

자본시장법 시행에 따른
금융투자상품에 대한
조세정책방향

2010. 12.

노영훈

서 언

본 연구는 2009년 2월 이후 시행된 자본시장법 이후 자본시장 내에서 두드러지게 나타난 펀드와 주식연계증권의 급성장에 주목하여 소비자 보호 및 조세정책 양면을 다루고 있다. 양 금융상품 모두 2000년대 들어 시장점유율이 급증하였지만, 자본시장법의 시행으로 금융투자상품에 대한 개별 규제법이 자본시장법으로 통합되어 포괄적으로 규제되면서 새로운 국면을 맞게 되었다. 금융회사 간 경쟁의 심화로 금융소비자 보호의 문제가 대두되고 조세회피를 위한 신종 금융상품의 개발 가능성이 높아지는 환경에 놓이게 되었다. 더욱이 법 시행 이후 매우 복잡한 수익률구조를 갖는 추가연계증권(ELS)과 같은 구조화금융상품들은 금융회사들의 판매시 형식적인 투자자보호 권유준칙만 준수하면 일반 개인투자자들에게 판매할 수 있게 되었다. 그러나 ELS와 같은 구조화상품은 전 세계적으로 우리나라에서만 개인투자자들에게 무차별적으로 판매할 수 있을 뿐 외국에서는 거래소 상장 상품으로만 판매할 수 있거나 일반인 대상의 판매는 상당히 엄격한 규제를 받는 것이 현실이다.

또한 주식에 대한 직접투자에 대한 대안으로 주식형 펀드상품이 큰 인기를 끌었고 국내형, 외국형, 주가지수형, 국가형 등 매우 다양한 펀드상품이 자본시장법 이후 증권사뿐만 아니라 은행에서도 판매되게 되었다. 이들에 대한 과세문제는 투자자 단계 및 펀드 단계에 따라 매우 다양한 접근방법을 택할 수 있는데 우리나라의 경우 일률적으로 '배당소득'으로 분류되어 처리되고 있다. 그러나 펀드를 구성하는 포트폴리오의 개별 자산별로 발생하는 이자, 배당, 자본이득 등 소득에 대

한 개인소득세의 과세처리에 있어서 조세당국은 항상 상품개발 이후 조세문제를 해결하는 식으로 대책이 마련되어 왔다. 자본시장 내에서 새로운 금융상품이 개발되고 이에 대한 과세문제는 항상 세제 및 세무 당국에게는 큰 도전이었던 것이 사실이다.

본 보고서는 본원의 노영훈 박사가 집필하였다. 저자는 중간보고회 및 최종보고회에서 유익하고 건설적인 제안을 해 준 홍익대 전성인 교수, 금융연구원의 노형식 박사, 한양대학교의 전영준 교수, 그리고 명지대학교의 원승연 교수님에게 감사를 표하고 있다. 또한 정책협의회에 참석하여 필자의 정책대안에 대해 좋은 의견을 주신 금융위원회, 기획재정부 세제실, 국세청, 한국증권거래소의 직원 분들에게도 심심한 감사를 표하고 있다. 그리고 마지막으로 본 연구를 위해 자료수집 및 분석정리에 큰 도움을 준 본원의 김용대 박사와 홍유남 주임연구행정원에게도 감사를 표하고 있다.

끝으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자 개인의 견해이며 한국조세연구원의 공식견해가 아님을 밝히는 바이다.

2010년 12월

한국조세연구원

원장 원 윤 희

요약 및 정책시사점

I. 연구배경

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’)은 글로벌 금융위기 직후인 2009년 2월부터 금융기관의 업무영역 간 칸막이 완화를 통해 경쟁을 제고하고 투자자를 보호를 강화하기 위한 취지로 시행되었다. 본 연구는 자본시장법 시행 이후 새로운 규율 체계 하에서 투자자 또는 금융소비자 보호 및 금융 관련 분쟁조정 이슈와 맞물려 금융투자상품에 대한 조세정책이 어떠한 역할을 담당할 수 있는가를 모색하는 것이 주목적이다. 즉, 금융기관과 금융 서비스 소비자라는 양자 간의 문제가 아니라 넓은 의미의 규제권자인 정부가 금융 및 조세당국의 업무를 유기적으로 연계시켜 금융 소비자이자 동시에 납세자인 개인을 보호하는 기능을 어떻게 수행할 수 있는지 그 가능성을 살펴보고자 하는 것이다.

또한 본 연구는 자본시장통합법 시행 이전부터도 2000년대 이후 급격하게 그 시장이 팽창한 집합투자기구(fund)와 추가연계증권(ELS)과 같은 구조화금융상품(Structured Product)들에 대한 조세정책도 소비자(투자자) 보호 측면과 함께 다루고자 한다. 주식형펀드나 개별 주식을 기초자산으로 하는 ELS는 기본적으로 해당 주식 종목의 시세 상승에 기초하여 투자수익률이 결정되고 이들에 대한 시장중립적 조세정책의 마련은 자본시장 발전의 기초가 되며 조세 회피적 금융투자상품 개발의 기회를 감소시키기 때문이다.

II. 집합투자기구에 대한 과세제도

2000년대 이후 펀드와 같은 간접투자시장이 급격히 팽창하면서 이에 대한 과세문제에 급박하게 대응하는 과정에서, 배당소득으로 '간주하는' 과세원칙을 채택한 것은 상품 간 세제 형평성을 중시하여 시장 중립성을 확보한 적절한 조치라는 판단이다. 그러나 중·장기적으로 펀드의 주된 구성자산 및 운용이 주식형일 경우 국내·외 주식을 불문하고 소득의 성격 측면에서 상장 및 협회등록 주식에 대한 양도차익 비과세 제도와 조화 문제는 지속적으로 해결해야 할 과제이다. 2007년 세법개정으로 소득세법 배당소득 규정에 '집합투자기구로부터의 이익'으로 명시적으로 열거하여 배당소득으로 과세하기로 결정하였으나, 그 외의 신탁이익 즉, 투자회사의 경우는 소득 내용별로 소득의 성격을 구분하여 과세하는 문제가 남아 있게 된다. 또한 폐쇄형(환매금지형) 펀드의 환금성을 보장하기 위해 만들어진 상장제도에 기초하여 설정된 해외주식형펀드나 부동산펀드의 과세문제도 해결해야 할 과제이다. 기본적으로 펀드투자의 본질은 개인투자자의 자금을 집합하여 전문 투자지식을 갖춘 펀드매니저가 간접투자한다는 데에 있고, 직접투자에 비해 간접투자가 사회적으로 우대해야 할 금융투자 행태이기 때문에 정책목적상 우대해야 할 대상이라면 주식 직접투자수익에 비해 불리하게 과세되는 구체적인 사례들에 대한 분석 위에 금융상품 전반에 대한 기본조세구조의 개혁이 필요하다는 판단이다.

일반론적으로, 펀드 및 펀드투자자에 대한 과세체계를 설계할 때의 주요 고려사항은 ① '기본과세제도(basic tax regime)' 체계 내에서 투자자와 펀드에 대한 과세제도를 마련해야 한다는 제약, ② 펀드세제의 중립성, 경제적 비효율성 최소화, 세수충분성 및 세무행정 용이성과 같은 바람직한 특성의 달성을 들 수 있다.

따라서 이러한 펀드 과세일반론의 틀 내에서 살펴보면, 우리나라

의 현행 펀드세제는 집합투자기구가 수취한 배당, 이자, 자본이득 등 어떤 종류의 소득에 대해서도 과세되지 않다가 투자자가 펀드지분의 매각 또는 환매를 통해 수익권을 처분할 때 과세되어 과세연기에 따른 이익이 부여된다는 측면에서 세금우대적 요소가 일부 존재한다. 여기에 이자·배당 등 금융소득에 대한 원천분리과세제도를 시행하는 세무행정적 측면을 감안하면, 펀드상품 간 시장 중립성을 강조하여 투자자에 대한 인적과세(personal taxation) 장점이 있는 도관모형 과세방법론도 일부 혼재된 형태이다. 우리나라는 배당 및 이자소득에 대해 기준금액까지는 인별 차등 없이 동일한 원천징수세율로 저율분리과세하며, 유가증권 자본이득에 대해 비과세 원칙을 유지하는 등 인별차등과세의 정도가 약하다는 특징이 있음을 고려한다면, 대리과세방법론도 채택하였다고 볼 수 있다.

결국 펀드라는 투자상품의 물건적 특성에 초점을 두고 세무행정의 편의성과 납세 순응성을 중시한다면 대리인(surrogate) 과세모형을, 그리고 투자자라는 사람에 초점을 두고 시장 중립성을 강조한다면 도관모형(pass-through) 과세방법론을 택하는 것이 합리적인데, 양 극단 사이에는 수많은 펀드과세 방법론이 존재할 수 있으며 구체적인 정책선택은 그 나라의 기본조세구조라는 상위 제약조건에 따라 결정되는 것이 일반적인 경향이다. 따라서 우리나라도 향후 주식양도차익에 대한 자본이득과세 시행 및 금융소득 종합과세제도의 변화 등 개인소득세의 종합누진과세화 경향이 강화되는 시점에 맞추어 펀드과세제도도 도관모형에 더욱 충실한 방향으로 개편되어야 할 것이다. 이때에는 종합소득세 세율체계와 분리된, 부동산 등을 주된 과세대상으로 하는 현행의 누진 양도소득세율에 대한 개편도 함께 추진되어야 할 것이다.

Ⅲ. 구조화증권에 대한 투자자보호와 조세정책

우리나라의 대표적인 구조화금융상품인 추가연계증권인 ELS의 경우, 독일이나 스위스와 달리 거래소에 상장되어 있지 않는 경우가 대부분임에도 불구하고 2007년 연간 발행액을 기준으로 25조원을 넘어섰고, 글로벌 금융위기 이후 2010년 현물 주식 상장시가총액의 2%에 해당하는 20조원 이상으로 회복하여, 단기간 내에 급성장을 하였다는 특징을 보이고 있다. 우리나라 ELS 시장은 급팽창 과정에서 원금비보장형 상품이 주류를 이루고 있고 또 이자산역전화사채(Two-Asset Reverse Convertible)형 구조상품이 가장 많이 판매됐다는 특징을 보이는데, 이는 주식파생상품인 옵션이 주식현물시장에 변동성을 가중시키는 효과를 통해 불안정한 시장을 야기하고 투자자의 시장 신뢰도를 저하시키는 문제를 야기하게 되었다. 추가 하락기에 발행사는 기초자산인 개별 대형주 주가가 원금손실가능선(Knock-In barrier)까지는 풋옵션(put option)을 활용해 헷징을 하지만, 추가 하락하게 되면 발행사가 원금보장 의무에서 벗어나게 되어 무위험포지션으로 가기 위해 현·선물을 팔거나 공매도 등을 무차별적으로 실행하여 선물헤지 청산물량을 쏟아내는 과정에서 지수선물, 주식현물이 추가로 폭락하는 현상이 발생할 수 있다. 통상 ELS 상품들은 기초자산 주식의 최초 기준가격과 대비하여 조기상환 여부 및 만기 수익이 결정되는데, 발행사는 원금보장 의무에서 탈피하기 위해서, 또는 조기상환 조건 성취를 방해하여 수익률을 조작하기 위해 해당종목의 주식을 중도 및 만기일에 대량 매도하여 투자자의 신뢰도를 저하시킬 수 있기 때문이다.

또한 우리나라의 경우 투자설명서의 불투명한 문구에 따른 불공정계약의 문제도 제기될 수 있다. 추가연계증권들은 기초자산 주식의 최초 기준가격이 조기상환 여부 및 수익률 결정에 중요한데, 투자설명서상에 명시된 ‘기초주가 조정상황’이 발생했음에도 그 판

단 여부를 ELS 발행사나 운용사가 일방적으로 결정하여 통보하는 방식으로 처리되어 불공정계약 및 신의원칙위배 문제가 발생할 수 있다.

ELS와 같은 구조화 금융투자상품에 대한 이론적·실증적 연구에 따르면, 개인투자자들은 발행사에 비해 기초자산 주가가격의 향후 동향에 대해 열악한 정보와 분석 능력을 갖고 있으므로 시장규제의 필요성을 제기하고 있다. 예를 들어, 발행사가 사용한 (가격) 평가모형이 무엇이고 평균 및 분산과 같은 분포 정보를 투자자에게 공개하거나 규제당국에게 제출하도록 의무화하는 것이다.

또한 구조화상품의 발행사는 통상 델타헷징이라는 활동을 통해 상품판매에 따른 위험 노출에 대비하게 되는데, 헷지포지션을 공개할 의무가 없다면 의도적으로 시세조작을 하고도 만기 직전 주식 대량 매도를 델타헷지 포지션을 되돌린 것일 뿐이라고 합리화할 수 있는 상황도 문제이다. 투자자 입장에서는 이러한 위험이 존재하고 이에 대해 발행사와 대칭적인 정보를 갖고 있다면 발행사 제시가격에서 할인을 요구할 수 있어야 하는데 그러한 위험 자체를 모를 수 있어서 규제의 필요성이 제기된다.

ELS와 같은 구조화가 복잡한 투자상품에 대한 소비자 보호를 위해서는 스위스나 독일처럼 소비자의 상품에 대한 이해를 높이면서 환금성을 보장하는 거래소 상장화와 같은 제도적 개선을 고려해 볼 만하다. 기초자산 주식에 대한 직접투자와 비교하여 ELS는 매도를 통한 투자회수가 상당히 제약되어 위험성이 높다고 볼 수 있음에도 상장주식 매매차익에 대한 비과세와 달리 배당소득으로 과세하는 것은 세제적 불이익이라고 해석될 수도 있다. 오히려 일반투자자를 대상으로 한 ELS 판매는 시장평가 및 유동성 확보가 보장된 거래소 상장 ELS에 국한하고, 고객주문형 구조를 갖는 사모 ELS에 대해서만 상법상 계약의 사적자치 원리에 따라 현행 투자권유준칙에 따라 판매되도록 하는 것이 타당하다는 판단이다. 물론 양자 모두

수익의 성격, 원천 및 시간적 측면이 주식직접투자와 유사하므로 상장주식의 양도차익과세제도와 조화를 이루어야 할 것이다. 주가연계증권과 같은 구조화금융상품에 대한 세제문제는 상품을 분해한 개별 구성부분들에 대한 기존 개인소득세의 차등과세제도를 활용하여 조세회피적 상품구조 설계를 하는 과정에서도 발생할 수 있는데 우리나라의 경우 ELS의 상장화를 통해 상당부분 해결할 수 있을 것으로 보인다.

IV. 정책시사점 및 향후 연구과제

우리나라가 겪고 있는 펀드 및 주가연계증권 등 신종금융상품에 대한 과세상의 문제점은 상당 부분 구성 기초자산인 현물상품에 대한 실현주의 과세원칙과 분류과세제도의 문제점에서 비롯되므로 이들에 대한 기준과세제도(baseline taxation)를 전반적으로 정비함으로써 완화할 수 있을 것이다. 먼저, 우리나라 개인소득세인 종합소득세를 미국 연방소득세와 비교할 때 포괄적 소득세제로의 근접정도가 낮은 일종의 혼합형소득세제(hybrid income taxation system) 상태를 유지하고 있다. 우리나라에서 주식형펀드나 주식형구조화상품 과세문제를 다룬 대부분의 선행연구들은 정책시사점으로, 개인소득세의 경우(기초자산인) 현물에 대한 유가증권 양도차익과세의 도입을 주장하거나 그 중간 과도단계서의 파생상품에 대한 증권거래세 과세 도입 등을 주장하고 있다. 그러나 현재의 양도소득세 제 틀 내에서 이들 상품에 대해 양도차익과세를 하게 될 경우 세부담의 형평성을 담보할 수 없어서, 자산 양도차익에 대해서는 과세하되 그 기본적 구조는 양도차익과세를 종합소득세 내에서 포괄과세화하는 방향에서 검토하는 것이 불가피하다고 할 수 있다.

마지막으로 파생금융상품 및 파생결합증권은 본연의 위험분산이라는 기능을 갖고 있어서 투자자에게 선택의 폭을 넓혀 준다는 궁

정적 기능이 인정되었으나, 2000년대 후반 이후 글로벌 금융위기가 발생하면서 발행 및 유통과정에서 금융사들의 도덕적 해이와 공정 가격평가의 문제점으로 금융시스템적 위기를 야기하게 되었다. 이들 금융투자상품에 대해서는 일반 투자자나 공공연기금 등의 투자가 제한될 수 있도록 규제와 차등조세정책이 마련되는 것이 타당하다는 판단이다.

목 차

I. 서론	19
II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발	23
1. 자본시장법 제정	23
2. 자본시장법 제정의 의미	27
가. 기능별 규율체제(functional regulation)의 도입	27
나. 금융투자회사의 업무영역 확대	31
다. 금융투자상품의 포괄주의 규제	33
라. 금융투자자 보호제도	38
III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도	47
1. 펀드에 대한 과세정책 일반 및 우리나라 현황	47
가. 펀드의 정의 및 기능과 우리나라 현황	47
나. 펀드와 파생상품: 위험관리 측면	52
다. 펀드과세제도 일반론	58
라. 우리나라 펀드 과세제도	70
마. 집합투자증권의 양도에 대한 과세	75
2. 펀드과세제도의 변화	78
3. 구조화상품시장 및 소득유형화 분석	79
가. ELS 시장 현황 및 문제점	79
나. 구조화상품의 기능과 수익률구조	85
4. 파생결합증권에 대한 과세문제	93
가. 개요	93
나. 파생결합증권에 대한 과세	94

IV. 자본시장의 환경변화와 조세정책적 과제	98
1. 금융상품의 개발에 대한 소득세제 대응의 틀과 한계	98
가. 재무이론적 등가관계와 소득세제	98
나. 구체적 결합과생상품에 대한 과세문제: ELS	104
2. 금융규제당국과 조세당국 간 업무협조의 현황 및 문제점 ..	107
3. 상품별 차등과세와 포괄적 소득과세	109
가. 배당 및 이자소득 대 자본이득 간 구분	109
나. 금융상품의 양도소득세 과세 가능성과 문제점	112
4. 해외금융투자상품에 대한 차등과세 현황과 문제점	123
 V. 결론 및 정책시사점	 126
 참고문헌	 133
 부록 I	 135
부록 II	138

표 목 차

〈표 II-1〉 자본시장법의 구성	26
〈표 II-2〉 금융투자업의 기능별 분류	28
〈표 II-3〉 자본시장법상의 펀드종류 구분	33
〈표 II-4〉 증권, 파생상품의 포괄주의	38
〈표 III-1〉 자본시장법상 집합투자증권의 성격	50
〈표 III-2〉 펀드수탁고 추이	51
〈표 III-3〉 주식형펀드의 판매회사별 판매잔고	52
〈표 III-4〉 세법개정 전후의 소득구분	75
〈표 III-5〉 투자자 단계에서의 과세문제 비교 (상장지수펀드 매매차익)	77
〈표 III-6〉 연간 ELS 발행액 및 원금보장 비중	82
〈표 III-7〉 자본시장법상의 증권으로부터의 이익에 대한 과세 여부	97
〈표 IV-1〉 종합소득세와 양도소득세의 세율체계 변화 추이 (1989년~현재)	115
〈표 IV-2〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (1999~2001)(제II기간)	118
〈표 IV-3〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (2002~2004)(제III기간)	119
〈표 IV-4〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (2005~2007)(제IV기간)	120

〈표 IV-5〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (2008)(제V기간)	121
〈부표 1〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (2009~2009)(제VI기간)	146
〈부표 2〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담 비교 (2010~현재)(제 VII 기간)	147

그림목차

[그림 II-1] 자본시장법 제정에 따른 법률체계의 변화	25
[그림 II-2] 포괄주의 방식의 도입	36
[그림 III-1] 자본시장법상 집합투자기구	49
[그림 III-2] 연도별 ELS 원금보장비중 변화(건수기준)	83
[그림 III-3] 2자산역전환사채(TARC)형 ELS의 수익구조	90
[그림 III-4] 단순 역전환사채(Reverse Convertible)의 수익구조 ...	91
[부도 1] 독일의 ELS 상품유형 및 시장비중($N=270,254$)	138
[부도 2] 스위스의 ELS 상품유형 및 시장비중($N=47,362$) ...	139
[부도 3] 미국의 ELS 상품유형 및 시장비중(2006년)	140

I. 서론

2008년 글로벌 금융위기는 개별 금융기관의 위험이 타 금융기관 및 시장으로 전이되는 외부성 문제와 이들 금융기관의 도덕적 해이를 정부가 조세로 구제(tax money bail-out)하는 폐해로부터 납세자를 보호해야 한다는 문제를 동시에 제기하였다. 최근 각국은 자국의 금융시스템 위험방지 규제수단들을 활발하게 논의하고 있는데 미국의 '시스템적으로 중요한 금융기관'(SIFI)에 대한 '볼커룰(Volcker Rule)'이나, 미국 오바마 대통령이 2010년 7월 21일 서명한 금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(Dodd-Frank Act))을 예로 들 수 있다. 특히 후자는 제Ⅶ장 'Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010'에서 장외파생시장(OTC derivatives market)에 대한 규제를 따로 마련하고 있다.

마침 우리나라는 글로벌 금융위기 직후인 2009년 2월부터 금융기관의 업무영역 간 칸막이 완화를 통해 경쟁을 제고하고 투자자 보호를 강화한다는 취지의 자본시장법을 시행하게 되어 시기적 측면에서 국제적인 추세와는 다소 어긋난 듯한 상황이 발생하고 있다. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)은 국내의 일반적인 집합투자기구(이하 펀드)에 대한 규율체계를 규정하고 있는데, 투자자에게 수익과 위험구조가 다양한 양질의 상품 제공을 위해 펀드와 같은 간접투자수단에 대한 규율을 주목적으로 하고 있다. 동법은 금융투자 상품을 광범위하게 정의하여 펀드포트폴리오를 다양하게 구성할 수 있는 기초를 제공하였는데, 펀드에 편입되는 기초자산에 따라 펀드의 종류를 다섯 가지로 엄격하게 구분하고 있다. 그럼에도 불구하고 혼합자산집합투자기구를 도입함에 따라 구성자산 측면에서 펀드의 종류는

매우 광범위하게 확장되었다고 할 수 있다¹⁾.

본 연구는 자본시장법 시행 이후 새로운 규율체계하에서 투자자 또는 금융소비자보호 및 금융관련 분쟁조정 이슈와 맞물려 금융투자상품에 대한 조세정책이 어떠한 역할을 담당할 수 있는지를 모색하는 것이 주목적이다. 즉, 금융기관과 금융서비스 소비자라는 양자간의 문제가 아니라 넓은 의미의 규제권자인 정부가 금융 및 조세당국의 업무를 유기적으로 연계시켜 금융 소비자이자 동시에 납세자인 개인을 보호하는 기능을 어떻게 수행할 수 있는지 그 가능성을 살펴보고자 한다.

특히 본 연구는 자본시장법 시행 이전부터도 급격하게 그 시장이 급팽창한 집합투자기구(fund)와 추가연계증권(ELS)과 같은 구조화금융상품(Structured Product)들에 대한 조세정책을 소비자(투자자)보호 측면에서 집중적으로 다루고자 한다. 구조화상품의 경우 미국, 영국, 오스트레일리아 등과 같은 특정 국가 내에서의 과세정책들을 소개한 것들이 많은데, 우리나라에 주는 시사점을 제대로 발견하기 위해서는 이들 국가들에서의 전통적 금융소득 및 자본이득에 대한 기준과세제도(baseline taxation on (financial) income & capital gains)의 틀을 제대로 이해하는 것이 필수적이라고 할 수 있다. 따라서 특정 국가에서 특정 펀드나 구조화상품에 대한 과세정책이 어떠하다는 단순한 조사 자료를 근거로 우리나라에서도 마찬가지로 과세하자는 논리는 기준과세제도의 차이를 무시한 접근방법이라고 할 수 있다. 예를 들어, 주식 파생상품(equity derivatives)의 경우 미국의 연방소득세법은 통상소득(ordinary income)과 자본손익(capital gains/oss) 간의 소득 구분에 기초하여 개인소득세로 과세하는 기본틀이 설정되어 있고, 자본이득에 대해서는 통상소득에 비해 과세우대한다는 기본철학이 세제에 내재되

1) 선박, 부동산, 기업구조조정, 창업투자 등 특정산업 활성화를 목적으로 자본시장법의 적용을 받지 않는 11개 개별법펀드도 존재하여 이들 나름대로의 등록, 인허가, 투자자보호, 그리고 세제혜택을 규율하고 있으나 본 연구에서는 제외하고자 함.

어 있다. 따라서 우리나라는 아직 상장주식의 처분에 따른 자본이득을 양도소득세로 과세하지 않는 입장을 지속적으로 견지하면서도 양도소득을 통상소득보다 우대하는 것이 아니라 중과하는지 혹은 경과하는지에 대해 모호한 정책적 태도를 취하고 있다. 이러한 상황에서는 다양한 금융투자상품으로부터의 '수익적 소득'의 성격을 이자 또는 배당과 같은 자본소득(capital income)으로 보느냐 아니면 자본이득(capital gains)으로 보느냐에 대한 분석 이전에, 어느 쪽을 우대하는 차등과세 제도를 취할지 아니면 동등과세할지에 대한 입장 정리가 먼저 반영된 세제개편이 선행되어야 한다고 판단된다.

본 연구의 전체적인 내용 구성과 순서는 다음과 같다. 제Ⅱ장은 자본시장법의 내용을 시행 이전과 이후의 법률체계들을 비교 연구하고 규율(governance) 측면에서 동법의 시행이 갖는 의미를 법제적인 측면에서 살펴본다. 특히 자본시장법 시행으로 업무영역의 칸막이 제거가 갖는 경쟁 심화가 다양한 금융상품 개발로 이어질 가능성에 주목한다. 제Ⅲ장은 2000년대 이후 자본시장에서 급팽창한 분야를 펀드와 구조화상품시장으로 특징지어, 해당 금융투자상품시장의 현황과 이들에 대한 과세제도를 살펴본다. 펀드의 경우 투자자들의 자금을 집합(pooling)하여 이를 각종 투자대상 자산에 투자하여 운용하고 이로부터 발생한 수익을 투자자에게 배분한다는 의미에서 '집합투자기구'라고 칭하는데, 펀드에 대한 과세제도에 대해서는 이미 많은 기존 연구들이 있으나 펀드과세의 기능 및 목적 측면의 일반론적 틀 내에서 우리나라의 현행 과세제도에 대한 판단을 구하고자 한다. 또한 구조화상품의 경우 2003년 이후 ELS라는 명칭의 투자상품이 저이자율 시기의 대안상품으로 도입된 이후 상품의 다양성과 구조화의 복잡성이 심화되면서도 원금비보장형이 주류를 이루게 되었다. 발행사에 비해 기초자산 주식시장에 대한 정보 및 시장 분석력이 떨어지는 비전문가들을 대상으로 자본시장법 시행 전·후 불완전 판매된 ELS들은 시세조작 논란 등 최근 많은 형태의 소비자 분쟁으로 이어지고 있는 실정이다. ELS에 대

한 과세제도 문제점과 함께 소비자보호 측면에서의 금융 및 조세당국의 역할 가능성을 모색해 본다. 제IV장은 자본시장법 시행에 따른 시장환경 변화와 조세정책적 과제를 다루는데, 새로운 금융투자상품이 기존의 소득 및 자본이득세제에 제기하는 문제점, 종합소득세와 양도소득세로 이원화된 우리나라 개인소득세제의 한계, 그리고 외화표시 자산에 대한 차등과세의 문제점들을 살펴본다. 제V장은 앞 장에서의 결론을 정리하고 조세정책적 시사점을 제안한다. 특히 자본시장법 시행의 주요 취지 중 하나인 금융소비자 보호 이슈가 투자설명서교부 등 형식적인 투자자 보호장치에 치중하고 시장 내 금융투자상품에 대한 정형화 및 정보공개 등 실질적 사전 보호기능이 미흡함에 주목하여 조세당국의 역할을 살펴본다.

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발

1. 자본시장법 제정

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 칭함)²⁾ 이전의 자본시장과 관련된 법률들은 금융산업의 발전에 오히려 제도적인 제약으로 작용하였다. 이에 정부는 규제 개혁과 투자자 보호의 강화를 통해 금융혁신과 경쟁을 촉진하여, 자본시장과 관련된 금융산업의 획기적인 발전을 위해 자본시장을 통합하는 법의 제정을 추진하도록 하였다. 원래는 2008년 시행을 목표(2007. 8. 3일 공포)로 자본시장법의 제정을 추진하였으나, 예상하지 못한 여러 가지 미비점을 개선·보완하여 당초보다 1년 6개월 늦은 2009년 2월부터 정식으로 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'을 시행하기에 이르렀다.

기존의 자본시장을 규율하는 법률들은 금융기관이 취급할 수 있는 상품의 종류를 제한적으로 열거하고 있을 뿐만 아니라, 금융업의 경영을 엄격하게 제한하고 있어 경쟁력 제고에 한계가 있었으며, 독창적인 신상품의 개발과 금융환경의 변화에 따라 요구되는 금융개혁을 어렵게 하는 측면이 있었다. 또한 규제체계가 각 금융기관별로 상이하게

2) 정부는 2005년 11월 자본시장통합법 제정 추진 계획을 발표함. 1년 후인 2006년 말 정부에 의해 통합 법안이 최초 제안되었고, 이후 2007년 7월 국회를 통과하여 1년 6개월 후 시행(부칙에 명시)할 것을 공포하여 통합법이 2009년 2월부터 시행되었다. 자본시장과 관련한 6개의 법률이 하나의 법에 통합되는 내용을 담고 있어 2006~2007년 사이에 논의된 많은 연구들에서 '자본시장법'을 '자본시장통합법(자통법)'이라는 용어로 많이 사용하였음.

되어 있어 비효율적이고, 금융투자자에 대한 보호장치가 미흡하여 자본시장에 대한 믿음이 저하되는 경향이 있었다.

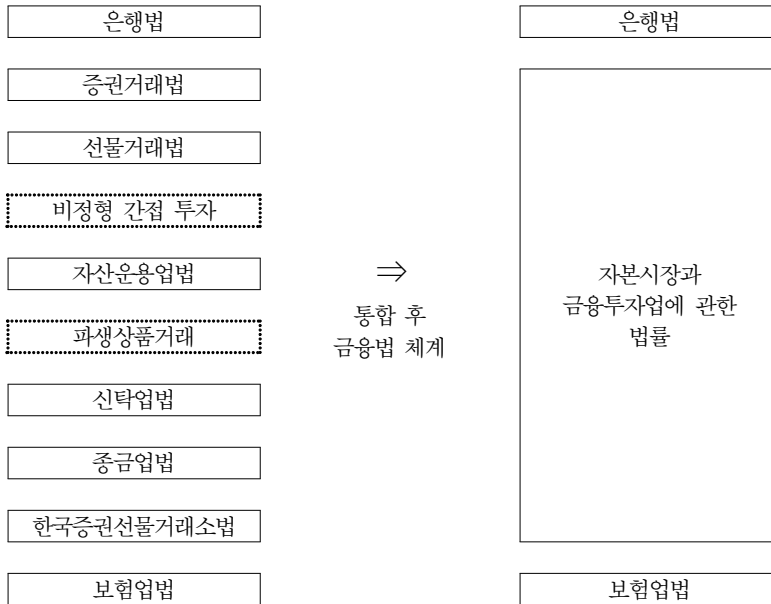
이러한 각종 제도적 요인들이 자본시장 발전에 장애가 됨에 따라 새로이 시행되는 자본시장법에서는 자본시장 관련 법률들을 통합하여 금융투자상품의 개념을 보다 포괄적으로 규정하고, 금융사 간 겸영을 허용하는 등 금융투자회사의 업무 범위를 확대하였다. 금융업에 관한 제도적 틀을 금융기능 중심으로 재편하고, 그동안 소홀하게 다루어져 왔던 금융투자자에 대한 보호장치를 강화하였다. 또한 자본시장에서 이루어지는 불공정거래에 대한 규제를 강화하는 등 자본시장에 대한 법체계를 개선하였다³⁾.

보다 구체적으로 살펴보면 은행법, 보험업법 등을 제외하고, 자본시장을 규율하는 모든 법률(15개 법률)중 6개 법률을 통합하고 나머지 9개 법률은 관련 규정을 일괄적으로 정비하였다. 폐지된 법률은 증권거래법, 선물거래법, 자산운용업법, 신탁업법, 종합금융회사에 관한 법률, 한국증권선물거래소법의 6개 법률이며, 일부개정된 법률은 여신전문금융업법, 부동산투자회사법, 선박투자회사법, 산업발전법, 벤처기업육성에 관한 특별조치법, 중소기업창업지원법, 사회기반시설에 대한 민간투자법, 부품소재전문기업등의육성에 관한 특별조치법, 문화산업진흥기본법의 9개 법률이다. 과거 규율 법제가 없는 영역(비정형간접투자, 파생금융상품)도 자본시장법의 규율 대상으로 하여 규제 공백을 없었다. 자본시장법 시행 이전과 이후의 규제 법제 변화는 [그림 II-1]을 통해 살펴볼 수 있다.

3) 국회, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』(대안)(의안번호 1803530), 2009. 재정경제부, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료』, 2006.

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 25

[그림 II-1] 자본시장법 제정에 따른 법률체계의 변화



주: 점선부분은 부분은 과거 투자자보호 법제가 없는 부분.

자본시장법은 총 10편 449개의 조문으로 구성되어 있으며 그 내용은 <표 II-1>에서 정리한 바와 같다.

〈표 II-1〉 자본시장법의 구성

편	장	내용	세부 내용
제1편 총칙	-	총칙	○ 목적, 정의규정
제2편 금융투자업	제1장	인가 및 등록	○ 인가·등록 요건 및 절차
	제2장	지배구조	○ 대주주변경 승인 ○ 사외이사, 감사 ○ 내부통제장치, 준법감시인 ○ 소수주주권
	제3장	건전성 규제	○ 자기자본 규제 ○ 대주주와의 거래제한 ○ 회계처리 ○ 경영공시
	제4장	영업행위 규제	○ 공동영업행위 규제 - 투자권유규제 - 손실보전 금지, 손해배상책임 등 ○ 업자별 영업행위규제
제3편 증권의 발행 및 유통	제1장	발행공시	○ 증권신고서
	제2장	M&A 관련제도	○ 공개매수, 5% Rule 등
	제3장	유통공시	○ 사업보고서 등, 주요사항보고서
	제4장	장의거래 등	○ 장외거래, 외국인의 장외매매 제한
제4편 불공정 거래의 규제	제1장	내부자 거래	○ 단기매매차익 반환, 내부자거래 등
	제2장	시세조종	○ 시세조종 금지
	제3장	공매도 등 부정거래	○ 포괄적 사기금지, 공매도 제한
제5편 집합투자기구	제1-11장	집합투자기구	○ 정의, 집합투자기구의 구성 ○ 집합투자증권, 집합투자기구기관 등
제6편 금융투자업 관계기관	제1-8장	금융투자업 관계기관	○ 한국금융투자협회, 한국예탁결제원, 증권금융회사, 종합금융회사 등
제7편 한국거래소	제1-6장	한국거래소	○ 조직, 시장개설 ○ 시장감시, 분쟁조정 등
제8편 감독 및 처분	제1-4장	금감원의 집행	○ 명령 및 승인, 검사 및 처분 ○ 조사, 과징금
제9편 보칙	-	-	○ 위법행위 신고, 전자문서 신고 등
제10편 벌칙	-	형벌 규정	○ 형벌, 과태료, 양벌규정

자료: 재정경제부, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료』, 2006.

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 27

자본시장법은 대형화·전문화를 통하여 금융투자회사⁴⁾가 경쟁력을 갖출 수 있도록 하고, 투자자 보호를 통한 자본시장에 대한 신뢰성 제고, 자본시장의 활성화와 우리나라 금융산업의 발전을 위한 제도적 기반의 개선·정비를 위해 제정하였다.

2. 자본시장법 제정의 의미

자본시장법의 주요 내용은 크게 ① 기능별 규율 체제 도입 ② 금융투자회사의 업무영역 확대 ③ 금융투자상품의 포괄주의 규제 체제 ④ 투자자 보호제도 선진화 등으로 요약할 수 있다.

가. 기능별 규율체제(functional regulation)의 도입

자본시장법에서는 ‘경제적 실질이 동일한 금융기능’을 ‘동일하게 규율’하는 기능별 규율체제로 전환하였다. 즉, 금융투자업, 금융투자상품, 고객을 경제적 실질에 따라 기능이 동일한 것끼리 재분류하여 금융투자업은 ① 투자매매업, ② 투자중개업, ③ 집합투자업, ④ 투자일임업, ⑤ 투자자문업, ⑥ 신탁업으로 광역화·단순화하고, 금융투자상품은 (1) 증권과 (2) 파생상품으로, 투자자는 (1) 일반투자자와 (2) 전문투자자로 구분하고 있다.

4) 자본시장법은 증권회사, 자산운용회사, 신탁회사 등이 영위하는 업무를 경제적 기능에 따라 새롭게 투자매매업, 투자중개업, 신탁업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업 등 6가지 금융투자업으로 규정하고 있음(법 제6조). 금융투자회사는 상기 6가지 금융투자업 중 어느 하나를 영위하는 금융회사로 결국 증권회사, 자산운용회사, 신탁회사 등 금융투자업을 영위하는 금융회사를 총칭함(법 제8조).

1) 금융투자업의 분류(자본시장법 제6조)⁵⁾

자본시장법에서 자본시장 관련 금융업은 경제적 실질에 따라 다음과 같이 6개의 금융투자업으로 분류하고 있다.

- ① 투자매매(dealing)업 : 자기의 계산으로 금융투자상품을 매도·매수, 발행·인수 또는 그 청약의 권유·청약·청약의 승낙을 하는 업
- ② 투자중개(arranging deals)업 : 타인의 계산으로 금융투자상품을 매도·매수, 그 청약의 권유·청약·청약의 승낙 또는 발행·인수에 대한 청약의 권유·청약·청약의 승낙을 하는 업
- ③ 집합투자(collective investment)업 : 2인 이상에게 투자 권유를 하여 모은 금전 등을 투자자 등으로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자에게 배분하여 귀속시키는 업
- ④ 투자자문업 : 금융투자상품의 가치 또는 투자판단에 관하여 자문을 하는 업
- ⑤ 투자일임업 : 투자자로부터 자산에 대한 금융투자상품에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 자산을 취득·처분 그 밖의 방법으로 운용하는 업
- ⑥ 신탁업 : 신탁법에 의한 신탁을 수탁하는 업

5) 재정경제부, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료』, 2006.

2) '금융투자상품'의 분류

〈표 II-2〉 금융투자업의 기능별 분류

자본시장법 시행 전		자본시장법 시행후(기능별 분류)			
금융업		금융업	정의	전업단위	
(방키슈랑스)	보험업	보험계약 체결이행업	보험계약의 체결(인수)과 계약상 의무를 이행하는 업무	보험업 (증권과 동일)	
	은행업	상호저축은행업 신탁업 (어음관리계좌)	여수산업 예금계약을 통해 금전을 수취하여 지급보증 등 신용계약을 체결하고 금전을 지급하는 업무	은행업 (증권과 동일)	
(채권(부))	은행, 보험사, 자산운용사 (펀드판매)	증권업 선물업	①투자매매업	자기 계산으로 금융투자상품을 매매 등을 하는 업무	금융투자업
증권업			②투자중개업	타인 계산으로 금융투자상품을 매매 등을 하는 업무	
은행 보험사	부동산선박투자회사 등	자산운용업	③집합투자업	집합투자를 영적으로 하는 업무	
투자일임업 투자자문업			④투자일임업	투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 운용하는 업무	
			⑤투자자문업	투자판단에 관한 자문을 영적으로 하는 업무	
은행, 증권, 보험사	신탁업	⑥신탁업	신탁을 영적으로 하는 업무		

자료: 재정경제부, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료」, 2006.

자본시장법에서는 위험의 크기를 기준으로 금융투자상품을 증권과 파생상품으로 다음과 같이 구분하고 있다.

- ① 증권 : 금융투자상품 중 추가지급 의무가 없어 최대 투자원금까지만 손실이 발생하는 상품
- ② 장내파생상품 : 선도, 옵션, 스왑에 해당하는 것으로서 파생상품 시장에서 거래되는 것
- ③ 장외파생상품 : 선도, 옵션, 스왑에 해당하는 것으로서 장내 파생상품이 아닌 것

이 중 장외 파생상품은 위험의 크기가 크므로 증권이나 장내 파생상품에 비해 강화된 투자자 보호규제를 적용한다.

3) 투자자의 분류

투자자에 대한 분류에 있어서는 위험 감수능력에 따라 일반투자자와 전문투자자로 구분하고 있다. 투자위험의 감수능력은 전문성과 보유자산 규모 등에 의해 구분될 수 있으므로 이를 기준으로 구분 기준을 마련하고 있다. 국가, 중앙은행, 금융기관 등 기관투자자, 상장법인 등은 원칙적으로 전문투자자로 인정하고, 비상장법인은 외부평가를 받은 경우에 한하여, 개인은 순자산이 일정금액 이상인 경우에 한하여 전문투자자 자격을 인정한다. 그러나 전문투자자의 요건을 갖춘 자가 일반투자자 대우를 원하고 금융투자업자가 이에 동의하는 경우에는, 일반투자자로서 투자자 보호를 받을 수 있도록 하여 제도의 획일적 적용에 따른 부작용을 완화하는 장치를 마련하였다. 반면에 일반투자자를 전문투자자로 대우하는 것을 허용할 경우에는 금융투자회사가 투자자 보호 회피 수단으로 악용할 수 있으므로 도입하지 않았다.

결국 자본시장법에서는 금융투자업자에게 고객을 항상 일반투자자와 전문투자자로 구분하여 관리하도록 의무를 부과하고 있다.

나. 금융투자회사의 업무영역 확대

1) 금융업 겸업의 허용

자본시장법 시행 이전의 자본시장 관련 법령체계는 증권회사, 선물회사, 자산운용회사, 신탁회사 등 금융회사별로 금융투자업을 세분화하고 있었다. 따라서 증권사, 선물회사, 자산운용사, 신탁회사 등 자본시장 관련 금융업 간에는 겸영이 엄격하게 제한되어 겸업화·대형화된 금융회사의 출현에 걸림돌로 작용하여 외국투자은행에 비해 경쟁력이 낮았다.

자본시장법에서는 기능별로 분류된 6개 금융투자업에 대해서 상호간 겸영을 허용함으로써 겸영에 따른 투자자와 업자 간 또는 투자자 간의 이해가 상충될 가능성이 발생하게 되었다. 이러한 이해 상충 가능성은 이해 상충 방지체계를 통해 방지가 가능토록 하고 있다.

또한 이러한 금융투자업의 겸영 허용은 투자매매(인수), 투자중개, 집합투자, 투자자문, 투자일임, 신탁업 등의 모든 금융투자업을 종합적으로 영위할 수 있는 '금융투자회사'의 설립이 가능하게 하였다는 데 의미가 있다. 미국, 영국 등 주요국의 선진국에서도 기업금융, 자산관리, 직접투자, 증권서비스 등 모든 금융투자업을 종합적으로 영위하는 투자은행(investment bank)이 존재하고 있으며 우리나라도 이러한 대형화·종합화된 금융기관의 출현이 자본시장법의 시행으로 가능해졌다.

2) 집합투자업의 확대

자본시장법의 시행 이전 간접투자기구는 투자신탁, 투자회사(mutual fund), 합자회사(PEF)로 한정되어 있어 다양한 투자기구의 활용이 어려웠으나 자본시장법에서는 설립 가능한 모든 법적 형태(legal

entity)를 집합투자기구로 활용할 수 있도록 허용하였다. 설립 가능한 모든 집합투자기구(Vehicle)를 활용할 수 있도록 허용함으로써 집합투자구에 유한회사, 합자회사(공모 포함), 상법상 익명조합, 민법상 조합 등이 새로이 포함되었다⁶⁾.

집합투자 대상 자산의 범위도 확대하였는데 과거에는 간접투자 대상 자산을 증권, 선물, 파생상품, 부동산, 실물자산, 어음, 보험금지급청구권, 어업권, 광업권 등으로 한정하여 열거하였으나, 자본시장법에서는 집합투자 대상 자산을 일일이 열거하지 않고 '재산적 가치가 있는 모든 재산'을 집합투자 대상 자산으로 포괄적으로 정의하였다.

자본시장법 이전에는 투자하는 자산에 따라 펀드종류를 증권펀드, 파생상품펀드, 부동산펀드, 실물펀드, 단기금융펀드(MMF), 재간접펀드, 특별자산펀드 등 7종류로 구분하도록⁷⁾ 의무화하는 한편 펀드의 종류별로 운용 대상 자산을 제한하고 있어 다양한 자산을 활용하는 펀드의 개발이 곤란하였으나 자본시장법에서는 이러한 펀드종류별 투자 대상 자산에 대한 제한을 폐지하였다⁸⁾.

구체적으로 자본시장법에서는 기존 7종류의 펀드 구분을 펀드의 주요 투자 대상 자산(펀드자산의 50%초과 투자자산)을 기준으로 증권펀드·부동산펀드·특별자산펀드·단기금융펀드(MMF) 4종류로 재분류하고, 펀드 종류별 운용 대상 자산의 제한을 없앴으로써 MMF를 제외한 모든 펀드가 다양한 투자 대상을 운용할 수 있도록 하였다. 또한 각 펀

6) 합병회사는 무한책임사원만으로 구성되어 활용될 수 없으므로 제외.

7) ① 증권펀드 : 펀드자산의 40%이상을 투자증권에 투자

② 파생상품펀드 : 펀드자산의 10%를 초과하여 위험회피 외의 목적으로 장내·외 파생상품에 투자

③ 부동산펀드 : 펀드자산을 부동산에 투자

④ 실물펀드 : 펀드자산을 실물자산에 투자

⑤ 단기금융펀드(MMF) : 펀드자산을 단기금융상품에 투자

⑥ 재간접펀드(FoF) : 펀드자산의 50% 이상을 다른 펀드에 투자

⑦ 특별자산펀드 : 펀드자산을 특별자산에 투자

8) 자본시장법 제229조.

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 33

드별 주요 투자 대상 자산에 해당 기초자산 관련 파생상품을 포함시킴으로써 파생상품펀드를 별도로 구분하지 않고 있다. 따라서 주요 투자 대상 자산을 특정하지 않고 언제나 어떤 자산에나 자유롭게 운용할 수 있는 새로운 종류의 펀드(혼합자산펀드)를 신설할 수 있게 되었다.

〈표 II-3〉 자본시장법상의 펀드종류 구분

	증권펀드	부동산펀드	특별자산펀드	MMF	혼합자산펀드
증권	○	○	○	○	○
파생상품	○	○	○	×	○
부동산	○	○	○	×	○
실물자산	○	○	○	×	○
특별자산	○	○	○	×	○

주: 1. 실물펀드와 특별자산펀드를 통합 → 특별자산펀드

2. 재간접펀드는 운용대상 자산의 유형상 증권펀드에 해당

자료: 재정경제부, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료』, 2006.

펀드의 종류뿐만 아니라 펀드의 자산운용방법에 대한 제한도 폐지(자본시장법 제6조 제5항)하였다. 펀드별 자산운용방법을 법령에서 열거하지 않고 ‘재산적 가치가 있는 투자대상자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용’하는 것으로 포괄적으로 규정하여 취득·매각, 대여(투자증권), 관리·개량·개발·임대(부동산)이외에 부동산 분양권 취득, 선박 관리·대선·개량 등이 가능토록 하였다.

다. 금융투자상품의 포괄주의 규제

1) 포괄주의 방식 도입의 의미

자본시장법에서는 증권과 파생상품으로 구성된 금융투자상품을 일

일이 열거하지 않고 추상적으로 정의하여 동 정의에 해당하는 금융투자상품을 자본시장법의 규율 대상으로 삼고 있다.

이는 증권의 개념에 포괄적으로 규정된 투자계약증권과 파생결합증권을 포함시켜 향후 새로 등장할 증권적 성격의 금융상품을 포함할 수 있는 근거를 마련한 것으로 볼 수 있다. 열거 방식이 아닌 포괄주의 방식에 따른 금융투자상품의 규율은 사전적 규제에서 사후적 규제로의 전환을 의미하며, 이는 자본시장법 시행에 따른 금융투자자 보호의 문제가 법 시행 이전보다 부각됨을 의미하는 것이다. 결국 투자자 보호의 관점에서 보면 규제 대상의 범위가 확대된 것으로 이해할 수 있다.

포괄주의 체제의 도입으로 손실 가능성이 있는 모든 투자성 금융상품은 자본시장법의 규율 대상에 포함되므로 금융투자자는 모든 자본시장 영역에서 자본시장법에 의해 보호를 받게 될 것으로 기대된다⁹⁾.

자본시장법에서는 금융투자상품을 “이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전 등의 총액을 초과하게 될 위험(“투자성”)이 있는 것을 말한다”¹⁰⁾라고 정의하고 있다.

9) 이병래, 『자본시장법의 투자자보호제도』, Business, Finance & Law(BFL), 서울대학교 금융법센터, 2007.

10) 제3조 (금융투자상품) ① 이 법에서 “금융투자상품”이란 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(特定) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 “금전등”이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로서, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 “투자성”이라 한다)이 있는 것을 말한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 제외한다.

1. 원화로 표시된 양도성 예금증서
2. 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한(「신탁법」 제42조 및 제43조에 따

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 35

즉, 이익획득 또는 손실회피 목적이 없을 경우에는 투자자로서 보호할 필요성이 없으므로 금융투자상품에서 제외되며, 금융투자상품을 '계약상의 권리'로 정의하여 투자성을 가진 실물자산 등은 금융투자상품이 아님을 명백히 하고 있다. 현재 금전 등을 이전할 것을 약정함으로써 갖게 되는 권리는 증권의 특성에, 장래에 금전 등을 이전하기로 약정함으로써 갖게 되는 권리는 파생상품에 해당한다고 할 것이다. 또한 금융상품을 취득하기 위해 지급하거나 지급하여야 할 금액(원본)이 금융상품으로부터 회수하거나 회수할 수 있는 금액(회수금액)을 초과하게 될 가능성을 투자성으로 정의하여 전통적 예금 등 원본이 보장되는 금융상품을 금융투자상품의 개념에서 제외한다. 이때 투자성의 존재 여부는 '금융상품의 구조'와 동 상품의 유통 과정상의 가치 변화(시장위험)등을 포괄하여 판단하여야 할 것이다.

자본시장법에서는 원본과 회수금액의 개념에서 제외되거나 포함되는 항목을 명확하게 규정함으로써 금융투자상품 범위를 명확하게 하였다. 판매수수료, 보험사의 위험보험료, 사업비 등 투자되는 금액이 아닌 부분을 원본에서 제외하여 전통적 보험상품 등이 금융투자상품에 포함되지 않도록 하였으며, 발행자가 도산할 경우의 회수불능 금액, 중도 해지 수수료, 세금 등은 회수금액에 포함하여 모든 금융상품이 투자성을 가지는 것으로 잘못 해석되지 않도록 하였다.

른 처분 권한을 제외한다)이 부여되지 아니한 신탁(이하 "관리신탁"이라 한다)의 수익권

② 제1항의 금융투자상품은 다음 각 호와 같이 구분한다.

1. 증권
2. 파생상품
 - 가. 장내파생상품
 - 나. 장외파생상품

자계약증권에 주식, 수익증권 등 전통적인 증권과 간접투자증권 및 비정형 간접투자의 지분¹¹⁾까지 증권의 범위에 포함하였다.

또한 파생결합증권(Securitized Derivatives)¹²⁾ 개념을 통해 타인이 수행한 공동사업의 결과와 무관하게 외생적 지표에 의해 수익이 결정되는 증권도 자본시장법상 증권으로 포함하였다. 이는 파생결합증권의 기초자산의 범위를 최대한 넓게 정의하여 증권의 포괄 범위를 최대로 확대시킨 것이다¹³⁾.

나) 장외파생상품

파생상품을 선도, 옵션, 스왑으로 구분하고 그 개념을 추상적으로 정의하였다. 증권의 경우와 마찬가지로 파생상품 기초자산의 개념을 최대한 넓게 규정하여 가능한 모든 것을 기초자산으로 한 파생상품이 개발될 수 있도록 허용하고 있다.

다) 장내파생상품

자본시장법은 파생상품 중 증권선물거래소 시장에서 거래되는 금융상품을 장내 파생상품으로 정의하고 있다. 이 또한 파생상품의 정의가 확대됨에 따라 상장 가능한 장내 파생상품의 범위도 확대되었다.

-
- 11) 인터넷으로 투자자를 모집하는 Netizen fund에 대한 지분, 상법상 익명조합·민법상 조합을 활용한 간접투자기구에 대한 지분 등을 말한다.
 - 12) 파생결합증권은 '기초자산의 가격 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리'로 정의되는데 주가연계증권(ELS), 신용연계증권(CLN), 재해연계증권(CAT bond), 펀드연계증권(Fund Linked Note) 등 구조화 증권이 이에 해당함.
 - 13) 금융투자상품, 통화, 일반상품, 신용위험 그밖에 자연적·환경적·경제적 현상 등에 속하는 위험으로서 평가가 가능한 것을 포함함.

〈표 II-4〉 증권, 파생상품의 포괄주의

명 칭		정 의	예
증권	채무증권	채무를 나타내는 것	국채, 지방채, 사채, 기업어음 등
	지분증권	출자지분을 나타내는 것	주식, 신주인수권, 출자증권, 출자지분 등
	수익증권	수익권을 나타내는 것	신탁 수익증권, 투자신탁 수익증권 등
	증권 예탁증권	지분증권의 예탁을 받은 자가 발행하는 증권	KDR, GDR, ADR 등
	투자계약 증권 (Investment Contract)	이익을 기대하여 공동사업에 금전을 투자하고 타인의 노력의 결과에 따라 대가를 받는 계약	간접투자증권, 비정형 간접투자증권, 주식, 출자지분 등
	파생결합증권 (Securitized Derivatives)	기초자산의 가격 등의 변동과 연계되어 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적의 계약상의 권리	주기연계증권(ELS), ELW, 환율연계증권, 역변동금리채 등
장외파생상품	선도, 스왑, 옵션을 추상적으로 정의		
장내파생상품	파생상품 중 정형화된 시장에서 거래되는 것으로 정의		

자료: 남현주, 『자본시장법의 특징과 향후 전망』 『우정정보』 69, 2007.

라. 금융투자자 보호제도

자본시장법에서는 장외파생상품의 투자매매업·투자중개업도 금융투자업에 포함되므로 투자자 보호를 위해 장외파생상품에 대한 규제(진입 규제, 영업행위 규제, 건전성 규제 등)가 적용된다. 그리고 비정형 간접투자자에 대해서도 민·상법상 인정되는 모든 법적 형태의 집합투자기구(유한회사, 상법상 익명조합, 민법상 조합 등 민·상법상 가능한 모든 Vehicle)가 허용되므로 이에 대하여도 자산운용업법상 투자자 보호규제(예: 등록의무, 투자재산의 별도 보관·관리 의무, 투자재산과 고유재산의 구분, 이해관계인과의 거래 제한)가 적용된다. 또한 다수인이 공동으로 투자한 후 수익을 나누는 계약인 투자계약(Investment Contract)이 증권 개념에 포함됨으로써 이에 대하여도 투자자 보호장치가 적용된다.

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 39

자본시장법은 투자자의 자기 책임하의 투자위험 감수 능력에 따라 전문투자자와 일반투자자로 구분하여 보호의 정도와 수준을 달리 적용한다. 즉, 전문투자자는 위험감수 능력이 충분한 것으로 보아 낮은 수준의 투자자 보호를 적용하고, 일반투자자에 대하여는 위험감수 능력이 부족한 것으로 보아 상대적으로 높은 수준의 보호를 제공하도록 하고 있다.

이는 자본시장법의 시행으로 자본시장 관련 법제의 통합과 정비를 통한 금융투자업의 기술적인 진보 및 금융혁신의 측면과 아울러 동법의 시행으로 전문투자자와 일반투자자와의 정보의 비대칭성 등에 의해 일반투자자가 위험에 노출될 가능성을 감소시키는 투자자 보호에 대한 측면의 상반된 목표를 동시에 조화롭게 달성하기 위한 취지이다¹⁴⁾.

따라서 금융투자와 관련한 투자자보호제도의 목적은, 투자자의 원본 또는 금융투자상품의 가치 자체를 보장하는 데 있는 것이 아니라, 투자자가 금융투자에 대하여 합리적 판단을 할 수 있는 기초자료를 충분하고 적합하게 제공하고 투자자의 합리적 판단을 방해하는 행위를 금지 또는 규제하는 데 있다고 할 수 있을 것이다¹⁵⁾.

1) 영업행위의 규제

금융투자회사가 투자자에게 투자를 유치하는 활동을 함에 있어 공통적으로 지켜야 할 규율이 존재한다. 즉, 신의성실 의무, 금융상품에 대한 설명의 의무, 손실보전금지 등의 의무들이 존재하여 왔다. 자본시장법이 시행됨에 따라 이러한 규율들은 새로이 금융투자기구로 편입

14) 김한중, 『자본시장법의 시행과 시장규제의 변화』, 『경제법 연구』 제8권 1호, 2009.

15) 이병래, 『자본시장법의 투자자보호제도』, Business, Finance & Law(BFL), 서울대학교 금융법센터, 2007.

되는 금융투자회사에도 확대 적용되는 한편, 투자자 보호를 위해 기준에 명확하게 규정하고 있지 않았던 '투자자의 특성을 파악할 의무' 또는 '투자자가 원하지 않는 투자 권유의 금지' 등의 새로운 규율을 도입하였다.

자본시장법 제37조에는 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 하며, 금융투자업을 영위함에 있어서 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 안된다고 규정하고 있다. 이러한 기본적인 투자자 보호 규정 외에 다수의 보호 규율들이 규정되어 있는바, 이를 간단하게 살펴본다.

가) 투자 권유의 규제

① 적합성의 원칙(자본시장법 제46조)

일반투자자에게 투자 권유를 하는 경우에는 사전에 면담·질문 등을 통하여 투자 목적, 재산상황, 투자 경험 등의 정보를 파악하고 서명, 기명날인, 녹취 그 밖의 방법으로 확인을 받아 이를 유지·관리하며, 확인받은 내용을 투자자에게 제공하여야 한다(Know-Your-Customer-Rule). 금융투자업자는 일반투자자에게 위와 같은 방법으로 정보를 파악한 후 투자자의 특성에 적합하게 투자를 권유하도록 한다. 그러나 적합하지 않은 방식으로 투자자에게 투자 권유를 하여서는 안된다.

② 적정성의 원칙(자본시장법 제46조의 2)

금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하지 아니하고 파생상품 등을 판매하려는 경우에는 면담·질문 등을 통하여 그 일반투자자의 투자 목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하여야 한다. 금융투자업자는 일반투자자의 투자 목적·재산상황 및 투자 경험 등에 비추어 해당 파생상품 등이 그 일반투자자에게 적정하지 아니하다

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 41

고 판단되는 경우에는 그 사실을 알리고, 일반투자자로부터 서명, 기명 날인, 녹취, 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법으로 확인을 받아야 한다.

③ 설명의무의 도입

금융투자업자는 일반투자자에게 금융상품에 투자를 권하는 경우, 금융상품 내용과 투자에 따르는 위험, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항 등을 투자자가 쉽게 이해하도록 설명하여야 한다. 그리고 형식적 설명에 그치지 않도록 하기 위해 설명 내용을 투자자가 이해하였음을 확인하는 서명을 받도록 하고 있다(자본시장법 제47조 제1항, 제2항).

설명을 함에 있어서도 투자자가 오해(misleading)하는 행위를 막기 위하여 중요사항의 설명에 허위나 누락이 없도록 할 것을 의무화하고 있으며(자본시장법 제47조 제3항), 만일 일반투자자에게 손해가 발생하는 경우에는 그 손해에 대하여 금융투자업자가 배상할 책임을 부여하고 있다(자본시장법 제48조 제1항).

④ 부당 권유의 금지(자본시장법 제49조)

자본시장법에서는 금융투자업자가 투자 권유를 함에 있어서 다음과 같은 행위들을 부당 권유로 보아 투자자에게 하지 못하도록 규정하고 있다.

첫째, 거짓의 내용을 알리는 행위, 둘째, 불확실한 사항에 대하여 단정적 판단을 제공하거나 확실하다고 오인하게 할 소지가 있는 내용을 알리는 행위, 셋째, 투자자로부터 투자 권유의 요청을 받지 아니하고 방문·전화 등 실시간 대화의 방법을 이용하는 행위(다만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 행위로서 대통령령으로 정하는 행위를 제외), 넷째, 투자 권유를 받은 투자자가 이를 거부하는 취지의 의사를 표시하였음에도 불구하고 투자 권유를 계속하는 행위(다만, 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 해할 우려가 없는 행위로서 대

통령령으로 정하는 행위를 제외), 다섯째, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 행위로서 대통령령으로 정하는 행위들을 해서는 안 된다고 규정하고 있다.

즉, 금융투자업자의 투자자에 대한 투자 권유의 경우를 보면, 자택 또는 회사로의 방문, 전화, 길거리에서 고객 행위 등 실시간 대화에 의한 투자 권유도 투자자가 원할 경우에만 가능하도록 하고 있다. 이는 투자자의 사생활과 평온한 삶을 침해할 가능성을 배제하고, 투자자의 권익을 보호하고자 하는 것이다. 그러나 동 규제는 위험금융투자상품(장외파생상품)에 대해서만 적용하고 투자성 있는 보험계약, 증권 등에 대해서는 적용하지 않고 있다.

또한 투자 권유를 받은 투자자가 이를 거부하는 의사표시를 하였음에도 불구하고 투자 권유를 계속하는 것을 금지하는 '의사에 반하는 채권유(Solicitation against will) 금지제도'를 도입하였다. 이 규제는 모든 금융투자상품에 대하여 적용하고 있다.

나) 투자광고 규제의 도입(자본시장법 제57조)

무분별한 광고로부터 투자자를 보호하기 위해 투자광고 규제를 도입하여 불특정 투자자를 상대로 하는 투자광고에는 ① 당해 금융투자업자의 명칭, ② 금융투자상품의 내용, ③ 당해 금융투자상품의 투자에 따르는 위험 등이 반드시 표시되도록 하였다. 아울러 광고에는 손실보전 또는 이익보장으로 오인할 수 있는 표시를 하지 못하도록 하고 있다. 또한 적법하게 인가받은 금융투자업자가 아닌 자가 금융투자업 광고를 하는 것을 금지하도록 하고 있다.

다) 이해상충 관리시스템

자본시장법은 금융투자업자가 여러 업무를 겸영할 수 있는 길을 열

II. 자본시장법 시행의 의미와 다양한 금융상품 개발 43

어 놓고 있다. 경영은 금융투자회사에 시너지 효과를 주는 반면, 금융투자업자와 투자자 사이에는 이해상충을 증가시킬 가능성이 있다. 따라서 행위제한, 내부관리시스템 및 정보차단장치(chinese wall)로 이해상충 방지체제의 중요성은 더욱 커졌다고 할 수 있다. 따라서 투자업자와 투자자 간 발생 가능한 오해와 이로 인한 갈등 발생문제를 최소화하고 문제의 발생시 그 책임소재를 보다 명확하게 하기 위해 투명하고 구체적인 기준들을 마련하였다.

먼저 자본시장법은 각 업별로 투자자와 이해상충이 발생할 수 있는 행위를 열거하고 이를 금지하고 있다(제71조, 제85조 및 제108조).

투자매매업자 및 투자중개업자(제71조)의 경우 ① 투자매매업자 : 투자자의 매수·매도주문을 체결하기 전에 자기 계산으로 매수·매도하는 행위(선행매매) 등을 금지하고, ② 투자중개업자 : 투자자로부터 투자판단의 전부 또는 일부를 위임받아 금융투자상품을 운용하는 행위 등을 금지하고 있다. ③ 집합투자·투자일임·자문·신탁업자(제85조 및 제108조) : 가격에 중대한 영향을 미칠 수 있는 투자자 재산의 매도·매수의사를 결정한 후, 이의 실행 전에 자기계산으로 매도·매수하는 행위 등을 금지하고 있다.

또한 복수의 금융투자업을 영위하는 업자에 대하여도 특정 금융투자업의 투자자 이익을 희생하여 타 금융투자업으로부터 자신의 이익을 추구하거나, 타 금융투자업의 투자자 이익을 추구하는 행위를 금지시켰다. 즉, 인수한 증권을 투자자 재산(집합투자재산·투자일임재산·신탁재산)으로 매수하게 하는 행위와 투자자 재산 간 거래하는 행위 등을 금지하고 있다.

둘째, 이해상충 관리시스템을 유지하도록 하고 있다. 자본시장법은 금융투자업자에게 내부관리시스템을 통해 이해상충을 관리토록 하고(제44조 제1항), 그 결과 이해상충 발생 가능성이 파악된 경우에는 그 사실을 투자자에게 알리고 이해상충 발생 가능성을 낮춘 후 거래하도록 하고 있으며(동조 제2항), 이해상충 가능성을 낮추기 어려울 때는

거대하지 말아야 할 의무를 부과하고 있다(동조 제3항).

이해상충 가능성이 큰 것으로 인정되는 금융투자업 간에는 정보교류차단장치(chinese wall)를 설치하도록 의무화하고 있다(자본시장법 제45조 제1항). 투자매매업과 집합투자업 등 이해상충 가능성이 큰 금융투자업 간에 대하여는 금융투자상품의 매매에 관한 정보 등 이해상충의 소지가 큰 정보의 제공을 금지하고(자본시장법 제45조 제2항), 임원(대표이사와 감사 제외)과 직원의 겸직을 금지하며, 이해상충의 발생을 예방할 수 있는 수준으로 사무공간과 전산설비의 공동 이용을 금지하고 있다.

셋째, 발행공시 규제(유가증권신고서 제출)의 적용 대상 증권을 투자자 보호의 필요성이 있는 모든 증권으로 확대하였다(자본시장법 제118조). 발행공시 의무가 면제되는 증권은 발행주체가 국가에 준하는 채권(국채, 지방채, 특별한 법률에 의해 당연 설립된 법인이 발행한 사채)으로 한정하고, 은행채, 집합투자증권, 수익증권 등에 대해 유가증권신고서 제출 의무를 부과하였다.

2) 투자자보호제도의 양 측면

자본시장법은 금융회사에 대한 진입 규제, 건전성 규제 외에도 투자자 보호의 강화라는 측면을 중요시하였다. 투자자 보호를 위해 투자권유 등의 기준을 강화하다 보니 오히려 투자자에게 불편함을 주는 요인도 발생하고, 자본시장법 시행 이전의 법률에 명시된 보호제도가 그대로 자본시장법에 이전되어 있다. 그리고 투자자 보호를 위해 여러 가지 제도가 도입되기는 하였지만 사후조치는 아직까지 미흡하다고 할 수 있다.

보다 자세히 살펴보면 투자자의 입장에서는 강화된 투자자보호제도로 인해 오히려 투자자의 불편이 증가할 가능성이 있다. 금융회사는 투자자를 파악하고, 적합한 금융투자상품을 권유하며, 상품에 대한 자

세한 설명을 위해 많은 시간을 투자해야 한다. 따라서 투자자는 금융 투자상품에 한번 가입하려면 오랜 시간을 기다려야 하는 상황이 초래 될 수 있다.

금융투자업자의 입장에서는 투자자 보호제도의 많은 부분이 기존에도 존재해 오던 것이다. 다만, 예전에는 감독규정이나 협회 자율규정을 통해 규율되던 것이 법규정으로 강화되었기 때문에 이러한 규정들을 어겼을 경우 기존보다 그 제재의 수준이 벌금과 같이 엄격한 형벌적 제재가 될 수 있다. 자본시장법은 '설명 의무 위반에 대한 입증 책임'을 금융투자회사에게 하도록 하고 있으므로 투자자의 민원이 급증할 수 있는 가능성이 우려된다.

자본시장법상의 투자자 보호규정에도 불구하고 사후적 구제에 대해서는 미비한 실정이다. 즉, 설명의무 위반에 대해서만 손해배상책임을 명시적으로 규정하고(제48조) 있지만, 적합성 원칙 및 부당권유행위 금지 등의 위반에 대해서는 명시적인 규정을 두고 있지 않다. 이 경우 한국거래소 및 금융투자협회 등 증권 관련 단체에 의해 이루어지는 분쟁조정은 당사자가 수락하는 경우에 한하여 효력이 발생하므로 분쟁 조정의 효력이 발생하지 못하면 소송을 제기하여야 하는 문제가 있다. 따라서 효율적이고 신속한 분쟁조정을 위해 이에 관한 제도를 추가적으로 정비할 필요가 있다¹⁶⁾.

자본시장법이 담고 있는 투자자 보호에 대한 원칙의 정착과 투자자 보호에 대한 금융투자업자의 적극적인 태도를 위해 무엇보다 중요한 것은 투자자 자신이 적극적으로 자본시장법에 주어진 권리 행사를 하는 것일 것이다. 적극성이 원칙, 설명의무의 누락, 부당권유 등의 위반으로 인하여 금융투자업자와 다툼이 벌어질 경우, 이에 대하여 손해배상청구 등 적극적으로 권리를 행사하고, 법원 또한 이러한 손해배상청구의 인용에 인색하여서는 안 될 것이다. 법원의 투자자 보호에 대한

16) 조성빈, 『우리나라 간접투자 현황 분석 및 과제: 투자자 보호를 중심으로』, 한국개발연구원, 정책연구시리즈 2009-02, 2009.

전향적인 입장이 투자자의 권리 행사가 금융투자업자와 투자자 사이에 자율적 긴장관계를 형성시킴으로써 선진적 금융투자 관행을 정착시킬 수 있을 것이기 때문이다.

Ⅲ. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도

1. 펀드에 대한 과세정책 일반 및 우리나라 현황

가. 펀드의 정의 및 기능과 우리나라 현황

본절에서는 펀드(fund)라는 용어를 '다수의 개인이 소유하고, 기업에 투자하는 것을 주 활동목적으로 하는 주체'라고 정의하기로 한다. 개인투자자들과 자본의 최종 사용자 간의 중개기능을 담당하는데, 개방형펀드(open-end fund)는 투자자에게 수시로 펀드단위(계좌 수)를 발행하고 상환(환매)받는 반면, 폐쇄형(closed-end fund)은 고정된 펀드단위들만을 발행하며 이후 유통시장에서의 거래를 통해 소유권만 변경하여 투자가 이루어진다.

펀드는 이러한 자본제공 기능 이외에도, 중소규모 개인투자자들이 시장 전체를 상대로 한 투자를 가능하게 한다. 전문금융업자가 갖는 시장조사, 포트폴리오 관리, 계약체결 측면에서 유리한 점들의 집합(pooling)을 통해 마련된 펀드는 규모의 경제를 바탕으로 장점을 발휘할 수 있는 기능이 있다. 특히, 펀드를 통한 분산투자의 장점이 매우 중요한데, 투자의 기대수익률을 낮추지 않고도 소수의 투자종목에 투자하게 됨에 따라 안게 되는 위험을 줄일 수 있다는 것이 핵심이다. 또한 집합을 통해 개인투자자들은 보다 유동성이 높은 펀드에 투자하면서, 펀드는 유동성이 떨어지지만 보다 장기의 투자를 할 수 있도록 하여 투자기간의 불합치 문제를 완화할 수 있다. 그 외에도 펀드는 개인투자자들이 갖기 힘든 경영감시와 경영관리 전문성을 제공하는 기능

을 수행하기도 한다.

우리나라는 펀드를 집합투자기구¹⁷⁾로 번역하여, 개인, 법인, 거주 및 비거주자 등 다수의 투자자들로부터 자금을 모아 하나의 펀드로 만들고, 전문적인 운용업자가 투자증권, 파생상품, 부동산, 실물자산 등에 투자하여 투자자 대신 운용하면서 수익을 창출하고, 투자자는 그 수익을 배분받는 집단적·간접적 투자제도를 지칭한다.

자본시장법 제6조 제5항은 ‘집합투자’를 ‘2인 이상에게 투자 권유를 하여 모은 금전 등 또는 『국가재정법』 제81조에 따른 여유자금을 투자자 또는 각 기금관리주체로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서 재산적 가치가 있는 투자 대상 자산을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하고 그 결과를 투자자 또는 각 기금관리주체에게 배분하여 귀속시키는 것을 말한다’라고 정의하고 있다. 여기서 ‘2인 이상’은 집단성을, ‘투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니하면서’라는 표현은 간접성 또는 수동성을 나타낸다. 결국 자본시장법상의 ‘집합투자’라는 개념은 과거 간접투자자산운용업법의 ‘간접투자’라는 개념과 같은 것이다¹⁸⁾.

따라서, 자본시장법에 의해 규정된 우리나라의 펀드는 크게는 법적 주체(legal entity)에 따라 신탁형, 회사형, 조합형 투자기구 등 여러 종류로 구분하고 있으나 펀드시장에서 일반적으로 이용되는 집합투자기구는 주로 투자신탁의 형태를 띠고 있다. 자본시장법에서는 기존의 투

17) 집합투자기구는 CIV(Collective Investment Vehicle) 또는 CIS(Collective Investment Scheme)라 부르며, 실무적으로는 보통 ‘펀드’라 부름. 본고에서는 파생결합상품의 과세에 대하여도 설명함.

18) 자본시장법상 “집합투자”의 개념은 기존 간투법의 “집합투자”의 개념의 재정립이라 할 수 있으며 본질적인 차이는 없다.

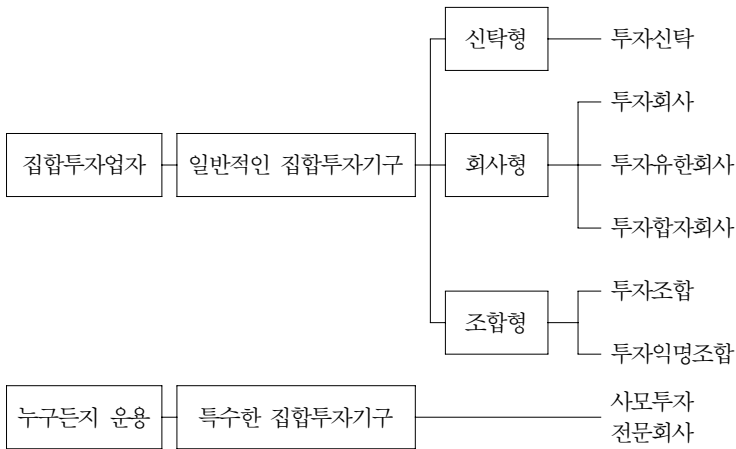
- 간투법 : “간접투자”를 투자자로부터 자금 등을 모아 자산에 운용하고 그 결과를 투자자에게 귀속시키는 것으로 정의(간투법 제2조 제1호)

- 자본시장법 : “집합투자”는 2인 이상에 대한 투자 권유, 투자자의 일상적인 운용지시 배제, 투자대상자산과 운용방법의 포괄화(자본시장법 제6조 제5항)

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 49

자신탁, 투자회사, 사모투자전문회사(PEF) 외에 투자유한회사, 투자조합, 투자익명조합 등의 집합투자기구를 새로이 추가하여 7가지 형태로 구분하고 있다.

[그림 III-1] 자본시장법상 집합투자기구



자료: 손영철, 『소득세법상 집합투자기구 세제 해설』, 『계간 세무사』, Vol. 120, 2009.

집합투자증권이란 집합투자기구에 자기 자금을 투자하고 그 대가로 취득한 증권으로서 집합투자기구에 대한 수익권(투자신탁) 또는 출자지분(투자신탁 이외의 집합투자기구)이 표시된 증권을 말한다. 이러한 증권에는 투자신탁의 수익증권, 투자회사의 주식, 사모투자전문회사의 출자지분, 개별법상 집합투자기구의 주식 및 출자지분¹⁹⁾ 등이 있다.

자본시장법에 새롭게 도입된 투자유한회사 등 집합투자증권은 주식 또는 출자지분으로 자본시장법상 ‘지분증권’으로 분류(자본시장법 제4

19) 개별법상 사모펀드는 자본시장법 시행령에서 적용을 배제하고 있으나, 공모펀드의 경우에는 원칙적으로 자본시장법의 적용을 받음.

조 제4항) 된다. 즉, 투자유한회사, 투자합자회사 등 회사형 집합투자기구는 투자회사에서와 같이 '주식'으로 구분되고, 투자조합 및 투자익명조합 등 조합형 집합투자기구는 '출자지분'으로 보아 모두 자본시장법상 지분증권으로 구분된다. 따라서 자본시장법에 새롭게 도입된 집합투자증권에 대해서도 기존 투자신탁 수익증권이나 투자회사 주식 등과 근본적으로 차이가 나지 않는다.

〈표 III-1〉 자본시장법상 집합투자증권의 성격

	증권의 종류	발행	이익분배	증권양도 제한
투자신탁	수익증권	무액면·기명식/ 증권에탁원일괄 발행	지분비율에 따름	원칙적으로 없음.
투자회사	지분증권 (주식)			-원칙: 지분비율 -예외: 무한/유한 책임사원간 배당률· 순서 차등가능
투자유한회사				
투자합자회사				
투자조합	지분증권 (출자지분)		지분비율에 따름	
투자익명조합				

자료: 문성훈, 「집합투자증권 양도시 소득세 과세의 문제점 및 개선방안에 관한 연구」, 『조세법연구』, 제15집 제1호 한국세법학회, 2009, pp. 263~303

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 51

〈표 III-2〉는 2000년대 들어 우리나라의 펀드수탁고 추이를 보여주고 있는데, 증권을 기초자산으로 하는 펀드가 큰 비중을 차지하며, 그 중에서도 순수주식 또는 혼합주식형 펀드가 60% 이상을 차지함을 나타낸다. 특히 주식형펀드의 급증은 2007년에 대부분 이루어졌고 2008년말 글로벌 금융위기로 2009년 이후 순수주식형펀드 수탁액이 급감하고 있음을 보여주고 있다.

〈표 III-2〉 펀드수탁고 추이

(단위: 억원)

년도	증권					단기 금융	파생 상품	부동 산	실 물	재간 접	특별 자산	합계
	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권								
2001	1,203,000	69,000	187,000	315,000	642,000	354,000	-	-	-	-	-	1,557,000
2002	1,254,000	105,000	169,000	364,000	616,000	495,000	-	-	-	-	-	1,749,000
2003	1,030,000	94,000	121,000	271,000	544,000	421,000	-	-	-	-	-	1,451,000
2004	1,189,913	85,796	81,602	265,000	757,465	588,014	47,271	8,610	-	22,227	3,883	1,869,928
2005	1,199,807	261,853	83,533	341,058	513,363	648,463	122,012	25,609	-	34,467	13,009	2,043,458
2006	1,449,207	464,906	88,913	391,214	504,174	571,538	168,455	40,979	-	76,627	39,345	2,346,150
2007	2,018,795	1,163,531	128,783	317,859	408,623	467,390	223,925	68,178	46	93,482	92,785	2,964,601
2008	2,098,063	1,402,143	135,918	256,585	303,417	889,033	278,799	83,980	367	124,435	120,196	3,594,872
2009	2,037,777	1,262,317	134,358	180,025	461,076	716,905	193,347	112,550	367	119,784	138,009	3,318,799
2010	1,906,963	1,036,070	124,940	210,761	535,192	786,862	183,673	133,209	367	132,468	157,754	3,301,296

주: 각 연도말 기준, 2010은 12월 7일 기준.

자료: 금융투자협회.

〈표 Ⅲ-3〉은 주식형펀드의 판매사별 판매잔고를 보여주고 있는데, 2008년 말을 정점으로 글로벌 금융위기 이후의 펀드판매가 상당히 진행되어 최근 2년간 잔액이 137조원에서 102조원으로 25% 이상 감소하였고 이 중 은행권이 절대금액 및 시장점유율 측면에서 가장 큰 타격을 받았음을 보여주고 있다.

〈표 Ⅲ-3〉 주식형펀드의 판매회사별 판매잔고

(단위: 억원, %)

	증권		은행		보험		기타		합계
		비중		비중		비중		비중	
2003	62,762	83.46	12,434	16.54	0	0.00	0	0.00	75,196
2004	53,451	67.70	25,495	32.29	0	0.00	11	0.01	78,957
2005	119,976	45.76	126,034	48.07	15,994	6.10	188	0.07	262,192
2006	181,474	39.47	259,975	56.55	17,665	3.84	626	0.14	459,740
2007	436,221	37.41	688,642	59.05	38,120	3.27	3,209	0.28	1,166,192
2008	510,378	37.29	795,063	58.09	58,866	4.30	4,458	0.33	1,368,765
2009	463,396	37.36	713,965	57.57	56,141	4.53	6,707	0.54	1,240,209
2010	403,890	39.63	558,187	54.77	49,698	4.88	7,316	0.72	1,019,091

- 주: 1. 펀드유형 : 주식형.
 2. 투자신탁 + 투자회사 합계 기준.
 3. 공모 + 사모 합계 기준.
 4. 각 연도말 기준, 2010년은 10월 말 기준.

자료: 금융투자협회.

나. 펀드와 파생상품: 위험관리 측면

글로벌 자본시장의 부침에 따라 금융자산의 값어치가 변동하는 상황에서 투자자들이 이용 가능한 2가지 위험관리수단인 ① 분산투자

(diversification)와 ② 파생상품(derivatives)은 특별한 인기를 누리게 되었다. 우리나라도 예외는 아니어서 2000년대 이후 분산투자 측면에서는 펀드시장이 급격히 팽창하였고, 파생상품 측면에서는 ELW와 ELS 같은 상품들이 시장에 범람하게 되었다. 글로벌 자본시장 확대와 자본시장법 시행 이후 이들 2가지 위험관리기법의 장·단점을 포함하여 양자 간의 관계를 개략적으로 살펴보기로 하자.

1) 펀드의 분산투자기능

펀드를 통해 보다 잘 실현할 수 있는 포트폴리오 투자의 핵심은 예상수익(expected return)은 저하시키지 않으면서 분산투자를 통해 총체적 변동성(variability)을 낮추는 것인데, 포트폴리오를 예상수익률이 비슷한 자산들로 구성하며 달성하려고 한다. 문제는 위험성(risk)이라는 것이 발생 가능한 결과들이 얼마나 다양한가를 나타내는 변동성(variability)뿐만 아니라 여러 가지 다른 요소들도 있다는 점이다. 예를 들어, 기대수익률의 전반적인 변동성을 측정하는 표준편차나 분산 측면에서는 동일한 2개의 포트폴리오라고 하더라도 왜도(skewness)와 첨도(kurtosis) 측면에서는 전혀 다를 수 있다. 즉, 포트폴리오 예상수익률의 확률분포를 그렸을 때 중심부분을 벗어난 양극단 영역에서의 분포도 모양이 비대칭이어서 높은 수익률을 낳을 확률이 상대적으로 높거나(long-tail to the right, positive skewness), 도박과 같은 사행성 결과가 나타날 확률이 상대적으로 높아 분포의 중심부분이 뾰족하고 양극단이 가늘고 길게 나타나는(long thin tail) 상황이 발생할 수 있다. 따라서 복리의 효과를 중시하는 장기적 투자자라면 투자시계(time horizon)상 중간기간의 손실을 회피하기 위해 왜도는 높으면서도 첨도는 낮은 포트폴리오를 선호하게 될 것이다. 참여율을 낮춘 ELS 유형들이 그 예이다.

글로벌 자본시장 내에서 위험관리가 주는 시사점은 '새로운 자산이

나 자산유형을 추가함으로써 투자분산을 시도할 경우 기대수익의 표준편차는 하락하지만 왜도가 하락하고 첨도는 증가할 수도 있어서, 결국 서로 다른 위험요소들 간의 상충관계가 발생한다'는 점이다. 이익과 손실의 가능성 측면에서는 분산투자(diversification)는 양쪽 방향으로 모두 작동한다. 즉, 있을 수 있는 결과들 간의 전반적 간격을 줄여주기 때문에 하락의 위험과 상승의 가능성을 동시에 그리고 똑같은 방식으로 줄여준다. 그러나 투자자들은 '하방 리스크(위험)'만을 제거하고 상승 가능성은 유지하기를 원한다. 공짜가 없는 시장에서는 이러한 투자자의 태도가 너무 많은 것을 요구하는 것으로 보일지 모르나, 이를 유사하게 달성할 수 있는 상품으로 '파생상품(derivatives)'의 시장의 잠재적 가능성이 열린다.

2) 파생상품과 분산투자

파생상품이란 하나 또는 복수의 미래 현금흐름(들)에 관해 쌍방이 맺는 계약이다. 미래 현금흐름의 크기에 대해서는 사전에 확정되어 있지 않지만 KOSPI200, 6개월 국고채이자율, 또는 금값과 같은 지수(index)의 미래값에 따라 달라지게 된다. 이러한 파생상품계약에 있어서 현금흐름의 금액이 시장지수가격에 따라 달라지도록 계약에 명시되어 있으므로 위험관리에 적합하다고 할 수 있다.

예를 들어, 현재 투자자가 매우 큰 규모의 주식 포트폴리오를 이미 갖고 있는데, 그 구성은 KOSPI200 지수를 구성하는 자산들과 매우 유사하며, 주식시장은 앞으로 큰 폭의 가격조정이 예상된다고 가정해 보자. 위험관리 차원에서 우리는 그냥 주식을 다 팔아버리는 선택을 할 수도 있으나 이를 실행하기에는 매우 값비싼 비용을 치르면서도 골치 아픈 일이 아닐 수 없다.

대신 만일 우리가 투자은행과 계약을 맺어서, 지금부터 6개월 후의 KOSPI200지수값에 해당하는 금액을 투자은행에게 주는 대신 투자는

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 55

행은 KOSPI200의 현재값에 해당하는 금액을 우리에게 지급하는 즉, 6개월 후의 현금흐름을 맞바꾸는 계약을 맺을 수 있다. 즉, 현재의 KOSPI200 지수값 수준으로 6개월 후 지수선물을 파는 선도계약(forward contract)을 체결하는 것이다. 물론 실제 상황에서는 이 두 가지 현금흐름의 차액(balance)만을 주고받는 교환이 이루어질 것이다.

만약 KOSPI200이 하락하면 은행은 지수 하락분만큼 지급하여 우리의 주식포트폴리오 손실을 보전해 줄 것이고, 만일 거꾸로 지수가 상승한다면 우리는 은행에게 지수 상승분만큼을 지불하여 우리의 주식포트폴리오 이윤을 포기하게 될 것이다. 이러한 선도계약은 현재의 주식포트폴리오 가치를 고정시키는 기능을 하는데 통상적으로 투자자들은 그 이상을 원하게 된다. 즉, 주식가치의 하락에 대해서는 헷지하면서 상승에 대해서는 이득을 보려고 한다. 만일 은행이 만기일에 위의 선도계약을 해지할 권리를 투자자에게 부여한다면 가능하다. 그러한 계약하에서는 지수가 하락하면 계약대로 실행하고 상승하면 계약을 취소하는 것으로 본질상 '옵션(option)'에 해당한다. 만기일에 해지할 수 있는 권리를 보유함으로써 투자자는 손해보지 않는 포트폴리오를 구성할 수 있게 된다. 투자은행 입장에서는 자신이 지는 위험을 충분히 보전해 줄 만큼의 일시금(upfront amount)을 받지 않고는 계약을 맺지 않으려 할 것이므로 이러한 옵션프리미엄(option premium)을 투자자는 지불해야 한다. 옵션가격은 여러 요인들에 의해 결정되지만 가장 중요한 요인은 계약에 사용되는 지수의 변동성이다. 지수 변동이 클 것으로 예상될수록 옵션가격은 높게 되어 헷지해야 할 위험이 더 높음을 의미한다.

분산투자자와 옵션 간의 차이는 명확하다. 분산투자는 하방 위험성의 일부를 없애줄 뿐이지만 옵션은 이를 완전히 제거해준다. 반면 분산투자자는 상승 가능성 부분을 포기함으로써 그 비용을 지불해야 하지만 옵션은 일정 프리미엄 금액만큼을 비용으로 치르면 된다. 이것이 의미하는 바는 옵션의 비용은 항상 치러야 하지만 분산투자의 비용은 주식시

장이 상승할 때에만 치르게 된다는 점이다.

결국, 대부분의 투자자들은 ‘안정적 성장형’을 추구하게 마련이고, 또 이들이 왜도나 첩도 측면에서 그다지 나쁘지 않으면서 비교적 상관관계가 적은 자산들로 포트폴리오를 구성할 능력이 있다는 가정하에, 분산투자는 반드시 해야 하는 당위적 투자행태라고 할 수 있다. 옵션도 함께 해야 하는가의 문제는 투자자가 왜 투자하는가라는 투자 이유에 달려 있다고 할 수 있다. 부채를 지지 않는 장기투자자라면 원금 보호를 위해 옵션까지 활용해야 할 필요는 없어서, 그의 포트폴리오를 적절히 분산한 투자자산들로 구성된 후에도 남게 되는 하방 위험성은 그대로 갖고 가면서 옵션프리미엄 금액만큼은 절약하는 것이 좋을 것이다.

반면 상당한 부채를 지고 수행하는 신용투자의 경우에는 채무를 변제할 수 있는 상태를 유지하는 것이 중요한 투자 목적 중의 하나이다. 연금기금(pension fund)이 좋은 예인데, 연금기금의 목적은 투자참여자가 은퇴한 후에도 생활수준을 희생하지 않도록 충분한 자금을 제공하는 것이므로, 시간의 경과에 따라 최소한의 수익흐름이 보장되어야 한다. 최소 수준 이하의 수익흐름은 과국적인 결과를 초래하게 되므로 필수적이고 그 이상의 수익은 환영할 수 있다. 더욱이 연금기금들은 장기적 투자시계(long-term time horizon)를 갖고 운영되지만 펀드매니저의 투자 운영성과는 일년 또는 분기별로 평가받는다. 어떤 연금기금의 단기적인 투자성과가 특별히 나쁘다면, 그 차액을 메워야 할 의무가 있는 정부나 회사와 같은 스폰서들은 자본회수를 결정함으로써 다른 펀드참여자들에게 큰 문제를 일으킬 수 있다. 과거 수년간 영국 등 많은 나라들에서 이러한 일들이 자주 발생하였다.

그렇다면 왜 연금기금들이 상방 가능성을 포기하는데 따른 기회비용이 매우 높음에도 불구하고 하방 위험성을 헛지하는 것을 최우선 순위의 목표로 삼아야 하는지 즉, 분산투자는 하면서 파생상품도 추가로 활용하는 전략을 택해야 하는지 이해할 수 있다. 비록 이 분야의 연구가 그다지

많은 편은 아니지만 Kat, Kocken, and Van Capelleveen(2004)과 Engel, Kat and Kocken(2005)의 연구에 따르면, 장기적으로 보았을 때 연금기금 포트폴리오가 직면하는 대표적인 두 가지 위험요소인 이자율 및 주식 시장 리스크를 헷지하기 위해 선도계약 및 옵션을 잘 활용함으로써 자금 부족(underfunding)의 위험을 줄이고 있음을 확인할 수 있어서, 이런 경우 파생상품의 활용은 거의 필수적이라고까지 말할 수 있다는 것이다.

파생상품들이 적어도 1980년대 초부터 존재했음에도 불구하고 연금기금들은 이들을 위험관리 수단으로 인식하지 못했음은 매우 놀라운 사실이다. 펜션펀드들은 대부분 분산투자를 하지만 거의 파생상품들을 활용하지는 않았었다. 그 이유는 두 가지를 들 수 있는데, 첫째, 파생상품들이 복잡하다고 생각하여 운용담당자 중에는 파생상품이 무엇이고 가격결정, 거래 및 계약서 작성이 어떻게 되는지 경험이 있는 사람들이 별로 없었다. 둘째, 파생상품시장에 입문하기에는 개인적으로 치러야 할 위험성이 매우 크다. 자산관리시장의 세계에서는 경쟁자들과의 상대적 성과가 항상 중요하므로 시장이 하락할 때 파생상품을 이용하여 보전을 잘한 연금기금이 상대적으로 좋게 보이기는 하지만 시장이 상승할 때 헷지비용이 크게 보일 수 있다. 따라서 연금기금 운용책임자들 중에는 이런 방식으로 위험프로파일을 취하려는 사람이 별로 없고, 대부분 특별히 성공하기보다는 남들과 마찬가지로 실패하지 않는 것을 선호하는 성향을 보이는 경우가 대부분이다.

물론 위에서 설명한 '왜 파생상품들을 활용하지 않는지?'에 대한 두 가지 이유는 상당 부분 합리화하기도 곤란하다. 왜냐하면 파생상품들이 분산투자자와 비교하여 특별히 더 복잡하지도 않다. 전술하였듯이 적절하게 분산투자를 하려면 글로벌 자본시장 내에 나와 있는 자산들에 대해 광범위하게 알고 있어야 한다. 더욱이 어떤 것이 복잡하다고 해서 이를 단순히 무시해버릴 수 있는 것도 아니다. 연금기금들은 그들의 가입자들에 대한 책무가 있는데, 이는 복잡함의 여부에 상관없이 그들의 목적을 달성하기 위해 모든 수단을 활용해야 할 의무인 것이다.

결론적으로 말해서, 위험관리를 적절히 하려면 위험의 본질을 제대로 이해해야 하며, 위험에는 여러 측면들이 있어서 각기 달리 측정되므로 이들 간 상충관계를 분석해야 한다. 이 과정에서 효율적인 분산 투자라는 것이 많은 사람들이 생각하듯이 항상 명쾌한 결론을 제시하지 않는데, 그 이유는 포트폴리오를 구성할 때 위험의 서로 다른 요인들 간 상충성이 드러나기 때문이다. 마찬가지로 파생상품의 잠재적 유용성도 위험의 여러 측면에서 이해할 수 있을 뿐이다.

다. 펀드과세제도 일반론

1) 기본조세구조 틀 내에서의 펀드세제 제약

펀드 및 펀드투자자에 대한 과세체계를 설계하기 어려운 주된 이유는 정책결정자들이 고려해야 할 요인들이 너무 많고 이들이 결합되어 나타난다는 데 있다. 본절에서는 펀드에 대한 새로운 과세체계 대안을 모색할 때 고려해야 할 ‘기본과세제도(basic tax regime)’의 요소들을 점검한 후, 투자자 유형 및 펀드소득 유형들을 정리하고자 한다.

가) 기본조세구조(basic tax structure)

기본조세구조 중 펀드에 대한 세제 설계에 영향을 미치게 되는 요소들을 열거해 보면 대략 다음과 같다.

- 개인소득세율과 법인소득세율, 그리고 이들 간의 관계
- 개인의 배당소득이 별도로 분류과세되는지, 아니면 타원천소득과 합산되어 종합과세되는지
- 배당에 대해 원천징수 분리과세로 종결되는지 아니면 잠정적으로 처리하는지

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 59

- 타법인지분에 대한 수취배당금액의 비과세 가능성
- 이자소득이 분리과세되는지 종합과세되는지
- 이자소득에 대한 원천징수 분리과세 종결 또는 잠정적 처리 및 기존의 비과세이자소득 수취 자격 유지 여부
- 자본이득에 과세 대우가 개인과 법인에 대해 동일한지, 개인의 양도차익 결정계산 시 필요경비 산정에서 물가상승 공제를 허용하거나 다른 계산방식을 허용하는지
- 자본손실 상각 규정
- 개인소득세와 법인소득세 간 조화문제(integration system)
- 해외원천소득 규정, 특히 해외소득이 비과세되는지, 외국납부세액이 소득공제 및 세액공제되는지
- 비거주내국인(nonresident taxpayer)에 대한 과세규정, 특히 수동적 투자자나 국내영업 관련 소득수취 개인 또는 사업체에 대한 규정

이상에서 나열한 사항들 및 수많은 결합 가능한 경우의 수들을 어느 정도 단순화해야 기본조세구조와 펀드과세제도 간 상호관계를 구체적으로 논의해 볼 수 있겠지만, 적어도 다음과 같은 두 가지 일반적인 결론만큼은 도출해 낼 수 있다. 첫째, 다양한 투자자들에게 귀속되는 소득의 종류들에 따라 과세차등도가 높을수록 투자자 단계에서 직접 소득과세하는 일은 매우 힘들어진다. 둘째, 반대로 차등과세의 정도가 낮을수록 펀드단계에서 모든 소득을 과세하고 투자자 단계에서는 추가적으로 과세하지 않는 과세방법론을 채택하자는 주장이 보다 설득력을 갖게 된다.

자본이득에 대한 과세는 펀드세제를 설계하는 데 있어 아마 가장 복잡한 문제라고 할 수 있다. 자본이득은 펀드가 그 기초 투자자산을 처분하는 펀드 단계에서 뿐만 아니라 투자자가 펀dzi분을 팔 때 모두 발생한다. 자본이득에 대해 과세하지 않는 나라에서는 이렇게 두 단계

에 걸쳐 자본이득이 발생할 가능성 때문에 문제가 더 복잡하게 되지는 않는다. 그러나 자본이득에 대해 과세하는 국가들에서는 정부가 과도 또는 과소하게 과세할 가능성이 있다. 예를 들어, 펀드가 투자자산을 매각하여 이득을 실현하면서 펀드투자자도 펀dzi분을 처분했는데 투자자가 펀드 단계에서 납부한 세액을 공제받는 장치가 없다면 자본이득에 대해 과도한 세금을 부과한 경우이다. 반면 펀드투자자가 세금부담없이 펀dzi분을 처분할 수 있으면서 펀드 내 기초자산의 가격 상승에 따른 미실현이득도 과세되지 않는다면 세금 부과를 너무 적게 한 경우이다.

자본이득에 대한 이중과세를 최소화 또는 제거할 수 있는 몇 가지 방법들을 살펴보면 다음과 같다. 첫 번째는, 펀드 단계에서 자본이득을 과세하지만 투자자 단계에서는 자본이득을 비과세하는 것이다. 두 번째는, 그 반대로 오직 투자자 단계에서만 자본이득에 과세하고 펀드 단계에서는 비과세하는 것이다. 세 번째는, 펀드의 자본이득이 실현되었으나 투자자에게 배분되지 않았다면 펀드 단계에서 과세하고, 투자자에게 배분되었다면 투자자에게 과세하는 것이다. 네 번째, 펀드와 투자자 양 단계에서 모두 과세하되 투자자에게는 펀드 단계에서 과세되어 납부된 세액을 공제받을 수 있도록 허용하거나 양 단계에서 낮은 세율로 과세하는 방식이다.

물가 상승이 매우 높다면 합리적인 펀드세제를 설계하기가 매우 어렵게 되는데, 물가 상승 조정 없이 펀드의 명목수익금액에 과세한다면 경제적으로는 이득이 없거나 매우 적거나, 또는 실질적인 경제손실에 대해 과세하는 것이 되기 때문이다. 만일 명목이득이 펀드와 투자자 단계 양쪽에서 모두 과세된다면 투자수익이 상당하지 않는 한 세후투자수익률이 음(-)일 가능성도 발생한다.

어떤 투자행위로부터의 자본이득을 계산할 때 투자자로 하여금 투자비용에 대한 물가 상승 조정을 할 수 있도록 허용하면 세계 내 물가 상승 조정문제가 해결된다. 물가지수를 활용하는 조정방법을 사용하면

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 61

보다 정확한 경제적 이득에 대해 과세할 수 있게 되지만 자산취득을 위해 진 채무에 대해서도 물가 상승 조정을 해야 하므로 복잡성은 증가하게 된다. 더구나 물가 상승 조정을 펀드 및 투자자 양 단계에서 모두 허용할 경우 세계의 복잡성은 더 증대된다. 그러나 펀드 단계에서만 종합적인 물가 상승 조정을 허용하는 세계는 그다지 복잡하지 않다.

나) 다양한 펀드투자자 유형(Types of Investors)

펀드에 투자할 수 있는 투자자들의 자격을 제한하고 있는 나라들은 별로 없다. 따라서 내국 거주 개인투자자를 그들의 소득수준에 따라 분류해보면 다음과 같이 계층화할 수 있다.

- 면세점 미만의 소득구간에 속한 개인들
- (소득세법상 세율, 타원천소득, 그리고 종합합산과세적용 등에 따라 적용되는) 개인소득세 한계세율구간별 저·중·고소득자들

내국법인들도 법인세법하에서 상이한 세율을 적용받게 되지만, 법인세법이 누진세율구조를 갖는 것은 이론적으로 별 근거가 없다. 펀드가 어떤 법인에 대해 비교적 적은 주식지분을 갖고 있는 것은 포트폴리오 투자자(채무적 투자자)라고 분류되고 그 반대의 경우를 substantial investor라고 부른다.

일단의 투자자들은 세금우대(tax-favored) 또는 비과세(tax-exempt) 자격을 갖고 있는 경우가 있는데 미국의 경우 민간연금 및 비영리단체들은 기업 및 펀드에 대해 상당히 큰 규모의 지분 및 유가증권을 보유하고 있다²⁰⁾.

20) 1990년 기준 비영리단체, 펜션펀드, IRA 및 Keogh 등은 대략 1.2조달러의 주식 즉, 시가총액의 37.5%를, 그리고 7,500억달러, 약 46%에 달하는 회사채를 보유하고 있음. 1992년 미국 재무성, 『개인소득세와 법인세의 통합: 기업소득과세방안』, <표 6.1> 참조.

펀드투자자가 비거주개인(nonresident investors)인 경우에 대해 세법은 펀드 내 소유권 지분 수준과 국내 영업활동 성격에 따라 달리 규정하여 외국인 및 외국법인에 대한 차등과세가 이루어진다. 해외펀드나 외국인 펀드투자자들로부터의 자본유치를 위해 특별조세혜택을 부여하는 경우도 있다.

해외펀드투자로부터의 소득에 대한 과세문제는 국가 간 이중과세방지조약과 관련하여 몇 가지 문제점들을 야기한다. 예를 들어 펀드라는 법적 주체가 조세조약상의 '개인(person)'에 해당하여 조세조약상의 혜택을 직접 (또는 그 투자자 개인들이) 받을 수 있는지가 불분명한 경우가 있다. 조세조약 혜택을 해외투자펀드에게 확대 적용할지에 대한 결정은 투자가 이루어지는 국가, 펀드소재지 국가, 그리고 펀드투자자 거주국가들 간에 세수를 적절히 배분하는 보다 큰 차원에서 다루어져야 할 조세문제이다.

다) 다양한 소득종류(Types of Income)

펀드의 소득은 세 가지 구성 부분으로 나누어 살펴보아야 한다. 첫 번째 부분은 펀드가 수취하는 소득의 유형들을 검토하는 것이다. 두 번째 부분은 (이렇게) 다른 종류의 소득들이 조세목적상 (세금부과시) 어떻게 구분 분류될 것인지를 결정하는 것이다. 세 번째는 소득이 할당(배분)되어 펀드 및 투자자 단계에서 부과될 때 상이한 세부담을 야기하게 되는 항목들을 확인하는 것이다.

(1) 가능한 소득유형

펀드는 다음과 같은 유형의 소득을 수취한다고 할 수 있다.

- 내국법인으로부터의 배당소득

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 63

- 외국법인으로부터의 배당소득
- (비과세를 포함한) 국내 다양한 원천의 이자소득
- 해외증권으로부터의 이자소득
- 투자자산 매각으로부터 실현한 자본손익

위에서 나열한 소득의 종류들은 펀드가 투자 대상으로 회사나 정부에 대한 유가증권만을 소유할 수 있을 때를 가정한 것이고, 소득 종류와 소득원천을 판별하기보다 어려운 파생상품이나 합성상품에 대해서도 점차 투자를 늘리는 현실 상황을 잘 반영하는 것은 아니다. 부동산을 소유하거나 업무용자산을 직접 소유하는 활동까지 포함할 경우 소득의 종류는 추가적으로 늘어나게 된다.

(2) 조세목적용 분류

두 번째 단계의 분석에서 필요한 것은 이러한 상이한 종류의 소득들이 세법상 어떻게 분류될 것인지이다. 예를 들어, 어떤 종류의 소득은 원천징수 대상으로 분류되고, 어떤 소득은 비과세나 자본이득 같은 세금우대를 받게 되고, 또 어떤 소득은 외국(원천)소득을 규정한 세법의 적용을 받게 된다. 만일 어떤 나라가 기본 조세체계를 개정한다면, 개정의 결과 소득 구분의 변화가 펀드세제의 설계에도 영향을 미칠 수 있음을 명심해야 한다.

(3) 별도분리 과세처리를 요하는 세금항목

분석의 세 번째 단계는 다양한 펀드투자자들별로 상이한 세부담을 야기하는 다양한 소득, 공제, 손실, 그리고 세액공제 항목들을 확인해야 한다.

- 펀드투자로부터의 배당 및 이자소득, 특히 원천세율이 투자자 유형별로 다르다면
- 펀드 매각 자산으로부터의 자본손익, 특히 자본손익 계산방식이 투자자유형별로 다르고 투자손실 계상에 제한이 있다면
- 비과세나 우대혜택을 받을 수 있는 소득 여부
- 펀드의 필요경비 관련 사항으로, 운용보수와 이자비용 처리 가능성 여부
- 해외소득 수취에 따른 외국납부세액공제나 소득·법인세 통합 관련 세액공제 같은 펀드수취 세액공액

본절에서는 펀드세제를 어떻게 설계하는가에 따라 그 결과가 어떻게 달라지는가를 부각시킴으로써, 다음 절에서 살펴볼 펀드 및 펀드투자자들에게 대한 상이한 과세방법론에 대한 정책결정자들의 의사결정에 도움을 주고자 한다. 한편 펀드를 통한 간접투자와 펀드 기초자산에 대한 직접투자가 세무상 다르게 과세처리될 경우 투자자들의 투자행태가 어떻게 달라질 것인가와 같은 경제적 비효율성(economic inefficiency) 문제 또한 세제 설계 시 중요한 고려사항이므로 이에 대한 일종의 지침도 제공하고자 한다.

2) 집합투자기구(investment fund)에 대한 과세방법론

본절에서는 펀드 및 펀드기초자산에 귀속되는 배당소득, 이자소득, 그리고 자본이득에 대한 이중과세문제를 해결 또는 완화하기 위해 선택할 수 있는 몇 가지 과세방법들에 대해 살펴보기로 한다.

가) 세금우대 유형

직접투자보다 펀드에 대한 간접투자를 세제상 우대하기 위해 직접

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 65

투자의 경우에는 제공되지 않는 조세혜택을 부여하는 세금우대유형 (Tax-Advantaged Prototype) 방법에는 3가지가 있다. 펀드 또는 투자자 단계에서 소득유형을 구분하여 비과세(exclusion) 또는 과세연기(deferral)하는 방법이다. 첫 번째 방법은 집합투자기구가 투자자산을 매도해서 실현한 어떤 자본이득에 대해서도 펀드 단계에서 과세하지 않음으로써 과세를 이연해주는 것이다. 투자자가 펀드 지분의 매각 또는 환매(redemption)를 통해 펀드수익권을 처분할 때까지는 과세가 연기되는 것이다.

두 번째 방법은, 한 단계 더 나아가서 집합투자기구가 수취한 배당, 이자, 자본이득 등 어떤 종류의 소득에 대해서도 과세하지 않는 것이다. 이는 펀드가 원천징수 없이 소득을 수취하도록 허용하거나 펀드에 배분될 때 원천징수된 금액을 환급해줌으로써 달성할 수 있다. 이 방법은 투자자가 펀드에서 환매할 때까지는 펀드 단계에서의 모든 소득을 과세연기해주는 것이다.

세 번째 방법은, 펀드기여금에 대해 소득공제를 허용했다가 투자자 환매시 수익금에 대해 과세하는 것이다. 이 방법을 채택하는 영국, 프랑스와 같은 국가들은 이러한 세금혜택을 개인투자자에 국한하면서 매년 펀드 추가가입 금액의 상한을 두어 세금우대혜택을 제한하고 있다. 투자자가 펀드 지분을 그대로 갖고 있는 한 펀드 및 투자자단계에서 모두 과세하지 않는 것으로, 특정 가정하에서 펀드투자로부터의 소득은 비과세되는 셈이다.

나) 도관 과세방법론

도관 과세방법론(pass-through prototype)은 집합투자기구를 (실체가 없는) 투명체처럼 취급하여 모든 소득 및 손실을 투자자에게 직접 배분하는 방식이다. 가장 순수한 형태의 도관모형 과세방법론 펀드가 연락 및 보고업무만 담당하는 극단적인 형태이다. 펀드가 투자자에게

소득을 배분하지 않은 경우에도 마치 펀드투자자들에게 소득이 직접 발생하여 과세되는 것처럼 과세처리하는 것이다.

이를 실행하기 위해서는 투자자들에 대해 소득 및 손실의 모든 항목을 할당할 수 있는 시스템이 갖춰져야 한다. 한 가지 방법은 매 항목들이 과세연도 기간중 매일 할당되고 매일매일의 투자자 지분이 계산되도록 하는 것이다. 또 다른 방법은 특정기간, 예를 들어 일년 또는 분기별로 과세항목들을 기간말일 기준 지분소유자들에게 할당하면서 지분의 시장가치가 세금을 반영하여 조정되도록 하는 것이다.

도관모형 접근방법은 시장 중립성이라는 측면에서는 매우 좋은 방법이다. 그러나 불행하게도 세무행정 및 납세순응 측면에서는 그다지 좋은 평가를 받을 수 없는데, 특히 펀드 및 펀드투자자의 수가 매우 많은 경우 그렇다. 따라서 펀드과세에 대해 이 방법론을 사용하는 국가는 전무하다.

일종의 변형된 도관모형 과세방법론을 생각해 볼 수 있는데, 이는 펀드가 수취하는 소득에 대해 투자자 최고세율 또는 가장 보편적 세율로 과세하는 것으로, 투자자별로 펀드 소득지분을 할당하고 그 소득에 해당하는 펀드납부세액공제를 제공하는 것이다. 투자자들은 펀드납부세액이 그들 개인의 납세액보다 크면 세금환급을 신고하고 펀드납부세액이 투자자 개인의 납세액보다 적으면 추가 경정과세되는 것이다. 이러한 변형된 도관모형 과세방법도 펀드 내 투자자가 환매를 했을 때 이득 실현인지를 판별하기 위해 투자기준금액(investment basis)의 계산공식이 필요하다는 복잡성 문제는 마찬가지이다.

또 다른 변형 도관 과세방법론은 펀드 단계에서 모든 유형의 소득들을 합산하여 원천징수한 후 투자자들은 하나 또는 두세개 정도에 대해서만 소득신고토록 하는 것으로 여전히 투자자의 한계소득세율이 원천징수세율보다 낮을 경우 세금을 환급받도록 하는 것이다.

도관모형 과세방법론은 펀드를 통한 간접투자자와 투자자의 직접투자간 시장 중립성을 최대한 보장하나, 투자자와 조세당국 모두에게 충분

한 세수 확보 및 납세순응도 유지를 위해 상당한 행정부담을 지우게 된다.

다) 대리 과세방법론

대리 방법론(Surrogate Prototype)은 과세의 초점을 투자자에게서 펀드로 바꾸는 것이다. 다양한 형태를 생각해 볼 수 있는데 한 가지 극단적인 형태는, 투자자나 펀드 단계에서의 어떤 소득세 대신 투자펀드의 기초자산들에 대한 공정시장가격(fair market value)에 대해 과세하는 것이다. 보다 흔한 형태의 대리 과세방식은 펀드 단계에서 펀드 소득에 대해 세금을 부과하면서 투자자의 인적 특성에 상관없이 징수하는 것이다. 투자펀드에게 지급되는 모든 이자, 배당, 그리고 기초자산 처분에 따른 자본이득에 대해 과세하는 것이다.

이를 약간 변형하게 되면 투자자가 펀드 지분을 처분하거나 환매 요청했을 때 또는 펀드가 투자자에게 배당을 했을 때에도 투자자에게 과세하지 않는 방법을 생각해 볼 수 있다. 또 다른 변형은 투자자가 실현한 자본이득에 대해 과세하지만 펀드가 납부한 세액을 투자자의 소득세신고 시 공제받도록 허용하는 것이다.

펀드세제를 대리 과세방법론에 따라 설계하기 위해서는 먼저 그 나라의 배당소득 및 자본이득에 관한 세법규정에 따를 수밖에 없다. 기업 단계에서 개인에 대한 배당소득을 원천징수 분리과세하는 나라에서는 중간 단계의 펀드에게 지급하는 배당소득에 대해 과세하기 위해 특별한 세법규정을 만들 필요가 없다. 단지 기업 단계에서 이미 배당소득세가 원천징수되었음을 증명할 수 있으면 펀드가 투자자들에 대해 추가 세금부담 없이 투자소득을 배분할 수 있는 것이다.

본절에서 논의한 다른 펀드 과세방법론과 비교할 때, 이 '대리 과세 방법론'이 아마 세무행정상 가장 실행하기 쉽고 최고 수준의 납세순응도를 확보하는 방법일 것이다. 그러나 펀드에 대한 세율과 투자자가

투자수익을 직접 수취했다면 적용되었을 투자자에 대한 세율 간의 차이가 크면 클수록 이 방법론은 '시장 중립성'을 가장 훼손하는 방법이다. 만일 펀드에 대한 세율이 투자자에 대한 세율보다 크다면 투자자들은 그들의 소득에 대해 과도하게 과세되는 것이 되고, 반대로 펀드 세율이 투자자 세율보다 작다면 이런 유형의 펀드에 대한 개인투자자들의 투자가 활성화되어 세무당국은 세수 손실을 겪게 될 것이다.

라) 분배공제 후 과세방법론

분배공제 후 과세방법론(Distribution-Deduction Prototype)은, 펀드의 분배하지 않은 소득은 펀드에 대해 과세하고, 분배된 소득은 펀드 투자자에게 과세하는 방법이다. 이런 방식으로 과세하는 나라들은 세법상 펀드를 별도의 납세의무자(taxable entity)로 규정하면서, 투자자에게 배분한 소득에 대해서는 과세소득계산 시 공제(차감)할 수 있도록 허용하는 방식으로 실행한다. 투자자에 대해서도 펀드 단계에서 납부한 세금을 투자소득 비율별로 안분하여 세액공제를 받을 수 있도록 허용한다.

이런 접근방법을 택하는 나라들은 펀드로 하여금 연간 소득금액의 상당부분을 분배(배당)할 것을 의무화하는 것이 일반적이는데, 예를 들어 미국에서는 적격펀드 자격을 유지하기 위해서는 장기순자산이익을 제외한 연간 투자소득의 90% 정도를 분배해야 한다. 미국이 이런 과세 방식을 채택하는 이유는 미 연방소득세법이 이자 및 배당소득 같은 금융소득을 다른 소득과 합산하여 누진세율로 종합과세하기 때문이다. 또한, 미국은 과세당국 내에 매우 정교한 세무신고관리시스템과 투자자에게 지급한 배당 관련 지급조서를 신고서와 대조할 수 있는 감시시스템이 구축되어 있어 이런 과세방법을 택할 수 있는 기반이 갖추어져 있다.

어떤 펀드가 어떤 특정 연도에 펀드의 총소득보다 적은 금액을 배분

했을 때 분배 관련 과세방식은 펀드로 하여금 어떤 소득들은 분배된 것으로 간주하도록 요구하는 규정이 있다. 그러한 “stacking rules”에 따라 펀드들은, 분배된 소득유형을 지정하거나, 소득들이 분배되었다고 간주하는 순서(예, 내국법인으로부터 수취한 이자 및 배당소득, 해외투자 수취 이자 및 배당소득, 자본이득 등의 순서)를 지정하거나, 아니면 상이한 소득유형별 간주 배분비율을 정할 수 있다. 이런 분배 관련 과세방식은 실제 투자자들에게 분배하지 않고도 분배한 것처럼 과세처리할 수 있도록 허용하는데, 이러한 간주 분배는 투자자가 재투자한 것으로 처리된다. 이러한 “간주 분배” 옵션은 펀드가 실제 현금분배를 위해 투자자산을 처분해야 할 필요없이 이중과세되지 않도록 보장해 준다.

3) 소결론

위에서는 펀드와 펀드투자자에 대한 과세문제들을 살펴볼 수 있는 일종의 틀(framework)를 제시하면서 펀드 관련 투자소득에 대한 각국의 상이한 조세정책 접근방법들을 조사하였다. 펀드와 펀드투자자에 대한 각국의 조세정책이 다른 것은 당연할 수밖에 없다. 왜냐하면 펀드 관련 세법규정들은 그 나라의 개인 및 기업에 대한 전반적 과세체계에 크게 의존하고 이들 조세제도는 국가 간에 매우 상이하기 때문이다. 또한 세무행정 및 납세자순응비용 요인들도 펀드세제를 선택하는데 큰 영향을 미친다. 최적의 펀드세제가 없다는 사실은 결국 정책 결정자들이 펀드세제가 추구해야 할 과세 목적을 균형 있게 조화시켜야 한다는 것을 의미한다. 펀드세제의 목적은 다음과 같은 4가지라고 할 수 있다.

- 펀드상품 개발을 저해하지 말아야 한다.
- 직접투자자와 간접투자자간 시장 중립성을 유지해야 한다.

- 낮은 행정비용과 높은 납세자순응도를 갖춘 세제를 설계해야 한다.
- 향후 세수기반이 축소하지 않고 확대하는 방향이어야 한다.

어떤 과세방법론이 특정 국가에 가장 적합한가는 그 나라의 기본조세구조에 달려 있다. 만일 그 나라의 세제가 ① 개인과 기업에 대한 세율이 유사하거나, ② 배당 및 이자소득에 대해 인별 차등 없이 동일한 원천징수세율로 분리과세하거나, ③ 자본이득에 대한 비과세 최저한(threshold)이 없거나, ④ 해외소득을 비과세하거나, ⑤ 외국인투자자들에 대한 특례규정이 없다면, 세무행정 및 납세순응 측면의 장점 때문에 대리 과세방법론을 택하는 것이 바람직할 것이다.

그러나 그 나라의 기본조세체계가 위에서 열거한 구조들과 상당히 다르면서 납세자 유형별, 소득 유형별 차등과세의 정도가 심하다면 대리 과세방법론의 매력은 크게 떨어질 것이다. 특히, 시장 중립성 달성이라는 목적을 보다 중시한다면 ‘도관모형 방법론’이나 ‘분배공제 방법론’을 고려해 볼 만하다.

라. 우리나라 펀드 과세제도²¹⁾

1) 과세개요

집합투자업자는 집합투자기구의 집합투자재산 운용에 따라 발생한 이익금을 투자신탁회계기간 종료 시에 분배한다. 즉, 투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자 또는 투자회사 등은 집합투자기구의 집합투자재산 운용에 따라 발생한 이익금을 투자자에게 금전 또는 새로 발행하는 집합투자증권으로 분배하여야 한다. 다만, 집합투자기구는 그

21) 집합투자기구는 상장지수집합투자기구(ETF)도 포함됨.

Ⅲ. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 71

특성을 고려하여 집합투자계약이 정하는 바에 따라 이익금의 분배를 유보할 수는 있다. 그리고 투자신탁이나 투자익명조합의 집합투자업자 또는 투자회사 등은 집합투자기구의 특성에 따라 이익금을 초과하여 분배할 필요가 있는 경우에는 이익금을 초과하여 금전으로 분배할 수 있다²²⁾.

집합투자기구로부터의 이익(투자신탁 이익)은 소득의 내용별 즉, 채권, 주식 등 운용 대상별로 소득을 구분하지 아니하고, 소득세법 제17조 제1항 제5호²³⁾에 따라 배당소득 중 투자신탁의 이익으로 분류하여 배당소득으로 과세하고(소득세법 제4조 제2항)²⁴⁾, 집합투자기구 외의 신탁이익은 투자신탁 외의 신탁으로 재산권에서 발생하는 소득의 내용별로 소득을 구분하여 과세한다. 2007년 세법개정으로 집합투자기구(펀드)로부터의 이익은 투자신탁이나 투자회사에 상관없이 모두 배당소득으로 분류하고 있다. 배당소득의 수입시기는 투자자(수익자)가 결산 또는 환매를 통하여 실제로 투자신탁의 이익을 지급받은 날을 수입시기로 한다.

2) 투자신탁에 대한 과세

별도의 소득과세 부담이 없는 것이 원칙이다. 투자신탁재산에 귀속되는 이자·배당소득은 귀속되는 시점에는 원천징수하지 아니하고 집합투자기구로부터의 이익을 투자자에게 지급하는 날(특약에 따라 원본에 전입되는 날 및 신탁계약기간 연장하는 날 포함)에 집합투자기구

22) '자본시장과 금융투자업에 관한 법률', 제242조.

23) 국내 또는 국외에서 받는 대통령령으로 정하는 집합투자기구로부터의 이익

24) 소득세법 제4조 제2항 : 제1항에 따른 소득을 구분할 때 제17조제1항제5호에 따른 집합투자기구 외의 신탁(「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제251조에 따른 집합투자업경영보험회사의 특별계정은 제외한다)의 이익은「신탁법」제1조제2항에 따라 수탁자에게 이전되거나 그 밖에 처분된 재산권에서 발생하는 소득의 내용별로 구분함.

로부터의 이익으로 원천징수한다. 발생한 소득에 대한 세금 외에 투자 재산의 매입·보유·처분 등에서 발생하는 취득세, 등록세, 증권거래세 및 기타 세금에 대해서는 투자신탁의 비용으로 처리한다.

3) 투자자(수익자)에 대한 과세

투자신탁의 수익자 즉, 투자자에 대하여는 원천징수를 원칙으로 한다. 투자자에게 집합투자기구로부터의 이익을 지급하는 날(특약에 따라 원본에 전입되는 날 및 신탁계약기간 연장하는 날 포함)에 과세이익에 대한 세금을 원천징수하며, 집합투자증권을 계좌간 이체, 계좌의 명의변경, 실물양도의 방법으로 거래하는 경우에도 보유기간 동안 발생한 과세이익에 대한 세금을 원천징수한다. 다만, 해당 집합투자기구로부터의 과세이익을 계산함에 있어 집합투자기구가 투자하는 증권시장에 상장된 증권(채권 및 외국집합투자증권 등 제외) 및 이를 대상으로 하는 선물, 벤처기업의 주식 등에서 발생하는 매매·평가 손익을 분배하는 경우 당해 매매·평가 손익은 과세대상인 배당소득금액에서 제외한다.

4) 투자자(수익자)에 대한 과세율

투자신탁의 수익자에 대하여는 개인 15.4%(주민세 포함), 일반법인 14%로 과세한다.

거주자 개인이 받는 집합투자기구로부터의 과세이익에 대해서는 15.4%(배당소득세 14%, 주민세 1.4%)의 세율로 원천징수되며²⁵⁾, 이

25) 과표기준가격 : 펀드의 투자원금에 과세대상 자산에서 발생한 운용성과만을 더하거나 차감하여 계산된 것으로서, 환매 또는 이익분배시 납부해야 할 세금을 계산할 때 적용됨. 과표기준가격은 비과세 대상 자산에서 발생한 손실을 인정하지 않기 때문에 기준가격을 기준으로 한 투자손익이 손실(-)인 경우에도 투자자는 과세를 당할 수 있음.

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 73

소득이 개인의 연간 금융소득 합계액(이자소득과 배당소득)이 4천만원 이하인 경우에는 분리과세 원천징수로 납세의무가 종결되나, 연간 금융소득 합계액(이자소득과 배당소득)이 4천만원을 초과하는 경우에는 4천만원을 초과하는 금액을 다른 종합소득(부동산임대소득, 사업소득, 근로소득, 기타소득)과 합산하여 개인소득세율(최고한도 소득세율 35%, 주민세 3.5%)로 종합과세된다²⁶⁾.

그리고 내국법인이 받는 투자신탁의 과세이익은 14%의 세율로 원천징수(금융기관 등의 경우에는 제외)된다. 법인의 소득은 법인의 결산 시점에 투자신탁으로부터 받게 되는 소득과 법인의 다른 소득 전체를 합산한 소득에 대하여 법인세율을 적용하여 과세하며, 이전에 납부한 원천징수세액은 기납부세액으로 공제받는다.

위와 같이 신탁에 편입된 자산 비중에 관계없이 배당소득으로 단일 과세하여, 과거 투자자의 세부담과 원천징수 등에 있어서 차이는 없으면서 수시로 변경되는 투자자산의 내용에 따라 투자신탁 소득의 종류가 달라지는 실무상의 번거로움을 초래한 점을 개선하였다.

5) 집합투자기구 형태별 과세²⁷⁾

① 투자신탁형

첫째, 투자신탁은 상법에서 법인에 해당하지 않으므로 법인세법상 납세의무를 지지 않는다. 신탁재산으로부터 발생한 이익을 분배받을 투자자(수익자)가 그 신탁재산을 가진 것으로 보며 투자신탁 그 자체에 대해서는 과세하지 않기 때문이다²⁸⁾.

26) 소득세법 제62조.

27) 홍범교외, 『ETF 및 파생결합증권 과세제도 개선방안』, 연구용역보고서, 한국조세연구원, 2009.

28) 제5조 제2항 : 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 적용을 받는 법인의 신탁재산(같은 법 제251조제1항에 따른 보험회사의 특별계정을 제외한다. 이하 같다)에 귀속되는 수입과 지출은 그 법인에 귀속되는 수입과 지출로 보지 아니함.

둘째, 집합투자기구인 투자신탁에 유입되는 이자, 배당, 양도소득 등은 그 성격을 구분하지 않고 금융소득으로 구분하여 배분 단계에서 배당소득으로 과세한다²⁹⁾.

셋째, 법인투자자인 경우는 투자신탁으로부터 지급받은 수익에 대해서는 익금산입하여 법인세 과세소득에 포함하며, 그 밖의 규정들은 일반적인 법인세 규정에 따라 법인세법상의 세율을 적용한다.

② 투자회사형

첫째, 투자회사는 원칙적으로 해당 법인의 발생이익에 대해서 법인세를 과세한다. 그러나 지급배당금 소득공제를 받으므로 실질적으로 법인세를 부담하지 않게 되기 때문에³⁰⁾ 결국, 투자회사의 경우에도 투자신탁과 마찬가지로 투자기구 단계에서는 법인세 또는 소득세를 부담하지 않는다.

둘째, 법인형 집합투자기구인 투자회사에 투자한 투자자의 지위는 세법상 투자회사에 대한 무액면 기명주식을 가진 주주이므로 투자자는 소득세법 제17조에 의거하여 투자회사로부터 분배받은 수익을 배당소득으로 간주하여 과세된다. 이 경우 국내의 상장주식 등에 대한 양도 및 평가손익 부분은 조세특례제한법 제91조의 2에 의하여 투자신탁과 같이 배당소득 계산시 분배되는 소득금액에서 제외한다.

셋째, 개인투자자의 경우 투자회사로부터 받은 배당소득은 투자신탁의 경우와 동일하게 분리과세 한다. 단, 개인투자자의 경우 일반적인 법인의 배당소득과는 달리 배당세액공제는 적용받지 못한다³¹⁾³²⁾.

29) 소득세법 제17조.

30) 법인세법상 소득공제는 자산유동화에 관한 법률에 의한 유동화전문회사, 증권투자회사 및 기업구조조정회사, 부동산투자회사법에 의한 기업구조조정 부동산 투자회사가 배당가능이익의 90% 이상을 배당한 경우, 그 해당 금액은 당해사업연도 법인세 과세표준 계산시 공제(법인세법 제51조의 2).

31) 소득세법 제56조, 제17조 제3항 제4호, 소득세법시행령 제27조의 3.

32) 투자회사형 펀드는 지급배당금 소득공제제도로 인하여 실질적으로 간접 투자기구 단계에서 법인세 부담이 발생하지 않음. 즉, 투자회사형 펀드로

마. 집합투자증권의 양도에 대한 과세

2009년 소득세법 개정으로 투자신탁, 투자조합, 투자익명조합이 발행한 집합투자증권의 양도에 대하여 채권 등 보유기간 과세제도에 따라 과세하되, 소득 구분을 배당소득으로 통일하였다. 반면 투자회사, 투자합자회사, 투자유한회사 등의 양도는 과거와 동일하게 양도소득으로 과세토록 하고 있다³³⁾³⁴⁾. 과거 소득세법은 채권 등에서 발생하는 이자와 할인액을 '이자상당액'이라고 표현하여 이자소득으로 과세하였는데, 개정 소득세법에서는 이자, 할인액, 집합투자기구로부터의 이익을 '이자 등 상당액'이라고 표현하여 이 중 이자와 할인액은 이자소득으로 과세하고, 집합투자기구로부터의 이익은 배당소득으로 과세하도록 한 것이다.

〈표 III-4〉 세법개정 전후의 소득구분

	구분	환매	양도
개정전 (간접투자증권)	투자신탁 (수익증권)	배당소득	이자소득
	투자회사(주식) 사모투자전문회사(주식)	배당소득	양도소득
개정후 (집합투자증권)	투자신탁 투자조합 투자익명조합	배당소득	배당소득
	투자회사 사모투자전문회사 투자유한회사 투자합자회사	배당소득	양도소득

부터 개인주주가 받은 분배금은 법인세가 과세되지 않은 소득을 원천으로 하는바, 이중과세 문제가 발생하지 않기 때문에 배당세액공제제도 역시 적용할 필요가 없음.

33) 소득세법 제46조 제1항.

34) 소득세법 제102조 제1항.

그렇다면 상장지수펀드(ETF)의 양도시 과세에 대하여 살펴보자. 현행 세법에 따르면 개인이나 법인투자자가 주식형 ETF의 양도시 증권거래세가 과세되지 않는다. 증권거래세법상 과세대상은 주식의 양도로 한정³⁵⁾되어 있는데 현재 주식시장에 상장되어 거래되는 ETF는 주식 이 아니고 투자신탁의 수익증권이기 때문이다. 또한 ETF는 소득세법상 양도소득세의 과세대상도 아니다³⁶⁾. 결국 개인투자자(대주주가 아닌 경우)의 경우에는 증권거래세뿐만 아니라 양도소득세도 과세되지 않는다.

반면 외국의 ETF 매매차익에 대한 과세(스위스, 프랑스, 일본, 영국, 미국, 독일)의 경우에는 대부분의 국가에서 ETF 매매차익은 원칙적으로 상장 여부와 관계없이 소득세 과세대상으로 하고 있다. ① 스위스의 경우는 ETF를 포함하여 모든 개인용 자산의 매매차익에 대해 소득세 면제, ② 프랑스의 경우는 펀드유닛을 포함한 유가증권의 연간 양도가액 합계가 25,730유로 이하이면 면제, ③ 영국의 경우는 연간 자본이득이 9,600파운드 이하면 자본이득에 대한 과세가 면제된다. 또한 이들 국가에서는 과세 목적상 양도와 환매 간의 구분은 하지 않고 있다.

일본을 제외한 나머지 5개 국가에서는 일반펀드의 수익증권 양도에 적용되는 일반적인 과세원칙이 ETF의 양도시에도 적용된다. 반면 일본의 경우는 상장주식의 양도에 적용되는 일반적 과세원칙이 상장펀드의 양도시에 적용된다. 이와 같이 일본을 제외한 나머지 5개 국가에서는 상장지수펀드(ETF)증권, 일반펀드의 수익증권 그리고 상장주식의 양도에 적용되는 과세방식이 모두 동일하다(〈표 III-5〉 참조).

35) 증권거래세법 제1조.

36) 소득세법 제94조 제1항 제3호.

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 77

〈표 III-5〉 투자자 단계에서의 과세문제 비교(상장지수펀드 매매차익)¹⁾

	투자자 단계의 양도차익에 대한 과세문제		
	상장지수펀드(ETF)	일반펀드의 수익증권	상장주식
스위스	개인적 투자목적이면 과세 면제	좌동	좌동
프랑스	펀드유닛을 포함한 유가증권의 연간 양도가액 합계가 25,730유로 이하 과세 면제. 초과분은 30.1%의 단일세율로 분리과세	좌동	좌동
일본	10%의 단일세율로 분리과세	계약형/회사형, 채권형/주식형, 공모/사모에 따라 과세방식 상이 ²⁾	10%의 단일세율로 분리과세
영국	연간 자본이득이 면제금액(08/09 회계연도의 경우 9,600파운드) 이하 과세 면제. 초과분은 18%의 단일세율로 자본이득세(CGT) 분리과 세	좌동	좌동
미국	1년 이하 보유면 단기자본이득으로, 1년 초과 보유면 장기자본이득으로 과세 ³⁾	좌동	좌동
독일	25%의 단일세율로 분리과세 ⁴⁾	좌동	좌동

주: 1) 국내펀드에 투자하는 거주자를 중심으로 정리

2) 일반펀드의 수익증권 양도차익 과세

① 계약형/채권형: 비과세

② 계약형/주식형, 회사형/채권형, 회사형/주식형: 공모형이면 10%의 세율로 분리과세,
사모형이면 20%의 세율로 분리과세

3) 자본이득세율

① 단기자본이득: 일반소득과 합산 후 통상적 소득세율(10~35% 6단계 누진세율)로 과세

② 장기자본이득:

- 수집품·소규모사업주식: 28%

- 환수되지 않은 section 1250 이득: 25%

- 기타: 15%(단, 일반소득에서 10%, 15%의 세율을 적용받는 경우에는 0%)

4) 상장지수펀드(ETF)증권을 2009년 1월 1일 이전에 구입한 경우로서 보유기간이 1년 이상이
라면 경과규정에 의해 구법에 따른 비과세 혜택을 계속하여 적용받을 수 있음

자료: 홍범교 외, 『ETF 및 파생결합증권 과세제도 개선방안』, 용역보고서, 한국조세연구원, 2009.

2. 펀드과세제도의 변화

과거 이자부나 배당부 투자신탁의 수익자가 받는 수익분배금은 해약일이나 환매일에 이자소득이나 배당소득으로 보아 저율 또는 분리과세하며, 이익금 산정시 상장주식·협회등록주식·벤처기업주식·선물의 거래나 평가로 발생하는 손익은 포함시키지 않아 과세하지 않았었다. 또한 수익증권을 타인에게 양도하여 얻는 손익도 일반적인 주식이나 채권에 대한 양도차익을 과세대상으로 삼지 않는 것과 유사한 맥락에서 과세대상에 포함되지 않았었다.

이를 일부 보완하기 위해서 2003년 말 소득세법 제4조 제2항을 신설하여 이자부 투자신탁 이외의 신탁이익도 신탁법 제1조 제2항의 규정에 의하여 수탁자에게 이전되거나 그 밖에 처분된 재산권에서 발생하는 소득의 내용별로 소득을 구분하여 이자 및 배당소득 과세에 추가하여 과세할 수 있는 근거를 마련하였다.

이는 투자신탁의 투자자가 거주자 1인 또는 그와 친족 등의 특수관계가 있는 자로만 구성되고 당해 투자자가 사실상 투자자산운용에 관한 의사결정을 하는 경우에는 이를 이용한 조세회피가 우려되는 상황이었기 때문이었다.

이후 투자신탁을 통한 개인의 간접투자과 직접투자 간의 세부담이 차등화될 수 있는 여지를 줄여 납용될 가능성을 봉쇄하기 위해 2005년 2월 소득세법 시행령 제23조 제7항을 신설하여 투자신탁의 이익분배금에 대하여는 이자소득·배당소득으로 보지 아니하고 신탁재산 운영에 따른 소득원천에 따라 이자소득·배당소득 그리고 양도소득 등으로 과세할 수 있도록 하여 투자신탁을 이용한 조세회피를 방지하기 위해 세법이 개정되었다. 또한 2009년 소득세법 개정으로 '이자와 할인액은 이자소득으로 과세하고 집합투자기구로부터의 이익은 배당소득으로 과세하는 것'으로 개정하여 소득 구분을 배당소득으로 하면서, 투자신탁 등 집합투자기구의 양도를 채권 등 보유기간 과세제도에 따라 과

세하도록 하였다.

이렇게 우리나라에서도 이자나 배당소득에 대해 저율로 완납적 분리과세가 이루어질 수 있도록 구조화한 투신권의 수익증권은 끊임없이 조세회피 목적으로 개발될 전망이다. 이에 대응하여 소득세법 및 관련 규정을 개정할 수밖에 없는 실정이다.

3. 구조화상품시장 및 소득유형화 분석

가. ELS 시장 현황 및 문제점

우리나라에서는 주식결합증권이라고 부르는 '구조화 금융상품(Structured Financial Product)'은 전통적 형태의 금융자산인 주식, 채권, 지수들을 적어도 하나의 파생상품과 결합하여 '원금보장' 또는 '참여율 증대'와 같은 특징들을 갖도록 만든 결합상품이다. 개인투자자들이 직접 파생상품에 투자하기에는 투자원금 부담이 상당하거나 지식이 부족하다는 제약조건에 직면하게 되는데, 간접적으로 이에 투자할 수 있도록 해주는 기능을 하고 있다.

구조화상품들은 유럽 일부 국가들에서 매우 높은 인기를 누리고 있다. 예를 들어, 독일은 2007년 기준으로 SP의 시장규모(market capitalization)가 시가총액으로 2천억유로 이상에 달해 총투자자산액의 6.8% 이상이 SP 형태에 투자되고 있다. 또한 스위스도 시장규모가 3,400억스위스프랑(CHF)에 달해 세계 최대 규모로 급성장했으며 이는 국내 총투자자산의 7~8%에 해당한다. 2007년 연말 기준 5천종 이상의 상품이 시장에 존재한다. 반면 노르웨이 같은 유럽내 다른 국가들은 최근 SP에 대한 규제 수준을 강화하기 시작하였다. 미국은 시장 규모가 독일의 절반에 불과할 정도이므로 아직 대중적이지는 않은데 그 이유는 규제정책에 일부 기인하고, 또 미국에서는 개인투자자들의 (직접) 주식보유 비중이 유럽보다 높기 때문이기도 하다.

다양하고 복잡한 수익률 구조를 갖는 SP들이 유럽내 SP 최대 시장인 독일과 스위스 시장에서 보편적으로 발견할 수 있는 것은 매우 흥미로운 사실이다. 스위스에서 2007년 3월부터 11월까지 발행된 47,362개의 표본 상품들 중 30.5%가 하한 역전환사채 형태, 27.9%가 Tracker 및 Bonus Certificate 형태, 9.2%가 Mini futures 형태를 취하고 있다. 해당 시기에 독일은 247,254개의 표본상품들이 발행되었는데 하한 역전환사채형은 2.3%에 불과하고 Discount Certificate 유형이 24.6%를 차지하고 있다. Credit Suisse가 제공한 JP Morgan 집계 2006년 미국내 상품들의 경우는 원금보장형이 28.85%, Outperformance Certificate가 28.7%, 그리고 하한 역전환사채형이 18.37%를 차지한다³⁷⁾. 독일 및 스위스에서의 SP 비중이 높은 이유는 OTC를 장내상품화한 SCOACH 거래소의 역할에 기인한 바가 크데, 상품구조가 단순한 Certificate 유형들 중심으로 거래소가 상품 정형화를 하여 실시간 시장평가를 제공하는 등 일반투자자들에 대한 보호기능도 수행하고 있기 때문이다. 특히 이들 국가에서는 구조화상품 발행전 상장설명서(listing prospectus)를 작성하여 연방금융감독청(Federal Financial Supervisory Authority)의 심사를 거쳐야 하며, 시장감시위원회에서 공정가격 및 주문에 대한 감시체계가 철저히 확립되어 있다.

우리나라의 ELS 경우³⁸⁾ 독일이나 스위스와 달리 거래소에 상장되어 있는 경우는 극히 미미함에도 불구하고 연간발행금액 기준 거래소 및 협회등록 상장시가총액 1,144조원(코스피 1,045조원 + 코스닥 99조원)의 2% 수준에 달해 단기간 내에 급성장을 하였다는 특징을 보이고 있다.

37) Hens & Rieger(2009) pp. 3~5 참조.

38) 우리나라 자본시장법의 '파생결합증권'에 대한 포괄적 정의에 따르면 과거 증권거래법상의 '추가연계증권(ELS)', '주식워런트증권(ELW)', '주식의 기초자산연계증권(DLS)' 등도 포함하게 되는데, 본질에서는 우리나라의 구조화상품(Structured Product)으로 추가연계증권(ELS)에 국한하여 논의함.

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 81

우리나라의 주가연계증권(ELS) 및 ELF 시장 확대는 KOSPI200 지수 선물(1996년) 및 옵션시장(1997년)의 급격한 발전과 펀드시장의 확대에 큰 영향을 받았다고 할 수 있다. 2003년 최초로 형성된 ELS 시장은 3조 4,655억원에서 4년 만인 2007년에 연간 발행액이 그 8배인 25조 4,600억원 시장으로 급격히 팽창할 정도로 투자자들 사이에서 큰 인기를 얻었는데, 최초 연도인 2003년을 제외하고는 70~80%가 원금비보장형이라는 특징을 갖고 있다(〈표 III-6〉과 [그림 III-2] 참조). 즉, 원금은 보장되지 않지만 원본 초과손실의 가능성도 없는 원금보장(capital protection) 측면에서 ELW와 유사하다고 할 수 있다. 발행 규모로만 보면 한국은 기초자산인 주식현물시장 대비 그 비중이 적지 않고 주식형펀드시장에 비해서도 상당하나 상품구조의 다양성이 부족하다는 특징이 있다. 이를 구체적인 수치로 살펴보면, 주식형펀드 판매잔고의 연간 순증액이 69조 8천억원으로 절정에 달했던 2007년의 경우 ELS의 2007년 발행액이 그 36.7% 수준인 25조 6천억원이었음은 우리나라의 주식 관련 구조화상품 시장의 급팽창 정도를 가늠해 볼 수 있다. 현재 증권사 ELS 발행건수 및 금액은 7,494건 및 17조 2,903억원으로 월평균 833건 및 1조 9,211억원을 기록하고 있는데(2010년 9월 30일 기준), 이는 2009년 6월 이후 월간 발행금액이 1조원을 넘는 이후 금년 5월 부터 2조원대로 급증하였음을 보여주며, 발행건수 또한 금년 4월 839건을 기록한 후 2/4분기부터 월평균 900건대로 급증하고 있다. 원금보장형 대 비보장형 간 금액기준 구성비율은 도입 첫해인 2003년의 55% 대 45% 비율을 제외하고는 극단적인 비보장형 중심으로 발행되다가(예, 2005년의 7% 대 93%), 2009년 원금보장형 비중이 28%로 잠시 개선되다가 금년 들어 다시 비보장형 구성 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다(〈표 III-6〉의 금액 비중과 [그림 III-2]의 건수 비중 참조). 기초자산인 주식시장이 지수를 기준으로 2010년 3/4분기 이후 박스권 장세로 횡보하기 시작했고 출구전략 시행에 따른 금리 인상 움직임으로 증권사들이 투자 대안으로 일반투자자 대상으로 고객 유치를

위한 공격적인 판매경쟁을 벌이는 것으로 판단된다.

〈표 III-6〉 연간 ELS 발행액 및 원금보장 비중

(단위: 백만원, %)

	원금보장		원금비보장		합계	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
2003년	1,939,191	55.96	1,526,271	44.04	3,465,462	100
2004년	1,221,879	21.84	4,373,586	78.16	5,595,465	100
2005년	878,209	6.17	13,351,325	93.83	14,229,534	100
2006년	2,121,280	9.52	20,160,831	90.48	22,282,111	100
2007년	4,327,263	16.9	21,272,982	83.1	25,600,245	100
2008년	2,463,635	12.07	17,952,335	87.93	20,415,970	100
2009년	3,314,654	27.71	8,649,252	72.29	11,963,906	100
2010년	4,085,980	23.63	13,204,312	76.37	17,290,291	100

주: 각 연도말 기준, 2010년은 9월 말 기준.
자료: 금융투자협회.

[그림 III-2] 연도별 ELS 원금보장비중 변화(건수기준)



한편 ELS 시장 규모의 급격한 양적 팽창은 주식파생상품이 주식현물시장에 변동성을 가중시키는 '폭포효과(Cascading effect)'를 통해 불안정한 시장을 조성하고 투자자의 시장 신뢰도를 저하시키는 문제를 야기하고 있다. 우리나라는 ELS의 기초자산이 시가총액 상위기업인 대형주 중심으로 구성되는 경향이 높은데, 이들 개별종목의 주가가 Knock-In barrier(원금손실 가능선)까지는 발행사가 풋옵션 등을 활용하여 헷징을 하지만 추가 하락하게 되면 발행사가 원금보장 의무에서 벗어나 무위험포지션으로 가기 위해 현·선물을 팔거나 공매도 등을 무차별적으로 실행하여 선물헤지 청산물량을 쏟아내는 과정에서 지수 선물, 주식현물이 추가로 폭락하는 현상이 발생할 수 있기 때문이다(2008.10.22일 발생한 사태). 개별 주식종목이 아닌 KOSPI 지수를 기초자산으로 삼는 ELS도 주식시장의 급락 상황에서 KOSPI 지수선물의 대량 매도를 야기하여 자동적 프로그램트레이딩 작동으로 현물시장에 추가 하락효과를 줄 수 있다. ELS 투자자 입장에서는 만기 및 중간평가 시점에 기초자산의 성과에 따라 수익이 확정될 것으로 기대했

는데, 헤지 청산구간에 돌입할 정도로 현물 주식가격이 하락하는 상황에서는 발행사나 운용사의 주식 매도가 추가로 주가를 하락시켜 원금 보장의무에서 탈피하거나, 발행사가 조기상환 조건 성취를 방해하고 최종 수익률을 조작하기 위해 조기상환일 및 만기일 시점에서 기초자산 해당 종목의 주식을 대량 매도하여 투자자의 신뢰도를 저하시키는 상황이 발생하기 때문이다³⁹⁾.

또한 투자손실을 입은 투자자들이 발행 증권사의 조기상환 무산 및 수익률 조작을 의심하는 불만뿐만 아니라, 외국과 달리 계약조건의 투명성 문제도 제기될 수 있다. 주식 관련 구조화상품들은 기초자산 주식의 최초 기준가격과 대비하여 조기상환 여부 및 만기 수익이 결정되는데, 투자설명서상에 명시된 '기초주가 조정상황'이 발생했음에도 그 판단 여부를 ELS 발행사나 운용사가 일방적으로 결정하여 통보하는 방식의 처리와 관련해서도 불공정 계약 및 신의원칙 위배 문제가 발생할 수 있다.

통상 기초자산으로 삼고 있는 '보통주 주식'이 i) 시가를 하회하는 발행가격으로 유상증자(제3자 배정방식의 유상증자 제외)하거나, ii) 준비금의 자본전입, 주식배당으로 신주가 발행(스톡옵션 실행 경우 제외)되는 경우, iii) 자본금 감소(무상감자)가 발생하는 경우, iv) 액면분할 및 병합이 발생하는 경우에는 그 기초주가를 조정할 수 있다'라고 명기하는 것이 보통이다. 그러나 위의 4가지 상황이 발생하였는지를 누가 판단하며 어떤 방식으로 어떠한 절차와 방법으로 조정하는지에 대해서는 투자설명서에 명시되어 있지 않다.

우리나라 ELS는 대개 1년 내지 3년 만기와 3, 4, 6월 단위의 조기상

39) 2009년 상반기부터 몇몇 ELS의 경우 시세조정 의혹이 불거져서 금융당국은 9월 11일 『ELS 발행 및 운영관련 제도개선방안』을 발표하여 i) 만기일 단순증가를 3일 이상 증가 평균가격이나 만기일 거래량 가중평균가격을 사용토록 하고, ii) 외국계금융회사로부터 공급받아 판매하는 경우 헷지를 담당하는 역외 소재 금융회사 이름을 공지하거나 국내 발행사가 3% 이상의 기초자산을 인수한 뒤 만기일까지 보유토록 함.

환을 위한 중간평가시점 구조를 갖게 되는데, 외국의 유사 구조화상품들이 대개 1년 만기인 데 비해 우리나라가 3년 만기라면 기초자산을 구성하는 개별 주식종목의 기초주가를 조정해야 할 위에서 열거한 상황들이 발생할 가능성은 결코 낮지 않다고 할 수 있다. 특히 할인된 가격의 일반공모 유상증자는 기업이 시설투자나 운영자금 확보를 위해 수시로 활용하는 재원조달 수단인데 그 발행규모가 크고 또 일년에도 수차례씩 이루어질 경우 기초자산 주식종목의 주가 희석화 효과가 무시할 수 없음에도 불구하고 대부분 '거래소에서 권리락이 발생하지 않아 해당 주식을 인위적으로 조정하지 아니하므로'라는 이유로 조정하지 않고 있는 실정이다⁴⁰⁾.

나. 구조화상품의 기능과 수익률구조

Hens and Rieger(2009)에 의하면 구조화상품의 긍정적 기능은 포트폴리오 수익률을 높일 수 있다는 것인데, 투자자의 위험 성향에 따라 포트폴리오의 위험 부분에 대한 strictly convex payoff 구조로 이어지는 상품을 활용하여 상이한 정도의 손실들에 대한 헷징을 통해 달성할 수 있다는 것이 일반적 결과이다(〈부록 II〉 참조).

전통적인 Markowitz-style 투자와 비교할 때 얼마나 수익성효과가 증대되는지를 추정한 결과 SP의 비용에 비해 개선의 효과는 그다지 크지 않다는 결론을 제시하고 있다. 반면 시장에서 대중적으로 인기를 얻고 있는 대부분의 SP들은 이러한 rational guideline을 따르고 있지 않았고 대신 '손실 기피'나 '확률추정 오류'같은 행태적 요인들을 사용하여 투자자들에게 매력적으로 보이게 한 것들이라고 지적하고 있다.

40) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(금융위원회 고시 제2008-8호, 2008.4.7) 제57조(유상증자의 발행가액) 및 유가증권시장업무규정 시행세칙(한국거래소 2008.11.27 개정) 제30조(기준가격), 동 별표 2(배당락 또는 권리락의 기준가격) 규정 근거.

즉, 구조화금융상품 시장은 발행 및 판매사인 증권 및 은행들에는 매우 큰 사업영역이지만 투자자들에 대한 효용증대 효과는 '망상' 또는 '착각'(illusion)뿐일 가능성이 높다는 의견을 제시하며, 몇몇 국가들에서 논의되는 개인투자자에 대한 전면 판매금지보다는 투자자의 상품에 대한 이해도를 높이는 방안을 대안으로 제안하고 있다. 예를 들어, 특정 유형의 투자자들이 구조화상품 편입을 통해 그들의 자산구성 포트폴리오에 이득이 되는지 여부를 스스로 가늠할 수 있도록 제3의 독립기관이 수행한 투자등급 순위에 대한 정보제공 도입을 제안하고 있다.

Wallmeier & Diethelm(2008)은 2007년 4월 기준 스위스 내 468개 다자산 역전환사채(Multiple Barrier Reverse Convertibles)에 대한 실증연구 결과 옵션가격이 평균 3.4~6% 범위로 과도 산정되었고 이는 최소 29%의 과도한 가격산정에 해당하며, 이는 확정수익(coupon)과 양(+의 상관관계를 갖고 있어서 개인투자자들이 위험성을 너무 가볍게 생각하고 확정수익을 너무 높이 평가하고 있다고 결론짓고 있다.

이자산 역전환사채(Two Asset Reverse Convertibles: TARCs)는 한국에서 가장 인기 있는 유형의 주식구조화상품(equity structured product)이므로, 먼저 그 구조를 살펴보기로 하자. TARC는 단순한 형태의 파생상품은 아니고, 주식(가격)에 연계된 결합증권이다. 기본적으로는 그 수익이 불확정적이지만 가미된 옵션(exotic embedded option) 때문에 발생 가능한 상황별로 수익예측은 가능한 채권 또는 채무증서(note, debt instrument)이다. TARC는 Two Asset을 기초자산으로 한 Reverse Convertibles의 약자로, 전환사채가 거꾸로 되어 있는 형태로 이해할 수 있다. 전환사채(convertible bond)란 일정한 조건이 충족되면 언제든지 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여되는 회사채를 말하며, 채무증서와 주식 성격을 복합적으로 갖고 있는 금융상품이다. 역전환사채(Reverse convertible)라고 부르는 이유는 전환사채의 거꾸로 된 형태, 즉 발행시에는 채권이었는데 한번이라도 하한(downside

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 87

barrier)을 넘어 가격이 하락한 적이 있으면 기초자산 중 최악성과(worst performing)의 현물주식으로 전환할 수 있는 권리가 있다는 의미로 구조화하였기 때문이다. 이러한 ELS는 대개 투자은행(IB)들이 자금조달비용을 감안하여 가격을 매긴 후 발행하는 채권인데, 구조화의 복잡성 때문에 가격 산정이 단순하지 않아서 가격 산정 투명성이 낮고 공정가격 산정을 담보할 수 있을 만큼 발행사 간의 경쟁이 시장 내에 존재하는지도 의문이다. 특히 자본시장법 시행 이후 증권사들의 ELS상품 출시 및 시중은행의 ELF 판매가 크게 늘었으나, 투자자들이 시장 내 이질적 상품을 비교함에 있어서 위험성을 공정하게 평가한 가격인지를 판단할 수 있는 정보제공은 거의 이루어지지 않고 있다.

우리나라 ELS 시장에서는 '2-Star'라는 표현이 종목명칭 앞에 붙어 판매되며, 기초자산으로 개별 종목 주식 두 종목, 또는 KOSPI 및 홍콩 주가지수(HSCEI), 아니면 개별 종목 하나와 주가지수 하나를 택하고 있다. 원금보장 조기상환형은 미리 결정된 조기상환일(중간평가일) 시점에서 기초자산가격이 기준가격(strike price) 이상인 경우 확정된 약정수익을 지급하고 조기상환하는 상품이다. 연율(annual percentage rate)로 일정한 약정수익률이므로 보유기간에 비례하여 총투자수익률이 결정된다. 만일 모든 중간평가일에 조기상환 조건이 충족되지 않아 만기일까지 진행된 경우 기초자산가격이 예를 들어 70%의 하한금액(down barrier) 미만으로 하락한 적이 투자기간 내내 한번도 없으면 약정수익을 지급하나, 단 한 번만이라도 하단 배리어(barrier) 미만으로 하락한 적이 있으면 원금만 지급하는 형태를 취하고 있다. 원금비보장 조기상환형은 원금보장형 조기상환형과 동일하나 다만 기초자산가격이 만기까지 한번이라도 하단 배리어 미만으로 하락한 적이 있는 경우 원금손실이 발생하는 상품이다⁴¹⁾.

41) 구체적인 예로, 자산운용회사인 하이자산운용이 2006.10.20일 3년만기로(신탁계약기간 종료일: 2009.11.20) 설정한 '하이 2 Star 4 초이스 파생상품투자신탁'(61280)은 자산구성 중 99.77%를 하나증권(ELS)343이 발

[그림 III-3]은 2년만기, 6개월 중간평가, 그리고 50% 하한가격의 TARC형 ELS의 수익률 구조를 나타낸 것이다. 다만 원금비보장형으로, 매 6개월 (또는 3, 4개월) 주기의 중간평가일을 설정하여 최초 기준가격의 85%, 80%, 75%, 70%와 같이 일정률로 낮춘 가격들(strike prices)과 대비하여 중도상환 여부를 결정한 후 확정수익(예, 연 10%)을 지급하는 방식의 'Step-Down형' 상품의 수익률을 나타낸 것이다. 먼저, 6개월 후 두 기초자산가격이 모두 설정일 최초 기준가의 85% 이상이면 5%의 확정수익을 받고 계약이 종료된다. 첫 중도상환에 실패하면 다음 6개월을 기다려 기초자산가격이 두 종목 모두 최초 기준가의 80% 수준인지를 판별하게 되며, 1년, 18개월, 2년에 해당하는 보유기간별로 하락하는 기준가격 대비 조건부 중도상환에 따른 수익률은 단계별 점선들로 나타난다. 만기일인 2년 후에도 상환조건을 만족시키지 못했을 경우 2가지 가능성이 나타나는데, 첫째 경우는 기초자산 모두 최초 설정일 기준가격의 50%로 설정된 하한가격(threshold 또는 Knock-in barrier라고 함) 밑으로 (종가기준이 아닌) 장중에 떨어진 적이 없으면 원금과 함께 투자액의 10% 수익을 지급받는다. 반면 둘째 경우는 그렇지 않은 경우로 어느 한 종목이라도 하한가격 밑으로 떨어진 적이 있으면 두 기초자산 중 더 많이 떨어진 만기일 종가에 해당하

행한 아래 조건의 ELS를 59.28억원에 계약한 것을 살펴보면

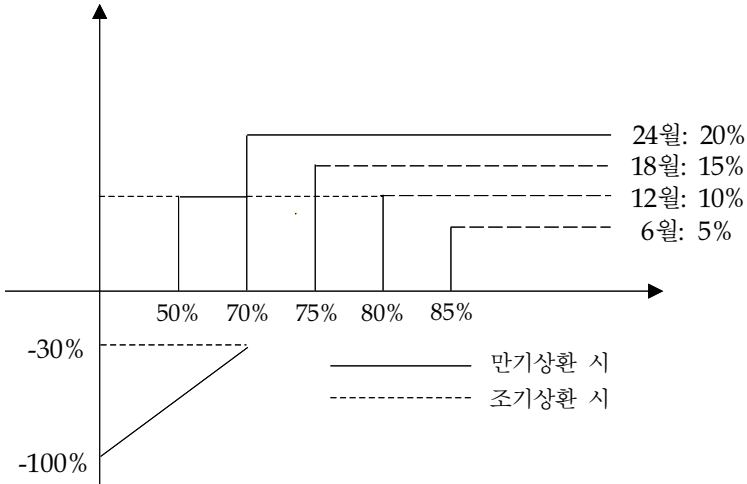
- 3년 만기에 매 6개월마다 조기상환을 위한 중간평가를 하고,
- 기초자산으로 POSCO와 하이닉스 보통주의 2개 개별 주식종목이며,
- 수익구조는 매 6개월마다 대상종목의 주가를 최초기준가격과 비교하여 상환조건 충족시 자동상환되는데, 두 자산 모두 조기상환 평가일 종가가 기준주가의 100% 이상인 경우 연 13.00%의 수익을 지급하고, 조기상환되지 않고 만기일까지 진행된 경우 투자기간 중 기준주가 대비 어느 한 종목이라도 40%를 초과하여 하락(장중 포함)한 적이 없는 경우에만 만기일에 연 5.00% 수익을 지급하며,
- 투자기간중 한 종목이라도 최초 주가 대비 40% 초과 하락한 적이 없는 경우는 원금+연5%를 지급하며, 투자기간 중 한 종목이라도 최초 주가 대비 40% 초과 하락한 적이 있는 경우는 더 많이 하락한 종목의 만기 주가수익률로 지급하여 원금손실 위험이 발생하는 내용.

는 원금손실을 지게 된다.

[그림 III-3]에서 70% 미만의 횡축에 해당하는 수익률을 나타내는 실선이 우상향하는 실선과 평행하는 실선의 두 가지로 표시되는 이유이다. 이렇게 Knock-In이 발생한 상황에서는 부록에 수록된 Barrier Discount Certificate는 Barrier Reverse Convertible과 마찬가지로 된다. 결국 이 상품은 2년 만기 이전이라도 상환요구할 수 있는 사채(callable bond)로서, 현물가가 행사가격 밑으로 많이 떨어지면 팔 수 있는 풋옵션을 가미한 구조화상품인 것이다. 대개 주식시장이 횡보하거나 약간 오를 것으로 기대되며 하한가격 밑으로는 거래되지 않을 것으로 예상될 때 수익을 제고하는 구조화상품인 것이다. 따라서 현물주식종목에 대한 직접 투자와 비교하여 위험성은 낮추어 주지만 주가 가격 급등 시기에는 수익률 상한(cap)으로 인해 그 혜택이 제한받는다.

낙아웃(Knock-Out)형 ELS는 기초자산의 가격이 투자기간중 일정 수준(barrier)에 도달한 적이 없으면 주가 상승률에 따라 수익률이 결정되며, 한 번이라도 그 수준을 초과한 적이 있으면 계약 당시 확정된 낮은 고정수익(rebate)만을 지급하면서 원금보장이라는 혜택을 부여하는 유형이다. 2005년 우리나라에서 조기상환형 구조화상품이 출시되기 전까지의 초기상품들은 대부분 만기지급식 원금보장형 낙아웃상품들이었다. 낙아웃워런트(Knock-Out Warrants)는 원금비보장형이지만 우리나라 ELW와는 약간 달리 만기일 전이라도 낙아웃가격 이상이나 이하로 가격이 변동하면 가치가 없어지는 구조화상품으로 적은 투자 원금으로 단기적 투기나 헷징을 추구하는 레버리지 구조화상품도 있다.

[그림 III-3] 2자산역전환사채(TARC)형 ELS의 수익구조



위에서 예로 든 TARC는 기초자산이 둘이므로 2변량(bivariate) 배리어를 갖고 행사가격도 단계적으로 낮추어지므로(step-down) 너무 복잡한 구조를 갖고 있는바, 조기상환조건을 제거하고 또 2자산을 1자산으로 단순화한 역전환사채(Reverse Convertible)의 수익구조를 [그림 III-4]를 통해 살펴보자.

[그림 III-4] 단순 역전환사채(Reverse Convertible)의 수익구조

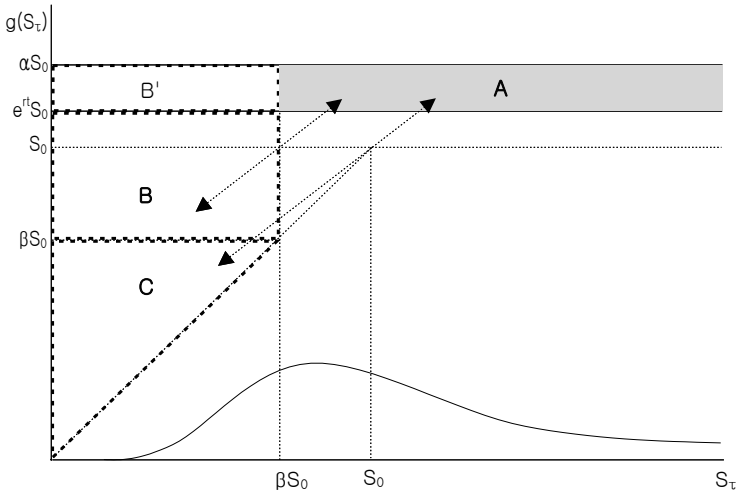


그림 아랫쪽의 곡선은 기초자산인 주식의 τ 시점 가격인 S_τ 의 분포 함수를 표시하는데, S_τ 가 최초 설정일 당시 주가수준 S_0 의 β 배에 해당하는 βS_0 보다 높으면 αS_0 의 사전확정금액을 지급하고 그렇지 못하면 S_τ 만큼만 지급하는 수익함수는 그 위에 표시되어 있다. 여기서 β 는 기초자산의 약정된 하한(Knock-In barrier)에 해당하므로 $0 < \beta < 1$ 이고, α 는 약정된 만기지급액이므로 여기서 원금을 제외한 수익은 $(\alpha - 1)S_0$ 가 되어 만기수익률은 무위험 복리이자율 r 보다 높은 수준으로 제시된다. 즉, $\ln \alpha / \tau > r$, $\alpha > 1$. 결국 주식 한 종목으로 구성된 단순한 역전환사채는 액면가에 $(\alpha - 1)S_0$ 의 추가이자를 지불하는 할인사채(Original Issue Discount)와 유사하게 되는데 기초 주가가 만기일에 βS_0 이상일 조건하에서만 높은 수익을 지급받고, 그렇지 않으면 만기시점의 주가가 $S_\tau (< \beta S_0)$ 만큼 지급받아 가격 하락분만큼 원금손실을 볼 수 있는 것이다. 이러한 단순 역전환사채는 일종의 '수익제고형' 구조화상품으로 볼 수 있는데, 이는 회사채

를 사면서 βS_0 초과 여부에 따라 $(\alpha - 1)S_0$ 또는 $(\alpha - \beta)S_0$ 수익을 지급받는 디지털옵션과 βS_0 행사가격의 유럽식 외가격 풋옵션에 투자한 것으로 분해할 수 있다. [그림 III-4]의 면적 A는 무위험사채이자율을 초과하는 추가이자소득을 나타내며, 반면에 면적 B와 C는 무위험사채와 디지털옵션 및 풋에 투자한 데 따라 잃게 되는 수익들을 표시한다. 따라서, B와 C 면적의 합이 A면적과 동일해야지만 투자자는 B와 C를 희생하는 대신 A로 보상받게 되는 셈이다. 보다 구체적인 A와 B+C의 가격들은 S_T 의 확률분포함수와 할인율의 곱을 가중치로 사용하여 A와 B+C의 면적에 곱함으로써 구해지는데, 이를 위해 기초자산과 옵션 간 제정거래(arbitrage) 기회가 없고 특정 옵션가격 모형과 확률분포함수의 파라미터들에 대한 가정 등이 필요하다.

Ahn et al.(2010)은 우리나라의 개인투자자들을 대상으로 판매한 주식연계증권 시장자료를 통해 다음과 같은 투자자 보호를 위한 규제의 필요성을 제기하고 있다. 첫째, 대부분의 개인투자자들은 비전문가들로서 발행사에 비해 기초자산인 주가가격의 향후 동향에 대해 열악한 정보와 분석능력을 갖고 있으므로 발행사가 사용한 (가격)평가모형이 무엇이고 평균 및 분산과 같은 분포 정보는 투자자에게 공개하거나 규제당국에게 제출하도록 의무화하자는 것이다.

둘째, 구조화상품 시장에서 발행사는 통상 델타헷징이라는 활동을 통해 상품판매에 따른 위험 노출에 대비하게 되는데, 만기일 전의 델타가 매우 큰 양(+)의 값을 갖는다면 기초자산 주식을 한번에 팔아야 하는데 그렇게 되면 투자자에게 불리하게도 기초자산 주가가격을 하락시키는 방향으로 작용할 것이다. 특히 발행사의 대차대조표 차변의 구조화상품 매출포지션과 대변의 헷지포트폴리오 간 헷지 오차가 남아 있다면 이를 메우기 위해 만기 직전 기초자산 주식을 고의적으로 공매도하고 싶은 유혹을 받을 수 있다. 문제는 발행사들의 헷지포지션을 공개할 필요가 없는 상황에서는 의도적으로 시세조작을 하고도 만기직전 주식 대량 매도를 델타헷지 포지션을 되돌린 것일 뿐이라고 합

리화할 수 있다. 투자자 입장에서는 이러한 위험이 존재하고 이에 대해 발행사와 대칭적인 정보를 갖고 있다면 발행사의 제시가격에서 할인을 요구할 수 있어야 하는데 그러한 위험 자체를 모를 수 있어서 규제의 필요성을 제기하고 있다.

4. 파생결합증권에 대한 과세문제

가. 개요

파생결합증권은 채권 등의 증권에 주식 등을 기초자산으로 하는 파생상품이 내재된 구조화 증권(structured security)을 말한다. 자본시장법 제4조 제7항에서는 ‘파생결합증권’이란 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것으로 포괄적으로 정의하고 있다. 과거 증권거래법에서는 열거주의 방식에 따라 몇몇 파생결합증권을 개별적으로 정의⁴²⁾하였으나 자본시장법에서는 앞서 설명한 바와 같이 포괄적으로 정의하고 있다. 소득세법에서도 소득세법시행령 제26조의 3에서 ELS와 ELS 이외의 파생결합증권(DLS)을 정의하고 있으며, 동조의 단서규정에서는 주식위

-
- 42) ○주가워런트증권(ELW, Equity Linked Warrant): 당사자 일방의 의사 표시에 의하여 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 주권의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권(구 증권거래법시행령 제2조의3 제1항 제6호)
- 주가연계증권(ELS, Equity Linked Securities): 특정 주권의 가격이나 주가지수의 수치의 변동과 연계하여 주권 또는 금전의 지급청구권을 표시하는 증권 또는 증서(구 증권거래법시행령 제2조의3 제1항 제7호)
- 기타의 파생결합증권(DLS, Derivatives Linked Securities): 제6호 및 제7호 이외의 것으로서 증권 등 기초자산의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 이익을 얻거나 손실을 회피하기 위한 계약상의 권리를 나타내는 증권(구 증권거래법시행령 제2조의3 제1항 제8호)

런트증권(ELW)을 규정하고 있다.

파생결합증권은 채권 등 증권과 파생상품이 혼합되어 투자한다는 측면에서 집합투자증권과 유사한 측면이 있다. 따라서 집합투자기구, ETF 등과 마찬가지로 배당소득으로 과세한다.

파생결합증권의 발행에 있어 자본시장법은 ELS와 ELW 및 그 외 일정한 파생결합증권에 대해서 그 발행을 금융투자업자만 할 수 있도록 하고 있다⁴³⁾. ELS와 ELW 등에 대하여 그 발행을 제한하는 것은 동 증권이 투자위험이 높으므로 자본시장법상 규제대상인 금융투자업자만이 취급할 수 있도록 제한하여 투자자를 보호하기 위한 것이다⁴⁴⁾.

나. 파생결합증권에 대한 과세

소득세법에서는 파생결합증권 중 추가연계증권(ELS)이나 기타 파생결합증권(DLS)에서 발생한 소득에 대하여는 모두 배당소득으로 과세하고 있다⁴⁵⁾. 한편 파생결합증권 중 추가워런트증권(ELW)에 대해

43) 자본시장법 제7조 제1항 및 동법시행령 제7조 제1항.

소득세법시행령 제7조 (금융투자업의 적용배제) ① 법 제7조제1항에서 “대통령령으로 정하는 것”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

1. 지분증권(지분증권과 관련된 증권에탁증권을 포함한다)의 가격이나 이를 기초로 하는 지수의 변동과 연계된 파생결합증권
2. 제1호 외의 파생결합증권으로서 발행과 동시에 투자자가 지급한 금전 등에 대한 이자 등 과실뿐만 아니라 그 금전등도 해당 기초자산의 가격·이자율·지표·단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계된 파생결합증권

44) 다만, 금융투자업자가 아닌 자가 금융투자회사를 상대방으로 하여 추가연계 파생결합증권을 발행하는 것은 허용함. 이는 결국 금융투자회사가 투자자보호 규제를 준수하면서 투자자에게 판매할 것이므로 투자자 보호에 크게 문제가 없다고 본 것임.

45) 이는 파생결합증권을 불투명체(opaque)로 취급함을 의미하는 것이다. 과세상 투명하게 취급된다면 채권 등에서 발생한 소득은 이자소득으로 파생상품에서 발생한 소득은 비과세로 취급하여야 한다. 그러한 현행 소득세법에서는 배당소득으로 과세하고 있음.(홍법교 외, 2009)

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 95

서는 과세하지 않고 있는데 이는 소득세법이 주가워런트증권을 파생상품으로 보기 때문이다. 주가워런트증권은 그 성격이 파생상품인 옵션으로서의 성격⁴⁶⁾과 신주인수권으로서의 성격을 모두 갖고 있다. 신주인수권은 자본조달 목적으로 발행되어 발행법인의 자본 증가를 가져오지만 주식워런트증권은 제3자인 증권회사가 발행하고 금융투자상품으로 취급된다는 점에서 파생상품인 옵션의 성격에 보다 가깝기 때문이다.

자본시장법과 소득세법에서의 파생증권 및 파생결합증권에 대한 유형분류 차이를 살펴보면, 자본시장법은 규제 목적상 주식워런트증권(ELW)을 파생결합증권으로 분류하고 있으나, 소득세법은 ELS와 DLS는 채권 등과 파생상품이 결합된 구조화 증권으로 보아 배당소득으로 과세하고, 그렇지 못한 주식워런트증권(ELW) 또는 기타 파생워런트증권에 대해서는 파생상품인 옵션으로 보아 비과세 처리하고 있다⁴⁷⁾⁴⁸⁾.

소득세법시행령 제46조의3 제3호는 파생결합증권의 수입시기를 ‘이익을 지급받은’ 날로 규정하고 있다. 따라서, 파생결합증권의 투자자는 증권의 만기 시점이나 중도환매 시점에 증권의 발행자로부터 그 이익을 수령할 때에 배당소득으로 원천징수한다⁴⁹⁾. 투자자가 법인인 경우에는 법인세법의 규정에 따라 원천징수가 면제된다.

파생결합증권은 증권이므로 만기 전에 타인에게 양도할 수 있다. 소득세법은 파생결합증권이 지분증권이 아니므로 양도차익에 대해 과세하지 않는다. 따라서 파생결합증권의 최종 소지자가 파생결합증권으로

46) 주식워런트증권(ELW)은 특정 대상물(예컨대, 개별주식)을 사전에 정한 가격(권리 행사가격)으로 사전에 정한 일정시점(만기일)에 살 수 있는 권리(콜워런트) 또는 팔 수 있는 권리(풋워런트)를 갖는 증권을 말함.

47) 만일, 주식워런트증권(ELW)을 신주인수권으로 취급한다면 양도소득으로 과세하여야 할 것임.

48) 현행 세법은 파생워런트증권(DLW)에 대하여 별도의 언급이 없음. 법문의 해석상 DLW는 DLS에 포함되어 배당소득으로 과세하고 있음.

49) 소득 46078-41, 2003.3.24.

부터 발생한 소득 전체에 대해 과세받게 된다.

우리나라의 ELS 중에도 기초자산으로 개별 종목 주식이 아니라 우리나라 KOSPI 200이나 항생지수를 기초자산으로 삼아 발행된 경우가 많은데, 이들은 채권의 속성을 갖고 있지만 이자나 원금지급이 불확정적인 투자계약으로서 기본적으로 ‘옵션을 가미한 부채증서(Debt with Embedd Options)’라 할 수 있다. 1991년 이전까지 미국은 이러한 형태의 계약을 보장된 확정 지급액과 불확정 지급액으로 나누어 전자에 대해서는 만기수익률 기준 과세를, 후자에 대해서는 추후과세(wait and see taxation)하는 접근방법을 택하였다. 1991년 미국 재무성은 지수연계채권은 무이자사채와 콜옵션으로 이원화하고 이자는 무이자사채 부분에 대해 5년간 과세할 것을 제안하였다.

우리나라의 개인을 상대로 한 ELF 과세는 조기상환이나 만기시점에 투자원금 대비 수익이 있을 경우에만 해당 과세연도에 귀속하는 배당소득으로 과세하며 타금융소득과 합산 후 기준금액 초과 시에는 종합소득세로 과세한다.

III. 펀드 및 구조화상품시장과 소득유형별 과세제도 97

〈표 III-7〉 자본시장법상의 증권으로부터의 이익에 대한 과세여부

		과세 여부	비 고
주식 등		비과세	<ul style="list-style-type: none"> - 증권거래세 부과 - 주식 배당에 대해 배당소득과세 또는 저율과세 - 우리사주조합원으로서 법정요건 충족시 비과세
채권		이자소득과세	
집합투자증권 (ETF포함)		배당소득과세	<ul style="list-style-type: none"> - ETF <ul style="list-style-type: none"> · 해외, 채권, 레버리지, 인버스 등에 대해 과세 · ETF의 양도시 증권거래세, 양도소득세 과세대상에서 제외
파생결합 증권	ELW	비과세	
	ELS	배당소득과세	
	DLS	배당소득과세	

주: 자본시장법상의 증권으로 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권에탁증권을 포괄.

IV. 자본시장의 환경변화와 조세정책적 과제

1. 금융상품의 개발에 대한 소득세제 대응의 틀과 한계

가. 재무이론적 등가관계와 소득세제

1) 풋-콜 패리티 사례

재무이론에 따르면 확정 및 불확정수의 자산 간을 명쾌하게 구분하기 어렵는데 그 이유는 금융적 등가원칙(equivalence theorem)에 따라 한 유형의 자산을 다른 유형의 자산들을 이용하여 재구성함으로써 그 경제적 실체가 동일하게 복사할 수 있기 때문이다. 재무적 등가원칙의 두 가지 사례인 ‘풋-콜 패리티(put-call parity)’와 ‘동태적 헷징(dynamic hedging)’를 통해 살펴보도록 하자. 본고의 목적은 해당하는 재무이론들을 완벽하게 설명하기보다는 소득세 과세정책과 관련된 논의를 하기 위한 것이므로 기술적인 사항은 생략하면서, 가급적 가장 단순한 형태로 설명하고자 한다.

재무적 등가원칙인 ‘풋-콜 패리티(put-call parity)’는 다음과 같은 네 종류의 자산이 있는 상황을 가정한다. 즉, ① 무배당주식 한 주 S , ② K 라는 액면가액의 무위험 무이자채권(zero-coupon bond) B_K , ③ 주식 한 주를 K 라는 금액에 살 수 있는 콜옵션 C_K , ④ 그 주식을 K 라는 금액에 팔 수 있는 풋옵션 P_K 이다. 이들 네 자산 각각의 자산시장이 충분히 경쟁적 시장이라면, i) 풋옵션이나 콜옵션의 행사가격이 무이자사채의 미래 상환액(액면가액) K 와 동일하고, ii) 옵션들의 행

사 가능일이 무이자사채의 상환일과 동일하다는 가정하에, 거래비용과 신용위험을 무시할 경우 행사일 시점에의 이들 자산가격들 간에 만족시켜야 하는 아래의 관계를 말한다.

$$\text{식 (1) } S + P_k = B_k + C_k$$

식 (1)의 좌변이 의미하는 바는 투자자가 한 주의 주식을 갖고 있으면서 동시에 K라는 가격에 (주식을 팔 수 있는 권리인) 풋옵션까지 보유하고 있을 경우, 옵션 행사일 당일에 최소한 K 이상의 주식 S가 가격만큼은 확보되는 자산 구성을 하는 셈이 된다. 만일 주식값이 K보다 떨어진다면 갖고 있는 주식 S를 K에 팔 수 있는 풋옵션을 행사할 수 있기 때문이다. 마찬가지로 식의 우변이 의미하는 것은, 행사일 당일 K만큼을 상환받는 무이자사채와 함께 K라는 행사가격으로 (주식을 살 수 있는) 콜옵션을 소유하고 있게 되면 투자자입장에서는 최소한 K금액은 확보되고 그 이상의 포트폴리오 가치를 보장받게 된다. 만일 주식 S의 값이 K보다 커지면 만기상환되는 채권 상환금액 K으로 콜옵션을 행사하여 주식 한 주를 구입하면 되기 때문이다. 이렇듯 주식과 풋옵션을 합한 자산가치가 무이자사채와 콜옵션을 합한 자산가치와 행사당일에 동일해야 한다면, 이들 자산시장들이 충분히 경쟁적인 한 행사일 이전 기간에도 등가관계가 성립해야 한다. 그렇지 않다면 차익 거래자(arbitrageur)들이 비싼 포지션을 팔고 싼 포지션을 사서 차액만큼의 무위험 이득을 얻는 기회를 제공하기 때문이다.

식 (1)은 네 종류 자산들 간의 관계를 표현하는 여러 방법들 중 하나일 뿐이어서 (식 1)을 $S = B_k + C_k - P_k$ 로 변형하면 '한 주의 주식을 소유하는 것은, 미래의 어떤 시점에 확정금액(K)만큼을 받을 무이자사채(zero coupon bond)를 소유하면서 같은 날 K라는 행사가격으로 내가 그 주식을 살 수 있는 권리(콜옵션)을 사고 그 주식을 사주어야 하는 의무를 지는 것(풋옵션을 파는 것)'과 동등하게 된다. 즉, 실제 주식

과 동일한 수익을 창출하는 일종의 조작된 '합성(synthetic) 주식'이라고 간주할 수 있다. 또한, 시가가 B_k 인 주식을 사면서 그 주식에 대한 풋옵션을 사고 콜옵션을 파는 것은 시가가 B_k 인 무이자사채를 사는 것과 경제적 실체가 동일하게 된다 ($S + P_k - C_k = B_k$).

이러한 풋-콜 패리티 관계는 확정수익과 불확정수익 개념 간의 구분에 기초하여 이들 4개 자산에 대해 차등과세하고 있는 수많은 나라의 기존 소득세제에 중립성 저해, 조세회피용 상품개발, 국제조세 분쟁 등의 위협을 1990년대 이후 제기하고 있고, 이에 대해 조세당국은 사후적으로 문제를 해결하고 있을 뿐이다.

먼저 옵션의 경우, 거래의 일방인 구입자는 계약이 체결된 시점에 결정된 가격으로 미래에 특정자산을 사거나(콜옵션) 팔(풋옵션) 권리는 있지만 의무는 없는 반면, 상대방 옵션매도자인 발행자(writer)는 계약시점에서 팔거나 살 의무에 대한 대가로서 '프리미엄(premium)'이라는 금전을 수취하게 된다. 옵션 구입행위는 자본지출로 취급되어 옵션을 행사하거나 처분하기 전까지는 어느 쪽에게도 세무문제가 발생하지 않는다. 만일 옵션이 행사되지 않고 지나간다면 옵션 발행자는 마치 그가 옵션을 판 것처럼 취급된다. 만일 콜옵션이 행사된다면 옵션 발행자는 해당 자산의 판매가액에 프리미엄이 포함된 것으로 처리하고 콜옵션을 매입한 소유자는 프리미엄을 취득가액(cost basis)에 포함한다. 만일 풋옵션이 행사된다면 발행자는 프리미엄 금액만큼 취득가액을 줄여야 하고 풋옵션 구매자는 그 금액만큼 판매가를 낮추어야 한다. 만일 옵션이 행사일 이전에 중도 판매된다면 이익이나 손실이 인식되는데 그 손익 인식의 성격은 기초자산에 따라 결정된다.

무이자사채에 대한 과세방식을 살펴보자. 만일 한 기업이 3년 후에 13,310원을 지불하는 채권을 10,000원에 발행하는데, 이 채권을 구입한 투자자는 만기까지 어떤 이자 지급(coupon)도 받지 않으므로 '발행할 인채(Original Issue Discount)' 또는 '무이자사채(zero-coupon bond)'라고 불린다. 이때 투자자는 3년이 경과하기 전까지는 3,310원의 수익

을 받지 못하지만 첫 해 1,000원, 둘째 해 1,100원, 셋째 해 1,210원을 이자소득으로서 자신의 과세소득 안에 포함해야 하는 것이 원칙이다. 이를 발행할인채라고 부르는 이유는 만기일에 상환되는 액면가액인 13,310원보다 할인된 10,000원으로 발행되기 때문이다. 그 차액을 3년간 배분하기 위해 ‘만기수익률’ 또는 ‘만기이율(the yield to maturity)’이라고 불리는 일종의 이자율을 사전에 결정해야 하고, 이는 투자원금에 복리이자를 적용하여 만기일에 명목상환금액에 달하도록 하는 것이다. 위의 경우 $10,000원 \times (1.1)^3 = 13,310원$ 이므로 만기이율은 연 10%이다. 실현주의 과세원칙을 따른다면 10,000원을 주고 산 자산을 13,310원에 판 거래에 대하여 처분시점에 소득금액 3,310원에 대해 과세하는 것이다.

그러나 (무이자)발행할인채의 경제적 실체는 역설적으로 이자 그 자체이므로, 미국에서는 할인액을 지급시기까지 과세연기를 할 수 없고 복리에 따른 투자자의 금전적 처지가 실제로 변화하는 경제적 실체에 부합되도록 한다는 것이다. 즉, 미국세법은 만기이율을 상정하여 투자의 복리금액에 매년 적용되어 첫해에는 1,000원이, 둘째 해에는 1,100원($0.1 \times 11,000원$)이, 셋째 해에는 1,210원($0.1 \times 12,100원$)이 이자소득으로 발생하고 이들에 대해 소득세가 과세된다. 또한 만기이율에 기초하여 실효이자율 묵시적으로 계산하게 되면 이자부담을 지는 채무자도 만기일 전에 실제 지불이 이루어지지 않았다 하더라도 계약기간 동안 이자상당액을 소득공제받을 수 있게 되어 채권자 채무자 양측에게 동일 과세방식이 적용된다. 이러한 과세처리방법은 수익이 확정되지 않는 자산, 대표적으로 주식에 대한 과세처리와 매우 대조적이다. 배당이 지급되지 않는 회사 주식을 구입하게 되면 그 주식이 매도되거나 처분되어 손익이 발생하기 전까지는 어떤 소득세 문제도 발생하지 않는데 그 이유는 간단히 말해, 어떤 지급액을 수취할 것인지 여부가 불확실하기 때문이다. 즉, 모든 자산들을 매년 재평가하지 않는 한, 이익이나 손실이 매도 같은 처분을 통해 실현되기 전까지는 소득세 부과를 유

보해야 하기 때문이다. 이렇게 ‘기다렸다 보자(wait-and-see)는 식의 과세방법’은 주식, 투기계약(도박 포함), 선도계약 그리고 옵션 같은 불확정수익자산에 대해 보편적으로 적용된다.

결국 금융시장 내에서 $S = B_k + C_k - P_k$ 와 같은 합성주식이 지속적으로 개발된다면 동일한 결과를 낳는 두 가지 포트폴리오 포지션에 대해 세부담이 차등화되는 결과를 야기하게 된다. 미국의 경우 비교적 포괄적 소득세제를 유지하는 국가이지만, 실제 주식 소유에 대해서는 ‘기다리고 보자’는 식의 과세방식을 적용하는 반면 합성주식의 무이자사채(zero-coupon) 부분에 대해서는 만기수익 기준의 이자에 대한 연간소득세를 과세하는 방법을 택하고 있어서 차등과세된다.

물론 설명의 단순화를 위해 거래비용 및 신용위험을 무시하였고, 주식을 소유하더라도 배당 지급이 없다고 가정했고, 특정일이 도래해야만 행사할 수 있는 특징의 유럽식 옵션을 가정했다는 한계⁵⁰⁾도 있으나, 이러한 비현실적 가정을 완화한다 하더라도 보다 복잡한 수식만 필요로 할 뿐, ‘풋-콜패리티’ 관계를 이용하여 차등과세되는 부분들로 재구성하면서도 정확히 동일한 금융포지션을 만들어 낼 수 있다’는 기본 결론에는 변함이 없다.

2) 동태적 헷징(Dynamic Hedging)

풋-콜 패리티 관계식만이 확정 수익자산과 불확정 수익자산 간 구분에 기초한 현행 금융자산 관련 소득세제를 위협하는 유일한 금융적 등가원칙은 아니다. 위에서는 한 주에 12,000원에 거래되는 주식과 1년 후 12,000원의 행사가격을 갖는 콜옵션 및 풋옵션이 존재하는 경우였다. 물론 1년 후 주식가격이 얼마가 될지는 아무도 확실히 모르지만 예를 들어 10,000원 아니면 20,000원 중 하나가 되는 것은 확실하다고 가

50) 통상 미국옵션이라고 불리는 많은 옵션거래들은 특정일 이전의 어느 시점에서도 행사될 수 있음.

정해 보자. 또한 단순화를 위해 한 주의 주식 중 일부분을 살 수도 있고 이자율 10%로 돈을 빌릴 수도 있다고 가정해 보자. 투자자 갑과 을은 주가가 10,000원으로 떨어질 위험을 지지 않으면서 20,000원이 될 수 있는 포트폴리오를 구성할 가능성을 모색하고 있다고 하자. 투자자 갑에게는 12,000원의 행사가격인 콜옵션을 사는 방법이 있다. 만일 주가가 20,000원이 되면 갑의 콜옵션 가치는 8,000원이 될 것이고, 반대로 주가가 10,000원으로 떨어지면 콜옵션의 가치는 없게 된다. 을이 택할 수 있는 또 다른 가능성은 돈을 빌려 주식을 구입하여 합성콜옵션을 구성하는 것이다. 투자자 을은 콜옵션구입자 갑과 달리 7,300원을 빌려 한 주에 12,000원하는 주식의 8/10을 9,600원에 샀다. 1년 후 그 주가가 10,000원으로 떨어지면 을의 8/10 지분가치는 8,000원에 해당하는데 대략 대출원금 7,300원과 이자 10%를 갚을 만큼의 돈은 된다. 반면 만일 주가가 20,000원이 된다면 지분가치는 16,000원이 되어 대출원리금을 갚고도 8,000원이 남는다. 따라서 발생 가능한 미래의 두 가지 상황 모두의 경우에 콜옵션을 구입했던 투자자 갑과 정확히 동일한 경제적 상황에 처하게 된다. 경쟁시장에서는 무위험 차익거래의 기회가 소멸된다는 가정을 받아들일 때, 을의 이러한 투자 포지션에 대한 준비비용은 9,600원에서 7,300원을 차감한 2,300원이어서 투자자 갑이 구입한 콜옵션 가격과 정확히 일치하게 된다.

Black-Scholes 옵션가격 모형 내의 직관적 논리를 이용하여, (a) 대출받아 주식의 일정량을 사는 것과 (b) 동일한 주식에 대한 콜옵션 일정량을 사는 것이 동일하다는 것을 이해할 수 있다. 사실 B-S 모형은 콜옵션에 대한 가치를 평가하기 위한 방법론으로 개발되었다. 또한 Black-Scholes 모형의 아이디어를 사용하여 위의 예에서 투자자 을이 실행한 것처럼 차입과 주식매입을 결합한 합성콜을 만들어 낼 수 있다. 사실 주식과 채권을 결합하게 되면 콜옵션처럼 작동하게 되는데, 그 이유는 주식값이 아무리 떨어져도 빌린 돈보다는 항상 높게 만들어 하향 위험성은 제거되면서 주가가 고정 부채액보다는 크게 되는 상

향 가능성을 유지할 수 있기 때문이다. 여기서 직관적으로 중요한 점은, 어느 시점에서건 ‘빌려서 주식을 사는 것’과 ‘옵션을 사는 것’이 동일한 결과를 낼 수 있게 만들 수 있다는 것이다. 투자자 등이 실행한 방식처럼 합성옵션을 구성하는 것은 시간이 경과하면서 항상 포지션을 변경해야 하기 때문에 이를 ‘동태적 헷징(dynamic hedging)’이라고 부르기도 한다. 물론 실제 주식시장에서 합성콜을 개발하는 것은 이보다 훨씬 더 복잡한 실행방식을 필요로 한다. 그러나 이러한 사례 내의 기초원리는 부채를 한 구성요소로 하는 합성옵션을 만들 수 있는 상황에서 부채같은 고정 수익계약과 옵션같은 불확정 수익계약을 구분하여 과세하는 전통적 금융자산 소득과세방식은 현대 재무이론이 끊임없이 위협을 제기할 수 있다는 것을 또 한번 극명히 보여주는 것이다.

나. 구체적 결합과생상품에 대한 과세문제: ELS

위에서는 이론상의 혁신적 금융상품들이 소득세제에 어떻게 위협을 가할 수 있는지를 재무이론 측면에서 살펴보았는데, 우리나라 시장에서 손쉽게 발견할 수 있는 실제 금융투자상품인 ‘옵션을 가미한 부채증서’를 통해 전술한 분석들이 어떻게 적용되는지를 알아보자. 사실 옵션 내재부 부채증서(Debt with Embedded Options)는 제Ⅲ장에서 소개한 구조화 금융투자상품(Structured Product)의 한 유형이고 개략적인 조세문제를 언급했지만 보다 평이하게 그리고 본질에서는 주가지수연계채권의 형태로 다시 한번 살펴 보자. 목적은 기존의 계약들을 간단히 결합하기만 해도 기존의 확정 대 불확정 수익 구분에 기초한 차등과세를 어렵게 만들어 소득세제를 위협하고 있음을 보이기 위함이다. 채권의 일반적 속성들을 갖고 있으면서 원금이나 이자의 지급내용이 불확정적인 투자계약들은 자본시장의 발전 이후 우리나라에서도 수없이 발견할 수 있는데, 이러한 채권 또는 채무증서에 옵션적 요소

를 가미하는 예로 간단한 ‘주가지수연계채권(stock index note)’을 들 수 있다. 예를 들어, 한 금융회사가 5년 만기의 주가지수 성장형 채권 (Stock Index Growth Note, Equity Linked Security)을 10,000원의 명목가액으로 발행한다고 하자. 5년 후 이 채권의 소지자는 그의 투자원금 10,000원에 추가하여 KOSPI 주가지수 상승률에 10,000원을 곱한 금액만큼의 수익을 지급받지만, 지수가 하락하더라도 최소한 10,000원의 원금은 지급받도록 보장되는 내용의 원금보장형 구조화상품이다⁵¹⁾. 단지 이 채무계약에 있어서 명시적인 이자지급은 없다.

이 계약이 10,000원이라는 최소한의 확정 부분과 KOSPI200 실적에 따라 달라지는 이득이라는 불확정 부분 양자를 모두 갖고 있다는 것은 명백하지만, 이에 대해 어떻게 소득과세하는 것이 적절한지는 그다지 명쾌하지 않다. 미국은 1991년 전까지는 이러한 형태의 계약을 보장된 확정 지급액과 불확정 지급액으로 나누어 전자에 대해서는 만기수익률기준 과세방식을, 후자에 대해서는 추후과세(wait and see taxation)의 접근방법을 택하였다. 그러나 상환시 보장된 금액이 발행가액과 동일하기 때문에 5년간 확정지급액으로 배분해야 할 할인발행차금이 없는 셈이다.

이러한 초기 대응방법이 비판을 받을 수 있는 이유는 확정 수익과 불확정 수익을 따로 구입했을 때와 과세 처리를 다르게 하는 결과를 낳았기 때문이다. 위의 ELS는 항상 발행자의 5년 만기 10,000원짜리 무이자사채와 ELS 발행시 지수값과 동일한 행사가격을 갖는 KOSPI 200 주가지수 현금정산 유럽형 5년 후 콜옵션을 결합한 것과 동일한 수익을 창출하게 된다. 만일 지수가 5년 후에 하나도 오르지 않았다면 콜옵션은 휴지조각과 다름없어서 무이자사채 10,000원을 갖게 될 뿐이므로 주가지수연계 ELS를 갖고 있는 것과 동일한 결과를 낳는다. 만일 KOSPI200이 초기값보다 상승한다면 콜옵션은 상승분만큼의 가치

51) 부록에 수록된 스위스 구조화상품 유형중 420유형의 Exchangeable Certificate에 해당함.

를 갖게 되고 무이자사채는 여전히 10,000원의 가치를 갖게 되어 이들 두 값의 합은 ELS 소유자에게 지불해야 할 금액과 일치한다. 만일 무이자사채와 옵션을 따로 구입할 경우 이자소득을 인식하여 과세 처리하여야 하지만 ELS에 대해서는 이자소득을 추정하여 계산하지 않는다. 따라서 1991년 미국 재무성은 지수연계채권은 무이자사채와 콜옵션으로 이원화하고 이자는 무이자사채 부분에 대해 5년간 과세할 것을 제안하였다. 즉, 이자율을 10%라고 가정할 때 발행시점 당시 무이자사채의 가치는 $10,000 / (1.1)^5 = 6,210$ 원일 것이므로 채권 소유자가 지불한 나머지 3,790원은 내재된 옵션에 대한 프리미엄으로 간주하는 것이다. 이러한 분해 과정의 결과 3,790원에 해당하는 할인발행차금은 만기 수익률 기준에 따라 5년간 소득에 포함되며 옵션에 대한 손익은 5년 후 처리되게 되었다. 그러나 주가지수연계채권을 10,000원의 대출과 5년 후 KOSPI200의 10,000원 초과분에 해당하는 복리이자 상당액과 교환하는 선도계약(forward contract)의 합으로 재구성할 수도 있다. 이럴 경우 10,000원 전액에 대한 5년간 이자 상당액을 계산하고 기간만료 후에 불확정 부분에 대해서 손익을 정산하게 된다⁵²⁾. 또한 앞질의 풋-콜 패리티를 적용하면 무이자사채에 콜옵션을 더한 것은 그 기초 자산에 풋옵션을 더한 것과 마찬가지로 결과를 낳게 되므로 10,000원짜리 KOSPI200 지수채권과 함께 지수 초기값과 동일한 행사가격의 5년 풋옵션을 구입하는 경우도 상정할 수 있다. 이들 자산을 각자 따로 보게 되면 어떤 자산도 만기수익률방식으로 과세하는 확정지급액이 없게 된다.

결국 주가지수연계채권과 같은 금융투자상품은 분해나 통합만으로 세제문제를 완벽하게 해결할 수 없음을 다시 한번 보여준다. 문제는 옵션내재부 부채증서에서 발견되는 이러한 문제를 해결하기 위해 시가 평가주의(mark-to-market) 같은 방법을 적용하려고 하면 과세 중

52) 1993년 미국 재무성은 주식연계채권의 전체 구입금액에 대해 이자를 산정하는 개정안을 모색하다가 정권 교체과정에서 실행되지 못하였음.

립성 유지와 같은 중요한 원칙을 위배하는 또 다른 문제를 제기하게 된다. 즉, 신종 금융투자상품이 제기하는 세계 문제를 접근할 때에는 그러한 상품뿐만 아니라 기존의 전통적인 금융상품에 대한 기본 조세 구조까지도 고려되어야 한다. 이러한 결론은 제Ⅲ장의 펀드에 대한 세계 설계에서 내린 결론과 마찬가지로 마찬가지다.

2. 금융규제당국과 조세당국 간 업무협조의 현황 및 문제점

우리나라의 금융상품 개발 과정에서 조세당국(세제실 및 국세청)과 해당 금융상품의 조세와 관련한 협의 현황을 살펴보자. 금융상품별로 금융기관 자율적으로는 개별 금융상품에 대한 과세 내용(이자·배당 소득 과세)에 대하여는 대부분 공지를 하고 있으나, 조세규제당국에서 이러한 공지를 매뉴얼화시켜서 의무사항으로 강제해야 된다는 규정은 없다. 이는 금융투자상품으로 발생하는 수익은 대부분 배당 또는 이자 소득으로 분류되어 원천징수로 납세의무가 끝난다는 점을 투자자들도 이미 인지하고 있는 데에도 기인한다. 다만 이러한 금융소득을 합산하여 4천만원을 초과하는 경우에는 국세청에서 종합소득세 대상자임을 안내하게 되지만, 상품의 판매단계에서부터 금융기관들이 종합소득세 신고 안내를 하지는 않는다.

만일 금융상품에 대한 투자 권유시나 투자설명서 배부 시 금융상품에 대한 조세와 관련하여 설명해야 될 의무를 투자권유준칙에 넣도록 강제한다면 이는 금융회사가 세계에 대해 잘못 설명한 부분이 발생할 때 일정 부분 책임을 져야 하는 부담이 발생하여 추후 배상책임문제로 이어질 수 있다. 또한 금융기관이 과연 금융투자상품에 대해 전문성을 갖추었느냐도 고려해야 할 사안으로, 전문적인 세계 관련 지식을 못 갖춘 상태에서 설명을 했을 때 법률적인 위험 부담을 감당하기 어려울 것이다. 그런 측면에서 우리나라의 금융당국(규제 및 감독당국)은 그런 부분을 강제하기는 어렵다는 점을 감안하여, 현재 금융상품 판매

시 금융당국에 신고해야 하는 사항 중 조세와 관련된 사항은 없는 실정이다.

금융당국의 입장에서 본연의 업무는 금융과 관련된 기능이어서 금융소비자 보호라든가 시장의 투명성 등 여러 가지 이슈 중 조세문제는 주무당국이 따로 있으므로 부차적인 입장을 취하게 된다. 그리고 금융기관 입장에서는 증권신고서만 금융당국에 확인받으면 판매할 수 있으므로, 세제당국에까지 가서 확인받아 판매할 규정은 없어서 조세부분의 중요성을 후순위로 두는 문제가 발생한다. 금융상품의 판매 시 세금에 관해서는 세제 및 세무당국과 상의를 해야 될 것이고, 증권신고와 관련해서는 금융감독당국과 상의를 해야 할 텐데 그 두 기관 간의 매개와 관련하여 원천징수의무자인 금융회사의 역할이 중요하다. 즉, 금융상품의 수익에 대한 과세는 일반적으로 이자든 배당소득이든 성격에 불문하고 동일하게 과세되며 자본이득에 대해서는 양도소득세가 과세되지 않으며, 대부분 원천징수 분리과세로 납세의무가 종료되기 때문이다. 그러나 비과세인지 과세인지 아닌지 애매모호한 상품들이 있을 수 있고 이들에 대하여는 기본적으로 신고납세제도하에서 원천징수의무자가 금융회사이기 때문에 금융회사가 당국에 문의를 하는 것이 정석이다. 다만 모든 금융상품에 대해서 국세청과 협의한 후 판매한다는 것은 현실적으로 어려움이 있어 보인다. 만약 과세·비과세가 애매한 새로운 상품이라면 기본적으로 과세를 전제로 판매하여야 하기 때문에 법에 규정되어 있지 않더라도 당국에 협의를 하고 판매해야 할 것이다. 실제로는 금융회사가 서면질의를 통하여 과세에 대한 협의를 요청하며, 이러한 경우 유권해석을 내려 금융상품을 판매하는 실정이다.

세제당국과 금융당국 간에 책임 소재가 분명히 구분되는 제도적인 틀을 설계해야 할 필요성이 있다는 판단이다. 먼저 제도화된 상태에서 금융상품 판매 시의 과세문제에 대한 정보를 소비자에게 제공하도록 해야지, 단순히 현재의 투자권유준칙에 과세문제를 명기하도록 단순

추가하는 방식으로는 안될 것이다. 금융당국이 일정한 책임을 지게 하기 위한 틀을 만들려면 세계당국과 금융위원회 등 금융감독기관과 양해각서(MOU) 형태 등으로 업무협약에 대한 체결을 하고 그것을 금융 관련 법이 아닌 세법에 반영할 필요가 있다.

펀드에 한정시켜 살펴볼 때 펀드 설정에 대한 규제방식이 국가별로 상이한데, 어떤 나라에서는 '특정한 법적 형태' 내에서만 운용해야 하고 투자자의 권리와 펀드운용자의 의무를 규정한 표준준칙(model bylaws)를 채택하도록 의무화하는 등 매우 엄격한 반면, 또 다른 나라에서는 펀드의 구조와 대고객 관계를 신축적으로 선택할 수 있게 자유롭게 허용하기도 한다. 또 각국의 사례를 살펴보면 집합투자기구에 대해 '증권감독당국'과 '조세(규제)당국'이 따로 존재하는 나라들이 있는데, 그 이유는 펀드에 대해 세법상 우대를 하는 경우 증권법하에서의 자격요건이 필요하지만 세무 목적상 요건을 추가로 충족하지 못하는 경우가 발생하기 때문이다.

잠정적으로 생각해 볼 수 있는 우리나라 상황에서의 대안은 세법상 우대를 받는 펀드들에 대해서 만큼은 조세우대 혜택요건 충족 여부를 조세당국에서 상품개발 및 판매 시에 확인받는 개선방안이다.

3. 상품별 차등과세와 포괄적 소득과세

가. 배당 및 이자소득 대 자본이득 간 구분

특정 금융투자상품으로부터의 수익이 배당이나 이자소득과 같은 자본소득이나 아니면 자본이득이나의 구분은 개인소득세제의 구조에 따라 상이한 세부담을 야기하여 중요한 의미를 갖는다. 근로소득이나 사업소득과 같은 통상소득(ordinary income)과 종합합산과세하는 포괄적 소득세제를 유지하는 미국에서조차도 자본이득에 대해서는 장단기에 따라 비과세(exclusion) 및 최고세율 적용을 달리하는 등의 방법으

로 우대과세제도(preferential taxation)를 채택하고 있다. 따라서 자본이득 및 손실(이하 '자본손익')에 대한 과세문제는 어느 나라 어느 시대에서나 형평성 측면에서 논란이 많았고 세제의 복잡성을 가중시켜 왔다는 특징이 있다.

통상 영미계 국가들에서는 투자자의 위험과 수익이라는 경제적 실제 측면에서는 동일하지만 세무상 혜택을 누리기 위해 납세자가 손익인식 시기를 조정하고, 통상소득보다는 자본이득으로, 단기자본이득보다는 장기자본이득으로 간주될 수 있도록 계약을 체결하는 방법으로 조세회피를 시도하는 경향이 있다. 비교적 헤이그-사이몬스의 포괄적 소득개념에 충실하게 자산가치의 변화분도 개인소득세로 과세할 수 있도록 연방소득세제를 정비한 미국에서도 차등과세의 여지는 여전히 남게 되는데, 이는 소득이나 손익의 성격(character) 구분, 손익인식 시점과 같은 시간적 측면(timing), 그리고 원천(source) 등을 결정해야 하는 현실적 제약 때문에 주로 발생한다. 파생금융상품을 비롯한 새로운 금융투자상품을 통한 조세회피 가능성이 소득세제를 위협하는 이유는, 전통적인 금융상품에 대한 차등과세의 정도가 이들을 기초자산으로 하여 만들어진 파생금융상품에 의해 더욱 증폭되어 납세자는 동일한 위험 및 수익을 유지하면서도 조세를 줄일 수 있는 기회가 커졌기 때문이다. 이에 따라 미국의 경제학자나 법학자들은 미국의 자본이득에 대한 세제상 우대(Capital Gains Preference treatment)가 바람직한 것인지, 어떠한 근거와 기준에서 정당화되고 어떤 문제들에 대한 해법으로 합리화될 수 있는지에 대해 수많은 논의들을 거듭해 왔다⁵³⁾. 주된 결론은 기존의 소득세제가 자본이득을 불완전하게 취급할 수밖에 없는 상황에서 차상책(second best solution)으로서도 미국의 자본이득 우대과세방식은 정당화되지 못한다는 것이다.

금융자산으로부터 발생하는 소득 또는 수익은 원천(source), 시간적

53) Cunningham and Schenk (1993), Graetz and Schenk (1995) 등 참조.

정기성(timing), 성격(character), 그리고 실현 및 수취의 법적 주체(legal entity) 등 여러 측면에서 판단할 수 있으나, 우리나라의 경우 자본이득을 종합소득과세하지 않고 양도소득세로 분류과세하면서 그 주된 과세대상이 부동산 및 부동산에 대한 권리에 한정하여 부동산정책적 수단으로 활용되고 있는 현실을 감안한다면, 경제적 실질 상 자본이득에 가깝다고 현행 양도소득세 체계에서 과세하여야 한다는 주장은 차등과세의 정도를 가늠하기 어려워 힘들다는 판단이다.

이러한 측면을 감안하여 우리나라의 현행 금융투자상품들로부터 나오는 수익들은 원금보장 여부 및 기초자산에 대한 비과세에도 불구하고 조세정책당국이 대부분 이자 및 배당소득과 동등하게 과세하기 위해 그 성격이 불분명한 경우라도 배당소득으로 간주하여 과세하는 입장을 취하고 있다. 예를 들어 국내 주식형펀드와 ELF 투자에 대한 수익은 15.4%의 원천분리 소득과세가 원칙이며, 다만 타금융소득과의 합산액이 연간 인별 금융소득 종합과세 기준금액인 4천만원을 초과할 경우에만 금융소득 종합과세하고 있다. 수익이 발생한 원천 측면에서 볼 때, 국내 주식형펀드는 기초자산이 거래소 상장 또는 협회 등록 주식(지분증권)이고, ELF는 기초자산이 주가연계 파생증권(채무증권)이므로, 소득의 성격이 당연히 배당소득이라고 볼 수만은 없다고 판단된다. 또한 수익이 귀속되는 시점(timing) 측면에서도 주식형펀드는 환매 시점을 투자자가 결정하며 원금손실이 발생한다는 측면에서는 자본이득적 성격을 갖게 되고, ELF의 경우 조기상환 조건이 충족되어 증도에 상환되거나 만기도래하는 경우 모두 투자자가 수익실현 시점을 결정하지 못함에도 불구하고 다년간 발생한 수익이 실현 시점 귀속 연도 한해에 발생한 과세소득으로 처리되어 금융소득 종합과세의 가능성이 매우 높은 것이 현실이다. 또한 원금손실을 본 ELS에 대해서는 이득을 본 ELS와 상계되어 해당연도의 순자본손익에 대해 과세되지도 못하므로 개인투자자의 입장에서는 불확정투자수익 구조를 갖는 ELS가 주식 직접투자에 대한 양도소득세 비과세제도에 비해 차등과

세되고 있다고 느낄 수 있다.

본질에서는 자본이득에 대한 현행 양도소득세가 기본 구조상 전통적인 자본소득인 이자 및 배당소득에 대한 종합소득세 세부담에 비해 중과되는지 아니면 과세우대되는지의 여부를 살펴보기로 한다. 이는 펀드나 주식연계증권과 같은 금융투자상품에 대한 세제를 설계할 때에 이들 상품투자로부터의 수익 중 일부분에 대해 단순히 자본이득과세를 하자는 정책적 주장이 타당성을 갖기 위한 기반이 현재의 세제 구조상에 존재하는지를 확인하기 위해서다.

나. 금융상품의 양도소득세 과세 가능성과 문제점

우리나라의 자본이득세로는 부동산 및 부동산에 대한 권리의 양도로부터 실현된 비정기적 자본이득(realized capital gains)을 주된 과세 대상으로 하는 양도소득세를 들 수 있다. 개인소득세의 일종이지만 근로나 사업소득 등 소득원천(source)과 유형이 다른 통상소득(ordinary income)들과 개념적으로 분리하여 종합소득세와는 별도의 (누진세율) 과세체제로 과세하고 있는 국세이다⁵⁴⁾. 또한 현행 양도소득세는 과세 요건으로서 과세대상 부동산의 양도를 통한 자본이득 실현이라는 개별거래세적 특성과 국내 거주하는 내국 거주인 1인의 연간 자본이득을 합산하여 과세한다는 인세적 특징이 혼합되어 운영되고 있다 (예, 양도세 과세표준 예정신고 등⁵⁵⁾).

일종의 혼합형(composite system)⁵⁶⁾인 우리나라의 개인소득세를

54) 우리나라 양도소득세제의 변천 및 특징에 대해서는, 노영훈 『양도소득세의 정책과제』, 정책분석 98-05, 한국조세연구원, 1998. 3 및 『한국조세정책50년사』 제9장 재산과세 pp. 531~606을 참조함.

55) 개별 거래시에는 예정신고(소득세법 §105) 및 자진납부(§106)를 운영하며, 한 개인의 연간 최종 납세의무 확정시에는 종합소득세 신고기한인 5월 말까지 수행하여야 하는 확정신고제도를 병행하여 운영하고 있음.

56) 하나의 종합과세(comprehensive system) 시스템에 몇 개의 분류소득과세(schedular system)들을 합쳐 놓은 것.

종합소득세와 양도소득세의 과표구간 및 세율 측면에서 시기적으로 대조하여 비교한 <표 IV-1>를 통해 살펴보도록 하자.

먼저 1975년 종합소득세가 양도소득세와 함께 도입된 후 1988년 말까지의 기간 동안에는 양도소득세가 누진세율체계가 아닌 비례세율구조였는데, 이 기간 동안에 설정된 비례세율은 종합소득세의 최고한계세율보다 높게 설정되어 양도소득에 대해 명시적으로 중과하였다고 판단할 수 있다. 그 이후 <표 IV-1>의 상단에 해당하는 1989년부터 1995년까지 기간은, 종합소득세와 양도소득세는 누진과표구간들이 크게 달랐고 적용되는 한계세율에서도 양도소득세 법정세율이 높게 유지되었다. 양도소득세는 동 기간중 3천만원, 6천만원, 1억원, 5억원을 구분점으로 5단계 초과누진세율이 상당기간 변화없이 유지되었던 시기였다. 표 상단 바로 밑의 기간 I에 해당하는 1996~98년 기간도 종소세와 양도세의 과표구간 및 한계세율은 상당히 달라 양도세가 종소세에 비해 중과하는 구조였음은 비교적 명백하다.

그러던 것이 1999년부터 종합소득세 및 양도소득세의 누진세율 또는 과표구간이 서로 근접하기 시작하여 2002~2004년기간(기간 III)과 2009년 이후 기간(기간 VI 및 기간 VII)은 양 세제가 과표구간 및 세율 측면에서 정확히 일치하도록 변화되었다.

특히 기간 III은 양도세와 종합소득세의 누진세율구조와 정확히 일치하게 된 최초기간이라는 의미가 있고, 기간 VI에 해당하는 2009년은 양도세가 과거 별도의 과세표준과 적용 세율을 세법에 규정되던 입법태도에서 변화하여 종소세 과표구간 및 세율을 규정한 법 제55조 제1항의 세율을 그대로 따른다는 조문을 마련했다는 의미가 있다. 이는 양도소득을 종합소득에서 분리하여 동일한 누진세율체계의 양도세로 분류과세함에 따라 자본이득을 포함한 포괄적 종합소득의 소득분할(income splitting)은 양도소득을 가볍게 과세하는 효과를 발휘한다. 반면 다년간 발생한 양도차익을 1년간 발생한 것과 동일한 누진세율체제로 과세하는 것은 양도소득을 무겁게 과세하는 효과를 발휘한다. 잠

재적 소비능력의 증가 또는 가처분소득의 증가라는 측면에서 1원의 양도소득과 1원의 통상소득을 차별과세할 이유가 없다는 포괄적 소득과세의 당위론에서 접근하는 주요 OECD국가들의 자본이득에 대한 종합소득세로의 포괄(합산)과세방향과는 다소 배치되는 방향으로 변화하였다고 할 수 있다⁵⁷⁾.

57) 보다 상세한 내용은 노영훈(2002) 『자본이득에 대한 과세체계 비교연구』, 정책보고서 02-12, 한국조세연구원을 참조할 것.

〈표 IV-1〉 종합소득세와 양도소득세의 세율체계 변화
추이(1989년~현재)

(단위: %)

연 도	종합소득세		양도소득세		
	과세표준	세율	2년 이상 보유		2년 미만 보유 세율
			과세표준	세율	
89년~90년	250만원 이하	5			
	500만원 이하	10			
	800만원 이하	15			
	1,200만원 이하	20			
	1,700만원 이하	25			
	2,300만원 이하	30			
	5,000만원 이하	40			
5,000만원 초과	50				
91년~92년	400만원 이하	5	3,000만원 이하	40	60
	1,000만원 이하	16			
	2,500만원 이하	27			
	5,000만원 이하	38			
	5,000만원 초과	50			
92년~93년	400만원 이하	5	5,000만원 이하	55	60
	800만원 이하	10			
	1,600만원 이하	20			
	3,200만원 이하	30			
	6,400만원 이하	40			
	6,400만원 초과	50			
94년~95년		5	(국민주택 ^{*)})	30	
		9			
		18			
		27			
		36			
	45				
I 96년~ 98년	1,000만원 이하	10	3,000만원 이하	30	50
	4,000만원 이하	20	6,000만원 이하	40	
	8,000만원 이하	30	6,000만원 초과	50	
II 99년 ~2001년	8,000만원 이하	30	3,000만원 이하	20	40
	8,000만원 초과	40	6,000만원 이하	30	
			6,000만원 초과	40	

연 도		종합소득세		양도소득세			
				2년 이상 보유		2년 미만 보유	
		과세표준	세율	과세표준	세율	세율	
III	2002년 ~2004년	↓	9 18 27 36	1년 이상 보유		1년 미만 보유	
				1,000만원 이하	9	36	
				4,000만원 이하	18		
				8,000만원 이하	27		
				8,000만원 초과	36		
IV	2005년 ~2007년	↓	8 17 26 35	2년 이상 보유		1년이상 2년미만	1년 미만
				1,000만원 이하	9	40	50
				4,000만원 이하	18		
				8,000만원 이하	27		
				8,000만원 초과	36		
V	2008년	1,200만원 이하 4,600만원 이하 8,800만원 이하 8,800만원 초과	↓	↓	↓		
VI	2009년	↓	6 16 25 35	1,200만원 이하 4,600만원 이하 8,800만원 이하 8,800만원 초과	6 16 25 35		
VII	2010년	↓	6 15 24 35	→			

주: 1) 국민주택은 1996.1.1부터 폐지됨.

본절에서는 양도소득에 대한 분리과세가 세부담을 가볍게 하는 경과인지 무겁게 하는 중과인지를 위에서 정리한 기간별로 비교분석해 보고자 한다. 비교방법은 양도소득 금액과 종합소득금액을 가상하여 2X2 매트릭스를 만든 후 각 셀별로 양도소득을 양도세로 분리과세했

을 때의 평균세율과 종합소득세체계 내에서 합산과세한 후 증가한 세 부담을 양도소득금액으로 나눈 평균세율과 비교하여 경과 또는 중과 여부를 판별하는 단순한 방법을 사용한다.

제Ⅱ기간에 해당하는 <표 IV-2>에서 양도소득에 대해 별도의 분리 누진세율을 적용함에 따라 가볍게 과세하는 경우들은 명암 처리된 부분(shaded area)으로 표시되며, 그 외의 셀들에서는 모두 양도소득이 중과되는 구간들이다. 이런 방식으로 살펴보면 양도소득이 오히려 가볍게 과세되는 구간들이 Ⅱ, Ⅳ, Ⅴ기간들에서 들쭉날쭉하게 발생한다 (<표 IV-3>, <표 IV-4> 참조). 특히 기간 Ⅳ는 2004년부터의 종합소득세 세율체계는 각 과표구간별 해당 한계세율이 1%p씩 인하되어 과표구간은 1천만원, 4천만원, 8천만원을 구분점으로 4단계 누진세율이 8%, 17%, 26%, 35%로 인하되어, 양도소득세의 누진세율체계와는 동일 과표구간에 대해 또 다시 초과누진 한계세율이 달라지는 상황을 맞게 되었다. 그 결과 직전 기간 Ⅲ과는 달리 양도차익을 분리과세하는 것이 종합소득세 내에서 합산과세하는 것에 비해 중과하게 되는 영역이 일부 구간에서 나타나게 되었으나, 이러한 영역들은 매우 극단적인 경우들에 한정되어 나타난다고 할 수 있다.

〈표 IV-2〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(1999-2001)(제 II 기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	...	∞
1	20.0	10.0	20.0	20.0	18.0	27.0	27.0	27.0	27.0	36.0		36.0
2	20.0	15.0	20.0	20.0	22.5	27.0	27.0	27.0	31.5	36.0		36.0
3	20.0	16.7	20.0	21.0	24.0	27.0	27.0	30.0	33.0	36.0		36.0
4	22.5	17.5	22.5	22.5	24.8	27.0	29.3	31.5	33.8	36.0		36.0
5	24.0	20.0	24.0	23.4	25.2	28.8	30.6	32.4	34.2	36.0		36.0
6	25.0	21.7	25.0	24.0	27.0	30.0	31.5	33.0	34.5	36.0		36.0
7	27.1	22.9	25.7	25.7	28.3	30.9	32.1	33.4	34.7	36.0		36.0
8	28.8	23.8	27.5	27.0	29.3	31.5	32.6	33.8	34.9	36.0		36.0
9	30.0	25.6	28.9	28.0	30.0	32.0	33.0	34.0	35.0	36.0		36.0
10	31.0	27.0	30.0	28.8	30.6	32.4	33.3	34.2	35.1	36.0		36.0
11	31.8	28.2	30.9	29.5	31.1	32.7	33.5	34.4	35.2	36.0		36.0
12	32.5	29.2	31.7	30.0	31.5	33.0	33.8	34.5	35.3	36.0		36.0
∴												∴
100	39.1	38.7	39.0	35.3	35.5	35.6	35.7	35.8	35.9	36.0		36.0
∴												∴
∞	40.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0		36.0

- 주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.
 2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.
 3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합소득 세액부담을 매매차익으로 나눈 세율임.

〈표 IV-3〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(2002-2004)(제Ⅲ기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	...	∞
1	9.0	9.0	18.0	18.0	18.0	27.0	27.0	27.0	27.0	36.0		36.0
2	13.5	13.5	18.0	18.0	22.5	27.0	27.0	27.0	31.5	36.0		36.0
3	15.0	15.0	18.0	21.0	24.0	27.0	27.0	30.0	33.0	36.0		36.0
4	15.8	15.8	20.3	22.5	24.8	27.0	29.3	31.5	33.8	36.0		36.0
5	18.0	18.0	21.6	23.4	25.2	28.8	30.6	32.4	34.2	36.0		36.0
6	19.5	19.5	22.5	24.0	27.0	30.0	31.5	33.0	34.5	36.0		36.0
7	20.6	20.6	23.1	25.7	28.3	30.9	32.1	33.4	34.7	36.0		36.0
8	21.4	21.4	24.8	27.0	29.3	31.5	32.6	33.6	34.9	36.0		36.0
9	23.0	23.0	26.0	28.0	30.0	32.0	33.0	34.0	35.0	36.0		36.0
10	24.3	24.3	27.0	28.8	30.6	32.4	33.3	34.2	35.1	36.0		36.0
11	25.4	25.4	27.8	29.5	31.1	32.7	33.5	34.4	35.2	36.0		36.0
12	26.3	26.3	28.5	30.0	31.5	33.0	33.8	34.5	35.3	36.0		36.0
∴												∴
100	34.8	34.8	35.1	35.3	35.5	35.6	35.7	35.8	35.9	36.0		36.0
∴												∴
∞	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0		36.0

- 주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.
 2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.
 3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합 소득 세액부담을 매매차익으로 나는 세율임.

〈표 IV-4〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(2005-2007)(제Ⅳ기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	∞	
1	9.0	8.0	17.0	17.0	17.0	26.0	26.0	26.0	26.0	35.0		35.0
2	13.5	12.5	17.0	17.0	21.5	26.0	26.0	26.0	30.5	35.0		35.0
3	15.0	14.0	17.0	20.0	23.0	26.0	26.0	29.0	32.0	35.0		35.0
4	15.8	14.8	19.3	21.5	32.8	26.0	28.3	30.5	32.8	35.0		35.0
5	18.0	17.0	20.6	22.4	24.2	27.8	29.6	31.4	33.2	35.0		35.0
6	19.5	18.5	21.5	23.0	26.0	29.0	30.5	32.0	33.5	35.0		35.0
7	20.6	19.6	22.1	24.7	27.3	29.9	31.1	32.4	33.7	35.0		35.0
8	21.4	20.4	23.8	26.0	28.3	30.5	31.6	32.8	33.9	35.0		35.0
9	23.0	22.0	25.0	27.0	29.0	31.0	32.0	33.0	34.0	35.0		35.0
10	24.3	23.3	26.0	27.8	29.6	31.4	32.3	33.2	34.1	35.0		35.0
11	25.4	24.4	26.8	28.5	30.1	31.7	32.5	33.4	34.2	35.0		35.0
12	26.3	25.3	27.5	29.0	30.5	32.0	32.8	33.5	34.3	35.0		35.0
∴												∴
20	30.2	29.2	30.5	31.4	32.3	33.2	33.7	34.1	34.6	35.0		35.0
∴												∴
28	31.8	30.8	31.8	32.4	33.1	33.7	34.0	34.4	34.7	35.0		35.0
∴												∴
30	32.1	31.1	32.0	32.6	33.2	33.8	34.1	34.4	34.7	35.0		35.0
∴												∴
50	33.7	32.7	32.7	33.2	33.6	33.9	34.3	34.5	34.6	35.0		35.0
∴												∴
100	34.8	33.8	34.1	34.3	34.5	34.6	34.7	34.8	34.9	35.0		35.0
∴												∴
∞	36.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	∴	35.0

- 주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.
 2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.
 3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합 소득 세액부담을 매매차익으로 나는 세율임.

IV. 자본시장의 환경변화와 조세정책적 과제 121

〈표 IV-5〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(2008)(제 V 기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	...	∞
1	9.0	8.0	14.0	16.0	16.0	19.6	25.0	25.0	25.0	27.0		35.0
2	13.5	11.6	15.0	16.0	17.8	22.3	25.0	25.0	26.0	31.0		35.0
3	15.0	13.4	18.5	17.2	20.2	23.2	25.0	25.7	29.0	32.3		35.0
4	15.8	14.3	16.4	19.2	27.7	23.7	25.5	28.0	30.5	33.0		35.0
5	18.0	15.6	18.1	20.3	22.1	24.3	27.4	29.4	31.4	33.4		35.0
6	19.5	17.3	19.3	21.1	22.9	26.1	28.7	30.3	32.0	33.4		35.0
7	20.6	18.5	20.1	21.9	24.7	27.4	29.6	31.0	32.4	33.9		35.0
8	21.4	19.5	25.3	23.6	26.0	28.3	30.3	31.5	32.8	34.0		35.0
9	23.0	20.4	26.4	24.8	27.0	29.1	30.8	31.9	33.0	34.1		35.0
10	24.3	21.9	27.3	25.9	31.3	29.7	31.2	32.2	33.2	34.1		35.0
11	25.4	23.1	24.3	26.2	31.0	33.3	31.5	32.5	33.4	34.3		35.0
12	26.3	24.1	25.6	27.4	31.9	33.5	31.8	32.7	33.5	34.3		35.0
⋮												35.0
100	34.8	33.7	33.9	34.1	34.2	34.5	34.4	34.7	34.8	34.9		35.0
⋮												⋮
∞	36.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	...	35.0

- 주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.
 2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.
 3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합소득 세액부담을 매매차익으로 나눈 세율임.

전술하였듯이 최근 들어 종소세와 양도세의 과표 및 누진세율이 근접하다가 일치되는 기간들에서는 가볍게 과세하는 결과가 나타나는 것은 예상된 것이다. 그러나 양도소득을 중과한다는 정책적 의지가 강해서 과표구간과 세율도 달리하였던 1990년대 말 및 2000년대 중반에 오히려 가볍게 과세하는 소득구간들이 많았던 점은 의외의 결과이다.

2002~2003년의 기간중에는 양도소득세율체계와 종합소득세의 세율체계가 과표구간의 상하한 금액 및 적용 한계세율까지도 정확히 일치하도록 개정되어, 모든 과표구간에서 양도소득을 종합소득에 비해 경과하는 체계로 전환하였다고 할 수 있다. 물론 양도소득은 누진세율이 적용되는 2년 이상의 장기간 동안 발생하였다가 실현된 소득이고 종합소득은 1년간의 경상소득이므로 시간(timing) 차이가 있고, 종합소득과세되는 소득과 양도소득 간에는 소득 종류 및 원천 등의 차이가 있으므로, 같은 기준에서 비교할 수 없다는 지적도 있을 수 있다. 그러나, 잠재적 소비능력의 증가 또는 가처분소득의 증가라는 측면에서 1원의 양도소득과 1원의 통상소득을 차별할 이유가 없다는 포괄적 소득과세의 당위론에서 접근한다면, 우리나라의 양도소득세 및 종합소득세의 세율구조 측면에서의 세부담 분석은 여전히 유효하다고 할 수 있다.

가장 최근인 2003년 말의 세법개정으로 2004년부터의 종합소득세 세율체계는 각 과표구간별 해당 한계세율이 1%p씩 인하되어 과표구간은 1천만원, 4천만원, 8천만원을 구분점으로 4단계 누진세율이 8%, 17%, 26%, 35%로 인하되어, 양도소득세의 누진세율체계와는 동일과표구간들에 대해 또 다시 초과누진한계세율이 달라지는 상황을 맞게 되었다. 그 결과 직전 기간사례 III과는 달리 양도차익을 분리과세하는 것이 종합소득세 내에서 합산과세하는 것에 비해 중과하게 되는 영역이 일부 구간에서 나타나게 되었으나, 이러한 영역들은 매우 극단적인 경우들에 한정되어 나타난다고 할 수 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 양도소득을 분리과세하는 정책적 의의가 통상소득에 비해 중과세 또는 경과세하고자 했던 정책당국의 의도

와는 상관없이 실제적으로는 경과하는 상황이 발생하였다면, 분리과세의 의의는 과연 무엇인지 검토해 보자. 양도소득세의 과세대상이 주로 부동산 및 부동산에 대한 권리의 양도로부터 발생하는 소득이므로 소득 실현이 비정기적이고 비주기적이라는 특성, 부동산이라는 자산소유로부터 발생한다는 수동성, 불로소득적 성격, 그리고 세무행정 측면에서 신고·결정·징수상 차이를 들 수 있다. 미국은 자본이득에 대한 과세우대정책을 유지하는데 혜택 부여방식은 우리나라와 다르지만 세금우대의 근거를 기본적으로 경상소득(ordinary income)과 자본이득(capital gains)의 원천(source), 성격(character), 발생의 시간적 측면(timing)에 두고 있다. 우리나라는 소득의 자진신고납부주의 과세방식의 종합소득세와는 달리 양도소득세의 경우 도입 이후 1998년까지 정부부과결정제도를 유지하고 있었고 이에 따라 결정 및 징수상 측면에서도 큰 차이가 있었으나 이러한 세무행정상의 차이도 궁극적으로는 소득의 원천, 성격, 시간의 차이에 따른 결과라고 볼 수 있다.

종합소득세의 세부담은 근로나 사업소득 등 경상소득을 기준으로 결정되는 반면 이와 별도로 자본이득에 대해서는 양도소득세로 분류 과세하는 개인소득세 체계는 경상소득과 자본이득 발생 및 실현 간의 상관관계에 대한 실증적 연구에 기초하여 양자간 연계 또는 통합을 통한 형평성 제고 여부를 판단할 필요가 있다고 생각한다. 예를 들어, 양도소득의 일정 산입비율 적용을 통한 종합소득세 과세방식이나 종합소득세체계 내에서 경상소득과 연간 양도소득의 합산 전·후를 비교한 비교과세제도 등은 양도소득을 종합소득세 과세체계 내에 흡수하면서 채택할 수 있는 대안들이기 때문이다.

4. 해외금융투자상품에 대한 차등과세 현황과 문제점

해외펀드의 환차익 과세문제에 대해 살펴보자. 해외에서 설정된 역외주식형펀드의 경우 기준가격 상승분에 대해 세금이 부과되지만, 역

내 설정된 환노출형 해외주식형펀드의 경우에는 투자로 얻은 주식매매차익에는 비과세되지만 환율 변동에 따른 환차익에 대해서는 소득세가 부과되어 논란이 일었었다. 해외주식형펀드에 대한 자본이득 계산방식을 해외부동산 매각에 따른 자본이득 계산방식과 비교해 보면 심각한 차이가 존재하는데, 기본적으로 외화표시자산(foreign currency denominated asset)을 대상으로 내국 거주인의 투자행위라는 경제행위의 실질적 측면에서는 동일함에도 차등과세하고 있었던 것이다.

2006~2007년경 은행권에서 판매한 역외(해외)펀드 계약시 손실 위험을 줄이기 위해 선물환계약을 체결하였으나, 만기인 2008년 말 환율 급등으로 큰 손실을 보게 되면서 '은행이 거래 위험성을 제대로 설명하지 않았다'고 은행을 상대로 낸 투자자 소송에서 재판부는 선물환에 대한 지식과 경험이 부족한 3인에게는 환차손액의 40%를 배상하도록 판결하면서 지식과 경험이 있다고 재판부가 판단한 2인에게는 '위험을 감수하고라도 환차익을 얻을 수 있을 것'이라는 개별적 판단에 따른 선택으로 보아 은행에 배상 책임을 물을 수 없다고 판결하였다⁵⁸⁾. 동 판결은 금융기관이 상품을 판매할 때 설명의무를 다했는지는 투자자의 지식수준에 따라 달리 평가해야 한다는 의미로, 펀드에 대한 과세제도도 동일한 펀드상품이라도 투자자의 인적 특성에 따라 과세 대우가 달라지는 인세적인 특징이 금융투자자 보호라는 측면에서도 인별로 차등화된 기준이 적용된다는 원칙이 적용될 수 있음을 시사한다.

해외투자펀드에서 투자한 해외상장주식의 주식가격 변동에 따른 손익과 환율 변동에 따른 손익이 동시에 발생한 경우의 환차손익계산방법은 조세특례제한법 시행령 제92조의 2 제3항 '주식의 매매 또는 평가로 인하여 발생한 주식가격의 변동에 따른 손익만을 포함한다. 다만, 주식가격의 변동에 따른 손익과 환율 변동에 따른 손익이 동시에 발생한 경우에는 환율 변동에 따른 손익을 주식가격의 변동에 따른 손익으

58) 서울중앙지법 민사합의 22부(박경호 부장판사).

로 보아 계산한다'고 규정하고 있었다.

이머징마켓 해외주식형펀드의 경우 등록국(residence country)은 한국이지만 투자 대상 주식들은 외국의 비상장주식 또는 국영기업지분 매각 주식에 투자되어 국내 금융당국의 규제 범위 밖에 있으면서도 환매나 해지를 금지한 장기투자펀드는 환금성 측면에서 투자자 보호가 절실하다고 할 수 있다. 특히 2008년 하반기 글로벌 금융위기 와중에 이머징마켓 해외펀드 수익률은 -20~-30%대에 달했는데 중도 환매도 불가능했던 상품들에 대해 환차익과 자본이득을 구분하여 과세 처리하는 데 따른 불만은 심각했을 것으로 판단된다.

반면, 해외부동산 양도차익 계산을 규정한 소득세법 제118조의 2[거주자의 국외자산 양도소득 범위]에 따른 소득세법 시행령 제178조의 5 제1항 '양도가액 및 필요경비를 수령하거나 지출한 날 현재 외국환거래법에 의한 기준환율 또는 재정환율에 의하여 계산하도록 하여, 원화(KRW)표시 취득가액과 양도가액 간 차액 내에 포함된 환손익이 양도소득세 과세대상에 포함되는 구조를 갖고 있다. 외화표시자산은 자산의 소재 지역을 불문하고 본질상 필연적으로 '외환손익'과 '(해당 기초자산) 자본이득'이라는 두 가지 구성 부분으로 구성되는데, 이들을 분리하건 통합하건 일관성 있고 중립적인 과세정책이 필요하게 된다. 특히 자본시장의 글로벌화로 인해 펀드 등 집합투자기구를 통한 해외주식 및 해외부동산에 대한 간접투자가 활성화될 수밖에 없는 상황에서 이에 대한 개인의 직접투자에 따르는 과세문제가 일관성과 중립성이 유지되지 않을 경우 조세회피적 행태를 유발하여 조세의 경제적 비효율성 문제가 심화될 수 있다.

V. 결론 및 정책시사점

본 연구는 자본시장법 시행으로 자본시장에 대한 규율법체계를 정비한 이후 자본시장 내에서 나타는 현상으로 다양한 금융투자상품의 시장화와 경쟁 심화에 따른 소비자 보호의 미흡, 그리고 세후투자수익률 결정에 중요한 펀드 등 신종 금융상품에 대한 과세정책으로 특징되었다.

제Ⅱ장에서는 자본시장법 제정의 의미를 법제적 변화를 통해 시장 규율체계가 통합되는 과정에서 과거의 업종 및 상품유형별 분류에서 기능별 분류에 기초한 체계로 바뀌면서, 금융투자상품을 위험성 측면에서 증권과 파생상품으로 대분류하여 펀드와 같은 간접투자기구와 ELS와 같은 파생결합증권이 포괄적으로 규제되는 시대를 맞게 되었다. 자본시장법의 핵심 내용인 투자자 보호는 그 목적이 합리적인 판단을 할 수 있는 기초자료를 충분하고 적합하게 제공하면서 투자자의 합리적 판단을 방해하는 행위를 규제하는 것이다. 법 시행으로 새로이 규율 대상에 포함되는 금융투자업자들은 투자 목적, 재산상황, 투자 경험 등 투자자 특성을 파악한 후 '투자자가 원하지 않는 투자 권유를 금지'하도록 하였다. 투자 권유를 하게 되는 상황에서는 투자자 특성에 적합한 투자를 권유하여야 하는데, 파생상품 등 일반투자자에게 적정하지 아니하다고 판단되는 경우 투자자에게 이를 알리고 서명, 기명날인, 녹취 등의 방법으로 확인을 받아야 한다고 규정하고 있다. 자본시장법 시행 이후 실제 개인투자자를 대상으로 투자가 이루어지고 있는 시장상황을 살펴보면 '설명의무 위반에 대한 입증책임'을 금융회사에게 지우는 데 대한 대책으로 투자자로부터 서명, 기명날인, 녹취 등 확인행위는 보다 철저히 이루어지고 있다. 그러나 대부분의 금융회사

가 투자자들을 대상으로 투자 성향과 투자 권유 가능 상품군을 매칭하기 위한 투자자정보 설문조사를 보면 손실위험 수용도가 높으면서 시장수익률 초과 수익률 추구 성향에서 공격투자형으로 분류되어 투자 권유를 받을 수 있는 금융상품 범위에 'ELW, 선물옵션, 고수익 주식형 펀드, 파생상품 등 위험자산'이라는 매우 포괄적인 상품 명칭을 사용하고 있는 현실이다. 제Ⅲ장의 ELS와 같은 주식결합증권의 예에서 밝혔듯이 상품 구조화가 매우 복잡하고 다양하며 유형 및 정형화가 되어 있지 않아 모두 개별화된 상품들이라고 할 수 있다. 자본시장법은 수익과 위험구조가 다양한 양질의 상품을 파생상품에 대한 직접투자제약을 극복하면서 개인투자자에게 제공한다는 파생결합증권의 긍정적 측면에서 유형구분 없이 통합규정하고 있다. 그러나, 발행사와 투자자간의 기초자산인 개별 종목 주식 및 주가지수의 향후 움직임에 대한 시장정보 및 분석능력 측면에서 절대적 열위에 있는 개인투자자들에게 비정형화된 주식결합증권을 판매(권유)하면서 서명 등 형식적인 투자설명 의무 확인만으로 투자자를 보호하기에는 미흡하다는 판단이다. 2003년과 같이 초기 ELS 상품발매 당시에는 원금보장형이면서 시중 은행 금리보다는 다소 높은 확정수익형에 가까웠으나, 그 이후 ELS상품 대부분은 옵션을 매도하여 높은 옵션프리미엄을 추구하고 원금이 옵션매도의 이행을 보장하는 증거금 역할을 하는 구조를 장내외 다양한 선물 및 기초자산투자조합에 대해 구성하게 되어, 과거의 채권과 채권이자부분의 옵션매수를 결합한 단순 구조로 볼 수 없기 때문이다.

우리나라 ELS는 거래소에 상장되어 매매되는 경우가 극히 적지만, ELS를 거래소 시장에서 매수한 경우 매수가격이 아닌 발행가격을 기준으로 배당소득으로 과세하고 있다. 발행사에서 직접 매수하는 경우에도 소득의 성질상 배당소득으로 보아 지급 시 원천징수하고 있는데, 이에 따라 발생하는 문제는 크게 두 가지이다. 첫째, 투자자가 증권회사가 발행한 주식워런트증권(ELW)을 구입하고 권리 행사를 통해 만기 시 지급받는 소득은 ELW의 옵션적 성격을 감안하여 배당, 이자,

기타 어떠한 소득으로도 과세되지 않는 것과의 과세 차별성 문제이다. 둘째, ELS도 구조화된 상품을 분해해 보면 구성 부분은 부채와 옵션인데 우리나라의 ELS 만기가 대개 3년이어서 1년을 초과하는 투자기간 중 중도 및 만기 상환되어 지급받는 수익에 대해 연간 소득화를 하지 않고 지급일 당해연도 한 해에 모두 발생한 것으로 소득을 인식하는 문제이다. 제Ⅳ장의 풋콜패리티와 동태적 헷징에서도 설명한 바와 같이 주식에 대해 직접 투자하는 것과 ELS에 투자하여 실체상 채권을 사면서 옵션들을 사고파는 것과 동등한 과세 대우를 하려면, 기본자산을 주식으로 보아 상장주식의 양도차익에 대한 비과세에 맞추어 비과세하든지, 아니면 채권에 대한 만기수익률 이자소득세 과세를 하는 것이 논리적으로 더 부합한다고 할 수 있다.

ELS와 같은 구조화가 복잡한 투자상품에 대한 소비자 보호를 위해서는 스위스나 독일처럼 소비자의 상품에 대한 이해를 높이면서 환금성을 보장하는 거래소 상장화와 같은 제도적 개선을 고려해 볼만 하다. 특히 우리나라는 대부분이 3년 만기인 상품이면서도 해지나 환매가 제한되고 투자자가 만기 전에 구조화상품이 자신에게 주는 장점만을 택하고 수익을 취할 수 있도록 장내거래를 활성화하게 되면, 상품판매 당시 판매사와 투자자 간 정보 비대칭에 따른 위험성 문제도 투자기간 중 교정할 수 있는 가능성이 열린다고 할 수 있다. 기초자산 주식에 대한 직접투자와 비교하여 ELS는 매도를 통한 투자회수가 상당히 제약되어 위험성이 더욱 높다고 할 수 있어서 상장주식 매매차익에 대한 비과세와 달리 배당소득으로 과세하는 것은 세제를 통한 투자 억제라고 해석될 수도 있다. 오히려 일반투자자를 보호하는 상품 형태로 거래소 상장을 유도하여 주식직접투자와 동등하게 과세하면서, 극히 고액주문형 구조를 갖는 사모 ELS에 대해서만 상법상의 계약의 사적 자치원리를 유지하는 것이 타당하다는 판단이다.

자본시장법 시행 이후 조세당국은 조세회피적 금융상품에 대응하면서 동시에 과세대우의 형평성을 유지하는 이중적인 정책과제를 안게

되었는데, 특별규정들을 지속적으로 신설·보완하여 신속하게 문제를 해결하는 접근방식과 병행하여, 금융 소비자 보호 차원에서 투자설명서에 관련 세후수익률을 명기할 수 있는 상품에 한하여 시판을 허용하는 세계당국의 규제방안을 고려할 수 있을 것이다. 개인투자자를 대상으로 판매하는 파생금융상품들에 대해서는 투자결정 시점 이전에 과세당국이 구속력 있는 유권해석을 투자설명서에 포함시켜 투자자를 보호하는 조치가 필요하게 되는데, 이를 위해 금융규제당국과 조세당국 간 업무협조가 필수적이다. 특히, 우리나라의 펀드 및 ELS에 대한 조세정책당국의 조세정책이 시장 중립성에 초점을 맞추고 있어서, 간접투자 활성화 또는 위험금융상품으로부터의 투자자 보호와 같은 경제정책적 목적을 달성하는 조세정책수단으로는 적극적으로 활용되지 않는 상황에서는 조세당국의 규제 권한은 미비한 실정이다.

제Ⅲ장 집합투자기구에 대한 과세일반론 틀내에서 살펴보면, 우리나라의 현행 펀드세제는 집합투자기구가 수취한 배당, 이자, 자본이득 등 어떤 종류의 소득에 대해서도 과세하지 않다가 투자자가 펀드지분의 매각 또는 환매를 통해 수익권을 처분할 때까지 과세 연기한다는 측면에서는 세금우대 유형에 가깝게 보인다. 여기에 이자, 배당 등 금융소득에 대한 원천분리과세제도를 시행하는 세무행정적 측면을 감안하면, 펀드상품 간 시장 중립성을 강조하여 투자자에 대한 인적 과세(personal taxation) 장점이 있는 도관모형 과세방법론을 일부 혼합한 형태이다. 펀드상품이라는 물건에 초점을 두고 세무행정 편의성과 납세 순응성을 중시한 대리인(surrogate) 과세모형, 그리고 투자자라는 사람에 초점을 두고 시장 중립성을 강조한 도관모형(pass-through) 과세방법론 사이에는 수많은 펀드과세방법론이 존재할 수 있으며, 구체적인 정책 선택은 그 나라의 기본 조세구조라는 상위 제약조건에 따라 결정하는 것이 합리적이다.

2000년대 이후 펀드와 같은 간접투자시장이 급격히 팽창하면서 이들 금융상품에 대한 과세문제에 급박하게 대응하는 과정에서, '시장중

립성(형평성)'을 우선시하여 배당소득으로 '간주하는' 과세원칙을 채택한 것은 일단 시의적절하였다는 판단이다⁵⁹⁾.

그러나, 펀드의 주된 구성자산 및 운용이 주식형일 경우 국내·외 주식을 불문하고 소득의 성격 측면에서 상장 및 협회등록 주식에 대한 양도차익 비과세제도와와의 조화 문제는 지속적으로 제기될 것으로 예상된다. 2007년 세법개정으로 소득세법 배당소득 규정에 '집합투자기구로부터의 이익'으로 명시적으로 열거하여 배당소득으로 과세하기로 결정하였으나, 그 외의 신탁이익, 즉 투자회사의 경우는 소득 내용별로 소득의 성격을 구분하여 과세하는 문제가 남아 있게 된다. 또한 폐쇄형(환매금지형) 펀드의 환금성을 보장하기 위해 만들어진 상장제도에 기초하여 설정된 해외주식형펀드나 부동산펀드의 과세문제도 해결해야 할 과제이다. 기본적으로 펀드투자의 핵심은 개인투자자의 자금을 집합하여 전문투자지식을 갖춘 펀드매니저가 간접투자한다는 데 있고, 직접투자에 비해 간접투자가 사회적으로 우대해야 할 금융투자 행태여서 정책목적상 우대해야 할 대상이라면 직접투자에 비해 불리하게 과세되는 구체적인 사례들에 대한 분석 위에 금융상품 전반에 대한 기본 조세구조 개혁을 시작해야 할 것이다.

이와 관련하여 다양하고 복잡한 금융투자상품들에 대한 과세 대응에 있어서 미국 등 주요 선진국들이 겪었던 경험들은 우리나라에 많은 시사점을 준다. 먼저 재무이론에 따르면 상이한 유형의 자산들은 서로를 이용하여 위험이나 (세전)수익 측면에서 동일한 성과를 낼 수 있도록 재구성할 수 있는데, 특히 무이자채권과 (불확정수익) 주식 그리고 옵션들을 사고 파는 포트폴리오(portfolio) 재구성은 투자자의 개인소득세 부담을 차등화할 수 있어서 조세회피를 목적으로 한 적극적인 상품설계는 개인 소득세제를 위협할 수 있다는 것이 미국 및 유럽권 국가들의 결론이다.

59) 소득세법 제17조[배당소득] 제1항 제9호로 '제1호부터 제7호까지의 규정에 따른 소득과 유사한 소득으로서 수익분배의 성격이 있는 것'이라는 표현.

이러한 기존 자산수익 간 상호관계들이 기존의 소득세제도에 던지는 가장 충격적인 시사점은 확정 수익(fixed return) 자산과 불확정 수익자산(contingent return) 간의 근본적 구분을 할 수 없게 만든다는 점이다. 결국 재무적 등가관계를 완전하게 계약형태로 실행하게 되면 납세자들은 현행 세법하에서 만기수익률(yield-to-maturity)과세와 추후(wait-and-see)과세 방식 중 본인에게 유리한 선택을 택할 수 있어서 투자소득에 대한 과세를 연기하는 방향의 조세 차익거래의 가능성이 증대한다는 것이다.

우리나라가 겪고 있는 구조화금융상품에 대한 과세상의 문제점은 기초 현물상품에 대한 실현주의 과세 및 분류과세제도의 문제점에서 상당 부분 비롯되므로 이들에 대한 기준과세제도(baseline taxation)를 전반적으로 정비함으로써 완화할 수 있을 것으로 판단된다. 먼저, 우리나라 개인소득세인 종합소득세를 미국연방소득세와 비교할 때 포괄적 소득세제로의 근접 정도가 낮은 일종의 혼합형 소득세제(hybrid income taxation system)상태를 유지하고 있다.

우리나라에서 주식형 펀드나 주식형 구조화상품 과세문제를 다룬 대부분의 선행연구들은 정책 시사점으로, 개인소득세의 경우(기초자산인) 현물에 대한 유가증권 양도차익과세의 도입을 주장하거나 그 중간 과도 단계서의 파생상품에 대한 증권거래세 과세 도입 등을 주장하고 있다. 그러나 현재의 양도소득세제 틀 내에서 이들 상품에 대해 양도차익 과세를 하게 될 경우 세부담의 형평성을 담보할 수 없어서, 자산 양도차익에 대해서는 과세하되 그 기본적 구조는 양도차익 과세를 종합소득세 내에서 포괄과세화하는 방향에서 검토하는 것이 불가피하다고 할 수 있다.

마지막으로 파생금융상품 및 파생결합증권은 본연의 위험분산이라는 기능을 갖고 있어서 투자자에게 선택의 폭을 넓혀 준다는 긍정적 기능이 인정되었으나, 2000년대 후반 이후 글로벌 금융위기가 발생하면서 발행 및 유통 과정에서 금융사들의 도덕적 해이와 공정가격평가

의 문제점으로 금융시스템적 위기를 야기하게 되었다. 이들 금융투자 상품에 대해서는 일반 투자자나 공공연기금 등의 투자를 제한할 수 있도록 규제와 차등조세정책이 마련되는 것이 타당하다고 판단된다.

참고문헌

- 김재칠 외, 『펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향』, 자본시장연구원, 2009. 8.
- 김한중, 「자본시장통합법의 시행과 시장규제의 변화」, 『경제법 연구』 제8권 1호, 2009.
- 남현주, 「자본시장법의 특징과 향후 전망」, 『우정정보』 69, 2007.
- 노영훈, 『자본이득에 대한 과세체계 비교연구』, 정책보고서 02-12, 한국조세연구원, 2002.
- _____, 『과생금융상품의 개발을 통한 조세회피와 그 대응방안』, 정책 보고서 05-03, 한국조세연구원, 2005. 12.
- _____, 『주택에 대한 양도소득세제 개편연구』, 연구보고서 06-05, 한국조세연구원, 2006. 12.
- 대한민국 국회, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률안(대안)(의안번호 1803530), 2009.
- 문성훈, 「집합투자증권 양도시 소득세 과세의 문제점 및 개선방안에 관한 연구」, 『조세법연구』, 한국세법학회 제15집 제1호, 2009, pp. 263~303.
- 손영철, 「소득세법상 집합투자기구 세제 해설」, 『계간 세무사』, Vol 120, 2009.
- 이병래, 『자본시장통합법의 투자자보호제도』, Business, Finance & Law(BFL), 서울대학교 금융법센터, 2007.
- 재정경제부, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료」, 2006.
- 조성빈, 『우리나라 간접투자 현황 분석 및 과제: 투자자 보호를 중심으로』, 한국개발연구원, 정책연구시리즈 2009-02, 2009.

한국증권선물거래소, 『파생결합증권 과세에 관한 건의』, 2009. 1.
 홍범교 외, 『ETF 및 파생결합증권 과세제도 개선방안』, 연구용역보고서, 한국조세연구원, 2009.

Alvin C. Warren, Jr., “Financial Contract Innovation and Income Tax Policy,” *Harvard Law Review*, December, 1993.

_____, “US Income Taxation of New Financial Products,” *Journal of Public Economics* 88, 2004, pp. 899~923.

Daniel I. Halperin, “Interest in Disguise: Taxing the ‘Time Value of Money,’” *Yale Law Journal*, January, 1986.

Dong-Hyun Ahn, Young-Min Choi, Young-Sik Kim and Won-Suk Liu, “Engineering for Whom? Evidence in Retail Structured Equity Products,” Working Paper, Economics Department, Seoul National University, 2010.

Hans, Thorsten, and Rieger, Marc Oliver, “The Dark Side of the Moon: Structured Products from the customer’s perspective,” EFA 2009 Bergen Meetings Paper, 2009.

McDonald, R. L. “The tax (dis)advantage of a firm issuing options on its own stock,” *Journal of Public Finance* 88, 2004, pp. 925~955.

OECD, “OECD Background Documentation on Financial Innovation,” *Taxation of Global Trading of Financial Instrument*, Paris, 1998, 11.

Tony, Rumble, *Taxation of equity derivatives and structured products*, New York Palgrave, 2003.

Wallmeier, Martin and Martin Diethelm, “Market Pricing of Exotic Structured Products: The Case of Multi-Asset Barrier Reverse Convertibles in Switzerland,” April 2008.

부 록 I

1. 조세특례제한법상의 집합투자기구에 대한 과세특례

제91조의 2(집합투자기구 등에 대한 과세특례) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 집합투자기구(「소득세법」 제17조제1항제5호에 따른 요건을 갖춘 것에 한정한다)가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조제21항에 따른 집합투자증권(이하 이 조에서 “집합투자증권”이라 한다)으로서 자기의 집합투자증권을 환매하는 경우 해당 집합투자기구에 대한 투자자의 집합투자증권 이전은 「소득세법」 및 「증권거래세법」에 따른 양도로 보지 아니한다.

[전문개정 2010.1.1]

시행령

2. 해외부동산의 취득가액 및 양도가액 계산시 원화환산 관련 규정

소득세법 제118조의 4(양도소득의 필요경비 계산) ① 국외자산의 양도에 대한 양도차익을 계산할 때 양도가액에서 공제하는 필요경비는 다음 각 호의 금액을 합한 것으로 한다.

1. 취득가액

해당 자산의 취득에 든 실지거래가액. 다만, 취득 당시의 실지거래가액을 확인할 수 없는 경우에는 양도자산이 소재하는 국가의 취득 당시의 현황을 반영한 시가에 따르되, 시가를 산정하기 어려울 때에는

그 자산의 종류, 규모, 거래상황 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 취득가액을 산정한다.

2. 대통령령으로 정하는 자본적 지출액
3. 대통령령으로 정하는 양도비

② 제1항에 따른 양도차익의 외화 환산, 취득에 드는 실지거래가액, 시가의 산정 등 필요경비의 계산에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.[전문개정 2009.12.31]

소득세법시행령 제178조의3(국외자산의 시가 산정 등) ①법 제118조의3제1항 단서 및 법 제118조의4제1항제1호 단서의 규정에 의하여 국외자산의 시가를 산정하는 경우 다음 각호의 1에 해당하는 가액이 확인되는 때에는 이를 당해 자산의 시가로 한다. 다만, 제178조의2제2항의 규정에 의한 주식 등과 동조 제3항의 규정에 의한 자산 중 법 제94조제1항제4호 나목 및 이 영 제158조제1항제1호·제5호에 규정된 자산(법 제94조제1항제4호 나목에 규정된 자산인 경우에는 동호에 규정된 주식 등에 한한다)의 경우에는 제2호 내지 제4호의 규정을 적용하지 아니한다. <개정 2003.12.30>

1. 국외자산의 양도에 대한 과세와 관련하여 이루어진 외국정부(지방자치단체를 포함한다)의 평가가액
2. 국외자산의 양도일 또는 취득일 전후 6월 이내에 이루어진 실지거래가액
3. 국외자산의 양도일 또는 취득일 전후 6월 이내에 평가된 감정평가기관의 감정가액
4. 국외자산의 양도일 또는 취득일 전후 6월 이내에 수용 등을 통하여 확정된 국외자산의 보상가액

②법 제118조의3제1항 단서 및 제118조의4제1항제1호 단서에서 “대

통령령으로 정하는 방법”이란 다음 각 호의 어느 하나에 따라 평가하는 것을 말한다. <개정 1999.12.31, 2005.2.19, 2010.2.18>

1. 부동산 및 부동산에 관한 권리의 경우에는 「상속세 및 증여세법」 제61조·동법 제62조·동법 제64조 및 동법 제65조의 규정을 준용하여 국외자산가액을 평가하는 것. 다만, 「상속세 및 증여세법」 제61조·동법 제62조·동법 제64조 및 동법 제65조의 규정을 준용하여 국외자산가액을 평가하는 것이 적절하지 아니한 경우에는 「부동산 가격공시 및 감정평가에 관한 법률」에 의하여 설립된 감정평가법인이 평가하는 것을 말한다.

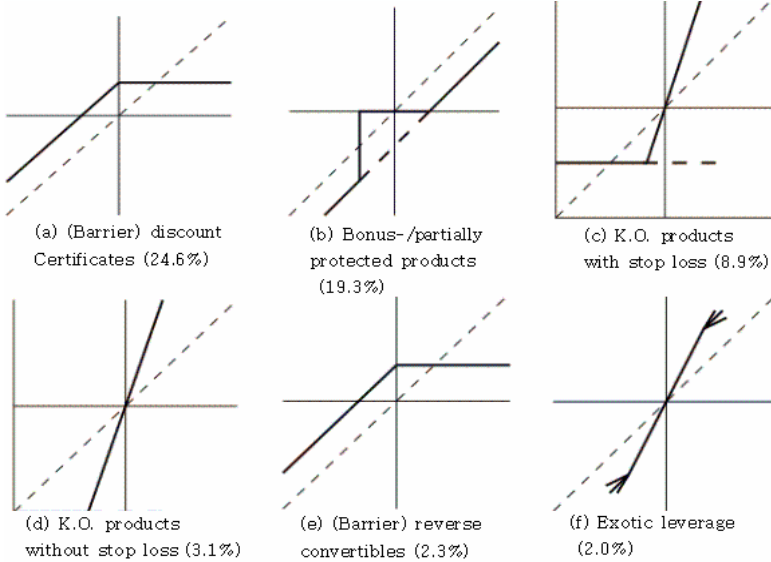
2. 유가증권가액의 산정은 「상속세 및 증여세법」 제63조의 규정에 의한 평가방법을 준용하여 평가하는 것. 이 경우 동조 제1항제1호 가목의 규정 중 “평가기준일 이전·이후 각 2월”은 각각 “양도일·취득일 이전 1월”로 본다.[본조신설 1998.12.31]

제178조의 5(양도차익의 외화환산) ①법 제118조의4 제2항의 규정에 의하여 양도차익을 계산함에 있어서는 양도가액 및 필요경비를 수령하거나 지출한 날 현재 「외국환거래법」에 의한 기준환율 또는 재정환율에 의하여 계산한다. <개정 2001.12.31, 2005.2.19>

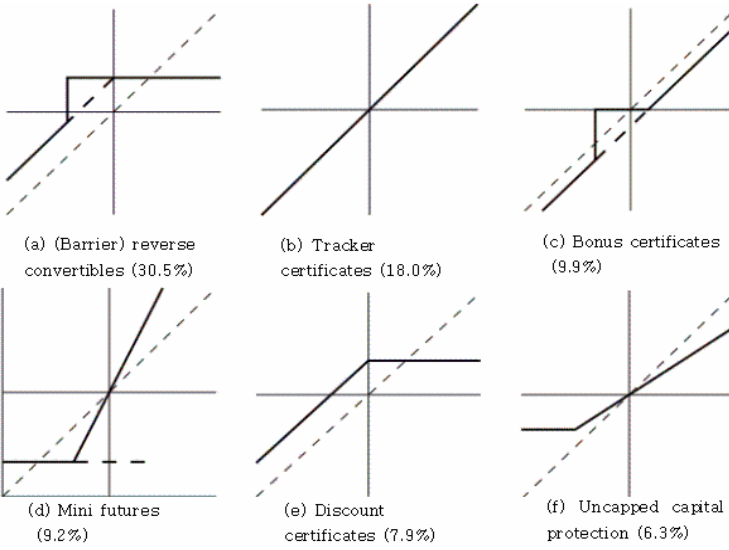
부 록 II

1. 각국의 구조화금융상품 유형 및 수익률 구조

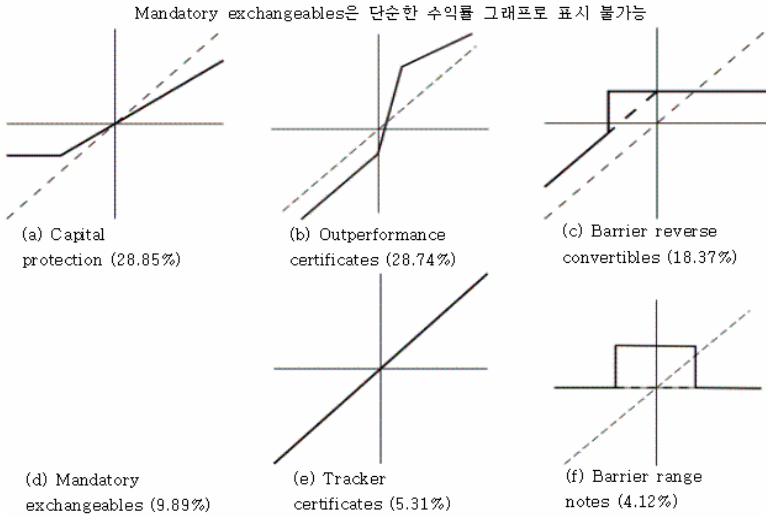
[부도 1] 독일의 ELS 상품 유형 및 시장 비중 ($N = 270,254$)



[부도 2] 스위스의 ELS 상품 유형 및 시장 비중 ($N = 47,362$)



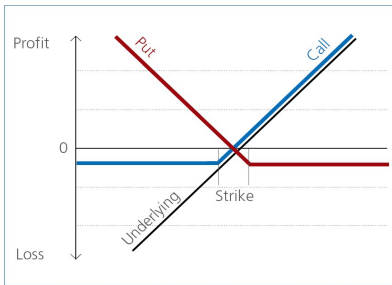
[부도 3] 미국의 ELS 상품유형 및 시장 비중(2006년)



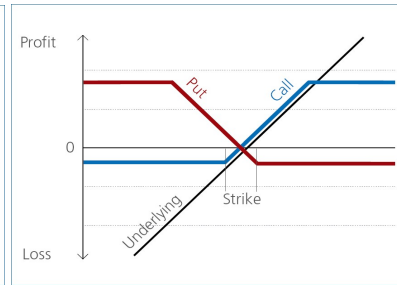
2. 스위스 파생결합 맵60)

1) LEVERAGE PRODUCTS

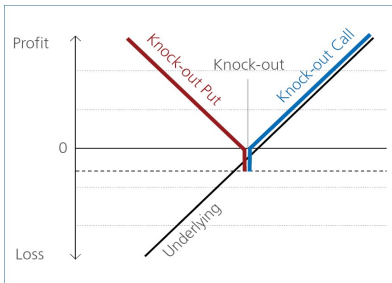
Warrants



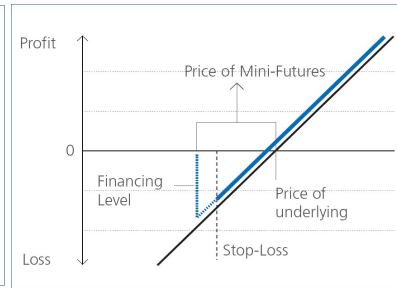
Spread Warrants



Knock-out Warrants



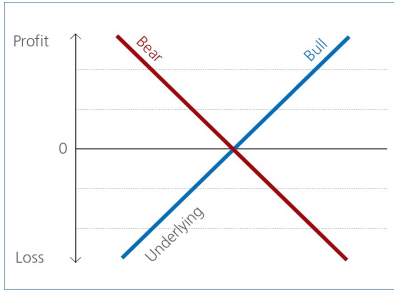
Mini-Futures



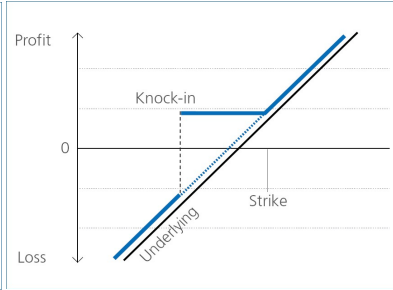
60) <http://www.svsp-verband.ch>.

2) PARTICIPATION PRODUCTS

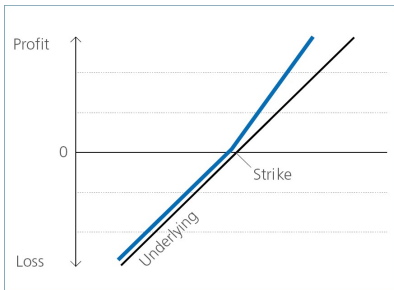
Tracker Certificates



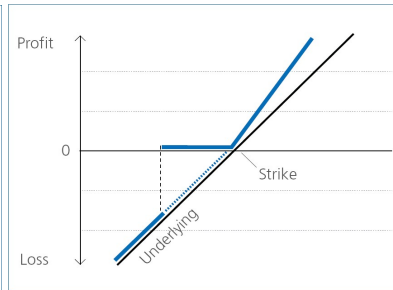
Bonus Certificates



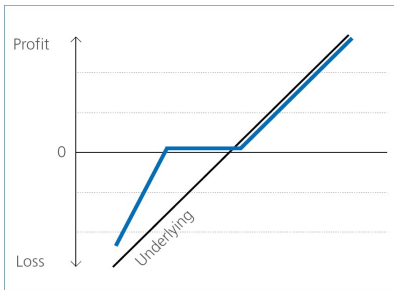
Outperformance Certificates



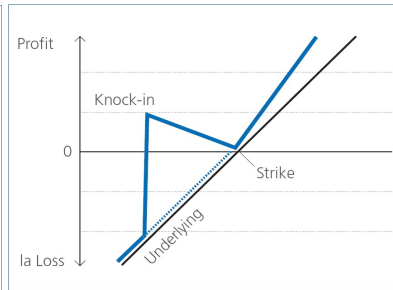
Outperformance Bonus Certificates



Airbag Certificates

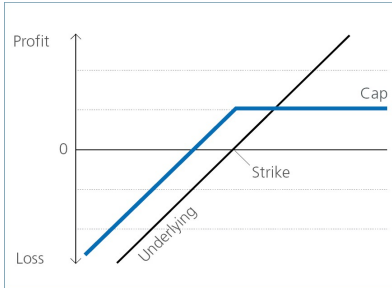


Twin-Win Certificates

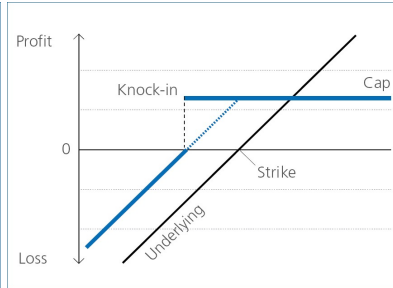


3) YIELD ENHANCEMENT PRODUCTS

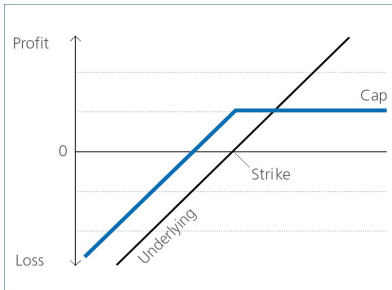
Discount Certificates



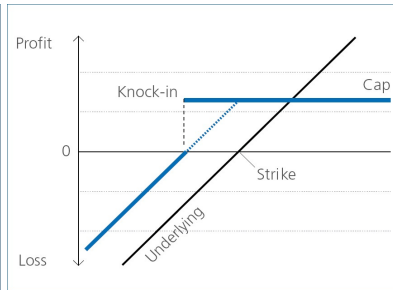
Barrier Discount Certificates



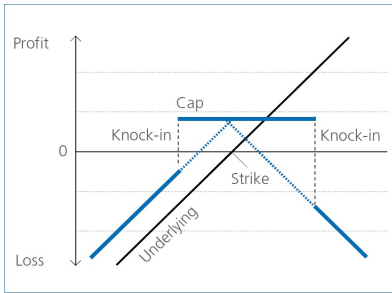
Reverse Convertible



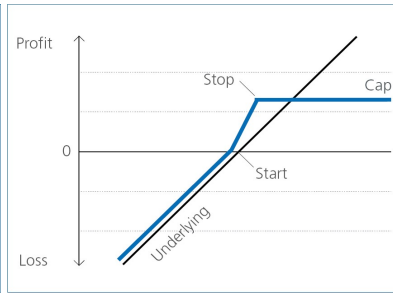
Barrier Reverse Convertible



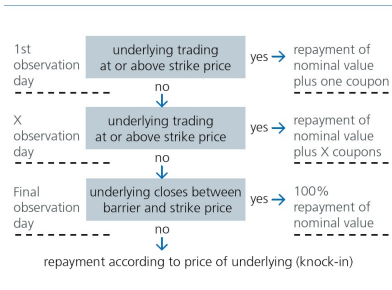
Barrier Range Reverse Convertible



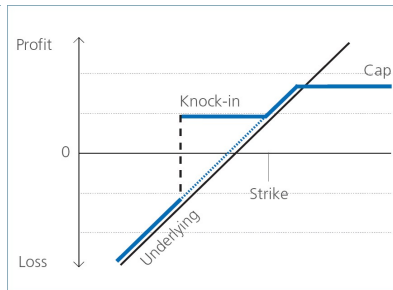
Capped- Outperformance Certificates



Express Certificates



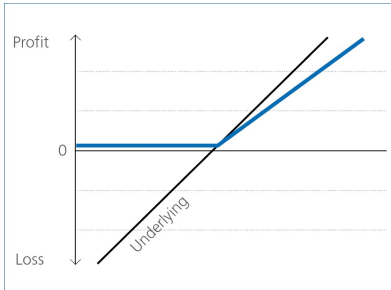
Capped-Bonus-Certificates



4) CAPITAL PROTECTION PRODUCTS

Uncapped Capital

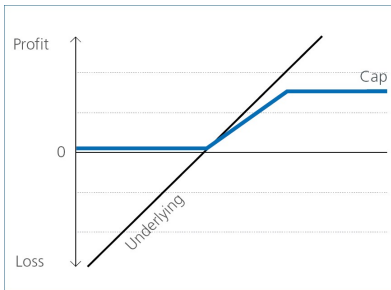
Protection



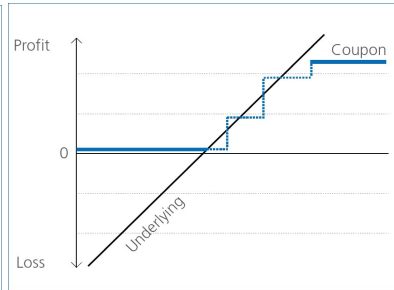
Exchangeable Certificates



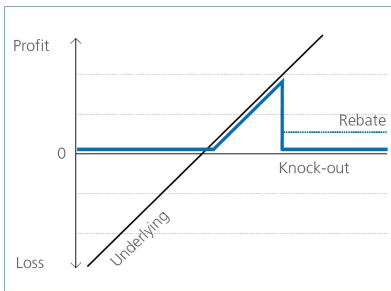
Capped Capital Protection



Capital Protection with coupon



Capital Protection with knock-out



〈부표 1〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(2009-2009)(제 Ⅴ 기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾											
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	...	∞	
1	6.0	6.0	14.0	16.0	16.0	19.6	25.0	25.0	25.0	27.0		35.0	
2	10.0	10.0	15.0	16.0	17.8	22.3	25.0	25.0	26.0	31.0		35.0	
3	12.0	12.0	18.5	17.2	20.2	23.2	25.0	25.7	29.0	32.3		35.0	
4	13.0	13.0	16.4	19.2	27.7	23.7	25.5	28.0	30.5	33.0		35.0	
5	14.3	14.3	18.1	20.3	22.1	24.3	27.4	29.4	31.4	33.4		35.0	
6	16.1	16.1	19.3	21.1	22.9	26.1	28.7	30.3	32.0	33.7		35.0	
7	17.4	17.4	20.1	21.9	24.7	27.4	29.6	31.0	32.4	33.9		35.0	
8	18.3	18.3	25.3	23.6	26.0	28.3	30.3	31.5	32.8	34.0		35.0	
9	19.3	19.3	26.4	24.8	27.0	29.1	30.8	31.9	33.0	34.1		35.0	
10	20.9	20.9	27.3	25.9	31.3	29.7	31.2	32.2	33.2	34.2		35.0	
11	22.1	22.1	24.8	26.7	31.6	33.3	31.5	32.5	33.4	34.3		35.0	
12	23.2	23.2	25.6	27.4	31.9	33.5	31.8	32.7	33.5	34.3		35.0	
∴												35.0	
100	33.6	33.6	33.9	34.1	34.2	34.5	34.4	34.7	34.8	34.9		35.0	
∴													
∞	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0		35.0	

주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.

2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.

3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합소득 세액부담을 매매차익으로 나는 세율임.

〈부표 2〉 양도소득세-종합소득세간 상대적 세부담
비교(2010-현재)(제㉑기간)

(단위: 천만원, %)

과표 ¹⁾	양도 소득세 ²⁾	기타종합소득액 ³⁾											
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	...	∞	
1	6.0	6.0	13.2	15.0	15.0	18.6	24.0	24.0	24.0	26.2		35.0	
2	9.6	9.6	14.1	15.0	16.8	21.3	24.0	24.0	25.1	30.6		35.0	
3	11.4	11.4	17.4	16.2	19.2	22.2	24.7	24.7	28.4	32.1		35.0	
4	12.3	12.3	15.5	18.2	26.4	22.7	27.3	27.3	30.1	32.8		35.0	
5	13.6	13.6	17.2	19.3	21.1	23.4	28.8	28.8	31.0	33.2		35.0	
6	15.3	15.3	18.3	20.1	22.0	25.3	29.9	29.9	31.7	33.5		35.0	
7	16.5	16.5	19.1	21.0	23.8	26.7	30.6	30.6	32.2	33.7		35.0	
8	17.5	17.5	24.4	22.7	25.2	27.7	31.2	31.2	32.5	33.9		35.0	
9	18.4	18.4	25.6	24.1	26.3	28.5	31.6	31.6	32.8	34.0		35.0	
10	20.1	20.1	26.5	25.2	30.7	29.2	31.9	31.9	33.0	34.1		35.0	
11	21.5	21.5	24.1	26.1	31.1	32.9	32.2	32.2	33.2	34.2		35.0	
12	22.6	22.6	25.0	26.8	31.4	33.1	32.4	32.4	33.4	34.3		35.0	
⋮												35.0	
100	33.5	33.5	33.8	34.0	34.2	34.4	34.4	34.7	34.8	34.9		35.0	
⋮													
∞	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0		35.0	

주: 1. 과표는 연간 누적양도차익 또는 매매차익이며 단위는 천만원임.

2. 일반개인의 단순양도시 발생하는 양도소득에 대한 세부담을 평균세율로 표시한 것임.

3. 표상의 수치는 매매차익 이외의 기타 종합소득액이 없는 경우(0)부터 무한대의 기타종합소득액이 있는 경우까지 토지 등 매매차익 발생에 따른 추가적인 종합소득 세액부담을 매매차익으로 나눈 세율임.

<국문요약>

자본시장법 시행에 따른 금융투자상품에 대한 조세정책방향

노영훈

본 연구는 자본시장을 규율하는 법체계를 정비한 자본시장법의 시행으로 자본시장 내 금융투자상품의 복잡·다양화, 경쟁 심화에 따른 금융소비자 보호의 미흡, 그리고 조세회피형 신증금융상품의 개발 가능성이 높아진 현상에 주목하였다. 자본시장법은 금융투자상품을 크게 증권과 파생상품으로만 분류함에 따라 펀드 등 간접투자기구나 ELS와 같은 파생결합증권이 포괄적으로 규제되는 시대를 맞게 되었다. 이는 법 시행 이후 매우 복잡한 수익률 구조를 갖는 금융상품들이 형식적인 투자자 보호 권유준칙만 따르면 일반 개인투자자들에게 판매될 수 있음을 의미한다. 예를 들어, 손실위험 수용도가 높으면서 시장초과 수익률을 추구하는 일반투자자는 금융회사가 공격투자형 성향으로 분류하여 이들에게 투자권유를 할 수 있는 금융상품범위에 'ELW, 선물 옵션, 고수익 주식형펀드, 파생상품 등 위험자산'이라는 매우 포괄적인 금융상품들을 판매할 수 있는 것이 현실이다. 특히 2003년 이후 급성장한 추가연계증권(ELS)의 경우, 발행사와 투자자 간에 기초자산인 개별종목 주식 또는 지수의 향후 움직임에 대한 시장정보 및 분석능력 측면에서 절대적 열위에 있는 개인투자자들에게 비정형화된 주식결합증권을 판매(권유)하면서 서명 등 형식적인 투자설명 의무 확인만으로 투자자를 보호하기에는 미흡하다는 판단이다.

자본시장법 시행 이후 조세당국은 조세회피적 금융상품에 대응하면

서 동시에 과세대우의 형평성을 유지하여야 하는 조세정책적 부담을 지게 되었는데, 특별규정들을 지속적으로 신설·보완하여 신속하게 문제를 해결하는 접근방식과 병행하여, 금융소비자 보호 차원에서 투자 설명서 내에 관련 세후수익률을 명기할 수 있는 상품에 한하여 시판을 허용하는 세계당국 규제적 방안을 고려할 수 있을 것이다.

한편 2000년대 이후 펀드와 같은 간접투자시장이 급격히 팽창하면서 이에 대한 과세문제에 급박하게 대응하는 과정에서, 배당소득으로 '간주하는' 과세원칙을 채택한 것은 상품 간 세제 형평성을 중시하여 시장 중립성을 확보한 적절한 조치라는 판단이다. 그러나 중장기적으로 펀드의 주된 구성자산 및 운용이 주식형일 경우 국내·외 주식을 불문하고 소득의 성격 측면에서 상장 및 협회등록 주식에 대한 양도차익 비과세제도와와의 조화 문제는 지속적으로 해결해야 할 과제이다. 펀드투자의 본질은 개인투자자의 자금을 집합하여 전문투자지식을 갖춘 펀드매니저가 간접투자한다는 데에 있고, 직접투자에 비해 간접투자가 사회적으로 우대해야 할 금융투자 행태이기 때문에 정책목적상 우대해야 할 대상이라면 주식 직접투자수익에 비해 불리하게 과세되는 구체적인 사례들에 대한 분석위에 금융상품 전반에 대한 기본조세구조 개혁이 필요하다는 판단이다.

ELS와 같은 구조화가 복잡한 투자상품에 대한 소비자 보호를 위해서는 스위스나 독일 처럼 소비자의 상품에 대한 이해를 높이면서 환금성을 보장하는 거래소 상장화와 같은 제도적 개선을 고려해 볼 만하다. 기초자산 주식에 대한 직접투자와 비교하여 ELS는 매도를 통한 투자 회수가 상당히 제약되어 위험성이 높다고 볼 수 있음에도 상장주식 매매차익에 대한 비과세와 달리 배당소득으로 과세하는 것은 세제적 불이익이라고 해석될 수도 있다. 오히려 일반투자자를 대상으로 한 ELS 판매는 시장평가 및 유동성 확보가 보장된 거래소 상장 ELS에 국한하고, 고객주문형 구조를 갖는 사모 ELS에 대해서만 상법상의 계약의 사적자치 원리에 따라 현행 투자권유 준칙에 따라 판매되도록 하는 것

이 타당하다는 판단이다. 물론 양자 모두 수익의 성격, 원천 및 시간적 측면이 주식직접투자와 유사하므로 상장주식의 양도차익과세제도와 조화를 이루어야 할 것이다. 주가연계증권과 같은 구조화금융상품에 대한 세제문제는 상품을 분해한 개별 구성부분들에 대한 기존 개인소득세의 차등과세제도를 활용하여 조세회피적 상품구조설계를 하는 과정에서 발생할 수 있는데 우리나라의 경우 ELS의 상장화를 통해 상당부분 해결할 수 있을 것이다.

〈Abstract〉

Tax Policy Direction on Financial Investment Product after the Enactment of Korean Capital Market Act of 2009

RO, Younghoon

With the enactment of Financial Investment Services and Capital Market Act(FSCMA, hereafter referred to as "CMA") in February 2009, investment funds and structured equity products expanded their market capitalization dramatically in Korea. Contrary to the previous separate special laws on securities, forwards, derivatives, trusts, they are now consolidated under the FSCMA regulations. It is no wonder that the regulation of the broad range of financial products under one FSCMA law entailed the intense competition among financial companies and the possible neglect of investor protection.

This study examines both the financial consumer protection and tax policy issues on investment funds and structured products which became very popular in the Korean capital market after 2000s.

In general, the investment fund tax rules are dictated largely by a country's overall tax regime for individuals and enterprises, and these tax regimes vary substantially among countries. In the context of these basic tax structure, the choice of tax rules for investment funds require balancing three objectives: first, not go impede the development of financial intermediaries; second, to devise tax rules

that are compatible those that apply to other investments: and, third to adopt tax rules that can be administered and enforced. Among the four major different approaches of taxing investment funds, Korea adopted some mixture of tax-advantaged, pass-through, and surrogate prototypes. Investment fund is in essence characterized by two elements: collectiveness and intermediariness. Currently in Korea the income from an investment fund realized by an individual investor is categorized as dividend and taxed according to the genuine dividend income. But the tax treatment of dividend, interest, and capital gains at the investment fund level and at the level of the investors needs major reformatory change when the capital gains taxation on stock and shares under the progressive global income taxation is considered in future.

Since 2003 the Korean market of structured product became the huge business for banks and security companies. For example, the most popular two-asset reverse convertible type equity-linked securities(ELS) with knock-in barriers in Korea could offer a utility gain only for retail individual investors with the symmetrical information and analyzing know-how as the issuers. But in reality the retail investors bear knowledge asymmetry risk against the issuer, and tend to overpay. Also, there exists a possibility that the issuer's unwinding of a delta hedge position puts downward pressure on the underlying stock price to the investors disadvantage at redemption dates.

As the protection measure of retail investors, we suggest that customers understanding of the product should be enhanced through the compulsory listing of some ELS on the stock trade exchange rather than banning structured products completely (as is currently

discussed in some countries). Other boutique type ELS sold privately to institutional investors does not need that level of customer protection if the two parties of investment contract fully share the full information of the product prospectus. Also, it would be an idea to introduce independent ranking that enables specific type of investors to see whether structured products add value to their portfolio or not.

〈著者略歷〉

노영훈

서울대학교 경제학과 졸업

미국 Columbia University 경제학 박사

미국 Harvard 법대 초빙연구위원(visiting scholar)

현, 한국조세연구원 선임연구위원

자료 수집 및 정리

김용대 한국조세연구원 전문연구위원

研究報告書 10-13 자본시장법 시행에 따른 금융투자상품에 대한 조세정책방향

2010년 12월 23일 인쇄

2010년 12월 30일 발행

저 자 노영훈

발행인 원윤희

발행처 한국조세연구원

☐1318-7774 서울특별시 송파구 가락동 79-6

전화 : 2186-2114(대), www.kipf.re.kr

등 록 1993년 7월 15일 제21-466호

주판및 (주) 천 세

인 쇄

© 한국조세연구원 2010

ISBN 978-89-8191-499-8

* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.

값 5,000원