

투자전략

베팅의 기술



▶ 투자전략 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

NO. \_\_\_\_\_

“

투자의 세계에는 고수, 중수, 하수가 있다.  
많이 알고 많이 버는 사람을 중수,  
많이 알고 적게 버는 사람을 하수,  
아는게 없어도 많이 버는 사람을 고수라고 한다.

”

## | Contents |

---

I. 핵심요약.....	03
II. FIRE를 꿈꾸는가.....	04
투자의 세 단계.....	05
III. 베틱의 세 단계	
자세.....	06
준비.....	08
실행.....	14

## 핵심 요약

- 투자의 세 단계** 투자는 세 단계로 이뤄진다. 통찰을 얻는 단계, 투자의 대상을 선정하고 분석하는 단계, 마지막 베팅의 단계다. 이 글은 베팅의 단계에 초점을 맞춘다. 베팅은 앞선 두 단계와 전혀 다른 게임의 룰이 적용된다.
- 베팅의 자세** 베팅은 다시 세 단계로 나뉜다. 첫 단계는 자세(discipline)를 가다듬는 것이다. 감정을 다스리는 연습을 해야 한다. 흥분해서 사면 안되고 무서워서 팔면 안 된다. 안전마진을 확보할 때까지 기다릴 줄도 알아야 한다. 소득과 자산을 분리할 수 있는 마인드 셋을 갖춰야 포지션을 의미 있게 잡을 수 있다.
- 베팅의 준비** 자세가 갖춰졌다면 사전 확률이 최소 50% 이상인 높은 투자 방법을 찾아야 한다. 한 주식에 투자하는 방법은 다양하고 각각 다른 사전확률을 갖는다. 개별 주식 투자의 사전 확률을 높이는 시그널로는 자사주 매입, 내부자들의 비계절적 주식 매수, 주주 행동 주의 등이 알려져 있다. 정보의 유통 속도가 빨라지고 있고 거버넌스에 대한 사회적 요구가 강해지고 있는 점 등으로 이들의 시그널로서의 영향력은 커질 것으로 예상된다.
- 베팅의 실천** 마지막 단계는 베팅의 실행이다. 정보를 가공하고 포지션을 조절하는 일이다. 정보를 입수하고 해석하는 것은 리서치 페이퍼의 도움을 받을 수 있다. 그러나 정보가 어디까지 시장에 반영돼 있는지를 정확하게 계량할 수는 없기 때문에 정보를 입수해서 베팅을 실행하기까지 시간을 단축하는 것 외에는 대안이 없다.
- 적정 포지션 규모에 대해서는 켈리 공식을 활용할 수 있다. 시장의 배당률과 자신의 확신을 비교해서 포지션을 결정할 수 있다. 시장에 주어진 확률과 자신의 확신을 결합하는 작업은 부단한 연마를 통해서만 가능하며 목표는 일정 기간 일정 수익률을 반복적으로 올리는 즉, 수익률의 기하평균을 높이는데 맞춰져야 한다.

## FIRE 를 꿈꾸는가

FIRE, 재능의 산물이 아니다

몇 년 전 FIRE(financial independence, retire early, 재정적 독립을 이루고 일찍 은퇴하기)족이라는 말이 처음 등장했다. 필자도 5년 전 FIRE에 도전했었다. 그리고 지금 이 글을 쓰고 있으니 실패했다는 걸 자술하는 셈이다.

필자의 지인들도 비슷한 시기에 FIRE에 도전했었다. 극소수는 성공했고, 대다수는 여전히 도전 중이며, 필자를 포함한 몇몇은 ‘적성이 아니었다’면서 떠밀리듯 원래의 자리로 돌아왔다.

투자를 업으로 삼는다는 것, 투자로 먹고 산다는 것은 재능을 타고난 소수만이 누릴 수 있는 것일까. 돌이켜 보면 아니었다.

어느 지점에 도달하면 넘기 힘든 과정들이 기다리고 있었고 이를 넘어서려면 수련이 필요했는데 의지와 노력이 부족했다. 그 작은 차이가 FIRE에 도달하는 자와 그렇지 못한 자를 나눴다고 생각한다.

이 글은 FIRE로 가는 지름길을 알려주지 않는다. FIRE에 성공한 이들과 그렇지 못했던 이들을 비교하고 FIRE를 달성한 이들이 어느 지점에서 어려움을 겪었고 그 상황을 어떻게 돌파했는지를 알려주는 자기계발서 같은 글이다.

자기계발서는 읽을 때에는 큰 깨달음을 얻지만 막상 실천하기는 어려워서 책의 안내처럼 자기 자신을 바꾸는데 성공하는 사람은 흔치 않다.

고수 중수 하수 이야기

FIRE에 성공한 선배가 5년전 들려준 이야기를 소개한다.

*“투자의 세계에는 고수, 중수, 하수가 있다.*

*많이 알고 많이 버는 사람을 중수,*

*많이 알고 적게 버는 사람을 하수,*

*아는 게 없어도 많이 버는 사람을 고수라고 한다.*

이 말을 처음 들을 때는 의미를 이해하지 못했다. 시간이 지나 의미를 알게 됐을 즈음에는 클래스(class)를 인지하게 됐다. 고수의 길은 생각과 많이 다르다.

## 투자의 세 단계

투자는 세 단계로 이뤄진다.

투자의 1단계  
통찰의 단계

첫째, 투자의 통찰을 얻는 단계다. 책, SNS, 뉴스, 거시경제 지표 등에서 정치, 경제, 사회적 통찰을 얻는다. 통찰력을 갖기란 어려운 것이지만 가공되지 않은 정보들에서 규칙을 발견하는 것이어서 보통은 통찰만으로 돈을 벌기 어렵다. 통찰을 바탕으로 하는 투자는 시계를 정할 수도 없다. 한 예로 짐 로저스는 북한에 대해 긍정적 뷰를 계속 제시하는데, 이런 투자는 시간과 돈이 충분히 많은 사람들에게 적합하다. 이미 FIRE에 성공한 사람들만 할 수 있다.

투자의 2단계  
분석의 단계

둘째, 투자의 대상을 선정해서 분석하는 단계다. 예를 들어 여러 정보를 종합해서 한국 경제가 좋아질 것이라는 아이디어를 얻었다고 하자. 이 아이디어를 구현할 수 있는 방법은 여러 가지다. KOSPI 지수를 롱할 수도 있고, 국채를 숏할 수도 있고, 원화를 달러에 대해 롱할 수도 있다. 그 중 하나를 정했다면 그 아이디어가 시장에 얼마나 반영돼 있는지를 또 분석해야 한다. 방향성이 맞아도 시장이 이를 어디까지 반영하고 있는지는 다른 문제이기 때문이다.

투자의 3단계  
베팅의 단계

셋째, 베팅의 단계다. 통찰과 분석을 바탕으로 수익을 짜내는 것으로 포지션을 얼마나 잡을 것인지, 언제 진입해서 언제 자를 것인지를 결정한다. 고수와 하수가 나뉘는 단계이기도 하다. 실제로 고수들은 포지션의 유효리를 끊임없이 점검했고 포지션을 움직일 때에도 예민했다.

베팅, 전혀 다른 게임의 법칙

이 글은 세 번째 단계인 베팅에 초점을 맞춘다. 베팅은 앞선 단계들과는 전혀 다른 룰이 적용된다.

이해를 도울 사례를 소개한다. ‘주식시장을 이기는 작은 책’으로 유명한 고담 캐피털의 조엘 그린블랫은 우량한 주식을 선별하는 방법을 개발했다. 그리고 고객들에게 선별된 종목들에 투자하는 방법 두 가지를 제시했다.

첫 번째 방법은 선정된 종목을 알려주고 운용 지침도 안내한 뒤 고객들이 직접 운용하는 방식이었다. 두 번째 방법은 추려진 종목을 정해진 시기에 자동으로 매매하는 방식이었다.

결과는 대비됐다. 첫 번째 방법은 시장 수익률을 하회했고 두 번째 방법은 시장 수익률을 20%p 이상 상회했다.

같은 종목들을 매매해도 수익률은 크게 차이날 수 있음을 보여준다. 투자의 성공은 무엇에 투자하느냐에 달려 있기도 하지만 어떻게 투자하느냐에 달려있기도 하다. 지금부터 그 ‘어떻게’에 대해 본격적으로 논의해 보겠다.

## 베팅의 자세

흥분하면서 사지 말고  
무서워하면서 팔지 말아라

지인 K는 투자의 자세(discipline)에 대해 고민하고 스스로 규율을 세운다. K는 필자에게 많은 명언들을 들려줬는데, 처음 들은 명언이 “*흥분해서 사고 있으면 안되고 무서워서 팔고 있으면 안된다*”는 것이었다. 보통의 투자자들은 오르는 날 사고 떨어지는 날 판다. 남들과 비슷한 행동을 해야 안전하다는 느낌을 받기 때문일 것이다.

트레이딩에 집중해야 하는 때는 오르는 날이 아니라 하락하는 날이다. 하락하는 날 내가 사고 싶은 주식을 싸게 살 기회가 많기 때문이다.

구체적으로는 남들이 팔기 싫은걸 팔고 있을 때 사야 하고, 사기 싫은 걸 사고 있을 때 팔아야 한다. 자금 관리에 실패한 투자자들이 마지막까지 들고 있는 주식은 정말 좋은 주식일 가능성이 높다. 그런 주식을 밀어 팔 때 담으면 안전마진을 확보할 수 있다.

반대로 시장이 고평가 구간에 진입해도 본인의 의지와는 관계없이 사야 할 때도 있다. 펀더멘털에 후행해서 주식으로의 자산배분이 늘어나는 경우가 대표적이다.

좋은 가격이 올 때까지  
기다리고 기다려라

K는 “*투자 대상은 적을수록, 투자의 제약은 많을수록 트레이딩에 도움이 된다*”고 조언한다. 피델리티의 로우 프라이스(Low Price)펀드를 예로 들었는데, 이 펀드는 주가가 35달러 미만인 주식만 편입한다. 이 펀드는 지난 10년 간 벤치마크인 러셀 2000을 총수익률 기준으로 29.1%p 아웃퍼폼했다. 35달러 미만에 좋은 주식들이 많이 있는 것일까. K는 반대로 설명한다. 매니저가 좋은 주식들이 35달러 밑으로 떨어지기만을 기다렸다가 사기 때문에 수익률이 좋다는 것이다.

가치 투자의 고전 ‘margin of safety’에서도 저자는 주식 투자를 배터 박스에 들어선 타자에 비유하면서 볼은 물론이고 스트라이크도 쳐서는 안 된다고 조언한다. 저자는 스트라이크 존의 한가운데로 들어오는 실투만 기다려서 휘둘러야 배트의 스위트스팟(sweet spot)에 맞힐 수 있다고 주장한다. 저자는 투자란 100달러 지폐를 50달러에 살 수 있지만 25달러까지 떨어지기를 기다려서 사는 것이라고 설명한다.

[그림1] Low Price Fund, 벤치마크 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 소득과 자산을 분리해라

감정을 제어할 수 있고 시장의 움직임에 초연할 수 있는 인내력을 갖췄다면 다음으로 갖춰야 할 덕목은 소득과 자산을 분리하는 것이다.

지인 M은 투자 자산을 1억원에서 5억원으로 늘리는데 어려움을 겪었다. “포지션을 1억 원 들고 있을 때 며칠 동안 10% 하락하는 경우가 종종 있는데, 1,000만원이면 일반 직장인 한달 월급이 넘어서 이만큼의 돈이 없어지는 경험을 하면 투자를 그만두고 싶게 돼 있다”고 말했다.

M은 포지션이 커질수록 위험에 노출되는 금액은 함께 커질 수 밖에 없다며 피할 수 있는 방법은 포지션을 손실로부터 방어하는 베팅의 기술을 키우는 것밖에 없다고 말했다.

그는 자산과 소득을 분리하는 마인드 셋을 갖게 되기까지 꽤 시간이 걸렸고 이 단계를 넘어서야만 의미 있는 수익을 낼 수 있다고 설명했다.

## 베팅의 준비

### 사전확률을 높여라

베팅의 자세가 갖춰졌다면 베팅을 하기 위한 준비 작업을 해야 한다. 준비 없이 베팅을 하는 것은 준비 운동을 하지 않고 찬 물에 뛰어드는 것과 같다. 베팅의 준비는 사전확률을 인지하는 것이다.

사전 확률은 베팅의 성공률을 높이는데 무엇보다 중요하다. 사전 확률은 생소할 수도 있는 개념인데, 가장 유명한 사례는 행동경제학자 대니얼 캐너만이 예로 든 캔자스주에 사는 스티브에 대한 이야기이다.

*“캔자스주에 사는 스티브는 수줍음이 많고 남을 잘 도와주는 사람이지만 타인에게는 별로 관심이 없다. 그는 물건이 제 자리에 정리되어 있는 걸 좋아하고 자신의 일에 매우 꼼꼼하다. 스티브의 직업은 사서일까 농부일까.”*

직관적으로 스티브는 사서일 가능성이 커 보이고 많은 사람들이 동의하겠지만 이는 캔자스주의 사서와 농부의 사전확률을 무시하는 것이다. 캔자스주의 남자 농부와 남자 사서의 비율은 20:1이다. 스티브는 통계적으로 농부일 가능성이 더 크다.

### 로또의 사전확률

이를 우리의 일상의 베팅에 확장해 보면 가장 흔한 사례로 기분 좋은 꿈을 꾸고 복권을 사는 것을 들 수 있다. 로또 복권의 사전 확률은 [표1]과 같다.

실제로 로또 복권은 지금까지 총 판매액이 52.1조원이고 당첨액은 26.0조원이었다. 1만 원어치 로또를 샀을 때 등수별 기대값은 1등 2,371원, 2등 395원, 3등 395원, 4등 699원, 5등 1,138원이다. 합하면 딱 5,000원이다.

로또는 사는 순간 절반을 버리고 시작하는 베팅이다. 유일하게 로또의 베팅금액 대비 당첨금액이 1을 넘을 때가 있는데, 한 회차가 이연되는 경우이다. 이때에도 다음 회차가 전 회차보다 금액이 많으면 확률은 1대1 아래로 떨어진다.

자신이 확률적 사고가 가능한 사람인지를 쉽게 체크할 수 있다. 로또 복권에 숫자를 선택할 때 당첨 확률이 1,2,3,4,5,6이 높아 보이는가 9,12,15,25,36,40이 높아 보이는가. 확률은 똑같다. 하지만 일부 사람들은 지금까지 로또 당첨번호가 연달아 나온 적이 없다는 이유로 후자의 확률이 더 높다고 생각하는 경향이 있다. 뒤 숫자 6개는 필자가 지난 15년 동안 찍었던 숫자들이다. 당첨된 적은 없다.

[표1] 로또 복권의 당첨 확률

등수	당첨 확률	당첨확률
1등	1/8,145,060	0.000012%
2등	1/1,357,510	0.000074%
3등	1/35,724	0.002799%
4등	1/733	0.136426%
5등	1/45	2.222222%

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 주식투자의 사전확률

S는 주식투자의 완성도를 높이기 위해 여러 종류의 베팅에 대해 연구했다. 그는 “내가 통제할 수 없고 확률이 50%가 되지 않는 베팅은 절대 하지 않는다”고 말한다. S는 카지노에서 슬롯머신을 하는 사람을 가장 하수로 치는데, 슬롯머신은 카지노가 회수율(슬롯머신에 넣은 금액 대비 당첨되는 금액의 비율)을 결정하는 승률이 50% 미만인 게임이기 때문이다. 강원랜드 카지노의 회수율은 80~92%로 알려져 있다.

그렇다면 주식 투자는 사전확률 50% 이상인 게임일까. 주가지수가 장기적으로 우상향해왔으니 그렇다도 주장해도 틀린 말은 아닐 것이다. 그러나 주식이라는 자산에 접근하는 경로가 한 가지가 아니기 때문에 “투자 방법에 따라 각기 다른 사전 확률을 갖게 된다”는 말이 주식 투자의 사전확률을 보다 잘 설명한다고 생각한다.

주식의 종류에는 대주주(비유통주) 지분, 아직 발행되지 않았지만 유무상 증자로 보통 주 수를 늘릴 수 있는 주식, 일반적으로 주식투자의 대상이 되는 유통주식, 그리고 전환사채, 워런트, 전환우선주 등 특정 조건 하에서 보통주로 전환할 수 있는 증권들이 포함된다.

우리가 주로 투자하는 거래소에서 유통되는 주식은 주식에 투자하는 방법들 가운데 하나일 뿐이며 유통주식의 가격이 오르지 않는다고 해서 주식으로 돈을 버는 사람이 없는 것도 아니다.

## 셀트리온의 사례

셀트리온으로 예를 들어보겠다. 2014년 이후 셀트리온의 자본 구성의 변화는 [표2]와 같다. 주식 배당, 스톡옵션 행사, 전환권 행사 등으로 주식 수가 늘어왔다. 2013년 말부터 2018년 말까지 시가총액이 19.1조원 증가했는데, 주식배당으로 늘어난 시총이 2.1조원, 스톡옵션 행사로 늘어난 시총이 1,086억원, 전환권 행사로 늘어난 시총이 744억원이다.

이를 수익으로 바꿔보면 스톡옵션, 주식배당, 전환권 행사 등으로 받은 주식을 받은 날 팔았다고 가정했을 때 주당 주식배당은 10만 5,738원, 스톡옵션은 9만 8,865원, 전환권 행사는 1만 7,692원의 수익을 올렸다.

이 계산으로 정확한 수익률을 알 수는 없다. 주식배당을 받은 투자자의 원가는 액면가가 아닌 주식을 실제로 매입한 가격이고, 스톡옵션을 받은 임직원은 몇 년째 이 회사에서 근무했는지 파악할 수 없으며, 전환권 행사 역시 전환권을 취득한 정확한 시기를 파악하기 어렵기 때문이다.

셀트리온의 사례는 주가가 오를 때에만 시가총액이 늘어나는 것이 아니라는 점과 주가가 오를 때 유통주식을 갖고 있지 않은 투자자들도 상승의 수혜를 누린다는 점을 보여준다. 어떻게 투자하느냐에 따라 베팅의 사전확률은 달라진다.

이번에는 삼성전자를 살펴보자. 삼성전자의 주식수는 2014년 이후 늘어난 적이 없고 25% 감소하기만 했다. 자사주 매입 소각의 결과다. 지난 6년간 삼성전자를 보유하고 있었다면 이익과 무관하게 33%의 EPS 증가 효과를 누릴 수 있었다는 의미이다.

[표2] 2014년 이후 셀트리온의 보통주 증가

날짜	증감사유	주식종류	수량	발행금액(백만원)	주당 발행가	해당일 주가	차액	이익(백만원)
2014-03-27	주식배당	보통주	2,942,003	2,942	1,000	44,550	43,550	128,124
2014-04-25	주식매수선택권행사	보통주	69,859	1,408	20,158	48,000	27,842	1,945
2014-07-25	주식매수선택권행사	보통주	26,404	463	17,522	42,150	24,628	650
2014-10-24	주식매수선택권행사	보통주	27,648	444	16,048	41,100	25,052	693
2015-01-27	주식매수선택권행사	보통주	1,560	25	16,048	39,500	23,452	37
2015-03-20	주식배당	보통주	5,105,283	5,105	1,000	67,000	66,000	336,949
2015-03-23	주식매수선택권행사	보통주	2,850	7	2,416	66,400	63,984	182
2015-04-23	주식매수선택권행사	보통주	188,115	6,452	34,296	80,800	46,504	8,748
2015-06-30	전환권행사	보통주	2,942,885	192,518	65,418	78,000	12,582	37,027
2015-07-22	주식매수선택권행사	보통주	12,436	378	30,423	81,700	51,277	638
2015-09-30	전환권행사	보통주	203,387	13,305	65,418	67,900	2,482	505
2015-10-23	주식매수선택권행사	보통주	2,752	82	29,893	78,000	48,107	132
2015-12-31	전환권행사	보통주	402,624	26,339	65,418	84,500	19,082	7,683
2016-01-25	주식매수선택권행사	보통주	10,817	398	36,830	113,200	76,370	826
2016-03-25	주식배당	보통주	3,328,350	3,328	1,000	106,500	105,500	351,141
2016-03-31	전환권행사	보통주	658,398	43,071	65,418	109,800	44,382	29,221
2016-04-22	주식매수선택권행사	보통주	160,614	6,233	38,806	101,200	62,394	10,021
2016-10-24	주식매수선택권행사	보통주	8,485	329	38,829	104,200	65,371	555
2017-03-17	주식배당	보통주	5,828,216	5,828	1,000	92,100	91,100	530,950
2017-04-26	주식매수선택권행사	보통주	177,858	6,662	37,456	89,700	52,244	9,292
2017-08-18	주식매수선택권행사	보통주	30,821	1,093	35,475	109,500	74,025	2,282
2017-11-14	주식매수선택권행사	보통주	31,202	1,166	37,368	192,900	155,532	4,853
2018-03-23	주식배당	보통주	2,441,953	2,442	1,000	300,000	299,000	730,144
2018-04-26	주식매수선택권행사	보통주	287,526	17,483	60,805	257,000	196,195	56,411
2018-10-26	주식매수선택권행사	보통주	60,230	2,327	38,643	228,000	189,357	11,405

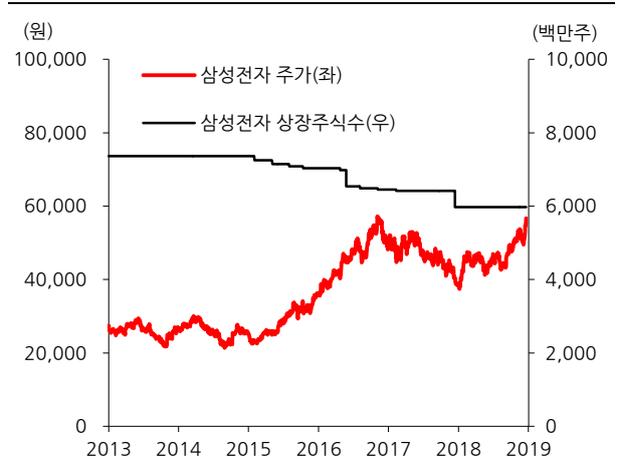
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 셀트리온, 상장주식수 증가



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성전자, 상장주식수 감소



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

## 주식시장의 사전확률

같은 접근을 시장으로 확대해보자. [그림4]부터 [그림9]까지는 각국 주식시장의 대표 주가지수의 지수와 시가총액을 2002년 1월을 기준으로 그린 것이다(CSI300지수는 데이터가 존재하는 2005년 8월부터).

KOSPI는 지난 18년간 지수가 179% 오르는 동안 시가총액은 382% 증가했다. 시총 증가율이 지수 상승률보다 높은 이유는 신규상장, 이전상장, 전환증권 상장 등으로 물량이 증가한 결과다.

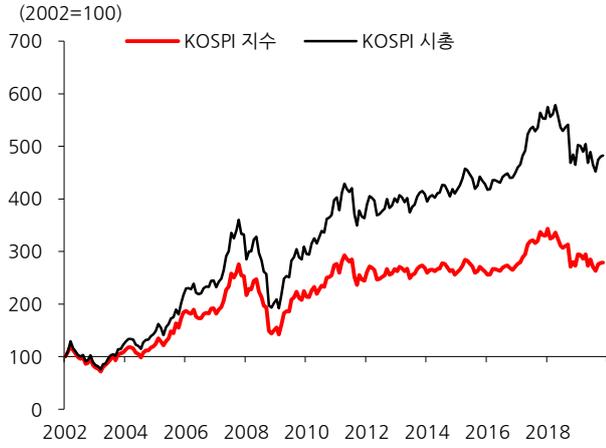
KOSDAQ은 같은 기간 시가총액이 294% 늘었으나 지수는 오히려 18% 내렸고 중국의 CSI300지수는 지수는 지난 14년 동안 지수가 313% 오르는 동안 시가총액은 1,324% 증가했다.

반대로 다우존스지수는 2002년 1월 이후 지수가 183% 상승할 때 시총은 135% 증가하는데 그쳤다. 자사주 매입 소각 때문이다. 신규 상장도 많은 나스닥도 지수가 348% 오르는 동안 시총은 320% 늘어 역시 유통주식수가 줄었음을 알 수 있다.

주식 투자자를 유통주식에 투자하는 사람들로 한정한다면 유리한 투자 대상은 다우존스 지수이고, 다른 종류 주식에 투자하는 사람들로 한정한다면 유리한 투자 대상은 CSI300지수이다.

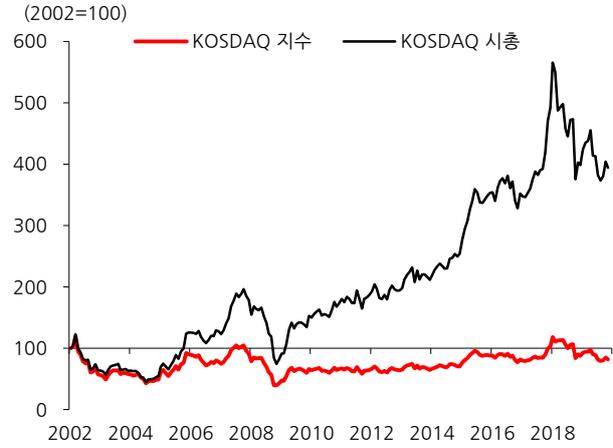
이렇게 주식수의 증감은 유통주식 투자의 사전확률을 결정하는 주요한 요인이다. 특히 이익의 증감을 예측하기는 어렵지만 주식수의 증감은 기업과 시장의 거버넌스와 연관돼 있기 때문에 보다 예측 가능하다.

[그림4] KOSPI 지수와 시총



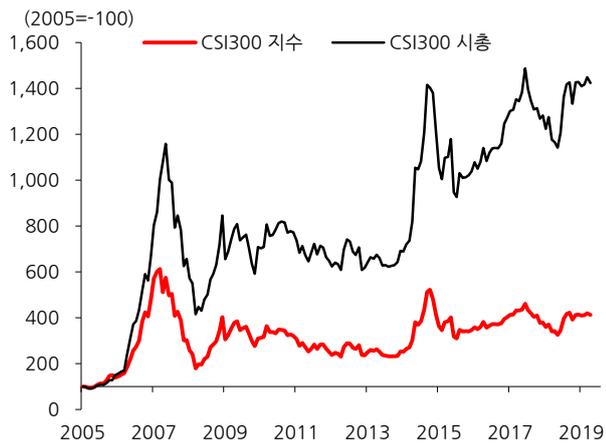
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] KOSDAQ 지수와 시총



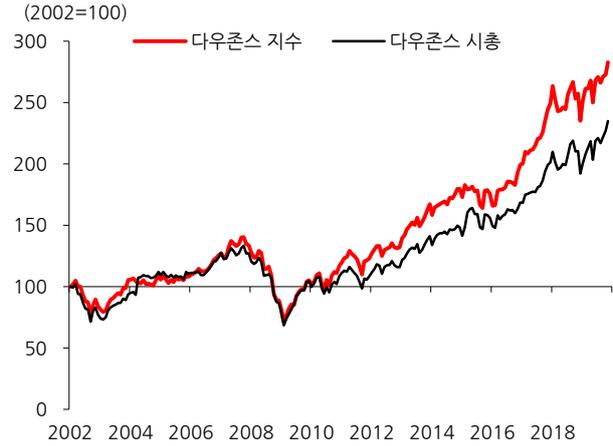
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] CSI300 지수와 시총



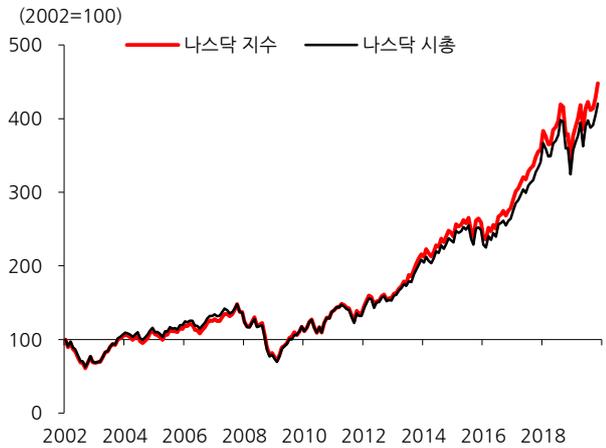
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 다우존스 지수와 시총



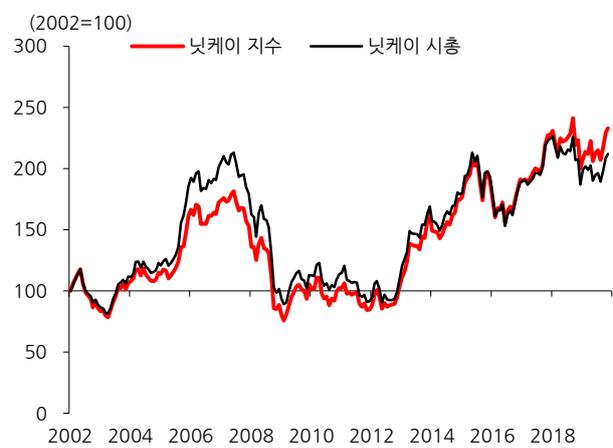
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 나스닥 지수와 시총



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 닷케이 지수와 시총



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

개별종목의 사전확률을 높이는 시그널

개별 종목단에서 투자의 사전 확률을 높이는 시그널로 자사주 매입, 내부자들의 비계절적 주식매입, 주주 행동주의 등이 알려져 있다.

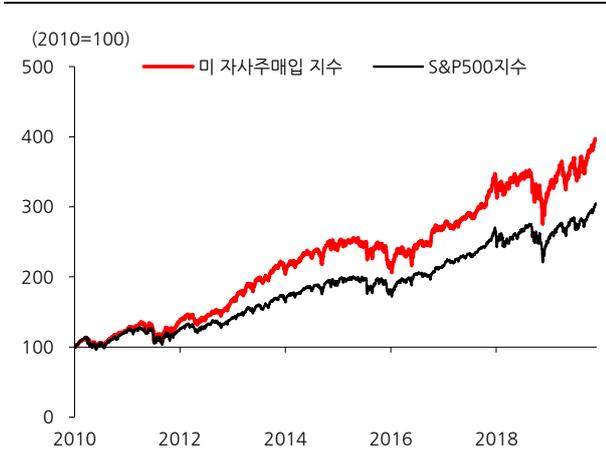
자사주 매입 공시는 회사가 자사주를 사들일 만큼 업황이 양호하고 경영진이 주가가 저평가 됐다고 판단하는 신호를 시장에 보내는 것으로 해석된다. 유상증자는 반대다. 자금이 필요하고 차입으로 조달하는 것보다 주식시장에서 조달하는 것이 유리하다는 신호를 보낸다. 타인자본비용보다 자기자본비용이 더 싼 주가가 고평가 됐다는 시그널로 읽힌다.

많은 연구들에서 합법적인 범위에서 이뤄지는 내부자의 비계절적 주식 매입이 주가에 선행성이 있음을 증명했다. 내부자들이 정보의 접근성이 일반의 투자자들보다 우위에 있기 때문에 주가의 저평가 고평가 여부를 더 정확하게 판단할 수 있기 때문이다.

미국 주식시장에서는 자사주 매입과 내부자 매매의 우위가 경험적으로 증명됐다. 자사주 매입을 발표한 기업들로 구성된 자사주 매입지수는 2010년 2월 생깁 이후 지금까지 S&P500지수를 91%p 아웃퍼폼했고 내부자 매수를 추종하는 Invesco사의 ETF는 2009년 12월 설정된 이래 S&P500지수를 79%p 이겼다.

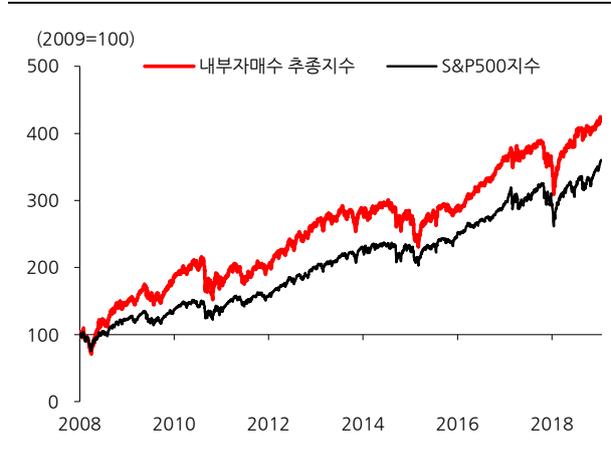
한국에서는 자사주 매입과 내부자 매수에 대한 연구가 많지 않으나 정보의 유통속도가 빨라지고 있는 점, 거버넌스에 대한 사회적 요구가 강해지고 있는 점 등을 감안하면 자사주 매입과 내부자 매매가 시장에 미치는 영향력은 점차 커져갈 것으로 예상된다.

[그림10] 미 자사주매입지수 S&P500을 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 미 내부자매수추종지수 S&P500을 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 베팅의 실행

베팅의 실전 사전 확률이 높은 투자 대상까지 찾았다면 마지막 실행 단계만 남았다. 투자를 실행하는 단계는 크게 정보 가공과 포지션 조절로 나눌 수 있다.

정보의 가공은 정확한 정보를 받고 정보를 해석하고 시장에 얼마나 반영돼 있는지 계량하는 일이다. 리서치 페이퍼를 활용하면 정보의 입수와 해석에 도움을 받을 수 있다. 어려운 단계는 마지막 계량이다.

80/20룰 정확한 계량은 불가능에 가깝다. 그래서 정보를 입수해서 포지션을 잡기까지의 시간을 줄이는 것 외에 대안이 없다.

80/20 룰을 이때에도 적용할 수 있다. 본래 20%의 핵심 요인이 80%의 결과를 설명한다는 데에서 착안된 이 규칙을 투자에도 적용하면, 정보의 80%를 20%의 타임 프레임 안에 얻어야 한다. 나머지 20%의 정보를 얻기 위해 남은 80%의 시간을 쓰면 그 시간에 주가는 정보를 다 반영하고 난 뒤여서 수익을 낼 수 없다.

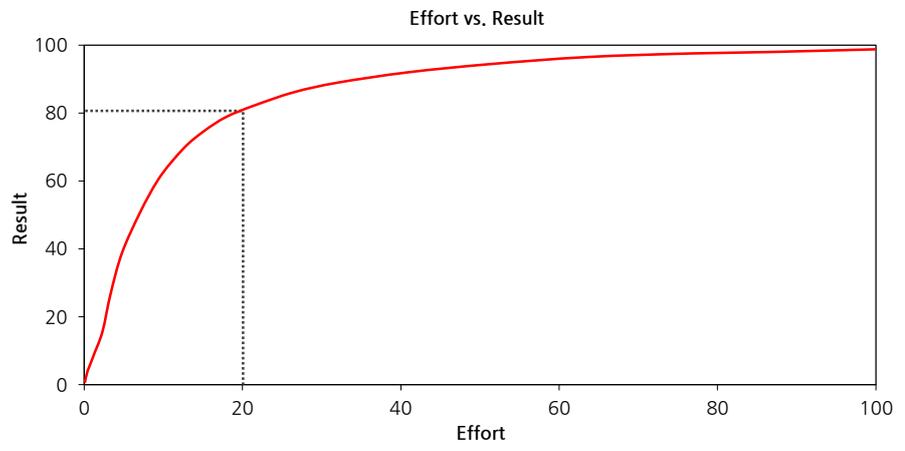
S는 80/20 룰을 90/10으로, 100/0로 바꾸기 위해 노력한다. 그는 예측은 하지 않는다고 단언하는데, 예측을 하지 않기 때문에 시장이 균형 상태에 있을 때 포지션을 제로로 가져갈 수 있다고 설명한다. 그는 *“시장의 균형을 이동시킬 만한 시그널이 발생했을 때에만 포지션을 잡는다”*며 *“앞으로 발생할 수 있는 일들에 대해 촘촘하게 시나리오들을 짜 놓고 시장을 주시하다가 시장을 움직일 만한 정보가 나오면 미리 정해둔 포지션을 잡고 시장이 새로운 균형점에 도달하면 포지션을 청산한다”*고 말한다.

그는 FOMC에서 점도표가 움직일 수 있는 방향, 미중 무역분쟁의 진행 경로, 반도체 현물 가격의 등락 등을 시장을 움직일 변수들로 보고 있었는데, 시나리오는 많으면 많을수록 좋으며 트레이딩의 기회는 항상 있다고 주장한다.

필자는 K200 야간선물을 트레이딩하는 투자자들을 몇 봤다. 그 중 한 명은 미국의 서머타임이 해제되면 야간선물 매매를 중단했다. 서머타임에는 야간선물 시장이 미국 정규장과 같은 시간(한국시간 기준 K200 야간선물 오전 5시 종료, 미국 정규장 오전 5시 종료)에 끝나지만 서머타임이 해제되면 1시간의 차이(야간선물 오전 5시, 미국 정규장 오전 6시 종료)가 나기 때문이다.

그는 야간선물 종가 무렵에 잡은 포지션을 한국 정규장까지 끌고 와야 하는데 손을 쓸 수 없는 1시간은 너무 리스크가 크다고 설명했다. 그는 미국 실적발표 기간에도 트레이딩을 중단했다. 장 마감 후 실적이 발표되면 한국시장 시초가에 영향을 미칠 수 있다는 이유에서였다.

[그림12] 80/20 룰



자료: 한화투자증권 리서치센터

적정 포지션에 대한 고민

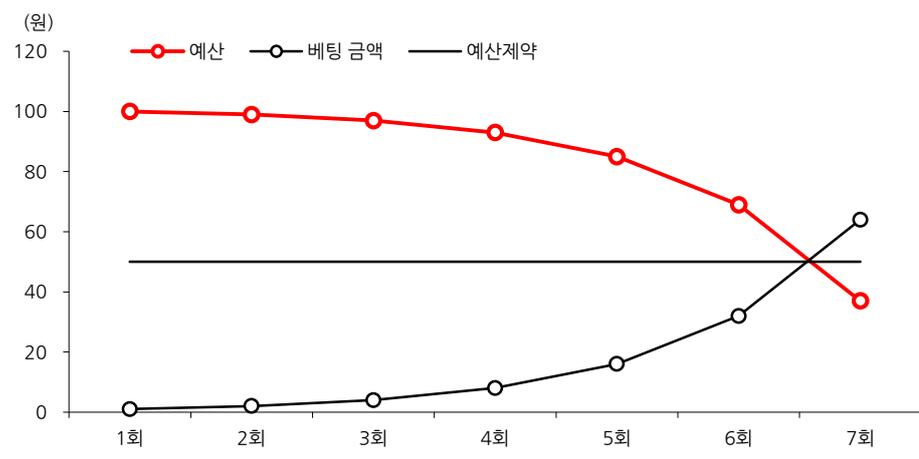
정보를 정확하게 계량해서 수익의 기회를 포착했다면 포지션을 얼마나 잡아야 할까. 수백년 전부터 도박사들에 의해 연구돼 온 주제다. 그들로부터 적정 포지션에 대한 힌트를 얻을 수 있다.

18세기에 유행했던 전략은 마틴게일(martingale)이라는 방식으로, 의역하면 ‘곱 지르기’이다. 사전 확률이 최소 50% 이상인 게임에서 거는 돈을 두 배씩 늘려나가면 질 수 없다는 데에서 착안했다.

처음에 1만원을 걸었으면 다음 판에 2만원, 4만원, 8만원, 16만원으로 베팅 금액을 늘려나가는 것으로, 계속 지더라도 한번만 이기면 처음에 1만원을 걸었을 때 수익 1만원을 딸 수 있다.

이 전략에는 태생적인 약점이 있다. 걸어야 하는 돈이 예산의 절반을 넘어가는 순간 작동하지 않는다. 동전을 던져서 10번 연속 틀리기는 쉽지 않지만 10번 연속 틀리면 512배의 돈을 걸어야 하고 20번 연속 틀리면 52만 4,288배의 돈을 걸어야 한다.

[그림13] 마틴게일 전략의 한계



자료: 한화투자증권 리서치센터

## 정보와 포지션의 연계

20세기 초에 들어서자 도박사들의 주요 관심은 정보와 포지션을 연계하는 것이었다. 그들은 정보가 점점 베팅에 중요해지고 있다는 사실을 깨닫고 정보를 먼저 얻기 위해 노력했다. 당시 경마 도박은 경마장이 아닌 곳에서도 이뤄졌는데, 경마 결과를 전신(모스 부호)보다 먼저 알 수 있으면 큰 돈을 벌 수 있었다. 요즘에 대입하면 주식시장에서 내부자 정보를 빼내는 것과 비슷하다.

그런데 경마 결과를 미리 알아냈다고 해도 그 정보를 얼마나 신뢰할 것인가는 또 다른 문제였다. 특히 우승했다는 정보를 입수한 말의 배당률이 높을 때에는 신뢰가 갔지만 배당률이 낮은 말이 우승했다는 정보를 받았다면 그 정보를 신뢰하기는 어려웠다. 내부자 정보를 우연히 들은 사람도 업황, 실적, 주가가 부진한 종목에 대해 긍정적 내부자 정보를 입수했다면 의심부터 하게 될 것이다.

## 켈리 공식

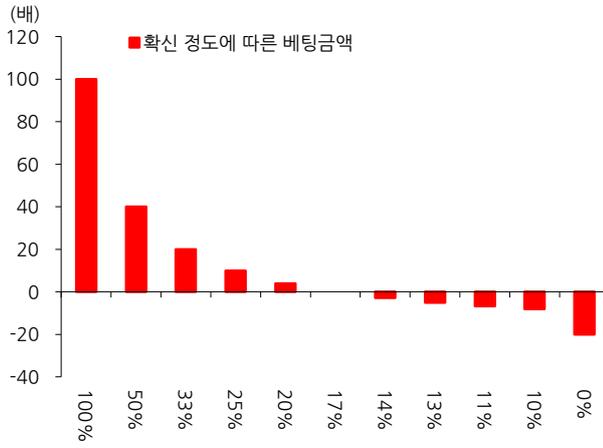
이런 고민에서 배당률과 정보의 신뢰도를 감안해 적정 베팅 규모를 산출하는 공식을 만든 사람이 있었는데, 1956년 벨 연구소에 근무하던 존 켈리 주니어였다. 그의 계산식을 켈리 공식이라고 부른다.

켈리 공식은 먼저 우위를 계산하는데, 나의 확신 정도와 배당률, 즉 시장의 확신 정도를 비교하는 것에서 시작한다. 배당률이 5대1이라고 가정하면 1을 걸었을 때 원금 1과 배당 5를 합한 총 6을 돌려받는다. 그런데 받은 정보를 감안했을 때 이 베팅이 성공할 것이라는 확신이 3분의 1이라고 판단하게 됐다고 하자. 이 베팅은 1을 걸었을 때 나에게 원금 포함 6을 돌려줄 것이라고 내가 3분의 1만큼 확신하므로 기대 수익은 원금을 포함한 2이다. 여기에서 원금을 뺀 순수익은 1이고 우위는 원금대비 순수익금의 비율로 계산된다. 즉 우위는 1이다.

적정 베팅 규모는 우위를 배당률로 나눈 값이다. 1을 5분의 1로 나눈 20%가 나의 적정 베팅 규모가 된다. [그림14]는 시장의 배당률이 일정할 때 확신 정도와 적정 베팅 비율을 나타낸 것이다. 내 확신 정도와 시장의 확신 정도가 같다면 투자를 해서는 안된다. 100% 확신한다면 시장의 배당률과 관계없이 올인 해야 한다. 확신이 없다면 배당률만큼 샷을 쳐야 한다.

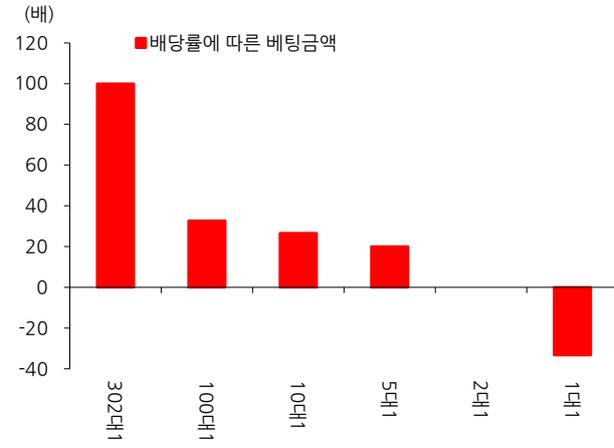
[그림15]는 나의 확신이 일정할 때 시장의 배당률이 바뀌면서 베팅 비율이 어떻게 달라지는지를 보여준다. 확신이 3분의 1일 때 가진 돈을 올인 하려면 302대1이라는 높은 배당률이 주어져야 한다.

[그림14] 확인이 높아지면 베팅 금액 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 배당률이 높아질수록 베팅 금액 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 배당률과 확신의 조합

배당률이 높은 투자기회를 포착했을 때 내 확신도 높다면 높은 수익을 기대할 수 있다. 하지만 이 말 자체에 모순이 있다. 배당률이 높다는 것은 시장 참여자들이 이 베팅의 성공확률을 낮게 보고 있다는 뜻이다. 요즘처럼 정보가 빠르게 유통되고 분석이 정교해진 시장에서 배당률이 높은 베팅이 얼마나 성공할까. 배당률이 높은 베팅일수록 확신이 높아지는 사람은 일확천금을 꿈꾸는 하수일 가능성이 높다.

시장에 주어진 확률과 나의 확신을 적절히 결합하는 작업은 부단한 연마를 통해서만 가능하다. 그리고 성공적인 투자자들은 이 작업을 게을리하지 않았다. 워렌 버핏이 깨어있는 시간의 10%를 브릿지 게임을 하는데 쓴다는 사실은 널리 알려져 있고, 퀀트 투자의 창시자인 에드워드 소프도 룰렛과 블랙잭의 필승전략을 연구하다 주식시장에 입문하게 됐다는 이야기는 유명하다.

필자는 지인 M에게 포커와 주식투자의 연관성을 물어본 적이 있다(M은 친구들과 지금도 가끔 텍사스 홀덤을 친다). M은 “주식과 텍사스 홀덤은 똑같다”며 “다음날이면 내 베팅이 성공적이었는지를 알 수 있기 때문”이라고 설명했다.

포커를 통한  
베팅의 연마 사례

M의 말 뜻을 설명하는데 이해를 돕기 위해 텍사스 홀덤 룰에 대해 간단하게 설명한다.

텍사스 홀덤은 플레이어들이 공유하는 카드 다섯 장과 플레이어들이 손에 쥔 카드 두 장을 결합해 승부를 겨룬다. 공유하는 카드는 처음 베팅이 이뤄지고 나서 세 장이 한 번에 공개되고 두 번째 베팅이 끝나고 추가로 한 장이, 세 번째 베팅이 끝나고 또 한 장이 공개된다. 각각의 카드들이 공개될 때마다 내 승률이 달라진다.

포커 패의 확률은 [표3]과 같다. 표에 나타난 확률은 카드 5장을 기준으로 한 것이므로 7장을 가지고 승부를 할 때에는 이보다 확률이 높아진다. 투페어(같은 숫자 카드 두 장이 두 패씩 있는 것)만 해도 나올 확률이 낮다는 걸 알 수 있다. 그래서 포커 격언 중에 “A투페어가 최고의 패”라는 말도 있다. 투페어보다 높은 나머지 패가 그만큼 나오기 어렵다는 의미이다. “받을 카드가 2장 남았는데, 스트레이트 이상 패만 기대해야 하는 경우는 포기해라”라는 격언도 있다. 메이드 확률이 그만큼 낮기 때문이다.

수많은 포커 격언들 중에 특히 이 둘이 와 닿는다. 베팅의 고수들은 터무니 없이 높은 패를 기대하지 않았다. 그들은 적당히 높은 패가 나왔을 때 베팅 금액을 조절해서 게임을 이겼다. 주식 투자의 고수들도 대박 종목을 찾는데 많은 시간을 쓰지 않았다. 높지 않지만 적당한 수익률의 기회가 왔을 때 베팅 금액을 늘려 수익을 올렸다.

[표3] 포커 패의 확률

포커 패	패가 나올 확률
로얄 스트레이트 플러시	0.000153
백 스트레이트 플러시	0.000153
스트레이트 플러스	0.001237
포카드	0.024000
풀하우스	0.144000
플러시	0.196500
스트레이트	0.316800
트리플	2.113000
투페어	4.754000
원페어	42.260000

자료: 한화투자증권 리서치센터

기하평균을 올려라

대박을 좇는 것보다 적절한 수익률을 반복해서 올리는 것이 중요함을 보여주는 사례를 소개한다.

다음 둘 중 어느 쪽이 좋은 트레이더일까. A는 8%의 수익률을 매년 내는 트레이더이고 B는 평균 수익률은 8%이지만 수익률은 들쭉날쭉한 트레이더이다.

[표4]는 10년간 각 트레이더의 수익률을 표시한 것이고 [그림16]은 10년간 투자했을 때 누적 수익률을 나타낸 것이다. 트레이더 A는 10년째 되는 해 누적 수익률이 116%이고 트레이더 B는 -35%이다. 원인은 복리에 있다. 투자의 세계에서는 번 돈을 재투자한다고 가정하기 때문에 평균 수익률을 산술 평균이 아닌 기하평균으로 구해야 한다. 한해 수익률이 100%였고 다음해 수익률이 -100%라면 원금이 남은 것이 아니라 돈을 다 날린 것이다. 복리의 마법은 돈을 벌 때에만 적용되는 것이 아니다. 돈을 까먹을 때에도 그대로 적용된다.

트레이더 B는 10년 간 마이너스를 기록한 해는 두 번밖에 없고 수익이 제로였던 해가 두 번 있었다. 이 트레이더는 승률이 80%라고 말할 것이고 가장 많이 벌었던 해에 50%의 수익률을 올렸다고 말할 것이다. 7년째에는 운이 따르지 않아 80% 손해를 봤지만 그 다음 3년은 연속으로 30%의 수익률을 올렸다고 자신의 부진했던 7년째를 방어할 것이다. 변명에도 불구하고 트레이더 B가 지난 10년간 원금의 35%를 까먹었다는 사실은 바뀌지 않는다.

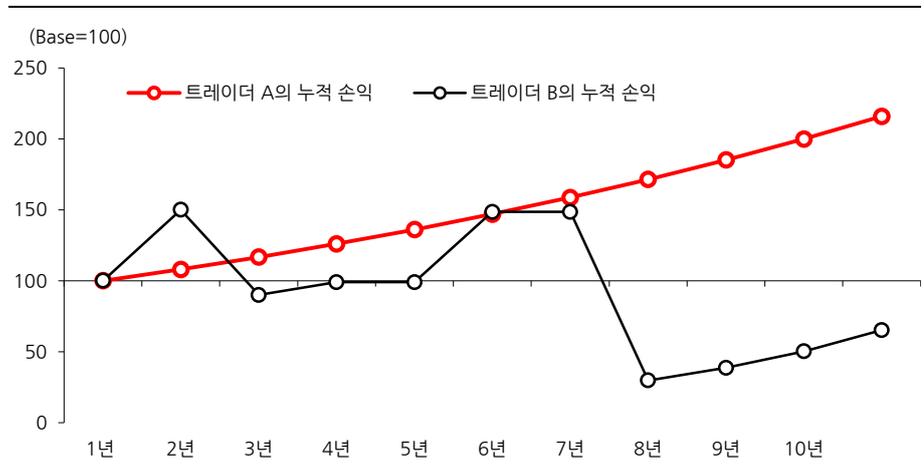
베팅은 마이너스를 내지 않는 것에 최우선 순위를 뒤편하고 다음으로는 일정한 수익률을 올리는데 뒤편한다. 베팅의 최종 목표는 기하평균을 높이는데 있다고 할 수 있다.

[표4] 산술 수익률 평균이 같은 두 트레이더의 누적 수익률

	1년	2년	3년	4년	5년	6년	7년	8년	9년	10년	산술평균	기하평균
트레이더 A의 연 수익률	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
트레이더 B의 연 수익률	50.0%	-40.0%	10.0%	0.0%	50.0%	0.0%	-80.0%	30.0%	30.0%	30.0%	8.0%	-4.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 기하평균이 높은 트레이더가 우월



자료: 한화투자증권 리서치센터

## 베팅의 기술

FIRE를 꿈꾸는가 많은 사람들이 FIRE를 꿈꾼다. 그 중 다수는 대박 종목을 잘 찾으면 된다고 생각한다. 하지만 실제 FIRE에 성공한 사람들의 종목 발굴에만 있지 않았다. 수익의 많은 부분이 베팅의 기술에 있었다.

FIRE를 꿈꾸는가. 그렇다면 1) 감정을 제어하고 2) 사전 확률이 높은 투자안을 찾는 다음 3) 적절한 수익률을 목표로 베팅을 반복해라.

그리고 이 작업이 끝나지 않을 것이라는 점을 기억해라.

### [ Compliance Notice ]

자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.