

## 스타일 전략 : 투자 성과와 활용 방법

2011. 12. 1

## 목차

스타일 전략: Overview.....	2
알려진 정보도 돈이 된다.....	4
가치주는 영원하다?.....	8
배당주, 애 옛날이야.....	15
빛 좋은 개살구와 짝 찬 보름달.....	21
주말에 스테이크를 원하거든 떨어진 길을 집어라.....	30
추락하는 종목에 금맥이 있다.....	34

## 상식, 편견, 반전

## 시장 수익률을 상회하는 특정 스타일을 찾아내는 것이 스타일 전략의 핵심

스타일 전략은 효율적 시장가설을 반박하는 과정에서 발전했다. 스타일 전략은 일정한 분류기준에 따라 비슷한 특성을 지닌 종목들을 그룹화해서 적절한 종목군(style portfolio)에 투자하는 전략으로, 장기간에 걸쳐 시장수익률(benchmark)을 상회하는 특정 스타일(anomalies)을 찾아내는 것이야말로 스타일 전략의 핵심이라고 할 수 있다. 스타일 분류 중 가장 오래 되고 현재까지도 가장 많이 이용되는 것은 성장주와 가치주의 구분으로 대부분의 인덱스 서비스 회사들이 관련 지수를 발표하고 있다.

## 한국투자증권은 2005년 11월부터 스타일 전략 보고서 제공

한국투자증권이 스타일 전략에 대한 정기보고서인 'Style Guide' 를 발간하기 시작한 것은 2005년 11월부터다. 초기에는 다섯개 카테고리의 25개 스타일을 대상으로 분석을 시작했으나 2009년 5월부터 15개 스타일로 분석 대상을 압축했고, 데이터소스는 IBES 컨센서스에서 Fn데이터가이드 컨센서스로, 분석 기준일은 IBES 컨센서스 산출일에서 매월 말로 변경했다.

## 스타일 연구 시리즈는 스타일 전략의 구체적인 활용 방법 제시가 목적

지난 1년 사이에 발간된 '스타일 연구' 시리즈는 기존에 발간되고 있는 'Style Guide', 더 나아가 스타일 전략 전반에 대한 투자자들의 이해도를 높이고, 아울러 보고서에서 다루고 있는 각각의 스타일 팩터들의 특성과 구체적인 활용 방법을 좀더 심도 있게 다루기 위해 작성된 것이다. 일련의 보고서에서 우리는 이익 모멘텀이 있는 주식, 가치주와 배당주, 성장주, 우량주, 낙폭 과대주 등을 다루었다. 분석 결과 어떤 것은 우리의 상식을 확인해 주기도 했고, 어떤 것은 편견을 바로잡아 주기도 했다. 같은 스타일 팩터(낙폭 과대주)라 하더라도 종목교체 주기에 따라 전혀 다른 투자 성과를 보여주는 것도 있었다. 이번 보고서는 그동안 온라인 또는 오프라인으로 발간된 '스타일 연구' 시리즈를 한데 묶은 것이다. 시리즈 중 2편은 마켓타이밍과 관련된 전략에 가까워 따로 묶기로 하였다.

스타일 팩터 하나 하나에 대해 팩터의 성격, 역사적인 성과 분석, 원인 추론, 향후 전망 등 팩터의 가장 기본적인 내용을 숙지하는 것은 매우 중요하다. 왜냐 하면 이것은 단일 팩터 스타일 전략 뿐만 아니라 보다 광범위한 종목선택모델인 팩터 모델로 확장할 때도 오류를 최대한 줄이고 효율적인 모델 구성을 가능하게 해 주기 때문이다.

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

안혁 3276-6272  
ray.ahn@truefriend.com

김경주 3276-6179  
kj.kim@truefriend.com

# Contents

## 스타일 전략: Overview

- ◆ 시장 수익률을 상회하는 특정 스타일을 찾아내는 것이 스타일 전략의 핵심
- ◆ Growth stock vs. value stock
- ◆ ‘스타일 연구’ 시리즈: 스타일 전략에 대한 이해도 제고, 구체적인 활용 방법 제시가 목적

## 알려진 정보도 돈이 된다 (EPS 모멘텀)

- ◆ 애널리스트 실적 추정치는 불확실성이 높은데다 시장에도 후행하는 정보
- ◆ 하지만 실적 상향 기업으로 구성된 포트폴리오는 성과가 매우 우수
- ◆ 실적 모멘텀 스타일의 투자 성과는 지난 5년간 가장 돋보여

## 가치주는 영원하다? (가치주)

- ◆ 기술적 팁: 지수 계산, 스타일 구성할 때 로그 인덱스, E/P 사용하는 이유
- ◆ 지난 10년 동안 한국시장에서 가치주는 월등한 성과 시현
- ◆ 하지만 미국시장에서 장기 성과는 성장주가 좋았음
- ◆ 가치주는 지난 1년 동안에도 한국시장에서 성과 우수, 지속적인 관심이 필요한 스타일

## 배당주, 아! 옛날이야 (배당주)

- ◆ 최근 5년간 배당주 수익률 크게 부진, 당분간은 관심 스타일에서 제외
- ◆ 12월 수익률은 양호한 편이지만 초과 수익은 그리 크지 않다
- ◆ ‘배당주는 가을에 사라’는 증시 격언은 KODI에서 유래, 확대 적용은 주의

## 빛 좋은 개살구와 꼭 찬 보름달 (성장주, 우량주)

- ◆ 문제 제기: 성장주와 우량주의 저조한 성과
- ◆ 애널리스트의 과대 추정 경향이 성장주, 우량주 성과 부진의 직접적인 원인은 아님
- ◆ 구간별로 상이한 과대 추정의 정도가 성과 부진의 가장 중요한 원인
- ◆ 교훈과 전략: 가치주, distressed company가 더 나은 투자 대안

## 주말에 스테이크를 원하거든 떨어진 칼을 집어라 (낙폭 과대주)

- ◆ 낙폭 과대 종목/월간 리밸런싱 전략은 뚜렷한 성과 없다
- ◆ 낙폭 과대 업종/주간 리밸런싱 전략은 놀랄만한 수익률(연평균 약 30%p의 초과 수익)
- ◆ 떨어진 칼을 집어라. 주말엔 스테이크가 마련될지니

## 추락하는 종목에 금맥이 있다 (낙폭 과대주)

- ◆ 선행 보고서 요약: 낙폭 과대 업종에 대한 주간 리밸런싱 전략은 놀라운 성과
- ◆ 분석 방법: 낙폭 과대 종목에 대한 주간 단위 리밸런싱 전략 분석
- ◆ 분석 결과 및 implications: 역행 투자 전략은 종목 단위에서도 유효하게 작동

## 스타일 전략: Overview

시장 수익률을 상회하는  
특정 스타일을 찾아내는 것이  
스타일 전략의 핵심

1950년대와 60년대에 마코비츠(Markowitz)와 샤프(Sharpe) 등에 의해 발전된 효율적 시장 이론은 이용 가능한 모든 정보가 이미 주가에 반영되어 있기 때문에 어떤 특정 종목에 대한 투자로 시장수익률 이상을 올리려는 시도는 무의미하다고 주장한다. 효율적 시장이론에 따르면 주식의 수익률은 단지 그 주식이 가진 위험의 함수로, 위험이 증가할수록 수익률은 증가하지만 그것은 그 주식이 가진 추가적인 위험을 보상하는 것일 뿐, 위험을 감안하면 초과수익(excess return)은 발생할 수 없다.

그러나 1970년대와 80년대를 거치면서 효율적 시장가설이 과연 성립하는가에 대한 많은 연구가 진행되었고, ‘소형주’나 ‘저PER주’ 와 같은 어떤 특정그룹은 효율적 시장가설로 설명되지 않는 초과수익을 지속적으로 올리고 있다는 연구결과들(anomalies)이 보고되었다. style investing(스타일 투자전략)은 일정한 분류기준에 따라 비슷한 특성을 지닌 종목들을 그룹화해서 적절한 종목군(style portfolio)에 투자하는 전략으로, 장기간에 걸쳐 시장수익률(benchmark)을 상회하는 특정 스타일(anomalies)을 찾아내는 것이야말로 스타일 전략의 핵심이라고 할 수 있다.

Top down과 Bottom up

주식시장에 상장되어 있는 종목들을 일정한 그룹으로 구분하는 방법은 크게 거시적 접근과 미시적 접근으로 나눌 수 있는데 보통 top down 방식과 bottom up 방식이라고도 불리운다. top down 방식에 의한 구분은 거시경제환경에 대한 분석으로부터 출발하여 그것이 개별 기업에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 관심을 갖는데 비해, bottom up 방식에 의한 구분은 개별 기업의 데이터 분석으로부터 시작해서 포트폴리오를 구성한다. ‘경기 민감형 주식’ 은 top down 방식에 의한 구분, ‘저PER 주식’은 bottom up 방식에 의한 구분의 좋은 사례다.

가장 널리 이용되는 top down 방식 시장 구분은 산업별 분류인데, 일반적으로 거시경제변수의 변화가 동일한 업종의 기업에게는 비슷한 영향을 미치기 때문이다. (표 1)은 세계시장에서 가장 널리 사용되는 GICS(Global Industry Classification Standard)에 의한 산업분류다. 반면에 bottom up 방식 시장 구분은 기업의 규모, 가치, 성장성 등을 기준으로 기업을 분류하는 것으로 대표적인 구분 지표는 (표 2)에 정리되어 있다. 넓은 의미에서 스타일 전략은 top down 방식에 의한 포트폴리오 투자전략까지 포괄하지만, 일반적으로는 bottom up 방식에 의한 포트폴리오 투자전략을 지칭하는 것으로 더 자주 사용된다.

〈표 1〉 Top down market segment by sector– GICS

Sector	Industry Group or Industry
Energy	Energy Equip. & Services, Oil & Gas
Materials	Chemicals, Metals, Paper Products
Industrials	Capital Goods, Commercial Services, Transportation
Consumer Discretionary	Autos, Consumer Durables, Textiles, Media, Retailing
Consumer Staples	Foods, Tobacco, Personal Products
Health Care	Health Care Equip. & Services, Pharmaceuticals & Biotech
Financials	Banks, Diversified Financials, Insurance, Real Estate
Information Technology	Software, Tech Hardware, Semiconductor
Telecom Services	
Utilities	

자료: MSCI

〈표 2〉 Bottom up market segment

Category	세부지표
Value	PER(E/P), PBR(B/P), D/P, EV/EBITDA
Growth	매출액증가율, 이익증가율, 자산증가율
Quality	ROE, ROIC, 영업이익률, 순이익률
Risk	베타, 부채비율
Momentum	이익모멘텀, 주가모멘텀
Others	기업규모, 배당성향 등

자료: 한국투자증권

## Growth stock vs. value stock

스타일 분류 중 가장 오래되고 현재까지도 가장 많이 이용되는 것은 성장주(growth stock)와 가치주(value stock)의 구분이다. 가치주 투자의 원조는 1930년대 벤자민 그레이엄으로부터 거슬러 올라갈 수 있고 성장주 투자의 개념도 1930년대 말에 이미 등장했지만, 미국의 주요 인덱스 서비스 회사들이 기업의 추가특성을 성장주와 가치주로 구분하고 체계적인 스타일 지수를 제시하기 시작한 것은 1970년대 후반부터다. Frank Russel은 1977년부터 Russel 1000 기업을 대상으로, S&P는 1979년부터 S&P 500 기업을 대상으로 성장주와 가치주의 스타일 지수를 발표하기 시작했다.

초기에 성장주와 가치주를 구분하는 지표로는 PBR이 단일기준으로 주로 사용되었으나 점차 PER, 배당수익률, 이익성장률 등으로 확대되어 갔고, 성장주와 가치주의 구분도 초기에는 배타적인 이분법 분류가 사용되었으나 회색지대(gray zone)를 점차 인정하는 쪽으로 변화가 이루어졌다. 현재 글로벌 데이터 벤더 업체 중에서는 S&P, MSCI/BARRA, RUSSEL 등이 스타일 지수를 발표하고 있고, 국내에서도 Fn데이터가이드와 와이즈에프앤 등이 스타일 지수를 개발하여 발표하고 있다. 이들 업체들이 발표하는 스타일 팩터의 구성과 방법론 등에는 약간의 차이가 있지만, 크게 보아서는 가치주와 성장주의 고전적인 구분 방법을 유지하고 있고, 지수 산출에 이용하는 스타일 팩터들도 거의 유사하다.

## 한국투자증권은 2005년 11월부터 스타일 전략 (Style Guide) 제공

한국투자증권이 스타일 전략에 대한 정기보고서인 ‘Style Guide’를 발간하기 시작한 것은 2005년 11월부터다. 초기에는 다섯개 카테고리의 25개 스타일을 대상으로 분석을 시작했으나 2009년 5월부터 15개 스타일로 분석 대상을 압축했고, 데이터소스는 IBES 컨센서스에서 Fn데이터가이드 컨센서스로, 분석 기준일은 IBES 컨센서스 산출일에서 매월 말로 변경했다. 그런데 매월 초에 발간되는 계량분석 정기자료 ‘Style Guide’는 이 분야에 익숙한 사람들이 보면 유용하게 활용할 수 있지만 대부분 자세한 설명 없이 계량분석 베이스의 테이블이나 차트로 이루어져 있어 처음 접하거나 익숙하지 않은 사람들이 보기에는 생소할 수 있다.

## ‘스타일 연구’ 시리즈: 스타일 전략에 대한 이해도를 높이고 구체적인 활용 방법을 심도 있게 다루기 위해서 작성

지난 1년 사이에 발간된 ‘스타일 연구’ 시리즈는 기존에 발간되고 있는 ‘Style Guide’, 더 나아가 스타일 전략에 대한 투자자들의 이해도를 높이고, 아울러 보고서에서 다루고 있는 각각의 스타일 팩터들의 특성과 구체적인 활용 방법을 좀더 심도 있게 다루기 위해 작성된 것이다. 일련의 보고서에서 우리는 이익 모멘텀이 있는 주식, 가치주와 배당주, 성장주, 우량주, 낙폭 과대주 등을 다루었다. 분석 결과 어떤 것은 우리의 상식을 확인해 주기도 했고, 어떤 것은 편견을 바로잡아 주기도 했다. 같은 스타일 팩터(낙폭 과대주)라 하더라도 종목교체 주기에 따라 전혀 다른 투자 성과를 보여주는 것도 있었다. 이번 보고서는 그동안 온라인 또는 오프라인으로 발간된 ‘스타일 연구’ 시리즈를 한데 묶은 것이다. 시리즈 중 2편은 마켓타이밍과 관련된 전략에 가까워 따로 묶기로 하였다.

스타일 팩터 하나 하나에 대해 팩터의 성격, 역사적인 성과 분석, 원인 추론, 향후 전망 등 팩터의 가장 기본적인 내용을 숙지하는 것은 매우 중요하다. 왜냐 하면 이것은 단일 팩터 스타일 전략 뿐만 아니라 보다 광범위한 종목선택모델인 팩터 모델로 확장할 때도 오류를 최대한 줄이고 효율적인 모델 구성을 가능하게 해 주기 때문이다.

## 계량 Note

2010. 12. 6

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

## 스타일 연구(1): 알려진 정보도 돈이 된다

- ▶ 애널리스트 실적 추정치는 불확실성이 높는데다 시장에도 후행하는 정보
- ▶ 하지만 실적 상향 기업으로 구성된 포트폴리오는 성과가 매우 우수
- ▶ 실적 모멘텀 스타일의 투자 성과는 지난 5년간 가장 돋보여

### 스타일 전략은 효율적 시장가설을 반박하는 이례현상을 연구하는 과정에서 발전

효율적 시장가설(EMH: efficient market hypothesis)은 이용 가능한 모든 정보가 증권 가격에 신속하고 정확하게 반영되기 때문에 어떤 특정 종목에 대한 투자로 시장수익률 이상을 올리려는 시도는 무의미하다고 주장한다. 그러나 효율적 시장가설이 과연 성립하는가에 대해서는 많은 연구가 진행되었고, '저PER주'와 같은 어떤 특정그룹은 효율적 시장가설로 설명되지 않는 초과수익을 지속적으로 올리고 있다는 연구결과들도 보고되었다.

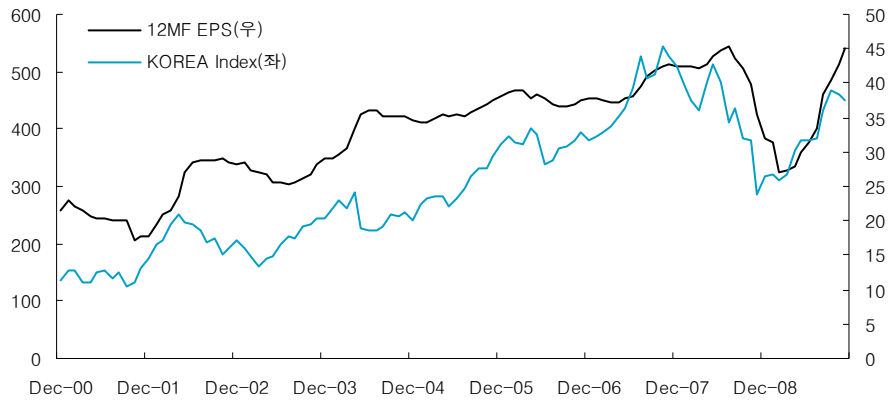
스타일 투자전략은 효율적 시장가설을 반박하는 이례현상(anomalies)을 연구하는 과정에서 발전되었다. 스타일 투자전략은 일정한 분류기준에 따라 비슷한 특성을 지닌 종목들을 그룹화해서 적절한 종목군(style portfolio)에 투자하는 전략으로 장기간에 걸쳐 시장수익률(benchmark return)을 상회하는 특정스타일을 찾아내는 것이야말로 스타일 투자전략의 핵심이라 할 수 있다.

### 애널리스트 실적 추정치는 불확실성이 높는데다 시장에도 후행

톱슨이나 Fn데이터가이드 등에서 제공하는 애널리스트 실적 추정치는 대부분의 투자자들이 투자의사결정을 위해 즐겨 보면서도, 신뢰성이나 유용성 면에서 논란이 많은 정보다. 추정이라는 것 자체가 불확실성을 내포하고 있는데다, 어떤 사람들은 주가가 어디 실적대로만 움직이냐고 반문하기도 한다. 게다가 좀더 시니컬한 사람들은 주가가 움직인 다음에야 추정치를 뒤늦게 조정하는 애널리스트들의 '뒷북'을 조롱하기까지 한다.

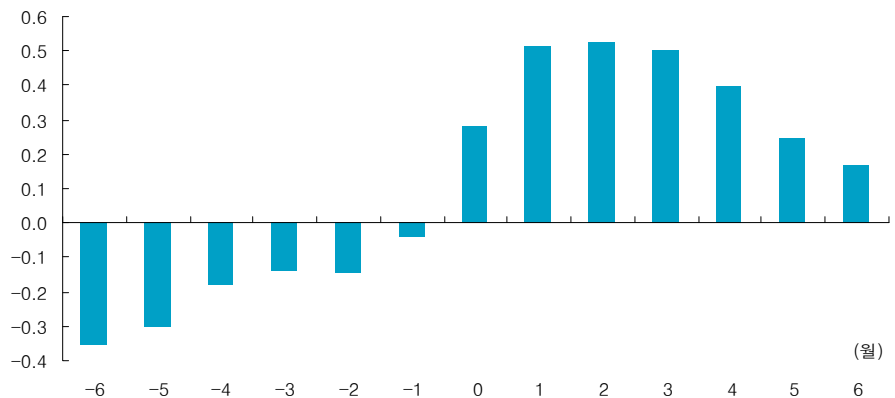
애널리스트의 뒷북은 지난 10년간 지수와 추정치의 추이를 살펴보면 변명의 여지가 거의 없다. 가까이는 2008년 글로벌 금융위기가 발생했을 때 주가는 2008년 6월부터 급락했지만 추정치가 하향 조정되기 시작한 것은 2008년 8월 이후다. 이후 주가가 반등할 때에도 주가가 바닥을 찍은 것은 2008년 11월이었지만 애널리스트 추정치는 이보다 3달 늦은 2009년 2월에 저점을 기록했다. 2001년 1월 이후 지수와 실적 추정치의 시차상관관계를 분석해보면 애널리스트 추정치는 지수에 비해 평균 두달 정도 후행하고 있다.

[그림 1] MSCI Korea Index와 12MF EPS



자료: Thomson Financial, 한국투자증권

[그림 2] MSCI Korea Index와 12MF EPS의 시차상관관계

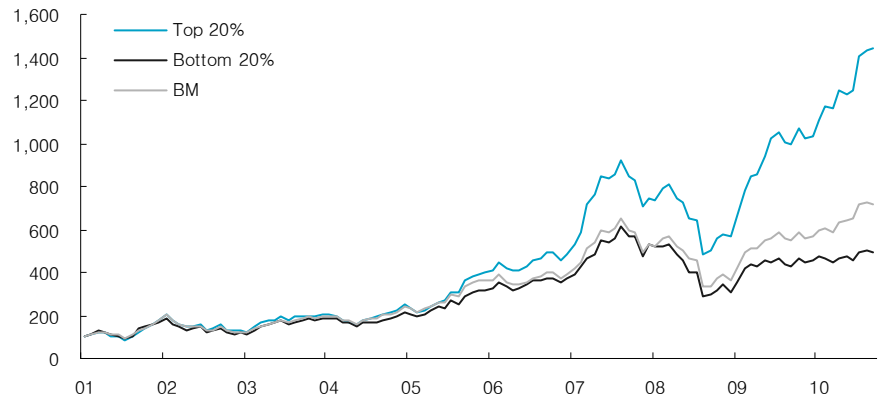


주: t월 지수와 t+2월 추정치의 상관관계가 가장 높다  
 자료: Thomson Financial, 한국투자증권

**하지만 실적 상향 기업으로 구성된 포트폴리오는 성과가 매우 우수**

하지만 이렇게 부정확하고 뒤늦기까지 한 애널리스트 추정치도 활용하기에 따라서는 투자수익률을 높이는데 도움이 된다. [그림 3]은 애널리스트 추정치를 기준으로 추정치가 상향된 회사와 하향된 회사를 각각 그룹화해서 투자한 결과를 보여주고 있다. 보다 구체적으로는 추정치가 존재하는 150개의 회사를 5개 분위로 나누어서 가장 크게 상향된 그룹(top 30개 회사)과 가장 크게 하향된 그룹(bottom 30개 회사)에 투자했을 때 2001년 3월 31일 이후의 누적 수익률이다. Top portfolio의 수익률은 1,342%로, 150개 종목의 EWI(equal weight index)로 계산한 벤치마크 수익률을 무려 728%p나 초과하고 있다. 반면에 bottom portfolio의 수익률은 390%로 벤치마크 수익률을 224%p underperform하고 있다.

[그림 3] 실적 모멘텀의 투자 성과

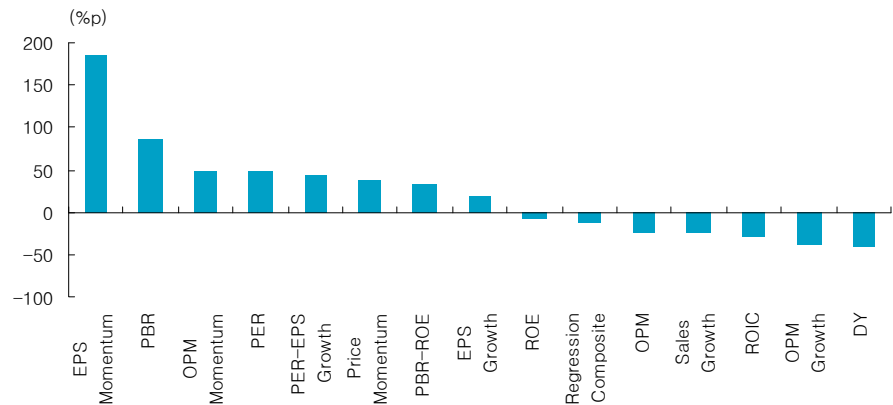


주: 실적 모멘텀 = (당월 12MF 순이익 - 전월 12MF 순이익) / 전월 12MF 순이익  
EWI(equal weight index), monthly rebalancing 가정  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

### 실적 모멘텀 스타일의 투자 성과는 지난 5년간 가장 돋보여

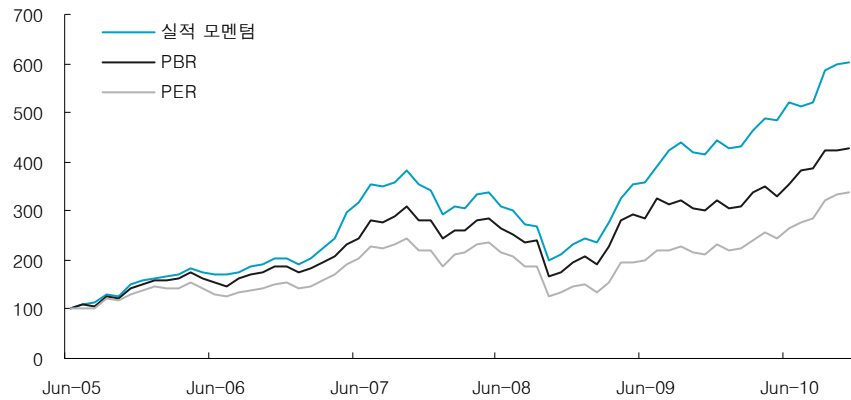
스타일 투자에서 실적 모멘텀이 특히 부각된 시기는 2005년 하반기 이후다. 2001년 3월 이후의 누적수익률은 저PBR 스타일에 이어 2위지만, 지난 5년간의 수익률만 놓고 본다면 단연 1위다. 2005년 하반기는 기업의 실적 추정치 상황이 상대적으로 정체된 가운데, 아시아 이머징마켓 성장스토리와 re-rating 논리를 기반으로 글로벌 증시의 본격적인 상승세가 시작된 시기이기도 하다. 최근 1년간은 저PER 스타일에 비해 다소 부진하지만 실적 모멘텀 스타일의 투자성과는 여전히 우수하다.

[그림 4] 최근 5년간 스타일 포트폴리오의 성과 비교(벤치마크 대비)



주: 스타일 분류와 정의, 성과 분석에 대한 보다 자세한 내용은 월간 'Style Investing' 참조  
자료: 한국투자증권

[그림 5] 2005년 하반기 이후 스타일 투자 성과



자료: 한국투자증권

애널리스트들의 실적 추정치는 Fn데이터가이드와 같은 데이터서비스 업체를 이용하면 비교적 쉽게 구할 수 있는 정보다. 실적 추정치가 시장이나 주가에 비해 후행하는 성격이 있다 하더라도, 종목 선택의 관점에서 상대적으로 추정치가 상향 조정된 기업 위주로 투자하는 것은 매우 훌륭한 전략이다. 2010년 11월말 기준으로 실적 모멘텀이 우수한 기업은 <표 1>에 정리되어 있다

&lt;표 1&gt; 실적 추정치 상향 종목

Code	회사	시가총액(십억 원)	순이익 추정치 변화(%)
A033630	SK 브로드밴드	1,583	24.8
A005300	롯데철강	1,061	23.0
A006400	삼성 SDI	7,649	16.0
A011790	SKC	1,443	15.2
A071320	지역난방공사	907	14.7
A028150	GS 홈쇼핑	689	14.6
A000270	기아차	19,394	13.1
A010140	삼성중공업	7,670	12.3
A042670	두산인프라코어	4,211	12.3
A064420	케이피케미칼	1,677	11.8
A009830	한화케미칼	4,470	11.4
A039490	키움증권	1,215	11.3
A042660	대우조선해양	5,684	9.6
A103130	웅진에너지	1,135	9.3
A009540	현대중공업	28,234	9.2
A011200	현대상선	5,483	8.4
A010520	현대하이스코	1,857	8.2
A004940	외환은행	7,223	7.9
A095660	네오위즈게임즈	1,018	7.7
A011780	금호석유	2,077	7.5
A010950	S-Oil	9,246	7.2
A068270	셀트리온	3,752	7.1
A000060	메리츠화재	961	7.0
A006800	대우증권	4,541	6.9
A029780	삼성카드	7,796	6.5
A001430	세아베스틸	1,201	6.4
A004020	현대제철	9,385	6.4
A015760	한국전력	17,771	5.8
A096770	SK 에너지	15,374	5.3
A035760	CJ 오쇼핑	1,608	5.0

주: 데이터는 11월말 기준

자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

## 계량 Note

2010. 12. 14

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

안혁 3276-6272  
ray.ahn@truefriend.com

김경주 3276-6179  
kj.kim@truefriend.com

## 스타일 연구(2) : 가치주는 영원하다?

- ▶ 기술적 팁: 지수 계산, 스타일 구성할 때 로그 인덱스, E/P 사용하는 이유
- ▶ 지난 10년 동안 한국시장에서 가치주는 월등한 성과 시현
- ▶ 하지만 미국시장에서 장기 성과는 성장주가 좋았음
- ▶ 가치주는 지난 1년 동안에도 한국시장에서 성과 우수, 지속적인 관심이 필요한 스타일

### 1. 성장주와 가치주

#### 성장주와 가치주는 가장 고전적인 스타일 분류

성장주(growth stock)와 가치주(value stock)는 가장 오래되고 현재까지도 가장 많이 이용되는 스타일 구분방법이다. 가치주 투자의 원조는 1930년대 벤자민 그레이엄으로부터 거슬러 올라갈 수 있고 성장주 투자의 개념도 1930년대 말에 이미 등장했지만, 미국의 주요 인덱스 서비스 회사들이 기업의 추가특성을 성장주와 가치주로 구분하고 체계적인 스타일 인덱스를 제시하기 시작한 것은 1970년대 후반부터다.

초기에 성장주와 가치주를 구분하는 지표로는 PBR이 단일기준으로 주로 사용되었으나 점차 PER, 배당수익률, 이익성장률 등으로 확대되어 갔고, 성장주/가치주의 구분도 초기에는 배타적인 이분법 분류가 사용되었으나 회색지대(gray zone)를 점차 인정하는 쪽으로 변화가 이루어졌다.

〈표 1〉 주요 업체별 스타일 분류

기관	Value 지표	Growth 지표	비 고
MSCI	B/P	LT fwd EPS g (3-5Y)	- 각 지표를 Z-score로 표준화
	12MF E/P	ST fwd EPS g	- Value-Growth 두 축으로 종목을 plot 한 후 위치에 따라 종목의 스타일을 구분
	D/P	Current internal g	(1) Value (and Non-Growth) (2) Growth (and Non-Value)
		LT his EPS g (5Y)	(3) Value and Growth (4) Non-Value and Non-Growth
		LT his SPS g (5Y)	- 중간지대 종목은 주도하는 정도에 따라 각각의 스타일 인덱스에 배분
S&P	B/P	Change in E/P (3Y)	- 각 지표를 표준화한 다음, 표준화된 지표의 평균으로 score 산출
	E/P	SPS g (3Y)	- score 기준으로 각 종목의 순위를 구하고, "Growth순위/Value순위"로 정렬
	S/P	Price momentum (12M)	(1) 시총 상위 33% 구성 종목은 Growth, (2) 하위 33% 구성 종목은 Value (3) 중간 종목은 혼합으로 분류 - 중간 종목은 주도하는 정도에 따라 각각의 스타일 인덱스에 배분
FnGuide	B/P	His EPS g (5Y)	- 각 지표를 Z-score로 표준화
	S/P	His SPS g (5Y)	- Value score는 표준화한 5개 지표의 평균 / Growth score는 표준화한 5개 지표의 평균
	CF/P	His internal g (3Y)	- 종목의 VS와 GS를 구한 다음, 스타일 상대스코어인 VIF(Value inclusion factor) 산출
	D/P	Fwd EPS g (3Y)	- 각 종목을 VIF에 따라 각각의 스타일 인덱스에 배분
	12MF E/P	Fwd SPS g (3Y)	

자료: 한국투자증권

### 로그 인덱스가 가진 장점들: 대칭성, 가법성, 스케일과 무관

포트폴리오 수익률을 계산하거나 추이를 살펴보는데 가장 일반적으로 사용하는 것은 %수익률과 누적 인덱스다. 하지만 장기간의 지수 추이를 그래프로 살펴 보거나, 특히 두 지수간 성과 차이(스프레드)를 보려면 로그 인덱스를 사용하는 것이 좋다. 흔히 사용하는 %수익률 또는 누적 인덱스는 다음과 같은 문제점을 가지고 있다.

첫 번째는 수익률 계산의 비대칭성이다. 주가가 10,000원에서 20,000원으로 오르면 수익률이 100% 이지만 20,000원에서 10,000원으로 내리면 -100%가 아닌 -50%다. 이러한 이유로 %수익률은 가법성(additivity)을 갖고 있지 않다. 두 기간 수익률의 단순합( $r_1+r_2$ )은 두 기간 동안의 수익률( $r_1+r_2+r_1r_2$ )과 같지 않다.

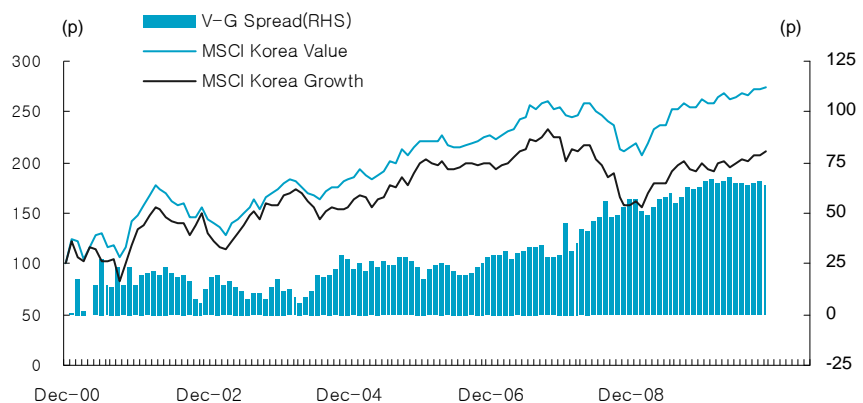
두 번째 문제는 장기 시계열 그래프에서 발생하는 시각적 왜곡이다. 주가는 다른 실물 변수와 마찬가지로 시간의 증가함수다. 이것이 첫 번째 비가법성 문제와 결합되면서 시간이 흐를수록 그래프의 진폭이 확대되는 문제가 발생한다. 특히 두 지수간의 차이인 스프레드 변화는 수익률 차이와 다르게 나타날 수도 있다. 예를 들어 100에서 출발한 두 지수가 시간이 흐른 후 하나는 1,000(A)이 되고 다른 하나는 200(B)이 되었다면, A가 1% 오르고 B가 2% 오를 때 스프레드는 800에서 806으로 오히려 확대되는 결과가 도출된다.

이러한 문제를 해결하기 위해서 포트폴리오나 지수의 성과를 분석하는 데에는 로그 수익률이나 로그 인덱스가 종종 사용된다. 로그 인덱스를 사용하면 비대칭성의 문제가 발생하지 않고, 누적 수익률 계산시 가법성을 가지고 있으며, 스케일과 무관하여 진폭 확대의 문제도 발생하지 않는다.

### 한국시장에서는 경험적으로 가치주 성과가 우수

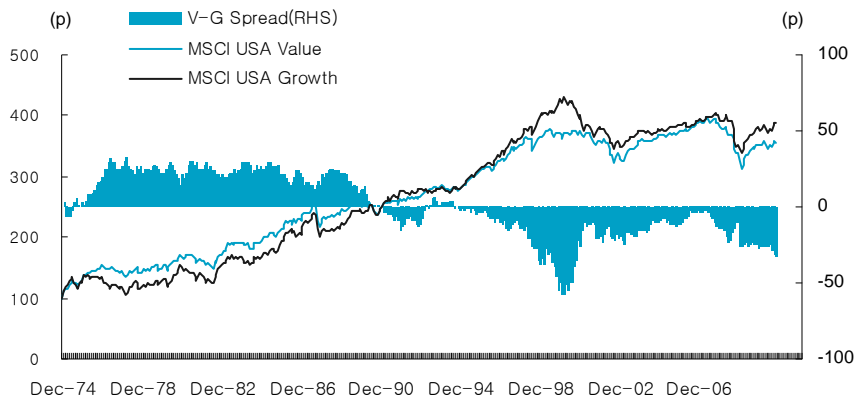
투자의 관점에서 가치주와 성장주는 중립적인 개념으로 가치주가 성장주보다 성과가 좋아야 할 본질적인 이유는 없다. 다만 한국에서는 경험적으로 가치주의 성과가 우수했으며, 이 현상은 2000년 이후 더욱 두드러진다. 하지만 미국시장에서는 그렇지 않다. 2000년대 초반부터 글로벌 금융 위기가 발생하기 전인 2007년 중반까지는 가치주의 성과가 상대적으로 우수했으나, 글로벌 금융 위기 발생으로 인한 시장의 급락기와 이후 회복기에는 성장주에 비해 상대적으로 저조한 성과를 기록하고 있다. MSCI USA 스타일 인덱스 계산 시점인 1974년 12월 이후의 성과를 보더라도 가치주 인덱스는 성장주 인덱스에 비해 32.7p 저조한 성과를 기록하고 있다(로그 인덱스 기준).

[그림 1] MSCI Korea 스타일 인덱스(로그, 2000.12.31=100)



자료: Thomson Financial, 한국투자증권

[그림 2] MSCI USA 스타일 인덱스(로그, 1974.12.31=100)



자료: Thomson Financial, 한국투자증권

## 2. 저PBR과 저PER 주식

### PER대신 왜 E/P를 사용하나?

스타일지수를 제공하는 업체들은 스타일지수를 구성하기 위해 약간은 복잡한 방법들을 동원하고 있지만, 가치주를 선별하기 위한 가장 전통적이고 손쉬운 방법은 밸류에이션이 낮은 (low multiple) 주식으로 포트폴리오를 구성하는 것이다. 한국투자증권에서 월간으로 발행하는 'Style Investing'에서는 저PER, 저PBR, 고D/P로 구성된 종목들을 가치주 포트폴리오로 제시하고 있다.

그런데, 표현상으로는 일반투자자가 이해하기 쉽도록 저PER, 저PBR이라는 용어를 사용하지만, 실제 수익상으로는 E/P, B/P를 사용한다. 이것은 앞서 <표 1>을 보면 알겠지만 스타일 인덱스를 제공하는 거의 모든 회사들이 사용하는 수식이기도 하다. 얽어치나 메치나 그것이 그것 같은데, 왜 이렇게 수식 전환을 하는 것일까? 놀라지 마시라. 분자와 분모를 뒤집는 이 간단한 뒤집기야말로 역발상의 진수이며 '콜럼버스의 달걀'과 같은 마력을 가지고 있다.

PER과 PBR로 기업들을 비교 분석해 본 사람들이라면 적자기업이나 자본잠식기업을 어떻게 처리할 것인가가 고민거리였을 것이다. 이리 저리 시도해 보다가 대부분은 샘플에서 제외해 버린다. 컴퓨터(엑셀)에서 일관되게 처리하기가 만만치 않기 때문이다.

예를 들어 아래 <표 2>에서 4개의 기업을 엑셀을 이용하여 우리가 원하는, 투자매력이 높은 순서대로 소팅해 보도록 하자. 정렬의 기준으로 PER을 이용하면 한꺼번에 처리할 수 있는 뾰족한 방법이 없다. A, B, C, D의 순서로 배열되게 하기 위해서, 분석가는 EPS가 양수인 경우와 음수인 경우로 먼저 분리하고, 양수인 경우를 앞 쪽에 배치한 다음, 오름차순으로 정렬해야 하는데, 그러기 위해서는 분리를 위한 필드를 하나 더 사용하거나, 데이터를 일일이 확인하면서 작업해야 한다. 이렇게 처리한다 하더라도 EPS 증가율과 같은 다른 데이터와의 관계를 분석할 때에는 또 문제를 일으킨다. 처리할 데이터가 많거나 번거롭다고 생각되면, 분석가는 음수인 경우를 분석 데이터에서 제외해 버리는 길을 선택하기도 한다.

〈표 2〉 기업의 정렬

기업	주가(원)	EPS(원)	PER(X)	E/P
A	10,000	2,000	5.0	0.2
B	10,000	1,000	10.0	0.1
C	10,000	-1,000	-10.0	-0.1
D	10,000	-2,000	-5.0	-0.2

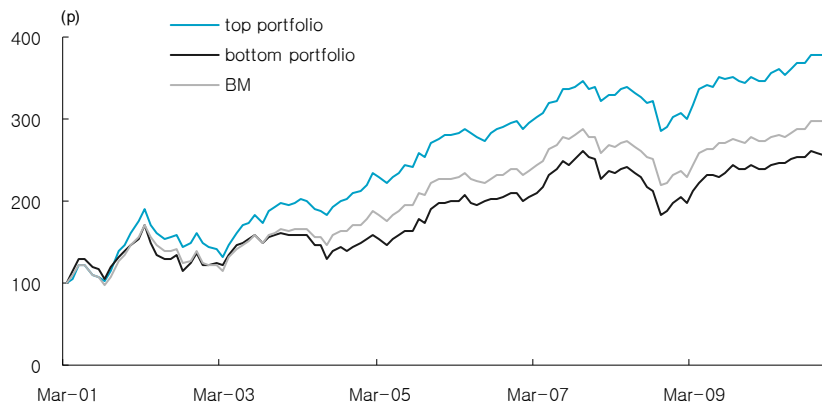
자료: 한국투자증권

결국 PER을 이용하면, 분석 절차가 복잡해 지거나 정보 손실을 감수하거나 하는 바람직하지 못한 결과에 이르게 된다. PER 분석이 가진 이런 맹점은 분자와 분모를 바꿈으로써 한방에 해결된다. P/E 대신 E/P를 이용해서 분석을 하면, 간단한 수식과 단 한번의 소팅으로, 정보의 손실 없이 우리가 원하는 순서대로 샘플을 배열할 수 있다. 게다가 다른 데이터와의 관계를 분석할 때에도 의미 있는 변수 역할을 기대할 수 있다. 이것이 스타일 분석에서 PER이나 PBR 대신 E/P나 B/P를 사용하는 이유다.

### 지난 10년간 저PBR 포트폴리오는 가장 뛰어난 성과

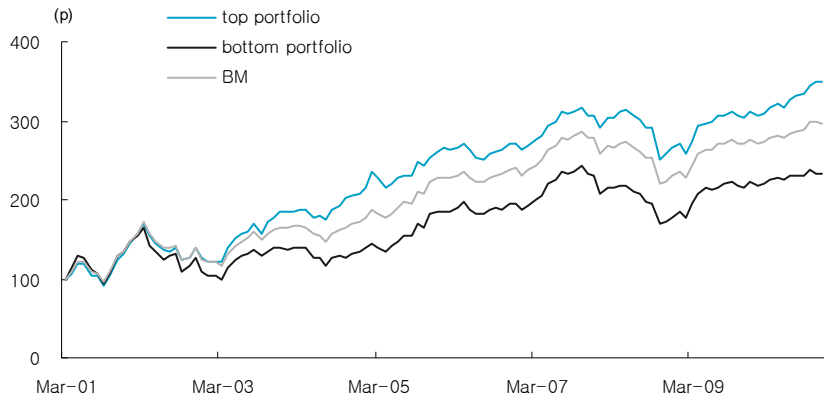
[그림 3]과 [그림 4]는 한국투자증권이 월간 “Style Investing”에서 제시하는 저PBR과 저PER 포트폴리오의 성과다. 연평균 수익률로 환산하면 각각 33.5%, 29.6%로 벤치마크를 크게 초과하고 있는 것은 물론, “Style Investing”에서 다루고 있는 15개의 스타일 포트폴리오 중 저PBR은 1위, 저PER은 4위의 성과를 보여주고 있다. Top portfolio와 bottom portfolio의 수익률 차이가 극명한 것도 스타일 분류 기준으로서 매우 좋은 특성이다. 그리고 MSCI Korea value index에 비해서 훨씬 성과가 좋은 것은 시작 시점과 유니버스 구성에도 약간 차이가 있지만 1) 단일지표:복합지표, 2) EWI:MWI, 3) 5분위 분류:2분위 분류 등 여러 가지 요인이 작용한 결과다.

[그림 3] PBR 스타일 포트폴리오 인덱스(로그, 2001.3.31=100)



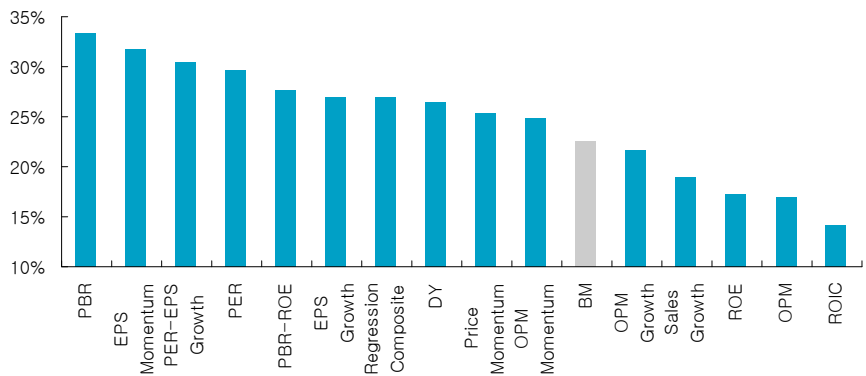
주: 150개 기업 5분위 분류 후 top portfolio는 고B/P 30개 기업, bottom portfolio는 저B/P 30개 기업으로 구성, EWI(equal weight index), monthly rebalancing 가정. BM은 150개 기업의 EWI  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 4] PER 스타일 포트폴리오 인덱스(로그, 2001.3.31=100)



주: 150개 기업 5분위 분류 후 top portfolio는 고E/P 30개 기업, bottom portfolio는 저E/P 30개 기업으로 구성, EW(equal weight index), monthly rebalancing 가정. BM은 150개 기업의 EW  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 5] 한국투자증권 스타일 포트폴리오 성과 (연평균)



주: 2001.3.31~2010.11.30, 스타일별 top portfolio의 성과  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

### 3. 가치주는 영원하다?

**가치주는 지난 1년 동안에도 훌륭한 성과, 지속적으로 관심을 가져야 할 스타일**

지난 10년간 한국시장에서 가치주 스타일은 뛰어난 성과를 보여 왔다. 그러나 가치주가 성장주에 비해 반드시 우월한 성과를 올려야 할 본질적인 이유는 없다. 미국시장의 경우 74년 이후의 장기 성과에서 가치주 인덱스는 성장주 인덱스를 하회하고 있다. 한국시장에서 가치주 성과가 특히 두드러진 것은 2000년 5월 이후인데, 이 시점은 긴 시각에서 보면 한국 증권시장의 효율화가 본격적으로 시작된 시점이기도 하다.

90년대 내내 한국 증권시장에서는 주식의 기대수익률에서 채권수익률을 뺀 yield gap이 마이너스를 보일 정도로 주식에 대한 과잉 편애가 존재했었고, 90년대 후반과 2000년대 초반은 아시아 외환 위기로 인한 시장 폭락, 인터넷과 IT 버블, 버블 소멸이라는 폭락-급등-폭락의 롤러코스터 장세가 펼쳐졌다. 급락의 공포와 투기적 광풍의 시대가 잠잠해지면서 투자자들은 자산의 배분, 종목의 선택에서 점점 이성을 찾아갔다. 2000년대 초반만 하더라도 5배 이하의 PER을 갖는 터무니 없는 가격의 주식들이 널려 있었고, 이들의 주가가 제자리를 찾아가며 가치주 스타일의 강세가 진행된 것이다.

가치주 outperform의 시대가 더 남았을지, 이제 그 수명을 다했는지는 정확히 알 수 없다. 하지만 저PBR스타일과 저PER스타일은 지난 10년간 가장 우수한 성과를 보인 포트폴리오이며, 지난 1년간의 성과로 평가하더라도 42.0%, 60.0%의 수익률로 벤치마크(29.4%)를 각각 12.6%p, 30.5%p 상회하며 좋은 성과가 이어지고 있다(이보다 나은 성과를 기록한 펀드가 얼마나 있을까? 참고로 MWI인 KOSPI는 동 기간에 22.4% 상승했다). 어쩌면 이것은 투자자들에게 아직도 성장주에 대한 비이성적 편애가 남아 있다는 것을 반증하는 것일지도 모른다. 만약 그렇다면 성장주보다는 가치주에 아직 더 기회가 남아 있는 것이다.

저PBR 기업과 저PER 기업은 영원히 사랑하지는 않을지라도 영원히 관심을 가져야 할 종목들이다. 2010년 12월 10일 기준 저PBR 기업과 저PER기업은 <표 3>과 <표 4>에 정리되어 있다. 다음 보고서에서는 PER을 조금 다른 앵글에서 다루어보도록 하겠다. 팁을 미리 드리자면 보고서 제목은 '최적의 매수타이밍은 주가가 비싸지는 순간'이다.

<표 3> 저PBR 기업

코드	회사	주가(원)	시가총액(십억 원)	자본총계(십억 원)	P/B
A015760	한국전력공사	28,400	18,221	41,727	0.44
A005300	롯데칠성음료	856,000	1,097	2,204	0.50
A001230	동국제강	30,600	1,892	3,044	0.62
A036460	한국가스공사	45,300	3,501	5,620	0.62
A053000	우리금융지주	15,050	12,131	18,625	0.65
A004990	롯데제과	1,367,000	1,943	2,849	0.68
A003540	대신증권	16,050	1,181	1,731	0.68
A086790	하나금융지주	41,400	8,771	11,987	0.73
A002380	케이씨씨	357,500	3,761	4,967	0.76
A097230	한진중공업	35,250	1,685	2,156	0.78
A071320	지역난방공사	74,500	863	1,095	0.79
A004940	한국외환은행	11,150	7,191	8,960	0.80
A120110	코오롱인더스트리	65,400	1,200	1,444	0.83
A003470	동양종합금융증권	9,540	1,240	1,469	0.84
A004370	농심	200,500	1,220	1,424	0.86
A028670	STX팬오션	11,650	2,398	2,797	0.86
A071050	한국투자금융지주	35,900	2,070	2,395	0.86
A003450	현대증권	13,500	2,295	2,611	0.88
A024110	중소기업은행	18,200	9,937	11,293	0.88
A000210	대림산업	113,000	4,053	4,499	0.90
A005270	대구은행	15,200	2,008	2,219	0.91
A055550	신한금융지주회사	48,150	22,833	24,778	0.92
A012630	현대산업개발	33,200	2,503	2,701	0.93
A019680	대교	6,390	620	669	0.93
A097950	CJ제일제당	212,500	2,808	2,959	0.95
A010620	현대미포조선	170,500	3,410	3,579	0.95
A023530	롯데쇼핑	467,000	13,563	13,921	0.97
A117930	한진해운	34,900	2,967	2,989	0.99
A005440	현대그린푸드	11,350	1,023	1,026	1.00
A005280	부산은행	14,350	2,679	2,627	1.02

주: 12월 10일 주가 기준, 자본총계는 12MF  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

〈표 4〉 저PER 기업

코드	회사	주가(원)	시가총액(십억 원)	순이익(십억 원)	P/E
A020560	아시아나항공	10,550	1,865	401	4.7
A015750	성우하이텍	14,600	584	108	5.4
A120110	코오롱인더스트리	65,400	1,200	221	5.4
A000060	메리츠화재해상보험	8,120	1,005	173	5.8
A005850	에스엘	17,150	581	96	6.0
A028150	GS홈쇼핑	109,900	721	116	6.2
A003490	대한항공	73,300	5,311	836	6.3
A004940	한국외환은행	11,150	7,191	1,127	6.4
A011780	금호석유화학	80,900	2,125	332	6.4
A117930	한진해운	34,900	2,967	460	6.4
A001120	LG상사	35,650	1,382	210	6.6
A006380	카프로	18,550	742	111	6.7
A005280	부산은행	14,350	2,679	398	6.7
A005270	대구은행	15,200	2,008	297	6.8
A053000	우리금융지주	15,050	12,131	1,794	6.8
A103140	풍산	47,900	1,342	194	6.9
A002550	LIG손해보험	20,550	1,233	177	7.0
A071320	지역난방공사	74,500	863	123	7.0
A010620	현대미포조선	170,500	3,410	483	7.1
A064420	케이피케미칼	16,600	1,632	228	7.2
A004800	효성	110,500	3,880	537	7.2
A012630	현대산업개발	33,200	2,503	343	7.3
A086790	하나금융지주	41,400	8,771	1,194	7.3
A002350	넥센타이어	8,840	857	116	7.4
A082640	동양생명보험	11,500	1,237	166	7.4
A024110	중소기업은행	18,200	9,937	1,306	7.6
A000660	하이닉스반도체	24,500	14,462	1,878	7.7
A001230	동국제강	30,600	1,892	244	7.7
A000270	기아자동차	51,100	20,254	2,611	7.8
A030200	케이티	46,250	12,076	1,533	7.9

주: 12월 10일 주가 기준, 순이익은 12MF  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

## 계량 Note

2010. 12. 28

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

안혁 3276-6272  
ray.ahn@truefriend.com

김경주 3276-6179  
kj.kim@truefriend.com

## 스타일 연구(4) : 배당주, 애 옛날이여

- 5년간 배당주 수익률 크게 부진, 당분간은 관심 스타일에서 제외
- 12월 수익률은 양호한 편이지만 초과 수익은 그리 크지 않다
- ‘배당주는 가을에 사라’ 는 증시 격언은 KODI에서 유래, 확대 적용은 주의

## 〈요약〉

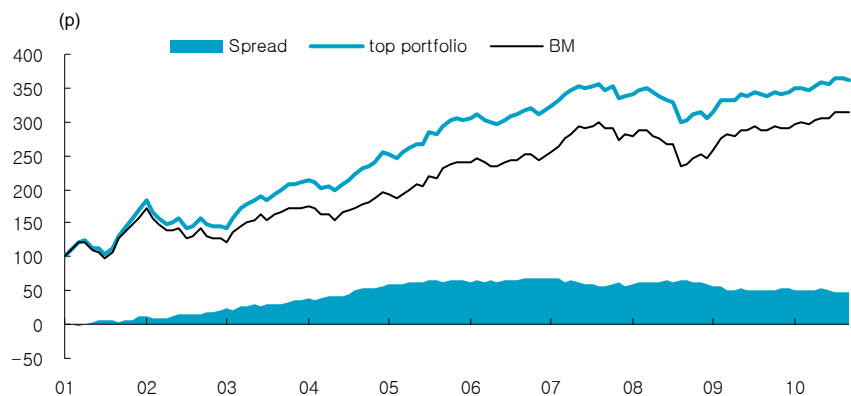
## 배당주는 관심을 가져 볼 만한 스타일인가?

- 배당주 수익률은 지난 10년간 1,278%로 벤치마크를 524%p 상회하고 있다.
- 그렇지만 배당주의 성과는 2005년을 분기점으로 패턴이 크게 바뀌었다. 벤치마크 대비 초과수익 스프레드가 감소하고 있고, top portfolio(고배당주)와 bottom portfolio (저배당주)의 수익률도 역전되었다.
- 배당주의 성과는 최근 5년 뿐만 아니라, 1개월, 3개월, 1년 등 단기로 분리해서 평가해도 저조한 수익률을 벗어나지 못하고 있다.
- 배당주가 다시 각광을 받게 될 어떤 구조적이고 유의미한 시장 변화가 감지되기 전까지는 배당주에 대한 관심을 당분간 접어두는 것이 현명하다고 판단된다.

## 배당주는 언제 사야 하나?

- 12월의 배당주 수익률은 벤치마크 대비 초과 수익을 보이고 있으나, 그 크기는 1%p 내외로 유의미한 수준이라고 보기 어렵다.
- ‘가을에 배당주를 사라’는 증시 격언은 아마도 KODI(Korea dividend stock price index: 한국 배당주 인덱스) 분석을 바탕으로 만들어진 주장인 듯하다. KODI 분석 결과 9월과 10월에는 KOSPI 200 대비 초과 수익률을 관찰할 수 있다.
- 하지만 KODI가 진정으로 배당주의 성과를 대표할 수 있는가는 의문이다. KODI의 분석 결과를 대부분의 배당주에 확대 적용하는 것은 주의할 필요가 있다.

[그림] 배당주 스타일 포트폴리오 인덱스 (로그, 2001.3.31=100)



주: 150개 기업 5분위 분류 후, top portfolio는 고D/P 30개 기업으로 구성, EW(equal weight index), monthly rebalancing 가정. BM은 150개 기업의 EW  
자료: 한국투자증권

**연말이 되면 배당주(high dividend yield stock)에 대한 관심 증가**

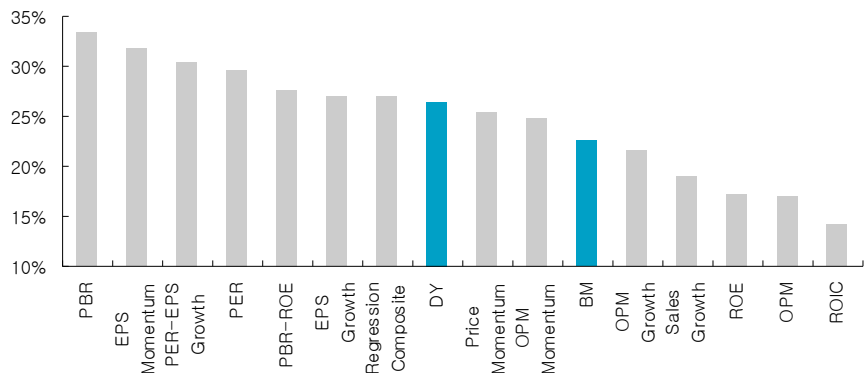
바야흐로 배당의 계절이다. 기업의 결산기가 연말에 몰려 있는 한국에서는 12월이 되면 배당주에 대한 관심이 증가한다. 좀더 영민하다고 자처하는 사람들은 9월이나 10월 등 가을이 오는 시점부터 배당주에 관심을 두어야 한다고 주장하기도 한다. 12월 또는 좀더 이른 가을에 배당주에 투자하는 것은 현명한 전략일까?

이 보고서는 계절적으로 과연 어느 시점에 배당주에 투자하는 것이 적합한지를 다룰 것이다. 아울러 배당주는 정말 투자할 가치가 있는 스타일인지도 살펴볼 것이다.

**배당주 수익률 지난 10년간 1,278%로 벤치마크 524%P 상회**

한국투자증권 계량분석팀이 매월 발간하는 “Style Investing”에서 배당주(DY: 배당수익률이 top 20%에 해당하는 종목들로 구성) 포트폴리오의 연평균 수익률은 지난 10년간 26.4%로 15개의 스타일 중 8번째를 기록하고 있다[그림 1]. 그렇지만 이 수익률은 배당수익률을 포함하지 않고 있어서 배당주에는 조금 불리하다. 배당수익률을 포함하면 배당주의 총수익률(total return)은 벤치마크(BM)나 다른 스타일보다 좀 더 높아질 것이기 때문이다.

[그림 1] 한국투자증권 스타일 포트폴리오 성과 (연평균)

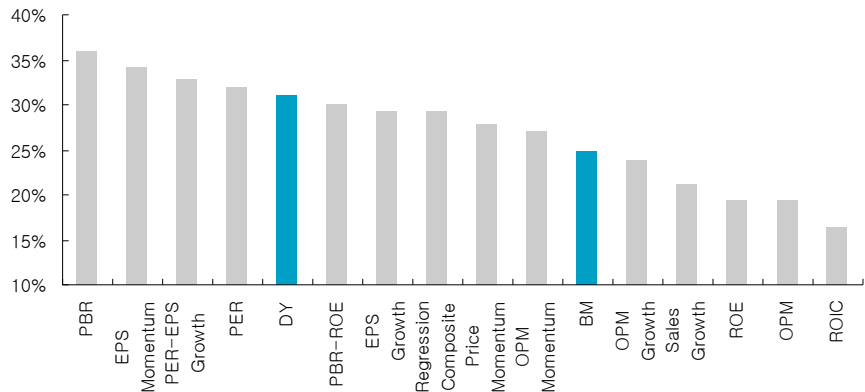


주: 스타일 분류와 정의, 성과 분석에 대한 보다 자세한 내용은 월간 ‘Style Investing’ 참조  
 2001.3.31~2010.11.30, 스타일별 top portfolio의 성과  
 자료: 한국투자증권

Total return 지수와 수익률을 다시 산출하기 위해서 우리는 과거 시장데이터를 바탕으로 약간의 작업을 추가하였다. 지난 10년간 BM의 연평균 배당수익률은 2% 내외였고 배당주는 4% 내외였다. 그리고 KOSPI 200 기업의 결산기와 중간배당 등을 참고하여 연간배당금을 3, 6, 12월에 각각 5%, 7.5%, 87.5%씩 할당하여 지수를 조정하였다.

[그림 2]는 배당수익률이 반영된 총수익률로 배당주의 성과는 15개의 스타일 중 5번째로 매우 훌륭한 수치를 보여주고 있다. 10년간 누적수익률은 1,278%로 벤치마크를 524%p 초과하고 있으며 연평균 수익률은 31.2%였다. 그렇지만 이 데이터를 가지고 배당주가 장기적으로 매우 유망한 스타일이라고 주장하는 것은 다소 성급해 보인다.

[그림 2] 한국투자증권 스타일 포트폴리오 성과 (연평균, total return)

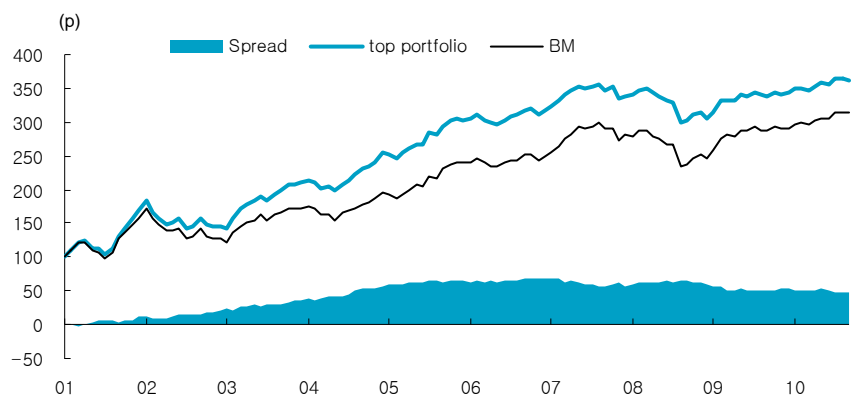


주: 2001.3.31~2010.11.30, 스타일별 top portfolio의 성과  
자료: 한국투자증권

### 최근 5년간은 배당주 성과 매우 저조

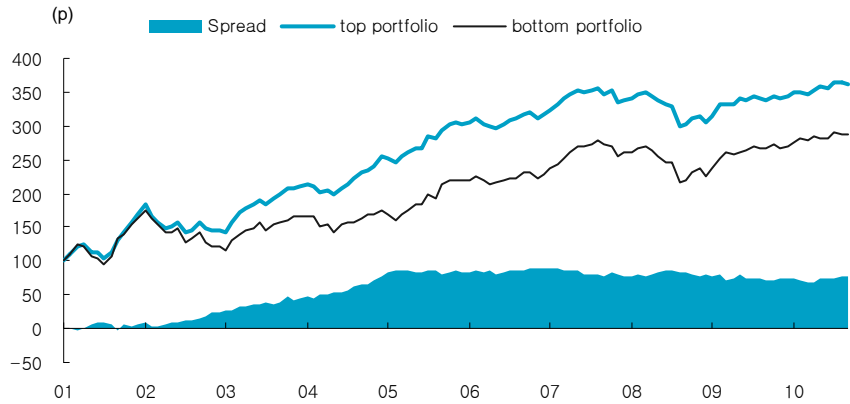
[그림 3]은 배당주와 벤치마크의 total return index(log scale)인데 2005년을 분기점으로 뚜렷한 차이를 관찰할 수 있다. 2005년 이후에는 배당주의 초과 수익 스프레드가 증가하지 않고 오히려 감소하고 있다. [그림 4]는 고배당주와 저배당주의 수익률 그래프인데 역시 최근 5년간은 차이가 거의 없거나 오히려 저배당주의 수익률이 좋은 결과를 보여주고 있다.

[그림 3] 배당주 스타일 포트폴리오 인덱스 1 (로그, 2001.3.31=100)



주: 150개 기업 5분위 분류 후, top portfolio는 고D/P 30개 기업으로 구성, EW(equal weight index), monthly rebalancing 가정. BM은 150개 기업의 EW  
자료: 한국투자증권

[그림 4] 배당주 스타일 포트폴리오 인덱스 2 (로그, 2001.3.31=100)

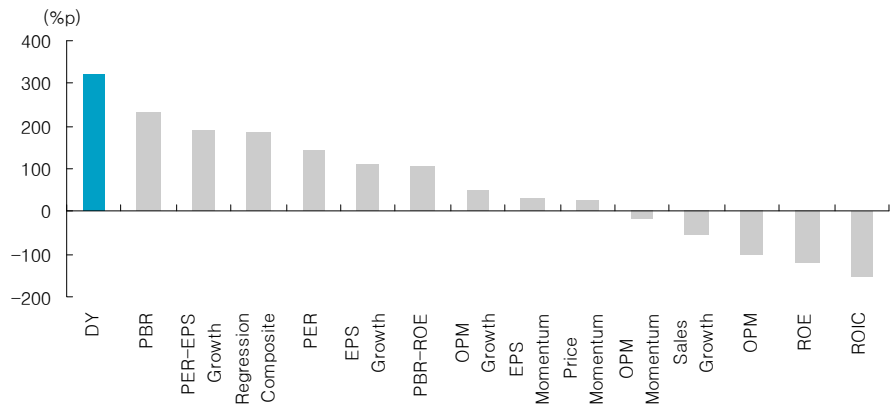


주: 150개 기업 5분위 분류 후, top portfolio는 고D/P 30개 기업, bottom portfolio는 저D/P 30개 기업으로 구성, EW(equal weight index), monthly rebalancing 가정  
 자료: 한국투자증권

배당주는 2005년을 분기점으로 성과가 가장 크게 바뀐 스타일 중의 하나다. 2000년대 전반만 하더라도 배당주는 15개의 스타일 중 최고의 성과를 기록했던 스타일이었지만, 분석기간을 최근 5년으로 한정하면 15개의 스타일중 13위로 가히 참혹한 수준이라고 할만하다.

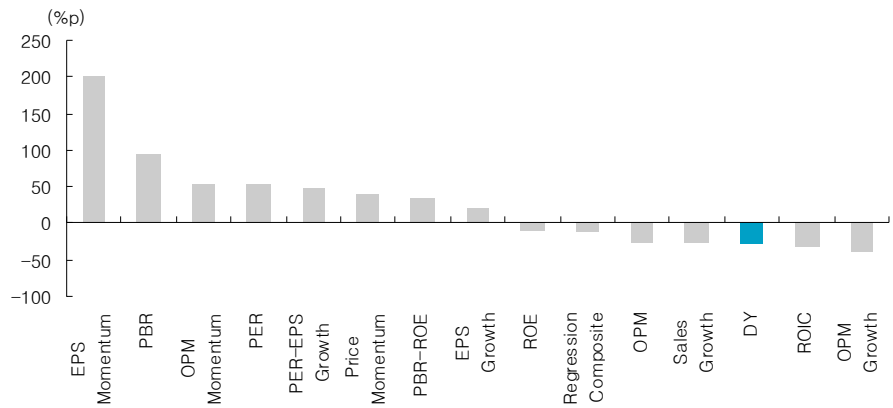
10년간의 수익률, 특히 2000년대 전반의 수익률을 기준으로 보고서를 작성한다면, 배당주를 왜 사야 하는지 설득하는 보고서가 되어야 하겠지만, 최근 5년간의 수익률을 보면 배당주를 도대체 왜 사고 있는지 되묻는 보고서가 되고 만다.

[그림 5] 2000년대 전반 스타일 포트폴리오 성과 비교(벤치마크 대비)



주: 2001.3.31~2005.11.30, 배당이 포함된 total return 기준  
 자료: 한국투자증권

[그림 6] 최근 5년간 스타일 포트폴리오 성과 비교(벤치마크 대비)



주: 2005.11.30~2010.11.30, 배당이 포함된 total return 기준  
 자료: 한국투자증권

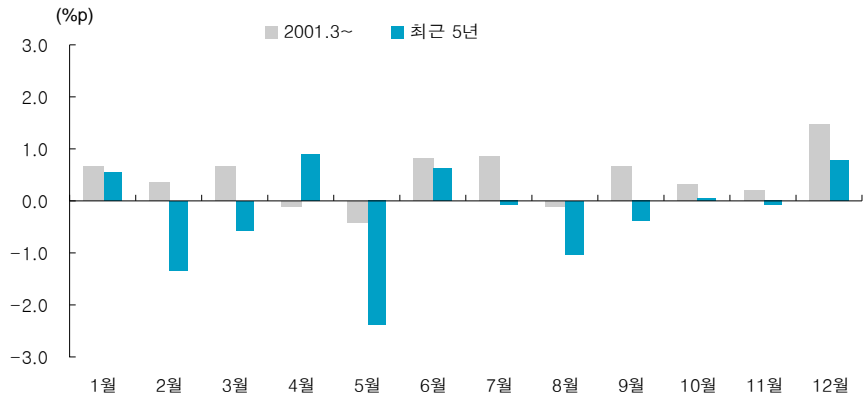
최근 5년간 배당주의 저조한 수익률은 같은 가치 스타일 그룹에 속하는 저PER, 저PBR 포트폴리오 성과와는 상당히 대비가 된다. 고배당은 저PER, 저PBR보다 훨씬 더 저성장과 관련이 깊다. 저PER, 저PBR에는 여러 가지 이유가 있을 수 있지만, 고배당은 회사가 성장을 포기하겠다고 노골적으로 선언한 것이나 다름 없이 받아들여질 수 있기 때문이다. 이 부분은 최근 5년간 가장 돋보였던 스타일이 실적 모멘텀 이었다는 사실과도 비교되는 부분이다. 섹터 성과와 연결해서 보자면 배당주 약세는 통신주 부진과도 관련이 있다. 2005년 이후 시장이 본격적인 상승국면에 들어섰지만 통신주는 제자리였다. 수익률 평가기간 중 상당수의 통신 섹터 기업이 배당주 포트폴리오에 포함되어 수익률을 끌어내리는데 일조하였다.

배당주 수익률은 최근 5년 뿐만 아니라 1개월, 3개월, 1년 등 단기로 분리해서 평가해도 저조한 수익률을 벗어나지 못하고 있다. 적어도 현 시점에서 판단한다면 배당주의 영화(榮華)는 2005년을 기점으로 종언을 고했고, 배당이 다시 각광을 받게 될 어떤 구조적이고 유의미한 시장 변화가 감지되기 전까지는 당분간 관심을 접어두는 것이 현명할 듯 하다.

**가을이 오면 배당주를 사야 한다?**

이제는 배당주 스타일 수익률의 계절성을 살펴 보기로 하자. [그림 7]은 배당주 스타일의 벤치마크 대비 월별 초과 수익률이다. 12월 수익률은 괜찮은 편이지만 1%p 내외이고 최근에는 감소하고 있어서 특별히 유의미한 수준이라고 보기는 어렵다. 배당주 투자와 관련해서 아마 시장에서 가장 그럴듯하게 받아들여지는 조언은 좀더 이른 가을에 사는 것이 좋다는 주장일 것이다. 한국투자증권의 스타일 분석 결과로는 9월과 10월에 약간의 초과 수익률이 관찰되지만 이 역시 다른 달과 비교할 때 의미를 부여하기는 어려운 수준이다.

[그림 7] 벤치마크 대비 배당주의 월별 초과 수익률

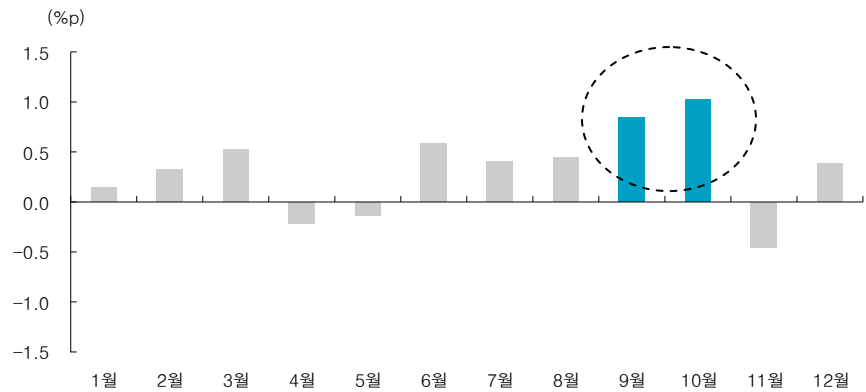


주: 2001.3.31~2010.11.30, 월평균  
 자료: 한국투자증권

**KODI가 배당주를 대표할 수 있을까? 분석 결과 확대 적용은 주의 필요**

우리가 판단하기에 ‘가을에 배당주를 사라’는 주장은 아마도 KODI(Korea dividend stock price index) 분석에서 유래한 듯하다. KODI는 한국증권거래소에서 2001년 7월부터 편제해서 발표하는, 50개 종목으로 구성된 한국의 배당주 인덱스다. [그림 8]은 2001년 7월 이후 KOSPI 200에 대한 KODI의 월별 초과 수익률이다. 9월과 10월의 초과 수익률이 가장 크다. ‘가을에 배당주를 사라’는 명제는 바로 이 KODI 수익률 분석에서 나온 것으로 보인다.

[그림 8] KOSPI 200 대비 KODI의 월별 초과 수익률



주: 2001.7.31~2010.11.30, 월평균  
 자료: 한국증권거래소, 한국투자증권

그렇지만 KODI의 배당수익률은 2009년 기준 1.69%로 KOSPI 200 배당수익률 1.25%와 차이가 크지 않다. 게다가 종목들의 면면을 보면 삼성전자, LG디스플레이, LG, 포스코를 비롯해서 배당수익률이 1%대 초반인, 배당주로 분류하기에는 곤란한 기업들도 다수 포함되어 있고, 이들이 지수의 상당 비중을 차지하고 있다. 배당수익률 3%가 넘는 종목들의 지수 비중은 25%에 불과하다. 요컨대 KODI는 업종 대표주에 배당 종목 몇 개를 포함시켜 구성한 지수로, KODI가 진정으로 배당주의 성과를 대표할 수 있는가는 의문이다. KODI의 분석 결과를 대부분의 배당주에 확대 적용하는 것은 주의할 필요가 있다.

# 스타일 연구(6) : 빛 좋은 개살구와 짝 찬 보름달

2011. 2. 9

## 목차

### I. 문제 제기

### II. 분석

### III. 교훈과 전략

## 성장주에 속지 말고 우량주 믿지 말자

### 문제 제기: 성장주와 우량주의 저조한 성과

- 지난 10년간 한국 시장에서 성장주의 성과는 가치주나 다른 스타일에 비해 상대적으로 저조(매경-Fn 스타일 지수 연평균 수익률, 성장주 11.1%, 가치주 19.1%)
- 우량주(고 ROE)의 성과는 더 참담. 수익률이 벤치마크보다 나쁠 뿐만 아니라 5분위(quintile) 수익률에서도 top(long) portfolio의 성과(연평균 17.0%)가 bottom(short) portfolio 성과(연평균 27.0%)보다 훨씬 저조

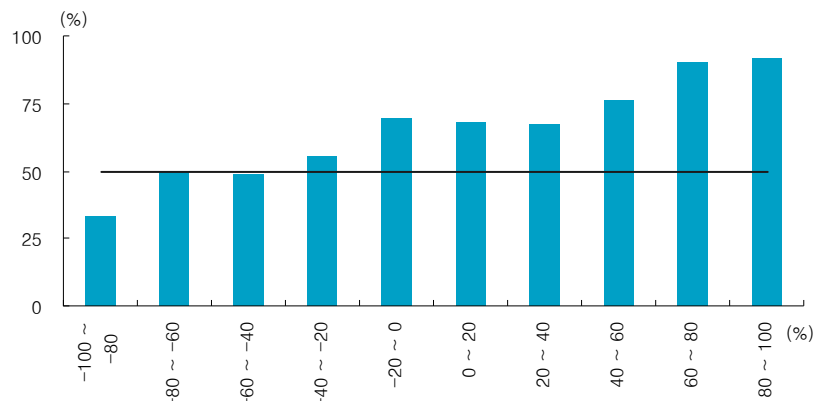
### 분석: 구간별로 상이한 과대 추정 정도가 성과 부진의 원인

- 지난 9년간 애널리스트의 추정치와 실적치를 분석한 결과, 추정의 부정확성과 과대 추정의 경향 확인
- 하지만 이것이 성장주와 우량주 성과 부진의 직접적인 원인은 아님
- 성과 부진의 진정한 원인은 추정치 구간별로 과대 추정의 비율이 상이하다는 것
- 이익증가를 추정치가 높을수록 실적치가 이에 미달할 가능성이 높음
- ROE는 전년도 수치를 베이스로 추정되는 경우가 많으며, ROE 예상치가 높을수록 실적이 기대에 미치지 못할 확률이 역시 높아짐

### 교훈과 전략: 가치주, distressed company가 더 나은 투자 대안

- 경험적 분석 결과는 성장주는 빛 좋은 개살구, 우량주는 짝 찬 보름달일 가능성이 높음을 시사
- 성장주 보다는 저PER 또는 저PBR과 같은 가치주, 현재의 우량주 보다는 침체를 겪고 있는 기업(distressed company)에 투자하는 것이 더 나은 투자 대안

이익증가를 추정치 구간별 과대 추정 비율



주: 과대 추정 비율은 샘플 중에서 추정치가 실적치보다 높은 비율  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

노근환 02)3276-6226  
 khnoh@truefriend.com

안혁 02)3276-6272  
 ray.ahn@truefriend.com

김경주 02)3276-6179  
 kj.kim@truefriend.com

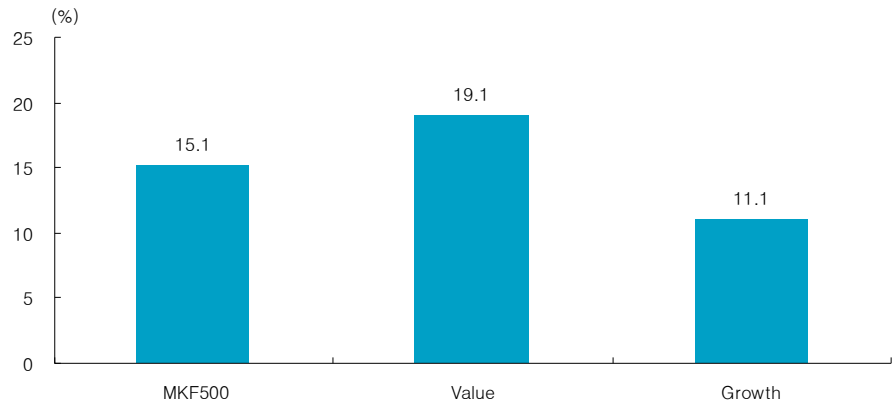
## I. 문제 제기: 성장주와 우량주의 저조한 성과

지난 10년간 성장주 성과는  
가치주보다 크게 저조

한국의 투자자들은 성장주에 열광하고 우량주를 신뢰한다. 높은 이익 증가가 예상되는 기업에는 화려한 투자 성과를 기대하고, 재무구조가 견실하고 높은 마진율이 예상되는 기업의 주식을 사면 최소한 깨지지 않는 거라는 믿음을 가지고 있다.

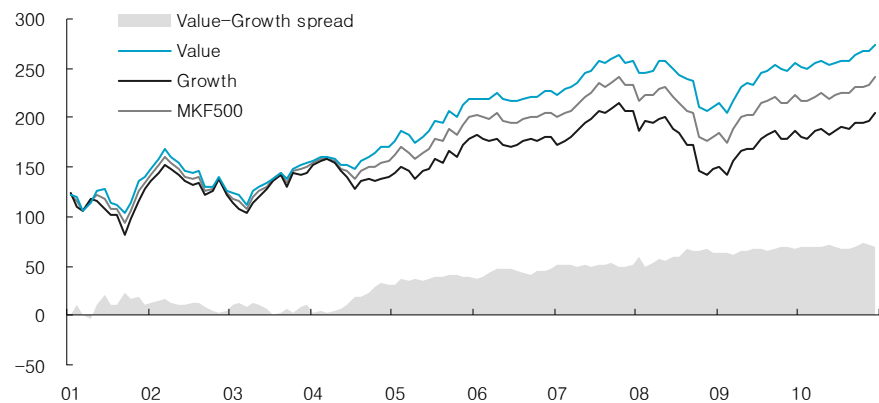
그렇지만 성장주와 우량주는 그 단어가 풍기는 긍정적인 뉘앙스와는 달리 한국 시장에서 투자 성과는 상당히 저조하다. 매경-Fn가이드 스타일 지수를 살펴보면 지난 10년간 성장주의 연평균 수익률은 11.1%, 가치주는 19.1%로 성장주의 성과는 가치주의 절반에 가깝다. 로그로 변환한 인덱스를 보더라도 성장주의 수익률은 가치주에 비해 지속적으로 하회해 왔음을 관찰할 수 있다.

[그림 1] 매경-Fn가이드 스타일 지수 성과(2001.1.2 이후, 연평균 수익률)



자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 2] 매경-Fn가이드 스타일 지수 (2001.1.2 =100, 로그 인덱스)

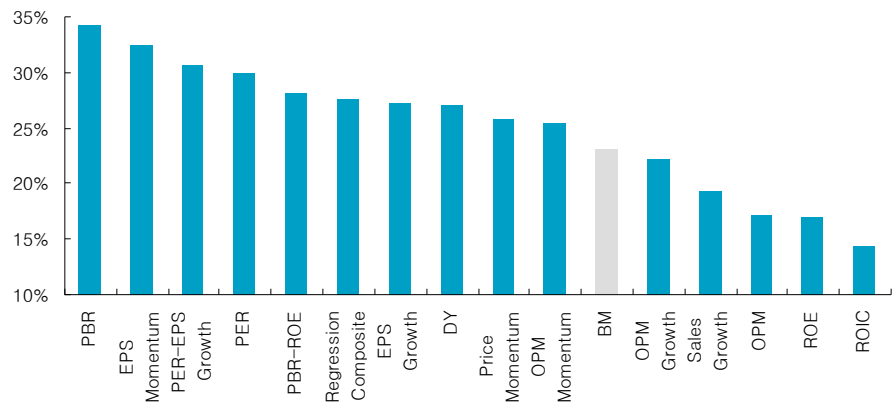


자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

물론 DB 서비스 회사가 정의하는 성장주에는 단순히 기업의 성장률 뿐만 아니라, PER이나 PBR과 같은 밸류에이션 요소도 함께 평가되기 때문에(이익증가율이 높지 않더라도 멀티플이 높으면 성장주로 구분된다), 일반 투자자들이 생각하는 성장주(이익증가율이 높은 회사)와는 개념상의 괴리가 있을 수 있다.

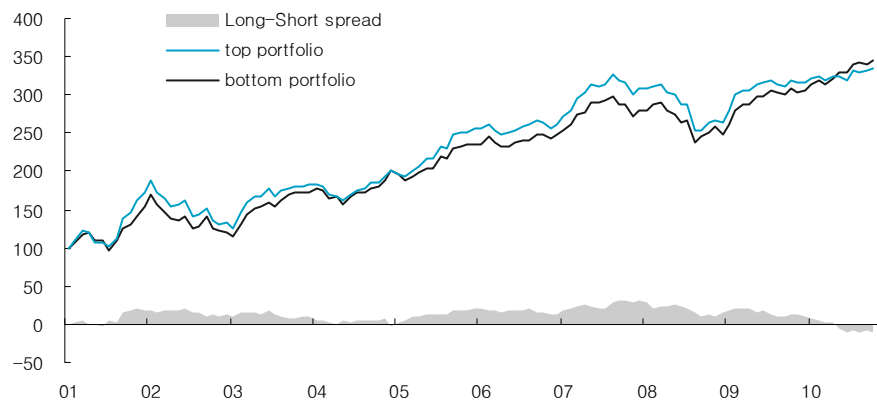
[그림 3]은 한국투자증권에서 분류한 15개 스타일의 투자 성과다. 성장주 카테고리에 속하는 매출증가율(sales growth), 영업이익률 증가(OPM growth) 등의 성과는 벤치마크(BM)보다 저조하고, 이익증가율(eps growth)의 성과는 벤치마크보다는 우수하지만, 가치주나 저평가주 스타일에 비해 저조하다. 이익증가율 스타일의 더 큰 문제는 이익증가율 기준으로 기업을 5분위로 나눌 경우 top(long) portfolio와 bottom(short) portfolio간 수익률 차이가 거의 없다는 것이다. 분위 간 수익률 차이가 없다는 것은 이 팩터를 스타일 투자의 기준으로 삼기에는 신뢰성이 떨어진다는 것을 의미한다.

[그림 3] 한국투자증권 스타일 포트폴리오 성과(연평균)



주: 2001.3.31~2010.12.31, 5분위 기준 스타일별 top portfolio의 성과  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 4] 이익증가율 스타일의 성과 (2001.3.31=100, 로그 인덱스)

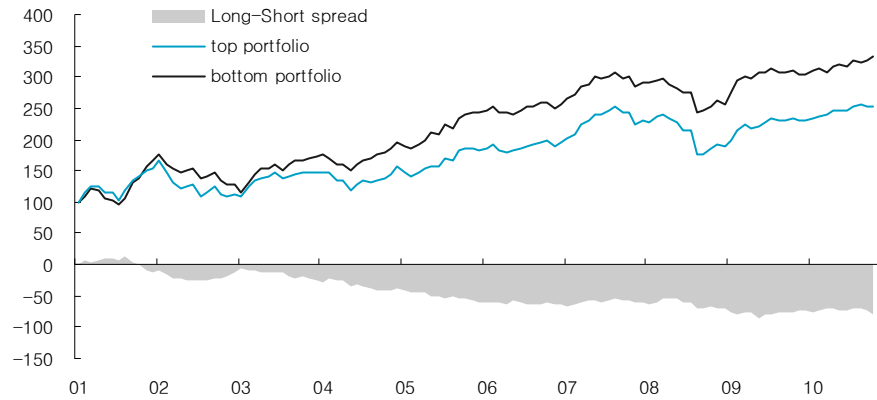


자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

우량주 성과는 더 참담

우량주(blue chip)의 성과는 더 참담하다. ROE, OPM, ROIC 등 수익성이 우수한 우량주 스타일 포트폴리오의 성과는 15개의 스타일 포트폴리오 중 최하위를 차지하고 있다. 게다가 top portfolio와 bottom portfolio 수익률이 역전되어 있기까지 하다. 즉 연초에 높은 ROE가 예상되는 기업 그룹에 투자하는 것(연평균 수익률 17.0%)이 낮은 ROE가 예상되는 기업 그룹에 투자하는 것(연평균 수익률 27.0%)보다 성과가 훨씬 저조하다. 왜 이런 결과가 발생하는 걸까?

[그림 5] ROE 스타일의 성과 (2001.3.31=100, 로그 인덱스)



자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

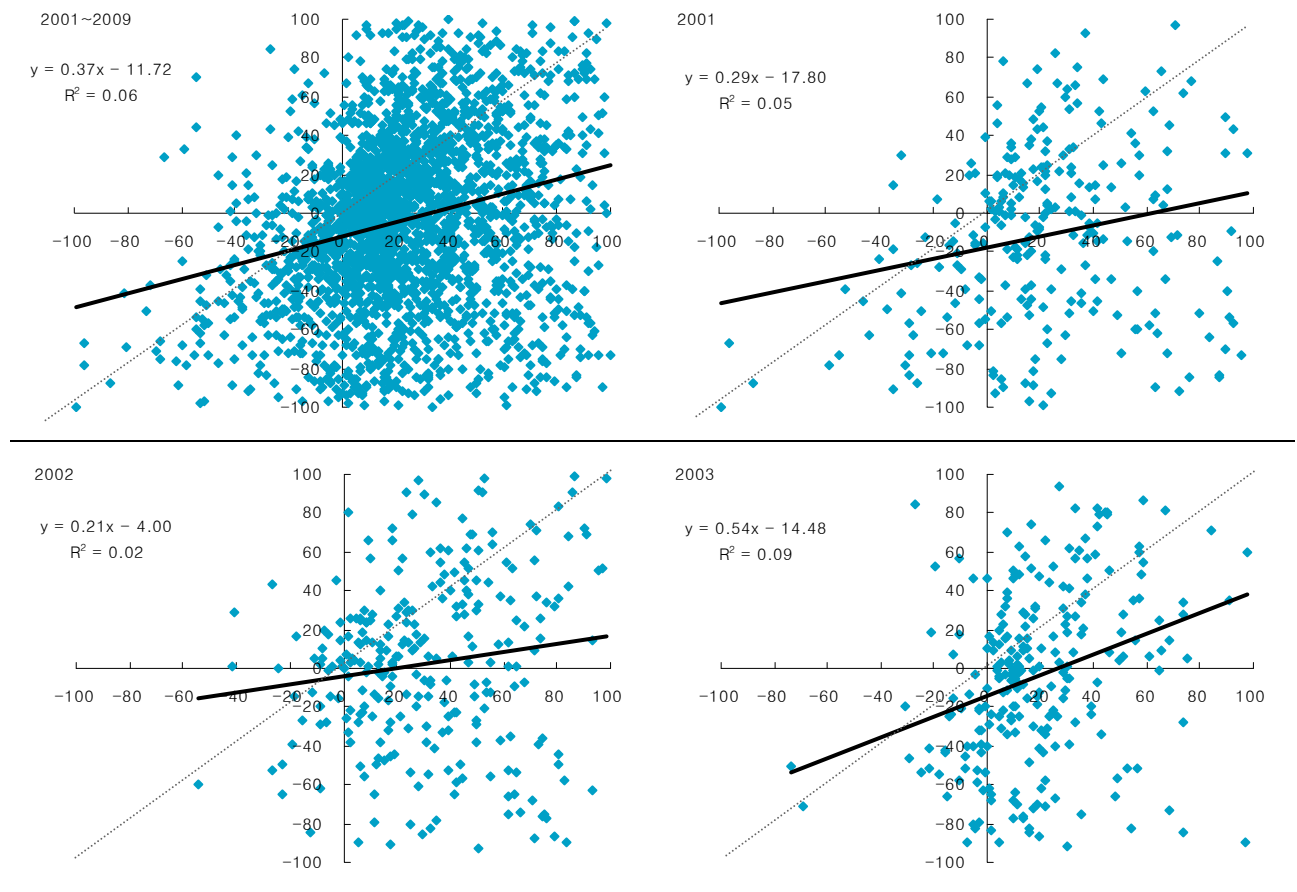
## II. 분석: 구간별로 상이한 과대 추정치의 정도가 부진의 원인

이익증가를 추정치의 적합도 (R-square)는 0.06에 불과하며, 과대 추정 경향

예상과 다른 투자 성과의 원인을 규명하기 위해서 우리는 다음과 같은 분석을 실시하였다. 지난 9년간 각 기업의 이익증가율 예상치를 X축에 배치하고 기업이 실제로 달성한 이익증가율을 Y축에 배치하여 XY 분산도를 그려보았다. [그림 6]은 2001년부터 2009년까지 전체 XY 분산도와 매 연도의 XY 분산도다. 만약 모든 애널리스트의 예측이 완벽했다면 점들은 45도 선에 정렬해야 하고, 회귀선의 베타(기울기)는 1, 알파(Y축 절편)는 0, R-square는 1이 되어야 할 것이다.

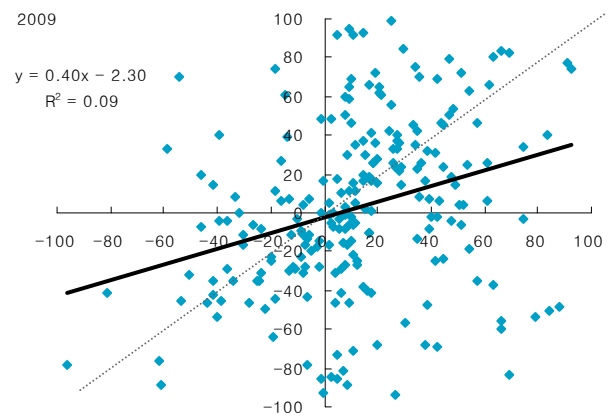
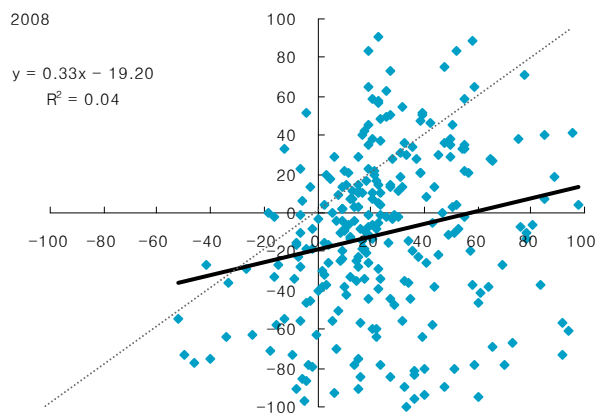
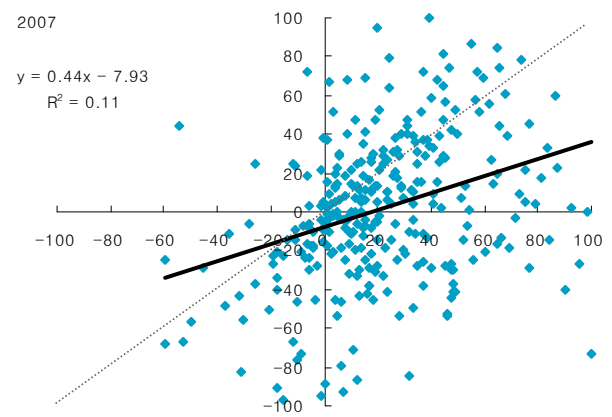
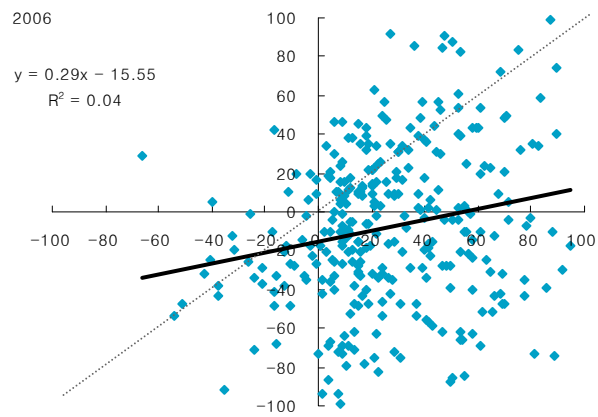
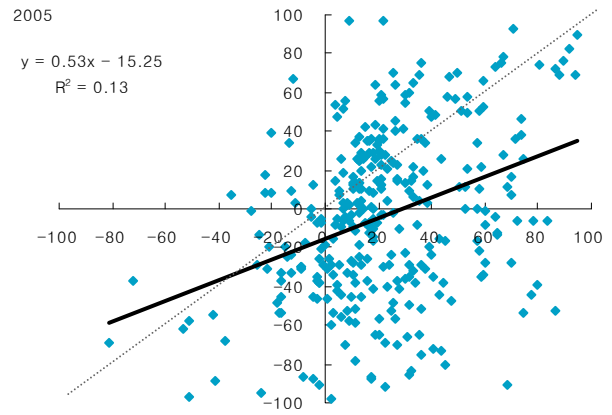
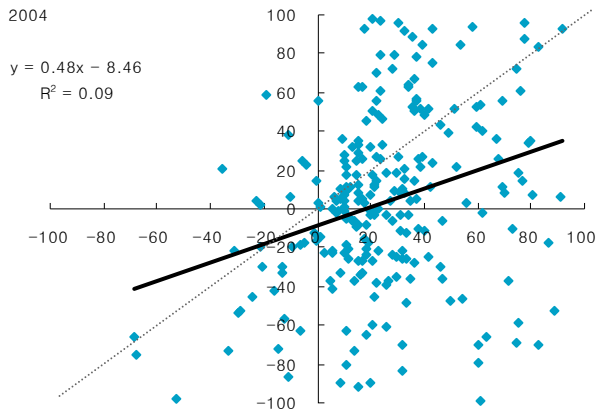
분석 결과, 첫 번째 특징은 놀라우리만큼 낮은 R-square다. 9년간 평균 0.06으로, 추정치는 믿을게 못 된다는 비판이 지나친 것은 아니라는 결론을 얻을 수 밖에 없다.

[그림 6] 기업이익 증가율 예상치와 실적치



주: X축이 예상치(%), Y축이 실적치(%)  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 6] 기업이익 증가율 예상치와 실적치 -계속



주: X축이 예상치(%), Y축이 실적치(%)  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

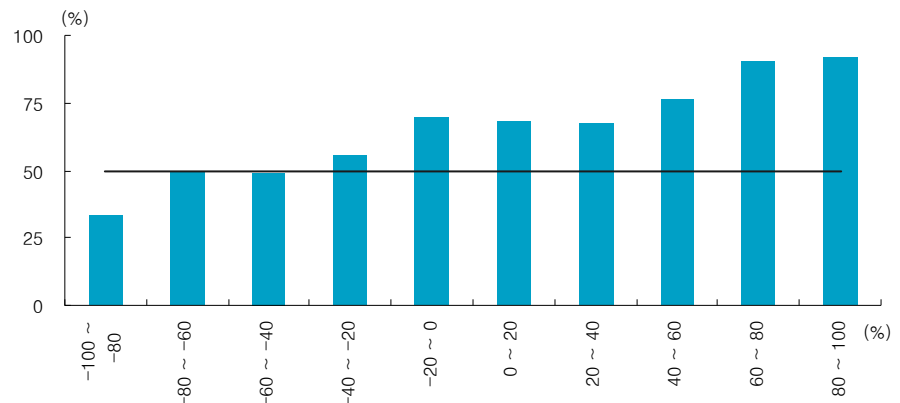
R-square가 낮아 분석결과에 적극적으로 의미를 부여하기 어렵지만, 회귀계수를 해석하는 것이 추정치의 성향을 파악하는 데에는 도움이 된다. 베타가 0.37에 불과하고 Y 절편이 0보다 작다는 것은 애널리스트가 예상하는 이익 개선보다, 실제 이익 개선이 평균적으로 절반에도 미치지 못한다는 것을 의미한다. 애널리스트 추정치는 믿기 어려울 뿐더러 과대 추정의 경향이 있음을 알 수 있다.

### 이익증가를 추정치 구간별로 다른 과대 추정 비율이 성장주 부진의 진정한 원인

그렇지만 추정의 부정확성과 과대 추정의 경향이 성장주 성과 부진의 직접적인 원인은 아니다. 주목해야 할 것은 과대 추정의 정도가 이익증가를 예상치 구간별로 상당히 다르다는 점이다. 이익증가를 예상치가 높을수록, 즉, 이익 성장에 대한 애널리스트들의 기대가 큰 기업일수록, 실적치가 예상에 미달하는 경우가 많았다. 바로 이것이 성장주 성과 부진의 진짜 원인이다.

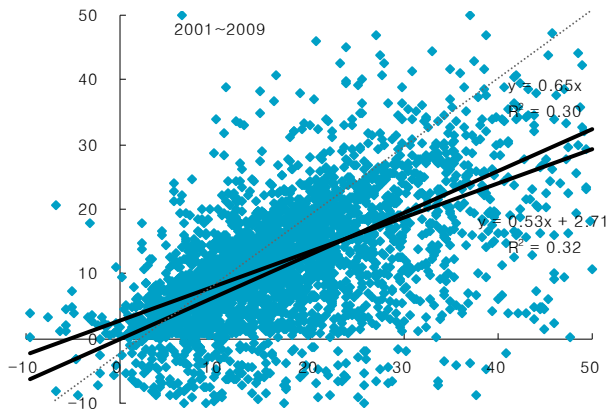
이익 변동성이 큰 기업이 애널리스트의 낙관적 편향과 결합되면 변동성의 긍정적인 부분만 부각되면서 과대 추정치가 나오기 쉽다. 하지만 실현되는 이익은 예상치보다 작을 확률이 커지고 이것은 결국 저조한 투자 성과로 귀결된다.

[그림 7] 이익증가를 추정치 구간별 과대 추정 비율



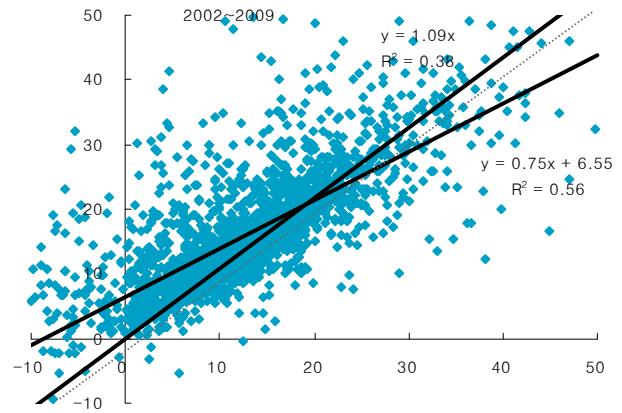
주: 과대 추정 비율은 샘플 중에서 추정치가 실적치보다 높은 비율  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 8] ROE 예상치와 실적치



주: 예상치(X, %)와 실적치(Y, %)  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 9] ROE 전년도(t-1) 실적치와 당해년도 예상치



주: 전년도 실적치(X, %)와 당해년도 예상치(Y, %)  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

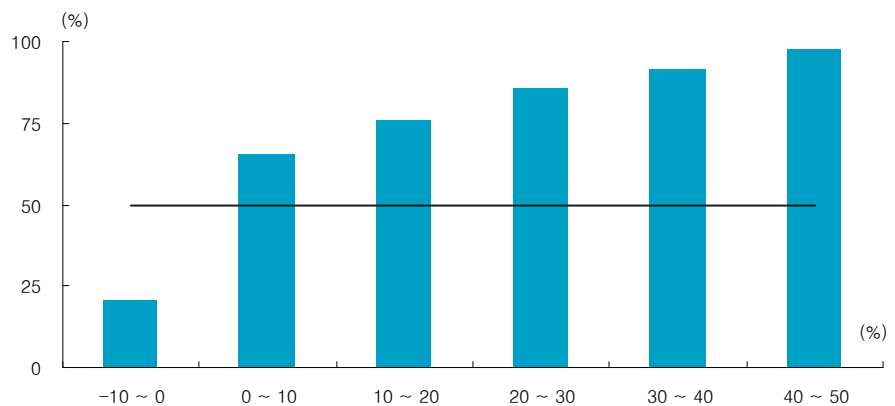
구간별로 다른 과대 추정  
경향은 ROE 추정에서도  
발견 → 우량주 부진의 원인

구간별로 다른 과대 추정의 경향은 ROE 추정에서도 발견된다. 예상치와 실적치의 회귀분석 결과 베타 값이 0.53으로 실적이 예상치에 미달하는 것은 물론, ROE 예상치가 높을수록 실적에 미달하는 비율이 높았다.

[그림 8]과 [그림 9]의 비교는 다소 흥미롭다. [그림 8]은 예상치(X)와 실적치(Y)의 그래프이며, [그림 9]는 전년도(t-1) 실적치(X)와 당해년도 예상치(Y) 그래프다. [그림 8]에 비해 [그림 9]의 R-square가 높다. 그리고 Y절편을 0에 고정시킬 경우 [그림 9]의 베타는 1.09다. 이로부터 우리는 애널리스트가 기업의 ROE를 추정할 때, 가장 참고하는 데이터는 전년도 수치이며 대략 9% 정도의 ROE 개선을 예상한다는 추론을 얻을 수 있다.

그렇지만 기업 실적은 예상과는 사뭇 다르다. 예상치에 대한 실적치의 R-square는 0.32로 낮아지고, Y 절편을 0에 고정시킬 경우 베타는 0.65다. 평균적으로 ROE가 35% 정도 과대 추정되고 있는 것이다. 그리고 과대 추정의 정도는 ROE 예상치가 높을수록 심하다. 애널리스트들은 상대적으로 우량한 기업의 실적을 좀더 낙관적으로 추정하는 경향이 있으며, 우량주들은 예상치에 미달하는 실적으로 저조한 투자 성과의 빌미를 제공하였던 것이다.

[그림 10] ROE 예상치 구간별 과대 추정 비율



자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

### III. 교훈과 전략: 가치주, distressed company가 더 나은 대안

성장주는 빛 좋은 개살구,  
우량주는 짝 찬 보름달일  
가능성이 높다: 가치주와  
distressed company가  
더 나은 투자 대안

이익증가율이 높게 추정된 기업은 진정한 성장주일 수도 있지만, 상당수는 이익변동성의 긍정적인 부분만 부각되어서일 수도 있다. 추정 실적을 근거로 성장주에 편입된 종목은 빛 좋은 개살구일 가능성이 높다. 높은 이익증가율 예상치는 투자에 대한 믿을만한 지표가 아니다. 이보다는 단순히 PER 또는 PBR이 낮은 가치주에 투자하는 것이 경험적으로 훨씬 우월한 투자 대안이었다.

ROE 예상치가 높은 기업은 전년도 ROE가 높다는 이유로 그 연장선상에서 높게 추정된 경우가 많다. 하지만 추정치에 부합하는 실적을 실현할 가능성은 높지 않고, 특히 ROE 예상치가 높을수록 과대 추정의 확률이 높다. 전년도에 이어 높은 ROE가 추정된 기업은 짝 찬 보름달이 아닌지 의심해 보아야 한다. 짝 찬 보름달 보다는 오히려 저조한 ROE로 신음하는 초승달(distressed company)에 눈을 돌리는 것이 성공적인 투자의 가능성을 높여 준다.

## 계량 Note

2011. 2. 23

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

안혁 3276-6272  
ray.ahn@truefriend.com

김경주 3276-6179  
kj.kim@truefriend.com

## 스타일 연구(7): 주말에 스테이크를 원하거든 떨어진 칼을 집어라

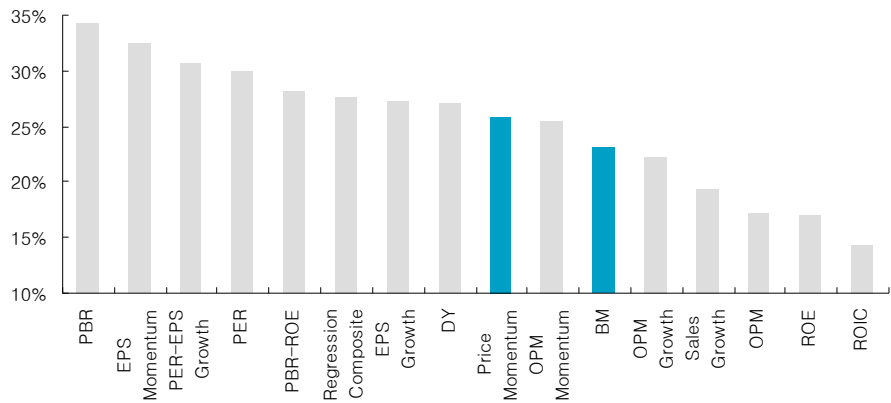
- ▶ 낙폭 과대 종목/월간 리밸런싱 전략은 뚜렷한 성과 없다
- ▶ 낙폭 과대 업종/주간 리밸런싱 전략은 놀랄만한 수익률(연평균 약 30%p의 초과 수익)
- ▶ 떨어진 칼을 집어라. 주말엔 스테이크가 마련될지니

### 낙폭 과대 종목/월간 리밸런싱 전략은 뚜렷한 성과 없다

주도주 따라잡기(trend following)와 역행 투자(낙폭 과대 종목/업종 매수)는 종목/업종을 선택하는데 서로 대척점에 있는 전략이다. 현재의 추세가 지속되리라고 예상하는 투자자는 지난 기간 동안 상대적으로 성과가 좋았던 종목/업종을 선택할 것이고, 반대로 평균회귀(mean reversion)를 예상하는 투자자는 성과가 상대적으로 나빴던(낙폭 과대) 종목/업종에 더 관심을 둘 것이다.

한국투자증권 'Style Investing'에서 다루는 15개 스타일 중에서 낙폭 과대(Price momentum) 스타일의 성과는 썩 훌륭한 편은 아니다. 전일 수익률이 가장 나빴던 종목들(20%, 30개 종목 EW)로 구성된 포트폴리오의 연평균 수익률은 지난 10년간 25.9%로 벤치마크 대비 2.8%p 상회하고 있지만, 다른 스타일에 비해 우월하다고 보기는 어렵다.

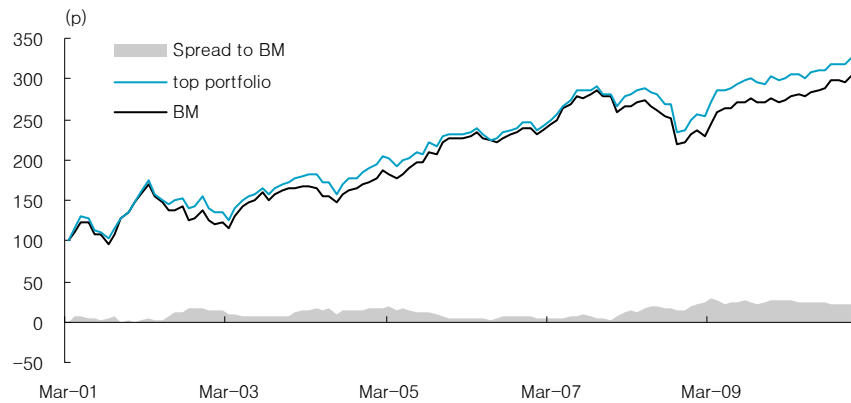
[그림 1] 한국투자증권 스타일 포트폴리오성과 (연평균 수익률)



주: 1) 2001.3.31~2010.12.31, 스타일별 top portfolio(20%, 30종목 EW)의 성과  
2) Price momentum은 전일 낙폭 과대 종목으로 구성된 포트폴리오의 스타일 지수  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

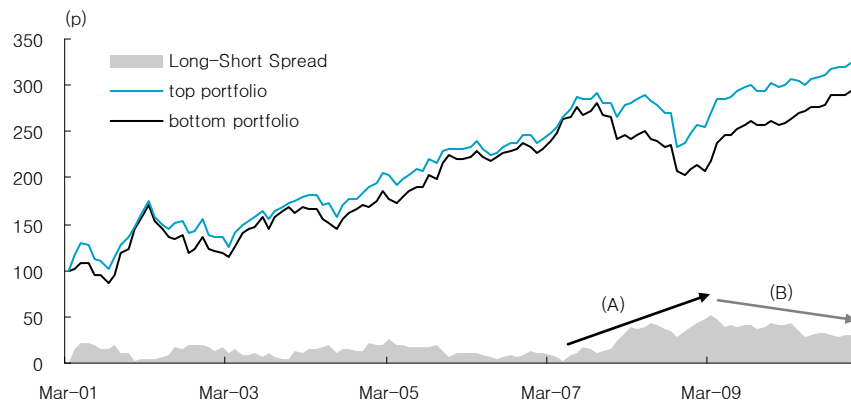
전월 수익률이 가장 좋았던 종목들로 구성된 스타일 포트폴리오에 비해서도 성과가 뚜렷하게 좋지는 않다. [그림 3]은 전월 수익률이 가장 나빴던 종목들로 구성된 포트폴리오(top)와 가장 좋았던 종목들로 구성된 포트폴리오(bottom)의 수익률 추이를 보여주고 있는데 연평균 수익률 스프레드가 4.0%p로 차이가 크지 않다. 그래프에서 2007년 7월부터 2009년 4월까지 스프레드가 확대된 기간(A)은 역행 투자 전략이, 스프레드가 축소되는 2009년 4월 이후의 기간(B)은 주도주 따라잡기(trend following) 전략이 상대적으로 유효했던 기간이라고 분류할 수 있다. 전체적으로 낙폭 과대 종목/월간 리밸런싱 전략은 전 기간에 걸쳐 일관성 있는 성과를 내는 스타일 전략은 아니었다고 결론지을 수 있다.

[그림 2] 낙폭 과대 종목(Price momentum) 스타일의 성과-1 (로그인덱스, 2001. 3.31=100)



주: top portfolio는 전월 증가 하락률 상위 20%(30종목)로 구성된 포트폴리오  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 3] 낙폭 과대 종목(Price momentum) 스타일의 성과-2 (로그인덱스, 2001. 3.31=100)



주: top portfolio는 전월 증가 하락률 상위 20%(30종목), bottom portfolio는 증가 하락률 하위 20%(30종목)로 구성된 포트폴리오  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

**낙폭 과대 업종/주간 리밸런싱 전략은 놀랄만한 수익률(연평균 약 30%p 초과 수익)**

그렇지만 분석의 기준을 종목/월간 리밸런싱에서 업종/주간 리밸런싱으로 변경하면 전혀 다른 성과가 관찰된다. Fn데이터가이드에서 제공하는 28개 주요 업종 데이터를 기준으로 우리는 다음과 같은 시뮬레이션을 실시하였다.

**주도 업종 따라잡기 전략:** 지난 1주 또는 2주간 수익률이 가장 좋은 업종 1~5개를 선택하여, weekly rebalancing으로 투자하는 전략

**역행 투자 전략:** 지난 1주 또는 2주간 수익률이 가장 좋지 않은 업종 1~5개를 선택하여, weekly rebalancing으로 투자하는 전략

시뮬레이션 결과는 우리의 예상을 뛰어넘는다. 지난 1년만 놓고 본다면 전주 수익률 상위 업종 따라잡기 전략은 성과가 괜찮았지만, 분석 기간을 2년 이상으로 확장하면 대부분의 경우 KOSPI 수익률에 크게 미치지 못했다. 반면에 지난 1주 또는 2주간 수익률이 저조했던 업종을 선택하여 투자하는 전략은 KOSPI 대비 연평균 30%p에 가까운 초과수익률을 기록했다.

**<표 1> 주도 업종 따라잡기 전략 (KOSPI 대비 연평균 초과 수익률, %p)**

분석기간 1년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	34.74	22.56	11.58	7.34	-1.34	14.97
계산 기간	2 주	-1.37	-10.59	2.71	4.23	-4.86	-1.98

분석기간 3년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	-17.42	-16.59	-18.17	-20.58	-14.88	-17.53
계산 기간	2 주	-39.21	-28.59	-20.41	-16.38	-17.00	-24.32

분석기간 6년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	-7.43	-8.70	-10.44	-12.06	-5.54	-8.83
계산 기간	2 주	-28.69	-20.07	-13.38	-10.28	-8.76	-16.24

주: 1) 지난 1주 또는 2주간 수익률이 가장 좋은 업종 1~5개를 선택(EWI), weekly rebalancing  
 2) 분석기간 기준일은 2010.12.31 기준  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

**<표 2> 역행 투자 전략 (KOSPI 대비 연평균 초과 수익률, %p)**

분석기간 1년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	31.20	31.53	38.14	36.46	37.37	34.94
계산 기간	2 주	66.75	21.56	32.96	33.13	26.26	36.13

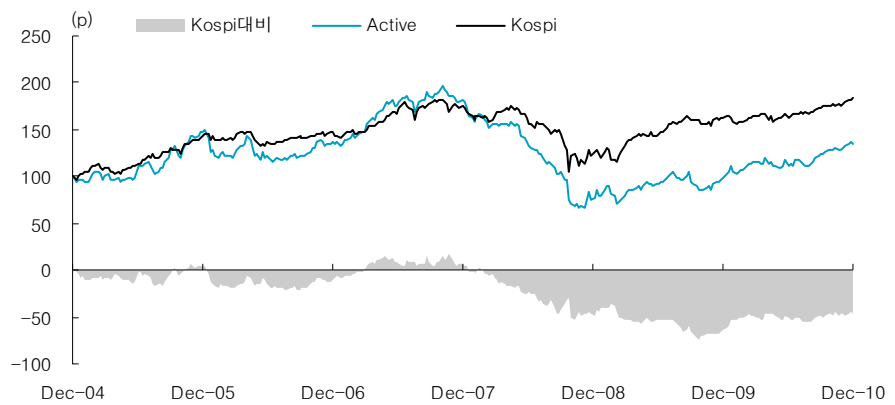
분석기간 3년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	38.03	31.73	25.91	24.41	21.04	28.22
계산 기간	2 주	45.30	30.25	27.17	31.96	26.47	32.23

분석기간 6년		편입 업종 수					
		1	2	3	4	5	평균
상승/하락	1 주	33.21	36.48	25.67	23.50	18.62	27.50
계산 기간	2 주	42.40	33.00	27.36	26.08	21.30	30.03

주: 1) 지난 1주 또는 2주간 수익률이 가장 좋지 않은 업종 1~5개를 선택(EWI), weekly rebalancing  
 2) 분석기간 기준일은 2010.12.31 기준  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

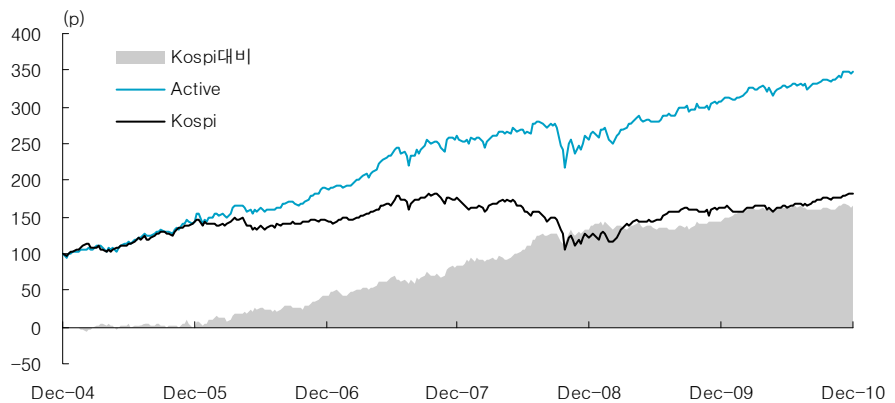
2004년 12월 31일 이후 지난 6년 동안 수익률 상위 업종 두개를 선택하여 투자했을 경우 (EWI 가정) 연평균 수익률은 6.1%로 KOSPI 수익률 대비 8.7%p 하회했지만, 반대로 수익률 하위 업종 두개를 선택했다면 연평균 수익률은 51.2%로 KOSPI 수익률을 36.5%p 상회했다. 만약 당신이 2004년 말에 100만원이 있었는데 첫 번째 방법으로 투자했다면 142만원으로 겨우 42만원 증가에 그쳤겠지만, 두 번째 방법으로 투자했다면 1206만원으로 12배 이상으로 불어나는 결과가 나왔다(KOSPI 투자는 229만원).

[그림 4] 주도 업종 따라잡기 전략의 성과 (로그인덱스, 2004.12.31=100)



주: Active 운용은 전주 수익률 상위 2개 업종으로 구성된 포트폴리오, weekly rebalancing  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 5] 역행 투자 전략의 성과 (로그인덱스, 2004.12.31=100)



주: Active 운용은 전주 수익률 하위 2개 업종으로 구성된 포트폴리오, weekly rebalancing  
자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

### 떨어진 칼을 집어라. 주말엔 스테이크가 마련될지니

주도주 따라잡기는 투자자들이 시장에서 가장 빠지기 쉬운 함정이다. 때로 이성인 역행 투자 전략을 지지하지만 감정과 손은 주도주 따라잡기로 나아가기 쉽다. 경험적 분석 결과는 투자 기간이 주간 단위로 짧을 경우 섹터별 수익률은 지속성보다는 평균회귀 성향이 강함을 시사하고 있다. 당신의 투자기간이 비교적 짧다면 주도주 따라잡기 보다는 역행 투자를 선택하라. 뛰어 오른 업종에 현혹되지 말고 떨어진 칼을 집어라. 주말엔 당신을 위한 스테이크가 마련될 것이다.

## 스타일 연구(8): 추락하는 종목에 금맥이 있다

2011. 10. 13

## 목차

## I. 분석 방법

## II. 분석 결과 및 implications

## 낙폭 과대 종목 투자 전략

## 선행 보고서 요약: 낙폭 과대 업종에 대한 주간 리밸런싱 전략은 놀라운 성과

- 낙폭 과대 종목에 대한 월간 단위 리밸런싱 전략은 뚜렷한 성과를 기대하기 어렵고, 룡숏 전략도 일관성 있는 성과를 기록하지는 못했다.
- 하지만 낙폭 과대 업종에 대한 주간 단위 리밸런싱 전략은 놀랄만한 수익률을 보여주었다. 지난 6년간 수익률 하위 업종 2개를 선택하여 주간 단위 리밸런싱 전략을 구사했다면 연평균 수익률 51.2%로 KOSPI 수익률을 36.5%p 상회했다.

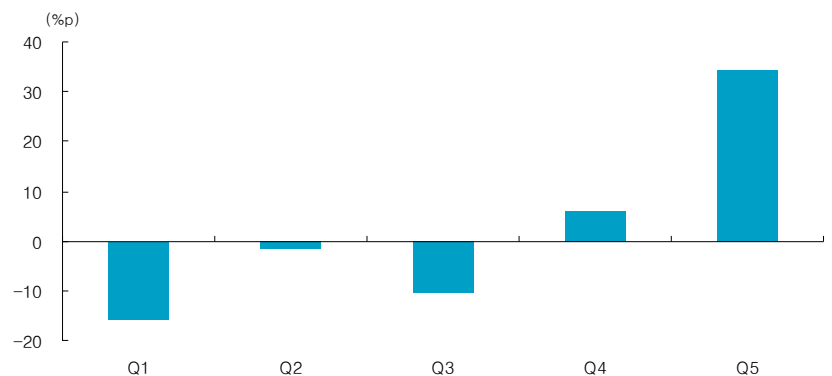
## 분석 방법: 낙폭 과대 종목에 대한 주간 단위 리밸런싱 전략 분석

- KOSPI 200 종목을 유니버스로 하여 지난 1년간(2010.10.1~2011.9.30) 낙폭 과대 종목의 성과에 대해 다양한 분위 분석을 실시하였다.
- 수익률은 동일금액투자(EWI: equal weighting index)와 시가총액가중투자(MWI: market value weighting index) 두 가지 모두를 분석하였다.

## 분석 결과 및 implications

- 주간 단위의 역행 투자전략은 업종 단위에서 뿐만 아니라 종목 단위에서도 유효하게 작동한다. 전주에 주가가 상승했던 종목들로 구성된 포트폴리오는 대부분 벤치마크 수익률을 하회했지만, 하락했던 종목들로 구성된 포트폴리오는 벤치마크 수익률을 상회하는 경우가 많았고 수익률 차이는 매우 컸다.
- 분위별 수익률의 일관성, 거래시 가격 변동 임팩트 등을 고려하면 5분위 그룹화, MWI 투자 전략을 선택하는 것이 바람직하다.
- 이 분석 결과를 투자의 실전에서 활용할 수 있는 투자자는 투자기간이 상대적으로 짧은 일반 투자자, 증권거래세 면제 투자기관, ETF 상품 설계자, 헤지펀드 등이다.

그룹별 투자 성과 - 5분위, MWI 기준 (지난 1년간, KOSPI 200 대비)



주: KOSPI 200 종목을 전주 수익률을 기준으로 5분위로 그룹화, 전주 수익률이 높은 그룹부터 Q1, Q2, ... 순서로 배치  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

노근환 02)3276-6226  
 khnoh@truefriend.com

안혁 02)3276-6272  
 ray.ahn@truefriend.com

김경주 02)3276-6179  
 kj.kim@truefriend.com

## I. 분석 방법

KOSPI 200 종목을 유니버스로 하여 낙폭 과대 종목의 성과에 대해 다양한 분위 분석 실시

이 보고서는 스타일 연구 (7)에서 제시했던 역행 투자전략에 대한 업데이트 보고서이며 심화 보고서다. 스타일 연구 (7)과 비교해 달라진 부분과 분석상의 특징은 다음과 같다.

- 1) 스타일 연구 (7)에서는 Fn데이터가이드에서 제공하는 업종지수를 바탕으로 분석했는데, 이 보고서에서는 업종이 아닌 종목(KOSPI 200)을 기준으로 분석하였다. KOSPI 200 종목을 유니버스로 하여 지난 1년간(2010.10.1~2011.9.30) 전주 수익률을 기준으로 그룹(분위)을 나눈 후 그룹별 수익률을 분석하였다.
- 2) 5분위, 10분위, 20분위 등 다양한 분위 분석을 통해 실전에서 활용하기에 적합한 모델을 검토하였다. 수익률은 동일금액투자(EWI: equal weighting index)와 시가총액가중투자(MWI: market value weighting index) 두 가지 모두를 분석하였다.
- 3) 매수 포트폴리오의 성과 평가와 함께 룡숯을 염두에 둔 포트폴리오 전략도 검토하였다.

## II. 분석 결과 및 implications

주간 단위의 역행 투자전략은 업종 단위에서 뿐만 아니라 종목 단위에서도 유효하게 작동

각 분위별 수익률과 벤치마크 대비 매수 포트폴리오의 성과, 룡숯 포트폴리오의 성과는 [그림 1]~[그림 3]에 정리되어 있다. 분석 결과와 결과로부터 도출할 수 있는 시사점은 다음과 같다.

- 1) 주간 단위의 역행 투자전략은 선행 보고서에서 분석했던 업종 단위에서 뿐만 아니라 종목 단위에서도 유효하게 작동한다. 전주에 주가가 상승했던 종목들로 구성된 포트폴리오는 대부분 벤치마크 수익률을 하회했지만, 하락했던 종목들로 구성된 포트폴리오는 벤치마크 수익률을 상회하는 경우가 많았다.
- 2) 20분위 분석에서 가장 좋은 수익률을 기록한 분위는 17번째 분위다. 17번째 분위의 1년간 수익률(MWI 기준)은 89.4%로 KOSPI 200 수익률(-5.4%)을 무려 94.8%p 상회했다. 수익률이 가장 저조했던 5번째 분위(-36.7%)와 룡숯을 구성했다면 수익률 스프레드는 126.1%p다.
- 3) 10분위 분석에서 가장 좋은 수익률을 기록한 분위는 9번째 분위다. 9번째 분위의 1년간 수익률은 37.4%로 KOSPI 200 수익률을 42.7%p 상회했다. 수익률이 가장 저조했던 1번째 분위(-24.7%)와 룡숯을 구성했다면 수익률 스프레드는 62.0%p다.
- 4) 5분위 분석에서 가장 좋은 수익률을 기록한 분위는 5번째 분위다. 5번째 분위의 1년간 수익률은 28.8%로 KOSPI 200 수익률을 34.2%p 상회했다. 수익률이 가장 저조했던 1번째 분위(-21.1%)와 룡숯을 구성했다면 수익률 스프레드는 49.8%p다.
- 5) 20분위와 10분위 분석에서 가장 좋은 수익률을 기록한 분위는 전주 하락률이 가장 컸던 20번째 분위나 10번째 분위가 아니라 17번째 분위와 9번째 분위였다. 20번째 분위와 10번째 분위는 비교적 양호한 수익률을 기록했으나 최우량 분위는 아니었다. 20분위 분석에서 18번째 분위와 19번째 분위의 상대 수익률은 미미했다. 수익률 하단에 위치한 일부 종목은 지속적으로 떨어질만한 사연을 갖고 있다는 것을 의미한다.

6) 실전 투자에서 위험을 줄이려면 분위별 수익률의 일관성까지 검토하는 것이 필요하다. 분위별 수익률의 일관성은 분위별 수익률이 일정한 순서나 규칙을 가지고 배열되는 것을 뜻한다. 이 부분을 고려하면 20분위나 10분위처럼 그룹을 미세하게 나누어 투자하는 것보다는 5분위 정도로 그룹화 한 다음 분산 투자하는 것이 적절해 보인다.

7) 5분위 그룹화의 또 다른 장점은 투자 대상 종목을 늘림으로써 실전 투자에서 거래에 의해서 발생하는 가격 변동 임팩트를 감소시킬 수 있다는 점이다. 마찬가지로 거래에 의한 가격 변동 임팩트를 줄이기 위해서는 동일금액투자보다는 시가총액가중투자를 선택하는 것이 유리하다.

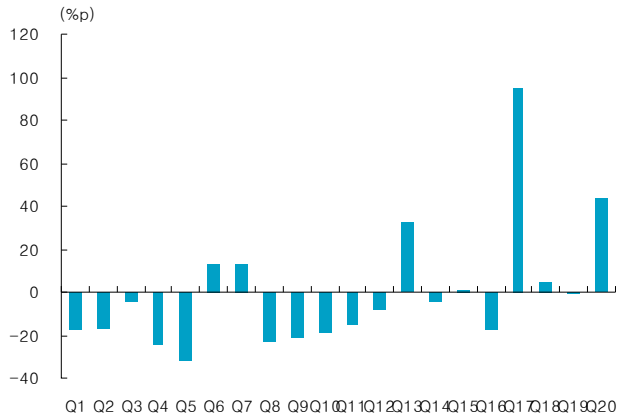
**일반 투자자, 증권거래세 면제 투자기관, ETF 상품 설계자, 헤지펀드 등이 활용 가능**

우리가 생각하기에 이 분석 결과를 투자의 실전에서 활용할 수 있는 투자자는 다음과 같다.

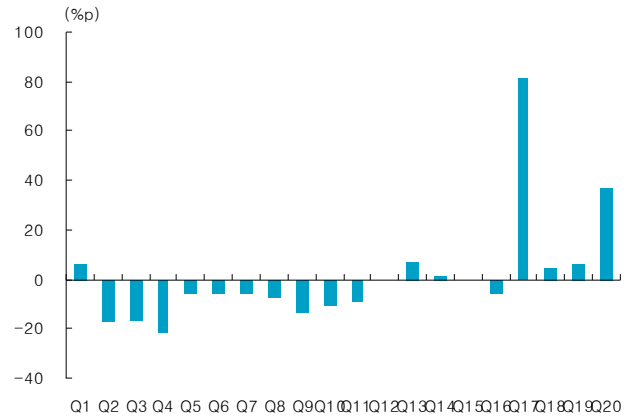
- 1) 투자기간이 상대적으로 짧은 일반 투자자  
모두는 아니지만 한국 시장에서 대다수 일반투자자의 투자기간은 비교적 짧다. 그럼에도 불구하고 투자의 현장에서는 최근 주가가 하락한 종목보다는 주가가 상승한 종목이 상대적으로 주목을 받는다. 그러나 스타일 연구 (7)에서도 그렇고 이번 보고서에도 분석했듯이 짧은 투자기간에는 trend following보다는 mean reversion을 추구하는 것이 옳은 투자전략이다.
- 2) 증권거래세 면제 투자기관 (사모펀드)  
이 보고서에서 제시하는 투자전략이 가진 가장 큰 약점은 거래비용이다. 전략의 성격상 매주 전 종목이 교체매매 될 가능성이 높다. 매수와 매도시 각각 10bp의 거래수수료와 30bp의 증권거래세를 감안하면 매 주 50bp의 거래비용이 수반된다. 연간 52회 거래되어야 하므로 가격 임팩트로 인한 거래비용 증가를 고려하지 않더라도 무려 26%의 명시적인 거래비용이 발생하는 전략이다. 거래수수료는 프로그램 매매, 증권회사와의 계약 등을 통해 줄일 수 있지만(연간 5200%의 회전율을 제시하면 거래수수료는 1bp 수준까지도 낮출 수 있을 것이다) 문제는 증권거래세다. 하지만 증권거래세가 면제되는 기관이라면 사모펀드 등의 형태를 통해서 충분히 구사해 볼 수 있는 전략이다.
- 3) ETF 상품 설계자  
국내 주식형 ETF는 증권거래세가 면제된다. 따라서 이 장점을 이용한 상품 설계를 고려해 볼만하다.
- 4) 헤지펀드  
헤지펀드 매니저는 분위별 수익률 특성을 이용하여 ‘포트폴리오 매수-시장 매도’ 나 ‘포트폴리오 롱숏’ 전략을 구사할 수 있다.

[그림 1] 그룹별 투자 성과 -1 (지난 1년간, KOSPI 200 대비)

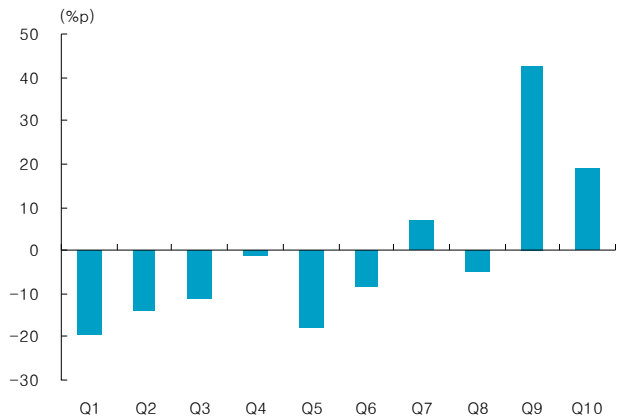
20분위, MWI



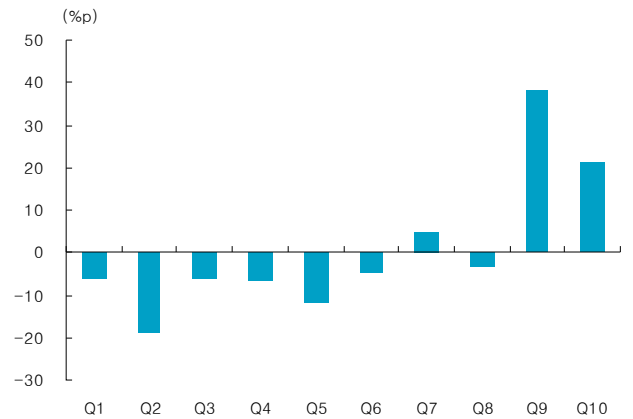
20분위, EWI



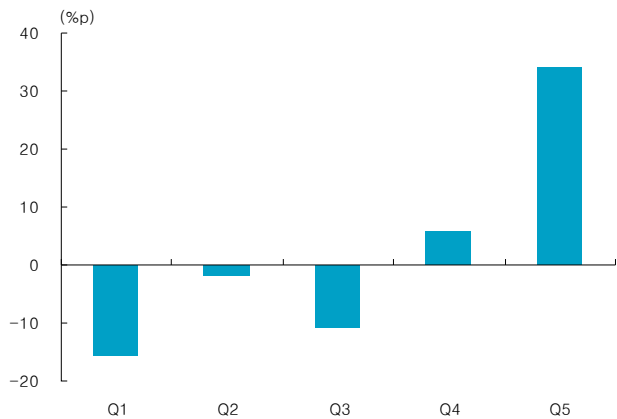
10분위, MWI



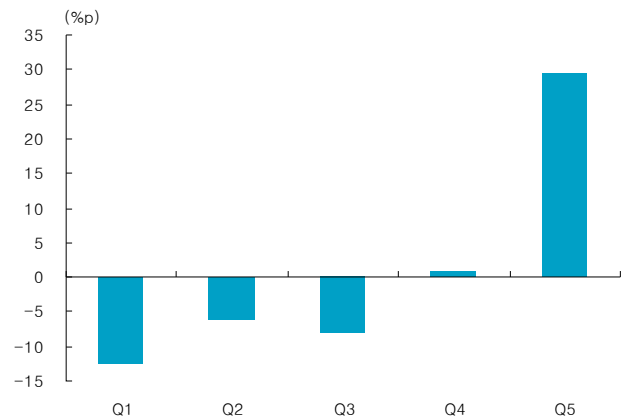
10분위, EWI



5분위, MWI



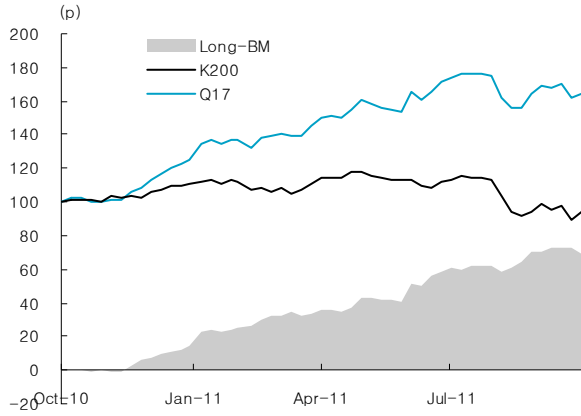
5분위, EWI



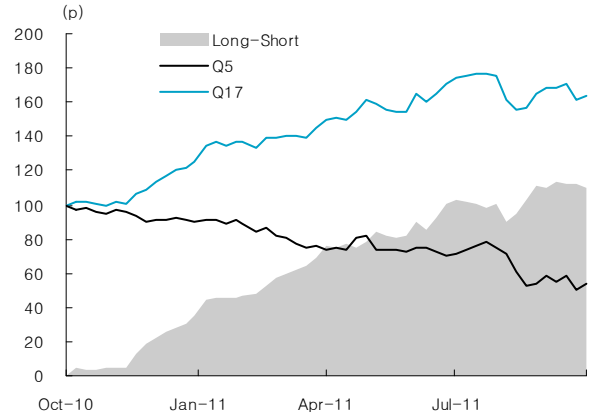
주: KOSPI 200 종목을 전주 수익률을 기준으로 각각 20분위, 10분위, 5분위로 그룹화, 전주 수익률이 높은 그룹부터 Q1, Q2,... 순서로 배치  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 2] 그룹별 투자 성과 -2 (MWI, 로그인덱스, 2010.10.1=100)

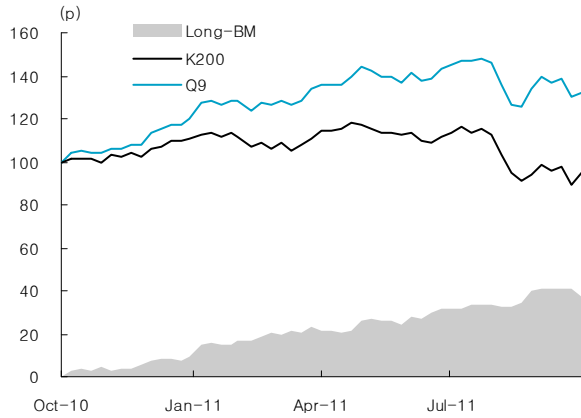
20분위, MWI, Long



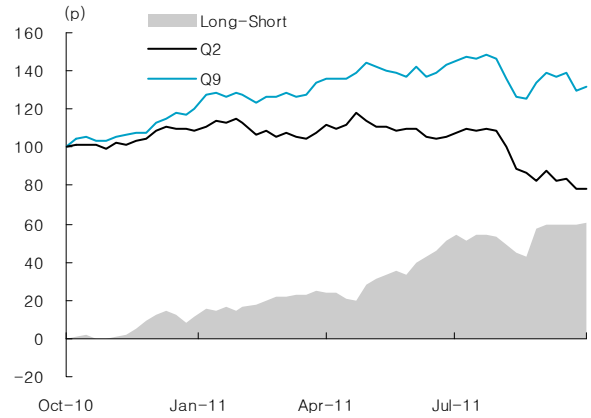
20분위, MWI, Long -short



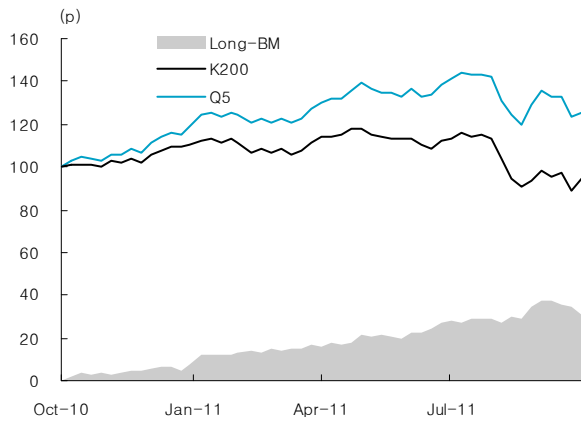
10분위, MWI, Long



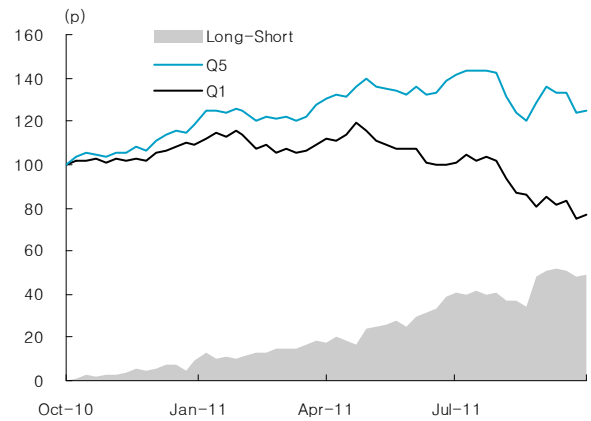
10분위, MWI, Long -short



5분위, MWI, Long



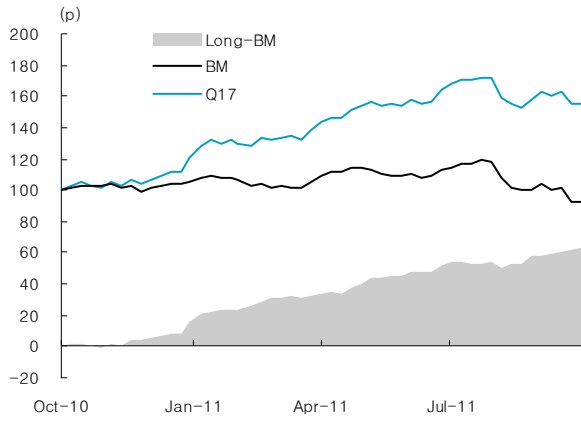
5분위, MWI, Long -short



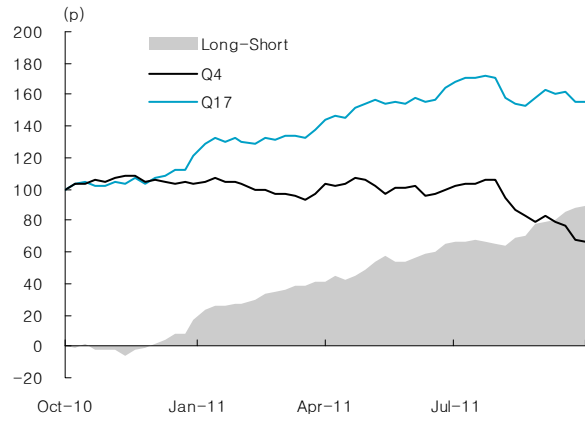
주: KOSPI 200 종목을 전주 수익률을 기준으로 각각 20분위, 10분위, 5분위로 그룹화, 전주 수익률이 높은 그룹부터 Q1, Q2,... 순서로 배치  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

[그림 3] 그룹별 투자 성과 -3 (EWI, 로그인덱스, 2010.10.1=100)

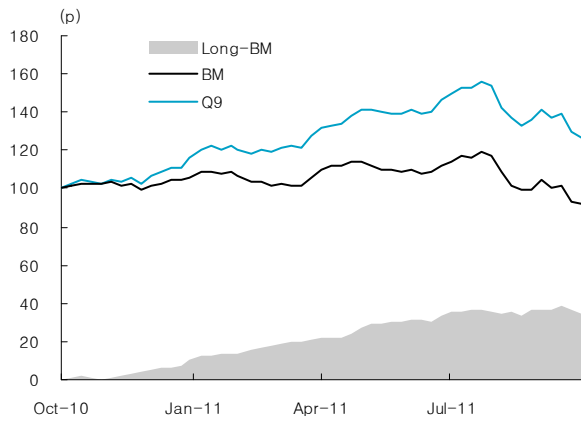
20분위, EWI, Long



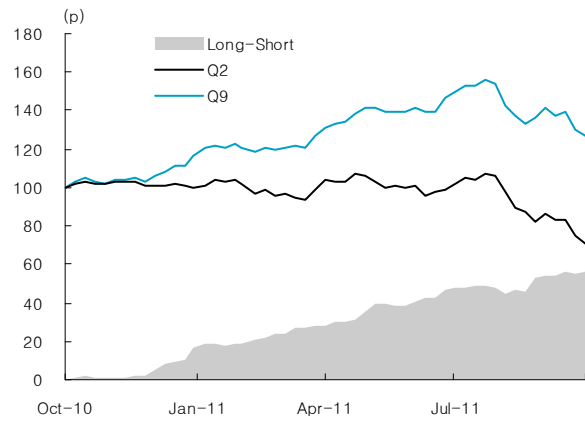
20분위, EWI, Long -short



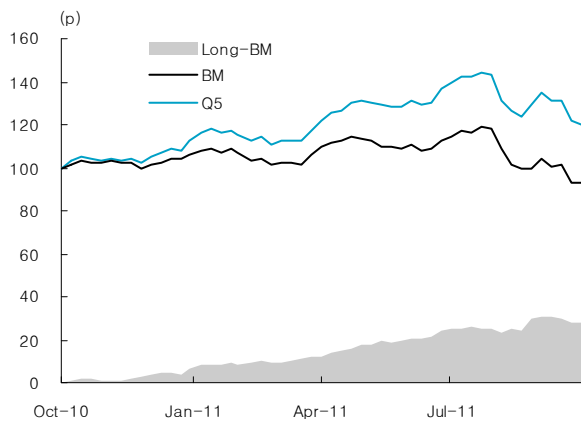
10분위, EWI, Long



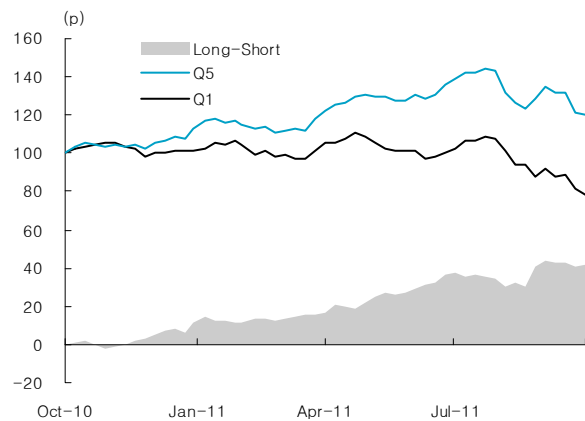
10분위, EWI, Long -short



5분위, EWI, Long



5분위, EWI, Long -short



주: KOSPI 200 종목을 전주 수익률을 기준으로 각각 20분위, 10분위, 5분위로 그룹화, 전주 수익률이 높은 그룹부터 Q1, Q2,... 순서로 배치  
 자료: Fn데이터가이드, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.