

# K200 정기 종목 변경과 유동주식 비율의 추정

## 편입/탈락 종목 및 유동주식 비율 추정과 투자 전략

### 제조업에서만 10개의 종목 변경 예상

올해 K200 지수의 종목 변경은 제조업에서만 10개의 교체 예상. 편입이 예상되는 종목은 현대위아, 만도, 두산엔진, 일진머티리얼즈, 웅진에너지, 한미약품, 이수화학, 한올바이오파마, 대원강업, 무학. 반면, 탈락이 예상되는 종목은 대덕GDS, 아세아시멘트, 대한제강, 울촌화학, 삼영전자, 광전자, 유니온스틸, 금호전기, STX메탈, KPX화인케미칼. 교체되는 종목 수가 급감하고, 교체되는 종목의 시가총액 비중도 지난 해보다 낮은 데다, 제조업에서만 교체가 발생한다는 점에서 지난 해보다는 조용한 정기 변경이 될 전망이다

### 인덱스 리밸런싱에 따른 매수 강도가 강할 것으로 예상되는 종목은 하이트와 삼성카드

인덱스 바스켓 리밸런싱 수요로 인한 매수 충격이 가장 강할 것으로 예상되는 종목은 하이트진로와 삼성카드. 매도 충격이 강할 것으로 예상되는 종목은 대한통운, 대한생명, 현대증권, 대우증권 순

### 롱-숏 전략: 만도, 현대위아 등 신규 편입 종목 바스켓 매수, 탈락 종목 바스켓 공매도

‘신규 편입 종목 바스켓 매수+ 탈락 종목 바스켓 공매도’ 포지션으로 롱-숏 전략을 구사하면 시가총액 가중 방식일 때 변경 전 20일간 평균 누적 수익률은 과거 5년 평균 +17.53%. 신규 편입 종목은 유동 시가총액이 높은 종목일수록 인덱스 펀드의 실수요가 뒷받침되어 유동 시가총액 하위 종목보다 높은 초과 수익률 발생

심상범

02-768-4125

sangbum.sim@dwsec.com

손재현

02-768-3011

jaehyun.son@dwsec.com

이기욱

02-768-3001

keewook.lee@dwsec.com

(K200 정기 변경) 제조업에서만 10개 종목의 교체 예상

(억원)

산업군	편입 종목					탈락 종목				
	코드	종목명	시가총액 (연평균)	거래대금 (연평균)	시가총액 (4.19일 기준)	코드	종목명	시가총액 (연평균)	거래대금 (연평균)	시가총액 (4.19일 기준)
제조업	011210	현대위아	37,310	407	40,010	025850	KPX화인케미칼	1,107	6	1,243
	060980	만도	34,370	330	30,873	001210	금호전기	1,725	8	1,546
	082740	두산엔진	10,784	91	8,896	071970	STX메탈	1,775	7	1,369
	020150	일진머티리얼즈	7,602	114	5,488	084010	대한제강	1,899	65	1,978
	103130	웅진에너지	5,362	160	4,727	002030	아세아시멘트	1,913	2	2,305
	128940	한미약품	5,310	24	4,811	017900	광전자	1,929	13	1,863
	005950	이수화학	3,616	45	3,835	004130	대덕GDS	1,953	15	2,551
	009420	한올바이오파마	3,337	47	3,307	003640	유니온스틸	1,993	2	1,749
	000430	대원강업	3,324	9	3,546	005680	삼영전자	2,017	7	1,960
	033920	무학	3,063	13	2,993	008730	울촌화학	2,042	3	2,004

주: 연평균은 2011년 5월 ~ 2012년 4월 19일 기준. 가장 뒀 줄부터 편입/탈락 가능성이 높은 종목임

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

## I. K200 지수 정기 변경 개요

**2012년 K200 정기 변경일은  
6월 15일**

코스피200(이하 K200) 지수의 정기 변경 시점이 돌아왔다. 한국거래소(KRX)는 매년 6월 선물옵션 동기 만기 익일에 K200 지수 구성 종목의 일부를 변경하고 유동주식 비율을 업데이트한다. 올해는 6월 14일이 선물옵션 동시 만기일이기 때문에 K200 정기 변경일은 6월 15일이다.

한국거래소의 K200 종목 정기 변경은 4월말을 기준으로 소급한 1년간의 일평균 시가총액과 일평균 거래대금을 사용하여 종목 편입/탈락을 결정하고 최근의 정보(최근의 사업보고서 및 이후의 주요 변경 사항)를 감안해 유동주식 비율을 업데이트하며 5월 말에 결과를 공지한다.

또한, 6월 정기 변경에는 K200 지수뿐만 아니라 코스피100, 코스피50, KRX100, 코스닥 프리미어 지수, 코스닥 스타 지수 등 거래소에서 산출하는 주요 지수의 종목 변경이 일제히 이루어진다.

K200은 KOSPI와 마찬가지로 시가총액 가중 주가지수이지만 유동주식 비율을 감안한 유동 시가총액 비중을 사용한다는 점에서 다르다. 여기서 말하는 유동주식 비율은 전체 상장 주식수에서 비유동주식 수를 차감한 유동주식수의 비율을 말한다. 비유동주식에는 대주주 및 특수관계인, 자사주, 우리 시주 등이 포함되며 이 외에도 시장에서 거래될 수 없는 성격의 비유동주식을 포함한다.

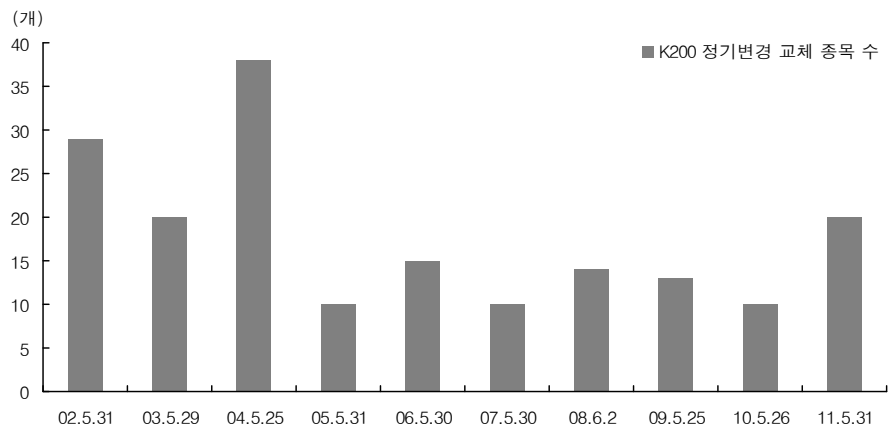
1990년 1월 3일을 100p로 하며 1994년 6월 15일부터 산출, 발표하기 시작한 K200 지수는 애초에는 유동주식 비율을 감안하지 않다가 2007년 6월 15일 비유동주식수의 절반과 유동주식수를 합한 반유동주식 비율(half-floating)을 적용하기 시작했고 2007년 12월 14일부터 유동주식수만을 적용한 온유동주식 비율(full-floating)을 사용하고 있다.

K200 정기 변경은 종목간의 편입/탈락과 함께 기존 종목들의 유동주식 비율이 일제히 업데이트되기 때문에 종목들의 지수 구성 비중에도 적지 않은 영향을 주고 이는 K200을 추종하는 대부분의 인덱스 투자 자금의 리밸런싱을 유발한다.

**정기 변경의 편입/탈락  
종목 예상은 좋은  
Event-driven 전략의 기회**

따라서, 한국거래소의 K200 정기 변경 결과 발표에 앞서 편입/탈락되는 종목을 예상하고, 유동주식 비율 업데이트에 따른 구성 종목의 비중 변화를 추정하는 것은 매년 좋은 이벤트 드리븐(Event-Driven) 전략의 기회로 활용되고 있다.

**그림 1. K200 정기 변경, 적게는 10개, 많게는 38개 종목 교체. 지난 해에는 20개 종목 교체**



자료: KRX, KDB대우증권 리서치센터

## II. 편입/탈락 종목 예상

### 1. 제조업에서만 10개의 종목 변경을 예상

제조업에서  
10개 종목 교체 예상.  
편입 예상 종목은 현대위아,  
만도, 두산엔진,  
일진머티리얼즈, 웅진에너지,  
한미약품, 이수화학,  
한올바이오파마, 대원강업,  
무학

당사의 추정에 따르면, 올해는 제조업에서만 10개의 종목 변경이 예상된다. 20개 종목의 종목 교체가 있었던 지난 해와 비교하면 교체 종목 수가 급감한 셈이다. 편입되는 종목 중 시가총액이 가장 큰 종목은 현대위아와 만도로 4월 19일 기준 KOSPI 내 시총 순위는 각각 62위, 74위이다. 지난 해 정기 변경에서 편입된 종목 중 시가총액이 가장 높았던 종목들은 대한생명과 SK C&C으로 당시 기준으로 시가총액 순위가 47위, 54위였다. 교체되는 종목 수가 급감하고, 교체되는 종목의 시가총액 비중도 지난 해보다 낮은 데다, 제조업에서만 교체가 발생한다는 점에서 지난 해보다는 조용한(?) 정기 변경이 될 전망이다.

편입이 예상되는 종목은 현대위아, 만도, 두산엔진, 일진머티리얼즈, 웅진에너지, 한미약품, 이수화학, 한올바이오파마, 대원강업, 무학이다(시가총액 순). 반면, 탈락이 예상되는 종목은 대덕GDS, 아세아시멘트, 대한제강, 율촌화학, 삼영전자, 광전자, 유니온스틸, 금호전기, STX메탈, KPX화인케미칼이다.

표 1. K200 지수 편입/탈락 종목 예상

(억원)

산업군	편입 종목					탈락 종목				
	코드	종목명	시가총액 (연평균)	거래대금 (연평균)	시가총액 (4.19일 기준)	코드	종목명	시가총액 (연평균)	거래대금 (연평균)	시가총액 (4.19일 기준)
제조업	011210	현대위아	37,310	407	40,010	025850	KPX화인케미칼	1,107	6	1,243
	060980	만도	34,370	330	30,873	001210	금호전기	1,725	8	1,546
	082740	두산엔진	10,784	91	8,896	071970	STX메탈	1,775	7	1,369
	020150	일진머티리얼즈	7,602	114	5,488	084010	대한제강	1,899	65	1,978
	103130	웅진에너지	5,362	160	4,727	002030	아세아시멘트	1,913	2	2,305
	128940	한미약품	5,310	24	4,811	017900	광전자	1,929	13	1,863
	005950	이수화학	3,616	45	3,835	004130	대덕GDS	1,953	15	2,551
	009420	한올바이오파마	3,337	47	3,307	003640	유니온스틸	1,993	2	1,749
	000430	대원강업	3,324	9	3,546	005680	삼영전자	2,017	7	1,960
	033920	무학	3,063	13	2,993	008730	율촌화학	2,042	3	2,004

주: 연평균은 2011년 5월 ~ 2012년 4월 19일 기준. 가장 윗 줄부터 편입/탈락 가능성이 높은 종목임

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 2. 예비 종목은 파미셀, 애경유화, 한세실업 順

예비 종목은 파미셀,  
애경유화, 한세실업 順

한국거래소의 특별 변경 방법은 기존 구성종목 중에서 관리종목 지정, 피흡수, 합병, 상장폐지, 기타 등 특별변경사유에 해당하는 종목이 발생하는 경우 정기 변경 시 선정해 놓은 산업군별 예비종목 순위에 따라 순차적으로 보충하는 것이다. 다만, 산업군 내 예비종목이 없을 경우에는 제조업에서 보충한다.

4월 19일을 기준으로 당사에서 추정한 K200 정기 변경 결과에서 비제조업군에서 예비 종목에 포함될 수 있는 종목은 없었다<sup>1</sup>. 따라서, 거래대금 순위 규칙(상위 85% 이내)에 의해 구성종목이 선정되는 제조업에서 충원될 가능성이 높다. 당사 추정에 따르면 제조업 내 거래대금 순위 규칙을 통과한 종목을 시가총액 순으로 나열했을 때 파미셀, 애경유화, 한세실업 순으로 예비 종목이 될 수 있다는 판단이다.

<sup>1</sup> 산업군 내 누적 시총 비중이 70% 이내인 종목 중 현재 K200에 포함되지 않은 종목이 없었음

### 3. 시총순위 35위 이마트는 편입되지 않을 전망

**이마트는 지난 해 6월 10일에 상장되었기 때문에 금번 정기 변경 대상 모집단에 포함되지 못해 편입 불가능할 전망**

한국거래소 정기 변경 규칙에 따르면 구성종목 선정 기준을 충족하지 못하는 종목이라도 개별종목의 시가총액 순위가 전체에서 상위 50위 이내인 종목은 산업군별 비중, 유동성 등을 감안하면 K200 구성종목으로 선정할 수 있다고 언급되어 있다.

따라서, 4월 19일 기준 KOSPI 내 시가총액 순위가 35위인 이마트의 편입 가능성을 예상할 수 있으나 당사는 이마트 주가가 시장 대비 급등하지 않는 이상 K200 편입은 내년 정기 변경에서나 가능할 것으로 판단한다.

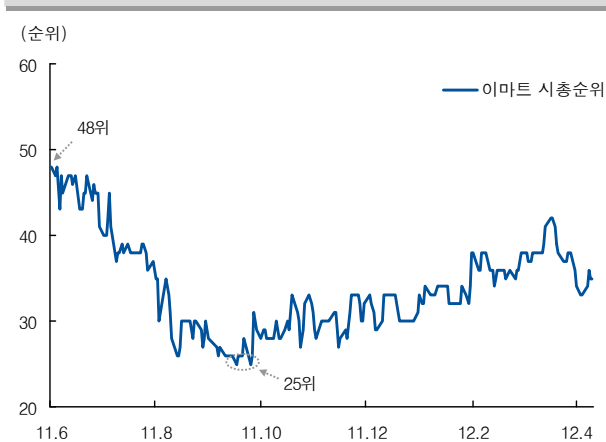
첫째, 한국거래소의 정기 변경 심의 기준에서 직전년도 5월 초 개장일 이후에 신규(재) 상장된 종목은 구성종목 선정을 위한 모집단에서 아예 제외되는데 이마트는 기존 신세계가 ‘신세계’와 ‘이마트’로 분할 상장되면서 지난 해 6월 10일에 상장됐기 때문이다. 즉, ‘시가총액 순위 50위 규정’이 아니라 상장일 기준을 만족하지 못하고 모집단에서 제외되기 때문에 이마트는 아예 정기 변경 종목 선정의 특례 규칙(시가총액 순위 50위 이내 종목 선정)이 적용되지 못한다.

둘째, 이마트가 내년 정기 변경 이전에 K200에 편입되기 위해서는 특별 편입 요건을 만족해야 한다. 한국거래소의 K200 특별 편입 규정은 상장 후 30매매일이 경과하고 30매매일 간의 KOSPI 비중이 평균 1%를 상회해야 한다. 다만, 이마트는 상장 이후 한번도 KOSPI 비중이 1%를 상회한 적이 없어 특별 편입도 불가능하다는 판단이다.

내년 정기 변경에서의 편입은 무난할 전망이다. 이마트가 모집단에 포함된다고 가정했을 때 4월 19일 기준 이마트는 서비스업군 내에서 연평균 시총이 7위이며 누적 시총 비중은 41%로 70% 기준을 충족해 K200에 구성종목이 될 수 있다. 내년 정기 변경 심의에서 서비스업군에서 탈락되는 종목(110% 기준, Appendix 참고)이 발생되지 않는다면 원칙적으로 이마트의 편입이 불가능하지만 시총 순위가 50위 이내에 머무른다면 편입이 가능하다.

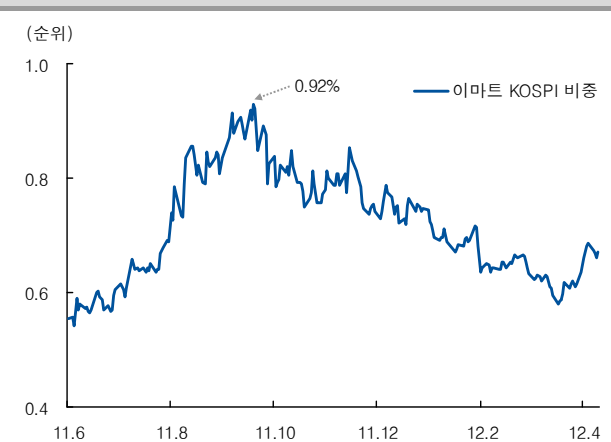
지난 2010년 생보사 상장 당시에도 대한생명이 3월 17일 상장되었고, 2010년 4월 30일 당시 KOSPI 시총 순위가 28위였음에도 불구하고 6월 정기 변경에서 편입되지 못했고 2011년 정기 변경에서 편입될 수 있었다. 삼성생명의 경우 2010년 5월 12일 상장된 후 KOSPI 비중은 1%를 상회했으나 30매매일 기준을 충족하지 못해 9월 선물옵션 만기일 익일에 특별 편입 규정을 적용해 K200에 편입된 바 있다.

그림 2. 이마트는 상장 이후 줄곧 시총 순위 50위 이내에 포함



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. KOSPI 비중 1% 상회한 적 없어 특별 편입 힘들어



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### III. 유동주식 비율 추정

#### 1. 유동주식 비율이 변하는 종목은 85개

금호석유와 SK C&C의 유동주식 비율 증가 돋보여. 일부 증권주는 우리사주 조합 비중 증가로 유동주식 비율 감소할 듯

매년 5월말에 발표되는 K200의 정기 변경은 종목의 편입/탈락뿐만 아니라 기존 구성 종목들에 대한 유동주식 비율의 업데이트가 병행된다. 최근의 사업보고서를 기준으로 기존 구성 종목들의 유동주식 비율의 변화를 추정한 결과 탈락이 예상되는 10종목을 제외한 190종목 중 유동주식 비율이 변하는 종목 수는 모두 85개였다.

유동주식 비율이 가장 크게 변하는 종목은 금호석유(4월 19일 기준, K200 유동시총 기준 순위 71 위)로 기존 40%에서 60%로 20%p 증가한다. 금호그룹 내 지분 정리로 특수관계인 지분율이 하락하면서 유동주식수가 증가한 것이 원인이다. SK C&C(65위)도 특수관계인 지분율이 축소되면서 유동주식 비율이 기존 35%에서 50%로 15%p 증가하는 것으로 조사되었다.

지난 해 유상증자로 우리사주 조합 비중이 증가하면서 대우증권(54위)과 우리투자증권(74위)의 유동주식 비율은 각각 -15%p(65% → 50%), -10%p(65% → 55%) 감소한다. 현대증권(90위)은 지난 해 자사주 비중이 증가하면서 유동주식 비율이 -15%p(65% → 50%) 감소한다.

유동주식 비율이 변하는 85개 종목 중 10%p 이상의 증감이 예상되는 종목은 19개였으며 나머지 66개 종목은 5%p 증감에 그쳤다. 전체 190종목(탈락 예상 종목 제외) 중 유동주식 비율이 증가하는 종목이 36개, 감소하는 종목은 49개로 예상된다.

전체적으로 증감 폭이 크지는 않았지만 190종목의 유동주식 비율 평균은 기존 57.8%에서 57.4%로 낮아지는 것으로 나타났다. 시가총액을 가중한 평균 역시 기존 67.1%에서 66.6%로 낮아졌다.

표 2. 유동주식 비율이 10%p 이상 증감할 것으로 예상되는 종목

(%, %p, 억원)

구분	코드	종목명	유동주식 비율		증감	시가총액	K200 비중 순위	사유
			현재	변경예상				
10%p 이상 증가	011780	금호석유	40	60	20	41,741	71	금호그룹내 지분정리로 인하여 특수관계인 지분을 축소
	034730	SK C&C	35	50	15	52,750	65	특수관계인 지분을 축소
	067250	STX조선해양	60	70	10	11,021	110	BW물량 전환
	000080	하이트진로	35	45	10	17,578	113	회사 합병에 따른 신주 배정으로 유동주식수 증가
	052690	한전기술	15	25	10	29,238	123	1대주주 한전의 일부지분매각
	051310	성진지오텍	55	65	10	6,274	131	산업은행의 우선주-보통주 전환으로 지분을 변동
	008060	대덕전자	60	70	10	5,490	135	신규임원 지분 추가
	007690	국도화학	65	75	10	2,934	158	특수관계인 지분을 축소
	025540	한국단자	60	70	10	2,250	176	자사주 매각
	010780	아이에스동서	25	35	10	3,804	184	유무상 증가, 자사주 처분, 우리사주 지분 감소
033530	세종공업	35	45	10	2,557	188	최대주주 지분 감소	
10%p 이상 감소	005940	우리투자증권	65	55	-10	23,512	74	유상증자 및 우리 사주 증가
	008000	웅진케미칼	50	40	-10	3,820	157	
	006800	대우증권	65	50	-15	40,348	54	유상증자 및 우리 사주 증가
	003450	현대증권	65	50	-15	16,405	90	자기주식 850만주 취득 (보통주 지분을 9.83%)
	000120	대한통운	55	40	-15	17,429	96	CJ의 대한통운 인수로 인한 최대주주 지분 증가
	003300	한일시멘트	70	55	-15	3,554	144	특수관계인 지분 대폭 증가
	004710	한솔테크닉스	85	70	-15	2,499	150	특수관계인 지분 증가
	001520	동양	40	20	-20	2,449	183	유증, 합병으로 인한 지분 변동

주: 시가총액과 K200 비중 순위는 4월 19일 기준

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

## 2. 신규 편입 종목들의 유동주식 비율 추정

### 신규 편입 종목들의 유동주식 비율 평균은 58%

금번 정기변경에서 K200에 편입될 것으로 예상되는 10개 종목의 유동주식 비율 평균은 58%로 탈락 예상 종목을 제외한 기존 190종목의 유동주식 비율의 평균(=57.8%)과 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

다만, 신규 편입 종목들의 유동주식 비율 평균은 탈락이 예상되는 10종목의 유동주식 비율 평균(52.5%)보다 높다. 이 때문에 신규 편입 종목들의 시가총액 합계는 탈락 예상 종목보다 5.8배가 크지만 유동주식 비율을 감안한 유동 시가총액 합계는 6.5배가 더 크다.

결론적으로 ① 신규 편입 종목들의 유동주식 비율이 기존 종목과 차이가 없고, ② 신규 편입 종목들의 시가총액이 탈락 종목보다 높은 데다 ③ 탈락이 예상되는 10종목의 유동주식 비율 평균(52.5%)보다 신규 편입 종목들의 유동주식 비율 평균이 높기 때문에 기존 종목들의 지수 구성 비중은 정기 변경 이후 전반적으로 낮아질 수 밖에 없다.

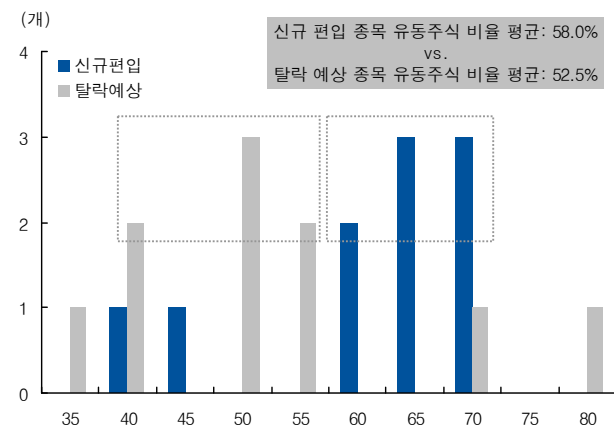
표 3. 신규 편입 종목들의 유동주식 비율 추정

(주, %)

코드	종목명	발행주식수	자사주	우리스주	최대주주 및 특수관계자 지분	유동주식수	유동주식비율	5% rule
011210	현대위아	25,730,119	0	1,578,736	10,553,600	13,597,783	52.8	55
060980	만도	18,214,033	214,545	427,801	5,680,879	11,890,808	65.3	70
082740	두산엔진	69,500,000	0	2,839,614	29,670,000	36,990,386	53.2	55
020150	일진머티리얼즈	39,200,000	0	164,745	24,838,638	14,196,617	36.2	40
103130	웅진에너지	62,093,120	0	0	23,746,858	38,346,262	61.8	65
128940	한미약품	7,512,061	7,750	0	3,005,649	4,498,662	59.9	60
005950	이수화학	15,278,000	145,450	123	6,125,929	9,006,498	59.0	60
009420	한올바이오파마	37,315,000	865,147	0	12,355,662	24,094,191	64.6	65
000430	대원강업	62,000,000	1,052,400	525,163	22,911,327	37,511,110	60.5	65
033920	무학	26,212,561	988,610	0	14,282,148	10,941,803	41.7	45

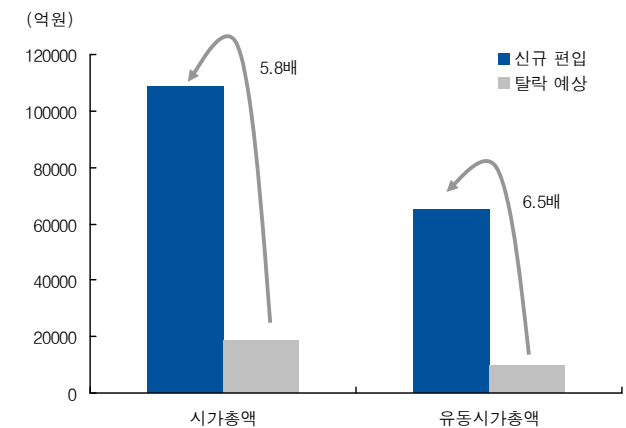
자료: 한국거래소 상장공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 유동주식 비율 평균: 신규 편입 종목 > 탈락 예상 종목



자료: 한국거래소 상장공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 신규 편입 종목들의 유동 시총은 탈락 예상 종목의 6.5배



자료: 한국거래소 상장공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

## IV. 종목 변경과 유동주식 비율 조정 이후의 구성 종목 비중 변화

### 1. 신규 편입 종목들의 K200 지수 구성 비중 예상

신규 편입 종목 중에서는  
현대 위아와 만도가 61위,  
63위로 데뷔할 전망

10개 종목의 K200 편입/탈락을 감안한 후 신규 편입 종목들의 K200 예상 비중을 계산한 결과 현대 위아가 0.328%로 신규 편입 종목 중에서 가장 높은 비중을 차지했다. K200 내 비중 순위는 61위였다. 다음이 만도였으며 예상 비중과 비중 순위는 각각 0.322%, 63위였다.

신규 편입 종목들의 예상 비중(유동시가총액 비중) 합계는 0.96%로 나타나 1%를 소폭 하회하는 것으로 나타났다. 지난 해 정기 변경 당시 신규 편입된 20종목들의 비중 합계가 1.6% 수준이었음을 감안하면 지난 해보다 신규 편입 종목들의 비중이 낮다.

K200을 추종하는 인덱스 자금이 통상 유동시총 상위 90~130 종목을 인덱스 바스켓으로 구성한다고 가정했을 때 금번 종목 교체에 따른 인덱스 편입 수요가 발생하는 종목은 현대위아, 만도, 두산엔진 정도에 그칠 것으로 판단된다. 나머지 종목들은 지수 편입 예상에 따른 투기적 가수요는 유입될 수 있지만 실수요는 유입되기 힘들다.

표 4. 신규 편입 종목들의 예상 비중 및 순위

(억원, %)

코드	종목명	시가총액	유동주식 비율	유동시가총액	비중	비중순위
011210	현대위아	40,010	55	22,006	0.328	61
060980	만도	30,873	70	21,611	0.322	63
082740	두산엔진	8,896	55	4,893	0.073	124
020150	일진머티리얼즈	5,488	40	2,195	0.033	158
103130	웅진에너지	4,727	65	3,073	0.046	141
128940	한미약품	4,811	60	2,887	0.043	144
005950	이수화학	3,835	60	2,301	0.034	154
009420	한올바이오파마	3,307	65	2,149	0.032	159
000430	대원강업	3,546	65	2,305	0.034	153
033920	무학	2,993	45	1,347	0.020	183
합계		108,486		64,766	0.964	

주: 4월 19일 기준. 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 2. 정기 변경 이후 K200의 유동 시가총액은 오히려 감소

기존 종목들의 유동주식  
비율이 지난 해보다  
감소하면서 종목 교체 불구  
K200 유동 시가총액은  
전년대비 소폭 감소할 듯

신규 편입되는 종목들이 탈락되는 종목보다 시가총액이 높기 때문에 정기 변경 이후 K200의 시가총액도 증가한다. 금번 정기 변경 이후 200종목의 시가총액 합계는 1,001조원에서 1,010조원으로 9조원(+0.9%) 증가할 전망이다. 그러나, 유동주식 비율 업데이트까지 감안한 K200의 유동 시가총액 합계는 오히려 기존 671.63조원에서 671.57조원으로 -600억원(-0.01%) 소폭 감소한다.

신규 편입 종목의 유동 시가총액은 탈락 종목보다 크지만 기존 종목(기존 200개 종목에서 탈락이 예상되는 10종목 제외)들의 유동주식 비율 수준이 정기 변경 전보다 감소하면서 유동 시가총액이 증가하지 못할 전망이다.

표 5. 정기 변경 전후의 K200 시가총액 변화

(조원)

	시가총액		유동시가총액	
	금액	증감	금액	증감
정기변경 전	1,000.75		671.63	
정기변경 후	1,009.74	+8.99 (+0.90%)	671.57	-0.06 (-0.01%)

주: 4월 19일 기준. 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 3. SK C&C와 금호석유의 비중 증가 폭이 가장 높아

기존 종목 중에서는 유동주식 비율 증가로 금호석유와 SK C&C의 비중 증가가 돋보여 탈락이 예상되는 10종목을 제외한 190개의 기존 종목들의 비중 변화를 예상한 결과 SK C&C와 금호석유의 비중이 각각 0.122%p, 0.116%p 증가해 가장 높은 증가 폭을 기록했다. 비중이 가장 많이 감소하는 종목은 POSCO였으며 -0.246%p 감소할 것으로 추정된다. 기존 종목의 비중 증감은 대부분 유동주식 비율의 변화가 원인이다.

한전기술의 경우 비중 증가로 K200 내 비중 순위가 기존 124위에서 110까지 상승할 것으로 예상되기 때문에 인덱스 자금의 신규 유입이 기대되며 대한통운의 경우 비중 감소로 95위에서 111위까지 하락할 수 있기 때문에 일부(110종목 이내로 인덱스를 추종하는) 인덱스 자금의 이탈이 우려된다.

표 6. 정기 변경 후 기존 종목들의 비중 증감

(억원, %, 위, %p)

구분	코드	종목명	시가총액	유동주식비율		유동시총 증감률	순위			K200 내 비중		
				기존	변경		기존	변경	등락	기존	변경	증감
비중증가 상위 20	034730	SK C&C	54,750	35	50	42.9	64	52	+12	0.285	0.408	+0.122
	011780	금호석유	38,846	40	60	50.0	73	60	+13	0.231	0.347	+0.116
	033780	KT&G	109,148	80	85	6.3	16	14	+2	1.300	1.381	+0.081
	023530	롯데쇼핑	105,863	30	35	16.7	46	38	+8	0.473	0.552	+0.079
	000810	삼성화재	100,198	75	80	6.7	20	18	+2	1.119	1.194	+0.075
	086280	현대글로벌비스	78,563	30	35	16.7	59	51	+8	0.351	0.409	+0.059
	052690	한전기술	28,359	15	25	66.7	124	110	+14	0.063	0.106	+0.042
	010060	OCI	52,349	65	70	7.7	40	39	+1	0.507	0.546	+0.039
	001300	제일모직	49,816	85	90	5.9	36	35	+1	0.630	0.668	+0.037
	029780	삼성카드	45,925	30	35	16.7	78	73	+5	0.205	0.239	+0.034
	016360	삼성증권	41,504	75	80	6.7	47	45	+2	0.463	0.494	+0.031
	009830	한화케미칼	35,071	55	60	9.1	63	64	-1	0.287	0.313	+0.026
	000080	하이트진로	17,474	35	45	28.6	114	104	+10	0.091	0.117	+0.026
	001040	CJ	22,271	45	50	11.1	94	90	+4	0.149	0.166	+0.017
	067250	STX조선해양	10,821	60	70	16.7	109	107	+2	0.097	0.113	+0.016
	001120	LG상사	17,616	70	75	7.1	85	82	+3	0.184	0.197	+0.013
	011070	LG이노텍	17,445	50	55	10.0	99	94	+5	0.130	0.143	+0.013
	115390	락앤락	16,308	30	35	16.7	120	120	0	0.073	0.085	+0.012
	004000	삼성정밀화학	13,648	65	70	7.7	98	95	+3	0.132	0.142	+0.010
	051310	상진지오텍	6,430	55	65	18.2	130	128	+2	0.053	0.062	+0.010
비중감소 상위 20	005490	POSCO	331,310	85	80	-5.9	3	3	0	4.193	3.947	-0.246
	009540	현대중공업	239,020	65	60	-7.7	9	10	-1	2.313	2.135	-0.178
	032830	삼성생명	189,000	50	45	-10.0	14	16	-2	1.407	1.266	-0.141
	096770	SK이노베이션	154,417	75	70	-6.7	12	12	0	1.724	1.610	-0.115
	035420	NHN	129,464	90	85	-5.6	11	11	0	1.735	1.639	-0.096
	000830	삼성물산	122,787	85	80	-5.9	13	13	0	1.554	1.463	-0.091
	006800	대우증권	40,348	65	50	-23.1	54	67	-13	0.390	0.300	-0.090
	017670	SK텔레콤	109,814	70	65	-7.1	18	21	-3	1.145	1.063	-0.082
	086790	하나금융지주	98,800	95	90	-5.3	15	15	0	1.397	1.324	-0.073
	010140	삼성중공업	94,428	75	70	-6.7	23	24	-1	1.054	0.984	-0.070
	028050	삼성엔지니어링	91,200	80	75	-6.3	21	22	-1	1.086	1.019	-0.068
	003600	SK	64,807	60	55	-8.3	38	40	-2	0.579	0.531	-0.048
	088350	대한생명	60,102	50	45	-10.0	48	55	-7	0.447	0.403	-0.045
	000120	대한통운	17,429	55	40	-27.3	95	111	-16	0.143	0.104	-0.039
	035250	강원랜드	51,881	65	60	-7.7	43	47	-4	0.502	0.464	-0.039
	003450	현대증권	16,405	65	50	-23.1	90	100	-10	0.159	0.122	-0.037
	005940	우리투자증권	23,512	65	55	-15.4	74	84	-10	0.228	0.193	-0.035
	000150	두산	35,573	35	30	-14.3	84	91	-7	0.185	0.159	-0.026
010520	현대하이스코	33,644	50	45	-10.0	69	75	-6	0.250	0.225	-0.025	
036460	한국가스공사	31,996	40	35	-12.5	82	89	-7	0.191	0.167	-0.024	

주: 4월 19일 기준

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

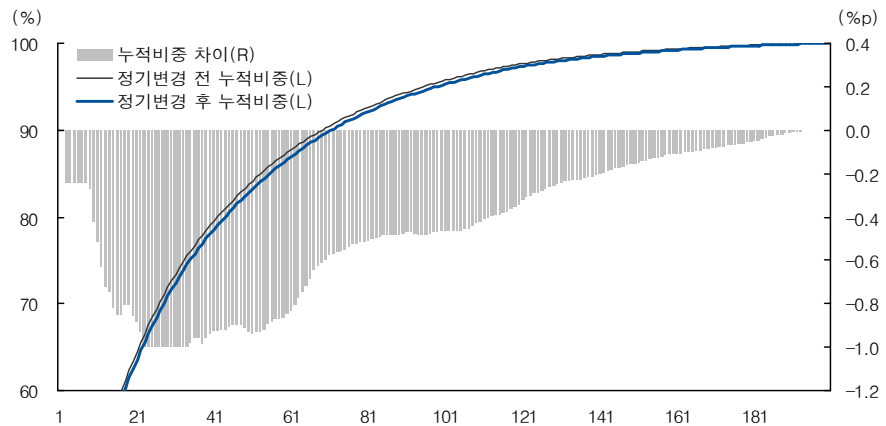
#### 4. 누적 비중의 90%를 차지하는 종목의 수는 69개에서 72개로 증가

기존 종목들의 비중 감소로  
누적 비중도 지난 해보다  
원만해져

신규 편입 종목들이 탈락 종목보다 높은 비중을 차지하며 지수에 편입되기 때문에 기존 비중 상위 종목들의 비중은 유동주식 비율이 증가하지 않는다면 정기 변경 이전보다 감소하게 된다. 이 때문에 기존 종목들의 누적 비중도 다소간 감소한다.

금번 정기 변경 이후 누적 비중 90%를 커버하는 종목의 수는 기존 69개에서 72개로 증가한다. 인덱스 투자 자금이 일반적으로 90~130 종목으로 지수를 추종한다고 가정했을 때 누적 시총 비중은 90종목일 때 94.23%에서 93.76%로, 130종목일 때는 98.19%에서 97.94%로 누적 비중이 감소한다.

그림 6. 누적 구성 비중은 정기 변경 이전보다 아래쪽으로 이동



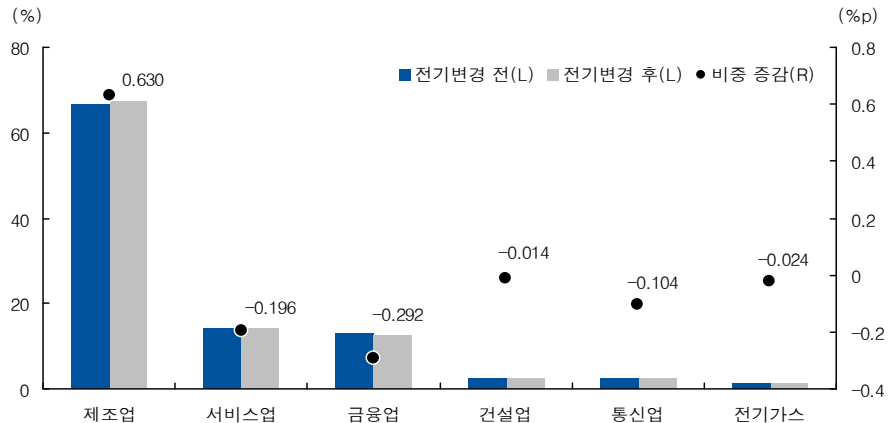
주: 비중이 높은 종목부터 누적. 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

#### 5. 제조업 비중 +0.63%p 증가

제조업 비중만 증가

금번에 신규 편입되는 종목이 모두 제조업이기 때문에 정기 변경 이후 업종별 비중에서는 제조업 비중이 +0.63%p 증가하는 반면 여타 업종의 비중은 모두 감소할 것으로 예상된다. 제조업 비중은 정기 변경 이전 66.68%에서 67.31%로 증가한다.

그림 7. 제조업 비중이 +0.63%p 증가하고 여타 업종의 비중은 모두 감소



주: 4월 19일 기준. 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 6. 정기 변경과 인덱스 바스켓 리밸런싱

120종목의 인덱스 바스켓을 가정했을 때 매수 강도가 강할 것으로 예상되는 종목은 하이트진로와 삼성카드

K200 지수의 구성 종목 변경 및 유동주식 비율 조정에 따른 비중 변화로 인덱스 추종 자금은 정기 변경과 함께 대대적인(?) 리밸런싱에 돌입하게 된다.

여기서는 4월 19일 기준 국내 투신사의 공사모 인덱스 펀드(ETF 포함)가 보유하고 있는 주식 보유 금액이 13조 1,927억원임을 감안해 전체 인덱스 리밸런싱 수요를 14조원으로 가정하고 수요를 추정했다<sup>2</sup>. 또한, 인덱스 추종 자금의 리밸런싱 수요는 K200의 전체 200종목이 아닌 120종목을 가정했다. 따라서, 리밸런싱 수요와 관련한 비중 변화도 200종목을 기준으로 한 비중 증감이 아닌 120종목의 비중 합계를 100으로 해 새롭게 계산하여 반영했다.

마지막으로 정기 변경에 따른 리밸런싱 매수/매도 수요의 개별 종목별 영향을 파악하기 위해 리밸런싱 수요에 최근 한 달간의 평균 일일 거래대금을 나눠 충격정도를 계산했다.

분석결과 매수 충격이 가장 강할 것으로 예상되는 종목은 하이트진로와 삼성카드였다. 한전기술은 정기 변경 후 순위가 120이 이내로 상승(124위→110위)하면서 새로운 인덱스 매수 수요가 발생한다는 가정 하에 상대적으로 높은 충격정도가 계산되었다. 매도 수요가 강할 것으로 예상되는 종목에서는 한진중공업, 한섬, 영풍이 있지만 이는 정기 변경 후 순위가 120위 밖으로 밀려나면서 인덱스 추종 자금이 전부 유출된다는 가정이기 때문에 다소간 과대 추정된 결과일 수 있다. 이를 제외했을 때 매도 충격이 강할 것으로 예상되는 종목은 대한통운, 대한생명, 현대증권, 대우증권 순이었다.

표 7. 120개 종목의 인덱스 바스켓을 가정했을 때 리밸런싱 수요 추정

(위, %, %p, 억원)

구분	코드	종목명	K200 비중 순위		정기변경 이전		정기변경 이후		인덱스 보유비중 증감	일평균 거래대금	매수/매도 수요	충격 정도
			변경 전	변경 후	K200 비중	인덱스 보유비중	K200 비중	인덱스 보유비중				
매수 충격정도 상위 10	000080	하이트진로	114	104	0.091	0.093	0.117	0.120	0.027	24	38	1.601
	029780	삼성카드	78	73	0.205	0.210	0.239	0.246	0.036	49	50	1.026
	034730	SK C&C	64	52	0.285	0.292	0.408	0.419	0.127	191	178	0.931
	052690	한전기술	124	110	0.063	0.000	0.106	0.109	0.109	206	152	0.738
	011780	금호석유	73	60	0.231	0.237	0.347	0.357	0.120	315	168	0.532
	023530	롯데쇼핑	46	38	0.473	0.485	0.552	0.567	0.083	233	116	0.497
	086280	현대글로비스	59	51	0.351	0.360	0.409	0.421	0.061	207	86	0.416
	000810	삼성화재	20	18	1.119	1.146	1.194	1.227	0.081	282	113	0.401
	033780	KT&G	16	14	1.300	1.332	1.381	1.420	0.088	309	124	0.400
	069260	휴켄스	117	119	0.079	0.081	0.086	0.088	0.007	26	10	0.380
매도 충격정도 상위 10	004370	농심	106	112	0.113	0.115	0.102	0.105	-0.010	19	-14	-0.743
	000100	유한양행	89	92	0.163	0.167	0.153	0.158	-0.009	16	-13	-0.816
	032830	삼성생명	14	16	1.407	1.442	1.266	1.302	-0.140	208	-195	-0.940
	006800	대우증권	54	67	0.390	0.400	0.300	0.309	-0.091	113	-128	-1.134
	003450	현대증권	90	100	0.159	0.163	0.122	0.126	-0.037	39	-52	-1.336
	088350	대한생명	48	55	0.447	0.458	0.403	0.414	-0.044	46	-62	-1.356
	097230	한진중공업	116	121	0.083	0.085	0.083	<b>0.000</b>	-0.085	74	-119	-1.616
	000120	대한통운	95	111	0.143	0.146	0.104	0.107	-0.040	17	-55	-3.183
	020000	한섬	119	123	0.075	0.077	0.075	<b>0.000</b>	-0.077	29	-108	-3.714
	000670	영풍	118	122	0.077	0.079	0.077	<b>0.000</b>	-0.079	7	-110	-
											14.821	

주: 1) 4월 19일 기준. 2) 인덱스 펀드가 120종목으로 지수를 추종한다고 가정하고 인덱스 보유 비중을 추정  
 3) 충격정도 = 매수/매도 수요에서 일평균 거래대금(4월 19일 기준 한 달간의 일일 거래대금 평균)을 나눈 값  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

<sup>2</sup> 액티브 펀드에서 발생할 수 있는 일부 리밸런싱 수요 및 국민연금 인덱스 투자 수요를 반영. 다만, 국민연금의 경우 인덱스 투자 규모가 크게 축소된 것으로 알려지고 있다(“국민연금 관계자는 2009년 말 2조원에 달하던 인덱스형 투자를 거의 없애는 대신 액티브펀트를 늘렸다고 언급”. 매일경제 2012년 4월 5일자)

표 8. 130개 종목의 인덱스 바스켓을 가정했을 때 리밸런싱 수요 추정

(위, %, %p, 억원)

구분	코드	종목명	K200 비중 순위		정기변경 이전		정기변경 이후		인덱스 보유비중 증감	일평균 거래대금	매수/매도 수요	충격 정도
			변경 전	변경 후	K200 비중	인덱스 보유비중	K200 비중	인덱스 보유비중				
매수 충격정도 상위 10	003240	태광산업	128	127	0.055	0.056	0.064	0.066	0.010	8	13	1.749
	000080	하이트진로	114	104	0.091	0.093	0.117	0.120	0.027	24	38	1.585
	051310	성진지오텍	130	128	0.053	0.054	0.062	0.064	0.010	13	14	1.067
	029780	삼성카드	78	73	0.205	0.209	0.239	0.244	0.035	49	50	1.014
	034730	SK C&C	64	52	0.285	0.291	0.408	0.416	0.126	191	176	0.923
	011780	금호석유	73	60	0.231	0.236	0.347	0.354	0.119	315	166	0.527
	023530	롯데쇼핑	46	38	0.473	0.482	0.552	0.563	0.082	233	114	0.491
	086280	현대글로벌비스	59	51	0.351	0.357	0.409	0.418	0.061	207	85	0.410
	000810	삼성화재	20	18	1.119	1.140	1.194	1.219	0.079	282	111	0.392
	033780	KT&G	16	14	1.300	1.324	1.381	1.411	0.086	309	121	0.391
매도 충격정도 상위 10	004370	농심	106	112	0.113	0.115	0.102	0.105	-0.010	19	-14	-0.746
	000100	유한양행	89	92	0.163	0.166	0.153	0.157	-0.009	16	-13	-0.824
	032830	삼성생명	14	16	1.407	1.433	1.266	1.293	-0.140	208	-196	-0.943
	006800	대우증권	54	67	0.390	0.398	0.300	0.307	-0.091	113	-127	-1.131
	003450	현대증권	90	100	0.159	0.162	0.122	0.125	-0.037	39	-52	-1.332
	088350	대한생명	48	55	0.447	0.456	0.403	0.411	-0.044	46	-62	-1.360
	068870	LG생명과학	126	132	0.058	0.059	0.058	<b>0.000</b>	-0.059	29	-83	-2.807
	000120	대한통운	95	111	0.143	0.145	0.104	0.106	-0.039	17	-55	-3.172
	004490	세방전지	127	133	0.056	0.057	0.056	<b>0.000</b>	-0.057	9	-80	-8.760
	005180	빙그레	129	137	0.055	0.056	0.050	<b>0.000</b>	-0.056	5	-78	-14.804

주: 1) 4월 19일 기준. 2) 인덱스 펀드가 130종목으로 지수를 추종한다고 가정하고 인덱스 보유 비중을 추정  
 3) 충격정도 = 매수/매도 수요에서 일평균 거래대금(4월 19일 기준 한 달간의 일일 거래대금 평균)을 나눈 값  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 7. 신규 편입 종목들의 리밸런싱 매수 수요 추정

신규 편입 종목 중에서는 현대위아보다 만도의 매수 강도가 강할 듯

120종목의 인덱스 바스켓을 가정할 리밸런싱 규칙을 신규 편입 종목에도 똑같이 적용했을 때 신규 편입 종목 중 리밸런싱 매수 수요가 발생할 수 있는 종목은 현대위아와 만도 밖에 없다. 두산엔진의 경우 편입 시 예상되는 K200 비중 순위가 124위이기 때문에 만약 130종목으로 인덱스 바스켓을 구성하는 인덱스 바스켓이라면 매수 수요가 발생할 수 있다.

이들 세 종목을 제외한 나머지 종목들은 모두 비중 순위가 140위 밖이기 때문에 실제 인덱스 자금의 리밸런싱 매수 수요는 미미할 것으로 판단된다.

표 9. 신규 편입 종목의 리밸런싱 매수 수요 추정(인덱스 바스켓 120종목 & 130종목 가정 시)

(위, %, 억원)

인덱스 바스켓 120종목 가정							
코드	종목명	예상			일평균거래대금	매수 수요	충격정도
		비중순위	K200 비중	인덱스 보유비중			
060980	만도	63	0.322	0.331	256	463	1.808
011210	현대위아	61	0.328	0.337	522	473	0.906
인덱스 바스켓 130종목 가정							
코드	종목명	예상			일평균거래대금	매수 수요	충격정도
		비중순위	K200 비중	인덱스 보유비중			
060980	만도	63	0.322	0.335	256	470	1.834
011210	현대위아	61	0.328	0.335	522	468	0.897
082740	두산엔진	124	0.073	0.074	26	106	4.118

주: 4월 19일 기준이며 인덱스 보유비중은 120, 130개의 인덱스 바스켓을 가정한 비중. 충격정도 = 매수 수요 / 최근 한달 간의 일평균 거래대금  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

## V. K200지수 정기 변경을 활용한 'Event-Driven' 전략

### 1. 정기 변경 공시일과 변경일 전후 편입/탈락 종목의 수익률 흐름

#### 1) '공시일' 전후의 수익률 흐름

과거 5년간에 걸쳐 편입 종목들과 탈락 종목들에 대해 K200지수 변경 공시일 전후의 지수 대비 초과 수익률을 관찰해본 결과, 평균적인 수익률 흐름은 다음의 4가지로 요약된다.

신규 편입 종목들의 공시 전 20일간 누적 초과 수익률: +8.47%

첫째, 신규편입 종목들은 이미 공시일 이전부터 지수 대비 초과 수익률이 관찰되기 시작했으나 초과 수익률 크기는 최근 들어 감소하는 추세였다.

편입 제외 종목들의 공시 전 5일간 누적 초과 수익률: -2.29%

둘째, 탈락 종목들은 공시일에 가까워지면서 뚜렷한 '- ' 초과 수익률이 관찰되었고, '- ' 초과 수익률 크기는 점차 증가하는 추세였다.

셋째, 초과 수익률이 발생하는 시기가 점차 빨라지는 추세다. 이는 정기 변경에 대한 예상이 빠르게 확산되면서 이에 맞춰 일부 투기성 가수요가 선행 매매에 나섰기 때문인 것으로 판단된다.

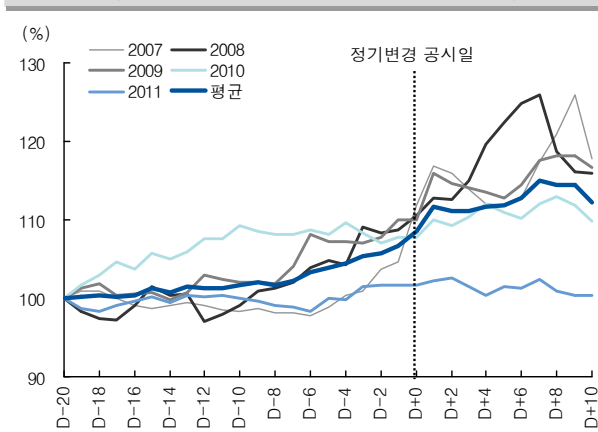
넷째, 정기 변경 공시일 이후에도 실제 변경일까지 단기적으로 초과 수익률이 발생하지만 초과 수익률의 크기는 공시 전에 비해 작은 편이었다

표 10. 신규 편입 종목과 편입 제외 종목들의 공시일 전후 누적 초과 수익률 추이 (%)

년도	신규 편입				탈락			
	D-20일	D-10일	D-5일	D+5일	D-20일	D-10일	D-5일	D+5일
2007	11.84	13.72	13.17	0.04	9.15	0.43	-1.29	-2.10
2008	10.58	11.69	5.45	10.66	6.03	3.58	0.66	0.19
2009	10.01	7.75	2.54	2.46	3.63	3.80	-1.79	-5.63
2010	7.71	-1.49	-0.44	2.95	-7.45	-7.82	-6.52	-3.90
2011	1.69	1.67	1.74	-0.22	-7.81	-3.71	-2.56	1.38
평균	8.47	6.61	4.46	3.18	0.58	-0.78	-2.29	-2.11

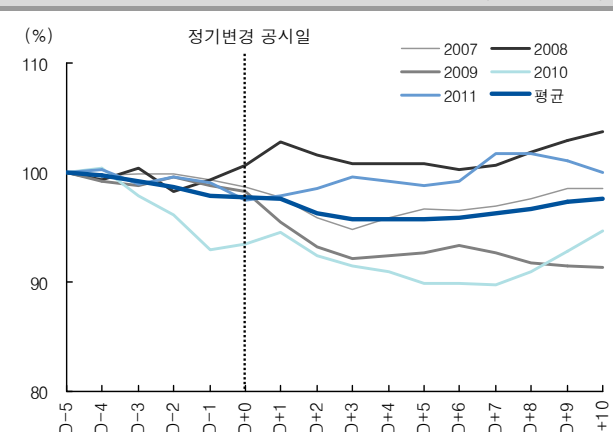
주: 1) 초과 수익률은 KOSPI200 지수 대비  
 2) D-N일은 변경 종목들의 공시 -N일 전(영업일 기준)부터 공시일까지 누적 초과 수익률의 평균  
 3) D+N일은 변경 종목들의 공시일부터 공시 +N일 후(영업일 기준)까지 누적 초과 수익률의 평균  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 신규 편입 종목은 공시 한 달 전부터 초과 수익률 발생



주: 공시일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률(KOSPI200 대비)  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 편입 제외 종목의 공시 전 약세 흐름은 점차 강화되는 추세



주: 공시일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률(KOSPI200 대비)  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

2) '변경일' 전후의 수익률 흐름

실제 K200 구성 종목 변경일은 6월 선물 만기 익일로 보통 5월말에 이루어지는 공시일과 평균적으로 10일 정도의 차이를 가진다. 변경일 전후의 초과 수익률 특징은 다음 2가지로 요약된다.

**편입 종목의 초과 수익률은 변경 1일 전부터 '-로 반전**

첫째, 평균적으로 신규 편입 종목 바스켓의 일별 초과 수익률은 실제 변경일 하루 전부터 '-로 반전한다. 따라서 누적 초과 수익률이 최고를 나타내는 시점은 변경 2일 전이 되는 셈이다.

**탈락 종목의 초과 수익률은 변경 4일 전부터 '-로 반전**

둘째, 마찬가지로 탈락 종목 바스켓의 일별 초과 수익률은 변경 3일 전부터 '+로 반전하므로 누적 초과 수익률은 변경 4일전에 최저점을 나타낸다.

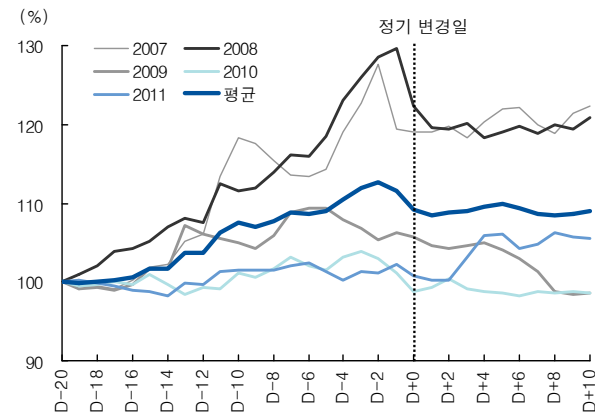
이는 실수요에 해당하는 인덱스 펀드의 매수가 대략 만기 주간 들어서 시작되는 반면, 이미 공시일 이전부터 시작된 투기성 가수요는 실제 변경일 직전 대거 조기 청산한 탓에 나타난 결과로서 신규 편입 종목과 탈락 종목들의 최적 진입 및 청산 시점이 다를 수 있음을 보여준다.

표 11. 신규 편입 종목과 편입 제외 종목들의 정기 변경일 전후 누적 초과 수익률 추이 (%)

년도	신규 편입				탈락			
	D-20일	D-10일	D-5일	D+10일	D-20일	D-10일	D-5일	D+10일
2007	19.12	0.61	4.16	2.65	1.97	-1.50	-1.60	-0.30
2008	22.29	9.59	3.19	-1.22	6.03	0.11	-0.35	13.83
2009	5.66	0.65	-3.35	-6.77	-12.92	1.78	4.36	-0.41
2010	-1.15	-2.32	-2.63	-0.32	-4.76	0.62	0.14	-0.94
2011	0.75	-0.74	-0.55	4.69	-0.34	-0.40	-0.14	-1.00
평균	9.34	1.56	0.16	-0.19	-2.00	0.12	0.46	2.24

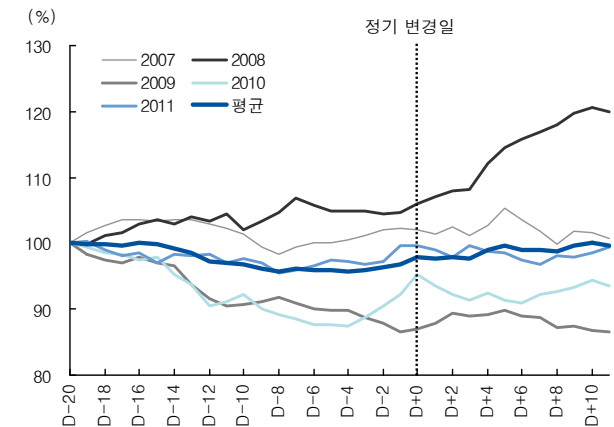
주: 1) 초과 수익률은 KOSPI200 지수 대비  
 2) D-N일은 변경 종목들의 정기 변경 -N일 전(영업일 기준)부터 변경일까지 누적 초과 수익률의 평균  
 3) D+N일은 변경 종목들의 정기 변경일부터 변경 +N일 후(영업일 기준)까지 누적 초과 수익률의 평균  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 편입 종목의 누적 초과 수익률의 최고점은 변경 -2일 전



주: 정기 변경일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률(KOSPI200 대비)  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 제외 종목의 누적 초과 수익률의 최저점은 변경 -4일 전



주: 정기 변경일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률(KOSPI200 대비)  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

## 2. '편입'/'탈락' 바스켓에 대한 롱-숏(Long-Short) 전략

앞서 제시한 과거 5년간의 경험에 따르면 편입 종목 바스켓의 '+' 초과 수익률과 편입 제외 종목 바스켓의 '-' 초과 수익률이 유의하게 나타나므로 이들 종목들간에 롱-숏(Long-Short) 전략을 구사하면 보다 안정적으로 더 높은 수익률을 얻을 수 있다.

**'편입 종목 매수+탈락 종목 공매도' 포지션으로 롱-숏 전략 구사하면 변경 전 20일간 누적 수익률은 +11.34%**

실제 변경 20영업일 전 증가로 롱-숏 포지션에 진입해서 변경일 증가로 청산했을 때 누적 수익률은 과거 5년간 평균 +11.34%에 달했다. 주의할 것은 변경 하루 전부터 일간 수익률이 '-'로 반전되며, 변경 당일 수익률 하락이 가장 크다는 점이다.

때문에 반드시 '편입 종목 매수+탈락 종목 공매도' 포지션을 만기 2일전의 증가에 청산하고 동시에 '편입 종목 공매도+탈락 종목 매수' 포지션으로 전환해야 변경일 전후의 수익을 모두 얻을 수 있다.

**표 12. 편입-탈락 바스켓 간의 롱-숏 수익률: 변경일 전 20일간 평균 +11.34% 누적 수익률 (%)**

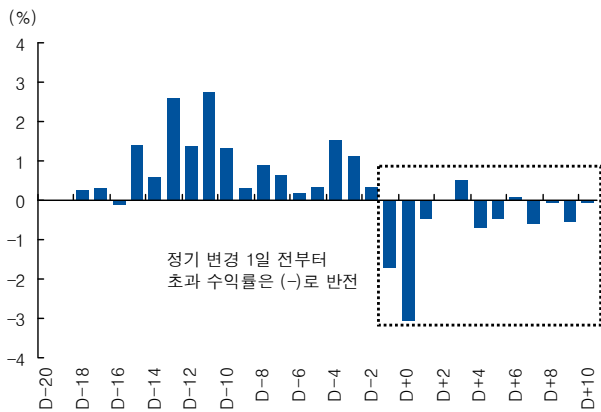
년도	일간 수익률 평균			일간 수익률 표준편차			수익률 평균/표준편차			변경 전 20일 누적 수익률		
	편입	탈락	편-탈	편입	탈락	편-탈	편입	탈락	편-탈	편입	탈락	편-탈
2007	1.36	0.55	0.82	2.59	1.13	3.05	0.53	0.49	0.27	30.32	11.42	16.63
2008	0.60	-0.13	0.73	1.79	1.12	2.29	0.34	-0.12	0.32	12.45	-2.68	15.15
2009	0.44	-0.54	0.97	1.67	2.06	2.13	0.26	-0.26	0.46	8.81	-10.57	20.86
2010	0.02	-0.16	0.18	1.58	2.50	2.20	0.01	-0.07	0.08	0.06	-3.82	3.18
2011	-0.13	-0.18	0.05	1.72	0.97	1.33	-0.08	-0.19	0.04	-2.82	-3.65	0.88
평균	0.46	-0.09	0.55	1.87	1.55	2.20	0.21	-0.03	0.23	9.43	-1.92	11.34

주: 1) 일간 수익률 평균은 변경일 -20일 영업일 전부터 변경일까지 일간 수익률의 단순 평균

2) 바스켓의 수익률은 동일 가중 평균

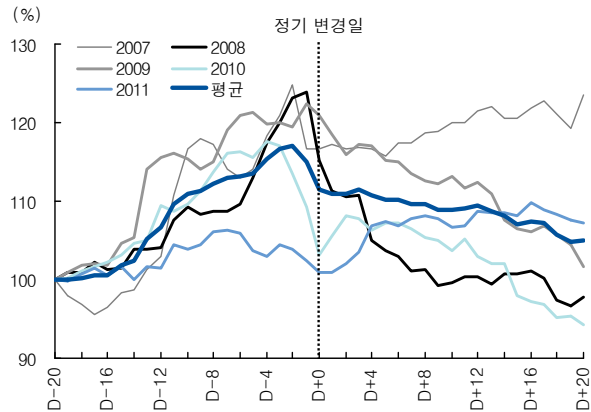
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

**그림 12. 정기 변경 -1일 전부터 (-)로 반전하는 롱-숏 수익률**



주: 정기 변경일(D+0)일을 기준으로 롱-숏 바스켓의 일간 수익률 추이  
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

**그림 13. 롱-숏 누적 수익률의 최고점은 정기 변경일 -2일 전**



주: 정기 변경일 20영업일 전을 기준(100)으로 한 누적 수익률  
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 3. '편입'/'탈락' 바스켓 구성 방식에 따른 수익률 분석

한편, 롱-숏 바스켓은 ① 동일한 비율로 구성 종목을 매수 혹은 매도하거나, ② 시가총액 비중에 따라 바스켓을 구성하는 방법이 있다.

#### 롱-숏 바스켓 구성 방법은 시가총액 가중 방식이 동일 가중 방식 보다 효과적

과거 5년간에 대해 상기의 2가지 방법들을 적용해 본 결과, 시가총액 가중 방식으로 바스켓을 구성하는 것이 가장 효과적이었다. 시가총액 가중 방식으로 구성된 신규 편입 종목 바스켓을 매수하고 탈락 종목 바스켓을 공매도했을 때 변경 전 20일 동안 각각 +12.85%와 +4.68%의 평균 누적 초과 수익률을 얻을 수 있었다. 따라서 시가 총액 가중 방식의 롱-숏 바스켓 수익률은 +17.53%가 되며 이는 동일 가중 방식으로 구성했을 때보다 +6%p 이상 높은 수익률이다<표 13 참조>.

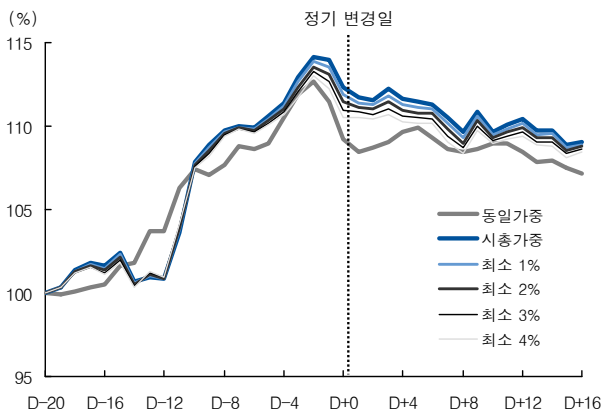
그러나 시가총액 가중 방식의 경우 시가총액이 큰 소수 종목들의 수익률이 바스켓 전체 수익률을 좌우하기 때문에 수익률의 변동성이 커질 수 있다. 따라서 종목별로 최소 편입 가중치만큼 편입한 후 나머지는 시가총액 비중으로 바스켓을 구성하는 방안도 생각해 볼 수 있다.

표 13. 바스켓 구성 가중 방식에 따른 수익률 비교: 시가총액 가중 방식이 이상적 (%)

년도	변경 전 20일간 누적 초과 수익률									
	편입 바스켓					탈락 바스켓				
	동일가중	시가비중	최소 가중치			동일가중	시가비중	최소 가중치		
1%			2%	4%	1%			2%	4%	
2007	19.12	39.59	38.58	37.56	35.52	1.97	-7.19	-6.21	-5.22	-3.22
2008	22.29	7.26	7.98	8.71	10.16	6.03	7.91	7.65	7.38	6.86
2009	5.66	13.94	13.21	12.49	11.05	-12.92	-11.68	-11.84	-12.01	-12.35
2010	-1.15	-0.05	-0.03	-0.01	0.03	-4.76	-9.98	-9.45	-8.92	-7.87
2011	0.75	3.50	2.21	0.94	-1.58	-0.34	-2.47	-2.04	-1.61	-0.76
평균	9.34	12.85	12.39	11.94	11.04	-2.00	-4.68	-4.38	-4.08	-3.47

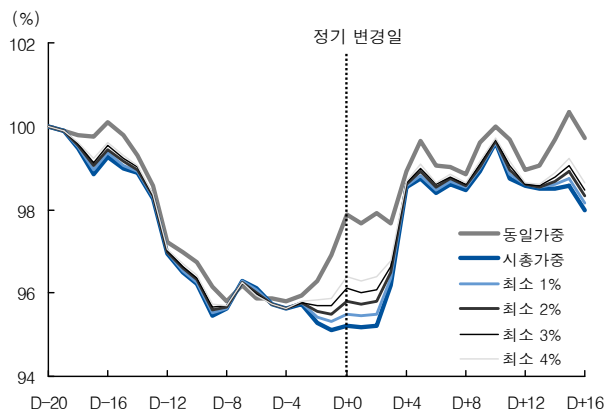
주: 최소 가중 방식은 종목당 최소 가중치만큼 바스켓에 편입한 후 나머지는 시가총액 가중방식으로 편입  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 신규 편입 종목 바스켓: 시총 가중 방식이 가장 이상적



주: 정기 변경일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률의 과거5년 평균  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 탈락 종목 바스켓: 공매도에 시총 가중이 가장 이상적



주: 정기 변경일 20영업일 전을 기준으로 한 누적 초과 수익률의 과거5년 평균  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

4. 최적의 진입, 청산 시점

신규편입 바스켓이 최적 진입 시점은 변경 50일 전  
편입제외 바스켓의 최적 진입 시점은 변경 20일 전

과거 5년의 경험에 따르면, 편입 종목으로만 바스켓을 구성하는 경우에는 실제 변경 50일 전(영업일 기준)이 최적의 진입 시점이었으며, 탈락 종목에 대한 공매도만으로 바스켓을 구성한다면 변경 20일 전에 포지션에 진입하는 것이 가장 수익률이 높았다. 이는 작년과 비교해 각각 5일씩 빨라진 것으로 정기 변경 이벤트를 활용한 전략의 진입 시점이 점차 빨라지고 있음을 시사한다<표 14, 15 참조>.

한편, 편입과 탈락 종목을 모두 이용한 롱-숏 바스켓을 구성할 때는 실제 변경 50일 전에 진입하는 것이 가장 최적이었다. 청산 시점은 신규 편입 종목의 경우 변경 2일 전, 탈락 종목의 경우 변경 4일 전이 가장 바람직했으며, 롱-숏 바스켓을 구성할 경우 변경 2일 전 청산이 최적의 결과를 보여주었다.

표 14. 신규 편입 종목 바스켓의 진입, 청산 시점에 따른 누적 수익률: 편입 50일 전 진입, 2일 전 청산(%)

구분	진입 시점										
	D-55	D-50	D-45	D-40	D-35	D-30	D-25	D-20	D-15	D-10	
청산 시점	D-5	16.1	17.0	16.5	13.6	13.0	10.8	11.0	8.9	7.2	1.38
	D-4	17.8	18.7	18.2	15.3	14.7	12.5	12.7	10.5	8.7	2.88
	D-3	19.2	20.2	19.7	16.7	16.1	13.9	14.1	11.9	10.1	4.14
	D-2	20.1	21.0	20.5	17.6	16.9	14.7	14.9	12.7	10.9	4.89
	D-1	18.8	19.7	19.2	16.3	15.6	13.4	13.6	11.5	9.7	3.75
	D+0	16.4	17.3	16.8	13.9	13.3	11.1	11.3	9.2	7.4	1.62
	D+1	15.6	16.5	16.0	13.1	12.5	10.4	10.5	8.4	6.7	0.93
	D+2	15.9	16.8	16.3	13.4	12.8	10.6	10.8	8.7	6.9	1.19

주: 1) D-N 일은 정기 변경일 N 영업일 전, D+N 일은 정기 변경일 N 영업일 후  
2) 진입시점에서 청산시점까지 일별 수익률을 복리로 계산한 누적 수익률의 과거 5년간 평균  
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

표 15. 탈락 종목 바스켓의 진입, 청산 시점에 따른 누적 수익률: 제외 20일 전 진입, 4일 전 청산 (%)

구분	진입 시점										
	D-55	D-50	D-45	D-40	D-35	D-30	D-25	D-20	D-15	D-10	
청산 시점	D-5	-0.3	-1.8	-1.5	-3.0	-4.0	-1.5	-2.8	-4.2	-3.9	-0.9
	D-4	-0.3	-1.9	-1.6	-3.1	-4.1	-1.6	-2.9	-4.3	-4.0	-1.0
	D-3	-0.2	-1.7	-1.5	-3.0	-3.9	-1.5	-2.8	-4.2	-3.9	-0.8
	D-2	0.2	-1.4	-1.1	-2.6	-3.6	-1.1	-2.4	-3.8	-3.5	-0.5
	D-1	0.8	-0.7	-0.4	-2.0	-3.0	-0.5	-1.8	-3.2	-2.9	0.2
	D+0	1.8	0.3	0.6	-1.0	-2.0	0.5	-0.8	-2.2	-1.9	1.2
	D+1	1.6	0.1	0.3	-1.2	-2.2	0.3	-1.0	-2.4	-2.1	1.0
	D+2	1.9	0.3	0.6	-1.0	-2.0	0.5	-0.8	-2.2	-1.9	1.2

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

표 16. 편입-탈락 롱-숏 전략의 진입, 청산 시점에 따른 누적 수익률: 변경 50일 전 진입, 2일 전 청산 (%)

구분	진입 시점										
	D-55	D-50	D-45	D-40	D-35	D-30	D-25	D-20	D-15	D-10	
청산 시점	D-5	16.3	18.8	18.0	16.7	17.0	12.4	13.9	13.2	11.1	2.3
	D-4	18.1	20.6	19.8	18.4	18.7	14.1	15.6	14.8	12.7	3.8
	D-3	19.4	21.9	21.1	19.7	20.0	15.3	16.8	16.1	13.9	5.0
	D-2	19.9	22.4	21.6	20.2	20.5	15.8	17.3	16.5	14.4	5.4
	D-1	18.0	20.4	19.7	18.3	18.6	13.9	15.4	14.7	12.5	3.6
	D+0	14.5	17.0	16.2	14.9	15.2	10.6	12.1	11.4	9.3	0.4
	D+1	13.9	16.4	15.6	14.3	14.7	10.0	11.5	10.9	8.8	0.0
	D+2	14.0	16.5	15.7	14.4	14.7	10.1	11.6	10.9	8.8	0.0

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

### 5. 바스켓 구성 종목의 압축

자본이 충분하다면 편입 종목을 모두 포함하는 바스켓을 시가 총액 기준치로 구성하는 것이 바람직하지만 실제로는 ‘자본의 부족’ 혹은 ‘선택과 집중을 통한 수익률 극대화’ 등을 위해 구성 종목 수를 줄이는 경우도 있을 것이다. 그렇다면 이때 어떻게 종목을 선정해야 할까?

이를 위해 종목별로 시가총액, 거래대금 등의 요인들과 초과 수익률의 관계를 활용하여 바스켓 구성 종목을 압축할 수 있는 방안을 생각해 봤다.

**유동 시가총액이 큰  
종목일수록 더 높은 초과  
수익률 달성**

과거 5년간을 살펴본 결과, 시가총액이 높은 종목일수록 더 높은 초과 수익률을 보였다. 또한 단순한 시가총액보다 유동 주식 비율을 고려한 유동 시가총액을 기준으로 종목을 나눴을 때 성과 차이가 더욱 뚜렷했다. 유동 시가총액이 높은 종목일수록 인덱스 펀드에 의한 실수요가 발생할 가능성이 높고 이러한 종목일수록 투기적 가수요 역시 선호할 것이기 때문이다<표 17 참조>.

**정기 변경일에 가까워질수록  
유동 시가총액 상·하위  
종목간에 성과 차이 뚜렷해져**

유동 시가총액으로 종목을 구분하고 정기 변경일을 기준으로 기간별 초과 수익률을 살펴보면 정기 변경일에 가까워질수록 상·하위의 성과가 더욱 차별화됐다<표 19 참조>. 정기 변경일 이전 5일 동안 상위 바스켓의 초과 수익률은 일 평균 +0.57%였던 반면에 하위 바스켓의 일 평균 초과 수익률은 -0.45%였다. 이는 정기 변경일이 있는 주간에 유동 시총 상위 종목들은 인덱스 펀드들의 실수요가 뒷받침되어 상승한 반면 하위 종목들은 가수요가 이탈하면서 하락한 것으로 해석할 수 있다.

**표 17. 팩터에 의한 신규 편입 종목 초과 수익률 (%)**

팩터(Factor)	일 평균			일 표준편차			평균/표준편차		
	상위	중위	하위	상위	중위	하위	상위	중위	하위
주가	0.50	0.29	0.40	0.70	1.18	0.95	0.71	0.24	0.42
거래량	0.45	0.43	0.32	1.12	0.86	0.80	0.41	0.50	0.40
거래대금	0.38	0.41	0.30	0.79	0.93	0.83	0.48	0.44	0.36
시가총액	0.44	0.41	0.32	0.80	0.96	0.92	0.55	0.43	0.35
<b>유동 시가총액</b>	<b>0.51</b>	<b>0.35</b>	<b>0.33</b>	<b>0.82</b>	<b>0.98</b>	<b>0.96</b>	<b>0.62</b>	<b>0.36</b>	<b>0.34</b>

주: 1) 상위, 중위, 하위는 편입 종목들을 팩터를 기준으로 정렬했을 때 각각 상위 1/3, 중위 1/3, 하위 1/3  
 2) 팩터는 변경 공시일을 기준으로 이전 60일 평균값을 이용  
 3) 수익률 통계는 변경일을 기준으로 이전 40영업일 동안의 K200 지수 대비 일별 초과 수익률을 이용해 계산  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

**표 18. 유동 시가총액 팩터의 연도별 초과 수익률: 상위와 하위의 평균 및 평균/표준편차의 차이 뚜렷 (%)**

년도	일 평균			일 표준편차			평균/표준편차		
	상위	중위	하위	상위	중위	하위	상위	중위	하위
2007	0.37	0.67	0.11	2.02	3.10	2.81	0.18	0.22	0.04
2008	0.50	0.33	0.43	2.53	1.62	2.46	0.20	0.20	0.18
2009	0.60	0.37	0.28	2.07	1.54	2.53	0.29	0.24	0.11
2010	0.45	0.01	0.14	2.15	1.46	1.56	0.21	0.01	0.09
2011	0.28	0.02	0.20	1.14	1.91	1.19	0.25	0.01	0.17

주: 수익률 통계는 변경일을 기준으로 이전 40영업일 동안의 K200 지수 대비 일별 초과 수익률을 이용해 계산  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

**표 19. 유동 시가총액 팩터의 기간별 초과 수익률: 정기 변경일에 가까워질수록 상·하위 성과 차이 뚜렷 (%)**

기간	일 평균			일 표준편차			평균/표준편차		
	상위	중위	하위	상위	중위	하위	상위	중위	하위
D-40	0.43	0.26	0.24	1.02	1.03	1.02	0.42	0.26	0.23
D-20	0.56	0.38	0.24	1.29	1.28	1.11	0.44	0.29	0.21
D-10	0.53	0.03	0.11	1.72	1.14	1.01	0.31	0.03	0.11
<b>D-5</b>	<b>0.57</b>	<b>0.02</b>	<b>-0.45</b>	<b>2.22</b>	<b>1.35</b>	<b>0.89</b>	<b>0.26</b>	<b>0.02</b>	<b>-0.51</b>

주: D-N은 정기 변경 N영업일 전부터 정기 변경일까지 기간  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

이번 정기 변경일에 유동 시가총액에 의한 매수 추천 종목은 신규 편입이 예상되는 10종목 가운데 상위 4종목에 해당하는 만도, 현대위아, 두산엔진, 웅진에너지 등이다<표 20 참조>.

**표 20. 유동 시총 기준으로 정렬한 편입 예상 종목: 만도, 현대위아, 두산엔진, 웅진 에너지** (원, 주, 억원)

코드	종목명	주가	거래량	거래대금	시가총액	유동 시가총액
060980	만도	168,925	193,016	327	30,768	20,092
011210	현대위아	138,467	320,468	441	35,628	18,811
082740	두산엔진	13,443	462,029	64	9,343	4,970
103130	웅진에너지	7,102	4,749,301	347	4,601	2,844
128940	한미약품	59,003	22,408	13	4,654	2,788
020150	일진머티리얼즈	16,043	334,585	55	6,289	2,277
005950	이수화학	27,313	121,610	33	3,773	2,226
009420	한올바이오파마	9,150	298,239	28	3,415	2,206
000430	대원강업	5,261	110,727	6	3,262	1,973
033920	무학	11,776	137,609	16	3,089	1,288

주: 주가, 거래대금, 시가총액, 유동 시가총액은 4월 23일 기준으로 60일 평균 레량,  
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

## <Appendix> 한국거래소의 K200 종목 변경과 유동주식 비율 조정 규정

### (1) 지수 편입/탈락 종목의 선정 방법

단계	내용
1단계 구성종목 선정을 위한 모집단 정의	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 8개 산업군으로 분류. 단, 산업군의 시총이 전체 시총의 1% 미만일 경우 해당 산업군 제외</li> <li>- 정기 심의일이 속한 연도의 직전년도 5월초 개장일 이후에 신규(재)상장된 종목 제외</li> <li>- 관리 종목, 증권투자회사, 부동산투자회사, 선박투자회사, 정리에매 종목 등 구성종목으로 부적합하다고 인정되는 종목은 제외</li> </ul>
2단계 기초 자료	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정기 심의일이 속한 연도의 4월말을 기준으로 소급한 1년간의 일평균시가총액과 일평균거래대금 사용. 분석 기간 중 업종변경, 합병 등으로 산업군 변경됐을 시 변경 후 산업군으로 분류</li> </ul>
2단계 비제조업의 종목 편입	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준 ① (70% 조건): 산업군별로 일평균시가총액이 큰 순서로 선정하되, 누적시가총액이 산업군 전체 시가총액의 70%에 달하는 종목까지만 선정</li> <li>- 기준 ② (85% 조건): ①을 만족했다고 하더라도 산업군 내에서 연간 거래대금 순위가 상위 85%에 미달할 경우 구성종목에서 제외 → 시가총액 차순위 종목 중 거래대금 기준을 충족하는 종목으로 대신 선정</li> <li>- ①과 ②에 의해 산업군별로 지수 구성종목 선정 → 선정된 구성 종목 중 기준 K200 종목이 아닌 경우 편입 후보 → 90%과 110% buffer rule까지 통과해야 가능</li> <li>- 구성종목에 선정되었다 하더라도 산업군 내 시가총액 순위가 당해 산업군의 K200 구성종목 수의 90% 이내로 진입하여야 함(90% rule) → 진입했다 하더라도 해당 산업군의 기준 K200 구성 종목 중 산업군 내 시가총액 순위가 당해 산업군의 K200 구성종목 수의 110% 밖으로 벗어나는 종목이 있을 때만(110% rule) 해당 종목을 제외하고 선정된 구성 종목이 편입 가능</li> </ul>
3단계 제조업의 종목 편입	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2단계의 과정을 거쳐 비제조업 산업군에 대해 지수 구성종목을 확정 → 나머지(200-비제조업 종목 수)를 제조업에서 선정</li> <li>- 시가총액이 큰 순서로 구성 종목을 선정하되 70%(시가총액) 기준은 적용하지 아니하며 85%(거래대금) 기준만 적용하여 구성종목을 선정</li> <li>- 선정된 구성 종목 중 기준 K200에 포함되지 않은 종목이 있다면 편입 후보. 다만, 비제조업과 마찬가지로 해당 종목은 90% rule을 충족해야 하며 110% rule에 의해 제외 가능한 종목이 있을 때만 편입 가능</li> </ul>
종목 편입의 특례	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정기 심의일 1년 이내 신규 상장되더라도 시가총액 비중이 크고, 유동성이 풍부한 종목</li> <li>- 기존 지수 구성 종목이 비 구성 종목에 피흡수 합병되는 경우 또는 기존 구성 종목간 신설 합병되는 경우, 당해 회사 또는 합병 회사를 편입할 수 있음</li> <li>- 지수 특별 편입 시점은 상장일로부터 30거래일이 경과한 날부터 가장 근접한 선물 만기 익일</li> <li>- 이 때 탈락 종목은 산업군 구분 없이 최근 정기 심의시 시가총액이 가장 작은 종목</li> </ul>

주: 1) 비제조업은 제조업을 제외한 7개 산업군

자료: KRX, 대우증권 리서치센터

### (2) 유동주식 비중의 계산과 적용 방법

항목	내 용
산출 방식	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기본적으로 현행 지수 산출 방식과 방법 및 절차가 대부분 동일</li> <li>- 추가 가중 방식을 발행주식수 기준에서 유동주식수 기준으로만 변경 유동주식수 = 발행주식수 - 비유동주식수</li> <li>- 발행주식수 기준 시가총액(현행 방식)에 유동주식비율(=유동주식수/발행주식수*100)을 곱해 유동주식수 기준 시가총액을 산출한 후 종목별 구성 비중을 계산</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유동주식비율이 10% 미만인 종목은 지수 편입 대상에서 제외</li> <li>- 유동주식비율은 5% 구간 비율로 절상 적용. 예를 들어 유동주식비율이 41%면 45%로 계산</li> <li>- 지수 안정성을 높이기 위해 유동주식비율 변경은 5% 초과 변경될 경우에만 적용. 예를 들어, 유동주식비율이 45%에서 40%나 50%로 변동돼야 할 경우에는 45% 비율 적용</li> <li>- 유동주식비율이 45%에서 10%(35% 이하, 55% 이상) 이상 변동돼야 할 경우에만 변동 적용</li> </ul>

주: 비유동 주식수는 최대주주 및 특수관계인 보유주식, 정부 보유주식, 자사주(펀드포함) 보유주식, 우리사주 보유주식을 말하며, 이에 추가로 '유통 제한 사실이 객관적으로 인정되고, KRX가 공식적으로 확인 가능한 주식'도 포함

자료: KRX, 대우증권 리서치센터