



중앙일보 이코노미스트 취재팀장

백우진

증권사의 지수 전망이나 개별 종목 주가 전망은 투자자의 주요 관심사다. 간혹 언론매체에는 주요 증권사의 주가지수 전망이 엇갈리는데 어느 쪽이 맞을지 궁금하다는 전망 기사가 실린다. 어느 애널리스트가 족집게처럼 지수를 맞혔다거나, 어떤 증권사는 번번이 헛방을 날렸다는 기사도 나온다.

주가 예측은 신의 영역이라고 한다. 투자자가 주가를 정확히 맞힐 수 있을까? 전문 증시분석가는 어떨까? 매년 정확하게 맞히는 게 불가능하더라도 주가 변동의 흐름을 반 발이라도 앞질러, 장기적으로 시장평균보다 높은 수익률을 올리는 일이 가능할까?

주가 예측 가능한가 하는 문제에 대한 연구는 1900년대로까지 거슬러 올라간다. 프랑스의 젊은 수학자 루 베슈리에(Louis Bachelier · 1870~1946)는 소르본대에 ‘투기이론’이라는 제목의 수학박사 학위 논문을 제출했다.

베슈리에는 이 논문에서 주가의 움직임은 사전은 물론 사후로도 충분히 설명되지 않는다고 분석했다. 주가에는 과거와 현재 그리고 미래의 모든 변수가 반영되며, 여기에 인위적 힘도 가해진다. 이처럼 전혀 파악되지 않고 예상할 수 없는 수많은 요인이 작용하는 함수를 통해 증시가 움직이기 때문에 주가를 예측하는 것은 불가능하다고 그는 설명했다.

주가는 난수표처럼 종잡을 수 없어

미국 스탠포드대에서 가르친 홀부르크 워킹(Holbrook Working · 1895~1985) 교수는 주가변화와 난수표 수의 변화가 어떻게 다른지 비교했다. 난수표의 수는 순서가 불규칙해 어떤 수도 그 앞 뒤 숫자와 예상 가능한 관계에 놓여 있지 않도록 배열된다. 워킹 교수는 주가변화를 나타내는 그래프와 난수 계열의 변화를 나타내는 그래프는 전혀 구별할 수 없다고 결론을 내렸다.

투자자가 주가를 예측할 수 있는지와 관련해서는 효율적시장 가설도 있다. 이는 시장이 효율적이어서 현재 주가에 모든 사항이 반영돼 있으며, 새로운 변수가 발생하는 즉시 주가가 이를 반영해 변화한다는 가설이다. 이렇게 움직이는 시장에서는 주가의 추세, 즉 주가가 연속해서 한 방향으로 움직이는 흐름을 발견하는 일이 불가능하다. 새로운 변수를 서서히 반영해야만 주가가 어떤 추세를 지니지, 즉각 흡수할 때에는 흐름이 나타날 수 없고 알아차릴 수도 없다는 말이다.

그러나 현실에서는 주가가 어떤 변수를 시차를 두고 반영한다. 또 많은 투자자의 관심을 끄는 변수는 주가에 과도한 영향을 준다. 적정한 수준에서 멈추지 않고 주가를 더 끌어올리거나 밀어내리는 것이다. 주식 투자에서 시장평균수익률보다 높은 성과를 낸 수많은 사례는 효율적시장 가설에 대한 반증이다.

효율적시장 가설을 기각하는 하나의 사례를 소개한다. 정부는 1993년 7월 상장주식 매수 규제를 없애는 내용을 골자로 한 증권거래법 개정안을 입법예고했다. 취지는 경영권에 대한 지나친 보호를 걷어내 경영권 시장이 활성화되도록 한다는 것이었다.

민감한 증시는 실제 제도 변화를 훨씬 앞질러갔다. 1994년 증시를 움직인 테마 가운데 M&A가 가장 관련주 주가를 띄웠다. 이 과정에서 의결권이 없는 우선주 투매가 빚어졌다. 이전까지 보통주보다 10~20% 낮게 거래되던 우선주는 1994년 8월말~9월 초 폭락해 보통주보다 평균 32% 값싸졌다. 11월에 다시 한번 투매사태가 벌어져 가격 괴리율은 42%로 넓어졌다.

적정수준 벗어나기 일쑤인 주가

정부가 M&A 규제를 풀 계획이라고 했지만 다른 규제로 인해 실제로 M&A가 이뤄지긴 거의 불가능한 상황이었다. 평균 괴리율은 1995년 7월 43%로 바닥을 쳤다. 이후 소외됐던 우선주가 차츰 관심을 끌더니 가파르게 오르기 시작했다. 우선주 열풍은 3개월 가까이 계속됐다. 평균 괴리율은 연말에 34%로 좁혀졌다. 우선주 가격이 바닥 일 무렵에 들어간 투자자는 몇 개월만에 큰 수익을 거뒀다.

효율적시장 가설은 주가가 적정한 수준을 벗어났다가 복귀한 많은 사례를 통해 각된다. 하지만 주가의 적정 수준 복귀는 사후적으로만 분석된다. 효율적시장 가설과 상충하는 사례가 ‘주가가 예측 가능하다’는 가설을 뒷받침하는 것은 아니다.

주가와 실물경제의 관계는 ‘산책하는 주인과 애완견’에 비유된다. 애완견은 주인보다 앞서 갈 수 있다. 하지만 줄에 매여 있기 때문에 더 앞으로 나가기 위해서는 주인이 따라와야 한다. 실물경제가 개선되지 않는 상태에서 주가만 하염없이 오르기란 불가능하다.

이 관계 속에서 주가가 예측 가능하지 않음을 확인하기로 한다. 우선 실물경제를 살펴보자. 실물경제를 좌우하는 변수에는 개별 경제주체가 통제하는 내생변수와 도통 말을 듣지 않는 외생변수가 있다. 정부지출과 통화정책은 내생변수고, 해외경제와 유가는 외생변수다. 한 경제와 다른 경제를 연결하는 매개변수인 환율은 간혹 제어 가능한 내생변수이지만, 대개는 종잡지 못하게 널뛰는 외생변수가 된다. 내생변수를 제어해 뜻한대로 효과를 내더라도 실물경제가 목표에 이르지 못하는 경우가 일반적이다. 앞에서 언급하지 않은 수많은 외생변수가 작용하기 때문이다.

정책당국이 방향을 바꾸고 경기의 진폭을 조절하는 정도나마 경제에 개입하는 것은 가끔 가능하지만, 종종 그렇게 할 순 없다. 실물경제가 통제 가능하지 않으며 예측 영역 밖에 있기 때문에, 실물경제로부터 상당한 자유도를 지닌 증시는 더욱 통제 및 예측이 가능하지 않다.

여러 가지를 종합적으로 고려할 때 주가를 예상하는 일은 무망하다고 결론지을 수 있다.

증권사의 투자관련 보고서는 여기에 더해서 긍정 편향이 강하게 개입된다. 그 결과 틀릴 확률이 더 높아진다. 증권사 애널리스트는 소속 증권사의 이익을 대변할 수밖에 없다. 분석력과 판단력이 뛰어난 애널리스트도 상장회사의 약점을 찾기보다는 그 회사의 주식이 매매되도록 보고서를 쓰는 쪽으로 기운다.

투자자를 뒤흔드는 편향

10월은 잔인한 달. 단 하루에 508포인트를 날려버렸다. 이름하여 블랙 먼데이. 1987년 10월 19일이었다. 이를 예견한 이가 있었으니, 바로 소설가 마크 트웨인이다. 트웨인이 말하길, “주식 투자하는 데 유독 위험한 달 가운데 하나가 10월이다.” 그가 말을 잇기를, “위험한 다른 달은 칠월, 일월, 구월, 사월, 십일월, 오월, 삼월, 유월, 십이월, 팔월, 그리고 마지막으로 이월” 이라고 했다.

마크 트웨인 말처럼 주식투자는 위험으로 가득 찬 게임이다. 초보자에게나 수십년 투자한 전문가에게나 마찬가지다. 위험하다는 건 주가의 방향을 누구도 예측하지 못하는 데다 자칫하면 돈을 날릴 함정이 도처에 도사리고 있다는 뜻이다. 함정은 증시 자체가 아니라 투자자의 마음 속에 편향으로 자리잡고 있다.

편향 가운데 하나가 자기과신이다. 자기과신은 지식 환상과 통제력 환상으로 나뉜다. 사람들은 정보가 많이 주어지면 더 잘 판단할 수 있으리라 여기는 자기과신에 빠지기 쉽다. 나아가 자신이 어떤 사건의 결과에 영향을 미칠 수 있겠다고 생각하는 통제력 환상에 빠지기도 한다.

주식투자 방식을 온라인으로 바꿔 홈 트레이딩 시스템(HTS)을 통해 매매하게 된 투자자 중 상당수가 이전보다 수익률이 낮아진다고 한다. HTS를 활용하게 되면 이전보다 자주, 그리고 투기적으로 거래하게 되기 때문으로 분석됐다. 그리고 거래 행태의 변화는 HTS를 통해 전달되는 많은 정보가 주는 자기과신 탓으로 돌려졌다.

핫 핸드 편향은 최근에 연속해서 높은 수익률을 올린 펀드매니저가 앞으로도 좋은 성과를 내리라고 기대하는 것을 의미한다. 그러나 이는 기대일 뿐이다. 이용재 씨는 『주식시장을 움직이는 탐욕과 공포의 게임』에서 국내의 경우를 조사한 결과에서도 과거 수익률이 높은 펀드가 미래에도 잘 된다는 보장이 없는 것으로 나타났다고 밝혔다.

그는 2004년 3분기부터 분기 수익률이 가장 좋은 펀드를 1년간 1년간 보유했을 경우 수익률을 다른 펀드의 평균수익률과 비교했다. 이런 방식으로 여러 분기의 ‘대표 펀드’가 1년 동안 거둔 성적을 평균과 비교한 결과, 분기 석차 1등인 펀드가 다음 1년 동안 평균보다 나은 성과를 거둔 경우는 50%에 머물렀다.

“이번엔 다르다”는 말을 경계하라

군집행동은 개인 투자자는 물론 드물지 않게 증시 전체를 벼랑으로 몰고 가는 위험한 편향이다. 증시에서는 탐욕과 공포가 군집행동을 일으킨다. 탐욕은 버블로 이어지고, 공포는 지나치게 낮은 주가를 낳는다. 희한하게도 인류는 수많은 버블을 경험했건만, 새로운 버블이 발생하면 과거 것과 다르다며 앞다퉈 올라탄다. 증시에서 가장 큰 대가를 치르게 한 가장 짧은 문장이 ‘이번엔 다르다’라고 하지 않았던가. 군중은 공포에서도 쉽사리 벗어나지 못한다. 증시가 공포에 사로잡혀 있을 때 떠올려야 할 말이 ‘이번에도 다르지 않다’가 아닐런지.

독자 가운데엔 “피터 린치나 짐 로저스처럼 혁혁한 실적을 장기에 걸쳐 올린 투자가가가 있지 않은가?”라고 반문할 분이 있겠다. 필자는 이들이 정말 뛰어난 투자자임은 분명하지만 실력을 엄밀하게 평가하기 위해선 실제 투자 기간을 훨씬 길게 잡아야 한다고 생각한다. 솔직히 말하면 필자는 이들 또한 실패의 위험에 늘 노출돼 있고 언젠가 시장보다 밀도는 수익률을 이어갈지 모른다고 본다.

개별 사례로 들어가기 전 뛰어난 투자자가 배출되는 현상을 이해하는 하나의 틀을 살펴보기로 한다. 우리나라 사람을 5000만 명이라고 하고 전 국민이 모두 동전을 던지는 내기를 벌인다고 하자. 한 사람당 내기에 거는 돈은 1000원이다. 내기는 하루에 한 차례 벌어진다. 내기에 진 사람은 이긴 사람에게 1000원을 건네고 게임에서 빠진다.

열흘 동안 내기가 열 번 이뤄지면 4만9000명 정도가 남는다. 이들은 손에 102만 4,000 원을 쥐게 된다. 같은 방식의 토너먼트를 열흘 더 치르면 남은 사람은 50명밖에 안 된다. 이들이 챙긴 돈은 10억4857만6000 원으로 불어난다.

주식투자는 이 게임과는 속성이 다르다. 하지만 증시에 투자하는 사람들이 많아지고 그 사람들이 더 많은 돈을 넣을수록 엄청난 수익률을 올리는 소수 투자자가 생겨날 가능성은 커진다. 전설을 남긴 투자자들이 실은 연달아 동전 던지기에서 실패한 적보다 이긴 적이 훨씬 많은 사람들이 아닐까? 탁월한 실적을 올린 펀드 매니저 가운데 피터 린치가 있다. 그가 엄청난 수익률을 기록하고 월가를 떠난 건 계속해서 그런 실적을 내기란 불가능함을 알 만큼 현명했기 때문 아니었을까?

“시장이 낙망에 빠져 있을 때 사라”

이 글에서는 지면사정 상 짐 로저스의 투자방식을 주로 살펴보기로 한다. 짐 로저스는 일찌감치 다섯 살 때 야구장 빈 병 줍기 아르바이트로 비즈니스의 세계에 입문했다. 그는 예일대를 장학금 받으며 마친 뒤 옥스퍼드대에서도 공부했다. 단돈 600달러를 들고 뛰어난 투자에서 그는 ‘엘도라도’를 찾는 데 성공했다. 조지 소로스와의 퀀텀 펀드를 만들어 10년간 4000% 넘는 수익률을 기록했다. 연평균 44%라는 경이적인 수익률을 거둔 것이다.

돈은 그가 원하는 자유를 안겨줬다. 그는 서른 일곱에 은퇴한 뒤 컬럼비아 경영대학원에서 금융을 가르쳤다. 그는 두 차례 전세계를 여행했다. 투자 대상을 물색하기 위해서 여행한 건 아니었지만, 여행하면서 그는 투자 관련 정보를 얻었다. 그는 여행을 두 권의 책으로 남겼다. 『월가의 전설 세계를 가다』와 『모험 자본가』다.

고수익의 비결과 관련해 짐 로저스는 독일 은행가 로스차일드의 말을 인용했다. “거리에 피와 공포와 혼란이 가득하고 시장이 낙망에 빠져 있을 때면 꼭 주식을 샀다. 그리고 항상 ‘너무 일찍’ 매도했다.”

로저스는 남들이 거들떠보지 않는 지역의 주식을 쌀 때 사들여 막대한 차익을 거뒀다. 로저스는 전세계를 대상으로 펀드를 운용했고 멀리 가나, 보츠와나, 잠비아, 짐바브웨 같은 아프리카 나라에도 투자했다. 원자재 가격이 강세를 띠겠다는 전망에 따라 원자재가 풍부한 이들 아프리카 지역 주식을 사들였다.

운칠기삼이라는 말이 있다. 주식투자도 마찬가지로 아닌가 한다. 난다긴다하는 투자자라도 운이 따르지 않으면 돈을 날린다. 마지막 경고와 그 사례로 이 글을 마무리한다.

짐 로저스가 대부분 상황에서 정확하게 판단하고 투자한 덕분에 탁월한 성과를 거둔 것은 아니었다. 그에겐 운이 따랐다. 그가 1999년 한국에 대해 적은 여러 가지 예기는 오류 투성이었다. 게다가 투자 의사결정도 형편없었다.

그는 한국에서 부도난 피임약 회사 주식만 사들였다. 전반적으로 한국 경제와 산업을 어둡게 봤기 때문에 다른 우량주엔 전혀 손대지 않았다. 피임약은 처음엔 잘 안 팔리지만 일단 거부감이 없어지면 판매가 급성장하게 된다고 유망하다고 판단했다. 한국 증시의 대표주 대신 피임주를 산 성과는 아마 로저스로서는 언급하고 싶지 않은 대목이리라.

짐 로저스는 서울에서 한강 이남의 부동산 가격이 비싼 것은 전쟁에 대한 두려움 때문이라고 썼다. 북한이 침공하면 서울까지 쉽게 진격하더라도 한강에서는 주춤할 것이라고 서울 사람들이 생각하기 때문에 안전한 강남을 선호하고, 그래서 그런 현상이 나타났다고 설명했다. 그는 한국에 평화와 통일이 결국 찾아올 때를 대비해서 강북 부동산을 사두면 좋겠다고 생각했다. “부동산에 투자하지 않기 때문에 아쉽지만 그냥 지나쳤다.” 그러길 잘 했다. 