기 때문이다.

기업가치 밸류에이션도 같은 시기에 높아지기 시작했다. 경제는 1982년 침체로부터 반등하기 시작했고, 금리는 정점에서 떨어지고 있었다.

초기 투자자들의 성과는 다른 이들을 대담하게 만들었다. 그 다음의 거래자들은 이익과 현금 흐름에 대해 더 높은 멀티플로 거래가 성사되었다.

발행인들과 투자자들 모두 현금흐름이 항상 성장하거나 다가오는 만기에 리파이낸싱이 될 것이라고 확신했다.

경제가 정체되거나 신용이 경색되면 구조조정이나 파산보호신청으로 귀결된다.

하지만 고수익채권들은 신중한 투자자들에 의해서는 구매되지 않는 반면, 낙관적이고 단기적 시각에 잘 속아넘어가는 투자자들에 의해 매수된다.

투자자들의 낙관론 심취는 투자기준의 완화를 이끌었다. 최근 정크본드 실패는 발행인들의 기업자산에 대한 반복적인 과도한 지불 때문이다.

상호대부조합들이 정크본드에 투자한 것에 대한 많은 정당화가 시도되었다.

1989년 후반까지 상호대부조합은 회계상 보유 포트폴리오를 시장가치로 평가하도록 요구받지 않았다.

이들은 정크본드 포트폴리오의 미실현 손실이 커지고 있었음에도 불구하고 높은 순이익을 계속 보고해왔다.

상호대부조합의 수익성은 높아지는 것으로 보였고, 경영진은 더 많은 연봉을 챙기고 소유자들은 더 많은 배당을 챙겼다.

연방상호저축보험공사에 의해 10만 달러까지 보증되었기에 대부분의 예금자들은 상호대부조합의 신용까지 살펴볼 필요가 없었다.

시장이 소구불능 **제로쿠폰**과 이자를 지급하지 않고 원금에 더하는 **PIK**(Pay in kind) 증권을 수용하다 보니 기업사냥꾼들이 무모해지기 시작했다.

제로쿠폰과 PIK 파이낸싱은 기업 생명이 다한 회복불능 환자를 호흡하게 하는 생명유지장치로 기능했다.

제로쿠폰 정크본드와 PIK 상품들은 미래 기업성과 개선에 대한 옵션에 더 가까운 도박이었다.

약속이란 주체가 지킬 수 있을 때에만 의미가 있을 뿐이다.

투자자들은 상장기업에 대해 역사적으로 보고된 이익을 통해 평가해 왔다. 반면 사모 매수자들은 현금흐름으로 가치평가를 해 왔다.

전통적 잣대에서 멀어지면서 1980년대 후반기의 많은 주식 및 정크본드 매수자들이 가치측정의 분석도구로써 이익을 현금흐름으로 대체했다.

대다수 투자자들이 현금흐름 계산으로 결정한 것은 EBITDA였다. 불행히도 EBITDA는 분석적 오류가 있었고 고질적인 기업 과대평가를 낳았다.

모든 EBIT을 이자비용으로 사용한다면 법인세가 부과되지 않는다. 하지만 이자비용이 낮다면 세금이 EBIT을 잠식한다.

자본적 지출은 감가상각충당금과 상계된다. 후자가 자본적 지출의 원천이라는 사실만큼이나 전자가 현금의 지출을 의미한다는 것은 확실하다.

영업권 상각도 비현금성 비용이지만 실제적인 사업비용이 아니라 회계적인 픽션에 더 가깝다.

EBIT은 계속기업의 맥락에서 현금흐름을 정확하게 측정하지 못한다. 상각비와 감모비를 더해서 얻어지는 EBITDA는 더 의미없는 것이 된다.

현금흐름의 대용으로 EBITDA를 사용하는 사람은 자본적 지출을 무시하거나 기업의 공장이나 설비가 없어지거나 낡지 않는다고 가정하는 것이다.

다른 밸류에이션 방법이 당시에 유행하던 높은 인수가격을 정당화할 수 없었기 때문에 EBITDA가 밸류에이션 도구로 계속 사용되었던 것 뿐이다.

월가에서 일의 종결을 정당화하기 위해 그런 수단들을 채택한 것은 이것이 처음이 아니었다. 역사적으로 수용된 투자도구가 매우 제한적이 되면 저항을 최소화하려는 과정 속에서 새로운 기준을 고안하게 된다.

서비스 기업 X	제조 기업 Y
매출액	매출액
현금비용	현금비용
감가상각비	감가상각비
EBIT	EBIT
EBITDA	EBITDA

분석도구로 EBITDA에만 의존하는 투자자들은 두 기업을 똑같이 가치평가를 할 것이다.

하지만 같은 가격에서 대부분의 투자자들은 20달러를 버는 X기업을 이익을 못 내는 Y기업보다 선호할 것이다.

이들 기업이 동일한 EBITDA를 가지고 있더라도 똑같이 가치있는 것은 아니다.

Y기업은 낡은 기계를 대체하기 위해서 감가상각비만큼을 재투자하기 위한 준비를 해야 한다. 시간이 지나면 잉여현금흐름이 없어질 것이다.

반면 X기업은 설비투자의 필요성이 없기 때문에 시간이 지날수록 잉여현금흐름이 누적되면서 크게 증가할 것이다.

투자자의 관심이 稅後순이익에서 EBIT으로, 이후 EBITDA로 바뀌면서 기업간의 중요한 차이를 가려 버린 것이 많은 투자자들을 손실로 이끌었다.

정크본드 시장의 마지막 혁신상품은 CBO였다. 이는 기초자산 정크본드를 집합적으로 발행한 정크본드 투자 풀이 분산된 것이다.

투자자와 발행자에게 CBO 발행이 매력적인 점은 신용평가사들이 손쉽게 선순위로 분류해 총 발행의 75% 이상에 투자등급을 매겨 준다는 것이다.

그러나 쓰레기 더미는 어떻게 쌓더라도 여전히 쓰레기다.

1990년 정크본드 시장이 붕괴되었을 때, 투자자들은 들어갔지만 빠져 나올 수는 없었다. 뒤늦게 투자자들은 무엇이 옳았느냐가 아니라 무엇이 잘못되었는지에 초점을 맞췄고 가격은 폭락했다.

정크본드는 금융시장의 다른 섹터에 파괴적인 영향을 미쳤고, 대부분의 금융시장 참여자들의 행동에도 파괴적 영향을 미쳤다.

미래에도 새로운 투자 유행이 생겨날 것이다. 유행의 출현을 확신하는 것만큼 과도함에 대한 경고 벨소리가 울리지 않을 거라는 점도 확실하다.

정크본드의 붕괴를 공부한 투자자들은 향후 무엇이 새로운 유행인지 알아채고 피할 수 있어야 한다.

손실을 피하는 것이야말로 투자성공을 위해 가장 중요한 전제조건이다.

II. 가치투자 철학

5. 당신의 투자 목적은 무엇인가.

우리의 잠재적 투기성향은 매우 강하다. 특히 다른 사람들이 이미 누리고 있는 것처럼 보이면 많은 투자자들의 공짜심리와 기대감은 커진다.

다른 사람들이 탐욕스럽게 이익을 찾고 브로커가 화끈한 정보로 속삭일 때 잠재적 손실에 집중해서 생각하기란 어려운 일이다.

오늘날 많은 이들은 위험이 주식을 보유하는 데서 생기는 것이 아니라 가지고 있지 않은 것에서 더 크다고 생각하는 듯하다.

이 개념에 진실한 요소가 하나 있기는 하다. 주식은 장기에 걸쳐 채권과 현금보다 좋은 수익률을 올려 왔다는 사실이다.

하지만 특정 투자대상의 실질적인 위험은 과거의 데이터로부터 결정되는 것이 아니다. **실제 위험은 지불가격에 좌우된다.**

또 다른 일반적인 믿음은 위험회피가 투자성공과 양립할 수 없다는 통설이다.

이 관점은 고수익은 고위험을 동반해야만 얻을 수 있을 뿐 아니라 장기적 투자성공은 위험회피보다는 위험을 떠안아야 가능하다고 본다.

그러나 위험회피가 투자에 있어 가장 중요한 유일한 요소이다.

변동성(위험)이 낮은 복리의 효과는 완만한 수익이더라도 수년에 걸쳐서는 확실하게 나타난다.

적은 수익률일지라도 인내심은 당신의 순자산의 복리에 있어 가장 중요한 위치를 차지한다. 투자자에게는 원금손실의 상당한 위험을 무릅쓰고 변동성이 크거나 때때로 투기적인 이익을 얻는 것보다 하락 위험이 제한된 상태에서 지속적으로 괜찮은 수익률을 얻는 것이 훨씬 더 낫다.

예컨대 16%의 연평균 수익률을 10년간 얻은 투자자가 9년간 연 20%를 벌고, 10년째에 15%를 잃은 투자자보다 더 많은 돈을 갖게 되는 것이다.

미래는 예측 불가능하다. 경제가 얼마나 빨리 좋아질지 나빠질지, 인플레이션율이 얼마일지, 이자율과 주가가 오를지 내릴지 아무도 알 수 없다.

지속적으로 손실회피를 꾀하는 투자자들은 어떤 환경에서도 살아남아 번영할 수 있도록 포지션을 취해야 한다.

신중하고 현명한 투자자는 금융재앙이 일어날 수 있다는 인식 하에서 자신의 포트폴리오를

관리해야 한다.

필요하다면 투자자들은 단기이익을 기대하지 않거나, 예측 불가능한 재난에 대한 보험료라고 치고 욕심을 거두고 지나쳐 버릴 수 있어야 한다.

물론 손실회피는 완전한 투자전략이 아니다. 이것이 무엇을 매수하고 매도해야 하는지, 혹은 어떤 위험을 수용할지 아닐지 알려 주지는 않는다.

많은 투자자들이 특정 수익률 목표를 설정하는 우를 범한다. 불행히도 목표설정만으로는 그 수익률을 얻지 못한다.

투자자들이 해야 할 일은 지속적으로 엄격한 접근법을 훈련하고 따르는 것이다. 시간이 지나면 자연스레 수익이 따라올 것이다.

투자수익률을 목표로 정하는 것은 투자자들을 하락 위험보다는 상승 가능성에 초점을 맞추도록 만든다.

30년 만기 정부채권의 이자율이 8%라면 이자율 하락에 따른 가격상승을 통해 잠깐동안 15%의 연 수익률을 달성할 수도 있을 것이다.

하지만 채권을 만기까지 보유한다면 수익률은 결국 연 8%가 될 것이다.

주식은 높은 등급의 채권이 주는 현금흐름처럼 확실한 수학적인 구속력이 없다. 예컨대 주식은 만기나 만기가격이 없다.

더구나 주식의 가치는 해당기업의 성과에 궁극적으로 달려 있기 때문에 주식보유의 가능한 수익은 꽤나 모호하다.

시장이 기업의 펀더멘털 개선을 가격에 반영함에 따른 주가상승으로부터의 수익만 얻을 뿐이다.

투자자들은 언제라도 모든 포지션을 재무부채권으로 채울 수 있는 옵션을 가지고 있기 때문에 위험이 있는 투자대상에는 무위험 대안보다 상당히 높은 수익을 기약할 수 있을 때에만 투자되어야 한다.

이것이 재무부채권에 대한 투자 선호도를 표현한 것은 아니다. 오히려 더 우월한 대안들에 완전히 투자하는 것이 낫다.

그러나 위험이 부가된 대안들은 수익이 위험을 완전히 보상할 수 있을 때에만 우월한 것이다.

내가 아는 유일한 위험 고려방법은 가치투자이다.

6. 가치투자 : 안전마진의 중요성

가치투자는 할인이라는 요소가 투자과정의 핵심이다. 가치투자는 가치에 비해 충분한 할인이 있을 때까지 기다리는 인내심의 결합체이다.

때때로 가치투자는 충분히 매력적인 단 하나의 주식을 발견하지 못할 수도 있다.

할인에 대한 철저한 추구가말로 가치투자를 위험회피 접근법이 되도록 만들어 준다.

가치투자자가 되는 것은 일반적으로 대중으로부터 멀리 떨어져 있고, 기존의 관습에 도전하며, 유행하는 투자분위기에 반대하는 것을 의미한다.

가치투자는 시장의 오버슈팅이 길어지는 동안 다른 투자자나 시장에 대비해서 낮아 보이거나 심지어는 끔찍해 보이는 성과를 경험할 수도 있다.

그러나 가치투자는 장기적으로 너무나 성공적이었기 때문에 가치투자자들 중에 가치투자 철학을 버린 사람은 거의 없었다.

"장기적 가치투자자는 다른 이들이 스윙할 법도 한 수십 개, 수백 개의 공을 흘려 보내는 타

자다." - 버핏.

이들은 다른 사람들의 성과에 영향을 받지 않는다. 오직 자신의 투자결정에 의해서만 행동한다.

가치투자자들은 쉽게 이해할 수 없거나 과도하게 위험해 보이는 사업에는 투자하지 않는다.

가치투자자들은 분석 불가능한 자산과 부채를 지닌 상업은행과 손해보험사도 꺼려한다.

대부분의 기관투자자들은 항상 주식을 가득 담아야 한다고 강요받는다. 그들은 불과 스트라이크를 가리는 선구안이 나쁠 수 밖에 없다.

비판의식이 결여된 개인투자자와 압박받는 기관투자자들은 대부분의 시장참여자들이 자신들과 같은 빈도로 배트를 휘두르는 데서 위안을 찾는다.

성급하게 투자를 해야 한다는 압박을 받지 않을 때 최고의 성과를 낼 수 있다.

고평가된 시장에서는 가장 싼 증권도 고평가되어 있는 상태일 수도 있기 때문이다.

투자대상은 기업가치로부터 할인해 매수해야만 한다. 이것은 상당한 **절대적인 가치**를 뜻한다.

하지만 절대적 가치만으로는 충분치 않다. 현 상황에서 **가능한 대안들 가운데 절대적인 가치가 가장 큰 것**을 선택해야 한다.

이 두 가지 원칙을 모두 만족시키는 투자행위를 해야 하는 것이 가치투자다.

가치투자자들은 현재 포트폴리오와 새로운 가능성 있는 투자기회를 지속적으로 비교해야 한다.

가장 저평가된 투자기회를 포착하기 위해 투자자들은 새로운 투자기회가 생겼을 때 비록 현재 손실을 보고 매도해야 할지라도 현재의 포트폴리오를 재검토하는 것을 두려워해서는 안 된다.

매력적인 투자기회가 넘칠 때에도 가치투자자들은 가장 매력적인 투자기회와 모든 투자기회들을 신중하게 비교해서 채로 걸러 감별해야 한다.

반면 매력적인 투자기회가 거의 없을 때에는 가치평가 과정의 완결성을 유지하고, 매수가격을 제한하기 위한 원칙을 고수해야 한다.

대부분의 투자대안들의 성과는 정확하게 예측되지 않은 결과에 달려 있다.

지구가 태양을 돌듯이 사업이나 기업의 가치가 항상 일정하여 예측 가능하게 움직인다면 투자는 정말 단순한 일이 될 것이다.

신용시장의 축소와 확장, 인플레이션과 디플레이션 추이, 경제성장률 추이, 이자율 추이 등은 지속적으로 기업가치 변동에 영향을 미친다.

기업가치의 지속적인 하락 가능성은 가치투자에 있어 심장에 비수가 날아드는 꼴이다.

기업가치의 하락 가능성에 대처하는 효과적인 세 가지 방법이 있다.

- 1) 기업가치를 언제나 보수적으로 평가해야 한다.
- 2) 디플레이션이 예상될 때는 투자자들은 큰 폭의 할인율을 적용해야 한다. 즉 평소보다 더 많은 공을 그냥 흘려 보내야 한다.
- 3) 디플레이션의 전망 하에서는 투자기간 설정과 기초자산 가치실현을 위한 촉매의 존재 여부에 초점을 맞춰야 한다.

디플레이션 환경에서는 기초자산의 가치가 언제 어떻게 실현될지 알 수 없다면 투자 근처에 얼씬거리서는 안 될 것이다.

할인, 곧 안전마진은 복잡하고 예측 불가능하며 급변하는 세상에서 인간의 실수, 불행, 극심한 변동성을 극복하게 해준다.

안전마진의 폭은 항상 지불한 가격에 좌우된다.

안전마진은 현재의 포지션을 더 나은 바겐세일 포지션으로 교체함으로써 달성할 수 있다.

기초자산의 가치가 시장가격으로 실현되면 매도하고, 필요하다면 다른 매력적인 투자기회가 생길 때까지 현금을 보유하는 것으로도 달성 가능하다.

가치투자는 下落場에서 빛난다. 시장의 하락이야말로 투자철학에 대한 진정한 시험무대이다.

가치투자는 효율적시장가설의 오류에 기초한다. 즉 가치투자는 효율적시장가설의 명제가 자주 틀린다는 것을 증명한다.

효율적시장가설은 세 가지 형태가 있다. 약형 가설은 기술적 분석, 중형 가설은 기본적 분석, 강형 가설은 내부정보의 무용을 주장한다.

나는 약형만이 유효하다고 생각한다. 기술적 분석은 시간낭비일 뿐이다.

투자자들이 매수/매도 가격이 비효율적으로 매겨진다는 것을 찾아내기만 한다면 우수한 성과를 올릴 수 있다는 사실에는 의문의 여지가 없다.

어떤 면에서 가치투자는 증권가격과 기초자산 가치 사이에서 일어나는 큰 규모의 아비트리지다. 이는 시장간 가격차이를 좁히는 수단이다.

가치사기꾼을 조심하라. 가치투자는 투자사업에서 가장 남용되고 상반되게 적용되는 용어다.

가치 라벨의 오용은 1980년대 중반에 버핏, 마이클 프라이스, 맥스 하이네, 빌 루안, 리처드 커니프 등 진정한 가치투자자들의 장기투자 성과가 널리 알려지면서 더욱 심해졌다.

1980년대 후반 가치사기꾼들은 인지도를 얻으며 높고 환상적인 수익을 얻었다.

1990년에 밸류에이션이 과거 수준으로 돌아왔을 때 대부분의 가치사기꾼들은 엄청난 손실을 입었다.

많은 잡지들에서 1990년에 가치투자자라고 불리던 이들의 저조한 실적에 관한 이야기를 찾아볼 수 있다.

말할 것도 없이 제일 낮은 성과를 거둔 이들의 목록에는 가치사냥꾼들이 수위를 차지하고 있었다.

가치투자는 이해하기 쉽지만 적용하기는 어렵다. 정작 어려운 부분은 원칙을 지키고 평가하고 인내하는 것이다.

무의미하게 날아오는 많은 공을 피하고, 내가 노리는 공을 기다리는 인내심을 키우고, 언제 공을 쳐야 하는지를 알아내는 훈련을 해야 한다.

7. 가치투자 철학의 기원

가치투자 철학에는 세 가지 핵심요소가 있다.

1) 가치투자는 특정한 저평가된 투자기회의 발견을 수반하는 **바텀업 전략**이다.

2) 가치투자는 상대수익률이 아닌 **절대수익률**을 추구한다.

3) 가치투자는 **위험회피 접근법**이다.

대다수의 전문 투자자들은 **탐다운 방식**을 사용한다. 이는 미래에 대한 예측에 기반하여 투자 계획을 확정하고 실행하는 것이다.

이 방법은 모든 단계에서 실수를 범하기 쉽기 때문에 어렵고 위험하다. 실행자들은 거시경제 여건에 대한 정확한 예측을 필요로 하고, 특정 산업과 최종적으로 특정 기업까지 포함하는 경제의 다양한 섹터에 대한 영향을 올바르게 해석해야 한다.

게다가 탐다운 투자자들에게는 정확한 예측과 함께 재빠른 투자집행도 필요하다.

답다운 투자자들은 큰 그림을 정확하게 알아야 한다.

답다운 투자에는 안전마진이 없다. 답다운 투자자들은 가치에 기반하여 매수하지 않는다.

이들은 컨셉, 테마, 트렌드에 기초하여 매수하곤 한다.

역설적으로 바텀업 전략이 많은 측면에서 답다운 전략보다 훨씬 쉽게 적용할 수 있다.

답다운 투자자는 연속적으로 여러 개의 예측을 정확하게 해야 하지만 바텀업 투자자는 이러한 예측에서 자유롭다.

바텀업 투자자들은 매력적인 투자기회를 찾을 수 없을 땐 현금을 가지고 기회가 나타나면 현금을 투자에 사용한다.

바텀업 투자자는 분산된 매력적인 투자 포트폴리오를 구성할 수 있을 때에만 모든 현금을 완전히 투자한다.

답다운 투자자들은 바텀업 투자자들이 하지 않는, 시장의 전체적인 방향성에 대한 판단을 내리는 마켓 타이밍을 시도한다.

답다운 투자자들은 시장이 하락할 것이라고 생각할 때 주식을 팔아 현금을 챙기고 강세장이 나타나길 기다린다.

바텀업 투자자들은 원래의 투자결정 이유를 손쉽게 알기 때문에 투자 중단을 해야 할 때도 잘 알고 있다.

기초자산 가치가 변할 때, 경영진이 무능하거나 부패했을 때, 가격이 기업가치를 반영했을 때 훈련된 투자자는 상황을 재평가해 매도를 단행한다.

투자결정의 이유가 더 이상 타당하지 않은데도 증권을 보유하는 투자자들은 큰 손실에 직면하곤 했다.

투자에 있어 마인드를 바꾸는 것은 틀린 것이 아니다. 마인드를 바꾼 후에 아무 것도 하지 않는 일이 잘못된 것이다.

반대로 답다운 투자자들은 그들의 투자가 더 이상 유효하지 않은지 알아채는 데 어려움을 겪는다.

손쉽게 재평가할 수 있는 가치에 대한 판단과 달리 미래에 대한 답다운 예측에 따른 투자결정을 뒤집을 수 있는 근거를 대기는 어려운 일이다.

가치투자는 절대수익률을 추구한다. 시장의 전체 향방이나 다른 투자자들이 해낸 것이 아닌 자신만의 투자목적과 관련된 이익에 관심을 쏟는다.

훌륭한 절대수익률은 가치가 완전히 반영된 포지션을 정리하는 동시에 저평가된 증권을 매수함으로써 달성할 수 있다.

상대수익률을 추구하는 투자자들은 強勢場에서 뒤질 수 있기 때문에 현금을 보유하지 않는다.

목적이 시장을 이기거나 따라가는 것이기 때문에 특정 투자에 즉시 사용되지 않은 현금은 시장 인덱스에 투자해야만 한다.

반면 절대수익률을 추구하는 투자자들은 저평가된 투자대상이 없을 때에는 현금 잔고를 보유한다.

혹자는 항상 위험이 클수록 이익이 커지는 비례관계에 있다고 주장한다. 사실상 이것은 모든 경영대학원에서 가르치는 CAPM의 신조이다.

증권의 가격변동 리스크를 강조하는, 즉 위험을 변동성과 동일시하는 오류를 범한다.

이들은 과대평가, 판단실수, 잘못 운용되는 투자 포트폴리오로부터의 위험들을 무시한다.

위험 그 자체가 수익을 증대시키지는 않는다. 오직 매수가격만이 수익을 달성할 수 있게 한

다.

투자대상의 위험은 손실 가능성과 투자규모에 의해 표현된다.

증권분석가들은 투자대상의 위험과 수익을 정확하게 결정하려고 하지만 이것은 성과를 통해서만 정당화될 수 있는 것이다.

대부분의 투자안에 있어서 이익의 크기는 만기나 매도 이후에만 알려진다.

그러나 수익과 달리 위험은 투자의 마지막 시점에 확정되는 것도 아니고 시작 시점에서 알 수 있는 것도 아니다.

위험이 하나의 숫자로 쉽게 묘사될 수는 없다. 투자안은 결과가 나온 후에도 투자 시작 시점 만큼 위험에 대해 알 수 없다.

현대 재무이론을 이용해 학자들과 시장전문가들은 위험을 단 하나의 통계수치인 **베타**로 측정하려는 시도를 해 왔다.

베타는 증권이나 포트폴리오의 역사적 가격변동을 시장 전체의 변동과 비교한다.

과거의 가격변동을 반영하는 하나의 숫자가 증권의 위험을 전부 나타낸 것으로 여겨지는 것은 터무니없다.

베타의 관점은 위험을 전적으로 시장가격의 변동으로부터 찾기 때문에 특정 기업의 펀더멘털이나 경제상황을 고려해 넣는 데 실패하고 있다.

베타는 가격수준에 대한 고려 또한 무시한다. 베타는 투자자들의 노력도 반영하지 못하고 있다.

베타는 모든 투자의 상승/하락 가능성을 동일하게 취급한다. 이는 投資案의 변동성을 시장 전체의 변동성과 일차함수 관계로 가정하기 때문이다.

이것은 우리가 알고 있는 현실과는 너무나 합치되지 않는다.

실제로 과거 증권가격 변동성이 미래투자성과(변동성)를 신뢰성 있게 예측해 주지는 못한다. 따라서 위험의 척도로는 불합격이다.

많은 투자자들이 가격변동을 심각한 위험으로 여긴다. 투자대상의 가격이 하락하면 펀더멘털과 상관없이 위험하다고 생각한다.

이는 영구적인 가치의 손상이 없는 한 특수한 상황에서 특정한 투자자들에게만 위험하다.

투자자들은 가격변동을 기대해야만 하고, 어느 정도의 변동성도 인내할 수 없다면 애초부터 증권에 투자하지 말아야 한다.

당신이 할인된 가격에 좋은 기업가치를 산다면 단기 가격변동이 문제가 되는가? 장기적으로 볼 때 별 문제가 안될 것이다.

게다가 아이러니하게도 장기투자에서 단기변동의 의미는 단기 시장 영향과는 반대다.

예컨대 단기 가격하락은 실제로 장기투자자의 수익을 높여 준다.

모든 현금을 투자했다면 시장이 하락할 때 낮아진 가격으로 매수함으로써 얻을 수 있는 이익을 누리지 못한다.

이것은 선행하여 나타나는 기회비용을 만들어 낸다.

가치투자자의 첫 번째 목표는 돈을 잃지 않는 것이다.

기본적 분석을 통해 한 번에 하나씩 저평가 종목을 찾는 바텀업 방식은 내가 아는 한 돈을 잃지 않는 가장 확실한 방법이다.

절대수익률 추구법은 손실회피와 일치된다. 반면 상대수익률은 그렇지 않다.

영구적 가치손상 가능성과 크기를 뜻하는 위험에 주의 깊게 관심을 두는 것도 투자자들이 돈

을 잃지 않을 수 있는 방법이다.

8. 밸류에이션 기술

많은 투자자들이 불확실한 세계에서 확실성을 찾으며 투자에 대한 정확한 가치평가를 주장하지만, 기업가치는 확정적으로 결정될 수 없는 것이다.

확정적인 예측을 할 수 있는 능력과 정확하게 하는 능력을 혼동하기 쉬운 것이 문제다.

현재가치와 내부수익률 계산은 사용된 현금흐름이 정확하다는 잘못된 가정 하에서 허울 뿐인 확실성만 제공하는 것이다.

엑셀 같은 스프레드시트의 개발에 따라, 가장 우연한 결과조차도 심도 있고, 사려 깊은 분석이라는 환상을 만들어 내고 있다.

투자자들은 전형적으로 가정에는 거의 주의를 기울이지 않고 결과에만 큰 중요성을 둔다.

기업은 채무상품과 달리 계약으로 약속된 현금흐름이 없다. 따라서 채권만큼 확정적으로 가치가 평가될 수 없다. **현금흐름에 확실성을 보이는 기업들을 선택하면 된다.**

증권분석은 가치가 증권 매수의 안전을 보장하는데 적절한지 또는 시장가격보다 가치가 현저하게 높은지를 입증하면 된다.

따라서 확정적일 필요가 없고 단지 예측치 형태의 내재가치 측정이면 충분하다.

그레이엄은 기업 청산가치의 대용이라 할 수 있는 주당 순유동자산으로 알려진 계산을 종종 사용했다.

이런 간단한 추정치 사용은 종종 보다 세밀하게 기업의 가치를 확정할 수 없었다는 것에 대한 암묵적인 동의였다.

각각의 투자 가능한 기회를 분석하기 위해서는 기업가치 평가로부터 시작해야 한다.

내가 유용하다고 생각하는 밸류에이션 방법은 세 가지 밖에 없다. **현재가치법, 청산가치법, 시장가치법**이 그것이다.

현재가치법은 **계속기업 가치의 분석**이다.

청산가치법은 기업이 공중 분해되어 자산을 팔 때 기대되는 과정이다. 브레이크업 가치는 각 사업부를 평가해 합산한다.

시장가치법은 주식시장에서 거래될 때의 추정된 가격을 알아낸다. 신뢰성이 떨어지기에 가치 척도로서만 사용 가능하다.

불행히도 더 나은 밸류에이션 방법은 존재하지 않는다.

일반적으로 각각이 현저하게 다르면 투자자들은 보수주의에 더 가까워져야만 한다.

미래현금흐름이 합리적으로 예측되고 적절한 할인율이 선택된다면 현재가치법은 가장 정확하고 세밀한 밸류에이션 방법이 된다.

결국 기업의 이익이나 현금흐름의 증가가 빠를수록 기업의 현재가치는 더 커진다.

연간 성장률 예상치의 작은 변화도 가치평가에 중대한 영향을 미칠 수 있다.

때로 일시적인 실적에 기초하여 과도하게 낙관적인 전망에 끌릴 수도 있다.

가치투자자가 예측 불가능성을 예측해야 하는 분석적 불가피함을 다루는 유일한 방법은 **보수주의**다.

투자자들은 보수적인 예측에 의해서만 조언받아야 하며, 그에 따라 도출된 기업가치로부터 크게 할인된 가격으로만 투자해야 한다.

많은 투자자들은 일상적으로 투자의 성격과 무관하게 10%를 고려하는 할인율로 사용한다.

10%는 기억하고 적용하기 좋은 숫자이지만 항상 좋은 선택은 아니다.

투자대상의 미래현금흐름이 내포하는 위험이 적절한 할인율 선택에 고려요소가 되어야 한다.

☞ **투자대상의 미래현금흐름이 내포하는 위험은 그 자체에 반영되어야지, 할인율에 반영할 성질의 것이 아니다. 할인율은 투자자의 다양한 투자대상에 일률적으로 적용되어야 한다. 또한 분모(할인율)에서 투자대상의 성장률을 반영하는 것도 논리적/실제적으로 옳지 않다. 투자대상의 성장률 역시 분자(미래현금흐름) 자체에 반영되어야 한다. 그래야 여러 투자대상들을 공평하게 평가할 수 있다.**

투자자들이 미래현금흐름을 예측하는 데 보수적인 할인율을 선택하는 것이 핵심이다.

할인율의 작은 차이도 현재가치 계산에 큰 영향을 줄 수 있다.

기업가치는 이자율 변동에 의한 할인율 변화에 영향을 받는다.

주식을 평가하는 최선의 방법은 해당기업의 현금흐름을 분석하는 것이다.

☞ **배당할인 방법은 주식의 가치평가에 유용한 도구는 아니다. 대부분의 주식에서 배당은 기업 총현금흐름의 작은 부분에 불과하고, 기업가치에 의미 있는 예측을 위해서는 적어도 수십 년의 미래에 대한 예측을 해야만 하기 때문이다.**

미래현금흐름에 대한 예상이 보수적이고 적절한 할인율이 선택되었을 때 현재가치가 제대로 계산될 수 있다.

가정에서의 작은 변화가 현재가치의 큰 변동을 초래할 수 있다.

투자자들은 다른 사람이 아닌 스스로의 방법에 기초해 밸류에이션을 해야 한다.

현재가치법은 소비재 회사와 같은 안정적이면서 고수익 사업의 가치평가에 있어 가장 적용 가능성이 높을 수 있다. ☞ **이런 기업만이 투자대상이다.**

청산가치법은 장부가보다 현저하게 낮게 거래되는 주식을 발행한 수익성이 안 좋은 기업을 평가하는 데 사용될 수 있다.

시장성 유가증권만을 보유한 폐쇄형 펀드나 기업들은 **시장가치법**으로 평가되어야 할 것이다.

다양한 사업을 영위하는 복합기업과 같은 복잡한 회사를 평가하려면 여러 밸류에이션을 섞어서 사용해야 할 것이다.

이 경우 투자자들은 보수주의에 치우쳐야만 하며 적당한 이유가 없는 한 낮은 가치를 적용해야 할 것이다.

소로스의 재귀성 이론은 주가가 때로 기업가치에 중대한 영향을 줄 수 있음을 말하고 있다. 투자자들은 이 가능성에 대해 이해해야 한다.

대부분의 기업들은 적절한 자본을 가지고 있는 한, 증권가격에 대한 걱정 없이 존재할 수 있다.

그러나 추가 자본이 필요한 경우나, 과도한 부채를 사용하는 기업의 경우에는 증권가격의 저평가 수준은 파산을 유발할 수도 있다.

역으로 시장이 기업에 대한 신용을 높이 평가한다면 기업은 리파이낸싱이 가능하고, 자기실현적 예언을 실현시킬 수 있을 것이다.

주당순이익은 역사적으로 투자자들에 의해 밸류에이션의 도구로 사용되어 왔다. 많은 투자자들이 보고된 이익에 초점을 맞춘다.

때로는 경영진의 회계 조작, 영업권 상각처리방법 등으로 인위적인 보고이익보다는 현금흐름 분석이 기업 경제성의 진실을 더 잘 드러낼 수 있다.

투자자들이 이익이나 현금흐름 중 어느 것으로 밸류에이션 분석을 하든 더욱 중요한 것은 숫

자 자체로 분석이 끝난 것은 아니라는 점이다.

분석도구가 유용성을 가지려면 밸류에이션과 연관되어 적합성을 가져야만 한다.

투자자들은 장기적으로 좋은 성과를 내려면 모든 공에 스윙을 할 필요가 없다는 사실을 기억해야만 한다.

그러면 의심할 여지없이 좋은 선구안이 투자자의 성과를 좋게 만든다.

가치평가를 할 수 없는 기업들이 있는가 하면 가치평가가 가능한 기업들도 존재한다.

자신이 아는 것에만 한정하는 투자자들은 그렇게 하는 것이 어려운 만큼 다른 사람들보다 상당한 이점을 가지게 된다.

III. 가치투자 프로세스

9. 리서치 : 투자 기회를 찾기 위한 도전

많은 투자자들이 저평가되지도 않은 증권들을 검토하는데 실질적으로 모든 시간을 낭비한다.


대중과는 반대로 행동하기 때문에 逆發想 투자자들은 거의 항상 처음에 틀린 것으로 비춰지고 장부상 손실로 한동안 고통을 겪을 것이다.

반면 대중을 추종하는 이들은 거의 언제나 잠시 옳은 것처럼 생각할 수 있다.

때로는 시장 트렌드가 기업가치에 의해 지지되지 않는 쪽으로 오랫동안 지속될 수도 있다.

리서치를 열심히 하더라도 어떤 정보는 여전히 알기 어려운 상태로 남는다.

또한 투자자가 투자대상에 대한 모든 사실을 알고 있더라도 이것이 바로 이익으로 연결되는 것이 아니다.

"클로록스에 대해 너무나 잘 알던 분석가가 있었다. 그는 남서부 지방의 작은 마을들에서 사용되는 표백제의 브랜드별 시장점유율을 알고 있었다. 클로록스의 제3공장 2번 라인에서의 생산량도 말해줄 수 있었다. 하지만 회사에 심각한 문제가 발생하기 시작했을 때 그는 그 신호를 놓쳤다. 주가가 53달러에서 11달러로 폭락했다." - 데이비드 드레먼.  적시에 유효한 정보를 제대로 파악하고 있어야 한다.

다른 투자자들이 세부사항을 파고 있을 때, 불완전한 정보임에도 안전마진을 제공하는 낮은 가격에 매수할 수 있는 기회를 잡는 것이 더 낫다.

리서치는 엄청난 양의 정보를 관리 가능한 것으로 줄이는 과정이다. 말할 필요도 없이 쪽정이는 너무 많고 알곡은 너무 적다.

리서치 자체가 수익을 만들어 내지는 않는다. 리서치 과정에서 저평가된 투자대상을 발견하고 매수한 후에야 수익을 실현할 수 있다.

10. 가치투자자에게 기회란?

가치투자의 매력은 단순하고 직관적으로 알 수 있다는 점이다. 수익성 높고, 성장하는 계속 기업을 가치보다 현저히 낮은 가격에 매수하는 것이다.

가치투자자들은 항상 촉매를 주시해야 한다. 할인 매수가 가치투자의 특징이더라도 촉매를 통해 이익을 조기에 실현하는 것은 중요한 수단이다.

 투자에 있어 가장 큰 촉매는 저평가 성장주를 찾아내는 것이다.

11. 상호대부조합 전환 투자

전형적인 상장에 있어 상장 전의 모든 주식은 상장가격보다 낮은 가격으로 미리 내부자들에

의해 보유되고 있다.

내부자들이 주당 1달러에 100만 주를 보유하고, 신규로 주당 11달러에 100만 주를 발행하면, 상장규모는 1,200만 달러에 200만 주가 된다.

장부가치는 주당 6달러가 된다. 대중은 매수가격의 45%로 주당 5달러씩 희석된다. 반면 내부자들은 주당 5달러씩 공짜점심을 얻게 된다.

반면 상호대부조합 전환에서는 내부자들과 일반대중들은 같은 가격으로 동시에 매수하게 된다.

상호대부조합 전환은 내부자 매수가격과 수량이 미리 공시되어 대중이 내부자들과 같은 조건으로 기회를 잡을 수 있는 유일한 투자대상이었다.

물론 많은 상호대부조합이 공시된 장부가치보다 가치가 없고 지급불능상태이기도 했다. 이런 기관의 전환으로 조달된 자금은 기업가치를 증가시키기 위해서가 아니라 기존의 문제를 해결하기 위해 지출될 것이다.

단순한 원칙이 적용된다. 기업이 무엇을 하는지 당신이 즉시 이해할 수 없다면 경영진도 모르는 것이다.

이것이 투자자들을 低위험으로 투자대상을 제한하는 최초의 테스트이다.

난해하고 위험한 자산을 보유한 재무적으로 불건전한 금융기관에 투자하는 것은 안전마진을 포기하는 것이다.

12. 어려움에 처해 있는 기업에 투자하기

파산하거나 재무적으로 곤경에 처한 증권에 투자하는 것은 복잡하고 매우 특수한 활동이다. 각각의 상황은 독특한 기회 및 위험과 면밀히 분석해야 하는 과제를 가지고 있다.

13. 포트폴리오 운용과 매매

포트폴리오 운용은 보유 포지션에 대한 상시적인 재검토와 함께 매매활동을 포함한다.

여기에 더해 적절한 분산을 유지하고, 헤지 결정을 내리며, 포트폴리오의 현금흐름과 유동성 관리까지 포함한다.

기업의 매력적인 실적이 투자자들의 수익과 직접적인 상관관계가 없을 수도 있다.

기업의 실적이 아니라 주식에 대해 지불한 가격이 투자자들의 수익을 결정하기 때문이다.

항상 투자를 100% 투자를 선호하는 투자자들은 현재 보유 포지션이 망하든 말든 자기만족에 빠지기 쉽다.

손실이 커지는 것도 무시되고, 죽은 나무만 쌓여 갈 수 있다.

반면 포트폴리오의 증권이 현금으로 자주 바뀐다면 투자자는 지속적으로 최고의 투자기회를 찾아 나설 수 있을 것이다.

상대적으로 안전한 투자대상도 늘 어느 정도의 하락 위험 가능성을 내포하고 있다.

따라서 적절한 분산은 발생 가능성이 낮은 사건에 따르는 유해한 영향을 최소화하는 최선의 방법이다.

그러나 분산을 위한 분산은 이치에 닿지 않는 일이다. **극도의 분산을 옹호하는 사람들은 분석과 평가를 분산으로 대신해 버린다.**

시장위험은 분산을 통해서 줄일 수 없고, 오직 헤지를 통해서만 줄일 수 있다. **현금비중 조절을 통해서도 가능하다.**

예컨대 대형주 위주의 분산된 포트폴리오는 적절한 규모의 S&P500 지수선물의 매도를 통해 효과적으로 헤지할 수 있다.

헤지 전략은 시장 변동성으로 인해 발생하는 이익과 손실을 모두 효과적으로 제거한다.

헤지하는 일이 항상 똑똑한 일만은 아니다. 예컨대 수익 가능성이 충분하다면 투자자들은 헤지를 하지 않는 상태로 남아 있어도 될 것이다.

단기 트레이딩 그 자체는 잘하면 오락거리에 그치지만 잘못하면 값비싼 대가를 치르게 된다. 투자란 장기에 걸쳐 이익을 내는 활동이고, 대부분의 트레이딩은 제로섬의 결과를 낳을 뿐이라는 점을 명심해야 한다.

매수자가 저가에 살 수 있는 것은 매도자가 낮은 가격에 판 결과다. 매수자가 높은 가격을 지불했다면 높은 가격을 받은 매도자가 이익을 누린다.

바보같이 행동하는 다른 참여자들을 통해 현명하게 행동하는 투자자들이 보상받게 될 때 최고의 투자기회가 나타난다.

매매는 이러한 가격산정의 오류를 활용하는 과정이다.

여러 해에 걸친 장기투자가 늘 옳은 것은 아니다. 금융시장은 투자기회의 변덕스러운 창조자이기 때문이다.

거시경제적 불확실성은 미래에도 계속될 것이기 때문에 보유 포지션을 정기적으로 재검토하는 일이 필요하다.

그러나 시장과 너무 가까이 있는 것은 위험을 자아낼 수 있다. 단기 트레이딩의 노예가 될 수 있다.

시장 동향에 휩쓸리는 대중에 역행하지 못하고 그들을 쫓아가는 경향을 보일 수 있다.

이런 경향을 제어할 수 없는 투자자들은 시장을 가까이 해서는 안 된다.

시장에 머물러 있는 것의 또 다른 해로움은 브로커에 노출되는 것이다. **브로커의 핵심업무는 주로 다음 거래를 위한 것이다.**

투자자들은 가격이 하락할 때 공포를 이기는 법을 배워야 하고, 가격이 상승할 때 너무 열광하거나 욕심부리지 않는 법을 깨달아야 한다.

언제 팔아야 할지 힘들다는 것은 가치를 정확하게 평가하는 것이 어렵기 때문이다.

시장가격이 상승하면 안전마진이 감소한다. 기대수익은 감소하고 하락위험은 커진다.

매수 결정 때와 같이 매도 결정도 해당기업의 가치에 따라 검토되어야 한다.

당신이 기업가치에 근거해 매수하지 않았다면 언제 팔아야 할지 어떻게 알 수 있겠는가?

損切賣 전략은 미친 것이다. 시장의 하락을 보유 포지션을 늘리는 데 활용하는 대신에 이 잔재주의 사용자는 시장이 자기보다 특정한 투자대상에 대해 더 잘 알고 있는 것처럼 행동하기 때문이다. 그러나 버블이 붕괴 중일 때에는 보유 포지션을 늘리는 것에 신중해야 한다.

유동성에 대한 고려도 매도에 있어 중요하다. 친구가 배고파 할 때 당신은 먹을 것을 주어야만 한다. 특히 중소형주 거래에서는 그렇다.

확고한 매매전략, 적절한 분산, 신중한 헤지(비중조정)는 모든 투자자에게 중요한 부분들이다.

포트폴리오 운용과 매매는 잘못된 투자철학을 추구하면 모두가 헛일이 된다. 가치가 개입될 때만 최대의 가치를 창출한다.

14. 개인투자자들을 위한 대안

지금까지 투자는 전업투자자를 위한 일이었다. 개인투자자들이 부업으로 가끔씩 고민하는 정도만으로는 장기적 성과를 얻을 가능성이 거의 없다.

투자자가 되기 위해선 지속적으로 많은 시간을 투입하는 일은 필수적이다.

브로커와 펀드매니저의 보상은 투자성과가 아닌 거래수수료에 기반하고 있기 때문에 심각한 이해관계의 상충을 내포한다.

펀드매니저 선택의 숙제는 그들이 무엇을 하는지 이해하고, 투자전략의 유효성을 평가하고, 고객지향성과 정직성을 평가하는 일이다.

정크본드 매니저들 중 자신의 손을 정크본드에 투자하는 이들이 거의 없다는 사실은 의미있는 현상이다. 그들은 쓰레기를 원하지 않는다.

단기 투자수익은 행운의 도움을 받을 수 있다. 펀드매니저의 과거 성공이 행운과 역량 중 어느 것에 의존하는지 알아야 한다.

어떤 식으로든 부를 축적하는 데에는 걸맞은 시간이 소요된다. 낭비하면서 재무적 풍요를 누릴 수는 없다.

투자에 필요한 시간과 관심을 기울여야 한다.

역사후기

2008년과 같은 시장상황을 돌아볼 때, 항상 주식을 가득 가져가고 상대수익률 게임을 할 것이 아니라, 절대수익률 관점에서 가치투자 대상들이 점점 없어지고 있다면 자산의 상당부분을 현금화하는 것도 주저하지 않아야 한다. 문제는 현금화에 성공했다라도, 거시경제에 대한 이해가 없으면 성급하게 시장에 진입하게 될 것이라는 점이다. 경제위기가 진행 중일 때는 저평가 종목들이 생길 때가 아니라, 시장의 방향이 돌아설 때까지 기다려야 한다.

지구인들은 금융시장에서 지성을 발휘하지 못한다.

'131226木 安晋弘