

2017 조세특례 임의심층평가  
주식시장 활성화 지원을 위한  
조세특례

2017. 12

# 제 출 문

기획재정부 장관 귀하

본 보고서를 『주식시장 활성화 지원을 위한 조세특례』 연구용역에 관한 최종보고서로 제출합니다.

연구책임자: 이상엽 한국조세재정연구원 연구위원

공동연구자: 이동규 한국조세재정연구원 부연구위원

김누리 한양대학교 부교수

배경훈 한양대학교 부교수

빈기범 명지대학교 부교수

2017년 12월

한국조세재정연구원

원장 박형수



# 요 약

## 1. 연구개요

- 정부는 주식시장 및 파생상품시장의 활성화를 지원할 목적으로 다음과 같은 과세특례 제도를 도입해 운영해왔음
  - (조특 §117①2의5) 파생상품 시장조성자가 파생상품시장 조성을 위해 거래하는 파생상품의 가격변동 위험회피를 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①3) 주식 시장조성자가 증권시장 조성을 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①5) 우정사업본부가 차익거래를 목적으로 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조특 §117①5)
  
- 본 임의심층평가에서는 「조세특례제한법」에서 규정하고 있는 증권거래세 면제 과세특례 중 파생상품 시장조성자(조특 §117①2의5), 주식 시장조성자(조특 §117①3), 우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 면제(조특 §117①5)제도에 대한 타당성과 효과성을 평가하고 제도 개선방안에 대해 논의하고자 함

## 2. 분석 내용 및 결과

### 가. 타당성 평가

- 주식시장 활성화 등을 위한 과세특례에 대한 타당성 평가는 크게 세 가지 관점에서 수행됨
  - 첫째, 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 정부 역할의 적절성 여부 평가
  - 둘째, 정부 개입이 필요성이 인정되면 지원방법이 적절한지, 즉 조세특례제도의 대상, 감면방법 등에 대한 평가

- 셋째, 다른 정부지원사업과 중복 적용되는 것이 있는지 여부를 판단
- (정부지원의 타당성) 개별주식과 파생상품 중 유동성이 부족하여 시장이 효율적으로 작동하지 않은 종목 또는 상품을 대상으로 시장기능 활성화 차원에서 정부의 지원은 타당
  - (주식 및 파생상품 시장조성자) 유동성이 부족한 종목의 경우 거래비용, 변동성 등이 높아 거래 부진이 지속되어 시장이 활성화되기 어려운 한계가 존재하기 때문에 시장이 효율적으로 작동되지 않음
    - 유동성이 부족한 주식 또는 파생상품의 경우 시장조성자의 적극적인 유동성 공급으로 투자자의 거래비용을 감소시키므로 거래 활성화 필요
  - (우정사업본부 차익거래) 현물과 선물과의 가격괴리가 커질 때 차익거래 기회가 발생하며 이는 비정상적인 가격괴리를 축소하여 시장의 안정화 기능을 수행
    - 그러나 차익거래에 대한 거래세 부과는 증권거래세율 이내의 가격괴리 상황에서는 차익거래의 시장 안정화 기능 작동을 제한
- (지원대상의 적절성) 주식 시장조성자 및 파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 적절하나 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 특정 기관에 대한 지원으로 형평성 문제가 존재할 여지
  - 주식 시장조성자와 파생상품 시장조성자는 시장조성상품의 거래시간 중 일정 비율 이상 지속적으로 매수·매도 시장조성호가 제출의무를 통해 호가스프레드를 축소시켜 신규매매거래를 창출하고, 투자자의 암묵적 거래비용을 감소시키는 역할을 하기 때문에 이런 긍정적인 기능을 극대화하기 위해서는 시장조성자에 대한 거래비용상의 혜택이 필요
  - 차익거래를 수행할 수 있는 금융기관은 우정사업본부뿐만 아니라 국민연금, 공모펀드 등으로 경쟁중립성 측면에서는 형평성 문제가 존재하나, 다른 투자주체의 차익거래와 달리 우정사업본부의 차익거래는 공적 성격을 지닌다는 점에서 차이
  - 거래세를 부과하는 국가들의 경우 시장조성자 및 공적 성격을 가진 정부기관에 대해서는 거래세를 면제해 주고 있음

- (지원대상 종목의 적절성) 파생상품의 경우 상대적으로 유동성이 높아 수익성이 보장되는 종목과 유동성이 낮아 수익성이 확보가 어려운 종목을 매칭하여 시장 조성계약을 하여 시장조성자의 수익성이 확보되어 제도가 실효성 있게 운영되고 있음
  - 한편 주식의 경우 현재 저유동성과 중유동성 종목으로 한정하여 증권거래세를 면제해주더라도 수익성과 헷지가 어려워 시장조성자로 참여할 유인이 부족하여 제도가 실효성 있게 운영되지 않고 있음
    - 따라서 파생상품 시장조성자 운영방식을 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요
  - 우정사업본부의 차익거래는 코스피200선물, 미니코스피200선물, 코스닥150선물 등을 대상으로 하고 있으며 차익거래를 활성화기 위해서는 주식 관련 모든 선물을 대상으로 하는 것이 적절
- (지원방식) 현재 지원대상 거래에 대해서 거래비용을 낮춰 주기 위해서는 증권거래세(농특세 포함)를 면제해주는 것이 직접보조금에 비해 경제적 및 행정적 측면에서 합리적
- (유사중복지원제도) 주식시장 또는 파생상품시장 활성화를 위한 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제와 같은 유사 중복지원제도는 없는 것으로 나타남

## 나. 효과성 평가

- (파생상품시장 조성자) 시장조성자제도로 인해 개별주식 파생상품과 지수 파생상품 모두 양적 유동성이 크게 개선되었으며, 지수파생상품은 양적 유동성과 질적 유동성이 모두 개선
  - 개별주식 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 개별주식 선물에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세를 보여 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선되었고, 질적 유동성을 나타내는 호가 및 유효스프레드의 경우에는 평균이 증가하였으며 변동성이 감소

- 지수 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 미니코스피200 지수선물에서도 거래량 및 거래대금이 모두 큰 폭의 증가세를 나타내 양적 유동성 증가, 호가 및 유효스프레드가 감소하여 질적 유동성 역시 개선
- (세수효과) 파생상품 시장조성자의 시장 조성활동과 연계된 현물시장에서의 헷지 거래로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면금액을 크게 상회하는 세수 증대 발생
  - 개별주식 파생상품: 33개월간 약 1,353억원의 거래세 감면 발생, 동 기간 동안의 현물시장 거래 활성화로 인한 거래세 증대 효과는 약 2,894억원
  - 지수 파생상품: 21개월간 약 1,095억원의 거래세 감면 발생, 동 기간 동안 거래세 증대 효과는 약 3,248억원
  - 나아가, 개별주식 파생상품과 지수 파생상품에 대한 각각의 시장조성에서 발생한 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하고, 다시 주식시장 시장조성활동에서의 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하면, 파생상품 시장조성활동에 따른 전체 세수 증대 효과는 32개월간 총 4,213억원으로 추정
    - 이는 월간 약 131.7억원으로 연간 1,580억원
- 한편 파생상품시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과가 시장조성활동 종료 후에도 지속될 것임을 뒷받침할 수 있는 증거는 관측되지 않았음
- (주식시장 조성자) 제도의 조세지출 규모에서 볼 수 있듯이 실효성은 크지 않으나 제도의 효과성은 큰 것으로 나타남
  - 앞서 언급한 것처럼, 시장조성자의 참여 유인 부족으로 인해 매우 제한적인 종목에 한해 제도가 운영되고 있음
- (효과성) 그럼에도 불구하고, 주식시장 시장조성자의 시장조성활동과 행위는 주 정책목적인 시장 활성화를 달성해온 것으로 판단
  - 2016년의 시장조성활동에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세와 함께 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선, 호가 및 유효스프레드로 측정된 질적 유동성의 측면에서도 시장조성활동이 스프레드를 감소시켜 시장의 질적 유동성을 개선

- 2017년의 경우에는 거래량은 소폭 감소, 거래대금은 소폭 증가하는 것으로 나타났으나 이는 제도 시행 이후 충분한 기간이 경과하지 못했기 때문으로 보임
- (세수효과) 시장조성활동으로 인한 거래 활성화로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면금액을 크게 상회하는 세수 증대 효과가 있는 것으로 파악됨
  - 2016년의 시장조성활동에서는 9개월간 약 2억 5천만원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안 거래 활성화로 인한 거래세 증대효과는 약 96억원에 달하는 것으로 추정됨
  - 2017년의 경우에는 2개월간 약 7,800만원의 거래세 감면, 동 기간 동안 거래세 증대효과는 약 24억원으로 추정
- 주식시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과는 시장조성활동 종료 후에 그 지속성이 매우 약한 것으로 나타남
- (우정사업본부 차익거래) 차익거래가 증가되었을 뿐만 아니라 개별 종목수준에서 우분의 차익거래가 스스로의 거래 외의 추가적인 거래를 창출하여 정책 목적을 달성하고 있는 것으로 판단
- (세수 효과) 분석결과, 차익거래에 대해 과세 전환할 경우 오히려 세수는 연간 약 372억원이 감소할 것으로 추정
  - 우분 차익거래에 대한 과세는 2013년 1월부터 2017년 4월 27일까지 시행되었고, 이 기간의 우분 차익거래는 거의 제로 수준으로 수렴하였고, 과세 기간 동안 우분의 차익거래에 대한 세수로 약 11억원을 거둠
  - 분석 결과, 실제 과세 기간 동안 비과세를 했다면 추가적으로 거래대금(매도대금 기준, 매도대금=매수대금)이 약 55조원 창출되었을 것으로 추정되었고, 이에 대한 거래세수는 약 1,661억원
  - 실제 과세 기간의 우분 차익거래 세수는 11억원이므로, 순세수 효과는 과세로 인해 거래세수 손실이 1,650억원(52개월 동안)
    - 이는 월평균 31억원으로 연간으로 약 372억원

### 3. 제도적 개선방안

- 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래는 주식시장 및 파생상품시장에 유동성을 공급하고, 선현물 간 가격괴리를 축소함으로써 시장이 효율적으로 작동하는 데 기여
  - 다만, 주식시장조성자는 대상종목이 저중유동성 종목으로 한정되어 헷지가 어렵고 수익성도 확보되지 않아 시장조성자 참여 유인이 적어 파생상품 시장조성자에 비해 실효성이 떨어짐
  
- 단기적으로 주식 및 파생상품 시장조성자 및 우본의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 지속될 필요
  - 정부 입장에서 보면, 조세지출이 발생하는 것처럼 보이지만 실제 거래 활성화에 따라 세수증대효과가 발생
  - 이는 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래로 인해 새로운 거래를 유발하였기 때문
  
- 다만, 주식 시장조성자의 경우에는 헷지가 어렵고 수익성 확보가 어려워 시장조성대상 종목 중 일부만 시장조성자 계약을 맺고 제도가 운영되고 있기 때문에, 파생상품 시장조성자 제도를 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요
  - 상대적으로 유동성이 높은 종목까지 시장조성 대상종목으로 확대하고, 유동성 수준별 패키지로 시장조성계약을 맺어 시장조성자 참여 유인을 확대할 필요가 있음

# 목 차

I. 서 론 .....	13
II. 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제 과세특례제도 현황 .....	19
1. 제도 개요 .....	21
가. 평가 대상 .....	21
나. 제도 도입 목적 .....	21
다. 정책 대상자 및 수혜 내용 .....	22
2. 운영 현황 .....	24
가. 조세지출 규모 .....	24
나. 본 특례제도의 위상 .....	25
다. 제도의 변화 .....	26
3. 해외사례 .....	31
가. EU 금융거래세 도입(안) .....	31
나. 프랑스 .....	31
다. 영국 .....	36
라. 이탈리아 .....	36
III. 주요 쟁점과 평가 내용 .....	39
1. 주요 쟁점 .....	41
2. 타당성 평가 내용 .....	42
가. 정부 역할의 적절성 .....	42
나. 수행방법의 적절성 .....	43
다. 유사 중복지원에 대한 검토 .....	44
3. 효과성 평가 내용 .....	44
IV. 타당성 평가 .....	45

1. 정부 역할의 적절성 .....	47
가. 정책목적의 평가 .....	47
나. 정부 개입의 근거와 타당성 .....	49
다. 수행방법의 적절성 .....	54
라. 지원방법의 적절성 .....	59
마. 유사 중복지원에 대한 검토 .....	62
바. 요약 및 소결 .....	62
<b>V. 효과성 평가 .....</b>	<b>65</b>
1. 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 효과 분석 .....	67
가. 개별주식 파생상품 .....	67
나. 지수 파생상품 관련사항 .....	79
다. 파생상품 시장조성자의 주식시장에의 영향 .....	97
라. 요약 및 소결 .....	98
2. 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 효과 분석 .....	100
가. 2016년 주식시장 시장조성 .....	100
나. 2017년 주식시장 시장조성 .....	110
다. 요약 및 소결 .....	116
3. 우정사업본부 차익거래 과세에 대한 분석 .....	117
가. 우정사업본부 차익거래 및 과세 여부 .....	117
나. 우정사업본부 차익거래가 유동성 및 변동성에 미치는 영향 .....	121
다. 분석 결과 2: 변동성 .....	132
라. 우정사업본부 차익거래 과세의 세수 효과 분석 .....	135
<b>VI. 결론 및 제도적 개선방안 .....</b>	<b>147</b>
1. 요약 및 결론 .....	149
가. 타당성 평가 .....	149
나. 효과성 평가 .....	151
2. 제도적 개선방안 .....	153
<b>참고문헌 .....</b>	<b>155</b>

## 표 목 차

<표 II-1> 시장조성자 및 우정본 차익거래 조세지출 규모(증권거래세(농특세 포함)) ...	25
<표 II-2> 제도 변화의 주요 연혁 .....	30
<표 V-1> 개별주식 선물 월평균 거래량 .....	70
<표 V-2> 개별주식 선물 월평균 거래대금 .....	70
<표 V-3> 개별주식 선물 스프레드 .....	72
<표 V-4> 개별주식 옵션 월평균 거래량 .....	73
<표 V-5> 개별주식 옵션 월평균 거래대금 .....	74
<표 V-6> 개별주식 옵션 스프레드 .....	75
<표 V-7> 개별주식 파생상품시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적 .....	76
<표 V-8> 개별주식 파생상품 기초자산의 월평균 거래량과 거래대금 .....	78
<표 V-9> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 개별주식 파생상품 시장조성 ...	78
<표 V-10> 미니코스피200 지수 선물 월평균 거래량 .....	81
<표 V-11> 미니코스피200 지수 선물 월평균 거래대금 .....	82
<표 V-12> 미니코스피200 지수 선물 스프레드 .....	83
<표 V-13> 미니코스피200 지수 옵션 월평균 거래량 .....	85
<표 V-14> 미니코스피200 지수 옵션 월평균 거래대금 .....	85
<표 V-15> 미니코스피200 지수 옵션 스프레드 .....	87
<표 V-16> 코스닥150 지수 선물 월평균 거래량 .....	88
<표 V-17> 코스닥150 지수 선물 월평균 거래대금 .....	89
<표 V-18> 코스닥150 지수 선물 스프레드 .....	90
<표 V-19> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월평균 거래량 .....	92
<표 V-20> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월평균 거래대금 .....	92
<표 V-21> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 스프레드 .....	93
<표 V-22> 지수 파생상품시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적 .....	94
<표 V-23> 코스피200 지수 선물·옵션 기초자산의 월평균 거래량과 거래대금 .....	95

<표 V-24> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 지수 파생상품 시장조성 .....	95
<표 V-25> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 파생상품 시장조성 전체 .....	96
<표 V-26> 주식시장에서의 파생상품 시장조성자 거래비중 .....	98
<표 V-27> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매도수량 .....	103
<표 V-28> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매도대금 .....	103
<표 V-29> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매수수량 .....	104
<표 V-30> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매수대금 .....	104
<표 V-31> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 매도수량 증가율: 대조군 대비 .....	105
<표 V-32> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 매수수량 증가율: 대조군 대비 .....	105
<표 V-33> 2016년 주식시장조성 총종목 월평균 스프레드 .....	107
<표 V-34> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 스프레드 증가율: 대조군 대비 .....	107
<표 V-35> 2016년 주식시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적 .....	108
<표 V-36> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 2016년 주식시장 조성 .....	109
<표 V-37> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매도수량 .....	112
<표 V-38> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매도대금 .....	112
<표 V-39> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매수수량 .....	113
<표 V-40> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매수대금 .....	113
<표 V-41> 2017년 주식시장조성 종목 월평균 매도수량 증가율: 대조군 대비 .....	114
<표 V-42> 2017년 주식시장조성 종목 월평균 매수수량 증가율: 대조군 대비 .....	114
<표 V-43> 2017년 주식시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적 .....	115
<표 V-44> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 2017년 주식시장 조성 .....	115
<표 V-45> 우분차익거래 면세 및 과세 .....	120
<표 V-46> 우분 차익거래가 스프레드에 미치는 영향 분석 결과 .....	131
<표 V-47> 우분 차익거래가 변동성에 미치는 효과 분석 결과 .....	133
<표 V-48> 분석 모형 I 추정 결과 .....	142
<표 V-49> 분석 모형 II 추정 결과 .....	143
<표 V-50> 비과세시 거래대금 증가 추정치 및 이에 대한 거래세수 .....	144

## 그림 목 차

[그림 V-1] 개별주식 선물 월별 거래량 .....	69
[그림 V-2] 개별주식 선물 월별 거래대금 .....	69
[그림 V-3] 개별주식 선물 월별 유효스프레드 .....	71
[그림 V-4] 개별주식 선물 월별 호가스프레드 .....	71
[그림 V-5] 개별주식 옵션 월별 거래량 .....	72
[그림 V-6] 개별주식 옵션 월별 거래대금 .....	73
[그림 V-7] 개별주식 옵션 월별 유효스프레드 .....	74
[그림 V-8] 개별주식 옵션 월별 호가스프레드 .....	75
[그림 V-9] 미니코스피200 지수 선물 월별 거래량 .....	80
[그림 V-10] 미니코스피200 지수 선물 월별 거래대금 .....	81
[그림 V-11] 미니코스피200 지수 선물 월별 유효스프레드 .....	82
[그림 V-12] 미니코스피200 지수 선물 월별 호가스프레드 .....	83
[그림 V-13] 미니코스피200 지수 옵션 월별 거래량 .....	84
[그림 V-14] 미니코스피200 지수 옵션 월별 거래대금 .....	84
[그림 V-15] 미니코스피200 지수 옵션 월별 유효스프레드 .....	86
[그림 V-16] 미니코스피200 지수 옵션 월별 호가스프레드 .....	86
[그림 V-17] 코스닥150 지수 선물 월별 거래량 .....	87
[그림 V-18] 코스닥150 지수 선물 월별 거래대금 .....	88
[그림 V-19] 코스닥150 지수 선물 월별 유효스프레드 .....	89
[그림 V-20] 코스닥150 지수 선물 월별 호가스프레드 .....	90
[그림 V-21] 코스피200섹터 지수 및 배당지수 선물 월별 거래량 .....	91
[그림 V-22] 코스피200섹터 지수 및 배당지수 선물 월별 거래대금 .....	91
[그림 V-23] 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월별 유효스프레드 .....	93
[그림 V-24] 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월별 호가스프레드 .....	93
[그림 V-25] 유가증권시장에서의 파생상품 시장조성자의 거래비중 .....	97
[그림 V-26] 코스닥시장에서의 파생상품 시장조성자의 거래비중 .....	98

[그림 V-27]	2016년 주식시장조성 총종목 월별 거래량 .....	102
[그림 V-28]	2016년 주식시장조성 총종목 월별 거래대금 .....	102
[그림 V-29]	2016년 주식시장조성 총종목 월별 유효스프레드 .....	106
[그림 V-30]	2016년 주식시장조성 총종목 월별 호가스프레드 .....	106
[그림 V-31]	2017년 주식시장조성 총종목 월별 거래량 .....	111
[그림 V-32]	2017년 주식시장조성 총종목 월별 매도대금 .....	111
[그림 V-33]	월별 우분차익거래 매수금액 추이 .....	118
[그림 V-34]	월별 우분차익거래 매도금액 추이 .....	118
[그림 V-35]	월별 우분 매수금액 추이 .....	119
[그림 V-36]	월별 우분 매도금액 추이 .....	119
[그림 V-37]	우분 거래 중 차익거래 비중 .....	120
[그림 V-38]	일별 시장 전체 일평균 호가 스프레드 추이 .....	123
[그림 V-39]	일별 시장 전체 거래대금(합)의 추이 .....	124
[그림 V-40]	종목별-일별 자료로부터 얻어진 종목별-월별 자료에서 스프레드(평균) 및 거래대금(합)의 추이 .....	125
[그림 V-41]	종목별-일별 자료로부터 산출한 월별 우분차익거래 매수매도금액 합 ...	126
[그림 V-42]	종목별-일별 자료로부터 산출된 월별 평균 표준편차 .....	127
[그림 V-43]	우분 차익거래 규모의 분포 .....	136
[그림 V-44]	종목-월 패널자료 표본의 우분 차익거래와 우분 전체 거래의 산포도 ...	137
[그림 V-45]	종목-월 패널자료 표본의 우분 차익거래와 종목 전체 거래의 산포도 ...	137
[그림 V-46]	유가증권시장 및 코스닥시장 거래와 우분 거래 및 차익거래의 추이 ...	138
[그림 V-47]	가상적 비과세 상황의 재현 .....	145

# I. 서론





## I. 서론

- 주식시장 및 파생상품시장의 활성화를 지원할 목적으로 다음과 같은 과세특례 제도를 도입해 운영해왔음
  - (조특 §117①2의5) 파생상품 시장조성자가 파생상품시장 조성을 위해 거래하는 파생상품의 가격변동 위험회피를 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①3) 주식 시장조성자가 증권시장 조성을 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①5) 우정사업본부가 차익거래를 목적으로 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조특 §117①5)
  
- 파생상품 시장조성자와 주식 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 과세특례는 각각 2015년과 2016년에 도입되었고, 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 2017년 도입되어 운영되어 왔음
  - 파생상품 시장조성자의 경우, 개별주식선물옵션은 2015년 3월부터, 지수선물옵션은 2016년 3월부터 시행
  - 주식시장 시장조성자는 2016년 3월부터 시행
  - 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 2017년 4월 27일부터 시행
  
- 본 임의심층평가에서는 「조세특례제한법」에서 규정하고 있는 증권거래세 면제 과세특례 중 파생상품 시장조성자(조특 §117①2의5), 주식 시장조성자(조특 §117①3), 우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 면제(조특 §117①5)제도에 대해 평가하고자 함
  - 주식 시장조성자 및 파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 2017년 12월 31일 일몰이 도래하고, 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 2018년 12월 31일 일몰이 도래할 예정
  - 기재부 내부자료에 따르면, 2016년 시장조성자에 대한 예산 감면액을 약 459 억원으로 추정(우정사업본부 차익거래 관련 감면 규모는 제외)

- 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 2017년부터 시행되었고, 정부기관으로서 조세지출에 해당되지 않아 2017년 조세지출예산에서는 조세지출규모를 제시하고 있지 않음

□ 주식시장 및 파생상품시장 활성화 지원에 대한 증권거래세 면제와 관련한 심층적인 연구는 찾기 어려움

- 이우백 외(2016)는 차익거래를 주도하는 우정사업본부에 대해 거래세를 부과하면서 차익거래시장의 위축으로 현물시장의 질적 수준이 낮아졌다는 실증분석 결과를 제시

- 저자들은 차익거래 시장을 활성화하기 위해서는 공모펀드, 연기금, 우정사업본부 등과 같은 공익적 기관투자자에 대해 증권거래세를 면제할 필요가 있다고 주장

- 이호섭(2017)은 우정사업본부에 대한 차익거래에 대한 증권거래세 면제로 인해 주식시장의 거래대금이 크게 증가하여 세수는 오히려 증가할 것이라고 언급

- 또한 증권거래세 면제 대상의 차익거래 대상의 필요성을 제기

- 한편 주식 및 파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제에 대한 선행연구는 없는 것으로 보임

□ 심층평가는 「심층평가 운영지침」에 따라 타당성 분석, 효과성 분석, 제도 개선방안 분석 및 종합평가를 수행하도록 함

- 타당성 분석은 정부 역할로서의 적절성, 수혜대상 및 수혜 내용 등의 적절성, 수단의 적절성, 재정지출사업 및 타 조세지출제도 간 유사중복 여부 등을 분석

- 효과성 분석은 경제적 효과 등 정부 재정에 미치는 영향을 분석

- 제도개선방안은 기존 특례의 성과 저해원인과 개선방안을 분석

- 종합평가에서는 조세특례의 일몰연장 또는 폐지 여부, 제도 개선방안 등에 대한 종합적인 평가의견을 제시

□ 이에 따라 본 임의심층평가에는 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제 과세특례의 타당성, 효과성에 대한 성과평가를 실시하고, 동 제도의 성과를 저해하는 원인과 그 개선방안을 분석하여 조세특례의 효율적인 운영방안을 제시하고자 함

- 타당성 분석에서는 주식시장 활성화를 위한 증권거래세 면제의 정책목적, 정책대상, 지원방식의 적절성 및 형평성, 제도 간 유사중복 여부 등을 분석
  - 정부 역할의 적절성은 정부 개입의 근거와 타당성, 수행방법의 적절성은 정책대상 설정, 감면 방법, 제도 간 중복 여부 등에 대한 타당성을 분석
- 효과성 분석은 주식시장 활성화를 위한 과세특례제도의 정책목표 달성도, 경제적 효과, 재정에 미치는 효과(세수효과) 등에 대해 분석
  - 본 과세특례 수혜자들의 형태 변화, 그로 인한 투자 등의 관련 경제적 파급 효과 그리고 재정에 미치는 영향을 분석
  - 본 임의심층 평가에서는 정책수혜자가 시장조성자와 우정사업본부로서 재분배효과에 대한 분석은 수행하지 않을 예정

□ 본 보고서의 구성은 다음과 같음

- 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 주식시장 활성화 지원을 위한 과세특례제도의 현황을 살펴봄
- 제 III 장에서는 주요 쟁점과 평가내용을 정리하고, 제 IV 장에서는 타당성 평가를 수행하고, 제 V 장에서는 효과성 평가를 수행
- 마지막 제 VI 장에서는 타당성, 효과성 평가결과를 중심으로 주식시장 및 파생상품시장 활성화 지원을 위한 과세특례제도의 개선방안을 제시



## Ⅱ. 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제 과세특례제도 현황





## II. 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제 과세특례제도 현황

### 1. 제도 개요

#### 가. 평가 대상

- (평가대상) 주식시장 활성화 지원 등을 위한 아래의 조세특례가 본 임의심층평가의 대상
  - (조특 §117①2의5) 파생상품 시장조성자가 파생상품시장 조성을 위해 거래하는 파생상품의 가격변동 위험회피를 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①3) 주식 시장조성자가 증권시장 조성을 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제
  - (조특 §117①5) 우정사업본부가 차익거래를 목적으로 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조특 §117①5)
    - 우정사업본부는 국가기관이므로 당해 과세특례는 조세지출에 해당하지 않으나, 증권시장 활성화 지원취지에 대한 효과성을 함께 검증할 필요

#### 나. 제도 도입 목적

- (조특 §117①2의5, 조특 §117①3) 파생상품 시장조성자(market maker, liquidity provider) 및 주식 시장조성자 등에 대한 증권거래세 면제 관련 특례제도는 주식시장의 활성화를 지원할 목적으로 도입
  - (파생상품 시장조성자) 주가지수선물·옵션 시장조성자의 경우 지수파생상품 시장조성자가 위험회피 목적으로 양도하는 주식에 대한 증권거래세를 면제하여 파생상품시장 활성화 지원
  - (주식시장 시장조성자)주식시장의 거래가 일부 대형주에 집중되고 상당수 중·소형주의 경우 거래가 부진하며, 코스닥시장에서도 시총 상위 일부 종목을 제

외하면 역시 거래가 충분하지 않음

- 상위 30% 종목이 전체 거래대금의 73%를 차지하고, 거래량은 91.5%를 차지
- 거래가 부진한 종목의 유동성 공급 의무를 부과하는 시장조성자제도를 도입하여 운영하면서 시장조성자에 대해 증권거래세를 면제
- 주식 시장조성자의 경우 시장조성 계약에 따라 양도하는 주식에 대한 증권거래세를 면제하여 주식시장 활성화 지원

□ (조특 §117①5) 우정사업본부에 대한 증권거래세 면제는 차익거래시장<sup>1)</sup> 및 주식시장의 활성화 지원

- 종전 우정사업본부가 거래하는 주권의 경우 증권거래세가 비과세되었으나, 2010년 「증권거래세법」 개정에 따라 다시 2013년부터 증권거래세가 부과
- 이에 차익거래시장의 주 참여자였던 우정사업본부의 차익거래가 크게 감소함에 따라 시장변동성이 증가하고, 가격조정기능의 효율성이 떨어진다는 지적에 차익거래시장을 활성화하고자 2017년 도입

#### 다. 정책 대상자 및 수혜 내용

□ (정책대상자) 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자, 우정사업본부

- (조특 §117①2의5) 금융투자업자로서 파생상품시장을 조성하기 위하여 그 파생상품의 기초자산인 주권을 양도하는 경우
  - 다만, 파생상품의 가격변동으로 인한 위험을 회피하기 위하여 양도하는 등 일부 경우로 한정
  - 투자매매업자로서 일정 요건을 충족하는 “시장조성자”
- (조특 §117①3) 금융투자업자로서 증권시장을 조성하기 위하여 주권을 대통령령으로 정하는 바에 따라 양도하는 경우
  - 투자매매업자로서 일정 요건을 충족하는 “시장조성자”
- (조특 §117①5) 우정사업총괄기관이 파생상품과 해당 파생상품의 기초자산인 주권의 가격 차이를 이용한 이익을 얻을 목적으로 파생상품의 거래와 연계하여 기초자산인 주권을 대통령령으로 정하는 바에 따라 양도하는 경우

1) 주식의 선물과 현물의 가격차이가 이론적 차이 이상으로 커질 때 그 차액을 얻기 위한 무위험 수익거래

□ (수혜내용) 다음 어느 하나에 해당하는 경우 증권거래세를 면제

- 파생상품 시장조성자의 파생상품 시장조성을 위한 위험회피 목적의 주권 양도
  - 파생상품시장업무규정에 따른 주식선물과 주식옵션 또는 주가지수선물 및 주가지수옵션으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주식파생상품의 기초자산이거나 주가지수파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권만을 거래하는 계약을 통하여 양도하는 경우
  - “파생상품의 가격변동으로 인한 위험을 회피하기 위하여 양도하는 등 대통령령으로 정하는 경우”란 시장조성계약에 따라 해당 주식파생상품 및 주가지수파생상품을 거래하는 과정에서 발생하는 주식파생상품 및 주가지수파생상품의 가격변동 위험을 회피하기 위하여 그 위험회피거래 대상주권을 일정요건에 따라 양도하는 것
  - 이 경우 한국거래소는 주식파생상품 및 주가지수파생상품의 거래량에 대응하는 위험회피거래 대상주권의 거래량을 산출할 수 있는 특정 비율을 시장조성자에게 매 거래일마다 통보해야 함
  - 시장조성자는 위험회피거래 대상주권을 양도하는 경우 위험회피거래신고서를 한국예탁결제원에 제출해야 함
- 주식 시장조성자의 증권시장을 조성하기 위한 주권 양도
  - “대통령령으로 정하는 바에 따라 양도하는 경우”란 증권시장업무규정에 따른 주권으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주권만을 거래하는 계약을 통하여 양도하는 것
  - 한국거래소는 시장조성 대상 주권의 거래내역 중 증권거래세 면제대상 거래를 확인하여 시장조성자 및 한국예탁결제원에 매 거래일마다 통보해야 함
  - 시장조성자는 시장조성거래신고서를 한국예탁결제원에 제출해야 함
- 우정사업본부의 차익거래를 목적으로 한 주권 양도
  - (차익거래대상선물) 주식선물, 코스피200선물 및 미니코스피200선물, 코스닥150선물, 특정 합성선물
  - (요건) 우정사업총괄기관이 차익거래전용계좌를 통하여 주권을 양도할 것, 주권을 매수하는 경우 해당 매수계약과 차익거래 대상 선물의 매도계약이 같은 거래일에 이루어질 것, 주권을 매도하는 경우 해당 매도계약과 차익거래 대상 선물의 매수계약이 같은 거래일에 이루어질 것, 매도하는 주권의 양도금액이 차익거래 대상 선물의 매수계약 체결금액의 100분의 103 이내일

것, 차익거래 대상 선물을 매수하고 주권을 매도하는 경우 매도하는 주권의 종목별 시가총액비중의 합이 100분의 95 이상일 것

- 한국거래소는 우정사업총괄기관의 거래내역 중 과세특례 요건을 충족한 거래를 차익거래전용계좌가 개설된 금융투자업자 및 한국예탁결제원에 거래일마다 통보해야 함
- 우정사업총괄기관은 차익거래신고서를 금융투자업자를 통하여 한국예탁결제원에 제출해야 함

## 2. 운영 현황

### 가. 조세지출 규모

- (조세지출 규모) 기재부 내부자료에 따르면, 2016년 시장조성자에 대한 예상 감면액을 459억원으로 추정(우정사업본부 차익거래 관련 감면 규모는 제외)
  - 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 2015년부터 시행되었고, 우정사업본부의 경우 2017년부터 시행되었고, 정부기관으로서 조세지출에 해당되지 않아 2017년 조세지출예산서에서는 조세지출 규모를 제시하고 있지 않음
- (파생상품시장조성자) 거래소 자료를 이용하여 분석할 결과, 2015년과 2016년 파생상품 시장조성자의 증권거래세 면제 규모는 총 1,267억원이며, 유가증권시장이 1,235억원, 코스닥시장이 32.2억원
  - 2015년 시장조성자 증권거래세 면제 규모는 273.7억원이며, 이 중 유가증권시장이 268.1억원이고 코스닥이 5.6억원
    - 개별주식 파생상품이 273.7억원
  - 2016년 시장조성자 증권거래세 면제 규모는 994.0억원이며, 이 중 유가증권시장이 967.5억원, 코스닥시장이 26.5억원
    - 개별주식 파생상품이 446.9억원이고, 주가지수 파생상품이 547.2억원 수준
- (파생상품 시장조성자)파생상품 시장조성자의 헷지거래에 대한 증권거래세와 농어촌특별세의 면제 규모는 2017년 약 1,402억원으로 추정

- 2015년에는 273억원에 불과하였으나, 2016년 주가지수 파생상품이 포함되면서 984억원으로 증가하였고, 이후 2017년에는 11월말까지 약 1,286억원 수준
  - 2017년은 증권거래세(농특세 포함) 면제규모는 약 1,402억원으로 추정
- (주식시장 조성자) 주식 시장조성자의 헷지거래에 대한 증권거래세(농특세 포함) 면제 규모는 2017년 약 1.2억원으로 추정
- 2016년에는 2.5억원 수준이었고, 2017년에는 11월말까지 0.8억원에 불과
  - 2017년에는 10월부터 시장조성자를 운영하여 12월말까지 실제 3개월 운영
- (우정사업본부 차익거래) 우정사업본부의 차익거래로 인한 증권거래세(농특세 포함) 면제 규모는 2017년 약 456억원으로 추정
- 2017년 4월 28일부터 11월 30일까지 약 7개월 동안 약 399억원
- 위의 3가지 제도가 12개월 동안 운영되었다고 가정하면 총증권거래세 감면 규모는 약 2,090억원으로 추정

<표 II -1> 시장조성자 및 우정본 차익거래 조세지출 규모(증권거래세(농특세 포함))

(단위: 억원)

	2015년	2016년	2017년 <sup>1)</sup>	비고
개별주식 파생상품 시장조성자	273	446.9	1,402	
주가지수 시장조성자		547.2		
주식 시장조성자		2.5	1.2	
우정본 차익거래			456	

주: 1) 2017년은 추정치  
자료: 한국거래소 내부자료

#### 나. 본 특례제도의 위상

- 증권거래세수 중 주식시장 활성화 지원 과세특례의 조세지출 규모의 비중을 통해 본 특례제도가 차지하는 위상을 평가

- 증권거래세수(농어촌특별세)는 2013년 전년에 비해 소폭 감소한 이후 2014년부터 2015년까지 지속적으로 증가하였으나, 이후 2016년에는 전년 대비 소폭 감소하여 약 6조 485억원
  - 증권거래세수는 2012년 3조 5,012억원, 2013년 3조 14억원, 2014년 3조 1,288억원, 2015년 4조 9,053억원, 2016년 4조 3,782억원
  - 농어촌특별세는 2012년 1조 7,245억원, 2013년 1조 4,763억원, 2014년 1조 4,604억원, 2015년 1조 9,738억원, 1조 6,703억원
  
- 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자, 우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 면제 규모가 연간 약 2,090억원(농특세 포함)으로 추정해 보면, '16년 증권거래세수(농특세 포함) 6조 485억원의 약 3.45% 수준에 불과
  - 이는 주식시장 및 파생상품 시장 활성화를 위한 과세특례제도가 모든 투자자에 대한 지원이 아니라 시장조성자와 우정사업본부에 한정하고 있기 때문

#### 다. 제도의 변화

- 증권거래세는 주권 또는 그 지분의 거래(양도)시 부과되는 세금으로 증권시장의 부침에 따라 폐지와 부활을 거듭함
  - 1962년 「증권거래세법」이 제정되었으나, 1971년 시장의 침체로 폐지함
    - 당시 폐지의 논리는 연간 세수 규모는 작으면서, 자본시장의 육성에 지장을 초래한다는 것이었음<sup>2)</sup>
  - 이후 1978년 12월 5일 재제정함
    - 제정 사유는 주권 등의 양도에 대하여 건전한 자본시장의 육성을 저해하지 아니하는 범위 안에서 증권거래세를 부과하려는 것이었음<sup>3)</sup>

2) 증권거래세법폐지법률[1971.12.28., 법률 제2325호], [시행 1972.1.1.]

- 폐지 이유: 세수는 연간 8,000만원에 불과하면서 자본시장의 육성에 지장을 초래하고 있으므로 자본시장의 합리적 육성을 위하여 증권거래세를 폐지하려는 것임  
(법제처, 국가법령정보센터, 「증권거래세법」(<http://www.law.go.kr/법령/증권거래세법>))

3) 증권거래세법 제정[법률 제3104호, 시행 1978.12.5.]

- 신규제정 이유: 주권 등의 양도에 대하여 건전한 자본시장의 육성을 저해하지 아니하는 범위 안에서 증권거래세를 부과하려는 것임.

- 주요내용:

① 과세대상은 주권 또는 지분의 유상양도로 함.  
② 납세의무자는 대체결제회사, 증권회사 또는 양도자로 함.

- 또한 일부 주식양도차익과세와의 중복 과세라는 지적에도 불구하고 투기적 거래의 억제라는 명분과 일부 선진국(프랑스, 독일, 오스트리아, 일본)이 도입하고 있다는 논리로 재도입<sup>4)5)</sup>
- 현재 위 국가들 모두 증권거래세를 폐지한 점에 비추어 볼 때 증권거래세의 재도입은 당초 목적인 ‘건전한 자본시장의 육성’보다는 세수 측면에서의 이점 때문으로 판단하는 논리도 존재함<sup>6)</sup>

□ 증권거래세의 기본세율은 1978년 재도입 당시부터 0.5%이며 탄력세율과 부가세(sur tax)을 적용하고 있음(증권거래세법 제8조 및 동법 시행령 제5조 제1항)

- 유가증권시장에서 거래되는 경우에는 세율(탄력세율) 0.15%에 농어촌특별세 0.15%를 추가로 부과(총 0.3%)
- 코스닥시장에서 거래되는 경우 0.3%의 세율로 과세하고, 비상장주식 등 기타의 경우에는 0.5%의 세율로 과세

□ 2010년까지 우정사업본부는 「증권거래세법」 제6조 제1호의 ‘국가·지자체가 주권 등을 양도시 증권거래세 비과세’ 규정에 따라 국가 등에 해당한다고 보아 증권거래세를 비과세해옴

- 그러나 2010년 세제개편 시 증권거래세가 과세되는 개인 및 기관투자자(공모·사모펀드, 연기금 등)와의 과세형평성 제고를 이유로 우정사업본부에 대해서도 증권거래세를 과세함
- 다만 우정사업본부의 경우 업무영역상 제한이 있는 등 특수성을 감안하여 시행시기를 2년 유예하여 2013.1.1.부터 증권거래세를 부과하기로 함<sup>7)</sup>

③ 국가 또는 지방자치단체에 의한 양도, 기업공개에의 경우의 주권의 양도 등에 대하여는 비과세로 함.

④ 과세표준은 양도가액으로 함.

⑤ 세율은 1,000분의 5로 하고 증권거래소에서 거래되는 주권에 한하여 종목별로 대통령령이 정하는 바에 따라 세율을 인하하거나 영의 세율을 적용할 수 있도록 함.

⑥ 증권거래세는 매월분을 다음 달 10일까지 신고납부하도록 함.

⑦ 납부불성실의 경우에는 미납세액의 100분의 10의 가산세를 적용함.

(법제처, 국가법령정보센터, 「증권거래세법」(<http://www.law.go.kr/법령/증권거래세법>))

4) 박 훈, 『자본시장 경쟁력 회복 및 활성화를 위한 세제개편 방향』, 『자본시장 활성화를 통한 국민 재산증대 및 국가 재정 건전화를 도모하는 세제개편 방향』, 국회의원 강석훈 정책토론회, 2015.4.9. p. 22.

5) 위 열거한 프랑스, 독일, 오스트리아, 일본 모두 이후 증권거래세를 폐지함

6) 문성훈·박종상·정원석, 『자본시장에 대한 과세 형평성 제고 및 시장 활성화 세제 연구』, 금융위원회 금융개혁자문단 세제분과 정책연구용역, 2015.12. p. 18.

- 2010년 세제개편 시 우정사업본부에 대한 증권거래세 과세의 사유는 다음과 같음<sup>8)</sup>
  - 첫째, 과세대상의 확대
  - 둘째, 증권거래의 주체가 국가라 하더라도 개인과 같은 지위에서의 행위이므로 이에 대해 과세한다는 점에서 타당하다고 판단함
  - 셋째, 국가가 관리하고 있는 각종 기금<sup>9)</sup> 역시 증권거래세를 부과하기로 한바 국민연금기금 및 우정사업본부의 증권거래에 대해 과세하지 않는 것은 형평성 측면에서도 적절하지 못하다고 판단함
  
- 현재 주식시장 활성화를 위해 증권거래세를 면제하는 조세특례제도를 최근에 도입하여 운영 중에 있음
  - 파생상품 시장조성자가 파생상품시장조성을 위해 거래하는 파생상품의 가격변동 위험회피를 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조세특례제한법 제117조 제1항 제2의5호)
    - 2015년부터 시행 ~ 2018년 12월 31일 일몰<sup>10)</sup>(2014년 세법개정)
  - 주식 시장조성자가 증권시장조성을 위해 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조세특례제한법 제117조 제1항 제3호)
    - 2016년부터 시행 ~ 2018년 12월 31일 일몰(2015년 세법개정)
  - 우정사업본부가 차익거래를 목적으로 증권을 양도하는 경우 증권거래세 면제(조세특례제한법 제117조 제1항 제5호)
    - 2017년부터 시행 ~ 2018년 12월 31일 일몰(2016년 세법개정)
  
- 「2016년 세법개정안」에서는 우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 면제(조특법 제117조, 조특령 제115조)를 도입하기로 함
  - 개정안의 내용은 다음과 같음<sup>11)</sup>

7) 기획재정부, 『2010년 간추린 개정세법』, 2011.

8) [이낙연 의원 대표발의 증권거래세법 일부개정법률안(의안번호: 1903245), 제안일: 13.1.7]에 대한 기획재정부위원회 검토보고서, 2013.4

9) 「국가재정법」 별표 2에서 규정하는 법률에 따라 설치된 65개 기금 중 기금관리주체가 중앙행정기관의 장인 고용보험기금, 관광진흥개발기금 등 41개 기금을 의미함

10) 「2014년 세법개정안」에서 일몰기한을 2017년 12월 31일로 하였으나 「2015년 세법개정안」에서 1년 연장

11) 기획재정부 보도자료, 「2016년 세법개정안」, 「보도자료2(상세본)」, 2016.7.28.

- 내용: 우정사업본부의 차익거래(주식의 선물과 현물의 가격 차이가 커질 때 그 차액을 얻기 위한 무위험 수익거래)에 대해 증권거래세 면제
- 대상: 코스피200(미니코스피200)·코스닥150 지수선물 및 개별주식 선물과의 차익거래를 위해 양도하는 주식(차익거래 전용계좌를 통하여 거래된 주식에만 적용)
- 적용기한: 2018.12.31.
- 개정이유: 차익거래시장 및 주식시장의 활성화 지원
- 적용시기: 2017.4.1. 이후 거래하는 분부터 적용

□ (우정사업본부에 대한 증권거래세 면제 배경) 우정사업본부에 대한 증권거래세 부과에 따라 전체 차익거래시장의 위축과 외국인 영향력이 확대 등 시장 변동성의 심화 및 전체 세수에 부정적인 영향을 초래했다는 지적

□ 우정사업본부의 거래세 부과에 따라 현·선물 간 미세한 가격 차이를 이용하는 차익거래 규모가 급격히 위축

- ‘10년부터 공모펀드 및 연기금의 증권거래세 부과로 차익거래 규모가 크게 감소하였고,
- 2013년부터 우정사업본부의 거래세 부과로 차익거래 규모가 거래세 부과 이전에 비해 90% 이상 급감하여 시장에 부정적인 영향을 미침
  - 우정사업본부의 거래대금은 ‘12년 19.6조원에서 ’15년 620억원으로 약 99% 감소
- 또한, 거래상대방인 일반 시장참여자의 차익거래도 크게 감소하여 전체 차익거래 규모 역시 크게 감소

□ 이에 따라 현선물 차익거래시장에서 외국인의 독점적 지위 강화 및 이를 통한 외국인의 시장가격 교란 가능성 등이 우려

- 공모펀드 및 국민연금에 대한 증권거래세가 부과된 이후 우정사업본부가 국내 기관의 역할을 대체하였으나, 거래세 부과 이후 시장 점유율이 크게 감소
- 반면, 외국인의 비중은 ‘09년 9%에서 ’15년 75%로 급증하여 국내 차익거래시장에서의 영향력이 더욱 확대

□ 또한 우정사업본부에 대한 거래세 부과로 인해 전체 차익거래 규모가 급감함에 따라 전체 증권거래세 세수도 오히려 감소했을 것이라는 지적도 존재

□ 이에 따라 정부는 차익거래시장의 활성화 등을 이유로 2017년부터 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세를 한시적으로 면제해 주기로 함

□ 그러나 국민연금과 같은 다른 국가기관 간 형평성, 다른 투자자와 형평성 문제가 제기되고 있으며, 실제 우정사업본부의 차익거래에 대한 거래세 면제로 인해 시장이 활성화되었는지 여부에 대한 의문도 존재

<표 II -2> 제도 변화의 주요 연혁

연도	주요 변경사항
1978. 12.5.	- 증권거래세법 신규제정 - 증권거래세법 제6조에서 국가 또는 지방자치단체가 주권 등을 양도하는 경우 등에 대하여 증권거래세를 부과하지 않도록 규정함 - 적용시기: 1979. 1. 1. 이후
2010. 12.27.	- 증권거래세법 제6조 비과세대상에 아래와 같이 단서조항 신설 · 다만, 「국가재정법」, 별표2(국민연금법, 관광진흥개발기금법 등)에서 규정하는 법률에 따라 설치된 기금으로서 기금관리주체가 중앙행정기관의 장인 기금에서 취득한 주권 등을 양도하는 경우 및 「우정사업운영에 관한 특별법」 제2조 제2호에 따른 우정사업총괄기관이 주권 등을 양도하는 경우는 제외 한다 - 적용시기: 2011. 1. 1. 이후(우정사업총괄기관이 주권 등을 양도하는 경우: 2013. 1. 1. 이후)
2014. 12.23.	- 조세특례제한법 제117조 제1항 제2호의 5 신설 · 금융투자업자로서 파생상품시장을 조성하기 위하여 그 파생상품의 기초자산인 주권을 양도하는 경우(파생상품의 가격변동으로 인한 위험을 회피하기 위하여 양도하는 경우로 한정함)를 증권거래세 면제대상에 추가함 - 적용시기: 2015. 3. 13. 이후 1), 일몰기한: 2017. 12. 31.
2015. 12.15.	- 조세특례제한법 제117조 제1항 제2호의 5의 본문 개정 및 각목을 다음과 같이 신설 · 파생상품의 기초자산인 주권을 → 다음 각 목의 구분에 따른 주권을 · 가. 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품의 경우: 해당 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권 · 나. 가목 외의 파생상품의 경우: 해당 파생상품의 기초자산인 주권 - 적용시기 2): 제2호의 5 가목: 2016. 3. 14. 이후, 제2호의 5 나목: 2015. 3. 13. 이후 - 일몰기한 · 제2호의 5 가목: 2018. 12. 31., 제2호의 5 나목: 2017. 12. 31.4) - 조세특례제한법 제117조 제1항 제3호 신설 · 금융투자업자로서 증권시장을 조성하기 위하여 주권을 양도하는 경우를 증권거래세 면제대상에 추가함 - 적용시기: 2016. 3. 14. 이후 3), 일몰기한: 2018. 12. 31.(2016. 12. 20 개정시 일몰기한 설정)
2016. 12.20.	- 조세특례제한법 제117조 제1항 제5호 신설 · 우정사업총괄기관이 파생상품과 해당 파생상품의 기초자산인 주권(해당 파생상품의 기초자산이 주가지수인 경우 해당 지수를 구성하는 주권을 말함)의 가격차이를 이용한 이익을 얻을 목적으로 파생상품 거래와 연계하여 기초자산인 주권을 양도하는 경우를 증권거래세 면제대상에 추가함 - 적용시기: 2017. 1. 1. 이후, 일몰기한: 2018. 12. 31.

자료: 법제처, 국가법령정보센터, 「증권거래세법」(<http://www.law.go.kr/법령/증권거래세법>)

### 3. 해외사례

- 해외사례는 증권거래세를 부과하는 국가가 매우 제한적이지만 이들 대상으로 살피볼 필요

#### 가. EU 금융거래세 도입(안)<sup>12)</sup>

- EU의 금융거래세 도입(안) 논의과정에서 시장조성자 및 역내 공적인 성격의 기관에 대해서는 비과세 대상으로 지정
  - 시장조성자는 거래소 등과의 계약관계하에서 유동성이 부족한 종목 등에 대해 자기 자산으로 지속적인 양방향 호가를 제출하는 금융기관
  - EU 회원국이 도입을 검토했던 금융거래세의 경우, 역내 공적인 성격의 기관에 대해서는 과세를 면제
    - 회원국의 중앙은행 및 유럽중앙은행, 유럽금융안정화기구 및 유럽안정화기구, 유럽원자력공동체 및 유럽투자은행
- 면제 대상: 현물 외환거래 및 EFSF/ESM의 거래, 중앙은행, 국가기관, 예금, 은행대출, 기업 및 가계대출, 주택담보대출, 보험상품, 기업의 증권 발행, 국채 발행, 원자재 거래, 배출권 거래 등은 금융거래세 부과 대상에서 제외

#### 나. 프랑스<sup>13)</sup>

- 2012년 8월 1일 도입된 금융거래세 과세대상에서 시장조성자 및 유동성 계약에 따른 거래 등은 제외
  - 시가총액 10억유로 이상의 주식을 매수하는 경우 0.2%의 금융거래세를 과세
  - 그러나 다음과 같은 시장조성자 거래 요건을 충족한 경우 금융거래세를 면제
    - 법인에 한정: 금융기관, 투자기관, 해외 법인체 및 해외거래소 회원 등

12) 원종현, 「이슈와 논점: 유럽 금융거래세 도입 논의와 시사점」, 제619호, 국회입법조사처, 2013.3.12.

13) KPMG, 'Overview of taxes on financial transactions within the EU' (<https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2013/07/overview-of-taxes.html>)

- 지속적으로 일정규모의 양방향 호가를 제출하고, 이를 유지할 의무: 하루 기준 95% 이상 또는 한달 기준 80% 이상 호가 유지 의무
- 헷지거래의 경우, 시장조성활동과 연관된 거래여야 하며 해당 마켓메이커가 이를 입증할 책임

□ 근거는 Article 6 of 2012 Finance Bill이며 다음의 3가지 범주에 대한 근거를 제시하고 있음

- ① 주식 및 융합유가증권(지분증권)에 대한 과세(Tax on transactions in shares and assimilated securities.)
- ② 고빈도(초단기) 거래에 대한 과세(Tax on “high-frequency” trading.)
- ③ 국가신용부도스왑 거래에 대한 과세(Tax on transactions in sovereign credit default swaps)

□ 과세대상 증권의 범위는 위 3가지 범주에 대응하여 각각 다음과 같음

- ① 주식 및 융합지분증권
  - 보통주, 우선주, twin shares, profit sharing certificates 등
  - 자본 및 의결권에 대한 접근권을 주거나 제공할 수 있는 기타유가증권
  - 주식예탁증서 - 2012년 12월 1일 현재 이루어진 인수에 대하여는 ADR(American Depositary Receipts) 및 EDR(European Depositary Receipts)를 포함한 자회사유가증권(the underlying security)의 발행자 이외에 다른 실체에 의하여 발행된 자회사유가증권에 추가된 특별한 권리를 부여받은 주식예탁증서
- ② Art. L 212-1A of Monetary and Financial Code에 정의된 주식<sup>14)</sup>

14) 프랑스 통화금융법(2006.3.20.)

제L212-1조

(2004년 6월 26일자 관보에 고시된 2004년 6월 24일자 명령 No. 2004-604 제28조, 제52조 III, IV)

주식의 종류는 상법 제L. 228-7조에서 정한다. 그 내용은 이하와 같다.

“제L. 228-7조 - 현금납입 주식은 현금 또는 보상으로써 전액 납입되는 주식, 유보금, 이익 또는 주식발행초과금의 자본 전입 후 발행되는 주식 및 액면 중 일부는 유보금, 이익 또는 주식발행초과금의 자본 전입을 통해 일부는 현금으로 납입되는 주식이다. 현금은 청약 시 전액 납입해야 한다. 합병 또는 분할로 인해 생기는 주식에 적용되는 특별 규정을 침해하지 아니하고 다른 모든 주식은 현물출자로 발행된다.”

(원문)

Article L212-1

(Order No. 2004-604 of 24 June 2004 Art. 28, Art. 52 III, IV Official Journal of 26 June 2004)

The different types of shares are described in Article L. 228-7 of the Commercial Code, reproduced

③ EU 회원국의 신용부도스왑

□ 과세대상 행위

- ① 상장기업 주식 대가에 대한 인수: 직접구매(옵션행사 및 물리적 인도를 수반한 선물을 통한 구매여부와 관계없는)뿐만 아니라 기부를 고려한 발행 및 교환을 포함
  - 인수로 인하여 소유권이 이전된 경우에 과세함
- ② 고빈도(초단기) 거래(“high-frequency” trading)
- ③ naked 국가신용부도스왑의 인수(The acquisition of naked sovereign credit default swaps)

□ 납부의무 부담에 대한 지역적 요건 - 세부담 조건

- 발행자의 거주지 요건
  - 거주지 요건이 존재함: 프랑스에 본사가 있고 시가 총액이 과세연도 1월 1일 현재 10억유로(EUR)를 초과하는 상장기업의 주식
- 거래위치 요건(예: 현지증권거래소)은 존재치 않음
- 거래 당사자의 위치 요건(예: 거래 당사자 중 어느 일방이 거주자인가)
  - 동 세금은 거래 당사자 중 일방이 프랑스인인지 여부와 상관없이 프랑스 또는 프랑스 외 거주자가 취득한 거래에 적용
  - 프랑스 내에서 운영하는 회사에 의해 이루어진 거래
  - 프랑스 내에 설립된 구매자에 의한 매수
- 금융 중개인의 거주지 조건은 존재치 않음
  - 따라서 중개인의 거래가 과세요건을 충족하면 지역적인 요건은 고려하지 않고 과세

---

hereunder:

“Art. L. 228-7. - Shares issued for cash are those which are fully paid up in cash or through compensation, those which are issued following a capitalisation of reserves, profits or issue premiums, and those having a face value derived partly from a capitalisation of reserves, profits or issue premiums and partly from a cash payment. The latter must be fully paid up on subscription. Without prejudice to the specific rules applicable to shares resulting from a merger or a demerger, all other shares are issued for a contribution in kind.”

□ 기타 과세 조건

- 과세대상 범위에 해당하는 프랑스 기업의 주식 목록은 과세년도 이전년도 12월 1일에 설정(2013년도 과세는 2012년 12월 1일 분부터)

□ 면제 대상

① 주식 및 융합지분증권

- 규제된 행위 가운데 주택 및 중앙예탁기관에서 결제함으로써 실현된 지분증권발행거래(최초 약정 기준에 의한 사모 및 인수)에 따라 이루어진 청약
- 시장조성 과정에서 시장조성자가 수행한 유동성 공급계약에 따른 매수
- 유동성 계약하의 거래
- 그룹 내 거래 및 구조조정 거래
- 전환사채 매입
- 유럽연합 집행위원회의 ‘the Regulation n°1287/2006’에 등재된 주식의 임의 처분(환매 및 주식임대거래 포함)

② 고빈도(초단기) 거래에 대한 과세(Tax on “high-frequency” trading.)

- 시장조성자에 의한 시장조성행위(market making activities)

③ 국가신용부도스왑 거래에 대한 과세(Tax on transactions in sovereign credit default swaps)

- 시장조성자에 의한 시장조성행위(market making activities)
- long positions에 해당하는 수익보유(beneficiaries holding corresponding long positions)

□ 징수/납부 의무자

① 주식 및 융합지분증권 거래

- 직접 또는 고객을 대신하여 수행한 투자 서비스 제공자 또는 중개인
- 구매 주문(실행중개인(execution brokers))의 집행 과정에 참여한 일련의 중개행위의 경우, 금융거래세(FTT)는 최종 투자자로부터 직접 주문을 받은 중개인에게 납부의무
- 거래가 중개인에 의해 실행되지 않았다면(예: 장외거래(OTC)) 투자자를 위한 증권계좌 소유자가 납부의무

- ② 고빈도(초단기) 거래: 거래를 수행한 회사
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 계약의 수혜자

□ 세부담자

- ① 주식 및 융합지분증권 거래: 징수/납부 의무자와 같음
- ② 고빈도(초단기) 거래: 징수/납부 의무자와 같음
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 징수/납부 의무자와 같음

□ 실제 세금 부담자

- ① 주식 및 융합지분증권 거래: 매수자
- ② 고빈도(초단기) 거래: 징수/납부 의무자와 같음
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 징수/납부 의무자와 같음

□ 납부의무의 실행

- ① 주식 및 융합지분증권 거래: 세무신고와 납부는 Euroclear France와 납부의무자 간의 수많은 중개인을 통해 Euroclear France 또는 프랑스 세무당국에 직접 전달하여야 함
- ② 고빈도(초단기) 거래: 세무신고 및 납부
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 세무신고 및 납부

□ 미신고/납부시 처벌

- ① 주식 및 융합지분증권 거래: 신고의무를 이행하지 않거나, 정보를 제공하지 않거나, 연체료 지불 불이행에 대한 처벌
- ② 고빈도(초단기) 거래: 부가가치세의 경우와 동일
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 부가가치세의 경우와 동일

□ 과세표준

- ① 주식 및 융합지분증권 거래: 상장회사 지분 인수: 취득 가치
  - 시장 또는 거래 상대방과의 거래를 위한 거래의 판매 가격;
  - 유가증권의 인도를 야기하는 파생상품의 행사 가격;
  - 채권의 전환 또는 교환을 위한 발행계약에서 합의한 가격

- ② 고빈도(초단기) 거래: 전체 거래주문의 기준금액(80%)을 초과하는 특정 거래일에 취소 또는 수정된 거래주문 금액
- ③ 국가신용부도스왑 거래: 계약상 명목금액

□ 세율: ① 주식 및 융합지분증권 거래 0.2%, ② 고빈도(초단기) 거래 0.01%, ③ 국가신용부도스왑 거래 0.01%

#### 다. 영국

- 옵션시장의 중개인으로 지속적이고 성실하게 시장조성거래를 하는 경우 인지세를 면제
  - 영국은 주식 매수대금의 0.5%에 해당하는 인지세 또는 인지보유세 부과
    - 인지세는 재산의 이전 및 양도 등에 부과되는 세금으로 거래세와 유사한 개념
  - 중개인으로서 지속적이고 성실하게 시장조성거래를 하는 경우 인지세 및 인지보유세를 면제
    - 거래소 또는 시장의 회원으로서 과세당국으로부터 승인된 중개인이 행하는 거래소 또는 시장에서의 매매거래 대상

#### 라. 이탈리아<sup>15)</sup>

- 시총 500만유로 이상인 회사의 주식 매수시 0.2%(장외거래) 또는 0.1%(정규시장 및 MTF 거래)의 금융거래세 부과
  - 시장조성거래 및 유동성 공급 거래에 대해 금융거래세 면제
- 주식에 대한 금융거래세
  - 과세대상 주식은 이탈리아에 본점을 둔 기업이 발행한 주식 및 이익참가부증권, 미국예탁증권, 유럽예탁증권, 전세계예탁증권 등임

15) ‘문성훈·박종상·정원석, 『자본시장에 대한 과세 형평성 제고 및 시장 활성화 세제 연구』, 금융위원회 금융개혁자문단 세제분과 정책연구용역, 2015.12.’ 및 ‘이상엽, 『이탈리아 금융거래세가 주식 및 지수선물예 미친 효과 분석』, 『재정포럼』 현안분석, 한국조세재정연구원, 2016.2.’의 증권거래세 사례를 재정리한 내용임

- 납세의무자는 매수자임
  - 단, 정규거래소 또는 다자간거래시스템을 통해 거래되는 주식 중 매수일이 속한 날의 전년도 11월 기준으로 주식 시가총액이 500만유로 미만인 주식에 대해서는 금융거래세를 부과하지 않음
- 정규거래소 또는 주식에 대한 금융거래세율은 0.22%이며, 장내거래의 경우 경감세율인 0.12% 적용
  - 장내거래는 정규거래소와 블랙리스트로 지정되지 않은 국가의 다자간거래시스템을 통해 거래하는 것을 포함함
- 고빈도 거래<sup>16)</sup>의 경우에는 0.02%의 낮은 세율이 적용되며, 납세의무자는 매수·매도 주문을 수정 및 취소하는 자
- 예외적으로 증여·상속에 의한 양도, 사내그룹 간 거래, 국제적 협약에 의한 거래, 중앙은행, 시장조성자, 유동성 공급자, 뮤추얼 펀드, 연기금 등의 거래에서 대해서는 과세하지 않음

□ 파생금융상품거래에 대한 금융거래세

- 파생금융상품의 기초가액 또는 준거가치의 50% 이상의 주식, 예탁증권, 이익참가부증권에 대하여 부과
  - 구체적으로 주식, 예탁증권, 이익참가부 증권을 사고팔 수 있는 권리가 있거나 만기일에 현금결제로 인수 인도하는 양도성 유가증권으로 주식관련 선물과 옵션이 과세대상
- 주식과 달리 매수·매도자가 납세의무자
- 파생금융상품의 종류와 계약의 명목가치에 따라 최대 200유로까지 정액의 금융거래세를 부과
- 파생금융상품이 정규거래소나 다자간거래시스템을 이용하여 거래할 경우 금융거래세의 20%를 경감

---

16) 고빈도 거래(초단타매매(HFT))는 컴퓨터 알고리즘을 이용하여 자동적으로 주식의 매수·매도 주문의 전송, 수정, 또는 취소 결정을 하는 것으로, 주식의 매수·매도 주문 후 주문의 수정·취소까지 0.5초를 초과하지 않는 거래를 말함



### Ⅲ. 주요 쟁점과 평가 내용





### Ⅲ. 주요 쟁점과 평가 내용

#### 1. 주요 쟁점

##### □ 과세특례의 역할

- 주식·파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 주식·파생상품 시장에 유동성을 공급하여 시장의 활성화를 하기 위함
- 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 선현물의 가격 괴리를 축소함으로써 시장의 가격발견 기능을 강화
  - 투자자는 시장에 공표된 파생상품가격을 투자판단의 지표로 손쉽게 활용할 수 있어 정보 비대칭성 문제를 완화
  - 차익거래를 통해 기초자산가격이 균형가격으로 수렴함으로써 기초자산시장이 가격 신뢰성과 투명성을 제고
- 유동성이 부족한 개별주식 및 파생상품의 경우 시장조성자가 유동성을 공급하여 거래비용을 감소시키는 동시에 거래규모를 증가시켜 시장을 활성화할 수 있기 때문에 주식·파생상품시장의 불완전성을 보완하는 것이 본 특례제도의 역할이라고 판단

##### □ 지원대상 선정에 대한 쟁점 검토

- 파생상품의 경우 상대적으로 거래량이 많은 코스피 200선물과 옵션을 제외한 주가지수 파생상품, 개별주식 파생상품의 시장조성자를 대상으로 하고 있으나, 제도 도입 이후 유동성 공급 등으로 시장이 활성화되어 더 이상 개별 상품에 대한 지원이 필요한지에 대한 검토가 필요
- 주식시장의 경우 중유동성 종목 및 저유동성 종목을 시장조성자를 대상으로 하고 있으나, 지원대상 종목이 적절한지 여부에 대한 검토가 필요
  - 최초 제도 도입 시에는 저유동성 종목에 대한 유동성 공급을 위한 목적이었으나, 현재는 중유동성 종목까지 확대 운영 중

- 그럼에도 불구하고 시장조성자의 수익성 확보가 어려워 제도의 실효성이 떨어진다라는 지적이 있음
- 우정사업본의 차익거래에 대해서만 증권거래세를 면제하고 있으나, 공적성격이 있는 국민연금과 형평성 문제도 존재
- 그러나 차익거래에 대한 세제혜택은 제한적으로 부여하는 것이 필요하다는 의견도 존재

□ 기타 쟁점의 검토

- (시장조성 대상 종목의 범위) 파생상품의 경우 상대적으로 거래량이 많은 코스피200선물·옵션을 제외한 모든 종목을 대상으로 시장조성자가 운영되고 있는 반면 주식의 경우 저·중유동성 종목을 대상으로 한정
- (세수 효과) 시장조성자 및 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제로 시장이 활성화되지 않고, 제도가 없을 경우 발생할 수 있는 거래에 대해서 증권거래세 면제 혜택을 제공하는 것은 정책 실패로 볼 수 있음

## 2. 타당성 평가 내용

- 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 증권거래세 면제제도의 타당성 평가는 크게 세 가지 관점에서 수행
  - 첫째, 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 정부 역할의 적절성 여부를 평가
  - 둘째, 정부 개입이 필요성이 인정된다면 지원 방법이 적절한지(즉, 조세특례제도의 대상, 감면방법)에 대한 평가
  - 셋째, 다른 정부지원사업(다른 조세지출사업 또는 재정사업)과 중복 적용되는 것이 없는지를 분석

### 가. 정부 역할의 적절성

- 정부의 개입의 근거와 타당성
  - 주식 시장조성자와 파생상품 시장조성자

- 첫째, 주식시장 및 파생상품시장의 경우 유동성 공급을 위한 시장조성자의 역할이 필요한지 여부
- 둘째, 주식시장 및 파생상품시장 조성자에 대한 증권거래세 면제가 필요한지 여부
- 우정사업본부의 차익거래
  - 첫째, 차익거래에 대한 지원의 타당성
  - 둘째, 증권거래세를 면제하는 것이 적절한지 여부

## 나. 수행방법의 적절성

- 수행방법의 적절성 평가는 크게 수혜대상의 적절성, 수혜내용의 적절성 및 지원방법의 적절성을 검토하는 것으로 주식시장 활성화 등을 위한 증권거래세 면제 제도의 대상 설정 및 감면 방법에 대한 타당성을 평가
  - 수혜대상의 적절성은 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자, 우정사업본부에 대한 지원이 타당한지 여부를 검토
  - 수혜내용의 적절성은 시장조성 대상종목, 차익거래 대상종목이 적절한지 검토
  - 지원방법의 적절성에는 정부 지원 방법 중 조세지원의 적절성과 거래세 감면율의 적절성을 검토
- (수혜대상의 적절성) 시장조성자, 우정사업본부에 대해 세제지원 정책을 적용하는 것이 타당한지에 검토
  - 시장조성자, 국가기관에 대한 증권거래세 과세 여부를 다른 국가와 비교 검토
- (수혜내용의 적절성) 현행 시장조성, 또는 차익거래 대상 종목에서 제외되어야 할 종목이 있는지 또는 추가되어야 할 종목이 있는지를 파악할 필요
  - 유동성 수준에 따라 세제지원 대상 종목에 포함시켜야 하는지에 대한 검토
  - 저유동성 종목 등에 한정하여 제도를 운영할 수 있는지 여부를 시장조성자의 수익성 등을 고려하여 검토
- (지원방법의 적절성) 주식시장 및 파생상품 시장의 활성화를 효과적으로 지원하기 위하여 필요한 정책수단으로 조세지원과 보조금 제도의 장단점을 비교하여 검토

- 예측가능성, 효율성, 배분과 전달과정상의 문제, 경직성 등 다양한 측면에서 조세지원제도와 보조금제도를 비교
- 현행 증권시장 활성화 등을 위한 과세특례의 증권거래세 감면율이 적절한지 검토
  - 주식·파생상품 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래에서 대해서 증권거래세와 농특세를 면제하고 있는데 적절한 수준인지를 분석함

#### 다. 유사 중복지원에 대한 검토

- 동일 또는 유사한 목적의 세출사업이 없는지를 평가하기 위해 조세지출사업과 비조세지출사업을 분석하여 중복적용 여부를 분석

### 3. 효과성 평가 내용

- 주식시장 등의 활성화를 위한 과세특례의 효과성 분석은 크게 세 가지 관점에서 제도의 효과성을 평가
  - 첫째, 주식시장 등의 활성화를 위한 과세특례의 정책목표대로 거래량, 거래대금 등의 양적 유동성이 증가하였는지를 실증적으로 분석
  - 둘째, 양적 유동성뿐만 아니라 질적 유동성(유효스프레드, 호가스프레드)을 개선시켰는지 여부를 실증적으로 분석
  - 셋째, 시장조성자 및 우정사업본부의 차익거래로 인해 추가적인 거래가 발생하여 세수에 긍정적인 영향을 미쳤는지를 분석
- (분석자료) 외와 같은 3가지 핵심적인 효과를 분석하기 위해 본 연구에서는 거래소의 미시자료를 기반으로 패널자료를 구성

## IV. 타당성 평가





## IV. 타당성 평가

### 1. 정부 역할의 적절성

#### 가. 정책목적의 평가

- 주식시장 활성화를 위한 조세특례의 정책목적 검토하고, 현행 제도와 정책목적 간의 관계를 검토할 필요가 있음
  
- ('14년 세법개정) 개별 주식선물옵션시장의 활성화를 위해 파생상품 시장조성자의 위험회피 목적 주식 양도에 대해 증권거래세 면제(조특법 §117① 2호의5 신설)
  - (대상) 한국거래소와 시장조성 계약을 체결할 증권매매업자
  - (거래) 주권 등을 기초자산으로 하는 파생상품시장의 조성을 위한 주식 양도 (위험회피 목적의 거래에 한함)
    - 15년 1월 1일 이후 양도하는 분부터 적용
    - 주식·선물옵션 시장조성자
  - 시장조성전용 주식계좌를 통하여 거래된 주식에만 적용
  - 적용기한 '17년 12월 31일
    - 파생상품시장 활성화 지원을 위해 2017년 세법개정안에서는 주식을 기초자산으로 하는 파생상품 시장조성을 위한 주식양도에 대한 적용기한을 '20년 12월 31일까지 연장하는 것을 포함(조특법 §117①2의5나)
  
- ('15년 세법개정) 주가지수 파생상품시장 및 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제대상 시장조성자 확대(조특법 §117, 조특령 §115)
  - (대상)지수선물옵션 시장조성자
    - (거래) 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품 시장조성을 위한 주식양도 (위험회피 목적의 거래에 한함)
    - '16년 1월1일 이후 양도하는 분부터 적용

- 적용기한: 18년 12월 31일
- (대상) 주식 시장조성자
  - 주식시장조성을 위한 주식양도
  - '16년 1월1일 이후 양도하는 분부터 적용
  - 적용기한: 18년 12월 31일
  
- ('16년 세법개정) (조특법 117, 조특령 115) 차익거래시장 및 주식시장의 활성화 지원을 위한 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제
  - 대상: 코스피200, 코스닥150 지수 선물 및 개별 주식 선물과의 차익거래를 위해 양도하는 주식
  - 차익거래 전용계좌를 통하여 거래된 주식에만 적용
  - 적용기한: 2018년 12월 31일
  - 적용시기: 2017년 4월 1일 거래하는 분부터 적용
  
- ('17년 세법개정) (조특법 117①2의5나) 파생상품 시장조성자의 주식양도에 대한 증권거래세 면제
  - 거래소와 시장조성계약을 맺고, 유동성이 부족한 파생상품 종목에 매도매수 물량을 공급하는 투자매매업자
  - 주식을 기초자산으로 하는 파생상품 시장조성을 위한 주식양도로 위험회피 목적거래에 한함
  - 기존 적용기한 17년 12월 31일에서 2020년 12월 31일로 일몰을 3년 연장함
  
- 앞서 살펴본 것처럼, 세법개정시 재개정 이유를 살펴보면, 주식시장 및 파생상품 등의 시장 활성화를 정책목적으로 함
  - 개별주식 선물·옵션시장의 활성화
  - 주가지수 파생상품시장 및 주식시장 활성화
  - 차익거래시장 및 주식시장의 활성화
  
- 주식시장 및 파생상품 시장의 활성화라는 목적은 지나치게 포괄적이고 구체적이지 않아, 정책 목적이 달성되었는지에 대한 평가를 하기 어려움

- 구체적으로 주식시장과 파생상품시장의 양적·질적 유동성(거래량, 거래비용)의 확대, 변동성의 축소, 주가 상승 등을 정책목적으로 고려하는 것이 바람직
- 본 연구에서는 주식시장과 파생상품시장의 양적·질적 유동성 확대를 정책목표로 간주하고 평가

#### 나. 정부 개입의 근거와 타당성

- 이하에서는 주식시장 활성화를 위한 과세특례에 대한 정부 개입의 근거가 명확하고 타당한지 여부를 평가
  - 정부 개입이 정당화될 수 있기 위해서는 본 조세특례가 (초기)미성숙한 시장의 형성을 위해 시장의 실패가 존재한다는 것을 검증할 필요
    - 특히, 신규상장 종목은 미성숙한 시장으로 인한 시장실패가 존재
  - 시장조성자 또는 우정본에 대한 세제지원이 없이 시장 활성화가 어려운 구체적인 이유를 검토할 필요
- 금융위/기재부의 정부 개입 논리
  - (파생상품 시장조성자) 파생상품의 거래활성화 및 시장효율성 제고 등을 위해 시장조성자의 거래를 세제측면에서 지원할 필요
  - (주식시장 조성자) 주식시장의 거래가 일부 대형주에 집중되고 상당수 중소형주의 경우 거래가 극히 부진
    - 기업의 실질은 우량하나 유동성이 낮아 효율적 균형가격 발견이 어려운 종목을 대상으로 시장조성자제도를 도입하여 주가변동성 완화 및 원활한 유동성 공급을 지원할 필요
    - 시장조성자의 적극적 유동성 공급을 위해서는 증권거래세 면제, 거래소의 인센티브 제공이 필요
  - (우정사업본부 차익거래) 2013년 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 부과 이후 우정사업본부의 차익거래가 급감
    - 0.03%(30bp) 이상의 차익거래 기회가 발생해야 국내기관투자자들이 차익거래에 참여할 수 있으나, 조달비용이 낮고 환차익 기회 등이 존재하는 외국인 경우 30bp 이내의 차익거래 기회를 독점할 수 있는 구조로 국내기관투자자들의 차익거래 기회가 발생하기 어려운 시장구조

- 주식시장 및 파생상품 시장의 활성화 필요성
  - 시장이 미성숙하거나 완전하지 않을 경우 정부의 개입이 필요함
  - 유동성이 부족하여 시장이 효율적으로 작동하지 않은 경우 정부의 개입이 필요
  
- 유동성은 투자자가 원하는 수량의 주식 또는 파생상품을 경쟁력 있는 가격으로 신속하게 거래할 수 있는지를 보여주는 개념으로 유동성이 높을수록 거래비용, 변동성 등이 낮아 투자자의 거래유인에 긍정적인 역할을 함
  - 즉 유동성이 풍부할수록 거래유인이 높기 때문에 거래량 증가로 이어지고, 이런 거래량 증가가 다시 유동성에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 선순환 효과가 있음
  
- 한편 유동성이 부족한 종목의 경우에는 거래비용, 변동성 등이 높아 거래 부진이 지속되어 시장이 활성화되기 어려운 한계가 존재하기 때문에 시장이 효율적으로 작동되지 않음
  - 이런 경우에는 정부가 개입하여 유동성을 개선하여 시장을 활성화할 필요가 있음
  
- (파생상품 시장) 덜 활성화된 개별주식 선물 옵션, 섹터지수, 신규상장 파생상품에 대한 유동성 공급으로 거래 활성화가 필요
  - 기존에 상장된 개별주식 파생상품, 주가지수 파생상품은 거래 부진으로 유동성 공급이 제한
    - 2014년 1월 상장한 섹터지수 선물은 상장 초기 거래량이 매우 작아 유동성이 부족, 2015년 11월에 상장한 코스닥150선물도 상장 초기에는 거래가 부진하였으나 2016년 이후에는 시장조성자제도 도입 등으로 거래량이 크게 증가
    - 한편 변동성지수 선물 VKOSPI선물과 EURO STOXX 50선물은 거래가 부진 (증권거래세 면제대상이 아님)
  - 또한 최근 신규로 상장된 파생상품 및 향후 신규로 상장될 다양한 파생상품은 초기 유동성 확보가 어려움
    - 2017년 6월 26일 개별주식선물 9종목과 개별주식 옵션 10종목이 신규상장
    - 또한 2018년 3월에는 KRX300선물, 코스닥150옵션과 상장지수펀드선물 3종, 개별주식선물 9종목, 개별주식옵션 10종 등을 신규 상장할 예정<sup>17)</sup>

- 이에 따라 파생상품에 유동성을 공급하기 위한 시장조성자제도가 필요
  - 시장조성자는 호가(매수·매도 주문)가 부족한 시장의 시황을 반영한 호가를 공급하여 거래를 촉진
    - 시장에 가격대별 매도 및 매수 잔량이 부족하면 시장에 참여하려는 투자자는 충분한 수량을 매수하거나 매도할 수 없음
  - 시장조성자는 특정 상품에 대한 수급이 불일치할 경우, 수급을 적절히 조절하여 항상 거래가 가능하도록 함
    - 매수자가 부족할 경우, 매수호가를 제출하는 매수자 역할을 수행
    - 매도자가 부족할 경우, 매도호가를 제출하는 매도자 역할을 수행
  
- (파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 필요성) 주식 선물·옵션 등의 파생상품 시장조성자는 위험회피 목적으로 주식을 매수·매도하는데, 주식 매도 시 증권거래세가 부과될 경우, 헷지 비용으로 시장조성 역할 수행이 저해될 수 있음
  - 시장조성거래에 따라 보유한 주식 선물·옵션 등의 미결제약정(잔고) 발생 시 가치변동을 회피하기 위해서 기초자산인 주식의 매도
    - 선물 및 콜 옵션 매수 및 풋옵션 매도시 주식 매도
    - 선물 및 콜 옵션 매도시 풋옵션 매수 시 매수한 주식 매도
    - 최종결제수량에 대한 위험회피 목적으로 매수한 주식 매도
  
- (주식시장) 주식시장의 거래가 일부 대형주에 집중되고 상당히 많은 중소형주들의 경우의 거래가 부진하기 때문에 이를 활성화하기 위한 정부 지원이 필요
  - 주식시장의 거래가 일부 대형주에 집중되고 상당수 중소형주의 경우 거래가 부진
    - 금융위(2014년 11월)에 따르면, '13년 현재 시총상위 100종목이 80%, 시총하위 450종목이 3.7%
  - 또한, 거래 활성화를 위한 유동성 공급자 제도를 악용하는 사례도 발생
    - 관리종목 지정기준(거래량 미달)에 해당하는 종목도 LP지정 시 관리종목 미지정
  - 이에 따라서 거래소가 특정 종목의 유동성 공급 의무를 부과하는 시장조성자 제도를 도입

17) 한국거래소, 「파생상품시장 2018년 주요 추진사업」, 기자간담회, 2018년 1월 25일

- 아울러 시장조성자의 적극적인 유동성 공급을 지원하기 위하여 시장조성자의 유동성 공급활동으로써 양도하는 주식에 대한 증권거래세를 면제
- 거래소('15년 11월)<sup>18)</sup>에 따르면, 주식시장의 유동성이 소수 종목군에 집중되어, 다수의 종목의 유동성이 부족한 수준
- 시가총액별로 살펴보면, 시가총액 상위 10% 종목군의 거래대금은 전체 거래대금의 약 67%, 거래건수는 약 42%를 차지하는 반면, 하위 10% 종목군의 거래대금 비중은 0.1%, 거래건수는 0.6% 수준에 불과
  - 거래량 그룹별로 살펴보면, 거래량 상위 10% 종목군의 거래대금이 전체 거래대금의 35%, 거래량의 69%를 차지하는 반면 거래량 하위 10% 종목군의 거래대금의 전체 거래대금의 0.2%, 전체 거래량의 0.0%에 불과
  - 유효스프레드 수준별로 살펴보면, 상위 10% 종목군의 거래대금은 전체 거래대금의 52%, 거래건수의 37%를 차지하는 반면, 하위 10%종목군의 거래대금은 전체의 0.1%, 전체 거래건수의 0.3%를 차지하는 수준
- 거래소('17년 6월)에 따르면, 저유동성 종목은 453개로 코스피가 203개 종목, 코스닥 7,250개 종목
- 유가증권시장의 저유동성 종목 203개의 평균 시가총액은 약 1,700억원이나 일평균 거래대금은 약 6.7억원에 불과하고, 코스피200 종목의 9개가 이에 해당
  - 코스닥시장의 저유동성 종목 250개의 평균 시가총액은 약 930억원이나 일평균 거래대금은 약 6.2억원으로 코스닥150 종목의 6개가 이에 해당
- 중유동성 종목은 710개 종목으로 코스피가 252개 종목, 코스닥이 458개 종목
- 유가증권시장의 중유동성 종목 252개의 평균 시가총액은 8,400억원이나 일평균 거래대금은 약 52억원이고, 코스피 200종목의 54개가 이에 해당
  - 코스닥시장의 중유동성 종목 458개의 평균 시가총액은 1,900억원이나 일평균 거래대금은 23억원이고, 코스닥 150종목의 82개가 이에 해당함

18) 한국거래소, 「주식시장 시장조성자제도 및 거래안정화장치 도입 등」, 2015. 11. 4.

- 이렇게 유동성이 낮은 종목들의 경우, 시장에 게시되는 일반호가의 가격 및 잔량이 부진하여 시장으로 투자자를 유인하지 못하여 질적 유동성 저하와 거래 부진의 악순환을 지속
  - 이에 따라 유동성을 개선하기 위해 가격, 잔량의 양방향 호가게시를 해주는 시장 조성자의 도입 및 역할이 필요
    - 시장조성자는 매도 및 매수 공급호가 제출을 통해 시장으로 신규투자자를 유인하고 체결 즉시성을 제공하는 거래중개인
  
- (시장조성자거래의 거래세 면제의 필요성) 증권거래세를 부과할 경우, 시장조성자의 수익확보가 어려워 지속적이고 활발한 시장조성 역할을 수행하기 어려움
  - 시장조성자가 지속적인 수익확보가 가능해야 시장조성자의 안정적인 업무 수행이 가능
    - 재고누적 및 역선택에 따른 시장조성자의 손실이 시장상황에 따라 외생적으로 발생 가능하기 때문에 이를 커버할 수 있는 수준의 매매차익을 통해 수익성을 보장할 필요
    - 증권거래세가 부과될 경우, 시장조성자는 증권거래세 30bp를 커버하기 위해 매매차익으로 최소 평균 3~4Tick 이상의 스프레드 수익을 얻어야 하는 부담이 있어 활발한 시장조성을 이행하기 어려운 한계
    - 따라서 재고누적 및 역선택에 따른 손실을 감안하여 시장조성자의 최소한의 수익을 보장하기 위해서는 시장조성 호가에 대한 증권거래세 등 명시적 거래비용에 대한 면제가 필요
  
- (차익거래 시장) 현물과 선물과의 가격 괴리가 커질 때 차익거래 기회가 발생하며 이는 비정상적 가격괴리를 축소하고 시장의 변동을 축소하여 시장의 안정화 기능을 수행
  - 프로그램 차익매수: 고평가된 선물(코스피200선물)을 매도하고 현물(코스피200종목 주식)바스켓 매수하는 거래로 현물이 하락할 경우 평균 베이스(선현물 가격차)가 하락해 차이거래가 발생
  - 이때 단기 차익거래 자금이 대량 유입되면 증시의 하방경직성을 완화하는 기능도 수행

- 그러나 이런 단기차익거래가 감소하면 현물이 급락하고 지수도 급락하게 되면 외국인이 선물을 매도하고 차익거래 매물이 증가하면서 지수 하락을 강화시키는 문제도 발생
  - 차익거래 시장이 축소되어 선물의 고평가 또는 저평가 현상이 심화되고 시장의 쏠림 현상도 증가
- (증권거래 면제의 필요성) 차익거래에 대한 거래세 부과는 증권거래세율(30bp) 이내의 가격 괴리상황에서는 차익거래의 시장안정화 기능 작동을 제한
- 또한 30bp 이상 차익거래의 기회가 발생해야 국내기관투자자들이 차익거래에 참여할 수 있으나, Foreign Exchange Swap을 통한 환차익 기회가 존재할 경우 외국인이 30bp 이내의 차익거래 기회를 독점할 수 있음
  - 이에 따라 국내기관투자자들은 30bp 이상의 차익기회가 발생하기 어려운 시장 구조임

#### 다. 수행방법의 적절성

- 수행방법의 적절성 평가는 크게 수혜대상의 적절성, 수혜내용의 적절성 및 지원방법의 적절성을 검토하는 것으로 주식시장 활성화 등을 위한 증권거래세 면제 제도의 대상 설정 및 감면 방법에 대한 타당성을 평가
- 수혜대상의 적절성은 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자, 우정사업본부에 대한 지원이 타당한지 여부를 검토
  - 수혜내용의 적절성은 시장조성 대상종목, 차익거래 대상종목이 적절한지 검토
  - 지원방법의 적절성에는 정부 지원 방법 중 조세지원의 적절성과 거래세 감면율의 적절성을 검토

##### 1) 수혜대상의 적절성

- (수혜대상의 적절성) 시장조성자, 우정사업본부에 대해 세제지원 정책을 적용하는 것이 타당한지에 검토
- 시장조성자, 국가기관에 대한 증권거래세 과세 여부를 다른 국가와 비교 검토

- (파생상품 시장조성자) 2017년 10월 기준 주식/주가지수 파생상품 시장조성자는 KB증권 등 총 9개사이고, 2017년 12월 삼성증권 등 3개사 추가
  - 거래소 회원으로 자기자본 5천억원 이상인 증권사로 일정요건을 충족한 경우 거래소와 계약을 통해 시장조성자로 참여 가능
  
- 파생상품 시장조성은 공동상품(대표지수 상품)과 선택상품으로 구분하여 운영하고 있으며, 섹터지수, 개별주식 선물, 개별주식 옵션 각 종류별 패키지로 시장조성자를 지정하여 운영
  - 주식/주가지수 파생상품의 경우, 미니코스피200선물옵션 및 코스닥150선물 등 시장대표 주가지수 파생상품은 공동상품으로 전 시장조성자가 참여하고, 코스피 200섹터지수선물을 상품당 2개 시장조성자를 지정
  - 개별주식 선물은 기초자산의 유동성 수준에 따라 1~2개 시장조성자를 지정하고, 개별주식 옵션은 상품당 2개 시장조성자가 지정
  
- 시장조성자는 시장조성상품의 거래시간 중 일정비율 이상 지속적으로 매수·매도 시장조성호가 제출의무가 있음
  - 시장조성호가의 스프레드 및 수량은 시장조성상품별로 상이하고,
    - 예를 들면, 미니코스피200선물의 의무스프레드는 5틱(최대스프레드)이고 의무 수량은 20계약(최소)
  - 일중 의무이행률과 기간 의무이행률도 상품별로 상이
    - 예를 들면, 미니코스피200선물은 일중, 기간 의무이행률이 80%이고, 미니코스피 200옵션은 일중, 기간 의무이행률이 70%
  
- (주식시장 조성자) 2017년 10월 기준 시장조성자는 KB증권 등 4개사이고 2018년 1월부터 메리츠증권이 시장조성자로 참여
  - 이들 시장조성자의 거래소와 계약기간은 2018년 3월 30일까지임
  
- 주식시장조성자는 호가제출단계의무와 호가잔량유지단계 의무가 있음
  - 호가제출단계 의무는 시장조성계좌에서 시장조성호가 시, 호가잔량으로 게시되는 유동성공급호가 형태로 제출할 의무가 있으며, 이는 증권거래세 면제 요건으로도 적용

- 호가잔량유지단계 의무는 시장조성호가잔량을 의무스프레드 이내에서 최소금액이상으로 매도, 매수 양방향으로 유지할 의무
  - 이는 증권거래세 면세 및 거래수수료 면제와는 무관하나, 시장조성자 분기평가를 통해 거래소의 인센티브 지급에 반영
  
- 시장조성거래는 의무적으로 호가를 제시하여 호가스프레드를 축소시켜 신규 매매거래를 창출하고, 투자자의 암묵적 거래비용을 감소시키는 역할을 하기 때문에, 이런 긍정적인 기능을 극대화하기 위해서는 시장조성자에 대해 거래비용상의 혜택이 필요
  - 앞서 언급한 파생상품 시장조성 거래에 대해서는 거래세 부담이 없고, 헷지 목적의 주식거래세에 대해 면제하고 있으며,
  - 거래세를 부과하고 있는 해외 주요국에서도 시장조성거래에 대해서는 면세 혜택을 부여
    - 영국은 주식 매수대금의 0.5%를 인지세로 부과하나 중개인으로서 지속적으로 성실하게 시장조성거래를 하는 경우 인지세를 면제
    - 프랑스는 정규시장에서 시총 1억유로 이상인 회사의 주식 등 거래시 매수금액의 0.2%를 금융거래세로 부과하나, 중개인으로서 시장조성을 위한 매수거래와 상장법인과 유동성공급계약에 의한 매매거래로 금융당국의 승인을 받은 거래는 금융거래세 면제
    - 이탈리아는 시총 500백만유로 이상 회사의 주식을 장내 매수시 0.1% 금융거래세(장외거래 0.2%)를 부과하나 시장조성거래 및 유동성공급거래에 대해서는 금융거래세를 면제
  
- (차익거래) 차익거래의 경우 우정사업본부가 예금자산 및 보험자산을 통해 실행하는 차익거래에 대해서만 증권거래세를 면제
  - 다른 투자주체의 차익거래와 달리 우정사업본부의 차익거래는 공적 성격을 지닌다는 점에서 차이가 존재
    - 우정사업본부의 약 100조원 규모의 예금 및 보험료 운용을 통해 발생하는 당기순이익의 대부분이 일반회계로 편입되기 때문에 우정사업본부의 차익거래는 공적인 활동으로서 면세할 타당성이 존재

- 또한, 증권거래세를 부과하는 국가의 경우에도 공적 성격을 가진 정부기관에 대해서는 증권거래세를 면제
  - 이와 더불어 금융거래세를 도입을 추진하였던, EU의 경우에도 공적 기관에 대한 거래세를 면제하고자 하였음

## 2) 수혜내용의 적절성

- (수혜 내용의 적절성) 현행 시장조성, 또는 차익거래 대상종목에서 제외되어야 할 종목이 있는지 또는 추가되어야 할 종목이 있는지를 파악할 필요
  - 유동성 수준에 따라 세제지원 대상종목에 포함시켜야 하는지에 대한 검토
  - 저유동성 종목 등에 한정하여 제도를 운영할 수 있는지 여부를 시장조성자의 수익성 등을 고려하여 검토
  
- (파생상품) 상대적으로 거래량이 많은 코스피200선물과 옵션을 제외하고 주가지수 파생상품과 개별주식 파생상품이 시장조성대상이며 실제 거래소가 대상종목 모두 시장조성자 계약을 통해 시장조성중에 있음
  - 주가지수상품의 경우 미니코스피200선물옵션, 코스닥150선물, 코스피200섹터지수선물(10개), 배당지수선물(2개)
    - 변동성지수선물과 유로스톡스50선물도 시장조성자가 있으나, 이는 증권거래세 면제대상이 아님
  - 개별주식 파생상품의 경우 주식선물(131개), 주식옵션(30개)가 시장조성대상이며 거래세 면제대상
    - ETF선물(3개)은 시장조성대상이긴 하지만 거래세 면제대상에서는 제외
  
- 파생상품의 경우 상대적으로 유동성이 높아 수익성이 보장되는 종목과 유동성이 낮아 수익성이 확보가 어려운 종목을 매칭하여 시장조성계약을 하여 시장조성자의 수익성이 확보되어 제도가 실효성 있게 운영되고 있음
  - 유동성이 매우 낮은 종목을 대상으로 시장조성자제도를 운영하는 것이 정책 목표와 부합하다고 판단할 수 있으나, 그렇게 될 경우에는 시장조성자가 증권거래세 면제에도 불구하고 수익성을 확보하기 어려워 제도가 실효성 있게 운영되기 어려움

- 앞서 설명한 것처럼, 파생상품 시장조성자의 경우 대표지수 상품이며 상대적으로 유동성이 양호한 미니코스피200선물·옵션, 코스닥150선물은 모든 시장조성자가 참여할 수 있도록 하여 일정 수준 수익성을 보장
    - 시장조성 이후 미니코스피200선물·옵션, 코스닥150선물은 거래량이 크게 증가
  - 과거 상대적으로 거래가 부진하였던 개별주식 옵션 등은 시장조성자가 수익을 내기 어렵고, 대부분의 시장조성자가 손실 발생
  - 현재 상위 시장조성 증권사는 이익이 발생하고 있으나, 하위 3개 증권사는 손실이 발생하는 것으로 보임
- 따라서 시장조성자제도가 실효성 있게 운영되기 위해서는 유동성이 낮은 종목뿐만 아니라 상대적으로 높은 종목도 포함하여 패키지로 시장조성계약을 맺음으로써 시장조성자의 수익성을 확보해주는 것이 중요
- 이는 시장조성자로 참여할 수 있는 유인을 제공하는 데 필요하며, 시장조성자의 수익성이 확보되어 지속적이고 안정적인 호가제출의무 이행이 가능
- (주식) 2017년 말 현재 시장조성 대상종목은 저·중 유동성 종목으로 1,163개 종목(유가증권 455, 코스닥 708)이나 현재 시장조성자 계약을 통해 시장조성중인 종목은 30개 종목에 불과
- 유가증권시장의 경우 203개 저유동성 종목 중 12개 종목만이 시장조성자가 있으며, 252개 중유동성 종목 중 18개 종목이 시장조성 중에 있음
    - (중유동성 18개) 이마트, 고려아연, CJ, 롯데쇼핑, BGF리테일, 한샘, 만도, 현대백화점, 신세계, 대한유화, 삼성전자우, 현대차2우B, LG화학우, LG생활건강우, LG전자우, LG생활건강, 삼성화재
    - (저유동성 12개) BYC, 넥센, 남영비비안, S-Oil우, 미래에셋대우우, GS우, 한국금융지주우, NH투자증권우, SK이노베이션우, 대웅, 영원무역홀딩스, 삼성SDI우, 삼성전기우
  - 반면 코스닥시장의 경우 시장조성 대상종목이 708개나 되나 실제 시장조성계약을 맺은 종목은 단 한 종목도 없음
- 2016년 제도 도입 시에는 시장조성대상을 저유동성을 종목으로 한정하여 증권사의 시장조성자 참여가 매우 낮았으며, 2017년 중유동성 종목까지 확대하였으나

- 여전히 증권사의 시장조성자 참여는 부진
  - 2016년에는 NH투자증권과 대우증권이 시장조성계약을 맺고 저유동성 종목 중 40개 종목에 대해서 시장조성을 하였으나, 제도 도입 이후 16주간의 시장조성자 손익분석결과 두 시장조성자 모두 누적손실이 발생
  - 증권거래세 면제혜택에도 불구하고 수익성 확보와 헷지가 어려워 증권사가 시장조성자로 참여할 유인이 부족
  - 2017년에도 시장조성자로 참여하려는 증권사가 없어, 거래소는 시장조성자제도를 9월까지 운영하지 못하다가 10월부터 매우 제한적으로 운영 중
    - 이는 시장조성참여 증권사가 없어 거래소가 직접 증권사들의 참여를 독려하고 설득하는 데 상당한 시간이 소요되었기 때문으로 보임
- 따라서 주식시장 시장조성자제도가 실효성 있게 운영되기 위해서는 시장조성자의 수익성 확보가 매우 중요하기 때문에, 대상종목을 고유동성 종목까지 확대하고 유동성 수준별로 패키지로 시장조성계약을 맺어 시장조성자 참여유인을 확대할 필요
  - 저유동성이나 중유동성 종목은 증권거래세를 면제해주더라도 수익성과 헷지가 어려워 시장조성자로 참여할 유인이 부족하기 때문에,
  - 실효성 있게 운영되는 파생상품 시장조성자 운영방식을 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요가 있음

## 라. 지원방법의 적절성

### 1) 조세지원의 적절성

- (지원방법의 적절성) 주식시장 및 파생상품 시장의 활성화를 효과적으로 지원하기 위하여 필요한 정책수단으로 조세지원과 보조금 제도의 장단점을 비교하여 검토
  - 예측가능성, 효율성, 배분과 전달과정상의 문제, 경직성 등 다양한 측면에서 조세지원제도와 보조금제도를 비교
- 정부의 정책수단으로 보조금 지원과 조세감면을 고려해 볼 수 있는데 여기서는 양 수단의 적합성에 대해 검토

- 정책적 수단은 시장 활성화를 위해 정부가 어떠한 역할을 하느냐에 따라 선택이 달라지는데, 전달방식에 따라 직접적인 수단과 간접적인 수단으로 구분됨
  - 직접적인 수단은 보조금 정책으로 특정 행동을 유인하기 위하여 재정적 이익을 직접 제공하는 것인 반면, 조세감면은 정부가 세제를 통해 유인을 제공하는 간접적인 수단에 해당
- 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 직접지원 제도로 생각할 수 있는 보조금제도는 아래와 같이 설명할 수 있음
- 주식시장과 파생상품 시장조성자에 대해 정부 예산의 형태로 현금을 이전하는 직접적인 지원제도
  - 보조금은 정책목적 달성을 위해 필요한 재원을 현금 등의 형태로 지원하여 시장조성자의 시장조성 의무를 촉진
  - 보조금을 정책수단으로 사용할 경우 이를 집행하기 위한 정부조직이 필요하므로 행정비용은 증가할 수 있음
- 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 간접적인 지원제도로 조세감면은 다음과 같이 설명할 수 있음
- 감면제도는 시장조성자나 우정사업본부의 차익거래 시 증권거래세를 감면해주는 조세지출제도
  - 조세감면은 시장조성자의 경우 시장 변화에 따라 의무이행이 달라지기 때문에 시장 여건에 따라 조세지출 규모가 변화가 달라질 수 있음
  - 조세감면은 차익거래의 경우 우정사업본부의 자율성이 높지만 조세지출의 규모는 우정사업본부의 적극성과 차익거래 기회에 따라 결정됨
- 예측 가능성 측면에서는 조세감면이 보조금보다 긍정적인 것으로 판단
- 차년도 전체 시장조성 의무 이행을 위해 발생한 증권거래세 비용을 현금으로 보전하거나 일정 수익을 보전하기 위해서는 사전에 예산을 편성해야 함
  - 그러나 주식시장 및 파생상품 시장 환경 변화에 따라 시장조성 의무나 차익거래 기회가 변화기 때문에 적정 규모 예산을 사전에 편성하는 것은 매우 어렵고 불가능

- 따라서 시장조성의무나 차익거래 기회에 따라 지원규모가 정해지는 조세감면 방식이 보다 적절함
- 조세감면이 보조금보다 과다지원 문제는 낮고, 배분과 전달과정상 조세감면이 보조금보다 상대적으로 긍정적인 효과를 가져올 것으로 판단
  - 예산편성 과정에서 행정부처의 이기적인 행동이 개입될 여지가 있어 일반적으로 예산은 과대 편성될 가능성이 높아 효율성 측면에서 문제가 될 수 있음
  - 보조금을 정책수단으로 할 경우 보조금을 지출하는 행정조직이 필요
- 경직성 문제에서도 조세감면이 보조금보다 긍정적인 효과를 기대할 수 있음
  - 보조금은 한번 주어지면 계속될 가능성이 있으며, 이해당사자의 로비 또는 전략적 행동으로 부작용이 발생할 가능성이 있음
  - 반면 조세감면은 통상 일몰 기한이 적용되기 때문에 정책목적이 달성되면 지원이 중단되거나 축소될 여지가 더 높음
- 이상의 논의를 종합해보면 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 지원과 관련하여 조세감면이 보조금에 비해 경제적 및 행정적 측면에서 더 합리적

## 2) 증권거래세 감면율의 적절성

- 현행 증권시장 활성화 등을 위한 과세특례의 증권거래세 감면율이 적절한지 검토
  - 주식·파생상품 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래에서 대해서 증권거래세와 농특세를 면제하고 있는데 적절한 수준인지를 분석함
  - 유가증권시장의 경우 증권거래세 0.15%, 농특세 0.15%
  - 코스닥시장의 경우 증권거래세 0.3%
- 파생상품 시장조성자와 주식 시장조성자의 경우 수익성 확보가 제도를 실효성 있게 운영하는 데 매우 중요하며, 현재처럼 증권거래세와 농특세를 면제하는 것은 바람직

- 증권거래세를 면제하는 현 제도하에서도 일부 파생상품 시장조성자는 손실이 발생하고 있으며,
  - 주식 시장조성자의 경우 수익성 확보와 헷지의 어려움이 있기 때문에 현재처럼 증권거래세와 농특세를 면제하는 것은 적절한 것으로 판단됨
- 우정사업본부의 차익거래의 경우, 현재 30bp의 증권거래세(농특세 포함)면제가 되나 감면율을 낮출 경우 차익거래 기회가 현재보다 제한될 수밖에 없는 한계

#### 마. 유사 중복지원에 대한 검토

- 동일 또는 유사한 목적의 세출사업이 없는지를 평가하기 위해 조세지출사업과 비조세지출사업을 분석하여 중복적용 여부를 분석
- 주식 및 파생상품시장 활성화를 위한 유사한 조세지출사업과 비조세지출사업은 없음
- 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자, 우정사업본부의 차익거래에 대한 지원을 통한 주식 및 파생상품시장 활성화를 위한 과세특례제도와 유사하거나 중복적인 성격을 가진 제도는 없는 것으로 보임

#### 바. 요약 및 소결

- 주식시장 활성화 등을 위한 과세특례에 대한 타당성 평가는 크게 세 가지 관점에서 수행됨
- 첫째, 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 정부 역할의 적절성 여부 평가
  - 둘째, 정부 개입의 필요성이 인정되면 지원방법이 적절한지, 즉 조세특례제도의 대상, 감면방법 등에 대한 평가
  - 셋째, 다른 정부지원사업과 중복 적용되는 것이 있는지 여부를 판단
- (정부 지원의 타당성) 개별주식과 파생상품 중 유동성이 부족하여 시장이 효율적으로 작동하지 않은 종목 또는 상품을 대상으로 시장기능 활성화 차원에서 정부의 지원은 타당

- (주식 및 파생상품 시장조성자) 유동성이 부족한 종목의 경우 거래비용, 변동성 등이 높아 거래 부진이 지속되어 시장이 활성화되기 어려운 한계가 존재하기 때문에 시장이 효율적으로 작동되지 않음
    - 유동성이 부족한 주식 또는 파생상품의 경우 시장조성자의 적극적인 유동성 공급으로 투자자의 거래비용을 감소시키므로 거래를 활성화 필요
  - (우정사업본부 차익거래) 현물과 선물과의 가격괴리가 커질 때 차익거래 기회가 발생하며 이는 비정상적인 가격괴리를 축소하여 시장의 안정화 기능을 수행
    - 그러나 차익거래에 대한 거래세 부과는 증권거래세율 이내의 가격괴리 상황에서는 차익거래의 시장안정화 기능 작동을 제한
- (지원대상의 적절성) 주식 시장조성자 및 파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 적절하나 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 특정기관에 대한 지원으로 형평성 문제가 존재할 여지
- 주식 시장조성자와 파생상품 시장조성자는 시장조성상품의 거래시간 중 일정 비율 이상 지속적으로 매수·매도 시장조성호가 제출의무를 통해 호가스프레드를 축소시켜 신규매매거래를 창출하고, 투자자의 암묵적 거래비용을 감소시키는 역할을 하기 때문에 이런 긍정적인 기능을 극대화하기 위해서는 시장조성자에 대한 거래비용상의 혜택이 필요
  - 차익거래를 수행할 수 있는 금융기관은 우정사업본부뿐만 아니라 국민연금, 공모펀드 등으로 경쟁중립성 측면에서는 형평성 문제가 존재하나, 다른 투자주체의 차익거래와 달리 우정사업본부의 차익거래는 공적 성격을 지닌다는 점에서 차이
  - 거래세를 부과하는 국가들의 경우 시장조성자 및 공적 성격을 가진 정부기관에 대해서는 거래세를 면제해 주고 있음
- (지원 대상종목의 적절성) 파생상품의 경우 상대적으로 유동성이 높아 수익성이 보장되는 종목과 유동성이 낮아 수익성이 확보가 어려운 종목을 매칭하여 시장조성계약을 하여 시장조성자의 수익성이 확보되어 제도가 실효성 있게 운영되고 있음

- 한편 주식의 경우 현재 저유동성과 중유동성 종목으로 한정하여 증권거래세를 면제해주더라도 수익성과 헷지가 어려워 시장조성자로 참여할 유인이 부족하여 제도가 실효성 있게 운영되고 있지 않음
    - 따라서 파생상품 시장조성자 운영방식을 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요
  - 우정사업본부의 차익거래의 경우, 코스피200선물, 미니코스피200선물, 코스닥 150선물 등을 대상으로 하고 있으며 차익거래를 활성화기 위해서는 주식관련 모든 선물을 대상으로 하는 것이 적절
- 
- (지원방식) 현재 지원대상 거래에 대해서 거래비용을 낮춰 주기 위해서는 증권거래세(농특세 포함)를 면제해주는 것이 직접보조금 비해 경제적 및 행정적 측면에서 합리적
  - (유사 중복지원제도) 주식시장 또는 파생상품시장 활성화를 위한 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제와 같은 유사 중복지원제도는 없는 것으로 나타남

## V. 효과성 평가





## V. 효과성 평가

### 1. 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 효과 분석

#### 가. 개별주식 파생상품

##### 1) 제도 및 분석 개요

- 개별주식 파생상품의 경우에는 2014년 9월 15일 6개사의 시장조성자를 선정하고 개별주식을 기초자산으로 하는 57개 주식선물에 대한 시장조성자를 지정하면서 시장조성자제도가 시작되었으며, 동년 11월 17일에는 개별주식을 기초자산으로 하는 10개 주식옵션에 대한 시장조성자가 지정됨
  - 시장조성자로 선정된 6개사는 우리투자증권(現 NH투자증권), 신영증권, 신한금융투자, 한국투자증권, 대우증권(現 미래에셋대우) 및 현대증권(現 KB증권)이며 이후 2015년 6월 9일 대신증권, 메리츠증권 및 유안타증권의 3개사가 시장조성자로 추가 선정됨
  - 2015년 3월 13일에는 개별주식 파생상품의 시장조성자에 대한 증권거래세 면제가 시행되었음
  - 2015년 8월 3일에는 시장조정 대상이 되는 주식선물 및 주식옵션이 각각 90개, 20개로 증가되었으며, 2016년 7월 18일에는 다시 주식선물이 125개로 증가된 한편, 2017년 6월 26일에는 상장된 주식선물 및 주식옵션이 각각 132개, 30개로 증가됨
  
- 증권거래세 면제 시행이 파생상품 시장의 활성화에 미친 영향을 분석하기 위하여 시장조성자 지정 이후 기간을 면제 시행 이전 기간과 이후 기간으로 구분함
  - 면제 시행 이전 기간은 2014년 9월부터 2015년 2월까지, 시행 이후 기간은 2015년 4월부터 2017년 11월까지로 설정함

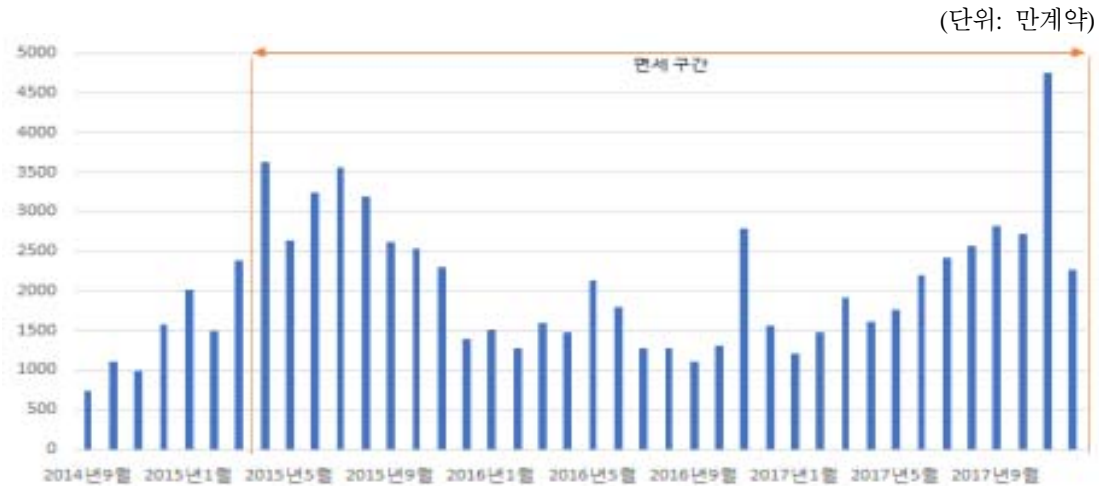
- 거래 활성화 정도 분석에서 분석대상인 개별주식 선물 및 옵션의 신규 상장이 거래량 및 거래대금에 미치는 영향을 고려하여 면세 시행 이전 기간은 2014년 11월을 기준으로 구분하고 또한 면세 시행 이후 기간은 다시 2015년 4월~2015년 7월, 2015년 8월~2016년 6월, 2016년 8월~2017년 6월, 그리고 2017년 7월~2017년 11월까지 4개의 기간으로 구분하여 비교함
- 거래 활성화 정도는 거래량 및 거래대금을 사용하여 측정하였으며 일별자료를 종목별, 월별로 합산하여 월별거래량 및 거래대금을 산출함
- 또한 거래세 면세가 시장의 효율성 정도에 미친 영향을 파악하기 위하여 질적 유동성 지표인 호가스프레드와 유효스프레드를 사용하였으며 우선 일중자료를 바탕으로 일별 스프레드를 산출한 후 다시 종목별, 월별로 단순평균하여 월별 스프레드를 산출하였음

## 2) 시장 활성화 효과

### 가) 개별주식 선물

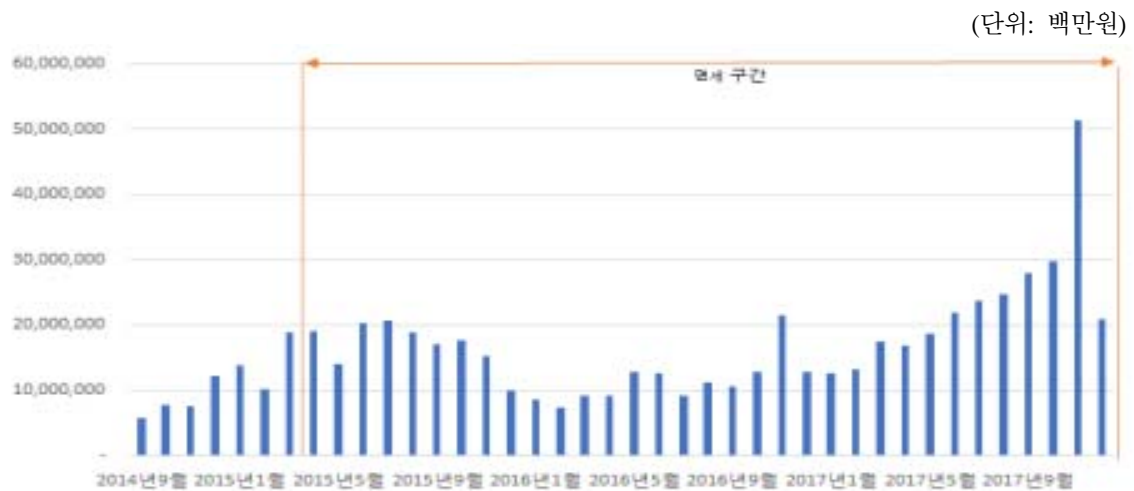
- [그림 V-1]은 개별주식 선물 전체의 월별 거래량, [그림 V-2]는 같은 대상의 월별 거래대금을 나타냄
  - 파생상품 시장조성자 지정 이후 거래 정도는 전반적으로 증가하다가 일정 기간 하락세를 보인 후 다시 증가하는 추세를 나타냄
  - 시장조성자에 대한 증권거래세 면세 이후의 영향은 거래량에서는 크게 뚜렷하게 나타나지 않으며 거래대금의 경우에는 면세 이후 평균적으로 증가하고 있는 양상을 보이고 있음
  - 그러나 면세 구간에서 추가적인 주식선물의 상장이 3회 이루어졌음을 고려하기 위하여 각 기간을 구분하여 비교 분석할 필요성이 존재함

[그림 V-1] 개별주식 선물 월별 거래량



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-2] 개별주식 선물 월별 거래대금



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 구분된 각 세부 기간에서의 월평균 거래량과 거래대금은 <표 V-1>과 <표 V-2>에서 보고되고 있음
  - 월평균 거래량은 시장조성자에 대한 면세 시행 전 5개월과 시행 후 4개월간을 비교할 때 127.1% 증가하여 분명한 증가세를 보이고 있으며 동 기간에 시장조성자의 매수량 및 매도량은 각각 304.8%, 278.8% 증가함에 따라 시장조성자의 거래가 차지하는 비중이 2배 가까이 증가하였음
  - 한편 월평균 거래대금은 면세 시행을 전후하여 월평균 거래대금이 79.4% 증가하여 거래량과 유사한 양상을 보이고 있음

<표 V-1> 개별주식 선물 월평균 거래량

(단위: 만계약, %)

구분	2014년 10월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 11월
총거래량	1,438.6	3,267.2	1,983.9	1,655.8	3,055.6
시장조성자 매수량	61.2	247.9	262.7	210.4	315.2
시장조성자 매도량	67.9	257.2	280.2	241.3	347.0
매수량 비중	4.3	7.6	13.2	12.7	10.3
매도량 비중	4.7	7.9	14.1	14.6	11.4

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-2> 개별주식 선물 월평균 거래대금

(단위: 백만원, %)

구분	2014년 10월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 11월
총거래대금	10,306,117	18,490,694	12,645,602	15,440,603	31,464,501
시장조성자 매수대금	374,616	1,802,090	1,608,046	1,511,590	2,473,021
시장조성자 매도대금	424,368	1,820,118	1,701,468	1,741,036	2,866,000
매수대금 비중	3.6	9.7	12.7	9.8	7.9
매도대금 비중	4.1	9.8	13.5	11.3	9.1

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

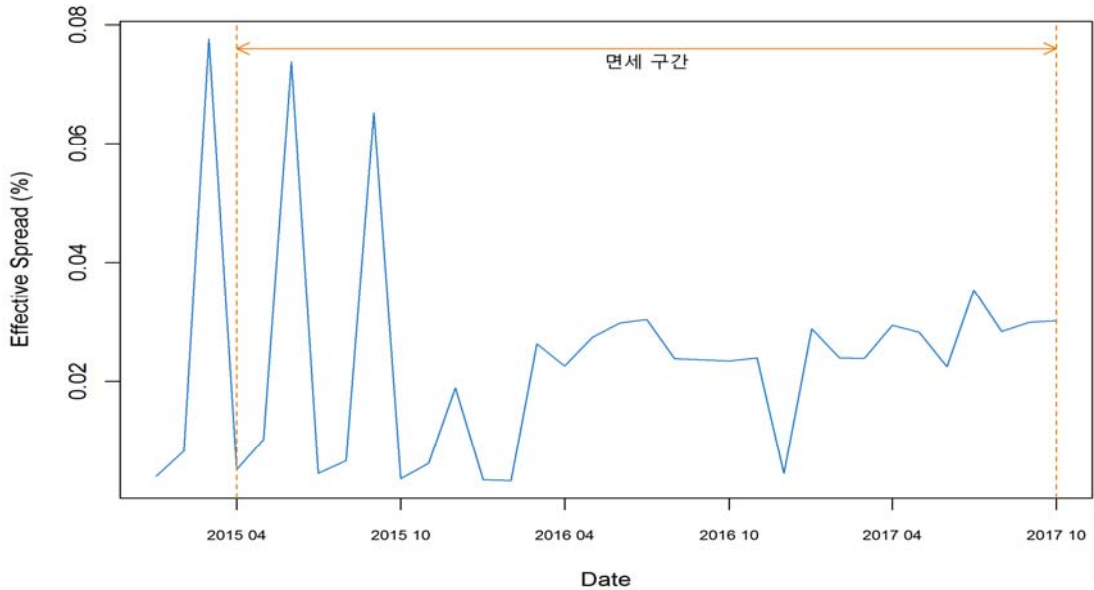
□ 동 결과는 파생상품시장 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 면세가 시장조성자의 개별주식 선물거래를 증가시켰으며 동시에 전체 시장 거래를 활성화시켜 시장 유동성을 증가시키는 효과를 가지고 있음을 보여줌

□ [그림 V-3]은 개별주식 선물 전체의 월별 유효스프레드를 보여주고 있으며 [그림 V-4]는 같은 대상의 월별 호가스프레드를 나타내고 있음

- 유효스프레드와 호가스프레드가 유사한 움직임을 보이고 있는데, 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 직후에는 이전과 유사한 움직임을 보이다가 그 후에는 이전에 비해 스프레드의 변동 정도가 감소하는 양상을 나타냄

[그림 V-3] 개별주식 선물 월별 유효스프레드

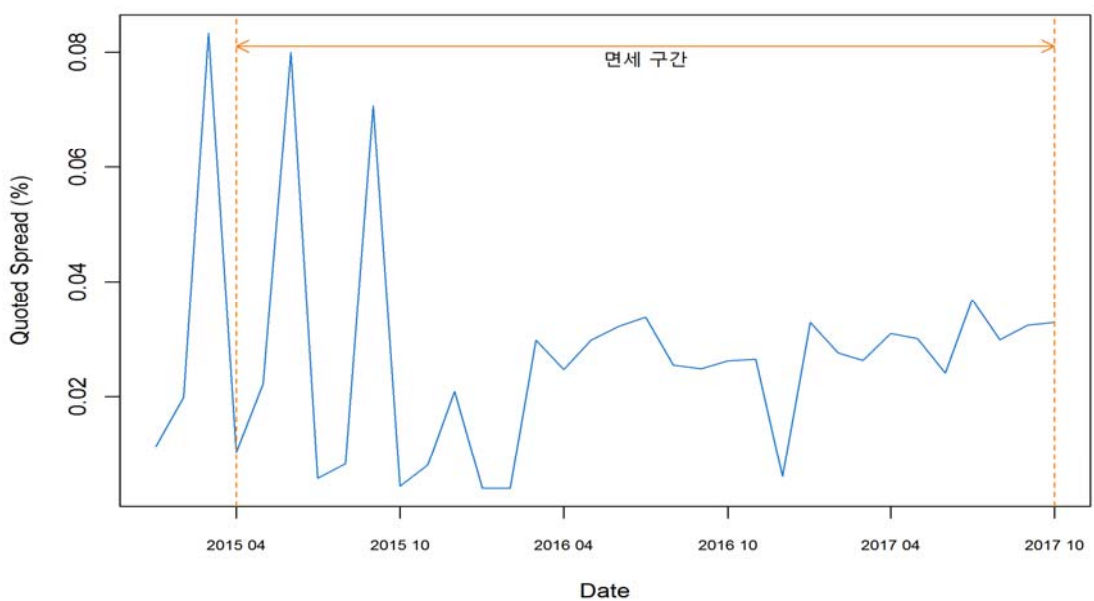
(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-4] 개별주식 선물 월별 호가스프레드

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 구분된 각 세부 기간에서의 월평균 스프레드는 <표 V-3>에서 제시되고 있음
  - 월평균 호가스프레드는 면세 시행 직전과 직후 기간을 비교할 경우 75.4% 증가한 것으로 나타났으며 유효스프레드는 295.7% 증가한 것으로 나타남

<표 V-3> 개별주식 선물 스프레드

(단위: %)

구분	2015년 1월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 10월
호가스프레드	0.0156	0.0296	0.0215	0.0255	0.0329
유효스프레드	0.0061	0.0234	0.0193	0.0232	0.0309

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 나) 개별주식 옵션

- [그림 V-5]는 개별주식 옵션 전체의 월별 거래량을 나타내며 [그림 V-6]은 같은 대상의 월별 거래대금을 나타냄
  - 증권거래세 면세의 영향은 면세 시행 이후 4개월 정도가 경과한 2015년 8월부터 나타나고 있으며 이후 거래 정도가 뚜렷하게 증가하는 것으로 나타남

[그림 V-5] 개별주식 옵션 월별 거래량

(단위: 만계약)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-6] 개별주식 옵션 월별 거래대금

(단위: 백만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 구분된 각 세부 기간에서의 월평균 거래량과 거래대금은 <표 V-4>와 <표 V-5>에서 보여주고 있음
  - 주식선물에서와는 달리 월평균 거래량은 시장조성자에 대한 면세 시행을 전후하여 큰 폭으로 감소하였으며 시장조성자의 매수량 및 매도량 역시 큰 폭의 감소세를 보이고 있으나, 2015년 8월 3일 10개의 주식옵션 상품이 추가로 상장된 이후에 총거래량은 1,221% 증가하였고 시장조성자의 매수량 및 매도량 또한 각각 1,295% 및 2,618% 증가함
  - 월평균 거래대금의 경우에도 거래량과 같은 양상을 나타내고 있는 한편 주식선물과는 다르게 주식옵션의 경우 시장조성자의 거래비중이 매우 큰 것으로 나타나고 있는데 이는 주식옵션의 시장규모가 주식선물보다 매우 작기 때문인 것으로 판단됨

<표 V-4> 개별주식 옵션 월평균 거래량

(단위: 만계약, %)

구분	2014년 12월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 11월
총거래량	4.9	2.6	34.7	123.5	193.8
시장조성자 매수량	3.4	1.7	24.3	75.2	115.6
시장조성자 매도량	1.4	0.9	23.2	73.7	117.3
매수량 비중	70.0	66.4	70.2	60.9	59.7
매도량 비중	28.1	32.6	67.0	59.7	60.5

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-5> 개별주식 옵션 월평균 거래대금

(단위: 백만원, %)

구분	2014년 12월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 11월
총 거래대금	1,149	683	10,915	30,106	27,248
시장조성자 매수대금	828	468	7,158	17,987	15,699
시장조성자 매도대금	293	200	6,005	14,803	15,366
매수대금 비중	72.1	68.5	65.6	59.7	57.6
매도대금 비중	25.5	29.2	55.0	49.2	56.4

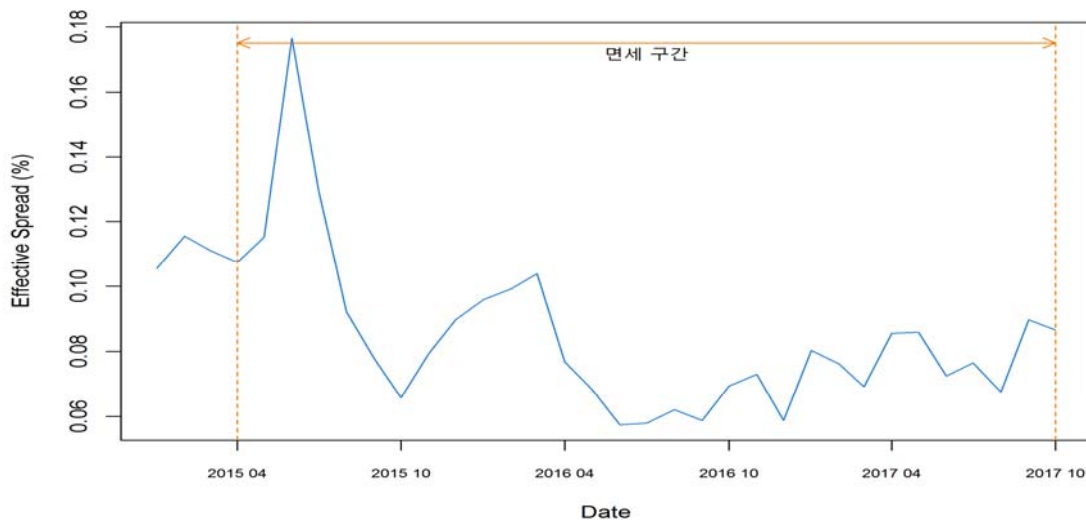
자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

□ [그림 V-7]은 개별주식 옵션 전체의 월별 유효스프레드를 나타내며 [그림 V-8]은 같은 대상의 월별 호가스프레드를 나타냄

- 유효스프레드는 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 직후 상승하였으나 그 후 크게 하락하여 전반적으로 시행 이전보다 낮은 수준을 유지하고 있으며, 호가스프레드는 상승, 하락, 상승을 반복한 후 시행 이전과 유사한 수준을 유지함

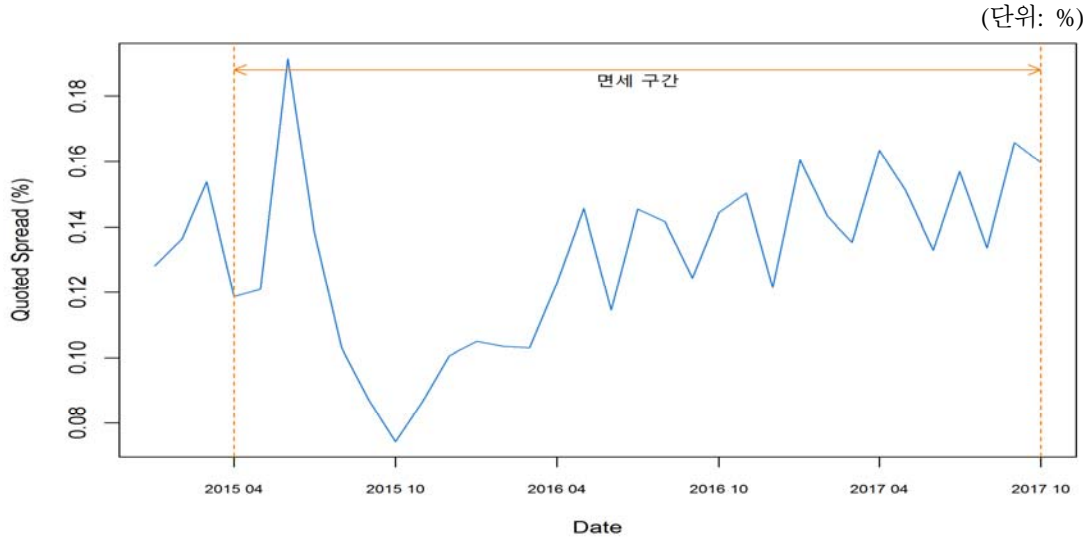
[그림 V-7] 개별주식 옵션 월별 유효스프레드

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-8] 개별주식 옵션 월별 호가스프레드



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 구분된 각 세부 기간에서의 월평균 스프레드는 [그림 V-8]에서 제시되고 있음
  - 그림에서 표시된 바와 동일하게 월평균 호가스프레드는 면세 시행 이후 기간에서 증가, 감소, 증가의 양상을 보이고 있으며 유효스프레드는 증가 이후 다시 감소하여 안정된 모습을 보이고 있음

<표 V-6> 개별주식 옵션 스프레드

(단위: %)

구분	2015년 1월~ 2015년 2월	2015년 4월~ 2015년 7월	2015년 8월~ 2016년 6월	2016년 8월~ 2017년 6월	2017년 7월~ 2017년 10월
호가스프레드	<b>0.1323</b>	<b>0.1424</b>	0.1041	0.1426	0.1541
유효스프레드	<b>0.1105</b>	<b>0.1322</b>	0.0824	0.0720	0.0801

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

### 3) 세수효과

- 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 감면의 1차적인 세수효과인 세수감소는 <표 V-7>에서 보고되고 있음
  - 2015년 3월 면세 시행 이후 2017년 11월까지의 약 33개월간의 기간 동안 1,353억원의 거래세 감면이 발생하였음

<표 V-7> 개별주식 파생상품시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적<sup>1)</sup>

(단위: 억원)

연월	개별주식 파생시장 조성자 면세대상 금액 <sup>2)</sup>	개별주식 파생시장 조성자 면세액
2015년 3월	2,059.69	6.18
2015년 4월	6,210.08	18.63
2015년 5월	6,484.07	19.45
2015년 6월	9,511.95	28.54
2015년 7월	11,116.54	33.35
2015년 8월	12,729.31	38.19
2015년 9월	10,067.92	30.20
2015년 10월	10,575.65	31.73
2015년 11월	11,380.02	34.14
2015년 12월	9,715.19	29.15
2016년 1월	10,714.17	32.14
2016년 2월	9,382.11	28.15
2016년 3월	12,460.53	37.38
2016년 4월	10,995.30	32.99
2016년 5월	10,899.71	32.70
2016년 6월	11,115.55	33.35
2016년 7월	10,831.02	32.49
2016년 8월	12,629.08	37.89
2016년 9월	12,737.47	38.21
2016년 10월	15,058.58	45.18
2016년 11월	16,559.60	49.68
2016년 12월	10,618.70	31.86
2017년 1월	14,529.84	43.59
2017년 2월	14,384.30	43.15
2017년 3월	19,053.25	57.16
2017년 4월	16,346.26	49.04
2017년 5월	18,931.32	56.79
2017년 6월	20,330.54	60.99
2017년 7월	22,478.75	67.44
2017년 8월	22,326.80	66.98
2017년 9월	20,592.57	61.78
2017년 10월	21,541.50	64.62
2017년 11월	26,652.20	79.96
기간합계	451,019.59	1,353.06

주: 1) 거래세 감면 실적은 거래세 면세대상인 시장조성자의 매도거래를 대상으로 거래금액에 거래세율(30bp)을 곱하여 산출함

2) 개별주식 파생상품에 대한 거래세 면제는 2015년 3월 13일 시행

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 증권거래세 감면의 2차적인 효과로 인한 세수 증가는 시장조성자의 시장조성활동에 따라 파생되는 주식 거래활동 증가에 부과되는 추가적인 거래세 발생액을 의미하며 여기에는 몇 가지 경로가 존재하는데 그 중 첫 번째가 시장조성자로 인한 현물 매수거래 발생임
  - 우선 파생상품 시장조성자는 의무적으로 양방향(매도/매수) 시장조성 호가를 제출함에 따라 매도 및 매수 양 측면에서 시장조성활동을 수행하게 되며, 매수 측면의 시장조성활동은 선물의 매수포지션(long position)을 의미하고 이에 대한 헷지를 위한 주식 현물 매도에서는 거래세가 면세됨
  - 그러나 매도 측면의 시장조성은 선물의 매도포지션(short position)을 의미하며 이에 대한 헷지를 위한 현물 매수가 발생하게 되는데 이러한 거래창출에 따라 현물 매수 거래의 상대방이 증권거래세를 납부하게 되는 세수 증가 효과가 발생함
  
- 증권거래세 감면으로 인한 세수 증가의 두 번째 경우는 시장조성자의 현물 매도 거래임
  - 전술한 바와 같이 파생상품 시장조성자는 매수 측면의 시장조성활동에 대한 헷지를 위해서 주식 현물을 매도하게 되며 이에 대한 거래세는 면세받음
  - 그러나 여기서 시장조성자가 매도한 주식에서 매수자가 장기보유하는 부분을 제외한 나머지 부분은 다시 주식시장에서 매도 물량으로 나오게 되며 이에 따라 거래세가 발생하게 됨
  
- 또한 파생시장조성자가 새로 발생시키는 현물 거래로 인하여 주식거래가 활성화 되면 새로운 시장참가자의 거래 참여로 인하여 전반적인 거래활동이 증가하게 되며 이에 따라 새로운 거래세 세수 증대효과가 발생하게 됨
  - 따라서 2차적인 세수 증대 효과는 시장조성활동으로 인한 전체적인 거래활동 증가분을 기반으로 추정되어야 하며 동 증가분은 <표 V-8>에서 보고되고 있음
  - 한편 거래활동 증가분을 바탕으로 추정된 세수 증대 효과는 <표 V-9>에서 보고하고 있으며 추정 결과 시장조성자에 대한 조세특례로 인한 면세분을 제외하고도 면세 후 기간인 32개월간 2,894억원의 세수 증가가 발생한 것으로 나타남

<표 V-8> 개별주식 파생상품 기초자산의 월평균 거래량과 거래대금

(단위: 주, 만원, %)

분류	면세 전 기간 (2014년 10월 ~2015년 2월)	면세 후 기간 (2015년 4월 ~2017년 11월)	차이	증가율
거래량	1,279,158,774	1,495,803,120	216,644,346	16.9
거래대금	7,025,378,488	7,467,759,477	442,380,989	6.3

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-9> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 개별주식 파생상품 시장조성

(단위: 만원)

월평균 총종목 매도대금 증가분 ①	시장조성 기간 증가분 (=①×32) ②	거래 세율 ③	거래세 (②×③) ④	시장조성자 감면실적 ⑤	세수증가분 (④-⑤) ⑥
442,380,989	14,156,191,654	30bp	42,468,575	13,530,588	28,937,987

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 4) 시장 활성화 효과의 지속성

- 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 파생상품시장 활성화 지원을 위한 조세특례로서 일몰기한이 지정되어 한시적으로 도입된 제도이며 동 조세특례 제도의 목적인 시장의 활성화가 어느 정도 달성되었으며 특례제도 일몰 이후에도 그 효과가 유지될지의 여부에 대한 평가가 제도의 체계적 관리를 위해서 중요하다고 할 것임
- 개별주식 선물 및 옵션의 대한 시장조성활동에서는 <표 V-1>, <표 V-2>, <표 V-4>, 그리고 <표 V-5>에서 나타나고 있는 바와 같이 면세 시행 이후 기간에서 이전 기간에 비해서 시장조성자의 거래 비중이 대부분의 경우에서 확연히 증가한 양상을 보이고 있으며 동 비중이 면세 이전 기간의 수준으로 환원된 경우는 나타나지 않고 있음

- 이와 같이 시장 활성화 이후 시장이 성숙됨에 따라 시장조성자의 활동이 자연스럽게 축소되었음을 나타내는 증거는 관측되지 않았으며, 따라서 시장조성자에 대한 면세혜택의 중지로 인하여 시장조성자의 거래활동이 감소될 경우에도 시장의 거래활동이 크게 영향을 받지 않을 정도로 시장이 성숙되었다고 판단하기에는 무리가 있다고 사료됨

## 나. 지수 파생상품 관련사항

### 1) 제도 및 분석 개요

- 지수 파생상품에 대한 시장조성은 2014년 11월 17일 4개의 코스피200섹터지수 선물이 상장되고 이에 대한 시장조성자가 지정되면서 시작되었음
  - 2015년 7월 20일에는 미니코스피200 선물·옵션이 상장되어 시장조성자가 지정되었으며 동년 10월 5일에는 2개 배당지수 선물이, 동년 11월 23일에는 코스닥150 선물이 상장되어 시장조성자가 지정되었음
  - 2016년 3월 28일에는 3개의 코스피200섹터지수 선물이 추가로 상장되었으며 동년 11월 28일에는 다시 3개의 코스피200섹터지수 선물이 추가로 상장되었음
  - 시장조성자는 개별주식 파생상품의 경우와 동일하며 미니코스피200 선물·옵션 및 코스닥150 선물에는 9개사 전부가 시장조성에 참여하고 10개 코스피200섹터지수 선물과 2개 배당지수 선물에는 상품당 2개사가 참여함
  - 지수 파생상품의 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 2016년 3월 14일 시행되었음
- 증권거래세 면세 시행이 시장의 활성화에 미친 영향을 분석하기 위하여 각 상품의 상장 이후 기간을 면세 시행 이전 기간과 이후 기간으로 구분함
  - 면세 시행 이전 기간은 상장일 다음 월에서 2016년 2월까지, 시행 이후 기간은 2016년 4월부터 2017년 11월까지로 설정함
- 거래 활성화 정도는 거래량 및 거래대금을 사용하여 측정하였으며 일별자료를 종목별, 월별로 합산하여 월별거래량 및 거래대금을 산출함

- 또한 거래세 면세가 시장의 효율성 정도에 미친 영향을 파악하기 위하여 질적 유동성 지표인 호가스프레드와 유효스프레드를 사용하였으며 우선 일증자료를 바탕으로 일별 스프레드를 산출한 후 다시 종목별, 월별로 단순 평균하여 월별 스프레드를 산출하였음

## 2) 시장 활성화 효과

### 가) 미니코스피200 지수 선물

- [그림 V-9]는 미니코스피200 지수 선물의 월별 거래량을 나타내며 [그림 V-10]은 같은 대상의 월별 거래대금을 나타냄
  - 파생상품 시장조성자 지정 이후 거래 정도는 거래량과 거래대금 모두에서 전반적으로 증가한 것으로 나타나며, 시장조성자에 대한 면세 시행을 전후하여 뚜렷하게 증가한 것으로 나타남

[그림 V-9] 미니코스피200 지수 선물 월별 거래량



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-10] 미니코스피200 지수 선물 월별 거래대금

(단위: 백만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세 시행 이전 기간과 이후 기간에서의 월평균 거래량과 거래대금은 <표 V-10> 과 <표 V-11>에서 보고되고 있음
  - 월평균 거래량은 시장조성자에 대한 면세 시행을 전후하여 2배로 증가하였으며 동 기간에 시장조성자의 매수량 및 매도량 역시 각각 86.4% 및 91.6% 증가 하였음
  - 한편 월평균 거래대금 증가율은 거래량보다 다소 낮게 나타나지만 전반적으로 유사한 양상을 보이고 있음

<표 V-10> 미니코스피200 지수 선물 월평균 거래량

(단위: 만 계약, %)

구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
총거래량	50.5	101.2
시장조성자 매수량	13.9	26.0
시장조성자 매도량	14.0	26.9
시장조성자 매수량 비중	27.6	25.7
시장조성자 매도량 비중	27.8	26.6

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-11> 미니코스피200 지수 선물 월평균 거래대금

(단위: 백만원, %)

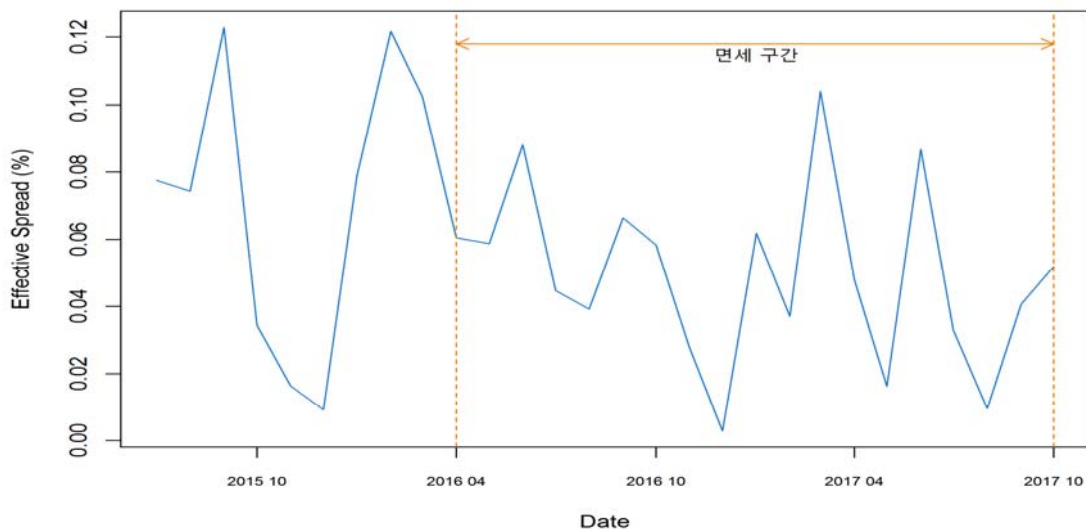
구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
총거래대금	11,989,754	20,603,209
시장조성자 매수대금	3,323,072	5,216,619
시장조성자 매도대금	3,345,039	5,305,790
시장조성자 매수대금 비중	27.7	25.3
시장조성자 매도대금 비중	27.9	25.8

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 동 결과는 파생상품시장 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 면세가 시장조성자의 미니코스피200 지수 선물 거래를 증가시켰으며 동시에 전체 시장 거래를 활성화시켜 시장 유동성을 증가시켰음을 보여줌
- [그림 V-11]은 미니코스피200 지수 선물의 월별 유효스프레드를, [그림 V-12]는 같은 대상의 월별 호가스프레드를 나타냄
  - 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 이후 스프레드는 증가와 감소를 반복하나, 전체적으로 감소하는 경향을 보임

[그림 V-11] 미니코스피200 지수 선물 월별 유효스프레드

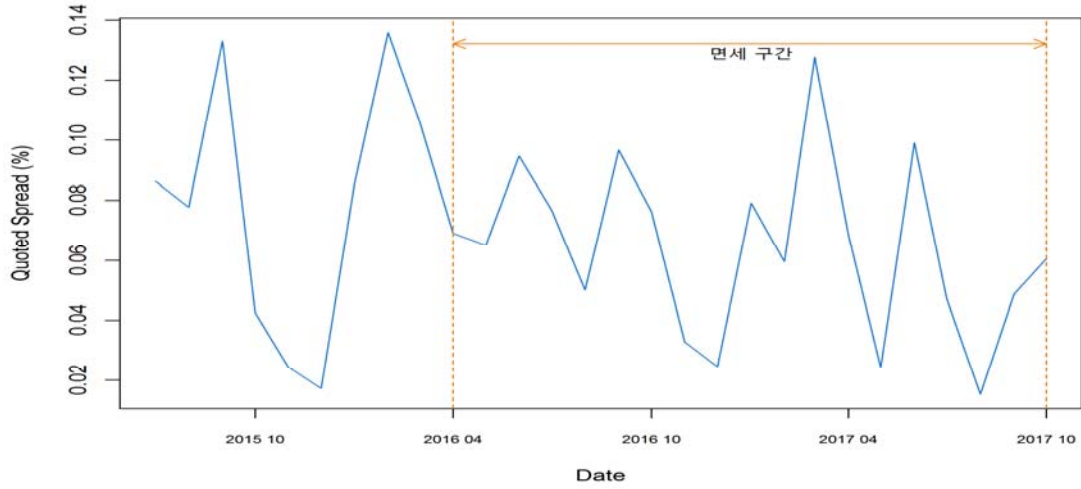
(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-12] 미니코스피200 지수 선물 월별 호가스프레드

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세 시행을 전후한 기간에서의 월별 스프레드는 <표 V-12>에서 보여지고 있음
  - 미니코스피200 지수 선물의 월평균 호가스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 13.2% 감소한 것으로 나타남
  - 월평균 유효스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 24.7% 감소한 것으로 나타남

<표 V-12> 미니코스피200 지수 선물 스프레드

(단위: %)

구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
호가스프레드	0.0737	0.0640
유효스프레드	0.0654	0.0492

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 나) 미니코스피200 지수 옵션

- [그림 V-13]은 미니코스피200 지수 옵션의 월별 거래량을 나타내며 [그림 V-14]는 같은 대상의 월별 거래대금을 나타냄
  - 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 이후 거래 정도는 거래량과 거래대금 모두에서 3개월 정도 증가세를 보이다가 다시 감소한 것으로 나타남

[그림 V-13] 미니코스피200 지수 옵션 월별 거래량

(단위: 만계약)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-14] 미니코스피200 지수 옵션 월별 거래대금

(단위: 백만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세 시행을 전후한 월평균 거래량 및 거래대금은 <표 V-13> 및 <표 V-14>에서 보고하고 있음
  - 월평균 거래량은 면세 시행을 전후하여 8.8% 감소하고 같은 기간에 시장조성자의 매수량 및 매도량 역시 거의 변동이 없거나 감소하였으며, 월평균 거래대금 역시 소폭(1.3%) 감소한 것으로 나타남

<표 V-13> 미니코스피200 지수 옵션 월평균 거래량

(단위: 만계약, %)

구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
총거래량	162.3	148.1
시장조성자 매수량	61.9	62.7
시장조성자 매도량	58.4	47.9
시장조성자 매수량 비중	38.1	42.4
시장조성자 매도량 비중	36.0	32.3

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-14> 미니코스피200 지수 옵션 월평균 거래대금

(단위: 백만원, %)

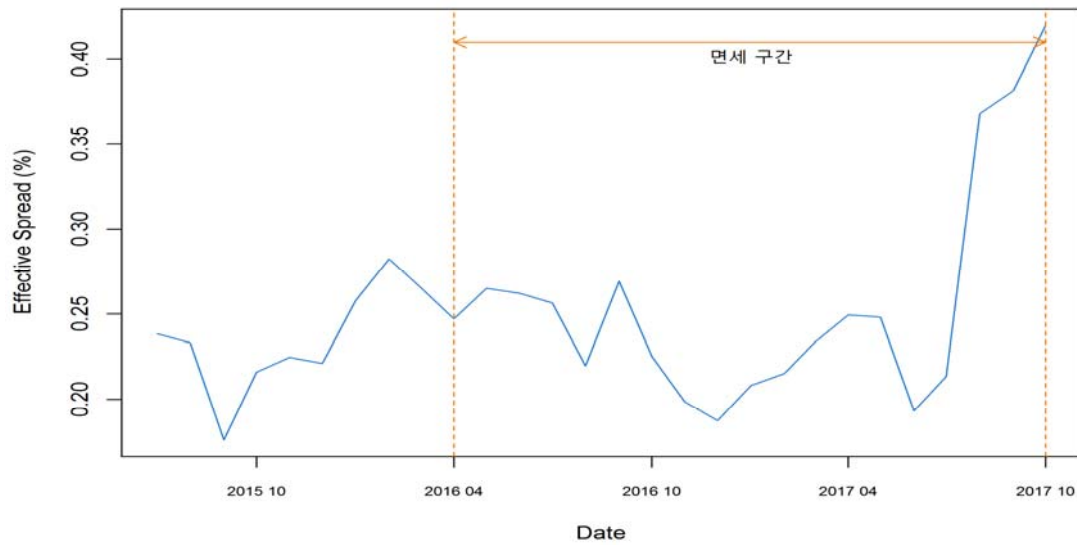
구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
총 거래대금	113,293	111,857
시장조성자 매수대금	37,599	43,542
시장조성자 매도대금	34,108	32,326
시장조성자 매수대금 비중	33.2	38.9
시장조성자 매도대금 비중	30.1	28.9

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 이러한 결과에서 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면세가 시장조성자의 미니코스피200 지수 옵션 거래를 일시적으로는 증가시키지만 동 효과는 장기간 지속되지 못하는 것으로 나타남
- [그림 V-15]는 미니코스피200 지수 옵션 월별 유효스프레드를, [그림 V-16]은 같은 대상의 월별 호가스프레드를 나타냄
  - 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 이후 스프레드는 안정적인 경향을 보였으나 최근 기간에 다시 증가함

[그림 V-15] 미니코스피200 지수 옵션 월별 유효스프레드

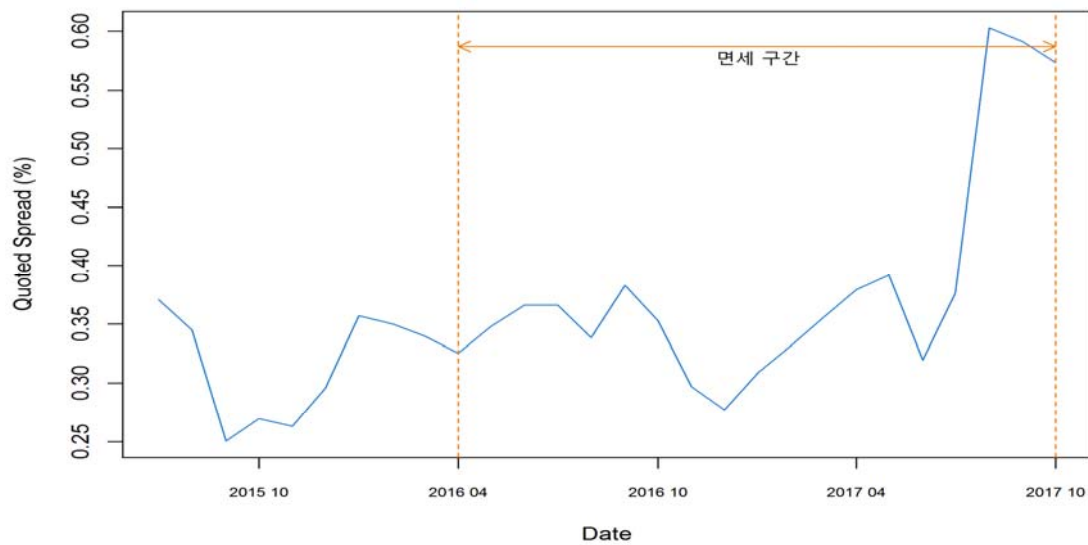
(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-16] 미니코스피200 지수 옵션 월별 호가스프레드

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세 시행을 전후한 기간에서의 월평균 스프레드는 <표 V-15>에서 보여지고 있음
  - 미니코스피200 지수 옵션의 월평균 호가스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 25.9% 증가한 것으로 나타남
  - 월평균 유효스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 11.2% 증가한 것으로 나타남

<표 V-15> 미니코스피200 지수 옵션 스프레드

(단위: %)

구분	2015년 8월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 11월
호가스프레드	0.3044	0.3834
유효스프레드	0.2301	0.2559

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 다) 코스닥150 지수 선물

- 코스닥150 지수 선물의 월별 거래량과 거래대금은 [그림 V-17] 및 [그림 V-18]에서 보여주고 있음
  - 파생상품 시장조성자 지정 이후 거래 정도는 거래량과 거래대금 모두에서 전반적으로 증가한 것으로 나타나고 있으며 2017년 11월과 12월 기간에 비정상적으로 높은 거래활동을 보이고 있음
  - 시장조성자에 대한 면세 시행 직전과 직후의 거래활동을 비교하면 어느 정도의 증가세를 보이고 있음

[그림 V-17] 코스닥150 지수 선물 월별 거래량

(단위: 만계약)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-18] 코스닥150 지수 선물 월별 거래대금

(단위: 백만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 월평균 거래량 및 거래대금을 면세 시행을 전후한 기간으로 산출한 결과는 <표 V-16>과 <표 V-17>에서 제시되고 있으며 동 월평균에서 비정상적인 거래 활동을 보이고 있는 2017년 11월 및 12월의 자료는 포함하지 않고 있음
- 시장조성자에 대한 면세 시행을 전후하여 월평균 거래량과 거래대금은 각각 151.1% 및 148.0% 증가하여 뚜렷한 증가세를 나타내고 있으며 동 기간에 시장조성자의 매수 및 매도 활동 역시 전체 거래활동보다 높은 수준의 증가율을 나타내고 있음

<표 V-16> 코스닥150 지수 선물 월평균 거래량

(단위: 만계약, %)

구분	2015년 12월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 10월
총거래량	4.9	12.3
시장조성자 매수량	1.2	3.4
시장조성자 매도량	1.2	3.5
시장조성자 매수량 비중	25.2	27.8
시장조성자 매도량 비중	24.9	28.4

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-17> 코스닥150 지수 선물 월평균 거래대금

(단위: 백만원, %)

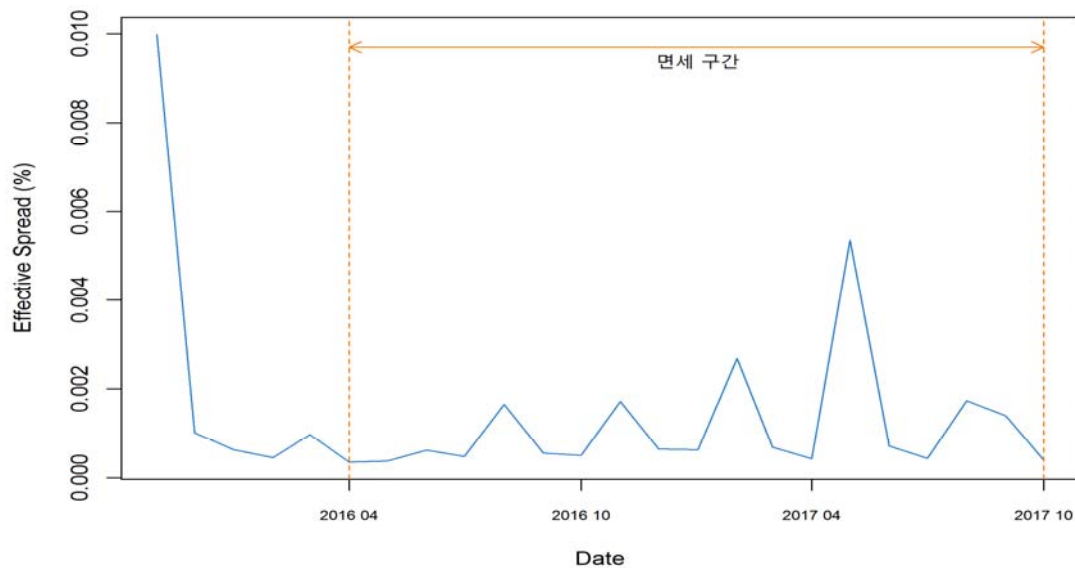
구분	2015년 12월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 10월
총거래대금	511,230	1,267,942
시장조성자 매수대금	129,098	337,769
시장조성자 매도대금	127,465	345,187
시장조성자 매수대금 비중	25.3	26.6
시장조성자 매도대금 비중	24.9	27.2

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 결과적으로, 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면세가 시장조성자의 코스닥150 지수 선물 거래 및 전체 시장 거래를 증가시켰음을 알 수 있음
- [그림 V-19]는 코스닥150 지수 선물의 월별 유효스프레드를, [그림 V-20]은 같은 대상의 월별 호가스프레드를 나타내고 있음
  - 파생상품 시장조성자에 대한 면세 시행 이전에 큰 폭으로 감소한 스프레드는 면세 시행 이후 면세 구간 내에서 증감을 반복함

[그림 V-19] 코스닥150 지수 선물 월별 유효스프레드

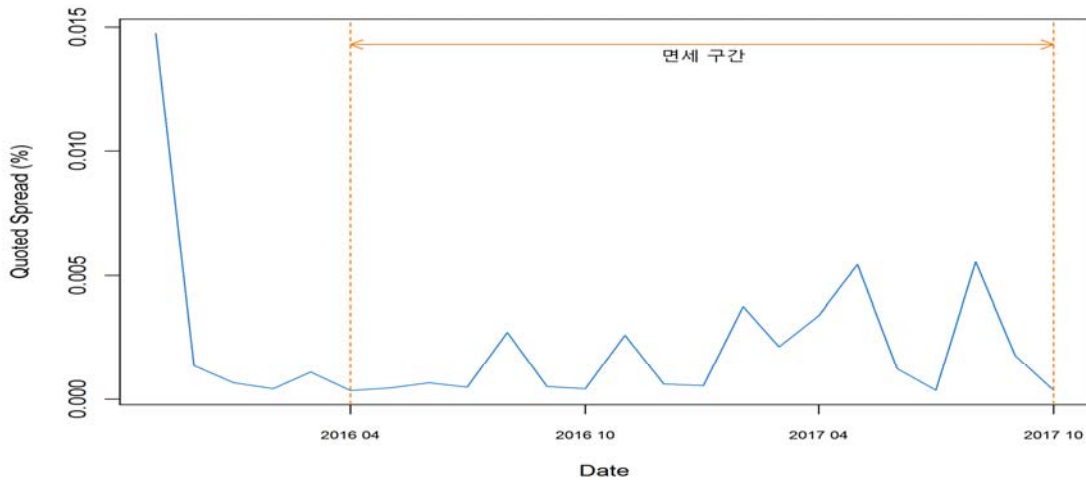
(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-20] 코스닥150 지수 선물 월별 호가스프레드

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세시행을 전후한 기간에서의 월평균 스프레드는 <표 V-18>에서 제시
  - 코스닥150 지수 선물의 월평균 호가스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 114.9% 증가한 것으로 나타남
  - 월평균 유효스프레드는 면세 이전과 면세 구간을 비교할 경우 61.1% 증가한 것으로 나타남

<표 V-18> 코스닥150 지수 선물 스프레드

(단위: 원, %)

구분	2015년 12월~2016년 2월	2016년 4월~2017년 10월
호가스프레드	0.0008	0.0018
유효스프레드	0.0007	0.0011

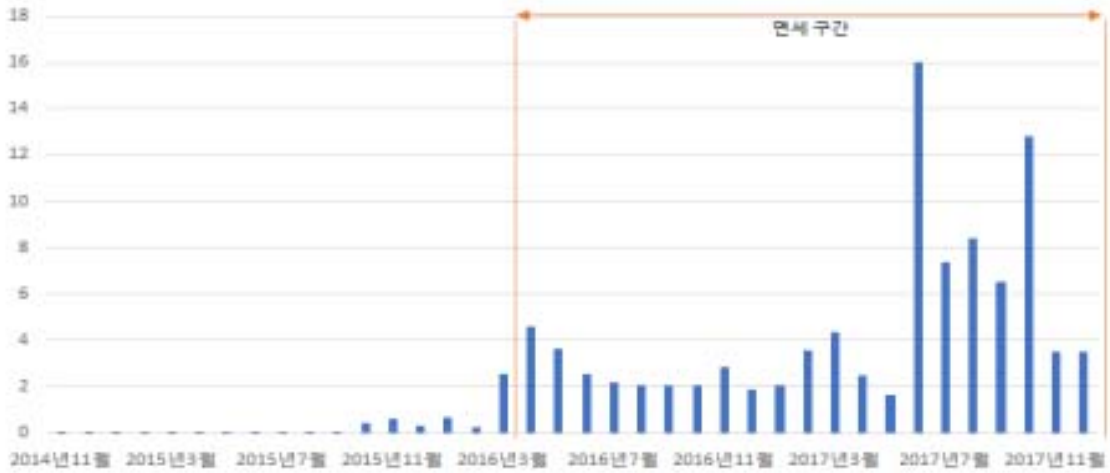
자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

라) 코스피200섹터 지수 선물과 배당지수 선물

- 10개 코스피200섹터 지수 선물 및 2개 배당지수 선물의 월별 거래량과 거래대금은 [그림 V-21]과 [그림 V-22]에서 나타나고 있음
  - 시장조성자 지정 이후 거래량과 거래대금 모두에서 전반적인 증가세를 보이고 있으며, 면세 시행을 전후하여 거래활동의 증가가 관측되고 있음

[그림 V-21] 코스피200섹터 지수 및 배당지수 선물 월별 거래량

(단위: 만계약)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-22] 코스피200섹터 지수 및 배당지수 선물 월별 거래대금

(단위: 백만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세 시행을 전후한 기간의 월평균 거래량 및 거래대금은 <표 V-19>와 <표 V-20>에서 제시되고 있음
  - 면세 시행 시점인 2016년 3월을 전후한 기간에 월평균 거래량과 거래대금은 각각 498.6% 및 798.5% 증가하여 큰 폭의 증가세를 나타내고 있으며 동 기간에 시장조성자의 매수 및 매도 활동 역시 높은 수준의 증가율을 나타내고 있음
  - 다만 이러한 결과는 면세 시행 시점인 2016년 3월에 3개의 코스피200섹터 지수 선물이 추가로 상장된 것에도 일부 기인하고 있는 것임

<표 V-19> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월평균 거래량

(단위: 만계약, %)

구분	2014년 12월 ~2015년 9월	2015년 10월 ~2016년 2월	2016년 4월 ~2016년 11월	2016년 12월 ~2017년 11월
총거래량	0.0035	<b>0.4560</b>	<b>2.7297</b>	5.8804
시장조성자 매수량	0.0013	<b>0.4443</b>	<b>2.0706</b>	3.8958
시장조성자 매도량	0.0024	<b>0.4452</b>	<b>2.0677</b>	3.9017
매수량 비중	36.3	<b>97.4</b>	<b>75.9</b>	66.3
매도량 비중	66.6	<b>97.6</b>	<b>75.7</b>	66.4

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-20> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월평균 거래대금

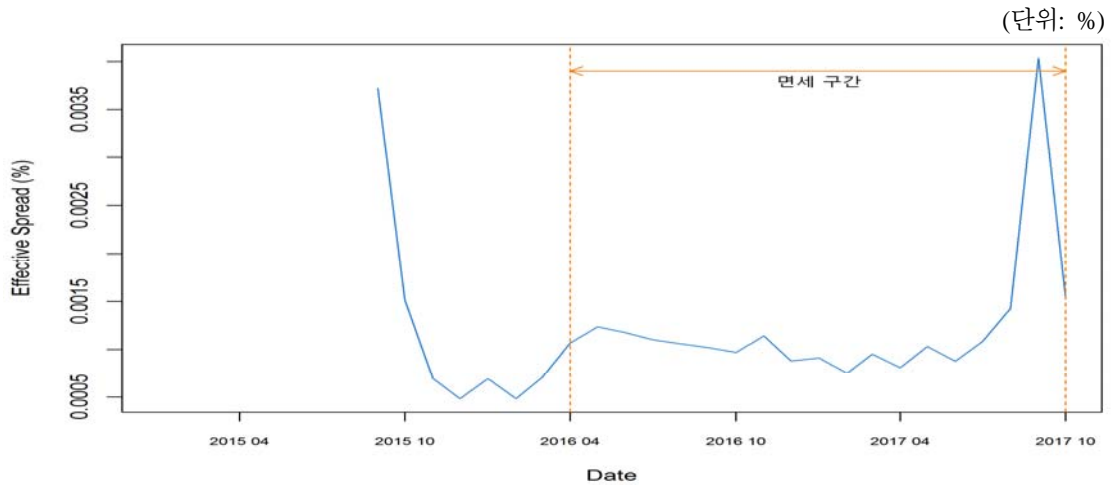
(단위: 백만원, %)

구분	2014년 12월 ~2015년 9월	2015년 10월 ~2016년 2월	2016년 4월 ~2016년 11월	2016년 12월 ~2017년 11월
총거래량	1,274	<b>27,093</b>	<b>243,421</b>	680,722
시장조성자 매수량	421	<b>26,446</b>	<b>179,947</b>	447,603
시장조성자 매도량	907	<b>26,445</b>	<b>179,379</b>	448,390
매수량 비중	33.1	<b>97.6</b>	<b>73.9</b>	65.8
매도량 비중	71.2	<b>97.6</b>	<b>73.7</b>	65.9

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

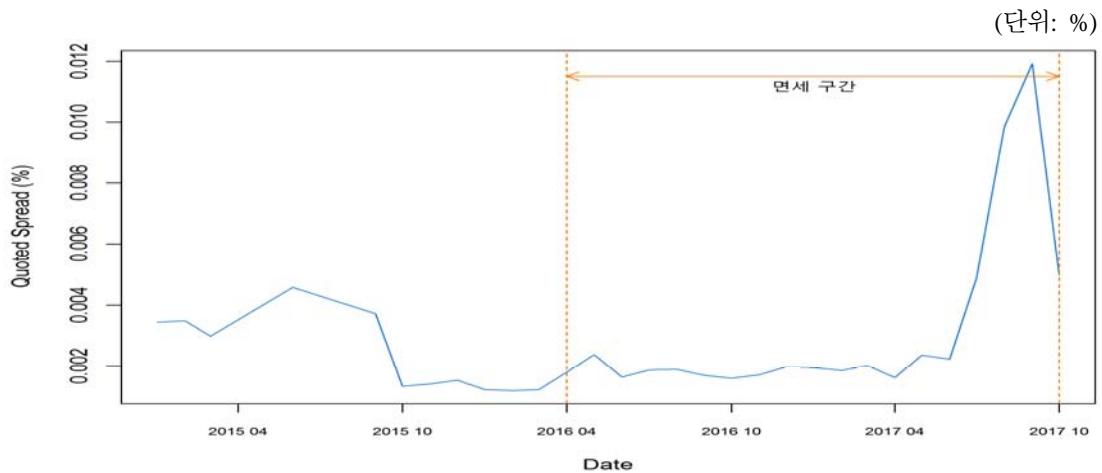
- 이러한 결과는 시장조성자에 대한 면세 실시가 시장조성자의 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 거래와 전체 시장 거래를 증가시켰음을 나타내고 있음
- 한편, [그림 V-23]은 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물의 월별 유효스프레드를, [그림 V-24]는 같은 대상의 월별 호가스프레드를 보여주고 있음

[그림 V-23] 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월별 유효스프레드



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-24] 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 월별 호가스프레드



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 면세시행을 전후한 기간에서의 월평균 스프레드는 <표 V-21>에서 제시
- 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물의 월평균 호가스프레드와 유효스프레드는 모두 면세 시행을 전후한 기간에서 증가한 것으로 나타남

<표 V-21> 코스피200섹터 지수 및 배당 지수 선물 스프레드

(단위: 원, %)

구분	2015년 1월 ~2015년 9월	2015년 10월 ~2016년 2월	2016년 4월 ~2016년 11월	2016년 12월 ~2017년 10월
호가스프레드	0.0036	<b>0.0013</b>	<b>0.0018</b>	0.0041
유효스프레드	0.0036	<b>0.0008</b>	<b>0.0011</b>	0.0013

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

### 3) 세수효과

- 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 감면의 1차적인 세수효과인 세수 감소를 살펴보면, <표 V-22>에서 보고하고 있는 바와 같이 약 21개월의 기간 동안 1,095억원의 거래세 감면이 발생

<표 V-22> 지수 파생상품시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적<sup>1)</sup>

(단위: 억원)

연월	지수 파생시장 조성자 면세대상 금액 <sup>2)</sup>	지수 파생시장 조성자 면세액
2016년 3월	442.40	1.33
2016년 4월	8,220.46	24.66
2016년 5월	13,470.40	40.41
2016년 6월	17,666.05	53.00
2016년 7월	11,054.95	33.16
2016년 8월	18,651.18	55.95
2016년 9월	24,119.46	72.36
2016년 10월	24,284.64	72.85
2016년 11월	23,070.55	69.21
2016년 12월	17,981.93	53.95
2017년 1월	16,022.13	48.07
2017년 2월	24,246.58	72.74
2017년 3월	30,842.64	92.53
2017년 4월	21,400.88	64.20
2017년 5월	13,882.72	41.65
2017년 6월	21,524.01	64.57
2017년 7월	14,708.86	44.13
2017년 8월	12,886.38	38.66
2017년 9월	16,530.58	49.59
2017년 10월	18,099.94	54.30
2017년 11월	15,743.29	47.23
기간합계	364,850.05	1,094.55

주: 1) 거래세 감면 실적은 거래세 면세 대상인 시장조성자의 매도거래를 대상으로 거래금액에 거래세율(30bp)을 곱하여 산출함

2) 지수 파생상품에 대한 거래세 면제는 2016년 3월 14일 시행

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 한편 2차적인 세수 증대 효과는 앞서와 같이 시장조성활동으로 인한 전체 거래활동 증가분을 기반으로 추정하였으며 기초자산의 거래활동 증가분은 <표 V-23>에서, 추정한 세수 증대 효과는 <표 V-24>에서 보여주고 있음
- 미니코스피200 파생상품의 기초자산이 코스피200 지수이며 동 지수는 코스피200 섹터지수의 기초자산을 포함함에 따라 동 분석에서의 기초자산은 코스피200 지수를 사용하였으며 코스닥150지수 선물과 2개 배당지수 선물의 경우 거래량이 상대적으로 매우 작아 별도로 분석하지 않았음
- 추정 결과 시장조성자에 대한 조세특례로 인한 면세분을 제외하고도 면세 후 기간인 20개월간 3,248억원의 세수 증가가 발생한 것으로 나타남

<표 V-23> 코스피200 지수 선물·옵션 기초자산의 월평균 거래량과 거래대금

(단위: 주, 만원, %)

분류	면세 전 기간 (2015년 8월 ~2016년 2월)	면세 후 기간 (2016년 4월 ~2017년 11월)	차이	증가율
거래량	1,586,134,686	1,594,705,240	8,570,554	0.5%
거래대금	6,818,023,429	7,541,744,450	723,721,021	10.6%

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-24> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 지수 파생상품 시장조성

(단위: 만원)

월평균 총종목 매도대금 증가분 ①	시장조성 기간 증가분 (=①×20) ②	거래 세율 ③	거래세 (②×③) ④	시장조성자 감면실적 ⑤	세수증가분 (④-⑤) ⑥
723,721,021	14,474,420,429	30bp	43,423,261	10,945,501	32,477,760

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 그러나 이러한 세수 증대 효과의 추정에서 감안하여야 할 것은 지수 파생상품의 기초자산인 코스피200지수에 개별주식 파생상품의 기초자산 주식 대부분이 편입되어 있다는 점이며 이로 인해 중복계산으로 인한 세수 증대 효과의 과다추정이 발생하는 문제점이 존재함
- 여기서 최대한 보수적으로 추정할 경우(conservative estimation), 개별주식 파생상품의 기초자산 주식 전부가 코스피200에 편입되어 있다는 가정하에서 중복

계산을 조정할 경우 <표 V-25>에서와 같이 파생상품 시장조성활동에 따른 전체 세수 증대 효과는 32개월간 총 4,333억원의 세수 증대로 추정됨

<표 V-25> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 파생상품 시장조성 전체 (단위: 만원)

세수증가분 (개별주식, 32개월) ①	세수증가분 (지수, 20개월) ②	세수증가분 (개별주식, 12개월) ③ (=①×12/32)	전체 세수증가분 (32개월) =②+③
28,937,987	32,477,760	10,851,745	43,329,505

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 또한 동 세수 증대 추정치는 주식시장의 거래 증대에 바탕하고 있는 것으로서 주식시장 시장조성자에 대한 면세로 인한 세수 증대 추정치와 중복계산이 될 가능성도 존재함
  - 그러나 주식시장 시장조성자활동으로 인한 세수 증대 추정치는 2016년 및 2017년 각각에서 96억원 및 24억원에 불과하여 파생상품시장에서의 수치와 비교가 되지 않을 정도로 작음
  - 따라서 최대한 보수적인 가정을 사용하여 주식시장 시장조성과 파생상품시장 시장조성으로 인한 세수 증대 추정치가 완전히 중복이 된다고 가정하여도 파생상품 시장조성활동에 따른 전체 세수 증대 효과는 32개월간 총 4,213억원으로 추정된다고 할 수 있음

#### 4) 시장 활성화 효과의 지속성

- 앞에서 보인 바와 같이 지수 선물 및 옵션에 대한 시장조성활동에서는 면세 시행을 전후한 기간에서의 거래 수준 증가는 반드시 시장조성자 거래 수준의 증가를 수반하며 또한 시장조성자 거래수준의 증가가 없을 경우에는 전체 시장의 거래 수준 역시 변동하지 않는 양상을 보이고 있음
- 따라서 시장조성자에 대한 면세혜택의 증지로 인하여 시장조성자의 거래활동이 감소될 경우에는 시장의 거래활동이 다시 위축될 가능성이 존재한다고 판단됨

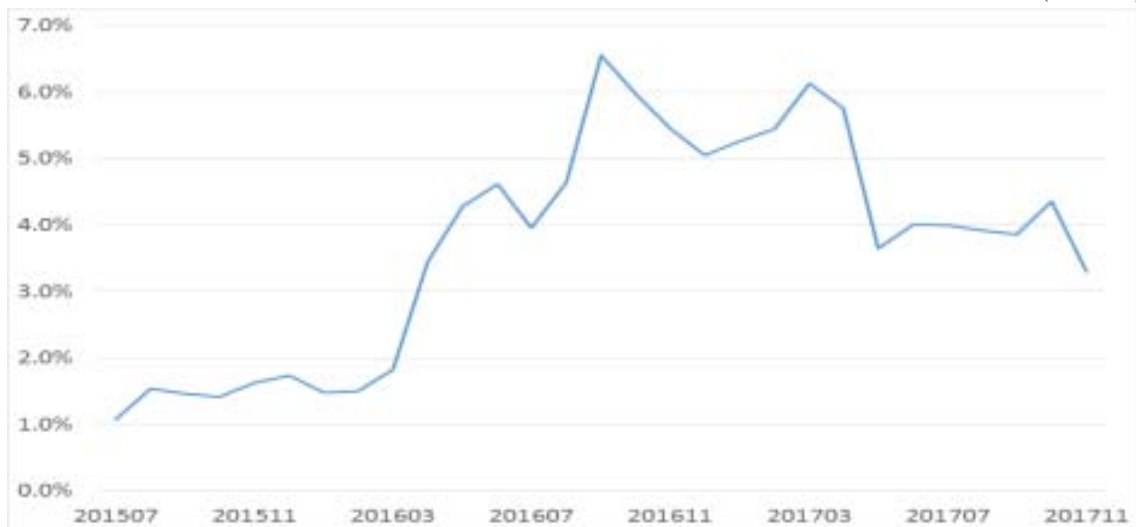
## 다. 파생상품 시장조성자의 주식시장에의 영향

### 1) 파생상품 시장조성자의 현물 거래 비중

- 파생상품 시장조성자의 파생상품 위험회피 목적의 주식거래는 현물시장에서의 새로운 거래를 창출함
  - [그림 V-25]는 유가증권시장을 대상으로 파생상품 시장조성자의 증권거래세 면제 대상 주식 매도금액이 코스피200 지수 전체 거래대금에서 차지하는 비중을 월별로 보여주고 있음
  - 시장조성자의 비중은 2016년 3월의 지수 파생상품 시장조성자에 대한 거래세 면제 이후 7% 가까운 수준으로 크게 증가하였으며 이후에 다시 4% 정도의 수준으로 하락하여 안정화되고 있는 양상을 보이고 있음
  - 한편 [그림 V-26]은 코스닥시장을 대상으로 파생상품 시장조성자의 증권거래세 면제 대상 주식 매도금액이 코스닥150 지수 전체 거래대금에서 차지하는 비중을 월별로 보여주고 있는데 시장조성자의 비중은 유가증권시장에서와 유사하게 2016년 3월의 거래세 면제 이후 크게 증가하였음
  - 다만 코스닥시장에서의 파생상품 시장조성자의 비중은 유가증권에서의 경우보다 크게 낮은 수준을 보이고 있음

[그림 V-25] 유가증권시장에서의 파생상품 시장조성자의 거래비중

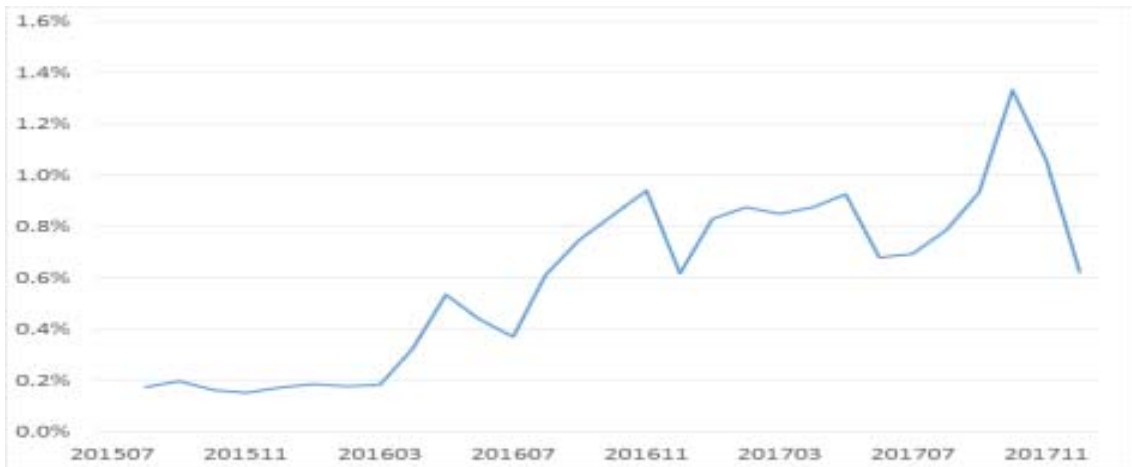
(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-26] 코스닥시장에서의 파생상품 시장조성자의 거래비중

(단위: %)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 동 비중을 대상 기간 전체에 대하여 산출한 결과는 <표 V-26>에서 보고되고 있으며, 유가증권시장 및 코스닥시장에서의 파생상품 시장조성자의 거래비중은 각각 3.65% 및 0.62%인 것으로 나타남
  - 코스닥시장에서의 비중이 유가증권에서보다 크게 낮은 것은 코스닥시장 상장 주식을 기초자산으로 하는 코스닥150지수 선물의 거래량이 상대적으로 크게 낮음에서 기인하는 것으로 판단됨

<표 V-26> 주식시장에서의 파생상품 시장조성자 거래비중

(단위: 백만원, %)

분류	대상기간	시장 거래대금 ①	시장조성자 매도대금 ②	시장조성자 비중 (=②/①)
유가증권시장 (코스피200)	2015년 7월~ 2017년 11월	2,160,983,060	78,787,874	3.65
코스닥시장 (코스닥150)	2015년 8월~ 2017년 11월	561,968,630	3,497,114	0.62

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

### 라. 요약 및 소결

- 파생상품시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면세 시행은 전반적으로 목적인 바와 같은 시장 활성화 효과를 발생시킨 것으로 판단됨

- 개별주식 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 개별주식 선물에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세를 보여 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선된 것으로 나타났으며, 질적 유동성인 호가 및 유효스프레드의 경우에는 평균은 증가하였으나 변동성이 감소한 것으로 나타남
  - 지수 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 미니코스피200 지수 선물에서도 거래량 및 거래대금이 모두 큰 폭의 증가세를 나타내 양적 유동성이 증가한 것으로 나타났으며, 호가 및 유효스프레드가 감소하여 질적 유동성 역시 개선된 것으로 나타남
- 한편 파생상품 시장조성자의 시장조성활동과 연계된 현물시장에서의 헷지거래로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면 금액을 크게 상회하는 세수 증대 효과가 발생한 것으로 나타났음
- 개별주식 파생상품에 대한 시장조성활동에서는 33개월간 약 1,353억원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안의 현물시장 거래 활성화로 인한 거래세 증대 효과는 약 2,894억원에 달하는 것으로 추정됨
  - 지수 파생상품의 대한 시장조성에서는 21개월간 약 1,095억원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안 거래세 증대 효과는 약 3,248억원인 것으로 추정됨
  - 여기서 개별주식 파생상품과 지수 파생상품에 대한 각각의 시장조성에서 발생한 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하고, 다시 주식시장 시장조성활동에서의 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하면, 파생상품 시장조성활동에 따른 전체 세수 증대 효과는 32개월간 총 4,213억원으로 추정됨
- 한편 파생상품시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과가 시장조성활동 종료 후에도 지속될 것임을 뒷받침할 수 있는 증거는 관측되지 않았음
- 개별주식 파생상품의 경우, 시장 활성화 이후 시장조성자의 활동이 자연스럽게 축소되었음을 나타내는 증거는 관측되지 않았으며, 따라서 시장조성자에 대한 면세혜택 중단으로 인하여 시장조성자의 거래활동이 감소될 경우에도 시장의 거래활동이 크게 영향을 받지 않을 것이라고 예측하기는 어려움
  - 또한 지수 파생상품의 경우, 면세 시행으로 인한 전체 거래 활성화는 시장조성자의 거래 활성화와 동행하는 양상을 보이고 있어 시장조성자에 대한 면세

혜택의 증지로 인하여 시장조성자의 거래활동이 감소될 경우에는 시장의 거래 활동이 다시 위축될 가능성이 존재한다고 사료됨

## 2. 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 효과 분석

### 가. 2016년 주식시장 시장조성

#### 1) 제도 및 분석 개요

- 2016년 주식시장 시장조성자에 의한 시장조성활동은 2016년 3월 28일부터 2016년 12월 31일의 기간 동안(9개월) 수행되었음
  - 동 시장조성은 총 40개 종목을 대상으로 수행되었으며(유가증권시장 25개 종목, 코스닥시장 15개 종목), 당시 시장조성자로 참가한 기관은 2개사임(NH투자, 대우)
  
- 시장조성기간과 시장조성 전 기간, 시장조성 후 기간의 비교를 위해 시행 전, 시행 중, 시행 후의 각 기간은 '9개월' 단위로 설정하였음
  - 시행 전 기간은 2015년 7월부터 2016년 3월까지, 시행 기간은 2016년 4월부터 2016년 12월까지, 시행 후 기간은 2017년 1월부터 2017년 9월까지로 설정함
  
- 주식시장조성 대상종목의 분석을 위해 전체 및 투자자 유형별(개인, 기관, 외국인) 거래량 및 거래대금을 사용하였으며 일별데이터를 종목별, 월별로 합산하여 월별 거래량 및 거래대금을 산출함
  - 분석결과에서 '총종목'은 2016년 주식시장조성 대상인 40개 종목 전체를 의미하여 해당 통계치는 각 종목의 값을 모두 합산하여 도출함
  - 한편 시장조성자 효과를 분석하기 위한 대조군(benchmark, controls)은 2016년 주식시장 시장조성자제도의 적용대상인 저유동성 종목 중 시장조성 대상종목으로 지정되지 않은 333개 종목으로 구성됨
  
- 시장조성활동이 거래량과 거래대금으로 측정되는 양적 유동성 이외에 대상종목의 질적 유동성(시장 효율성)에 미친 영향을 측정하기 위해 호가스프레드(quoted spread)와 유효스프레드(effective spread)를 사용하였음

- 스프레드는 우선 일중자료(intraday data)를 사용하여 일별로 산출하였으며 다시 일별스프레드를 종목별, 월별로 단순평균하였음
- 거래시점 t의 호가스프레드와 유효스프레드는 아래의 식으로 정의됨

$$\begin{aligned}
 - \text{호가스프레드}_t(\%) &= \frac{\text{최우선매도호가}_t - \text{최우선매수호가}_t}{(\text{최우선매도호가}_t + \text{최우선매수호가}_t)/2} \\
 - \text{유효스프레드}_t(\%) &= \frac{2 \times \text{거래방향} \times (\text{체결가격}_t - \{(\text{최우선매도호가}_t + \text{최우선매수호가}_t)/2\})}{(\text{최우선매도호가}_t + \text{최우선매수호가}_t)/2}
 \end{aligned}$$

- 거래방향은 매수일 경우는 (+1), 매도일 경우는 (-1)으로 정의함
- 특정 주식 혹은 선물의 일별 스프레드는 거래가 있을 때의 스프레드 기준으로 단순평균으로 계산함

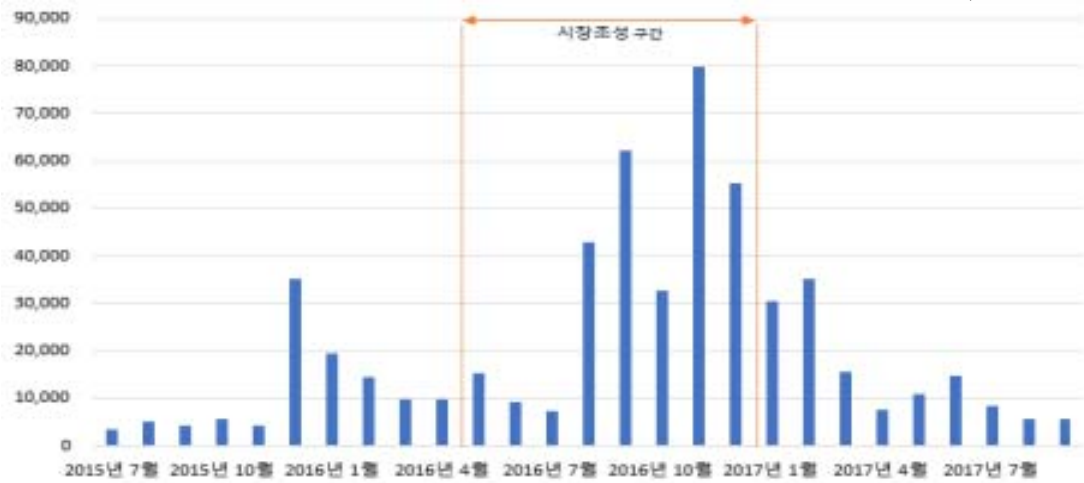
## 2) 시장 활성화 효과

### 가) 양적 유동성 측면

- [그림 V-27]은 2016년 주식시장조성 대상종목 전체의 월별 거래량을 나타내며 [그림 V-28]은 같은 대상의 월별 거래대금을 나타냄
- 2016년 주식시장조성 대상종목의 거래량은 시장조성 기간에 이전 기간보다 증가한 것으로 나타나며 이후 기간에는 다시 감소하는 것으로 나타남
- 같은 대상의 거래대금의 경우, 거래량과 같이 시장조성 기간에 이전 기간보다 증가하고 이후 기간에는 다시 감소하는 양상을 보이고 있으나 그 차이의 정도는 거래량의 경우보다는 많이 약한 것으로 관측됨
- 거래대금의 경우에는 거래의 활성화 정도 외에도 주가에 영향을 미치는 원인, 특히 주식시장의 시황(market conditions)에 따른 영향이 큰 관계로 거래량에서와 같은 뚜렷한 결과가 관측되지 않은 것으로 사료됨

[그림 V-27] 2016년 주식시장조성 총종목 월별 거래량

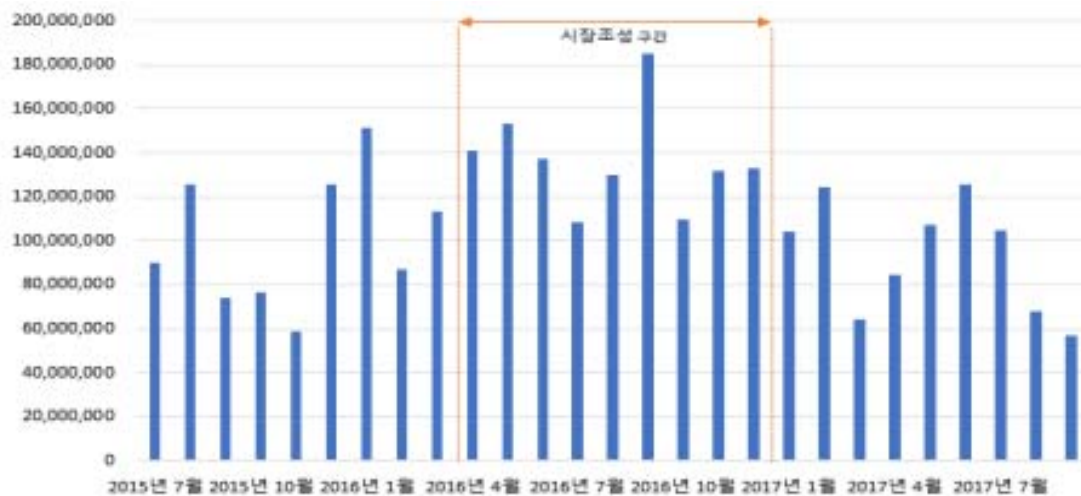
(단위: 만주)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-28] 2016년 주식시장조성 총종목 월별 거래대금

(단위: 만원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 이와 같은 양상은 <표 V-27>과 <표 V-28>에서 제시하는 전체 대상종목의 월평균 거래량 및 거래대금에서도 비교적 명확하게 확인되고 있음
  - 주식시장조성 대상종목의 월평균 거래량은 시장조성 기간 동안 이전 기간 대비 3배 이상 수준으로 증가하였다가 이후 기간에는 다시 절반 이하의 수준으로 감소
  - 월평균 거래대금은 시장조성 기간 동안 이전 기간 대비 36.4% 증가하였다가 이후 기간에는 다시 31.7%의 감소를 나타내었음

<표 V-27> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매도수량<sup>1)</sup>

(단위: 주, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)	시행 후	(증가율)
전체	112,690,354	349,555,744	(210.2)	149,358,924	(-57.3)
기관	3,745,052	3,653,109	(-2.5)	2,420,729	(-33.7)
외국인	3,484,868	9,792,349	(181.0)	6,728,241	(-31.3)
개인	104,433,590	333,880,532	(219.7)	139,064,140	(-58.3)

주: 1) 전체 수치에서는 거래량=매도수량=매수수량의 관계가 성립하지만 기관, 외국인 개인의 거래주체별 수치에서는 그렇지 않음

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-28> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매도대금<sup>1)</sup>

(단위: 만원, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)	시행 후	(증가율)
전체	100,192,264	136,643,308	(36.4)	93,301,710	(-31.7)
기관	6,409,846	6,347,340	(-1.0)	5,627,710	(-11.3)
외국인	6,975,602	10,141,972	(45.4)	7,398,316	(-27.1)
개인	85,112,636	118,455,688	(39.2)	79,138,947	(-33.2)

주: 1) 전체 수치에서는 거래대금=매도대금=매수대금의 관계가 성립하지만 기관, 외국인 개인의 거래주체별 수치에서는 그렇지 않음

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 동 결과는 주식시장 조성자의 시장조성활동이 대상종목의 거래를 활성화시켜 시장에서의 유동성을 증가시키는 효과가 있음을 시사함
  - 거래량과 거래대금 모두가 시장조성 기간에 증가하였으며 시장조성활동 종료 후에 다시 감소하는 양상을 나타냄
  
- 나아가, 거래량 및 거래대금을 투자자 분류별(개인, 기관, 외국인)로 나누어 보면 몇 가지 특기할 만한 사항들이 나타나고 있음(<표 V-27>~<표 V-30>까지 참조)
  - 시장조성 대상종목 전체의 거래량 및 거래대금은 매도 및 매수 측면 모두에서 동일하게 되지만 투자자 유형별 거래량 및 거래대금은 매도 및 매수 측면의 수치가 다르게 나타나게 되므로 별도로 분석하여야 함
  - 기관의 경우 매도수량 및 매도대금 모두에서 시장조성 기간에도 전혀 증가하지 않으면서 시장조성 이후 기간에는 어느 정도 감소하는 패턴을 보여 전체 및 외국인, 개인의 행태와 크게 다른 측면을 나타내고 있음

- 그러나 기관의 매수수량 및 매수대금에서는 이와 같은 패턴이 관측되지 않고 대신 시장조성 기간에 소폭 증가하고 시장조성 이후 기간에는 크게 변동이 없거나 소폭 감소하는 양상을 나타내고 있음
- 전반적으로 기관의 시장조성 개시에 따른 거래 증가 및 시장조성 종료에 따른 거래 감소 정도가 여타 거래주체에 비해서 작은 것으로 나타나고 있으며, 매수 측면에서의 거래가 매도 측면에서의 거래보다 높은 증가율과 낮은 감소율을 보이고 있음

<표 V-29> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매수수량<sup>1)</sup>

(단위: 주, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)	시행 후	(증가율)
전체	112,690,354	349,555,744	(210.2)	149,358,924	(-57.3)
기관	1,751,759	2,904,412	(65.8)	2,396,971	(-17.5)
외국인	3,426,833	9,990,782	(191.5)	6,723,148	(-32.7)
개인	106,744,015	335,356,760	(214.2)	139,175,071	(-58.5)

주: 1) 전체 수치에서는 거래량=매도수량=매수수량의 관계가 성립하지만 기관, 외국인 개인의 거래주체별 수치에서는 그렇지 않음  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-30> 2016년 주식시장조성 총종목 투자자별 월평균 매수대금<sup>1)</sup>

(단위: 만원, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)	시행 후	(증가율)
전체	100,192,264	136,643,308	(36.4)	93,301,710	(-31.7)
기관	5,486,937	5,766,530	(5.1)	5,876,450	(1.9)
외국인	7,227,581	10,562,807	(46.1)	7,502,588	(-29.0)
개인	85,827,298	119,036,271	(38.7)	78,826,109	(-33.8)

주: 1) 전체 수치에서는 거래대금=매도대금=매수대금의 관계가 성립하지만 기관, 외국인 개인의 거래주체별 수치에서는 그렇지 않음  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 한편 이와 같은 분석결과의 강건성(robustness)을 제고하기 위하여 시장조성 기간을 전후로 한 변화를 대조군의 변화와 비교하여 분석하였으며 동 결과는 <표 V-5> 및 <표 V-6>에서 제시되고 있음
- 대조군은 시장조성 대상으로 선정된 40개 종목의 모집단이라고 할 수 있는 저유동성 종목 중 시장조성 대상으로 지정되지 않은 여타 종목으로 구성됨

- 시장조성 대상종목의 거래량 증가율을 산출한 후, 동 수치에서 같은 방식으로 산출한 대조군의 증가율을 차감하여 대조군 대비 증가율로 변환함

<표 V-31> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 매도수량 증가율: 대조군 대비

(단위: %, %p)

분류	증가율		대조군 증가율		대조군 대비	
	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후
전체	210.2	-57.3	134.7	-2.0	<b>75.5</b>	<b>-55.3</b>
기관	-2.5	-33.7	21.5	17.3	<b>-23.9</b>	<b>-51.1</b>
외국인	181.0	-31.3	140.7	34.2	<b>40.3</b>	<b>-65.5</b>
개인	219.7	-58.3	137.2	-3.7	<b>82.5</b>	<b>-54.7</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-32> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 매수수량 증가율: 대조군 대비

(단위: %, %p)

분류	증가율		대조군 증가율		대조군 대비	
	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후
전체	210.2	-57.3	134.7	-2.0	<b>75.5</b>	<b>-55.3</b>
기관	65.8	-17.5	14.6	35.6	<b>51.2</b>	<b>-53.1</b>
외국인	191.5	-32.7	150.8	31.2	<b>40.8</b>	<b>-63.9</b>
개인	214.2	-58.5	136.8	-3.6	<b>77.4</b>	<b>-54.9</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

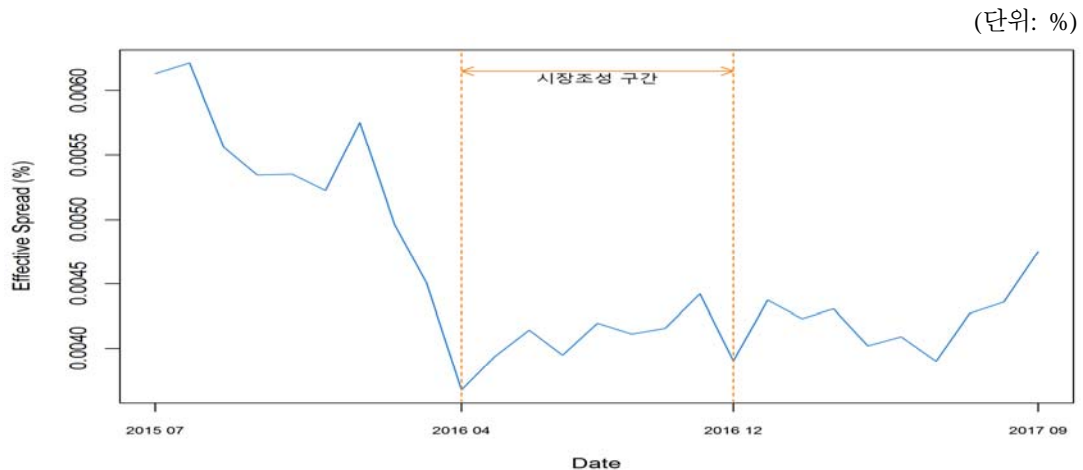
□ 대조군 대비 증가율의 경우에도 시장조성 기간 동안 거래량이 증가하였다가 이후 기간에는 감소하는 양상을 나타내고 있으나 증가폭이 크게 완화된 것으로 나타남

- 기관의 경우에는 시장조성 기간 동안 매도수량이 감소한 것으로 나타나 계속 전체 및 개인, 외국인과 다른 패턴을 나타내고 있으나 매수량의 경우에는 여타 거래주체보다 크게 차이나지 않는 정도의 유사한 증가세를 보임
- 또한 시장조성 종료 후의 큰 폭의 거래량 감소는 대조군에서는 나타나고 있지 않으며 시장조성 대상종목에서만 나타나는 특징임을 알 수 있음

## 나) 질적 유동성 측면

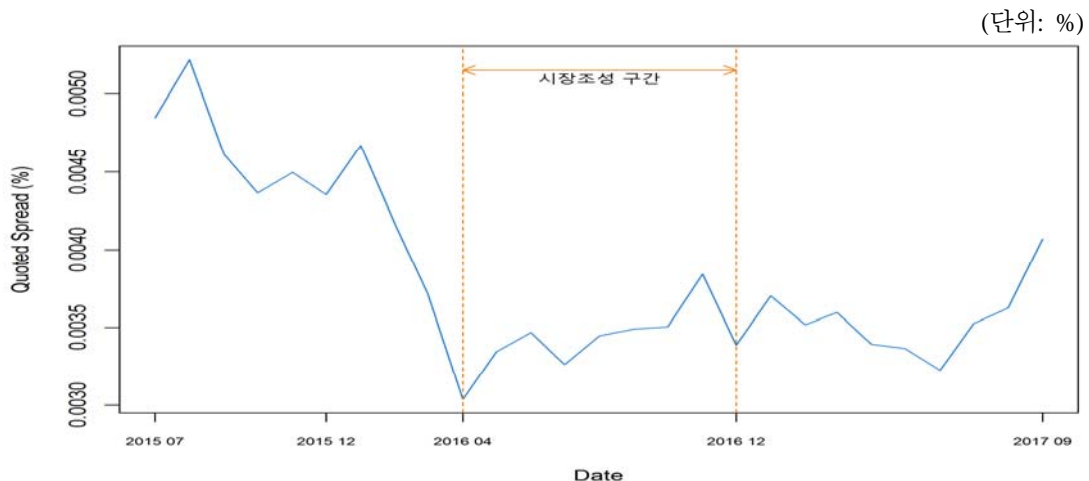
- [그림 V-29]는 2016년 주식시장조성 대상종목 전체의 월별 유효스프레드를 나타내며 [그림 V-30]은 같은 대상의 월별 호가스프레드를 보여줌
- 유효스프레드는 시장조성 기간에 이전 기간보다 감소한 것으로 나타나며 이후 기간에는 어느 정도 유지되는 경향을 보이다가 다시 증가함
- 같은 대상의 호가스프레드의 경우, 유효스프레드와 유사하게 시장조성 기간에 감소하였으며 시장조성 종료 후에는 일정 정도 유지되는 경향을 보이다가 다시 증가하였음

[그림 V-29] 2016년 주식시장조성 총종목 월별 유효스프레드



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-30] 2016년 주식시장조성 총종목 월별 호가스프레드



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 이와 같은 양상은 <표 V-33>에서 제시하는 월평균 스프레드에서도 명확히 확인되고 있음
  - 주식시장조성 대상종목의 월평균 호가스프레드는 시장조성 기간 동안 이전 기간 대비 23.9% 감소하였으며 이후 기간에는 다시 4.0% 증가하였음
  - 월평균 유효스프레드는 시장조성 기간 동안 이전 기간 대비 25.6% 감소하였으며 이후 기간에는 다시 5.0% 증가하였음

<표 V-33> 2016년 주식시장조성 총종목 월평균 스프레드

(단위: %)

	시행 전	시행 기간	(증가율)	시행 후	(증가율)
호가스프레드	0.0045	0.0034	(-23.9)	0.0036	(4.0)
유효스프레드	0.0054	0.0041	(-25.6)	0.0043	(5.0)

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 동 결과의 강건성을 확인하기 위하여 시장조성 기간을 전후로 한 변화를 대조군의 변화와 비교하여 분석하였으며, 해당 결과는 <표 V-34>에서 제시되고 있음
  - 분석에 사용된 대조군과 대조군 대비 증가율 산출방식은 양적 유동성에서 사용된 것과 동일함

<표 V-34> 2016년 주식시장조성 종목 월평균 스프레드 증가율: 대조군 대비

(단위: %, %p)

분류	증가율		대조군 증가율		대조군 대비	
	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후	시행전 ⇒ 시행중	시행중 ⇒ 시행후
호가스프레드	-23.9	4.0	-17.8	-7.6	<b>-6.0</b>	<b>11.7</b>
유효스프레드	-25.6	5.0	-18.6	-8.5	<b>-7.0</b>	<b>13.5</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 대조군 대비 증가율의 경우에도 호가스프레드와 유효스프레드 모두에서 시장조성 기간 동안 스프레드가 감소하였으며 시장조성활동 종료 후에는 다시 증가하였음

### 3) 세수효과

- 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 감면의 1차적인 세수효과는 감면으로 인한 세수 감소라고 할 수 있으며, <표 V-35>에서 제시되고 있는 바와 같이 9개월의 시장조성 기간 동안 약 2억 5천만원의 거래세 감면이 발생하였음

<표 V-35> 2016년 주식시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적<sup>1)</sup>

(단위: 만원)

4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	합계
3,913	5,268	3,499	2,405	2,143	1,764	2,094	1,790	1,786	24,662

주: 1) 거래세 감면 실적은 거래세 면세 대상인 시장조성자의 매도거래를 대상으로 거래금액에 거래세율(30bp)을 곱하여 산출함  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 그러나 시장조성자에 대한 증권거래세 감면의 효과는 세수 감소에만 국한되는 것이 아니며 2차적인 유발 효과를 고려해야 함
  - 시장조성자의 시장조성활동에 따라 거래활동이 증가하게 되면 동 거래 증가에 대한 추가적인 거래세 부과분이 발생하며 이는 세금 감면대상이 아니므로 오히려 세수가 증대될 수 있음
  - 2차적인 세수 증대효과의 추정에서 가장 직접적으로는 시장조성자의 시장조성활동에 따른 대상종목 매수거래에서 거래 상대방(매도측)이 부담하게 되는 증권거래세를 측정할 수 있겠으나 세수 증가효과는 이에 한정되지 않음
  - 우선 시장조성자가 매도한 주식에서 매수자의 장기 보유분 이외의 물량은 다시 시장에 매도 물량으로 나오게 되며 이에 따라 증권거래세가 신규 발생함
  - 또한 시장조성활동으로 주식거래가 활성화되면 새로운 시장참가자의 거래 참여로 인하여 전반적인 거래활동이 증가하게 되며, 이에 따라 새로운 거래세 원천에 따른 세수 증대효과가 발생하게 됨
  - 따라서 2차적인 세수 증대 효과는 시장조성활동으로 인한 전체적인 거래활동 증가분을 사용하여 측정되어야 할 것이며 동 결과는 <표 V-36>에서 제시됨

<표 V-36> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 2016년 주식시장 조성

(단위: 만원)

월평균 총종목 매도대금 증가분 ①	시장조성 기간 증가분(=①×9) ②	거래 세율 ③	거래세 (②×③) ④	시장조성자 감면실적 ⑤	세수증가분 (④-⑤) ⑥
36,451,044	328,059,396	30bp	984,178	24,662	959,516

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 추정 결과 시장조성자에 대한 조세특례로 인한 면세분을 제외하고도 약 96억원의 세수 증가가 발생한 것으로 나타남

#### 4) 시장 활성화 효과의 지속성

- 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 주식시장 활성화 지원을 위한 조세특례로서 일몰기한이 지정되어 한시적으로 도입된 제도인바, 제도의 체계적 관리를 위해서는 동 조세특례제도가 목적으로 하고 있는 시장의 활성화가 어느 정도 달성되었으며 특례제도 일몰 이후에도 그 효과가 유지될지의 여부에 대한 평가가 중요하다고 할 수 있음
- 2016년의 주식시장 시장조성활동의 경우에는 분명히 시장의 활성화 효과가 있는 것으로 나타나고 있으나 동 효과는 시장조성활동 종료 후에 그 지속성이 매우 약한 것으로 나타나고 있음
  - 거래량의 경우 시장조성활동 종료 이후 기간에도 시장조성활동 이전 기간에 비하여 높은 수준의 평균 거래량을 나타나고 있으나, 시장조성 기간과 비교할 때 시장조성 종료 이후에 월평균 거래량이 절반 이상(57.3%) 감소하고 있어 시장 활성화 효과의 지속성은 약한 것으로 나타남
  - 또한 거래대금의 경우 시장조성활동 종료로 인한 월평균 거래대금의 감소가 매우 크며(-31.7%) 이로 인해 평균 거래대금이 시장조성활동 이전 수준보다도 낮은 것으로 나타나고 있음
  - 스프레드의 경우 시장조성활동으로 인하여 감소된 모습을 나타내고 있으나 시장조성활동 종료 후에는 일정 기간 경과 후 다시 상승하는 모습을 보이고 있음

## 나. 2017년 주식시장 시장조성

### 1) 제도 및 분석 개요

- 2017년 주식시장 조성은 2017년 10월 10일부터(KB증권과 메리츠증권의 경우에는 각각 10월 16일, 2018년 1월 2일부터) 현재까지 이루어지고 있으며 종료일은 2018년 3월 30일로 예정되어 있음
  - 2017년 시장조성은 총 30개 종목을 대상으로 수행되고 있으며(KOSPI200 구성 종목 12개 종목, 우선주 13개 종목, 일반보통주 5개 종목) 이를 위하여 신한금융투자, NH투자증권, KB증권, 한국투자증권, 메리츠 증권증권의 5개사가 시장조성자로 선정됨
  
- 시장조성기간과 시장조성 전 기간의 비교를 위해 2017년을 시행 전과 시행 기간으로 분할하여 분석함
  - 시행 전 기간은 2017년 1월부터 2017년 9월까지, 시행 기간은 2017년 10월부터 2017년 12월까지로 설정하였으며 12월의 자료는 12월 18일까지의 기간을 포함
  
- 시장조성 대상종목의 분석을 위해 전체 및 투자자 분류별 거래량 및 거래대금을 사용하였으며 일별데이터를 종목별, 월별로 합산하여 월별거래량 및 거래대금을 산출함
  - 분석결과에서 ‘총종목’은 2017년 주식시장조성 대상인 30개 종목에서 2018년 1월 2일에 시장조성활동이 개시된 9개 종목(메리츠증권증권 담당종목)을 제외한 21개 종목 전체를 의미하여 해당 통계치는 각 종목의 값을 모두 합산하여 산출함
  - 한편 시장조성자 효과를 분석하기 위한 대조군은 유가증권시장 및 코스닥시장의 전 종목으로 구성됨

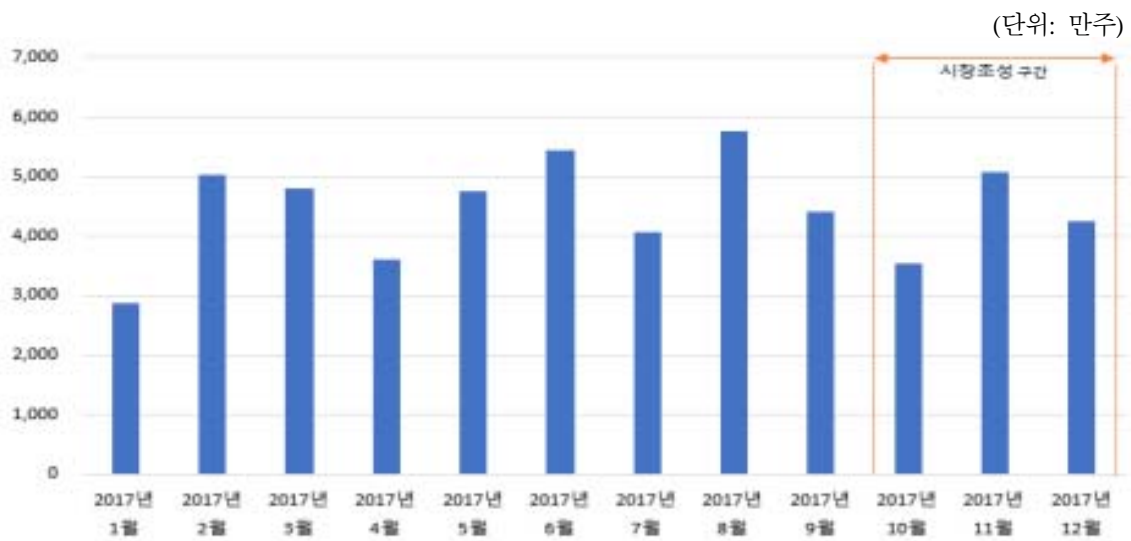
### 2) 시장활성화 효과

#### 가) 양적 유동성 측면

- [그림 V-31]은 2017년 주식시장조성 대상종목 전체의 월별 거래량을 나타내며 [그림 V-32]는 같은 대상의 월별 매도대금을 나타냄

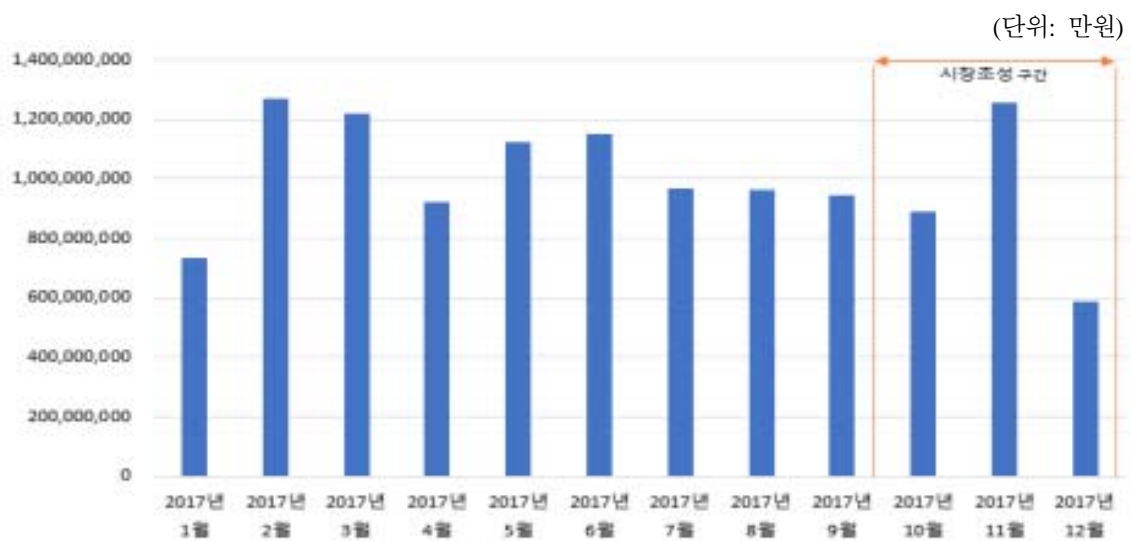
- 대상종목의 거래량은 시장조성 기간에 이전 기간보다 뚜렷한 증가세를 보이지는 않고 있으며 같은 대상의 매도대금의 경우에도 식별할 수 있을 정도의 증가는 나타나지 않고 있음
- 이는 부분적으로는 시장조성활동이 10월 중에 개시된 것과 12월의 자료가 해당 월의 일부 일자만을 포함하고 있어 거래량 및 거래대금의 크기가 과소측정되었기 때문으로 사료됨

[그림 V-31] 2017년 주식시장조성 총종목 월별 거래량



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-32] 2017년 주식시장조성 총종목 월별 매도대금



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 거래 활성화 정도를 좀 더 자세히 살펴보기 위하여 2017년 12월의 자료를 제외하고 산출한 월평균 거래량 및 거래대금은 <표 V-37>과 <표 V-38>에서 제시되고 있음
- 주식시장조성 대상종목의 월평균 거래량의 경우, 시장조성 기간 동안 이전 기간 대비 소폭 감소하였으며(-5.0%) 월평균 거래대금의 경우에는 이전 기간 대비 소폭 증가하는 것으로(4.0%) 나타남

<표 V-37> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매도수량

(단위: 주, %)

분류	시행 전	시행 기간 <sup>1)</sup>	(증가율)
전체	45,271,455	43,007,299	(-5.0)
기관	12,050,755	10,892,702	(-9.6)
외국인	17,381,932	15,129,859	(-13.0)
개인	15,296,475	16,689,561	(9.1)

주: 1) 시행 기간의 월평균은 10월 및 11월 자료의 평균임  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-38> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매도대금

(단위: 만원, %)

분류	시행 전	시행 기간 <sup>1)</sup>	(증가율)
전체	1,032,716,286	1,074,481,863	(4.0)
기관	292,570,814	296,790,354	(1.4)
외국인	463,265,508	464,757,137	(0.3)
개인	268,451,496	307,597,570	(14.6)

주: 1) 시행 기간의 월평균은 10월 및 11월 자료의 평균임  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 이와 같이 2016년에서와는 달리 2017년 시장조성이 시장거래를 활성화하였다는 증거는 관측되지 않고 있는데, 이는 전술한 바와 같은 10월 기간의 거래량 및 거래대금 증가효과의 과소측정 이외에도 몇 가지 요인에 기인한 것으로 사료됨
- 시장조성 대상종목의 모집단이 중유동성 종목으로 확대된 반면 선정 종목 수는 40개 종목에서 30개 종목으로 감소된 결과, 시장조성 대상종목으로 선정된 저 유동성 종목의 수가 40개 종목에서 22개 종목으로 감소하였으며 이 중에서 측정기간에 실제로 시장조성이 수행된 저유동성 종목은 13개 종목에 불과함

- 또한 시장조성활동 개시 후의 측정기간이 만 2개월 정도에 불과하여 시장조성 활동의 효과가 시장에 반영되기에 충분치 않았을 가능성이 존재함
- 한편 거래량 및 거래대금을 투자자 분류별(개인, 기관, 외국인)로 나누어 본 결과는 <표 V-39>에서 <표 V-40>까지에서 제시되고 있음
- 기관의 경우 전반적으로 매수 측면에서의 거래가 매도 측면에서의 거래보다 높은 수준의 증가율을 보이고 있음

<표 V-39> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매수수량

(단위: 주, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)
전체	45,271,455	43,007,299	(-5.0)
기관	11,632,375	11,745,396	(1.0)
외국인	18,391,589	16,029,864	(-12.8)
개인	14,753,677	14,952,210	(1.3)

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-40> 2017년 주식시장 조성자 투자자별 월평균 매수대금

(단위: 만원, %)

분류	시행 전	시행 기간	(증가율)
전체	1,032,716,286	1,074,481,863	(4.0)
기관	281,861,090	306,259,425	(8.7)
외국인	487,788,420	495,788,709	(1.6)
개인	254,966,349	267,813,122	(5.0)

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 결과의 강건성을 위하여 시장조성 기간을 전후로 한 거래활동의 변화를 대조군의 변화와 비교하여 분석한 결과는 <표 V-41> 및 <표 V-42>에서 보여주고 있음
- 대조군은 유가증권시장 및 코스닥시장의 전 종목으로 구성되며 시장조성 대상 종목의 거래량 증가율을 산출한 후, 동 수치에서 같은 방식으로 산출한 대조군의 증가율을 차감하여 대조군 대비 증가율로 변환함

<표 V-41> 2017년 주식시장조성 종목 월평균 매도수량 증가율: 대조군 대비

(단위: %, %p)

분류	증가율	대조군 증가율	대조군 대비
전체	-5.0	-15.2	<b>10.2</b>
기관	-9.6	-4.9	<b>-4.7</b>
외국인	-13.0	0.1	<b>-13.1</b>
개인	9.1	-16.7	<b>25.8</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-42> 2017년 주식시장조성 종목 월평균 매수수량 증가율: 대조군 대비

(단위: %, %p)

분류	증가율	대조군 증가율	대조군 대비
전체	-5.0	-15.2	<b>10.2</b>
기관	1.0	3.1	<b>-2.1</b>
외국인	-12.8	-2.8	<b>-10.0</b>
개인	1.3	-16.7	<b>18.1</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 대조군 대비 증가율의 경우에는 시장조성 기간 동안 절대량에서는 감소한(-5.0%) 거래량이 상대적으로는 증가한 것으로 나타남

#### 나) 질적 유동성 측면

- 질적 유동성을 측정하는 호가스프레드 및 유효스프레드에 대한 분석은 분석대상 기간의 일증자료가 입수되지 않음에 따라 수행하지 못하였음

### 3) 세수효과

- 시장조성자의 시장조성활동에 대한 증권거래세 감면의 1차적인 세수효과인 세수 감소는 <표 V-43>에서 제시되고 있는 바와 같으며 2개월의 시장조성 기간 동안 약 7,800만원의 거래세 감면이 발생하였음

<표 V-43> 2017년 주식시장 시장조성자의 증권거래세 감면 실적<sup>1)</sup>

(단위: 만원)

10월	11월	12월 <sup>2)</sup>	합계
3,127	4,692	-	7,818

주: 1) 거래세 감면 실적은 거래세 면세 대상인 시장조성자의 매도거래를 대상으로 거래금액에 거래세율(30bp)을 곱하여 산출함  
 2) 현재 입수 가능한 증권거래세 감면 실적 자료는 2017년 11월30일까지임  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

□ 한편 시장조성자에 대한 조세특례로 인한 2차적인 세수 증대는 <표 V-44>에 제시되어 있음

- 추정 결과 시장조성자에 대한 조세특례로 인한 면세분을 제외하고도 약 24억 원의 세수 증가가 발생한 것으로 나타났으며, 동 수치는 9개월 기간으로 환산하면 약 109억원에 해당하는 것으로 2016년 시장조성에서의 9개월간의 세수증가액 추정치인 96억원을 약간 상회하는 수준임
- 2017년 시장조성의 매도대금 증가수준(4.0%)이 2016년의 경우(36.4%)보다 크게 낮음에도 불구하고 세수 증가액 추정치가 유사한 수준으로 나온 것은, 비율로 표시한 증가율은 낮지만 대상종목의 매도대금 자체가 훨씬 커진 효과에 따라 월평균 매도대금의 증가금액 자체가 더 커졌기 때문임

<표 V-44> 시장 활성화에 따른 세수 증대 효과 추정: 2017년 주식시장 조성

(단위: 만원)

월평균 총종목 매도대금 증가분 ①	시장조성 기간 증가분 (=①×②) ② <sup>1)</sup>	거래 세율 ③	거래세 (②×③) ④	시장조성자 감면실적 ⑤	세수증가분 (④-⑤) ⑥
41,765,577	83,531,154	30bp	250,593	7,818	242,775

주: 1) 증권거래세 감면 실적이 11월까지이므로 11월까지의 세수 증대 효과를 추정함  
 자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 4) 시장 활성화 효과의 지속성

□ 2017년의 주식시장에 대한 시장조성활동의 경우에는 현재로서는 아직 조성기간이 짧아 어느 정도의 시장 활성화 효과를 가지고 있는지 판단하기에는 쉽지 않음

상태이며 따라서 시장 활성화 효과가 시장조성활동 종료 후에 어느 정도 지속성을 나타나게 될지 역시 판단할 수 없음

- 현재 시장조성이 계속 진행 중인 상태로서 시장조성 종료 후의 자료가 없는 상태이며, 시장조성활동을 개시한 이후 아직 만 3개월 정도만 지난 상태이므로 매우 짧은 시계열의 한정된 자료만을 가지고 시장조성활동 종료가 거래 활성화 정도에 미치는 영향을 추정하기는 쉽지 않음

#### 다. 요약 및 소결

- 주식시장 시장조성자의 시장조성활동은 전반적으로 목적인 시장 활성화 효과를 가져온 것으로 판단됨
  - 2016년의 시장조성활동에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세를 보여 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선된 것으로 나타났으며, 호가 및 유효스프레드로 측정한 질적 유동성의 측면에서도 시장조성활동이 스프레드를 감소시켜 시장의 질적 유동성을 개선하는 것으로 나타남
  - 2017년의 경우에는 거래량은 소폭 감소, 거래대금은 소폭 증가하는 것으로 나타났으나 이는 제도 시행 이후 충분한 기간이 경과하지 못한 것에 기인하는 것으로 사료됨
- 한편 시장조성활동으로 인한 거래 활성화로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면금액을 크게 상회하는 세수 증대 효과가 있는 것으로 나타났음
  - 2016년의 시장조성활동에서는 9개월간 약 2억 5천만원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안 거래 활성화로 인한 거래세 증대효과는 약 96억원에 달하는 것으로 추정됨
  - 2017년의 경우에는 2개월간 약 7,800만원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안 거래세 증대효과는 약 24억원인 것으로 추정됨
- 한편 주식시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과는 시장조성활동 종료 후에 그 지속성이 매우 약한 것으로 나타남
  - 2016년의 경우 거래량 및 거래대금 모두에서 시장조성활동 종료 후 큰 폭의 감소(각각 -57.3%, -31.7%)를 나타내고 있음

- 또한 스프레드의 경우에도 시장조성활동 종료 후 일정 기간 경과 후 다시 상승하는 모습을 보임

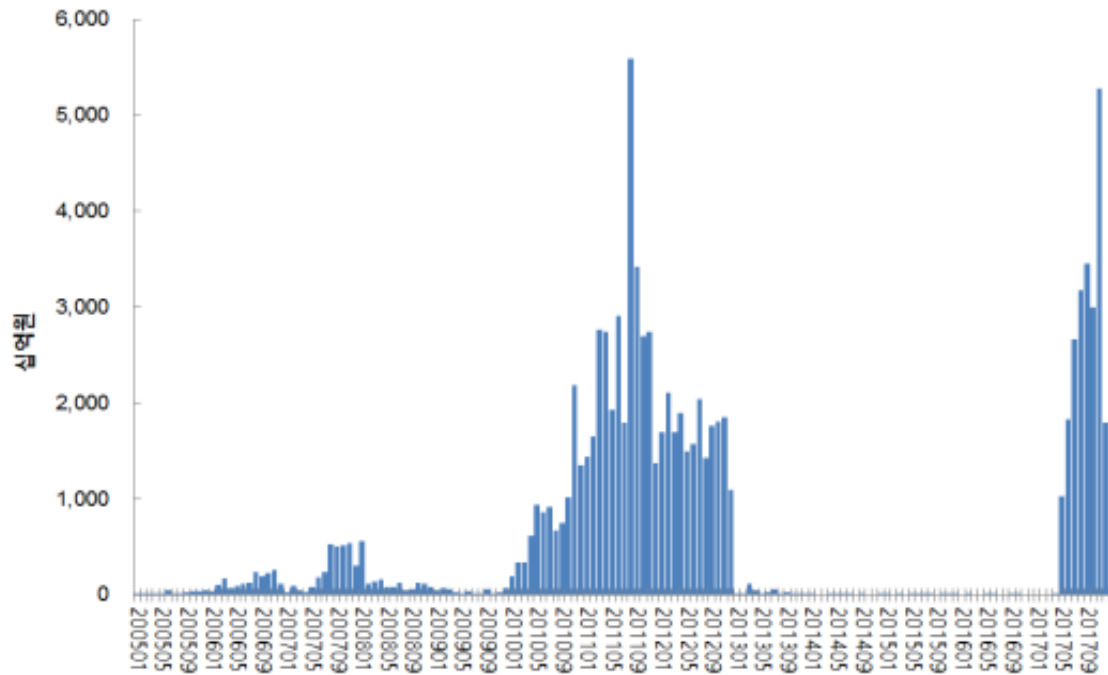
### 3. 우정사업본부 차익거래 과세에 대한 분석

#### 가. 우정사업본부 차익거래 및 과세 여부

- 우정사업본부 차익거래에 대한 과세 및 면세
  - ~ 2012년 12월: 비과세
  - **2013년 1월 1일 ~ 2017년 4월 27일: 과세 기간**
    - 이후 분석에서는 월별 자료 분석이라서 분석의 편의상 4월말까지를 과세 기간으로 보았으며, 4월 28일 이후 4월말까지 비과세 기간이더라도 우분 차익거래가 크게 늘지 않았음
  - 2017년 4월 28일 ~: 비과세
- 우분차익거래 규모는 아래 [그림 V-33] 및 [그림 V-34]와 같이 차익거래 과세 여부에 매우 민감하게 반응하고 있음
  - 상기 과세 기간 중 우분 차익거래는 지속적으로 거의 제로(0) 수준이며, 그 기간에 우분의 차익거래가 아닌 우분의 일반 거래도 큰 폭으로 하락([그림 V-35], [그림 V-36])
  - 매도대금의 0.3%에 해당하는 거래세가 차익거래 기회를 줄였을 것으로 사료됨
  - 우분 거래 중 차익거래가 차지하는 비중을 보면, 2010~2013년 과세 전 기간에 급증하여 평균적으로 50%, 크기는 70%에 이른 적이 있으며, 2013~2017년 과세 기간 중에는 거래 규모도 줄었지만, 그 비중도 대부분 0%임

[그림 V-33] 월별 우분차익거래 매수금액 추이

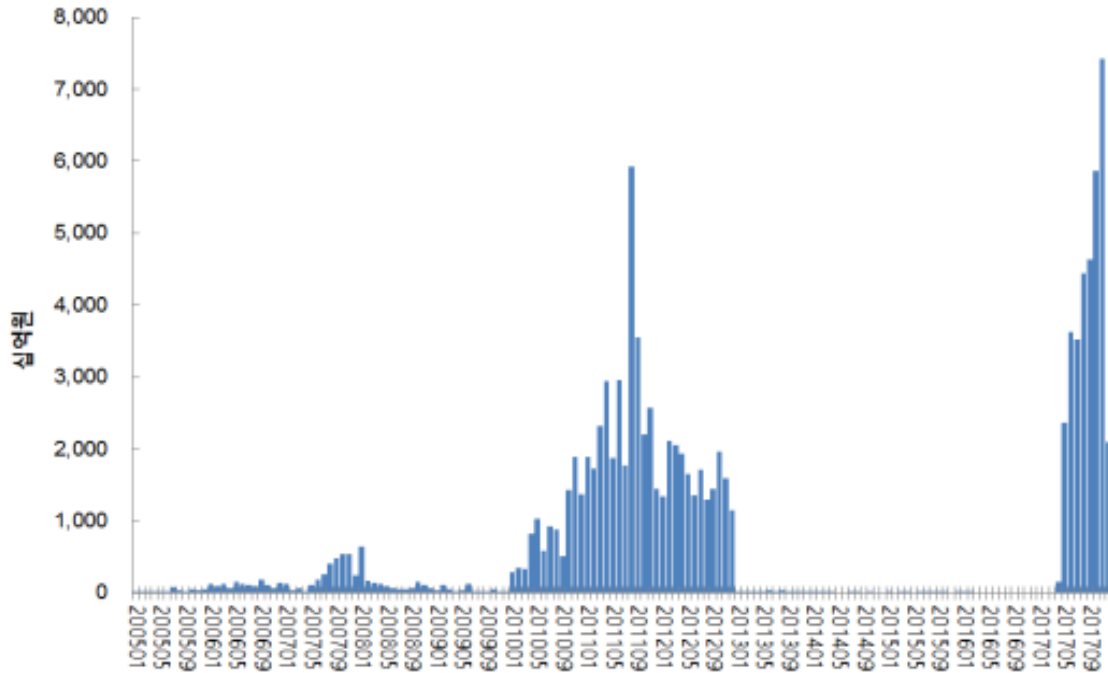
(단위: 십억원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-34] 월별 우분차익거래 매도금액 추이

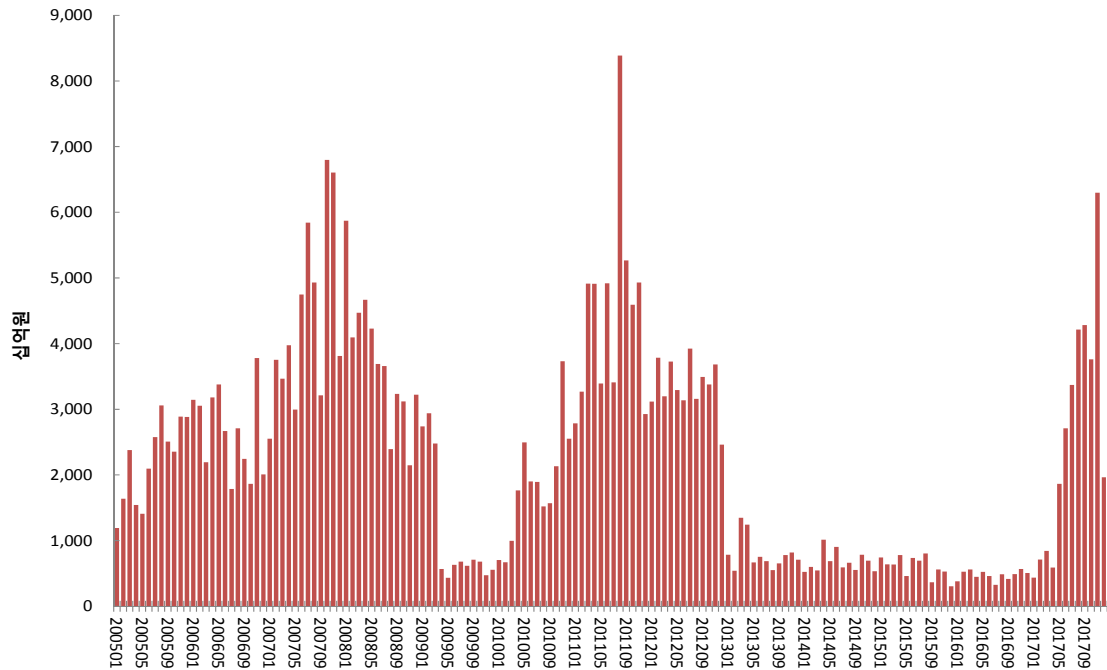
(단위: 십억원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-35] 월별 우본 매수금액 추이

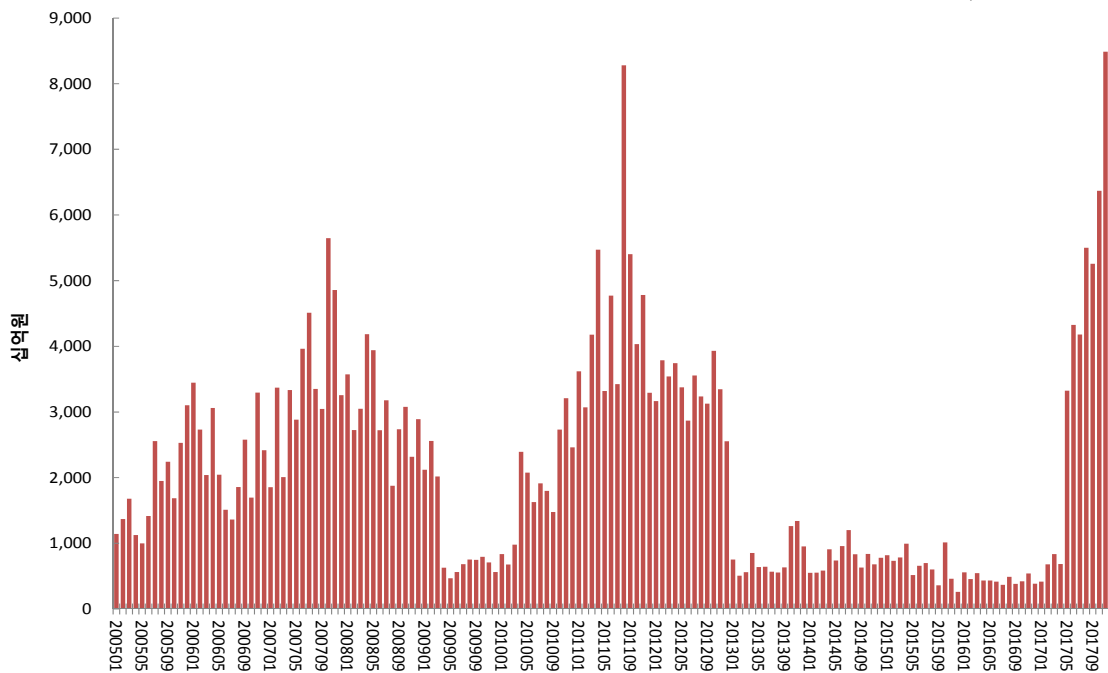
(단위: 십억원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

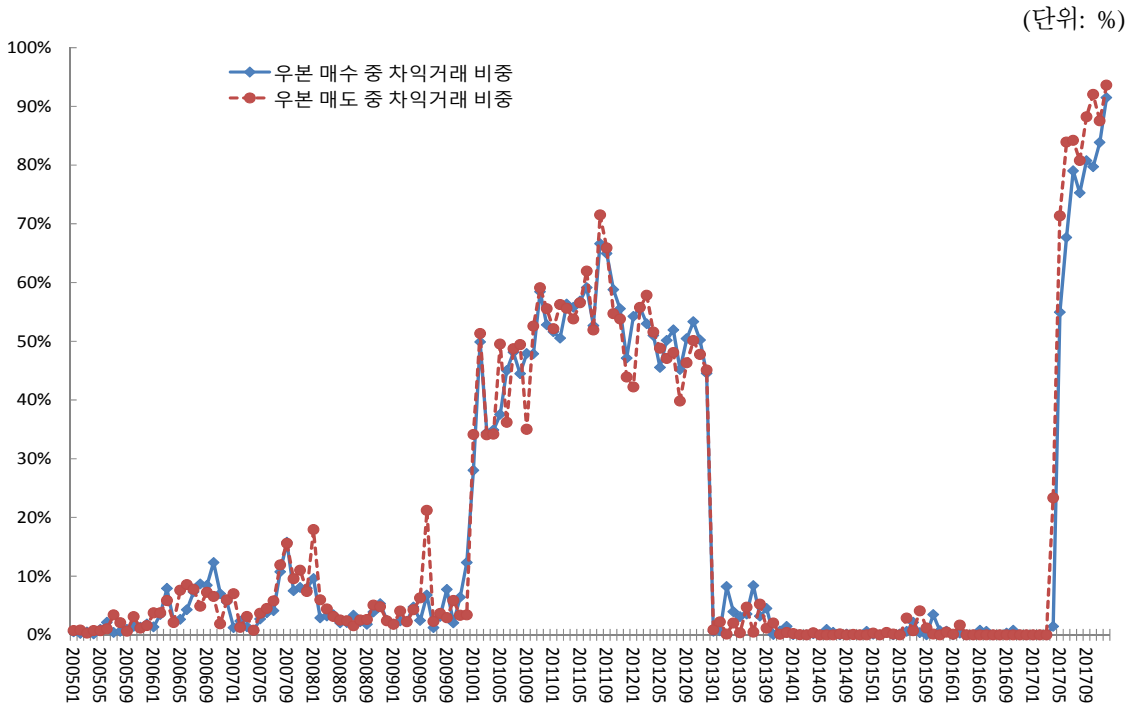
[그림 V-36] 월별 우본 매도금액 추이

(단위: 십억원)



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-37] 우본 거래 중 차익거래 비중



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 2005년 이후 우본차익거래에 대한 면세 규모는 약 3,066억원 정도였으나, 2013년 1월 1일 이후 2017년 4월 27일 전 우본 차익거래 과세 기간 동안 과세 규모는 약 11억원 정도에 불과함
- 우본 차익거래에 대한 과세로 전환하여 정부가 얻은 세수는 매우 미미하며, 이는 앞서 언급했듯이 과세 기간 중 우본 차익거래가 제로(0) 수준에 가까워졌기 때문임

<표 V-45> 우본차익거래 면세 및 과세

(단위: 십억원)

	우본차익거래면세금액	우본차익거래과세금액
2005.1. ~ 2012.12.	204.61	-
2013.1. ~ 2017.4.	-	1.12
2017.5. ~ 2017.12.	101.99	-
계	306.6	1.12

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

## 나. 우정사업본부 차익거래가 유동성 및 변동성에 미치는 영향

### 1) 개요

- 유동성 및 변동성은 개별 증권 시장의 질(market quality)을 구성하는 주요 요소
  - 일반적으로 유동성은 높을수록 바람직한 것으로, 변동성은 낮을수록 바람직한 것으로 인식됨
  - 과잉 유동성이 버블을 야기할 수 있고, 낮은 변동성은 낮은 수익률의 주 원인일 수도 있음
  - 유동성 위험은 변동성의 일부일 수도 있음
  - 통상적인 수준에서 낮은 유동성, 높은 변동성은 증권시장의 거래자가 기피하는 요소임
  
- 유동성은 앞서 논의와 마찬가지로 양적 유동성 및 질적 유동성으로 구분하여 전자는 거래물량(거래량, 거래대금)으로, 후자는 매수-매도 호가 스프레드로 측정하는 경우가 많음
  - 통상적으로 거래물량과 스프레드는 서로 반대 관계에 있음
  - 전자는 유동성에 대한 직접적이면서 사후적인 개념이며, 후자는 간접적이면서 사전적 개념인과 동시에 유동성 위험에 대한 척도이기도 함
  - 전자는 거시적이며, 후자는 매우 미시적임
  
- 이 소절에서는 종목 수준에서 우정사업본부의 차익거래가 유동성과 변동성에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 함
  - 유동성에서는 양적 유동성은 이후 세수 분석에서 활용할 것이고, 이 소절에서는 매수-매도 스프레드로 측정되는 질적 유동성을 분석함
  - 만일, 우정사업본부 차익거래가 유동성을 제고시키는 효과(즉, 스프레드를 줄이는 효과)가 있다면, 우분 차익거래가 시장 질 중 유동성 요소에 기여하는 것으로 이를 위축시키는 정책적 결정은 유동성을 저해할 수 있음
  - 만일, 우분 차익거래가 변동성을 줄이는 효과가 있다면, 역시 우분 차익거래가 시장 질 중 변동성 요소에 기여하는 것

- 변동성은 다양한 측정방식이 있으나, 사후적인 측정치는 여러 가지 방식하에 서도 큰 차이를 보이지 않음
- 개별 종목에 대해서 가격(본 연구에서는 수정주가)으로부터 얻어지는 수익률 을 이용하여, (i) 하위 기간 수익률들의 표준편차, (ii) 하위 기간 수익률 제곱 의 합, (iii) GARCH 모형 등으로 변동성을 측정함
- 본고에서는 하위 기간 수익률들의 표준편차로 측정하는바, 특정 월에 속하는 일일 수익률을 가격의 로그차분으로 계산한 후 그 표준편차를 구하고, 여기 에  $12^{0.5}$ 를 곱하여 연율화함

## 2) 자료

- 시장 수준 일평균 최우선 호가 스프레드(유가증권시장, 코스닥시장)
  - 기간: 2005.1.3. ~ 2017.10.31.
  - 관찰치 수: 3,178
  - 월별로 평균을 취하여 월별 자료로 전환함
  
- 개별 종목 수준 일평균 %호가스프레드 및 %유효스프레드
  - 유가증권시장
    - 기간: 2015.1.2. ~ 2017.10.31., 696 거래일
    - 일-종목 수준 587,967
    - 종목 수준 906
    - 평균을 취하여 월-종목 자료로 전환하여, 2015년 1월부터 2017년 10월까지 34개월
  - 코스닥시장
    - 기간: 2015.1.2. ~ 2017.10.31., 696 거래일
    - 일-종목 수준 783,181
    - 종목 수준 1,289
    - 평균을 취하여 월-종목 자료로 전환하여, 2015년 1월부터 2017년 10월까지 34개월

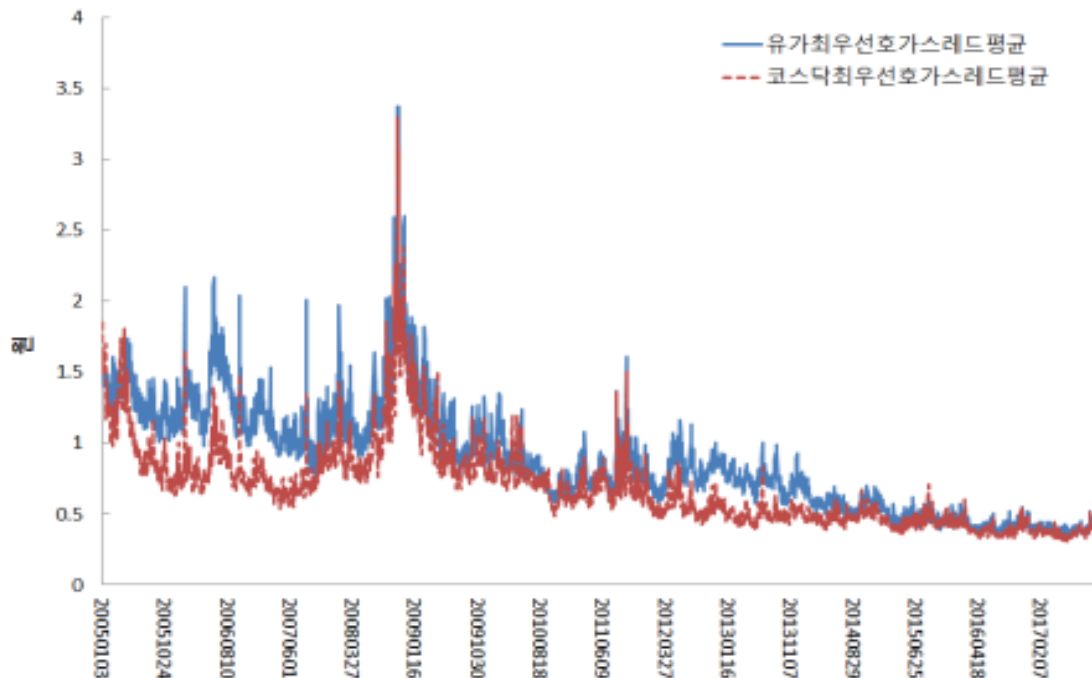
- 변동성에 대한 직접적 관찰치는 존재하지 않으므로 일-종목 자료에서 종목별로 일별 수익률의 표준편차를 연율화하여 변동성의 월-종목 측정치를 마련함
  - 기간: 2005.1. ~ 2017.12., 156개월
  - 종목: 유가증권시장 1,081개 종목, 코스닥시장 1,680개 종목

### 3) 요약 통계량

- 이하 요약 통계량을 주로 그림으로 나타내고자 함
- 일별 시장 자료로부터 일별 시장 전체 일평균 호가 스프레드가 [그림 V-38]에 제시되어 있는데, 추세적으로 스프레드가 감소하는 경향을 보이고 있음
  - 이는 아래 시장 전체 거래대금과 반대 경향

[그림 V-38] 일별 시장 전체 일평균 호가 스프레드 추이

(단위: 원)

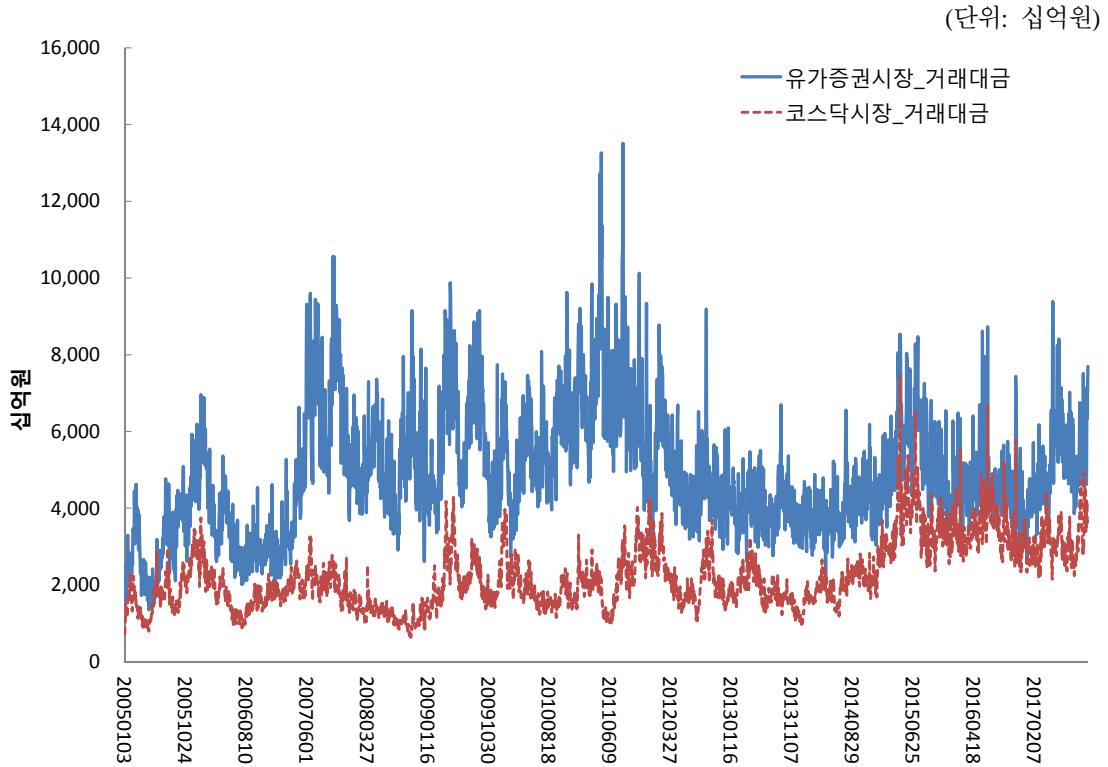


자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 일별 시장 자료로부터 일별 일평균 시장 전체 거래대금(합)이 [그림 V-39]에 제시되어 있는데, 추세적으로 거래대금이 증가하는 양상을 보이고 있음

- 일별 자료로부터 나오는 일평균 스프레드와 거래대금(합)의 추이에서 우분 차익 거래에 대한 과세 기간 중 특별한 변화 양상을 육안으로 포착하기는 어려움

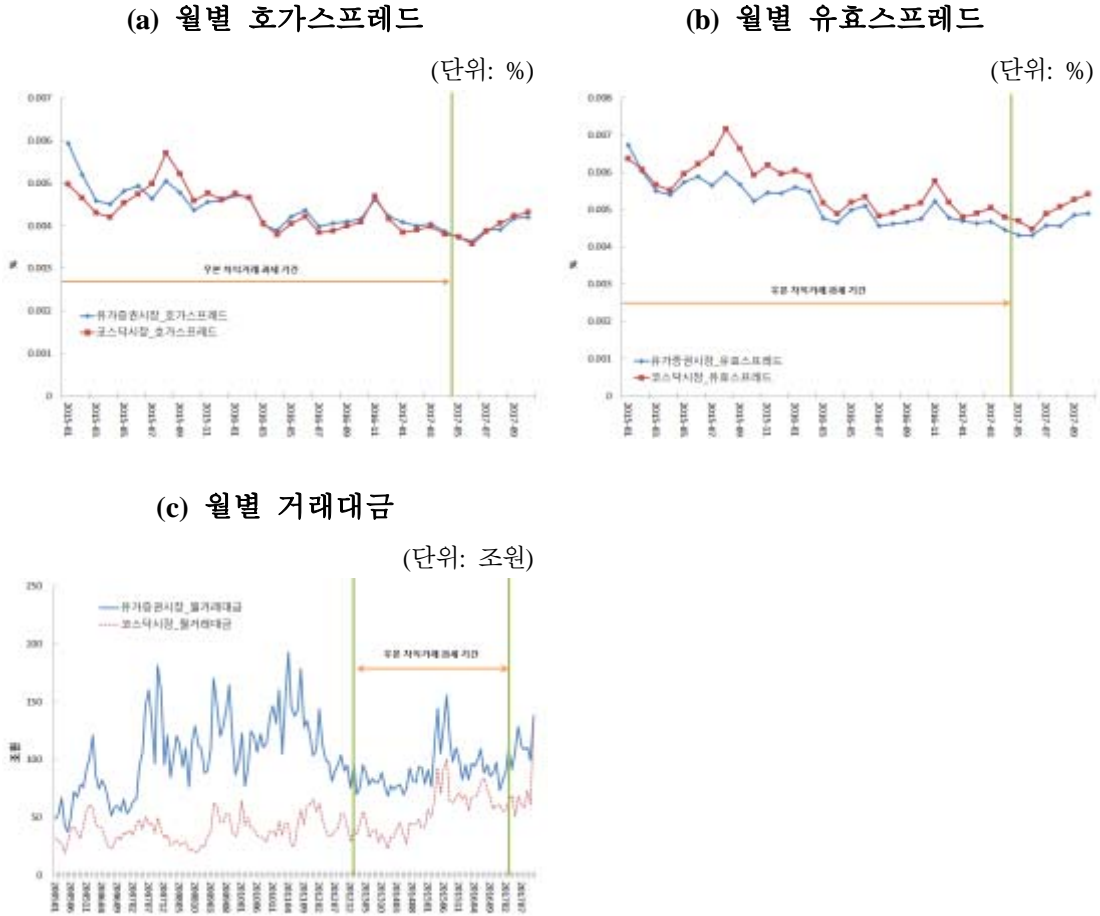
[그림 V-39] 일별 시장 전체 거래대금(합)의 추이



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 일별 개별 종목 자료를 월-종목 자료로 변환하여 스프레드와 거래대금을 다시 살펴보았으며, 이들을 [그림 V-40]에 제시하였음
  - 일별 종목별 스프레드는 일중 자료로부터 산출된 것이며 일중 자료는 2015.1.1.~2017.10.30. 기간에 대해서 있음
  - 종목별-일별 스프레드 = 종목 일중 자료로부터 얻어진 평균
  - 종목별-월별 스프레드 = 종목별 특정 월에 속하는 종목별-일별 스프레드의 평균

[그림 V-40] 종목별-일별 자료로부터 얻어진 종목별-월별 자료에서 스프레드(평균) 및 거래대금(합)의 추이



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 일별 자료로부터 얻어진 월별 스프레드는 호가스프레드(%) 및 유효스프레드(%) 공히 유사한 시계열 추이를 보이고 있으며 전반적 감소 및 2017년 하반기에 상승하는 양상을 보임
  - 역시 호가스프레드(%) 및 유효스프레드(%)에 있어 우분 차익거래 과세 기간에 특별한 변화 양상을 육안으로 포착하기 어려우며, 이는 거래대금도 유사함
  - 다만, 코스닥시장 거래대금보다 큰 유가증권시장 거래대금이 우분 차익거래 과세 기간 중 변동성(거래대금의 변동성)이나 전체적 수준이 그 이전, 이후 기간에 비해 다소 낮은 것으로 파악됨(우분 차익거래 과세에 따른 우분 차익거래 감소의 영향도 있었을 것으로 추론 가능)

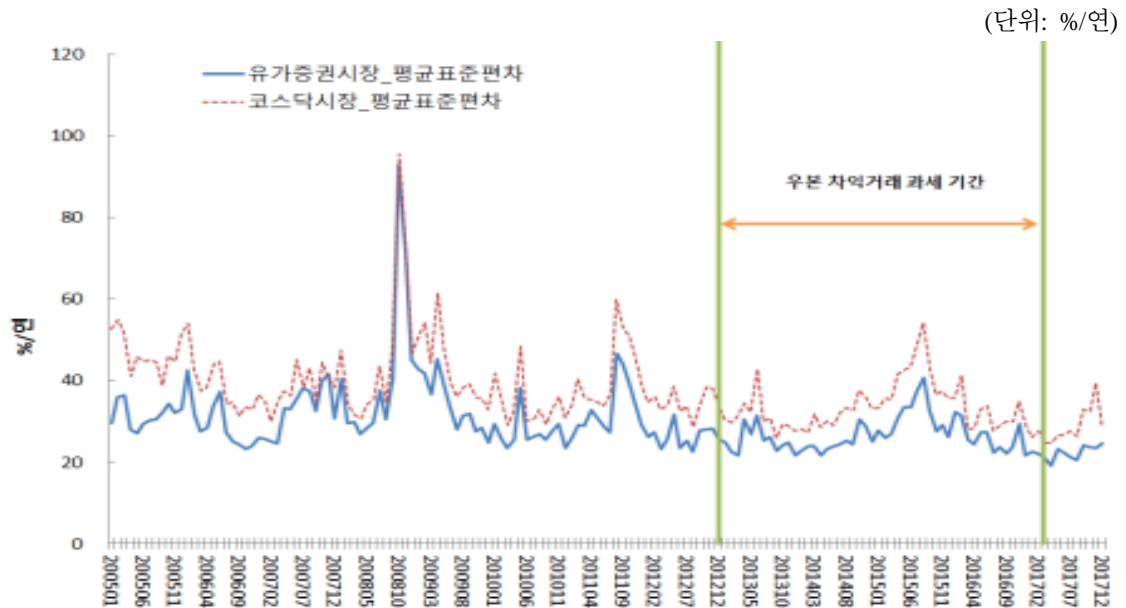
[그림 V-41] 종목별-일별 자료로부터 산출한 월별 우분차익거래 매수매도금액 합



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 상기 [그림 V-41]은 일별 자료에서 산출된 월별 우분차익거래 매수매도금액 합을 나타내고 있는데, 유가증권시장에 비하면 코스닥시장은 거의 미미한 수준이며, 우분 차익거래에 대한 과세 기간 중 우분 차익거래 매수매도대금 합은 거의 제로(0) 수준에 가까움
- 한편, 아래의 [그림 V-42]는 월별 변동성을 그린 것으로 종목별-일별 자료에서 종목별-일별 수정주가 증가율을 로그 차분으로 계산한 후 종목별-월별 표준편차를 구한 후, 이를 다시 월별로 평균한 것임( $\sqrt{12}$ 를 곱하여 연율화)
  - 코스닥시장이 유가증권시장에 비해 약 10%/연 포인트 높게 나타남
  - 변동성이 다소간 감소하는 추세를 보여주고 있음
  - 역시 우분 차익거래 기간 중 다른 기간에 비하여 큰 차이를 육안으로 확인하기는 어려움

[그림 V-42] 종목별-일별 자료로부터 산출된 월별 평균 표준편차



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

#### 4) 분석 모형 1: 스프레드

□ 종목별-월별 패널자료를 보유하므로 종목 고정효과를 허용한 고정효과 모형으로 다음의 패널자료모형을 비과세 기간에 대해서 추정함<sup>19)</sup>

○ 비과세 기간: 2017년 5월~2017년 12월

○ 종목:

- 동 기간 동안 우분 차익거래 매수·매도가 전혀 없었던 기업 제외(우분 차익거래가 전혀 없는 종목은 분석상 불필요)
- 우분 차익거래 매수·매도가 1원 이상 있던 종목에서 종목별 우분 차익거래 매수·매도의 합 하위 10% 종목 제거(우분 차익거래가 있다고 하더라도 활발한 종목으로 제한)

○ 최종 얻어진 분석 대상 자료:

- 2,603개 관찰치
- 6개월

19) 고정효과 모형이 확률효과 모형에 비하여 내생성이 견고하므로, 별 다른 이의가 없는 한 고정효과 모형에 의한 추정이 바람직함. 다만, 모든 변수가 외생적인 경우 고정효과모형에 비해 확률효과모형이 보다 효율적임.

- 유가증권시장: 280개 종목
- 코스닥시장: 157개 종목

□ 모형 설정 및 변수

- 모형: 아래 모형에서 주요 관심 계수는  $\beta_1$ 임을 주지,  $\beta_1 < 0$ 이면 비과세 기간에 있어 우분차익거래가 스프레드를 감소시키는 영향을 미치는 것

$$\begin{aligned} \ln(\%호가스프레드)_{i,t} = & c + \beta_1(\text{우분차익거래})_{i,t} + \beta_2(\text{우분비차익거래})_{i,t} \\ & + \beta_3(\text{주식시장조성자거래})_{i,t} + \beta_4(\text{파생상품시장조성자거래})_{i,t} \\ & + \beta_5 \ln(\text{주가})_{i,t} + \beta_6 \ln(\text{유가증권시장전체평균스프레드})_t \\ & + \beta_7(\text{코스닥시장전체평균스프레드})_t \\ & + \ln(\text{거래대금})_{i,t} + \ln(\text{거래소시장전체거래대금})_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 V-1})$$

$$\begin{aligned} \ln(\%유효스프레드)_{i,t} = & c + \beta_1(\text{우분차익거래})_{i,t} + \beta_2(\text{우분비차익거래})_{i,t} \\ & + \beta_3(\text{주식시장조성자거래})_{i,t} + \beta_4(\text{파생상품시장조성자거래})_{i,t} \\ & + \beta_5 \ln(\text{주가})_{i,t} + \beta_6 \ln(\text{유가증권시장전체평균스프레드})_t \\ & + \beta_7(\text{코스닥시장전체평균스프레드})_t \\ & + \ln(\text{거래대금})_{i,t} + \ln(\text{거래소시장전체거래대금})_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 V-2})$$

- 변수

- 우분차익거래 = 우분차익거래매수금액+우분차익거래매도금액
- 우분비차익거래 = 우분비차익거래매수금액+우분비차익거래매도금액
- 주식시장조성자거래 = 주식시장조성자매수금액+주식시장조성자매도금액
- 파생상품시장조성자거래 = 파생상품시장조성자매수금액+파생상품시장조성자매도금액

5) 분석 모형 2: 변동성

- 종목별-월별 패널자료를 보유하므로 종목 고정효과 및 확률효과를 허용한 모형으로 다음의 패널자료모형을 비과세 기간에 대해서 추정함

- 비과세 기간: 2010년 1월~2012년 12월 및 2017년 5월~2017년 12월

○ 종목:

- 동 기간 동안 우분 차익거래 매수·매도가 전혀 없었던 기업 제외(우분 차익거래가 전혀 없는 종목은 분석상 불필요)
- 우분 차익거래 매수·매도가 1원 이상 있던 종목에서 종목별 우분 차익거래 매수·매도의 합 하위 10% 종목 제거(우분 차익거래가 있다고 하더라도 활발한 종목으로 제한)

○ 최종 얻어진 분석 대상 자료:

- 17,721개 관찰치
- 44개월
- 유가증권시장: 297개 종목
- 코스닥시장: 161개 종목

□ 모형 설정 및 변수

○ 다양한 모형 설정

$$\begin{aligned} \ln(\text{표준편차})_{i,t} = & c + \beta_1(\text{우분차익거래순매수})_{i,t}^+ + \beta_2(\text{우분차익거래순매수})_{i,t}^- \\ & + \beta_3(\text{우분비차익거래순매수})_{i,t}^+ + \beta_4(\text{우분비차익거래순매수})_{i,t}^- \\ & + \beta_5(\text{주식시장조성자순매수})_{i,t}^+ + \beta_6(\text{주식시장조성자순매수})_{i,t}^- \\ & + \beta_7(\text{파생상품시장조성자순매수})_{i,t}^+ + \beta_8(\text{파생상품시장조성자순매수})_{i,t}^- \\ & + \beta_9 \ln(\text{주가})_{i,t} + \beta_{10} \ln(\text{거래대금})_{i,t} + \beta_{11} \ln(\text{거래소시장거래대금})_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 V-3})$$

○ 
$$\begin{aligned} \ln(\text{표준편차})_{i,t} = & c + \beta_1(\text{우분차익거래매수})_{i,t} + \beta_2(\text{우분차익거래매도})_{i,t} \\ & + \beta_3(\text{우분비차익거래매수})_{i,t} + \beta_4(\text{우분비차익거래매도})_{i,t} \\ & + \beta_5(\text{주식시장조성자매수})_{i,t} + \beta_6(\text{주식시장조성자매도})_{i,t} \\ & + \beta_7(\text{파생상품시장조성자매수})_{i,t} + \beta_8(\text{파생상품시장조성자매도})_{i,t} \\ & + \beta_9 \ln(\text{주가})_{i,t} + \beta_{10} \ln(\text{거래대금})_{i,t} + \beta_{11} \ln(\text{거래소시장거래대금})_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 V-4})$$

$$\begin{aligned} \ln(\text{표준편차})_{i,t} = & c + \beta_1(\text{우분차익거래매수매도})_{i,t} + \beta_2(\text{우분비차익거래매수매도})_{i,t} \\ & + \beta_3(\text{주식시장조성자매수매도})_{i,t} + \beta_4(\text{파생상품시장조성자매수매도})_{i,t} \\ & + \beta_5 \ln(\text{주가})_{i,t} + \beta_6 \ln(\text{거래대금})_{i,t} + \beta_7 \ln(\text{거래소시장거래대금})_t + \mu_i + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 V-5})$$

○ 변수

- 우분차익거래순매수 = 우분차익거래매수금액 - 우분차익거래매도금액
- 우분비차익거래순매수 = 우분비차익거래매수금액 - 우분비차익거래매도금액
- 주식시장조성자순매수 = 주식시장조성자매수금액 - 주식시장조성자매도금액
- 파생상품시장조성자순매수 = 파생상품시장조성자매수금액 - 파생상품시장조성자매도금액
- 주식시장조성자매수매도 = 주식시장조성자매수금액 + 주식시장조성자매도금액
- 파생상품시장조성자매수매도 = 파생상품시장조성자매수금액 + 파생상품시장조성자매도금액

○ 상기 식에서 변수  $x$ 에 대한  $x^+$ 는  $x > 0$ 이면  $x$ , 그렇지 않으면 0,  $x^-$ 는  $x < 0$ 이면  $x$ , 아니면 0임을 나타냄

- 순매수의 경우 순매수<sup>+</sup>는 순매수를 나타내고, 순매수<sup>-</sup>는 순매도를 나타냄
- 순매수<sup>+</sup>와 순매수<sup>-</sup>를 동시에 설명변수로 고려하는 것은 순매수가 커질 때와 순매도가 커질 때 변동성에 미치는 비대칭적인 영향을 고려하는 것
- 순매수가 변동성에 선형적 영향을 미친다고 보기는 어려움

6) 분석 결과 1: 스프레드

- 아래 <표 V-46>에 상기 <식 V-1>, <식 V-2>에 대한 고정효과 모형 추정 결과를 제시함
- 거래소시장 전체 표본에 대해서도 추정하고, 하위 표본인 유가증권시장 및 코스닥시장 표본에 대해서도 추정함

<표 V-46> 우분 차익거래가 스프레드에 미치는 영향 분석 결과

	로그(%호가스프레드)			로그(%유효스프레드)		
	거래소시장	유가증권시장	코스닥시장	거래소시장	유가증권시장	코스닥시장
	우분차익거래 (십억원)	-0.0003*** (0.00)	-0.0004*** (0.00)	-0.0004 (0.00)	-0.0003*** (0.00)	-0.0004*** (0.00)
우분비차익거래 (십억원)	0.0006 (0.00)	0.0005 (0.00)	-0.0101* (0.01)	0.0005 (0.00)	0.0005 (0.00)	-0.0104** (0.00)
주식시장조성자거래 (십억원)	-0.0164 (0.01)	-0.0242* (0.01)		-0.0201* (0.01)	-0.0270** (0.01)	
파생상품시장 조성자거래(십억원)	-0.0004** (0.00)	-0.0006** (0.00)	0.0005 (0.00)	-0.0002 (0.00)	-0.0005** (0.00)	0.0008 (0.00)
로그 주가	-0.1437* (0.08)	0.0240 (0.12)	-0.3201*** (0.10)	-0.1712** (0.07)	-0.0036 (0.11)	-0.3557*** (0.09)
로그 유가증권시장 스프레드	-0.1163 (0.26)	-0.1775 (0.35)	-0.0513 (0.37)	-0.0662 (0.26)	-0.1436 (0.35)	0.0114 (0.36)
로그 코스닥시장스프레드	0.3273 (0.27)	0.6260* (0.35)	-0.0752 (0.37)	0.3909 (0.26)	0.6828** (0.35)	-0.0048 (0.36)
로그 거래대금	-0.0298** (0.01)	-0.0221 (0.02)	-0.0151 (0.03)	-0.0146 (0.01)	-0.0115 (0.02)	0.0046 (0.02)
로그 거래소시장거래대금	0.1323* (0.07)	0.2686*** (0.09)	-0.1176 (0.09)	0.1245* (0.07)	0.2728*** (0.09)	-0.1461* (0.09)
상수	-5.8291*** (1.34)	-8.9964*** (1.87)	-1.5375 (1.67)	-5.3168*** (1.26)	-8.6500*** (1.79)	-0.6543 (1.51)
N	2,603	1,666	937	2,603	1,666	937
종목수	436	280	157	436	280	157
<i>within</i> - $R^2$	0.0366	0.0324	0.109	0.0406	0.0390	0.109
<i>between</i> - $R^2$	0.185	0.103	0.310	0.255	0.146	0.329
<i>overall</i> - $R^2$	0.163	0.0937	0.278	0.228	0.132	0.299

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 분석 결과, 우분 차익거래 비과세 기간 동안 거래소시장 및 유가증권시장에서 우분차익거래가 %호가스프레드 및 %유효스프레드를 감소시키는 영향에 대한 강한 증거가 나타남
  - 코스닥시장에 대해서는 우분 차익거래 계수가 음(-)이지만 유의하지 않음
  - 거래소시장에 대해서는 우분차익거래(매수매도합)이 10억원 늘어날 때, %호가스프레드 및 %유효스프레드 공히 0.03% 감소
  - 유가증권시장에 대해서는 우분차익거래(매수매도합)이 10억원 늘어날 때, %호가스프레드 및 %유효스프레드 공히 0.03% 감소
  - 코스닥시장에서는 우분 차익거래가 매우 미미함을 주지할 필요가 있음
  
- 결론적으로 우분 차익거래는 시장의 질적 유동성을 향상시키는 효과가 있으므로 과세 기간동안 우분 차익거래가 제로(0) 수준으로 수렴하였고 이에 따른 질적 유동성 악화에 의한 비용이 발생했음을 추론할 수 있음

#### 다. 분석 결과 2: 변동성

- 아래 <표 V-47>에 상기 <식 V-3>, <식 V-4> 및 <식 V-5>에 대한 고정효과 및 확률효과 모형 추정 결과를 제시함
  
- 확률효과 모형하에서 우분차익거래 순매수가 변동성을 낮추는 매우 유의한 효과 및 우분차익거래 순매도가 역시 변동성을 낮추는 매우 유의한 효과가 나타남
  - ‘우분차익거래순매수+’의 계수가 -0.0015, ‘우분차익거래순매수-’의 계수가 +0.0015
  - 우분차익거래순매수가 10억원 증가할 때 연 표준편차로 측정한 변동성이 0.15% 하락
  - 우분차익거래순매도가 10억원 증가할 때 연 표준편차로 측정한 변동성이 0.15% 하락
  
- 한편, 우분차익거래매수매도(합)이 변동성을 높이는 유의한 효과가 있는 것으로도 나타남

○ 고정효과 기준으로 우분차익거래매수매도(합)이 10억원 증가 시 변동성이 0.07% 증가

□ 결국, 우분 차익거래가 비과세 기간 동안 변동성을 낮추는 효과가 있었는가에 대해서는 일률적인 판단을 하기 어려움

<표 V-47> 우분 차익거래가 변동성에 미치는 효과 분석 결과

	로그 표준편차					
	FE	RE	FE	RE	FE	RE
우분차익순매수+ (십억원)	<b>0.0016</b> (0.00)	<b>-0.0015**</b> (0.00)				
우분차익순매수- (십억원)	<b>0.0009*</b> (0.00)	<b>0.0015***</b> (0.00)				
우분비차익순매수+ (십억원)	0.0030** (0.00)	0.0020 (0.00)				
우분비차익순매수- (십억원)	0.0007 (0.00)	0.0015** (0.00)				
주식시장조성자거래순매수+ (십억원)	1.1940*** (0.19)	1.1270*** (0.19)				
주식시장조성자거래순매수- (십억원)	-0.4095*** (0.01)	-0.4289*** (0.01)				
파생상품시장조성자거래순매수+ (십억원)	-0.0001 (0.00)	-0.0003 (0.00)				
파생상품시장조성자거래순매수- (십억원)	-0.0035 (0.00)	-0.0045** (0.00)				
우분차익거래매수금액 (십억원)			<b>0.0016</b> (0.00)	<b>0.0013</b> (0.00)		
우분차익거래매도금액 (십억원)			<b>-0.0002</b> (0.00)	<b>-0.0003</b> (0.00)		
우분비차익거래매수금액 (십억원)			0.0016* (0.00)	0.0009 (0.00)		
우분비차익거래매도금액 (십억원)			-0.0004 (0.00)	-0.0011* (0.00)		

	로그 표준편차					
	FE	RE	FE	RE	FE	RE
주식시장조성자매수금액 (십억원)			-0.0232 (0.05)	-0.0608 (0.05)		
주식시장조성자매도금액 (십억원)			0.2202*** (0.02)	0.2502*** (0.02)		
파생상품시장조성자매수금액 (십억원)			-0.0005 (0.00)	-0.0006 (0.00)		
파생상품시장조성자매도금액 (십억원)			-0.0001 (0.00)	-0.0001 (0.00)		
우분차익거래매수매도 (십억원)					0.0007*** (0.00)	0.0005** (0.00)
우분비차익거래매수매도 (십억원)					0.0006* (0.00)	-0.0001 (0.00)
주식시장조성자매수매도 (십억원)					0.1065*** (0.02)	0.1057*** (0.02)
파생상품시장조성자매수매도 (십억원)					-0.0005*** (0.00)	-0.0006** (0.00)
로그 증가	-0.3016*** (0.02)	-0.2236*** (0.01)	-0.3050*** (0.02)	-0.2283*** (0.02)	-0.3049*** (0.02)	-0.2291*** (0.02)
로그 거래대금	0.2947*** (0.01)	0.2399*** (0.01)	0.2944*** (0.01)	0.2421*** (0.01)	0.2945*** (0.01)	0.2428*** (0.01)
로그 거래소시장거래대금	0.0964*** (0.02)	0.1400*** (0.02)	0.0878*** (0.02)	0.1338*** (0.02)	0.0873*** (0.02)	0.1326*** (0.02)
상수	2.6734*** (0.30)	1.6036*** (0.25)	2.8035*** (0.30)	1.7128*** (0.25)	2.8086*** (0.30)	1.7319*** (0.25)
종목수	458	458	458	458	458	458
N	16,855	16,855	16,855	16,855	16,855	16,855
<i>within</i> - $R^2$	0.171	0.161	0.159	0.155	0.159	0.155
<i>between</i> - $R^2$	0.162	0.162	0.155	0.159	0.155	0.159
<i>overall</i> - $R^2$	0.311	0.309	0.315	0.312	0.314	0.312

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

## 8) 소결

- 우분 차익거래가 질적 유동성 척도인 스프레드, 변동성 척도인 표준편차에 미치는 효과가 있는가를 실증적으로 분석함
  
- 우분 차익거래가 과세 기간 동안 0 수준으로 수렴하면서 크게 감소한 것은 사실이며, 만일 우분 차익거래가 스프레드를 낮추고 변동성을 낮추는 효과가 비과세 기간 동안 있다면 과세로 인한 우분 차익거래 감소는 스프레드를 높이고 변동성을 높여 시장의 질을 악화시키는 비용이 발생했을 것임
  
- 종목별-월별 자료에 대한 패널자료 분석 결과, 우분 차익거래가 스프레드를 감소시키는, 즉 질적 유동성을 감소시키는 효과는 매우 강한 편
  - 이에 우분 차익거래에 대한 과세가 화폐적으로 측정되기는 어렵지만, 시장 질적 유동성을 악화시켰을 것으로 추론할 수 있음
  
- 하지만, 우분 차익거래가 변동성에 미치는 효과의 존재나 방향성에 대해서는 일관되지 못한 증거가 나타나 일률적으로 판단하기 어려움

### 라. 우정사업본부 차익거래 과세의 세수 효과 분석

#### 1) 분석 자료

- 이 소절에서는 거래대금 자료를 중심으로 우분 차익거래에 대한 과세를 하나의 처리로 보고 그 처리로 인한 우분 차익거래 감소에 따른 거래대금 감소를 추론하여, 과세에 따른 세수 이득 또는 손실 효과를 실증적으로 분석하고자 함
  
- 이후 세수 분석에서 사용하는 자료는 다음과 같음
  - 제공: KRX
  - 자료빈도: 거래일
  - 기간: 2005년 1월 3일~2017년 12월 12일, 총 3,206 거래일

- 거래 보드: 유가증권시장 및 코스닥시장
- 거래 종목:
  - 주식 종목으로 ETF, ETN, 수익증권, 신주인수권증권, 워런트증권은 포함되지 않음
  - 유가증권시장 1,761개 종목, 코스닥시장 2,705개 종목
- 관찰치수:
  - 유가증권시장: 종목-거래일 관찰치 수 2,664,239
  - 코스닥시장: 종목-거래일 관찰치 수 3,250,713

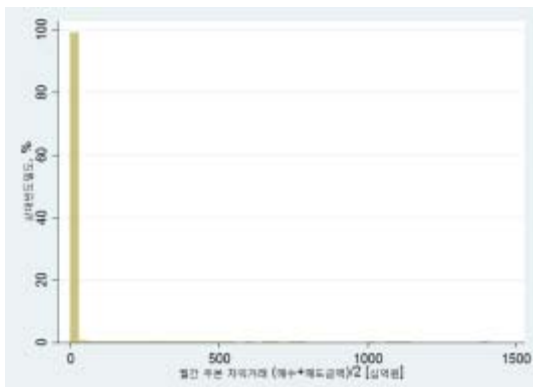
□ 상기 원자료를 종목-월 패널자료로 집계 변환하여 분석함

## 2) 자료의 요약

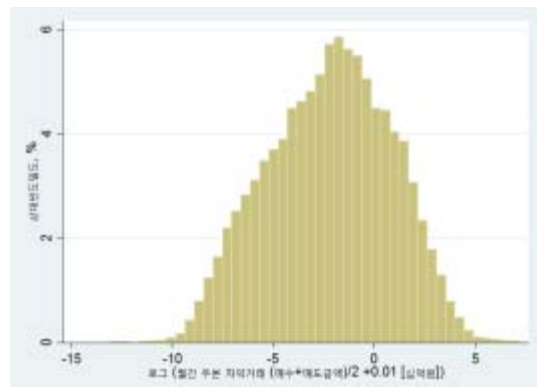
- 아래 [그림 V-43]에 종목-월 패널자료 표본에 대해서 다음 변수들의 분포를 제시함
  - 월간 우분(차익거래 매수대금+차익거래 매도대금)/2
  - 로그(월간 우분(차익거래 매수대금+차익거래 매도대금)/2 + 0.01)
  - ‘월간 우분(차익거래 매수대금+차익거래 매도대금)/2’에 0이 있어 0.01을 더함(이하 로그 취할 때도 마찬가지)
  - 우분 차익거래 매수대금, 차익거래 매도대금 모두 ‘십억원’으로 측정

[그림 V-43] 우분 차익거래 규모의 분포

(a) (매수대금+매도대금)/2



(b) 로그 (매수대금+매도대금)/2

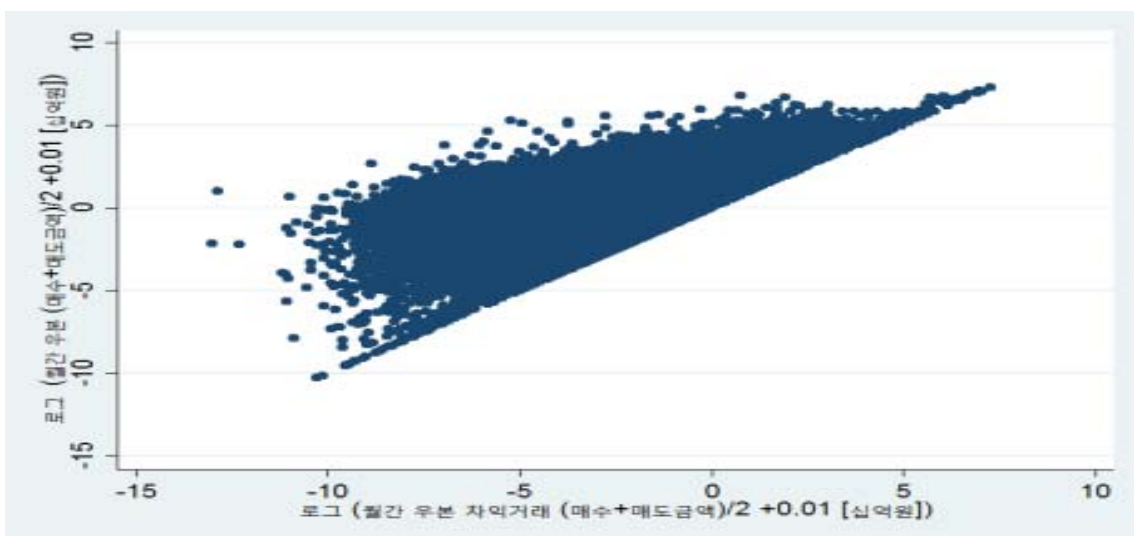


자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

□ 아래 [그림 V-44] 및 [그림 V-45]에 종목-월 패널자료 표본에 대해서 다음 변수들의 산포도를 제시함

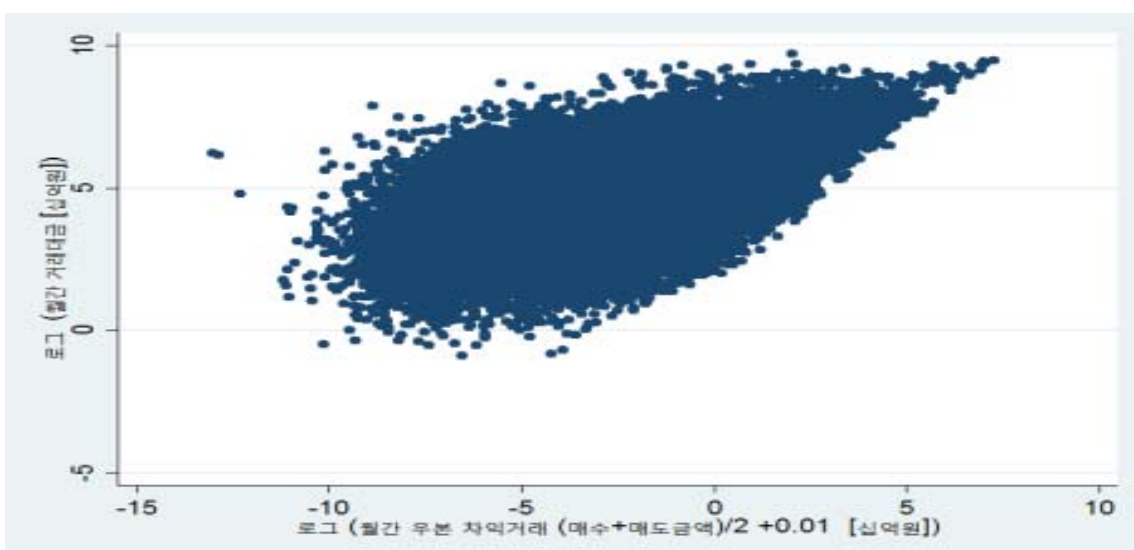
- 로그(월간 우분(매수대금+매도대금)/2 + 0.01)
- 로그(월간 우분(차익거래 매수대금+차익거래 매도대금)/2 + 0.01)
- 로그 월간 거래대금
- 각 거래대금, 매수대금, 매도대금 모두 십억원으로 측정

[그림 V-44] 종목-월 패널자료 표본의 우분 차익거래와 우분 전체 거래의 산포도



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

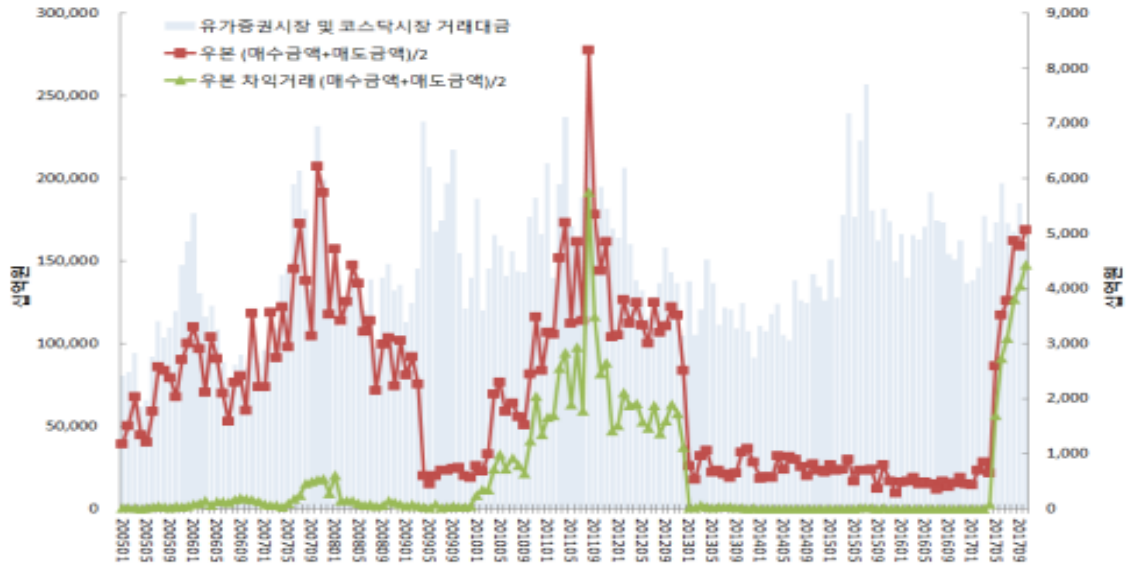
[그림 V-45] 종목-월 패널자료 표본의 우분 차익거래와 종목 전체 거래의 산포도



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 상기 종목-월 패널자료를 월별 시계열 자료로 변환(월별로 종목에 대해서 합침)하여 월별 유가증권시장 및 코스닥시장 전체 거래대금의 시계열 그림을 [그림 V-46]에 제시함

[그림 V-46] 유가증권시장 및 코스닥시장 거래와 우본 거래 및 차익거래의 추이



자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

- 상기 [그림 V-46]을 보면 비과세 기간에는 시장 전체 거래와 우본 거래나 우본 차익거래가 동행하는 양상을 보이고, 과세 기간에는 우본 거래나 차익거래가 크게 줄어들면서 그러한 양상이 사라졌으나, 2017년 비과세가 재개되면서 다시 그러한 양상을 보임

### 3) 분석 자료와 모형

#### □ 분석 표본

- 기간: 2010년 1월 ~ 2017년 10월(2010년 1월부터 우본 차익거래가 크게 이루어지기 시작함)
- 빈도: 월
- 주식 종목:
  - 동 기간 동안 우본 차익거래 매수·매도가 전혀 없었던 기업 제외(우본 차익거래가 전혀 없는 종목은 분석상 불필요)

- 우분 차익거래 매수·매도가 1원 이상 있던 종목에서 종목별 우분 차익거래 매수·매도의 합 하위 10% 종목 제거(우분 차익거래가 있다고 하더라도 활발한 종목으로 제한)
- 이렇게 얻어진 표본에는 유가증권시장 및 코스닥시장 종목 모두 포함 → 코스닥시장 161개 종목, 유가증권시장 303개 종목 → 총 464개 종목
- 우분 차익거래 여부를 기준으로 차익거래가 전혀 없었던 기업(우분 차익거래 0인 기업)을 대조군으로 설정하는 것도 (i) 우분 차익거래 여부가 충분히 내생성을 지니며, (ii) 차익거래가 종속변수인데 이를 바탕으로 구분하면 대조군의 차익거래는 항상 0이므로 마땅하지 않음
- 본 연구에서는 대조군 종목을 설정하지 않음
- 이하 실증분석 모형 추정에서는 2010년 1월부터 2017년 10월까지 94개 월별 자료가 모두 있는 종목 322개만을 표본으로 사용함(유가증권시장 및 코스닥시장 종목 모두 포함됨)
- 과세 기간에 대한 가상 종목 우분 차익거래금액 및 종목 총거래대금 추정 시에는 상기 464개 모든 종목에 대해서 산출하며, 이 경우 과세 기간인 2013년 1월부터 2017년 4월까지의 기간에 대해서만 이러한 계산이 의미 있음

#### □ 분석모형 I: 거래대금의 동학

- 종목 수준에서 우분차익거래, 시장조성자거래, 파생조성자거래 등이 거래대금에 미치는 영향 관계 분석
- 모형 설정 및 추정 - Arellano and Bond(1991)의 동태적 패널자료모형 설정 및 GMM 추정)

$$\begin{aligned}
 (\text{거래대금})_{i,t} = & \alpha + \rho(\text{거래대금})_{i,t-1} \\
 & + \beta_1(\text{우분차익매도})_{i,t} + \beta_2(\text{우분비차익매도})_{i,t} \\
 & + \beta_3(\text{시장조성자매도금액})_{i,t} + \beta_4(\text{파생조성자매도금액})_{i,t} \\
 & + \theta'(\text{통제변수들})_{i,t} + (\text{종목고정효과}) + \mu_i + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

(식 V-6)

- 통제변수: 로그 KOPSI지수(t), 로그 KOSDAQ지수(t), 거래소시장전체거래대금(t), 종목 변동성(i,t), 로그 주가(i,t)

- $i$ 는 종목,  $t$ 는 거래월을 나타냄
- 상기 모형을 통해 우분차익매도, 우분비차익매도, 시장조성자매도, 파생조성자매도 등이 거래대금을 어느 정도 창출하는 효과를 미치는지 파악 가능함
- 매수가 아닌 매도만 고려한 이유는 세금 문제가 매수금액이 아닌 매도금액 기준이며, 세금 인센티브에 매수보다 매도가 크게 작용했을 것이라는 판단에 근거함
- 물론, 매수와 매도가 크게 벌어질 수는 없으며 이는 순매수가 0을 중심으로 정상시계열 양상을 보이는 것에서 알 수 있음
- 매수와 매도는 상관관계가 강하여 공선성 문제를 피하기 위해서라도 매도만을 고려함
- 이후 2013년 1월 ~ 2017년 4월 기간에 우분 차익거래에 대한 과세로 인해 줄어든 차익거래규모(매도금액)를 추정하고, 상기 방정식을 이용하여 해당 차익거래가 있었으면 일어났을 해당 종목 거래대금을 산출하기 위함
- 자료의 기간은 과세 기간이 아닌 상황을 재현하기 위한 것이므로, 과세 기간이 아닌 비과세 기간을 상기 모형(<식 V-6>) 추정 시 사용해야 함

#### □ 분석모형 II: 우분 차익거래 과세의 우분 차익거래에 대한 처리효과

- 종목 수준에서 비과세 기간과 과세 기간에 대한 일종의 전후비교(before-and-after analysis, difference)를 통해 과세 도입으로 인해 위축되어 발생하지 않은 우분차익거래 규모를 추정<sup>20)</sup>
- 모형 설정 및 추정 - 역시 Arellano and Bond(1991)의 동태적 패널자료모형 설정 및 GMM 추정)

$$\begin{aligned}
 (\text{우분차익매도})_{i,t} = & \alpha + \rho(\text{우분차익매도})_{i,t-1} \\
 & + \delta_1 T_t + \delta_2 (T_t \times \text{거래대금}_{i,t-1})^{21)} \\
 & + \beta_1 (\text{거래대금})_{i,t-1} + \theta' (\text{통제변수들})_{i,t} \\
 & + (\text{종목고정효과}) + (\text{오차})_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{식 V-7}$$

20) 차익거래가 아예 없는 종목으로 대조군 설정이 어려워 이중차분이 아닌 사실상 차분 개념을 이용하되 처리로 인한 효과가 우분 차익거래 수준만 변동시키는 우분 차익거래의 동학에 영향을 미친다는 전제하의 모형 설정 추구함

21) 만일 모형에서 ( $T \times$  거래대금)의 상호작용항이 없다면 처리효과는 상수인  $\delta_1$ 으로 추정됨

- 통제변수:  $\ln\text{KOPSI}(t)$ ,  $\ln\text{KOSDAQ}(t)$ , 거래소시장전체거래대금( $t$ ), 로그 주가( $i,t$ )
- $T_i$ 는 과세기간이면 1, 아니면 0인 더미변수
- 상기 모형의 추정으로 종목 수준에서 차분 개념하에 과세 도입으로 인해 줄어든 우분 차익거래를 추정할 수 있음
- 이후 앞서 모형 I 을 통해 과세 기간 중 과세가 없었다면 창출되었을 종목 수준 거래대금을 추정한 후 그 때 거둘 수 있었던 거래세수를 산출함
- 과세시기에 있어, 관찰된 거래대금(거래대금) $_{i,t}$ 와 가상적 거래대금(거래대금) $_{i,t}^0$ 에 대해서 다음이 성립:

$$(\text{우분차익매도})_{i,t} - (\text{우분차익매도})_{i,t}^0 = \delta_1 + \delta_2 \cdot (\text{거래대금})_{i,t-1}$$

- $\Delta_{i,t} = (\text{우분차익매도})_{i,t} - (\text{우분차익매도})_{i,t}^0$ 는 과세로 인한 변화분
  - 과세로 인해 우분차익거래가 크게 줄어든 것이 자명하므로, 음(-)으로 추정되는 것이 옳음
- 우분차익거래가  $-\Delta_{i,t}$ 만큼 증가했다면, 해당 종목 거래대금은 아래와 같이 증가할 것임

$$\Delta(\text{거래대금})_{i,t} = [(\text{식 V-6}) \text{의 우분차익매도 계수 } \beta_1 \times (-\Delta_{i,t})$$

- 시장조성자 및 파생조성자의 거래에 대한 비과세 시기에 있어, 각 시점에서 관찰된 거래대금  $\Delta(\text{거래대금})_{i,t}$ 에서 시장조성자매도대금의 비중 및 파생조성자매도대금의 비중을 감안하여 늘어난 부분을 추정하고 이를 차감하여  $\Delta(\text{거래대금})_{i,t}^*$ 를 산출
  - 거래세율 0.3%를 곱하여 과세가 없었다면 얻었을 가상적 세수 도출

#### 4) 추정 결과 및 세수 분석

- 이하 <표 V-48>과 <표 V-49>에 추정 결과를 제시함
  - Arellano and Bond의 GMM 추정

<표 V-48> 분석 모형 I 추정 결과

종속변수: 종목 거래대금(i,t)			
	추정치	표준오차	t-값
종목 거래대금(-1) [십억원]	***0.2882	0.01	40.35
우분 차익매도 [십억원]	***2.9645	0.11	27.39
우분 비차익매도 [십억원]	***3.9122	0.24	16.25
시장조성자 매도 [십억원]	-76.9667	57.52	-1.34
파생조성자 매도 [십억원]	***13.0021	0.54	24.21
유가및코스닥시장거래대금 [십억원]	***0.0023	0.00	26.01
lnKOSPI	-73.9429	45.73	-1.62
lnKOSDAQ	***-210.6177	59.47	-3.54
종목 변동성 [%]	***57.5343	2.23	25.77
로그 수정주가	***342.5285	17.45	19.63
상수	***-1906.5320	377.81	-5.05
N	12,868		
종목수	322		
카이제곱통계량 [p-값]	9,353.53 [0.0000]		

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

<표 V-49> 분석 모형 II 추정 결과

종속변수: 우분차익매도(i,t)			
	추정치	표준오차	t-값
우분차익매도(-1) [십억원]	***0.9493	0.00	286.07
T	0.2107	0.16	1.30
T*거래대금(-1) [십억원]	***-0.0046	0.00	-24.36
유가및코스닥시장거래대금 [십억원]	**0.0000	0.00	2.01
거래대금(-1) [십억원]	***0.0042	0.00	28.69
종목 변동성 [%]	-0.0200	0.05	-0.43
로그 수정주가	-0.0564	0.04	-1.40
로그 KOSPI	***4.6784	0.82	5.73
로그 KOSDAQ	***2.7118	0.67	4.07
상수	***-53.0929	5.58	-9.51
N	29,935		
종목수	322		
카이제곱통계량 [p-값]	183,051 [0.0000]		

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

□ 추정결과로부터 가상적 우분 차익거래의 변화를 아래와 같이 산출 가능

$$\begin{aligned} \Delta_{i,t} &= (\text{우분차익매도})_{i,t} - (\text{우분차익매도})_{i,t}^0 \\ &= 0.2107 - 0.0046 \cdot (\text{거래대금})_{i,t-1} \end{aligned}$$

□ 각 종목-월별로 추정된 결과를 과세 기간의 월별로 집계하여 아래 <표 V-50> 및 [그림 V-47]에 제시함

<표 V-50> 비과세시 거래대금 증가 추정치 및 이에 대한 거래세수

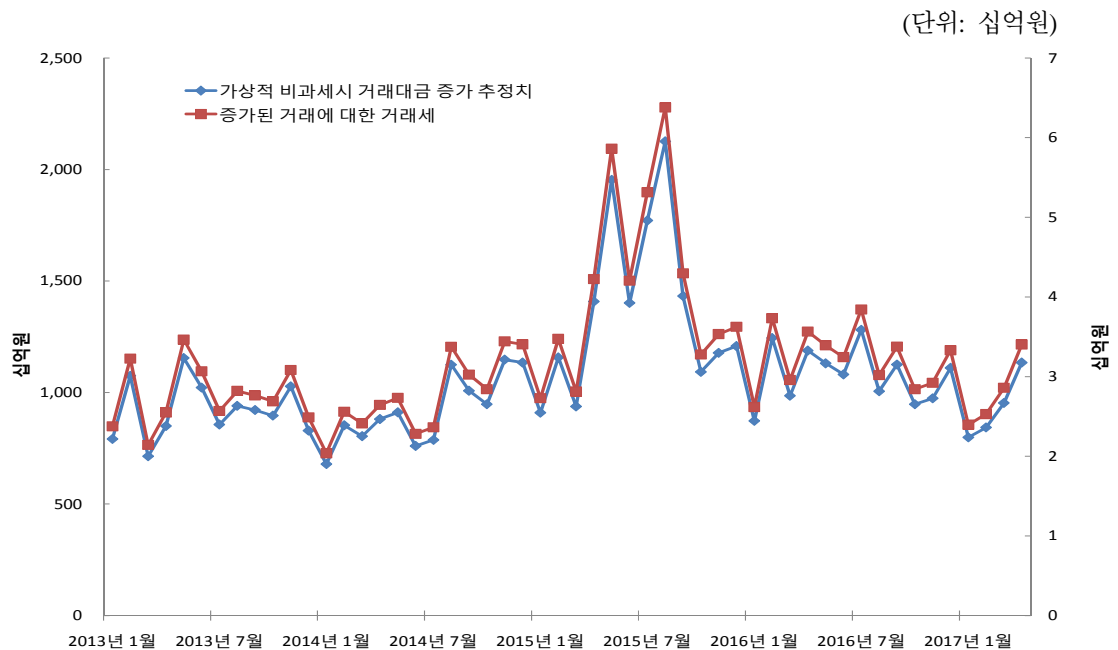
(단위: 십억원)

	비과세시 거래대금 증가 추정치	증가된 거래에 대한 거래세
2013년 1월	791.84	2.38
2013년 2월	1,075.14	3.23
2013년 3월	714.11	2.14
2013년 4월	849.88	2.55
2013년 5월	1,154.44	3.46
2013년 6월	1,022.09	3.07
2013년 7월	856.25	2.57
2013년 8월	940.03	2.82
2013년 9월	921.13	2.76
2013년 10월	896.27	2.69
2013년 11월	1,027.28	3.08
2013년 12월	829.22	2.49
2014년 1월	679.12	2.04
2014년 2월	852.99	2.56
2014년 3월	803.86	2.41
2014년 4월	881.27	2.64
2014년 5월	910.76	2.73
2014년 6월	760.51	2.28
2014년 7월	787.76	2.36
2014년 8월	1,124.67	3.37
2014년 9월	1,008.17	3.02
2014년 10월	947.36	2.84
2014년 11월	1,147.43	3.44
2014년 12월	1,134.62	3.40
2015년 1월	909.49	2.73
2015년 2월	1,157.60	3.47
2015년 3월	937.22	2.81
2015년 4월	1,408.03	4.22
2015년 5월	1,953.69	5.86
2015년 6월	1,401.48	4.20
2015년 7월	1,771.27	5.31
2015년 8월	2,125.96	6.38
2015년 9월	1,432.10	4.30
2015년 10월	1,092.62	3.28
2015년 11월	1,177.58	3.53

	비과세시 거래대금 증가 추정치	증가된 거래에 대한 거래세
2015년 12월	1,208.20	3.62
2016년 1월	872.44	2.62
2016년 2월	1,244.48	3.73
2016년 3월	985.45	2.96
2016년 4월	1,188.07	3.56
2016년 5월	1,130.90	3.39
2016년 6월	1,081.39	3.24
2016년 7월	1,281.08	3.84
2016년 8월	1,006.17	3.02
2016년 9월	1,124.88	3.37
2016년 10월	947.32	2.84
2016년 11월	973.74	2.92
2016년 12월	1,110.44	3.33
2017년 1월	798.76	2.40
2017년 2월	843.17	2.53
2017년 3월	953.06	2.86
2017년 4월	1,134.53	3.40
<b>계</b>	<b>55,367.32</b>	<b>166.05</b>

자료: 한국거래소자료를 이용하여 저자 작성

[그림 V-47] 가상적 비과세 상황의 재현



자료: 한국거래소자료 이용하여 저자 계산

- 결과적으로, 우분 차익거래에 대한 과세 기간에 대해서 만일 비과세였다면 우분 차익거래에 기인하는 거래대금 증가로 약 1,661억원의 세수가 있었을 것이고, 실제로는 과세를 하여 11억원의 세수가 있었으므로, 과세로 인한 세수 손실은 약 1,650억원 정도임
  - 기간은 2013년 1월부터 2017년 4월까지 52개월
  - 과세 기간에 있어 월평균 약 317억원의 거래세수 손실

## 5) 소결

- 상관관계 분석이나 패널자료회귀분석을 통해 종목 수준에서 우분 차익거래가 스스로의 거래 외에 추가적인 거래를 창출함을 확인함
  - 물론, 시장조성자 거래, 파생조성자 거래도 마찬가지임
- 국가기관이자 연기금인 우분에 대한 과세는 2013년 1월부터 2017년 4월 27일까지 시행되었고, 이 기간의 우분 차익거래는 거의 제로(0) 수준으로 수렴함
  - 과세 기간 우분 차익거래에 대한 세수는 약 11억원 정도의 미미한 수준
- 회귀분석이나 DID 등의 처리효과 분석 모두 “어떤 상황에 대한 가상적 재현”을 도출하는 것이 주요 목적임
  - 처리효과 = 실제 관찰된 반응 - 가상적으로 비처리 시 나타났을 반응(추정)
- 본고의 우분 차익거래에 관한 연구에서는 차익거래가 전혀 없는 종목으로 대조군을 설정하는 것이 마땅하지 않아, 이중차분이 아닌 차분 개념하에 패널자료분석(Arellano and Bond의 동태적 패널자료모형)으로 과세 기간에 대해서 비과세의 가상적 상황을 재현해 냄
- 분석 결과, 비과세시 과세 기간 동안 추가적으로 거래대금이(매도대금 기준, 매도대금=매수대금) 약 55조원 창출되었을 것으로 추정되었고, 이에 대한 거래세수는 약 1,661억원임
  - 실제 과세 기간 우분 차익거래 세수는 11억원이므로, 순세수 효과는 -1,650억원, 즉 과세로 인해 거래세수 손실이 1,650억원으로 파악됨

## VI. 결론 및 제도적 개선방안





## Ⅵ. 결론 및 제도적 개선방안

- 주식시장 활성화 등을 위한 증권거래세 면제에 대한 일몰 연장 또는 정비는 제도의 효과성 및 타당성 분석을 통합 결과를 종합적으로 고려하여 판단한 필요

### 1. 요약 및 결론

#### 가. 타당성 평가

- 주식시장 활성화 등을 위한 과세특례에 대한 타당성 평가는 크게 세 가지 관점에서 수행됨
  - 첫째, 주식시장 및 파생상품시장 활성화를 위한 정부 역할의 적절성 여부 평가
  - 둘째, 정부 개입의 필요성이 인정되면 지원방법이 적절한지, 즉 조세특례제도의 대상, 감면방법 등에 대한 평가
  - 셋째, 다른 정부지원사업과 중복 적용되는 것이 있는지 여부를 판단
- (정부지원의 타당성) 개별주식과 파생상품 중 유동성이 부족하여 시장이 효율적으로 작동하지 않은 종목 또는 상품을 대상으로 시장기능 활성화 차원에서 정부의 지원은 타당
  - (주식 및 파생상품 시장조성자) 유동성이 부족한 종목의 경우 거래비용, 변동성 등이 높아 거래 부진이 지속되어 시장이 활성화되기 어려운 한계가 존재하기 때문에 시장이 효율적으로 작동되지 않음
    - 유동성이 부족한 주식 또는 파생상품의 경우 시장조성자의 적극적인 유동성 공급으로 투자자의 거래비용을 감소시키므로 거래 활성화 필요
  - (우정사업본부 차익거래) 현물과 선물과의 가격괴리가 커질 때 차익거래 기회가 발생하며 이는 비정상적인 가격괴리를 축소하여 시장의 안정화 기능을 수행
    - 그러나 차익거래에 대한 거래세 부과는 증권거래세율 이내의 가격괴리 상황에서는 차익거래의 시장안정화 기능 작동을 제한

- (지원대상의 적절성) 주식 시장조성자 및 파생상품 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 적절하나 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 특정 기관에 대한 지원으로 형평성 문제가 존재할 여지
  - 주식 시장조성자와 파생상품 시장조성자는 시장조성상품의 거래시간 중 일정 비율 이상 지속적으로 매수·매도 시장조성호가 제출의무를 통해 호가스프레드를 축소시켜 신규매매거래를 창출하고, 투자자의 암묵적 거래비용을 감소시키는 역할을 하기 때문에 이런 긍정적인 기능을 극대화하기 위해서는 시장조성자에 대한 거래비용상의 혜택이 필요
  - 차익거래를 수행할 수 있는 금융기관은 우정사업본부뿐만 아니라 국민연금, 공모펀드 등으로 경쟁중립성 측면에서는 형평성 문제가 존재하나, 다른 투자주체의 차익거래와 달리 우정사업본부의 차익거래는 공적 성격을 지닌다는 점에서 차이
  - 거래세를 부과하는 국가들의 경우 시장조성자 및 공적 성격을 가진 정부기관에 대해서는 거래세를 면제해 주고 있음
  
- (지원대상 종목의 적절성) 파생상품의 경우 상대적으로 유동성이 높아 수익성이 보장되는 종목과 유동성이 낮아 수익성 확보가 어려운 종목을 매칭하여 시장조성계약을 하여 시장조성자의 수익성 확보가 되어 제도가 실효성 있게 운영되고 있음
  - 한편 주식의 경우 현재 저유동성과 중유동성 종목으로 한정하여 증권거래세를 면제해주더라도 수익성과 헷지가 어려워 시장조성자로 참여할 유인이 부족하여 제도가 실효성 있게 운영되고 있지 않음
    - 따라서 파생상품 시장조성자 운영방식을 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요
  - 우정사업본부의 차익거래의 경우, 코스피200선물, 미니코스피200선물, 코스닥150선물 등을 대상으로 하고 있으며 차익거래를 활성화하기 위해서는 주식관련 모든 선물을 대상으로 하는 것이 적절
  
- (지원방식) 현재 지원대상 거래에 대해서 거래비용을 낮춰 주기 위해서는 증권거래세(농특세 포함)를 면제해주는 것이 직접보조금에 비해 경제적 및 행정적 측면에서 합리적

- (유사중복지원제도) 주식시장 또는 파생상품시장 활성화를 위한 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제와 같은 유사 중복지원제도는 없는 것으로 나타남

## 나. 효과성 평가

- (파생상품시장조성자) 시장조성자제도로 인해 개별주식 파생상품과 지수 파생상품 모두 양적 유동성이 크게 개선되었으며, 지수파생상품의 양적·질적 유동성이 모두 개선
  - 개별주식 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 개별주식 선물에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세를 보여 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선, 질적 유동성을 나타내는 호가 및 유효스프레드의 경우에는 평균이 증가하였으며 변동성은 감소
  - 지수 파생상품에서 대부분의 비중을 차지하고 있는 미니코스피200 지수 선물에서도 거래량 및 거래대금이 모두 큰 폭의 증가세를 나타내 양적 유동성 증가, 호가 및 유효스프레드가 감소하여 질적 유동성 역시 개선
- (세수효과) 파생상품 시장조성자의 시장조성활동과 연계된 현물시장에서의 헷지 거래로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면 금액을 크게 상회하는 세수 증대 발생
  - 개별주식 파생상품: 33개월간 약 1,353억원의 거래세 감면 발생, 동 기간 동안의 현물시장 거래 활성화로 인한 거래세 증대 효과는 약 2,894억원
  - 지수 파생상품: 21개월간 약 1,095억원의 거래세 감면 발생, 동 기간 동안 거래세 증대 효과는 약 3,248억원
  - 나아가, 개별주식 파생상품과 지수 파생상품에 대한 각각의 시장조성에서 발생한 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하고, 다시 주식시장 시장조성활동에서의 거래세 증대효과의 중복 가능성을 제거하면, 파생상품 시장조성활동에 따른 전체 세수 증대 효과는 32개월간 총 4,213억원으로 추정
    - 이는 월간 약 131.7억원으로 연간 1,580억원

- 한편 파생상품시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과가 시장조성활동 종료 후에도 지속될 것임을 뒷받침할 수 있는 증거는 관측되지 않았음
- (주식시장조성자) 제도의 조세지출 규모에서 볼수 있듯이 실효성은 크지 않으나 제도의 효과성은 큰 것으로 나타남
  - 앞서 언급한 것처럼, 시장조성자의 참여 유인 부족으로 인해 매우 제한적인 종목에 한해 제도가 운영되고 있음
- (효과성) 그럼에도 불구하고, 주식시장 시장조성자의 시장조성활동과 행위는 주 정책목적인 시장 활성화를 달성해온 것으로 판단
  - 2016년의 시장조성활동에서는 대상종목의 거래량 및 거래대금 모두에서 뚜렷한 증가세와 함께 시장에서의 양적 유동성이 크게 개선, 호가 및 유효스프레드로 측정된 질적 유동성의 측면에서도 시장조성활동이 스프레드를 감소시켜 시장의 질적 유동성을 개선
  - 2017년의 경우에는 거래량은 소폭 감소, 거래대금은 소폭 증가하는 것으로 나타났으나 이는 제도 시행 이후 충분한 기간이 경과하지 못했기 때문으로 보임
- (세수효과) 시장조성활동으로 인한 거래 활성화로 인하여 시장조성자에 대한 증권거래세 감면 금액을 크게 상회하는 세수 증대 효과가 있는 것으로 파악됨
  - 2016년의 시장조성활동에서는 9개월간 약 2억 5천만원의 거래세 감면이 발생하였으나 동 기간 동안 거래 활성화로 인한 거래세 증대효과는 약 96억원에 달하는 것으로 추정됨
  - 2017년의 경우에는 2개월간 약 7,800만원의 거래세 감면, 동 기간 동안 거래세 증대효과는 약 24억원으로 추정
- 주식시장에 대한 시장조성활동의 거래 활성화 효과는 시장조성활동 종료 후에 그 지속성이 매우 약한 것으로 나타남
- (우정사업본부 차익거래) 차익거래가 증가되었을 뿐만 아니라 개별 종목수준에서 우본의 차익거래가 스스로의 거래 외의 추가적인 거래를 창출하여 정책 목적을 달성하고 있는 것으로 판단

- (세수 효과) 분석결과, 차익거래에 대해 과세 전환할 경우 오히려 세수는 연간 약 372억원이 감소할 것으로 추정
  - 우분 차익거래에 대한 과세는 2013년 1월부터 2017년 4월 27일까지 시행되었고, 이 기간의 우분 차익거래는 거의 제로 수준으로 수렴하였고, 과세 기간 우분 차익거래에 대한 세수로 약 11억원을 거둬들임
  - 분석 결과, 실제 과세 기간 동안 비과세를 했다면 추가적으로 거래대금(매도대금 기준, 매도대금=매수대금)이 약 55조원 창출되었을 것으로 추정되었고, 이에 대한 거래세수는 약 1,661억원
  - 실제 과세 기간 우분 차익거래 세수는 11억원이므로, 순세수 효과는 과세로 인해 거래세수 손실이 1,650억원(52개월 동안)
    - 이는 월평균 31억원으로 연간으로 약 372억원

## 2. 제도적 개선방안

- 주식 시장조성자, 파생상품 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래는 주식시장 및 파생상품시장에 유동성을 공급하고, 선현물 간 가격괴리를 축소함으로써 시장이 효율적으로 작동하는 데 기여
  - 다만, 주식 시장조성자는 대상종목이 저중유동성 종목으로 한정되어 헷지가 어렵고 수익성도 확보되지 않아 시장조성자 참여 유인이 적어 파생상품 시장조성자에 비해 실효성이 떨어짐
- 단기적으로 주식 및 파생상품 시장조성자 및 우분의 차익거래에 대한 증권거래세 면제는 지속될 필요
  - 정부 입장에서 보면, 조세지출이 발생하는 것처럼 보이지만 실제 거래 활성화에 따라 세수 증대효과가 발생
  - 이는 시장조성자와 우정사업본부의 차익거래로 인해 새로운 거래를 유발하였기 때문
- 다만, 주식 시장조성자의 경우에는 헷지가 어렵고 수익성 확보가 어려워 시장조성대상 종목 중 일부만 시장조성자 계약을 맺고 제도가 운영되고 있기 때문에,

파생상품 시장조성자제도를 참고하여 대상종목 확대를 고려할 필요

- 상대적으로 유동성이 높은 종목까지 시장조성 대상종목으로 확대하고, 유동성 수준별 패키지로 시장조성계약을 맺어 시장조성자 참여 유인을 확대할 필요가 있음

## 참고문헌

- 기획재정부 보도자료, 『2016년 세법개정안』, 『보도자료2(상세본)』, 2016.7.28.
- 기획재정부, 『2010년 간추린 개정세법』, 2011.
- 금융위원회 보도자료, 『주식시장 발전방안』, 2014.11.26
- 문성훈·박종상·정원석, 『자본시장에 대한 과세 형평성 제고 및 시장 활성화 세제 연구』, 금융위원회 금융개혁자문단 세제분과 정책연구용역, 2015.12.
- 박 훈, 『자본시장 경쟁력 회복 및 활성화를 위한 세제개편 방향』, 『자본시장 활성화를 통한 국민 재산증대 및 국가 재정 건전화에 도모하는 세제개편 방향』, 국회의원 강석훈 정책토론회, 2015.4.9.
- 법제처, 국가법령정보센터, 『증권거래세법』(<http://www.law.go.kr/법령/증권거래세법>)
- 원종현, 『이슈와 논점: 유럽 금융거래세 도입 논의와 시사점』, 제619호, 국회입법조사처, 2013.3.12.
- 이낙연 의원 대표발의 증권거래세법 일부개정법률안(의안번호: 1903245), [제안일: 13.1.7]에 대한 기획재정부위원회 검토보고서, 2013.4
- 이상엽, 『이탈리아 금융거래세가 주식 및 지수선물에 미친 효과 분석』, 『재정포럼』 현안분석, 한국조세재정연구원, 2016.2.
- 이우백·우민철·박종원, 『거래비용이 차익거래시장에 미치는 영향: 증권거래세 과세 사례를 중심으로』, 『한국증권학회지』, 제46권 2호, 2016, pp. 459~496.
- 이효섭, 『우정사업본부 차익거래 재개의 평가 및 시사점』, 『자본시장포커스』, 자본시장연구원, 2017.
- 한국거래소 보도자료, 『주식시장 시장조성자제도 및 거래안정화장치 도입 등』, 2015. 11. 4.
- 한국거래소, 시장조성자 제도, 내부자료, 2017.6.
- 한국거래소, 『파생상품시장 2018년 주요 추진사업』, 기자간담회, 2018년 1월 25일
- Arellano, Manuel, and Stephen Bond, “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations,” *Review of Economic Studies*, 58(2), 1991, pp. 277~297.

KPMG, 'Overview of taxes on financial transactions within the EU' (<https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2013/07/overview-of-taxes.html>)