

금융거래세 도입방안 연구

2012. 11

홍범교 · 이상엽

서 언

2008년에 발생한 금융위기를 수습하기 위하여 해당국의 정부는 불가피하게 구제금융을 시행하였고, IMF는 이를 회수하기 위하여 금융기관의 책임을 묻는 금융활동세를 제안하기도 하였다. 그러나 최근에는 재정위기에 직면한 유럽을 중심으로 금융거래세에 대한 논의가 오히려 활발하게 진행되고 있다. 금융거래세의 장점인 투기억제 효과와 세수효과가 부각되고 있는 것이다. 2012년 10월에는 독일과 프랑스를 중심으로 한 11개 유럽 국가들이 우선적으로 금융거래세를 도입하기로 합의하였다.

최근의 국내외적인 경제 상황은 금융시장의 불안을 가속화시키고 있다. 국제적으로 유럽의 재정위기와 경기침체가 선진국들의 양적 완화정책을 초래하였으며, 넘치는 글로벌 유동성은 신흥국으로 유입되고 있다. 이러한 유입자본이 지난 글로벌 금융위기 과정에서 경험했던 것처럼 대외충격으로 급격하게 유출될 경우, 자본시장과 외환시장의 불안이 심화되고 실물경제에도 큰 타격을 줄 수 있다. 이런 점에서 자본 유출입 관리정책에 대한 필요성이 더 커지고 있다. 또한 파생상품시장도 1996년 개설 이후 단기간에 크게 성장하면서 세계 최고 수준의 거래량을 보이고 있다. 이러한 현상들의 근저에는 수익률을 쫓아 움직이는 금융자본의 투기적인 동기가 깔려 있다. 투기적 거래는 유동성을 공급하는 긍정적인 측면도 있으나, 그 정도가 과도할 경우 시장에 부정적인 영향을 미치게 된다. 우리나라의 파생금융상품시장이 그러한 예이며, 외환시장을 거쳐 들어오는 국제투기자금들이 시장 변동성에 미치게 될 영향도 우려할만한 수준이다.

한편 글로벌 금융 환경 속에서 우리나라만이 독자적인 정책을 시행하기 어려운 측면이 있는 것도 사실이다. EU의 금융거래세 논의에서는 현물환에 대한 과세가 제외되어 있는데, 이것은 토빈세의 부과가 자본자유화에 대한 역행적인 조치라고 보기 때문이다. 그러나 2012년 12월에 IMF

는 자본자유화에 대한 기존 입장을 크게 전환하여 자본통제에 대하여 공식적으로 긍정적인 입장을 밝힌 의미 있는 보고서를 발표하였다. 이는 금융거래세에 대한 정책적 평가가 국제적으로 보다 우호적으로 바뀌는 경제 환경의 변화를 의미한다.

본 보고서에서는 이러한 국내외 금융환경의 변화 속에서 우리나라 금융시장의 안정을 가져오면서 동시에 세수효과도 누릴 수 있는 정책수단으로서 금융거래세의 역할에 대하여 검토하고 그 도입방안을 제시하고 있다. 특히 국제적인 자본자유화 규약에 부합할 수 있는 영세율 2단계 토빈세의 도입과 파생금융상품시장에서의 거래세 도입을 정책대안으로 제시하고 있다.

본 보고서는 홍범교 박사와 이상엽 박사가 공동으로 저술하였다. 저자들은 중간보고 단계에서 좋은 코멘트를 준 기획재정부 서지원 팀장, 금융연구원의 박해식 박사, 자본시장연구원의 이인형 박사 그리고 익명의 심사자 두 분께도 감사드리고 있다. 저자들은 또한 보고서의 작성과정에서 자료 수집 및 분석을 도와준 강미정 전문연구원, 정빛나 연구원에게 감사하며, 보고서 편집을 도와준 장정순 주임연구행정원에게도 감사의 뜻을 전하고 있다. 아울러 기본과제의 전체 진행과정 및 출판단계에서 행정적으로 도움을 주고 있는 기획조정팀 직원들과 연구출판팀 직원들에게도 감사하고 있다.

끝으로 본 연구의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며, 한국조세연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2012. 11.

한국조세연구원
원장 조 원 동

요약 및 정책시사점

I. 요약

1. 금융거래세 논의의 배경

금융거래세는 이미 1936년 John M. Keynes가 지나친 투기를 억제하기 위하여 증권거래세를 부과하는 것이 바람직하다는 주장을 한 이후, 1970년대 James Tobin에 의한 토빈세가 제안되는 등 수십년에 걸쳐 논의가 이어져 오고 있다. 금융거래세는 투기 억제 효과가 있을 뿐만 아니라, 징수비용도 매우 낮아서 효율적이라는 장점을 가지고 있다. 반면에 금융거래세는 거래비용을 증가시켜 금융시장의 유동성을 감소시키기 때문에 시장에 충격을 줄 것이라는 반대의견도 금융권을 중심으로 제기되고 있다. 이러한 논의가 수십년에 걸쳐 진행되어 오는 동안, 우리나라, 영국, 대만, 인도, 브라질 등 현실적으로 많은 나라에서 다양한 종류의 금융거래세가 이미 시행되고 있는 것도 사실이다.

2008년의 금융위기는 국제적으로 금융거래세에 대한 논의를 보다 활성화시킨 계기가 되었다. 금융위기를 초래한 금융기관들에 보다 직접적인 책임을 묻기 위하여 IMF에서 금융활동세(Financial Activity Tax)를 제안하였으나, 금융위기 이후 유럽의 재정위기가 이어지면서 유럽에서는 오히려 금융거래세에 대한 논의가 가열되었다. 금융이 주산업인 영국과 미국의 반대로 담보상태에 놓였던 금융거래세에 대한 논의는 2012년 10월에 독일과 프랑스를 중심으로 한 11개국이 우선 실행안을 만들기로 합의하면서 탄력을 받고 있다.

국제적으로 유럽의 재정위기와 경기침체는 선진국들의 양적 완화정책을 초래하였으며, 넘치는 글로벌 유동성은 신흥국으로 유입되고 있

다. 소규모 개방경제인 우리나라도 이러한 경제환경에서 자유로울 수 없다. OECD 가입 이후, 자본시장의 완전개방을 통하여 국제투자자금의 '현금출납기'라는 비유가 생길 정도로 외국의 투자자금이 자유롭게 유출입되면서 국내 금융시장의 변동성은 시장의 안정에 심각한 영향을 주고 있다. 또한 파생금융상품시장도 개설된 지 얼마 안 되는 짧은 기간에 세계 최고 수준의 거래량을 보유하는 시장으로 성장하였다. 이러한 현상들의 근저에는 수익률을 쫓아 움직이는 금융자본의 투기적인 동기가 깔려 있다. 투기적 거래가 유동성을 공급하는 긍정적인 측면도 있으나, 우리나라의 파생금융상품시장의 경우에는 그 정도가 지나치며, 외환시장을 거쳐 들어오는 국제투자자금들이 시장 변동성에 미치게 될 영향도 우려할 만한 수준이다. 따라서 본 보고서에서는 이러한 국내외 금융환경 변화 속에서 시장의 안정을 가져오면서 동시에 세수효과도 누릴 수 있는 정책수단으로서 금융거래세의 역할에 대하여 검토한다.

2. 우리나라 금융거래세 도입의 타당성

본 보고서는 현실적으로 우리나라의 금융시장에 거래세를 도입하는 것이 타당한가를 살펴보고 그에 따른 정책시사점을 도출하고 있다. 우선 분석의 편의를 위하여 금융시장을 크게 주식, 채권, 외환, 파생금융상품의 네 개 시장으로 나누어 살펴보되, 주식시장은 이미 증권거래세가 부과되고 있는 만큼, 분석의 대상에서 제외한다.

채권시장은 자본이 조달되는 시장으로서 시중금리를 결정한다. 대표적으로 5년물 국채를 거래하는 국고채 시장은 우리나라의 기준금리를 결정하는 시장이다. 채권시장에서의 여러 가지 지수를 살펴보면 파생금융상품시장과 비교해 볼 때, 투기의 정도가 지나치다고 판단하기는 어렵다. 또한 기본적으로 채권시장은 도매시장이라는 점도 파생금융상품시장과는 다른 점이다.

그러나 우리나라는 소규모 개방경제로서 외국의 투자자금이 유입되

었다가 외부 충격에 의하여 갑자기 빠져나갈 경우를 대비할 필요가 있다. 특히 최근에는 선진국의 양적 완화정책과 우리나라의 국가신용등급 상승에 따라 현재 15% 수준인 우리나라 국채에 투자하는 외국자본의 비중이 앞으로 더욱 증가할 가능성이 있다. 따라서 외국 투자자금의 급격한 유출입에 대한 대비책으로서 거래세의 부과를 고려할 필요가 있다. 다만 외국 투자자금의 투자경로를 고려할 경우, 국내채권시장에서 과세하는 것보다는 외환시장에서 거래세를 부과하는 것이 보다 효과적일 것이다.

외환시장은 대표적인 투기시장이다. 국제적인 상품 및 서비스 거래의 결제에 필요한 외환거래의 규모와 현재 전 세계적으로 거래되고 있는 외환거래의 규모를 비교해 보면 쉽게 알 수 있다. 우리나라도 예외라고 할 수 없으나, 다만 투기거래의 수준을 나타내는 지표들을 선진국 수준과 비교하면 과도하다고 할 수는 없는 정도이다. 더욱이 우리나라가 소규모 개방경제라는 현실 때문에 우리나라의 환율 변동성은 주요 25개국 통화와 비교했을 때 상대적으로 높은 것으로 나타난다. 뿐만 아니라 자본시장의 개방도가 높고 다른 신흥국에 비하여 거래 규모가 크면서 유동성이 높아 외국인의 증권투자자금 이탈이 용이하기 때문에 자본 유출입 변동성도 상대적으로 높게 나타난다. 따라서 외환시장의 안정을 위하여 거래세의 도입을 고려할 필요가 있다.

최근 EU에서 논의되고 있는 금융거래세의 형태를 보면, 선물, 옵션, 스왑 등의 통화 관련 파생상품시장에서의 거래도 거래세 부과 대상이지만, 현물환에 대한 거래세 부과는 예외로 하고 있다. 그 이유는 현물환에 대한 과세는 자본자유화에 대한 규제조치라고 보기 때문이다. 우리나라는 OECD 회원국으로서 우리나라 외환시장을 안정시킬 정책적 필요성이 있지만 OECD 자본자유화 규약을 준수할 의무도 있다. 따라서 이러한 조건을 충족시킬 수 있는 조치로서 평시에는 '0'의 세율을 책정하여 자본자유화를 수용하되, 비상시에는 높은 세율을 부과하여 외환시장의 불안정을 해소하는 영세율 2단계 토빈세의 도입을 제시한다.

파생금융상품시장의 경우에는 보다 명확하게 결론을 내릴 수 있다.

우리나라의 파생금융상품시장은 1996년에 처음 개설된 이래, 소득세나 거래세 어느 것도 부과되지 않는 가운데, 빠른 시일 안에 세계에서 가장 거래량이 많은 시장으로 성장하였다. 특히 KOSPI 200 옵션시장의 경우에는 타의 추종을 불허하는 세계 1위의 시장으로 성장하였다. 그러나 이러한 거래량의 증가는 대부분 투기거래에 기인하는 것이 사실이다. 여러 가지 지표를 통하여 살펴본 우리나라 파생금융상품시장의 투기거래는 세계적인 기준으로 보더라도 매우 심각함을 알 수 있다. 따라서 중장기적으로 양도소득과세제도를 현물시장과 동시에 도입하는 것을 궁극적인 목표로 하되, 현재의 파생금융상품시장에 대해서는 거래세를 도입하여 시장의 과도한 투기거래를 다소 진정시키고, 동시에 세수효과도 거두는 것이 바람직하다.

II. 정책시사점

결론적으로 현재 우리나라 금융시장에서의 거래세 도입을 고려한다면 외환시장과 파생금융상품시장에서의 거래세 도입이 우선적으로 고려될 수 있다고 본다.

외환시장에서는 외국자본의 급격한 유출입에 따른 환율 변동성이 심한 만큼 이를 완화할 정책적인 수단이 필요하다. 현재 우리나라가 환율 변동성을 완화하기 위하여 가지고 있는 정책수단으로는 소위 말하는 3중 세트가 있다. 이 가운데 선물환 포지션 규제와 거시건전성 부담금 제도는 주로 금융기관의 외화차입을 억제하기 위한 수단인 만큼, 외화차입보다 훨씬 규모가 큰 외국인 채권 및 주식투자의 급격한 변화에 의한 변동성을 완화시킬 추가적인 수단이 필요하다. 이를 위한 정책수단으로 영세율 2단계 토빈세의 도입을 고려할 수 있다. 첫째, 우리나라 원화는 국제통화가 아니기 때문에 우리나라에서 토빈세를 도입한다고 해서 원/달러시장이 다른 나라로 이동할 가능성은 없다고 보된다. 브라질의 사례가 그것을 증명해 준다. 둘째, EU에서 현물환에 대한 토빈세가 자본자유화에 대한 역행이라는 우려를 불식시키기 위

하여 평시에는 '0'의 세율을 적용하고, 위기 시에만 고율의 세금을 부과하는 영세율 2단계 토빈세의 도입을 제안한다. 다행히 2012년 12월에 IMF에서도 기관 입장(institutional view)을 대변하는 보고서를 통하여 자본통제에 대한 긍정적인 입장을 발표하였다. 이것은 이미 1997년의 외환위기 당시 우리나라를 비롯한 아시아 국가들에 대한 IMF의 처방이 잘못되었다는 판단에서 출발하여 2008년 선진국 중심의 금융위기 발생과 이어지는 경기침체, 유럽의 재정위기를 겪으면서 그러한 판단이 맞다는 것을 확인하는 것이다. 수십년간 국제금융을 지배해 왔던 '주류' 시각의 전환을 의미하는 보고서라고 평가할 수 있다.

최근 경제위기를 극복하기 위하여 선진국들이 경쟁적으로 양적 완화조치를 취하여 상대적으로 안정적인 신흥국들로 투자자금들이 몰려오고 있는 상황에서, 선진국들과는 입장이 다른 우리나라가 뒷짐을 지고 있을 처지는 아니라고 본다. 따라서 우리의 입장, 나아가서 신흥국의 입장을 대변하고 우리의 상황에 맞는 능동적인 조치를 취할 필요가 있다.

정부의 외환시장 개입에 들어가는 재정비용을 고려해보더라도 토빈세가 가지는 추가적인 정책수단 제공의 효용은 매우 높다고 평가할 수 있다. 중앙은행이 환율의 급격한 변동을 막기 위해 외환시장에 개입하는 경우에는 추세에 맞서야 하기 때문에 불리한 가격조건에서 개입이 되기 마련이다. 따라서 시장 개입으로 인한 직접적인 외환소요비용을 생각하면 토빈세를 통한 안정화는 추가적인 정책수단을 제공함으로써 비용을 투기자본에 전가하고 어렵게 축적한 외환을 절약할 수 있는 장점이 있다.

파생금융상품시장에서의 거래세 부과도 필수적인 조치이다. 우리나라 파생금융상품시장에서의 투기적인 거래가 다른 나라와는 비교할 수 없을 정도로 만연하고 있는 상황에서, 거래량 감소를 이유로 반대하는 것은 불합리하다. 거래세가 부과되면 거래비용은 당연히 상승할 것이며 거래가 어느 정도 줄어들 것으로 예상된다. 그러나 투기적인 거래를 어느 정도 잠재우는 것 자체가 정책의 목표이다. 탄력성의 정

도에 따라 거래세 부과에 따른 거래량의 감소가 달리 나타나겠지만, 수수료를 이용하여 본 연구에서 추정한 바에 따르면 거래량의 감소는 크지 않을 것으로 예상된다. 본 연구에서는 연구마다 다르게 나타날 수도 있는 탄력성 추정치의 신뢰도를 보완하기 위하여 영국, 미국, 대만, 싱가포르 등 다른 나라의 경험도 살펴본 결과, 이러한 예상을 뒷받침한다.

따라서 파생금융상품에 대한 거래세 부과를 통하여 우리나라의 파생금융상품시장을 안정시킬 필요가 있다. 만에 하나 거래세의 부과에도 불구하고 거래량이 줄어들지 않는다면, 거래세의 부과는 세수증대에 아주 효과적인 수단이 될 수 있는 이중배당효과가 있다는 점도 지적하고 싶다.

세계 금융은 영국과 미국이 주도권을 가지고 있으며, 국제금융의 틀은 선진국의 입장에서 자연스럽게 형성된 것이다. 그러나 1997년 외환위기 이후 최근에 이르는 일련의 국제경제 상황 변화는 또 자연스럽게 이러한 주류 시각의 점진적인 변화를 유도하였다. 소규모 개방경제인 우리나라의 입장에서 그동안 줄기차게 추진해온 세계화는 불가피한 측면이 있었다고 본다. 그러나 이제 잠시 숨을 돌리고 변화하는 국제경제환경하에서 우리나라에 맞는 최적의 조세정책에 대한 고찰이 필요한 시점이다.

이미 금융은 과거의 실물경제를 뒷받침하던 역할에 머물러 있지 않다. 실물경제보다 훨씬 규모가 커진 금융경제는 수익 극대화를 목표로 하는 만큼, 위험관리와 감독이 제대로 되지 않을 경우에는 앞으로도 시스템 위기가 발생할 가능성이 상존한다. 금융이 경제 전체에 미치는 연쇄적인 파급효과를 고려할 때, '대마불사'를 극복할 시스템이 구축되지 않는 한, 궁극적으로 재정이 이를 메워줘야 하는 구조에도 변함없다. 금융거래에 대한 거래세의 부과는 다소나마 금융시장의 변동성을 완화시킬 수 있는 추가적인 정책수단을 제공하게 될 것이다.

목 차

I. 서론	17
II. 금융거래세의 장단점과 선행 연구	20
1. 금융거래세 부과와 장단점	20
2. 금융거래세에 대한 선행 연구	22
가. 거래량에 미치는 영향	23
나. 변동성에 미치는 영향	29
다. 가격에 미치는 영향	33
3. 소결	34
III. 금융거래세 관련 최근 국제논의 동향	39
1. 금융위기와 금융거래세	39
가. 금융거래세 논의의 재점화	39
나. IMF 보고서	42
2. EU의 금융거래세 부과 논의	44
가. 제안의 구체적 내용	46
나. 각국의 입장	49
IV. 세계 주요국의 금융거래세 부과 현황	52
1. 주요국의 금융거래세 제도 현황	52
가. 아시아 국가	54
나. 유럽 국가	58
다. 남미 국가	60
2. 브라질의 금융거래세	64

V. 금융거래세 도입의 타당성 및 방안	68
1. 채권시장	70
가. 채권시장 현황	70
나. 현행 과세제도	84
다. 거래세 도입 타당성	87
라. 도입방안	92
2. 외환시장	96
가. 외환시장 현황	96
나. 환율 변동성과 자본유출입	106
다. 현행 규제 제도	112
라. 거래세 도입 타당성	119
마. 영세율 2단계 토빈세의 도입	122
3. 파생금융상품시장	128
가. 파생금융상품시장 현황	128
나. 우리나라 파생금융상품시장의 투기적 성향	137
다. 실증분석	141
라. 거래세 도입 타당성	154
마. 도입방안	159
 VI. 결 론	 161
 참고문헌	 166
 부 록	 176

표목차

〈표 II-1〉 자산 거래량의 거래비용 탄력성 추정치(현물시장)	25
〈표 II-2〉 자산 거래량의 거래비용 탄력성 추정치(선물시장)	28
〈표 II-3〉 거래비용과 변동성의 상관관계	30
〈표 II-4〉 영국의 주식관련 인지세 세수 추이	35
〈표 III-1〉 IMF와 EU의 “금융부문 책임성” 강화 정책 비교	45
〈표 III-2〉 EU의 금융거래세 부과 정책에 대한 국가별 입장	50
〈표 IV-1〉 주요국의 유가증권 및 파생금융상품 거래세 부과 현황	53
〈표 IV-2〉 대만 장외시장에서의 소득세 부과	55
〈표 IV-3〉 홍콩의 인지세 세율	55
〈표 IV-4〉 일본의 증권거래세율 변화 추이	56
〈표 IV-5〉 인도의 증권거래세율 변화 추이	57
〈표 IV-6〉 국가별 금융거래세 부과 현황	62
〈표 IV-7〉 2009~2012년 브라질 금융거래세(IOF)의 변화	65
〈표 V-1〉 채권 발행 현황 추이	72
〈표 V-2〉 채권 종류별 신규발행(상장) 현황	73
〈표 V-3〉 국채전문유통시장의 거래대상채권	75
〈표 V-4〉 국고채 발행규모 및 국채전문유통시장 거래량 추이	75
〈표 V-5〉 거래대상채권	76
〈표 V-6〉 일반채권시장의 주요 매매제도	77
〈표 V-7〉 소매채권시장의 주요 매매제도	79
〈표 V-8〉 거래소 및 장외 채권시장 비교	80
〈표 V-9〉 채권 거래량 추이	81

〈표 V-10〉 채권종류별 거래 동향	82
〈표 V-11〉 거래소 채권시장별 거래현황	83
〈표 V-12〉 채권소득에 대한 과세제도	85
〈표 V-13〉 채권이자소득의 보유기간별 원천징수제도의 변화 과정 ...	86
〈표 V-14〉 개인, 기관투자자 및 외국인에 대한 채권과세제도	87
〈표 V-15〉 외국인 채권 보유잔액의 종류별 보유비중	89
〈표 V-16〉 국채와 통안채 발행잔액 대비 외국인 보유비중	89
〈표 V-17〉 우리나라의 거래 형태별 외환거래 비중	98
〈표 V-18〉 주요국 외환거래규모 비교	100
〈표 V-19〉 현물환 거래량	102
〈표 V-20〉 선물환 거래량	103
〈표 V-21〉 차액결제선물환(NDF) 거래량	104
〈표 V-22〉 외환스왑 거래량	105
〈표 V-23〉 통화스왑 거래량	106
〈표 V-24〉 원/달러 환율 변화 추이	107
〈표 V-25〉 원/달러 환율의 변동성	108
〈표 V-26〉 외국인 자본 유입	109
〈표 V-27〉 외국인 투자 잔액	110
〈표 V-28〉 주요국 및 신흥시장국 대비 우리나라의 자본수지 변동성	111
〈표 V-29〉 최근의 자본 유출입 변동성 완화 관련 규제	113
〈표 V-30〉 한국거래소 상장 파생상품	129
〈표 V-31〉 파생상품별 일평균 거래 규모	130
〈표 V-32〉 주요 파생상품별 투자자 비중	131
〈표 V-33〉 KOSPI 200 선물 및 옵션 일평균 거래량 및 비중 추이 ...	133
〈표 V-34〉 국내외 파생상품시장 구성 비율	134
〈표 V-35〉 주가지수 파생상품시장 규모 국제 비교	135
〈표 V-36〉 국가별 파생상품 거래동향(2011년)	136
〈표 V-37〉 경제 규모 대비 파생상품시장 규모 비교	138
〈표 V-38〉 미결제약정건수 대비 거래량 국제 비교	140

〈표 V-39〉 옵션의 머니니스별 거래량 및 거래건수 비중	141
〈표 V-40〉 KOSPI 200 선물·옵션 거래수수료 변천과정 (2005년~현재)	143
〈표 V-41〉 단위근 검정 테스트	146
〈표 V-42〉 선물·옵션 데이터 기초 통계량	146
〈표 V-43〉 단위근 검정 테스트(Phillips-Perron Unit Root Tests) ...	149
〈표 V-44〉 선물거래량과 가격 변동성	151
〈표 V-45〉 옵션거래량과 프리미엄 변동성	153
〈표 V-46〉 대만주가지수선물상품의 연도별 일평균 거래량 비교	157

그림목차

[그림 III-1] 금융거래에 따른 과세대상 기준	47
[그림 IV-1] 외국인의 국채투자 추이	67
[그림 V-1] 외국인의 국내발행 주식 및 채권투자 추이	90
[그림 V-2] 채권매도를 통한 외화자금 회수 과정	95
[그림 V-3] 외환시장의 구조	97
[그림 V-4] 외국인 분기별 자본유입	113
[그림 V-5] 예금취급 금융기관 장기차입	115
[그림 V-6] 예금취급 금융기관 단기차입	115
[그림 V-7] 예금취급 금융기관 총차입	116
[그림 V-8] 외국인 주식투자	116
[그림 V-9] 외국인 채권투자	117
[그림 V-10] KOSPI와 KOSPI 200 선물·옵션의 일평균 거래량 추이	131
[그림 V-11] 현물 변동성과 KOSPI 200 선물·옵션의 일평균 거래량 추이	132
[그림 V-12] KOSPI 200 선물 거래량	144
[그림 V-13] KOSPI 200 선물가격 일중 변동성	144
[그림 V-14] KOSPI 200 옵션 거래량	145
[그림 V-15] KOSPI 200 지수옵션 프리미엄 일중 변동성	145

I. 서론

금융거래세와 관련된 논의는 비단 어제 오늘의 일이 아니다. 근대 경제학에 국한해서 보더라도 이미 1936년에 John M. Keynes가 지나친 투기를 억제하기 위하여 증권거래세를 부과하는 것이 바람직하다는 정책적 제안을 하였다. 이후 James Tobin은 외환시장에서의 거래세 부과를 주장하여 소위 토빈세라는 신조어를 만들어낸 것은 주지의 사실이다. 그 이후에도 Joseph Stiglitz, Lawrence Summers, Jeffrey Sachs, Paul Krugman 등을 비롯한 수많은 경제학자들이 거래세 도입의 필요성을 역설하였다.

이러한 이론적인 주장들이 이미 많은 나라에서 정책적으로 채택되어 시행되고 있는 것도 주지의 사실이다. 세계 금융의 중심지라 일컬어지는 영국의 인지세를 비롯하여 우리나라의 증권거래세 등 세계 각국에서 거래세를 부과하고 있다. EU의 보고서¹⁾에 따르면 벨기에, 사이프러스, 프랑스, 핀란드, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 루마니아, 폴란드, 영국은 이미 다양한 종류의 금융거래세를 부과하고 있다. 영국과 함께 세계 금융의 양대 축을 구성하고 있다고 할 수 있는 미국의 경우에도 연방정부의 증권감독기관인 증권거래위원회(SEC)는 자체예산을 충당하기 위하여 주식거래당 일정률의 수수료를 징수하고 있다. 이것은 예산의 형식적인 절차만 다를 뿐, 정부기관의 예산으로 사용된다는 점에서 실질적으로 거래세와 하나도 다를 것이 없다.

금융거래세 도입의 필요성에 대한 이론과 현실적으로 많은 나라에서 실제로 금융거래에 대하여 세금을 부과하고 있음에도 불구하고, 새롭게 금융거래세를 부과하는 것에 대해서는 금융권을 중심으로 많은 반대가 있는 것도 사실이다. 그러나 2008년의 금융위기는 새로운 또는 추가적인 금

1) Common Rules for a Financial Transaction Tax-Frequently Asked Questions, MEMO/11/640, Sep. 2011.

용거래세에 대한 국제적인 논의에 탄력을 주었다. 2008년 금융위기를 맞아 대형 금융기관들의 파산을 막기 위하여 세계 여러 나라에서 대대적으로 공적자금이 투입되었다. 각국 정부는 이러한 공적자금의 회수와 금융위기의 원인을 제공한 금융기관에 대한 책임성 강화 등의 이유로 금융감독의 강화와 조세 부과 등을 더 심층적으로 연구하기 시작하였고, 그 결과 금융거래세 도입에 대한 여러 논의가 활발하게 이루어져 왔다. 그러한 가운데, 최근 유럽의 재정위기는 이러한 논의를 더욱 가속화시키는 촉매제 역할을 하였다.

그 결과 EU에서는 전 회원국을 대상으로 2014년부터 다양한 종류의 금융거래에 대하여 거래세를 부과할 것을 제안하였다²⁾. EU 차원에서 회원국이 모두 거래세를 부과하여야만 세금으로 인한 거래의 이동을 최소화할 수 있기 때문에 모든 회원국이 동시에 금융거래세를 부과하는 것을 목표로 논의가 시작되었다. 그러나 금융업을 주 산업으로 하는 나라들을 중심으로 자국에서의 거래세 확대에 대하여 반대의 입장을 취하는 등 합의 과정이 순탄하지 않게 진행되고 있다. 그러다가 2012년 10월에 일단 금융거래세 도입에 찬성하는 유럽의 11개 국가들이 먼저 금융거래세를 도입하기로 하고, 구체적인 논의에 들어갔다.

이러한 국제적인 움직임 속에서 우리나라에서도 파생금융상품에 대한 거래세 부과 논의가 활발하게 진행되고 있다. 신흥시장의 육성을 위하여 16년 전 선물시장이 처음 개설될 당시 비과세 정책을 시행하였다. 그러나 이제 우리나라 파생금융상품시장이 세계 최고 수준의 거래량을 보이고 있는 가운데 여전히 아무런 세금이 부과되지 않고 있다. 이러한 조세정책이 과연 타당한 정책인가에 대하여 심각하게 재고하여야 할 것이다.

또한 최근 유럽의 재정위기와 세계적인 경기침체 속에서 미국이 3차에 걸친 양적 완화정책을 시행하고 일본과 유럽 중앙은행들의 저금리정책으

2) 조세·관세·사기방지 및 조사를 담당하고 있는 EU Commissioner Algirdas Semeta가 2011년 9월 28일 기자회견을 통하여 발표한 *Towards a financial transaction tax in Europe and the World*에 금융거래세 부과 목적, 방법, 대상, 세율 등 전체적인 윤곽이 잘 나타나 있다. 이후 2014~2020년 EU 예산 안에서 도입시기를 늦어도 2018년까지 도입하는 것으로 변경하였다.

로 인플레이에 대한 우려가 점증하는 가운데, 상대적으로 경제가 안정적인 개도국과 우리나라로 국제투자자본들이 유입되고 있다. 이미 1997년의 외환위기에서 몸소 경험한 것처럼, 외화자본의 급격한 유출입은 국내시장에 심각한 영향을 미치게 된다. 따라서 현재 유입되고 있는 외화자본들이 불안정한 세계경제 환경 속에서 대규모로 유출되는 사태가 벌어진다면 우리나라 경제에 미치는 부정적인 영향은 매우 클 것으로 예상된다. 선물환포지션 규제, 외환건전성부담금의 부과 등 단기적인 외화자본의 유출입을 완화하기 위한 규정들을 이미 마련하였으나, 이러한 사태를 완화시키기 위한 또 다른 정책대안이 금융거래세이다. 현재 급격히 증가하고 있는 우리나라 국채에 대한 외국인 투자자본의 움직임에 대비하기 위하여 채권시장 또는 외환시장에서의 거래세 부과에 대한 검토가 필요한 시점이다.

본 연구에서는 이와 같은 국내외적 경제환경 속에서, 국제적으로 금융거래세에 대한 논의가 그 어느 때보다도 구체적으로 진행되고 있고, 국내적으로도 파생금융상품에 대한 거래세 논의가 실체에 접근하고 있는 현 상황에서 국내의 대표적인 금융시장인 채권시장, 외환시장, 파생상품시장에서의 금융거래에 대하여 세금을 부과하는 정책의 타당성을 살펴보고, 그 도입방안에 대하여 살펴보고자 한다.

II. 금융거래세의 장단점과 선행 연구

1. 금융거래세 부과의 장단점

금융거래세 부과의 장단점에 대해서는 이미 잘 알려져 있다. 여기서는 논의의 전개를 위해 이러한 장단점을 간단하게 재검토해보기로 하자. 우선 장점으로 다음 네 가지를 들 수 있다.

첫째, 가장 낮은 비용으로 세수를 발생시킨다는 점이다. 세계적으로 여러 나라가 열악한 재정상황을 맞고 있는 가운데, 거래세는 다른 세목에 비하여 징세비용 측면에서 매우 효율적이다. 영국의 경우 거래세의 징세비용은 타 세목 평균 징세비용의 8% 수준에 지나지 않는다는 연구 결과가 있다³⁾. 이와 같이 비용 효율적인 과세를 통하여 재정적자 완화 및 복지 지출을 위한 새로운 세원으로 활용 가능하며, 경제성장 및 고용 촉진을 위한 재정지출의 재원으로도 사용할 수 있다.

둘째, 거래세의 부과를 통하여 지나친 투기를 억제하여 시장의 안정을 도모할 수 있다. 시장에서 투기거래가 전혀 없다면 수급의 불균형을 해소하기 어려우며 유동성의 부족을 초래하여 시장의 효율성을 저하시킬 수 있다. 따라서 어느 정도의 투기적 거래는 시장에 유동성을 공급하여 시장 효율성을 증가시킨다. 그러나 시장 변동성을 불필요하게 증가시켜 시장 안정성을 해치는 과도한 투기는 억제되는 것이 바람직하다. 특히 지나친 단기 투기거래는 금융자산 가격의 변동성과 더 나아가 장기 변동성을 심화시켜 금융시장의 불안정성을 초래한다. 자산가격의 추세를 이용하는 기술적 분석에 의존한 자동화된 거래시스템의 증가나 고빈도 매매가 단기 추세를 더욱 강화하면서 변동성이 확대되었으며, 이런 단기적인 추세가

3) Hawkins and McCrae(2002) 참조.

중장기적인 추세의 강화로 연결되어 금융시장에서 자산가격의 거품을 확대하면서 시장의 불안정성을 심화시켜 왔다. 즉, 지나친 유동성이 부정적인 외부효과를 초래하고 있기 때문에 거래세의 도입은 시장의 왜곡을 줄일 수 있다.

셋째, 거래세는 자본의 효율적 배분에 기여하고, 자본비용을 낮출 수 있다. Keynes(1936)는 단기적인 투기거래는 경제적 부가가치를 창출하지 못하고 부의 이전만을 발생시키는 제로섬 게임으로 자원의 낭비가 발생하는 문제점을 지적하였다. 한 거래자의 수익은 다른 거래자의 손실과 상쇄되는 상황에서 거래에 수반되는 자원 이용은 마이너스 부가가치를 창출하기 때문에 사회적 손실로 볼 수 있다. 따라서 자원을 비효율적으로 낭비하는 투기적 단기거래를 억제하는 것은 사회적 후생을 증가시키는 역할을 할 수 있다. 또한 금융업에 지나치게 집중화된 자본과 자원을 더 생산적인 투자활동으로 전환하여 실물경제의 성장과 고용을 촉진할 수 있다.

넷째, 내·외국인에 대하여 차별 없이 동등하게 과세할 수 있다. 소득세의 경우, 조세조약 등에 의하여 외국인의 경우 거주지국에서 과세되는 경우가 많은 데 비하여 거래세의 경우에는 내국인과 동등하게 징수가 가능하다.

한편 단점으로는 다음과 같은 점들을 들 수 있다. 첫째, 거래비용의 증가가 유동성의 감소를 가져와 시장 효율성을 낮출 우려가 있다. 거래세의 부과로 인하여 거래가 급격하게 큰 폭으로 감소한다면 시장 효율성을 저해할 수 있다. 거래비용의 증가는 고정화 효과(lock-in effect)로 인하여 차익거래나 시장안정화 성향이 있는 투기를 억제하게 되어 최적 포트폴리오의 구성을 방해할 수도 있다. 관건은 거래세의 부과로 인한 거래량의 감소폭이 얼마나 될 것인가이다.

둘째, 거래세의 부과로 거래가 해외 유출될 가능성도 있다. 시장 개방과 금융시장의 통합이 이루어짐에 따라 거래세로 인하여 거래비용이 높아진다면, 거래세를 부과하지 않는 해외 시장으로 거래가 유출될 수 있다. 그러나 이러한 이론적 가능성은 대상 거래에 대한 배타적 권리의 보유 여부, 보다 친숙한 국내 투자환경에 대한 선호(home bias) 등의 이유로 실제로

는 실현되지 않을 가능성도 매우 높다.

2. 금융거래세에 대한 선행 연구

금융거래세의 장단점에 대해서는 이미 살펴본 바와 같다. 본절에서는 금융거래세에 대한 이론적·실증적 선행 연구에 대하여 검토해본다. 일단 이론적인 측면에서 거래세의 부과가 투기거래의 억제를 위하여 효과적인 정책수단이라고 주장하는 일련의 연구들을 보면 다음과 같다.

현대 경제학에서 투기적 거래를 억제하기 위한 거래세의 부과를 처음 주장한 것은 John M. Keynes이다. Keynes(1936)는 그의 ‘일반이론(General Theory)’에서 주식시장에서 투기적 거래의 폐해를 지적하면서, 투기는 사회적으로 비생산적인 행위이며 경제의 효율적 기능을 저해하기 때문에 거래세를 통하여 이를 억제해야 한다고 주장하였다.

그리고 잘 알려진 바와 같이, James Tobin(1974, 1978)은 단기적 투기자금의 국제적 이동을 제어하고, 환율변동을 완화하기 위하여 국제적 합의하에 자본 유출입으로 인한 통화의 교환이 수반되는 국내증권 및 외환시장의 모든 현물환거래에 저율의 단일세율을 적용할 것을 제안한 바 있다. 다만 실물자본의 원활한 이동을 위해 가능하다면 정상적인 무역거래나 실질자본투자는 과세대상에서 제외할 것을 제안하였다.

Stiglitz(1989)는 거래세가 단기적인 투기거래를 막기 위한 효과적인 정책수단이며, 가격 변동성을 감소시켜 시장 효율성을 증가시킨다고 설명하였다. 그리고 Summers and Summers(1989)도 거래세는 단기투기 억제를 통하여 시장의 안정성을 제고하고, 금융부문으로의 자원투입을 적절히 통제하며, 기업 경영자의 시각을 장기화하는 데 기여할 수 있음을 보였다.

Frankel(1996)은 외환시장에 토빈세를 부과할 경우, 환율 변동성을 줄이는 데 상당한 효과가 있을 것임을 주장하였다. 자본의 직접규제에 비하여 거래세는 실질적으로 장기거래보다 단기거래에 훨씬 무겁게 부과되는 효과가 있음을 설명하였고, 설문조사와 간단한 모형을 통하여 단기투기거래가 실제 시장 불안정에 기여할 수 있음을 보였다. 다만 국제공조를 통한

토빈세의 실현 가능성에 대해서는 확신을 못하는 상태였지만, 이 문제에 대하여 더 심도 있게 연구할 가치가 있음을 지적하였다.

Pollin et al.(2003)은 증권시장에서의 거래비용을 추정하여 미국 시장에서 증권거래세를 부과할 경우, 단기투기거래를 감소시킴으로써 금융·재정정책의 효과를 제고시킬 수 있음을 보였다. 투기억제 효과뿐만 아니라 세수효과도 상당히 클 수 있음을 함께 주장하였다.

Stephan et al.(2008)은 2006년 기준으로 전 세계 금융거래의 수준이 실물거래 수준의 70배에 이르며, 이자율 증권의 거래량은 실제 투자의 수백 배가 넘는다고 지적하면서 이러한 실물거래와 금융거래 간의 격차는 1990년대 말부터 가속적으로 증가하여 왔음을 보였다. 또한 파생상품시장의 성장은 현물시장보다 훨씬 빨리 이루어지고 있어서, 2006년에 유럽에서 현물거래는 명목GDP의 12배 수준인 데 비하여 파생상품거래는 명목GDP의 84배에 이르고 있음을 지적하면서 금융거래세의 도입을 주장하였다.

이하에서는 선행연구들을 거래세의 부과가 거래량 및 가격 변동성에 미치는 영향으로 나누어 각각 살펴보기로 한다.

가. 거래량에 미치는 영향

금융거래세 도입을 반대하는 측은 금융거래세가 거래비용을 증가시켜 거래량을 감소시키고, 결과적으로 시장의 유동성을 축소하여 자산가격이 하락하게 되고 시장의 가격 발견 및 효율성을 저해한다는 문제점을 지적한다. 이의 대표적인 연구로서 Amihud and Mendelson(1992), Kupiec(1995), Froot and Perlod(1995) 등을 들 수 있다. 거래비용의 증가에 따른 거래량 감소는 금융시장에서의 장기투자자와 단기거래자의 비중과 같은 미시적 구조 및 거래비용의 증가 정도, 시장의 유동성 수준에 따라 결정된다. 거래세는 장기투자의 거래비용에 비해 상대적으로 단기투기거래의 비용을 높임으로써 단기적 투기거래를 억제하는 데 효과적이라고 볼 수 있다. 따라서 단기적 투기거래자의 비중이 높은 시장일수록 거래세로 인한 거래량이 크게 감소할 수 있다. 그러나 총거래비용에 비하여 상대적

으로 낮은 거래세율이 적용될 경우에 거래량 감소에 미치는 영향은 미미할 수도 있다.

금융거래세 부과로 인한 거래 감소는 거래비용 증가로 인한 거래량 감소뿐만 아니라 역외로의 거래이전으로 인한 국내 거래 감소 가능성을 포함한다. 국내 금융거래에 대한 거래세를 부과할 경우, 해외투자자나 국내 기관투자자들이 거래비용을 줄이기 위해 세금이 부과되지 않는 역외시장으로 거래를 이전할 수 있으나 역외시장으로 거래이전 정도는 국내시장과 역외시장의 상대적인 거래비용의 수준, 대체상품의 유무, 유동성 수준 등 여러 가지 요인에 따라 결정된다. 또한 금융거래세가 일부 금융거래에만 부과될 경우에는 국내의 대체상품으로 거래가 이전될 가능성도 있다.

거래세 도입에 대하여 찬반의견이 나오고 있으나, 거래세를 부과하면 거래비용이 증가하기 때문에 거래량이 감소할 것으로 예상한다는 점에서는 양측의 차이가 없다. 문제는 거래세로 인하여 거래량이 얼마나 감소할 것인가 하는 점과 동태적으로 거래량의 감소가 단기적인 현상을 머물 것인지 아니면 장기적 거래침체를 가져올 것인가 하는 점이다.

현물시장에서 거래비용에 대한 거래량의 탄력성을 연구한 선행연구들을 살펴보면, 거래비용과 거래량은 대체로 음(-)의 상관관계를 나타내며, 탄력성은 0에서 -1.65로 넓은 범위에 분포되어 있다(〈표 II-1〉 참조).

〈표 II-1〉 자산 거래량의 거래비용 탄력성 추정치(현물시장)

저 자	국가	자산시장	탄력성 추정치	거래 비용
Auten and Matheson(2010)	미국	주식	단기: -0.04 장기: -0.3	STT
Baltagi et al.(2006)	중국	주식	-0.5	TTC
Epps(1976)	미국	주식	-0.26	TTC
Ericsson and Lindgren(1992)	23개국	주식	-1.2~-1.5	TTC
Hu(1998)	홍콩	주식	0	STT
	일본	주식	0	STT
	대만	주식	0	STT
	한국	주식	0	STT
Jackson and O'Donnell(1985)	영국	주식	단기: -0.5 장기: -1.65	TTC
Lindgren and Westlund(1990)	스웨덴	주식	-0.9~-1.4	TTC
Schwert and Seguin(1993)	미국	주식	-0.25~-1.35	TTC
Zhang(2001)	중국	주식 (상하이)	-0.58	TTC
		주식 (셴젠)	-0.49	TTC
Schmidt(2007)	국제시장	유로, 달러, 파운드, 엔화	-0.4	BAS

주: STT는 증권거래세, TTC는 총거래비용, BAS는 매수매도호가 스프레드
 자료: Matheson(2011), McCulloch and Pacillo(2011)을 재인용

Epps(1976)는 미국 주식시장의 거래비용에 대한 회전율의 탄력성을 -0.26으로 추정하였고, Jackson and O'Donnell(1985)은 영국의 주식 거래비용에 대한 회전율의 탄력성을 단기 -0.5, 장기 -1.65로 추정하였다. Lindgren and Westlund(1990)는 스웨덴의 경우 전반적인 거래량의 거래비용 탄력성이 -0.85~-1.35임을 보고한 바 있다. Umlauf(1993)는 스웨덴이 1986년에 거래세를 1%에서 2%로 인상한 후, 가장 활발하게 거래되던 11개 종목의 스웨덴 주식거래량의 60%가 런던으로 빠져나갔다고 보고하

였다. 그 정도의 거래량은 스웨덴에서 거래되는 모든 주식거래의 약 30% 이상을 차지하는 양이다. Campbell and Froot(1993)에 따르면 1988년에 스웨덴에서 가장 활발하게 거래되던 Ericsson 주식의 27%만이 스톡홀름에서 거래되었다. Kiefer(1990)는 미국이 0.5%의 증권거래세를 도입할 경우, 거래량이 8% 감소할 것으로 추정하였다.

Hu(1998)는 1975~1994년 사이 기간 동안 14회에 걸친 거래세율 변화가 홍콩, 일본, 대만, 한국의 거래량에 유의미한 영향을 미치지 않았다는 결과를 얻었는데, 이것은 상대적으로 강한 규제와 폐쇄된 자본시장으로 대체 플랫폼이 존재하지 않았었기 때문이라고 해석하였다.

Baltagi et al.(2006)은 중국 증권거래세가 0.3%에서 0.5%로 0.2%p 인상된 결과, 거래량이 33% 정도 감소된 것으로 추정하였고 이는 탄력성이 -0.5라는 것을 의미한다.

다른 선행연구 결과와 달리, 유동성이 풍부한 시장에서 낮은 세율을 적용할 경우 거래비용에 대한 거래량의 탄력성은 비탄력적이라는 최근의 연구도 있다. Auten and Matheson(2010)은 2002년부터 2010년까지의 데이터를 이용하여 미국 SEC의 거래수수료의 영향을 분석한 결과, 단기 탄력성은 -0.04이고, 장기 탄력성은 -0.3으로 비탄력적임을 발견하였다⁴⁾. Matheson(2012)는 이 결과를 미국 주식시장의 유동성이 매우 높은 수준이고, SEC의 거래수수료가 0.05~0.046bp로 매우 낮은 수준이기 때문이라고 설명하였다. 또한 Schmidt(2007)는 거래량이 많은 4개 통화의 FX거래량이 거래비용(호가스프레드)에 비탄력적인 것을 밝혔다. 거래세 도입 후 스프레드는 3bp 수준으로 도입 전과 비교해도 낮은 수준이며 표준편차 또한 0.26으로 유동성에 크게 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 즉, 유동성이 매우 풍부한 시장에 낮은 세율로 거래세를 부과할 때 거래량은 크게 감소하지 않는다는 것을 의미한다.

선물시장의 경우에도 거래비용과 거래량은 음(-)의 상관관계를 보였다(<표 II-2>). Bjursell et al.(2012)은 2005년부터 2010년 사이의 미국의 11

4) Matheson(2012)에서 재인용.

개 선물시장의 거래량, 호가스프레드, 가격변동성의 상관관계를 분석한 결과 선물거래세 부과 시 거래가 크게 위축될 것으로 추정하였다. Aliber et al.(2003)은 1977년부터 1999년 사이에 0.05%의 거래비용이 시카고 선물시장에서 거래되는 통화선물 거래량과 변동성에 미치는 영향을 분석한 결과, 거래비용이 0.02%p 증가할 경우 거래량이 감소하고 변동성이 0.5%p 증가하는 것을 발견하였다.

Wang et al.(1997)은 1990년부터 1994년 사이의 S&P500, T-Bond, Deutsch Mark와 같은 금융상품과 밀, 콩 등 농산물 선물의 데이터를 이용하여 거래비용에 대한 탄력성을 추정하였다. <표 II-2>에서 볼 수 있듯이 금융상품은 거래비용에 대한 탄력성이 -1.2~-2.7로 탄력적인 반면 CBOT에서 거래된 밀과 콩 선물의 거래비용에 대한 거래량 탄력성은 각각 -0.1과 -0.2로 낮게 추정되었다. 이것은 밀, 콩 등 농산물이 다른 금융상품과 달리 대체상품이 없었기 때문에 탄력성이 낮게 추정된 것으로 해석할 수 있다.

Wang et al.(1997)과 Wang and Yau(2000)는 같은 기간의 S&P 500 지수, 독일 마르크화, 금 선물의 데이터를 다른 방법론을 이용하여 분석한 결과, 더 정교한 실증분석 모델을 사용한 Wang and Yau(2000)가 추정된 탄력성이 더 낮은 것으로 나타났다.

거래비용에 대한 거래량의 탄력성은 거래비용에 대한 반응기간, 대체 금융상품의 유무, 대체 거래플랫폼의 유무, 유동성 수준, 시장의 미시적 구조 등 여러 요인에 의해 결정된다. 따라서 과거의 실증분석 결과는 현재 금융시장의 유동성 수준, 시장의 미시적 구조가 다른 시점에서 추정된 결과이므로 현재의 시장에 적용하는 것은 한계가 있다.

따라서 시장의 유동성 수준과 시장의 미시적인 구조가 현재와 가장 유사한 최근 미국 주식시장의 데이터를 사용한 Auten and Matheson(2010)의 실증분석 결과는 보다 현실적인 의미를 지닌다고 볼 수 있다. 그들이 추정된 거래비용에 대한 단기 탄력성은 -0.04로 다른 선행연구 결과에 비해 매우 낮은 수준이다. 다시 말하면, 거래세를 도입하여도 현 시장의 유동성 수준이 높기 때문에, 세율이 낮을 경우 거래량의 감소에 큰 영향을 미치지 않는다는 것이다.

〈표 II-2〉 자산 거래량의 거래비용 탄력성 추정치(선물시장)

저자	국가	자산시장	탄력성 추정치	거래비용	
Bjursell et al.(2012)	미국	선물 시장	S&P 500	-0.81	BAS
			E-mini S&P 500	-2.6	BAS
			30년 T-bond	-0.87	BAS
			10년 T-note	-1.36	BAS
			파운드	-0.97	BAS
			달러	-0.98	BAS
			콩	-1.66	BAS
			구리	-1.44	BAS
			금	-2.02	BAS
			원유	-1	BAS
		난방유	-0.8	BAS	
Chou and Wang(2006)	대만	선물시장	-1	STT	
			-0.6~-0.8	BAS	
Wang et al.(1997)	미국	선물 시장	S&P500	-2.0	BAS
			T-bonds	-1.2	BAS
			DeutschMark	-2.7	BAS
			달러	-0.1	BAS
			콩	-0.2	BAS
			구리	-2.3	BAS
			금	-2.6	BAS
Wang and Yau(2000)	미국	선물 시장	S&P500	단기: -0.8 장기: -1.2	BAS
			DeutschMark	단기: -1.3 장기: -2.1	BAS
			은	단기: -0.9 장기: -1.6	BAS
			금	단기: -1.3 장기: -1.9	BAS

주: STT는 증권거래세, BAS는 매수매도호가 스프레드
 자료: Matheson(2012), McCulloch and Pacillo(2011)에서 재인용

나. 변동성에 미치는 영향

금융거래세의 도입을 반대하는 측은 금융거래세가 거래비용을 증가시켜 거래가 감소하고 결과적으로 유동성이 축소되어 시장의 변동성을 확대한다고 주장한다. 그러나 선행연구의 이론적 모델은 금융거래세가 변동성에 미치는 영향은 시장의 미시적인 구조 및 투자자의 전략, 유동성 정도에 따라 다르게 나타난다는 결론을 제시하고 있다. 금융시장에는 자산의 내재가치에 따라 투자를 하는 투자자와 기술적 분석을 따르는 단기투기거래자로 구성되어 있어, 시장의 변동성은 변동성을 증가시키는 투기거래자의 비중과 시장의 변동성을 감소시키는 투자자의 비중에 따라 거래세가 변동성에 미치는 영향이 다르다고 설명한다.

또한 이론적인 모델들은 금융거래세가 투기적 단기거래를 억제함으로써 시장의 변동성을 줄일 수 있다는 결론을 제시한다. Haberer(2004)는 효율적인 시장과 비효율적인 시장에서의 금융거래세 효과를 이론적 모델로 분석한 결과, 비효율적인 시장에서는 유동성과 변동성은 U자 형태의 관계를 가지고 있다고 설명한다. 비효율적인 시장에는 자산 내재가치에 따른 투자자, 기술적 분석에 의존하는 투기적 거래자로 구성되어 있기 때문에 거래량이 낮은 수준에서는 추가적인 유동성이 변동성을 축소하지만 특정 수준 이상의 유동성은 변동성을 심화시킨다는 것이다. 즉, 유동성이 지나친 시장에서는 금융거래세가 투기적 거래를 억제함으로써 시장의 변동성을 축소시킬 수 있음을 의미한다.

Ehrenstein et al.(2005)은 금융거래세와 변동성, 시장왜곡, 세수입과의 관계를 분석한 결과, 세율이 유동성을 크게 축소시킬 정도로 높지 않다면 변동성을 축소할 수 있다는 결론을 제시하였다. Westernoff(2003)와 Westerhoff and Dieci(2006)은 시뮬레이션 모델을 통해 금융거래세의 효과를 분석한 결과, 거래세가 시장 왜곡과 변동성을 축소시킨다고 결론지었다. 자산의 내재가치 분석에 따른 투자자와 기술적 분석에 의존하는 투기적 거래자로 구성된 두 금융시장을 모델링한 후, 한 금융시장에만 금융거래세를 도입하여 그 효과를 시뮬레이션 결과를 통해 제시하였다. 시뮬

레이션 결과는 거래세가 도입되지 않은 금융시장에서는 더 심한 버블과 붕괴가 발생하고 전보다 변동성이 더 심화되었다. 반면, 0.25%의 거래세가 도입된 시장의 경우에는 시장왜곡과 변동성이 축소되는 것을 발견하였다.

〈표 II-3〉 거래비용과 변동성의 상관관계

저자	국가	자산시장	변동성과의 관계	거래비용
Aliber et al.(2003)	미국	선물시장	+	STT
Barclay et al.(1990)	일본	주식시장	+	.
Chou and Wang(2006)	대만	선물시장	0	STT
Ehrenstein et al.(2005)	국제 외환시장		-	FTT
French and Roll(1986)	미국	주식시장	+	거래량 ¹⁾
Green et al.(2000)	영국	주식시장	+	TTC
Hau(2006)	프랑스	주식시장	+	TTC
Hu(1998)	홍콩	주식시장	0	STT
	일본	주식시장	0	STT
	한국	주식시장	0	STT
	대만	주식시장	0	STT
Jones and Seguin(1997)	미국	주식시장	-	TTC
Roll(1989)	23개국	주식시장	0	STT
Saporta and Kan(1997)	영국	주식시장	0	STT
Su and Zheng(2011)	중국	주식시장	+	STT
Westerhoff(2003)	국제 외환시장		-	STT

주: 1) 거래량이 많았던 시기와 적었던 시기의 변동성을 비교

선행 실증분석 결과를 살펴보면, 거래세와 변동성의 관계는 명확하지 않는 것처럼 보인다. French and Roll(1986)은 NYSE와 AMEX가 주 5일 열렸던 시기의 변동성과 주 4일⁵⁾ 열렸던 시기의 변동성을 비교하여 거래

5) 1968년 하반기에 서류작업처리를 위하여 매주 수요일은 폐장했던 시기가 있

량이 많았던 시기의 변동성이 더 높았음을 발견하였다. 즉, 거래량이 많았던 시기의 변동성이 더 높았다는 것은 시장의 모멘텀이나 기술적 분석에 따른 투기적인 거래가 원인이었으며, 거래세가 투기적 거래를 억제함으로써 변동성을 축소할 수 있음을 시사하는 것이다. 비합리적 거래(noise trading)가 시장 변동성을 증가시키기 때문에 거래비용의 상승이 비합리적 거래를 줄이게 되면 시장 변동성도 감소할 것이라는 것을 보이는 대표적인 연구라고 하겠다.

Roll(1989)은 1987년부터 1989년까지 23개국의 주식 수익률 변동에 대하여 연구하였으나, 거래세가 있는 나라의 수익률 변동성이 거래세가 없는 나라의 수익률 변동성보다 크지 않음을 발견하였다. 즉, 거래세와 변동성은 유의미한 관계를 가지고 있지 않다는 것을 보였다. Umlauf(1993)은 1980년부터 1987년까지 스웨덴의 주식 수익률을 살펴보았다. 스웨덴에서 거래세 도입 후 변동성이 감소하지는 않았다는 것을 밝혔다. Lindgren(1994)은 높은 거래세율은 변동성을 확대하지만, 0.5% 이하의 낮은 거래세율은 변동성에 별로 영향을 미치지 않는 것으로 보고하였다.

Saporta and Kan(1997)은 영국의 주식에 대한 인지세가 주식가격의 변동성에 미치는 영향을 분석한 결과, 가격 변동성에 미치는 영향은 없다는 것을 발견하였다. 인지세를 부과하는 영국과 거래세가 없는 미국에 동시에 상장되어 있는 회사의 가격 변동성을 비교한 후, 차이가 없다는 결과를 제시하였다. Jones and Seguin(1997)은 1975년 미국에서 협정수수료(negotiated commission)제도의 도입 이후 변동성의 변화에 대하여 살펴보았다⁶⁾. 결과는 거래비용을 낮추는 것이 변동성을 증가시킨다는 가설을 기각하여, 거래비용과 변동성과는 정(+)의 상관관계가 있음을 보여주었다. 또한, Hu(1998)는 1975년에서 1994년에 걸친 기간 동안 홍콩, 일본,

었다.

6) 협정수수료란 거래자와 브로커 간에 수수료 수준을 협의하는 것으로서 그 이전의 규제수수료(regulated commission)가 일정한 수준으로 고정된 데 비하여 수수료의 인하를 의미한다. 따라서 협정수수료의 도입은 거래비용의 인하를 의미하는 것으로서 저자들은 이것을 거래세의 인하로 보고 실증분석을 행하였다.

한국, 대만의 증권거래세 세율 변화가 변동성에 미친 영향을 실증분석한 결과 증권거래세는 변동성과 유의미한 관계가 없는 것을 발견하였다.

Hau(2006)는 프랑스 주식시장에서 최소호가단위(minimum price variation)의 인상⁷⁾이 변동성에 미치는 영향을 분석하였다. 최소호가단위 인상으로 인하여 특정 가격대(500프랑) 이상의 주식 거래비용이 2배로 증가하였다고 보고했다. 이것을 특정 가격대 이상의 주식에 대하여 거래세를 부과하는 것으로 보고, 거래비용의 상승이 수익률 변동성의 하락을 가져오는지 검증하였다. 그러나 이러한 거래비용의 상승은 통계적으로는 유의미하지만 경제적으로는 무의미한⁸⁾ 변동성의 하락을 가져와서 결과적으로 수익률 변동성과는 관련없는 것으로 결론지었다. Baltagi, Li and Li(2006)도 중국의 증권거래세 도입이 가격 변동성에 어떤 체계적인 변화를 초래하였다는 증거를 발견하지 못하였다.

Su and Zheng(2011)은 상하이거래소와 심천거래소에서의 증권거래세 변화의 영향을 분석한 결과, 증권거래세가 인상되었거나 인화된 경우 모두 변동성이 증가한 것으로 나타났다. 거래세의 인상이 회전율과 거래량을 감소시킴으로써 변동성이 확대되었다고 설명하였다. 반면, 거래세 인하는 변동성을 확대하는 투기적 거래를 증가시켜 변동성이 심화되었다고 설명하였다.

Chou and Wang(2006)은 2000년 대만 선물거래세의 인하가 변동성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 대만은 2000년에 선물거래세를 0.05%에서 0.025%로 인하한 결과, 거래량이 늘고, 호가 스프레드가 감소하였으나 변동성에 미친 영향은 없었다는 결과를 제시하였다.

한편 Sahu(2008)는 2004년 인도의 증권거래세 도입으로 인하여 거래가 가장 활발한 주식의 가격 변동성이 축소되었음을 보고하고 있고, Norden(2009)은 노르웨이에서 주가지수선물에 대한 거래수수료율이 22% 하락

7) 주가가 500프랑이 넘으면 최소호가단위가 0.1프랑에서 1프랑으로 상승하는 규정이다.

8) 통계적으로는 유의미(significant)하지만, 거래비용의 상승폭에 비하여 변동성의 하락폭이 매우 적은 것을 경제적으로는 무의미(economically insignificant)하다고 표현한다.

한 이후 거래량은 19% 증가하였으며 변동성 또한 27% 증가하였다는 분석 결과를 제시한 바 있다.

거래비용과 변동성의 관계를 실증분석한 선행연구들이 명확한 결론을 제시하지 못하는 이유는 거래비용과 변동성의 관계가 비선형적이거나 U자 형태이기 때문일 가능성이 크다⁹⁾. 효율적인 시장에서는 풍부한 유동성이 가격 발견 기능을 강화함으로써 유동성이 변동성을 축소하나, 단기적인 투기거래가 많은 경우에는 시장의 효율성이 악화된다. 따라서 자산가격의 변동성을 최소화할 수 있는 적정 유동성이 존재한다. 유동성이 낮은 시장에 거래세가 부과될 경우에는 유동성이 더 축소되어 변동성이 심화된다. 그러나 초고빈도 매매 등으로 인하여 유동성이 지나치게 풍부한 시장에 낮은 세율이 적용될 경우, 거래세 도입이 건전한 장기투자자의 거래를 감소시키는 것보다 단기적 투기와 같은 시장의 불안정을 초래하는 거래를 억제시키는 효과가 더 크기 때문에 시장의 변동성이 축소된다. 따라서 거래세가 시장의 변동성에 미치는 영향은 시장의 미시적인 구조와 거래세 도입 전의 유동성 수준과 같은 시장의 특성에 따라 결정된다고 할 수 있다.

앞에서 살펴본 선행연구들은 거래비용과 단기 변동성 간의 관계에 초점을 맞추었으나, 거래비용과 시장의 장기 변동성과의 관계에 대한 연구는 현재 전무하여 앞으로 더 많은 연구가 필요하다. 거래비용이 높은 부동산 시장에서 부동산가격의 거품이 발생하기 때문에 금융거래비용이 금융자산의 거품을 초래했다고 볼 수 없다는 주장도 있으나 이는 추가적인 연구가 진행되어야 할 부분이다. 선행연구들은 금융시장의 거품 발생의 원인을 지나친 레버리지와 신용의 팽창이라고 보기도 한다¹⁰⁾.

다. 가격에 미치는 영향

거래세가 주식가격에 미치는 영향에 대한 연구들은 다음과 같다.

9) Harberer (2004); Hanke et al.(2010)

10) Allen and Gale(2000), Reinhart and Rogoff(2009), and Akerlof and Shiller(2008)

Umlauf(1993)는 1%의 거래세가 도입된 날, 스웨덴 주가지수(Swedish All-Equity Index)가 2.2% 감소하였음을 보고하고, 2%로 인상된 날에는 0.8% 감소하였다고 보고하였다. Saporta and Kan(1997)은 영국에서 인지세가 1%에서 2%로 인상된 날, 주가지수는 3.3% 감소하였다고 보고하였다. Hu(1998)는 세율 인상을 발표한 날, 평균적으로 주가수익률이 한국은 -0.6%, 대만은 -1.6% 하락하였고, 대만의 경우는 통계적으로도 유의미한 수치임을 보였다.

3. 소결

금융거래세 부과의 장단점에 대하여 앞 절에서 여러 가지 선행연구들을 살펴보았으나, 일관성 있는 결론을 내리기는 어렵다고 본다. 따라서 본 절에서는 금융거래세의 장점을 일목요연하게 정리한 Baker의 논문을 정리차원에서 살펴보기로 하겠다.

Baker(2008)는 금융거래세의 장점에 대하여 일목요연하게 정리하고 있다. 일반적으로 금융거래세가 금융시장의 효율성을 떨어뜨린다고 이론적으로 설명하고 있으나, Baker는 징세에 있어서의 효율성을 강조한다. 2000년의 증권 거래량을 기준으로 거래세의 부과로 인한 거래량 감소를 감안하더라도 미국에서 연간 1천억달러의 세수를 거둘 수 있을 것이라고 보았다.

흥미로운 것은 20여년 전까지만 해도 국제적으로 금융거래세가 부과된 예가 많았다는 점이다. 그러나 금융업계로부터의 정치적 압력, 국제경쟁의 심화 등이 많은 국가에서 거래세를 축소하거나 폐지하도록 했다. 그럼에도 불구하고 여전히 금융거래세가 부과되는 사례를 찾을 수 있는데, 남아있는 대표적인 거래세가 영국의 인지세(stamp duty)이다¹¹⁾. 런던증권

11) 영국 인지세는 주식거래에 대한 세금과 부동산 거래에 대한 세금의 두 가지가 있으며, 부동산거래 인지세 세수가 더 크다. 주식 관련 인지세는 stamp duty와 stamp duty reserve tax로 분류하는데, 전자는 실제 종이증서가 거래되는 경우에 부과하고, 후자는 전자거래 형태의 주식거래에 대하여 부과한다.

거래소에서의 각 거래에 대하여 0.5%의 세율로 부과되는 인지세 세수는 금융위기 직전인 2007~2008회계연도에 연간 약 42억파운드에 이르렀다.

〈표 II-4〉 영국의 주식관련 인지세 세수 추이

(단위: 백만파운드)

회계연도	2004~05	2005~06	2006~07	2007~08	2008~09	2009~10	2010~11
Stamp duty reserve tax	2,344	2,807	3,250	3,676	2,925	2,776	2,711
Stamp duty	372	657	508	490	278	241	260
합 계	2,715	3,465	3,757	4,168	3,203	3,017	2,971

자료: 영국 국세청

영국의 인지세에서 특기할 만한 점은 경쟁적인 환경에서도 실제로 거래세 징수가 가능하다는 것을 보여준다는 것이다. 또한 징세비용이 매우 낮다는 것도 장점이다. Bond et al.(2004)에 따르면 영국 국세청에서 추정 한 인지세의 징수비용은 해당 세수의 0.05%에도 못 미친다는 것이다. 반면 소득세와 같은 경우에는 해당 세수의 0.7%에 달하는 징수비용이 든다¹²⁾.

또한 인지세 과세대상이 되는 주식은 영국에서 법인 등록을 한 회사의 주식이다. 따라서 이러한 회사의 주식이 외국 거래소에서 거래되더라도 영국 인지세의 과세대상이 된다. 실제로 외국에서 거래된 주식에 대하여 인지세를 징수하기는 쉽지 않겠지만, 이러한 규정으로 인하여 외국 거래소에 상장하려는 유인을 줄이게 된다.

또 하나의 중요한 시사점은 적정 세율의 금융거래세가 주식거래 활성화에 배치되는 것은 아니라는 점이다. 런던증권거래소는 여전히 세계에서 가장 큰 거래소 중의 하나로서 세계 금융시장의 중심에 있다.

12) Hawkins and McCrae(2002)도 인지세의 거래비용을 해당 세수의 0.09% 정도로 추정하였다. 다른 세목의 징수비용과 비교하면 소득세 대비 5.7%, 자본이득세 대비 6.7%, 전 세목 평균징수비용 대비 8% 수준에 지나지 않는다.

영국의 거래세는 주식거래에만 국한되어 있기 때문에 파생상품을 이용한 조세회피거래가 가능하다. 따라서 가능하면 모든 금융상품을 포괄할 수 있도록 거래세 과세대상 범위를 넓히는 것이 바람직하다. Pollin et al.(2002)은 금융상품의 수명 등을 감안하여 서로 다른 시장 간에 동등한 조건이 되게 하는 세율을 계산하였다. 즉, 주식시장에서의 0.5%의 세율은 다른 시장에서 각각 다음과 같은 세율을 부과하면 조세회피의 유인을 최소화시킬 수 있다고 보았다.

- ① 채권: 만기까지 남아있는 기간에 대하여 매년 0.01%
- ② 선물: 기초상품의 명목원금에 대하여 0.02%
- ③ 옵션: 옵션 프리미엄에 대하여 0.5%
- ④ 이자율 스왑: 계약 만기 시까지 매년 자산가격의 0.02%

흔히 거래세가 금융시장을 왜곡시킨다고 한다. 그러나 만일 거래세가 금융부문의 중개자로서의 역할을 보다 적은 노동력과 자본으로 종전과 마찬가지로 효과적으로 수행할 수 있게 한다면 거래세가 시장 효율성을 높인다고 말할 수 있다. 과거 30년간 금융산업은 엄청나게 발전하였으며, 그 비중도 크게 증가하였다. 거래세의 부과로 인하여 금융부문에서 사용되는 자원을 보다 생산적인 부문으로 이동시킬 수 있다면 효율성의 제고도 가능하다. Baker(2008)는 25% 정도 거래량을 줄이면 노동과 자본에 있어서 1년에 600억달러 이상의 자원을 보다 생산적인 부문으로 돌릴 수 있을 것으로 보고 있다.

보다 중요한 문제는 거래세의 부과가 시장 유동성과 가격 변동성에 미치는 영향이다. 유동성이 줄어들 가능성은 높지만, 그러한 거래량의 감소가 시장에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 본다. Baker(2008)는 가장 유동성 높은 시장의 하나인 미국 국채시장에서 거래량이 절반 이상 줄어든다고 하여도, 그 시장은 여전히 큰 시장으로 남을 것으로 본다. 거래량이 20~25년 전의 수준으로 돌아간다고 하여도 이미 1980년대에 미국 국채시장은 충분히 유동적인 시장이었기 때문이다.

변동성에 미치는 영향에 대해서도 비합리적 투자자(noise trader)의 거

래를 줄이는 것이라면 변동성이 줄어들 것으로 예상할 수 있으나, 거래량과 변동성 간의 관계에 대해서는 일관적인 해답을 얻기 힘들다. 그러나 거래세의 부과가 금융시장에서의 변동성에 질적인 차이를 가져오지는 않을 것이라고 보는 것이 합리적일 것이다.

Baker(2010)는 거래세가 시장 효율성에 미치는 영향에 대해서도 아래와 같은 견해를 밝혔다. 흔히 거래세가 거래비용의 증가를 가져와서 거래량이 감소하면 시장 효율성이 감소할 수 있다고 하는데, 여기서 효율성의 감소란 환경변화에 따른 가격의 반응이 늦어진다는 의미이다¹³⁾. Baltagi et al.(2006)이 이러한 효율성 감소의 예를 발견하기도 하였다. 그러나 이러한 효율성의 감소가 제한적일 것이라는 점을 강조한다. 거래비용이 1980년대 수준으로 올라간다고 해서 1980년대의 시장이 비효율적이었던 것은 아니라는 점을 지적한다. 시장에서의 가격조정이 하루가 걸릴 것이냐 이틀이 걸릴 것이냐 정도의 차이일 뿐이며, 결코 투자나 실물경제활동에 심각한 영향을 줄 정도의 효율성 감소가 일어나지는 않는다고 본다.

실물경제에 비하여 과도하게 커진 금융산업이 거래세의 부과로 인하여 다소 축소된다면, 경제 전체적으로는 생산성이 보다 증가하는 결과를 가져오게 된다. 즉, 비대해진 금융분야에서 노동이나 자본이 보다 생산적인 다른 분야로 옮겨간다면, 이들 자원의 한계생산성이 증가하기 때문에 경제 전체가 보다 효율적으로 작동할 것이다.

Baker(2010)는 또한 거래세가 유동성에 미치는 영향은 덜 유동적인 자산일수록 적다는 점을 지적한다. 유동성이 작은 자산일수록 매매호가 차이(bid-ask spread)가 클 것이며, 이는 거래비용이 상대적으로 높음을 의미한다. 따라서 동일한 비율의 거래세가 거래비용의 상승에 미치는 영향은 유동성이 작은 자산일수록 적을 것이다.

Baker(2010)가 주장하는 보다 중요한 요지는 정치적인 의지이다. 미국이나 영국과 같은 큰 나라들이 금융거래 전반에 대하여 거래세를 부과한다면 전 세계적인 금융거래세의 부과가 다른 나라들의 협조하에 순조롭게

13) Baker(2010)는 거래세의 부과로 비합리적 거래(noise trading)가 줄어든다면 시장 효율성은 증가할 수 있다고 본다.

실천에 옮겨질 수 있을 것이다. 문제는 이들 나라들의 가장 큰 산업이 금융산업이라는 점이다. 거래량의 감소로 금융산업의 수익원에 영향을 줄 수 있는 거래세에 대하여 이미 일부 자산에 대해서는 거래세를 부과하고 있으면서도 이를 전면적으로 확대하고 싶어하지 않는 이유이다. 이것은 조세피난처 문제에 있어서 미국이나 영국 등의 선진국들이 국제결제시스템에의 접근을 막아버리면 간단히 해결될 수 있는 문제이지만, 여러 가지 이유로 방치하고 있는 것과 마찬가지로¹⁴⁾.

14) Shaxson(2011)이 주장하는 요지 중의 하나이다.

Ⅲ. 금융거래세 관련 최근 국제논의 동향

1. 금융위기와 금융거래세

가. 금융거래세 논의의 재점화

금융거래세에 대한 논의는 20세기에 들어 이미 Keynes로부터 이어져 왔다. 그러나 대표적인 금융거래세인 토빈세에 대하여 글로벌 차원에서 동시에 부과되지 않으면 거래가 다른 나라로 이동할 것이라는 우려에서 실행에는 문제가 있다고 지적되어 한동안 금융거래세에 대한 논의는 잠잠한 듯 보였다. 물론 2008년 금융위기를 계기로 금융거래세에 대한 논의가 다시 수면 위로 떠오르기 전에도 금융거래세에 대한 연구라든지, ATTAC¹⁵⁾과 같은 단체에 의한 지속적인 사회운동 등은 계속되었다.

금융거래세에 대한 논의가 지속적으로 이어지는 배경에는 근본적으로 과거 실물경제의 원활한 운영을 뒷받침하던 금융이, 금융산업이 발달하면서 실물과는 관계없이 투기적 수익을 올리기 위한 활동의 증가에 힘입어 엄청난 규모로 성장했다는 데 있다. 그러나 금융거래세에 대한 논의가 최근에 다시 활발하게 이루어지게 된 직접적인 계기는 2008년의 금융위기 발발이다. 미국에서 비롯된 금융위기로 인하여 대규모 금융기관의 파산 가능성이 부각되자, 미국 및 유럽의 정부들은 막대한 정부재정의 투입을 통하여 금융위기를 극복하고자 하였다. 이 과정에서 손실의 공유화, 수익의 사유화라는 금융산업의 행태가 비판의 대상이 되었고, 금융위기를 극복한 국가들은 금융위기의 재발을 방지하고 구제금융비용을 회수하기 위

15) Association pour la taxation des transactions financières et pour l'action citoyenne (Association for the Taxation of Financial Transactions and for Citizens' Action)

하여 다각적 논의를 진행하여 왔다. 이러한 다각적인 정책 대안의 하나로 제기된 것이 토빈세를 비롯한 금융거래세인데, 금융위기 이후 금융거래세가 국제적인 이슈로 떠오르게 된 경위는 다음과 같다¹⁶⁾.

2009년 8월에는 영국의 터너(Turner) 금융감독위 의장이 토빈세 도입을 제안하였다¹⁷⁾. 이에 대하여 독일, 프랑스, 이탈리아 등은 찬성한 반면, 미국, 캐나다, 스웨덴 등은 반대 의사를 표시하였다.

2009년 9월에는 브뤼셀에서 열린 EU 비공식 정상회담에서 슈타인브뤽(Steinbrueck) 독일 재무장관이 금융권의 과열투기를 막기 위한 국제금융거래세 도입을 주장하였다. 이어서 9월 24~25일간 미국 피츠버그에서 개최된 G20 정상회담에서 당시 사르코지(Sarkozy) 프랑스 대통령이 단기성 외환거래에 대한 토빈세 도입을 재차 적극적으로 주장하였다. G20은 독일 메르켈(Merkel) 총리 등의 의견을 반영하여 IMF에 2010년 6월 캐나다에서 열리는 G20 정상회의에서 금융권 분담방안을 제시하도록 요청하였다.

한편 2009년 10월에 프랑스, 영국, 독일, 일본 등 12개국은 IMF와 별도로 전문가위원회를 구성하여 세계 모든 금융거래에 0.5%의 토빈세를 부과하는 방안을 검토하기로 한 바 있다.

2009년 11월 스코틀랜드 세인트 앤드류스(St. Andrews) G20 재무장관 회담에서 영국의 브라운(Brown) 총리가 토빈세 도입을 재제안하였고, 이에 대하여 미국 재무장관 가이트너(Geithner), 캐나다 재무장관 플라티(Flaherty)는 금융거래세에 대한 반대를 천명하였다.

2009년 12월에는 미국의 디파시오(DeFazio) 하원의원을 비롯한 일부 의원들이 금융거래세를 도입하는 법안을 발의하였고, 미국 하원은 시스템 정리기금(Systemic Dissolution Fund) 설치 법안을 가결하였다.

금융산업을 주 산업으로 하고 있는 영국과 미국은 전반적으로 금융거래세의 도입에 대하여 부정적인 입장을 취해 왔다. 영국은 2010년 3월까

16) 이하의 연도별 내용은 홍범교(2010)의 내용을 다시 정리한 것이다.

17) 뒤에서 살펴보는 바와 같이 토빈세의 도입에 대한 영국 감독당국의 입장이 반대로 바뀐다는 점에서 금융업계의 로비가 작용한 것이 아닌가 추정한다 (Financial Times, *FSA backs global tax on transactions*, 2009. 8. 27).

지만 해도 금융감독당국이 금융거래세의 도입에 대하여 긍정적인 자세를 취하여 왔으나, 2011년 전후하여 금융거래세 도입에 대한 반대의사를 표하고 있다. 미국에서는 2009년 7월 오바마(Obama) 대통령이 금융위기의 재발 방지를 위해 연방준비제도이사회(FRB)에 강력한 감독기능을 부여하고 규제 및 감독체계를 단순·투명화하기 위하여 금융시장에서 소비자 보호 기능을 강화하는 내용 등을 골자로 한 금융감독 시스템 개편방안을 발표하였다. 2010년 1월에는 오바마 대통령이 금융위기책임분담금(Financial Crisis Responsibility Fee)의 부과를 천명하였다. 같은 달에 그는 은행 또는 은행 소유 금융기관의 과도한 투기적 거래제한과 금융소비자 보호를 위해 금융기관의 규모와 사업영역을 제한하는 금융개혁안, 일명 볼커 룰(Volcker Rule)을 발표하였다. 미국의 이러한 일련의 조치들은 2010년에 통과된 금융개혁법(Dodd-Frank Act)에 의하여 완성되었다. 금융개혁법은 금융감독시스템 개혁을 통한 감독 강화, 금융회사에 대한 규제·감독제도의 개편을 통한 규제 보완, 투자자보호 및 시장규율의 강화를 주요 내용으로 하고 있다.

미국의 금융개혁법에 금융거래세가 포함되지는 않았지만, 다음 절에서 보는 바와 같이 미국 내에서도 금융거래세의 부과를 지지하는 학문적인 연구 성과들은 계속 발표되었다. 입법 측면에서 1987년에 미국 의회에 처음으로 금융거래세에 대한 법안이 상정된 이래¹⁸⁾, 2009년 디파지오 의원의 입법안이 상정되기까지 정기적으로 의회에서 논의가 지속되고 있으나, 금융업계의 반대로 통과되지 못하였다. 그러나 국제적인 무대에서 미국의 학자들도 유럽의 시민단체 못지않게 글로벌 금융거래세의 도입을 위한 운동에 참여하여 왔다. 2008년의 금융위기 이후, 노벨경제학상 수상자인 Daniel McFadden을 비롯한 미국 내 150여명의 경제학자들이 서명한 공개 서한(open letter)¹⁹⁾과 2011년 Jeffrey Sachs를 비롯한 53개국 1천여명의 경제학자들이 서명하여 G20 재무장관회의에 보낸 편지 등은 이러한 노력의 일환이라고 하겠다. 또 다른 노벨 경제학상 수상자인 Paul

18) 1987년 주식시장 폭락 이후 당시 하원 의장이었던 Jim Wright가 발의하였다.

19) <http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/economists-support-fft/>

Krugman(2009)은 New York Times 기고문을 통하여 금융거래세에 대하여 반대하는 사람은 금융업을 생계수단으로 하는 사람들뿐이라고 꼬집은 바 있다.

나. IMF 보고서

금융위기 이후 투입된 재정자금을 환수하고, 위기의 재발을 막기 위한 금융안정장치의 마련을 위하여 국제적으로 논의된 방안은 크게 세 가지 부류로 나눌 수 있다.

- ① 금융보험금(insurance levy): 금융기관의 시스템 위험도에 따라 강제적으로 보험금을 납부하여 금융위기 발생 시의 비용을 충당²⁰⁾
- ② 정리기금(resolution fund): 금융기관의 시스템 위험도에 따라 정리기금에 납입하여, 위기 발생 시 정리금융기관 해체에 사용
- ③ 금융거래세(financial transaction tax): 주식, 채권, 파생상품, 외환 등 모든 금융거래에 과세하는 세금

금융위기 발생 후 초기에는 영국을 중심으로 유럽 국가들이 금융거래세의 부과를 강하게 주장하였으나, 미국, 캐나다 등이 이에 반대하였다.

앞서 살펴본 바와 같이 2009년 G20회의에서 각국 지도자들은 IMF에 공적자금 환수 및 금융위기 재발 방지를 위한 보고서를 작성할 것을 요청하였다. IMF는 G20의 요청에 따라 2010년 6월에 최종보고서를 발표하였는데, 동 보고서에서 위의 금융보험금에 해당하는 금융안정기여금(Financial Stability Contribution)을 금융위기 재발 방지를 위한 자원 조성의 주된 수단으로 추천하였으며, 금융활동세(Financial Activities Tax)라는 다소 새로운 제안을 보조적인 정책수단으로서 제안하였다. 금융안정기여금은 미국의 금융위기책임분담금과 유사한 것으로 모든 금융기관에

20) 보험금 또는 분담금(levy)을 은행에 대하여 부과할 때, 광의의 의미로 '은행세'라는 용어를 일반적으로 사용하고 있다. 그러나 시스템 위험도에 따라, 즉 부채를 베이스로 한다는 점에서 세금(tax)보다는 분담금(levy)이라고 부르는 것이 보다 적절하다고 본다.

대하여 처음에는 동일한 비율로 부과하되, 궁극적으로 각 금융기관의 위험도와 시스템 위험에 대한 책임도에 따라 부담금을 차등화할 것을 제안하였다.

IMF는 금융활동세(Financial Activity Tax)를 금융안정기여금에 대한 보조적인 수단으로 제시하였다. 금융활동세는 금융기관의 이윤(profits)과 보수(remuneration)에 대하여 부과하는 세금인데, IMF에서 금융활동세를 금융거래세보다 강조하는 것은 G20로부터 받은 요청(mandate)에 충실한 결과이다. 즉, 보고서의 제목²¹⁾에서 볼 수 있듯이 미래의 금융시스템 안정을 도모하고, 이를 뒷받침하는 비용을 금융기관에 직접 부담시키는 방안을 제시하도록 요청받았기 때문이다. 2010년의 보고서에서 금융거래세가 주목을 받지 못한 것은 세금의 전가 등의 이유로 금융부문에 직접적인 부담을 지우기 어렵다는 이유 때문이었다. 그러나 금융활동세의 경우에도 일단 금융기관에 부담을 시킨다고 하더라도 금융시장의 구조와 금융서비스에 대한 수요·공급 조건에 따라 이러한 부담을 금융소비자에게 전가시키는 것은 충분히 가능한 일이다.

IMF는 전통적으로 금융거래세에 대하여 부정적인 입장을 취하여 왔다. 그것은 금융거래세가 금융시장의 효율성을 저해한다는 이론에 입각한 것으로 보인다. 그러나 전통적으로 거래세 부과에 대하여 부정적인 입장을 견지하여 온 IMF도 최근 Working Paper 등을 통하여 현실적으로 실현 가능한 정책이라는 입장을 표명하였다. 예를 들면, Shome and Stotsky (1995)는 금융거래세가 원하는 효과를 달성하기 어렵고, 정책적으로 실현 가능한 방안을 만들기도 힘들 것이라는 결론을 도출한 바 있다. 그러나 최근 발표된 Matheson(2011)과 Brondolo(2011)들은 이러한 입장에서 상당히 완화된 입장을 보여준다. 특히 Brondolo(2011)는 지금까지의 IMF 입장과는 달리 금융거래세의 실행에 대하여 비록 조건을 달기는 하였으나, 실행이 가능하다는 결론을 제시하였다. 거래소 거래, OTC 거래, 외환 거래의 세 가지 대표적인 시장에 대하여 금융거래세 부과의 가능성을 검토

21) A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector

하였다. 우선 거래소시장에서의 금융거래세 부과가 가장 용이할 것으로 보았다. 거래소시장은 시장규제의 정도, 등록된 브로커를 통한 거래, 거래시간의 검증 가능성, 과세표준 계산의 용이성, 청산소를 통한 징세업무의 위임 등 여러 가지 측면에서 금융거래세 시행이 가능하다. 또한 조세회피에 대해서는 다음과 같은 추가적인 조치들을 제시하였다. ① 영국의 인지세와 같이 거래세 납부를 통하여 증권소유권을 인정하는 방법 ② 국내시장에서 벗어날 때 높은 세율을 부과하는 방안 ③ 낮은 세율의 금융거래세를 부과하는 방안 ④ 유사한 대체상품들도 과세대상이 되도록 하는 방안

OTC시장에서 거래세를 부과하는 것은 거래소시장보다 힘들다. ① 과세관할권을 정하는 문제 ② 과세대상을 정하는 문제 ③ 과세표준을 정하는 문제 ④ 납부의무자를 지정하는 문제 ⑤ 실제로 징세하는 문제 등에 있어서 해결해야 할 부분이 거래소 거래보다 많기 때문이다. 그럼에도 불구하고 Brondolo는 실행가능하다고 본다.

외환시장의 경우는 OTC시장보다도 더 어렵다고 보지만, 문제를 풀 수 없는 것은 아니라고 본다. 세계 주요 외환시장에서 동일한 형식으로 과세하고, 낮은 세율을 부과하며, 현물거래에 대체되는 거래들을 모두 과세대상에 포함시키고, 과세당국으로 하여금 징세에 충분한 자원을 사용할 수 있게 허용함으로써 과세가 가능하다고 지적하였다.

2. EU의 금융거래세 부과 논의

금융부문의 책임성을 강화하기 위하여 IMF가 2010년에 발간한 보고서와 EU 집행위원회의 입장을 비교하여 보면 <표 III-1>과 같다. 금융부문의 책임성 강화를 위하여 제시한 방안 가운데 IMF는 FAT(금융활동세)를, EU 집행위원회는 FTT(금융거래세)를 지지하고 있다는 점이 가장 큰 차이점이라고 할 수 있다.

〈표 III-1〉 IMF와 EU의 “금융부문 책임성” 강화 정책 비교

	IMF집행부 ¹⁾	EU집행위원회 ²⁾
핵심 목적	<ul style="list-style-type: none"> • 장래에 위기 발생 시 금융기관이 대응 비용을 직접 부담 • 위기발생 가능성 및 위기 발생시 정리비용 축소 	<ul style="list-style-type: none"> • 좌동 (단, 세수 증대 명시) • 금융시장 효율성 및 안정성 강화 • EU 단일시장 강화 • 글로벌 FTT 도입 촉진
강화 방안 ³⁾		
과세 기준	<ul style="list-style-type: none"> • FSC: B/S의 비예금성부채 • FAT: 초과 순이익·급여 	<ul style="list-style-type: none"> • FSC: B/S의 비예금성부채 • FTT: 금융거래

주: 1) A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector(Final Report for the G-20, 2010.6, IMF)

2) Proposal for a Council Directive on a Common System for Financial Transaction Tax and Amending Directive 2008/7/EC 및 Impact Assessment, Vol. 1~19(2011. 9. 28, EU 집행위원회)

3) “---”는 정책제안에 포함되지 않음을 의미

자료: 강순삼(2011), p. 7

EU에서는 금융부문 책임성 강화에서 제안된 금융거래세 부과를 더욱 구체화시켜서 회원국들이 모두 참여하는 금융거래세를 2014년까지 도입하고자 하였다. 구체적으로 2011년 9월 28일, EU 집행위원회는 2014~20년 예산안(financial framework)을 통해 EU 차원의 금융거래세 실행방안을 유럽의회에 공식적으로 제출하였다.

EU가 이러한 세금의 도입을 제안하게 된 배경은 두 가지로 설명하고 있다. 첫째, 금융위기의 원인을 제공한 금융업계로 하여금 그에 대한 부담을 지게 하려는 목적이 있다. 정부 재정을 통하여 구제금융을 시행한 만큼 그 대가를 지불하게 만드는 것이다. 둘째, EU 차원에서의 협력적인 틀을 구성하는 것이 EU 단일시장을 강화하는 데 도움이 된다는 판단이다. 현재 10개 회원국이 어떤 형태이든 금융거래세를 부과하고 있다. 이번 제안은 새로운 최저세율을 설정하고, EU에서의 금융거래에 대한 서로 다른

체계 간의 조화를 꾀하고자 하는 목적이 있다. 이를 통하여 경쟁적 왜곡을 줄이고, 위험한 거래를 억제하며 미래에 발생할지 모를 위기를 피하기 위한 규제정책을 보완하는 역할을 기대한다.

EU에서는 이러한 제안을 통하여 국제적인 금융거래세 부과와 선도적인 역할을 자임하고 있다. EU에서의 이러한 움직임이 G20 등을 통하여 전 세계적인 움직임으로 확산되기를 기대하고 있는 것이다. EU의 제안 내용을 보다 자세히 살펴보면 이하와 같다.

가. 제안의 구체적 내용

EU가 도입하고자 하는 금융거래세는 광범위한 증권 즉 채권, 주식 및 파생상품 등을 과세대상으로 하며 개인이나 기업이 아닌 금융기관을 납세의무자로 하고 있다. 금융거래세 대상으로 언급된 금융상품은 금융기관 간에 이루어지는 금융거래 중 약 85%가 해당되며, 투자회사, 증권거래소, 신용기관, 보험회사, 기관투자자 및 기관투자관리매니저, 헤지펀드와 같은 투자펀드, 금융리스회사 및 특별법인 등을 포함한다.

EU 집행위원회는 주식 및 채권에 대해서는 0.1%의 세율을 적용하고 파생금융상품에 대해서는 0.01%의 세율을 적용할 것을 제안하였다. 금융거래세의 세수는 연간 570억유로로 예상되며, 이 금액은 EU와 회원국 간 분배될 예정이다.

납부의무는 거주지 원칙에 따라 거래의 적어도 한쪽 당사자가 EU에 설립된 금융기관(자기계정 또는 다른 사람을 대신하여 거래에 참여하는 기관)일 때 발생한다²²). EU 역외에서 거래가 발생하였어도 금융기관이 EU 회원국 소속인 경우에는 금융거래에 대한 세금을 부과하여 금융기관의 이전 유인을 줄이고자 하였다. EU 금융기관이 역외국의 금융기관과 거래할 경우, 역내와 역외 금융기관에 모두 과세한다. 납세의무자는 해당 금융기관이며, 개인은 대상이 아니다. 그러나 예를 들어, 개인이 증권회사를 통

22) 회원국에 지점(branch)이 있고, 거래가 그 지점을 통하여 이루어질 경우에도 포함된다.

III. 금융거래세 관련 최근 국제논의 동향 47

하여 주식거래를 하는 경우, 그 거래는 금융거래세 부과대상이며, 납부의 무자는 증권회사이지만 거래세는 거래자에게 전가된다. 개인이나 중소기업의 보험계약 체결, 주택담보 대출, 소비자 신용, 지불서비스 등은 부과 대상에서 제외된다.

[그림 III-1] 금융거래에 따른 과세대상 기준

거래 상대	EU 금융기관 (회원국 B)	EU 시민, 기업 등 (회원국 B)	비 EU 금융기관	비 EU 시민, 기업 등
EU 금융기관 (회원국 A)	Tb	-	Ta	-
EU 시민, 기업 등 (회원국 A)	Ta	Ta	Ta	Ta
비 EU 금융기관	Tb	-	-	-
비 EU 시민, 기업 등	Tb	-	-	-

주: Ta, Tb는 A국과 B국의 거래주체가 각각 해당비중만큼 지불하는 세금
 자료: EC(2011b), p. 14

EU의 제안 내용은 조세차익거래나 조세회피를 막기 위하여 장내외의 모든 거래에 대하여 부과하나, 다음과 같은 예외를 인정하고 있다.

- (1) 다음의 주체(entities)에 대해서는 적용되지 않는다.
 - 유럽재정안정기금(European Financial Stability Facility)

- 국제금융 등을 위하여 둘 이상의 회원국에 의하여 설립된 국제금융기구
- 중앙청산소(Central Counterparties)
- 중앙증권예탁원(Central Securities Depositories), 국제증권예탁소(International Central Securities Depositories)
- 그러나 이들 기관과 거래하는 상대방은 반드시 과세대상에서 제외되는 것은 아님

(2) 다음의 거래(transactions)에 대해서는 적용되지 않는다.

- 발행시장거래(primary market)
- 유럽 연합(European Union), 유럽원자력공동체(European Atomic Energy Community), 유럽중앙은행(European Central Bank), 유럽투자은행(European Investment Bank) 및 이들 기관이 설립한 기관과의 거래
- 국제기구
- EU 회원국 중앙은행

EU는 특히 현물환거래(spot currency)도 금융거래세 과세대상에서 제외하고 있다. 현물환거래를 대상에서 제외하는 이유는 두 가지로 설명하고 있다²³⁾. 첫째는, 현물환거래가 EU Directive에서 정의하는 금융상품(financial instrument)에 속하지 않기 때문이다²⁴⁾. 둘째는, 자본의 자유로운 이동을 규정한 TFEU(Treaty of the Functioning of the European Union)조약 제63조에 위배되기 때문이다. 그러나 EU 통화가 아닌 경우에는 유럽이사회(European Council)가 TFEU 제64조 3항을 적용하면 세금 부과가 가능하다²⁵⁾.

EU는 Impact Assessment 연구(2011d)에서 금융거래세가 누진적임을

23) EC(2011a), p. 7, EC(2011c), p. 8

24) <부록 1> 참조

25) <부록 2> 참조

주장하였다. 그것은 금융거래를 통하여 부를 축적하는 것은 소득수준이 높을수록 많은 경향이 있기 때문이다. Impact Assessment 연구에서 거시모형을 사용하여 시뮬레이션한 결과, 0.1%의 세율은 GDP 1.76% 감소, 0.01% 세율은 GDP 0.17% 감소효과가 있음을 주장하였다. 그러나 동 모델은 금융거래세가 주식발행에 미치는 효과만 고려하고, 채무발행에 미치는 효과는 고려하지 못한 것이 한계이며, 다른 완충효과(mitigating effect, 예를 들면, 발행시장을 대상에서 제외한다든가, 적어도 한쪽 당사자가 EU 금융기관이 아니면 제외하는)를 최대한으로 고려한다면 1.76%의 GDP 감소효과는 0.53%까지 줄어드는 것으로 나타났다. 또한 0.01%와 0.1%의 금융거래세는 각각 고용에 -0.03%와 -0.2%의 효과를 미치는 것으로 나타났다²⁶⁾.

나. 각국의 입장

금융거래세가 GDP와 고용에 다소 감소효과를 가져옴에도 불구하고, 금융거래세는 특히 레버리지 효과가 큰 파생상품이나 초고빈도의 자동화 거래 등에 대하여 효과적일 것으로 기대하고 있다. EU의 이러한 움직임은 중대한 변화라고 할 수 있는데 EU 국가들은 이자·배당세 및 금융자산의 양도차익에 대한 과세를 하고 있으면서, 추가적으로 거래세를 부과하고자 하는 것이다.

프랑스와 독일 등은 정부의 재원 확충 필요성과 금융시장 안정을 위해 이 제안을 적극적으로 지지하고 있다. 세금부담 증가, 경쟁력의 잠재적 손실, 경제왜곡 효과, 금융기관 이전 등의 위험을 줄이기 위해 EU 집행위원회는 최소세율 부과를 제안하고 있으나, 회원국들은 EU 집행위원회가 제시한 최소세율보다 높은 세율을 자율적으로 적용할 수 있다.

현재 세계 최대의 금융시장을 가지고 있는 영국은 이 법안으로 금융거

26) 최근 새로운 추정결과는 이러한 마이너스 효과의 크기가 줄어든 것으로 나타났다(Financial Times, *Britain will pay Tobin tax anyway, EU warns*, Jan. 23, 2012).

래가 경쟁국가로 이탈할 것을 우려하여 이중적 입장을 표명하고 있다. 2008년 금융위기 이후 금융부문 책임성에 관한 각국 정부 수반 또는 각료들의 발언이 이어지는 가운데, 2010년까지도 영국은 금융거래세에 대한 지지 의사를 밝혔다²⁷⁾. 그러나 EU에서의 공식적인 제의가 있는 후에는 금융거래세가 '전 세계적으로(globally) 도입되어야 지지할 수 있다'는 조건을 제시하고 있다. 영국이 전 세계적인 거래세의 도입을 조건으로 제시하는 것은 미국을 겨냥한 것이다. 세계 최대 금융시장을 가지고 있는 영국의 입장에서는 유럽에서만 금융거래세가 부과될 경우, 최대 라이벌이라고 할 수 있는 미국시장으로 금융거래가 빠져나갈 것을 염려하기 때문이다. 또한 금융거래세의 세부담을 금융시장이 가장 큰 영국이 대부분 부담하게 될 것이라는 관점에서, 영국에서는 금융거래세를 '런던시장(the City of London)'에 부과하는 세금이라고 비판하고 있다²⁸⁾²⁹⁾.

〈표 III-2〉 EU의 금융거래세 부과 정책에 대한 국가별 입장

구분	국가명
찬성국가	오스트리아, 벨기에, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 이탈리아, 포르투갈, 슬로바키아, 스페인
반대국가	영국 ¹⁾ , 룩셈부르크, 네덜란드, 스웨덴, 말타
기타 국가	불가리아, 체코, 에스토니아, 아일랜드, 슬로베니아

주: 1) 영국정부는 전 세계적으로 도입할 경우에만 찬성하는 입장

정치경제학적으로 국제금융시장은 영국과 미국의 두 나라가 주도권을

27) 2010년 3월까지만 해도 영국 금융감독당국(Financial Services Authority)의 수장인 터너(Turner) 경은 시장유동성이란 어느 수준까지 유용한 것인지 그 수준을 넘는 유동성이 과연 경제적으로 쓸모가 있는지 심각하게 생각해 보아야 할 것이라고 하면서 자기계정 거래를 하는 은행들에 대하여 보다 강화된 자본기준을 부과하고 거래세를 부과하는 것에 대하여 검토할 필요가 있다고 하였다(Financial Times, *FAS head's tough stance likely to unsettle the City*, March 18, 2010).

28) Buckley and North(2012), p. 783

29) 세계 외환거래의 약 36%, 주식거래의 59%가 영국에서 이루어지고 있다(김균태·오현정(2011)), p. 8

III. 금융거래세 관련 최근 국제논의 동향 51

취고 있다. 따라서 이들 국가들 입장에서는 자국의 금융산업을 고려하여 금융거래세의 도입에 반대하고 있다. 한편으로 영국은 유럽에 위치하면서 재정적으로 새로운 세원을 발굴할 필요성이 있기 때문에 다른 유럽국가들과 동조하였으나, 미국이 동시에 금융거래세를 도입하지 않는다면 자국에서의 금융거래가 유출될 것이 거의 확실하기 때문에 이중적인 태도를 취할 수밖에 없는 형국이다.

그러나 덴마크, 헝가리 등은 이미 입법화를 추진하고 있으며, 벨기에, 사이프러스, 프랑스, 핀란드, 그리스, 아일랜드, 이탈리아, 루마니아, 폴란드, 영국은 이미 다양한 종류의 금융거래세를 가지고 있다³⁰⁾. 따라서 금융거래세를 도입하게 되면 이들 국가는 현행 법률을 개정하여 현재 EU에서 제안되고 있는 제도를 수용할 수 있도록 시스템을 수정하면 된다.

최근 EU에서의 금융거래세 논의가 새로운 국면을 맞고 있다. EU 차원에서의 금융거래세 도입이 일부 회원국들의 반대로 난항을 겪고 있는 가운데, 독일과 프랑스를 중심으로 한 11개국³¹⁾이 먼저 금융거래세를 도입하기로 2012년 10월 9일에 합의하였다³²⁾. 독일과 프랑스 중심의 도입 지지국들은 27개 회원국의 동의를 받지 못할 경우 9개 이상의 회원국이 찬성하면 그들만의 그룹으로서 금융거래세를 추진할 수 있는 EU 규정에 따라 도입을 결정하였다.

주식과 채권에 0.1%, 파생상품에 0.01%를 부과하기로 한 EU 차원의 원래 계획이 그대로 적용될지는 아직 결정되지 않았다. 이러한 결정에는 독일의 역할이 중요하였는데, 메르켈 총리가 유로존의 새로운 재정준칙협약(fiscal discipline treaty)에 대한 야당의 지지를 호소하면서 그 대가로 EU 차원에서의 금융거래세 도입에 대한 협약을 이끌어 내겠다고 약속하였기 때문이다. 이번의 합의가 기존의 안에 어떠한 변화를 가져올 것인지에 대해서는 향후 구체적인 논의를 지켜볼 필요가 있다.

30) Common Rules for a Financial Transaction Tax-Frequently Asked Questions, MEMO/11/640, Sep. 2011

31) 합의한 11개국은 다음과 같다. 독일, 프랑스, 벨기에, 오스트리아, 포르투갈, 그리스, 슬로베니아, 에스토니아, 이탈리아, 스페인, 슬로바키아

32) Financial Times, *Financial transaction tax gains approval*, Oct. 9, 2012

IV. 세계 주요국의 금융거래세 부과 현황

1. 주요국의 금융거래세 제도 현황

이론적으로 금융거래세를 도입하면 시장의 효율성이 저하된다고 하지만, 세계적으로 살펴보면 여러 종류의 금융거래세를 이미 많은 나라에서 부과하고 있다. <표 IV-1>은 유가증권과 파생금융상품에 대한 거래세 부과 현황을 보여준다. 유가증권에 대해서는 우리나라를 비롯하여 상당히 많은 수의 국가들이 거래세를 부과하고 있음을 알 수 있다.

미국의 경우도 1914년부터 1966년까지 연방세로서 금융거래세를 부과하여 주식 발행시 0.1%, 주식 매도시 0.04%의 세율을 부과하였었다³³⁾. 현재는 주식과 파생상품에 대해 거래세를 부과하지 않고, 자본이득세를 과세하고 있다. 그러나 연방증권거래위원회(SEC)가 상장주식 거래에 대하여 거래대금의 0.00224%에 해당하는 수수료를 부과하여 기관의 운영 비용으로 충당하고 있는바, 이는 실질적인 거래세로 볼 수 있다.

프랑스는 2012년 8월 1일부터 시가총액이 10억유로가 넘는 상장주식거래에 대하여 0.2%의 세율로 증권거래세를 부과한다. 이것은 전임 사르코지(Sarkozy) 대통령이 0.1%의 세율로 모든 주식거래에 대하여 부과하기로 했던 것을 사회당의 신임 대통령 올랑드(Hollande)가 시가총액 10억유로가 넘는 상장주식거래로 한정하는 대신 세율을 2배로 인상한 것이다. 이번 프랑스의 조치는 금융위기 이후 일련의 금융거래세 부과 논의가 이어지는 가운데 유럽국가 중에서 최초로 거래세 부과를 실행에 옮겼다는 의미가 있다.

그 밖에 호주는 주정부 차원에서 증권거래세를 부과하고 있으며, EU에

33) Singh(2004a)

의하면 그리스도 파생금융상품에 대하여 거래세를 부과하고 있는 것으로 나타났다. 따라서 전 세계적으로 거래세 부과는 예외적인 제도가 아님을 알 수 있다.

〈표 IV-1〉 주요국의 유가증권 및 파생금융상품 거래세 부과 현황

	유가증권	파생금융상품
한 국	○	×
미 국	×	×
일 본	×	×
영 국	○ ¹⁾	×
프랑스	○ ²⁾	×
독 일	× ³⁾	×
스위스	○	×
네덜란드	×	×
룩셈부르크	×	×
그리스	○	○ ⁴⁾
호 주	△ ⁵⁾	×
뉴질랜드	×	×
대 만	○	○
싱가포르	○	×
홍 콩	○	×
인 도	○	○ ⁶⁾
태 국	○	×

주: 1) 영국은 인지세 개념으로 매수자에게만 0.5% 부과

2) 프랑스는 유가증권에 대한 거래세(Impot de Bourse)를 매수·매도 시 모두 부과하였으나, 2008년 1월 1일에 폐지. 2012년 8월부터 0.2%의 세율로 거래세 부활

3) 독일은 거래세가 존재하였으나 1999년 1월 자본시장기초개선법에 의해 증권거래세가 폐지되었음.

4) EU(2011d)에 의하면 주식스왑, 콜옵션, 선물에 대해 거래세를 부과하고 있음

5) 주정부(state-level tax) 차원에서의 과세는 이루어지고 있음.

6) 주식관련 파생상품에 대하여 부과

자료: 김진희 외(2008); Matheson(2011); EU(2011d)

가. 아시아 국가

아시아 국가 가운데 파생상품거래에 대하여 거래세를 부과하는 대표적인 나라가 대만이다³⁴⁾. 대만은 1998년 6월 20일에 선물거래세법(Futures Transaction Tax Act)을 제정하여 주가지수선물, 주가지수옵션 및 주식 옵션을 과세대상으로 규정(선물 및 옵션에서 실현되는 소득에는 소득세를 면제)하였다³⁵⁾.

선물거래세법 제정 당시에는 세율을 0.025~0.15%의 범위 안에서 재정부가 결정하도록 하였으며, 동 세율은 매도자와 매수자에게 동시에 각각 부과된다. 주가지수선물을 상장하면서 처음에는 0.05%의 거래세를 도입하였으나, 2000년 5월부터 0.025%로 세율을 인하하였으며, 또한 2006년 0.01%에서 2008년 이후 0.004%가 부과된다. 그리고 10년 만기 국채선물 거래는 0.000125%, 30일 만기 CP 이자율 선물거래는 0.0000125%로 과세되며, 기타 선물에 대해서도 0.00025%가 부과되고 옵션에 대한 거래세율은 프리미엄에 대해서 0.1%를 과세한다.

그리고 대만은 현재 장내파생상품에 대해서는 거래세를 부과하는 반면, 장외거래에 대해서는 거래세를 부과하지 않는 대신 양도소득세를 부과한다. 대표적 장외시장인 그레타이증권시장(GreTai Securities Market, GTSM)³⁶⁾에서 거래되는 파생상품의 경우에 <표 IV-2>에서 보는 바와 같이 양도소득세를 부과한다.

34) 흔히 오해하는 사실 중의 하나는 앞의 <표 IV-1>에서 보듯이 대만이 파생상품에 대하여 거래세를 부과하는 세계 유일의 국가가 아니라는 점이다.

35) <http://english.etax.nat.gov.tw/wSite/lp?ctNode=11630&CtUnit=1763&BaseDSD=7>

36) 1994년 비영리기관으로 설립됐으며 주식, 채권, 파생상품을 취급한다.

〈표 IV-2〉 대만 장외시장에서의 소득세 부과

구 분	세 율
이자율 파생상품	20% 원천세
특정옵션(Options on convertible bond asset swaps)	거래수수료와 증권거래세가 없음
구조화 증권(Structure Products)	15% 원천세
증권화 상품(Securitization Products)	15% 이자소득세
주식 파생상품(Equity derivatives)	20% 원천세
워런트(Warrants)	매도자(seller)에게 거래가액의 0.1%

자료: 대만선물거래소

홍콩은 주식과 관련된 금융상품의 양도와 관련하여 인지세를 부과하고 있으며, 주식과 관련된 상품에는 워런트와 옵션, 전환사채 등이 포함된다³⁷⁾. 그러나 현재는 특례규정을 통하여 이들 특정 파생상품(specified derivatives)³⁸⁾에 대한 인지세를 면제하고 있다. 주식과 관련된 상품에 대해서, 주식매수 또는 매도용 계약 증서(contract note)는 과세표준의 0.1%, 기타 증서에는 5달러의 인지세를 부과하고 있다. 정부채와 회사채에 대해서 0.1%의 거래세를 부과하였으나, 1999년에 폐지되었다. 2001년 9월 1일부터 홍콩거래소에서 거래되는 상품에 부과되는 인지세 세율은 다음과 같다.

〈표 IV-3〉 홍콩의 인지세 세율

증서의 성격	세 율
홍콩 주식의 매수 또는 매도용 계약 증서	시가의 0.1%
증여	5달러 + 주식이가격의 0.2%
기타 양도	5달러

37) http://www.gov.hk/en/residents/taxes/stamp/stamp_duty_rates.htm

38) 옵션, 전환사채가 포함된다.

싱가포르의 주식에 대해서는 0.2%의 인지세를 부과하고 있으나, 파생상품에 대해서는 부과하고 있지 않다.

일본은 1953년 주식양도차익에 대한 비과세제도의 도입으로 거래세를 부과하였으나, 1989년 주식양도차익 과세제도로의 전환에 따라 점진적으로 거래세율을 인하하여 1999년 4월에 완전히 폐지하였다(〈표 IV-4〉 참조). 또한 파생상품에 대해서는 1998년 이전에는 0.001%(선물), 0.01%(옵션)의 세율로 거래세를 부과하였고 1998년부터 거래소세가 폐지된 1999년 4월까지의 동 세율의 2분의 1 수준을 부과하였다. 파생상품에 대한 거래세도 1999년 4월 양도차익과세제도로 전환되면서 폐지되었다.

〈표 IV-4〉 일본의 증권거래세율 변화 추이

연 도	세 율
1989. 4	0.55% → 0.3%
1996. 4	0.3% → 0.21%
1998. 4	0.21% → 0.1%
1999. 4	0.1% → 폐지

자료: 일본 재무성

인도는 2004년 10월 1일부터 주식과 주식관련³⁹⁾ 선물, 옵션에 대하여 증권거래세를 부과하기 시작하여, 현재는 회사채에 대해서도 0.5%의 거래세를 부과하고 있다.

Singh(2004b)은 처음 제시되었던 증권거래세 법안보다 다음과 같은 면에서 업계에 유리하게 조항을 완화시켜 시행함으로써 거래세제의 투기억제 효과는 반감되었다고 주장한다. 주식·펀드거래에 있어 실물양도가 일어나는 일반투자자들에 비하여 일중거래를 하는 전문투자자들에게는 낮은 세율을 적용하고, 전문투자자들과 주식관련 파생상품의 경우 거래세

39) Equity futures & options로서 주식선물, 주식옵션, 주가지수선물, 주가지수 옵션 등이 해당된다.

납부분만큼을 법인세 등에서 차감하는 것을 허용하였다⁴⁰⁾. 결과적으로 증권거래세 도입 당시, 시장참가자나 금융분석가들은 금융시장에서의 부정적인 충격을 예상했으나 증권거래세가 부과된 첫날 인도 주가지수 SENSEX가 91.93p 상승하였다⁴¹⁾.

제도 도입 이후 인도의 증권거래세 세율은 계속 인상되어, 현재 금융상품별 세율은 <표 IV-5>에서 보는 바와 같다. 실물양도(actual delivery or transfer)하는 주식 및 펀드의 1단위에 대하여 매도자와 매수자 각각에게 0.125%를 부과하고, 일중거래(day trader)와 같이 실물양도를 하지 않는 주식 및 펀드의 1단위 거래에 대해서는 매도자에게 0.025%로 과세한다⁴²⁾. 장내시장에서의 주가지수선물이나 옵션을 매매할 경우, 매도자에 대해서 0.017%의 증권거래세를 부과한다. 옵션을 행사할 경우에는 결제가격(settlement price)의 0.125%의 거래세를 매수자에게 부과한다.

<표 IV-5> 인도의 증권거래세율 변화 추이

(단위: %)

	주식·펀드 ¹⁾ (매수·매도)	주식·펀드 ²⁾ (매도)	주가지수 선물 (매도)	주가지수 옵션 (매도)	주가지수 옵션 행사 (매수)
2004. 10. 1	0.075	0.015	0.0100	-	0.0100
2005. 6. 1	0.100	0.020	0.0133	-	0.0133
2006. 6. 1	0.125	0.025	0.0170	-	0.0170
2008. 6. 1	0.125	0.025	0.0170	0.0170	0.125

주: 1) 실물양도하는 경우

2) 실물양도 이외의 경우(차익거래, 일중거래 등)

자료: Pore(2012), p. 205

40) 2008년 이후에는 일반투자자들도 거래세 납부분을 단기양도차익에서 차감하는 것이 가능(<http://www.onemint.com/2008/12/05/what-is-securities-transaction-tax/>)

41) Beitler(2010), p. 20

42) 일중에 반대되는 거래를 통하여 미결제포지션을 가져가지 않는 경우(squaring off daily positions)를 말한다. (<http://www.onemint.com/2008/12/05/what-is-securities-transaction-tax/>)

그리고 인도에서는 2008년 5월부터 기존의 증권거래세 부과대상을 확대하여 상품선물 및 옵션(commodity derivatives)에도 동일한 세율로 과세하는 상품거래세 법안이 의회를 통과하였다. 그러나 업계의 반대 등의 이유로 2009년 7월에 증권거래세는 유지하되, 상품거래세는 제외하는 내용을 담은 예산안이 발표됨으로써 상품거래세는 실행되지 못하였다.

나. 유럽 국가

영국은 주식거래에 대하여 인지세 형태로 거래세를 부과하고 있다⁴³⁾. 또한 옵션의 행사 시에는 행사가격으로 기초증권을 매입한 것으로 간주하여 0.5% 인지세를 부과하고 있다. 따라서 파생상품의 경우에는 직접적으로 거래세를 부과한다기보다는 파생상품과 연관된 주식 거래에 대하여 거래세를 부과한다고 하겠다.

영국의 인지세(Stamp Duty Tax)는 1808년에 주식매수에 대해서 증가세로서 부과하기 시작하였는데 증권의 소유권 이전등록에 대하여 과세함으로써 소유권을 인정해주는 방식이다. 1986년부터는 온라인 등을 통해 이루어진 거래나 실물 증거가 없는 경우에도 동일한 세율로 인지세(Stamp Duty Reserve Tax)를 부과하고 있다⁴⁴⁾.

독일은 주식, 채권 등에 거래소거래세가 부과되었으나 자본시장기초개선법에 의해 0.5%로 부과되던 증권거래세가 1999년 10월 1일자로 폐지되었다. 이후 2009년 1월부터 주식 및 파생금융상품으로 인한 양도차익에 대해 25%(solidarity surcharge 5.5%를 포함하여 26.38%)의 세율로 과세하기 시작하였다.

그리고 스웨덴⁴⁵⁾은 1984년부터 세수 확보를 위해 주식, 채권⁴⁶⁾ 및 선물, 옵션 등 각종 국내 증권거래에 거래세를 부과하였다. 처음에는 매수·

43) <http://www.hmrc.gov.uk/so/manual.pdf>

44) <http://www.thetaxguide.co.uk/stampdutyshares.html>

45) Beitler(2010)

46) 채권에 대해서는 0.003%로 부과하였다.

매도 시 0.5%씩 1%의 세율을 부과하였다. 1986년에 2%, 1991년 1월 1일부터 다시 1%의 세율로 인하하여 부과하다가, 투자자들이 비과세되는 다른 파생상품⁴⁷⁾ 및 해외 상품을 이용함에 따라 세수효과가 나타나지 않게 되어 1991년 12월에 거래세를 폐지하였다. 실제 거래세 부과로 인한 징수액의 추이를 살펴보면, 1984년 8억 2천만SEK, 1985년 11억 7천만SEK, 1986년 26억 3천만SEK로 증가는 하였으나, 총세액에서 차지하는 비중은 0.21%(1984년), 0.27%(1985년) 및 0.53%(1986년)이었다. 세율을 1%에서 2%로 인상한 이후에도 1987년에 37억 4천만SEK, 1988년 40억 1천만SEK로 총세액의 0.66% 정도에 머물렀다.

프랑스는 유가증권의 매매에 대하여 매매가격을 과세표준으로 하여 매도자와 매수자 쌍방에게 각각 거래소거래세(Impot De Bourse)를 부과하여 왔으나, 2008년 1월 1일에 폐지한 바 있다. 그러나 2008년 금융위기 이후에 재도입 논의를 거쳐 2012년 8월 1일부터 주식거래에 대한 거래세가 다시 도입되었다. 시가총액 10억유로 이상인 회사의 주식을 거래할 경우에는 매수가격의 0.2%를 금융거래세로 납부해야 한다. 프랑스 의회는 2001년 외환거래에 대하여 거래세를 부과하는 토빈세도 통과시켰는데, 다른 EU 회원국들이 동일한 조치를 취할 때까지 시행을 유보하고 있다⁴⁸⁾.

터키의 경우에도 상장기업에 대하여 최초 상장 시 0.1%, 매년 0.025%에 달하는 수수료를 부과하고 있다. 또한 종래 금융기관의 외환거래에 부과하던 0.1%의 거래세는 2008년에 폐지하였다.

스위스는 주식에 대해서 0.15%의 세율로 거래세를 부과하고 있으며 해외주식에 대해서 0.3%로 과세하고 있으며 신규발행 주식에 대해서는 1%의 거래세를 부과하고 있다. 거래세로 인한 세수가 2007년 기준 19억스위스프랑에 이르며, 이는 GDP 대비 0.37%이다.

벨기에에는 주식거래에 대해서 0.17%, 채권에 대해서는 0.07%의 세율로 과세하고 있으나, 상한을 두어 거래당 최대 500유로까지 부과한다. 2004년 7월에는 외환거래에 대해서 0.02%로 과세하되, 연간 1만유로를 초과

47) 스왑 등

48) Spahn(2002), p. 1, 각주 2 참조

하지 않는 개인의 외환거래 등의 경우에는 토빈세를 면제하는 법안이 벨기에 의회를 통과하였으나, 프랑스와 마찬가지로 그 시행은 EU의 모든 국가들이 외환거래에 세금을 부과하는 유사법안을 채택할 때까지 유보하고 있다.

그리스는 1998년부터 0.15%의 세율로 상장주식과 채권 거래에 대해 각각 거래세를 부과하고 있으며 1999년에 세율이 0.3%로 인상되었다가, 2011년 1월 4일부터 0.2%의 세율을 적용하고 있다. 이 거래세는 주식스왑, 콜옵션, 선물과 같은 파생상품에 대해서도 과세되며, 매도자가 부담하게 된다.

폴란드는 주식과 파생상품에 대해서 재산권의 판매 또는 교환으로 간주하여 CLAT(Civil Law Activities Tax)를 주식과 파생상품시장가격의 1%의 세율로 과세한다. 이 때 장외시장 거래분에 대해서만 과세하며, 장단기 국채와 폴란드중앙은행이 발행한 유가증권과 특정 주식의 거래에 대해서는 CLAT를 부과하지 않는다.

다. 남미 국가

브라질은 2008년 3월에 헤알화(貨)의 급격한 강세를 막고자 외국인이 투자하는 헤알화 표시 채권과 주식에 1.5%의 금융거래세(IOF)를 부과한 바 있다. 이어 2009년에 외화유입 급증에 대응하기 위해 헤알화 표시 주식·채권 거래에 대한 세율을 2%로 인상하였다. 주식에 대한 과세는 2011년 12월에 거래세를 폐지하였으나, 채권에 대해서는 2010년 10월부터 4%와 6%로 두 차례에 걸쳐 세율을 인상하였다.

아르헨티나⁴⁹⁾는 남미국가 중에서 임시은행입출금세(temporary bank debit tax)를 처음 도입한 국가이며, 과거 30년간 세율이 계속 바뀌었다. 1976년 0.1%의 세율로 도입되었고 1983년에 동일 세율로 재도입되었다. 2001년 3월 재도입될 당시에 0.6%의 세율로 은행의 입출금 거래 시에 부

49) Beitler(2010)

IV. 세계 주요국의 금융거래세 부과 현황 61

과되던 것을 주식, 채권, 선물 및 은행입출금(bank debit)으로 더욱 확대 하였다. 입출금뿐만 아니라 주식매수와 매도 시에도 부과되기 때문에 실효세율은 1.2%이지만, 부가가치세와 소득세에서 납세자에게 공제혜택을 부여하고 있어 납세자 입장에서의 실질 부담률은 0.25%이다.

〈표 IV-6〉 국가별 금융거래세 부과 현황

국가	주식	회사채	정부채	선물	비고
아르헨티나 ¹⁾	0.6	0.6	0.6	0.6	- 2000년 3월 모든 금융거래에 대해 0.6% 세율로 과세
호 주	0.3	-	-	-	- 1990년대 두 번 인하하여, 현재 주식에 대해서 매수자와 매도자 각각 0.15% 주세(州稅) 부과
오스트리아	0.15	0.15	-	-	
벨기에	0.17	0.07	0.07	-	
브라질	0	6	6	-	- 비거주자의 투자자금에 대해서 부과 - 해외발행주식거래에 대해서는 1.5% 부과
중 국	0.5/0.8	-	0	-	- 2001년 채권에 대해 과세 폐지 - 상하이거래소에서 주식거래에 대해 고세율 적용
덴마크	-	-	-	-	- 1998년 주식에 대해 부과되던 세율을 0.5%로 인하하였으나, 1999년 폐지
에콰도르	-	-	-	-	- 1999년 주식과 채권에 대하여 과세(0.1%)하기 시작하였으나 2000년 폐지
핀란드	1.6	-	-	-	- 1997년 도입, 헬싱키 증권거래체(HEX) 전자거래에 대해서만 적용
프랑스	0.2	-	-	-	- 2008년 1월 1일부터 폐지되었으나, 2012년 8월 1일부터 시기총액 10억유로 이상의 기업 주식을 매수할 경우에 0.2% 부과
독 일	-	-	-	-	- 1999년 증권거래세 폐지
그리스	0.6	0.6	-	0.15	- 1998년 주식과 채권에 대해 부과하기 시작하였음
홍 콩	0.1	-	-	-	- 채권에 대한 과세는 1999년 폐지 - 기타 증서에 대해서는 5달러 부과

(단위: %)

〈표 IV-6〉의 계속

국가	주식	회사채	정부채	선물	비고
인도	0.5	0.5	-	-	- 채권에 대해 부과되는 인지세는 주별로 상이함 (예: Mumbai는 발행 시 0.1%, 거래세 0.5% 부과)
인도네시아	0.1	주별로 상이	-	-	
아일랜드	1.0	-	-	-	- 발행 시는 부과하지 않으나, 거래 시에는 1% 부과
이탈리아	2)	-	-	-	- 1998년 주식에 부과되던 인지세 폐지
일본	-	-	-	-	- 1999년 폐지(주식에 대해서 0.1/0.3%, 회사채 0.08/0.16%)
네덜란드	-	-	-	-	- 1970~1990년 부과(주식과 채권에 대해서 0.13%)후 폐지
싱가포르	0.2	-	-	-	
한국	0.3	-	-	-	- 1995년부터 0.3%의 탄력세율 적용
스웨덴	-	-	-	-	- 주식에 대해 1% 부과하였으나 1991년 폐지
스위스	0.15	-	-	-	- 현재 해외주식에 대해 0.3%, 신규 발행주식 1% - 채권 발행에 대해 부과되던 거래세는 2012년3월1일 폐지
대만	0.3	-	-	0.05 ³⁾	- 1993년 주식에 대한 거래세 세율을 0.6%에서 0.3%로 인하 - 채권에 대한 거래세는 2010년1월1일부터 면제
영국	0.5	-	-	-	- 인지세 개년으로 매수자에게만 0.5% 부과

주: 1) IMF(2010)에 의하면, 아르헨티나는 주식거래에 부과되던 연방정부 인지세를 2001년 폐지하였음.

2) 장외 주식거래 시 0.01~0.14% 부과

3) 2012년 8월 현재, 이자율선물: 0.00025%까지, 주가지수 및 기타 선물: 0.06%까지 부과하고 있음.

자료: Institute of Development Studies, *The Tobin Tax: A Review of the Evidence*, Research Report Vol.2011 No. 68, pp. 40~41, 2011. 5

IMF, *Taxing Financial Transaction : Issues and Evidence*, IMF working paper, 2010.

EU, Impact Assessment, Commission Staff Working Paper, 2011

<http://us.practicallaw.com/>

<http://www.hsbc.co.id/1/2/hsbc-amanah-premier/worldwide-assistance/investing-in-indonesia>

(단위: %)

2. 브라질의 금융거래세

브라질은 1993년 11월 거주자의 해외차입금에 대하여 3%, 비거주자의 국내 채권투자자금에 대하여 5%의 금융거래세(IOF)를 도입하였고, 1994년 10월에는 주식투자자금에 대해서도 1%의 금융거래세를 부과하였으나, 1995년부터 1997년에 걸쳐 일부 금융거래에 대한 거래세를 폐지한 바 있다. 그러나 1997년 이후에도 선물거래의 결제 등에 대하여 거래세가 부과된 바 있다⁵⁰⁾. 그 후 브라질이 다시 주목받기 시작한 것은 2008년 이후 급격한 외화유입에 대한 대책으로 광범위한 금융거래세를 도입하였기 때문이다. 따라서 본절에서는 브라질의 금융거래세에 대하여 좀 더 자세히 살펴보기로 한다.

2008년 3월 외국인 채권투자 및 외화대출에 대하여 1.5% 및 0.38%의 거래세를 부과하다가 리먼사태 직후인 2008년 10월 중에 국제자본시장의 불안 때문에 이를 폐지하였다. 그 후 2009년에 다시 해외 투자자들이 브라질에서 간접투자를 목적으로 헤알화(貨)로 환전하는 경우에 금융거래세를 부과하기 시작하였다. 세율은 0~25%까지 금융거래의 종류, 기간에 따라 다르게 적용하였으며, 해외 자금의 유입정도에 따라서도 정부가 인하하거나 인상해 왔다.

50) Coelho, Ebrill and Summers(2001), p. 27

IV. 세계 주요국의 금융거래세 부과 현황 65

〈표 IV-7〉 2009~2012년 브라질 금융거래세(IOF)의 변화

(단위: %)

발표	적용	대상	세율
2009년 10월 19일	2009년 10월 20일	채권, 주식	2
2009년 11월 19일	2009년 11월 18일	ADR	1.5
2010년 10월 4일	2010년 10월 5일	채권	4
2010년 10월 18일	2010년 10월 19일	채권, 파생상품	6
2010년 12월 15일	2011년 1월 4일	장기 채권 면제, 만기 90일 이하 채권	5.38
2011년 3월 29일	2011년 3월 29일	만기 1년 이하 채권	6
2011년 4월 6일	2011년 4월 7일	만기 2년 이하 채권	6
2011년 7월 27일	2011년 7월 27일	외환 파생상품	1~25
2011년 12월 1일	2011년 12월 1일	주식	0
2012년 3월 1일	2012년 3월 1일	만기 3년 이하 채권	6
2012년 3월 12일	2012년 3월 12일	만기 5년 이하 채권	6

브라질 정부는 2009년 10월 19일 해외자금 유입이 급격히 증가하면서 해알화가 과도하게 평가절상되자, 외국인의 채권, 주식 투자자금에 2%의 거래세를 부과하였다. 또한 금융거래세 회피를 위한 우회거래를 방지하기 위해 ADR(American Depository Receipt)을 국내주식으로 전환하는 경우도 1.5%의 세금을 부과하였다. 이런 조치로 인하여 외국인 투자자금 유입이 완화되며 환율이 안정되었으나, 2010년 6월 이후 채권을 중심으로 해외자금 유입이 크게 증가하자, 2010년 10월 5일 외국인의 채권투자 자금에 대한 거래세를 4%로 인상하였고 2주 후에 다시 6%로 인상하였다. 같은 시기에 브라질 BM&F Bovespa 거래소에서 거래되는 파생상품의 증저금에 대해서도 세율을 기존의 0.38%에서 6%로 급격히 인상하였다.

IMF(2011a)는 2009년 10월의 거래세 도입 이후 2010년 9월까지 브라질 금융시장의 데이터를 분석하여, 브라질의 금융거래세(IOF)가 일시적으로 단기 투기성 자금의 유입을 완화하는 역할을 수행하였으나, 지속적

으로 헤알화의 환율 안정화에는 기여하지 못한 것으로 분석하였다. 보고서는 그 이유를 거래세가 파생상품 투자의 경우에는 명목대금이 아닌 증거금에 대해서만 세금을 부과하여 해외 투자자금이 외환선물 시장으로 크게 유입되었기 때문이라고 지적하였다.

Klein(2012)도 브라질의 금융거래세가 자본유입에 미치는 영향에 대하여 부정적인 결론을 내렸다. 그는 자본통제의 종류를 두 가지로 구분하여 중국이나 인도와 같이 장기적으로 광범위한 자산의 이동에 대하여 통제하는 경우와 브라질과 같이 좁은 범위의 자산에 대하여 단기간에 걸쳐 통제와 해제를 반복하는 경우를 비교하였다⁵¹⁾. 전자의 경우 자본유출입 규제에 효과가 있으나, 후자는 그렇지 못하다고 주장하였다. 두 경우 모두 환율에는 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

반면에 2012년까지의 금융거래세 영향을 분석한 Baumann and Gallagher(2012)는 브라질의 금융거래세가 단기투기 자금에서 장기자본 위주로 자본유입 구성을 변경시키는 긍정적인 효과가 있었다는 것을 실증 분석을 통해 발견하였다. 또한 환율의 변동성과 수준에 작지만 지속적인 영향을 미쳤다는 실증분석 결과도 제시하였다. 특히 2009년 10월의 채권과 주식투자 자금에 대한 거래세는 헤알화를 크게 평가절하시키고 변동성을 축소하는 효과가 있었다는 것이다. 이러한 결과는 금융거래세가 자산가격의 버블과 환율의 평가절상을 억제하기 위한 효과적인 정책수단이라는 것을 의미하고 있다.

Forbes et al.(2011)도 브라질의 금융거래세의 효과에 대하여 긍정적인 평가를 내리고 있다. 투자자에 대한 설문조사와 2006년부터 2011년까지의 자료를 통하여 브라질의 금융거래세가 포트폴리오 투자자금의 유입을 억제하는 효과가 있었음을 보였다. 그러나 동시에 브라질의 이러한 조치가 주변의 다른 나라들의 부담을 증가시키는 전이효과(spillover)도 있음을 지적하였다.

이들 연구들을 종합하면 최소한 단기적으로는 브라질의 금융거래세가

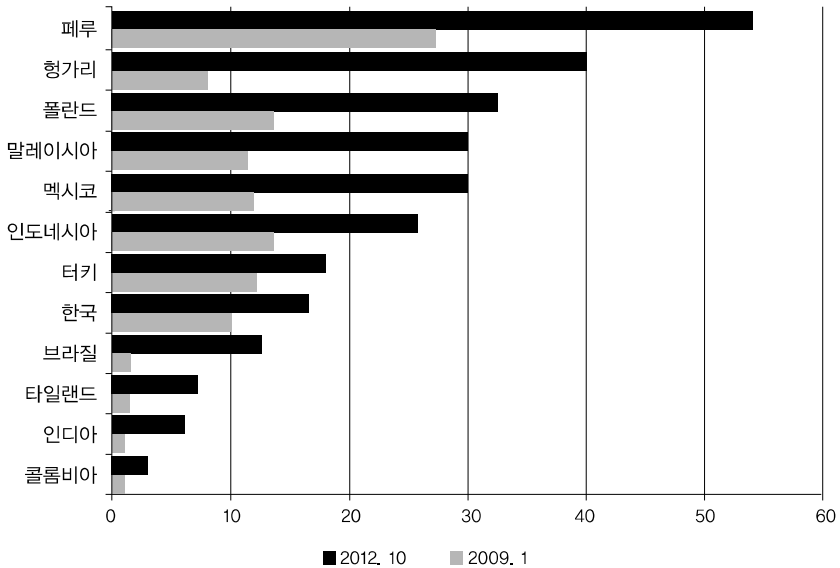
51) Klein(2012)은 전자의 경우를 벽(walls)이라고 부르고, 후자의 경우를 문(gates)이라고 불렀다.

IV. 세계 주요국의 금융거래세 부과 현황 67

자본유입을 어느 정도 억제하는 데 효과적이라는 결론을 얻을 수 있다. 2009년 대비 최근 신흥시장 국가들의 국채에 대한 외국인 투자 추이를 보여주는 [그림 IV-1]에서도 이러한 사실을 확인할 수 있다. 2009년 대비 증가폭으로 따지면 브라질과 헝가리 등의 증가율이 가장 높게 나타나고 있으나, 최근의 전체적인 유입 규모를 보면 브라질 국채에 대한 외국인 투자 규모는 우리나라보다 작은 것으로 나타난다.

[그림 IV-1] 외국인의 국채투자 추이

(단위: %)



자료: HSBC, National treasuries and central bank data
Financial Times(2012. 10. 3)에서 재인용

V. 금융거래세 도입의 타당성 및 방안

금융거래세의 부과는 두 가지 목적을 가지고 있다. 하나는 투기거래의 억제이며, 다른 하나는 세수의 확보이다. 두 가지 목적 모두 정당성을 가지고 있다. 예를 들면, 최근 유럽에서 제기되는 거래세의 주된 목적은 세수의 확보이다. 금융위기의 발생으로 재정자금 수요가 증가하는 가운데 경기침체로 세수 부족이 발생하는 반면, 부가가치세 면제 등 금융부문에 대한 세부담은 상대적으로 가볍다는 것이 금융거래세 부과에 주된 논거이다. 모든 세금이 그러하듯이 국민적인 합의가 있는 한, 이러한 세금의 부과는 문제가 될 것은 없다. 다만 일부 국가에서만 금융거래세가 부과될 경우 거래비용의 상승으로 금융거래가 다른 나라로 유출되면 결과적으로 자국 경제에 마이너스가 되기 때문에 EU 차원에서 공동보조를 취하고자 하고 있다.

또 다른 목적인 투기거래의 억제를 정책의 직접적인 목표로 삼기 위해서는 그만큼 투기거래 성행이 전제가 되어야 한다. 이 경우 투기거래 억제를 위하여 금융거래세를 부과하면 거래가 적정 수준⁵²⁾으로 줄어들면서 동시에 세수효과도 보게 되든지, 아니면 거래수준이 급격하게 감소하여 세수효과도 미미하게 되는 경우로 크게 두 가지 시나리오를 생각할 수 있다. 만일 투기거래 억제가 원래 의도한 만큼 달성되지 않는다면 세수효과는 더 커질 것이기 때문에, 사실상 투기거래 억제가 예상에 못 미치는 경우는 크게 문제가 되지 않는다. 결국, 거래량이 급격히 줄어드는 경우에만 거래세 부과 목적을 달성하지 못할 가능성이 있다. 그러나 동시에 이러

52) 물론 여기서 적정 수준이 어느 정도인지에 대하여 일률적인 수준을 제시하기는 어렵다. 시장의 기본적인 기능에 큰 지장을 주지 않는 수준이라고 볼 수 있으며, 통태적으로 보아 단기 및 중장기 등 기간에 따른 수준도 다를 것이다.

한 탄력성을 사전적으로 예측하는 것은 매우 어렵고 정확성을 보장할 수 없기 때문에 거래세 부과의 도입 타당성 논의에 있어서는 이미 경험적으로 나타난 현상이 매우 중요하다고 하겠다.

Pollin et al.(2003) 등은 금융거래세 도입 시 고려해야 할 두 가지 원칙을 다음과 같이 제시한다. 첫째, 과세대상이 넓어야 한다. 즉 모든 금융상품의 거래에 대하여 동일한 원칙을 가지고 금융거래세를 부과해야 한다. 일부 상품에 대해서는 과세하고, 다른 상품은 과세대상에서 제외하는 경우 합성상품을 통한 거래가 가능하거나, 대체상품으로의 거래 이동 가능성 등이 제기될 수 있기 때문이다. 둘째, 세율이 동등(equivalent)해야 한다. 거래되는 자산의 시장가격에 대비하여 동등한 비율로 세금을 부과하여야 세금을 이용한 차익거래의 발생을 막을 수 있다. 여기서 동등한 세율의 부과는 여러 시장에서 거래비용의 차이도 감안하는 것을 의미한다. 이러한 두 가지 원칙이 의미하는 바는 세금으로 인하여 조세차익거래(tax arbitrage)가 일어나지 않도록 하는 것이다.

이러한 원칙에도 불구하고 각 시장의 특성을 살피지 않고 모든 거래에 대하여 금융거래세를 부과하는 것은 현실적이지 못하다. 부분적인 금융거래세의 부과가 합성상품을 통한 차익거래 또는 대체투자상품으로의 거래 이전을 가져올 수 있지만, 각 시장 또는 상품의 특성을 고려하지 않은 전반적인 금융거래세의 부과가 가져올 부작용이 더 클 수 있기 때문이다.

이러한 맥락에서 우리나라의 금융거래세 부과대상을 각 금융시장 또는 상품을 중심으로 검토해 보고자 한다. 주식시장에는 이미 0.3%의 거래세가 부과되고 있기 때문에 이를 제외한 대표적인 금융시장인 채권, 외환, 파생상품 시장을 대상으로 금융거래세 도입 타당성을 살펴보기로 하겠다. 각 금융시장별로 현황과 현행 과세제도 또는 규제제도를 살펴보고, 거래세 도입의 타당성 및 도입방안을 살펴보기로 한다.

1. 채권시장

가. 채권시장 현황

우리나라의 채권시장에서 발행 및 유통되는 채권은 발행주체에 따라 국채, 지방채, 특수채, 금융채, 회사채 등으로 나눌 수 있고, 시장은 유통장소에 따라 거래소시장과 장외시장으로 나눌 수 있다. 그러나 거래의 대부분이 주로 기관 간의 매매가 이루어지는 장외시장에서 이루어지고 있다. 이것은 거액을 거래하는 기관의 입장에서 거래포지션 및 투자전략을 노출시키지 않기를 원하기 때문이다. 우리나라 채권시장 현황에 대하여 간략하게 살펴보기로 하자⁵³⁾.

1) 발행시장

가) 채권의 종류

채권은 발행주체에 따라 정부가 발행하는 국고채권(이하 국고채), 국민주택채권 등 국채, 한국은행이 발행하는 통화안정증권, 지방자치단체가 발행하는 지방채, 상법상의 주식회사가 발행하는 회사채, 은행·금융투자회사·리스회사·신용카드회사 등 금융기관이 발행하는 금융채, 한국전력공사·예금보험공사 등 법률에 의해 직접 설립된 법인이 발행하는 특수채 등으로 구분할 수 있다. 통상적으로 국채, 지방채 및 특수채를 포괄하여 국공채로 부르기도 한다.

채권은 분류기준에 따라 매우 다양하게 구분된다. 원리금에 대한 제3자의 지급보증 여부에 따라 보증채와 무보증채로, 발행자의 담보제공 여부에 따라서는 담보부채권과 무담보부채권으로 나눌 수 있다. 그리고 이자 지급방법에 따라서 할인채(discount bond, zero-coupon bond), 이표채

53) 채권시장의 현황에 대해서는 주로 한국거래소(2010)를 참조하였다.

(coupon bond), 복리채(compound interest bond) 등으로 분류되며, 지급이자 변동 여부에 따라 고정금리부채권과 변동금리부채권(FRN: Floating Rate Note)으로 구분되기도 한다. 그 밖에 회사채의 경우 발행회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 전환사채(CB: Convertible Bond), 발행회사의 신주를 일정한 조건으로 매수할 수 있는 권리를 부여한 신주인수권부사채(BW: Bond with Warrant), 발행회사가 보유한 제3자 발행 유가증권과 교환할 수 있는 교환사채(EB: Exchangeable Bond) 등 주식과 관련된 회사채도 발행된다. 또한 상환기간에 따라 명확하게 구분되지는 않으나, 상환기간이 1년 이하인 단기채, 2년에서 5년 미만인 중기채 및 상환기간이 5년 이상인 장기채로 분류된다.

발행방식을 보면, 국채는 국채법에 따라 기획재정부장관이 중앙정부의 각 부처로부터 발행요청을 받아 발행계획안을 작성한 후 국회의 심의 및 의결을 거쳐 발행한다. 국고채권과 재정증권은 경쟁입찰을 통해 발행되며 국민주택채권은 인허가와 관련하여 의무적으로 매입토록 하는 첨가소화 방식으로, 보상채권은 당사자 앞 교부방식으로 각각 발행된다. 현재 국민주택채권을 제외한 국채의 발행사무는 한국은행이 대행하고 있다.

회사채는 공모발행(public issue)과 사모발행(private placement)으로 구분된다. 공모발행의 경우 인수기관인 증권회사·종합금융회사 등이 총액을 인수하여 발행하며, 사모발행의 경우에는 발행기업이 최종매수자와 발행조건을 직접 협의하여 발행하게 된다.

나) 채권 발행 현황

글로벌 금융위기 이후 국채 발행의 증대 등으로 채권 발행규모가 증가하였다. 특히 금융위기를 극복하는 과정에서 재정지출이 확대됨에 따라 국고채 발행이 크게 증가하였고, 경상수지가 대규모 흑자를 시현함에 따라 통안채 발행물량도 증가하였다. 그리고 공공사업 확대에 따른 공기업의 채권 발행 증가로 비금융특수채의 발행도 증가하였으며, 금융위기를 극복하기 위해 기업의 선제적 자금확보 수요로 회사채 발행도 증가하였다.

채권의 발행규모를 살펴보면 2011년에 541조원 규모의 채권이 발행되었다. 채권의 발행잔액은 금융위기 전 800조원대에 머물던 것이 2009년 사상 첫 1천조원대를 돌파하여 2011년에는 1201.7조원이 되었다. 그리고 GDP 대비 채권발행잔액 비율도 1997년 말 69.0%에서 2011년 말 97.1%로 대폭 상승하였다. <표 V-1>에서 알 수 있듯이 금융위기 이후, 채권 발행 규모뿐만 아니라 채권 발행잔액도 꾸준한 증가세를 보이고 있다.

<표 V-1> 채권 발행 현황 추이

(단위: 조원, %)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
발행규모	257.5	286.3	351.5	400.8	380.9	384.6	406.3	698.3	574.8	541.4
발행잔액	563.9	607.5	662.1	722.3	778.9	829.3	864.1	1,014.2	1,116.8	1,201.7
발행잔액 /GDP	78.3	79.2	80.1	83.5	85.7	85.1	84.2	95.2	95.2	97.1

자료: 한국거래소 『채권유통시장해설』, 2010. 12. p. 288에서 업데이트

<표 V-2>는 채권 종류별 신규발행 현황을 보여주고 있다. 2011년 기준으로 국고채 발행액 81.3조원을 포함한 국채 발행액이 105.2조원, 통안채를 포함한 특수채 발행액이 311.7조원, 회사채 발행액이 120.2조원이다. 총액 기준으로는 2009년에 698.3조원을 기록한 뒤, 점진적 감소추세를 보여 2011년 기준 총발행액이 541.4조원이다.

〈표 V-2〉 채권 종류별 신규발행(상장) 현황

(단위: 조원)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
국 채	34.7	60.3	75.8	88.1	76.8	59.7	62.8	96.5	88.8	105.2
국고채	19.4	34.5	56.0	62.6	60.7	48.3	52.1	85.0	77.8	81.3
지방채	2.0	2.3	2.2	2.3	2.8	3.2	3.3	5.3	4.7	4.2
특수채	165.9	157.0	209.7	237.3	221.2	231.2	250.0	495.4	380.8	311.7
통안채	69.8	102.8	142.9	165.1	149.6	156.7	151.4	375.5	248.2	197.1
금융채	81.6	38.2	43.9	50.3	51.9	53.0	54.3	46.6	56.8	49.3
비금융채	14.5	16.0	22.8	21.9	19.7	21.6	44.2	73.2	75.8	65.3
회사채	54.9	90.5	77.7	72.3	80.2	90.5	90.2	100.8	100.6	120.2
외국채	-	0.4	0.2	0.2	-	-	-	0.4	-	-
계	257.5	310.4	365.6	400.0	380.9	384.6	406.3	698.3	574.8	541.4

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 289에서 업데이트

2) 유통시장

국내 채권 유통시장은 장외시장과 한국거래소가 운영하는 장내시장으로 구분된다. 우리나라 채권거래의 대부분은 장외시장에서 주로 금융투자업자의 단순증개를 통하여 이루어지고 있다.

가) 장내시장

장내시장은 한국거래소에 상장된 채권을 대상으로 표준화된 거래방식에 따라 거래가 이루어지는 조직화된 시장이다. 장내시장은 크게 일반채권시장과 국채전문유통시장으로 구분된다. 이 중 일반채권시장은 불특정 다수의 일반 투자자가 참여할 수 있는 시장으로서 국채전문유통시장에서 거래되는 국고채를 제외한 모든 거래소 상장채권이 거래대상이나 현재 소액국공채와 상장전환사채 위주로 거래가 이루어지고 있다. 소액 국공채

(액면 5천만원 이하)는 동 채권의 환금성을 제고하기 위하여, 전환사채는 수요기반을 확충하기 위하여 장내거래가 의무화되어 있다. 장내시장의 채권거래는 9:00~15:00 사이에 이루어지며 결제는 일반채권시장의 경우 당일예, 국채전문유통시장의 경우 익일에 이루어지고 있다. 거래단위는 일반채권시장의 경우 소액국공채는 1천원, 기타채권은 10만원이며 국채전문유통시장의 경우 100억원이다.

(1) 국채전문유통시장

국채전문유통시장(IDM: inter-dealer market)은 국고채전문딜러(primary dealer) 등 시장조성 활동을 담당하는 금융기관들만 참가하는 시장으로 국채 도매거래를 위해 1999년 3월 한국거래소 내에 개설되어 운영되고 있다.

국채전문유통시장의 주요 시장참가자는 은행과 증권사이고, 기타 금융기관 및 일반투자자도 위탁참여는 가능하다. 은행은 채무증권전문회원⁵⁴⁾의 자격으로 참여 가능하며 증권사는 거래소의 증권회원으로서 참여가 가능하다. 한편 연금, 보험, 기금 및 자산운용사 등의 기타 기관은 위탁기관으로서 국채전문유통시장에 참여할 수 있다. 그리고 위탁매매방식에는 별다른 제한이 없으나 일반적으로 전화주문을 통한 위탁매매방식과 전자매매시스템상의 직접적인 호가입력방식이 통용되고 있다.

국채전문유통시장은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의하여 국채에 대한 투자매매업인가를 받은 국채딜러가 참여하는 딜러간시장(inter-dealer market)으로 각각의 딜러가 제출하는 매도매수 주문내역이 시스템에 집중되어 공시되고 각 딜러는 익명으로 매매를 체결한다.

그리고 국채전문유통시장에서는 국고채권뿐만 아니라 통화안정증권, 예금보험기금채권이 거래된다. 국고채권은 발행일자와 관계없이 모든 채권이 국채전문유통시장에서 거래가 가능하나 통화안정증권과 예금보험기

54) 채무증권전문회원제도는 원칙적으로 회원인 증권사만이 참여 가능한 거래소 시장에 은행의 참여가 가능하도록 마련한 제도이다. 채무증권전문회원이 되기 위해서는 국채증권, 지방채증권, 특별법률에 의하여 설립된 법인이 발행한 채권, 사채권의 매매영업을 할 수 있는 허가를 받아야 한다.

금채권은 거래대상에 일정한 제한이 있다.

〈표 V-3〉 국채전문유통시장의 거래대상채권

구분		내용
국고채	지표종목	경쟁입찰을 통하여 발행된 국고채로서 각 만기별로 가장 최근에 발행된 채권
	비지표종목	지표종목을 제외한 국고채 종목
통화안정증권		발행금액이 2천억원 이상인 종목 중 만기별로 가장 최근에 발행된 2개 종목씩
예금보험기금채권		만기 5년물로 발행금액이 2천억원 이상인 예보채 종목 중 가장 최근에 발행된 2개 종목

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 35

지정가호가방식을 채택하고 있는 국채전문유통시장의 호가 가격단위는 1원이다. 호가는 액면가 1만원을 기준으로 하여 국고채, 통안채, 예보채의 액면 10억원 정수배로 매매주문을 낸다.

국채전문유통시장은 전자거래방식을 채택하여 국고채시장의 거래 투명성을 크게 향상시켰고 국채전문딜러제도가 도입되면서 전문딜러의 양방향 조성호가 제시 등 적극적인 시장조성으로 인해 거래가 활성화되었다. 개설 초기 거래량이 20.6조원이던 것이 2011년 766.3조원 규모의 시장으로 크게 성장하였다.

〈표 V-4〉 국고채 발행규모 및 국채전문유통시장 거래량 추이

(단위: 조원)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
발행 규모	15.2	22.3	19.4	34.5	56	62.6	60.7	48.3	52.1	85	77.8	81.3
거래량	20.6	9.8	39.5	202.3	357.6	337.5	267.4	316.5	321.1	428.8	423	766.3

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 41에서 업데이트

(2) Repo시장

Repo 거래란 현재 시점에 현물로 유가증권을 매도(매수)함과 동시에 사전에 정한 미래의 특정 시점에 동 증권을 환매수(환매도)하기로 하는 2개의 매매계약이 동시에 이루어지는 유가증권의 매도·매수계약을 말한다. 채권, 주식, CP, CD, MBS 등 다양한 유가증권이 Repo 거래의 대상이 될 수 있다.

시장참가자는 증권회사, 은행 등으로 구성되며, 달러 금융을 효율적으로 지원하고 시장 간 차익거래 등 연계거래를 촉진시키기 위하여 국채현물시장의 참가자와 동일하게 국채딜러에게 시장참여를 허용하고 있다⁵⁵⁾. 각 계약에 대한 거래상대방은 매도자 및 매수자가 되지만, 거래소는 각 거래당사자의 포지션위험이 노출되지 않도록 하기 위하여 이를 익명으로 처리한다.

또한 Repo 거래대상채권을 매매거래일 현재 미상환액면총액이 2천억원 이상인 채권 중 국고채권, 외국환평형기금채권, 통화안정증권, 예금보험공사채권, 신용등급이 AA 이상인 회사채 및 기타 특수채 증권으로 한정하고 있다. 이는 발행채권의 위험이 낮고 종목당 유동성이 풍부하며 보유자별 분산도가 높은 채권을 거래대상 채권으로 정함으로써 Repo 거래의 안정성을 확보하기 위한 것이다.

〈표 V-5〉 거래대상채권

분 류	대상종목	필요조건
국 채	- 국고채권 - 외국환평형기금채권	① 미상환액면총액이 2천억원 이상 ② Vanilla 채권 ¹⁾ ③ 세법 경과규정을 적용받지 않는 채권
특수채	- 통화안정증권 - 예금보험공사채권	
회사채	- 무보증사채 - 보증사채	상기 ①, ②, ③ ④ 신용등급이 AA 이상인 채권

주: 1) 채권발행 시에 만기와 지급금리가 고정되어 있고 조기상환, 주식으로의 전환 등 특별한 옵션이 부가되어 있지 않은 채권
자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 58

55) 2012년 10월말 기준, 41개 증권사와 27개 은행 등 총 68개사가 참여하고 있다.

(3) 일반채권시장

일반채권시장은 소매채권(호가수량 액면 50억원 미만 채권), 소액국공채, 주식관련사채(CB, BW 등), 기타 채권 등을 모두 거래하는 시장이다. 이 중 소매채권과 상장된 전환사채(CB)의 매매는 반드시 거래소시장을 통해야 한다. 한국거래소 일반채권시장은 시장참가자에 대한 제한이 없으나, 거래소 회원이 아닌 투자자는 증권회사에 위탁계좌를 개설하여 간접적으로 시장에 참여할 수 있다. 시장참가자가 매매거래를 하고자 할 때는 위탁매매와 자기매매, 매도와 매수를 각각 구분하여 거래소 시스템에 호가를 입력하면 된다. 호가유형은 지정가호가이어야 한다.

〈표 V-6〉 일반채권시장의 주요 매매제도

구분	주요 제도
매매대상	주식관련사채, 소액채권, 소매채권 등 모든 채권
호가접수시간	08:00~15:00
호가가격단위	1원(외화표시채권 1포인트)
호가수량단위	액면 1만원(외화표시채권 1만포인트)
매매거래시간	09:00~15:00
매매수량단위	10만원(외화표시채권: 1만포인트)
호가의유형	지정가 호가
가격제한폭	없음
매매거래정지	풍문 등의 사유
매매체결방법	단일가격에 의한 개별경쟁매매(동시호가) 복수가격에 의한 개별경쟁매매(접속매매)
주요 참여자	시장참가자에 대한 제한 없음 주로 증권사, 기관투자자, 일반투자자(위탁)
결제시한	당일결제(대금: 시중은행 당좌계좌, 채권: 예탁원 SAFE-Line)

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 94

(4) 소액채권시장

일반 국민들이 의무적으로 매입한 국공채의 환금성을 제고시킴으로써 첨가소화채권 매입자의 부담을 줄여주기 위해 소액채권시장 집중거래제도가 도입되었다. 거래집중대상 채권은 제1종 국민주택채권, 서울도시철도채권, 지역개발채권, 지방도시철도채권 등이 있으며 매매거래일 기준으로 당월 및 전월에 발행된 채권으로 1계좌당 호가수량이 액면 5천원 이하인 채권을 말한다. 시장참여자는 직접참가자와 일반참가자로 나눌 수 있는데, 직접참가자는 거래소 회원사이며, 일반참가자는 위탁계좌를 개설하여 간접적으로 시장에 참가할 수 있는 개인, 법인, 기관투자자, 외국인 및 외국법인을 말한다.

(5) 소매채권시장

한국거래소는 일반투자자도 쉽게 채권에 투자할 수 있도록 2007년 8월부터 소매채권시장을 개설하였다. 소매채권시장에서는 소매채권전문딜러라는 시장조성자제도를 운영하고 있으며 일반투자자가 채권가격을 쉽게 볼 수 있도록 시장조성자들이 여러 채권의 가격을 지속적으로 제공하고 있다. 기본적으로 액면 50억원 미만의 채권이면 모두 소매채권시장의 거래대상채권이지만 제1종 국민주택채권과 지방채의 당월물 및 전월물, 투자적격등급 미만의 신용물 및 주식관련사채권, 외화표시채권, 변동금리채권, 옵션부채권과 같이 발행조건이 복잡하여 일반투자자가 이해하기 어려운 채권은 제외된다.

〈표 V-7〉 소매채권시장의 주요 매매제도

구 분	주요 제도
매매대상	액면 50억원 미만의 모든 채권 (제외) 제1종 국민주택채권 및 지방채의 당월물, 전월물 투자적격등급(BBB-)미만의 신용물(보증, 담보채 제외) 주식관련 사채, 외화표시채, 변동금리채, 옵션부채권
호가접수시간	08:00~15:00
호가가격단위	1원
호가수량단위	액면 10,000원
호가 방법	가격호가(지정가호가), 수익률 병기
매매거래시간	09:00~15:00
매매수량단위	액면 1,000원
매매체결방법	복수가격에 의한 개별경쟁매매(접속매매)
시장조성자	소매채권전문딜러
시장조성의무	일일 매매거래시간 중 3분의 2 이상 시간 동안 조성호가 제출 ① 양방: 국채, 통안채, 지방채, 특수채 각 1종목 이상, 금융채, 회사채, 각 2종목 이상 ② 일방: 채권종류 구분없이 매도, 매수별 각 5종목 이상
주요 매도자	소매채권전문딜러
주요 매수자	일반투자자(개인 및 일반법인), 기관투자자(저축은행 및 신탁 등)
결제시한	당일결제(대금 시중은행, 채권: SAFE-Line)

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 118

2) 장외시장

장외시장은 한국거래소 이외의 곳에서 거래되는 시장으로, 채권거래는 대부분 금융투자업자(inter-dealer broker 포함)를 중개기관으로 하여 장외에서 이루어진다. 채권은 대규모로 거래되기 때문에 금융기관이나 연기금 등 기관투자자간의 대량매매 형태로 거래되고 있으며 증권회사 상호간, 증권회사와 고객간 또는 고객 상호간에 상장 및 비상장채권 구분없이 모든 채권을 거래대상으로 한다. 기관투자자는 브로커(증권사)를 통한 상

대매매형태로 거래에 참여하고 있다.

장외시장에서는 증권회사가 전화, 인터넷 메신저(internet messenger) 등을 통해 매도 또는 매수를 원하는 투자자의 호가를 받은 후에 반대거래를 원하는 상대방을 찾아 채권거래에 대한 합의가 이루어지면 전화통화 또는 팩스 등으로 채권정보와 결제내역을 상호확인한 후 증개한다. 장외시장의 경우 거래의 특성상 매매시간의 제한은 없으나 일반적으로 8:30~17:00 사이에 거래가 일어나며 거래단위는 관행적으로 100억원이다.

채권의 장외거래에 따른 결제는 매도자와 매수자가 협의하여 매매계약을 체결한 날의 익일부터 30영업일 이내에 할 수 있으며 통상적으로 거래 익일에 이루어진다.

〈표 V-8〉 거래소 및 장외 채권시장 비교

구분	거래소채권시장	장외채권시장
주요 참가자	딜러	브로커
매매방식	경쟁매매 (딜러 ↔ 거래소 ↔ 딜러)	상대매매 (기관 ↔ 브로커 ↔ 기관)
매매수단	전산시스템	전화, 메신저
호가방법	가격호가(수익률병기)	수익률호가(가격병기)
매매단위	10억원	주로 100억원
매매시간	9:00~15:00	통상적으로 8:30~17:00
체결이후 정정여부	불가	가능 (결제이전까지는 정정가능)
결제시점	당일결제(익일결제)	30일 이내 결제
결제방법	통합차감결제 (결제대금이 상대적으로 적다)	총액결제 (결제대금이 상대적으로 많다)

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 140

3) 채권거래 동향

〈표 V-9〉에서 알 수 있듯이, 채권시장 거래량은 2008년까지 2,000조원을 밑돌다 2009년에 2,578.0조원에서 2011년에는 3,599.6조원으로 크게 증가하였다. 이는 금융위기 과정에서 사상 최대 물량의 채권이 발행되고, 신용경색 완화로 국내 채권 투자기관의 매수세가 증가하고, 글로벌경기 회복세 둔화 우려에 대한 안전자산 선호 등으로 외국인의 국내 채권투자가 확대됨에 따라 채권시장 유동성이 점증한 데 기인한 것이다. 연간 회전율을 살펴보면 2011년 말 기준 299.5%이며 일평균 거래량도 약 15조원을 기록하고 있다.

〈표 V-9〉 채권 거래량 추이

(단위: 조원, %)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
거래량	장내	47.9	212.6	377.5	365.4	295.5	355.9	376.4	504.4	584.3	815.1
	장외	1,079.9	1,234.1	1,439.5	1,541.3	1,341.6	1,185.5	1,417.2	2,073.6	2,890.0	2,784.5
	계 (A)	1,127.8	1,446.7	1,817.0	1,906.7	1,637.1	1,541.4	1,793.6	2,578.0	3,474.3	3,599.6
장내 비중	4.2	14.7	20.8	19.2	18.1	23.1	21.0	19.6	16.8	22.6	
매매 일수	244	247	249	249	247	246	248	253	251	248	
일평균 거래량	장내	0.2	0.9	1.5	1.5	1.2	1.5	1.5	2.0	2.3	3.3
	장외	4.4	5	5.8	6.2	5.4	4.8	5.7	8.2	11.1	11.6
	계	4.6	5.9	7.3	7.7	6.6	6.3	7.2	10.2	13.4	14.9
발행잔액(B)	563.9	606.3	660	720.4	777.9	828.6	864.1	1,014.2	1,116.8	1,201.7	
회전율 (A/B)	200.0	238.6	275.3	264.7	210.5	186.0	207.6	254.2	311.1	299.5	

주: 1. 장외거래량은 금융투자협회 집계분을 일방향 기준으로 조정하여 산출함
 2. 매매일수는 한국거래소 시장 매매일 기준임
 3. 회전율 계산 시 채권발행잔액은 각 기간말 잔액 기준임
 자료: 한국거래소, 금융투자협회(<http://www.kofiabond.or.kr/>)

채권 종류별로 거래량을 살펴보면, 2011년 국채 거래량과 통안채 거래량이 2008년 대비 각각 1,366.2조원 및 360.1조원 증가한 2,356.4조원 및 808.8조원을 기록하였다. 비금융특수채 거래량은 122.8조원으로 공사채 발행물량 증가로 2008년 대비 62.1조원 증가하였으며, 금융특수채 거래량은 159.1조원으로 45.5조원 증가하였다. 예상보다 빠른 경기회복세로 국고채 금리 대비 상대적으로 고금리인 신용채권의 금리메리트가 부각되며 회사채 거래량은 2008년 대비 78.1조원 증가한 236.3조원을 기록하였다.

〈표 V-10〉 채권종류별 거래 동향

(단위: 조원)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
국 채	407.2	702.8	1,116.0	1,136.0	983.3	932.4	990.2	1,574.9	2,123.4	2,356.4
· 국고채	361.0	619.9	1,056.9	1,062.0	927.5	877.1	923.8	1,484.3	1,956.5	2,285.2
지방채	5.3	5.6	8.7	6.9	7.3	8.0	10.2	11.4	20.9	11.9
· 특수채	481.0	544.1	506.7	556.3	519.3	479.9	623.1	792.4	999.2	1,090.8
· 통안채	378.9	440.4	416.5	468.4	417.2	386.2	448.7	537.0	707.9	808.8
· 금융채	38.9	41.7	41.9	48.6	71.4	63.2	113.6	149.6	172.9	159.1
· 비금융	63.2	62.1	48.3	39.2	30.7	30.5	60.7	105.8	118.5	122.8
회사채	231.0	190.5	162.1	133.0	127.1	120.1	158.2	197.6	216.7	236.3
계	1,127.8	1,446.7	1,817.0	1,906.6	1,637.2	1,541.4	1,793.6	2,578.0	3,307.1	3,698.6

자료: 한국거래소, 「KRX Market」, 각 호.

그리고 거래소시장 거래량은 2011년 861.1조원으로 2008년 대비 485조원 증가하였다. 시장별로는 국채전문유통시장 거래량이 766.3조원으로 큰 폭으로 증가함에 따라 거래량은 사상 최고치를 기록하였다. 일평균 거래량은 3.5조원으로 2008년 대비 2배 넘게 증가하였다. 그리고 소액채권시장은 2010년에 2009년 대비 53.9조원이 증가한 118.3조원이었던 것이 2011년에 31.1조원으로 급격하게 감소하였다. 또한 일반채권시장도 2009년 5.6조원이던 거래량이 2010년에 5배 증가한 36.9조원으로 증가하였다가 2011년

10.5조원으로 감소하였다. Repo시장과 소매채권시장은 큰 변화없는 거래량 추이를 보이고 있다.

〈표 V-11〉 거래소 채권시장별 거래현황

(단위: 조원)

구 분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
국채전문 유통시장 ¹⁾ (일평균)	42.6 (0.2)	207.9 (0.8)	358.4 (1.4)	337.7 (1.4)	267.4 (1.1)	316.5 (1.3)	321.2 (1.3)	428.8 (1.7)	423.0 (1.7)	766.3 (3.1)
Repo시장	-	-	-	-	-	-	-	42.9	43.1	46.0
소액채권시장	2.2	2.4	8.7	21.9	19.5	28.2	42.4	64.4	118.3	31.1
일반채권시장	1.9	1.0	1.1	1.7	0.9	1.3	1.1	5.6	36.9	10.5
소매채권시장	-	-	-	-	-	1.6	2.1	1.5	1.9	1.8
기타 ²⁾	1.2	1.3	9.3	4.1	7.7	8.2	9.6	4.1	4.1	5.4
계	47.9	212.6	377.5	365.4	295.5	355.8	376.3	547.3	627.4	861.1
(일평균)	(0.2)	(0.9)	(1.5)	(1.5)	(1.2)	(1.5)	(1.5)	(2.2)	(2.5)	(3.5)

주: 1) 국채전문유통시장은 통안채거래량 포함.

2) 기타는 일반채권시장 및 소액채권시장의 신고매매분

자료: 한국거래소, 「KRX Market」, 각 호

3) 외국인의 국채투자

최근 유럽의 재정위기로 유럽 국가들이 발행한 국채에 대한 수요가 급감하고, 미국의 제3차 양적완화(QE3)를 비롯하여 유럽중앙은행과 일본중앙은행도 통화팽창정책을 실시하면서 신용위험과 인플레이에 따른 환율변화를 염두에 둔 국제투자자본들이 보다 안정적인 신흥 개도국과 우리나라로 많이 유입되고 있다. 특히 우리나라는 최근 세계 3대 신용평가기관으로부터 국가신용등급이 상향 조정되면서 우리나라의 국채가 국제적인 투자처로서 주목을 받고 있다.

외국인(개인 또는 법인)이 우리나라의 국채에 투자하기 위해서는 국내

외국환 은행에 증권투자전용 대외계정 및 비거주자 원화계정을 개설하고, 증권회사에 증권거래계좌를 개설하면 된다⁵⁶⁾. 실수요원칙의 폐지로 반드시 증권투자자금입을 입증할 필요 없이 외국인은 국채 투자 전에 자유롭게 원화로 환전할 수 있다. 또한 원화매입에 금액한도도 두고 있지 않기 때문에 외국인의 우리나라 국채투자는 별도의 제약 없이 자유롭게 이루어질 수 있다. 증권처분대금과 배당금, 이자 등 투자회수금을 외화로 환전하는 경우, 투자전용 비거주자 외화계정으로 환전한 원화를 이체하고 투자전용 대외계정을 통하여 자유롭게 외국으로 회수할 수 있다. 한마디로 외국인은 국채수익률과 환율변동에 따른 실질 수익률을 기준으로 자유롭게 우리나라 시장에 투자 및 자금회수를 할 수 있다.

더욱이 2009년 9월부터 국제예탁결제기구(International Central Securities Depository, ICSD)의 통합계좌를 통하여 국고채 투자가 가능해짐으로써 외국인의 국채투자가 더욱 간편해졌다. 통합계좌는 ICSD가 고객인 외국인 투자자를 위하여 예탁결제원에 ICSD 명의로 개설한 계좌로서 이를 통하여 고객의 증권과 대금을 통합관리한다. 이를 통하여 국내에 상임대리인⁵⁷⁾을 지정할 필요가 없을 뿐 아니라 통합계좌를 통하여 외국인 투자자간의 장외거래도 가능하여 외국인의 국채투자수요를 증대시킬 수 있다.

나. 현행 과세제도⁵⁸⁾

채권투자로부터 발생하는 소득은 채권이자소득과 보유기간 중에 채권을 매도하여 발생하는 자본소득이 있다. 그러나 현행 소득세법에서는 개인의 채권투자수익 중 이자소득에 대해서만 규정하고 있고, 법인세법에서 법인에 대해서는 양도차익도 과세하도록 규정하고 있다.

채권이자소득은 소득발생 시마다 원천징수하고 연말에는 다른 소득과

56) 외화를 대외계정에 송금하고, 이를 환전하여 비거주자 원화계정에 두었다가, 증권취득 후에는 증권회사의 원화계좌에서 보관한다.

57) 계좌가 개설되어 있는 외국환은행과 증권회사가 상임대리인이 된다.

58) 한국거래소(2010)를 주로 참조하였다.

합산하여 종합과세하는 것을 원칙으로 한다. 그리고 채권거래단계에서 원천징수한 세액은 종합소득과세 시 산출세액에서 공제하게 된다.

〈표 V-12〉 채권소득에 대한 과세제도

	개인	법인
채권이자 소득	- 분리과세(완납적 원천징수) - 예납적 원천징수후 종합과세 (개인별로 다른 금융소득과 합산한 전체 금융소득이 4천만원을 초과하는 경우, 4천만원 초과 금융소득만 종합과세)	- 예납적 원천징수후 종합과세
자본차익	- 과세하지 않음	- 종합과세

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 330

이와 같이 채권이자소득은 개인 또는 법인을 불문하고 원칙적으로 원천징수 후 종합과세되지만, 개인의 경우에는 부분적으로 예외적인 취급을 하고 있다. 개인의 경우에는 특정한 채권이자소득에 대해서 원천징수로서 당해소득에 대한 납세의무를 종결시키는 분리과세제도를 두고 있으며 채권 등의 이자를 포함한 금융소득에 대해서는 4천만원을 초과하는 부분에 대해서만 종합과세하고 있다.

현재 적용되고 있는 채권이자소득의 보유기간별 원천징수제도는 여러 차례의 개정을 통해 마련된 것이다. 이 제도는 1996년 금융소득종합과세의 시행과 2001년 채권시장구조 선진화를 위한 세제 개정에 따라 크게 변경되었다.

1996년 이전에는 채권이자를 지급받는 자가 지급받은 전체 이자에 대해 담세하는 방식으로 운영되었다. 이는 각 보유자의 실제보유기간과 상관없이 모든 세금을 부담함에 따라 과세 형평상의 문제가 발생하게 된다. 따라서 2001년에 정부가 채권시장구조 선진화방안에 따라, 채권보유자는 매도일에 보유기간이자에 대해 세후가격으로 채권 등을 거래하는 보유기간별 의제원천징수제도를 시행하였다. 그러나 2005년 7월 1일 이후에는 채권거래단계별 보유기간의 이자소득에 대해 채권매수법인이 소득세를

원천징수하는 실제 원천징수제도로 개정되었다.

〈표 V-13〉 채권이자소득의 보유기간별 원천징수제도의 변화 과정

구분	소득귀속	원천징수의무자	원천징수방법
1996년 이전	이자수령자	이자를 지급하는 자	이자지급 원천징수
1996. 1. 1 ~2001. 6. 30	보유기간별 귀속	중도매도 시 - 채권매수 또는 매도 법인 이자지급 시 - 이자를 지급하는 자	이자지급 시뿐만 아니라 채권 의 중도매도 시에도 원천징수
2001. 7. 1 ~2005. 6. 30	보유기간별 귀속	중도매도 시 - 원천징수의제 (세후가격으로 거래) 이자지급 시 - 이자를 지급하는 자	중도매도 시 원칙적으로 원천 징수하지 않음 - 15%보다 높은 세율을 적용 받는 자가 매도 시 차액 원 천징수 - 개인이 법인에게 매도 시 보 유기간분 지급조서 제출. 이 자지급 시에는 지급받는 이 자전체에 대하여 원천징수
2005. 7. 1 이후	보유기간별 귀속	중도매도 시 - 채권의 매도법인, 개인의 경우 채권의 매수법인 이자 지급 시 - 이자를 지급하는 자	이자지급 또는 중도매도 시 각 보유기간에 해당하는 이자 소득에 대하여 원천징수 ¹⁾

주: 1) 2005. 7. 1 ~ 2005. 12. 31까지 및 2008. 6. 1 ~ 2009. 12. 31까지의 기간에는 금융기관이 채권 등의 이자를 지급받는 경우 법인세 원천징수를 면제하였으나, 2010. 1. 1부터 금융기관에 대해서도 채권이자 법인세 원천징수가 부활됨
자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12. p. 333

그리고 외국인투자자의 경우에도 개인이든 법인이든 구분없이 모두 원천징수하게 된다. 이때 원천징수 이자소득세율은 보통 10~15%이나 국가별 조세조약에 따라 다양하다. 외국인 투자자는 국내투자자와 동일하게 개인은 표면이자소득에 대해서만 과세하며, 법인은 표면이자 이외에 자본이득에 대해서도 과세한다. 또한 국내거주자가 국내법률에 의해 설립된 기관을 통해 해외채권에 투자하여 이익을 지급받은 경우에 해당 소득은

소득세법 제4조 2항 및 제17조 제1항 5호에 의거하여 배당소득에 해당되어, 14%(주민세 포함 15.4%)의 세율로 원천징수된다.

〈표 V-14〉 개인, 기관투자자 및 외국인에 대한 채권과세제도

구분	개인투자자	기관투자자
적용세법	소득세법	법인세법
과세대상	표면이자(분리과세 가능)	표면이자 + 자본차익
원천징수여부	표면이자에 대해 모두 원천징수(보유기간과세)	
원천징수세율	14% (소득세의 10% 주민세 추가)	14%
원천징수방법	- 이자지급 또는 중도매도 시, 각 보유기간에 해당하는 이자소득에 대해 원천징수	
원천징수자	- 중도매도 시: 원칙은 매도자가 원천징수 (다만, 개인매도 시에는 매수법인이 원천징수) - 이자지급 시: 이자를 지급하는 자	
외국인특례	- 국내투자자와 동일하게 취급 (다만, 국채, 통안채 투자 시 이자소득과 양도차익에 대해 비과세)	

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010. 12, p. 342

다. 거래세 도입 타당성

1) 외국인의 국내 채권 투자 현황

국내발행 채권에 대한 외국인 투자는 1994년에 처음 허용된 이후에 미미한 수준을 유지하였다. 우리나라가 OECD에 가입한 이후 1997년 12월에 정부는 안정적인 자본시장의 육성을 위해, 모든 상장채권에 대한 외국인 투자한도를 폐지함으로써 국내채권시장을 전면 개방하였다⁵⁹⁾. 그러나

59) 1994년 4월 국내 전환사채에 대한 투자가 처음 허용되었고 1997년 12월에는 상장 국공채 및 금융채에 대한 투자가 허용됨과 동시에 채권투자 한도가 폐지되었다. 이어서 1998년 7월에는 비상장 채권투자가 허용됨으로써 외국인의 국내채권에 대한 투자가 사실상 완전 자유화되었다.

〈표 V-15〉에서 알 수 있듯이 2006년 말까지 외국인의 투자규모가 매우 저조한 편이었다. 2006년 말 외국인의 국내채권 보유잔액은 4.6조원으로 보유비중도 전체 상장채권의 0.6%로 매우 낮은 수준이었다. 그러나 2007년 한국 주식시장의 주가가 폭등하고, 미국의 서브프라임 사태 발생으로 FRB가 금리를 인하하자 외국인들이 낮은 금리로 돈을 빌려 금리가 높은 채권에 집중투자하는 캐리 트레이드(carry trade) 형태의 자본유입이 발생하였다⁶⁰⁾. 외국인들이 선물환과 연계된 차익거래를 활용하면서부터, 2006년 말 보유잔액 4.6조원, 발행잔액 대비 보유비중이 0.6%이던 투자규모가 2007년부터 빠르게 늘어나기 시작하였다. 글로벌 금융위기로 인해 2008년 말 일시적으로 37.5조원, 4.3%로 감소하였으나, 2009년 이후 다시 회복하여 2011년에 83조원, 보유비중은 6.9%에 이르고 있다.

〈표 V-15〉에서 외국인 채권투자는 국채와 통안채에 집중적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다. 매년 이 두 가지 채권에 투자되는 비중이 97% 이상으로 거의 모든 외국인 투자는 국채와 통안채에 집중된다. 외국인의 국채 투자 증가로 2012년 10월 4일 현재 10년 만기 국채금리가 2.95%로 사상 최저치를 기록하였으며, 국채 3년물 금리도 2.74%로 사상 최저 수준이다. 국채와 통안채에 대한 외국 중앙은행의 투자 금액은 최근 5년 사이에 1조 2천억원에서 약 31조 7천억원으로 30배 가까이 증가하였다.

60) http://165.243.187.156/uploadFiles/ko/pdf/eco/LGBI1085-29_20100323130530.pdf

〈표 V-15〉 외국인 채권 보유잔액의 종류별 보유비중

(단위: 조원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 9월말
외국인 채권 보유잔액 ¹⁾	3.3	4.6	38.4	37.4	56.4	74.2	83.0	88.3
외국인 채권 보유비중 ²⁾	0.5	0.6	4.6	4.3	5.6	6.6	6.9	7.0
국채	77.0	90.7	66.1	53.6	48.7	64.4	73.5	69.4
특수채	17.7	7.5	32.9	45.1	50.7	35.2	25.9	29.9
(통안증권)	-	(6.9)	(31.0)	(43.2)	(49.8)	(34.3)	(24.1)	(28.0)
회사채	5.4	1.8	1.0	1.1	0.6	0.4	0.6	0.7
지방채	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
합계	100	100	100	100	100	100	100	100

주: 1) 외국인보유 외화표시채권을 제외한 상장채권의 매매에 대하여 결제일 기준으로 작성

2) 보유비중은 채권 발행잔액 대비 비중임.

자료: 조석방 외(2010), 한국은행 경제통계시스템, 금융감독원

〈표 V-16〉은 외국인 투자가 집중되고 있는 국채와 통안채의 경우, 전체 발행잔액 대비 외국인 투자 비중을 보여준다. 2012년 9월 기준으로 국채와 통안채 모두 전체 발행잔액의 약 15%를 외국인이 보유하고 있다.

〈표 V-16〉 국채와 통안채 발행잔액 대비 외국인 보유비중

(단위: 조원, %)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 9
국채	발행잔액	223.2	258	274.9	285.1	329.8	360.2	390.6	414.6
	외국인 보유비중	1.2	1.6	9.2	7.1	8.3	13.2	15.6	14.8
통안채	발행잔액	155.2	158.4	150.3	126.9	149.2	163.5	168.5	162.5
	외국인 보유비중 ¹⁾	-	-	7.92	12.8	18.9	15.5	11.9	15.2

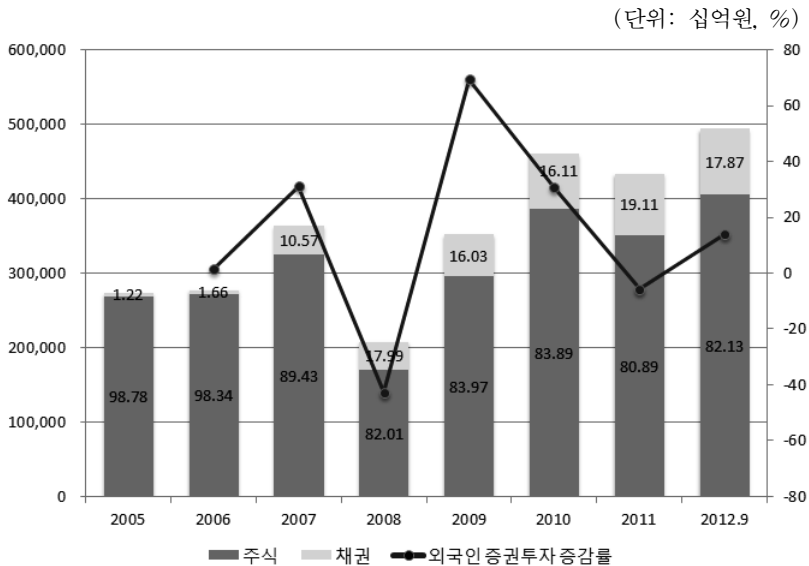
주: 1) 2005, 2006년은 통안채의 외국인 보유비중이 미미한 수준이었음

자료: 한국거래소, 『채권유통시장해설』, 2010.12

금융감독원, 「외국인투자자의 증권매매동향」, 각 호

최근 우리나라에 대한 외국인 증권투자의 특징을 보면, 절대적으로 주식투자 비중이 높지만, 2007년 이후에는 채권투자비중이 상대적으로 크게 늘어났다. [그림 V-1]에서 보듯이 미미하였던 채권투자비중이 2007년 이래 증가하기 시작하여 전체 포트폴리오 투자의 16~19% 정도의 비중을 차지하고, 주식투자가 나머지 80%대 초반을 차지하고 있음을 알 수 있다. [그림 V-1]에서는 외국인 증권투자자본 유출입의 증감률도 볼 수 있는데, 전체적으로 심한 등락을 보이고 있다. 2007년 31%였던 증가율이 2008년에는 금융위기의 와중에서 전년도 대비 42.8% 감소하였다가 2009년에 상대적으로 안정적인 자산이라고 할 수 있는 우리나라 증권으로 전년 대비 약 70%의 큰 폭의 자본유입 증가가 있었다. 2010년에도 전년 대비 30% 이상의 증가세를 보였으나, 2011년에는 오히려 5.7%의 순유출이 있어 변동이 심함을 알 수 있다.

[그림 V-1] 외국인의 국내발행 주식 및 채권투자 추이



주: 숫자는 전체투자 중 각각의 투자가 차지하는 비중
 자료: 금융감독원, 「외국인투자자의 증권매매 동향」, 각 호.

2012년 9월 말 현재 외국인의 증권투자는 총 494.3조원, 이 가운데 상장주식에 406조원, 채권 88.3조원으로 월말기준으로 최고치를 기록하였다. 동 액수는 상장주식 전체 시가총액의 31.8%, 전체 상장채권의 7.0%에 해당하는 수치이다. 외국인 채권투자는 2007년 말 38조원 대비 최근 5년간 2배 이상 증가한 수치이다.

2) 거래세 도입의 타당성

채권시장은 자본이 조달되는 시장으로서 시중금리를 결정한다. 대표적으로 5년물 국채를 거래하는 국고채시장은 우리나라의 기준금리를 결정하는 시장이다. 또한 채권시장에서의 거래 현황을 보면 채권거래잔액/GDP 비율이 2011년 말 기준으로 97.1% 수준이고, 유통시장 연간 회전율이 2011년 기준으로 299.5% 정도 수준이다. 이러한 거래 현황은 파생금융상품시장과 비교하면 절대적으로 낮은 수치이다.

채권유통시장에서도 금전적 차익만을 목적으로 하는 거래, 소위 투기거래가 이루어지고 있다. 어느 금융시장에서나 투기적 거래는 있기 마련이고, 투기적 거래가 유동성을 공급하는 역할을 한다. 문제는 이러한 투기거래의 정도가 오히려 시장의 움직임을 좌우할 정도로 지나친가에 있다. 위의 통계치들을 우리나라 파생금융상품의 여러 가지 투기지수와 비교해보면 채권시장에서 지나친 투기거래가 이루어지고 있다고 판단하기는 어렵다고 본다. 즉, 이러한 지수들의 비교에서 채권시장에서의 투기적 거래는 파생금융상품시장과 비교해 볼 때 훨씬 낮은 수준에서 이루어지고 있다고 하겠다. 물론 단기적으로는 과잉 유동성에 따른 거품 발생의 요인도 있을 수 있으나, 기본적으로 채권시장은 도매시장이라는 점도 파생금융상품시장과는 다른 점이다⁶¹⁾.

61) 최근 언론보도에 따르면 가계부채의 억제와 기업투자 부진 등으로 시중의 과잉 유동성이 채권시장으로 몰리고 있다. 회사채 순발행이 증가하고 신용위험 상승에도 불구하고 회사채 신용스프레드가 하락하는 등 거품 조짐도 발생하고 있다. 2012년 10월 한국은행의 기준금리 인하로 금리저점 인식이 확산되고, 원화가 약세로 전환되면 차익실현을 위해 외국인 채권투자자금이

따라서 우리가 주목해야 할 것은 채권시장에서의 투기적 거래 성향보다는 최근 우리나라의 신용등급이 상향조정되면서 외국의 투자자금이 유입되고 있는데, 어떤 외부 충격에 의하여 이들 자금이 한꺼번에 빠져나갈 가능성에 대한 대비라고 하겠다. 소규모 개방경제인 우리나라는 외국인 증권투자로 인한 급격한 자본 유출입을 완화하기 위한 정책수단으로서 채권시장에 대하여 거래세를 검토할 필요가 있다.

외국 투자자금이 우리나라 채권에 투자하는 이유는 크게 세 가지 정도를 들 수 있다. 첫째는, 국내외 금리차이, 둘째는, 환율 변화에 대한 기대, 셋째는, 신용위험의 완화이다. 우리나라도 저금리이기는 하지만 선진국들의 양적완화 정책으로 선진국들의 금리가 거의 영(0)인 상태에서 상대적으로 우리나라 금리가 높은 편이다. 우리나라 정책당국이 외환시장에 개입한다는 비판이 해외에서 종종 있으나, 기본적으로 시장에서 환율이 결정되고 있으며 국가 신용등급의 상향조정으로 원화가치가 급락할 만한 경제적 요인을 발견할 수 없다. 따라서 최근의 우리 경제 상황은 외국인 채권투자 유입에 유리한 조건이라고 할 수 있다. 이렇게 축적된 외국인 채권투자자금이 외부적인 충격에 의하여 갑자기 철수하게 될 경우에 대한 추가적인 대비책을 미리 만들어 둘 필요가 있다.

채권의 이자에 대하여 이자소득세가 부과되는 상황에서 금융거래세를 부과할 경우, 소위 이중과세의 문제가 제기될 수도 있으나 다른 상품의 경우와 마찬가지로 이자나 양도차익에 대한 소득과세와 거래세는 과세대상이 서로 구분되기 때문에 현실적으로 과세 가능하며, 이중과세로 분류하지는 않는다.

라. 도입방안

외국인 투자자금의 급격한 유출입에 대한 완화방안으로서의 거래세를 고려한다면 채권시장에서 직접 부과하는 것보다는 외환시장에서 부과하

순유출로 전환될 가능성도 있다고 전망하고 있다(매경, 2012. 10. 19).

는 것이 보다 효과적일 것이다. 다양한 파생상품의 등장으로 금융상품에 대한 전면적인 과세가 이루어지지 않는 상황에서 채권에 대하여 과세할 경우, 채권의 수익을 모방하는 합성상품을 통하여 채권에 대한 수요가 감소할 가능성도 있다. 또한 외국인 채권투자의 방향을 결정하는 변수로서 금리와 환율은 동시에 고려해야 하는 변수들이기 때문에, 채권투자 및 환수에 따른 급격한 자본유출입의 완화가 목적이라면 채권시장에 대하여 거래세를 부과하는 것보다는 자본시장의 관문 역할을 하는 외환시장에서의 과세가 더 바람직하다고 본다.

외국인의 국내 채권 투자는 관련된 외환거래의 형태에 따라 비차익거래와 차익거래로 구분할 수 있다. 먼저, 비차익거래는 달러를 현물환 시장에서 원화로 바꾸어 우리나라 채권에 투자하고 매도 또는 만기 시에 투자금을 현물환 시장에서 달러로 환전하여 회수하는 방식이다. 이러한 비차익거래는 투자자금의 조달 금리 변동성에 따른 이자율위험과 환위험에 노출되는 단점이 있다. 그러나 투기적 성향을 가진 캐리 트레이드의 경우는 더 높은 수익률을 획득하기 위하여 환위험 헤지를 하지 않은 비차익거래를 선호한다⁶²⁾.

반면 차익거래는 환위험을 회피하기 위해 달러를 외환스왑, 선물환, 통화스왑 등을 통하여 원화로 교환하여 채권에 투자하고 만기 시에 달러로 재교환하는 방식이다. 즉, 스왑계약 시점에 미리 정해진 환율로 달러를 재교환하기 때문에 채권 만기 시의 환율에 영향을 받지 않아 환헤지가 되는 것이다. 이런 차익거래를 위한 자금 유입은 자본 유입이 되는 시점의 거래 목적에 따라 외은 지점의 차입과 외국인투자자의 증권투자 자금으로 구분이 된다. 외은 지점이나 외국인 투자자의 차익거래 메커니즘과 수익구조는 동일하다⁶³⁾.

62) 미래에 환율이 하락할 것을 예상하는 캐리 트레이드는 환헤지 없이 채권거래를 할 경우, 채권매매차익뿐만 아니라 환차익을 획득할 수 있다.

63) 현재 시행되는 선물환(외환스왑, 통화스왑 포함) 포지션 규제는 외은 지점의 단기차입을 억제하기 때문에 외은 지점의 차입을 통한 국내 채권 투자는 억제되는 효과가 있을 것으로 기대된다. 반면 투기적인 캐리 트레이드와 차익거래 목적의 외국인 투자자의 채권투자자금의 유출입을 완화할 수 있는

채권시장과 외환시장 간의 연계 투자의 전형적인 예를 보기 위하여 2008년 외환위기 시⁶⁴⁾ 문제가 되었던 외은 지점의 차입에 의한 채권투자의 경로를 구체적으로 살펴보자⁶⁵⁾. 조선사나 자산운용사가 환위험을 회피하기 위하여 미래에 받을 수출대금 또는 해외펀드 투자수익에 대하여 환전할 환율을 현시점에서 확정하는 선물환 매도계약을 은행과 체결한다. 선물환을 매입한 은행은 선물환 매입에 따른 환위험을 현물환시장에서 현물환을 매도함으로써 회피한다. 이때 선물환 매입 은행이 국내은행일 경우, 스왑시장에서 외은 지점과 원화를 달러로 교환하여 현물환시장에서 달러를 매도한다. 외은 지점은 해외 본점으로부터 달러를 차입하여⁶⁶⁾ 스왑시장에서 국내은행에 달러를 공급하고 받은 원화를 주로 국내채권에 투자한다. 선물환 매입 은행이 외은 지점일 경우, 위와 같은 스왑과정이 생략되고, 마찬가지로 해외 본점에서 달러를 차입한 후 현물환시장에서 달러를 매도하고 받은 원화로 국내채권에 투자한다.

이러한 거래가 축적되었다가 외부적인 충격에 의하여 유출요인이 생기게 되면, 보유한 국내채권을 대량으로 매각하고, 현물환을 매입하여 외화 자금이 환수되면서 국내 금융시장에 혼란을 가져오게 된다.

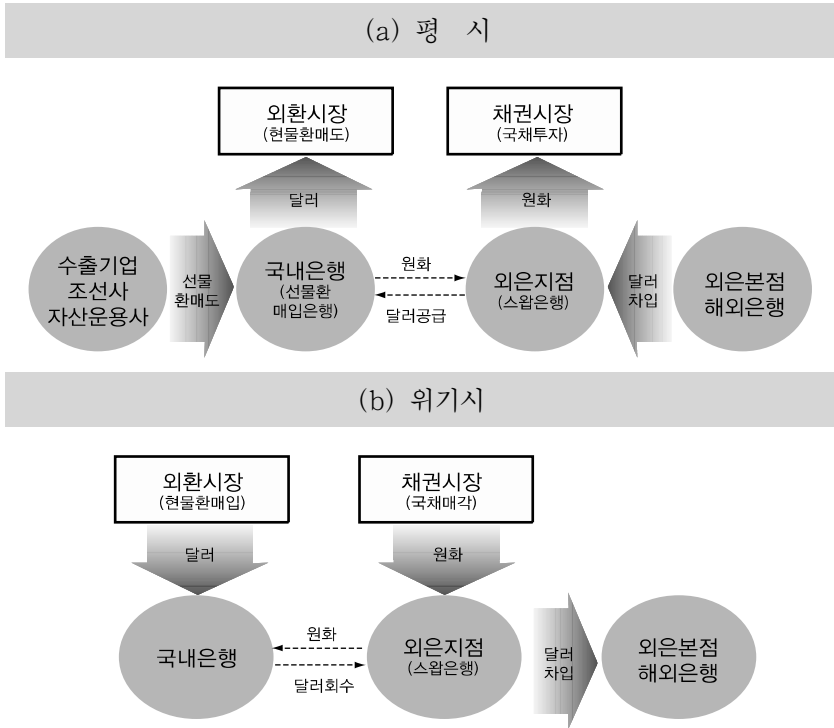
정책수단은 없는 실정이다.

64) 2008년 우리나라 외환시장 위기는 2006년부터 2007년 사이에 선물환 매입 등으로 인하여 급증한 국내은행과 외은 지점의 해외 차입금이 단기간에 대 규모로 유출되면서 발생한 외환유동성 위기였고, 그 이후에 선물환 포지션 규제 등이 도입되었다.

65) 기재부 보도자료, 「자본유출입 변동 완화방안」, 2010. 6. 14 참조

66) 이 결과 외채가 증가하게 된다.

[그림 V-2] 채권매도를 통한 외화자금 회수 과정



이와 같이 외국인 투자자금의 경우에 채권시장에서의 매각과 외환시장에서의 현물환 매입이 동시에 일어나면서 자본유출이 발생하는 만큼, 채권시장에서의 과세는 유예하고, 외환시장에서 환전이 일어나는 과정에서 과세를 하는 것이 주어진 목적을 달성하는 보다 효과적인 수단이 될 것이다. 따라서 외환거래세의 구체적인 부과 방안에 대하여 다음 절에서 살펴보기로 하겠다.

2. 외환시장

가. 외환시장 현황⁶⁷⁾

1) 외환 시장의 구조

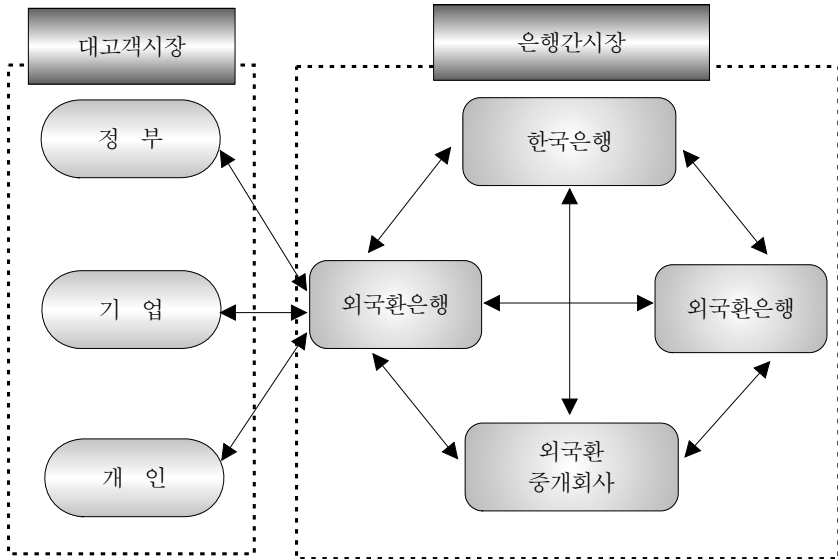
우리나라 외환시장에는 기업, 개인, 외국환 은행, 브로커 및 중앙은행 등이 다양한 목적을 가지고 참여하고 있다. 첫째, 기업, 개인 등의 고객들은 재화 및 서비스 거래의 목적으로 외환시장에 참가한다. 즉, 이들은 환율 변동에 따른 단기적인 환차익을 목적으로 외환 거래를 하기보다 무역 거래나, 해외송금, 여행 등 경제적인 활동에 필요한 외환을 거래하는 실수요자라고 볼 수 있다. 또한, 정부도 대외거래를 위하여 고객으로 외환시장에 참여하고 있다. 둘째, 외국환은행들은 고객의 거래상대로 그 역할을 수행하는 동시에 은행간 시장에서 자신의 외화포지션을 조정하면서 적극적인 외환거래를 한다. 또한, 단기적인 환율 전망을 통하여 환차익 획득을 위한 외환거래도 활발하게 한다. 셋째, 외환중개인들은 외국환 은행들 간의 거래를 중개해주는 역할을 하며 중개수수료를 받는다. 외환매매를 하는 외국환 은행들은 외환매매차익을 위하여 최적의 매도 및 매수가격과 같은 정보를 획득하는 데 많은 시간과 비용이 소요되므로 주로 중개회사를 통하여 외환매매 거래를 하고 있다. 마지막으로, 한국은행은 정부와 함께 외환당국으로서 외환시장의 안정을 위한 목적으로 경우에 따라 외환을 매매하기도 한다. 예를 들어, 원화의 가치가 급격하게 상승하는 경우 환율과 외환시장의 안정을 위하여 원화로 외환을 매입한다.

우리나라의 외환시장은 거래 참여자의 성격에 따라 은행간 거래가 이루어지는 은행간 시장과 기업, 개인과 같은 비은행 고객과 은행간에 거래가 이루어지는 대고객 시장으로 구분된다. 우리가 일반적으로 말하는 외환시장은 은행간 시장이며, 은행간 시장에는 외국환 은행, 외환중개기관,

67) 외환시장 현황에 대해서는 주로 한국은행(2010)을 참조하였다.

한국은행 등이 참여하고 있다⁶⁸⁾.

[그림 V-3] 외환시장의 구조



자료: 한국은행(2010), p. 101

우리나라는 2012년 말 기준 18개의 국내은행과 39개의 외국은행 국내 지점이 외국환은행으로 등록되어 은행간 현물시장에 참여하고 있다. 또한 2개의 증금사와 6개의 증권사가 외국환 중개회사에 등록하여 은행간 현물 시장에 참여하고 있다.

은행간 시장은 외환 중개회사를 통한 거래와 외국환 은행의 딜러 사이에 직접거래하는 시장으로 구분되어 있다. 외국환중개회사는 국내중개회사 2개와 외국인 중개회사 6개가 있다. 국내회사는 서울외국환중개와 한국자금중개가 있고, 외국계 회사로는 ICAP, Tullett Prebon, GFI, Nittan Capital, Tradition 및 BGC가 있다. 중개회사를 통한 거래는 주로 미국 달

68) 외환 거래는 거래소에서 이루어지는 장내거래와 거래소 밖에서 이루어지는 장외거래로 구분할 수 있는데 외환시장 거래는 통화선물과 통화옵션을 제외하고는 장외거래로 이루어진다.

러화가 매일 오전 9시부터 오후 3시까지 거래되고, 거래금액은 최소 1백만달러이다. 거래단위는 50만달러이고 결제일은 익일물결제제로 되어 있다. 주문방식은 외국환은행 달러가 전용 단말기를 이용하여 직접 매매주문을 입력하고 전자중개 시스템을 통하여 거래가 자동적으로 체결되는 방식과 전화주문 방식이 있다. 한편, 은행간 직거래는 주로 로이터(Reuters) 단말기의 딜링머신 등을 통해 달러간 가격 및 거래조건이 결정되고 있다.

2) 외환시장의 규모

한국은행에 따르면, 우리나라의 외환시장 거래규모는 2005년 일평균 거래량 207.8억달러에서 2011년 468.3억달러 규모로 크게 성장하였다. 같은 기간 현물환과 선물환 거래의 비중은 감소한 반면 외환스왑 거래의 비중이 크게 증가하였다.

2011년 말 기준 거래형태별 거래비중을 살펴보면, 외환스왑 거래와 현물환거래가 각각 41.1%와 40.8%로 대부분을 차지하고 있다. 이어서 선물환거래 15.9%, 통화스왑 1.6% 순이다.

〈표 V-17〉 우리나라의 거래 형태별 외환거래 비중

(단위: %, 억달러)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
현물환	46.6	46.7	45.6	40.5	36.5	39.6	40.8
선물환	17.4	18.6	17.6	19.5	14.9	15.6	15.9
외환스왑	31.1	28.4	29.9	34.3	46.3	42.8	41.1
통화스왑	2.4	3.2	3.9	2.3	1.7	1.5	1.6
통화옵션	2.6	3.1	3.0	3.4	0.6	0.6	0.6
합계	100.0 (207.8)	100.0 (273.0)	100.0 (406.5)	100.0 (486.7)	100.0 (380.8)	100.0 (418.9)	100.0 (468.3)

주: 1. 대고객 및 은행간 거래 포함

2. () 안은 일평균 총거래량

자료: 한국은행, 「외국환은행의 외환거래 동향」, 각 호.

경제규모(GDP)와 무역규모 대비 우리나라 외환시장의 거래규모는 상대적으로 낮은 것으로 평가되고 있다⁶⁹⁾. 국제결제은행(BIS)와 한국은행의 조사결과에 따르면, 2010년 4월 중 우리나라의 일평균 외환거래량은 438억달러로 GDP 대비 5.3%이다. 선진국들의 GDP 대비 일평균 거래량 15.9%보다는 크게 낮은 수준이나, 신흥 시장국 GDP 대비 일평균 거래량 3.4%에 비해서는 높은 수준이다. 우리나라 연간 무역규모 대비 일평균 거래량은 13.2%로 선진국들의 평균 32.4%에 비해 크게 낮은 수준이며, 신흥 시장국 평균 4.1%에 비해서는 3배 정도 높은 수준이다. 또한 세계 외환시장 일평균 거래규모는 4.0조달러이며, 우리나라가 차지하는 비중은 0.9% 수준으로 나타났다⁷⁰⁾. 그러나 연간 250일 기준으로 연평균 거래량/GDP 비율은 1,325%이며, 연평균 거래량/연간 무역규모는 3,300% 즉 33배에 이른다. 따라서 선진국의 수준에는 미치지 못할지 모르나, 실물경제 대비 외환거래량은 매우 높은 수준이라고 할 수 있다.

69) 한국은행(2010), p. 106

70) 국제결제은행(BIS)은 1989년부터 세계 주요국 중앙은행을 대상으로 3년마다 세계외환 및 장외파생상품 시장 거래규모를 조사하고 있다. 가장 최근 발표는 53개국을 대상으로 한 2010년 4월의 결과이다.

〈표 V-18〉 주요국 외환거래규모 비교¹⁾

(단위: 십억달러, %)

	구 분	일평균 거래량	일평균거래량/ GDP	일평균거래량/ 무역규모
2007년	한국	35.2	3.4	9.6
	선진국 ²⁾	169.3	13.6	23.8
	홍콩·싱가포르·룩셈부르크	155.6	104.6	45.2
	신흥시장국 ³⁾	7.7	3.1	3.0
	전체	79.3	12.8	13.6
2010년 ⁴⁾	한국	43.8	5.3	13.2
	선진국	201.3	15.9	32.4
	홍콩·싱가포르·룩셈부르크	179.0	109.2	53.7
	신흥시장국	8.9	3.4	4.1
	전체	95.4	14.4	18.3

주: 1) BIS 조사대상 53개국 기준

2) 선진국은 OECD 국가 중 한국·룩셈부르크·체코·헝가리·아이슬란드·폴란드·슬로바키아·터키·멕시코·칠레·이스라엘을 제외한 21개국

3) 체코·헝가리·폴란드·슬로바키아·터키·멕시코·칠레·이스라엘 등을 포함한 28개

4) GDP(명목기준) 및 무역규모는 2009년 수치

자료: 한국은행(2010), p. 106 재인용

3) 외환거래의 형태

외환시장은 외화의 거래가 이루어지는 시장인데, 엄밀하게는 외환시장과 외화자금시장을 구분하기도 한다. 외화자금시장은 금리를 매개로 하여 대출과 차입 등 외환의 대차거래가 이루어지는 시장을 말하며 외환스왑, 통화스왑, 외환콜시장 등이 대표적이다. 외화자금시장에 현물환과 선물환 시장, 통화옵션시장 등의 외환파생상품시장 등을 합하여 외환시장이라고 한다. 이들 거래 형태별 시장에 대하여 간략하게 살펴보기로 하자.

가) 현물환시장

현물환 거래란 외환시장에서 가장 일반적인 거래 형태로 외환거래 계약으로부터 2영업일 이내에 외환의 인수도와 결제가 이루어지는 거래이다. 현물환거래는 주로 실수요 매매, 투기적 거래 및 환리스크 관리 목적으로 발생한다. 먼저, 실수요 매매는 기업 및 개인 고객들이 수출입, 해외송금 및 해외투자를 위하여 수취하거나 지급할 외환을 외국환은행에 매각하거나 외국환은행으로부터 매수하는 것이다. 둘째, 투기적 거래는 미래의 환율에 대한 기대를 바탕으로 외환매매 차익을 추구하는 거래이다. 환율 상승을 예상할 경우에 외환을 매수하고 환율 하락을 예상할 경우 외환을 매도하여 차익을 실현하는 전략으로 거래를 하는 것이다. 그러나 외국환은행은 외환포지션 노출로 환위험에 직면하기 때문에 우리나라는 은행 경영의 건전성 유지 등의 목적으로 외환포지션 매입초과(over-bought) 또는 매도초과(over-sold) 상태로 노출시키는 규모를 규제하고 있다. 이런 포지션 규모에 대한 규제 때문에 포지션을 노출시키지 않기 위하여 일중에 매입과 매도 거래를 완결짓는, 투기 목적의 일중거래가 상당할 것으로 예상된다. 마지막으로, 환위험을 관리하기 위하여 외환거래를 한다. 즉, 외환포지션을 조정하기 위한 목적의 거래이다. 외환포지션은 일정시점의 외화자산과 부채의 차액을 말하며, 외화자산과 부채가 일치하지 않을 경우 환리스크에 노출되어 손익이 발생하게 된다. 외화자산이 부채보다 큰 매입초과 포지션인 경우에는 환율이 상승할 경우 이익이 발생하고, 반대로 외화자산이 부채보다 작은 매도초과 포지션인 경우에는 손실이 발생하게 된다.

〈표 V-19〉 현물환 거래량

(단위: 억달러, %)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
현물환	96.8 (46.6)	127.5 (46.7)	185.2 (45.6)	196.9 (40.5)	139.1 (36.5)	165.8 (39.6)	190.9 (40.8)
중개거래	45.2	63.6	82.5	78.1	58.3	76.6	90.6
전체 외환매매	207.8	273.0	406.5	486.7	380.8	418.9	468.3

주: 1. 일평균 기준
 2. 중개거래는 은행간 시장에서의 외국환중개회사 경유거래 기준
 3. 전체 외환매매는 현물환, 선물환, 외환스왑, 통화스왑 및 통화옵션 거래(대고객 및 은행간 거래 포함)
 4. () 안은 현물환거래 금액이 전체 외환매매 금액에서 차지하는 비중
 자료: 한국은행, 『외국환은행의 외환거래 동향』, 각 호.
 한국은행, 『외환시장 동향』, 각 호.

현물환 거래량은 2005년 이후 증가하다가 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 2009년에 크게 감소하였다. 2010년 금융시장이 안정되면서 거래량이 증가하였으며, 2011년 일평균 거래량은 190.9억달러를 기록하였다. 이는 전체 외환거래의 40.8%를 차지하는 수준이다. 현물환시장은 은행간 시장과 대고객 시장으로 구분할 수 있는데 이 중 은행간 시장에서 외국환중개회사를 통한 거래가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 현물환 거래 가운데 외국환중개회사를 통한 거래는 2011년 기준 90.6억달러, 은행간 직접거래와 대고객 거래는 100.3억달러로 나타났다. 서영경 외(2011)는 우리나라의 은행간 현물환시장에서 대형거래 및 가격안정을 주도하는 시장 조성자 역할을 하는 대형은행이 없고, 주로 외국환중개회사를 중심으로 거래가 이루어져 시장 충격발생 시, 거래의 쏠림현상과 환율 급변동이 빈번하게 발생한다고 지적하였다.

나) 선물환시장

선물환 거래는 계약일로부터 2영업일이 경과한 후 미래의 특정일에 외

환의 인수도와 결제가 이루어지는 거래이다. 선물환 거래는 선물환의 매도와 매입만 발생하는 outright forward 거래, 스왑거래의 일부분으로 나타나는 swap forward 거래로 구분된다. 그리고 outright forward 거래는 일반적인 선물거래와 만기일에 외환의 인수도 없이 차액만 결제하는 차액결제 선물환(NDF)으로 나누어진다.

선물환 거래는 목적에 따라서 환위험 관리를 위한 거래, 금리차익 거래, 투기 거래 등으로 나눌 수 있다. 먼저 환위험 관리를 위한 거래는 주로 수출입 기업들의 경상거래에 따른 환위험을 헤지하기 위한 거래이다. 둘째, 금리차익 거래는 현·선물환의 환율 차이가 통화간의 금리 차이와 괴리가 생길 때 환위험 없이 이익을 얻는 거래이다. 마지막으로, 투기적 거래는 미래의 환율에 대한 기대를 바탕으로 환율 상승을 예상할 경우 선물환을 매입하고 만기에 환율이 상승하면 현물환시장에서 높은 가격으로 매도하여 거래차익을 얻는 것이다.

선물환 거래량은 2005년 일평균 36.1억달러에서 2008년 95.1억달러로 크게 증가하였다가 글로벌 금융위기 여파 등으로 감소하여 2011년 74.6억달러를 기록하였다. 이는 전체 외환 거래의 15.9%를 차지하는 수준이다.

〈표 V-20〉 선물환 거래량

(단위: 억달러, %)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
선물환	36.1 (17.4)	50.8 (18.6)	71.6 (17.6)	95.1 (19.5)	56.8 (14.9)	65.2 (15.6)	74.6 (15.9)
중개거래	2.0	4.0	7.5	9.1	4.6	1.8	1.2
전체 외환매매	207.8	273.0	406.5	486.7	380.8	418.9	468.3

- 주: 1. 일평균 기준
 2. 중개거래는 은행간 시장에서의 외국환중개회사 경유거래 기준
 3. 전체 외환매매는 현물환, 선물환, 외환스왑, 통화스왑 및 통화옵션 거래(대고객 및 은행간 거래 포함)
 4. () 안은 현물환거래 금액이 전체 외환매매 금액에서 차지하는 비중
- 자료: 한국은행, 『외국환은행의 외환거래 동향』, 각 호
 한국은행, 『외환시장 동향』, 각 호

차액결제선물환(NDF)은 만기에 외환의 인수도 없이 약정환율과 만기일의 현물환율의 차액만큼 결제하는 거래로 일반선물환에 비해 레버리지 효과가 크다. NDF는 주로 미국달러로 결제가 되기 때문에 비거주자의 경우에 원화로 환전하지 않고 거래를 할 수 있는 장점이 있다⁷¹⁾.

국내 외국환은행과 비거주자의 NDF 거래량은 2005년 일평균 26.1억달러에서 2008년 94.3억달러로 크게 증가하였다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 거래량이 감소하면서 2011년 일평균 거래량은 61.3억달러 수준이다.

〈표 V-21〉 차액결제선물환(NDF) 거래량

(단위: 억달러)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NDF	26.1	42.2	62.3	94.3	48.7	54.4	61.3
전체 외환매매	207.8	273.0	406.5	486.7	380.8	418.9	468.3

주: 1. 일평균 기준

2. 국내 외국환은행과의 NDF(ND Swap 포함) 매입 및 매도 거래 합계 기준

자료: 한국은행, 『외환시장 동향』, 각 호

다) 외환스왑(foreign exchange swap)

외환스왑거래는 서로 다른 통화를 계약 시 현물환율로 교환하고 만기 시 약정한 선물환율로 원금을 재교환하는 거래이다. 외환스왑거래는 자금조달, 환위험 관리, 금리차익 획득과 투기 목적으로 거래가 발생한다. 먼저 자금조달을 위한 외환스왑 거래는 현재 보유하고 있는 통화를 빌려주고 필요한 통화를 조달하여 통화 간의 자금 과부족을 조절하기 위한 것이다. 둘째, 환위험 관리를 위해 외환스왑거래를 통하여 외화자금의 흐름을 일치시키거나 외환거래 결제일을 연장 또는 단축시킨다. 마지막으로, 현재의 스왑레이트와 국내외 금리차 간의 차이를 이용하여 재정거래를 통해

71) NDF는 주로 역외 외환시장에서 거래된다.

환위험 없이 금리차익을 추구하는 거래와 향후 국내의 금리차 및 장단기 금리차의 변동을 이용하여 수익을 얻는 투기적 거래가 있다⁷²⁾.

우리나라 외환스왑 거래량은 2005년 일평균 64.7억달러에서 지속적으로 증가하여 2011년 192.3억달러를 기록하였다. 전체 외환거래에서 차지하는 비중도 2005년 32.7%에서 2011년 41.1%로 증가하였다.

〈표 V-22〉 외환스왑 거래량

(단위: 억달러, %)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
외환스왑	64.7 (32.7)	77.5 (30.3)	121.6 (32.1)	166.9 (36.4)	176.2 (46.3)	179.2 (42.8)	192.3 (41.1)
중개거래	26.3	27.1	67.0	92.3	105.3	101.9	104.6
전체 외환매매	207.8	273.0	406.5	486.7	380.8	418.9	468.3

주: 1. 일평균 기준

2. 중개거래는 은행간 시장에서의 외국환중개회사 경유거래 기준

3. 전체 외환매매는 현물환, 선물환, 외환스왑, 통화스왑 및 통화옵션 거래 (대고객 및 은행간 거래 포함)

4. () 안은 현물환거래 금액이 전체 외환매매 금액에서 차지하는 비중(%)

자료: 한국은행, 『외국환은행의 외환거래 동향』, 각 호

한국은행, 『외환시장 동향』, 각 호

라) 통화스왑(currency swap)

통화스왑 거래는 서로 다른 통화를 계약시점 환율로 상호교환하고 일정 기간마다 외화변동금리(Libor 금리)와 원화 고정금리(CRS 금리)를 서로 지급하며 만기에 계약시점과 동일한 금액을 재교환하는 거래이다⁷³⁾. 외환

72) 재정거래차익을 추구하는 투자자들은 국제금융시장에서 외화자금을 조달하여 외환스왑거래를 통하여 원화로 전환하고 국내채권에 투자함으로써 국내의 금리차와 스왑레이트 차이에 해당하는 차익을 획득한다. 참고로, 스왑레이트는 (선물환율-현물환율)/현물환율이다.

73) 보다 세부적으로 통화스왑의 종류로는 currency swap(고정금리와 고정금리 교환), cross-currency swap(고정금리와 변동금리 교환), cross-currency basis swap(변동금리와 변동금리 교환)이 있는데, 이 중에서 cross-currency

스왑은 1년 이내의 단기거래에 활용되고, 통화스왑은 1년 이상의 장기거래에 활용되며, 외환스왑은 스왑기간 중 해당 통화에 대해 이자를 교환하지 않고 만기시점에 양 통화간 금리차이를 반영한 환율⁷⁴⁾로 원금을 재교환하나, 통화스왑은 계약기간 동안 이자를 매 3개월 또는 6개월마다 교환하고 만기시점에 처음 원금을 교환했을 때 적용했던 환율로 다시 원금을 교환한다는 점에서 차이가 있으나, 기능적인 면에서는 동일하다고 볼 수 있다.

우리나라 통화스왑 거래량은 2005년 일평균 4.9억달러에서 2008년 16.7억달러로 증가하였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 거래량이 감소하여 2011년 일평균 거래량은 7.5억달러 수준에 머무르고 있다. 이는 금융시장의 불확실성이 증가하여 장기자금 조달비용이 증가한 결과로 볼 수 있다.

〈표 V-23〉 통화스왑 거래량

(단위: 억달러, %)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
통화스왑	4.9 (2.4)	8.7 (3.2)	15.8 (3.9)	16.7 (3.4)	6.6 (1.7)	6.3 (1.5)	7.5 (1.6)
전체 외환매매	207.8	273.0	406.5	486.7	380.8	418.9	468.3

주: 1. 일평균 기준

2. 전체 외환매매는 현물환, 선물환, 외환스왑, 통화스왑 및 통화옵션 거래(대고객 및 은행간 거래 포함)

3. () 안은 현물환거래 금액이 전체 외환매매 금액에서 차지하는 비중(%)

자료: 한국은행, 『외국환은행의 외환거래 동향』, 각 호

나. 환율 변동성과 자본유출입

1) 원/달러 환율과 변동성

우리나라 원/달러 환율은 2005년부터 1,011원에서 2007년 936원으로 완

swap이 일반적이다.

74) 계약시점의 선물환율

만하게 하락하였으나, 2008년 글로벌 금융위기로 금융시장이 불안해지면서 급등하기 시작하여 2009년 중에는 최고 1,570원까지 상승하였다. 2010년부터는 우리나라 경제의 빠른 회복으로 인한 외국인 증권투자자금 유입 등으로 인하여 환율이 하락하기 시작하였고, 2011년 7월에는 환율이 1,050원까지 하락하였다.

〈표 V-24〉 원/달러 환율 변화 추이

(단위: 원, %)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
원/달러 ¹⁾	1,011.6 (+2.3)	929.8 (+8.8)	936.1 (-0.7)	1,259.5 (-25.7)	1,164.5 (+8.2)	1,134.8 (+2.6)	1,151.8 (-1.5)
(평균) ²⁾	1,024.1 (+11.7)	955.1 (+7.2)	929.2 (+2.8)	1,103.4 (-15.8)	1,276.4 (-13.6)	1,156.0 (+10.4)	1,108.0 (+4.3)
(최고) ³⁾	1,058.8 <1.6>	1,008.0 <1.2>	951.4 <3.5>	1,513.0 <11.24>	1,570.3 <3.2>	1,253.3 <5.26>	1,195.8 <9.26>
(최저) ³⁾	997.1 <4.29>	913.8 <12.7>	900.7 <10.31>	935.8 <1.5>	1,153.0 <11.18/ 12.4>	1,104.1 <4.26>	1,050.0 <7.27>
원/100엔 ⁴⁾	856.1 (+17.9)	783.0 (+9.3)	828.3 (-5.5)	1,396.3 (-40.7)	1,264.7 (+10.4)	1,393.1 (-9.2)	1,481.4 (-6.0)

주: 1) 원/달러는 기말 증가 기준, () 안은 전기말 대비 절상(+), 절하(-)율

2) () 안은 전기 평균 대비 절상(+), 절하(-)율

3) < > 안은 일자

4) 외환은행 고시 대고객 매매기준율

자료: 한국은행(2010), p. 131

한국은행 경제통계시스템 환율

원/달러 환율의 변동성을 살펴보면, 전일 대비 변동폭이 2005년 3.1원에서 2007년 2.1원까지 하락하였다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 금융시장이 불안정해지면서 2008년 변동폭은 12원으로 크게 증가하였다. 2009년부터 변동폭이 축소되어 2011년 5.6원 수준으로 감소하였지만, 여전히 금융위기 이전 수준보다는 높은 모습을 나타내고 있다. 이는 글로벌 금융위기 이전보다 2배 이상 높은 수준이다.

서영경 외(2011)에 따르면, 우리나라의 환율 변동성은 주요 25개국의

통화와 비교했을 때 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 2007년부터 2010년까지의 환율 변동성을 비교한 결과 우리나라는 평상 시에는 변동성이 G20국가의 평균보다 조금 높은 수준이었으나, 금융시장 불안정 시에 변동성이 매우 높은 것으로 나타났다. 2007년부터 2008년 9월 리먼사태 이전에는 0.34%로 G20국가 중에 10위를 차지하였다. 한편, 리먼사태 직후인 2008년 9월부터 2009년 3월 기간 동안의 환율 변동성은 1.69%로 3위를 차지하였다.

〈표 V-25〉 원/달러 환율의 변동성

(단위: 원, %)

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
전일 대비 변동폭 ¹⁾	3.1	3.2	2.1	12.0	9.4	6.92	5.67
일중 변동폭	4.7	4.6	3.0	18.3	14.6	9.46	7.19
전일 대비 변동률 ²⁾	0.30	0.33	0.22	0.99	0.71	0.60	0.51
일중변동률 ³⁾	0.46	0.48	0.32	1.50	1.10	0.81	0.64

주: 1) 일평균 기준

2) 전일 대비 변동률은 (금일종가-전일종가)의 절대값/전일종가 × 100(%)

3) 일중변동률은 (일중최고가-일중최저가)/당일 평균환율 × 100(%)

자료: 한국은행(2010), p. 132

한국은행 경제통계시스템 환율

우리나라의 환율 변동성이 상대적으로 큰 이유는 자본유출입의 변동성이 매우 높고, 외환시장의 규모에 비해 거래구조가 선진화되지 못하여 시장충격 발생 시 쏠림현상이 발생하고 유동성이 급격히 감소하는 문제가 발생하기 때문이다. 또한 우리나라는 북한문제 등 지정학적 위험을 가지고 있는 것도 환율 변동성이 큰 이유 중 하나로 작용하고 있다.

2) 자본 유출입 현황

자본이동은 국가 간의 금융거래를 말하며 자본 유입과 자본 유출로 구분할 수 있다. 자본 유입은 외국인의 국내투자이며 자본 유출은 내국인의

해외투자이다⁷⁵⁾. 우리나라를 포함한 신흥국가들의 경우 자본 유입의 규모가 자본 유출에 비해 크고 자본유입은 대외충격의 발생요인으로 작용하고 있다. 외국인의 국내투자는 자본의 형태에 따라 직접투자, 증권투자(주식 및 채권), 은행차입 등이 있다.

외국인의 주식투자자금은 2006년부터 순유출을 기록하여 금융위기가 발생한 2008년에는 가장 큰 폭의 순유출을 기록하였다. 금융위기 이후 우리나라 경제의 빠른 회복세로 인하여 주식투자자금은 2010년까지 순유입되었다가 2011년 그리스 재정위기 등의 이유로 다시 순유출되었다. 한편 채권투자자금은 2006년 이후 순유입되고 있으며 2011년에는 230.2억달러를 기록하였다.

예금취급 금융기관의 차입은 2006년부터 2007년 사이에는 크게 유입되었으나 금융위기가 발생한 2008년에는 267억달러가 유출되었다. 특히 단기 차입금이 261억달러 유출되면서 외환시장이 급격히 불안정해졌으며 환율 변동폭이 크게 증가하였다. 2009년 이후부터 2012년 1사분기까지는 단기차입금은 순유출되고 있으며, 장기 차입금은 순유입되었다. 한편 2012년 2사분기에는 단기차입이 52.3억달러 유입되었다(〈표 V-26〉 참조).

〈표 V-26〉 외국인 자본 유입

(단위: 억달러)

구 분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 1/4	2012. 2/4
직접투자	35.9	17.8	33.1	22.5	10.9	46.6	-9.2	28.5
주식투자	-83.9	-287.3	-336.2	248.6	236.1	-74.8	98.8	-38.6
채권투자	164.5	591.1	77.3	234.4	200.6	230.2	104.3	18.1
예금취급기관 차입	449.1	401.3	-267.3	72.6	-114.8	67.6	5.9	54.2
장기	23.5	66.1	-6.3	40.7	36.1	148.0	27.0	1.9
단기	425.7	335.2	-261.1	32.0	-151.0	-80.4	-21.1	52.3

주: 국제수지기준, (-)는 순유출을 의미
자료: 한국은행 경제통계시스템 국제수지 자본·금융계정

75) 물론 투자환수의 경우에는 반대방향으로 나타난다.

외국인의 증권투자 보유금액은 2009년 이후 꾸준히 증가하여 2008년 금융위기 전의 보유금액을 초과하였다. 2012년 2사분기 말 외국인의 증권투자 보유금액은 5,086억달러로 금융위기 이전의 최고치인 4,567억달러를 약 10% 정도 상회하고 있다. 외국인의 주식보유금액은 3,021억달러 수준이며, 채권보유금액은 2,065억달러를 기록하고 있다⁷⁶⁾. 한편 예금취급 기관의 차입은 2006년에서 2007년 사이에 크게 증가하였으나 2008년 금융위기로 감소하기 시작하였다가 2011년 이후 다시 증가하기 시작하여 2012년 2사분기 말 1,258억달러를 기록하고 있다.

〈표 V-27〉 외국인 투자 잔액

(단위: 억달러)

구 분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012. 1/4	2012. 2/4
주식투자	2,764	3,201	1,246	2,371	3,173	2,843	3,321	3,021
채권투자	760	1,366	1,275	1,545	1,718	1,939	2,062	2,065
예금취급 기관 차입	961	1,354	1,126	1,207	1,111	1,197	1,202	1,258
장기	84	133	133	175	221	381	410	415
단기	877	1,221	993	1,032	890	816	792	843

주: 국제투자대조표 외국인투자 기준

자료: 한국은행 경제통계시스템, 국제투자대조표 외국인투자부분

우리나라의 외국인 자본유입의 형태를 신흥국과 비교한 박하일 외 (2012)에 따르면, 신흥국가 전체의 주식과 채권투자 비중이 17.8% 수준이나, 우리나라는 68.6% 수준으로 매우 높게 나타났다. 즉, 단기 수익을 목적으로 하는 자본유입이 다른 신흥국에 비해 높은 것으로 볼 수 있다. 또한 우리나라의 차입이나 채권투자는 자본유입의 지속성이 짧고 주식투자

76) 〈표 V-15〉는 국내 상장채권의 외국인 보유 잔액이고, 〈표 V-27〉은 정부와 기업 등 국내거주자가 해외에서 발행한 채권에 대한 외국인 투자 잔액까지 포함한 금액이다.

는 유출입 규모가 커서 자본 유출입의 변동성이 신흥국 평균보다 높다고 지적하였다. 이윤석(2010)도 2008년 기준으로 우리나라의 자본유출입 변동성은 주요국 중 11위, 22개 신흥국 내에서는 6위 수준으로 매우 높다는 것을 보이고 있다.

〈표 V-28〉 주요국¹⁾ 및 신흥시장국²⁾ 대비 우리나라의 자본수지 변동성³⁾

	45개 주요국				22개 이머징 국가			
	2000	2005	2007	2008	2000	2005	2007	2008
자본수지	18위	41위	32위	11위	8위	21위	15위	6위
포트폴리오 투자수지	26위	41위	29위	20위	9위	20위	7위	5위
주식투자	17위	39위	10위	12위	3위	17위	2위	2위
채권투자	30위	38위	26위	20위	12위	17위	5위	3위
기타투자	18위	41위	39위	19위	3위	18위	16위	3위
은행	25위	30위	32위	14위	8위	9위	11위	2위

주: 1) 선진국(23개국) 및 이머징국가(22개국) 총 45개국

2) MSCI의 Emerging Market 25개국 중 중국·이집트·대만 3개국의 자료는 기타 국가들의 자료와 기준이 불일치한 관계로 제외하였음

3) 변동성은 월별 자본수지를 당해 GDP로 나눈 값의 연간 표준편차로 정의 자료: IFS, 이윤석(2010)에서 재인용

우리나라의 자본 유출입 변동성이 상대적으로 높은 이유는 우리나라의 자본시장의 개방도가 상대적으로 높고, 다른 신흥국에 비하여 거래 규모가 크고 유동성이 높아 외국인의 증권투자자금 이탈이 용이하기 때문이다. 현재 우리나라의 외국인 증권투자자금은 2008년 금융위기 이전의 수준을 상회하고 있어 이 자금이 갑작스럽게 유출될 경우 외환시장에 큰 충격을 줄 가능성이 높다. 따라서 외국인 증권투자자금의 급격한 유출입에 대비하기 위한 정책수단을 개발할 필요성이 있다.

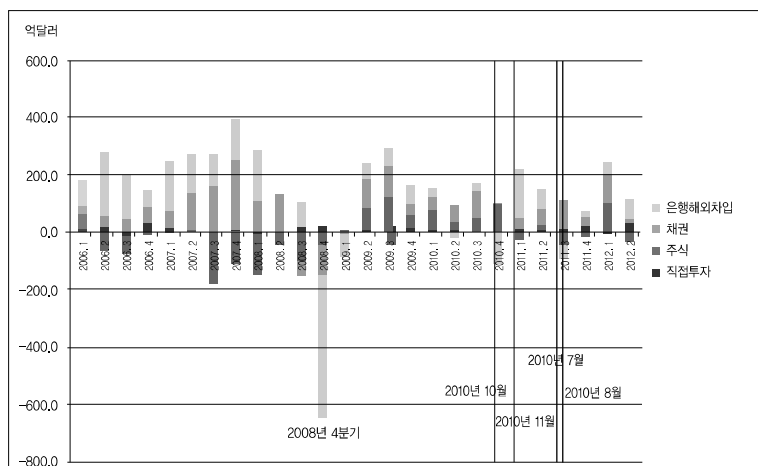
다. 현행 규제 제도

1) 최근의 자본 유출입 완화 관련 규제

2008년 글로벌 금융위기 중에 우리나라는 국내로 유입된 해외차입자금이 단기에 대규모로 유출되면서 외환 유동성이 부족하여 외환시장이 크게 불안해졌으며, 실물경제에도 적지 않은 영향을 미쳤다. [그림 V-4]에서 나타난 것처럼 리먼사태 직후인 2008년 4사분기에 급격하게 자본이 유출되었는데 은행의 해외차입금이 500억달러로 가장 많이 유출되었고, 채권투자자금이 106억달러, 주식투자자금이 43억달러 유출되었다. 이 기간의 대규모 자본유출이 외환 유동성 부족으로 이어져 환율 변동성이 크게 확대되었다.

최근에는 선진국의 저금리 추세와 양적 완화로 인하여 글로벌 유동성이 급증하면서 신흥국으로의 자본 유입이 가속화되고 있다. [그림 V-4]에서 보듯이 2009년 2사분기부터 우리나라 경제가 빠르게 회복되고 대외 신인도가 높아짐에 따라 외국인 투자자금이 주식과 채권시장에 다시 크게 유입되고 있다. 따라서 우리 정부는 급격한 자본 유출입에 따른 금융시장의 불안정성에 선제적으로 대응하기 위하여 선물환 포지션 규제, 외국인 채권투자에 대한 과세 환원, 외환건전성부담금 제도를 도입하여 시행하였다.

[그림 V-4] 외국인 분기별 자본 유입



주: 2010년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, 2011년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원, 2011년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, 2011년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템 국제수지

<표 V-29> 최근의 자본 유출입 변동성 완화 관련 규제

구분	주요 내용	시행
선물환 포지션 한도	<ul style="list-style-type: none"> ○ 외국환 은행의 선물환 포지션 한도를 자기 자본비율의 일정 비율 이내로 제한 - 선물환포지션은 선물, 외환·통화스왑, NDF 등 통화 관련 모든 파생상품을 포함 - 국내 은행: 50%, 외은 지점: 250% - 2011년 7월 1일: 국내 은행 40%, 외은지점: 200%로 변경 	2010년 10월 9일 (2010년 6월 13일 발표)
외국인 채권 과세 환원	<ul style="list-style-type: none"> ○ 외국인 채권투자자에 대한 이자(14%) 및 양도차익(20%)의 비과세 폐지(원천 징수 부활) 	2011년 1월 (2010년 11월 19일 발표)
외환건전성 부담금	<ul style="list-style-type: none"> ○ 은행의 비예금성 외화부채 잔액에 대하여 0.5% 한도 내에서 만기 등을 고려하여 부과 <ul style="list-style-type: none"> - 계약 만기 1년 이하 0.2% - 1년 초과 ~ 3년 이하 0.1% - 3년 초과 ~ 5년 이하 0.05% - 5년 초과 0.02% ○ 외화자금의 급격한 유입, 국제금융시장 불안정 등의 비상시에는 단기적(6개월 이내)으로 1%까지 부과가능 	2011년 8월 1일

자료: 기재부 보도자료, 「자본유출입 변동 완화방안」, 2010. 6. 14
 기재부 보도자료, 「외국환은행의 선물환포지션 한도를 20%씩 축소」, 2011. 5. 19
 기재부 보도자료, 「11. 8. 1일부터 외환건전성부담금 시행」, 2011. 8. 1

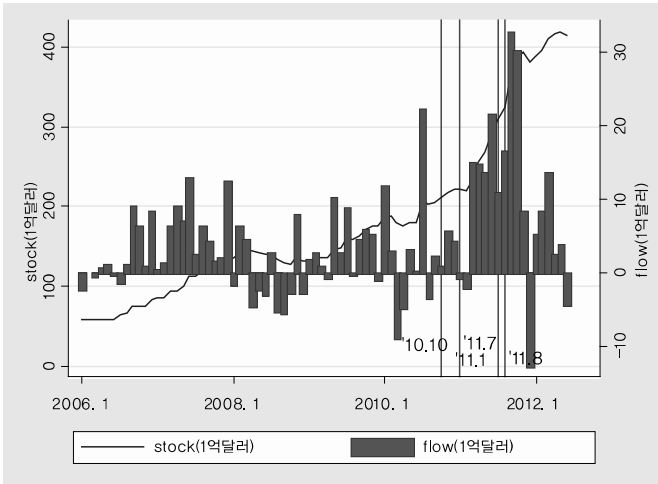
선물환 포지션 한도는 2010년 10월 은행의 과도한 단기 외화차입의 증가를 억제하기 위하여 선물환 매입 규모를 제한할 목적으로 도입하였다. 2007년 총외채 증가의 50%가 외국환은행의 선물환 매도에 의한 것으로 추정되었고, 2008년 글로벌 금융위기 시, 단기 외화차입의 급격한 유출이 우리 외환시장의 불안정성을 증가시킴에 따라 선물환 한도를 축소시켰다⁷⁷⁾. 이는 자기자본 대비 선물환 포지션의 한도를 설정하는 것으로, 도입 당시 국내 은행 50%, 외은 지점 250%로 지정하였고, 2011년 7월에 다시 국내은행 40%, 외은 지점 200%로 한도를 축소하였다.

2010년 12월에는 외국인 채권투자 자금의 급격한 유입이 채권시장의 변동성을 확대시키고, 외화 유출입 확대로 인하여 환율 변동성을 증폭시킨다는 것을 이유로, 2009년 5월부터 시행된 외국법인과 비거주자의 채권 투자에 대한 이자소득세 및 양도차익에 대한 법인 소득세 원천징수 면제 조치를 종료하였다.

외환건전성부담금 제도는 금융기관의 과도한 외화차입을 억제하기 위하여 전체 외화부채에서 외화예수금을 제외한 비예금성 부채 잔액에 대하여 일정액의 부담금을 부과함으로써 자본유출입의 변동성을 완화하기 위해 2011년 8월부터 시행하게 되었다. 이 제도는 해외차입 비용을 증가시켜 해외차입을 억제하는 동시에 요율을 만기별로 나눠 단기부채에 상대적으로 높은 요율을 적용함으로써 외화부채의 장기화를 유도하려는 목적도 있다. 이 부담금은 외화로 징수되어 외국환평형기금에 기존 재원과 분리하여 적립되고 위기 시 금융회사의 유동성 지원에 활용될 예정이다.

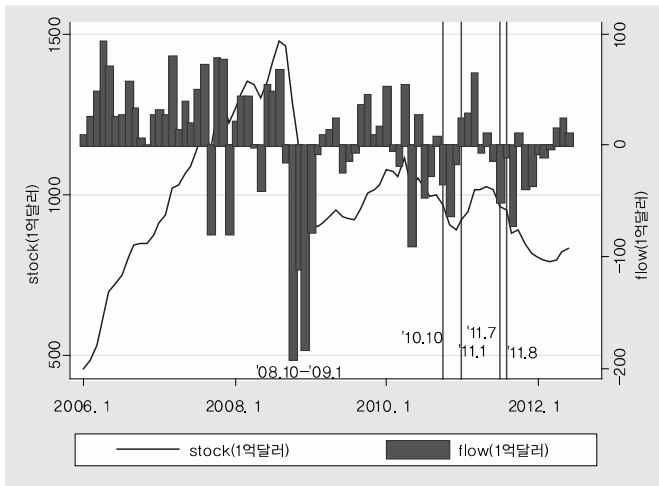
77) 2006년에서 2007년 사이에 1,953억달러의 총외채가 증가하였으며, 그 중 약 50% 정도가 외국환은행의 선물환 매입으로 추정되고 있다(기재부 보도자료, 「자본유출입 변동 완화방안」, 2010. 6. 14).

[그림 V-5] 예금취급 금융기관 장기차입



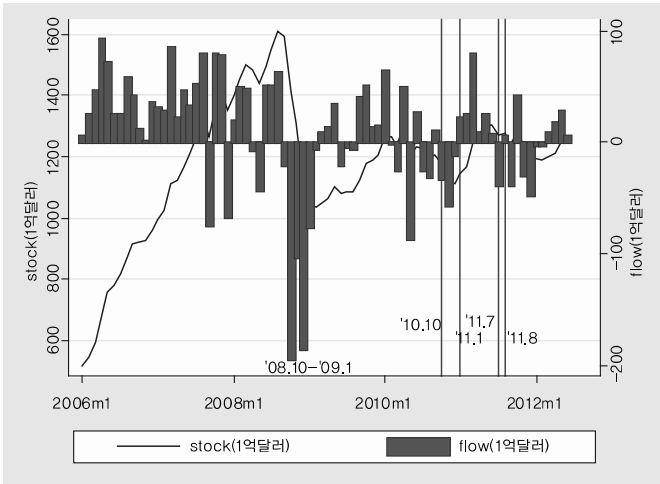
주: '10년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, '11년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원,
 '11년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, '11년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템

[그림 V-6] 예금취급 금융기관 단기차입



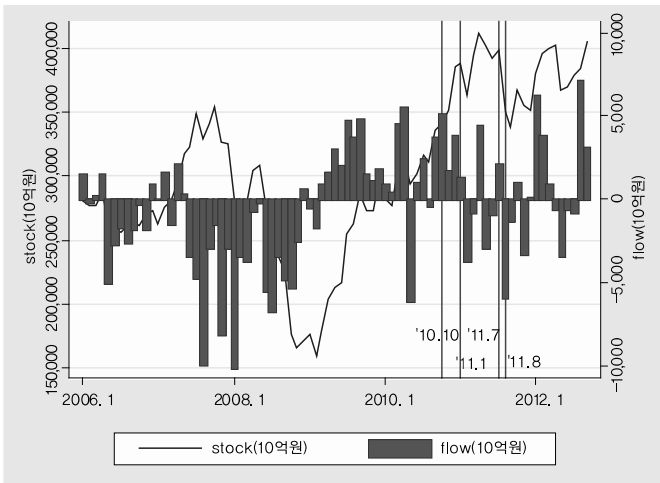
주: '10년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, '11년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원,
 '11년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, '11년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템

[그림 v-7] 예금취급 금융기관 총차입



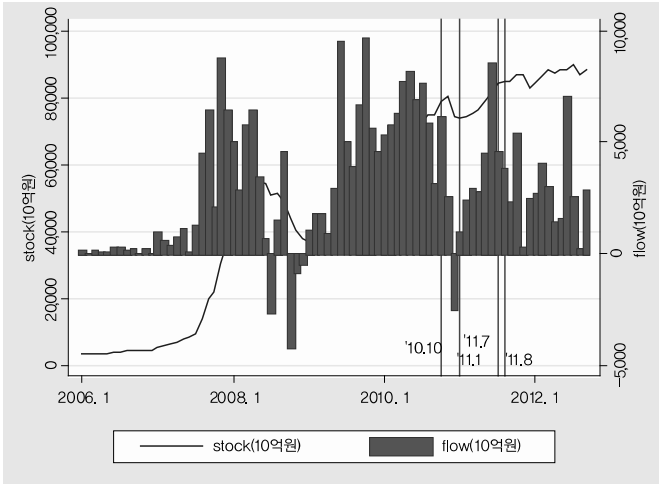
주: '10년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, '11년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원,
 '11년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, '11년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템

[그림 v-8] 외국인 주식투자



주: '10년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, '11년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원,
 '11년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, '11년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템

[그림 V-9] 외국인 채권투자



주: '10년 10월: 선물환 포지션 규제 시행, '11년 1월: 외국인 채권투자 과세 환원,
 '11년 7월: 선물환 포지션 한도 축소, '11년 8월: 외환건전성부담금 제도 시행
 자료: 한국은행 경제통계시스템

2) 최근의 자본 유출입 완화 관련 규제의 효과

외국환은행에 대한 선물환 규제 도입 발표(2010년 6월 13일) 이후 은행 부문의 선물환 포지션과 단기차입이 크게 감소하였다. [그림 V-6]에서 보듯이 외국환은행을 포함한 금융기관의 단기차입액은 2010년 11월까지 감소하다가 2011년 1월부터 다시 증가하였다. 2011년 7월 선물환 포지션 한도를 축소하면서 단기차입액은 2012년 2사분기까지 꾸준히 감소하였다.

2011년 8월에 도입된 외환건전성부담금 도입 이후 금융기관의 단기차입액은 2012년 5월까지 감소하다가 6월부터 8월까지 소폭 증가하였다. 한편 [그림 V-5]를 보면 장기외채규모는 선물환 포지션 한도 규제 및 외환건전성부담금 도입 이후 크게 증가하였다. 따라서 선물환 한도 규제와 외환건전성부담금 도입은 은행 부문의 단기외채 규모를 축소하고 장기외채의 규모를 증가시키는 긍정적인 효과가 있었다고 평가할 수 있다. 다만 제도가 도입된 지 얼마 되지 않아 각 규제별로 효과를 실증적으로 입증하기

는 힘들지만, 단기적으로는 두 규제가 은행의 단기외화 차입을 억제하는 데 일정한 역할을 한 것으로 보인다.

외국인 채권투자는 2010년 11월 과세조치 발표 이후에 일시적으로 순 유출되었으나, 과세조치 이후에도 글로벌 유동성의 증가와 우리나라 대외 신인도의 향상으로 인해서 꾸준히 유입되고 있다. 외국인의 채권투자 잔액은 2008년 금융위기 직전 수준보다 크게 증가하였는데, [그림 V-9]에서 볼 수 있듯이 금융위기 직전인 2008년 5월 55조원에서 2012년 9월 88조원으로 약 60% 증가하였다. 따라서 최근의 자본 유출입 완화 관련 규제들이 외국인 채권투자를 억제하는 데 효과적이지 않은 것으로 평가할 수 있다.

외국인 주식투자자자금은 현재 유출입 규제의 대상이 아니다. 그러나 외국인 주식투자 잔액의 규모가 크고 이 자금이 단기에 대규모로 유출되면 외환시장에 큰 충격을 줄 가능성이 있기 때문에 관심을 가질 필요가 있다. 외국인의 주식투자 잔액은 금융위기 전의 최고치를 넘었는데, [그림 V-8]에서 나타난 것처럼 외국인 주식투자 잔액은 금융위기 전인 2007년 354조원에서 2012년 9월 406조원으로 약 13% 증가하였다. 자본의 유출입을 완화하기 위한 선물환 포지션 한도 규제와 외환건전성부담금 제도는 은행의 단기차입을 억제하는 목적으로 도입이 되어 외국인의 주식과 채권 투자자금 유출입의 변동성 확대 가능성은 여전히 남아 있다.

지금까지 자본규제에 대해서 부정적으로 생각해오던 IMF(2011b)도 우리나라의 선물환 포지션 규제가 은행의 단기차입을 축소하는 데 일정부분 효과가 있었던 것으로 평가했다. 한편 채권투자 소득에 대한 원천징수 환원의 효과는 제한적인 것으로 평가하였다. 미국, 유럽의 대부분의 국가들이 우리나라와 이중과세 방지협약을 체결하고 있어 해당 국가의 투자자들에게는 추가적인 세부담이 없기 때문에 외국인의 채권투자에 주는 영향은 제한적이라고 설명하였다⁷⁸⁾.

IMF(2011b)는 3단계 자본유입 관리(Capital Flow Managements) 체

78) 2012년 3월 기준 우리나라와 이중과세 방지협약이 체결되어 시행하는 국가는 미국, 영국 등을 포함하여 79개국에 이른다.

계를 제시하였다. 제1단계에서는 금리, 통화, 재정, 외환보유고 등의 거시 정책으로 대응하는 것이다. 거시정책이 효과가 없을 경우에 제2단계로 내국인과 외국인을 차별하지 않는 규제를 사용하는 것이다. 제2단계에서 사용할 수 있는 규제에는 우리나라에서 시행된 외환건전성부담금 제도, 채권투자 소득에 대한 원천징수 등이 포함되어 있다. 이러한 일련의 조치에도 불구하고 효과가 없을 경우에 내외국인을 차별하는 정책을 한시적으로 활용할 수 있다고 제시하였다. 내외국인을 차별하는 정책으로는 외국인의 채권과 주식 투자자금에 대한 금융거래세 등이 있다.

최근 IMF(2012)는 한 걸음 더 나아가 기관 입장(institutional view)으로 위기시 자본통제의 정당성을 공식적으로 인정하였다. 지금까지 자본자유화의 파수꾼 역할을 하던 IMF 기준의 입장과 비교하면 엄청난 의미를 내포한 보고서라고 평가할 수 있다. 물론 이러한 입장 변화의 배경에는 과거 외환위기 당시 아시아 국가들에 대한 IMF 처방에 대한 비판과 최근 선진국들의 금융위기, 유럽의 재정위기에서의 경험이 깔려 있다. 선진국들의 양적 완화 정책으로 넘쳐나는 국제적 유동성으로 자국의 금융시장이 위협받고 있는 신흥국들의 입장에서는 스스로에게 보다 적합한 정책을 수립할 수 있는 여지가 넓어진 것이다.

라. 거래세 도입 타당성

외환시장은 대표적인 투기시장이라고 볼 수 있다. 국제적인 상품 및 서비스 거래의 결제에 필요한 외환거래의 규모에 비하여 현재 전 세계적으로 거래되고 있는 외환거래의 규모를 보면 알 수 있다. 2002년도에 이미 유럽의회의 평가에 따르면 연간 상품과 서비스 거래액이 4조 5천억달러인데, 이 금액은 외환시장에서의 일주일 거래액보다 적은 금액으로서 외환시장에서의 거래 대부분은 투기적 거래라고 지적하고 있다⁷⁹⁾. WTO(2011)에 따르면 2010년 기준 국제 상품 및 서비스 거래 금액은 약 36조

79) Spahn(2002), p. 9, 각주 18 참조.

달러로 세계 외환시장의 9일치 거래액에 불과하다⁸⁰⁾. 토빈이 토빈세를 제안한 것도 그 대상이 외환거래였고, 그만큼 외환시장에서의 투기적 거래는 과거부터 주목을 받아 왔다. 브라질이 최근에 자국으로 몰려드는 해외 자본의 규모를 통제하고자 외환거래를 비롯한 여러 가지 금융거래에 대하여 거래세를 부과한 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

우리나라의 외환시장도 앞서 살펴본 바와 같이 2010년 기준으로 외환시장에서의 연평균 거래량/GDP 비율은 1.325%이며, 연평균 거래량/연간 무역규모는 3.300%에 이른다. 이러한 비율은 선진국에 비해서는 낮다고 할 수 있으나 투기적인 거래 비중이 결코 적다고 할 수는 없는 실정이다. 또한 박하일 외(2012)에서 지적한 바와 같이 자본 유출입의 변동성이 신흥국 평균보다 높은 편이다.

따라서 외환시장에서의 거래세 부과는 투기거래의 억제와 세수 확보라는 거래세의 일반적인 부과 목적에 부합한다고 할 수 있다. 더욱이 우리나라와 같은 소규모 개방경제하에서 급격한 외화자금 유출입을 완화시키기 위한 방편으로서의 거래세 부과는 더욱 타당성을 인정받을 수 있다고 본다.

그러나 투기거래의 정도가 '지나친가(excessive)'에 대한 평가를 내리기는 쉽지 않다. 파생금융상품시장과 비교해 볼 때, 장내 파생금융상품시장의 경우 선진국들보다 투기거래를 나타내는 지표들이 훨씬 높은 데 비하여⁸¹⁾ 외환시장에서의 지수는 선진국들의 수준에 못 미치기 때문에 투기거래가 지나치다고 판단하기는 어렵다고 본다. 따라서 시장 전체적으로 투기거래가 현저하게 이루어지고 있다고 판단하기 어렵다면 외환시장에서 투기 억제를 최우선의 목적으로 거래세를 부과해야 할 긴박한 필요성은 다소 떨어진다고 본다. 외환시장이 기본적으로 개인 등이 참여하는 대고객시장보다는 은행간시장, 즉 도매시장이 주축이 된다는 점도 파생금융상품시장과 다른 점이다⁸²⁾.

80) 일평균 외환거래액은 약 4.0조달러이다.

81) 제3절에서 보다 자세히 설명하고 있다.

82) 2011년 기준 대고객시장의 일평균 거래량은 74억달러, 은행간시장의 일평균

결과적으로 투기 억제 목적보다는 우리나라 금융시장의 안정이라는 측면에서 거래세 부과 타당성을 생각할 수 있다. 우리나라에 유입되는 헤지펀드를 비롯한 해외 포트폴리오 자금들은 투기적인 목적을 가지고 있다. 이러한 자금들이 급격하게 대량으로 유출입될 경우에 우리나라의 금융시장이 커다란 영향을 받게 된다는 것은 자명하다.

자본 유출입의 변동성을 완화하기 위하여 선물환 포지션 규제와 외환건전성부담금 제도를 도입한 바 있는데, 추가적으로 외환시장에 거래세를 부과하는 것이 타당한가? 2010년과 2011년에 걸쳐 도입된 이러한 제도들이 자본 유출입 변동성 완화에 일정 부분 효과를 보고 있다고 평가할 수 있다. 그러나 선물환 포지션 규제와 외환건전성부담금 제도는 금융기관의 단기 외화차입 억제에 정책의 초점이 맞추어져 있다고 할 수 있다. [그림 V-7]을 보면 동 제도 도입 후에 줄어들고 있던 단기외채가 2012년 2사분기에는 다시 약간의 증가세를 보이고 있다. 그러나 그렇다고 해서 이들 제도의 효과에 대하여 아직 단정적인 평가를 내리기는 이르다고 본다. 다행히 금융위기 이후 유럽의 재정위기 등으로 외부 경제 여건이 좋지 않은 가운데에서도 국내 금융시장에 충격을 줄만한 자본 유출입이 아직 발생하지는 않았으나, 위기시를 대비한 추가적인 대책의 마련은 필요하다고 판단된다. 앞 절에서 지적한 바와 같이 선진국들의 양적 완화 정책 때문에 외화 포트폴리오 자금이 최근 우리나라로 대거 유입되고 있어서 환율에도 영향을 줄 뿐 아니라, 외부요인에 의하여 언제 대규모로 다시 우리나라 자본시장에서 빠져나갈지 모르기 때문이다.

우리나라 자본시장에 투자되는 자금의 급격한 유출입을 방지하기 위한 목적이라면 채권시장보다는 외환시장에 거래세를 부과하는 것이 효과적일 것이다. 브라질의 경우에도 이러한 목적에서 금융거래세를 부과하였으며, 우리나라의 원화도 국제통화가 아니기 때문에 외환거래세를 부과한다는 이유만으로 거래 자체가 다른 나라로 빠져나갈 가능성은 없다. 외환시장에서 토빈세를 부과한다면 급격한 자본 유출입을 완화하기 위한 보완적

거래량은 394.3억달러로 은행간시장 거래가 대고객시장 거래의 5배를 초과한다.

인 수단으로서 다음 항에서 보는 바와 같은 방식으로 도입하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

마. 영세율 2단계 토빈세의 도입

토빈세는 여러 나라에서 동시에 부과하는 것이 가장 이상적일 것이다. 그러나 관련 당사국들의 금융시장의 규모나 발달 정도, 외환거래량 등 서로가 처한 상황이 다름을 고려하면 전 세계적인 합의를 이끌어내는 것이 쉽지 않고, 이는 토빈세 도입을 어렵게 하는 요소가 되기도 한다.

최근 EU에서의 논의가 새로운 국면을 맞고 있다. EU 차원에서의 금융거래세 도입이 일부 회원국들의 반대로 난항을 겪고 있는 가운데, 독일과 프랑스를 중심으로 한 11개국이 먼저 금융거래세를 도입하기로 2012년 10월 9일에 합의하였다⁸³⁾. 독일과 프랑스 중심의 도입 지지국들은 27개 회원국의 동의를 받지 못할 경우에 9개 이상의 회원국이 찬성하면 그들만의 그룹으로서 금융거래세를 추진할 수 있는 EU 규정에 따라 도입을 결정하였다. 사실 룩셈부르크에서 개최된 EU 재무장관 회의 이전까지만 해도 9개국의 지지를 받지 못하였는데, 마지막 순간에 이탈리아, 스페인, 슬로바키아가 합류하기로 함으로써 11개국의 지지를 확보하였다⁸⁴⁾. 주식과 채권에 0.1%, 파생상품에 0.01%를 부과하기로 한 EU 차원의 금융거래세 초안이 그대로 적용될지는 아직 결정되지 않았다. 이러한 결정에는 독일의 역할이 중요하였는데, 메르켈 총리가 유로존의 새로운 재정준칙협약(fiscal discipline treaty)에 대한 야당의 지지를 호소하면서 그 대가로 EU 차원에서의 금융거래세 도입에 대한 협약을 이끌어내겠다고 약속하였기 때문이다. 보다 구체적인 진행상황에 대해서는 앞으로 더 살펴보아야 할 것이다.

이 시점에서 우리가 토빈세를 도입하는 것이 바람직한가? 일단 우리나라

83) Financial Times, *Financial transaction tax gains approval*, Oct. 9, 2012.

84) 나머지 8개국은 독일, 프랑스, 벨기에, 오스트리아, 포르투갈, 그리스, 슬로베니아, 에스토니아이다.

라의 원화가 국제통화가 아니기 때문에 토빈세가 도입된다고 해서 거래가 유출될 위험은 없다고 본다. 다만 유럽에서 논의되는 금융거래세의 부과 대상에 현물환(spot currency)이 빠져 있는데, 이것은 현물환에 대한 금융거래세를 자본자유화에 대한 제약이라고 보기 때문이다⁸⁵⁾. OECD 회원국인 우리나라에서 현물환에 과세하게 되면 자본자유화에 대한 역행적인 조치로 해석될 가능성이 높다.

따라서 이러한 점을 감안하여 본 보고서에서는 영세율의 토빈세를 제안한다. 즉, 평상시에는 외환거래에 대하여 낮은 비율로 세금을 부과하되, 자본의 급격한 유출입으로 인하여 환율이 급격하게 변하는 비상시에는 세율을 높이는 탄력세율 구조를 설계하는 것이다. 이러한 Spahn식의 2단계 토빈세(two-tier Tobin tax)⁸⁶⁾는 가장 현실적인 대안으로 지속적으로 제시되어 왔는데⁸⁷⁾, 영세율의 토빈세란 여기서 평상시의 낮은 세율을 0으로 하는 것이다. 이렇게 되면 평상시에는 외환거래에 대하여 세금을 부과하지 않기 때문에 자본자유화 규약에 대한 위반이 되지 않는다. 반면 자본의 급격한 유출입이 발생하는 위기시에는 OECD나 IMF와 같은 국제기구들도 주권국가들이 위기상황에 대처할 수 있는 예외적인 규제를 허용한다⁸⁸⁾. 따라서 당장 외환거래에 대하여 세금을 부과하지는 않더라도 위기시에 대비하여 이러한 틀을 만들어 두는 것이 중요하다.

일반적으로 급격한 외화유출입에 대하여 우려하는 것은 유입보다는 유출에 있다. 급격한 외화유입도 원화 가치의 급상승을 초래하여 수출경쟁력 등에 영향을 줄 수 있기 때문에 모니터링의 대상이 되지만, 급격한 외

85) <부록 1>은 EU에서 현물환 거래를 금융거래의 정의에 포함시키지 않아, 금융거래세 부과대상에서 제외된 것을 보여주고 있으며, <부록 2>에서는 현물환에 대한 과세가 자본자유화에 대한 규제라는 근거가 되는 EU 조약의 제 63조와 그 예외가 될 수 있는 제64조를 보여주고 있다. 제64조에서 제3국에 대해서는 예외를 적용할 수 있는데, 그럴 경우 국가간 차별문제가 제기될 수 있다.

86) Spahn(2002, pp. 13~14)은 개인적으로 토빈세의 부과가 자본자유화와 대립하지 않는다고 보았다.

87) 벨기제가 입법화한 토빈세도 이러한 구조이다.

88) 최근 발표된 IMF(2012) 보고서는 이러한 입장을 확인한다.

화유출은 환율에도 영향을 줄 뿐 아니라 외환의 부족을 초래하여 결제 및 신용위험을 높이는 등 금융시장에 더 큰 혼란을 줄 수 있기 때문이다. 반면 외화유입은 점진적인 방식으로 이루어지다가, 외부충격에 의하여 대규모의 외화유출이 갑자기 발생할 수도 있다.

점진적인 외화유입이나 외화유출은 경제의 펀더멘탈(fundamental) 요인에 의하여 발생한다고 보기 때문에 거래세가 이러한 유출입을 직접적인 정책 대상으로 삼는 것은 아니다. 즉 우리가 관심을 가지고 있는 것은 대규모의 유입이나 유출이 아주 짧은 기간에 갑작스럽게 일어나는 경우이다.

브라질의 경우에는 자국의 채권이나 주식에 투자하기 위하여 들어오는 자본을 직접 통제하기 위하여 유입 단계에서 금융거래세(IOF)를 부과한다. 따라서 여기서 제안하는 토빈세는 급격한 자본 유입과 유출을 억제하기 위한 목적에서 브라질의 금융거래세와 유사하지만, 외환시장에서의 거래를 대상으로 한다는 점에서 다소 차이가 있다.

외환거래세의 부과대상은 EU식으로 금융기관의 거래를 과세대상으로 한다. 이 방식을 통하면 차입방식을 통하지 않고, 외국의 투자회사나 펀드 등을 통하여 직접 유입되는 외화자금의 거래도 거래세 부과 대상이 된다. 반면, 정부나 수출입 기업, 개인의 외환거래는 거래세 부과대상에서 제외한다.

이러한 거래대상의 분류는 실수요와 개인의 소액거래 등에 대하여 거래세를 면제해주려는 취지인데⁸⁹⁾, 만일 이러한 거래대상의 구분으로 인하여 변칙적인 거래가 발생한다면 수출입기업에 대해서는 증빙서류를 첨부하게 하고, 개인의 경우에는 일정 금액 한도를 정하여 그 이하의 거래에 대해서만 거래세를 면제해주는 보완책을 생각할 수 있다.

구체적으로 Spahn식의 2단계 토빈세를 변형하여 다음과 같은 영세율 2단계 토빈세의 구조를 제안한다.

89) Tobin 교수의 당초 취지에도 부합한다.

- (1) 평시에는 0의 세율을 부과한다.
- (2) 비상시에는 높은 세율의 토빈세를 부과한다.

여기서 (1)은 현재 진행되고 있는 EU에서의 논의를 바탕으로 자본자유화 규정을 준수하기 위한 본 보고서의 제안이다. (2)에는 두 가지 구체적인 제안이 필요하다. 첫 번째, 비상시와 평시를 어떻게 구분할 것인가? 두 번째, 높은 세율의 정도는 어떻게 정할 것인가? 이들 문제에 대해서는 Spahn(2002)의 제안을 다음과 같이 우리 현실에 맞춰 조정하고자 한다.

첫째, 비상시는 다음과 같이 정의한다. 특정기간(예를 들어, 전일부터 과거 1주일~1달)의 이동평균(moving average)으로 환율을 계산하여, 당일에 거래되는 환율이 이러한 기준환율을 중심으로 일정 한도⁹⁰⁾ 이상 상승하거나 하락하는 경우를 비상시로 정의한다. 예를 들어 원/달러 환율이 기준환율 대비 5% 이상 상승 또는 하락할 경우, 외환거래 시스템에 내장된 프로그램을 통하여 자동으로 거래세가 부과되도록 한다. 상승이나 하락 모두 해당하기 때문에 갑작스러운 대규모 유입에 의하여 환율이 하락할 경우와 대규모 유출에 의하여 환율이 상승할 경우 모두 거래세 부과 대상이다. 즉, 유입이든 유출이든 대규모의 비정상적인 움직임에 대하여 세금을 부과하는 것이다. 거래세 부과 대상은 매입자와 매도자 모두를 대상으로 하며, 거래세 부과로 인하여 스프레드가 커짐으로써 비상시 거래를 가능한 억제하는 역할을 한다.

세금 부과 기준을 명확히 정하여 공표함으로써 비상시의 거래세 부과를 정책당국이 자의적으로 정하는 것이 아니고, 시장 상황에 따라 자동적으로 결정된다는 것을 분명히 할 필요가 있다. 외부의 근본적인 충격에 의하여 외국자본이 한꺼번에 빠져나간다면 거래세가 아니라 무엇으로도 이를 막을 방법은 없다. 토빈세는 거래비용을 높임으로써 부화뇌동(herd behavior)하는 자본의 움직임을 제어하는 효과가 있을 것이다. 예를 들면,

90) 기준이 되는 상·하한에 대해서는 정책당국과 실무부서와의 협의를 거쳐서 결정해야 할 것이다.

1997년의 외환위기 당시 우리나라가 처한 유동성 위협에 대한 판단이 제대로 이루어지지 않은 가운데, 외채의 만기 연장 불가 등으로 자본이 유출됨으로써 외환이 부족하게 되어 위기를 초래하였다. 근본적인 경제적 이유가 아니라 일시적 이유에 의한 자본의 유출이 있을 경우, 거래비용이 높아진다면 유출 움직임의 원인과 전망에 대하여 다시 한번 좀 더 냉철하게 판단하게 될 것이고, 그러한 면이 유출 움직임을 완화시키는 수단이 될 수 있다고 본다.

여기서 제안되는 2단계 토빈세는 영(0)의 세율을 적용함으로써 평시에는 특별히 세부담을 주지 않으면서, 비상시에 현존하는 제도적 장치들을 보완하는 역할을 하게 될 것이다. 당장 토빈세를 부과하지 않더라도 이러한 제도적인 틀을 미리 마련해두는 것이 중요하다.

둘째, 적정 세율에 대하여 명시적으로 제시하기는 쉽지 않으나, EU에서 제시하는 안을 참고로 할 수 있을 것이다. Spahn이 제시한 대로 특정 환율대(band)를 초과하는 부분에 대하여 100%의 세율을 부과하는 것에 대해서도 검토할 수는 있다. 예를 들어 환율대의 상한과 하한을 각각 5%로 정할 경우, 환율이 6% 상승했다면, 그 초과분인 1%에 해당하는 부분에 대하여 100%의 세금을 부과하는 것이다. 그러나 세율 100%의 경우에는 일정 한도 이상을 초과할 때의 이익을 모두 환수한다는 측면에서 거래세라기보다 양도차익과세에 가깝고, 징벌적인 성격을 지니고 있다. 또한 납세자의 입장에서 사전적으로 부과되는 세금의 규모에 대하여 예측하기 어려운 측면이 있기 때문에 거래세 세율로서 부적절하다고 본다.

그보다는 비상시 토빈세가 발동되었을 경우, 거래 건당 전체 거래금액에 대하여 적정세율로, 예를 들어 0.1~0.5% 정도의 세율을 부과하는 방안을 제시할 수 있다. (2)에서의 높은 세율이라는 것은 위에서 살펴본 바와 같이 Spahn이 거래금액의 일부를 과세표준으로 하는 대신 징벌적인 세율을 부과하자는 측면에서 제시된 것이다⁹¹⁾. 그러나 전체 거래금액을 과세표준으로 할 경우 0.1~0.5% 수준이면 상당히 높은 세율이라고 볼 수

91) Spahn(2002) 자신은 이러한 세율을 징벌적이라고 보지 않는다.

있을 것이다. 세수규모는 일정 한도를 벗어났을 경우에만 부과하는 것이기 때문에 미리 예상하기는 어렵다.

토빈세 부과와 일차적인 목적은 세수보다는 급격한 자본 유출입의 완화에 있으나, 다음과 같이 재정비용을 감소시키는 부수적인 장점도 있음을 지적하고자 한다. 외환시장에서 환율의 급격한 변동이 있을 중앙은행이 시장 참여자로서 이를 완화하는 역할을 하게 된다. 그러나 중앙은행의 외환시장 개입에는 많은 비용이 들어간다. 중앙은행이 환율의 급격한 변동을 막기 위해 외환시장에 개입하는 경우에는 추세에 맞서야 하기 때문에 불리한 가격조건에서의 개입이 되기 마련이다. 전주성(2009)은 정부의 외환시장 개입은 일반적인 인식보다 훨씬 크고 변동성이 높은 재정비용을 수반한다는 것을 다음과 같이 지적하였다. 외평채의 경우 외화자산을 동반하는 금융성 채무라는 점이 부각되었고, 외평기금의 경우 금융활동을 수반한다는 이유로 통합재정수지에 포함되지 않는다. 그러나 외평기금이 구조적 적자를 보이는 경우 이를 보전하는 과정에서 재정비용이 발생한다. 외평채로 조달한 자금 중 외평기금 적자 보전을 위해 사용된 부분은 적자성 채무로 간주할 수 있다. 이렇게 계산할 경우, 기존의 관리대상 재정수지가 2000년대 대부분의 연도에 이미 적자인 상태에서 20% 이상 추가적으로 악화되는 것으로 나타났다. 또한 적자성 채무가 2008년 기준으로 국가채무 대비 49.7%인 153.7조원으로까지 증가한다. 그리고 정부의 NDF 시장을 통한 외환시장 개입은 2003년부터 2008년까지 7.9조원의 누적손실을 기록하였다. 통화안정증권의 비용도 한국은행 수지 적자는 필요시 정부재정으로 보전한다는 것을 감안하면 준재정적 성격을 가진다. 외평채와 통화안정증권이 동일한 비용 및 수익구조를 가진다는 가정하에 통화안정증권의 누적손실규모를 추정해 보면 GDP의 약 4% 수준에 이른다. 즉 정부의 외환시장 개입이 가져오는 재정비용이 매우 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 시장개입으로 인한 직접적인 외환소요비용을 생각하면 토빈세를 통한 안정화는 추가적인 정책수단을 제공함으로써 비용을 투기자본에 전가하고 어렵게 축적한 외환을 절약할 수 있는 장점을 가지고 있다.

3. 파생금융상품시장

가. 파생상품시장 현황⁹²⁾

1) 파생상품 상장 현황

우리나라의 파생상품시장에는 1996년 5월 KOSPI 200 선물이 상장되었다. 이후 총 20개의 상품이 상장되었으나 그 후 5개의 상품이 상장폐지되어 현재 15개 상품이 상장 거래 중이다. 주가지수, 주식, 금리, 통화, 일반상품 등을 기초자산으로 12개의 선물상품과 3개의 옵션상품이 상장되어 있는데, 이 중 거래가 가장 활발한 KOSPI 200 선물은 1996년, KOSPI 200 옵션은 1997년에 시장이 개설되었다. 정규 장 종료 이후 거래 편의를 제공하기 위하여 2009년 KOSPI 200 선물의 CME 연계거래가 개시되었으며 2010년에는 KOSPI 200 옵션의 Eurex 연계거래가 시작되었다.

1999년에는 금리, 통화 및 금에 대한 선물거래가 도입되었으며 2008년 개별 주식선물과 돈육선물, 2010년 미니금선물 등 상장상품이 점차 확대되었다. 반면 거래 부진을 이유로 CD 금리선물은 2007년 상장 폐지되었으며 증권시장 통합에 따라 코스닥50 선물과 옵션도 2005년에 폐지되었다. 또한 금리 파생상품에 대한 전반적인 구조 개편에 따라 3년 국채 선물옵션과 통안증권금리선물이 각각 2007년과 2011년에 상장 폐지되었다.

92) 파생상품시장 현황은 홍범교·박창균·유현영(2012)의 관련 내용을 정리한 것이다.

〈표 V-30〉 한국거래소 상장 파생상품

기초자산	선물	옵션
주가지수	KOSPI 200 스타지수	KOSPI 200 -
개별 주식	25개 주식	33개 주식
금리	3년 국채 5년 국채 10년 국채	- - -
통화	미국달러 일본엔 유로	미국달러
일반상품	돈육 금 미니금	-

자료: 한국거래소

2) 상품별 거래 현황

2011년 파생상품시장의 일평균 거래량은 1,512만 계약, 거래대금은 56.66조원을 기록하였다. 신규 상장 후 KOSPI 200 선물의 일평균 거래량과 거래대금이 각각 3,060%와 12,697% 증가하였으며, KOSPI 200 옵션의 경우 13,280%와 22,749%의 폭발적 성장세를 시현하였다. 3년 국채선물과 미국달러선물의 성장세 또한 괄목할 만한 것이었으나, 스타지수선물과 미국달러선물을 제외한 통화상품, 금선물의 거래는 상장 직후에 비하여 크게 위축되어 시장으로서 기능을 제대로 수행하기 힘든 정도이다. 최근 상장된 미니금선물과 돈육선물 시장의 거래도 부진을 면하지 못하고 있으며 5년 국채선물, 미국달러옵션, 주식옵션, 금선물은 거래가 전무한 실정이다.

결국 우리나라 장내파생상품시장에서는 KOSPI 200 선물과 옵션, 미국달러선물, 국채선물, 주식선물 등이 주요 거래 품목이라고 하겠다.

〈표 V-31〉 파생상품별 일평균 거래 규모

(단위: 계약, 억원, %)

상품명		상장 후 1년		2011년		성장률	
		거래량	거래대금	거래량	거래대금	거래량	거래대금
주가 지수	KOSPI 200선물	11,137	3,548	351,913	454,030	3,060	12,697
	스타지수선물	365	48	0.16	0.02	-99	-99
	KOSPI 200옵션	110,653	77	14,805,090	17,594	13,280	22,749
주식	주식선물	146,132	635	241,799	1,423	65	124
금리	3년 국채선물	6,305	6,237	137,662	142,599	2,083	2,186
	10년 국채선물	-	-	14,127	15,263	-	-
통화	미국달러선물	27,780	3,152	283,115	31,455	919	898
	엔선물	5,510	438	3,240	454	-41	4
	유로선물	4,325	554	828	127	-81	-77
일반 상품	돈육선물	55	2	56	2	-	-
	금선물	258	27	-	-	-	-
	미니금선물	727	39	727	39	-	-

자료: 한국거래소

거래주체별로는 주가지수상품의 경우 기관, 외국인, 개인이 비슷한 비중을 차지하고 있으며 통화나 금리상품의 경우 기관이 압도적인 비중을 차지하고 있다. 거래가 가장 활발한 KOSPI 200 지수 선물 및 옵션시장에서 개인투자자의 비중이 3분의 1가량을 차지하고 있다. 개인투자자의 비중은 2005년에 40%를 넘는 수준에서 다소 하락하였으나 파생상품시장의 특징을 감안할 때 여전히 매우 높은 수준이라고 할 수 있다. 높은 개인투자자 비중은 주식선물시장에서도 관찰되는 현상이다.

3년국채선물과 미국달러선물 시장에서 기관투자자의 비중은 각각 84.3%와 66.9%의 비중을 차지하고 있으며, 주요 상품 전반에 걸쳐 외국인 투자자의 비중이 증가하는 추세이다.

〈표 V-32〉 주요 파생상품별 투자자 비중

(단위: %)

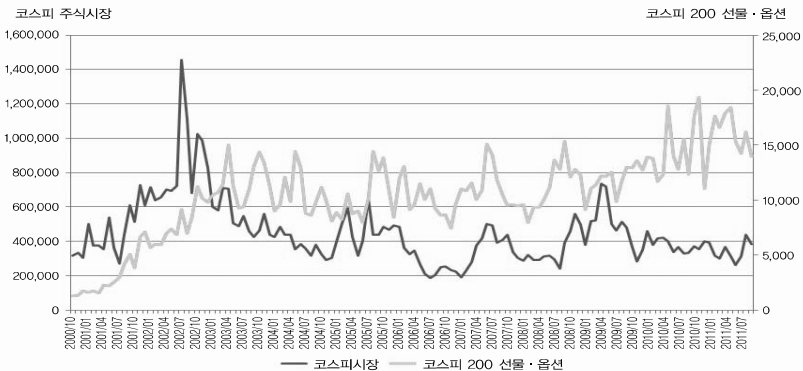
상품명	2005년			2011년		
	기관	외국인	개인	기관	외국인	개인
KOSPI 200 선물	32.3	23.7	44.0	35.4	31.4	33.2
KOSPI 200 옵션	42.8	14.4	42.8	29.7	38.4	31.9
주식선물	-	-	-	18.4	17.4	64.2
3년 국채선물	85.7	9.9	4.4	84.9	9.2	5.9
미국달러선물	82.1	8.4	8.5	69.7	15.5	14.8

자료: 한국거래소

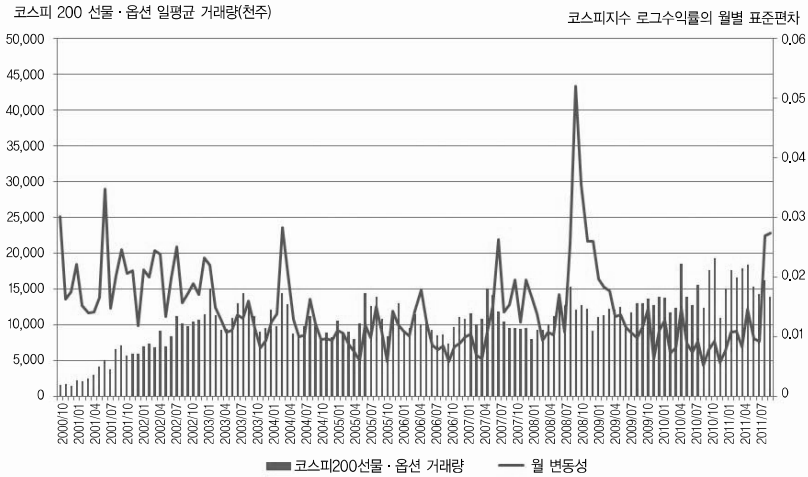
3) KOSPI 200 선물·옵션시장

2003년 이래 기초자산시장인 KOSPI시장의 거래는 정체되어 있는 반면 KOSPI 200 선물·옵션시장의 거래는 지속적으로 증가하는 모습을 보여 왔다. 2008년 하반기를 전후하여 글로벌 금융위기의 영향으로 변동성이 크게 확대된 것을 제외하면 현물시장의 변동성은 2000년대 전반에 걸쳐 하락하는 추세를 보이고 있으나 선물·옵션시장의 변동성은 전반적으로 증가하였다.

[그림 V-10] KOSPI와 KOSPI 200 선물·옵션의 일평균 거래량 추이



[그림 V-11] 현물 변동성과 KOSPI 200 선물·옵션의 일평균 거래량 추이



KOSPI 200 선물 및 옵션시장에서 최근 들어 개인의 비중이 대폭 감소하고 있으나 여전히 30%대의 높은 수준을 기록하고 있다. 선물시장에서는 2002년 53.1%이던 개인투자자 비중이 2007년에 35.9%, 2011년에 33.2%의 수준으로 감소하였다. 옵션시장에서도 2002년에 무려 65.8%에 달하던 개인투자자 비중이 2007년에 36.9%, 2011년에 31.9% 수준까지 하락하였다.

〈표 V-33〉 KOSPI 200 선물 및 옵션 일평균 거래량 및 비중 추이

(단위: 계약, %)

연도	선물(거래량 기준)			옵션(거래량 기준)		
	기관	개인	외국인	기관	개인	외국인
2002	63,566	93,227	18,896	2,073,368	5,098,414	573,398
	36.2	53.1	10.8	26.8	65.8	7.4
2003	71,999	138,639	41,203	3,923,993	6,294,588	1,270,183
	28.6	55.1	16.4	34.2	54.8	11.1
2004	64,955	108,588	49,786	3,862,558	5,056,336	1,207,843
	29.1	48.6	22.3	38.1	49.9	11.9
2005	56,908	77,439	41,752	4,354,064	4,362,322	1,465,147
	32.3	44.0	23.7	42.8	42.8	14.4
2006	65,617	75,779	47,292	4,570,785	3,657,124	1,547,082
	34.8	40.2	25.1	46.8	37.4	15.8
2007	74,441	69,646	50,052	4,729,297	4,060,761	2,225,569
	38.3	35.9	25.8	42.9	36.9	20.2
2008	101,947	99,216	66,715	4,077,151	4,004,976	3,073,011
	38.1	37.0	24.9	36.5	35.9	27.5
2009	133,623	112,541	82,361	3,841,812	4,015,001	3,688,601
	40.7	34.3	25.1	33.3	34.8	31.9
2010	150,062	93,663	101,944	4,925,879	4,692,584	4,690,625
	43.4	27.1	29.5	35.1	32.5	32.5
2011	124,503	116,777	110,633	4,394,459	4,726,853	5,683,778
	35.4	33.2	31.4	29.7	31.9	38.4

자료: 한국거래소

2010년 KOSPI 200 선물·옵션 거래량은 전체 파생상품 거래량의 96.3%를 점할 정도로 절대적 비중을 차지하고 있어, 우리나라의 파생상품 시장은 사실상 주가지수 파생상품시장으로 구성되어 있다고 간주해도 무리가 없을 것이다. 외국에서 거래가 활발한 이자율 파생상품이나 통화 파생상품의 거래는 극히 부진한 상태를 벗어나지 못하고 있다.

〈표 V-34〉 국내외 파생상품시장 구성 비율

(단위: 계약, %)

상품군	국내 파생상품시장						세계 파생상품시장	
	선물		옵션		합계		거래량	비중
	거래량	비중	거래량	비중	거래량	비중		
주가지수	86,763,037	38.4	3,525,898,562	100.0	3,612,661,599	96.3	7,413,788,422	33.3
개별주식	44,717,827	19.8	11,602	0.0	44,729,429	1.2	6,285,494,200	28.2
이 자 율	27,896,708	12.3	-	-	27,896,708	0.7	3,208,813,688	14.4
통 화	66,568,537	29.5	-	-	66,568,537	1.8	2,401,872,381	10.8
농 산 물	13,943	0.0	-	-	13,943	0.0	1,305,384,722	5.9
에 너 지	-	-	-	-	-	-	723,590,380	3.2
비철금속	-	-	-	-	-	-	643,645,225	2.9
귀 금 속	36	0.0	-	-	36	0.0	175,002,550	0.8
기 타	-	-	-	-	-	-	137,655,881	0.6
합 계	225,960,088	100.0	3,525,910,164	100.0	3,751,870,252	100.0	22,295,247,449	100.0

자료: KRX

2011년 KOSPI 200 선물은 8,730만건이 거래되어 전 세계 주가지수 선물상품 중 E-mini S&P 500(CME), DJ EURO STOXX 50(EUREX), RTS(RTS), S&P CNX NIFTY(NSE), NIKKEI 225 MINI(OSE)에 이어 6위를 차지하였으며, KOSPI 200 옵션은 36억 7,170만건이 거래되어 전 세계 주가지수옵션상품 중 가장 많은 거래량을 기록하였다. 세계 2위를 기록한 NSE의 S&P CNX NIFTY의 2011년 거래량은 8억 6,870만건에 불과한 것을 보면 1위와 2위 간의 격차가 매우 큰 것을 알 수 있다.

〈표 V-35〉 주가지수 파생상품시장 규모 국제 비교

(단위: 십만계약, %)

	순위	거래소	지 수	'07	'08	'09	'10	'11
주가지수 선물	1	CME	E-mini S&P 500	4,153 (61.0)	6,339 (52.6)	5,563 (-12.2)	5,553 (-0.2)	6,204 (11.7)
	2	EUREX	DJ EURO STOXX 50	3,270 (53.2)	4,323 (32.2)	3,334 (-22.9)	3,722 (11.6)	4,089 (9.8)
	3	RTS	RTS	342 (-)	875 (155.5)	1,500 (71.5)	2,247 (49.8)	3,778 (68.2)
	4	NSE	S&P CNX NIFTY	1,388 (97.5)	2,024 (45.8)	1,958 (-3.3)	1,564 (-20.1)	1,231 (-21.2)
	5	OSE	NIKKEI 225 MINI	491 (690.1)	954 (94.4)	1,047 (9.7)	1,251 (19.5)	1,179 (-5.8)
	6	KRX	KOSPI 200	478 (2.5)	664 (39.1)	831 (25.1)	868 (4.4)	873 (0.6)
	7	CME	Emini NASDAQ 100	953 (19.2)	1,087 (14.1)	780 (-28.3)	796 (2.1)	752 (-5.6)
	8	Turk DEX	ISE30	170 (672.1)	403 (137.0)	654 (62.1)	565 (-13.6)	546 (-3.4)
	9	CFFEX	CSI300	-	-	-	459 (-)	504 (9.9)
	10	EURONEXT	CAC40	504 (24.7)	492 (10.2)	419 (-14.8)	446 (6.2)	450 (9.8)
	전 체				17,352 (48.8)	23,782 (37.1)	21,706 (-8.7)	23,273 (7.2)
	순위	거래소	지수	'07	'08	'09	'10	'11
주가지수 옵션	1	KRX	KOSPI 200	27,098 (12.2)	27,665 (2.1)	29,210 (5.6)	35,259 (20.7)	36,717 (4.1)
	2	NSE	S&P CNX NIFTY	527 (181.8)	1,509 (186.3)	3,213 (112.9)	5,298 (64.9)	8,687 (64.0)
	3	EUREX	DJ EURO STOXX 50	2,514 (67.6)	4,009 (59.5)	3,002 (-25.1)	2,847 (-5.2)	3,692 (29.7)
	4	CBOE	S&P 500	1,581 (51.6)	1,790 (13.2)	1,549 (-13.5)	1,753 (13.2)	1,975 (12.7)
	5	TAIFEX	TAIEX	926 (-4.4)	928 (0.2)	721 (-22.3)	957 (32.7)	1,258 (31.5)
	6	EUREX	DAX	234 (363.1)	1,049 (14.3)	959 (-8.6)	751 (-21.7)	980 (56.9)
	7	TASE	TA25	945 (25.2)	815 (-13.8)	623 (-23.6)	706 (13.3)	871 (23.5)
	8	CBOE	CBOE Volatility	919 (49.6)	260 (11.2)	333 (28.2)	625 (87.4)	676 (-10.0)
	9	OSE	NIKKEI225	292 (2.5)	321 (10.1)	350 (8.9)	438 (25.2)	452 (3.2)
	10	EURO NEXT	AEX	162 (63.9)	275 (4.7)	247 (-10.4)	262 (6.1)	361 (58.6)
	전 체				39,907 (21.4)	41,237 (3.3)	42,774 (3.7)	51,116 (19.5)

주: () 안의 수치는 전년 대비 거래량 증감률

자료: Futures Industry Association

2011년 국가별 파생상품 거래동향을 비교해 보면, 우리나라 파생금융상품시장은 미국에 이어 세계 2위로서 전 세계 거래량의 15.7%를 차지하고 있는데, 이러한 수준은 금융 중심국가인 영국(5위)의 2.6배에 달하는 수준이다.

〈표 V-36〉 국가별 파생상품 거래동향(2011년)

(단위: 백만계약, %)

순위	국 가	'07	'08	'09	'10	'11	
							비중
1	미 국	6,091 (32.5)	6,954 (14.2)	6,315 (-9.2)	7,121 (12.8)	8,119 (14.0)	32.5
2	한 국	2,776 (12.2)	2,867 (3.3)	3,103 (8.2)	3,752 (20.9)	3,928 (4.7)	15.7
3	인 도	484 (66.6)	721 (49.0)	1,333 (85.0)	2,738 (105.4)	3,791 (38.5)	15.2
4	독 일	1,900 (24.4)	2,165 (14.0)	1,687 (-22.1)	1,897 (12.4)	2,043 (7.7)	8.2
5	영 국	927 (33.4)	1,076 (16.0)	1,246 (15.8)	1,495 (20.0)	1,506 (0.7)	6.0
6	브라질	794 (39.0)	742 (-6.5)	920 (24.1)	1,422 (54.5)	1,500 (5.5)	6.0
7	중 국	452 (69.0)	781 (72.7)	1,177 (50.7)	1,683 (42.9)	1,195 (-29.0)	4.8
8	러시아	229	371 (62.0)	494 (33.0)	656 (32.9)	1,099 (67.5)	4.4
9	일 본	258 (18.4)	316 (22.5)	312 (-1.4)	376 (20.6)	398 (6.0)	1.6
10	호 주	116 (15.4)	95 (-18.4)	82 (-13.3)	106 (29.4)	225 (111.8)	0.9
전	체	15,483 (30.3)	17,668 (14.1)	17,709 (0.2)	22,298 (25.9)	24,974 (12.0)	100.0

주: () 안은 전년 대비 증가율
자료: 한국거래소

나. 우리나라 파생상품시장의 투기적 성향⁹³⁾

1) 경제규모와 파생상품시장

현물시장 규모나 경제 규모에 비하여 우리나라의 주가지수 파생상품시장 규모는 매우 큰 것으로 나타난다. 2010년 주식시장 시가총액 대비 주가지수 파생상품 거래금액 비율은 KOSPI 200 선물 785%, KOSPI 200 옵션이 6,402%로 다른 나라에 비하여 월등하게 높은 수준이다. 독일-스위스(선물: 765.3%, 옵션: 142.4%), 대만(선물: 187%, 옵션: 148.8%), 미국(선물: 230.2%, 옵션: 159.8%) 등의 국가에서 현물시장 대비 파생상품시장의 규모가 큰 것으로 나타나지만, 우리나라와 비교하면 상당히 낮은 수준이다. 특히 주가지수옵션의 경우 이스라엘이 969.6%로 매우 높게 나타나지만 우리나라 수준과는 비교할 수 없을 정도로 낮다.

현물 거래금액 대비 파생상품 거래금액 비율은 KOSPI 200 선물 5.34배, KOSPI 200 옵션이 43.57배로 이 역시 다른 나라에 비하여 월등하게 높은 수준을 보이고 있다. 독일-스위스, 대만, 홍콩, 이스라엘(옵션) 등을 제외하면 대부분의 국가에서 현물시장의 거래대금이 파생상품시장에 비하여 큰 것이 사실이다.

GDP 대비 파생상품 거래금액 비율은 844.8%(선물)와 6,891.5%(옵션)이며, 1인당 국민소득(GNI) 대비 파생상품 거래금액과 비율은 430.9배(선물), 3,515.0배(옵션) 등으로 이 또한 다른 나라에 비하여 월등하게 높은 수준이다.

93) 홍범교·박창균·유현영(2012)의 관련 내용을 정리하였다.

〈표 V-37〉 경제 규모 대비 파생상품시장 규모 비교

(단위: %)

	시가총액 대비		GDP 대비		1인당 GNI 대비		현물 거래액 대비	
	주가 지수 선물	주가 지수 옵션	주가 지수 선물	주가 지수 옵션	주가 지수 선물	주가 지수 옵션	주가 지수 선물	주가 지수 옵션
그리스	24.5	5.1	5.4	1.1	0.6	0.1	0.39	0.08
남아공	48.8	0.0	124.1	0.0	74.0	0.0	1.33	-
대만	187.0	148.8	356.1	283.3	93.4	74.3	1.70	1.35
독일-스위스	765.3	142.4	533.5	99.3	469.6	87.4	8.40	1.56
러시아	74.6	4.1	47.9	2.7	71.5	4.0	1.74	0.10
말레이시아	10.6	0.0	18.2	0.0	5.5	0.0	0.39	-
멕시코	7.7	0.8	3.4	0.4	3.7	0.4	0.29	0.03
미국	230.2	159.8	273.9	190.1	844.0	585.7	1.31	0.91
브라질	58.1	7.0	43.0	5.1	95.7	11.5	1.04	0.12
스페인	77.3	3.5	64.2	2.9	28.6	1.3	0.67	0.03
영국	163.5	58.6	262.6	94.1	153.3	55.0	2.15	0.77
오스트리아	8.0	0.3	2.7	0.1	0.2	0.0	0.21	0.01
이스라엘	0.3	969.6	0.4	1015.0	0.0	80.7	0.01	21.47
이탈리아	123.7	35.2	39.5	11.2	23.1	6.6	0.92	0.26
인도	27.6	99.7	54.6	197.3	664.4	2402.7	0.84	3.05
일본	133.6	0.3	100.4	0.2	130.0	0.3	1.38	0.00
캐나다	25.4	0.2	35.0	0.3	13.1	0.1	0.40	0.00
터키	90.4	0.0	37.7	0.0	29.2	0.0	0.68	-
폴란드	58.1	2.9	23.6	1.2	8.9	0.4	1.60	0.08
한국	784.9	6402.8	844.8	6891.5	430.9	3515.0	5.34	43.57
헝가리	14.3	0.0	3.0	0.0	0.3	0.0	0.15	-
호주	72.6	19.9	85.4	23.4	24.2	6.6	0.99	0.27
홍콩	151.3	52.5	1828.2	634.4	124.7	43.3	2.74	0.95

주: 미국 파생상품시장 명목금액의 경우 CBOE, CME Group, NASDAQ Options Market, ICE Futures U.S.의 자료를 합산한 것임.

자료: WFE, KRX

2) 투기적 성향을 나타내는 지표

파생상품시장에 참여하는 높은 개인투자자 비중, 현물시장 대비 파생상품시장의 규모 이외에도 파생상품시장에서 투기적 거래의 정도를 측정하는 지표로 미결제약정수량 대비 계약건수와 심외가격(deep out-of-the-money) 옵션의 비중을 통하여 투기적 성향을 평가할 수 있다.

투기적 거래의 비중을 정확하게 측정하기 위해서는 개별 거래가 헤지를 위한 거래인지 투기 목적 거래인지, 또는 차익 거래인지를 명확하게 구분하여야 할 것이다. 그러나 현실적으로 그러한 구분이 용이하지 않으므로 거래자의 거래의도와 밀접하게 관계가 있는 것으로 판단되는 간접적인 지표를 활용할 수밖에 없다.

미결제약정수량 대비 거래량은 시장 전체로 볼 때 특정 포지션을 보유하지 않는 일중 거래의 정도를 파악할 수 있다. 미결제약정수량 대비 거래량이 많을수록 일중 거래 빈도가 높음을 의미하므로 투기적 거래의 강도가 상대적으로 강한 것으로 파악하는 것이 가능하다.

심외가격 옵션은 행사 확률이 지극히 낮은 옵션으로서 비록 소액이지만 심외옵션에 대한 프리미엄을 지불하고 이를 구매하는 거래자는 향후 시장가격이 현재의 시장가격에 비하여 현저하게 상승하거나 하락할 것이라는 예상에 기반을 두고 거래에 참여한 투기적 거래자일 가능성이 높다. 따라서 전체 옵션 거래 중 심외가격 옵션의 거래비중을 점검함으로써 시장 전반에 존재하는 투기적 거래의 강도를 간접적으로 측정하는 것이 가능하다.

KOSPI 200 옵션의 미결제약정수량 대비 거래량은 860.91로 다른 나라에 비하여 매우 높은 수준을 나타내어 이 시장에서 상당한 정도의 투기적 거래가 이루어지고 있음을 시사하고 있다. 이는 비교대상 21개국 중 가장 높은 수준인데 2위를 차지한 인도의 288.94에 비하여 약 3배에 달하는 투기적 성향을 나타낸다.

KOSPI 200 선물물의 경우 미결제약정수량 대비 거래량은 825.55로 비교대상 21개국 중 러시아에 이어 2위를 차지하고 있다.

〈표 V-38〉 미결제약정건수 대비 거래량 국제 비교

(단위: 건)

	주가지수옵션	순위	주가지수선물	순위
한국	860.91	1	825.55	2
인도	288.94	2	311.67	4
이스라엘	214.42	3	9.62	20
태국	134.65	4	96.71	14
러시아	94.39	5	1,301.81	1
대만	83.92	6	346.71	3
그리스	77.62	7	104.61	13
홍콩	39.99	8	219.08	5
이탈리아	29.1	9	173.72	7
일본	24.78	10	143.41	10
미국	18.21	11	154.1	9
호주	16.85	12	47.35	16
브라질	14.04	13	155.79	8
영국	13.73	14	58.4	15
폴란드	12.51	15	117.7	12
멕시코	10.88	16	14.65	19
오스트리아	7.79	17	7.96	21
스페인	5.64	18	192.04	6
남아공	5.51	19	38.35	17
캐나다	4.77	20	34.98	18
독일-스위스	2.61	21	128.3	11

주: 미국시장의 경우 미결제 약정은 CBOE, CME Group, NASDAQ OMX PHLX, ICE Futures U.S.의 자료를 합산한 것
 자료: WFE, ICE Futures 연차보고서

KOSPI 200 옵션의 머니니스(moneyness)⁹⁴ 분포는 주가지수 옵션시장에 상당한 정도의 투기적 거래자가 참여하고 있음을 시사하고 있다. 한국

파생상품학회·자본시장연구원(2012)은 2010년 12월 만기 KOSPI 200 옵션의 만기 직전 한 달의 기간 동안 시장가 주문 및 즉시 체결 지정가 주문을 통하여 거래가 성사된 경우를 대상으로 옵션의 머니니스 분포를 분석하였다. 콜옵션과 풋옵션 모두에서 향후 주가지수가 현재보다 상당한 수준 오르거나 내릴 것이라는 예상을 하는 외가격 옵션이 거래량과 거래건수 모두에서 각각 전체의 94.5%와 87.9%라는 절대적인 비중을 차지하고 있다.

행사가격이 현재 주가지수에 비하여 10% 이상 높거나 낮은 심외가격 옵션의 비중 또한 상당히 높은 수준이다. 심외가격 옵션의 거래량과 거래건수는 전체 옵션의 12.7%와 7.9%를 차지하고 있다. 특히 심외가격 풋옵션의 거래량과 거래건수가 전체의 22.2%와 13.8%를 차지하여 주가 급락을 기대한 투기적 거래가 상당수 존재함을 시사한다.

<표 v-39> 옵션의 머니니스별 거래량 및 거래건수 비중

(단위: %)

	거래량	거래건수	콜 거래량	콜 거래건수	풋 거래량	풋 거래건수
등·내가격	5.16	12.07	5.55	13.08	4.81	11.23
외가격	94.84	87.93	94.45	86.92	95.19	88.77
심외가격	12.74	7.91	2.33	0.76	22.16	13.84

자료: 한국파생상품학회·자본시장연구원(2012)

다. 실증분석

금융거래세 도입을 찬성하는 측에서는 거래세가 단기 투자를 억제하여 변동성을 축소한다고 주장한다. 반면, 거래세 도입에 반대하는 측에서는 거래세가 거래비용을 증가시켜 거래를 크게 감소시키고 유동성도 감소하

94) 옵션이 만기 시에 양(+)의 가치를 가질 확률을 나타내는 지표로서, 옵션의 내재가치를 의미한다.

여 변동성을 확대시킬 것이라고 주장한다. 거래세를 부과하게 되면 거래 비용이 증가하기 때문에 거래량이 감소할 것이라고 예상한다는 점에서는 양측의 차이가 없다. 문제의 핵심은 거래세로 인하여 거래량이 얼마나 감소할 것인가 하는 점과 그에 따라 변동성이 어떻게 변할 것인가 하는 점이다. 따라서 본 연구에서는 금융거래세가 파생상품의 거래량과 변동성에 미치는 영향에 초점을 맞출 것이다. 현재 거래세가 파생상품에 부과되고 있지 않기 때문에 KOSPI 200 선물과 옵션의 한국거래소 수수료를 이용하여 거래비용이 거래량과 가격 변동성에 미치는 효과를 분석하였다⁹⁵⁾.

1) 자료의 기본적 특성

일별 KOSPI 200 선물과 옵션의 거래량이 사용되었으며, 대상기간은 2005년 1월 3일부터 2012년 5월 31일까지이다. 거래량은 선물과 옵션 거래량의 로그값을 사용하였다. 선물의 일중 가격 변동성은 Garman and Klass (1980)가 제안한 Garman-Klass 변동성(GKV_t)을 구하여 사용하였다.

$$GKV_t^2 = 0.5(\ln H_t - \ln L_t)^2 - (2\ln 2 - 1)(\ln O_t - \ln C_t)^2$$

여기서 H_t, L_t, O_t, C_t 는 t 거래일에 관측된, 고가, 저가, 시가, 종가이다.

거래비용이 KOSPI 200 선물과 옵션의 거래량과 변동성에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 한국거래소의 선물과 옵션 거래수수료를 거래비용으로 사용하였다(〈표 V-40〉 참조). 한국거래소의 거래수수료율은 4~5차례에 걸쳐 최근까지 지속적으로 인하되어 왔으며, 연말에는 거래 활성화를 위하여 수수료를 면제해주시기도 하였다. KOSPI 200 선물의 거래수수료율은 2005년 0.0006%에서 2012년 5월 0.00021%로 65% 인하되었고, 옵션의 거래수수료율은 2005년 0.025%에서 2012년 5월 기준 0.010944%로 약

95) 한국거래소에서 부과하는 거래수수료도 정률제로 거래세와 같은 성격을 지니고 있다.

56.2% 인하되었다. KOSPI 200 옵션의 거래수수료는 선물에 비해 약 50배 정도 높은 수준이다.

〈표 V-40〉 KOSPI 200 선물·옵션 거래수수료 변천과정(2005~현재)

(단위 : %)

발표일	적용일	KOSPI 200 선물		KOSPI 200 옵션	
		KRX 거래수수료	변화율	KRX 거래수수료	변화율
	~2005년 7월 20일	0,0006	0	0,025	
2005년 7월 18일	2005년 7월 21일	0,00054	-10	0,0225	-10
2006년 7월 14일	2006년 7월 14일	0,000513	-5	0,021375	-5
2008년 5월 2일	2008년 5월 6일	0,0004104	-20	0,017	-20
	2008년 11월 3일 ~12월 31일	0		0	
2009년 10월 29일	2009년 11월 2일 ~12월 31일	0		0	
2009년 12월 29일	2010년 1월 4일	0,0002626	-36	0,010944	-36
2011년 10월 27일	2011년 11월 1일 ~12월 29일	0		0	
2012년 4월 26일	2012년 5월 2일~	0,00021	-20	0,010944	0

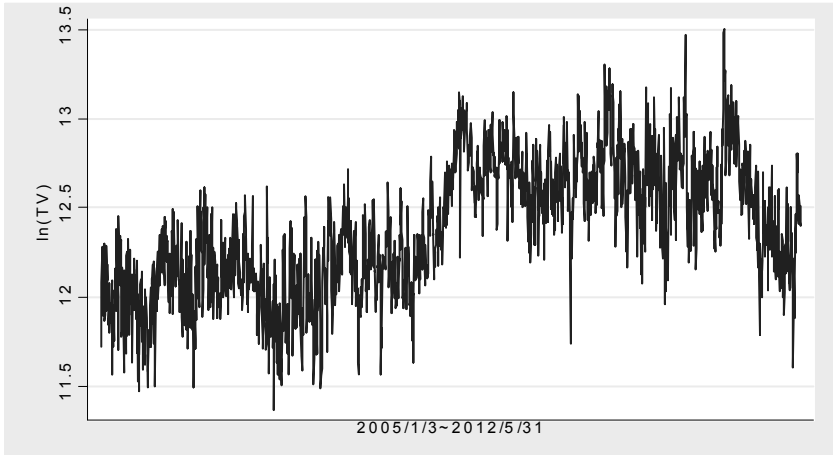
자료: 한국예탁결제원, 한국거래소, 금융위원회 보도자료 및 공지사항

실증분석에 시계열 자료를 이용하기 때문에, 먼저 그 정상성(stationary) 여부를 검토해야 한다. KOSPI 200 선물과 옵션 거래량의 자연대수값과 변동성(GKV_t)의 단위근 검정 결과는 〈표 V-41〉을 보면 확인할 수 있다. 단위근 검정에서는 상수항만을 고려하는 경우와 상수항에 선형의 시간 추세항을 추가하여 단위근을 검정하였다.

단위근 검정을 위하여, ADF 검정통계량, DF-GLS 검정통계량, 그리고 Phillip-Perro $Z(t)$ 검정통계량을 사용하였다. 〈표 V-41〉의 검정결과를 보면, 상수항만 고려한 경우와 상수항에 선형의 시간 추세항을 추가한 경

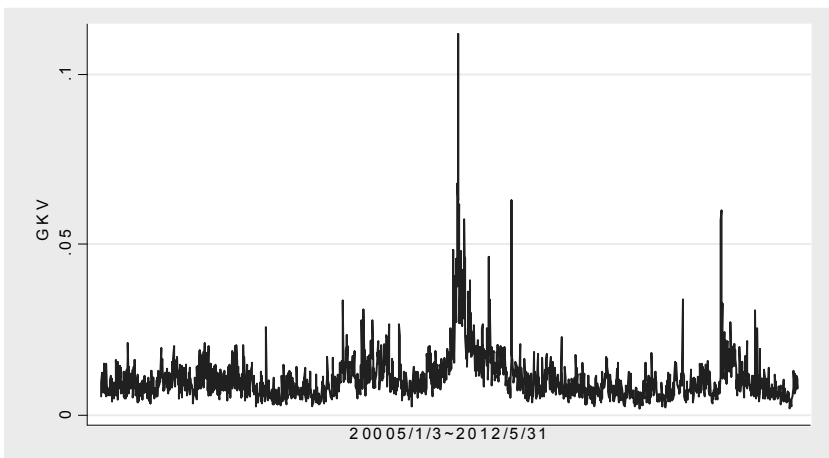
우 모두 1% 유의수준에서 단위근이 존재한다는 귀무가설이 기각되었다. 따라서 KOSPI 200 선물과 옵션의 거래량의 자연대수값과 변동성 (GKV_t)은 안정적 시계열로 결론을 내릴 수 있다.

[그림 V-12] KOSPI 200 선물 거래량



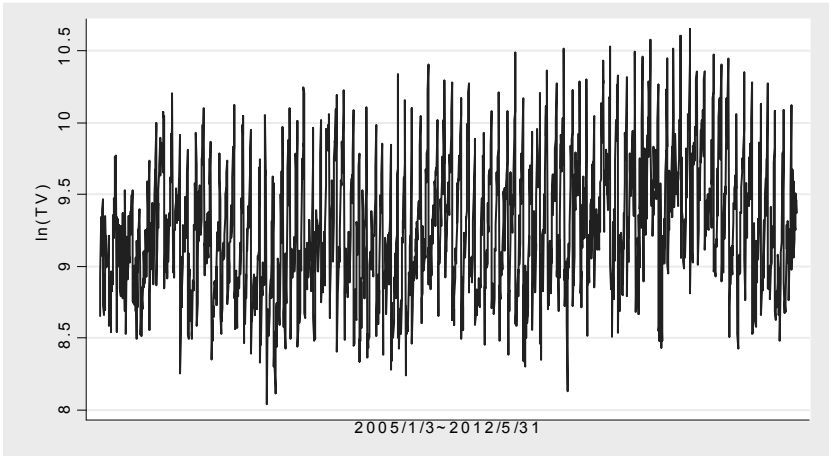
주: 거래량은 KOSPI 200 선물의 일별 거래량의 자연 대수값 (natural log)

[그림 V-13] KOSPI 200 선물가격 일중 변동성



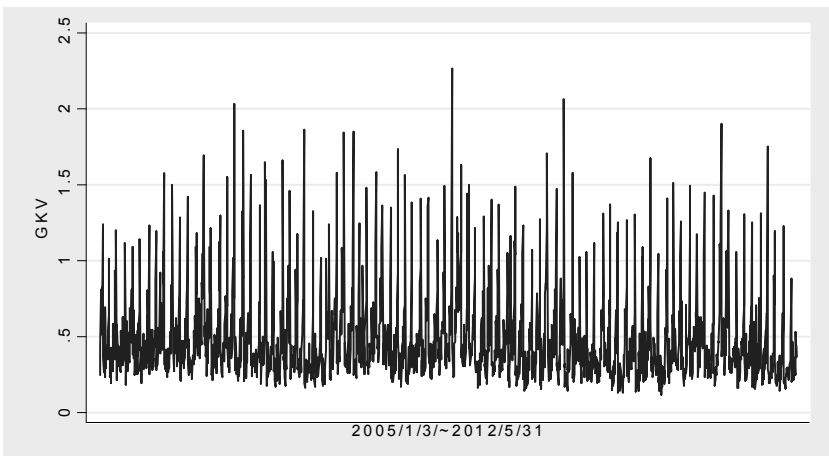
주: 변동성은 KOSPI 200 선물의 일별 GKV_t

[그림 V-14] KOSPI 200 옵션 거래량



주: 거래량은 KOSPI 200 옵션 거래량의 자연대수(natural log) 값

[그림 V-15] KOSPI 200 지수옵션 프리미엄 일중 변동성



주: 변동성은 상장된 콜옵션과 풋옵션의 GKV_t 의 거래량 가중 평균치

〈표 V-41〉 단위근 검정 테스트

		$\ln(TV)_t$		GKV_t	
		상수항	상수, 추세	상수항	상수, 추세
KOSPI 200 선물	ADF-Z(t)	-12.885***	-16.706***	-19.665***	-19.662***
	DF-GLS	-3.989***	-9.964***	-9.377***	-11.241***
	PP-Z(t)	-11.742***	-16.943***	-21.041***	-21.039***
KOSPI 200 옵션	ADF-Z(t)	-19.975***	-20.571***	-27.859***	-28.066***
	DF-GLS	-15.343***	-9.381***	-15.293***	-18.506***
	PP-Z(t)	-20.346***	-20.901***	-28.255***	-28.380***

주: *, **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1%에서 각각 통계적으로 유의미

〈표 V-42〉 선물·옵션 데이터 기초 통계량

	변수	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값
KOSPI 200 선물	$\ln(TV)_t$	1,845	12.3801	.3680	11.3678	13.5011
	$\Delta \ln(P)_t$	1,844	.00040	.0164	-.1054	.09531
	GKV_t	1,845	.01060	.0070	.0020	.1117
	$\ln(OI)_t$	1,833	11.4801	.1243	10.7084	11.8112
	$\ln(TC)_t$	1,719	-7.8195	.3202	-8.4684	-7.4186
KOSPI 200 옵션	$\ln(TV)_t$	1,845	9.2572	.4664	8.0395	10.6502
	$\Delta \ln(P)_t$	1,844	.00089	.3144	-1.6159	1.1869
	GKV_t	1,845	.4742	.2944	.1133	2.2671
	$\ln(OI)_t$	1,845	8.1372	.4052	6.4191	9.1198
	$\ln(TC)_t$	1,719	-4.0881	.3154	-4.5150	-3.6889
공통	$\ln(1TB)_t$	1,845	1.3565	.2406	.7514	1.7527
	$\ln(VKOSPI)_t$	1,845	3.1565	.3230	2.6497	4.4920

주: TV_t : 거래량, P_t : 가격(프리미엄), OI_t : 미결제 약정, TC_t : 거래수수료
 $1TB_t$: 1년 국채 이자율, $VKOSPI_t$: KOSPI 200 변동성 지수

2) 실증분석 모델 및 방법론

파생상품거래세가 거래량과 파생상품 가격 변동성에 미치는 영향을 추정하기 위하여, Chou와 Wang(2006)의 연구를 바탕으로 다음과 같은 실증분석 모델을 사용하였다.

$$\ln(TV)_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln(P)_t + \beta_2 GKV_t + \beta_3 \Delta \ln(VKOSPI)_t \quad \text{식 (1)} \\ + \beta_4 \Delta \ln(1TB)_t + \beta_5 \ln(OI)_{t-1} + \beta_6 \ln(TC)_t \\ + \beta_7 \ln(TV)_{t-1} + \epsilon_t$$

$$GKV_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TV)_t + \alpha_2 \Delta \ln(P)_t + \alpha_3 \Delta \ln(VKOSPI)_t \quad \text{식 (2)} \\ + \alpha_4 \ln(OI)_{t-1} + \alpha_5 \ln(TC)_t + \alpha_6 GKV_{t-1} + v_t$$

식 (1)의 $\ln(TV)_t$ 은 거래량이고, 거래량은 파생상품의 가격(P_t), 가격의 일중 변동성(GKV_t), 1년 만기 국채 이자율($1TB_t$), 변동성 지수($VKOSPI_t$), 전일의 미결제 약정(OI_{t-1}), 거래비용(TC_t), 전일의 거래량(TV_{t-1}) 함수로 나타냈다.

가격변동성(GKV_t)이 클 경우에 단기 차익거래의 기회가 증가하게 되고 이로 인하여 투기적 단기 거래가 증가할 가능성이 크기 때문에 가격 변동성과 거래량은 양(+의 상관관계)을 가질 것으로 예상할 수 있다. 금리의 변화는 자산을 보유하는 기회비용에 영향을 미치기 때문에, 금리 상승 시에 거래량이 감소하므로 금리의 변화와 거래량은 음(-의 상관관계)을 가질 것으로 예상된다. 이 연구에서 무위험 금리는 1년 만기 국채 이자율을 이용하였다.

TC_t 는 거래비용으로 거래량과는 음(-의 상관관계)을 가질 것이다. 높은 거래비용이 시장참여자의 기대수익률을 하락시켜 거래비용이 낮은 대체 상품으로 거래를 이전할 가능성이 크기 때문이다.

$VKOSPI_t$ 는 KOSPI 200 지수의 향후 30일간의 변동 가능성을 수치화한 것으로 $VKOSPI_t$ 가 증가할 경우에는 헤지 거래수요가 증가하고 $VKOSPI_t$ 가 감소할 경우 헤지 거래수요가 감소할 것이다. 따라서 거래

량과 $VKOSPI_t$ 의 변화는 양(+)¹⁾의 상관관계를 가질 것으로 예상된다.

전일의 미결제약정(OI_{t-1})은 현물에서 거래량으로 이해하면 된다. 미결제약정은 신규매수나 신규매도 후에 청산되지 않고 현재 보유중인 모든 계약수를 말한다. 즉, 반대매매를 통해 계약을 청산하지 않고 그대로 가지고 있는 실질적인 계약이다. 즉 미결제약정의 증가는 투자자들에게 상승이든 하락이든 일정한 방향성에 대한 확신이 존재한다는 것으로 거래량과 양(+)²⁾의 상관관계를 가질 것이다.

식 (2)의 일중 가격 변동성(GKV_t)은 거래량, 파생상품의 가격 변화, 변동성 지수의 변화, 전일의 미결제약정, 거래비용, 전일 일중 가격 변동성 함수로 나타났다. 거래량과 가격 변동성과의 관계는 명확하게 예상할 수 없다. 많은 거래량은 유동성을 풍부하게 하여 변동성을 축소할 수 있고, 반대로 초고빈도 매매와 같은 단기적 투기거래의 증가는 가격 변화의 추세를 강화시켜 변동성을 확대시킬 수도 있다. 또한 거래비용과 가격 변동성도 양(+)³⁾의 관계가 있는지 음(-)⁴⁾의 관계가 있는지는 예상하기 어렵고 실증분석 결과를 통해 확인할 수밖에 없다. 만약 거래비용의 증가가 가격 변동성을 확대시키는 단기적 투기거래를 억제하면 가격 변동성이 축소될 가능성도 있으나 전체 거래량이 크게 감소하여 유동성이 크게 축소된다면 변동성이 확대될 수도 있다.

거래량과 변동성이 상호 간 연관관계 속에서 동시에 결정되는 연립방정식모형을 사용하였기 때문에, Hansen(1982)이 제안한 GMM 방법을 사용하여 모수를 추정하였다. 오차항이 시계열 상관관계와 이분산(Heteroscedasticity)을 가지고 있기 때문에 Newey and West(1987)의 Optimal Weighting Matrix를 이용하였다. 이 모형을 일반최소자승법(OLS)으로 추정할 경우 불일치성(inconsistency)의 문제가 있으나, 사용된 GMM은 모수와 모수의 표준오차의 일치성(consistency)을 확보하게 해준다.

연립방정식의 설명 변수 중 $\ln(P)_t$, $\ln(VKOSPI)_t$, $\ln(1TB)_t$ 은 Phillips-Perron의 단위근 검정결과, 단위근이 존재하는 것으로 나타나 차분하여 안정적인 변수로 전환하여 사용하였다(〈표 V-43〉 참조).

〈표 V-43〉 단위근 검정 테스트(Phillips-Perron Unit Root Tests)

구 분		상수항	상수항+추세항
KOSPI 200 선물	$\ln(P)_t$	-2.312	-2.521
	$\ln(OI)_t$	-8.925***	-9.238***
KOSPI 200 옵션	$\ln(P)_t$	-13.099***	-21.075***
	$\ln(OI)_t$	-17.616***	-17.608***
공통	$\ln(VKOSPI)_t$	-3.112**	-3.120
	$\ln(1TB)_t$	-1.276	-2.086

주: * **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1%에서 각각 통계적으로 유의미

3) 실증분석 결과

한국거래소의 지수선물과 지수옵션 거래수수료의 변경이 선물과 옵션의 거래량 및 가격의 변동성에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과는 〈표 V-44〉와 〈표 V-45〉에 정리되어 있다. 〈표 V-44〉는 선물 거래수수료가 선물의 거래량에 미치는 영향과 선물의 가격 변동성에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 연립방정식 식 (1)과 식 (2)를 추정한 결과를 나타내고 있다. 〈표 V-45〉는 연립방정식 식 (1)과 식 (2)를 이용하여 옵션 거래수수료가 옵션 거래량과 프리미엄 변동성에 미치는 영향의 통계량을 구한 결과이다.

가) KOSPI 200 선물 거래량과 변동성

〈표 V-44〉의 (3)열에서 GMM을 이용하여 거래량 식을 추정한 결과를 먼저 살펴보면, 일중 변동성은 거래량에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 확인되었다. 이론적으로는 일중 변동성이 클 경우에는 투기적 수요와 헤지 거래자의 수요가 동시에 증가하게 되나, 실증분석 결과는 일중 가격 변동성이 거래량에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

선물의 가격 변화는 거래량에 음(-)의 영향을 미치는 유의한 결과를 나

타내고 있다. 가격이 상승할 경우에 거래량이 감소하고 가격이 하락할 경우에 거래량이 증가하는 수요의 법칙이 성립되고 있음을 확인할 수 있다.

VKOSPI 지수의 변화는 예상한 것처럼, 거래량에 양(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 변동성이 확대될 것으로 예상될 경우에 헤지 거래가 증가하는 반면에, 변동성이 축소될 것으로 예상되는 경우에는 헤지 거래의 수요가 크게 감소하는 것을 설명하는 결과이다.

1년 국채금리는 거래량에 음(-)의 영향을 주는 것으로 보이나 통계적으로 유의미한 결과는 확인되지 않았다. 높은 금리는 현금의 보유 비용이나 현물의 보유비용을 증가시켜 헤지 거래 수요를 감소시키고 투기적 거래의 비용을 증가시켜 거래량이 감소하게 된다. 그러나 실증분석 결과는 금리의 변화가 거래량과 음(-)의 관계는 있는 것으로 보이나 유의미한 결과를 제시하지는 못하고 있다.

전일의 미결제약정은 예상한 것처럼 거래량에 유의미한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 전일의 거래량은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 이는 거래량 시계열의 지속성을 보여주는 결과이다.

거래비용이 지수선물 거래량에 미치는 영향은 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 거래비용에 대한 거래량의 탄력성은 -0.178로 비탄력적인 것으로 추정되었다. 이는 거래수수료율이 1% 상승할 경우, 거래량이 0.178% 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 거래비용이 상승할 경우 거래량은 감소하게 되지만 거래량이 감소하는 정도는 크지 않다는 것을 보여주는 결과이다. 또한 거래비용에 대한 장기 탄력성도 -0.671로 비탄력적인 것으로 나타났다⁹⁶⁾.

〈표 V-44〉의 (4)열에 보고된 가격 변동성 식을 추정한 결과를 살펴보면, 거래량은 가격 변동성에 유의미한 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 반면, 가격의 변화와 미결제 약정 계약은 변동성에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

VKOSPI의 변화는 가격 변동성에 유의미한 양(+)의 영향을 미치는 것

96) 거래비용에 대한 장기탄력성은 $\frac{1}{1-\beta_7} \times \beta_6 = \frac{1}{1-0.7305} \times (-0.1778) = -0.671$

으로 추정되었다. 변동성이 확대될 것이라고 기대하는 경우에 가격 변동성이 증가하고 변동성이 축소될 것이라고 기대하는 경우에는 가격의 변동성도 감소하는 것으로 볼 수 있다. 전일의 변동성도 변동성과 양(+)의 관계를 미치는 것으로 나타나며 이는 변동성 시계열의 지속성을 나타내주는 추정 결과로 해석할 수 있다.

거래비용은 지수선물의 일중 가격 변동성에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 거래수수료율이 1% 증가할 경우에 가격 변동성은 0.000032% 증가하는 것으로 확인되었다. 다시 말하면, 거래비용의 증가가 거래량을 감소하는 효과가 있으나 유동성에는 크게 영향을 미치지 않아 가격의 변동성이 크게 증가하지 않는 것으로 나타났다.

〈표 V-44〉 선물거래량과 가격 변동성

	OLS		GMM	
	(1) $\ln(TV)_t$	(2) GKV_t	(3) $\ln(TV)_t$	(4) GKV_t
$\ln(TV)_t$		0.0092*** (0.0007)		0.0030** (0.0012)
GKV_t	14.5622*** (2.3826)		-1.5665 (2.0579)	
$\Delta \ln(P)_t$	-1.8023*** (0.5206)	0.0026 (0.0157)	-1.8463*** (0.4483)	-0.0155 (0.0163)
$\Delta \ln(VKOSPI)_t$	0.3219** (0.1224)	0.0195*** (0.0049)	0.7615*** (0.1246)	0.0216*** (0.0048)
$\Delta \ln(1TB)_t$	-0.1878 (0.4618)		-0.7513 (0.4914)	
$\ln(OI)_{t-1}$	0.1081*** (0.0337)	-0.0010 (0.0009)	0.1633*** (0.0360)	0.0011 (0.0011)
$\ln(TC)_t$	-0.3336*** (0.0243)	0.0076*** (0.0006)	-0.1778*** (0.0262)	0.0032*** (0.0010)
$\ln(TV)_{t-1}$	0.5666*** (0.0225)		0.7305*** (0.0264)	
GKV_{t-1}		0.4658*** (0.0765)		0.5801*** (0.0823)
상수항	1.3614*** (0.3649)	-0.0364*** (0.0109)	0.0855 (0.3880)	-0.0207* (0.0117)
n	1.708	1.708	1.708	1.708
R^2	0.7955	0.5694	0.7351	0.5618

주: 1) () 안은 추정치의 표준오차(standard error)

2) *, **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1%에서 각각 통계적으로 유의미

나) KOSPI 200 지수옵션 거래량과 변동성

〈표 V-45〉의 (3)열에서 지수옵션의 거래량 식을 추정한 결과를 살펴보면, 일중 프리미엄 변동성이 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이론적으로 프리미엄 변동성이 클 경우에 투기적 거래와 헤지 거래의 수요가 증가할 것으로 예상할 수 있는데, 실증분석의 결과도 프리미엄 변동성이 증가할 경우에 거래량도 늘어난다는 결론을 얻을 수 있다.

일간 프리미엄의 변화는 예상한 것과 달리 거래량에 양(+)의 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 프리미엄이 가격이기 때문에 수요의 법칙이 성립하면 프리미엄이 증가하고 거래량이 감소해야 하나 실증분석 결과는 다소 상반된 것으로 보인다. 한편 VKOSPI의 차분은 거래량에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으나 통계적으로 유의미한 결과는 아니다.

전일의 미결제 약정은 거래량에 양(+)의 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 즉, 전일의 미결제 약정이 증가하는 경우에는 지수옵션 거래자가 미래의 지수 방향성에 대해 확신이 커지며, 거래량을 증가시키는 것으로 결론을 얻을 수 있다. 전일의 거래량이 거래량과 양(+)의 유의미한 관계를 보여주고 있으며, 이는 거래량 시계열의 지속성을 보여주는 추정 결과이다.

거래비용은 지수옵션의 거래량에 음(-)의 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 추정 결과, 거래비용에 대한 지수옵션의 거래량 탄력성은 -0.165로 나타났다. 이 결과는 거래수수료율이 1% 증가할 경우 지수옵션의 거래량이 0.165% 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 거래비용의 변화에 대한 장기 탄력성은 -0.343으로 비탄력적으로 추정되었으며 장기적으로 거래량에 미치는 영향도 크지 않다는 것을 확인할 수 있다⁹⁷⁾.

〈표 V-45〉의 (4)열에서 옵션 프리미엄의 변동성 식의 추정 결과를 살펴보면, 거래량이 옵션 프리미엄의 일중 변동성에 양(+)의 유의미한 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 또한 프리미엄 차분이 변동성에 양(+)의

97) 거래비용에 대한 장기탄력성은 $\frac{1}{1-\beta_7} \times \beta_6 = \frac{1}{1-0.5204} \times (-0.1645) = -0.3429$

유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 미래의 변동성을 예측하는 지수인 VKOSPI의 변화는 프리미엄 변동성에 유의미한 영향이 없는 것으로 나타났다.

미결제 약정은 변동성에 양(+의 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 또한 전일의 프리미엄 변동성이 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타나며 이는 일중 프리미엄 변동성 시계열의 지속성을 보여준 결과로 해석할 수 있다.

마지막으로, 거래비용은 변동성에 양(+의 유의미한 영향을 미친 것으로 확인되었다. 거래수수료율이 1% 증가할 경우 변동성이 0.0018% 증가하는 것이다. 이 결과는 거래비용의 증가 수준이 낮을 경우 변동성에는 큰 영향을 미치지 않는다는 것을 확인해 주고 있다.

<표 V-45> 옵션거래량과 프리미엄 변동성

	OLS		GMM	
	(1) $\ln(TV)_t$	(2) GKV_t	(3) $\ln(TV)_t$	(4) GKV_t
$\ln(TV)_t$		0.5007*** (0.0183)		0.2642*** (0.0293)
GKV_t	0.6667*** (0.0387)		0.3638** (0.1486)	
$\Delta \ln(P)_t$	0.3912*** (0.0263)	0.1273*** (0.0204)	0.5082*** (0.0610)	0.2396*** (0.0246)
$\Delta \ln(VKOSPI)_t$	-0.1115 (0.1413)	-0.1293 (0.0945)	0.1188 (0.1772)	-0.1267 (0.1123)
$\Delta \ln(1TB)_t$	-0.2136 (0.5370)		0.2639 (0.6227)	
$\ln(OI)_{t-1}$	0.3195*** (0.0195)	-0.0937*** (0.0133)	0.3476*** (0.0293)	0.0707*** (0.2250)
$\ln(TC)_t$	-0.3133*** (0.0235)	0.2656*** (0.0142)	-0.1645*** (0.0409)	0.1789*** (0.0179)
$\ln(TV)_{t-1}$	0.3132*** (0.0319)		0.5204*** (0.0581)	
GKV_{t-1}		0.3006*** (0.0194)		0.3796*** (0.0292)
상수항	2.1563*** (0.1777)	-2.4534*** (0.1078)	0.7791** (0.3742)	-1.9954*** (0.1209)
n	1,718	1,718	1,718	1,718
R^2	0.8164	0.7003	0.7816	0.6430

주: 1) 괄호 안의 추정치의 표준오차(standard error)

2) *, **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1%에서 각각 통계적으로 유의미

다) 요약

2005년 1월부터 2012년 5월 사이 한국거래소에서 거래되는 KOSPI 200 선물과 옵션 거래량 자료와 거래수수료를 이용하여 거래비용에 대한 거래량의 단기 탄력성을 추정한 결과는 각각 -0.178과 -0.165로 탄력성이 낮은 수준으로 나타났다. 앞에서 살펴본 외국의 선행연구 결과와 상당한 차이가 존재한다는 점이 매우 의미 있는 결과로 판단된다. 선행연구들이 추정한 탄력성은 -0.6에서 -2.6까지 넓은 범위에 분포되어 있으며 본 연구의 추정결과에 비해 높은 수준이다. 현재 우리나라 KOSPI 200 선물과 옵션 시장의 유동성 수준이 매우 높기 때문에 거래비용의 증가가 거래량 감소에 크게 영향을 미치지 않을 것으로 해석될 수 있다⁹⁸⁾.

본 연구 결과에 따르면 거래비용이 KOSPI 200 선물과 옵션가격(프리미엄)의 변동성에 미치는 영향은 매우 낮은 수준인 것으로 확인되었다. 따라서 KOSPI 200 선물과 옵션에 낮은 세율의 거래세를 부과할 경우 거래량과 변동성에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상할 수 있다.

라. 거래세 도입 타당성

거래세의 부과가 투기적 거래를 억제하고, 가격 변동성을 감소시켜 시장 효율성을 증가시킨다는 연구는 근대에 있어 Keynes(1936)가 효시이며, Tobin(1974, 1978)은 투기억제의 수단으로서 토빈세를 제시하였다. 이러한 논의는 Tobin 이후에도 Stiglitz(1989), Summers and Summers (1989), Frankel(1996), Pollin et al.(2003), Stephan et al.(2008) 등 수많은 유명 경제학자들에 의하여 계승되고 있다. 물론 반대의 결론을 내리는 연구들도 많이 있는데, 금융거래세의 도입이 시장에 미치는 영향에 대한

98) 우리나라의 KOSPI 200 선물과 옵션의 거래량은 세계적인 수준으로 유동성이 매우 풍부하다. 높은 수준의 유동성은 초고빈도 매매자를 비롯한 단기 거래자에게 더 유리한 시장 조건이다. 낮은 세율의 거래세가 부과되면 거래비용은 증가하게 되지만, 현재의 높은 유동성 수준은 비용 증가를 커버할 수 있을 것으로 예상된다.

수많은 선행연구들에서 서로 다른 결론을 내리고 있기 때문에 이론적·실증적 학술연구에 근거하여 일관된 결론을 내리기는 어렵다. 그 이유는 Matheson (2011)이 지적하는 바와 같이 거래세가 유동성에 미치는 영향은 여러 가지 요소⁹⁹⁾에 의하여 달라질 수 있는데, 이러한 요소들을 어떤 대용변수를 사용하여 측정하고, 어떤 가정하에 어떤 모형을 사용하여 어느 정도의 기간을 대상으로 하느냐에 따라 결과가 달라질 수 있기 때문이다. 따라서 이러한 복합적인 효과를 고려한다면 여러 나라의 제도에서 보는 경험적인 논거들이 파생금융상품 거래세 도입의 타당성을 판단하는 데 있어 오히려 도움이 될 것이다. 파생상품거래세를 포함한 금융거래세 도입의 타당성을 뒷받침하는 각국의 경험들을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 영국의 런던금융시장(the City)은 세계 금융의 중심지로서의 역할을 하고 있다. 영국이 주식거래에 대하여 인지세(Stamp duty) 형태의 거래세를 부과하고 있으나, 런던이 세계 금융시장의 중심지 역할을 하는데 있어 아무런 장애요인이 되지 못하고 있다. 세계 금융시장의 또 다른 중심지인 미국의 경우에도 연방정부기관인 증권거래위원회(SEC)의 예산 충당을 위하여 증권거래에 대하여 수수료를 부과하고 있음은 이미 잘 알려져 있다. 이것은 거래대금에 일정률의 수수료를 부과하여 정부기관의 예산을 충당한다는 면에서 형식적으로 수수료이지만 거래세와 성격이 완전히 동일한 *de facto* 거래세이다¹⁰⁰⁾. 세계 양대 금융시장에서 모두 양도소득세뿐 아니라 거래세도 부과되고 있는바, 이들 양국의 제도로 거래세가 시장 효율성을 떨어뜨린다는 영미학계의 논의를 무색하게 만든다.

둘째, Jickling(2006)은 거래세와 성격적으로 동일한 수수료의 부과가

99) Matheson(2011)이 지적하는 요소는 증권의 성격, 유동성이 측정되는 기간, 시장 상황(market conditions), 거래 관성(momentum), 투자자의 자신감 등이다. 거래 관성이란 예를 들어 갑자기 팔자 주문이 몰리면, 사자 주문은 사라지고 시장이 한 쪽으로 쏠리게 되는 현상을 말한다.

100) 우리나라 금융감독원의 감독분담금은 금융위원회가 금융감독원의 한해 예산을 결정한 뒤 한국은행으로부터 받는 출연금과 이자수입 등을 차감한 나머지를 피감독금융기관 각각의 부채규모와 영업수익에 비례해 나눠 부담시킨다. 따라서 미국 SEC의 수수료와는 부과방식이 다르다.

선물 거래에 큰 영향을 미치지 않을 수 있음을 지적하였다. 그 근거로서 증권거래위원회(SEC)의 예산이 엔론(Enron) 분식회계 파문과 그 재발을 방지하기 위한 2002년의 사베인-악슬리법(Sarbanes-Oxley Act) 이후에 2배 이상으로 증가함에 따라 수수료 인상도 동일한 정도로 진행되었는데 거래량이나 유동성에 어떠한 영향도 주지 않은 사례를 제시하였다. 거래 단위가 큰 기관투자자들이 모두에게 동일한 조건으로 부과되는 약간의 거래비용 상승에 대하여 무덤덤한 반응을 보였다는 것을 알 수 있다.

셋째, 우리나라의 경험에서도 시사점을 얻을 수 있다. 1993년 금융실명제가 도입되기 이전까지 금융실명제의 도입이 금융시장에 엄청난 충격을 주어 시장이 마비될 것이라는 예상이 다수였다. 그러나 실제 금융실명제가 긴급명령으로 전격적으로 도입된 이후, 단기적인 충격이 있었으나 곧 금융시장은 평정을 되찾았다. 1993년 이후 우리 사회의 투명성이 훨씬 더 제고되었다. 대부분의 거래가 금융기관의 계좌를 통하여 이루어지며, 현금거래에 대한 모니터링도 훨씬 강화되었다. 따라서 소폭의 거래세가 부과되었다고 자금이 시장을 이탈하는 등의 원인으로 시장기능이 급속히 저하될 확률은 거의 없다고 보는 것이 타당하다.

넷째, 거래세의 부과로 인하여 거래가 해외로 유출될 가능성도 매우 낮다. 최근 논의의 대상이 되고 있는 파생상품을 살펴보면 일단 KOSPI 200 지수에 대해서는 한국거래소가 배타적인 권리를 가지고 있기 때문에 KOSPI 200 선물이나 옵션은 무단으로 해외시장에 상장될 수 없다. 유사한 지수를 이용한 상품을 거래할 수는 있으나, 결국 상대적인 거래비용의 문제이다. 낮은 세율의 거래세가 부과될 경우 우리나라의 거래비용은 국제적으로 경쟁력이 있는 수준이기 때문에 거래가 유출될 가능성은 매우 낮다. 또한 '국내투자 편향성(home bias)' 등의 요인도 해외 유출에 부정적인 요인으로 작용할 것이다. 영국의 인지세와 같이 과세대상을 우리나라에 법인 등기한 모든 법인을 대상으로 그 회사의 주식이 어디에서 거래되든 거래세 부과대상으로 하는 방식도 해외 유출을 방지할 수 있는 방안이 될 것이다.

이러한 추정은 해외사례를 통해서도 확인 가능하다. 대만주가지수선물

이 싱가포르 증권거래소(SGX)에서 1997년에 먼저 상장되었기 때문에 대만주가지수가 기초상품임에도 불구하고 SGX에서의 일평균 거래량이 대만선물거래소(TAIFEX)에서의 일평균 거래량과 대비하여 1999년에 약 7:3으로 많았다. 그러나 대만은 선물거래에 대하여 거래세를 부과함에도 불구하고, 대만에서의 거래가 상대적으로 급증함에 따라 2011년도에는 역으로 약 7:3의 비율로 대만선물거래소의 거래가 많았다(〈표 V-46〉 참조). 이러한 사실은 국내투자 편향성의 예가 될 수 있으며, 거래세 자체가 거래를 저해하는 요인이 아니라는 반증이다¹⁰¹⁾.

〈표 V-46〉 대만주가지수선물상품의 연도별 일평균 거래량 비교

(단위: 건, %)

연도	대만(TAIFEX)		싱가포르(SGX)	
	거래량	비중	거래량	비중
1999	3,653	29.1	8,881	70.9
2000	4,944	28.3	12,510	71.7
2001	11,659	42.2	15,995	57.8
2002	16,661	47.2	18,662	52.8
2003	26,163	54.4	21,911	45.6
2004	35,445	55.9	27,995	44.1
2005	28,006	46.1	32,794	53.9
2006	39,980	47.8	43,646	52.2
2007	47,827	46.5	55,107	53.5
2008	79,279	54.0	67,653	46.0
2009	97,332	61.0	62,127	39.0
2010	100,928	61.9	62,059	38.1
2011	123,935	64.7	67,507	35.3

자료: 이혜훈 의원실 보도자료(2011. 4. 28)

2008년 이후는 TAIFEX, Bloomberg를 통하여 업데이트

101) 외국인 투자에 대한 조세지원에서도 유사한 예가 발견된다. 외국인 기업들에 대한 조사 결과에 따르면 조세지원은 투자를 결정하는 부차적인 요소이며, 임금이나 시장규모 등 보다 근본적인 요인에 의하여 우리나라에 대한 투자를 결정하는 것으로 나타났다.

거래세 부과가 국내 장 종료 이후에 투자자들의 거래 편의 및 효율적 위험관리를 위하여 제공되고 있는 Eurex 등 해외시장으로의 거래 이전을 촉발하지도 않을 것으로 전망된다. Eurex거래소에 상장되어 있는 KOSPI 200 옵션상품은 국내 정규시장 종료 이후에 거래가 되지 않는 야간시간대(한국시간 17:00~익일 05:00)에 거래가 이루어지는 것으로, 투자자의 거래 편의를 도모하기 위한 것이다. 기관투자자들은 이에 따른 거래비용의 증가 등으로 거래에 참여하지 않고 있어, 거래 중 개인이 차지하는 비중이 90%에 이르고 있는 실정이다. 내국인이 Eurex거래소에 상장되어 있는 KOSPI 200 옵션상품을 거래하기 위해서는 국내 증권사에 계좌를 개설해야 하는데, 거래시간대가 다르기 때문에 국내 거래에 대하여 거래세를 부과한다고 하더라도 거래 이전은 많지 않을 것으로 예상된다.

보다 근본적으로 금융상품 거래에서 투자자들이 자신이 속한 국가에서 거래되는 상품에 편중되어 거래하는 ‘국내투자 편향성(home bias)’ 현상이 뚜렷하게 관찰되고 있다. 따라서 세율이 지나치게 높게 설정되지 않는 한 국내 파생상품 거래의 Eurex시장 이전이 대규모로 발생할 것이라는 주장은 설득력이 없다. 이상적으로는 세법개정을 통하여 해외상장된 상품 이더라도, Eurex KOSPI 200 옵션과 같이 국내거래의 연장선에 있는 거래에 대해서는 동시에 거래세를 과세하는 방안을 고려할 필요가 있다.

다섯째, 대만의 파생금융상품시장에서 거래세 부과의 효과를 살펴볼 수도 있다. 거래세가 금융상품거래에 미치는 영향은 부차적인 것이며, 상품의 설계 및 시장에서의 헤지 수요 등이 금융상품의 성공적인 거래에 미치는 영향이 더 크다고 할 수 있다. 2000년대 중반 이후 미국 이외 거래소의 성공한 신상품 목록에 대만선물거래소(TAIFEX) 상품이 전체 13개 중 3개를 차지하고 있다.¹⁰²⁾ 국가별로 본다면 중국이 5개로 가장 많고, 대만이 3개로 2위이다. 더욱이 단일 거래소별로 본다면 성공적 신상품을 대만선물거래소가 가장 많이 상장한 것으로 나타났다. 대만은 거래세를 부과하

102) 김희성(2010) 참조. 성공적 신상품 3개는 GreTai Equity Index Futures, Non-Finance Non-Electronic Sector Index Futures, Gold(NT dollar) Futures이다.

고 있으나 성공한 신상품의 비중이 이렇게 높은 것은 시장수요를 충족시키는 설계 때문이라고 해석할 수 있으며, 세금은 부차적임을 보여주는 또 하나의 예라고 할 수 있다.

우리나라 파생금융상품시장에서의 투기적 활동은 파생금융상품시장이 개설되어 있는 다른 나라에 비하여 지나치게 높다는 것을 앞에서 여러 가지 지표로 살펴보았다. 이러한 특이 시장에서 거래세 부과와 타당성 내지 정당성에 대해서는 이론의 여지가 없다고 본다.

과연 상장한 지 16년째이며, 세계적인 거래량 수준을 보이고 있는 파생금융상품에 대해서 아무런 세금을 부과하지 않는 것이 타당한가? 형평성 측면에서는 말할 것도 없고, 수익률-위험 프로파일에 대한 왜곡을 최소화하기 위해서도 주식을 기초자산으로 하는 파생상품에 대하여 과세하는 것이 바람직하다. 여러 가지 경험적인 사례를 볼 때, 시장에 미치는 영향은 낮은 세율로 과세를 시작할 경우에는 크게 우려하지 않아도 될 것이다.

파생금융상품에 대한 과세제도를 고려함에 있어 궁극적으로 현물시장과 동시에 양도차익과세를 도입하는 것이 바람직하다고 본다. 그러나 현물시장에서의 양도차익과세제도 도입이 여러 가지 정치경제학적인 이유로 어렵다면, 양도차익과세제도를 도입하기까지 차선책이나마 파생금융상품에 대하여 거래세를 부과하는 것이 타당하다.

마. 도입방안

1) 거래세 부과대상

파생금융상품 거래세 부과대상은 일단 현재 파생금융상품 거래의 대부분을 차지하고 있는 KOSPI 200 옵션과 선물로 하는 것이 바람직하다. 과세표준은 선물의 경우에는 명목원금(인도가격), 옵션의 경우에는 프리미엄으로 할 것을 제시한다. KOSPI 200 옵션 및 선물을 제외한 장내파생금융상품의 경우에는 순차적인 과세를 고려할 수 있을 것이다. 여타 파생금융상품들이 현재 세금이 없는 상황에서도 거래가 미미한 것은 기본적으로

이들 상품에 대한 위험회피 수요가 부족하기 때문이다. 조세정책으로 이러한 상품의 거래를 활성화시킬 수는 없다. 이들 여타 상품에 대한 세금 문제는 부차적인 문제에 지나지 않으나 일단 거래량이 미미한 파생상품에 대한 과세는 보다 신중하게 순차적으로 접근할 수 있을 것이다. 향후 시장 상황을 보아가면서 여타 장내상품과 장외상품으로 점진적인 과세 확대가 가능할 것으로 예상된다.

2) 세율 수준

세율은 탄력세율을 기본으로 하며, 도입 초기에는 낮은 세율로 부과하여 시장상황을 보아가면서 추후 조절하는 것이 바람직하다. 최초 도입 시 선물은 명목금액의 0.001%, 옵션은 프리미엄의 0.01%를 매수/매도 시 각각 부과하는 것이 적절한 것으로 판단된다. 현행 증권회사와 거래소의 수수료가 선물은 0.0074%, 옵션은 0.308%이므로 동 수준은 현행 수수료의 각각 1/7(선물), 1/30(옵션) 수준에 불과하다. 대만의 세율과 비교하면 선물의 경우 1/4, 옵션의 경우 1/10 수준이므로 상대적으로 낮은 세율이라고 할 수 있다.

선물 0.001%, 옵션 0.01%의 세율로 파생상품거래세를 부과할 경우에 1거래당 세부담은 과세표준 1.25억원에 대하여 1,250원(선물), 과세표준 50만원에 대하여 50원(옵션) 수준에 불과하다¹⁰³⁾.

103) 2011년 KOSPI 200 지수 평균인 260p, 옵션 1계약당 평균 프리미엄인 1.2p임을 감안하여 KOSPI 200은 250p, 옵션 프리미엄은 1p로 상정하고 계산하였다.

VI. 결 론

세계 금융은 영국과 미국이 지배하고 있다고 해도 과언이 아니다. 금융 산업은 이들 두 나라의 가장 중요한 산업으로서 자국 경제를 견인하고 있다. 2008년 금융위기 이후, 이 두 나라에서도 금융업의 행태에 대한 비판이 대두하여 여러 가지 비판 여론과 함께 규제조치들이 취해지고 있으나, 여전히 금융산업이 가장 중요한 산업임에는 변함이 없다. 따라서 이들 두 나라가 독일과 프랑스가 중심이 되어 논의하고 있는 금융거래세의 도입에 대하여 반대하는 것은 현실적으로 당연한 것이다. 금융거래세로 인하여 금융 시장의 위축, 거래의 유출 등이 조금이라도 발생한다면 이득이 될 것이 없다는 논리이다. EU 차원의 금융거래세 부과에 대해서는 EU 공동의 재원 조달에 영국 시장의 세부담이 가장 크다는 점도 반대의 이유일 것이다.

금융위기 발생 직전인 2007년 5월 미국 연방준비위원회 의장인 버냉키(Bernanke)는 시카고 연방은행에서 열린 회의 기조연설에서 다음과 같이 발언하였다¹⁰⁴⁾.

“... 우리는 서브프라임사태가 보다 넓은 주택시장에 미치는 영향이 제한적이라고 본다. 그리고 서브프라임 시장으로부터 경제의 다른 부문이나 금융시스템으로 심각한 전이효과(spillovers)가 발생할 것으로 예상하지 않는다. 신용시장에서의 새로운 혁신들은 많은 가계에 새로운 기회를 제공하였다. 시장이 과잉상태(overshoot)에 이를 수는 있으나, 궁극적으로 시장은 이러한 과잉을 제어할 능력이 있다. 일부 사람들에게는 이러한 시장의 자정기능이 너무 늦고, 너무 심하다고 보일 수 있으나, 나는 장기적으로¹⁰⁵⁾ 신용을 배분하는 데 있어 규제당국보다 시장이 더 잘 할 수 있다

104) Buckley and North(2012), p.792

105) 이 부분에서 Keynes의 유명한 어구를 떠올릴 수 있다. “In the long run, we all die.”

고 믿는다.”

미국 통화정책 책임자의 이러한 발언이 있는 후 몇 달 지나지 않아 결국 미국 서브프라임 시장으로부터 비롯된 금융위기가 발생하였음은 이미 주지의 사실이다. 정책당국자의 이러한 발언은 다양한 파생상품의 거래로 인한 총체적인 잠재적 위험의 규모를 정책당국도 파악하지 못하였기 때문이라는 것이 정설이다.

전 세계적으로 파생금융상품시장에 투기적인 거래가 만연하고 있음은 파생금융상품시장에서 연속적으로 발생하는 대규모 손실사태를 통해서도 확인할 수 있다. 1995년 Bearings Bank는 14억달러의 파생금융상품 거래 손실을 기록하여 파산하였고, 1998년에는 노벨경제학상 수상자인 Myron Scholes와 Robert Merton이 공동설립자인 Long Term Capital Management가 47억달러의 손실을 보고 실질적으로 파산하였다¹⁰⁶⁾. 최근 2011년에는 MF Global이 파생상품투자자 60억달러의 손실을 기록하였고, 금년 2012년에는 JP Morgan Chase가 75억달러의 파생금융상품 거래 추정 손실을 기록하였다¹⁰⁷⁾. JP Morgan Chase건 이후 몇 달 지나지 않은 2012년 7월에는 선물 브로커인 Peregrine Financial Group이 고객들의 분리계정에서 2억달러가 모자라는 것이 발견되어 무너졌다. Peregrine이 분식회계를 통하여 감독당국을 기만한 것도 드러났다¹⁰⁸⁾. 헤지거래는 한쪽 거래에서 손실이 발생하면, 다른 대칭거래에서 이를 만회하도록 거래를 구성하여 손실을 회피하는 구조임을 상기한다면, 이들 거래는 전형적인 투기거래라고 할 수 있다. 전문적인 금융기관들, 특히 첨단 기술과 정보를 가진 전문가 집단이 모인 기관들이 이렇게 막대한 손실을 입고 있다는 것은 파생금융상품시장이 처음 생겼을 때의 의도와는 달리 투기적인 시장으로 변질되었음을 보여주는 것이다.

투기적인 거래가 일어나고 있음은 비단 파생금융상품시장에 국한된 것

106) 미국 연방은행의 구제금융 개입을 통하여 파산을 가까스로 모면하였다.

107) Financial Times는 JP Morgan의 손실 추정치가 지난 5월에 20억달러였으나, 7월 현재 58억달러로 추정되며, 17억달러 정도가 더 증가할 수 있음을 보도하고 있다(2012. 7. 14/15).

108) Financial Times, *Regulator admits Peregrine failure*, 2012. 7. 18

은 아니다. 주식, 채권시장과 외환시장에서도 파생상품을 이용한 수많은 종류의 연계거래들이 일어나고 있으며, 이들 거래의 많은 부분이 투기적인 목적으로 이루어지고 있다. 이것은 실물경제의 원활한 운영을 뒷받침 하던 금융의 역할이 금융산업이 발달하면서 실물과는 관계없이 투기적 수익을 올리기 위한 활동의 증가에 힘입어 엄청난 규모로 성장하였기 때문이다. 이는 금융시장의 규모를 각국의 GDP와 대비해 보거나 무역규모와 비교해 보면 쉽게 알 수 있다. 금융을 위한 금융이 위에서 본 바와 같은 파산사태를 불러왔으며, 2008년 금융위기의 발생도 그러한 연장선상에 있음은 자명한 일이다. 다만 차이점이라고 한다면 전통적인 시장이라고 할 수 있는 주식, 채권, 외환시장의 경우에는 자본조달 및 국제거래의 원활한 뒷받침이라는 실물경제에 대한 일차적인 본연의 기능을 수행하는 과정에서 투기적인 거래도 같이 일어나고 있다. 반면, 파생금융상품시장은 금융 시장에서의 위험을 회피하는 수단을 제공하는, 즉 실물경제에서 본다면 이차적인 보완기능을 본연의 목적으로 탄생한 새로운 시장으로서 그 성격상 투기거래의 정도가 더 심하다고 판정할 수 있다¹⁰⁹⁾.

금융거래세의 목적은 투기거래의 억제와 세수 효과에 있는데, 어느 정도의 투기거래는 시장에 유동성을 공급하기 위하여 필수적인 거래이다. 따라서 투기의 정도가 얼마나 심한가 하는 것이 거래세 도입의 기준이 될 수 있는데, 그러한 측면에서 본 보고서는 우리나라 파생금융상품시장에서 KOSPI 200 선물과 옵션에 대한 거래세 도입이 필요하다는 점을 제시하였다. 또한 이미 거래세가 부과되고 있는 주식시장을 제외하고 채권시장과 외환시장을 대상으로 거래세 도입의 타당성을 검토하였다. 이들 시장에서도 투기적인 거래가 일어나고 있으나, 이들 시장에서의 문제는 오히려 투기적인 해외자본의 급격한 유출입에 있기 때문에 이러한 자본 유출입의 변동성을 완화하는 정책수단으로서의 영세율 2단계 토빈세 도입을

109) 상품(commodity)을 대상으로 하는 파생상품시장의 경우, 우리나라에서는 거의 거래가 되고 있지 않기 때문에 특별히 언급할 필요가 없다. 국제적으로 상품을 기초자산으로 하는 파생상품시장의 경우에도 상품의 매집 등을 통한 투기적인 거래가 종종 발생하고 있기는 하지만 파생금융상품시장의 경우는 투기적 거래가 일상적이라고 하겠다.

추진하는 것이 바람직하다는 점을 제시하였다.

거래세의 부과는 세수의 확보와 투기거래의 억제라는 이중배당(double dividends) 효과가 있다. 만일 거래세의 부과가 투기적 거래를 진정시키는데 효과적이지 않다면, 세금 부과에도 불구하고 거래량이 줄어들지 않는다는 의미이므로 Pollins 등(2003)이 지적한 바와 같이 세수 증대에 매우 효과적인 정책수단이 될 수 있다.

금융거래세의 필요성에 대하여 Keynes가 처음 언급한 이래, 그 도입을 둘러싼 논의가 지속되었으나, 2008년 금융위기 이후 보다 현실감을 가지고 국제적인 논의가 이루어지고 있다. 영국과 미국을 비롯한 일부 국가들이 계속 반대하는 가운데, 2012년 10월 9일에 독일과 프랑스를 중심으로 도입 취지에 찬성하는 유럽 11개국이 함께 금융거래세를 도입할 것을 발표하였다. 제Ⅲ장에서 이미 언급한 바와 같이 전통적으로 거래세 부과에 대하여 강한 반대 입장을 견지하여 온 IMF도 Working Paper 등을 통하여 현실적으로 실현 가능한 정책이라는 입장을 표명하고 있는 것은 거래세를 도입하는 데 있어서 고무적인 현상이다. 더욱이 최근 IMF (2012)는 자본통제의 필요성을 인정하는 보고서를 기관 입장(institutional view)으로 발표하였다. 1997년 외환위기가 지나간 후 우리나라를 비롯한 아시아에서의 IMF 정책처방에 대한 의구심이 일기 시작하였다. 이러한 시각은 2008년 선진국 중심의 금융위기와 유럽의 재정위기를 거치면서 자본통제의 필요성을 공식적으로 인정하게 된 과정의 출발점이었다고 하겠다. 지금까지 자본자유화를 지고의 가치로 표방해온 IMF의 이러한 공식적인 입장 변화는 선진국의 양적 완화정책에 따른 글로벌 유동성의 증가로 시장의 안정성을 위협받고 있는 신흥국들의 입장에서는 환영할 만한 일이 아닐 수 없다. 따라서 위기시에 대비한 정책을 수립함에 있어 자국의 실정에 적합한 정책수단을 강구할 수 있는 여지가 보다 넓어졌다고 할 수 있다. 정책당국은 소규모 개방경제로서 우리가 처한 취약점을 보완할 정책수단을 개발하고, 이를 IMF나 OECD와 같은 국제기구에서도 인정받도록 적극적으로 설득하는 자세가 필요하다고 본다.

금융산업이 공공적인 성격도 가지고 있음을 감안한다면 시스템 위기가

발생할 경우에 궁극적으로 재정이 이를 메워줘야 하는 구조에는 변함이 없다. 우리나라의 파생금융상품에 대한 과세는 세수효과와 함께 시장의 순기능을 유도하는 방향으로 미력이나마 기여할 것으로 예상된다. 또한 외환시장에서의 영세율 2단계 토빈세는 직접적인 자본통제가 아니라, 시장에서의 가격 메커니즘을 통하여 자본 유출입을 완화시킬 수 있는 또 하나의 정책적 수단을 제공한다는 측면에서 의미가 있을 것이다.

참고문헌

- 강순삼, 『금융거래세의 논의 현황과 시사점』, 국제금융센터, 2011. 12.
- 금융감독원, 「외국인 투자자의 증권매매동향」, 각 호.
- 금융투자협회(<http://www.kofiabond.or.kr/>)
- 김근태·오현정, 「EU의 금융거래세 도입 논의 및 평가」, 『지역경제포커스』, vol. 5, no. 47, 대외경제연구원, 2011. 12.
- 김진희·정재욱·임태균, 「주요국가 주식양도차익 과세제도에 관한 연구」, 대한회계학회 학술대회논문집, 2008.
- 김희성, 「세계거래소 파생상품시장의 변화 방향과 전략」, 『KRX Market』, 한국거래소, 2010. 1, pp. 61~114.
- 박하일·이대엽·정규일, 「자본자유화 이후 한국의 자본이동 형태」, 『BOK 이슈 노트』, 한국은행, 2012. 5.
- 서영경·성광진·김동우, 「원/달러 환율변동성이 큰 배경과 시사점」, 『BOK 경제브리프』, 한국은행, 2011. 1.
- 이윤석, 「주요국 자본유출입의 변동성 비교와 시사점」, 『주간금융브리프』, 19권 11호, 한국금융연구원, 2010.
- 전주성, 「외환시장 개입의 재정비용」, 『재정학 연구』, 한국재정학회, 2009. 11, pp. 157~192.
- 정성태, 「외국인 채권투자, 금융시장의잠재적 교란 요인」, 『Weekly 포커스』, LG경제연구원, 2010. 3. 24.
- 조석방·이은경·김동우, 「외국인 채권투자의 결정요인 분석」, 『Monthly Bulletin』, 한국은행, 2010. 9.
- 지식경제부, 「2012년 1~9월 외국인 직접투자 동향」, 2012. 10. 5.
- 한국거래소, 『채권유통시장 해설』, 2010. 12.
- _____, 「KRX Market」, 각 호.
- 한국은행, 『우리나라의 외환제도와 외환시장』, 2010. 12.
- _____, 『외국환은행의 외환거래 동향』, 각 호.

- 한국은행, 『외환시장 동향』, 각 호.
- 홍범교, 「금융거래세 관련 국제논의 동향과 정책과제」, 『재정포럼』, 한국조세연구원, 2010. 6.
- 홍범교 · 박창균 · 유현영, 『과생금융상품 과세제도 도입 방안에 관한 연구』, 한국조세연구원, 2012. 8.
- Akerlof, G. and R. Shiller, *Animal Spirits*, Princeton: Princeton University Press, 2008.
- Aliber, R., B. Chowdhry and S. Yan, “Some Evidence that a Tobin Tax on Foreign Exchange Transactions May Increase Volatility,” *European Finance Review* 7: 2003, pp. 481~510.
- Allen, F. and D. Gale, “Bubbles and Crises,” *The Economic Journal*, 110, 2000, pp. 36~255.
- Amihud, Y. and H. Mendelson, “Transaction Taxes and Stock Values,” in Lehna, K. & R. Kamphius(eds.), *Modernizing US Securities Regulations*, Burr Ridge: Irwin Professional Publishing, 1992, pp. 477~502.
- Auten, G. and T. Matheson, “The Market Impact and Incidence of a Securities Transaction Tax: The Case of the US SEC Levy,” Presented at the 103rd Annual Conference of the National Tax Association, Chicago, 2010.
- Baltagi, B., D. Li and Q. Li, “Transaction Tax and Stock Market Behavior: Evidence from an Emerging Market,” *Empirical Economics*, 2006, pp. 393~408.
- Baker, Dean, “The Benefits of a Financial Transactions Tax,” CEPR Working Paper, Dec. 2008.
- _____, “Responses to Criticisms of Taxes on Financial Speculation,” CEPR Working Paper, Jan. 2010.
- Barclay, M., R. Litzenberger and J. Warner, “Private Information,

- Trading Volume and Stock Return Variances,” *The Review of Financial Studies*, 3(2), 1990, pp. 233~253.
- Baumann, B. and K. Gallagher, “Navigating Capital Flows in Brazil and Chile,” Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series, June 2012.
- Beitler, D., *Raising Revenue: A Review of Financial Transaction Taxes throughout the World*, A Report for Health Poverty Action and Stamp Out Poverty, Just Economics, Sep. 2010.
- Bjursell, C., G. Wang and J. Yau, “Transaction Tax and Market Quality of U.S. Futures Markets: An Ex-Ante Analysis,” *Review of Futures Markets*, July 2012, pp. 141~177.
- Bond, S., M. Hawkins and A. Klemm, “Stamp Duty on Shares and Its Effect on Share Prices,” London: The Institute for Fiscal Studies, WP04/11, 2004.
- Brondolo, John, “Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility,” IMF Working Paper, WP/11/185, Aug. 2011.
- Buckley, R. and G. North, “A Financial Transactions Tax: Inefficient or Needed Systemic Reform,” *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 43, 2012, pp. 745~795.
- Campbell, J., and K. Froot., “International Experience with Securities Transaction Taxes,” NBER Working Paper 4587, 1993.
- _____, “International Experience with Securities Transaction Taxes,” in *The Internationalization of Equity Markets*, National Bureau of Economic Research Project Report Series, Cambridge, MA, 1994, pp. 277~303.
- Chou, R. and G. Wang, “Transaction Tax and Market Quality of the Taiwan Stock Index Futures,” *The Journal of Futures Markets*, 26(12), 2006, pp. 1195~1216.

- Coelho, I., L. Ebrill and V. Summers, *Bank Debit Taxes in Latin America: An Analysis of Recent Trends*, IMF Working Paper, May 2001.
- Ehrenstein, G., F. Westerhoff and D. Stauffer, "Tobin Tax and Market Depth," *Quantitative Finance* 5(2), 2005, pp. 213~218.
- Epps, W., "The Demand for Brokers' Services: The Relation between Security Trading Volume and Transaction Cost," *The Bell Journal of Economics*, 7(1). 1976, pp. 163~194.
- Ericsson, J. and R. Lindgren, "Transaction Taxes and Trading Volume on Stock Exchanges-An International Comparison (Working Paper)," *Stockholm School of Economics*, 1992.
- European Commission, *Proposal for a Council Directive on a Common System of Financial Transaction Tax and Amending Directive 2008/7/EC*, COM(2011) 594 final, 2011a.
- _____, *The Commission Proposal for a Council Directive on a Common System of FTT*, COM(2011) 594, Sep. 28, 2011b.
- _____, *Executive Summary of the Impact Assessment*, Commission Staff Working Paper, SEC(2011) 1103 final, 2011c.
- _____, *Impact Assessment*, Commission Staff Working Paper, 2011d.
- Forbes, K, M. Fratzscher, T. Kostka and R. Straub, "Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls," paper presented at the 12th Jacques Polak Annual Research Conference, Nov. 10~11, 2011.
- Frankel, Jeffrey, "How Well Do Foreign Exchange Markets Function: Might a Tobin Tax Help?," NBER Working Paper No. 5422, January 1996.
- French, K. and R. Roll, "Stock Return Variances: the Arrival of Information and the Reaction of Traders," *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, pp. 5~26.

- Froot, K. and A. Perold, "New Trading Practices and Short-run Market Efficiency," *The Journal of Futures Markets*, 15(7), 1995, pp. 731~765.
- Haberer, M., "Might a Securities Transaction Tax Mitigate Excess Volatility? Some Evidence from the Literature," CoFE Discussion Paper 04-06, Konstanz: Center of Finance and Econometrics, University of Konstanz, 2004.
- Habermeier, K and A. Kirilenko, "Securities Transaction Taxes and Financial Markets," in *Taxation of Financial Intermediation* (ed). by P. Honohan, New York: Oxford University Press, 2003.
- Hakkio, C., "Should We Throw Sand in the Gears of Financial Markets?," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 79, No. 2, 1994, pp. 17~31.
- Hanke, M., J. Huber, M. Kirchler, and M. Sutter, "The Economic Consequences of a Tobin Tax-An Experimental Analysis," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 74, 2010, pp. 58~71.
- Hansen, L., "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimation," *Econometrica*, 50, 1982, pp. 1029~1054.
- Hau, H., "The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse," *Journal of the European Economic Association* Vol. 4, No. 4, 2006, pp. 862~890.
- _____, "Estimating the Volatility Effect of a Tobin Tax," Oct. 2001, <http://www.banque-france.fr/fondation/gb/telechar/papers_d/estimati.pdf>
- Hawkins, M., and J. McCrae, "Stamp Duty on Share Transactions: Is There a Case for Change?," IFS, June 2002.
- Hu, S., "The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock

- Market: Experiences from Asian Markets,” *Pacific-Basin Finance Journal* 6, (3~4), 1998, pp. 347~64.
- IMF, *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector, Final Report for the G-20*, June 2010.
- _____, *The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows*, 2011a.
- _____, *Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, 2011b.
- _____, *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, 2012.
- Jackson, P. and A. O'Donnell, “The Effects of Stamp Duty on Equity Transactions and Prices in the UK Stock Exchange,” Bank of England, 1985.
- Jetin, B., “Financing Development with Global Taxes: Fiscal Revenues of a Currency Transaction Tax,” Mimeo, Paris: Université Paris-Nord, 2009.
- Jickling, Mark, “Proposed Transaction Fee on Futures Contracts,” *CRS Report for Congress*, April 3, 2006.
- Jones, C. and P. Seguin, “Transactions Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation,” *American Economic Review* 87(4): 1997, pp. 728~737.
- Keynes, John, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, University Printing House: Cambridge, 1936.
- Kiefer, D., “The Security Transactions Tax: An Overview of the Issues,” *Tax Notes*, August 13, 1990, pp. 885~901.
- Klein, Michael, “Capital Controls: Gates and Walls,” paper presented at the Fall 2012 Brookings Panel on Economic Activity, Sep. 13~14, 2012.
- Krugman, Paul, “Taxing the Speculators,” *New York Times*,

November 26, 2009.

- Kupiec, P., "A Securities Transactions Tax and Capital Market Efficiency," *Contemporary Economic Policy*, Vol. XIII, Jan. 1995, pp. 101~112.
- _____, "Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transaction Tax," *Journal of Financial Services Research*, 10, 1996, pp. 115~129.
- Lindgren, R., "Transactions Taxes and Stock Market Volatility," Working Paper No. 59, Stockholm School of Economics, 1994.
- Lindgren, R. and A. Westlund, "How Did the Transaction Costs on the Stockholm Stock Exchange Influence Trading Volume and Price Volatility?," *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, 2/1990, pp. 30~35.
- Matheson, Thornton, "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence," IMF Working Paper, WP/11/54, March, 2011.
- _____, "Security Transaction Taxes: Issues and Evidence," *International Tax and Public Finance* 19(6), 2012: pp. 884~912.
- McCulloch, N. and G. Pacillo, *The Tobin Tax: A Review of the Evidence*, Research Report Vol.2011 No 68, Institute of Development Studies, May 2011, pp. 40~41.
- Newey, W. and K. West, "A Simple Positive Semi-definite Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix," *Econometrica*, 55, 1987, pp. 703~708.
- Nordén, L., "Brighter Future with Lower Transaction Costs?" *Journal of Futures Markets* 29(8), 2009: pp. 775~796.
- Pellizzari, P. and F. Westerhoff, "Some Effects of Transaction Taxes under Different Microstructures," University of Technology, Sydney Quantitative Finance Research Centre Paper 212, 2007.
- Pore, Laltu, "Analysis on Securities Transaction Tax," Securities and

- Exchange Board of India(SEBI) Bulletin, March 2012, pp. 201~208.
- Reinhart, C. and K. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.
- Roll, R., "Price Volatility, International Market Links and Their Implication for Regulatory Policies," *Journal of Financial Services Research* 3(2-3): 1989, pp. 211~246.
- Pollins, R., D. Baker and M. Schaberg, "Financial Transactions Taxes for the U.S. Economy," WP20, 2002.
- Sahu, Dhananjay, "Does Securities Transaction Tax Distort Market Microstructure? Evidence from Indian Stock Market," January 2008. <<http://ssrn.com/abstract=1088348>>
- Saporta, V. and K. Kan, "The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of UK Equity Prices," Working Paper, Bank of England, London, 1997.
- Schmidt, R., "The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates," Ottawa: North-South Institute, 2007.
- Schwert, W. and P. Seguin, "Securities Transactions Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions," *Financial Analysts Journal*, Vol. 46, Sep.-Oct. 1993, pp. 27~35.
- Shome, Parthasarathi and Janet Stotsky, "Financial Transactions Taxes," IMF Working Paper, WP/95/77, Aug. 1995.
- Shaxson, Nicholas, *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World*, Vintage: London, 2011.
- Singh, Kavaljit, *Equitable Equity: India Introduces Securities Transaction Tax*, 2004a, <<http://www.madhyam.org.in/admin/tender/Equitable%20Equity.PDF>>
- _____, "Overturning Transaction Tax," Aug 05, 2004b, <<http://www.countercurrents.org/eco-singh050804.htm>>

- Song, F. and J. Zhang, "Securities Transaction Tax and Market Volatility," *Economic Journal*, 115, 2005, pp. 1103~1120.
- Spahn, P., "International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options," IMF Working Papers 95/60, 1995.
- _____, "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability," *Finance and Development*, IMF, Vol. 33(2), 1996, pp. 24~27.
- _____, "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transactions," Report to the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, Bonn, Feb. 2002.
- Stephan, S., M. Schratzenstaller and O. Picek, *A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects*, WIFO, March 2008.
- Stiglitz, Joseph, "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading," *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, 1989, pp. 101~115.
- Su, Y. and L. Zheng, "The Impact of the Securities Transaction Taxes on the Chinese Stock Market," *Emerging Market Finance and Trade* 47, 01S, 2011, p. 32~46.
- Summers, Lawrence and Victoria Summers, "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case For A Securities Transactions Tax," *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, 1989, pp. 261~286.
- Tobin, James, *The New Economics One Decade Older: The Eliot Janeway Lectures in Honour of Joseph Schumpeter*, Princeton University Press, 1974.
- _____, "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, Vol. 4(3-4), 1978, pp. 153~159.
- Umlauf, S., "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market," *Journal of Financial Economics* 33: 1993, pp.

227~240.

Wang, G. and J. Yau, "Trading Volume, Bid-ask Spread, and Price Volatility in Futures Markets," *The Journal of Futures Markets*, 20(10), 2000, pp. 943~970.

Wang, G., J. Yau and T. Baptiste, "Trading Volume and Transaction Costs in Futures Markets," *The Journal of Futures Markets*, 17(7), 1997, pp. 757~780.

Westerhoff, F., "Heterogeneous Traders and the Tobin Tax," *Journal of Evolutionary Economics* 13. 1, 2003, pp. 53~70.

Westerhoff, F. and R. Dieci, "The Effectiveness of Keynes-Tobin Transaction Taxes When Heterogeneous Agents Can Trade in Different Markets: A Behavioral Finance Approach," *Journal of Economic Dynamics and Control* 30(2), 2006, pp. 293~322.

WTO, *World Trade Report*, 2011.

Zhang, L., "The Impact of Transaction Tax on Stock Markets: Evidence from an Emerging Market," Unpublished MS Research Paper, Greenville: Department of Economics, East Carolina University, 2001.

〈부록 1〉 Section C of Annex I to Directive
2004/39/EC of the European Parliament
and of the Council of 21 April 2004

Section C

Financial Instruments

- (1) Transferable securities;
- (2) Money-market instruments;
- (3) Units in collective investment undertakings;
- (4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash;
- (5) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event);
- (6) Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF;
- (7) Options, futures, swaps, forwards and any other derivative contracts relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments,

having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls;

- (8) Derivative instruments for the transfer of credit risk;
- (9) Financial contracts for differences.
- (10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.

〈부록 2〉 Treaty of the Functioning of the European Union

CHAPTER 4

CAPITAL AND PAYMENTS

Article 63

1. Within the framework of the provisions set out in this chapter, all restrictions on the movement of capital between Member States and between Member States and third countries shall be prohibited.
2. Within the framework of the provisions set out in this chapter, all restrictions on payments between Member States and between Member States and third countries shall be prohibited.

Article 64

1. The provisions of Article 63 shall be without prejudice to the application to third countries of any restrictions which exist on 31 December 1993 under national or Union law adopted in respect of the movement of capital to or from third countries involving direct investment - - including in real estate - - establishment, the provision of financial services or the admission of securities to capital markets. In respect of restrictions existing under national law in Bulgaria, Estonia and Hungary, the relevant date shall be 31 December 1999.

2. Whilst endeavouring to achieve the objective of free movement of capital between Member States and third countries to the greatest extent possible and without prejudice to the other chapters of the Treaties, the European Parliament and the Council, acting in accordance with the ordinary legislative procedure, shall adopt the measures on the movement of capital to or from third countries involving direct investment - - including investment in real estate - - establishment, the provision of financial services or the admission of securities to capital markets.
3. Notwithstanding paragraph 2, only the Council, acting in accordance with a special legislative procedure, may unanimously, and after consulting the European Parliament, adopt measures which constitute a step backwards in Union law as regards the liberalisation of the movement of capital to or from third countries.

금융거래세 도입방안 연구

홍범교 · 이상엽

금융거래세는 이미 1936년 John M. Keynes가 지나친 투기를 억제하기 위하여 증권거래세를 부과하는 것이 바람직하다는 주장을 한 이후, 1970년대 James Tobin에 의한 토빈세가 제안되는 등 수십년에 걸쳐 논의가 이어져 오고 있다. 최근에는 2008년 금융위기를 계기로 국제적으로 금융거래세에 대한 논의가 보다 활성화되었다. EU 회원국을 중심으로 금융거래세를 동시에 도입하려던 시도가 영국과 미국의 반대에 부딪혀 주춤하였으나, 2012년 10월에 독일과 프랑스를 중심으로 한 11개국이 우선 실행하기로 합의하였다.

한편, 국제적으로 유럽의 재정위기와 경기침체는 선진국들의 양적 완화 정책을 초래하였으며, 넘치는 글로벌 유동성은 신흥국으로 유입되고 있다. 소규모 개방경제인 우리나라도 이러한 경제환경에서 자유로울 수 없다. 국제적인 기준으로 볼 때, 우리나라의 환율 변동성 및 자본 유출입 정도는 상대적으로 높은 편에 속하며, 파생금융상품시장에서의 투기성 거래 비중은 매우 높은 상황이다. 따라서 본 보고서에서는 이러한 국내외 금융환경 변화 속에서 금융거래세의 역할에 대하여 검토하였다.

이미 증권거래세가 부과되고 있는 주식시장을 제외하고, 채권, 외환, 파생금융상품 시장 각각에 대하여 금융거래세 도입의 타당성을 살펴본 결과, 외환시장에서의 토빈세 도입과 파생금융상품시장에서의 거래세 도입이 우선적으로 시행되어야 할 것으로 판단된다.

외환시장에서는 외국자본의 급격한 유출입에 따른 환율 변동성이 심한 만큼 이를 완화시킬 정책적인 수단이 필요하다. 현재 우리나라가 환율 변

동성을 완화하기 위하여 가지고 있는 정책수단 가운데 선물환 포지션 규제와 외환건전성부담금 제도는 주로 금융기관의 외화차입을 억제하기 위한 수단이다. 따라서 외화차입보다 훨씬 규모가 큰 외국인 채권 및 주식 투자의 급격한 변화에 의한 변동성을 완화시킬 추가적인 수단이 필요하다. 이를 위한 정책수단으로 영세율 2단계 토빈세의 도입을 고려할 수 있다. EU에서 제기되는 현물환에 대한 토빈세는 자본자유화에 대한 역행적 조치라는 우려를 불식시키기 위하여 평시에는 영(0)의 세율을 적용하고, 위기시에만 고율의 세금을 부과하는 영세율 2단계 토빈세의 도입을 제안한다.

파생금융상품시장에서의 거래세 부과도 필수적인 조치이다. 우리나라 파생금융상품시장에서의 투기적인 거래가 다른 나라와는 비교할 수 없을 정도로 만연하고 있기 때문이다. 거래세 부과로 인한 거래량의 감소는 본 연구의 실증분석 결과뿐만 아니라, 다른 나라의 경험으로 보아도 심각하지 않을 것으로 예상된다. 따라서 파생금융상품에 대한 거래세 부과를 통하여 우리나라의 파생금융상품시장을 안정시킬 필요가 있다. 만에 하나 거래세의 부과에도 불구하고 거래량이 줄어들지 않는다면, 거래세의 부과는 세수 증대에 아주 효과적인 수단이 될 수 있는 이중배당효과가 있다는 점도 지적하지 않을 수 없다.

<Abstract>

A Study on the Introduction of FTT in Korea

Beom-Gyo Hong & Sang-Yeob Lee

Renowned economists such as John M. Keynes and James Tobin to name a few have promoted a financial transaction tax (FTT) as an effective policy tool to curb excessive speculation in financial markets. Ever since there are many academic papers and debates that discuss the pros and cons of FTT.

International efforts to introduce a FTT was intensified after the 2008 global financial crisis. In 2011, EU has proposed to impose a FTT on almost all financial transactions carried out by financial institutions. If at least one party involved is a resident of one of the EU member countries, the FTT shall be imposed on those transactions. But England, an EU member, and United States mainly have opposed to the plan, because their financial industry is the most important sector of their own economies. As a result a group of 11 EU member countries such as Germany and France has agreed to introduce a FTT on their own in Oct. 2012.

Currently global excess liquidity due to US Quantitative Easing and ECB's Outright Monetary Transactions is threatening the stability of emerging financial markets worldwide. Korea as a small open economy is no exception in facing these adverse conditions. The volatility of foreign exchange rates and capital flows in both directions are relatively

high in Korea. And the speculative trading in financial derivative market is predominant in Korea. We have examined the validity of introducing a FTT in Korea under these unstable economic conditions.

Based on our analysis, we have concluded that a FTT can be an effective policy tool in stabilizing the foreign exchange market and financial derivative market as well as raising additional tax revenue. In the foreign exchange market, we have proposed a zero-rate two-tier Tobin tax. That means we do not impose the FTT in spot currency market in normal situation. Only when there is a big increase in foreign exchange rate volatility over a certain pre-set level, a high rate of FTT shall be imposed. By these scheme, we can still abide by the OECD code of liberalization of capital movements. The FTT on financial derivatives will play a key role to stabilize the Korean derivative market. If, by any small chance, it is not effective in reducing the excessive speculative activity in financial derivative market, it is at least a very good source of new tax revenue.

홍범교

서울대학교 경제학과 졸업

미국 Brown University 경제학 박사

미국 New York 시립대학교 Queens College 경제학과 조교수

현, 한국조세연구원 선임연구위원

이상엽

미국 The Ohio State Univ. 수학 및 경제학 졸업

미국 The Ohio State Univ. 경제학 박사

미국 San Francisco 주립대학교 경제학과 조교수

현, 한국조세연구원 부연구위원

자료 수집 및 정리

강미정 한국조세연구원 전문연구위원

정빛나 한국조세연구원 연구위원

研究報告書 12-03

금융거래세 도입방안 연구

2012년 11월 23일 인쇄

2012년 11월 30일 발행

저 자 홍범교·이상엽

발행인 조원등

발행처 한국조세연구원

138-774 서울특별시 송파구 송파대로 28길 28

전화 : 2186-2114(대), www.kipf.re.kr

등록 1993년 7월 15일 제21-466호

조판및 상일인쇄

인쇄

© 한국조세연구원 2012

ISBN 978-89-8191-601-5

* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.

값 7,000원

