



## 삼성전자 CAP 적용의 하여

### 1. ETF, 인덱스 펀드의 종목 보유한도 해제

- 금감원은 ETF, 인덱스 펀드의 종목 편입한도를 현행 30%→주종지수 시가총액 비중까지 확대를 허용(4/1 시행)
- 개정적용 범위는 ETF 외에도 인덱스 펀드도 해당. KOSPI, KOSPI200, KOSDAQ150, KRX300, MSCI Korea 5개 지수 대상
- 삼성전자 수급 외연의 변화는 크지 않을 것. 운용사는 삼성전자 주식선물 대신 현물의 직접 매수가 가능. 선물 LP에서 비롯된 금융투자 매수분이 감소하고, 투신 매수로 이전될 가능성 존재

### 2. 낮아진 KOSPI200 CAP의 수시 조정 가능성

- 삼성전자 CAP 비율의 수시조정 가능성을 낮게 판단. 수시조정의 근거는 '연계상품 운용의 곤란'인데, 보유한도 해제로 이슈는 해소
- CAP 비율 폐지도 가능성이 낮은 사안. 운용한도 제한 해소와는 별개로 패시브 effect의 완충, 리스크 분산, 기초지수 적격성 문제와도 결부

### 3. CAP 적용, 수급 영향은 제한적

- CAP 비율 적용 시 수급영향은 1) 리밸런싱 당일 매도 출회 2) 동일 수준 inflow 대비 기간 수급의 약화(3개월~6개월)
- 3월 수시조정을 가정, 삼성전자의 편입비중은 -1.4%p 감소(33.0%→31.6%), K200 지수 완전복제 자금의 매도금액은 3,066억원으로 예상. 수급 충격은 낮을 것
- 작년 6월, 12월 KOSPI50 지수의 삼성전자 비중은 CAP 비율 적용으로 -2.9%p, -3.0%p 감소. 이후 6주만에 +1.2%p, +1.1%p 상승. 구성종목 주가에 따라 편입비중이 조정되는 패시브 자금 특성이 반영
- 기간 수급도 동일 수준 inflow 대비 일간 -4.2%의 감소가 산출되지만, 패시브 이펙트와 이외 수급이 이를 상쇄할 것



주식시장 투자전략

1. ETF, 인덱스 펀드의 종목 편입비중 해제

2/11 금감원은 ETF, 인덱스 펀드의 종목 편입비중을 추종지수의 시가총액 비중까지 확대할 수 있도록 허용하는 금융투자업규정 시행세칙 개정을 예고했다. 현재 규정은 특정 종목의 편입비중을 30%로 제한하고 있다. 삼성전자 유동시총비중이 33.0%를 기록한 현재, KOSPI200의 추종자금은 삼성전자 현물을 30% 이하로, 잔여분은 주식선물을 편입해 지수를 추종하고 있다.

개정적용 범위는 ETF 외에도 인덱스 펀드도 해당한다. 최근 3개월 평균 시가총액 기준의 제한이 있지만, 삼성전자 주식선물을 편입해 지수를 추종해 온 운용사의 부담은 경감될 전망이다. 시행세칙은 대상 추종지수를 금융감독원장이 정하도록 위임하며, 5개 지수가 명기되어 있다.(KOSPI, KOSPI200, KOSDAQ150, KRX300, MSCI Korea)

개정안은 4/1부터 시행될 것으로 예상된다. 3/22까지 의견수렴이 명시되어 있지만, 금감원 예고는 대체로 시행일을 준수했고, 원안대로 진행될 가능성이 높다.

수급 외연의 변화는 크지 않을 것으로 판단된다. 개정안으로 운용사들이 삼성전자 주식선물 대신 현물을 직접 매수할 가능성이 높다. 이 경우 삼성전자 수급에서 선물 LP로서 헤지 매수를 진행한 금융투자의 매수분이 감소하고, 투신 매수로 이전될 것이다.

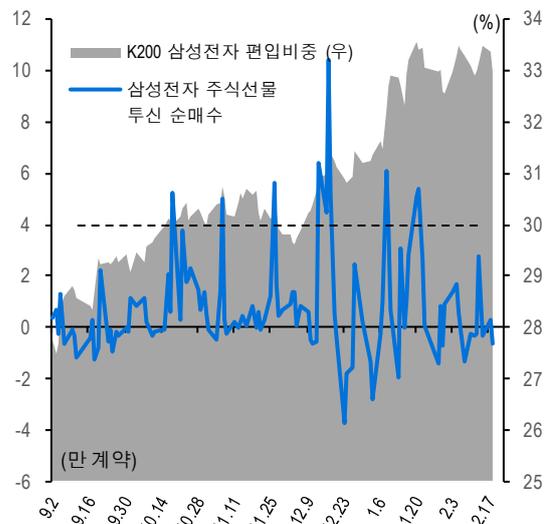
개정 후에도 주식선물 편입이 유지될 가능성도 높은 편이다. 선물의 롤오버 손실을 감수해야 하지만 편입비중이 낮은 수준이며, 현물 매수와 CAP 이슈 적용 시 매도해야 하는 거래비용 대비 부담이 낮을 수 있기 때문이다.

[표1] ETF, 인덱스 펀드의 개별종목 보유한도는 현행 30%에서 추종지수 시가총액 비중까지 확대 편입이 허용될 예정

구 분	내 용
운용 특례	단일종목 편입비중 현행 30% → 추종지수의 시가총액비중까지 확대할 수 있도록 허용
대상 펀드	ETF, 인덱스 펀드도 포함
대상 지수	금융감독원장이 정하는 지수 KOSPI, KOSPI200, KOSDAQ150, KRX300, MSCI Korea 5개
시가총액 기준	최근 3개월 평균(현행 규정)
시행일	4/1 (3/22까지 의견 수렴)

자료: 금융감독원

[차트1] 삼성전자 비중 30% 초과분을 주식선물로 편입해 온 KOSPI200 추종자금은 현물 편입으로 전환하거나, 거래비용 측면에서 기존 선물매수를 유지할 것





주식시장 투자전략

## 2. 낮아진 KOSPI200 CAP 의 수시 조정 가능성

필자는 삼성전자 CAP 비율의 수시조정 가능성을 낮게 판단한다. 한국거래소는 '연계상품의 운용이 곤란'한 경우 정기조정 전 변경 가능성을 정의했는데, 금감원의 현물 추가 편입 허용으로 '지수의 투자 가능성' 문제는 해결되었기 때문이다.

거래소가 추종자금의 부담 최소화에 중점을 두는 점도 수시조정 가능성을 낮게 보는 이유로 생각한다. CAP 비율 도입은 추종자금의 트레이킹 부담을 경감시키기 위한 조치였고, 정기 적용일을 주요지수 유동비율 변경일로 연 2회로 지정한 것도 리밸런싱 부담을 낮추기 위한 결과였다.

일부에서 제기되는 CAP 비율 폐지도 가능성이 낮은 사안으로 생각한다. CAP 비율의 도입은 패시브 effect(패시브 추종자금으로 다시 편입비중이 확대되는 현상)의 완충, 리스크 분산, 특정 종목비중이 높은 기초지수의 적격성 문제 등이 함께 고려되었기 때문이다. 운용한도 제한 해소와는 별개의 사안으로, 지수 컴파일러 입장에서는 충분히 적용할 만한 방법론으로 생각한다.

해외 주요지수의 CAP 비율 적용도 제도 유지의 근거로 제시될 것으로 생각한다. 대체로 국내지수 대비 종목 수가 적은 지수들이지만, 주요 지수의 CAP 비율은 특정종목 비중을 20% 이내로 제한하고 있다.

**[표2] 운용한도 해제로 삼성전자 CAP 비율의 수시조정 가능성은 낮을 것. 다양한 도입 취지에서 CAP 비율 폐지도 가능성이 낮은 사안**

CAP 비율 수시조정 규정	
특정종목 편입비중이 지나치게 높아져 <u>연계상품 운용이 곤란한</u> 경우 정기조정 전이라도 수시로 CAP 비율 조정 가능	
거래소 CAP 비율 도입배경	
30% 운용한도 제한 부담	시행세척 개정으로 해소
패시브 effect	패시브 자금 쏠림→주가 상승 →편입비중 증가 반복
리스크 분산효과 저하	
기초 지수 적격성 이슈	

자료: 한국거래소

**[표3] 해외 주요지수의 CAP 비율 적용도 제도 유지의 근거가 될 전망**

지수	CAP 적용	적용비율	조정주기
S&P 500	×	-	-
NASDAQ 100	○	20%	분기
FTSE 100	×	-	-
DAX	○	10%	분기
STOXX 50	○	10%	분기
CAC 40	○	15%	연1회(9월)
HangSeng	○	15%	분기



주식시장 투자전략

3. CAP 적용, 수급 영향은 제한적

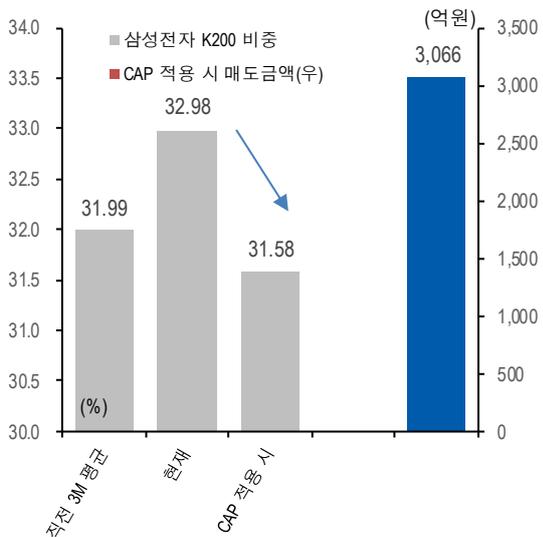
CAP 비율이 적용되더라도 우려할 사안은 아닌 것으로 생각한다. CAP 비율 적용 시 수급영향은 다음과 같다. 1) 리밸런싱 당일 매도 출회 2) 동일 수준 inflow 대비 기간 수급의 약화 (차기 조정일까지 6개월, 3월 수시조정 시 3개월)

3월 수시조정을 가정해 보면, 직전 3개월(12월~2월) 평균 유동시가총액 32.0%에서 CAP 비율은 0.94로 산출된다. 삼성전자의 편입비중은 -1.4%p 감소(33.0%→31.6%)할 것으로 예상되는데, K200 지수 완전복제 자금의 매도금액은 3,066억원으로 예상된다.(K200 추종 ETF 21.9조원 가정) 삼성전자 평균 거래대금 대비 강도 0.31배 수준으로 수급 충격은 낮을 것으로 판단된다.

이외 인덱스 자금의 리밸런싱을 감안하더라도 매수 관점의 투자자에게는 CAP비율 조정은 기회로 생각한다. 작년 6월, 12월 CAP 비율이 적용된 KOSPI50 지수에서 삼성전자 비중은 -2.9%p, -3.0%p 낮아졌지만, 6주만에 +1.2%p, +1.1%p 상승했다. 구성종목 주가에 따라 편입비중이 조정되는 패시브 자금 특성이 반영된 결과이다.

기간 수급도 동일 수준 inflow 대비 일간 -4.2%의 감소가 예상되지만, 패시브 이펙트나 이외 수급이 이를 상쇄할 가능성이 높으며, 높아진 거래대금 대비 수급 영향력도 낮은 편이다.

[차트2] 삼성전자 CAP 이 적용되더라도 리밸런싱 충격은 거래대금 대비 낮은 수준



[차트3] KOSPI 50은 CAP 적용으로 삼성전자 비중이 감소했지만, 주가 강세로 이전 수준을 회복

