

부가가치를 창출하라

부가가치를 창출한 투자자의 성과는 비대칭적이다. 그들이 내는 시장수익률은 그들이 입는 손실률보다 높다. 불리한 환경에서 손해를 보기보다, 유리한 환경에서 수익을 늘리려면 믿을 수 있는 것은 기술밖에 없다. 이것이 우리가 추구하는 투자의 비대칭이다.

리스크와 수익 면에서 시장과 비슷한 성과를 내는 것은 그리 어렵지 않다. 어려운 것은 시장보다 잘하는 것, 부가가치를 창출하는 것이다. 그러기 위해서는 뛰어난 투자 기술과 탁월한 통찰력이 필요하다. 그래서 책이 거의 끝나가는 시점에서, 다시 1장으로 돌아가 2차적 사고라는 특출한 기술을 가진 사람들에 대해 이야기해보겠다.

이 장의 목적은 실력 있는 투자자들에게 부가가치를 창출한다는 것이 어떤 의미가 있는지 설명하는 것이다. 이를 위해 투자 이론에서 쓰는 용어 두 가지를 소개하려고 한다. 하나는 '베타(beta)'로 시장 추세에 대한 포트폴리오의 상대적 민감도를 측정하는 것이다. 다른 하나는 '알파(alpha)'로 나는 이를 개인의 투자 기술이나, 또는 시장 추세와 상관없이 성과를 올리는 능력이라고 정의한다.

앞서 언급했듯이 시장 수익을 달성하기는 쉽다. 가령 소극적 투자라고 할 수 있는 인덱스펀드로 자기자본 환원율에 준하여 특정 시장지수의 모든 주식을 보유함으로써 시장지수만큼의 수익을 낼 수 있을 것이다. 그러므로 선택한 지수의 특징들, 예를 들면 상승 잠재력, 하락 위험, 베타 즉 변동성, 성장성, 고평가 또는 저평가, 시장의 건전성을 그대로 반영하면서 수익을 내게 해준다. 이는 부가가치가 배제된 투자를 전형적으로 보여준다.

모든 주식 투자자들이 투자를 시작할 때 백지상태로 하는 것이 아니라, 하나의 지수를 모방하는 것으로 시작한다고 가정해보자. 지수의 종목별 비중에 따라 소극적으로 매입하다 보면 지수와 동일한 성과를 내게 될 것이다. 그렇지 않다면 소극적 투자보다는 적극적 투자를 통해 초과 성과를 시도할 수도 있다.

적극적인 투자자들은 수없이 많은 선택을 할 수 있다. 첫째, 자신의 포트폴리오를 시장지수보다 공격적으로 할지 방어적으로 구성할지 결정할 수 있고, 포지션(매매)을 계속 유지할 것인지, 아니면 마켓 타이밍에 맞출 것인지를 결정할 수 있다. 가령 투자자들이 공격적인 투자를 선택하면, 다른 주식보다 전형적으로 지수의 변동이 큰 주식에 집중하거나 레버리지를 이용함으로써 포트폴리오의 시장 민감도를 증가시킬 수 있다. 이런 방법으로 포트폴리오의 '체계적' 리스크, 즉 베타를 높일 수 있다(이론상 이런 방법이 포트폴리오의 수익을 증가시킬 수 있을지 모르지만, 수익 격차는 그로 인해 생긴 체계적 리스크 증가에 의해서만 충분히 설명될 것이다. 따

라서 포트폴리오의 위험 조정 수익률을 증가시키지는 못할 것이다).

둘째, 적극적인 투자자들이라면 종목 선택 능력을 개발하기 위해 지수로부터 멀어지기로 결정하고 지수의 일부 종목을 추가 매입하고, 다른 종목들은 비중을 줄이거나 배제한 다음, 지수에 해당되지 않는 종목을 일부 추가 매입할 수 있다. 그렇게 함으로써 그들은 자신의 포트폴리오가 개별 기업들에 일어나는 특정 사건에 노출되도록, 따라서 전체 지수가 아닌 특정 종목에만 영향을 미치는 주가 동향에 노출되도록 할 것이다. 그들의 포트폴리오 구성이 비체계적인 이유로 지수와 달라지면서 그들의 수익 역시 지수와 달라진다. 결국에는 투자자들에게 탁월한 통찰력이 없다면, 이러한 지수로부터의 이탈은 무의미한 결과를 낳을 것이다. 그리고 이들의 위험 조정 성과는 지수의 위험 조정 성과와 같을 것이다.

1장에서 묘사한 탁월한 통찰력이 없는 적극적인 투자자들은 소극적인 투자자들보다 나은 것이 없고, 그들의 포트폴리오는 소극적 포트폴리오보다 나은 성과를 기대해서도 안 된다. 이들은 열심히 노력하고, 공격이나 방어에 중점을 두고, 대량으로 매매할 수도 있지만, 이들의 위험 조정 성과가 소극적 포트폴리오보다 낫기를 기대해서는 안 된다 (포트폴리오에 내재된 비체계적 위험이나 성과 없이 지불한 거래비용 때문에 더 나쁠 수도 있다).

또한 시장지수가 15퍼센트 상승한다고 해서 가치를 창출하지 못하는 모든 적극적 투자자들 또한 15퍼센트 증가한 수익을 달성하리라고 예상해야 한다는 의미도 아니다. 이들은 모두 서로 다른 적극적인 포트폴리오를 보유할 것이고, 일부 포트폴리오는 다른 것들보다 더 좋

은 성과를 낼 것이다. 일관되거나 신뢰할 수는 없겠지만, 이들의 포트폴리오는 종합적으로는 시장 구성을 반영하지만 개별적으로는 각각의 특성을 지니고 있을 것이다.

예를 들면 리스크를 환영하는 공격적인 투자자들은 활황에는 시장 지수보다 높은 수익을 올리지만, 불황에는 더 큰 손실을 감수할 것을 예상해야 한다. 이것이 베타의 출발점이다. 베타는 이론상으로 상대적 변동성이나, 시장 수익에 대한 포트폴리오 수익의 상대적 민감도를 의미한다. 시장 포트폴리오의 베타계수를 1이라고 했을 때, 베타계수가 1 이상인 포트폴리오는 시장보다 변동성이 크고 베타계수가 1 이하인 포트폴리오는 시장보다 변동성이 적을 것이 예상된다. 시장 수익률에 베타를 곱하면 특정 포트폴리오가 달성할 것으로 기대되는 수익을 올림으로써 비체계적 위험의 원천을 제거할 수 있다. 가령 시장 수익률이 15퍼센트 이상이라고 했을 때, 베타계수가 1.2인 포트폴리오는 18퍼센트(거기에 플러스, 마이너스 알파)의 수익을 올려야 한다.

이론에 의하면, 위의 상황에서 수익이 증가한 것은 베타, 즉 체계적 위험(시장 전체에 똑같이 작용하는 위험)이 증가했기 때문이다. 또한 수익은 체계적 위험 외의 위험을 보상하기 위해서는 증가하지 않는다고 한다. 왜 그럴까? 이론에 따르면, 시장이 보상하는 위험은 투자에서 내재적이고 불가피한(체계적이지 않고, 분산 불가능한) 위험이다. 나머지 위험은 시장과 상관없이 어떤 종목을 보유하느냐 하는 결정에서 나온다. 즉 비체계적 위험이다. 따라서 이런 위험은 분산투자로 제거될 수 있기 때문에, 투자자들이 이를 감수하는 데 대해 추가 수익으로 보상받아야 할 이유는 없다.

다음은 이론상 포트폴리오 성과를 설명하는 공식이다.

$$y = \alpha + \beta x$$

여기서 'α'는 알파를 상징하고, 'β'는 베타를 나타내며, 'x'는 시장 수익률이다. 포트폴리오의 베타계수에 시장 수익률을 곱하면 시장 대비 포트폴리오 수익률이 나오는데, 거기에 알파(기술로 생기는 수익)를 더하면 포트폴리오의 총수익(물론 이론상으로는 알파 같은 것은 없다)이 나온다.

나는 위험과 변동성이 엄연히 다른 것이라고 생각하기는 하지만, 앞서 말한 것처럼 포트폴리오의 전체 위험도에 비추어 수익률을 고려해야 한다고 믿는다. 그런 의미에서 위험도가 높은 포트폴리오로 수익률 18퍼센트를 올린 매니저가, 그보다 위험도가 낮은 포트폴리오로 수익률 15퍼센트를 올린 매니저보다 꼭 뛰어난 것은 아니다. 나는 과학적 계산이 아니라 판단에 근거했을 때 리스크를 가장 잘 평가할 수 있다는 생각을 하는 한편, 위험 조정 수익률이 (변동성 이외의 위험은 수치로 나타낼 수 없으므로) 리스크 평가의 열쇠를 쥐고 있다고도 생각한다.

또한 나는 위의 등식에서 알파가 '0'이어야 한다는 의견도 받아들일 수 없다. 투자 기술은 누구나 갖고 있지는 못해도 존재하기 때문이다. 위험 조정 수익률을 통해서만 우리는 투자자가 탁월한 통찰력이나 투자 기술, 즉 알파를 가졌는지 결정할 수 있을 것이다. 즉 투자자가 부가가치를 창출하는지 아닌지를 말이다.

알파·베타 모델은 포트폴리오, 포트폴리오 관리자, 투자 전략, 자산 배분 전략을 평가할 수 있는 탁월한 방법이다. 또한 주어진 환경과 매

니저의 부가가치로부터 얼마나 큰 수익이 창출되는지 생각해볼 때 상당히 체계적인 방법이기도 하다. 예컨대 아래의 매니저는 아무런 기술이 없음이 분명하다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	10
2	6	6
3	0	0
4	-10	-10
5	20	20

*벤치마크 수익률 : 펀드의 수익률을 비교하는 '기준 수익률'로 펀드매니저의 운용 능력을 평가하는 잣대로 사용된다-옮긴이

기술이 없기는 다음의 매니저도 마찬가지다. 수익도, 손실도 벤치마크의 딱 절반을 기록했다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	5
2	6	3
3	0	0
4	-10	-5
5	20	10

그리고 다음의 매니저도 마찬가지다. 이 매니저는 수익도, 손실도 정확히 두 배다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	20
2	6	12
3	0	0
4	-10	-20
5	20	40

다음 매니저는 조금 낫다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	11
2	6	8
3	0	-1
4	-10	-9
5	20	21

다음 매니저는 훌륭한 기술을 가졌다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	12
2	6	10
3	0	3
4	-10	2
5	20	30

마지막으로 당신이 변동성만 감수할 수 있다면, 다음 매니저는 엄청난 기술의 소유자다.

연차	벤치마크 수익률	포트폴리오 수익률
1	10	25
2	6	20
3	0	-5
4	-10	-20
5	20	25

위의 표들을 통해 확실히 알 수 있는 것은 '시장을 이기는 것'과 '성공적인 투자'는 서로 별개일 수 있다는 것이다. 세 번째 표에서 매니저가 달성한 1년차와 2년차 기록을 보라(2년차에도 시장을 이기긴 했지만, 1년차에 비해 수익률이 크게 하락했음을 알 수 있다-웁긴이). 중요한 것은 다만 수익이 아니라, 수익을 올리기 위해 얼마큼의 리스크를 감수했느냐 하는 것이다.

'수익과 수익 달성 방법', 2002년 11월 11일 메모



투자자의 기술을 평가할 때, 방어적인 투자자와 공격적인 투자자의 기록을 비교할 때 위의 사항을 유념하는 것은 중요하다. 이 프로세스를 '스타일 조정(style adjusting)'이라고 부르기도 한다. 불황인 해에는 방어적인 투자자들이 공격적인 투자자들보다 손실을 적게 입는다. 이들

이 부가가치를 창출해서일까? 꼭 그렇지만은 않다. 활황인 해에는 공격적인 투자자들이 방어적인 투자자들보다 실적이 좋다. 이들이 투자를 더 잘해서일까? 더 조사해보지 않고 그렇다고 대답할 사람은 거의 없을 것이다.

한 해의 실적만으로는 기술에 대해 알 수 있는 것이 없다. 투자자 스타일을 바탕으로 예상했던 바와 같은 결과가 나올 때는 더욱 그렇다. 그렇다고 리스크를 감수한 적극적인 투자자가 상승장에서 고수익을 달성하거나, 보수적인 투자자가 하락장에서 손실을 최소화할 수 있다는 의미로 보기도 어렵다. 진짜 문제는 장기적으로, 그리고 자신의 투자 스타일과 맞지 않는 환경에서 투자자들이 어떤 성과를 내느냐다. 다음 표는 그 내용에 관한 것이다.

	공격적 투자자	방어적 투자자
기술 없음	시세 상승 - 큰 수익	시세 하락 - 손실이 크지 않음
	시세 하락 - 큰 손실	시세 상승 - 수익도 크지 않음
기술 있음	시세 상승 - 큰 수익	시세 하락 - 손실이 크지 않음
	시세 하락 - 위의 수익에 비해 적은 손실	시세 상승 - 상당한 수익

위 표의 핵심은 실적의 대칭 또는 비대칭이다. 기술이 부족한 투자자들은 단순히 시장 수익을 올리고, 자기 스타일에 따른다. 기술이 없는 경우, 공격적인 투자자들은 양쪽(수익과 손실) 방향으로 많이 움직이고, 방어적인 투자자들은 조금 움직인다. 그러므로 기술이 없는 투자자들은 자신이 선택한 스타일 이상으로는 수익에 아무런 기여도 못한

다. 각각 자신의 스타일이 유리할 때는 좋은 실적을 올리지만, 유리하지 못할 때는 실적도 좋지 못하다.

반면에 부가가치를 창출한 기술이 있는 투자자들의 실적은 비대칭적이다. 이들이 올리는 시장 수익률은 손실률보다 높다. 기술을 가진 공격적인 투자자들은 상승 장세에서는 큰 수익을 내며, 그에 상응하는 하락 장세에서는 수익을 상쇄할 정도로 큰 손실을 입지 않는다.

투자에서는 모든 것이 양날의 검과 같아서 탁월한 기술만을 제외하고는 모든 것이 대칭적으로 작용한다. 불리한 환경에서 손해를 보기보다 유리한 환경에서 더 큰 수익을 창출하려면, 우리가 의지할 수 있는 것은 기술밖에 없다. 이것이 우리가 추구하는 투자의 불균형이다. 탁월한 기술은 이를 위한 필수 조건이다.



다음은 오크트리가 염원하는 실적에 대해 설명한 것이다.

경기가 좋은 해에는 평균 수익만으로도 충분하다. 이때는 모두가 수익을 낸다. 이처럼 시장 성과가 좋을 때 시장을 이기는 것이 왜 중요한지 누군가 설득력 있게 설명하는 것을 나는 아직 들어보지 못했다. 다시 한 번 말하지만 호경기에는 평균이면 충분하다.

그러나 시장을 꼭 이겨야 할 때가 있는데, 바로 불황인 해다. 경기가 침체되면 우리 고객들은 자신이 시장이 입는 손실의 선봉에 서기를 바라지 않으며, 우리 또한 그것을 바라지 않는다.

그러므로 시장이 잘할 때는 시장만큼 잘하고, 시장이 못할 때는 시

장보다 잘하는 것이 우리의 목표다. 언뜻 대단하지 않은 목표처럼 들릴지 모르겠으나, 사실 굉장히 큰 포부가 아닐까 한다.

시장 성과가 좋을 때 함께 좋으려면, 포트폴리오는 충분한 양의 베타와 시장 포트폴리오와의 상관관계를 포함해야 한다. 그러나 베타와 상관관계가 상승 장세에서 우리를 돕는다면, 하락 장세에서는 해가 될 것이 당연하지 않은가?

우리가 시세가 하락할 때는 평균 이하의 손실을 기록하고, 시세가 상승할 때는 큰 수익을 달성하는 결과를 지속적으로 낼 수 있다면, 이는 단 한 가지 덕분일 것이다. 알파, 즉 기술이다.

이것이 부가가치를 창출한 투자의 예로, 위의 성과가 수십 년 동안 입증된다면 투자자의 기술에서 나온 것이 틀림없다. 비대칭(즉 스타일만으로 투자했을 때 나올 수 있는 성과에 비해 하락세에서보다는 상승세에서 더 좋은 실적을 올리는 것)은 모든 투자자의 목표가 되어야 한다.