

수신: 오크트리 고객
발신: 하워드 맥스
제목: 무엇이 정말로 중요한가?

저는 이번 메모의 주제, 즉 투자자에게 무엇이 정말로 중요한가 혹은 중요해야 하는가에 대한 물음을 구체화하기 위해 올해 제가 작성한 몇몇 메모와 최근에 나눈 대화에서 그리고 사색을 통해 몇 가지 아이디어를 얻었습니다. 제가 생각하기에 중요하지 않은 여러 가지들을 하나씩 짚어보는 것으로 이 글을 시작하겠습니다.

중요하지 않은 것: 단기적인 상황

[지식에 대한 환상\(The Illusion of Knowledge\)](#)(2022년 9월)에서 저는 투자업계에서 대개 향후 1~2년을 대상으로 삼는 거시 예측을 힐난한 바 있습니다. 그리고 [제 생각은 좀 다릅니다\(I Beg to Differ\)](#) (2022년 7월)에서, 저는 6월 21일에 런던에서 열린 오크트리 총회에서 제가 가장 많이 받은 질문들을 다뤘습니다. 인플레이션이 얼마나 심각할 것인지, 연준은 인플레이션에 맞서 금리를 얼마나 올릴 것인지, 그로 인해 경기 후퇴가 초래될 것인지, 그 강도와 기간은 얼마나 될지 등의 질문입니다. 저는 참석자들에게 그 질문들이 모두 단기에 관련된다는 점이 중요하다고 말했습니다. 제가 단기와 관련하여 알고 있는 지식들을 정리하면 다음과 같습니다.

- 대부분의 투자자는 이 같은 단기 현상을 예측하는 데 뛰어나지 않습니다.
- 따라서 투자자는 이러한 주제들에 관한 (본인의 혹은 타인의) 의견에 지나치게 의존하지 말아야 합니다.
- 투자자는 이러한 의견 때문에 자신의 포트폴리오를 중대하게 변경할 가능성이 낮습니다.
- 투자자가 실행하는 변경이 일관되게 옳을 가능성이 낮습니다.
- 따라서 이러한 것들은 중요하지 않습니다.

예를 하나 들어 보겠습니다. 세계금융위기의 미진이 처음으로 감지되자 연준은 2007년 3분기에 연방기금금리를 인하하기 시작했습니다. 그러다 연준은 2008년 말에 금리를 제로로 낮췄으며 그 상태를 7년간 유지했습니다. 2015년 말에 제가 받은 거의 유일한 질문은 ‘첫 번째 금리 인상 시기는 언제가 될 것인가’였습니다. 제 대답은 언제나 같았습니다. “왜 신경을 쓰는가? 만약에 내가 ‘2월’이라고 말하면 어떻게 할 것인가? 그러다 내가 생각을 바꿔서 ‘5월’이라고 말하면 그때는 또 어떤 다른 행동을 취할 것인가? 모두가 금리가 인상될 것임을 알고 있다면 몇 월에 시작되건 무슨 차이가 있는가?” 누구도 제 의문에 납득할 만한 해답을 제시하지 못했습니다. 아마도 투자자들은 그런 질문을 던지는 것이 전문가답다고 생각하는 모양이지만, 저는 과연 그들이 이유를 설명할 수 있는지 의심스럽습니다.

투자자 중 상당수는 바로 눈앞에 어떤 거시 상황이 기다리고 있는지, 현실로 닥친 일들에 시장이 어떻게 반응할지 명확하게 알 수 없습니다. 저는 [지식에 대한 환상](#)에서 예기치 못한 상황이 경제와 시장 전망을 엉망으로 만드는 과정에 관해 자세하게 기술한 바 있습니다. 요컨대, 대부분의 예측은 추정이며 세상은 거의 변하지 않으므로 일반적으로 추정이 적중하지만 딱히 수익을 내지는 못합니다. 반면에, 추세 이탈을 정확하게 예측하면 상당한 수익이 보장되지만 예측이 어렵고 실행이 어렵습니다. 대부분의 사람이 우월한 실적을 거둬볼 수 있을 정도로 정확한 예측을 하지 못하는 이유가 여기에 있습니다.

이처럼 어려운 이유는 무엇일까요? 우리 대부분은 어떤 상황이 전개될지 이미 알고 있지 않나요? 그러한 상황의 수혜자가 될 가능성이 가장 높은 기업의 주식을 사기만 하면 되는 것이 아닌가요? 장기적으로는 그럴 수도 있습니다. 다만, 단기적으로 수익을 달성하는 것이 특히 어려운 이유 중 하나에 관해 최근 들어 브루스 카쉬가 강조하는 점은 다음과 같습니다: **전개되는 상황과 관련하여 어떤 예상이 이미 주가에 반영됐는지 판단하기란 매우 어렵습니다.**

우리가 늘 언론에서 보는 것처럼, 흔히 범하기 쉬운 착각 중 하나가 주가 변동은 상황에서 비롯된 결과물이라는 믿음입니다. 즉 호재는 주가 상승으로 이어지고 악재는 주가 하락으로 이어진다는 통념입니다. 대부분의 사람이—특히 1 차적으로 사고하는 투자자가—그런 믿음을 갖고 있다고 생각합니다. 하지만 현실은 그렇지 않습니다. **주가는 상황 그리고 그에 대한 투자자들의 대응에 의해 결정되며 이는 상황이 투자자들의 예상에 어떻게 부합하는지에 관한 함수에 가깝습니다.**

이익이 증가하는데도 주가가 하락하는 기업을 어떻게 설명할 수 있을까요? 당연한 얘기지만, 이익 개선이 예상에 못 미쳐서 투자자들이 실망했기 때문입니다. 따라서 가장 근본적인 차원에서 보면 단순히 상황이 호재인지 악재인지 여부가 아니라 예상에 얼마나 부합하는지가 중요합니다.

저는 사회 초년기에 <월스트리트저널>에 게재되는 이익 보고서를 매일 몇 분씩 훑어보곤 했습니다. 하지만 얼마 지나지 않아 특정한 기업에 어떤 실적이 예상되는지를 모르는 상태에서 제가 평소에 주시하지 않는 기업의 공시가 호재인지 악재인지 알 길이 없다는 자각이 들었습니다.

투자자는 소수의 기업과 주식에 관한 한 전문가가 될 수 있지만 (a) 주가의 기초가 되는 거시예상을 이해하고 (b) 광범위한 상황을 예견하며 (c) 주식이 거기에 어떻게 반응할지 예측할 수 있을 정도로 거시 상황을 이해할 가능성은 희박합니다. 투자 예정자는 이미 주가를 형성한 다른 투자자들이 인플레이션, GDP 또는 실업률을 어떻게 예측했는지를 어디에서 확인할 수 있을까요? 자산 가격을 기초로 그에 반영된 예상을 추론할 수 있는 경우도 간혹 있지만 실제 실적이 나오면 추론으로 도출한 가치가 부정확한 것으로 밝혀지는 경우가 많습니다.

더 나아가, 단기적으로 주가는 근본적인 상황으로부터 기인하는 영향력을 압도하는 무작위적이고 외생적인 요인에 매우 취약합니다. **거시 상황과 기업의 단기 등락은 예측이 불가능하며 반드시 기업의 장기적 전망을 시사하거나 그와 관련성을 갖는 것은 아닙니다. 따라서 거기에 연연하지 않아야 합니다.** 예를 들어, 기업은 미래에 투자할 목적으로 당기 이익을 의도적으로 축소하는 경우가 많습니다. 이러한 이유에서, 당기 이익 감소가 지속적인 이익 하향이 아닌 미래 이익의 증가를 의미할 수 있습니다. 그 차이를 알기 위해서는 대상 기업을 심도 있게 이해해야만 합니다.

주가를 정해진 규칙을 정확하게 엄수하는 안정적인 절차라고 착각하는 우를 범하지 않아야 합니다. 상황은 예측이 불가능하며 예측이 불가능한 요인에 의해 뒤바뀔 수 있을 뿐 아니라 상황에 대한 투자자들의 반응은 예측이 불가능합니다. 이처럼 수많은 불확실성이 상존하므로 단기에 집중할 경우 대부분의 투자자가 실적을 개선할 수 없습니다.

주가가 경제적 산출물이나 기업의 수익보다 훨씬 더 큰 폭으로 변동한다는 사실을 경험을 통해 분명하게 알 수 있습니다. 그 이유는 무엇일까요? 단기적으로는 주가가 기업의 장기적 전망이 아닌 투자자 심리의 변화에 따른 영향을 훨씬 더 크게 받기 때문입니다. 단기적으로는 심리의 변화가 펀더멘털의 변화보다 중요하므로—게다가 예측이 어려우므로—대부분의 단기 매매는 시간 낭비이며 ... 그보다 더 나쁠 수도 있습니다.

중요하지 않은 것: 매매 지향적 사고

저는 유머가 인간이 처한 상황의 본질을 반영하는 경우가 많다는 믿음에서 1950 년대에 제 아버지가 들려준 농담을 종종 메모에 소개하곤 했습니다. 이번 주제와 관련이 있으므로 지면을 할애하여 제가 전에 공유한 적이 있는 농담을 하나 소개하고자 합니다:

두 친구가 길에서 만났다. 조가 샘에게 근황을 묻는다. “아.” 샘이 대답한다.
“맛있는 정어리 통조림 한 상자를 샀어.”

조: 잘됐네, 나도 정어리 좋아하는데. 좀 사갈까. 얼마야?

샘: 한 캔에 10,000 달러야.

조: 뭐라고! 어떻게 정어리 통조림 한 캔이 10,000 달러나 할 수 있어?

샘: 세계에서 제일 맛있는 정어리야. 하나하나가 다 순종이고 혈통서도 있어. 낚시가 아니라 그물로 잡아서 수작업으로 뼈를 바르고 엑스트라 버진 올리브 오일에 절였어. 포장 라벨은 유명한 화가가 그린 거야. 10,000 달러면 싼 거야.

조: 하지만 누가 10,000 달러짜리 정어리를 먹겠어?

샘: 아, 이건 식용 정어리가 아니야. 매매용 정어리라고.

제가 이 옛날 농담을 소개하는 이유는 대부분의 사람들이 주식과 회사채를 소유의 대상이 아닌 매매의 대상으로 간주하기 때문입니다.

만약 여러분이 워런 버핏에게 그의 투자 접근법을 물으면 아마도 그는 주식은 기업에 대한 소유권 지분으로 여겨야 한다고 말문을 뿜 것입니다. 회사를 창업하는 사람은 대부분 단기간에 매각하는 것이 아니라 경영을 통해 수익을 올리고 사업을 확장하려 합니다. 물론, 창업자의 궁극적인 목적은 돈을 버는 것이지만 돈은 성공적인 기업을 운영한 데 따른 부산물로 생각할 가능성이 높습니다. 버핏은 주식을 매수하는 사람은 동일한 목적을 공유하는 다른 소유자들을 파트너로 간주해야 한다고 말합니다.

하지만 제가 보기에 그런 경우는 거의 없습니다. **대부분의 사람들은 높은 가격에 되팔 목적으로 주식을 매수하며 소유가 아닌 매매가 목적이라고 생각합니다.** 이는 그들이 소유자처럼 사고하는 대신에 주가 변동에 돈을 거는 노름꾼이나 투기꾼처럼 행동하는 것을 의미합니다. 그로 인한 결과는 불만족스러운 경우가 많습니다.

2012 년 DALBAR 보고서에 따르면, 1992~2012 년에 투자자의 연간 수익률은 S&P 500 수익률보다 3 퍼센트포인트 낮은 것으로 나타났으며 통상적인 투자자의 평균 보유 기간은 6 개월이었다. 6 개월이라니!! 주식을 1 년 미만으로 보유하는 사람은 기업에 대한 소유권 지위를 획득하고 사업의 확장에 동참할 목적으로 증시를 이용하는 것이 아니다. 오히려 단기적인 뉴스와 예상을 넘겨짚는 것뿐이며 수익률은 그러한 뉴스 정보에 다른 사람들이 어떻게 반응하는지에 달려 있다. 결과적으로, 그런 식의 태도는 S&P 500 인덱스펀드에 한 번 투자한 후 아무것도 하지 않는 경우보다 3 퍼센트포인트 낮은 수익률을

제공할 뿐이다. ('피델리티에서 최고의 투자자는 망자들이다', <컨서버티브 인컴
인베스터>, 2020년 4월 8일)

제가 보기에, 단기 매매로 주식을 매수하는 것은 자신이 응원하는 팀이 우승하기를 바라는 대신에 다음 플레이나 피리어드 혹은 이닝에서 누가 우세할지를 놓고 도박을 하는 것과 다름없습니다.

논리를 따져봅시다. 주식을 매수하는 사람은 지불하는 가격보다 주식의 가치가 높다고 생각하는 반면에, 매도자는 가격이 고점에 도달한 것으로 판단합니다. 만약 순조롭게 전개된다면 당신이 판단하기에 언젠가 고점에 도달했을 때 주식을 팔게 될 것입니다. 반면에, 여러분이 주식을 매도하는 상대방은 여전히 가치가 더 있다고 생각하기 때문에 주식을 매수합니다. 우리는 이 과정을 더 큰 바보 이론에 빗대서 설명한 바 있습니다. 내가 주식에 얼마를 지불했건 간에 나중에 고점에 도달했다고 판단해서 주식을 팔 때가 되면 반드시 누군가가 더 비싼 가격을 지불하고 내게서 주식을 사갈 것이라는 생각입니다.

모든 매수자는 궁극적으로 주식의 가치가 오늘 주가를 상회할 것이라는 믿음에서 행동을 취합니다(짐작하건대 매도자는 이 판단에 동의하지 않을 것입니다). 관건은 이러한 매수의 근거에 어떤 사고가 깔려 있는가입니다. **장기간에 걸쳐 소유하기를 원하는 기업이기 때문에 주식을 매수하는가? 아니면 단순히 주가 상승에 돈을 거는가?** 외견상으로는 동일한 거래지만 저는 사고 과정과 그에 따른 논리의 타당성을 논하고자 합니다.

매번 주식이 거래될 때마다 반드시 한쪽은 틀리고 다른 한쪽은 옳습니다. 하지만 만약 유행하는 추세와 그에 따른 다음 달, 분기 또는 연도의 주가 이동 방향에 돈을 건다면 거래 상대방보다 자신이 맞을 확률이 더 높을 것으로 예상하는 태도가 과연 현실적일까요? 상당수 능동형 매니저들이 장기간 소유하기를 원하는 기업을 선별하기보다는 단기적인 주가 향방에 돈을 거는 현실에서 능동형 투자 운용이 쇠퇴한 이유를 찾을 수 있을지도 모릅니다. 이것이 다 근거에 깔린 인식에 관한 문제입니다.

저는 퍼스트내셔널시티뱅크에 입사하고 처음 몇 달 동안 아버지와 함께 지냈던 1969년에 이 주제에 관해 장시간 토론한 적이 있습니다. (그때를 회상하면 감회가 새롭습니다. 아버지는 지금의 저보다도 젊었습니다.) 저는 주가가 상승하리라는 희망이 아닌 다른 동기에서 주식을 매수해야 한다는 제 생각을 밝히면서 그 한 예로 향후에 배당금이 증가할 것이라는 예상을 들었습니다. 아버지는 배당금 때문에 주식을 사는 사람은 아무도 없다고 반박했습니다. 주가가 오를 것이라고 생각하기 때문에 주식을 산다는 논리였습니다. 그런데 무엇이 주가 상승을 촉발할까요?

기업의 강점과 장기적인 이익 잠재력을 보고 소유를 원하는 것은 주주가 되는 타당한 근거를 구성하며 그러한 예상이 사실로 입증될 경우 주가 상승을 전망하는 타당한 근거로 작용합니다. 그러한 근거가 결여된 상태에서 주가 상승만을 바라고 주식을 매수하는 행동은 추후에 다른 투자자들이 어떤 업종과 종목을 선호할 것인지를 알아맞히려는 시도에 불과합니다. 벤 그레이엄은 “시장은 장기적으로는 저울과 같지만 단기적으로는 투표기에 가깝다”는 유명한 격언을 남겼습니다. **찰리 멩거는 제게 이 중 어느 하나도 쉽지 않은 것이 사실이지만 장기적인 강점을 면밀하게 저울질하는 편이 단기적인 유행을 예측하려는 시도보다 나은 결과를 달성한다고 말했습니다.**

중요하지 않은 것: 단기 실적

단기 투자 실적에 영향을 미칠 가능성이 있는 요인들을 감안할 때 기업의 공시된 실적은 현실과 괴리되는 상황을 제시할 위험성이 있으며 여기서 제가 주목하는 대상은 상승기의 호실적입니다. 제가 느끼기에 상승기에 성공을 가져다주는 세 가지 요소는 공격적 성향, 타이밍 그리고 재능입니다. 만약 적절한 시점에 적극성만 충분하다면 재능은 그다지 요구되지 않습니다. 상승기에는 리스크와 베타, 상관관계가 높은 포트폴리오일수록 높은 수익률이 보장된다는 사실을 우리는 모두 알고 있습니다. 항상 공격적인 포지션만을 고수하는 골수 상승론자가 그런 포트폴리오를 유지하는 것은 차별성이나 통찰력과는 무관합니다. 마지막으로, 무작위적인 상황이 특정한 분기 혹은 연도에—어느 방향으로건—수익률에 엄청난 파급력을 미칠 수 있습니다.

제 메모에 자주 등장하는 주제 중 하나는 단순히 결과물만 놓고 의사결정의 질을 판단할 수는 없다는 점입니다. 의사결정이 합당한 논리에 근거하고 모든 가용한 정보를 반영했다 하더라도 부정적인 결과물을 낳는 경우가 많습니다. 그와는 반대로, 부정확한 논리로 옳은 의사결정에 도달한—때로는 우리들 자신일 수도 있는—사람들을 우리는 익히 알고 있습니다. 은폐된 정보와 무작위적인 상황 전개는 판단력이 아무리 뛰어난 사람의 의사결정이라도 실패를 불러올 수 있습니다. (그럼에도, 장기간에 걸쳐 다수의 시도를 통해 결과물을 평가하면 정확한 의사결정을 내리는 투자자가 성공을 거둘 확률이 월등히 높습니다.)

어느 한 분기나 연도의 수익률에 지나친 중요성을 부여하지 말아야 한다는 점은 당연합니다. 투자 실적은 실현이 가능한 전체 수익률에서 발췌한 단편적인 결과에 불과하며 단기적으로는 무작위적인 상황으로 인한 영향을 크게 받을 수 있습니다. 따라서 특정 분기 수익률은 투자자의 역량을 측정하는 지표로는 매우 부적합할 가능성이 있습니다. 특정한 분기나 연도를 근거로 매니저가 남다른 역량을 갖췄는지 혹은 장기적으로 자산 배분이 적절한지 여부를 판단하는 것은 한 타석만으로 타자를 평가하거나 한 경주만으로 경주마를 평가하는 것과 같습니다.

우리는 단기 실적이 그다지 중요하지 않다는 사실을 잘 알고 있습니다. 그럼에도, 제가 속해 있는 대부분의 투자위원회는 직전 분기 실적을 첫 번째 안건으로 정하고 여기에 상당한 시간을 할애합니다. 대개 집중적인 토론이 진행되지만 유의미한 행동으로 이어지는 경우는 거의 없습니다. 그렇다면 왜 이런 일을 계속하는 걸까요? 제가 *지식에 대한 환상*에서 언급한 것처럼 투자자들이 예측에 몰두하는 것과 같은 이유에서입니다: ‘다들 하는 일’이고 ‘하지 않으면 무책임해 보이기’ 때문입니다.

중요하지 않은 것: 변동성

저는 변동성을 리스크의 정의나 본질처럼 취급하는 사람들과는 분명히 의견을 달리한다는 생각을 밝힌 것 외에는 이에 관해 거의 언급한 적이 없습니다. 저는 1960 년대에 시카고학파의 투자론을 정립한 학자들이 (a) 투자 수익률과 리스크 간의 관계를 규명하기를 원했고 (b) 계산에 대입할 수 있는 리스크 정량화 수치가 필요했으며 (c) 정량화가 가능했던 유일한 항목이라는 단순한 이유에서 변동성을 리스크 대용물로 선택했음이 분명하다는 견해를 피력한 바 있습니다. 저는 리스크를 부정적인 결과물이 산출될 확률로 정의하며 변동성은 기껏해야 리스크의 존재를 시사하는 지표 정도로 취급합니다. 하지만 변동성은 리스크가 아닙니다. 이 주제에 대해 제가 하고 싶은 말은 이게 전부입니다.

저는 여기서 변동성에 관한 생각과 걱정이 제가 50 년 넘게 몸담아온 투자업계를 얼마나 왜곡시켰는지를 지적하고 싶습니다. 제가 1960 년대 말에 시카고대 경영대학원을 다니면서

새로운 이론을 거의 최초로 선보인 강좌를 수강할 수 있었던 것은 더할 나위 없이 유익한 기회였습니다. 저는 효율적 시장 가설, 자본자산평가모델, 랜덤워크, 리스크 회피의 중요성, 리스크로서 변동성의 역할을 배웠습니다. 제가 1969년에 현업 투자업계에 발을 들였을 무렵만 해도 변동성은 대화의 주제에 끼지 못했지만 얼마 지나지 않아 실재가 이론을 따라잡았습니다.

특히, 리스크 조정 수익률의 척도로서 샤프 비율이 도입되었습니다. 샤프 비율은 포트폴리오의 초과 수익률(포트폴리오 수익률에서 재무부채권 수익률을 차감한 값)을 변동성으로 나눈 값을 의미합니다. 변동성 단위당 수익률이 높을수록 리스크 조정 수익률이 상승합니다. 리스크 조정은 핵심적인 개념이며 수익률은 그에 도달하기 위해 감수한 리스크와 비교하여 절대적으로 평가해야 합니다. 샤프 비율은 그 목적에 활용할 수 있는 유일한 정량화 도구인 까닭에 오크트리까지도 포함하여 누구나 인용합니다. (만약 투자자, 컨설턴트, 고객이 샤프 비율을 이용하지 않는다면 다른 척도는 전무하며 분석에서 변동성을 근본적인 리스크로 대체하려고 시도할 경우 정량화 방법이 존재하지 않는다는 사실을 깨닫게 될 것입니다.) **변동성이 리스크를 시사하는 것과 동일한 원리로 샤프 비율은 리스크 조정 실적을 시사하지만 변동성은 리스크가 아니므로 샤프 비율 역시 매우 불완전한 기준입니다.**

제가 1978년에 취급하기 시작한 자산군 중 하나인 고수익회사채를 예로 들어보겠습니다. 오크트리는 벤치마크보다 훨씬 낮은 리스크를 감수하면서도 벤치마크를 양호하게 상회하는 수익률을 달성할 수 있다고 믿으며 이는 우월한 샤프 비율을 통해 입증됩니다. 하지만 고수익회사채의 진정한 리스크는—오크트리가 관심을 기울이고 과거부터 축소해온 리스크인—디폴트 리스크입니다. 오크트리는 변동성 축소에 그다지 관심을 두지 않으며 그러한 조치를 의식적으로 수행하지 않습니다. 오크트리는 디폴트를 억제하는 조치들로 인해 결과적으로 샤프 비율이 높게 산출되는—그리고 상관관계를 갖는—것으로 판단하고 있습니다.

변동성은 고정수익 혹은 ‘신용’을 다루는 분야와 특히 무관합니다. 회사채, 어음, 대출은 정기적인 이자 지급과 만기 상환을 계약으로 약정합니다. 대부분의 경우 **8% 수익률 회사채를 매수하면 중간에 회사채 가격이 오르건 내리건 상관없이 만기까지 8% 수익률이 기본적으로 보장됩니다.** 제가 ‘기본적으로’라고 표현한 이유는 만약 가격이 하락하면 지급 이자를 8%를 상회하는 수익률에 재투자할 수 있으므로 보유 기간 수익률이 상승하기 때문입니다. 따라서 많은 이들이 꺼려 하는 가격 하방 변동성—디폴트를 예고하지 않는 한—실제로 유익한 일입니다. (본 단락에서 설명한 것처럼 ‘변동성’은 부적절한 표현이라는 점에 유의할 필요가 있습니다. 스트래티지스트와 언론은 ‘변동성이 닥칠지도 모른다’고 경고하는 경우가 많습니다. 그들이 실제로 의미하는 바는 ‘가격 하락이 닥칠지도 모른다’입니다. 상방 변동성을 걱정하거나 염려하는 사람은 아무도 없습니다.)

변동성을 전반적으로 방지하는 것이 무조건 좋은 것만은 아니라는 점을 인식하는 것이 중요합니다. 변동성 축소 그 자체를 위한 축소는 준최적화 전략에 해당합니다. 변동성이 낮은 자산과 접근법을 선호할 경우—다른 모든 조건이 동일하다면—수익률이 하락할 것으로 추정해야 합니다. 우월한 재능이나 알파를 갖춘 매니저(11 페이지 참조)만이 이 부정적인 추정을 극복하고 수익률 하락폭을 변동성 하락폭보다 줄일 수 있습니다.

그럼에도, 상당수 고객과 경영진, 기타 구성원은 급격한 상승과 하락을(주로 하락을) 반기지 않으므로 자산운용사는 변동성을 축소하는 조치를 취하는 경우가 많습니다. 2000년 기술주 거품 붕괴를 계기로 증시가 3년간 하락하자 기관투자자들이 헤지펀드로 몰린 이후에 어떤 일이 벌어졌는지 떠올려보십시오. (증시가 3년간 하락한 것은 1939~1941년 이래로 이때가 처음이었습니다.) 그 전까지만 해도 부유한 개인 자산가들로부터 조성한 수익 달러를

가내수공업 형태로 운영하던 헤지펀드는 하락장에서 우월한 실적을 올렸습니다. 헤지펀드의 낮은 변동성에 매력을 느낀 기관들은 수십억 달러를 투자했습니다.

평균적인 헤지펀드는 기관이 원하는 안정성을 제공했습니다. 하지만 그러한 재편 과정에서 낮은 변동성으로 높은 수익률을 추구한다는 목표가 어디론가 사라졌습니다. 오히려 헤지펀드 매니저는 낮은 변동성 그 자체를 목표로 설정했습니다. 기관들이 그것을 원한다는 사실을 알고 있었기 때문입니다. 그 결과 지난 18여 년 동안 평균적인 헤지펀드는 애초에 원했던 대로 낮은 변동성을 달성했지만 평범한 한 자릿수 수익률을 기록하는 데 그쳤습니다. 기적은 일어나지 않았습니다.

제가 이 모든 사실을 다시 거론하는 이유는 무엇일까요? 왜냐하면 변동성은 (재정적으로 감내할 수 있다는 전제하에) 일시적인 현상에 불과하며 대부분의 투자자는 지금처럼 중요성을 부여할 필요가 없기 때문입니다. *제 생각은 좀 다릅니다*에서 제가 언급한 것처럼 상당수 투자자는 만약 행동에 옮기기만 한다면 오롯이 장기적 성과에 집중할 만한 여력이 있습니다. 다음에 해당하는 투자자에게 변동성은 걱정거리가 되지 않습니다.

- 생명보험사, 발전기금, 연금 기금처럼 장기적으로 존속하는 실체인 경우.
- 투자금 일시 인출이 일어나지 않는 경우.
- 하락 변동이 근본적인 활동을 위태롭게 만들지 못하는 경우.
- 구성원들로 인해 어쩔 수 없이 오류를 범할 우려가 없는 경우.
- 단기에 상환해야 하는 부채를 지지 않은 경우.

대부분의 투자자는 위의 조건들 가운데 일부를 만족시키지 못하며 전부 다 충족하는 경우는 거의 없습니다. 그럼에도 높은 수익률을 올릴 잠재력을 보유한 투자자산은 상당수가 극심한 등락에 취약할 가능성이 있으므로 위의 조건들이 충족되는 경우 투자자는 변동성을 감내할 수 있는 여력을 최대한 활용해야 합니다.

워런 버핏은 항상 이런 상황을 정확하게 묘사하며 이 주제와 관련하여 “우리는 매끈한 12% 수익률보다 울퉁불퉁한 15%를 선호한다”는 말로 핵심을 찌른 적이 있습니다. 그와는 반대로 울퉁불퉁한 15%보다 매끈한 12%를 선호하는 투자자는 자신이 변동성을 회피하는 주된 이유가 재정적인 원인인지 아니면 심리적인 원인인지 스스로 되물을 필요가 있습니다.

물론, 직원이나 투자위원회 위원 혹은 고용된 투자매니저가 내리는 결정이 현실 세계의 고려 사항을 반드시 반영해야 하는 경우도 있습니다. 기관 포트폴리오를 책임지는 관계자에게는 자신이 속한 기관이나 고객이 재정적으로 감내할 수는 있지만 여전히 불만족스럽게 여기는 등락을 회피해야 할 만한 합당한 근거가 존재할 수 있습니다. 특정한 상황에서 자신이 할 수 있는 최선을 다하는 것이 전부입니다. 그럼에도 결론은 다음과 같습니다: 많은 경우 사람들은 필요 이상으로 변동성에 중요성을 부여합니다.

여담

변동성을 주제로 다루는 김에 최근 들어 별로 거론되지 않는 분야인 사모 투자 펀드를 언급하고자 합니다. 2022년 1~9월은 주식과 채권 모두 역대 최악에 속하는 기간이었습니다. 하지만 상당수 주식형 사모펀드와 채권형 사모펀드는 현재까지 손실폭이 미미했습니다. 저는 이러한 현상이 무엇을 의미하는지, 이것이 현실을 반영하는지에 관한 질문을 자주 받습니다.



사모펀드는 실적을 정확하게 공시할 가능성이 있습니다. (오크트리도 실적을 정확하게 공시하는 것으로 믿고 있습니다.) 그럼에도, 저는 최근에 로빈 위글스워스가 ‘사모펀드의 변동성 세탁, 수익률 조작, ‘가짜 행복’이라는 도발적인 제목으로 <파이낸셜타임스>에 게재한 기사를 접했습니다. 일부를 소개하면 다음과 같습니다:

최근 들어 상장 시장과 비상장 시장의 격차 확대가 초미의 관심사로 대두되고 있다. 투자자들은 교활한 사모펀드 거물들의 ‘수익률 조작’에 속아 넘어가는 아둔한 [어리석은] 집단으로 비쳐지는 경우가 많다. 하지만 그들 역시 공모자라면 어떨까?
...

플로리다대학교 소속 공저자 3 인이 발표한 한 논문은 바로 그러한 주장을 제기한다. 블레이크 잭슨, 데이비드 링, 앤디 나란조는 거의 20 년에 걸친 부동산 사모펀드 데이터를 기초로 “사모펀드 매니저는 투자자의 입맛에 맞게 수익률을 조작하고 있다”는 결론을 제시한다.

... 잭슨, 링, 나란조의 ... 주된 결론은 “업무집행사원은 유한책임사원을 속이기 위해서가 아니라 오히려 유한책임사원이 원하기 때문에 중간 수익률을 조작하는 것으로 보인다”는 것이다.

은행이 이윤을 추구하는 투자자의 구미에 맞는 금융상품을 개발하고 기업이 배당금 지급을 요구하는 투자자의 구미에 맞는 배당금을 제시하는 것과 흡사하게 사모펀드 매니저는 수익률 조작을 요구하는 투자자의 구미에 맞춰 중간 실적 보고서를 부풀린다는 것이 본 논문의 주장이다.

... 업무집행사원이 수익률을 부풀리거나 평준화하면 ... 유한책임사원 조직 내의 투자매니저는 샤프 비율과 알파, 그리고 IRR 등의 수익률 지표를 인위적으로 높여 수탁기관이나 기타 감독기관에 보고할 수 있다. 이럴 경우 사모펀드 투자금을 최종적으로 회수하기 전에 평균 4 년인 계약기간이 만료되는 투자매니저는 내부적인 고용 안정성이나 잠재적인 고용시장 경쟁력을 높일 수 있다. ...

올 한 해 동안 전 세계 주식이 22 퍼센트 하락했음에도 불구하고 사모펀드 부문이 2022 년 1 분기에 1.6 퍼센트 수익을 달성하고 그 이후로도 미미한 손실만을 기록할 수 있었던 이유를 이 논문으로 설명할 수 있을지도 모른다. (2022 년 11 월 2 일. 강조 표시 추가)

비정상적으로 양호한 것처럼 보이는 수익률에 업무집행사원과 유한책임사원이 모두 만족한다면 그 결과를 의심해야 하는 걸까요? 비상장 투자자산의 실적이 정확하게 표시되고 있는 걸까요? 낮게 공시된 변동성이 과연 사실일까요? 현재의 경영 여건이 불리하다면 상장 투자자산과 비상장 투자자산의 가격에 비슷한 영향을 미쳐야 하는 게 아닐까요?

반면에, 그와 상반된 의문도 존재합니다. 업무집행사원이 단기적으로는 약세지만 장기 전망은 밝은 비상장 기업에 대한 투자의 가치를 감액하지 않는 것이 공정한 태도가 아닐까요? 또한, 비상장 투자자산의 가치를 올해 충분히 감액하지 않았다는 지적이 옳다 하더라도 상장 주식의 가격이 비정상적으로 변동하면서 장기적인 가치 변동폭이 고평가된 것 역시 사실이 아닐까요? 저는 종종 과도한 심리적 기복이 상장 주식의 가격에 반영되어 있는 것으로 확신합니다. 비상장 투자자산의 가격도 이를 모방해야 하는 걸까요?

대부분의 경우 부정확한 공시는 결국 드러나기 마련입니다. 궁극적으로, 비상장 채권은 만기가 도래하며 비상장 주식은 매도해야 합니다. 만약 당기 수익률에서 실제로 하락한 가치를 과소평가한다면 당기 이후의 실적은 예상보다 훨씬 저조할 가능성이 있습니다. 이런 상황이 벌어질 경우 적지 않은 연구자들이(그리고 몇몇 감독 당국이) 2022년에 비상장 투자자산이 지나치게 고평가된 것은 아닌지 의문을 제기할 것으로 확신합니다. 곧 알게 될 것입니다.

중요하지 않은 것: 과잉 행동

제가 [매도\(Selling Out\)](#) (2022년 1월)에서 강하게 주장했던 것처럼 대부분의 투자자는 거래 횟수가 지나치게 많습니다. 다수의 의사결정을 연속적으로 정확하게 내리기는 어려우며 매매에는 비용이 수반될 뿐만 아니라 투자자의 심리적 기복으로 인한 행동인 경우가 많다는 점에서 거래는 적을수록 좋습니다.

제가 어렸을 때 유행하던 말 중에 ‘가만히 있지 말라, 뭐라도 하라’는 격언이 있었습니다. 하지만 투자에 있어서는 그와는 반대로 ‘무작정 아무 일이나 하지 말라, 가만히 있으라’가 옳습니다. 사고 파는 것에서 돈을 버는 게 아니라 (바라건대) 보유하는 것에서 돈을 번다는 마음가짐을 가지십시오. 생각은 더 많이 하십시오. 거래는 더 적게 하십시오. 거래 횟수는 줄이되 더 결정적인 거래를 하십시오. 다변화가 과도하면 거래 하나하나의 중요성이 반감됩니다. 그럴 경우 투자자가 적절한 조사나 확신 없이 행동에 나설 가능성이 있습니다. 저는 대부분의 포트폴리오에서 다변화된 정도 그리고 거래 빈도가 과도하다고 생각합니다.

저는 *지식에 대한 환상*과 *매도*에서 상당한 지면을 할애하여 투자자가 단기 시장 타이밍을 이용하여 수익률을 개선하기가 얼마나 어려운지를 경고했으며 존경받는 투자자인 빌 밀러의 말을 인용했습니다: “우리는 타이밍이 아니라 시간이 주식시장에서 부를 축적하는 열쇠라고 믿는다.”

이 주제와 관련하여 저는 최근에 한 컨설턴트로부터 질문을 받았습니다. “필요할 때마다 시장에 들어갔다 나왔다를 반복하지 않으면서 어떻게 몸값을 한다고 할 수 있습니까?”라는 질문이었습니다. 저는 장기적으로 우수한 실적을 올리는 포트폴리오를 구성하는 것이 우리의 임무이며 시장 타이밍은 적중하지 않는 한 성과를 달성할 가능성이 낮고 제가 확신하건대 대개의 경우 적중하지 않는다고 답했습니다. “귀하는 어떤가요?” 저는 반문했습니다. “고객이 적절하게 자산을 배분하도록 조언을 마친 상태에서 한 달이 지난 후에 구성을 변경하지 않는다고 몸값을 못 한다고 말할 수 있나요?”

마찬가지로, 제가 *지식에 대한 환상*을 작성한 날에 제 오랜 지인 한 명이 제가 물었습니다. “그래도 [단기적인 상황에 대비한] 포지션은 갖춰야죠, 그렇지 않나요?” 예상할 수 있는 것처럼 제 대답은 “아니요, 그런 행동에 아무런 이점이 없다면 그럴 필요가 없습니다. 왜 동전 던지기에 돈을 걸어야 하나요, 더구나 참가하는 데도 비용이 드는 상황이라면 말입니다”였습니다.

저는 유익한 기사 하나를 인용하는 것으로 이 주제에 관한 고찰을 마무리하고자 합니다:

최근 들어 이목을 끌고 있는 뉴스는 2003~2013년에 가장 높은 수익률을 달성한 투자자 유형을 파악할 목적으로 피델리티 증권 계좌를 분석한 내부 실적 보고서에 관한 내용이다. 고객 계좌를 조사한 결과 최상위 투자자는 사망하거나 휴면 상태인 것으로 나타났다. 즉 직장을 옮기면서 기존의 401(k) 계좌를 ‘잊고’ 종전의 옵션을 그대로 방치한 경우 혹은 고객이 사망하여 상속재단이 자산을

처리하는 동안 계좌가 동결된 경우였다. ('피델리티에서 최고의 투자자는
망자들이다', <컨서버티브 인컴 인베스터>, 2020년 4월 8일)

기사를 쓴 기자가 해당 보고서를 입수하지 못했고 외견상 피델리티 측에서도 확보하지 못한 것으로 보아 이 기사는 아마도 출처가 불분명한 것으로 판단됩니다. 그럼에도 결론이 제 생각에 부합한다는 점에서 저는 여전히 이 기사의 착안점이 마음에 듭니다. 투자 실적을 개선하기 위해서라면 죽음도 가치가 있다는 말이 아니라 투자자가 손을 놓고 있는 상태에서 기사와 같은 조건을 모방하는 것도 나쁘지 않다는 의미입니다.

그렇다면 무엇이 중요한가?

진정으로 중요한 것은 향후 5년 또는 10년(혹은 그 이상) 동안 보유한 투자자산이 달성하는 실적 그리고 투자기간이 종료된 시점에 투자원금 및 목표 수익률과 비교한 투자자산의 가치입니다. 일각에서는 장기는 단기의 연속이며 단기가 적중할 경우 장기에도 성공한다고 말합니다. 그들은 성공에 이르는 길이 상대가치평가를 활용하는 잦은 거래, 유행의 기복을 내다보는 예측, 거시 상황 전망으로 구성된다고 생각하는 듯합니다. 저는 당연히 그렇게 생각하지 않습니다.

대부분의 개인 투자자 그리고 아웃퍼포먼스의 한계를 이해하는 투자자는 장기간에 걸쳐 인덱스 펀드를 보유하는 것이 가장 유리할 것입니다. 투자 전문가 그리고 능동형 투자 운용을 원하거나 필요성을 느끼는 투자자는 이하의 제안이 유익할 것입니다.

저는 단기나 거시 동향에 대한 관심을 줄이고 그 대신에 향후 수년 동안의 펀더멘털 전망을 분석하는 데 집중할 경우 대부분의 투자자가 더 큰 성공을 거둘 것으로 예상합니다. 이를 위해서는 다음과 같은 행동이 요구됩니다:

- 기업과 종목을 연구하고 이익 잠재력 등의 항목을 분석합니다.
- 잠재력에 비해 매력적인 가격으로 자산을 매수합니다.
- 대상 기업의 이익 전망과 가격 매력도가 견실하게 유지되는 기간 동안 보유합니다.
- 상기한 요인들을 확신할 수 없거나 더 나은 대안이 등장하지 않는 한 변화를 주지 않습니다.

제가 단기에 집중하는 태도를 다루면서(그리고 만류하면서) 1 페이지에 언급한 런던 총회에서 저는 오크트리 의무가 (a) 약정한 대로 채무를 이행하는(혹은 그렇지 못한 경우 원금 또는 그 이상을 반환하는) 채권을 매수하고 (b) 시간이 경과함에 따라 가치가 증가할 기업에 투자하는 것이라고 말했습니다. 저는 그 원칙을 고수할 것입니다.

위에서 설명한 투자자의 임무는 무척이나 단순합니다 ... 혹자는 지나친 단순화라고 말할 수도 있습니다. 실제로도 그렇습니다. 목적과 절차를 포괄적으로 제시하기는 쉽습니다. 실질적인 어려움은 실행에 있어서 대부분의 투자자를 능가하는 데 있습니다. 이것이 시장을 상회하는 실적을 달성할 수 있는 유일한 길입니다. **평균적인 의사결정은 이미 주가에 반영되어 있으며 평균적인 실적을 제공하므로 우월한 결과는 반드시 우월한 통찰에 기반해야 합니다.** 하지만 제가 여러분에게 평균적인 투자자를 능가하는 요령을 가르칠 수는 없습니다. 다양한 요인들을 고려해야 하며 제가 생각하기에 반드시 명심해야 할 핵심적인 사항들을 몇 가지 소개하고자 합니다. 기존의 다른 메모와 이번 메모의 전반부에서 언급한 주제들이 되풀이되는 것을 알 수 있습니다. 하지만 중요한 사항들이니만큼 굳이 양해를 구하지 않으려 합니다:

- 단기는 잊고 장기적인 사항에만 집중하십시오. 주식을 트레이딩 카드로 여기지 말고 기업에 대한 지분으로 생각하십시오.
- 자신이 시장 효율성을 신봉하는지 여부를 판단하십시오. 만약 그렇다면, 자신이 참가하는 시장이 아웃퍼포먼스를 허용할 정도로 충분히 비효율적이고 자신에게 그것을 활용할 능력이 있습니까?
- 자신의 접근법이 공격적인 성향인지 아니면 방어적인 성향인지 여부를 판단하십시오. 더 큰 승자를 더 많이 발굴하는 것과 패자를 회피하는 것 중 어느 쪽을 추구합니까? 혹은 둘 다입니까? 상승장에서 더 버는 것과 하락장에서 덜 잃는 것 중 어느 쪽을 추구합니까? 혹은 둘 다입니까? (힌트: ‘둘 다’는 어느 한 쪽만을 달성하는 것보다 훨씬 어렵습니다.) 일반적으로, 투자 스타일은 그 사람의 성격에 맞아야 합니다.
- 고객의 재무 상태, 요구, 바람, 등락을 감내하는 능력에 비추어 자신이 평상시에 어떤 리스크 태세를 취해야 할지를—공격적 태세와 방어적 태세 간의 평상시 균형점을—결정하십시오. 시장의 전개 상황에 따라 균형점을 변경할 것인지 여부를 판단하십시오.
- 수익률과 리스크를 바라보는 건전한 태도를 유지하십시오. 이익 잠재력이 높아지면 일반적으로 리스크도 동반하여 증가한다는 점에서 ‘수익률 잠재력은 높을수록 좋다’는 태도는 위험할 수 있다는 점을 이해하십시오. 반면에, 리스크를 전적으로 회피할 경우 일반적으로 수익률도 회피하는 결과를 초래합니다.
- 적절한 안전 마진 혹은 전개되는 상황이 예상에 못 미치는 시기를 감내할 수 있는 능력을 고수하십시오.
- 거시 예측을 중단하고 다른 사람보다 투자 대상을 더 잘 알기 위해 미친 듯이 미시 분석을 수행하십시오. 정보의 우위를 점해야만 성공을 기대할 수 있다는 점을 이해하고 자신이 그러한 우위를 확보했는지 여부를 현실적으로 판단하십시오. 더 열심히 노력하는 것만으로는 부족하다는 점을 인정하십시오. ‘언제라도 입수가 가능한 현재에 관한 정량적 정보’는 누구나 갖고 있으므로 평균을 상회하는 결과를 가져다줄 수 없다는 제 아들 앤드류의 의견을 참고하십시오.
- 심리적 기복은 펀더멘털보다 훨씬 심하게 일어나며 대개의 경우 잘못된 방향으로 혹은 잘못된 시기에 발생한다는 점을 인식하십시오. 이러한 기복에 저항하는 것이 중요하다는 점을 이해하십시오. 가능하다면 경기역행적 투자 혹은 역발상 투자를 통해 이익을 확보하십시오.
- 투자자 행동을 중심으로 투자 환경의 여건을 분석하고 경기 순환주기가 어느 단계에 있는지를 고려하십시오. 순환주기상에서 시장이 위치한 단계가 자신에게 유리할 확률이나 불리할 확률에 지대한 영향을 미친다는 점을 이해하십시오.
- 채권은 매매 목적이 아니라 수익률이 만족스러운 경우에 매수하십시오. 다시 말해서, 9% 회사채의 수익률이 리스크를 보상한다고 생각하고 매수하면 9%에 만족할 것입니다. 금리 인하에 따른 가격 상승으로 인해 11%에 도달할 것을 예상하고 9% 회사채를 매수하는 일은 없어야 합니다.

무엇보다, 주식 투자자는 (a) 경제와 기업의 구조적 성장에 동참하고 (b) 복리의 마법을 수익하는 것을 주된 목표로 삼아야 합니다. 1926년 이래 S&P 500 지수(혹은 그 전신)의 연평균 수익률이 10.5%였으며 16 번의 경기 후퇴, 대공황, 수 차례의 전쟁, 세계대전, 글로벌 팬데믹, 다수의 지정학적 분쟁에도 불구하고 그때 1 달러를 투자했다면 지금은 13,000 달러를 넘었을 것이라는 사실을 기억하십시오.

장기적인 평균 실적에 동참하는 것을 주목적으로 삼고 거기에 추가하여 개선을 추구하는 능동적인 노력은 ‘가장자리를 꾸미는 장식’ 정도로 생각하십시오. 이러한 태도는 대부분의 능동형 투자자가 취하는 태도와는 정반대일 수도 있습니다. 비중 확대와 축소, 단기 매매, 시장

타이밍, 기타 능동적 조치를 통한 실적 개선은 쉽지 않습니다. 자신이 여기에서 성공할 수 있을 것이라고 확신하기 위해서는 자신이 다른 수많은 영민한 투자자들보다 더 영민하다는 가정이 요구됩니다. 행동에 앞서 한 번 더 생각하십시오. 왜냐하면 성공에 요구되는 장벽이 높기 때문입니다(아래 내용 참조).

과도한 매매로 일을 그르치지 마십시오. 매수와 매도를 이익중심점이 아니라 비용중심점으로 여기십시오. 저는 직원 1명과 경비견 1마리가 배치된 미래의 자동화 공장을 빗댄 농담을 좋아합니다. 경비견의 임무는 직원이 기계에 손을 대지 못하도록 지키는 것이고 직원의 임무는 경비견에게 사료를 주는 것입니다. 투자자는 대부분의 시간 동안 포트폴리오에서 손을 떼는 방법을 강구해야 합니다.

결론에 붙여: 비대칭성

‘비대칭성’은 제가 수십 년 동안 관심을 기울이고 있는 개념이며 저는 해가 갈수록 여기에 더 높은 중요성을 부여하고 있습니다. 제가 성공적인 투자의 정수를 표현하는 단어인 동시에 투자자를 평가하는 기준입니다.

먼저, 용어의 정의는 다음과 같습니다:

- 저는 이하에서 특정한 투자자가 ‘알파’를 갖추고 있는지 여부에 관해 논하고자 합니다. 이론적으로 알파는 벤치마크 수익률을 상회하는 수익률로 정의됩니다. 하지만 저는 알파를 우월한 투자 재능으로 보는 관점을 선호합니다. 알파는 비효율성이 존재하는 경우 그것을 찾아내고 이용하는 능력입니다.
- 비효율성-가격 오류 혹은 착오-은 자산의 가격이 공정가치를 이탈하는 경우를 의미합니다. 이러한 이탈은 저평가 혹은 그 반대인 고평가의 형태로 나타날 수 있습니다.
- 저평가는 리스크 조정을 거친 후에 장기적으로 다른 투자자산보다 우수한 실적을 안정적으로 창출합니다. 고평가는 그 반대의 결과를 가져옵니다.
- ‘베타’는 특정한 투자자 혹은 포트폴리오의 상대적 변동성을 의미하며 상대적 민감도 혹은 체계적 리스크로 표현됩니다.

효율적 시장 가설을 신봉하는 진영은 특정한 포트폴리오의 수익률을 시장 수익률에 해당 포트폴리오의 베타를 곱한 값으로 계산합니다. 효율적 시장에는 이용이 가능한 가격 오류가 존재하지 않으므로 오로지 이 원리만으로 결과를 설명합니다(따라서 알파 같은 개념은 전혀 고려하지 않습니다). **이처럼 알파는 투자자가 순수하게 시장 수익률과 베타로 설명되는 것 이상의 실적을 창출할 수 있도록 뒷받침하는 재능을 의미합니다.** 이를 달리 표현하면, 알파를 갖춘 투자자는 손실 잠재력을 비정상적으로 상회하는 이익 잠재력을 갖습니다. 이것이 비대칭성입니다. 특정한 투자자가 다음 조건들 중 일부 혹은 전부를 반복적으로 충족하는 경우 비대칭성이 존재한다는 것이 제 견해입니다:

- 하락장에서 잃는 것보다 상승장에서 벌어들이는 돈이 더 많은 경우.
- 승자가 패자보다 더 많은 경우.
- 패자로 인해 잃는 것보다 승자로 인해 벌어들이는 돈이 더 많은 경우.
- 공격적 혹은 방어적 성향이 시기적절했던 것으로 판명되면 호실적을 올리고 그렇지 못한 경우에도 나쁘지 않은 실적을 유지하는 경우.
- 업종이나 전략이 유리했을 때 호실적을 올리고 그렇지 못한 경우에도 나쁘지 않은 실적을 유지하는 경우.
- 대부분의 깜짝 실적이 이익에 편중되도록 포트폴리오를 구성하는 경우.

예를 들어, 대부분의 사람은 천성적으로 공격적이거나 방어적인 성향을 보입니다. 이러한 이유에서, 공격적인 투자자가 상승장에서 우월한 실적을 올리거나 방어적인 투자자가 하락장에서 우월한 실적을 올리는 것에 큰 의미를 부여할 수 없습니다. 투자자가 알파를 갖추고 비대칭성을 창출하는지 여부를 판단하기 위해서는 공격적 투자자가 하락장에서 자신의 공격적 성향으로 인해 초래되는 손실을 회피할 수 있는 능력을 보유하고 있는지, 방어적 투자자가 상승장에서 과도하게 도태되는 상황을 회피할 수 있는 능력이 있는지 여부를 반드시 고려해야 합니다. ‘우월성’은 상승장 실적과 하락장 실적 간의 비대칭성에서 찾을 수 있다는 것이 제 견해입니다.

제가 보기에, 시장에 비효율성이 존재하고 투자자가 알파를 갖춘 경우에는 그로 인한 효과가 비대칭적 수익률로 발현됩니다. 수익률에 비대칭성이 전혀 발현되지 않는 투자자는 알파가 없는(혹은 그 투자자가 식별할 만한 비효율성이 존재하지 않는) 것입니다. 뒤집어 말하면, 알파가 없는 투자자의 수익률은 비대칭적이지 않습니다. 단순한 이치입니다.

제가 생각하는 비대칭성을 단순화하여 설명하면 다음과 같습니다. 이하는 제가 2018년에 펴낸 <투자자와 마켓 사이클의 법칙>에 수록된 내용에 기초를 두고 있습니다. 아래 내용은 어느 특정한 해의 상승장이나 하락장을 지칭하는 것처럼 보일 수도 있지만 이 분석은 유의미하게 장기간에 걸쳐 패턴이 유지되는 경우에 한하여 유효한 것으로 간주해야 합니다.

한 매니저의 실적을 분석해보겠습니다.

시장 실적	+10%	-10%
A 매니저	+10%	-10%

위에 예시한 매니저는 명백하게 전혀 가치를 창출하지 못하고 있습니다. 인덱스 펀드에 투자하는 편이 낫습니다(아마도 수수료가 훨씬 더 낮을 것입니다).

아래의 두 매니저 역시 전혀 가치를 창출하지 못하고 있습니다:

시장 실적	+10%	-10%
B 매니저	+5%	-5%
C 매니저	+20%	-20%

B 매니저는 베타가 0.5 면서 알파가 없으며 C 매니저는 베타가 2.0 이면서 알파가 없습니다. 자본의 절반을 인덱스 펀드에 투자하고 나머지는 이불 밑에 보관해도 B 매니저와 같은 결과를 얻을 수 있으며 자본을 차입해서 투자액을 2 배로 늘려 인덱스 펀드에 투자하면 C 매니저와 같은 결과를 얻을 수 있습니다.

하지만 아래의 두 매니저는 비대칭성을 보이므로 알파를 갖추고 있습니다:

시장 실적	+10%	-10%
D 매니저	+17%	-12%
E 매니저	+9%	-3%

두 매니저의 실적은 둘 다 하락장에서 입은 손실보다 상승장에서 얻은 이익이 많습니다. D 매니저는 알파를 갖춘 공격적인 매니저로 분류할 수 있습니다. 상승장에서 시장 수익률의 170%를 달성하면서도 하락장에서의 손실을 120%로 억제하고 있습니다. E 매니저는 알파를 갖춘 방어적인 매니저입니다. 상승장에서의 이익은 90%에 그쳤지만 하락장에서의 손실이 30%에 불과했습니다. 이러한 비대칭성은 오로지 알파의 존재를 통해서만 설명할 수 있습니다. 리스크를 감수하는 고객은 D 매니저를 선호할 것이고 리스크를 회피하는 고객은 E 매니저를 선호할 것입니다.

아래의 매니저는 정말로 탁월합니다:

시장 실적	+10%	-10%
F 매니저	+20%	-5%

양방향 모두 시장을 앞서고 있습니다: 상승장에서는 시장보다 더 벌고 그러면서도 하락장에서는 시장보다 덜 잃습니다. 상승장에서의 월등한 수익률을 보면 공격적인 성향으로 분류하고 싶은 충동이 생깁니다. 하지만 하락장에서도 손실이 적으므로 그러한 분류는 정확하지 않습니다. 공격과 방어로 구별되는 성향 자체가 존재하지 않거나 성향을 상쇄할 만큼 알파가 큰 경우입니다.

마지막으로, 역대 최고의 매니저 중 한 명입니다.

시장 실적	+10%	-10%
G 매니저	+20%	+5%

G 매니저는 상승장과 하락장에서 모두 수익을 올립니다. 두 시장 모두에서 특출한 실적을 올린다는 점에서 공격/방어 성향이 명백하게 존재하지 않습니다. 그의 알파는 추세를 거스르고 하락장에서도 플러스 수익률을 달성하기에 충분합니다. 만약 여러분이 G 매니저를 찾아낸다면 (a) 공시된 실적을 집중적으로 조사하고 (b) 그래도 수치가 정확하다면 그에게 거액을 투자하며 (c) 감이 떨어질 정도로 많은 투자금이 몰리지 않기만을 바라면서 (d) 제게도 그의 전화번호를 알려줘야 합니다.

* * *

무엇이 가장 중요할까요? 비대칭성입니다.

- 요컨대, 비대칭성은 상황이 유리했을 때 호실적을 올리고 그렇지 못한 경우에도 나쁘지 않은 실적을 유지하는 매니저의 능력을 통해 발현됩니다.
- ‘뛰어난 판단력과 강세장을 혼동하지 말라’는 유명한 투자 격언이 있습니다. 비대칭성을 창출하는 데 필요한 재능을 갖춘 매니저가 특별한 이유는 상승장 이외의 요인을 통해서도 수익을 달성할 수 있기 때문입니다.
- 속고해보면 능동형 투자에 관한 물음은, 본질에 있어서, 전적으로 비대칭성에 관한 문제입니다. 만약 매니저의 실적이 시장 수익률 그리고—자신이 선택한 업종, 기술, 공격적 성향에서 비롯되는—리스크 태세만으로도 설명이 가능한 수준을 상회하지 못한다면 그는 한 마디로 몸값을 못하는 것입니다.

비대칭성이 없는(12 페이지 A, B, C 매니저 참조) 능동형 투자 운용은 가치를 창출하지 못하며 보수를 받을 자격이 없습니다. 실제로, 능동형 투자자에게 우월한 재능이나 통찰력이 결여되어 있다면 그의 모든 선택은 무용지물이 될 것입니다. 용어의 정의에 따라 평균적인 투자자와 평균 이하의 투자자는 알파가 결핍되어 있으며 비대칭성을 창출할 수 없습니다.

당면한 문제는 과연 어떻게 비대칭성을 달성하느냐는 것입니다. 사람들이 집중하는—제가 1 페이지부터 9 페이지에 이르기까지 중요하지 않다고 누누이 설명한—대부분의 것들은 비대칭성을 구현할 수 없습니다. 제가 이미 지적한 것처럼 전체 투자자의 평균적인 판단이 시장 가격을 형성하며 당연히 그로 인해 평균적인 실적을 제공합니다. **비대칭성은 우월한 재능과 통찰력을 갖춘 상대적으로 소수인 집단만이 입증할 수 있습니다.** 관건은 그들을 찾아내는 것입니다.

2022년 11월 22일

법률 정보 및 공시

이 문서에는 기재된 시점의 저자의 견해가 표출되어 있으며 이는 고지 없이 변경될 수 있습니다. Oaktree Capital Management, L.P. (“Oaktree”) 는 이 문서에 포함된 정보를 갱신해야 할 어떠한 의무도 없습니다. 덧붙여, Oaktree 는 과거 투자 성과가 미래 성과의 지표라는 어떠한 진술도 하지 않으며 그와 같이 가정되어서도 안됩니다. 무엇보다도, 잠재적인 이익이 있는 곳에는 손실의 가능성도 있음을 유념해야 합니다.

이 문서는 오로지 교육 목적으로 작성되었으며 다른 목적으로 사용되어서는 안됩니다. 이 문서에 포함된 정보는 어떠한 국가에서도 자문서비스의 제공이나 여하한 증권 또는 이와 관련된 금융상품의 매도 제의나 매입 권유를 구성하지 않으며, 또한 그와 같이 해석되어서도 안됩니다. 경제 흐름 및 성과와 관련하여 이 문서에 포함된 특정 정보는 독립적인 제 3 의 출처로부터 제공받은 정보에 기반합니다. Oaktree 는 관련 정보를 취득한 해당 출처를 신뢰할 수 있다고 생각합니다. 그러나 Oaktree 는 이러한 정보의 정확성을 보장하지 아니하며 해당 정보 혹은 정보의 근거가 되는 전제의 정확성이나 완전성을 개별적으로 확인하지 않았습니다.

이 문서는 이 문서에 제시된 정보를 포함하여 Oaktree 의 사전 서면 동의 없이 어떠한 방식으로든지 그 전부나 일부가 복사, 복제, 재발간 또는 게시될 수 없습니다.

본 자료나 그 일부가 국문인 경우, 그와 같은 국문 번역 자료는 참고용으로 제공되는 것이며, 국문 번역문과 영문본이 상이한 경우, 영문본이 우선합니다. 본 자료의 영문본은 Oaktree 에 요청하여 입수할 수 있습니다. Oaktree, 그 계열사 또는 그들 각자의 임원, 조합원, 직원, 계열사, 주주 또는 대리인은 (i) 번역된 자료의 부정확, 오류 또는 누락에 대해 어떠한 책임도 부담하지 아니하며, (ii) 번역된 자료의 부정확, 오류 또는 누락에 대해 알게 되는 경우 이러한 사실을 수령인에게 고지할 의무가 없습니다.
