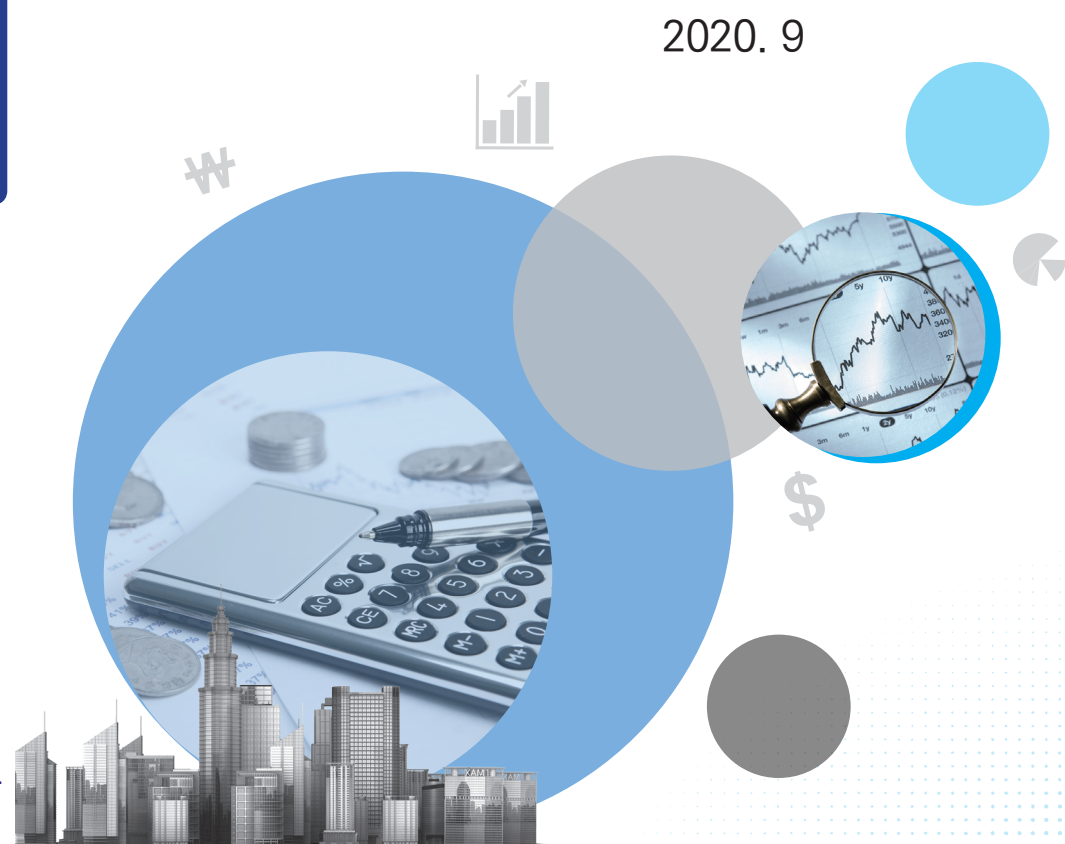


2020 조세특례 심층평가(V)  
금융시장 효율화·안정화를 위한  
증권거래세 면제

금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제

2020 조세특례 심층평가(V)  
금융시장 효율화·안정화를 위한  
증권거래세 면제



2020. 9

2020 조세특례 심층평가(V)  
금융시장 효율화·안정화를 위한  
증권거래세 면제

2020. 9

# 제 출 문

기획재정부 장관 귀하

본 보고서를 『금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제』 연구  
용역에 관한 최종보고서로 제출합니다.

연구책임자: 강동익 한국조세재정연구원 부연구위원  
공동연구자: 고창수 한국조세재정연구원 부연구위원  
박종상 숙명여자대학교 조교수

2020년 9월

한국조세재정연구원  
원 장 김 유 찬



# 요 약

## 1. 서 론

- 「조세특례제한법」 제117조 제1항 2의5, 3은 파생상품 시장조성자 및 주식 시장조성자 등에 대한 증권거래세를 면제함으로써 금융시장의 효율화·안정화를 목적으로 도입된 제도
- 금융시장의 효율화·안정화 및 시장의 활성화를 지원하기 위하여 도입된 본 제도의 타당성과 효과성에 대한 심층 분석을 수행하고, 보다 효과적·효율적으로 정책 목표를 달성하기 위한 제도 개선방안을 제시하고자 연구를 수행함
- 타당성 분석을 통하여 본 제도와 관련한 정부 역할의 적절성, 지원 대상의 적절성, 지원 내용과 방식의 타당성, 그리고 기타 정책과의 유사성·중복성을 살펴봄
- 효과성 분석을 통하여 주식시장과 파생상품시장에서의 본 제도의 경제적 효과, 즉 제도로 인한 거래량, 유동성, 변동성 등의 변화를 분석
  - 나아가 본 제도로 인하여 발생한 세수효과를 분석함
- 타당성 분석과 효과성 분석을 바탕으로 제도 개선방안 및 정책 방향에 대한 종합적인 평가 및 논의를 수행함
  - 정책목표가 적절한지에 대한 논의와 더불어, 보다 효율적인 조세지출을 통한 목표 달성 방안을 검토
  - 정책 목적을 달성하는 과정에서 일어날 가능성이 있는 잠재적 부작용을 최소화하기 위한 제도 개선 방향을 논의

## 2. 시장조성자제도 운영 현황

- (정책대상자) 「조세특례제한법」상 시장조성거래에 따른 증권거래세 면제 대상은 파생상품시장 시장조성자, 주식시장 시장조성자를 포함하며 구체적 대상 요건은 다음과 같음
  
- (「조특법」 제117조 제1항 2의5) 파생상품 시장조성자의 파생상품시장의 조성을 위한 위험회피 목적의 주권<sup>1)</sup>으로서 다음의 요건에 따라 양도하는 경우를 포함함
  - (시장조성 전용 주식계좌를 통한 양도) 「파생상품시장업무규정」에 따른 주식 선물·옵션 또는 주가지수선물·옵션으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주식 파생상품의 기초자산이거나 주가지수 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
  - (위험회피 목적의 양도) 시장조성계약에 따라 해당 주식 파생상품 및 주가지수 파생상품을 거래하는 과정에서 발생하는 주식 파생상품 및 주가지수 파생상품의 가격변동 위험을 회피하기 위하여 그 위험회피거래 대상 주권을 일정한 요건에 따라 양도하는 경우
  
- 위험회피 목적의 양도로 거래되는 주권의 경우 다음의 거래 요건 및 면제 한도 수량에 따라 면제 대상에 포함함
  - 면제 대상 거래는 주식선물 매수, 주식 콜옵션 매수 및 주식 풋옵션 매도계약을 체결(반대거래는 제외)하는 즉시 주권을 양도하는 경우를 포함함
  - 또한 주식선물 매도, 주식 콜옵션의 매도, 주식 풋옵션의 매수계약을 체결(반대거래는 제외)하는 즉시 주권을 매수하고, 해당 계약이 반대거래 되거나 최종 거래일이 도래한 때 그 매수한 주권을 양도하는 경우를 포함함
  - 면제한도는 다음의 거래 수량의 합으로 정하며, 거래량이 다음 세 산식의 합에 따라 정해진 일일 면제한도를 초과할 경우 먼저 거래한 것부터 순차적으로 포함되는 것으로 면제 대상 거래를 정함

1) 주식 파생상품의 기초자산이거나 주가지수 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권

- (「조특법」 제117조 제1항 3) **주식 시장조성자의 증권시장을 조성하기 위한 주권**으로서 다음의 요건에 따라 양도하는 경우를 포함함
  - (시장조성 전용 주식계좌를 통한 양도) 「증권시장업무규정」에 따른 주권으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
  - (호가가격 제한) 시장조성 계약 대상 주권의 호가 제출시점 최우선 매수호가 가격보다 높은 가격으로 제출한 매도호가로 주권을 양도해야 함
    - 다음의 요건을 모두 충족하는 경우 호가 제출시점의 최우선 매수호가 가격보다 낮거나 같은 가격으로 제출한 매도호가로 주권을 양도하는 것을 포함(전일 장 종료시점 보유 종목의 70% 한도)
      - 대상 주권을 기초자산으로 하는 주식선물 또는 주식옵션이 한국거래소에 상장되어 있지 않은 경우
      - 대상 주권의 가격이 「증권시장업무규정」에 따른 기준 가격의 100분의 4를 초과하여 하락하는 경우
  
- 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 「2018년 조세지출예산서」에서부터 실적에 포함되었으며, 「2019년 조세지출예산서」부터는 우정사업총괄기관의 차익거래에 대한 증권거래세 면제조항(제5호)<sup>2)</sup>과 함께 실적이 집계됨
  
- 집계 포함 대상이 같아진 2017년부터 2020년 전망치까지를 살펴보면, 2018년 조세감면액은 1,070억원으로 전년도 조세감면액 752억원에 비해 증가하였으나, 이후 전망치에서는 증가세가 이어지지 않으며 뚜렷한 증감 패턴이 있다고 보기 어려움

### 3. 타당성 분석

#### 가. 정부 역할의 적절성

- 시장조성 기능이 필요한 이유는 유동성 개선을 통한 주식 및 파생상품시장의 활성화와 안정화를 들 수 있으며, 이를 위해 정부의 역할이 필요함

2) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제5호 신설, 2016. 12. 20.

- (주식시장) 투자자들이 거래량 또는 회전율이 낮고 유효스프레드 차이가 큰, 이른바 저유동성 종목에 대해 높은 거래비용을 부담하게 되면서 저유동성 종목의 유동성은 더욱 낮아질 가능성이 존재함
  - 투자자 입장에서는 저유동성 종목을 상대적으로 높은 가격에 매수하여 낮은 가격에 매도할 위험이 있고, 이에 따라 저유동성 종목을 기피하면서 시장 쏠림 현상은 더욱 심화될 우려가 있음
  
- (시장조성제도의 필요성) 따라서 저유동성 종목에 대한 시장조성 역할은 필요한 것으로 판단되며, 특히 시장조성제도 도입 이후 배정된 시장조성 종목의 유동성 제고 효과가 존재한다고 볼 수 있음
  
- (시장조성자 면세조치의 필요성) 이에 따라 시장조성자의 명시적 거래비용을 낮추어 시장조성 역할을 적극적으로 유도할 필요가 있음
  - 시장조성자 입장에서 명시적 거래비용 중 증권거래세가 가장 큰 비중을 차지하는데, 증권거래세 25bp가 부과되면 의무스프레드 이내의 양방향 호가를 제시하기 어려워질 수 있음
  - 즉 증권거래세는 시장조성자의 활발한 시장조성 업무를 제한하는 역할을 하게 될 우려가 있음
    - 급변하는 시장 환경에서 시장조성자는 시장조성 업무 과정에서 손실을 볼 가능성도 존재하기 때문에, 이 손실을 보전할 수 있는 유인 구조가 필요할 수도 있음
  - 따라서 시장조성자의 시장업무에 대한 증권거래세 면제는 유동성 제고를 통한 주식시장 활성화라는 정책목적에 부합한다고 볼 수 있음
  
- (파생상품시장) 파생상품시장은 그 자체 시장으로 의미가 있을 뿐 아니라 기초자산이 되는 종목을 거래하는 일반 투자자들의 헤지거래에 이용되는 시장이라는 점에서도 시장 활성화가 필요
  - 주식시장과 파생상품시장은 이러한 면에서 밀접한 관련이 있으며, 한 시장의 활성화를 위해 다른 시장의 유동성이 풍부해야 한다는 특징을 가짐

- (시장조성자 면세조치의 필요성) 파생상품 시장조성자의 헤지거래에서 발생할 수 있는 명시적 거래비용을 낮추어 적극적 시장조성 역할을 유도할 필요가 있음

#### 나. 지원 대상의 적절성

- (주식시장) 주식시장에서 시장조성 대상종목 선정 기준을 지속적으로 완화하여, 대상종목의 수는 2016년 40종목에서 2019년 649종목까지 확대되었음
  - 특히 2019년에는 선정 기준 중 거래량 지표를 회전율 지표로 변경하여 중유동성 대형종목도 포함되었음
  
- 증권사의 활발한 참여를 위해 어느정도 대형 중유동성 종목을 포함시키는 것이 불가피하다고 판단되지만, 보다 효과적인 정책목표 달성을 위해서는 저유동성 종목이 더 원활하게 배정받을 수 있도록 추가적인 고려가 필요할 것으로 사료됨
  - 정책의 1차 목표는 주식시장의 유동성 개선이고, 이를 위해 민간 증권사의 활발한 참여를 유도하는 인센티브가 필요함
  - 그러나 시장조성 대상이 되는 대형 중유동성 종목이 크게 늘어났으며 이 중에서 복수 배정되는 종목의 상당수는 유효스프레드가 우수한 종목인 반면, 시장조성자의 역할이 더욱 크게 요구되는 저유동성 종목은 배정받지 못하는 경우도 여전히 발생하고 있음
  - 따라서 증권사의 수요를 면밀히 관찰하여 저유동성 종목이 더 원활하게 배정받을 수 있도록 제도 설계가 필요할 것으로 보임
  
- (파생상품시장) 파생상품시장조성 대상종목은 코스피200선물과 코스피200옵션을 제외한 나머지 193개 종목임(2020. 3. 2. 기준)
  - 전 종목이 배정되는 드래프트 방식을 택하고 있어서 유동성이 낮은 종목이 배정되지 못하는 경우는 없는 것으로 파악됨
  
- 또한 역량평가를 통해 시장조성을 적극적으로 이행하지 않는 시장조성자는 선호종목 선택을 제한함으로써 모든 종목에서의 적극적인 시장조성을 유도하고 있음
  - 역량평가 중 의무이행평가 결과에 따라, 드래프트 각 라운드에서 종목 선택 권한을 배제하고 있음

- 따라서 파생상품 시장조성자 및 대상종목 선정 절차는 적절하다고 평가함

#### 다. 지원 내용과 방식의 타당성

- 시장조성자들의 시장조성 비용을 직접 보조하기보다는 현재와 같은 증권거래세 면제를 유지하는 편이 정책의 효율적 집행을 위해서 바람직하다고 판단됨
  - 특히 조세행정비용을 절약한다는 측면에서 바람직함
- 시장조성자는 전용계좌를 통한 거래 중 일정한 기준을 충족시키는 거래에 한하여 증권거래세를 면제받고 있으며, 시장조성자들의 증권거래세 면제 기준 충족 여부에 대한 관리감독은 한국거래소가 담당함
  - 주식시장 시장조성자는 사전에 정의된 ‘유동성을 공급한 호가’의 체결분, 그리고 파생상품 시장조성자는 사전에 정의된 ‘위험회피 거래’의 체결분에 한하여 증권거래세를 면제받음
- 이로 인해 제도 설계 및 운영, 수혜자 감독, 증권거래세 징수 주체가 상이하야, 제도의 관리감독 주체가 모호한 상황임
  - 제도를 설계하고 운영하는 책임은 세제당국에 있으며, 제도의 비용은 국고에서 부담함
  - 시장조성자에 대한 감독은 한국거래소에서 담당함
  - 증권거래세 징수는 예탁결제원에서 담당하여 세무서에 납부함
- 따라서 수혜자에 대한 감독을 담당하는 주체가 제도의 비용과 무관하다는 점에서 제도 거버넌스(governance) 차원의 문제가 제기됨
  - 일반적으로 제도의 안정적인 운영을 위해서는 비용을 부담하는 주체가 수혜자 관리를 책임질 필요가 있음
  - 그러나 현실적으로 세제당국이 민간 증권사의 일별 시장조성거래 내역을 검토하고 승인하는 것은 비효율적일 것으로 사료됨
  - 즉 현재와 같이 수혜자에 대한 감독 역할은 한국거래소가 담당하는 것이 타당하다고 판단되는바, 제도의 거버넌스 문제는 지속적으로 제기될 수 있음

- 대상종목 선정, 시장조성자 선정, 시장조성 전용 주식계좌에 대한 감독 등의 역할은 현실적으로 세제당국이 맡기 어려울 것으로 보임

□ 이에 따라 시장조성자의 거래 행위에 대한 감독 책임을 명확히 하여 감독체계를 효과적으로 구축할 필요가 있음

## 4. 효과성 분석

### 가. 주식

□ 2016년 3월 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 제도 시행 후 시장조성 대상종목이 지속적으로 확장됨

- 2018~2019년 기간 중 대상종목이 크게 확대되었으며(2018년 82종목 → 2019년 574종목) 대상종목을 선정하는 기준을 변경한 바 있으므로, 해당 기간의 유가 증권 시장을 이용하여 정책효과를 분석하였음

□ 2018년 중 시장조성 시행종목이 아니었으나 2019년 1~5월 기준으로 새롭게 시장조성 시행종목으로 선정된 종목들을 처치군(treatment group)으로 설정하고, 2018년과 2019년 두 연도 모두 시장조성 시행종목이 아닌 종목들을 대조군(control group)으로 설정함

□ (방법론) 2018년 하반기와 2019년 하반기에 대하여 이중차분법을 활용하여, 정책시점 전·후의 변화를 비교함

- 다음 회귀식을 이용하여 추정

$$y_{i,t} = \alpha + \beta TD_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{i,t}$$

- $y_{i,t}$ 는 분석 대상인 변수
- $TD_{i,t} = T_t \times D_i$ 는 정책시점 더미변수  $T_t$ 와 정책대상 더미변수  $D_i$ 의 교차항으로, 해당 변수의 계수  $\beta$ 가 정책효과를 추정함
- $\gamma_i$ 는 종목고정효과,  $\delta_t$ 는 월고정효과를 나타냄

- 2019년 새롭게 시장조성 시행종목으로 선정된 종목들을 바탕으로 분석한 결과, 거래량과 유동성 관련 지표는 개선되는 것으로 나타나는 반면 변동성은 증가하는 것으로 나타남
  - 거래량은 약 6.1%, 거래금액은 약 9% 가량 증가
  - 유동성 지표 중 체결율의 경우 약 3% 증가하며, 유동성 비율 지표는 약 12.2% 증가
  - 변동성 지표인 절대수익 지표는 약 0.001 증가하며, DPA 지표는 약 0.10 증가

## 나. 파생상품

- 파생상품 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 정책효과는 두 가지 효과로 구분할 수 있음
  - Intensive margin effect: 이미 시장조성자제도가 운영되고 있는 종목에서 증권거래세 면세가 파생상품시장에 추가적으로 미치는 효과
  - Extensive margin effect: 증권거래세 면세가 상품·종목 등의 추가를 유발하여, 이러한 상품 등의 추가가 파생상품시장에 미치는 효과
    - 관련하여 ① 증권거래세 면세가 시장조성자와 파생상품의 추가 등을 통하여 시장의 확대에 기여하는 효과와 ② 시장이 확대되었을 때 파생상품시장에 미치는 효과를 구분할 수 있음
- 시장조성자제도의 효과는 ① 지수선물시장과 ② 개별 주식선물시장에서 각각 분석
  - (지수선물) 분석 대상의 지수선물은 최근월물로 한정하였으며 처치군과 대조군은 다음과 같이 선정하였음
    - 처치군: 미니코스피200선물, 코스닥150선물, 섹터지수선물 등
    - 대조군: 코스피200선물
  - (주식선물) 개별 주식선물의 경우 최근월물만 시장조성 대상 의무종목이고 차근월물은 시장조성 대상이 아니기 때문에, 정책이 최근월물과 차근월물에 미치는 효과를 비교 분석
    - 처치군: 개별 주식선물 최근월물
    - 대조군: 개별 주식선물 차근월물

- (방법론) 시장조성 대상종목과 시장조성 대상이 아닌 종목으로 구분하여, 이중차분법을 활용하여 정책 시점 전후 1, 3, 6개월을 비교
  - 정책 시점은 증권거래세 면제 시점(Intensive margin effect) 시장조성 및 파생상품시장 확대 시점(Extensive margin effect)을 활용
  
- 본 제도가 시장조성자와 파생상품이 추가되는 데 결정적인 역할을 하는 것으로 생각됨
  - 시장이 안정적인 상황에서는 증권사가 시장조성 활동을 통하여 매매차익을 실현할 수 있지만, 건당 이익은 이익 규모의 총량과 무관하게 매우 작음
  - 따라서 매도금액에 따라 부과되는 증권거래세는 거래 증계에 따른 기대수익을 매우 낮게 혹은 손실을 입도록 유도하여, 증권사들이 시장조성 활동에 참여할 유인을 현격하게 떨어뜨림
  - 신규 상품이 겪는 가장 큰 어려움은 유동성 부족인데, 시장조성자가 상품의 유동성을 개선할 경우 신규 상품의 상장에 매우 유리할 수 있음
  
- 증권거래세 면제는 구체적인 정책에 따라 그 효과가 조금씩 상이하게 나타나나, 전후 6개월 기준 효과를 다음과 정리함
  - 거래금액은 17~33% 가량 증가하는 것으로 나타남
    - 단 파생상품시장 확대는 거래관련 지표를 악화시키는 것으로 보이는 효과가 있으나, 이는 개별 상품 효과에 국한된 것으로 시장 전체로서는 거래가 활성화됨
  - 유동성은 대체로 개선되는 것으로 나타나며, 특히 호가스프레드는 2~3% 감소함
  - 파생상품시장의 확대는 변동성을 낮추는 효과가 있음
    - 수익률의 절댓값은 최대 0.2% 평균적으로 감소하는 것으로 나타나는데, 이는 일평균 수익률 절댓값인 2%의 10% 수준

#### 다. 세수 분석

- (주식) 시장조성자 활동으로 인한 세수효과를 분석하기 위해서 다음 방법을 사용함

- 효과성 분석에서 추정된 주식시장에서 시장조성 활동이 개별 주식의 거래금액에 미치는 효과의 계수 값(0.09)을 바탕으로, 2018년과 2019년에 시장조성 활동이 주식 시장에서 유발한 추가적인 거래금액을 추정함
  - 추정된 거래금액에 각 시점별 적용되었던 증권거래세율을 적용하여 추가적으로 발생한 세수를 계산
  - 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 발생한 세수와 면세 규모를 비교하여 종합적인 세수효과를 분석
  - 이렇게 계산한 순세수효과는 2018년 163.9억원, 2019년에는 934.6억원 수준으로 추정됨
- (파생) 파생상품시장에서의 시장조성자 활동으로 인한 세수효과는 파생지수 상품 등으로 인하여 각 상품과 연계된 주식의 수가 여럿일 뿐만 아니라, 각 상품에 연계된 주식이 중복되어 그 효과를 추정하기 어려움
- 단 개별 주식선물을 바탕으로 파생상품시장에서의 시장조성자 활동이 (파생상품이 아닌) 연계된 주식의 거래에 미치는 영향을 추정할 경우, 개별 주식선물 상품 추가는 전후 6개월 기준으로 연계된 주식의 거래대금을 9.4% 가량 증가시키는 것으로 추정
  - 이는 주식시장에서의 시장조성 활동이 주식 거래금액에 미치는 효과(9%)와 매우 유사하여, 주식시장에서의 시장조성 활동과 파생상품시장에서의 시장조성 활동이 연관 주식의 거래금액에 미치는 전체적인 효과는 유사할 것으로 생각됨

## 5. 결론 및 정책적 시사점

- 효과성 분석 결과 본 제도는 금융시장의 양적(거래) 질적(유동성, 변동성) 지표들을 개선하는 데 대체로 효과적인 것으로 분석됨
- 본 제도로 인하여 순세수는 오히려 증가하는 것으로 나타나며, 그 규모는 큰 것으로 추정됨
- 타당성 분석 결과, 본 제도는 대체로 정부의 역할, 지원 대상의 선정, 지원 방식 등이 적절한 것으로 보이나 일부 보완점을 다음과 같이 제시함

- 중유동성 종목의 범위를 지금보다는 다소 제한하거나 또는 저유동성 종목을 강제 배정하는 등의 추가 조치가 필요할 수 있음
  - 따라서 (1안) 증권사의 수요를 면밀히 관찰하여 대형 중유동성 종목의 범위를 제한, 또는 (2안) 파생상품시장과 같이 저유동성 종목을 모두 강제 배정받게 하는 등의 조치가 필요할 수 있음
  
- (1안) 현재와 같이 시장조성 대상종목을 크게 확대시켜 시장조성자의 참여 유인을 높이는 한편, 저유동성 종목 선정을 늘릴 수 있는 추가 방안을 강구해 볼 수 있음
  - 가령 파생상품시장과 같이 시장조성자들이 저유동성 종목을 모두 강제 배정받게 하는 방안을 고려할 수 있음
  
- (2안) 저유동성 종목의 100% 배정이 현실적으로 불가능하다면, 수수료 절감 차원에서 중유동성 종목의 대상을 현재보다 제한하는 방안을 고려해 볼 수 있음
  - 가령 회전율 하위 50%에 속하는 종목 중 유효스프레드가 매우 우수한 종목은 시장조성 대상종목에서 배제하는 방법을 고려할 수 있음
  
- 파생상품의 경우 현 운영이 적절하다고 생각되어, 현 제도를 유지하는 것이 적절할 것으로 판단됨
  
- 다만 동 제도의 운영과 감독의 주체가 모호하다는 우려가 존재하여, 감독 책임을 명확히 하여 감독체계를 효과적으로 구축할 필요가 있음
  - 현실적으로 대상종목 선정, 시장조성자 선정, 시장조성 전용 주식계좌에 대한 감독 등의 역할을 세제당국에서 맡기 어려울 경우, 제도의 혜택 대상을 선정하는 한국거래소가 시장조성자 주식계좌 운영의 적절성까지 감독하도록 명시하는 방법을 고려할 필요가 있음
  - 감독의 책임성을 강화하기 위해, 가령 세제당국은 한국거래소에 소정의 고정수수료(fixed fee)를 지급하면서 동 제도로 인한 증권거래세 면제액의 일부를 한국거래소가 부담하는 방식을 고려할 수 있음
    - 고정 수수료는 세제당국이 예상 또는 적절한 것으로 생각하는 면세 규모에 비례하여 설정

- 대신 증권거래세 면제액의 일부를 한국거래소가 직접 부담하여, 증권거래세 면제에 대한 관리 감독 역할을 적극적으로 수행할 유인을 제공
- 이와 같은 방식으로 관리 감독 역할 수행이 수월한 한국거래소의 관리 유인을 제공함으로써 효과적인 감독체계를 구축할 수 있을 것으로 기대됨
- 다만 세법상 이러한 제도 구성이 가능할지는 검토해 볼 필요가 있음

# 목 차

I. 서론	21
II. 시장조성자제도 운영 현황	25
1. 제도 개요 및 운영 현황	27
가. 제도 개요	27
나. 제도 운영 현황	32
2. 해외사례	35
가. 증권거래세가 없으며 시장조성자제도를 운용하는 국가	35
나. 증권거래세가 있으며 시장조성자에 대한 증권거래세를 면제하는 국가	42
다. 유럽증권시장국의 시장조성자 거래에 대한 가이드라인	53
III. 타당성 분석	57
1. 정부 역할의 적절성	59
가. 관련 제도 현황 및 정책목적	59
나. 금융시장 분석	63
다. 세수 분석	69
2. 지원 대상의 적절성	70
가. 시장조성자 선정 절차	70
나. 대상종목 선정 및 배정 절차	71
다. 정책대상 선정 절차의 적절성 평가	75
3. 지원 내용과 방식의 타당성	78
가. 지원 내용	78
나. 지원방식	79
다. 지원 내용과 방식의 타당성 평가	80
4. 기타 정책과의 유사성·중복성 검토	81

<b>IV. 효과성 분석</b> .....	<b>83</b>
1. 주식시장 시장조성자제도 .....	85
가. 주식시장에서의 시장조성자제도 개요 .....	85
나. 실증분석 개요 .....	89
다. 기초통계량 정리 .....	92
라. 실증분석 결과 .....	105
마. 소결 .....	108
2. 파생상품 시장조성자 증권거래세 면세 효과 실증분석 .....	108
가. 파생상품 시장조성자제도 운영 현황 .....	108
나. 파생상품 거래 현황 .....	112
다. 파생상품 시장조성자 효과 분석 .....	114
3. 시장조성자 증권거래세 면세 세수효과 .....	150
가. 주식시장 .....	150
나. 파생상품시장 .....	154
<b>V. 요약 및 정책 시사점</b> .....	<b>161</b>
1. 타당성 분석 .....	163
가. 정부 역할의 적절성 .....	163
나. 지원 대상의 적절성 .....	164
다. 지원 내용과 방식의 타당성 .....	165
2. 효과성 분석 .....	166
가. 주식 .....	166
나. 파생상품 .....	167
다. 세수 분석 .....	169
3. 결론 및 정책적 시사점 .....	170
<b>참고문헌</b> .....	<b>172</b>

## 표 목 차

<표 II-1> 파생상품 상품별 면제한도 .....	30
<표 II-2> 파생상품 시장조성자 요건 요약 .....	31
<표 II-3> 주식 시장조성자 요건 요약 .....	32
<표 II-4> 조세지출예산서상 조세감면액 추이 .....	33
<표 II-5> 증권거래세 면제 특례(「조특법」 제117조 제1항 제2호의5, 제3호) 변혁 ..	34
<표 II-6> 주요시장조성자 및 유동성 공급자의 선물·옵션 대상거래 종류 .....	40
<표 II-7> 파생상품군 및 시장조성력에 따른 시장조성자 분류 .....	45
<표 II-8> 국가별 ESMA 가이드라인 이행 현황 .....	55
<표 II-9> 국가별 증권거래세 및 시장조성자제도 .....	56
<표 III-1> 시장조성 종목 일평균 거래 규모 .....	64
<표 III-2> 시장조성 전·후 최우선�호가 스프레드율 및 유효스프레드 .....	65
<표 III-3> 주식/지수선물 연간 거래대금 및 비중 .....	66
<표 III-4> 주식/지수옵션 연간 거래대금 및 비중 .....	67
<표 III-5> 주요 파생상품 일평균거래량 현황 .....	68
<표 III-6> 주요 상품 BBO스프레드 및 호가잔량 비교 .....	68
<표 III-7> 2019년 시장조성 대상종목 선정 기준 .....	72
<표 III-8> 2017, 2018년 시장조성 대상종목 선정 기준 .....	73
<표 III-9> 2016년 시장조성 대상종목 선정 기준 .....	73
<표 III-10> 2019년 코스피 시장 시장종목 대상종목 및 배정 종목 수 .....	76
<표 III-11> 2019년 코스피 시장 중유동성 종목의 유효스프레드 현황 .....	77
<표 IV-1> 시장조성 대상종목 수 변화 .....	86
<표 IV-2> 시장조성 참여 증권사 현황 .....	87
<표 IV-3> 시장조성 대상종목 선정 기준 .....	88
<표 IV-4> 기준 지표별 세부 산출 기준 .....	89

<표 IV-5> 2019년 제도 시행 전·후 거래량(만주) .....	99
<표 IV-6> 2019년 제도 시행 전·후 거래대금(십억원) .....	100
<표 IV-7> 2019년 제도 시행 전·후 체결률 .....	101
<표 IV-8> 2019년 제도 시행 전·후 Liquidity Ratio .....	102
<표 IV-9> 2019년 제도 시행 전·후 최우선호가 스프레드율 .....	103
<표 IV-10> 2019년 제도 시행 전·후 Absolute Return .....	104
<표 IV-11> 2019년 제도 시행 전·후 DPA .....	105
<표 IV-12> 회귀분석 결과 .....	106
<표 IV-13> 강건성 검정 회귀분석 결과 .....	107
<표 IV-14> 파생상품 운영 현황 .....	109
<표 IV-15> 주가지수 선물옵션 .....	110
<표 IV-16> 개별 주식 선물옵션 .....	110
<표 IV-17> 시장조성자 .....	111
<표 IV-18> 시장조성상품 증권거래세 면세 현황 .....	112
<표 IV-19> 주식/지수 파생상품 연간 거래대금 .....	112
<표 IV-20> 주식/지수 파생상품 연간 거래 비중 .....	113
<표 IV-21> 주식 및 파생상품시장의 유동성, 변동성, 가격발견기능 측정 변수 .....	116
<표 IV-22> 파생상품 양도소득세 과세 .....	124
<표 IV-23> 수익률 .....	125
<표 IV-24> 거래금액 .....	125
<표 IV-25> 거래량 .....	125
<표 IV-26> lnLR .....	126
<표 IV-27> 수익률 절댓값 .....	126
<표 IV-28> DPA .....	126
<표 IV-29> R-innovation .....	126
<표 IV-30> Price discovery .....	127
<표 IV-31> 수익률 .....	128
<표 IV-32> 거래금액 .....	128
<표 IV-33> 거래량 .....	128
<표 IV-34> lnLR .....	129

<표 IV-35> abs return	129
<표 IV-36> DPA	129
<표 IV-37> R innovation	130
<표 IV-38> Price discovery	130
<표 IV-39> 수익률	139
<표 IV-40> 거래금액	139
<표 IV-41> 거래량	139
<표 IV-42> lnLR	140
<표 IV-43> 매도체결률	140
<표 IV-44> 매수체결률	140
<표 IV-45> 호가스프레드	140
<표 IV-46> 수익률 절댓값	141
<표 IV-47> DPA	141
<표 IV-48> 가격발견	141
<표 IV-49> 수익률	143
<표 IV-50> 거래금액	144
<표 IV-51> 거래량	144
<표 IV-52> lnLR	144
<표 IV-53> 매도체결률	145
<표 IV-54> 매수체결률	145
<표 IV-55> 호가스프레드	145
<표 IV-56> 유효스프레드	146
<표 IV-57> 수익률 절댓값	146
<표 IV-58> DPA	146
<표 IV-59> 가격발견	147
<표 IV-60> 지수 선물	148
<표 IV-61> 개별 주식 선물	149
<표 IV-62> 정책이 파생상품시장에 미치는 효과	150
<표 IV-63> 월별 시장별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(주식)	151
<표 IV-64> 연도별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(주식)	152

<표 IV-65> 2018~2019년 시장조성 대상 주식의 거래량과 거래금액 .....	153
<표 IV-66> 2018~2019년 시장조성 활동으로 추가적으로 유발된 세수(주식) .....	153
<표 IV-67> 2018~2019년 시장조성 활동으로 인한 순 세수효과 .....	154
<표 IV-68> 월별 시장별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(파생상품) ..	155
<표 IV-69> 연도별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(파생상품) .....	156
<표 IV-70> 개별주식선물 추가로 인한 연계된 주식의 거래 효과 .....	158

## 그림 목 차

[그림 IV-1] 거래량 추세 .....	92
[그림 IV-2] 시장조성 대상종목의 거래량 비중 변화 .....	93
[그림 IV-3] 거래대금 추세 .....	93
[그림 IV-4] 시장조성 대상종목의 거래대금 비중 변화 .....	94
[그림 IV-5] 월평균 체결률의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교 .....	95
[그림 IV-6] 월평균 Liquidity Ratio의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교 .....	96
[그림 IV-7] 월평균 최우선호가스프레드율의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교 ..	96
[그림 IV-8] 월평균 Absolute Return의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교 .....	97
[그림 IV-9] 월평균 DPA의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교 .....	97
[그림 IV-10] 평균 거래량 .....	99
[그림 IV-11] 평균 거래대금 .....	100
[그림 IV-12] 평균 체결률 .....	101
[그림 IV-13] 평균 Liquidity Ratio .....	102
[그림 IV-14] 평균 최우선호가 스프레드율 .....	103
[그림 IV-15] 평균 Absolute Return .....	104
[그림 IV-16] 평균 DPA .....	105
[그림 IV-17] 수익률 .....	118
[그림 IV-18] 거래금액 .....	119
[그림 IV-19] 거래량 .....	119
[그림 IV-20] lnLR .....	120
[그림 IV-21] 매도체결률 .....	120
[그림 IV-22] 매수체결률 .....	121
[그림 IV-23] 수익률 절댓값 .....	121
[그림 IV-24] DPA .....	122
[그림 IV-25] R innovation .....	122
[그림 IV-26] 수익률 .....	132

[그림 IV-27] 거래금액 .....	133
[그림 IV-28] 거래량 .....	133
[그림 IV-29] lnLR .....	134
[그림 IV-30] 매도체결률 .....	134
[그림 IV-31] 매수체결률 .....	135
[그림 IV-32] 로그호가스프레드 .....	135
[그림 IV-33] 로그유효스프레드 .....	136
[그림 IV-34] 수익률 절댓값 .....	136
[그림 IV-35] DPA .....	137

# I. 서론





# I. 서론

- 「조세특례제한법」 제117조의 2의5와 3은 파생상품 시장조성자 및 주식 시장조성자 등에 대한 증권거래세를 면제함으로써 금융시장의 효율화·안정화를 목적으로 도입된 제도
- 금융시장의 효율화·안정화 및 시장의 활성화를 지원하기 위하여 도입된 본 제도의 타당성과 효과성에 대한 심층 분석을 수행하고, 보다 효과적·효율적으로 정책 목표를 달성하기 위한 제도 개선방안을 제시하고자 연구를 수행함
- 타당성 분석을 통하여 동 제도와 관련한 정부 역할의 적절성, 지원 대상의 적절성, 지원 내용과 방식의 타당성, 그리고 기타 정책과의 유사성·중복성을 살펴봄
- 효과성 분석을 통하여 주식시장과 파생상품 시장에서의 동 제도의 경제적 효과, 즉 제도로 인한 거래량·유동성·변동성 등의 변화를 분석
  - 나아가, 동 제도로 인하여 발생한 세수효과를 분석함
- 타당성 분석과 효과성 분석을 바탕으로 제도 개선방안 및 정책 방향에 대한 종합적인 평가 및 논의를 수행함
  - 정책목표가 적절한지에 대한 논의와 더불어, 보다 효율적인 조세지출을 통한 목표 달성 방안을 검토
  - 정책목적을 달성하는 과정에서 일어날 가능성이 있는 잠재적 부작용을 최소화하기 위한 제도 개선 방향을 논의



## Ⅱ. 시장조성자제도 운영 현황





## II. 시장조성자제도 운영 현황

### 1. 제도 개요 및 운영 현황

#### 가. 제도 개요

##### 1) 도입 목적

- 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의5, 3호는 파생상품 시장조성자 및 주식 시장조성자 등에 대한 증권거래세를 면제함으로써 각 시장에 유동성 공급을 높여 시장의 활성화 및 안정화를 도모하고자 도입됨
  - 증권거래세 면제 특례는 파생상품시장에 우선 도입되었으며, 이후 증권시장에도 특례가 적용됨

##### 2) 국내 시장조성자제도 변혁 및 현황<sup>1)</sup>

- 1999년 국고채시장에서 국고채 전문딜러(Primary Dealer, PD)에게 시장조성자의 역할을 부여하여 운용한 것이 우리나라에서 최초로 시행한 시장조성자제도로, 이후 주식시장 활성화의 중요성이 증대됨에 따라 다른 시장에도 도입됨<sup>2)</sup>
  - 국고채 전문딜러는 국고채시장의 활성화를 통해 금융시장 구조를 선진화하고, 정부의 안정적인 재정기반을 확립하기 위해 도입된 이후 현재까지 운용되고 있음
  - 2011년 3월부터 국고채 전문딜러의 경쟁력 향상을 위해 예비국고채 전문딜러(Preliminary Primary Dealer, PPD) 제도를 도입하여 시장조성자 의무이행 실적에 따라 PPD에서 PD로 승격하거나 PD에서 PPD로 전환시킴

1) 한국거래소 홈페이지를 참고하여 작성함, <https://regulation.krx.co.kr/contents/RGL/03/03050700/RGL03050700.jsp#c77a52a8bb926ea0995cc403f7c88b7a=1>, 검색일자: 2020. 4. 1.

2) 기획재정부 국채시장 홈페이지, <http://ktb.moef.go.kr/ntndbtSpcltyDealerMean.do>, 검색일자: 2020. 4. 1.

- 선물시장에 대한 시장조성자제도는 2006년 12월<sup>3)</sup>에 도입되었으며, 개별주식선물·옵션의 시장조성자제도는 2014년(선물: '14년 9월, 옵션: '14년 11월)<sup>4)</sup>에 도입되었음. 이후 저유동성 종목에 대한 주식 시장조성자제도<sup>5)</sup>는 2016년 1월에 도입되었음
  
- 현재 한국거래소에서는 거래소와 시장조성계약을 체결한 시장조성자가 매도·매수 호가를 유동성이 필요한 상품(시장조성상품)에 제출하여 투자자가 원활하게 파생상품 등을 거래할 수 있도록 시장을 조성하는 제도를 시장조성자제도라고 정의함
  - 한국의 시장조성자에는 KB증권, DB금융투자, NH투자증권, SK증권, 대신증권, 메리츠증권, 미래에셋대우, 삼성증권, 신영증권, 신한금융투자, 유안타증권, 유진투자증권, 이베스트투자증권, 중국은행 서울지점, 키움증권, 하나금융투자, 하이투자증권, 한국투자증권, 한화투자증권이 포함됨
  
- 주식 시장조성 대상은 유가증권시장, 코스닥시장에 상장된 종목들 중 유동성이 저조하다고 판단되는 종목들임
  - 유효스프레드 등 유동성과 관련된 지표들을 이용하여 대상종목을 선정함
  
- 파생상품 시장조성거래 대상은 상장된 파생상품 중 고객의 원활한 투자를 위해서 유동성 공급이 필요하다고 판단되는 상품으로 선정하였으며, 코스피200선물 및 옵션을 제외한 주가지수 및 주식상품 파생상품을 대상으로 함
  - 미니코스피200선물, 미니코스피200옵션, 코스닥150선물, 코스닥150옵션, KRX300선물, 유로스톡스50선물, 섹터지수선물, 변동성지수선물, 고배당50·배당성장50지수선물, 주식·ETF선물, 주식옵션, 통화선물(미국달러, 유로, 엔, 위안), 국제선물 상품간스프레드, 3년국채선물, 10년국채선물이 포함됨

3) 한국거래소 보도자료, 「시장조성자제도 도입 등 선물시장 제도 개선」, 2006. 10. 31.

4) 한국거래소 보도자료, 「주식선물·옵션 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 시행」, 2015. 3. 12.

5) 2006년 1월에 도입된 주식시장 유동성 공급자(LP)제도는 상장회사가 증권회사와 계약을 체결하여 유동성을 제고하도록 하는 제도로서, LP종목으로 지정될 경우 관리종목에서 제외되고 있어 유동성 부족에 대한 적극적인 해결 수단보다는 관리종목 회피수단으로 이용되는 측면이 존재하였음(한국거래소 보도자료, 「주식시장 시장조성자제도 및 거래안정화장치 도입 등」, 2015. 11. 4.)

- 주식 시장조성자는 시장조성계약이 체결된 종목에 대해 상시적으로 시장조성호가를 제출
  - 계약에서 정한 가격범위(4-8Tick) 이내로 양방향 호가를 상시 유지
  
- 파생상품 시장조성자는 한국거래소와 체결한 계약에서 정하는 바에 따라 의무종목에 대해서는 반드시 시장조성호가를 제출하여야 하며, 의무종목은 다음과 같음
  - (선물) 최근월물(최근월물의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물)
    - 미니코스피200선물은 최·차근월물(다만, 최근월물의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물만)
  - (상품간스프레드) 최근월물간(다만, 최근월물간 종목의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물간)
  - (옵션) 최근월물(다만, 최근월물의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물) 중 일정 행사가격
  - 의무종목 이외의 종목에 대해서는 자율적으로 호가를 제출하며 호가 제출 의무는 없음
  
- 시장조성자는 각 상품별로 정해진 의무호가규격(호가스프레드, 호가수량)에 부합하는 호가를 거래시간 중 일정 비율 이상 제출하여야 함

### 3) 정책 대상자 및 대상요건<sup>6)</sup>

- (정책 대상자) 「조세특례제한법」상 시장조성거래에 따른 증권거래세 면제 대상은 파생상품시장 시장조성자, 주식시장 시장조성자를 포함하며, 구체적 대상요건은 다음과 같음
  
- (「조특법」 §117① 2의5) 파생상품 시장조성자의 파생상품시장의 조성을 위한 위원회피 목적의 주권<sup>7)</sup>으로서, 다음의 요건에 따라 양도하는 경우를 포함함

6) 삼일아이닷컴(<http://www.samili.com>)의 조문 해설을 참고하여 작성함

7) 주식 파생상품의 기초자산이거나 주가지수 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권

- (시장조성 전용 주식계좌를 통한 양도) 「파생상품시장업무규정」에 따른 주식 선물·옵션 또는 주가지수선물·옵션으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주식 파생상품의 기초자산이거나 주가지수 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
- (위험회피 목적의 양도) 시장조성계약에 따라 해당 주식 파생상품 및 주가지수 파생상품을 거래하는 과정에서 발생하는 주식 파생상품 및 주가지수 파생상품의 가격변동 위험을 회피하기 위하여 그 위험회피거래 대상 주권을 일정한 요건에 따라 양도하는 경우

□ 위험회피 목적의 양도로 거래되는 주권의 경우, 다음의 거래 요건 및 면제 한도 수량에 따라 면제 대상에 포함함

- 면제 대상 거래는 주식선물 매수, 주식 콜옵션 매수 및 주식 풋옵션 매도계약을 체결(반대거래는 제외)하는 즉시 주권을 양도하는 경우를 포함함
- 또한 주식선물 매도, 주식 콜옵션의 매도, 주식 풋옵션의 매수계약을 체결(반대거래는 제외)하는 즉시 주권을 매수하고, 해당 계약이 반대거래되거나 최종 거래일이 도래한 때 그 매수한 주권을 양도하는 경우를 포함함

<표 II -1> 파생상품 상품별 면제한도

구분	내용
주식 파생상품	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일일 매수·매도량별 주식 거래량 환산비율 × 거래승수<sup>1)</sup></li> <li>• 종목별 전일 미결제약정수량 × (당일 주식거래량 환산비율 - 전일 주식거래량 환산비율) × 거래승수</li> <li>* 환산비율의 차가 0보다 작은 경우 0으로 함</li> <li>• 종목별 최종거래일 미청산 미결제약정수량 × (0 - 최종거래일 주식거래량 환산비율) × 거래승수</li> <li>* 최종거래일 주식거래량 환산비율이 0보다 큰 경우 0으로 함</li> </ul>
주가지수 파생상품	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일일 매수·매도량별 주식 거래량 환산비율 × 거래승수 × 지수환산계수<sup>2)</sup></li> <li>• 종목별 전일 미결제약정수량 × (당일 기초자산 환산비율 - 전일 기초자산 환산비율) × 거래승수 × 지수환산계수</li> <li>* 환산비율의 차가 0보다 작은 경우 0으로 함</li> <li>• 종목별 최종거래일 미청산 미결제약정수량 × (0 - 최종거래일 기초자산 환산비율) × 거래승수 × 지수환산계수</li> <li>* 최종거래일 주식거래량 환산비율이 0보다 큰 경우 0으로 함</li> </ul>

주: 1) 거래승수는 「파생상품업무규정」을 따름

2) 지수환산계수는 해당 거래일 주가지수의 증가에 지수를 구성하는 주권별로 지수반영 시가총액 비중을 곱한 후 주권별 증가로 나눈 수치

자료: 삼일아이닷컴(<http://www.samili.com>)의 조문 해설을 참고하여 저자 작성

- 면제한도는 다음의 거래 수량의 합으로 정하며, 거래량이 다음 세 산식의 합에 따라 정해진 일일면제한도를 초과할 경우 먼저 거래한 것부터 순차적으로 포함되는 것으로 면제 대상 거래를 정함
- 한국거래소는 매 거래일마다 주식 파생상품 및 주가지수 파생상품의 거래량에 대응하는 위험회피거래 대상주권의 거래량을 산출할 수 있는 일정 비율을 시장조성자에게 통보하여야 함
  - 주가지수 파생상품의 경우 기초자산 환산비율 및 지수 반영 시가총액 비중, 주식 파생상품의 경우 주식거래량 환산비율을 시장조성자에게 통보하여야 함
- 시장조성자는 위험회피거래 대상주권을 양도하는 경우 위험회피거래신고서(시행규칙 별지 제70호의5 및 제70호의6)를 한국예탁결제원에 제출하여야 함

〈표 II -2〉 파생상품 시장조성자 요건 요약

구분	내용
면제 대상 요건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국거래소와 시장조성계약을 체결한 투자매매업자로 거래소 결제회원이며 시장조성의 업무를 담당하는 자를 면제 대상으로 포함함</li> <li>• 면제 대상 거래는 시장조성계약의 대상이 되는 자산이나 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함</li> </ul>
위험회피 거래 요건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식선물 매수, 주식 콜옵션 매수 및 주식 풋옵션 매도계약을 체결하는 즉시 주권을 양도하는 경우를 포함함</li> <li>• 또한, 주식선물 매도, 주식 콜옵션의 매도, 주식 풋옵션의 매수계약을 체결하는 즉시 주권을 매수하고, 해당 계약이 반대거래되거나 최종 거래일이 도래한 때 그 매수한 주권을 양도하는 경우를 포함함</li> </ul>
위험회피 거래 한도	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일일 면제한도에 대한 세 산식으로 산출된 값의 합계</li> </ul>

자료: 삼일아이닷컴(<http://www.samili.com>)의 조문 해설을 참고하여 저자 작성

- (「조특법」 제117조 제1항 3) **주식 시장조성자의 증권시장을 조성하기 위한 주권**으로서 다음의 요건에 따라 양도하는 경우를 포함함
  - (시장조성전용 주식계좌를 통한 양도) 「증권시장업무규정」에 따른 주권으로서 시장조성계약의 대상이 되는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
  - (호가 가격 제한) 시장조성계약 대상주권의 호가 제출시점 최우선 매수호가 가격보다 높은 가격으로 제출한 매도호가로 주권을 양도해야 함

- 다음의 요건을 모두 충족하는 경우 호가 제출시점의 최우선 매수호가 가격보다 낮거나 같은 가격으로 제출한 매도호가로 주권을 양도하는 것을 포함(전일 장 종료시점 보유 종목의 70% 한도)
- 대상주권을 기초자산으로 하는 주식선물 또는 주식옵션이 한국거래소에 상장되어있지 않은 경우
- 대상주권의 가격이 「증권시장업무규정」에 따른 기준가격의 100분의 4를 초과하여 하락하는 경우

〈표 II -3〉 주식 시장조성자 요건 요약

구분	내용
면제 대상 요건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국거래소와 시장조성계약을 체결한 투자매매업자로 거래소 결제회원이며 시장조성의 업무를 담당하는 자를 면제 대상으로 포함함</li> <li>• 면제 대상 거래는 시장조성계약의 대상이 되는 자산이나 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함</li> </ul>
면제 대상 거래 요건	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 호가 제출시점 최우선 매수호가 가격보다 높은 가격으로 제출한 매도호가로 주권을 양도(일부 예외)</li> </ul>

자료: 삼일아이닷컴(<http://www.samili.com>)의 조문 해설을 참고하여 저자 작성

- 한국거래소는 시장조성 대상 주권의 거래내역 중 증권거래세 면제 대상 거래를 확인하여 시장조성자 및 한국예탁결제원에 매거래일마다 통보하여야 함
- 주식 시장조성자는 시장조성거래신고서(시행규칙 별지 제70호의7)를 한국예탁결제원에 제출하여야 함

## 나. 제도 운영 현황

### 1) 조세지출 규모

- 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 「2018년 조세지출예산서」에서부터 실적에 포함되었으며, 「2019년 조세지출예산서」부터는 우정사업총괄기관의 차익거래에 대한 증권거래세 면제조항(제5호)<sup>8)</sup>과 함께 실적이 집계됨

8) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제5호 신설, 2016. 12. 20.

- 집계 포함 대상이 같아진 2017년부터 2020년 전망치까지를 살펴보면, 2018년 조세감면액은 1,070억원으로 전년도 조세감면액 752억원에 비해 증가하였으나 이후 전망치에서는 증가세가 이어지지 않으며 뚜렷한 증감 패턴이 있다고 보기 어려움

〈표 II -4〉 조세지출예산서상 조세감면액 추이

(단위: 억원)

구분	2016	2017	2018	2019(전망)	2020(전망)
증권거래세 (「조특법」 제2호의5, 제3호)	459	752	1,070	856	890
증권거래세 (「조특법」 제5호)	-				

자료: 기획재정부, 『조세지출예산서』, 각 연도

## 2) 제도 연혁

- 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의5는 2014년 12월에 신설되었고, 2015년 면제 대상 항목을 세분화하여 적용 기간을 나눈 이후 큰 변화 없이 일몰이 연장되어 운용됨
  - 제2호의5 가목(주가지수 파생상품)의 경우 2016년 3월 14일 이후부터 적용되어 2020년 12월 31일을 일몰기한으로 두고 있으며, 나목(개별주식 파생상품)의 경우 2015년 3월 13일 이후부터 적용되어 2020년 12월 31일을 일몰기한으로 두고 있음
    - 가목은 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품을 포함하며, 나목은 가목 이외의 파생상품을 포함함
- 2015년 12월 동법 제117조 제1항 제3호가 신설되어 주가지수 시장조성자 및 주식 시장조성자에 대한 증권거래세 면제가 추가되었으며, 이후 개정 없이 일몰이 연장되어 운용됨
  - 제3호의 경우 2016년 3월 14일 이후부터 적용되어 2020년 12월 31일을 일몰 기한으로 두고 있음

<표 II -5> 증권거래세 면제 특례(「조특법」 제117조 제1항 제2호의5, 제3호) 변혁

연도	주요 변경사항
2014. 12. 23.	<p>「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의 5 신설</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>금융투자업자로서 파생상품시장을 조성하기 위하여 그 파생상품의 기초자산인 주권을 양도하는 경우(파생상품의 가격변동으로 인한 위험을 회피하기 위하여 양도하는 경우로 한정함)를 증권거래세 면제 대상에 추가함</li> <li>- 적용시기: 2015. 3. 13. 이후<sup>1)</sup></li> <li>- 일몰기한: 2017. 12. 31.</li> </ul>
2015. 12. 15.	<p>「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의 5의 본문 개정 및 각목을 다음과 같이 신설</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>파생상품의 기초자산인 주권을 → 다음 각 목의 구분에 따른 주권을</li> <li>가. 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품의 경우: 해당 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권</li> <li>나. 가목 외의 파생상품의 경우: 해당 파생상품의 기초자산인 주권</li> <li>- 적용시기<sup>1)</sup></li> <li>제2호의 5 가목: 2016. 3. 14. 이후</li> <li>제2호의 5 나목: 2015. 3. 13. 이후</li> <li>- 일몰기한</li> <li>제2호의 5 가목: 2018. 12. 31</li> <li>제2호의 5 나목: 2017. 12. 31.</li> </ul> <p>「조세특례제한법」 제117조 제1항 제3호 신설</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>금융투자업자로서 증권시장을 조성하기 위하여 주권을 양도하는 경우를 증권거래세 면제대상에 추가함</li> <li>- 적용시기: 2016. 3. 14. 이후<sup>1)</sup></li> <li>- 일몰기한: 2018. 12. 31.(2016. 12. 20. 개정 시 일몰기한 설정)</li> </ul>
2017. 12	<ul style="list-style-type: none"> <li>파생상품 시장조성자 증권거래세 면제(제2호의 5 나목) 적용기한 연장: 2020년 12월 31일까지</li> </ul>
2018. 12	<ul style="list-style-type: none"> <li>파생상품 시장조성자 증권거래세 면제(제2호의 5 가목) 및 주식 시장조성자 증권거래세 면제(제3호) 적용기한 연장: 2020년 12월 31일까지</li> </ul>

주: 1) 재금융세제-23, 2016. 1. 18. 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2의5호에서 규정하는 파생상품 시장조성자의 증권거래세 면제규정은 「조세특례제한법 시행규칙」 제50조의6이 공포된 날부터 적용되는 것임

자료: 국세법령정보시스템, <http://txsi.hometax.go.kr/docs/main.jsp>

## 2. 해외사례

### 가. 증권거래세가 없으며 시장조성자제도를 운용하는 국가

#### 1) 미국

- 미국의 시장조성자는 특정 주식에 대하여 지속적이고 정기적으로 호가를 제시하며 매수·매도하는 회사로 나스닥이나 장외시장, 뉴욕 증권거래소와 같은 곳에서 활동함<sup>9)</sup>
  - 일반적으로 시장조성자들은 그들이 속한 시장에서 최소 100종목 이상을 매수하고 매도할 준비가 되어 있어야 함
  
- 미국 「연방법」(CFR §242.103)에 따라 나스닥시장의 수동적 시장조성자(passive market maker, 이하 수동적 시장조성자)를 허용하며, 시장조성자는 다음의 조건을 만족해야함<sup>10)</sup>
  - (일반 제한사항) 수동적 시장조성자는 가능한 모든 거래에 영향을 끼쳐야 하며, 증권 구매 시 해당 증권에 대한 최고 독립 입찰가(independent bid)를 초과하는 금액으로 증권을 입찰하거나 구매할 수 없음
    - 독립 입찰은 증권 유통자나 발행인, 매수 증권 보유자, 관련 구매자가 아닌 사람이 하는 입찰을 의미함
  - (구매 제한) 수동적 시장조성자의 순 구매액은 평균 일일 거래(Average Daily Trading Volume, ADTV)의 30% 제한 또는 200주를 초과할 수 없음
    - 수동적 시장조성자의 순구매가 구매제한과 같거나 이를 초과하는 경우, 그 즉시 나스닥에서의 호가 제시가 철회됨
  - (입찰가 규제) 증권에 대한 모든 독립입찰가가 수동적 시장조성자의 입찰가보다 낮은 가격으로 떨어지는 경우, 시장조성자는 즉시 독립 입찰가보다 높지 않은 수준으로 가격을 낮춰야 함

9) 미국 증권거래위원회, <https://www.sec.gov/fast-answers/answersmktmakerhtm.html>, 검색일자: 2020. 3. 23.

10) 코넬대학 법령정보 서비스, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/242.103>, 검색일자: 2020. 3. 23.

- (입찰 수량 규제) 수동적 시장조성자는 항상 시장조성자의 구매제한에 따른 잔여 구매 가용량이나 해당 증권의 최소 호가 제시량을 초과하여 입찰을 제시할 수 없음
  - 수동적 시장조성자는 시장조성거래에 참여할 의사가 있음을 미리 미국증권협회(National Association of Securities Dealers, NASD)에 통지하고 NASD가 규정대로 거래 정보를 NASD에 제출해야 함
- 조건을 만족하는 시장조성자에 대해서는 시행 거래 주당(per share executed) 다음과 같은 인센티브가 부여됨<sup>11)</sup>
- 유동성 공급을 위한 1달러 이상 거래에 대하여 환급금 지급
  - 비공개 중간 호가 주문(Non-displayed midpoint liquidity) 활성화를 위한 거래에 대하여 환급금 지급
  - 추가적 유동성 공급을 위한 거래에 대하여 환급금 지급 등
- 장외시장의 경우 딜러들이 고객을 대신하여 거래에 참여하는 역할을 하면서 시장조성자 역할을 하기도 함<sup>12)</sup>
- 시장조성자는 회사를 대신하여 공개 호가 가격에 주문을 처리하고 유동성 제공을 위해 자체 자본을 투자할 수 있음
  - 또한 매수와 매도가 일어나지 않는 적정 주문 상·하한을 표시해야 하고, 고객 주문에 대해서는 최선의 결과를 제공해야 함
  - 장외시장 시장조성자는 거래에 대한 수수료로 수익을 창출함
- 뉴욕증권거래소는 지정 시장조성자(Designated Market Maker, DMM) 제도를 운영하고 있으며 이 지정 시장조성자들은 뉴욕 증권시장에 유동성을 공급하기 위해 활동하고 기존의 시장조성자에 비해 더 많은 의무를 이행해야 함<sup>13)</sup>
- 심화 조건: 유동성이 충분하지 않은 경우 상황에 따라 유동성을 추가 공급함
  - 호가 조건: 특정 시간동안 최고·최저 가격(National Best Bid and Offer, NBBO)을 호가해야 함

11) 나스닥 홈페이지, <http://nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=PriceListTrading2>, 검색일자: 2020. 4. 21.  
 12) 미국 장외시장 홈페이지, <https://www.otcm Markets.com/learn/market-101/market-structure>, 검색일자: 2020. 3. 23.  
 13) 뉴욕증권거래소 그룹, [https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated\\_market\\_makers.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated_market_makers.pdf), 검색일자: 2020. 3. 23.

- 주문 조건: 시장 주문이 원활하게 이루어질 수 있도록 주문을 개설·마감하고 자본을 제공해야 함
  - 공격적 거래 조건: 시장 전체에 영향을 주고 공격적으로 유가증권 가격을 움직일 때 반드시 충분한 거래량을 갖고 다시 거래에 참여해야 함
  - 자본 조건: 7,500만달러 이상 추가적인 재고위험자본(inventory-risk capital)이 필요함
  - 개인적 의무: 지정 시장조성자는 인간이 할 수 있는 판단과 의사소통을 제공함
- 뉴욕증권거래소의 지정 시장조성자는 시장조성거래에 대하여 다양한 형태의 환급금을 지급받으며, 기존의 시장조성자와 비교하여 더 많은 부분에서 환급금을 받을 수 있음
- 최적 가격을 호가한 시간의 일정 부분에 대하여 환급금 지급(Quoting rebate)
    - 기존의 시장조성자에게도 일부 해당하는 사항
  - 최적 가격을 호가한 거래량에 따른 환급금 지급(Quoting size rebate)
  - 유동성 추가량에 따른 환급금 지급(Liquidity provision rebate)
    - 기존의 시장조성자에게도 일부 해당하는 사항
  - 최적 호가 사이의 중간 호가 주문을 활성화하기 위한 환급금 지급(Price improvement rebate)
    - 기존의 시장조성자에게도 일부 해당하는 사항
  - 거래가 활발하지 않은 증권의 호가 개선을 위한 환급금 지급(Market data rebate, Flat fee rebate)

## 2) 일본

- 현재 일본에서는 오사카 증권거래소의 선물·옵션거래, 도쿄 금융거래소의 거래소 환율 증거금 거래 및 주가지수 증거금 거래, 도쿄 상품거래소의 선물·옵션거래 등에 있어 시장조성자제도를 채용하고 있음
- 도쿄 증권거래소는 국민의 안정적인 자산 형성을 도모하고 소액 분산 투자를 증진시키며 ETF 시장의 유동성 향상을 위하여, 2018년 7월 2일 ETF 시장에 시장조성자제도를 도입함<sup>14)</sup>

- 거래소는 등록 신청을 바탕으로 종목마다 시장조성자를 지정하고 지정받은 시장조성자는 호가 제시 의무를 이행해야 하며, 이에 대한 인센티브(보상)를 받을 수 있음
  - 또한 운용회사가 호가 제시 의무와 인센티브를 독자적으로 설정하고 시장조성자를 유치하는 것을 허용하는, 스폰서 시장조성자제도를 함께 도입함
- 시장조성자는 ETF를 대상으로 하며, ETN이나 레버리지, 인버스형 ETF는 대상으로 하지 않음<sup>15)</sup>
- 시장조성자는 직접적으로 거래에 참여하거나 위탁을 받아 거래에 참여하며, 위탁 시장조성자의 경우 위탁업자로서의 등록을 인증받아야 함
- 시장조성자는 매매대금에 비례하여 인센티브를 받으며, 시장조성을 위한 거래에 대하여 접근료의 일부를 면제하며, 가상서버<sup>16)</sup> 비용의 일부도 면제함
- 일정 수 이상의 종목에 대하여 시장조성거래 호가 의무를 이행하였을 경우, 가상서버 비용의 일부를 면제함
  - 현재의 요금 체계에 따르면, 주문건수에 따라 접근료를 과금하여 지속적으로 호가를 제시해야 하는 시장조성자의 경우 이에 대한 부담이 크므로, 시장조성자의 경우 접근료의 일부를 면제함
  - 호가 제시 종목이 늘어남에 따라 이에 대한 가상서버 비용이 발생하므로, 제시 건수에 비례하여 가상서버 비용 면제도 늘어남
  - 호가 의무를 제대로 이행하지 않았을 경우, 인센티브는 일절 부여되지 않으며 스폰서로부터 받는 인센티브도 이에 포함됨
  - 일부 지수에 있어서 필요하다고 판단되는 종목에 대해서는 통상보다 고액의 인센티브를 받음

14) 일본 금융정보사이트, <https://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar291.html>, 검색일자: 2020. 3. 18.

15) 일본 증권거래소 그룹, “(ST-1)ETF市場におけるマーケットメイク制度の取扱い,” 2020. 3.

16) 가상서버는 호가 제시를 위해 필요한 장치로, 통상적으로 주문 200건당 월 9만엔 정도의 서버 이용료가 발생함

- 시장조성자는 호가에 대한 의무를 가짐
  - 정해진 종목 수 이상의 종목에 대해서도 호가 제시 의무를 충족할 필요가 있음
  - 계측대상 시간의 80% 이상의 시간 동안 호가를 해야 하며, 매매 정지 등의 기간은 계측대상 시간으로부터 제외됨
  - 종목별로 다른 최대 스프레드·최저호가 제시 수량을 정해야 함
  
- 시장조성자의 호가에 대한 의무 중 종목에 관한 조건은 다음과 같으며, 조건의 일부만 이행하는 경우 시장조성거래를 이행했다 하더라도 이에 대한 인센티브를 받을 수 없음
  - ETF 종목 중 30종목 이상(20종목 이상 저유동성 종목 포함 - 일일 평균 거래량 1억엔 미만) 호가
    - 시장조성을 실시하는 종목을 비교적 자유롭게 선택할 수 있으나 최저 종목 수가 많음
  - 해외 ETF 중 15종목 이상 호가
    - ETF를 통한 개인의 국제 분산투자를 가능하게 하기 위하여, 유동성의 개선이 필요하다고 판단되는 해외지수 ETF의 시장조정을 실시하는 경우, 최저 종목 수를 적게 설정함
  - 국내 ETF 저유동성 종목(일일 평균 거래량 1억엔 미만) 10종목, 해외 ETF 10종목 이상 호가
    - 국내 ETF 및 해외 ETF 모두 호가를 제시할 수 있으며, 최저 종목 수는 약간 적게 설정됨
    - 국내 ETF 종목의 경우 신청 당시 저유동성 종목으로 분류되면 신청 후 고유동성 종목으로 바뀌어도 저유동성 종목으로 분류됨
  
- 오사카 증권거래소에서는 선물·옵션거래와 관련된 시장조성자제도를 운영함<sup>17)</sup>
  - 선물·옵션거래에 있어 지속적인 호가 및 구매, 주문 가격의 제시 등을 통해 거래의 원활한 성립 및 유동성의 향상을 도모하기 위하여 도입됨

17) 오사카 금융거래소, “先物・オプション取引に係るマーケットメイカー制度の取扱い,” <https://www.jpx.co.jp/derivatives/rules/market-maker/index.html>, 검색일자: 2020. 4. 27.

□ 오사카 증권거래소에서의 시장조성자는 거래소의 승인을 받아야 하며, 주요시장 조상자(Primary Market Maker, PMM)와 유동성 공급자(Liquidity Provider, LP)로 구분되어 각각의 업무가 나뉨

- 주요 시장조성자의 경우 지속적인 호가 및 주문 가격을 제시하는 시장조성 업무를 담당하며, 몇 가지 자격조건을 충족해야 함
  - 일정 시간 이상 시장조성을 위한 호가를 제시해야 함
  - 최소 종목 범위 및 종목 수를 충족해야 함
  - 호가 및 구매 주문의 최대 스프레드 폭을 충족해야 함
  - 최저수량 이상 호가를 제시해야 함
  - 이 외의 거래상황 보고 등 필요 시 발생하는 상황에 대하여 대응해야 함

<표 II -6> 주요 시장조성자 및 유동성 공급자의 선물·옵션 대상거래 종류

구분	대상거래	PMM	LP
선물	장기국채 선물거래	○	(대상 외)
선물	미니 장기국채 선물거래	○	○
선물	초장기 국채 선물거래	○	(대상 외)
선물	닛케이 225 선물거래	(대상 외)	○
선물	닛케이 225 mini	○	○
선물	TOPIX 선물거래	○	○
선물	미니 TOPIX 선물거래	○	○
선물	JPX 닛케이 400 선물거래	○	○
선물	도쿄 증권거래소 마더스지수 선물거래	○	(대상 외)
선물	TOPIX Core30 선물거래	○	(대상 외)
선물	도쿄 증권거래소 주가지수 선물 거래	○	(대상 외)
선물	NY다우 선물거래	○	(대상 외)
선물	대만 가권지수 선물거래	○	(대상 외)
선물	FTSE 중국 50 선물거래	○	(대상 외)
선물	닛케이 평균 VI 선물거래	○	(대상 외)
선물	도쿄 증권거래소 REIT 지수 선물거래	○	(대상 외)
선물	닛케이 평균·배당지수 선물거래	○	(대상 외)
선물	TOPIX 배당지수 선물거래	○	(대상 외)
선물	TOPIX Core30 배당지수 선물거래	○	(대상 외)
옵션	장기국채 선물옵션 거래	○	(대상 외)
옵션	닛케이 225 옵션거래(통상 옵션거래)	○	(대상 외)
옵션	닛케이 225 옵션거래(weekly 옵션거래)	○	(대상 외)
옵션	TOPIX 옵션거래	○	(대상 외)
옵션	JPX 닛케이 400 옵션거래	○	(대상 외)
옵션	유가증권 옵션거래	○	(대상 외)

자료: 오사카 금융거래소, “先物·オプション取引に係るマーケットメイカー制度の取扱い,” <https://www.jpx.co.jp/derivatives/rules/market-maker/index.html>, 검색일자: 2020. 4. 27.

- 유동성 공급자의 경우 적당하다고 판단되는 범위 안에서 유동성 공급 거래를 담당하며, 주요 시장조성자와 같은 자격조건은 없음
- 주요 시장조성자는 시장조성거래에 대하여 거래수수료를 할인받고, 시장조성거래에 대한 대가로 고정 인센티브를 지급받으며, 유동성 공급자의 경우 유동성 공급 거래에 대하여 거래수수료를 할인받음
  - 개별 주식 종목마다 호가 제시 시간, 스프레드 폭, 최저수량 등 충족해야 하는 조건들이 다르게 지정되어 있으며, 이 조건들을 만족해야만 수수료 할인 혜택 및 인센티브를 받을 수 있음

### 3) 독일<sup>18)</sup>

- 독일은 지정 시장조성자(Designated Sponsor) 제도를 운용하며, 주식 발행인이 거래를 시작할 때 시장조성자를 한 명 이상 지정하여 고객의 요청이나 본인의 판단에 따라 거래 시간동안 유동성 공급을 위한 호가를 제시하도록 함
  - 지정 시장조성자는 원활한 주식 거래를 위해 호가를 제시하여 주식의 수요와 공급 사이 일시적 불균형을 상쇄하며, 독일의 전자거래소인 Xetra를 통해서만 활동함
- 일반적으로 Xetra에서 지속적으로 거래하기 위해서는 시장조성자를 적어도 한 명은 지정해야 하며, 고유동 항목으로 분류된 일부의 경우에 한하여 이를 지정하지 않아도 되도록 함<sup>19)</sup>
  - Xetra 유동성 지표(Xetra Liquidity Measure, XLM)가 100을 초과하지 않으며, 일일 평균 거래량이 250만유로 이상인 경우 고유동 항목으로 지정하며, 이 항목의 경우 시장조성자 지정 없이 거래할 수 있음
  - XLM이 100을 초과하며 일일 평균 거래량이 250만유로 미만인 항목에서 시장조성자를 지정하지 않는 경우, 금융 전문가(Börse Frankfurter Specialist)를 통한 거래만 가능함

18) 독일 증권거래소, <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/know-how/glossary/glossary-article/Designated-Sponsor-242854>, 검색일자: 2020. 3. 25.

19) 독일 증권거래소, “Designated Sponsor Guide(Version 12.1),” 2020. 2.

- 지정 시장조성자는 지속적인 거래와 양방향 호가(two-way order) 제시 의무를 가지며, 다음의 기준에 따라 의무 충족 여부를 결정함
  - 최대 스프레드: 시장조성자에게 허용되는 최대 스프레드 한도가 정해져 있으며, 대상 항목의 유동성 및 가격에 따라 다르게 측정되어 있고, 매주 스프레드 요건 충족 여부를 검토함
  - 최소 호가 수량: 시장조성자는 최소한도로 정해진 호가 수 이상 호가를 제시해야 하며, 대상 항목의 유동성 및 가격에 따라 다르게 측정되어 있고, 매주 스프레드 요건 충족 여부를 검토함
  - 호가 유지 시간: 프라임 스탠다드 시장의 국내 및 국외 금융상품의 경우 호가 제시 후 60초 이상, 이 외 금융상품 및 ETF, ETC, ETN에 대한 최소 호가 제시 시간은 매수와 매도가격이 맞아 가격이 형성되는 시점까지, 이외의 증권 및 ETF, ETC, ETN에 대한 최소 호가 유지 시간도 가격 형성시점까지로 함
    - 프라임 스탠다드 시장은 독일의 발행시장 내 분류 중 하나로, 일반 발행시장보다 더 많은 재정평가보고서를 제출하고 평가 분석에 대한 공개회의를 가지며, 독일어뿐만 아니라 영어로 이를 발표하는 등 재정 투명성에 대한 더 높은 기준이 요구됨<sup>20)</sup>
  - 참여 규정: 매월 지정 시장조성자들은 일정 기간 동안 거래에 참여해야 함

## 나. 증권거래세가 있으며 시장조성자에 대한 증권거래세를 면제하는 국가

### 1) 영국<sup>21)</sup>

- 영국의 경우 인지세(Stamp Duty, Stamp Duty Reserve Tax)의 형태로 증권거래세를 부과하며, 주식 매수 시 거래가액의 0.5% 세율로 과세함
  - 전자주식상거래 시스템(Computerised register of shares and shareowners: CREST)을 통해 주식을 거래하는 경우 자동으로 인지세를 부과하며, 서류를 통한 거래의 경우 1천파운드 이상의 거래에 대하여 증권거래세를 부과함

20) 독일 증권거래소, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/market-structure/segments/prime-standard>, 검색일자: 2020. 3. 27.

21) 영국 정부 홈페이지, <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/stamp-taxes-shares-manual/stsm124040>, 검색일자: 2020. 2. 18.

- 주식거래에 대한 인지세는 모든 영국 내 주식회사의 주식, 영국 내 주식 등록부 (share register)에 등록된 외국기업 주식,<sup>22)</sup> 주식에 대한 옵션, 주식에 대한 권리 (주식 매도 수익에 대한 권리 등), 주식으로부터 발생하는 권리에 대하여 부과됨
  - 무상으로 받은 주식이나 신규 발행주, 펀드를 통해 투자한 주식의 경우 인지세가 부과되지 않음
  
- 런던 증권거래소(LSE, London Stock Exchange)에 등록된 시장조성자가 유동성 공급을 목적으로 거래하는 주식에 대해서는 해당 증권거래세를 면제함
  - 영국에서는 주요 중개인 딜러가 런던 증권거래소에 신청하여 특정 주식의 시장조성자로 등록할 수도 있음
  - 시장조성자는 주식을 기준(share by share basis)으로 등록해야 하며 대기업의 경우 비즈니스를 위해 서로 경쟁하는 여러 시장조성자를 두기도 함
  - 시장조성자는 투자자가 기업의 주식을 사고팔 수 있는 ‘시장’이 항상 형성될 수 있도록 하는 역할을 담당함
  - 시장조성자의 주요 의무는 시장조성자로 등록된 각각의 주식에 대한 양방가격 (two-way price)을 공개적으로 호가하는 것이며, 이는 전자주식호가시스템(SEAQ, Stock Exchange Automated Quotation System)을 통해 형성됨
  - 이 양방 거래를 통해 발생하는 스프레드가 시장조성자의 기본 이윤이 됨
  
- 시장조성자는 브로커의 요청이 있을 때마다 거래를 행할 의무가 있으며 브로커의 거래 요청을 거절할 수 없는 대신 다음과 같은 특권을 부여받음
  - 시장조성자만이 SEAQ를 이용해 호가를 제출할 권리를 가짐
  - 증권거래에 따른 증권거래세(영국의 인지세에 해당, Stamp Duty, Stamp Duty Reserve Tax)를 면제받음
  - 증권거래소 금융업자(money broker)를 통해 공매도를 위한 주식 대여가 가능함
  - 익명으로 대량의 증권을 사고팔 수 있는 중개인 딜러 내부 네트워크에 대한 접근 권한을 가짐

22) 영국 「기업법률」(Companies Act)에 따라 법인 또는 등록된 회사의 주주의 이름과 주소 및 각 주주가 보유한 주식의 수와 등급을 기록하는 등록부. ‘register of members’라고도 지칭함

- 주식이 발행되면 주문주도(Order-driven) 시장과 호가주도(Quote-driven) 시장, 두 가지 형태의 시장에서 거래될 수 있음
  - 개인 간 증권거래도 가능하지만 대부분의 경우 중개업자를 통하여 거래하며, 중개업자는 매칭되는 매도자와 매수자 주문을 찾아 거래를 성사시키며, 이에 대한 수수료를 이윤으로 취함
  - 많은 증권거래소가 전자주문시스템을 운용하며 이를 통해 중개인은 증권 매도·매수에 대한 주문을 제출하고, 매칭되는 주문이 있을 경우 자동적으로 거래가 성사됨
  - 런던 증권거래소는 영국 100대 기업(FTSE 100) 주식에 대하여 이러한 주문주도(Order-driven) 시장을 운용하며, 뉴욕과 도쿄 거래소도 대부분 주문주도 시장을 운용함
    - (Financial Times Stock Exchange, FTSE) 100은 12월 31일에 계산된 당해 연도 시가총액을 기준으로 런던 증권거래소에 상장된 100대 기업으로 구성된 지수임<sup>23)</sup>
  - 호가주도(Quote-driven) 시장에서는 매수자와 매도자가 중개인을 통해 거래하지만, 중개인이 직접 거래하지 않고 시장조성자를 통해 거래함
  - 전자주식호가시스템을 이용하면 비상장증권 거래(SETS나 SETSqx에서는 거래되지 않음)나 다른 고정이자증권(fixed interest securities)도 거래가 가능함
  
- 시장조성자는 SEAQ뿐만 아니라 SETS에서도 주식을 사기 위한 주문을 할 수 있음<sup>24)</sup>
  - 런던 증권거래소에서는 두 가지 전자주문시스템을 운영함<sup>25)</sup>
    - SETS(Stock Exchange Electronic Trading Service): 1997년 도입 당시에는 상위 100대 기업에 한해서만 거래되었으나, 시간이 지남에 따라 거래 가능 증권의 범위가 넓혀짐
    - SETSqx(Stock Exchange Electronic Trading Service - quotes and crosses): SETS보다 유동성이 적은 증권을 거래함

23) FTSE Russell 홈페이지, <https://www.ftserussell.com/products/indices/uk>, 검색일자: 2020. 3. 2.

24) 런던 증권거래소(LSE), 「Rules of the London Stock Exchange」, 2019. 7. 1.(발효일)

25) 영국 정부 홈페이지, <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/stamp-taxes-shares-manual/stsm122020>, 검색일자: 2020. 2. 18.

- 주문주도 시장에서 시장조성자는 시장조성자로 등록된 증권에 대하여 지속적으로 매수 또는 매매 입찰을 시행해야 함
  - 의무 거래 기간의 90% 이상 거래를 시행해야 하며 장이 마감될 때까지 이를 유지해야 함
  
- 런던 증권거래소의 파생상품시장(CurveGlobal Markets)은 파생상품군에 따라 시장조성 자격(market making capacities)을 시장조성협약(Market Making Agreement), 시장조성제도(Market Making Scheme), 시장조성 프로그램(Market Making Program), 유동성 공급자 프로그램(Liquidity Provider Program)의 네 단계로 구분하여 시장조성자의 의무와 인센티브에 차등을 두고 있음<sup>26)</sup>
  - 시장조성협약: 파생상품 중 어떠한 파생상품이라도 이에 대해 시장조성거래를 하는 회사는 파생상품시장 규정에 따라 시장조성협약을 필수로 체결해야 하며, 시장조성협약을 체결한 회사는, EU의 제2차 금융상품투자지침(The Markets in Financial Instruments Directive, MIFID)에 따른 시장조성자로 분류됨
  - 시장조성제도: 시장조성거래 회사는 시장조성협약과 더불어 시장조성제도 참여를 신청할 수 있으며, 시장조성제도에 참여하는 회사는 주요 시장조성자(Primary Market Maker, PMM)로 분류됨

<표 II -7> 파생상품군 및 시장조성력에 따른 시장조성자 분류

시장조성자격(Capacity)	시장조성 협약	시장조성 제도	시장조성 프로그램	유동성 공급자 프로그램
주식 파생상품(Equity derivatives)				
MIFID II <sup>1)</sup> 시장조성자	○			
주요 시장조성자(PMM)	○	○		
지정 시장조성자(DMM)	○		○	
금리파생상품(Interest Rate Derivatives)				
MIFID II <sup>1)</sup> 시장조성자	○			
지정 유동성 공급자(DLP)				○

주: 1. CurveGlobal은 런던증권거래소와 다수의 딜러은행(Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Société Générale, Chicago Board Options Exchange) 사이의 금리파생상품시장

1) MIFID II는 EU의 제2차 금융상품투자지침

자료: 런던 증권거래소, *CurveGlobal Markets-Obligations of Liquidity Providers and Market Makers*(파생상품시장-시장조성자와 유동성 공급자의 의무), 2019. 6.(version 2.0)

26) 런던 증권거래소, *CurveGlobal Markets-Obligations of Liquidity Providers and Market Makers*(파생상품시장-시장조성자와 유동성 공급자의 의무), 2019. 6.(version 2.0)

- 시장조성 프로그램: 시장조성자는 시장조성 프로그램 또한 신청할 수 있으며, 시장조성 프로그램에 참여할 경우 주식 파생상품과 금리 파생상품에 대한 시장조성거래가 가능하고, 지정 시장조성자(Designated Market Maker, DMM)로 분류됨
  - 유동성 공급자 프로그램: 시장조성거래 회사는 유동성 공급자 프로그램에 참여할 수 있으며, 지정 유동성 공급자(Designated Liquidity Provider, DLP)로 분류됨
- 시장조성자 분류에 따라 의무 조건과 인센티브가 차등 부여됨
- MIFID II 시장조성자: 최소한 파생상품시장의 일반적인 거래시간 중 50% 이상 시장조성거래를 시행해야 하며, 일반적인 수수료를 적용 받음
    - 매수·매도 호가 수가 차이 날 경우, 그 차이가 두 배를 초과하지 않아야 함
    - 의무 거래시간 산정에서 예외 상황(Exceptional Circumstances)은 제외하며, 시장긴장상황(Stressed Market Conditions)에서의 추가 수수료는 없고, 런던 파생상품시장 상품 거래료 편성표에 따른 일반 수수료를 받음
      - 예외 상황이란 유럽연합 위원회 위임규정(Commission Delegated Regulation) 2017/578에 따른 상황으로, 극단적인 시장 변동, 전쟁 및 파업 등의 상황, 거래 시스템 환경의 문제 등의 경우를 포함함<sup>27)</sup>
      - 시장긴장상황이란 각 금융거래소가 시장조성자에게 알리는 변동성 완화장치(Volatility Interruptions) 발동 상황을 의미함<sup>28)</sup>
  - 주요 시장조성자: MIFID II 시장조성자와 같이 시장조성자 협약에 따라 시장조성자의 의무 이행과 더불어 시장긴장상황 및 개별 주문상황에 대한 호가 의무가 추가되며, 인센티브에서 차이가 있음
    - 주요 시장조성자의 경우 시장긴장상황에서 의무적으로 최저 스프레드의 두 배 수준에 맞추어 호가를 제시해야 함
    - SOLA HSVF 시장 데이터를 통해 거래의사(Interest to Trade, IT)를 받으면, 어떤 거래의사라도 이에 따라 호가를 제시할 의무가 있음
      - SOLA HSVF는 선물·옵션거래를 위한 전자 플랫폼
    - 주요 시장조성자는 런던 파생상품시장 상품 거래료 편성표에 따라 거래 수수료를 일부 감면받으며, 특정 상품에 대해서는 수익분배 및 기여도에 따른 인센티브를 받을 수 있음

27) 유럽연합 법령정보시스템, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R057>, 검색일자: 2020. 4. 29.

28) ICE, “ICE Futures Europe and ICE Endex Guidance on Market Making under MiFID II,” 2017.

- 지정 시장조성자: 특정 상품에 대하여 주식공개매입을 통한 유동성 공급을 이행해야 하며, 최소 호가 및 최소 스프레드 기준에 따라 이를 진행할 의무가 있으며, 지정 시장조성자에 대한 인센티브는 지정 시장조성자의 요청에 따라 런던 파생상품시장이 결정하여 다양하게 부여됨
  - 예외 상황이나 시장긴장상황에서는 지정 시장조성자의 의무가 수정되거나 중단될 수 있음
- 지정 유동성 공급자: 특정 상품에 대하여 주식공개매입을 통한 유동성 공급을 이행해야 하며 최소 호가 및 최소 스프레드 기준에 따라 이를 진행할 의무가 있으며, 지정 유동성 공급자에 대한 인센티브는 지정 시장조성자의 요청에 따라 런던 파생상품시장이 결정하여 다양하게 부여됨
  - 예외 상황이나 시장긴장상황에서는 지정 시장조성자의 의무가 수정되거나 중단될 수 있음

## 2) 프랑스

- 프랑스 「증권거래세법」은 2012년 8월에 도입되었으며, 현재는 0.3%의 세율로 부과하며, 초단타 거래 및 국가신용부도스와프(Credit Default Swaps on sovereign debt, CDS) 거래의 경우 0.01%의 세율로 부과함<sup>29)30)</sup>
  - 상장회사 주식의 경우 시가총액이 10억유로 이상이고 프랑스 국내·외의 규제 시장에서 거래가 허용되는 지분 또는 그 유사증서의 매수에 적용되며, 채권 및 파생상품은 제외함
  - 세부적으로 프랑스 상장기업 주식(최소 시가총액 10억유로 이상)이나 미국 주식예탁증서, 유럽 주식예탁증서, 초단타거래, EU 부채 신용부도스왑, 특정 기업 행위가 포함됨
- 일부 거래에 대해서는 증권거래세를 면제하나 면제 대상 거래라 하더라도 면제 대상 거래 신고를 하여야 하며, 시장조성을 위한 거래를 포함하여 다음과 같은 경우 증권거래세를 면제함

29) 프랑스 재정경제부 홈페이지, <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7554-PGP.html>, 검색일자: 2019. 4. 24.

30) BNY MELLON, *Financial Transaction Taxes(FTT): A Global Perspective*(2018), *A Global View of Financial Transaction Taxes(FTT)*(2019) 자료를 참고하여 작성함

- 발행시장에서의 증권거래
  - 어음교환소나 증권중앙예탁기관에서 이루어지는 거래
  - 시장조성을 위한 거래
  - 유동성 계약과 관련된 거래
  - 기업 내 거래
  - 증권대차 및 환매부 조건 채권매매 거래(security lending and repos)
  - 피고용인 뮤추얼펀드, 피고용인 투자회사 펀드(employee open-ended investment fund)를 통해 거래하거나 피고용인이 직접 거래할 경우
  - 피고용인 저축 제도(employee saving scheme)를 통한 취득
  - 주식으로 교환이나 변환이 가능한 채권을 취득하는 경우(채권을 주식이나 증권으로 변환하거나 교환할 경우에는 증권거래세를 부과함)
- 시장조성자에 대한 과세 면제대상 범위는 「일반세법」 235 ter ZD, II, 3°에 명시된 대상에게만 적용되며, 투자회사, 금융기관, 외국 회사, 투자 플랫폼의 일원인 국내 회사, 금융상품(financial instrument)을 거래하는 불명확한(in question) 회사, 기관 등의 중개업자 및 시장조성자를 포함함<sup>31)</sup>
- 금융상품은 유가증권(financial securities)과 금융계약(financial contract)을 의미함
- 유가증권은 주식회사에서 발행한 지분증권, 채무증서, 투자신탁의 주식을 의미하며, 금융계약은 법령에 따른 특정 선도거래(forward contract)를 의미함
  - 환어음이나 양도성 예금증서는 금융증권에 포함되지 않음
- 금융상품 거래란, 정기적이고 지속적으로 시장 유동성 확보를 목적으로 ① 일정 수준 이상의 주식을 동시에 매수 및 매도 호가하는 행위 ② 클라이언트의 요청에 따라 매수 및 매도하는 일반 사업 행위 혹은 ③ 앞서 언급한 두 거래 행위에 대한 헤지 포지션(hedge position)을 포함함
- ① 일정 수준 이상의 주식을 동시에 매수 및 매도하는 행위는 다음의 두 가지 조건하에 성립됨

31) Amafi, *French Financial Transaction Tax FFTT Guidelines(2019)* 자료를 참고하여 작성함

- 첫째, 유동성 공급 거래는 회사가 거래 플랫폼에서 주어진 수량에 대한 가격 견적과 관련하여 특정 약속(일반적으로 시장 운영자와의 약속)을 하는 계약 프레임워크하에서 수행됨
- 과세당국은 이와 관련하여 다음의 세 가지 조건을 충족할 것을 요구함(BOI-TCA-FIN-10-20-20141118, §70)<sup>32)</sup>
  - 첫째, 유동성 공급자는 지속적으로 시장에 존재하거나, 연속적으로 거래가 이루어지는 하루 중 매수와 매도 양쪽 시장에 최소 95% 이상 존재하며 유가증권을 보유해야 함
    - 금융계약의 경우 유동성 공급자는 연속거래가 이루어지는 한 달 중에서 매수·매도 양쪽에 80% 이상 존재해야 함
  - 둘째, 유동성 공급자는 유가증권의 시장 유동성을 보장하기 위해 최소한의 거래를 수행할 수 있는 가격을 제시해야 함
    - 따라서 지속적으로 거래되는 금융상품의 경우, 유동성 공급자는 거래일 동안 발생한 매수·매도 가격차액(bid·ask spread)을 해당 기업에 돌려줘야 함
  - 셋째, 유동성 공급 행위가 명확하게 식별되어야 함
- ② 클라이언트의 요청에 따라 매수·매도하는 일반 사업 행위는 유동성 강화를 위해 클라이언트가 즉각적으로 요청한 유동성 공급 거래 행위를 지칭함
  - 이 같은 거래의 경우에도 면제 조항에서 배제되지 않으며, 오히려 이 조항으로 인해 증권 계약을 포함하는 포괄적 범위의 증권거래가 시장조성을 위한 증권거래 행위에 포함됨
- ③ 헤지 포지션의 경우 앞서 언급한 ①과 ②에 해당하는 거래에 대한 모든 헤지 포지션을 의미함
  - 헤지 포지션이란 현물 포지션의 손실을 선물이나 옵션 등 파생상품의 포지션이 보전하거나 파생상품 포지션에서의 손실을 현물 포지션이 보전할 수 있도록 기초상품과 파생상품을 결합하는 포지션 방법임<sup>33)</sup>

32) 프랑스 정부 홈페이지, <https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7573-PGP>, 검색일자: 2020. 3. 2.

33) 매일경제 경제용어사전, [http://dic.mk.co.kr/cp/pop/today.php?dic\\_key=17732](http://dic.mk.co.kr/cp/pop/today.php?dic_key=17732), 검색일자: 2020. 3. 2.

- 예를 들어 어떤 투자자가 주식을 보유하고 있는 경우에는 콜을 발행하거나 풋을 매입하고, 반대로 주식을 공매하였을 경우에는 콜을 매입하거나 풋을 발행하는 방법임

### 3) 이탈리아

- 이탈리아는 증권거래세를 부과하고 있으며 거래 종류별로 세율에 차등을 두고 과세함
  - 초단타매매의 경우 0.02%, 장내거래의 경우 0.1%, 장외거래의 경우 0.2%의 세율로 부과함
- 일반적으로 증권거래세를 부과하는 거래는 크게 주식, 파생상품, 초단타거래로 나뉨
  - 평균 시가총액이 5억유로 이상인 이탈리아 회사에 의해 발생된 주식이나 다른 금융상품(financial instrument)의 거래
    - 이탈리아 회사(Italian-resident companies)는 이탈리아에 본점을 두어 이탈리아 국적을 취득한 회사를 지칭함
  - 기초자산의 50% 이상이 이탈리아 주식(in-scope italian shares)과 연관된 파생상품이나 이탈리아 주식 가치를 반영하는 파생상품의 거래
    - 파생상품은 옵션, 워런트, 커버드 워런트(covered warrant) 및 증권을 포함함
  - 0.5초 이내에 매수·매도를 자동으로 결정하는 컴퓨터 알고리즘을 이용한 거래가 전체 거래의 60% 이상을 차지하는 초단타거래(High-Frequency-Trade, HFT)
- 시장조정이나 신규 발행주에 대한 유동성 공급을 목적으로 거래되는 증권의 경우 증권거래세를 면제함
  - 법령 16(3)(a) 첫째 단락에 의해, 과세대상 증권 및 파생상품이 시장조성거래를 목적으로 거래되는 경우 이에 대하여 증권거래세를 면제함<sup>34)</sup>
    - 시장조성거래는 유럽증권시장국(ESMA)의 가이드라인과 공매도 규정(Short Selling Regulation) 2(1)(k)에 따라 규정함

34) IBFD, "Italy- Italian Financial Transaction Tax Implications of the Evolving Regulatory Landscape: The Exemption for Market Makers," *Derivatives & Financial Instruments* 자료를 참고하여 작성함

- 시장조성거래를 위한 증권거래세 면제는 시장조성자가 시장조성을 위해 거래한 부분에 대해서만 한정적으로 주어짐
  - ESMA 가이드라인에 따르면 시장조성자라 하더라도 모든 거래에 대하여 증권거래세 면제 특례를 받을 수 없으며, 시장조성을 위한 거래에 대해서만 해당 혜택이 부여됨

□ 시장조성거래의 정의는 유럽증권시장국 가이드라인 및 공매도 규정에 따르므로 헤지거래도 면제 대상 범위에 포함됨

- 이탈리아는 제3국 시장조성자에 대해서도 증권거래세 면제 혜택을 부여함
  - 공매도 규정의 경우 EU 회원국이 아닌 제3국의 시장조성자에게 직접적으로 적용할 수 없어 과세에 어려움이 발생하여, 2013년 개정된 규정을 받아들여 제3국 시장조성자에 대한 면제도 허용함
  - 법령 16(3)(a) 내용 중 일부에 따르면, 시장조성거래자는 증권거래세 면제 대상이 되나, 이탈리아 금융감독원(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, CONSOB)원에 SSR과 ESMA에 명시된 조건과 같은 조건들을 인증 받아야함
    - ESMA 가이드라인은 시장조성자에 대한 규정을 더 엄격하게 해석하고 있어, 시장조성자가 면제조건을 충족하려면 권한이 있는 관련 기관에 인증을 통해 허가받아야 함
    - 비유럽연합 국가 시장조성자의 경우 반드시 관련 기관에 인증을 받아야 하며, 전년도 각 금융시장당 거래 실적 및 가장 거래가 많았던 거래시장에 대한 정보를 제출하고 이를 평가받아야 함
  - 이 ‘허가’와 관련하여 공매도규정을 그대로 적용하기 어려운 부분이 있어, 2013년 CONSOB는 공매도 규정을 일부 개정하고 받아들여, EU나 EEA에 해당하지 않는 국가의 시장조성자에 대해 CONSOB가 직접 승인 서식이나 허가 방식을 처리하는 방식으로 증권거래세 면제를 허용함

#### 4) 스페인

□ 스페인에서는 2012년과 2018년 금융거래세 도입에 대한 논의가 있었으며, 2019년 스페인 내각회의에서 금융거래세 도입에 대한 법안이 통과되어 스페인 상원의회의로 올라갔으나 아직 승인되지 못함<sup>35)</sup>

- 2012년 스페인 재무성 법안 발표에 따라 증권거래세 도입 초안을 발표하였으나, 2013년 스페인이 EU FTT에 동의하면서 도입되지 않음
- 2012년 발표된 증권거래세 초안에는 증권거래세 과세 대상, 면제조항 등의 내용이 포함됨
  - 일정 시가총액 이상 기업의 상장주식 거래, 초단타거래, 수혜자가 부채를 보유하지 않은 경우 EU 부채 신용부도스와프
  - 주식공개시장(IPO)을 통한 신규 상장주식 구매, 리스트럭처링의 일부로 기업 내 주식 교환 등에 대한 면제 조항을 명시하고 있으며, 특정 시장조정 거래에 대한 면제도 포함함
- 2019년 1월 18일 스페인 내각회의에서 금융거래세 도입에 대한 법안이 통과하였으며, 의회에 상정되었으나 아직 결과를 기다리고 있음<sup>35)</sup>
  - 2018년 10월 23일, 사회당이 발표한 2019년 세법 개정안에서 EU FTT 진행 부진을 이유로 스페인 증권거래세 도입안을 내놓음
  - 2018년 개정안과 비교하여 2019년 법안을 살펴보면 프랑스의 증권거래세와 유사해 졌음을 알 수 있음
    - 시장조성자를 공매와 신용부도스와프의 특정(short selling and certain credit default swaps) 부문에 대한 언급이 아닌 시장조성행위(market-making activities)로 언급하는 점 등이 유사함
- 스페인 증권거래세의 개괄적 내용은 다음과 같음
  - 해당 법안은 0.2% 세율로 증권거래세를 도입할 것을 제안함
  - 과세대상은 스페인이나 EU 회원국 시장, 혹은 이에 준하는 다른 시장에서 이루어지는 거래 중 시가총액이 10억유로 이상인 스페인 상장기업의 상장주식 거래가 포함됨

35) Fund and Market(스페인 언론사) 기사 내용을 참고하여 작성함(<https://dirigentesdigital.com/asi-es-el-impuesto-a-las-transacciones-financieras-que-puede-implantar-el-gobierno>, 검색일자: 2020. 2. 24.)

36) Ernst & Young, “Spain sends bill on Financial Transaction Tax to Parliament,” <https://www.ey.com/gl/en/services/tax/international-tax/alert-spain-sends-bill-on-financial-transaction-tax-to-parliament>, 검색일자: 2020. 2. 25.

- 스페인 과세당국은 매년 12월 31일 전에 시가총액이 10억유로를 초과하는 기업 명단을 발표함
  - 미국 예탁증권과 같은 발행 예탁증권 등은 과세대상에 포함됨
- 면제에 대한 내용 또한 2018년 제안안과 유사하며, 다음에 대하여 면제를 허용함
- 기업공개(Initial Public Offering, IPOs/IPs)로 주식을 취득하는 경우
  - 기업공개 주식의 가격 안정화를 위해 중앙은행이나 어음교환소가 행하는 거래 및 유동성 공급자나 시장조성자 역할을 하는 금융 중개업자가 취급하는 거래
  - 동일 그룹 내부 거래
  - 과세이연을 적용할 수 있는 구조조정 중 유가증권 거래
  - 증권 금융거래(securities financing transaction)에 포함되는 거래
    - 일반적으로 환매조건부채권 거래(repurchase agreements), 대차거래(securities lending), 셀·바이백(sell·buy-back) 거래가 포함됨

#### 다. 유럽증권시장국의 시장조성자 거래에 대한 가이드라인

- 유럽증권시장국(European Security and Market Authority, ESMA)은 2013년 신용파산 스와프 및 공매도위원회와 유럽연합 의회에 의한 시장조성행위 및 발행시장 운용에 대한 면제 규정에 대하여 가이드라인을 발표함<sup>37)</sup>
- 가이드라인 및 공매도 규정에서 시장조성자에 대한 면제 혜택으로 증권거래세를 특정하고 있지는 않으며, 면제 대상 행위나 조건은 명시하나 면제 세금이나 요금에 대하여 특정하는 문구는 찾을 수 없음<sup>38)</sup>
  - 시장조성행위 및 발행시장 운용에 대한 면제 규정은 2012년 3월에 공표되어 2012년 11월부터 시행됨
  - 해당 가이드라인은 면제 형식·대상·면제 대상 자격 유지 검토에 대하여 공통된 접근법을 취하여, 회원국 간 공평한 거래 환경을 조성하기 위해 발표됨

37) 유럽증권시장국, “Guidelines- Exemption for market making activities and primary market operations under Regulation(EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps,” 2019.

38) 유럽연합 법령정보 시스템, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0236>, 검색 일자: 2020. 3. 25.

- 규정에 따르면 ‘시장조성 행위’는 투자회사, 금융기관, 제3국 시장에 등록된 기관이나 회사의 거래 행위로 다음과 같은 행위이며, 이 외의 행위에 대해서는 시장조성 행위에 따른 면제 혜택을 부여하지 않음
  - 시장에 정기적이고 지속적인 유동성 공급을 목적으로 일정 수준 이상의 주식을 동시에 호가하는 행위
  - 클라이언트의 요청에 따라 매수 및 매도 호가를 하는 일반 사업 행위
  - 앞서 언급한 두 거래 행위에 대한 헤지 포지션을 포함함
  
- 면제 대상은 거래소에 구성원(member)으로 등록된 투자회사나 금융기관, 규정에 따른 위원회에 의해 승인된 제3국의 거래소에 구성원으로 등록된 기관, 유럽연합 거래소에 구성원으로 등록된 제3국 기관을 포함함
  
- 면제 대상 금융상품에는 옵션, 커버드 워런트, 선물, 지수연동상품, 차액결제거래(CDF), 상장지수펀드, 스와프, 스프레드 베팅, 통합 자산상품(Packaged retail or professional investment products), 복합 파생상품, 주식연동 증서, 국제 주식예탁증서가 포함됨
  
- 즉 관련 시장의 구성원으로서 규정에 따른 시장조성거래 조건을 충족해야 하며, 면제 대상으로 분류된 금융상품에 대해서만 시장조성거래에 대한 면제 혜택을 부여함
  
- 규정에 따른 면제 혜택을 받으려면 최소 30일 이전에 면제 내용에 대하여 관련 당국에 신청하고 면제 대상 승인을 받아야 함
  - 관련 당국은 면제 대상에 대한 승인 이후 이에 대한 기준을 유지하지 못할 경우 언제든지 면제 대상 자격을 박탈할 수 있음
  
- EU 및 EEA, EFTA 회원국들은 각 국가별 상황에 따라 ESMA의 가이드라인을 따르는 것을 선택하고 있으며, 국가별 상황은 다음과 같음<sup>39)40)</sup>

39) 유럽증권시장국, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-46\\_compliance\\_table\\_-\\_guidelines\\_on\\_market\\_making\\_activities\\_under\\_ssr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-46_compliance_table_-_guidelines_on_market_making_activities_under_ssr.pdf), 검색일자: 2020. 3. 24.

40) 유럽증권시장국, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list\\_of\\_market\\_makers\\_and\\_primary\\_dealers.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list_of_market_makers_and_primary_dealers.pdf), 검색일자: 2020. 3. 24.

- 가이드라인을 따르지 않는다 하여 위원회와 유럽연합 의회에 의한 규정을 따르지 않는 것은 아니며, 가이드라인에서 정하고 있는 세부 사항들 중 일부를 따르지 않을 경우에도 이를 이행하지 않는 것으로 분류됨

〈표 II -8〉 국가별 ESMA 가이드라인 이행 현황

가이드라인을 따르거나 따를 의향이 있는 국가	가이드라인을 따르지 않는 국가
벨기에, 불가리아, 크로아티아, 체코, 에스토니아, 그리스, 사이프러스, 라트비아, 리투아니아, 룩셈부르크, 헝가리, 말타, 네덜란드, 호주, 폴란드, 포르투갈, 루마니아, 슬로베니아, 슬로바키아, 핀란드, 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이	덴마크, 독일, 아일랜드, 스페인, 프랑스, 이탈리아, 스웨덴, 영국(UK)

주: 1. 아이슬란드, 리히텐슈타인, 노르웨이는 EEA, EFTA 국가

- 2. 크로아티아, 사이프러스, 라트비아, 말타의 경우 규정에 따라 면제혜택을 받는 시장조성자나 발행시장 딜러를 운용하지 않으며, 룩셈부르크는 면제 혜택을 받는 시장조성자를 운용하지 않고, 에스토니아는 면제 혜택을 받는 발행시장 딜러를 운용하지 않음

자료: 유럽증권시장국 자료를 이용하여 저자 작성, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-46\\_compliance\\_table\\_-\\_guidelines\\_on\\_market\\_making\\_activities\\_under\\_ssr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-46_compliance_table_-_guidelines_on_market_making_activities_under_ssr.pdf), 검색일자: 2020. 3. 24.

- 독일 거래소 구성원 등록 규정과 면제 대상 상품 포함 범위에 대하여 이견이 있어, 이 부분에 대한 예외 조항을 두고 가이드라인을 이행할 의향이 있다고 밝힘
- 스페인의 경우 가이드라인을 따르고 있으나 거래소 구성원 등록 규정과 면제 대상 상품 포함 범위에 대한 예외 조항을 두고 가이드라인을 따르기로 하였으며, 영국도 같은 부분에 예외 조항을 두고 가이드라인을 따를 것이라고 함
- 이탈리아의 경우 거래소 구성원 등록 규정에 대한 이견이 있어 이 부분에 대한 예외 조항을 두고 가이드라인을 이행하기로 함
- 프랑스의 경우 가이드라인을 전부 따를 의향이 있으나, EU 회원국 전부가 가이드라인을 따른 시점부터 이를 시행할 것으로 정함

<표 II -9> 국가별 증권거래세 및 시장조성자제도

구분	증권거래세 시행 여부	증권거래세율 (%)	증권거래세 부과 기준	증권거래세 면제 여부	이 외의 시장조성자에 대한 면제 혜택 존재 여부
미국	×	-	-	-	찾을 수 없음
일본	×	-	-	-	전자 거래를 위한 접근료 및 서버료 일부 면제
독일	×	-	-	-	찾을 수 없음
영국 <sup>1)</sup>	○	0.5	모든 영국 내 주식회사의 주식, 외국기업 주식, 옵션 등	○	-
프랑스 <sup>2)</sup>	○	0.01/0.3	상장회사 주식 (시가총액이 10억유로) 및 미국·유럽 주식예탁증서, EU CDS 등	○	-
이탈리아 <sup>3)</sup>	○	0.02/0.1/0.2	이탈리아 회사 발행 주식 및 금융상품 (시가총액 5억유로 이상)	○	-
스페인 <sup>4)</sup>	△	0.2	스페인 상장주식 (10억유로 이상), 미국 예탁증권과 같은 발행 예탁증권	-	증권거래세가 도입된다면 이에 대한 면제 혜택 부여

주: 1) 영국의 경우 인지세의 형태로 증권거래세를 부과함

2) 프랑스의 경우 초단타거래와 일반 거래로 구분하여 세율에 차등을 둠

3) 이탈리아의 경우 초단타거래, 장내거래, 장외거래에 따라 세율에 차등을 둠

4) 스페인의 경우 아직 증권거래세 도입 절차가 진행 중에 있어 도입 제안에 따른 세율을 기재함

자료: 저자 작성

### Ⅲ. 타당성 분석





### III. 타당성 분석

#### 1. 정부 역할의 적절성

##### 가. 관련 제도 현황 및 정책목적

##### 1) 주식시장 시장조성자 증권거래세 면제 현황

- (거래세 면제 도입) 2015년 세법 개정으로 주식 시장조성자가 주식시장 조성을 위한 주식양도 시 증권거래세가 면제되기 시작함
  - 내용: 주식시장 활성화 지원을 위한 증권거래세 면제
  - 적용대상: 한국거래소와 시장조성계약을 맺고, 유동성이 부족한 주식 및 파생상품 종목에 매도·매수물량을 공급하는 투자매매업자
  - 적용기한: 2018년 12월 31일
  
- (일몰 연장) 2018년 세법 개정으로 적용기한이 2020년 12월 31일로 연장됨
  - 내용: 2015년 세법 개정으로 시작된 주식시장 시장조성자 증권거래세 면제 제도의 적용기한을 2년 연장
  - 적용대상: 한국거래소와 시장조성계약을 맺고, 유동성이 부족한 주식 및 파생상품 종목에 매도·매수물량을 공급하는 투자매매업자
  - 일몰기한: 2020년 12월 31일

##### 2) 파생상품시장 시장조성자 증권거래세 면제 현황

- (개별 상품 거래세 면제 도입) 2014년 세법 개정으로 주권 등을 기초자산으로 하는 파생상품시장의 조성을 위한 주식양도에 대해 증권거래세가 면제되기 시작
  - 내용: 개별 주식선물·옵션시장의 활성화 지원을 위해 파생상품 시장조성자의 위험회피 목적 주식양도에 대해 증권거래세 면제
  - 적용대상: 한국거래소와 시장조성계약을 체결한 증권매매업자

- 적용거래: 주권 등을 기초자산으로 하는 파생상품시장의 조성을 위한 주식 양도(단 위험회피 목적 거래에 한함)
  - 기한: 2017년 12월 31일
- (개별 상품 일몰 연장) 2017년 세법 개정으로 주식선물·옵션 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 적용기한이 2020. 12. 31.로 연장됨
- 내용: 파생상품시장 활성화를 지원하기 위해 2014년 세법 개정으로 시행되던 개별주식 선물·옵션 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 적용기한이 2년 연장
  - 기한: 2020년 12월 31일
- (지수 상품 거래세 면제 도입) 2015년 세법 개정으로 지수 파생상품 시장조성을 위한 주식양도 시에도 증권거래세가 면제
- 내용: 주가지수 파생상품시장 및 주식시장 활성화 지원을 위해 기존 개별 주식 선물·옵션시장뿐만 아니라 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품 시장조성을 위한 주식양도 시에도 증권거래세 면제
  - 적용거래: 위험회피 목적 거래에 한함
  - 적용기한: 2018년 12월 31일
- (지수 상품 일몰 연장) 2018년 세법 개정으로 지수선물·옵션 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 적용기한이 2020년 12월 31일로 연장됨
- 내용: 2015년 세법 개정으로 시작된 지수 파생상품 시장조성자 증권거래세 면제 제도의 적용기한을 2년 연장
  - 적용대상: 한국거래소와 시장조성계약을 맺고, 유동성이 부족한 주식 및 파생상품 종목에 매도·매수물량을 공급하는 투자매매업자
  - 기한: 2020년 12월 31일

### 3) 정책목적

- 정부는 세법 개정을 통해 시장조성자에 대한 증권거래세 면제를 도입하고 적용기한을 연장하면서 정책목적으로 주식시장 및 파생상품시장의 활성화 지원 또는 안정화를 명시함

- 2014년 세법 개정: 개별 주식선물·옵션시장의 활성화 지원
- 2015년 세법 개정: 주가지수 파생상품시장 및 주식시장 활성화 지원
- 2017년 세법 개정: 파생상품시장 활성화 지원
- 2018년 세법 개정: 파생상품 및 주식시장 효율화·안정화

#### 가) 시장조성의 필요성

- 시장조성자제도는 시장의 가격발견기능을 제고하여 거래비용을 절감하기 위해 시행되는 제도임
  - 시장조성자는 거래소로부터 배정받은 종목에 대해 매수와 매도 양방향 호가를 제시하여 매수자와 매도자에게 각각 거래 상대방이 되는 자기매매업자를 의미함
    - 자기매매업자란 자기의 자산으로 계속적이고 반복적으로 매매하여 그 과정에서 수익을 얻는 자를 칭함
  - 가격발견기능(price discovery)은 증권의 매수자와 매도자가 모두 받아들일 수 있는 적정한 가격을 결정하는 기능으로, 이 기능이 원활하게 수행되기 위해서는 충분한 수요와 공급이 요구됨
  - 시장조성자는 시장조성을 수행하는 과정에서 매수와 매도 양방향 호가를 제공하되, 일정 기준 이하의 스프레드를 유지하여 실제 거래 상대방의 매수가를 낮추고 매도가를 높이는 역할을 담당함
  
- 시장조성 기능이 필요한 가장 중요한 이유로는 유동성 개선을 통한 주식 및 파생상품시장의 활성화를 들 수 있음
  - 유동성이란 원하는 가격에 원하는 만큼 신속하게 거래할 수 있는 정도를 의미함
  - 우리나라 주식시장의 유동성은 주로 소수의 상위권 종목에 집중되어 있고, 다수의 종목은 유동성이 부족한 상황임
    - 질적 측면 유동성 지표인 유효스프레드 수치를 보면, 2017년 7월에서 2018년 6월 기간 중 유가증권 상장종목 중위값이 2.12tick인데 상위 50%의 유효스프레드는 1.41tick인 반면, 하위 50%의 유효스프레드는 그 3배가 넘는 5.03tick으로 계산됨

- 유동성이 부족한 종목의 투자자는 상대적으로 높은 거래비용을 감수해야 하고, 이러한 높은 거래비용은 해당 종목의 거래량을 다시 줄여 유동성이 더욱 감소하는 악순환을 유발할 수도 있음
  - 따라서 시장조성자가 이러한 종목의 활발한 시장조성을 활성화하여 유동성을 공급할 필요가 있음
- 한편 시장조성 기능의 필요성은 이와 같은 주식 및 파생상품시장의 활성화 측면 뿐 아니라 안정화 측면에서도 고려해 볼 수 있음
- 주식시장은 투자자의 주문에 의해 거래가 체결되는 구조로, 일시적으로 나타날 수 있는 주문 불균형으로 인해 가격변동이 급격하게 나타날 수 있음
  - 특히 이러한 가격변동은 호가스프레드가 큰 경우 더 증폭되어 나타날 우려가 존재함
  - 따라서 시장조성자의 적극적 시장조성 행위는 수요와 공급을 풍부하게 하여 금융시장의 안정화에도 기여할 수 있음

#### 나) 시장조성자 증권거래세 면제 필요성

- 우리나라의 경우 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 제도가 2015년 파생상품시장에 먼저 도입이 되었는데, 파생상품시장 위험회피(헤지) 과정에서 발생하는 거래비용을 낮추어야 했기 때문인 것으로 파악됨
- 2014년 세법 개정을 통해 처음 도입된 시장조성자 증권거래세 면제 제도는 개별 주식선물·옵션시장에서 위험회피 목적 거래에 한하여 적용되었음
  - 파생상품시장의 특성상 헤지를 위해서는 이에 상응하는 현물시장의 주식을 거래해야 할 필요가 있음
  - 그러나 현물시장에서 주식을 거래할 때 명시적 또는 암묵적으로 거래비용이 발생하면, 파생상품시장에서 적극적으로 의무호가를 제시하지 못할 가능성이 있음
  - 여기서의 명시적 거래비용 중 큰 비중을 차지하는 요소가 증권거래세라고 볼 수 있음
    - 한국거래소(2020)에 의하면 명시적 거래비용은 파생상품 관련 수수료 0.0502bp, (헤지 목적) 현물시장 관련 수수료 0.54412bp, 그리고 증권거래세 25bp가 존재하여, 증권거래세의 비중이 압도적임

- 한편 주식시장 시장조성자의 경우에도 증권거래세 수준의 거래비용이 발생하면 원활한 호가 제시 활동에 제약이 생길 우려가 있음
  - 시장조성자는 장중에 다수의 호가를 제출해야 하는 의무를 가지며 이에 따라 빈번하게 거래 체결이 이루어지기 때문에, 시장조성 과정 중 부과되는 증권거래세 규모가 클 것으로 추측됨
    - 물론 증권거래세가 면제되지 않았을 때의 시장조성 거래량은 현재의 증권거래세가 면제되는 시장조성 거래량보다는 적을 것으로 보이므로, 엄밀한 의미에서의 증권거래세 규모 추정은 시장조성거래의 가격탄력성에 달려 있음
  - 시장조성자는 일정한 기준 이하의 스프레드로 매수와 매도 호가를 제시해야 하는데, 증권거래세가 부과된다면 수익을 창출할 수 있는 호가스프레드는 커질 수밖에 없어 시장조성자의 적극적 시장조성 역할을 기대하기는 어려움
    - 시장조성자의 주요 수익원은 시장조성 과정에서 발생하는 매도가격과 매수가격의 차이이기 때문임
  
- 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 세수 측면에서 비용이 발생함
  - 시장조성자에 대한 증권거래세 면제로 인한 세수결손은 직접적인 비용으로, 세수에 부정적인 영향을 미침
  - 그러나 시장조성의 결과 시장 거래가 활발해지는 만큼, 시장조성자의 거래 상대방에게 발생하는 증권거래세는 간접적인 편익으로 세수에 긍정적인 영향을 미치기도 함
  - 따라서 세수 측면에서 비용과 편익을 모두 추산해야 할 필요가 있음

## 나. 금융시장 분석

### 1) 주식시장 - 양적 측면

- 주식시장에서는 시가총액 상위 종목이 주식시장 내 대부분의 거래를 차지하는, 이른바 거래 쏠림 현상이 발생하고 있음
  - 2019년 코스피시장의 상장회사는 총 799개이며, 1년간 거래대금은 약 1,228조 원에 달함

- 이 중 거래건수 상위 30개 종목의 1년간 거래대금이 약 452조원으로, 전체 거래대금의 37%를 차지하고 있음
  - 또한 한국거래소(2020)에 의하면 거래대금 상위 10% 종목의 거래 비중은 78%에 달함
- 한편 중유동성 및 저유동성 종목으로 이루어진 시장조성 종목의 거래량을 보면 시장조성 대상이 되지 않았을 때에 비해 거래량 및 거래대금이 크게 늘어났음
- 한국거래소(2020) 자료에 의하면 전체 시장조성 종목의 일평균 거래대금이 2018년 3,160억원에서 2019년 1조 9,320억원으로 크게 증가하였음
  - 2019년에 새롭게 시장조성 대상이 된 493개 종목은 2018년 1조 8,110억원에서 2019년 1조 6,120억원으로 다소 감소하였으나, 이는 주식시장 전체의 거래대금 감소(5조 5,590억원에서 4조 7,320억원으로 감소)보다는 감소폭이 작음

<표 III-1> 시장조성 종목 일평균 거래 규모

(단위: 건, 십억원)

구분		전(2018)	후(2019)
전체 시장조성 종목	종목 수	82	574
	일평균 거래대금	316	1,932
신규 시장조성 종목	종목 수	493	493
	일평균 거래대금	1,811	1,612
코스피시장 전체	종목 수	901	916
	일평균 거래대금	5,559	4,732

자료: 한국거래소, 『주식 시장조성자제도 운영효과 및 증권거래세 면제 유지 필요성』, 2020.

## 2) 주식시장 - 질적 측면

- 시가총액 상위 종목의 유효스프레드가 하위 종목의 유효스프레드보다 상당히 낮음
- 2017년 7월~2018년 6월의 유가증권 시장 전 종목 유효스프레드는 평균 3.22tick이며, 중위값은 2.11tick이었음
  - 상위 50%에 해당하는 종목의 유효스프레드는 1.01~2.11tick이며 이 종목들의 평균은 1.41tick
  - 하위 50%에 해당하는 종목의 유효스프레드는 2.12~99.89tick에 이르며 이 종목들의 평균은 5.03tick

- 2019년 신규 시장조성 종목의 최우선평가가 스프레드와 유효스프레드를 보면, 2018년에 비해 2019년에 개선되는 효과를 확인할 수 있음
  - 2019년에 새롭게 시장조성 대상이 된 493개 종목은 2018년 평균 0.38%의 최우선평가가 스프레드율과 3.2tick의 유효스프레드를 보였으나, 2019년에는 평균 0.35%의 최우선평가가 스프레드율과 2.8tick의 유효스프레드를 보임

<표 III-2> 시장조성 전·후 최우선평가가 스프레드율 및 유효스프레드

(단위: %, tick)

구분	전(2018)	후(2019)
최우선평가가 스프레드율	0.38	0.35
유효스프레드	3.2	2.8

자료: 한국거래소, 『주식 시장조성자제도 운영효과 및 증권거래세 면세 유지 필요성』, 2020.

### 3) 주식시장 - 소결

- 투자자들이 거래량 또는 회전율이 낮고 유효스프레드 차이가 큰, 이른바 저유동성 종목에 높은 거래비용을 부담하게 되면서 저유동성 종목의 유동성은 더욱 낮아질 가능성이 존재함
  - 투자자 입장에서는 저유동성 종목을 상대적으로 높은 가격에 매수하여 낮은 가격에 매도할 위험이 있고, 이에 따라 저유동성 종목을 기피하면서 시장 쏠림 현상은 더욱 심화될 우려가 있음
- (시장조성제도의 필요성) 따라서 저유동성 종목에 대한 시장조성 역할이 필요한 것으로 판단되며, 특히 시장조성제도 도입 이후 배정된 시장조성 종목의 유동성 제고 효과가 존재한다고 볼 수 있음
  - 유동성 제고 효과에 대한 실증분석에 대해서는 제Ⅳ장 효과성 평가에서 자세히 후술하기로 함
  - 그러나 <표 III-3>에서 확인한 연도별 자료에 의하면, 시장조성 대상이 되는 종목의 유동성 제고 효과는 존재한다고 판단할 수 있음
- (시장조성자 면세조치의 필요성) 이에 따라 시장조성자의 명시적 거래비용을 낮추어 시장조성 역할을 적극적으로 유도할 필요가 있음

- 시장조성자 입장에서 명시적 거래비용 중 증권거래세가 가장 큰 비중을 차지하는데, 증권거래세 25bp가 부과되면 의무스프레드 이내의 양방향 호가를 제시하기 어려워질 수 있음
- 즉 증권거래세는 시장조성자의 활발한 시장조성 업무를 제한하는 역할을 하게 될 우려가 있음
  - 급변하는 시장 환경에서 시장조성자는 시장조성 업무 과정에서 손실을 볼 가능성도 존재하기 때문에, 이 손실을 보전할 수 있는 유인구조가 필요할 수도 있음
- 따라서 시장조성자의 시장업무에 대한 증권거래세 면제는 유동성 제고를 통한 주식시장 활성화라는 정책목적에 부합한다고 볼 수 있음

#### 4) 파생상품시장

- 파생상품시장에서는 코스피200선물이 선물시장 거래대금의 84.1%를, 코스피200 옵션이 옵션시장의 99.1%를 차지하는 등 거래 쏠림이 심각한 상황

<표 III-3> 주식/지수선물 연간 거래대금 및 비중

(단위: 억원, %)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
코스피200선물	48,795,548 (98.7)	48,983,081 (96.9)	41,846,949 (92.1)	41,720,642 (88.0)	47,884,868 (84.6)	42,364,937 (84.1)
미니코스피200 선물	- (0.0)	548,772 (1.1)	2,223,383 (4.9)	2,545,438 (5.4)	3,110,259 (5.5)	3,032,139 (6.0)
코스닥150선물	- (0.0)	4,931 (0.0)	117,715 (0.3)	352,303 (0.7)	1,815,059 (3.2)	1,450,607 (2.9)
KRX300선물	- (0.0)	- (0.0)	- (0.0)	- (0.0)	27,036 (0.0)	78,566 (0.2)
주식선물	659,052 (1.3)	1,035,785 (2.0)	1,223,038 (2.7)	2,705,322 (5.7)	3,748,999 (6.6)	3,419,370 (6.8)
섹터지수선물	14 (0.0)	687 (0.0)	18,997 (0.0)	76,558 (0.2)	25,809 (0.0)	41,886 (0.1)
유로스톡스50 선물	- (0.0)	- (0.0)	1,266 (0.0)	1,045 (0.0)	435 (0.0)	724 (0.0)
변동성지수선물	198 (0.0)	678 (0.0)	713 (0.0)	917 (0.0)	1,029 (0.0)	292 (0.0)
합계	49,454,614 (100)	50,573,256 (100)	45,430,082 (100)	47,400,263 (100)	56,612,030 (100)	50,387,505 (100)

주: ( ) 안은 비중임

자료: 한국거래소, 『파생상품 시장조성제도 운영현황』, 2020.

- 시장조성자에 대한 증권거래세 면제가 시행되기 전인 2014년에는 쏠림현상이 더욱 심했으나, 2015년 이후 정책이 시행되고 미니코스피200선물과 미니코스피200 옵션 상품이 상장되면서 거래 쏠림이 다소 완화되는 상황

<표 III-4> 주식/지수옵션 연간 거래대금 및 비중

(단위: 억원, %)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
코스피200옵션	1,786,822	1,842,797	1,259,737	1,238,095	1,432,179	1,278,585
	(100.0)	(99.7)	(98.4)	(99.0)	(99.1)	(99.1)
미니코스피200옵션	-	5,339	17,631	9,705	10,801	9,520
	-	(0.3)	(1.4)	(0.8)	(0.7)	(0.7)
코스닥150옵션	-	-	-	-	127	354
	-	-	-	-	(0.0)	(0.0)
주식옵션	12	283	3,080	3,035	2,629	1,652
	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
합계	1,786,834	1,848,419	1,280,448	1,250,835	1,445,736	1,290,111
	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)

주: ( ) 안은 비중임

자료: 한국거래소, 『파생상품 시장조성제도 운영현황』, 2020.

- 2016년부터 일평균 거래량 자료를 보면 시장조성 대상이 되는 파생상품의 거래량은 크게 증가하고 있는 반면, 시장조성 대상이 되지 않는 파생상품의 거래량은 대체로 감소하고 있음을 확인할 수 있음
  - 미니코스피200선물의 거래량이 2017년 다소 감소한 것을 제외하면 전반적으로 시장조성 대상이 되는 상품의 거래량은 크게 증가
  - 특히 코스피150선물의 경우 2015년부터 2018년까지 매우 큰 폭으로 증가
  - 반면 시장조성 대상이 되지 않는 코스피200선물과 코스피200옵션은 2018년을 제외하면 지속적인 감소세를 보임

<표 III-5> 주요 파생상품 일평균거래량 현황

(단위: 계약, %)

구분	2016		2017		2018		2019		
	ADV	전년 대비	ADV	전년 대비	ADV	전년 대비	ADV	전년 대비	
시장조성대상	코스닥								
	150선물	4,897	176.8	12,280	150.8	54,729	345.7	56,837	3.9
	개별주식선물	699,676	3.4	1,152,528	64.7	2,056,244	78.4	2,507,913	22.0
	미니K200선물	73,110	81.4	69,657	-4.7	85,681	23.0	89,560	4.5
시장조성비대상	K200선물	276,010	-13.4	227,363	-17.6	263,768	16.0	250,840	-4.9
	K200옵션	2,739,895	-29.7	2,522,402	-7.9	2,696,036	6.9	2,592,020	-3.9

자료: 한국거래소, 『파생상품 시장조성제도 운영현황』, 2020.

- 주식시장 시장조성과 마찬가지로 파생상품시장의 시장조성을 통해 파생상품시장 유동성을 제고하고 시장을 활성화시켜 줌
- 특히 BBO스프레드와 호가잔량 자료를 보면, 증권거래세 면제 제도가 도입된 이후 BBO스프레드는 감소하였으며 호가잔량도 개선되고 있음을 확인할 수 있음
  - 최우선 매수-매도 호가스프레드(BBO 스프레드)는 코스닥150선물의 경우 7.19tick에서 2.09tick으로 감소하였으며, 개별 주식선물과 미니코스피200선물의 경우도 다소 감소하였음을 확인

<표 III-6> 주요 상품 BBO스프레드 및 호가잔량 비교

구분	BBO 스프레드(tick)	BO 잔량(계약)	BB 잔량(계약)	
코스닥 150선물	2016. 1.	7.19	4	5
	2020. 1.	2.09(↓ 5.10tick)	6(+2계약)	6(+1계약)
개별주식선물	2015. 1.	1.45	71	72
	2020. 1.	1.32(↓ 0.13tick)	435(+364계약)	420(+348계약)
미니K200선물	2016. 1.	1.90	8	7
	2020. 1.	1.31(↓ 0.59tick)	13(+5계약)	15(+8계약)

자료: 한국거래소, 『파생상품 시장조성제도 운영현황』, 2020.

- 또한 최우선 매수·매도호가 잔량도 증가하면서 시장의 깊이가 깊어졌다는 점을 확인할 수 있음
- 파생상품시장은 그 자체 시장으로 의미가 있을 뿐 아니라 기초자산이 되는 종목을 거래하는 일반 투자자들의 헤지거래에 이용되는 시장이라는 점에서도 시장 활성화가 필요
  - 주식시장과 파생상품시장은 이러한 면에서 밀접한 관련이 있으며, 한 시장의 활성화를 위해서 다른 시장의 유동성이 풍부해야 한다는 특징을 가짐
- (시장조성자 면세조치의 필요성) 파생상품 시장조성자의 헤지거래에서 발생할 수 있는 명시적 거래비용을 낮추어 적극적 시장조성 역할을 유도할 필요가 있음

#### 다. 세수 분석

- 주식시장과 파생상품시장의 활성화를 위한 시장조성자 증권거래세 면세의 가장 큰 비용으로 세수감소를 들 수 있음
- 가령 2019년 주식시장의 경우, 시장조성자의 시장조성거래로 인한 면세 규모는 368억원으로 추정됨<sup>41)</sup>
  - 한국거래소(2020)에 따르면, 2019년 코스피시장의 증권거래세 면세 규모는 361억원이며, 코스닥시장 합산 시 368억원임
- 그러나 이러한 방식으로 세수비용을 추산할 때는 시장조성 행위의 거래유발 효과를 고려하지 않았기 때문에, 비용을 과대하게 추산할 가능성이 있음
  - 주식 거래의 비용이 높아질수록 주식 거래에 대한 수요는 낮아지기 때문에, 증권거래세가 면제된 현재 상황에서의 시장조성거래는 증권거래세가 부과된 상황에서의 시장조성거래보다 많을 것으로 예상할 수 있음
  - 따라서 현재 상황에서의 시장조성거래금액에 25bp를 곱하여 추산한 세수비용은 실제 세수비용을 과대평가하였을 가능성이 존재함

41) 한국거래소, 『주식 시장조성자제도 운영효과 및 증권거래세 면세 유지 필요성』, 2020 참고

- 여기서 실제 세수비용은 만일 증권거래세가 부과되었다면 조세당국이 거둘 수 있었던 세수를 의미함

□ 이러한 세수비용은 1차 효과라고 볼 수 있으며, 시장조성거래로 인해 일반 투자자의 거래량이 늘어나기 때문에 발생하는 2차 효과를 감안하면 오히려 세수가 증가하였다고 해석할 수 있음(제Ⅳ장 제3절 ‘시장조성자 증권거래세 면세 세수효과’ 참고)

□ 따라서 시장조성자에 대한 증권거래세 면세의 세수비용은 크지 않다고 판단됨

## 2. 지원 대상의 적절성

### 가. 시장조성자 선정 절차

#### 1) 주식시장

- 거래소는 다음의 절차에 따라 주식시장 시장조성자를 선정함
  - 거래소는 시장조성 대상종목을 선정하여 공표함
  - 희망하는 증권회사는 거래소에 시장조성자 선정을 신청함
  - 거래소는 신청회사와 종목의 수를 감안하여 시장조성자 수를 결정하고, 신청회사의 적격성 평가를 거쳐 시장조성자를 선정함
  - 시장조성자가 선택한 종목과 우선순위를 반영하여 종목을 배분함
- 코스피시장의 시장조성 대상종목은 경쟁종목과 독점종목으로 나뉘는데, 독점종목은 적격성 평가가 높은 순서대로 각 시장조성자가 희망하는 종목을 한 종목씩 선택함
  - 경쟁종목은 코스피200 관련 종목(코스피200 구성종목 및 관련 우선주)과 시장조성의 대상이 되는 종목을 기초자산으로 하는 주식선물, 주식옵션이 상장된 종목이며, 해당 종목을 신청한 모든 증권사에 배분함
  - 독점종목은 경쟁종목에 해당하지 않는 종목이며, 증권사는 신청 시 종목별 희망 우선순위를 기재하여 제출하며 거래소는 우선순위에 따라 배분하게 됨
  - 한편 코스닥시장은 2019년까지 전 종목이 독점배분 대상이었음

- 적격성 평가는 수행실적 평가(90점)와 시장조성 기본역량 평가(10점)로 구성되어 있어, 독점종목 선택 시 우위를 점하기 위해서는 시장조성 수행실적이 우수해야 하는 인센티브 구조를 가지고 있음
  - 수행실적 평가는 평가대상 시장조성자의 시장조성 종목별 평가점수 평균(질적 측면)과 의무충족 종목 수(양적 측면)를 모두 평가함
  - 시장조성 기본역량 평가는 자기매매 거래대금, 순자본비율, 유사업무 수행실적(파생상품시장 시장조성자 등)을 종합적으로 평가함
  - 적격성 평가 점수가 높은 시장조성자는 향후 종목 배분 시 희망하는 종목을 배분받기 수월하기 때문에 적극적인 시장조성 활동을 기대할 수 있음

## 2) 파생상품시장

- 거래소는 다음의 절차에 따라 파생상품시장 시장조성자를 선정함
  - 시장조성자를 추가 모집할 때 모집인원 및 신청자격 등을 공표함
  - 희망하는 증권회사는 거래소에 시장조성자 선정을 신청함
  - 거래소는 신청회사에 대한 계량평가와 비계량평가를 거쳐 시장조성자를 선정함
- 시장조성자를 선정할 때 종합평가점수(100점)는 계량평가(85점)와 비계량평가(15점)로 구성되어 있음
  - 계량평가에서는 주식파생시장 자기매매 거래대금(40점), 주식시장 거래 규모(10점), KRX 상장상품 관련 MM·LP 수행 실적(20점), 참여인력 전문성 및 적극성(15점) 등을 평가함
  - 비계량평가에서는 주식옵션 시장조성 계획과 업무 이해도 등을 평가함

### 나. 대상종목 선정 및 배정 절차

#### 1) 주식시장

- 거래소는 2019년부터 회전율과 유효스프레드 등 두 가지 변수를 이용하여 시장조성 대상종목을 선정함

- 2019년 1월 1일부터 12월 31일까지의 기간에 시장종목 대상종목을 선정하기 위하여 2017년 7월부터 2018년 6월까지의 기간을 유동성 등급평가 대상기간으로 정함
- 회전율 지표의 경우 하위 50%(유가증권 0.36%, 코스닥 0.45%)에 해당하면 부진한 종목으로 분류함
- 유효스프레드 지표의 경우에도 하위 50%(유가증권 2.12Tick, 코스닥 2.58Tick)에 해당하면 부진한 종목으로 분류함
- 회전율 지표와 유효스프레드 지표 두 가지 변수 중 한 가지만 부진하면 시장 조성 대상종목으로 선정함

<표 III-7> 2019년 시장조성 대상종목 선정 기준

등급	회전율	유효스프레드	체결주기	대상종목 여부
고	양호	양호	-	no
중	양호	부진	-	yes
	부진	양호	-	yes
저	부진	부진	양호	yes
초저	부진	부진	부진	no

자료: 한국거래소 내부자료

- 한편 거래소는 2018년 이전에는 일평균 거래량과 유효스프레드 등 두 가지 변수를 이용하여 시장조성 대상종목을 선정함
  - 가령 2018년 4월부터 12월까지의 기간에 시장종목 대상종목을 선정하기 위하여 2017년 1월부터 2017년 12월까지의 기간을 유동성등급 평가 대상기간으로 정함
  - 일평균 거래량 지표의 경우 5만주 미만 또는 하위 50%에 해당하면 부진한 종목
  - 유효스프레드 지표의 경우 3Tick 초과 또는 하위 50%에 해당하면 부진한 종목
  - 2017년 10월부터 2018년 3월까지 시장조성 기간에도 이와 동일한 기준이 적용되었음
  - 그러나 2016년 3월부터 2016년 12월까지의 시장조성 기간에는 일평균 거래량과 유효스프레드 등 두 가지 지표를 활용했다는 점은 동일하나, 두 지표가 모두 부진한 경우에만 시장조성 대상종목으로 선정되었음

<표 III-8> 2017, 2018년 시장조성 대상종목 선정 기준

등급	일평균 거래량	유효스프레드	체결주기	대상종목 여부
고/중	양호	양호	-	no
저	양호	부진	-	yes
	부진	양호	-	yes
	부진	부진	양호	yes
초저	부진	부진	부진	no

자료: 한국거래소 내부자료

<표 III-9> 2016년 시장조성 대상종목 선정 기준

등급	회전율	유효스프레드	체결주기	대상종목 여부
고	양호	양호	-	no
중	양호	부진	-	no
	부진	양호	-	no
저	부진	부진	양호	yes
초저	부진	부진	부진	no

자료: 한국거래소 내부자료

- 따라서 시장조성 대상종목을 선정하는 기준은 제도가 도입된 이후 지속적으로 완화되었다고 평가할 수 있음
  - (긍정적 요인) 시장조성 대상 기준이 완화되면서 시장조성 대상종목 범위도 넓어지고 실제로 시장조성자가 배정된 종목도 늘어나, 본 제도가 전반적으로 시장 전체의 활성화와 안정화에 기여하였다고 평가할 수 있음
  - (부정적 요인) 그러나 시장조성 참여 증권사에 추가적인 인센티브를 주기 위하여 유동성 기준을 완화하였기 때문에 새롭게 시장조성 대상이 된 종목 중 중유동성 종목이 상당수 포함되었으며, 질적 차원에서의 유동성은 우수한 종목이 포함되었다는 점에서 우려가 존재함

## 2) 파생상품시장

- 주식 파생상품과 주가지수 파생상품 중 코스피200선물옵션을 제외한 나머지 상품은 모두 시장조성 대상임

- 선물은 미니코스피200선물, KRX300선물, 코스닥150선물, 개별주식선물, 변동성지수선물, 유로스톡스50선물, 섹터지수선물, ETF선물 등의 상품이 대상으로 포함됨
    - 이 중에서 미니코스피200선물, KRX300선물, 코스닥150선물 등이 ‘공동 상품’으로, 모든 시장조성자가 공동으로 시장조성에 참여함
  - 옵션은 미니코스피200옵션, 코스닥150옵션, 개별주식 옵션 등의 상품이 대상으로 포함됨
    - 이 중에서 미니코스피200옵션, 코스닥150옵션이 ‘공동 상품’
- 우선 시장조성자에 대한 역량평가를 바탕으로 6개월마다 드래프트 방식으로 선호종목을 재배분함
- 거래소는 시장조성자 역량평가를 통해 시장조성자별 순위를 결정한 후 드래프트 방식(우선 선택권 부여)으로 선호 종목을 선정하여 계약함
  - 즉 한 라운드에서 모든 회사가 1종목씩 선택하는데, 역량평가 1위 회사가 모든 라운드에서 우선순위를 가질 수 있음
  - 단 선물 특화 시장조성자의 경우 주식선물 배정 시 성과가 낮은 시장조성자의 종목 선택 권한을 배제하고, 옵션 특화 시장조성자의 경우 성과가 낮은 시장조성자를 공동 시장조성상품에서 순차적으로 배제함
- 역량평가는 의무이행평가(70%)와 정량평가(30%)로 나누어 평가함
- 의무이행평가는 시장조성자가 기본적인 시장조성의무를 충실히 이행했는지 평가하며, 정량평가는 얼마나 적극적으로 수행했는지를 평가함
- 의무이행평가는 평가기간 내 기간의무이행률 개념을 사용하여 평가함
- 공동 상품의 경우 평가기간 내 기간의무이행률을 충족하는 경우에 득점함
  - 선택 상품의 경우 상품군별로 담당 상품 중 평가기간 내 기간의무이행률을 충족하는 상품 비율의 제공 배를 상품군별 배점에 곱한 값을 점수로 부여함
- 정량평가는 의무이행 이외에 시장조성자가 제출하는 호가의 질을 평가함
- 시장조성자에게 부여된 유동성 공급에 대한 의무 이상으로 유동성을 공급하였을 경우 높은 점수를 받도록 설계함

- 시장조성상품을 상품군별로 구분하고, 초과이익이행도, 호가스프레드, 호가수량, 거래량 등 네 가지 지표로 평가함

## 다. 정책대상 선정 절차의 적절성 평가

### 1) 주식시장

- 주식시장 시장조성자의 수와 대상종목의 수 모두 제도 도입 이후 지속적으로 확대되어 왔음
- 특히 대상종목의 수는 2016년 40종목에서 2019년 649종목까지 확대되었으며, 이는 대상종목 선정 기준을 완화하였기 때문으로 파악됨
  - 2017년과 2018년에도 지속적으로 선정 기준을 완화시켜 옴
  - 그러나 2019년에 선정 기준 중 거래량 지표를 회전율 지표로 변경하여 증유동성 대형종목도 포함되도록 유도함
    - 회전율 지표는 거래지표를 시가총액 또는 주식수로 나누어 구하기 때문에 거래량 절대 수치가 낮지는 않아도 규모가 큰 대형종목이 시장조성 대상으로 선정되는 효과가 있음
    - 회전율 백분위와 유효스프레드 백분위의 상관관계는 -0.01로 작은 데 비해, 거래량 백분위와 유효스프레드 백분위의 상관관계는 0.51로 상당히 높음
    - 즉 유효스프레드 측면에서 우수할수록 거래량 측면에서도 우수할 가능성이 높기 때문에 유효스프레드(질적 측면)와 거래량(양적 측면) 지표를 활용할 경우 시장종목 대상이 되는 종목 수가 줄어들게 되는 반면, 유효스프레드와 회전율 지표를 활용할 경우 대상종목 수가 증가하는 효과가 존재
- 2019년의 선정기준 완화는 증권회사의 적극적 참여를 유도하기 위한 방안이었고 이로 인해 저유동성 종목 배정도 다소 확대되는 긍정적인 효과도 있었으나, 증유동성 종목의 배정이 더 활발했다고 평가할 수 있음
  - 코스피 시장 기준으로 2019년에 신규 배정된 종목 중 상당수는 증유동성 종목이었으며, 여전히 저유동성 종목 중에는 배정을 받지 못한 종목들이 존재함

- 2019년에 시장조성 대상이 된 종목 중 중유동성 종목은 430개이며, 이 중 383개가 시장조성자에게 배분되었음
- 한편 저유동성 종목(초저유동성 종목 제외)은 191개이며, 이 중 175개가 시장조성자에게 배분되었음<sup>42)</sup>

<표 III-10> 2019년 코스피 시장 시장종목 대상종목 및 배정 종목 수

(단위: 개)

구분	시장조성 대상종목	시장조성 배정 종목	시장조성 비배정 종목
중유동성	430	383	57
저유동성	191	175	16

자료: 한국거래소 내부자료

- 즉 2019년 저유동성 종목의 배정이 크게 확대되어 거래소의 기준 변경(회전율 기준 채택)은 상당 부분 정당화되었다고 볼 수 있으나, 중유동성 종목 중에서 질적인 측면에서의 유동성이 상당히 우수한 종목이 다수 포함되었다는 지적이 존재함
  - 시장조성자에게 배정된 중유동성 종목의 유효스프레드는 평균 2.48tick으로 나타나는 반면, 비배정 중유동성 종목의 유효스프레드 평균은 5.32tick으로 시장조성자들은 중유동성 종목 중에서도 유효스프레드가 낮은 종목을 적극적으로 신청하였음을 알 수 있음
    - 이 수치는 2017. 7월~2018. 6월 평가대상 기간 동안의 수치이므로, 시장조성행위의 효과를 반영하지 않음
  - 한편 2개 이상의 시장조성자가 배정된 경쟁종목의 경우에는 유효스프레드 평균이 1.64tick으로 질적인 측면에서 더욱 유동성이 우수하며, 이는 이들 종목의 유효스프레드 백분을 평균인 22.60%에서도 나타남
  - 특히 시장조성자가 6개 이상 배정된 48개 종목은 유효스프레드 평균 1.09tick, 백분을 평균이 6.41%에 이를 정도로 유효스프레드 절대 수치와 상대 수치에서 우수한 종목들임

42) 한국거래소(2020) 공식자료에 의하면 2019년 코스피시장에서 시장조성자가 배정된 종목의 총 개수는 574개이지만, 제공받은 자료에 기반한 저자의 계산으로는 558개로 다소 차이가 발생함

<표 III-11> 2019년 코스피 시장 저유동성 종목의 유효스프레드 현황

(단위: 개, tick, %)

배정된 시장조성자 수	종목 수	유효스프레드 수치 평균	유효스프레드 백분율 평균
0개(비배정 종목)	47	5.32	70.38
1개 이상(배정 종목)	383	2.48	44.95
2개 이상	135	1.64	22.60
6개 이상	48	1.09	6.41
저유동성 종목 전체	430	3.02	48.99

자료: 한국거래소 내부자료

- 증권사의 활발한 참여를 위해 대형 저유동성 종목을 어느 정도 포함시키는 것이 불가피하다고 판단되지만, 보다 효과적인 정책목표 달성을 위해서는 저유동성 종목이 더 원활하게 배정받을 수 있도록 추가적인 고려가 필요할 것으로 사료됨
  - 정책의 1차 목표는 주식시장의 유동성 개선이고, 이를 위해 민간 증권사의 활발한 참여를 유도하는 인센티브가 필요함
  - 그러나 시장조성 대상이 되는 대형 저유동성 종목이 크게 늘어났으며 이 중에서 복수 배정되는 종목의 상당수는 유효스프레드가 우수한 종목인 반면, 시장조성자의 역할이 더욱 크게 요구되는 저유동성 종목은 배정받지 못하는 경우도 여전히 발생하고 있음
  - 따라서 증권사의 수요를 면밀히 관찰하여 저유동성 종목이 더 원활하게 배정받을 수 있도록 제도 설계가 필요할 것으로 보임
  
- (1안) 현재와 같이 시장조성 대상종목을 크게 확대시켜 시장조성자의 참여 유인을 높이는 한편, 저유동성 종목 선정을 늘릴 수 있는 추가 방안을 강구해 볼 수 있음
  - 가령 파생상품시장과 같이 시장조성자들이 저유동성 종목을 모두 강제 배정받도록 하는 방안을 고려할 수 있음
  
- (2안) 저유동성 종목의 100% 배정이 현실적으로 불가능하다면, 수수료 절감 차원에서 저유동성 종목의 대상을 현재보다 제한하는 방안을 고려해 볼 수 있음

- 가령 회전율 하위 50%에 속하는 종목 중 유효스프레드가 매우 우수한 종목은 시장조성 대상종목에서 배제하는 방법을 고려할 수 있음

## 2) 파생상품시장

- 파생상품 시장조성 대상종목은 코스피200선물과 코스피200옵션을 제외한 나머지 193개 종목임(2020. 3. 2. 기준)
  - 전 종목이 배정되는 드래프트 방식을 택하고 있어서 유동성이 낮은 종목이 배정되지 못하는 경우는 없는 것으로 파악됨
- 또한 역량평가를 통해 시장조성을 적극적으로 이행하지 않는 시장조성자는 선호 종목 선택을 제한함으로써, 모든 종목에서의 적극적인 시장조성을 유도하고 있음
  - 역량평가 중 의무이행평가 결과에 따라, 드래프트 각 라운드에서 종목 선택 권한을 배제하고 있음
- 따라서 파생상품 시장조성자 및 대상종목 선정 절차는 적절하다고 평가함

## 3. 지원 내용과 방식의 타당성

### 가. 지원 내용<sup>43)</sup>

- 주식시장 시장조성자는 시장조성계좌에서 제출한 시장조성호가의 체결분 중 유동성을 공급한 호가의 체결분에 한하여 증권거래세를 면제받고 있음
  - 유동성을 공급한 호가는 즉시 체결되지 않고 호가장에 게시되는 호가를 의미함
  - 또한 즉시 체결되는 호가를 제출했으나, 전량 체결되지 않고 호가수량의 일부가 잔량으로 남아 호가장에 게시되었다가 다른 호가와 체결되는 경우의 잔량에 해당하는 호가를 포함함
  - 단일가 매매를 위한 호가 접수시간 중에는 호가 제출시점을 기준으로 판단함

43) 한국거래소, 『주식시장조성자 가이드북과 파생상품 시장조성제도 운영현황』, 2020을 참조하여 기술하였음

- 파생상품 시장조성자는 위험회피거래 전용 주식계좌를 통한 양도 중 다음의 경우에 한하여 증권거래세를 면제받고 있음
  - 선물·콜옵션 매수 및 풋옵션 매도 시 주식의 매도
  - 선물·콜옵션 매도 및 풋옵션 매수 시 매수한 주식의 매도
  - 지수파생상품의 경우, 해당 종목의 지수를 구성하는 주식의 거래에서 이와 같은 조건이 적용
  
- 2020년 7월 현재 증권거래세(농특세 포함)는 25bp이며, 시장조성자의 적절한 시장조성행위에 해당하는 거래의 경우 전액 면제함

#### 나. 지원방식

- 주식시장 시장조성자가 한국거래소를 통해 주식을 매도한 경우, 한국거래소가 우선 시장조성 매도거래분을 확인하고, 이후 이에 대한 증권거래세를 면제받는 구조임
  - 시장조성자가 주식을 매도하는 경우 한국거래소는 당일 또는 익일 오전까지 시장조성 매도거래분을 확인하여 시장조성자와 예탁결제원에 통보함
  - 시장조성자는 이를 토대로 예탁결제원에 비과세신고를 하고 증권거래세를 납부함
  - 일별로 증권거래세를 징수한 예탁결제원은 매달 한 번씩 세무서에 증권거래세를 신고·납부함
  
- 파생상품 시장조성자도, 한국거래소를 통해 위험회피를 위한 주식 매도시 한국거래소가 우선 면제 범위를 확인하고, 이후 이에 대한 증권거래세를 면제받는 구조임
  - 시장조성자가 파생상품시장에서 선물을 매수하고 주식시장에서 위험회피를 위해 주식을 매도하는 상황을 가정할 경우, 한국거래소는 시장조성자에 델타를 통보하고 예탁결제원에 한도 수량을 통보함
  - 시장조성자는 이를 토대로 예탁결제원에 비과세신고를 하고 증권거래세를 납부함
  - 일별로 증권거래세를 징수한 예탁결제원은 매달 한 번씩 세무서에 증권거래세를 신고·납부함

#### 다. 지원 내용과 방식의 타당성 평가

- 시장조성자들의 시장조성 비용을 직접 보조하기보다는 현재와 같은 증권거래세 면제를 유지하는 편이 정책의 효율적 집행을 위해서 바람직하다고 판단됨
  - 특히 조세행정비용을 절약한다는 측면에서 바람직함
  
- 한편 전술한 바와 같이 시장조성자는 전용 계좌를 통한 거래 중 일정한 기준을 충족시키는 거래에 한하여 증권거래세를 면제받고 있음
  - 주식시장 시장조성자는 사전에 정의된 ‘유동성을 공급한 호가’의 체결분, 그리고 파생상품 시장조성자는 사전에 정의된 ‘위험회피 거래’의 체결분에 한하여 증권거래세를 면제받음
  
- 시장조성자들의 증권거래세 면제기준 충족 여부에 대한 관리감독은 한국거래소가 담당함
  
- 이로 인해 제도 설계 및 운영, 수혜자 감독, 증권거래세 징수 등의 주체가 상이하여, 제도의 관리감독 주체가 모호한 상황임
  - 제도를 설계하고 운영하는 책임은 세제당국에 있으며, 제도의 비용은 국고에서 부담함
  - 시장조성자에 대한 감독은 한국거래소에서 담당함
  - 증권거래세 징수는 예탁결제원에서 담당하여 세무서에 납부함
  
- 따라서 수혜자를 감독하는 주체가 제도의 비용과 무관하다는 점에서 제도 거버넌스(governance) 차원의 문제가 제기됨
  - 일반적으로 제도의 안정적인 운영을 위해서 비용을 부담하는 주체가 수혜자 관리를 책임질 필요가 있음
  - 그러나 현실적으로 세제당국이 민간 증권사의 일별 시장조성 거래내역을 검토하고 승인하는 것은 비효율적일 것으로 사료됨
  - 즉 현재와 같이 수혜자에 대한 감독 역할은 한국거래소가 담당하는 것이 타당하다고 판단되는바, 제도의 거버넌스 문제는 지속적으로 제기될 수 있음

- 대상종목 선정, 시장조성자 선정, 시장조성 전용 주식계좌에 대한 감독 등의 역할은 현실적으로 세제당국이 맡기 어려울 것으로 보임
- 이에 따라 시장조성자의 거래 행위에 대한 감독 책임을 명확히 하여 감독체계를 효과적으로 구축할 필요가 있음
- 제도 수혜자를 선정하는 한국거래소가 이들의 주식계좌 운영 적절성까지 감독 하도록 명시하는 방법을 고려할 필요가 있음
    - 감독 책임을 강화하기 위해, 세제당국은 한국거래소에 소정의 고정 수수료 (fixed fee)를 지급하면서 동 제도로 인한 증권거래세 면제액의 일부를 한국 거래소가 부담하는 방식을 고려할 수 있음

#### 4. 기타 정책과의 유사성·중복성 검토

- 거래가 부족한 종목에 대하여 정해진 증권사가 지속적으로 매수·매도 호가를 제시하는 유동성 공급자(LP)제도가 2006년에 도입되어 시행 중이나, 시장조성자제도와 중복되지는 않는다고 판단됨
- 유동성이 부족한 종목에 호가를 제출하여 유동성을 공급한다는 측면에서는 시장조성자제도와 유사함
  - 그러나 LP제도하에서는 상장사와 증권사가 자체적으로 LP 계약을 맺고, LP는 상장사로부터 수수료를 받게 됨
  - 따라서 LP제도와 시장조성자제도가 중복되는 성격은 아니라고 판단됨



## IV. 효과성 분석





## IV. 효과성 분석

### 1. 주식시장 시장조성자제도

#### 가. 주식시장에서의 시장조성자제도 개요

- 주식 시장조성자는 한국거래소와 시장조성 계약을 체결하고 종목을 배정받은 후 배정종목에 대하여 매수·매도 양방향의 호가를 지속적으로 제출하며 유동성을 공급하는 의무를 부담
- 시장조성제도 도입의 계기는 주식시장에 상장된 많은 종목들의 유동성이 부족하여 높은 거래비용이 존재한다는 인식 때문으로 볼 수 있음
  - 한국거래소 자료에 따르면 2019년 기준 유가증권시장 거래대금 상위 10% 종목이 전체 거래비중의 77.9%를 차지함
- 시장조성 제도의 도입을 통해 거래를 촉진하고, 주식시장의 가격발견(price discovery) 기능을 향상시키는 등의 효과를 기대할 수 있음
- 따라서 주식시장 시장조성자제도의 효과성 평가를 위한 핵심적 요소는 유동성 관련 지표가 개선되었는지에 대한 실증분석임
- 2016년 3월 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 제도 시행 후 대상종목의 규모는 지속적으로 확장되었음
  - 2016년 40종목 → 2017년 30종목 → 2018년 82종목 → 2019년 653종목으로 확장되어 왔음
  - 참여 증권사의 숫자 역시 2016년 2개사 → 2017년 4개사 → 2018년 8개사 → 2019년 12개사로 확대됨

□ <표 IV-1>은 주식시장 시장조성 대상종목 규모의 변화 과정을 구체적으로 보여줌

- 각 연도의 시장조성 기간은 다음과 같음
  - 2016년: 2016년 3월~2016년 12월
  - 2017년: 2017년 10월~2018년 3월
  - 2018년: 2018년 4월~2018년 12월
  - 2019년: 2019년 1월~2019년 12월
- 2018년과 2019년 조성연도의 경우, 각 조성 기간의 첫 거래일에는 대상종목에 포함되지 않았으나 조성 기간 중도에 포함된 종목이 상당히 존재함
  - 2018년도 유가증권시장의 경우, 조성 기간 중 첫 거래일인 4월 2일에는 59종목으로 시작하였고 7월 25일에는 82종목으로 나타나 점진적으로 대상종목이 증가하였음
  - 2019년 유가증권시장의 경우 1월 2일 시점에 347종목으로 시작하여 하반기에는 574종목까지 확대
  - 2019년 코스닥시장의 경우 40종목으로 시작하여 10월 말 기준 79종목으로 확대

<표 IV-1> 시장조성 대상종목 수 변화

(단위: 개)

연도	조성시작일	대상종목 수	
		유가증권시장	코스닥시장
2016	2016. 3. 28.	25	15
2017	2017. 9. 25.	30	0
2018	2018. 4. 2.	59	0
	2018. 5. 2.	66	0
	2018. 6. 1.	73	0
	2018. 7. 2.	80	0
	2018. 7. 25.	82	0
2019	2019. 1. 2.	347	40
	2019. 1. 14.	348	40
	2019. 2. 19.	405	40
	2019. 3. 11.	429	40
	2019. 4. 1.	432	40
	2019. 4. 29.	432	42
	2019. 5. 13.	502	42
	2019. 6. 3.	535	42
	2019. 7. 1.	574	42
	2019. 9. 2.	574	44
	2019. 10. 7.	574	79

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- <표 IV-2>는 시장조성자로 참여하는 증권사들의 목록과 지정종목 수를 정리한 것임
- 대상종목 수가 증가함에 따라 시장조성자 역시 증가하였음
  - 각 시장조성자로 지정된 종목의 숫자는 증권사별로 차이가 큼
    - 2019년 유가증권시장에서 조성 의무를 수행 중인 증권사 중 종목이 가장 많은 증권사는 미래에셋대우이며, 총 218종목에 대하여 시장조성 활동을 수행
    - 반면 가장 지정종목 수가 적은 씨엘에스에이코리아증권의 경우, 11종목에 그침
    - 코스닥시장의 경우 지정종목이 없는 증권사가 많으며, 참여 증권사 중 한국에스지증권이 최다인 30종목에 대하여 시장조성 활동을 수행
  - 한 종목에 복수의 증권사가 시장조성 활동을 수행할 수 있으므로, 증권사별로 지정된 종목의 숫자를 단순 합산하면 시장조성 대상종목의 수를 초과할 수 있음

<표 IV-2> 시장조성 참여 증권사 현황

(단위: 개)

시장조성자	유가증권시장 대상종목				코스닥시장 대상종목			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
미래에셋대우	15	0	15	218	10	0	0	22
NH투자증권	10	7	5	31	5	0	0	0
신한금융투자	0	13	25	97	0	0	0	14
한국투자증권	0	6	20	102	0	0	0	13
KB증권	0	6	11	53	0	0	0	0
메리츠종금증권	0	0	14	72	0	0	0	0
신영증권	0	0	11	44	0	0	0	0
한화투자증권	0	0	14	150	0	0	0	0
한국에스지증권	0	0	0	157	0	0	0	30
골드만삭스증권	0	0	0	186	0	0	0	0
부국증권	0	0	0	49	0	0	0	0
씨엘에스에이코리아증권	0	0	0	11	0	0	0	0

자료: 한국거래소 내부자료

□ <표 IV-3>은 시장조성 대상종목을 선정하는 기준의 변화를 보여줌

- ‘부진’의 정의는 다음과 같음
  - (2016~2018년) 거래량의 경우 5만주 미만 혹은 하위 50%이며, 유효스프레드의 경우 3Tick 초과 혹은 하위 50%
  - (2019년) 회전율과 유효스프레드 모두 하위 50% 기준 적용
- 기준 지표가 모두 부진하고 추가로 체결주기 또한 부진할 경우 초저유동성 종목으로 별도 분류되어 단일가매매 적용대상으로 지정
  - 체결주기의 ‘부진’ 기준은 600초(10분) 초과
- 2019년 시장조성 대상종목이 큰 폭으로 확대된 것은 2018년까지 기준 지표로 이용되었던 거래량이 회전율로 대체된 것이 중요한 요인임을 짐작할 수 있음
  - 한국거래소 자료는 대상종목을 선정하는 양적지표가 거래량에서 회전율로 변경됨으로써, 중·대형종목이 시장조성 대상에 포함되도록 유도하는 효과가 있다고 명시<sup>44)</sup>
- 중·대형종목의 포함을 유도하는 것은 기존의 대상종목이 거래량이 낮은 소형 종목 위주로 구성되어 증권사들의 참여 유인이 낮다는 문제의식에 기인함
  - 중·대형종목 편입으로 증권사의 참여 유인을 높이고 동시에 시장조성자의 호가 제출 의무도 평균적 호가금액의 2배 수준으로 강화
- 구체적인 지표별 산출 기준은 <표 IV-4>에 수록되어 있음

<표 IV-3> 시장조성 대상종목 선정 기준

연도	기준 지표	선정 기준	평가 대상기간
2016	거래량, 유효스프레드	모두 부진(저유동성)	2014. 10~2015. 9
2017	거래량, 유효스프레드	모두 부진 또는 1개 지표 부진 (1개 지표만 부진해도 저유동성으로 분류)	2015. 10~2016. 9
2018	거래량, 유효스프레드	모두 부진 또는 1개 지표 부진 (1개 지표만 부진해도 저유동성으로 분류)	2017. 1~2017. 12
2019	회전율, 유효스프레드	모두 부진(저유동성) 또는 1개 지표 부진(중유동성)	2017. 7~2018. 6

자료: 한국거래소 내부자료

44) 한국거래소, 『주식 시장조성자제도 운영효과 및 증권거래세 면세 유지 필요성』, 2020.

#### <표 IV-4> 기준 지표별 세부 산출 기준

- ① 일평균 거래량: 대상기간 정규시장 거래량의 일 평균값
- ② 유효스프레드: 정규시 접속매매(접속매매 모든 체결 직후 호가상향) 기준 종목별 평균 호가크기의 체결호가(Taker) 제출 시 평균 체결가격\* 반영 스프레드(Tick 단위) 평균  
  
매수 시 유효스프레드{(평균 매수가격 - Midpoint\*\*) / Tick-Size}  
+ 매도 시 유효스프레드{(Midpoint-평균매도가격) / Tick-Size}  
\* 10단계 호가공개를 하고 있기 때문에 평균 호가크기의 체결호가 10단계 우선호가 내에서 전량 체결되지 않을 경우, 해당 호가상향 관측치는 결측값 처리  
\*\* Midpoint=최우선매수·매도 호가 평균
- ③ 체결듀레이션: 정규시장 거래시간/체결건수 평균
- ④ 상대순위(백분위) 계산: 지표별 순위\*/유동성평가 전체종목수\*\*  
\* 거래량 및 회전율은 내림차순, 유효스프레드는 오름차순 기준  
\*\* 전체 유동성 평가대상 종목 수 기준

자료: 한국거래소 내부자료

#### 나. 실증분석 개요

- 2019년에 대상종목의 규모가 대폭 확대되었으며, 선정 기준 또한 변경되었다는 점을 감안하여 2019년도에 새롭게 시장조성 대상으로 편입된 종목을 대상으로 효과성 분석을 수행하였음
  - 2018년 하반기와 2019년 하반기의 자료를 이용하여 실증분석을 수행함
    - 2018년은 제도 시행 이전 시점이며, 2019년 하반기는 조성 활동을 시작한 이후 일정 시간이 지난 시점으로 판단
  - 코스닥시장의 시장조성 종목은 2019년 1분기 기준 40종목에 불과함
    - 2019년 시장조성 대상종목 선정 과정에서 ‘저’ 혹은 ‘중’ 유동성으로 분류되어 잠재적인 조성 대상종목으로 판단할 수 있는 코스닥 종목은 총 868종목임
    - 이는 증권사와의 조성계약 체결 과정에서 극소수인 40종목만이 증권사에게 선택되었다는 것을 의미함
    - 이는 제공된 자료에서 관찰할 수 없는 변수가 선택에 큰 영향을 끼쳤으며 해당되는 40종목과 선택되지 않은 기타 종목을 비교하는 방식으로 제도의 효과성을 평가할 경우 차후 실증분석 과정에서 선택 편이가 존재할 가능성이 매우 높다고 볼 수 있음

- 따라서 잠재적인 대상종목 중 상당수의 종목이 실제 시장조성 계약이 체결된 유가증권시장을 대상으로 분석을 수행하였음
  - 2019년 시장조성 대상종목 선정 과정에서 유가증권시장종목 중 ‘저’ 혹은 ‘중’ 유동성으로 평가된 종목은 총 619종목임(우선주 포함)
  
- 분석 방법은 시장조성제도의 영향을 받는 처치군(Treatment Group)과 영향을 받지 않는 대조군(Control Group)을 설정하고, 시장조성 기간 전·후의 데이터를 이용하여 관심 변수들에 대한 회귀분석을 수행하는 방법을 이용
  
- 처치군과 대조군의 설정은 다음과 같이 이루어짐
  - 처치군의 경우 2019년에 새롭게 시장조성 대상으로 편입된 종목들을 대상으로 함
    - 2018년에 시장조성 대상이 되었던 종목들은 제외됨
    - 2019년 6월 이후 시장조성 대상종목으로 편입된 종목들은 제외됨
  - 대조군은 2018년 전 기간, 2019년 전 기간에 걸쳐 시장조성 대상이 아니었던 종목들로 구성
  - 시가총액에서 타 종목과 비교하여 현격한 차이가 있는 삼성전자는 분석에서 제외
  
- 처치군과 대조군 분류 기준에는 부합하더라도 다음 조건에 맞지 않는 종목들은 분석에서 제외하였음
  - 분석 대상 기간인 2018년 하반기와 2019년 하반기 중 모든 거래일에 대하여 자료의 결측치가 없어야 함
  - 분석 대상 기간 모든 거래일에 유가증권시장에 포함되어 있어야 함
  - 분석 대상 기간 중 거래정지 기록이 없어야 함
  - 분석 대상 기간 중 액면가의 변화가 없어야 함
  
- 실증분석에서는 다음 회귀식을 추정하였음

$$y_{i,t} = \alpha + \beta TD_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{i,t}$$

- $y_{i,t}$ 는 분석 대상인 관심변수들임

- $TD_{i,t} = T_t \times D_i$ 는 정책시점 더미변수  $T_t$ 와 정책대상 더미변수  $D_i$ 의 교차항으로, 해당 변수의 계수  $\beta$ 가 정책효과를 추정함
- 시점  $t$ 가 2019년 하반기에 속할 경우  $T_t$ 은 1의 값을 가지고, 종목  $i$ 가 처치군에 속할 경우  $D_i$ 는 1의 값을 가짐
- $\gamma_i$ 는 종목고정효과,  $\delta_t$ 는 월고정효과를 나타냄
- 표준오차를 추정하는 과정에서 종목  $i$ 에 대하여 서로 다른 시점  $t$ 와  $s$ 간  $\epsilon_{i,t}$ 와  $\epsilon_{i,s}$ 는 상관관계가 존재할 수 있다고 가정함
- 월  $t$ 에 포함된 거래일들에 대한 산술평균값을 회귀분석에 이용
- 각 변수에 대하여 평균±표준편차\*3 기준을 적용하여 높거나 낮은 수치를 이상치로 판단하여 해당 관측치를 제거하였음
- 이상치 처리 후 처치군 231종목, 대조군 157종목에 대하여 분석을 수행하였음
  - 총 12개월의 분석대상 기간 중 한 번 이상 이상치를 가진 종목은 분석에서 제외

□ 분석 대상 변수는 다음과 같음(<표 V-10> 참조)

- 거래의 양적 지표
  - (로그)거래량, (로그)거래대금
- 유동성 지표
  - 체결률, Liquidity Ratio, 최우선호가스프레드
- 변동성 지표
  - 수익률 절댓값, DPA(Daily Price Amplitude)

□ 유동성 지표들은 다음과 같이 정의됨

- 체결률은 주문이 거래로 이어진 정도를 측정하는 지표이며, 거래량을 신규 호가수량에서 취소 호가수량을 차감한 값의 절반으로 나눈 수치임
  - 분석에는 시장조성호가를 제외한 체결률이 사용되었음
- Liquidity Ratio는 Amihud 지표의 역수로 정의되었으며, 거래대금을 거래일 단위 가격변동률로 나눈 값으로 계산됨
  - 이는 가격충격 측면의 유동성을 나타내는 지표로 널리 사용되며, 값이 높을수록 유동성이 높은 것으로 해석됨

- 최우선호가 스프레드율은 최우선 매도호가와 최우선 매수호가의 차이를 최종 최우선매도·매수호가의 평균가격으로 나눈 값으로 정의됨
  - 거래비용의 크기를 반영하는 변수임

□ 변동성 지표인 수익률 절댓값과 DPA는 다음과 같이 정의됨

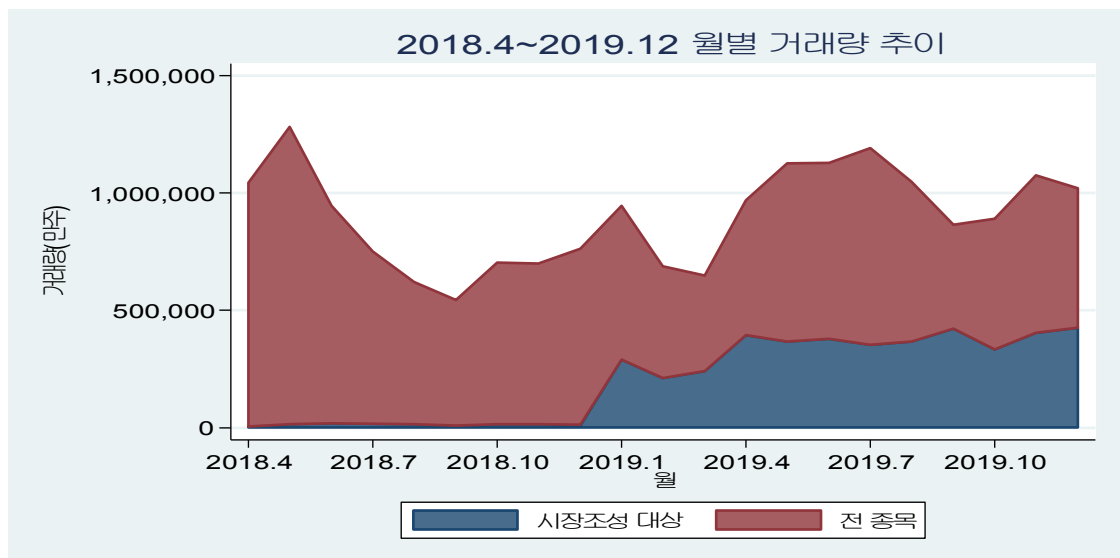
- 수익률의 절댓값에  $\sqrt{\pi/2}$ 를 곱한 값
- DPA는 일일 고가와 저가의 비율로 변동성을 측정하는 지표임

- 계산식은  $DPA_{i,t} = 2 \times 100 \times \frac{PH_{i,t} - PL_{i,t}}{PH_{i,t} + PL_{i,t}}$  임

#### 다. 기초통계량 정리

- [그림 IV-1]은 2018, 2019년도 시장조성 기간 중 유가증권 시장의 종목별, 일별 거래량을 월 단위로 합산한 수치를 보여줌
  - 2019년 1월부터 시장조성 대상종목이 대폭 확대된 영향으로, 전체 거래량에서 시장조성 대상종목이 차지하는 비중이 크게 증가
  - 또한 2019년 1월 이후에도 점진적으로 대상종목이 추가됨에 따라 연초와 비교해 시간이 흐를수록 대상종목의 거래량 비중이 다소 증가함

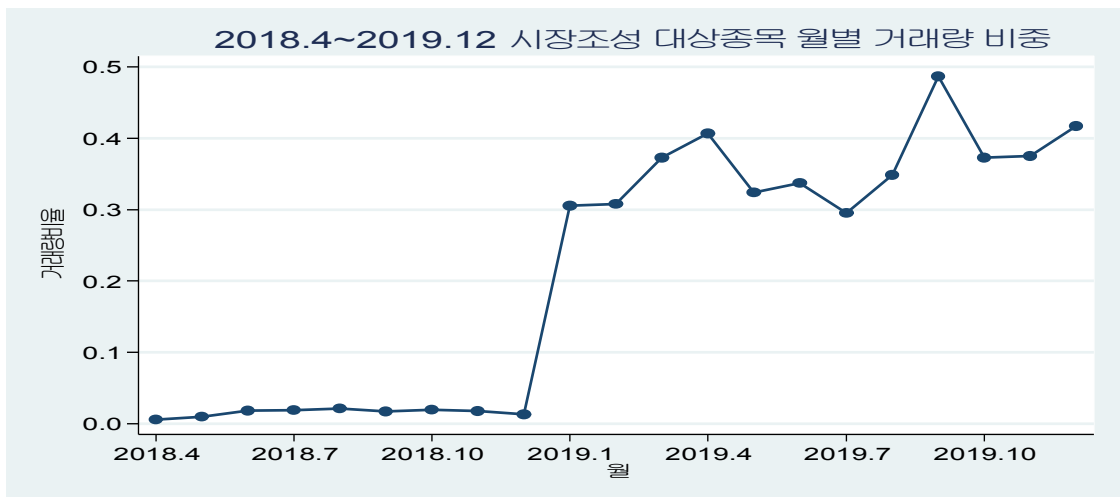
[그림 IV-1] 거래량 추세



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- 구체적인 총 종목 거래량 대비 시장조성 대상종목 거래량의 비율의 월별 변화는 [그림 IV-2]에서 확인 가능
  - 2018년 조성 기간 중에는 전체 종목 대비 1~2% 내외의 낮은 비중을 차지
  - 2019년 1월 종목의 대폭 확대 이후 비율이 30%를 상회하였으며, 2019년 말에는 40%에 근접하는 수치를 보임

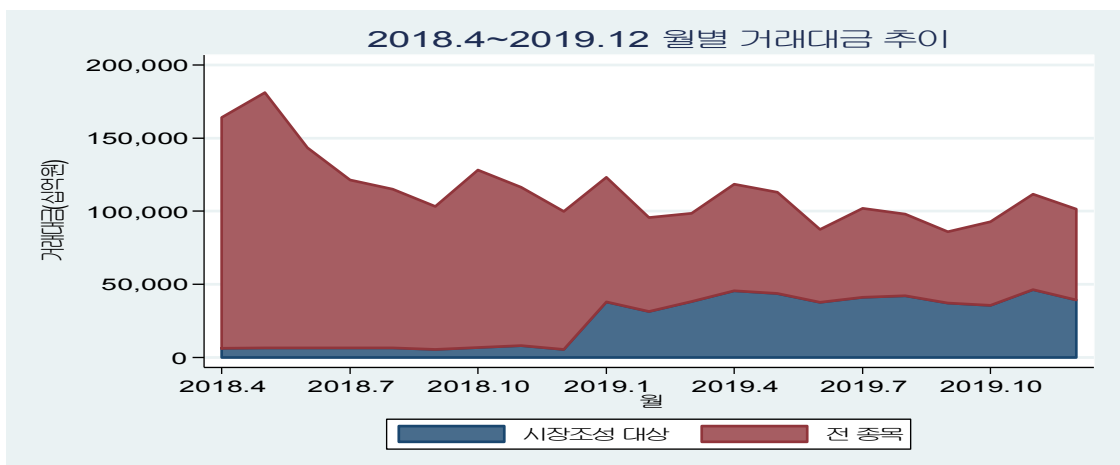
[그림 IV-2] 시장조성 대상종목의 거래량 비중 변화



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

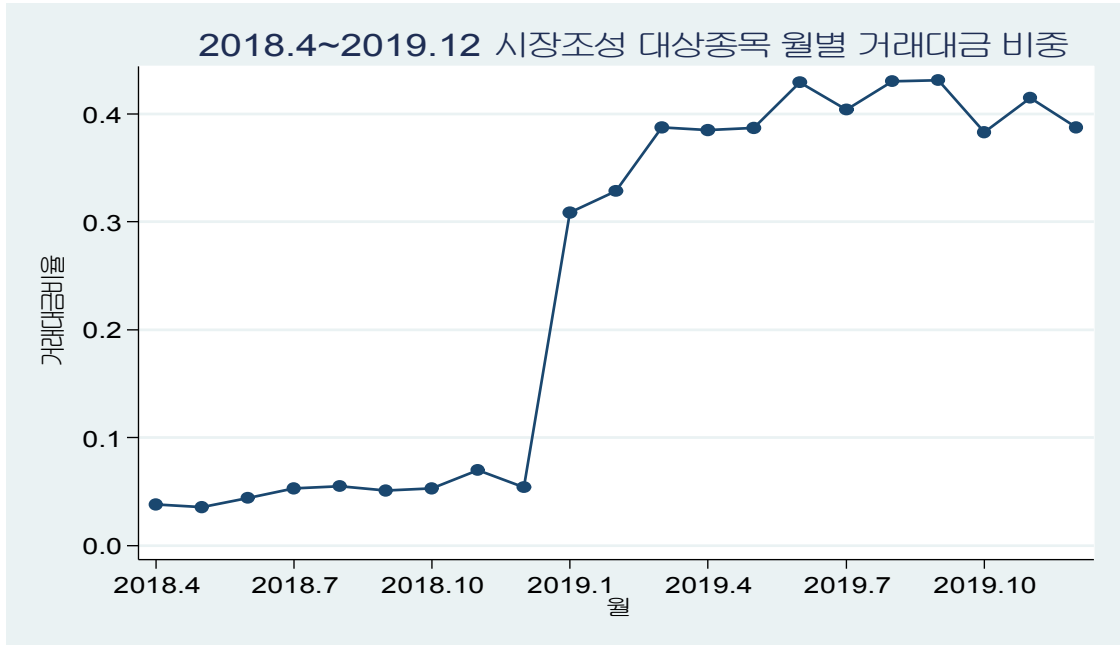
- [그림 IV-3]과 [그림 IV-4]는 거래대금에 대하여 동일한 방식으로 시간에 따른 총 종목 대비 대상종목의 비중을 보여줌
  - 세부적인 수치의 차이는 있으나 전체적인 추세는 거래량과 유사하게 움직임

[그림 IV-3] 거래대금 추세



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

[그림 IV-4] 시장조성 대상종목의 거래대금 비중 변화

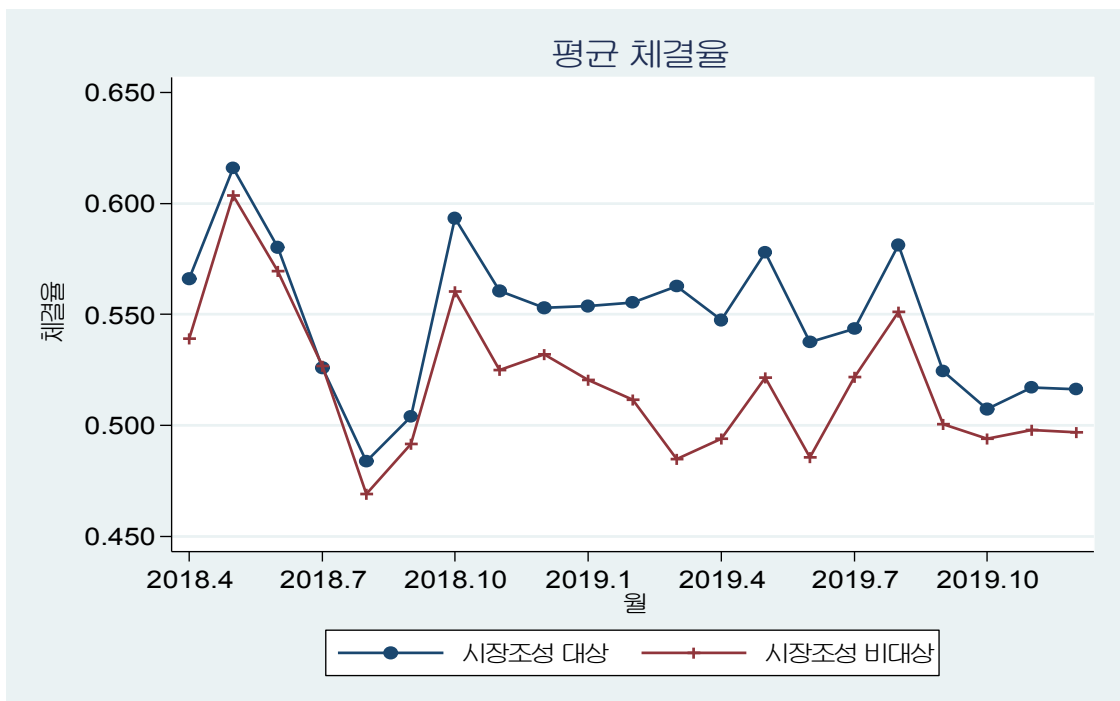


자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- [그림 IV-5]부터 [그림 IV-9]까지는 2018년 4월부터 2019년 12월 사이의 기간 동안 실증분석에 이용된 유동성 지표들과 변동성 지표들의 변화 추세를 전 종목과 대상종목으로 구분하여 제시한 것임
  - 종목별·거래일별 수치를 시장조성 대상종목과 비대상종목으로 분류하여 월 기준으로 산술평균을 통해 계산된 평균 수치의 흐름을 의미함
    - 각 분류를 구성하는 종목들이 시간의 흐름에 따라 변화함에 유의하여 해석해야 함
    - 2018년과 2019년의 시장조성 대상종목이 다르며 동일한 연도에도 연중 추가로 시장조성 대상에 편입되는 종목들이 발생하므로, 종목 구성의 변화가 존재할 수 있음
  - [그림 IV-5]부터 [그림 IV-7]까지는 유동성을 측정하는 지표들의 흐름을 보여줌
    - (체결률) 2018년과 비교하였을 때 2019년에 들어서 대상종목과 비대상종목 간의 차이의 폭이 확대된 것이 관찰됨
    - (Liquidity Ratio) 2019년 3월 이후 체결률과 유사하게 대상종목과 비대상종목 간 차이의 폭이 확대됨

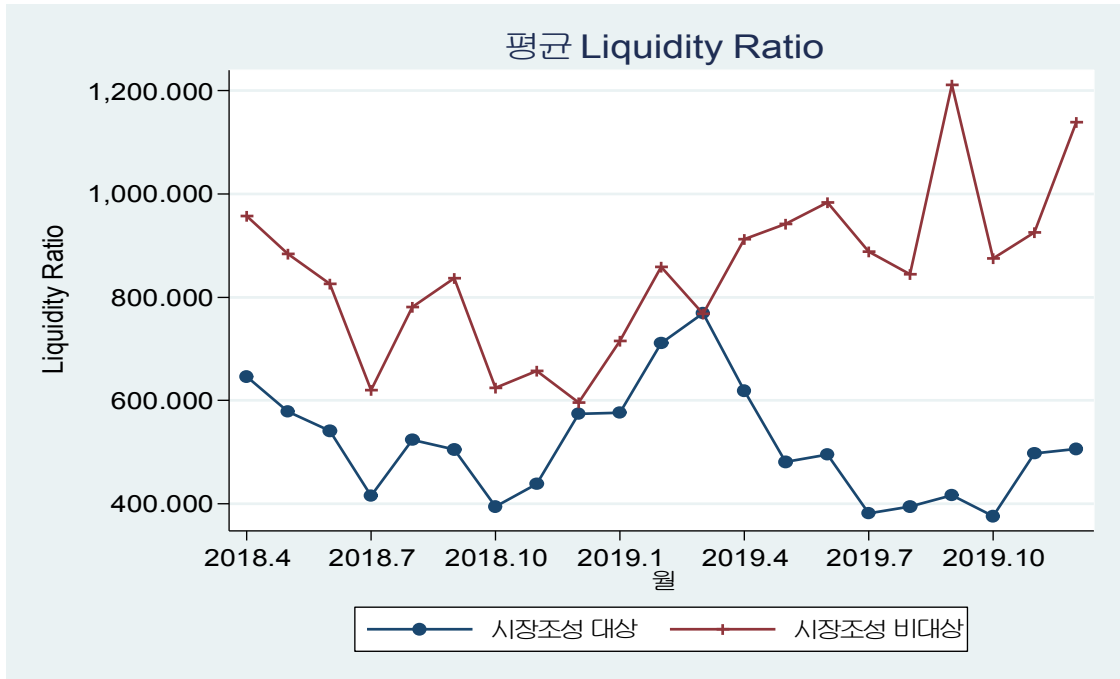
- (최우선호가 스프레드율) 대상종목과 비대상종목의 움직임은 유사하나, 종목 확대 이후로 두 그룹 간 차이의 폭이 확대됨
  - 단 체결률과 최우선호 가스프레드율의 경우 차이의 폭이 확대된 이후에도 움직임의 방향이 유사한 것과 다르게, Liquidity Ratio의 경우 움직임의 방향이 상이함
- [그림 IV-8]과 [그림 IV-9]는 변동성을 측정하는 두 지표인 Absolute Return와 DPA의 흐름을 보여주고 있음
- 유동성 변수들과 다르게 Absolute Return과 DPA 두 변수 모두 대상종목과 비대상종목의 평균값이 유사하게 움직이며, 육안으로 보았을 때 차이의 폭 측면에서 뚜렷하게 나타나는 경향성이 있다고 보기는 어려움

[그림 IV-5] 월평균 체결률의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교



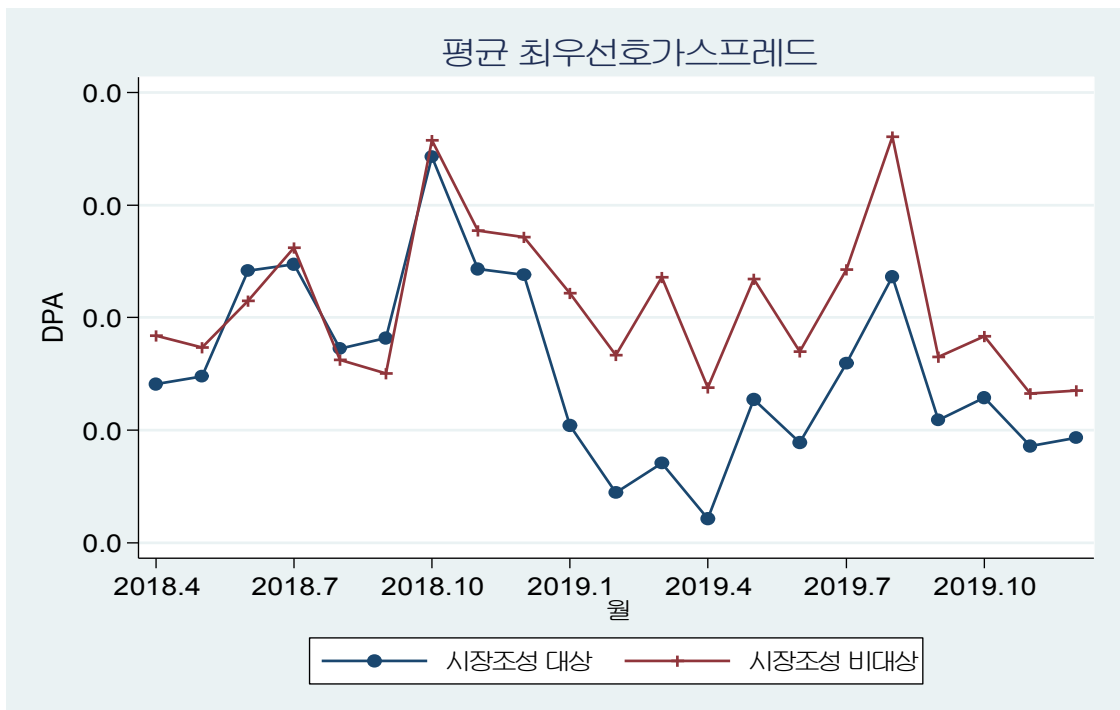
자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

[그림 IV-6] 월평균 Liquidity Ratio의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교



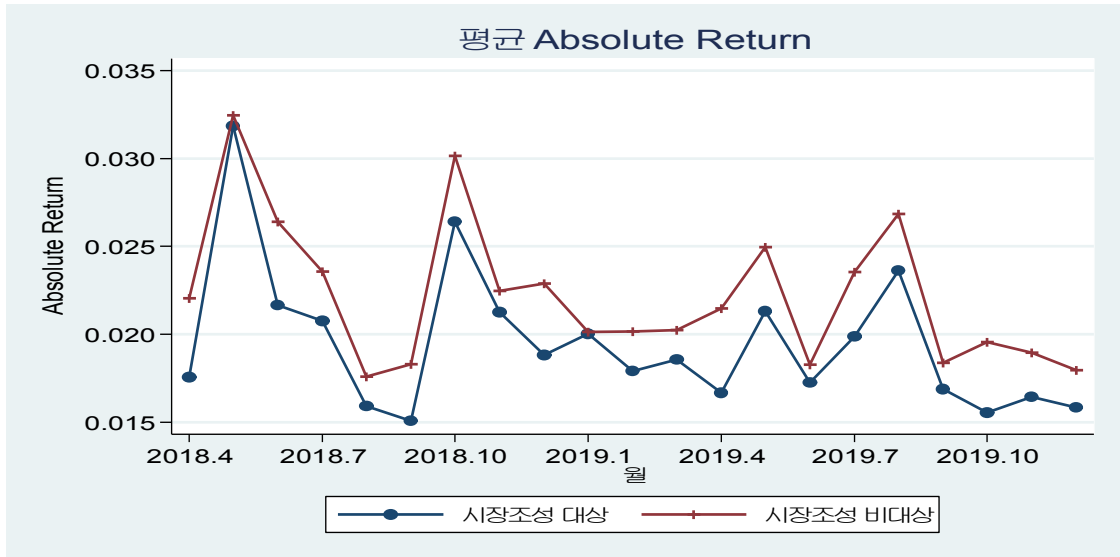
자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

[그림 IV-7] 월평균 최우선후가스프레드율의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교



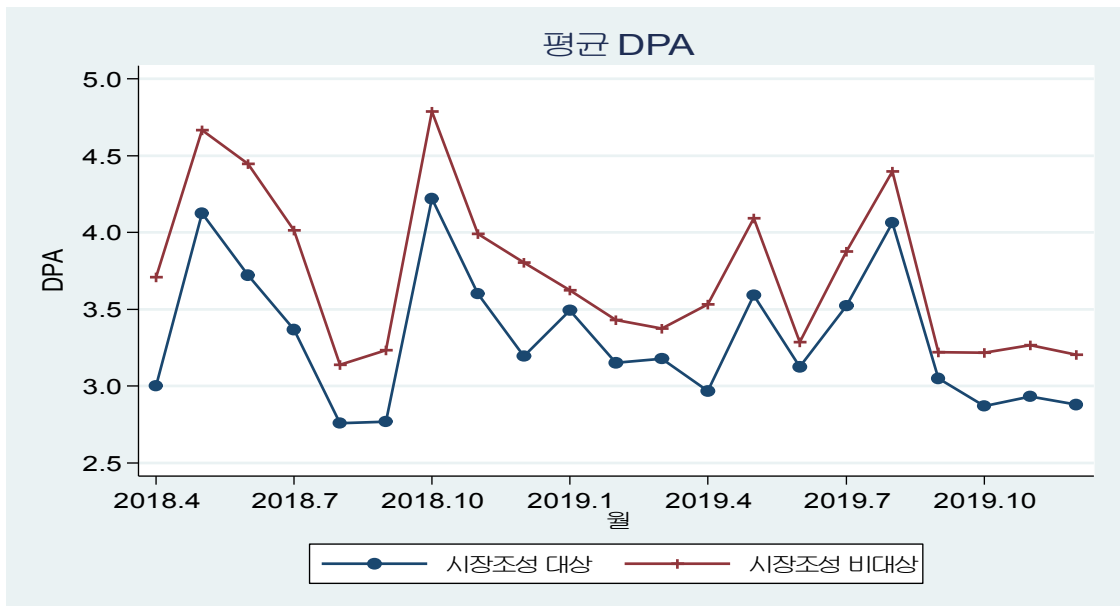
자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

[그림 IV-8] 월평균 Absolute Return의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

[그림 IV-9] 월평균 DPA의 대상종목 평균과 비대상종목 평균 비교

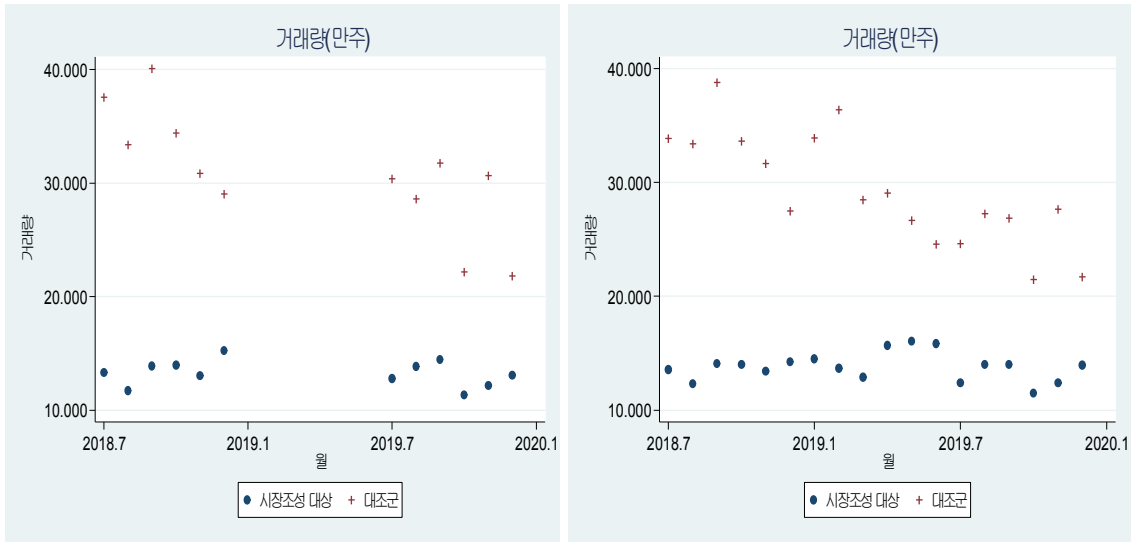


자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

□ 위에서 살펴본 [그림 IV-5]부터 [그림 IV-9]까지는 장기간에 걸쳐 대상종목과 비대상종목 각 분류에 대하여 관심변수들의 움직임을 관찰하는 목적에는 유용하지만, 각 분류를 구성하는 종목이 시간의 흐름에 따라 지속적으로 변하기 때문에 처치군과 대조군을 고정한 후 시각화한 정보를 제시하기에는 한계가 있음

- 이를 보완하기 위해 [그림 IV-5]부터 [그림 IV-16]까지는 실제 회귀분석에서 이용될 처치군과 대조군만을 대상으로 변화 추이를 제시하였음
  - 2018년 하반기와 2019년 하반기를 비교하였음
  - 실증분석에 적용한 것과 동일한 이상치 제거 기준을 적용하였음
  - 종목별 일 단위 관측치를 월 단위로 산술평균하고, 이를 다시 종목에 대하여 산술평균한 수치를 나타냄
  
- [그림 IV-5]는 거래량의 산술평균을 월별로 보여주고 있음
  - 2019년도 시장조성 제도 도입 이전 거래량을 살펴보면 처치군이 대조군에 비해 월등하게 낮은 거래량을 보임
  - 도입 이후에도 여전히 격차는 존재하나, 격차의 폭이 다소 좁혀지는 추세가 육안으로도 확인 가능함
  - 단 격차가 좁혀진 원인이 처치군 거래량의 증가가 아닌 대조군 거래량의 하락으로 인한 것임을 확인할 수 있음
    - 전체적인 거래량 감소 상황에서 처치군 종목들이 상대적으로 거래량이 덜 감소했다는 해석이 가능함
  - 2018년 추세를 보면 대조군의 거래량이 점차 하락하는 모습이 보이는데, 이러한 추세가 존재한다면 추세와 정책효과가 섞임으로써 정책효과 식별에 위협이 될 수 있음
    - 이를 확인하기 위해 2019년 상반기의 수치를 포함한 그래프를 [그림 IV-10]의 우측에 삽입하였음
    - 2019년 초반의 수치를 보면 2018년의 추세가 기울기를 유지하며 지속되지 않았음을 확인 가능
  - <표 IV-5>은 2018년 하반기와 2019년 하반기에 대한 반기 산술평균을 보여주고 있음
    - 처치군 종목들의 평균 거래량은 약 13.5만주에서 약 12.9만주로 4.5% 가량 감소
    - 반면 대조군 종목들의 평균 거래량은 약 34만주에서 약 27.6만주로 19% 가량 감소

[그림 IV-10] 평균 거래량



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

<표 IV-5> 2019년 제도 시행 전·후 거래량

(단위: 만주)

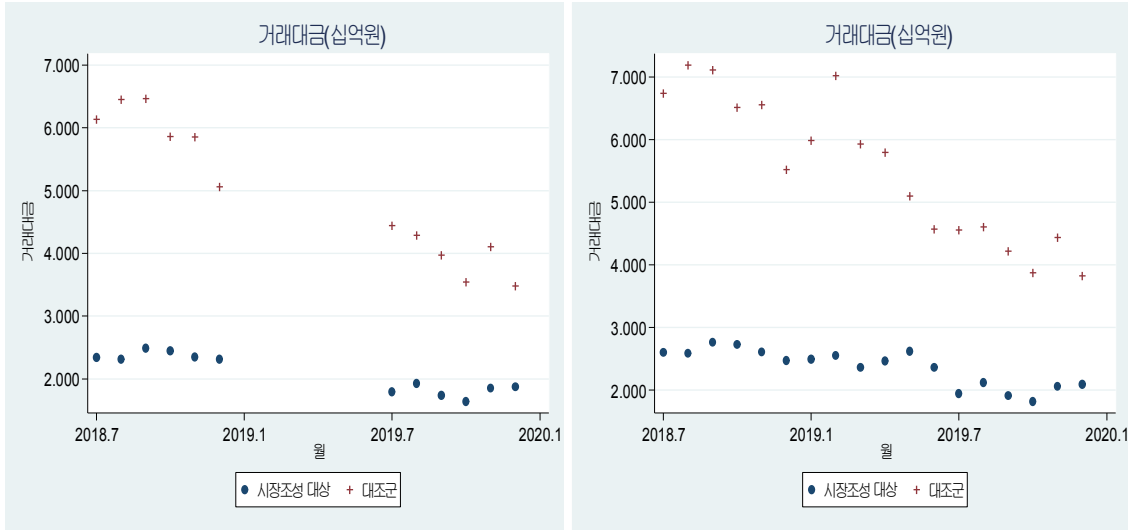
구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	13.524	12.935
대조군	34.209	27.563

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- [그림 IV-6]은 거래대금의 산술평균을 월별로 보여주고 있음
  - [그림 IV-5]와 유사한 흐름을 보이나, 전체적으로 거래량과 비교했을 때 하락 폭이 크다는 것을 확인할 수 있음
    - 거래소 자료에 따르면 2018년 하반기와 2019년 하반기를 비교하였을 때 유가증권 전 종목의 일평균 거래대금이 15% 하락하였음
  - 거래량 그래프와 유사하게 2019년 상반기를 포함한 그래프를 살펴보면 2018년 말에 관찰되는 듯했던 하락추세가 기울기를 유지하며 지속되지 않았음을 확인할 수 있음
  - <표 IV-6>에 나타난 수치를 살펴보면 다음과 같음
    - 처치군 종목들의 평균 거래대금은 약 24억원에서 약 18억원으로 25% 가량 감소

- 반면 대조군 종목들의 평균 거래대금은 약 59억원에서 약 39억원으로 34% 가량 감소

[그림 IV-11] 평균 거래대금



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

<표 IV-6> 2019년 제도 시행 전·후 거래대금

(단위: 십억원)

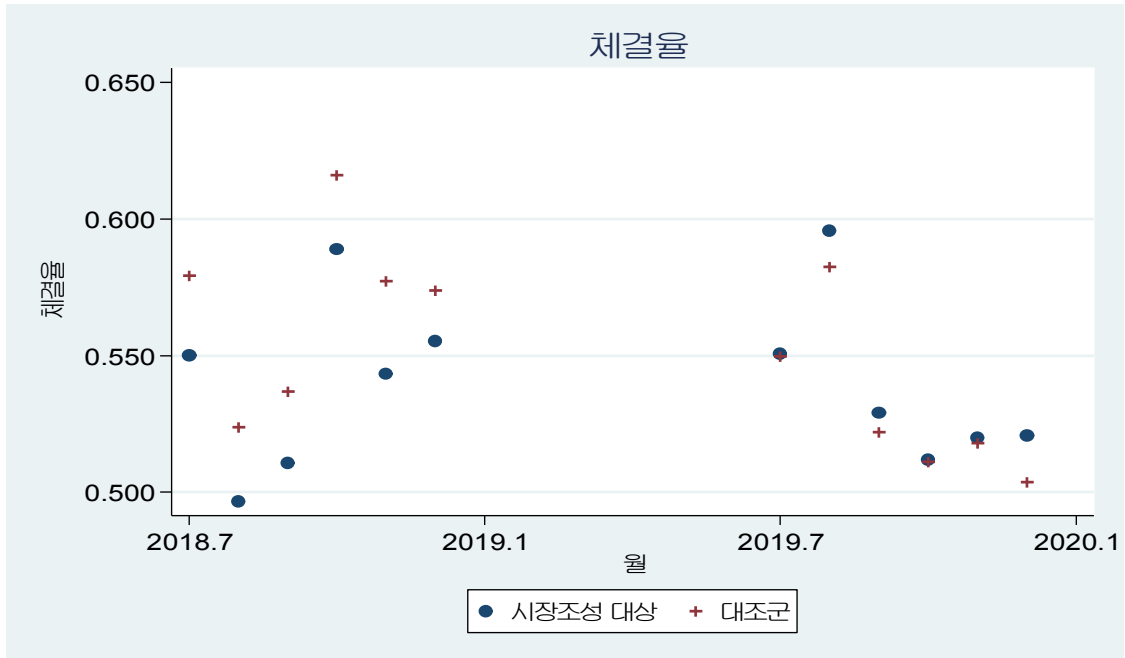
구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	2.376	1.804
대조군	5.971	3.971

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

□ [그림 IV-12]는 체결률의 산술평균을 월별로 보여주고 있음

- 체결률의 경우 월별 변화폭이 거래량 관련 변수들에 비해 크지만, 2018년의 경우 대조군의 평균 체결률이 처치군 종목들보다 일관되게 높음
- 반면 도입 이후에는 대조군 종목 체결률의 하락으로 인하여 수치가 역전된 것을 확인할 수 있음
- <표 IV-7>을 통해 반기 평균을 살펴보면 다음과 같음
  - 처치군 종목들의 평균 체결률은 약 0.541에서 약 0.538로 0.6% 가량 감소
  - 반면 대조군 종목들의 평균 체결률은 약 0.568에서 약 0.531로 6.5% 가량 감소

[그림 IV-12] 평균 체결률



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

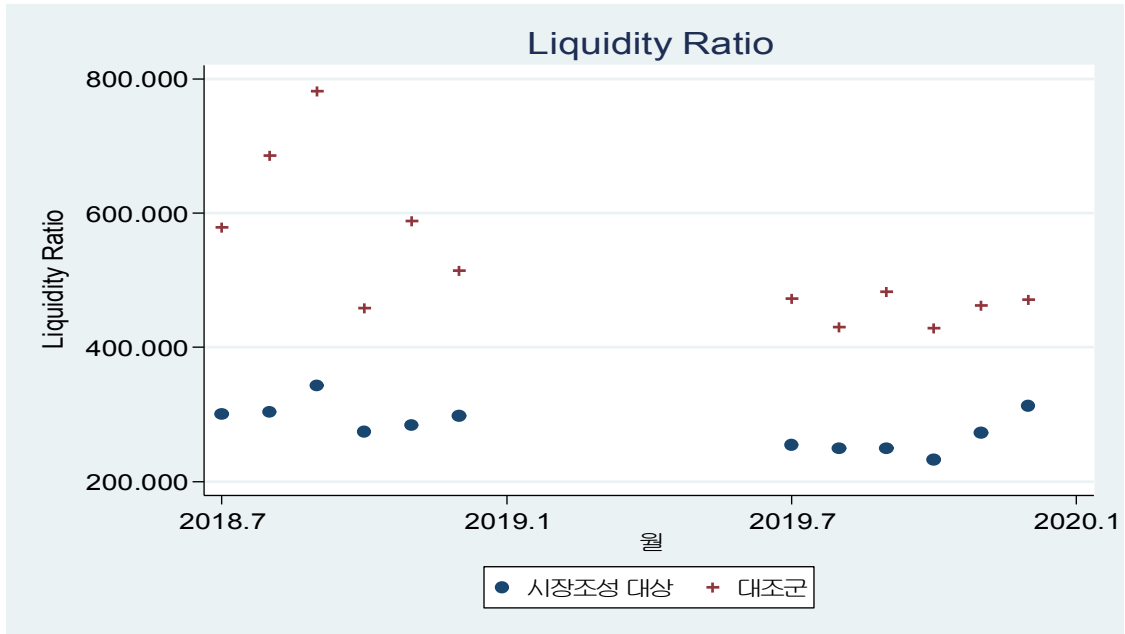
<표 IV-7> 2019년 제도 시행 전·후 체결률

구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	0.541	0.538
대조군	0.568	0.531

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- [그림 IV-13]은 Liquidity Ratio의 산술평균을 월별로 보여주고 있음
- 거래대금과 유사하게 대조군의 유동성은 하락하였으나 상대적으로 처치군 종목들의 하락폭은 크지 않음
  - <표 IV-9>를 통해 반기 평균을 살펴보면 다음과 같음
    - 처치군 종목들의 평균 Liquidity Ratio는 약 300.4에서 약 262.1로 13% 가량 감소
    - 반면 대조군 종목들의 평균 Liquidity Ratio는 약 601.2에서 약 458.0으로 24% 가량 감소

[그림 IV-13] 평균 Liquidity Ratio



주: Liquidity Ratio=거래대금/가격변동률이며, 거래대금은 십억원 단위로 계산  
 자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

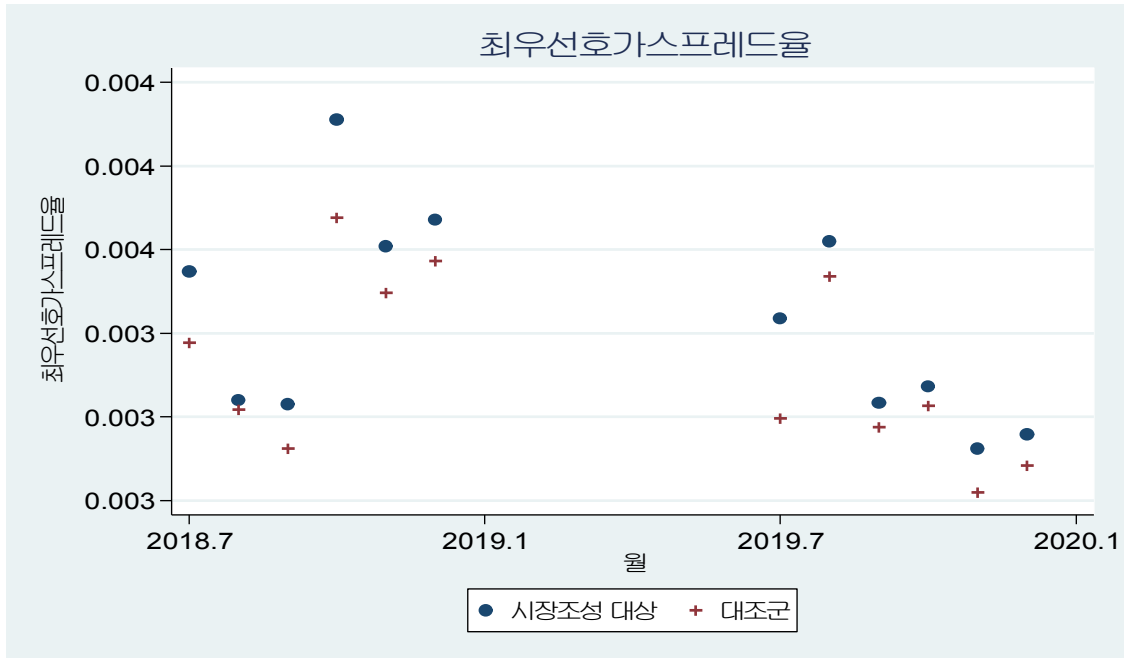
<표 IV-8> 2019년 제도 시행 전·후 Liquidity Ratio

구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	300.4	262.1
대조군	601.2	458.0

주: Liquidity Ratio=거래대금/가격변동률이며, 거래대금은 십억원 단위로 계산  
 자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- [그림 IV-14]는 최우선평가스프레드율의 산술평균을 월별로 보여주고 있음
  - 2018년에 비하여 2019년 하반기에 처치군과 대조군 종목 평균 모두 하락하였으나, 두 그룹 간 변화폭에 유의미한 차이는 명확히 나타나지 않음
  - <표 IV-9>를 통해 반기 평균을 살펴보면 다음과 같음
    - 처치군 종목들의 평균 최우선평가 스프레드율은 약 0.0035에서 약 0.0032로 6% 가량 감소
    - 대조군 종목들의 평균 최우선평가 스프레드율은 약 0.0034에서 약 0.0032으로 역시 6% 가량 감소

[그림 IV-14] 평균 최우선호가 스프레드율



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

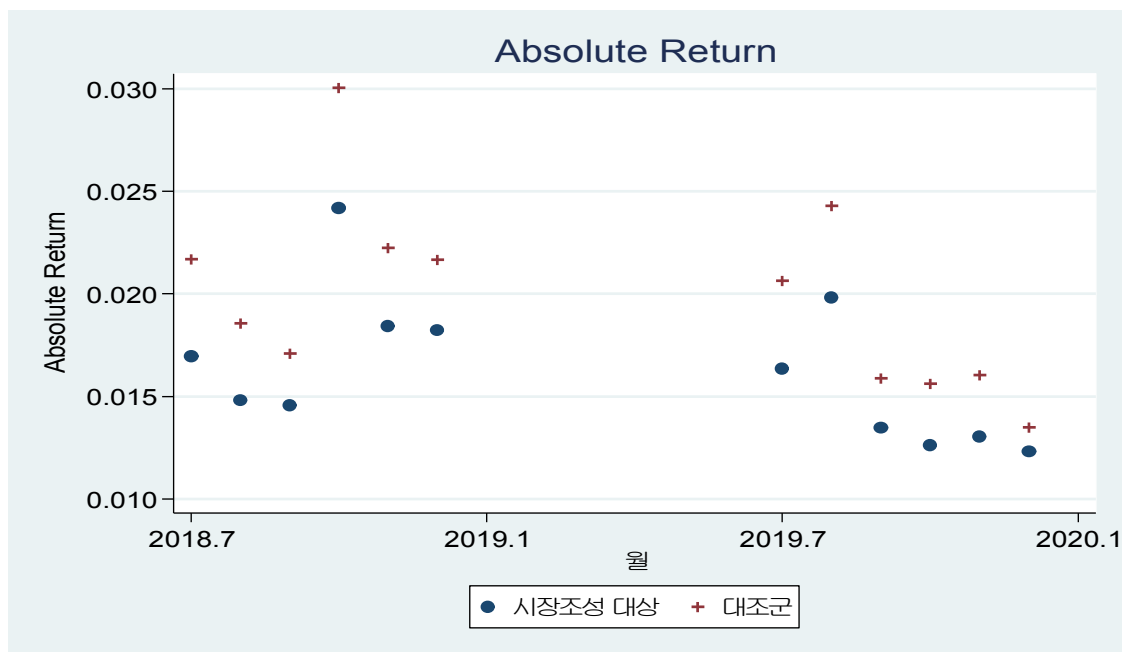
<표 IV-9> 2019년 제도 시행 전·후 최우선호가 스프레드율

구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	0.0035	0.0033
대조군	0.0034	0.0032

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- [그림 IV-15]는 Absolute Return의 산술평균을 월별로 보여주고 있음
  - 2018년 하반기에 비해 2019년 하반기에 전체적으로 수치가 하락한 것이 확인됨
  - 반면 처치군 종목과 대조군 종목 간 눈에 띄는 차이가 존재하는지 여부는 그림에서 확인하기 어려움
  - <표 IV-10>을 통해 반기 평균을 살펴보면 다음과 같음
    - 처치군 종목들의 평균 절대수익은 약 0.0179에서 약 0.0146으로 18% 가량 감소
    - 대조군 종목들의 평균 절대수익은 약 0.0219에서 약 0.0177로 19% 가량 감소

[그림 IV-15] 평균 Absolute Return



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

<표 IV-10> 2019년 제도 시행 전·후 Absolute Return

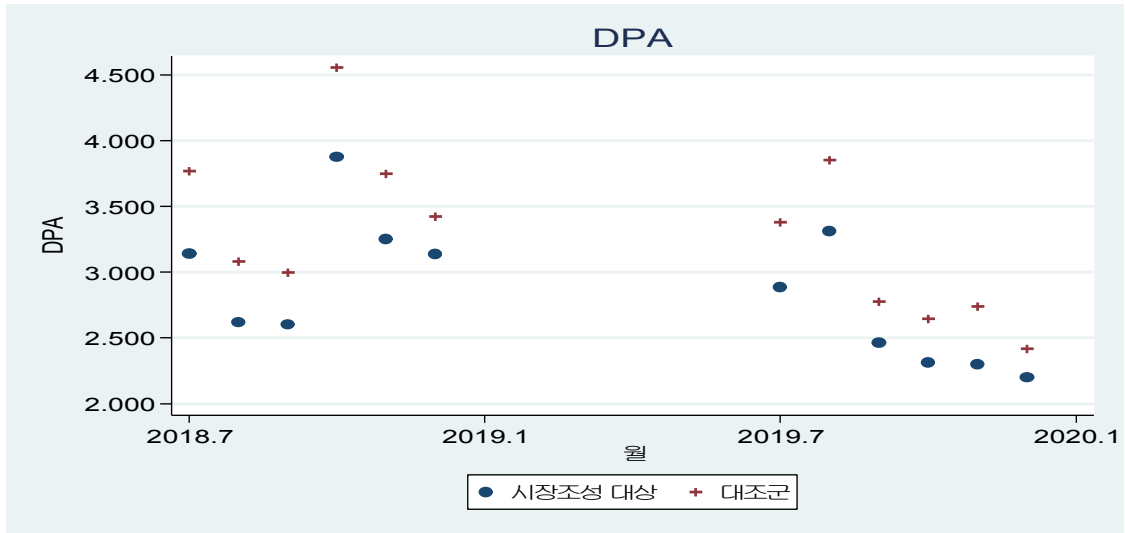
구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	0.0179	0.0146
대조군	0.0219	0.0177

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

□ [그림 IV-16]은 DPA의 산술평균을 월별로 보여주고 있음

- Absolute Return 그림([그림 IV-15])과 유사하게 2018년 하반기와 비교하여 2019년 하반기에 전체적으로 변동성이 하락했음을 확인할 수 있음
- 처치군과 대조군 간 뚜렷하게 구별되는 변화 추세가 관찰되지 않는다는 점 역시 [그림 IV-20]과 유사함
- <표 IV-11>을 통해 반기 평균을 살펴보면 다음과 같음
  - 처치군 종목들의 평균 DPA는 약 3.105에서 약 2.580으로 17%가량 감소
  - 대조군 종목들의 평균 DPA는 약 3.597에서 약 2.969로 17%가량 감소

[그림 IV-16] 평균 DPA



자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

<표 IV-11> 2019년 제도 시행 전·후 DPA

구분	2018년 하반기	2019년 하반기
처치군	3.105	2.580
대조군	3.597	2.969

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

## 라. 실증분석 결과

- 회귀분석 결과는 <표 IV-12>에 수록되어 있음
  - <표 IV-12>의 결과는 정책의 영향을 받을 때 1의 값을 갖는 더미변수  $TD_{i,t}$ 의 계수인  $\beta$ 의 추정치임
  - 거래량 관련 변수들을 살펴보면, 거래량은 정책으로 인하여 약 6.1% 증가 효과가 있었으며 거래대금은 약 9%의 증가 효과가 관찰되었음
    - 단 표준오차가 계수 추정치에 비하여 상대적으로 높게 추정되어 10% 수준에서 유의하지는 않음
    - 거래량 추정치의 P값은 0.334이며, 거래대금 추정치의 P값은 0.214임
  - 유동성 지표의 경우 체결률과 Liquidity Ratio의 경우 두 지표에 대한 추정치가 유동성을 개선하는 방향으로 5% 수준에서 통계적으로 유의하였으나, 최우선호가 스프레드의 경우 뚜렷한 개선 효과는 관찰되지 않았음

- 체결률의 경우 약 3.4% 증가효과가 관찰되었으며 질적 유동성 지표인 Liquidity Ratio의 경우 약 12% 증가하는 효과가 있었음
- 최우선호가 스프레드의 경우 계수는 음수가 추정되었으나 절댓값은 매우 작으며 또한 통계적으로 유의미하다고 보기 어려움(p값: 0.844)
- 반면 변동성 지표의 경우 기대효과와 다르게 정책의 효과가 변동성을 증가시키는 방향으로 관찰되었음
  - Absolute Return의 경우 약 0.001 증가하며, DPA의 경우 약 0.103 증가하는 것으로 관찰됨
  - Absolute Return의 경우 5%에서 유의하나, DPA의 경우 P값이 0.139로 10% 수준에서의 유의성 기준에서 소폭 벗어남

<표 IV-12> 회귀분석 결과

변수	추정치
거래의 양적 지표	
로그 거래량	0.061
로그 거래금액	0.090
유동성 지표(Market Liquidity)	
체결률(시장조성호가 제외)	0.0339***
로그 Liquidity Ratio	0.1216**
최우선호가 스프레드율	-0.0000
변동성 지표(Market Volatility)	
Absolute Return	0.0010**
DPA	0.1033*
회귀분석 정보	
관측치 수	4,656

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함

- 회귀분석 결과의 강건성 검정을 위해 다음의 변형된 회귀식을 추정한 결과를 <표 IV-13>에 제시하였음

$$\Delta y_i = \alpha + \beta Treat_i + \Delta y_i^{pre} + \epsilon_i$$

- 기호  $\Delta$ 는 차분(difference)을 의미함
  - 종속변수의 차분값은 2019년 하반기의 평균값에서 2018년 하반기의 평균값을 차분한 값으로 계산되었음

- 독립변수에 포함된  $\Delta y_i^{pre}$ 는 동일한 변수에 대하여 2018년 6월 평균값에서 2018년 5월 평균값을 차분한 값으로 계산되었음
  - 정책 대상종목  $i$ 에 대하여 1의 값을 가지는 변수  $Treat_i$ 의 계수가 추정 목표임
  - 이 회귀식은 Pre-trend(정책 도입 이전의 추세) 변수를 삽입함으로써 처치군과 대조군 간 정책 도입 이전 추세(Trend)의 차이를 통제하여 정책효과를 추정하는 데 목적이 있음
  - 정책 도입 이전의 추세가 처치군과 대조군 간에 상이할 경우 <표 IV-12>에서 추정된 계수를 순수한 인과관계로 해석하는 데 어려움이 있을 수 있음
  - 따라서 이러한 우려에 대한 강건성 검정 차원에서 Pre-trend를 포함한 회귀식을 추정하는 것은 의미가 있음
- <표 IV-13>의 결과는 <표 IV-12>에서 나타난 결과와 매우 유사함
- 포함된 종목의 수가 다소 줄어든 것은 이상치 제거 과정에서 2018년 5월 또는 6월에 이상치가 관측된 종목이 추가적으로 제거되어 회귀분석에 포함되지 않았기 때문임
  - 처치군과 대조군 간 정책 도입 이전 추세의 차이를 명시적으로 고려하더라도 <표 IV-12> 결과의 해석이 크게 달라지지 않는다는 것을 확인할 수 있음

<표 IV-13> 강건성 검정 회귀분석 결과

변수	추정치
거래의 양적 지표	
로그 거래량	0.052
로그 거래금액	0.092
유동성 지표(Market Liquidity)	
체결률(시장조성호가 제외)	0.030***
로그 Liquidity Ratio	0.147**
최우선후가 스프레드율	-0.000
변동성 지표(Market Volatility)	
Absolute Return	0.001*
DPA	0.103
회귀분석 정보	
관측치 수	348

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함

## 마. 소결

- 2019년 시장조성 대상종목을 통해 시장조성자제도의 효과를 분석한 결과 거래량과 유동성 측면을 반영하는 지표들이 긍정적인 방향으로 변화하였음을 확인 가능
  - 단 거래량 지표들의 경우 표준오차가 다소 크다는 점은 주의해서 해석할 필요
  - 또한 유동성 지표 중 최우선호가 스프레드율에 대해서는 통계적으로 유의한 효과가 관찰되지 않았음
  
- 반면 변동성 지표들은 기대효과와 다르게 오히려 제도가 변동성을 증가시키는 방향으로 나타남
  
- 실증분석을 통해 추정된 효과는 시장조성 제도가 시행 중인 상황에서 관찰되었음
  - 2019년 시장조성 기간은 2019년 연말에 종료되었으며, 따라서 분석 대상 기간 중 제도의 영향을 받는 기간인 2019년 하반기에는 제도가 시행 중인 상황
  - 따라서 제도 종료 이후의 효과는 본 분석을 통해 추정할 수 없다는 한계가 있음
  - 제도 종료 이후에도 지속적으로 효과가 유지되는지의 여부를 판단하는 것이 중요하므로, 이에 대한 고려가 필요함
  - 2020년에는 2019년과 비교하여 유가증권시장 574 → 666종목, 코스닥시장 79 → 173종목으로 대상종목이 더욱 증가하였으므로, 제도가 종료될 경우의 효과의 지속성을 최근 자료를 이용하여 추정하기에는 어려움이 있을 것으로 예상됨
    - 2017년 수행된 연구인 이상엽 외(2017)를 통해 효과의 지속성이 약하게 나타났다는 결과를 참고할 수 있음

## 2. 파생상품 시장조성자 증권거래세 면세 효과 실증분석

### 가. 파생상품 시장조성자제도 운영 현황

- 한국거래소는 1996년 시장 개설 이후 2020년 1월 기준 13개군 193개의 상품을 상장·운영하고 있음(<표 IV-14> 참고)

<표 IV-14> 파생상품 운영 현황

분류(상품수)	최초상장일	기초자산
KOSPI200선물	1996. 5. 3.	KOSPI200 지수
KOSPI200옵션(위클리)	1997. 7. 7. (2019. 9. 23.)	
미니K200선물	2015. 7. 20.	
미니K200옵션		
KRX300선물	2018. 3. 26.	KRX300 지수
코스닥150선물	2015. 11. 23.	코스닥150 지수
코스닥150옵션	2018. 3. 26.	
주식선물(137개)	2008. 5. 6. (코 '15. 8. 3.)	137개 기업주권 (KS 119개, KQ 18개)
주식옵션(33개)	2002. 1. 28. (코 '14. 11. 17.)	주식선물 중 33개 (KS 32개, KQ 1개)
변동성지수선물	2014. 11. 17.	V-KOSPI 200
유로스톡스50선물	2016. 6. 27.	Euro STOXX 50 지수
섹터지수선물(12개)	2014. 11. 17.	K200에너지·화학, K200정보기술 K200금융, K200경기소비재(4개)
	2016. 3. 28.	K200건설, K200중공업 K200헬스케어(3개)
	2016. 11. 28.	K200철강소재, K200생활소비재 K200산업재(3개)
	2015. 10. 5.	KS고배당50, KS 배당성장50(2개)
ETF선물(4개)	2017. 6. 26.	ARIRANG 고배당, KODEX 삼성그룹 TIGER 헬스케어, TIGER 차이나CSI300

자료: 한국거래소 내부자료

- 한국거래소는 파생상품시장의 유동성 공급 및 거래비용 절감을 위하여 시장조성 자제도를 도입함
  - 1999년 국채선물 시장조성자제도 도입, 2005년 KRX 출범 이후 2006년부터 주가지수상품에도 시장조성자제도 적용
  - 시장조성 헤지거래에 대한 증권거래세 면세가 시행된 2015년 이후 본격적으로 제도가 정착됨

- 파생상품시장에서 시장조성자제도 적용 대상은 코스피200선물·옵션을 제외한 모든 주가지수와 주식 파생상품으로, 2020년 1월 기준 총 193개 상품이 적용 받음 (선물 158, 옵션 35종목, 한국거래소 자료 제공)
- 주가지수선물·옵션 상품은 코스피200선물·옵션을 제외한 모든 종목에 대하여 시장조성자제도가 운영되고 있으며, 추가되는 상품에 대하여 역시 신속하게 시장조성자를 설정함(<표 IV-15> 참조)

**<표 IV-15> 주가지수 선물옵션**

일자	내용
2014. 11. 17.	코스피200섹터 지수 선물 4개 상품 상장 및 시장조성자 지정 변동성 지수 선물 상품 상장 및 시장조성자 지정
2015. 7. 20.	미니코스피200 지수 선물·옵션 상장 및 시장조성자 지정
2015. 10. 5.	배당지수 선물 2개 상품 상장 및 시장조성자 지정
2015. 11. 23.	코스닥 150선물 상장 및 시장조성자 지정
2016. 3. 28.	코스피200섹터 지수 선물 3개 상품 추가 상장 및 시장조성자 지정
2016. 6. 27.	유로스톡스50 선물 상품 추가 상장 및 시장조성자 지정
2016. 11. 28.	코스피200섹터 지수 선물 3개 상품 추가 상장 및 시장조성자 지정
2018. 3. 26.	코스닥 150옵션 상장 및 시장조성자 지정 KRX 300 상장 및 시장조성자 지정

자료: 한국거래소 내부자료, 이상엽 외(2017)를 참조하여 저자 작성

- 주식선물·옵션 상품은 거래되는 전 종목에 대하여 시장조성자제도가 운영되며, 새로운 상품 추가와 함께 시장조성자가 설정되고 있음(<표 IV-16> 참조)

**<표 IV-16> 개별 주식 선물옵션**

일자	내용
2014. 9. 15.	57개 주식선물에 대한 시장조성자 지정
2014. 11. 17.	10개 주식옵션에 대한 시장조성자 지정
2015. 8. 3.	시장조성 대상 주식선물 90개로 확대 시장조성 대상 주식옵션 20개로 확대
2016. 7. 18.	시장조성 대상 주식선물 125개로 확대
2017. 6. 26.	시장조성 대상 주식선물 132개로 확대 시장조성 대상 주식옵션 30개로 확대
2020. 1.	시장조성 대상 주식선물 총 137개 운영 중 시장조성 대상 주식옵션 총 33개 운영 중

자료: 한국거래소 내부자료, 이상엽 외(2017)를 참조하여 저자 작성

- 파생상품에 대한 시장조성자로 참여하는 증권사의 수 역시 꾸준히 증가하여 왔으며, 현재 12개사가 참여하고 있음
  - 2014년 9월 15일, 시장조성자로 6개사 최초 선정: 우리투자증권(현재 NH투자증권), 신영증권, 신한금융투자, 한국투자증권, 대우증권(현재 미래에셋대우)
  - 2016년 6월 9일, 3개사 추가 선정: 대신증권, 메리츠증권, 유안타증권
  - 2018년 1월 8일, 3개사 추가 선정: 삼성증권, 한화투자증권, 이베스트투자증권
- 한편 한국거래소는 2020년 2월 기준 총 18개사와 시장조성계약을 체결하여 운영할 예정이며, 2020년 이후에는 선물과 주식옵션을 구분·배정하여 특화된 시장조성 제도를 운영할 계획(<표 IV-17> 참조)
  - 6개 주식옵션 특화 시장조성자 추가 예정

<표 IV-17> 시장조성자

구분	운영기간	회원사
선물 시장조성자 (12개사)	2014년~	KB증권, NH투자증권, 대신증권, 미래에셋대우, 메리츠증권, 삼성증권, 신영증권, 신한금융투자, 유안타증권, 이베스트투자증권, 한화투자증권, 한국투자증권
주식옵션 특화 시장조성자(6개사)	2020년~	DB금융투자, SK증권, 유진투자증권, 키움증권, 하나금융투자, 하이투자증권

자료: 한국거래소 내부자료

- 시장조성자에게는 거래소 수수료와 증권거래세 면제와 더불어, 시장조성 대가 명목으로 시장조성상품에서 발생한 거래소 수수료의 일부가 지급됨
- 시장조성자로 선정될 경우 시장조성자는 지정 대상 의무종목에 대하여 지속적으로 양방향 호가를 제출할 의무가 있음
  - 의무종목이란 상품의 최근월물을 의미하며 코스피200미니선물에 한하여 차근월물도 포함하며, 최종거래일 4거래일 이전부터는 차근월물로 변경됨
  - 시장조성자가 의무를 이행하지 않을 경우 인센티브가 지급되지 않으며, 계약해지 조치도 가능함
- 시장조성 과정에서 발생한 헤지 목적의 주식 매도 시 증권거래세 면제 제도는 <표 IV-18>과 같이 운영되고 있음

〈표 IV-18〉 시장조성상품 증권거래세 면세 현황

구분	시장조성상품	증권거래세 면제
개별주식 파생상품	주식선물, 주식옵션	2015. 3.~2020년 말
주가지수 파생상품	미니선물, 미니옵션, 코스닥150선물, 코스닥150옵션, KRX300선물, 코스피200섹터·배당지수선물	2016. 3.~2020년 말

주: 2020년 1월 기준  
자료: 한국거래소 내부자료

#### 나. 파생상품 거래 현황

- 2010년부터 2019년까지의 주식·지수 파생상품에 대한 거래를 살펴보면, 파생상품  
군 중에서 코스피200선물이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 2016년부터 점진적  
으로 기타 파생상품의 비중이 늘어남
  - 2015년까지 코스피200선물의 비중이 90% 이상이었으나, 2016년을 기점으로 코  
스피200선물의 비중이 줄고 기타 파생상품의 비중이 늘어남
  - 상대적으로 코스피200옵션의 비중은 일부 감소하였으나, 큰 폭의 변화는 보이  
지 않음
  
- 2011년 파생상품 전체 거래액은 1경 1,732조원으로 분석 대상 기간에서 가장 높  
은 수준을 보였으며, 이후 몇 년간 크게 감소하는 추세를 보이다가 기타 파생상  
품에 대한 거래량이 늘어나는 2016년을 기점으로 거래량이 소폭 상승함
  - 2011년 대비 2019년 전체 거래량은 6,564조원 하락하였으며, 코스피200선물이  
7,024조원, 코스피200옵션이 308조원 하락하였고 기타 파생상품이 769조원 상  
승하였음

〈표 IV-19〉 주식·지수 파생상품 연간 거래대금

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
코스피200선물	9,946	11,260	7,944	6,421	4,880	4,898	4,185	4,172	4,788	4,236
코스피200옵션	318	436	305	263	179	184	126	124	143	128
기타	22	35	60	62	66	160	361	569	874	804
전체	10,287	11,732	8,308	6,746	5,124	5,242	4,671	4,865	5,806	5,168

자료: 한국거래소 내부자료

- 2014년에서 2019년까지 주식·지수선물 상품별 거래 비중을 살펴보면, 2019년으로 갈수록 점차 비중이 분산되고 있기는 하나 여전히 코스피200선물에 대한 거래가 과도하게 많은 부분을 차지하고 있음
  - 여타 선물 상품과의 비교를 위하여 2015년과 2019년을 비교하면, 코스피200선물의 선물상품 내 거래 비중은 96.9%에서 84.1%로 감소하였으며, 미니코스피200, 코스닥선물, 주식선물의 경우 총 3.1%에서 15.7%로 증가하였음
    - 미니코스피200선물의 경우 1.1%에서 6.0%로 코스닥150선물의 경우 0%에서 2.9%로 주식선물의 경우 2.0%에서 6.8%로 증가하였음

〈표 IV-20〉 주식/지수 파생상품 연간 거래 비중

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
코스피200선물	0.967	0.960	0.956	0.952	0.952	0.934	0.896	0.858	0.825	0.820
코스피200옵션	0.031	0.037	0.037	0.039	0.035	0.035	0.027	0.025	0.025	0.025
기타	0.002	0.003	0.007	0.009	0.013	0.031	0.077	0.117	0.151	0.156
전체	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

자료: 한국거래소 내부자료를 바탕으로 저자 작성

- 한국거래소의 내부 분석에 따르면 2015년과 2016년 코스피 선물·옵션 이외의 금융상품에 대한 시장조성제도를 본격 시행함으로써 코스피200상품에 대한 거래 쏠림 현상이 일부 완화되었다고 평가함
  - 2015년 3월과 2016년 3월 주식 파생상품과 지수 파생상품에 대한 시장조성 관련 헤지거래에 대한 증권거래세 면제가 본격적으로 시행됨
- 주식·지수옵션 상품별 거래 비중을 살펴보면, 거래 비중이 조금씩 분산되고는 있으나 선물 상품보다 코스피200옵션에 대한 거래 쏠림현상이 심하게 나타남
  - 여타 옵션 상품과의 비교를 위하여 2015년과 2019년 거래 비중을 비교하면, 코스피200옵션의 옵션상품 내 거래 비중은 99.7%에서 99.1%로 감소하였으며 미니코스피200옵션과 주식옵션의 경우 총 0.3%에서 0.8%로 상승하였음
    - 미니코스피200옵션의 경우 0.3%에서 0.7%로 상승하였으며, 주식옵션의 경우 0%에서 0.1%로 상승하였음

#### 다. 파생상품 시장조성자 효과 분석

- 본 항에서는 파생상품시장에서의 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 정책효과를 추정하고자 함
  
- 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 정책효과는 두 가지로 구분할 수 있음
  - Intensive margin 효과: 이미 시장조성자가 운영되고 있는 종목에서 증권거래세 면세가 파생상품시장에 추가적으로 미치는 효과
  - Extensive margin 효과: 증권거래세 면세가 상품·종목 등의 추가를 유발하여, 이러한 상품 등의 추가가 파생상품시장에 미치는 효과
  
- 본 항에서 한국거래소 자료를 이용하여 Intensive margin 효과를 직접적으로 추정하고자 함
  
- Extensive margin 효과는 두 가지 효과로 나누어 검토할 필요가 있음
  - ① 증권거래세 면세가 시장조성자와 파생상품의 추가 등을 통하여 시장의 확대에 기여하는 효과와
  - ② 시장이 확대되었을 때 파생상품시장에 미치는 효과로 구분할 수 있음
  - 이 중 ① 증권거래세 면세가 파생상품시장의 확대에 기여하는 효과는 정성적으로 분석 ② 시장조성자 및 상품이 추가되었을 때의 효과는 데이터를 분석하여 추정하고자 함
  
- 증권거래세 면세로 인하여 시장조성자와 파생상품이 추가되는 데 기여하는 효과는 데이터를 통해 추정할 방법이 없으나, 한국거래소 등 유관기관의 증언에 의하면 증권거래세의 면세가 결정적인 역할을 하는 것으로 판단됨
  
- 증권사가 시장조성자로 참여하는 가장 큰 유인은 매도가와 매수가 사이의 스프레드로 인한 차익을 실현할 수 있기 때문
  - 시장이 안정적인 상황에서는 증권사가 시장조성 활동을 통하여 지속적인 거래중계를 하여 매매차익을 통한 이익을 실현할 수 있음

- 이러한 이익으로 인하여 시장조성 활동을 위하여 필요한 운영비용과 재고 리스크(inventory risk) 등을 감수하고자 함
  - 단 이러한 활동을 통하여 시장조성자가 실현하는 이익 규모의 총량과 무관하게 개별 거래 건당 이익은 매우 미미함
    - 예컨대 한국거래소 자료에 따르면 2019년 주식시장에서의 최우선히가 스프레드율은 0.35%로 나타남
  - 따라서 매도금액에 따라 부과되는 증권거래세는 거래 증계에 따른 기대 수익을 매우 낮게 혹은 손실을 유도하여, 증권사들이 시장조성 활동에 참여할 유인을 현격하게 떨어뜨림
- 시장조성자의 참여가 신규 상품의 상장에도 매우 중요한 역할을 하는 것으로 판단됨
- 신규 상품이 겪는 가장 큰 어려움 중 하나는 유동성 부족임
    - 상품의 유동성이 부족하여 빠르게 현금화하지 못하는 경우, 잠재적인 투자자 역시 투자를 꺼리고 높은 유동성 프리미엄을 요구하게 되어, 상품의 거래가 더욱 감소하고 유동성이 떨어지는 악순환의 고리에 빠질 우려가 있음
  - 이러한 상황에서 시장조성 활동을 통하여 시장조성자가 상품의 유동성을 개선할 경우 신규 상품의 상장에 매우 유리할 수 있음
  - 아울러 궁극적으로 금융상품의 다양화는 국민이 개별적인 리스크(idiosyncratic risk)를 완전하게 분산할 수 있도록 도와 효율적인 자원 배분을 유도함으로써 경제의 효율성을 제고할 수 있음
- 따라서 시장조성 활동에 따른 증권거래세 면세는 파생상품시장의 확대에 크게 기여할 것으로 판단됨
- 한편 증권거래세 면세가 파생상품시장에 미치는 효과와 파생상품시장 확대에 따른 효과는 한국거래소 자료를 이용하여 직접적으로 추정하고자 함
- 증권거래세 면세 대상 및 시장조성 종목의 선정이 상품 또는 종목에 따라 차별적으로 이루어져, 이러한 차이를 이용하여 증권거래세 면세와 상품 및 시장조성자 도입의 효과를 분석하고자 함

- 한국은 2015년 3월 개별 주식선물·옵션에 대한 증권거래세를 면제하였으며, 2016년 3월 지수선물·옵션 역시 증권거래세를 면제함
- 또한 지속적으로 다른 날짜에 여러 상품 및 종목이 추가되어 거래됨

<표 IV-21> 주식 및 파생상품시장의 유동성, 변동성, 가격발견기능 측정 변수

지표	수식	설명
수익률	$R_{i,t} = \log\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$	
<b>거래 지표(Market Volume)</b>		
거래금액	$V_{i,t}$	
거래량		
<b>유동성 지표(Market Liquidity)</b>		
최우선 호가 스프레드		거래소 직접 계산
유효 스프레드		거래소 직접 계산
체결률	$\left(\frac{\text{거래량} \times 2}{\text{신규 호가수량} - \text{취소 호가수량}}\right)$	거래소 직접 계산
Liquidity Ratio (유동성 비율)	$LR_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{ R_{i,t} }$	높은 값을 가질수록 유동성이 높음을 의미하며, 1%의 가격 변화를 유발하기 위해 필요한 거래금액을 측정함
<b>변동성 지표(Market Volatility)</b>		
수익률 절댓값	$AR_{i,t} =  R_{i,t}  \cdot \sqrt{\pi/2}$	
Daily Price Amplitude	$DPA_{i,t} = 2 \times 100 \times \frac{PH_{i,t} - PL_{i,t}}{PH_{i,t} + PL_{i,t}}$	일일 고가와 저가의 비율로 변동성을 측정함
R-innovation	다음 회귀분석의 오차항인 $\epsilon_{i,t}$ . $R_{i,t} = \sum_{k=1}^5 \alpha_{i,k} D_{kt} + \sum_{j=1}^{12} \beta_{ij} R_{i,t-j} + \epsilon_{i,t}$ $D_{kt}$ 주중 요일을 나타내는 dummy 변수	수익률의 예상치 못한 변동성을 측정함
<b>가격발견지표(Price Discovery)</b>		
AR(1) coefficient of returns	$R_{i,t} = \alpha + \rho_0 R_{i,t-1} + \rho_1 (T_t \times R_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}$ where $T_t$ is the treatment	과거 수익률이 현재 수익률을 예측하는 정도를 측정하며, 예측 정도가 높을수록 가격 효율성이 낮음

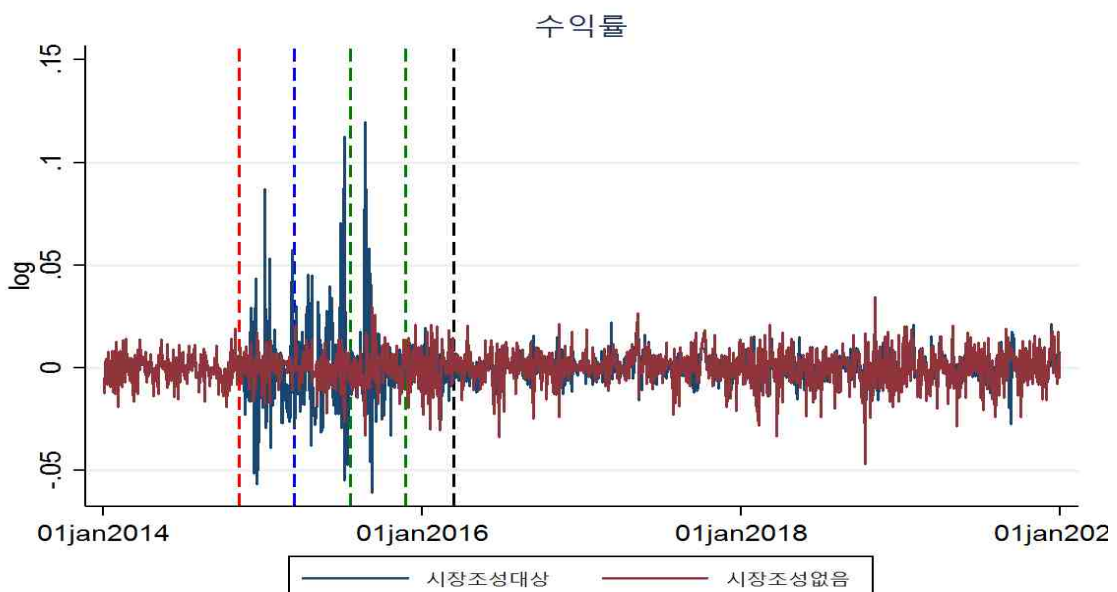
- 정책이 파생상품시장에 미치는 효과를 분석하기 위하여 ① 거래관련 지표 ② 유동성 관련 지표 ③ 변동성 관련 지표 ④ 가격발견기능 관련 지표에 정책이 미치는 효과를 분석하고자 함(<표 IV-21> 참조)
  - 거래 관련 지표로는 거래금액과 거래량을 사용함
  - 유동성 관련 지표로는 Liquidity ratio(유동성 비율), 체결률, 최우선히가 스프레드, 유효스프레드 등을 사용함
  - 변동성 관련 지표로는 수익률 절댓값, Daily Price Amplitude, R-innovation 변수를 사용함
  - 가격발견기능과 관련된 지표로는 수익률의 자기상관계수와 그 변화를 사용함
  
- (방법론) ① 지수 선물과 ② 개별 주식 선물 각각에 대하여 여러 정책(이벤트)의 효과가 미치는 상품·종목과 정책효과가 미치지 않는 상품의 변화를 정책 시행 전후로 비교하여 그 효과를 분석함

### 1) 지수 선물

- 지수 선물과 관련하여 효과를 살펴볼 정책은 다음과 같음
  - ① 지수 선물·옵션 증권거래세 면세(2016년 3월 14일)
  - ② 개별 주식 선물 증권거래세 면세(2015년 3월 13일)
  - ③ 지수 상품 및 시장조성자 추가(2015년 7월 20일: 미니코스피200 상장, 2015년 11월 23일: 코스닥150 상장)
  
- 위 정책 중 ①은 지수 선물·옵션 증권거래세 면세 정책의 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 직접적인 intensive margin 효과를 추정하려는 노력의 일환이며 ③은 상품 및 시장조성자 추가는 extensive margin 효과의 일부를 추정하려는 노력
- ②는 주식 선물 증권거래세 면세는 분석이 적절하게 이루어지고 있는지에 대한 강건성 분석 차원의 노력
  
- 분석 대상의 지수 선물은 최근월물로 한정하였으며, 처치군과 대조군은 다음과 같이 선정하였음

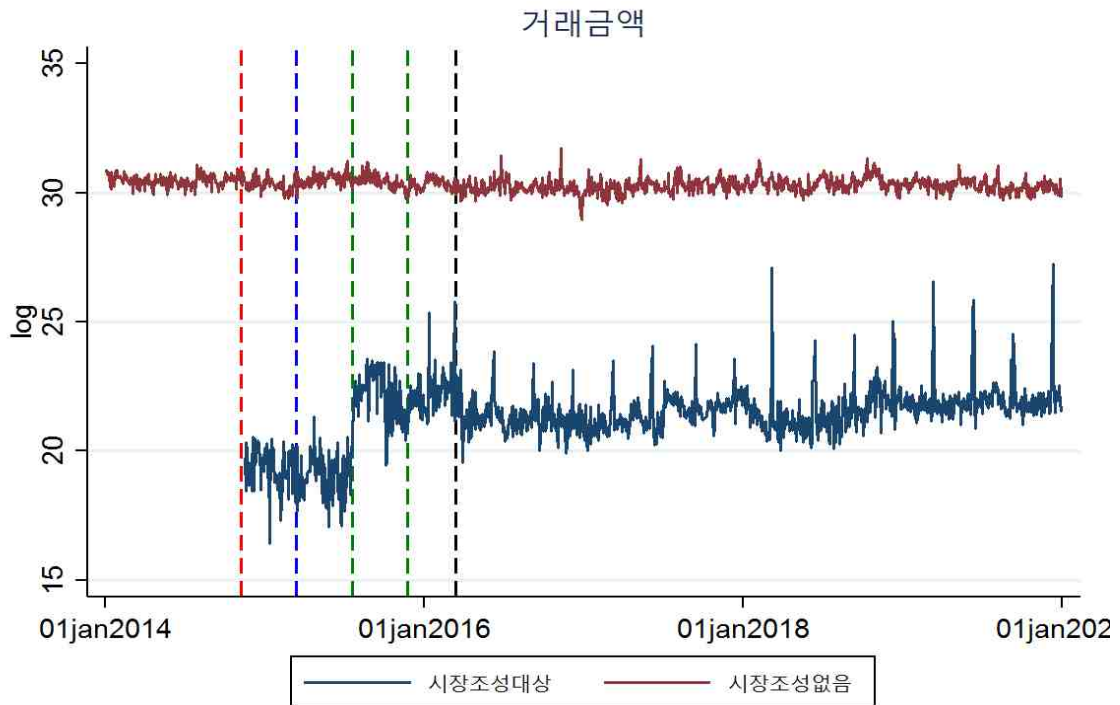
- 처치군: 미니코스피200선물, 코스닥150선물, KRX300선물, 섹터지수선물, 배당재수선물 중 분석 전후 기간 모두 포함된 상품
  - 대조군: 코스피200선물
- 이중차분 분석에 앞서 처치군과 대조군의 장기적인 추세를 살펴보고, 이중차분법을 위해 필요한 공동추세에 대한 가정(common trend assumption)이 만족되는지를 확인할 필요가 있음
- [그림 IV-17]~[그림 IV-26]은 처치군과 대조군의 거래, 유동성, 변동성, 가격발견기능 관련 지표의 평균값을 비교하여 나타내고 있음
- 각 그림의 세로선은 각각 다음과 같은 이벤트를 표시함
- ① 시장조성자 도입, 코스피200섹터지수 상장(2014년 11월 17일, 빨간색)
  - ② 개별 주식 선물·옵션 증권거래세 면세(2015년 3월 13일, 파란색)
  - ③ 상품 및 시장조성자 추가(2015년 7월 20일: 미니코스피200 상장, 2015년 11월 23일: 코스닥150 상장, 초록색)
  - ④ 지수 선물·옵션 증권거래세 면세(2016년 3월 14일, 검정색)

[그림 IV-17] 수익률



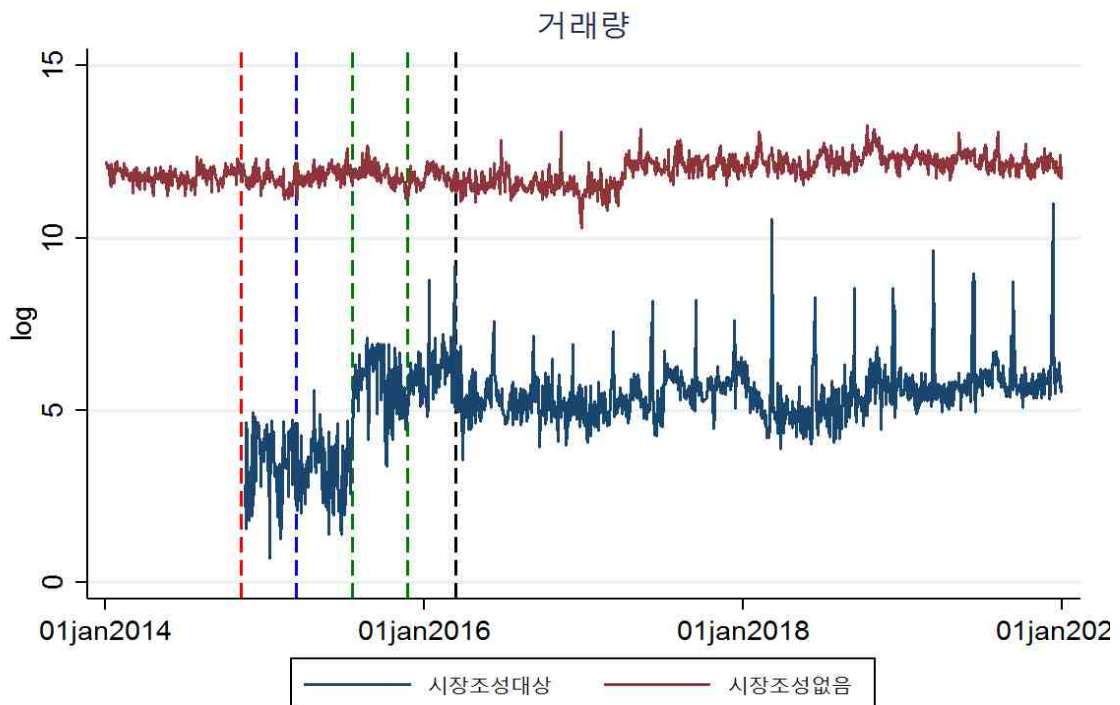
자료: 저자 작성

[그림 IV-18] 거래금액



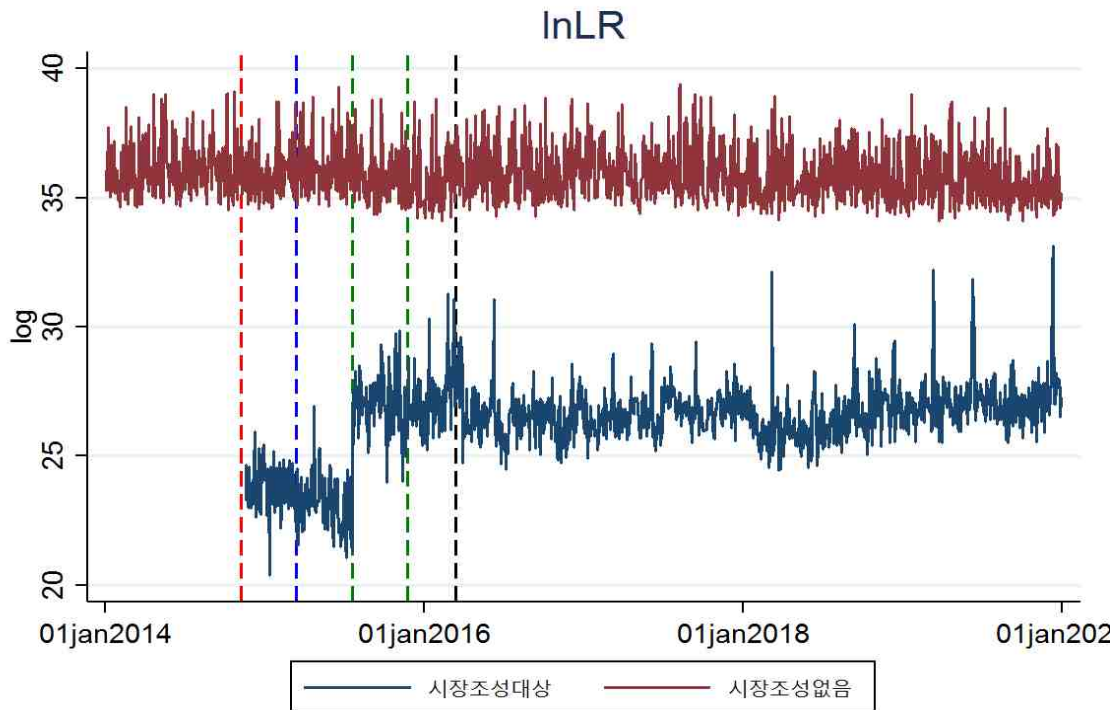
자료: 저자 작성

[그림 IV-19] 거래량



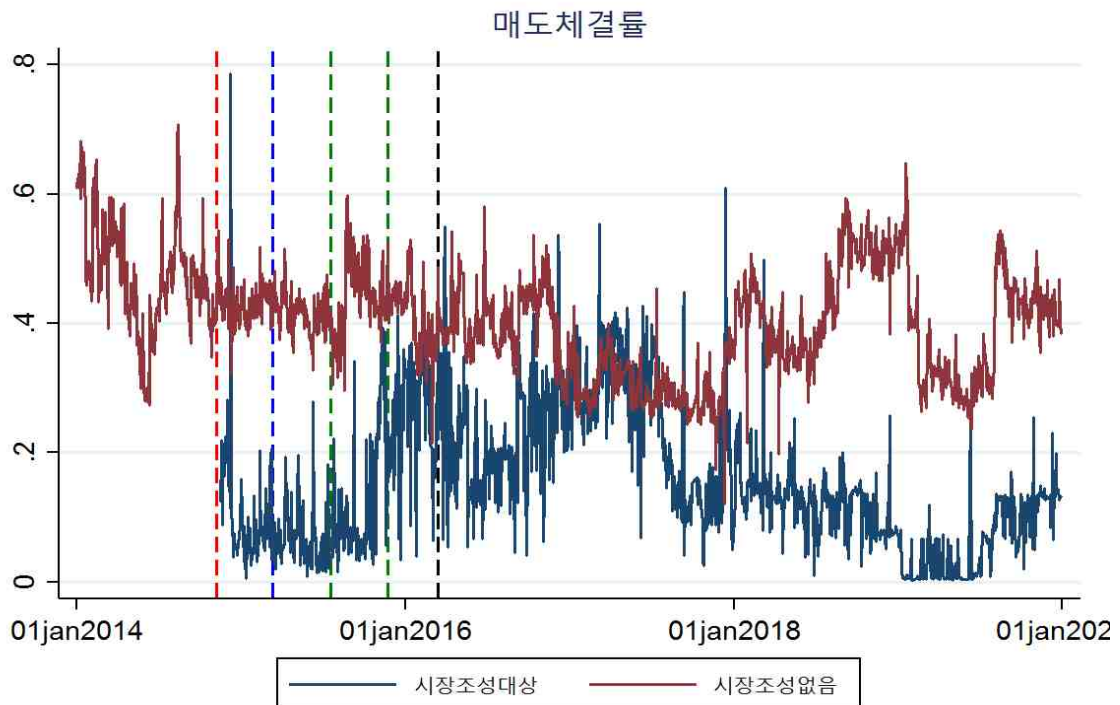
자료: 저자 작성

[그림 IV-20] InLR



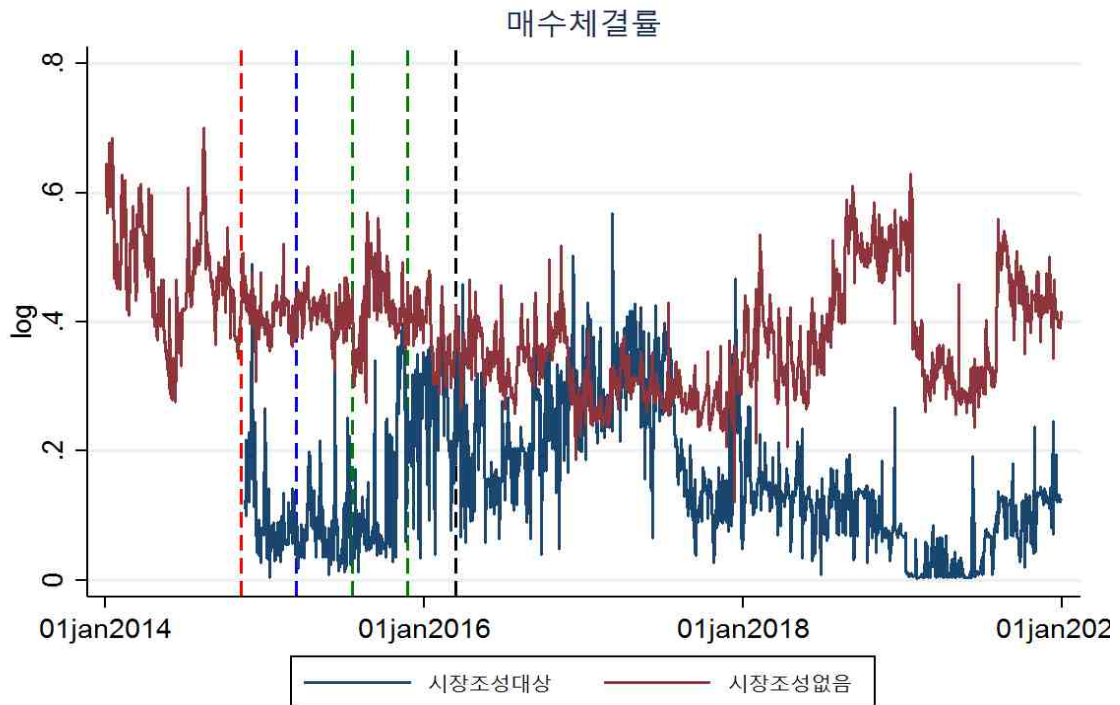
자료: 저자 작성

[그림 IV-21] 매도체결률



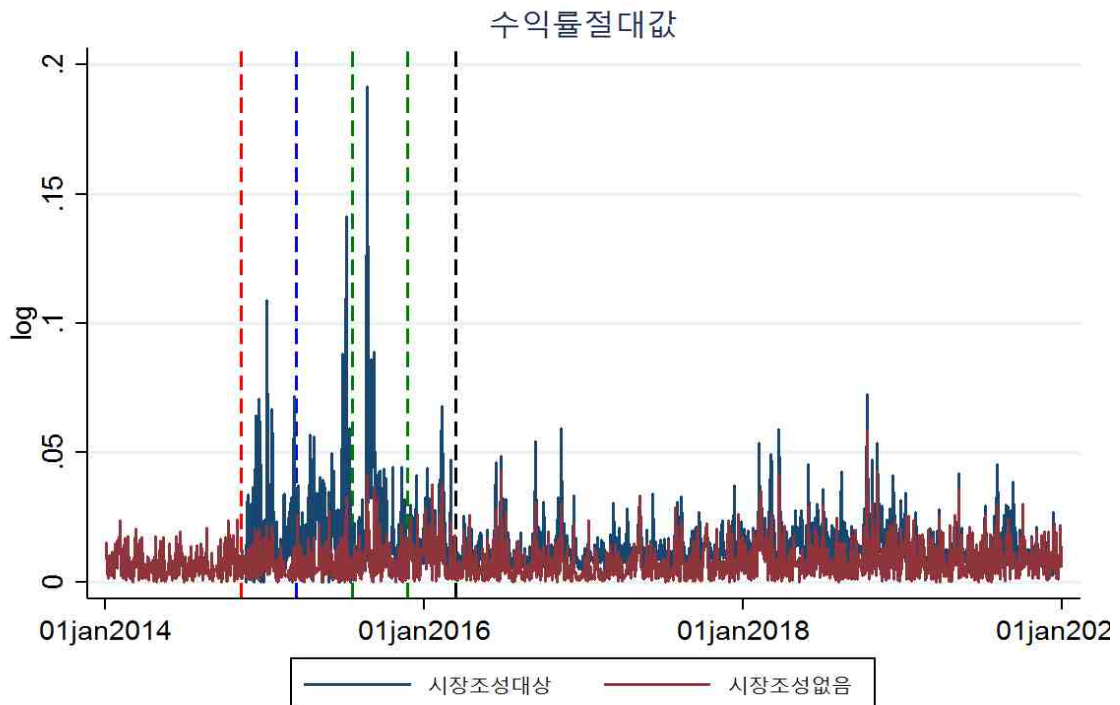
자료: 저자 작성

[그림 IV-22] 매수체결률



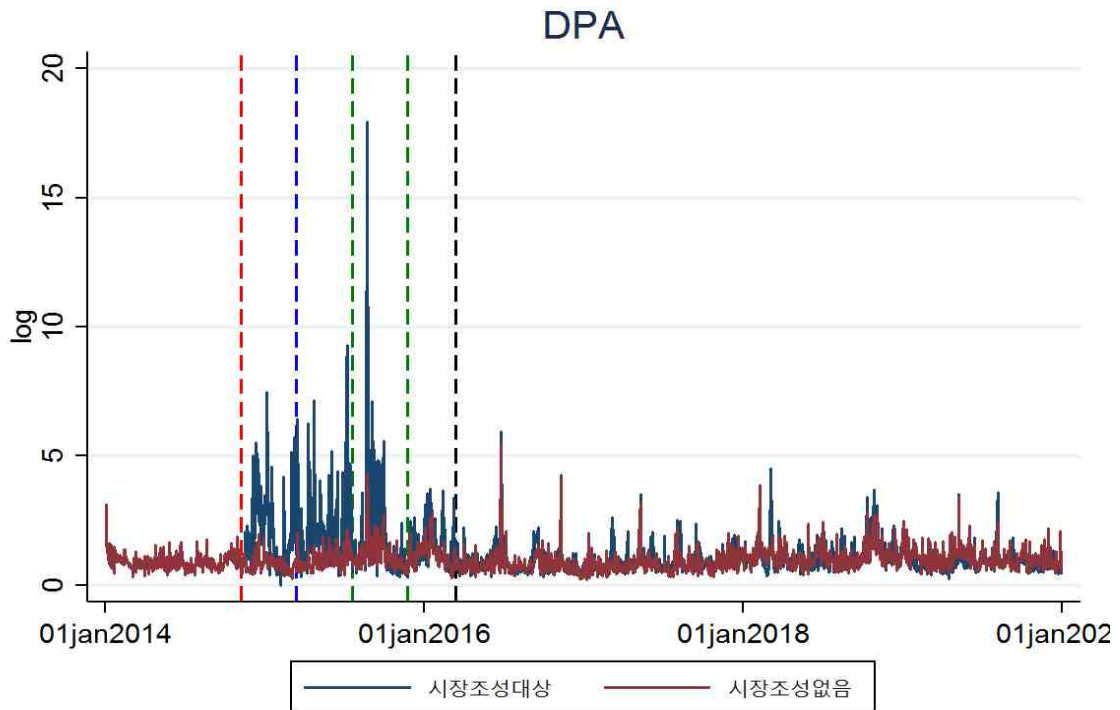
자료: 저자 작성

[그림 IV-23] 수익률 절댓값



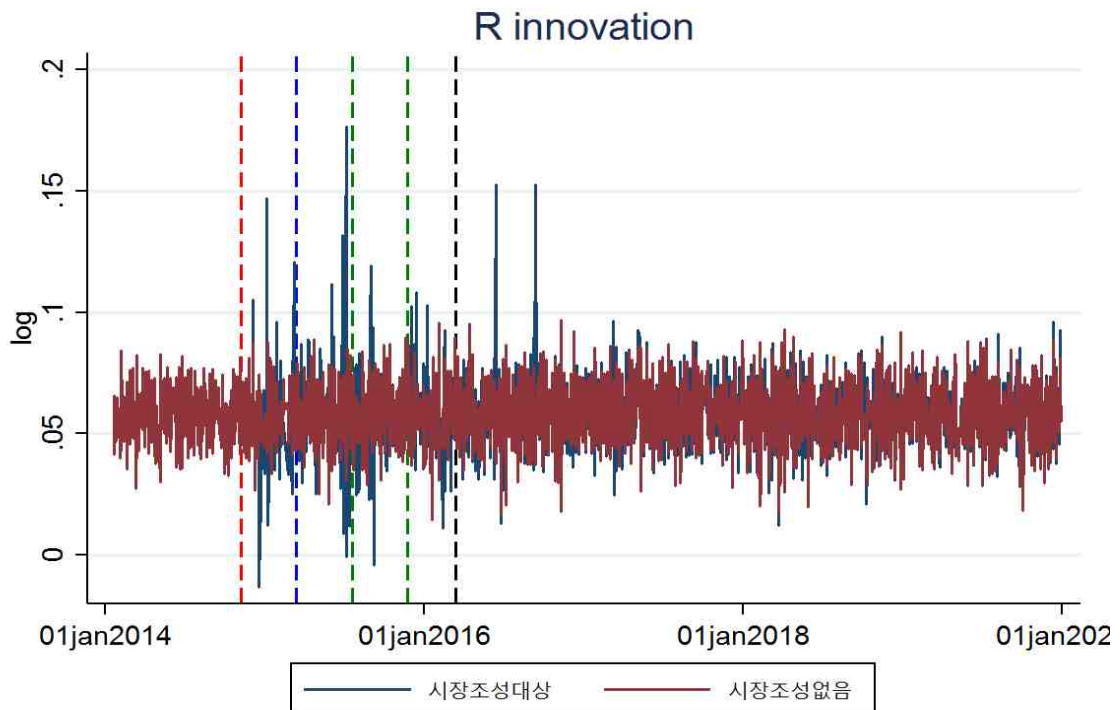
자료: 저자 작성

[그림 IV-24] DPA



자료: 저자 작성

[그림 IV-25] R innovation



자료: 저자 작성

- [그림 IV-17]의 수익률 추세는 대체로 공동추세를 보이는 것으로 나타나며, 대조군인 코스피200선물의 수익률은 2015년 11월 전후로 안정되는 것으로 나타남
- [그림 IV-18]과 [그림 IV-19]의 거래지표는 거래금액과 거래량 모두 공동추세를 나타내고 있으며, 주요 이벤트 전후로 변화가 있는 것으로 보임
- [그림 IV-20] 유동성 관련 지표인 Liquidity Ratio의 log값 역시 공동추세 가정을 만족하는 것으로 보임
  - 반면 [그림 IV-21]과 [그림 IV-22]의 매도체결률과 매수체결률은 공동추세 가정을 위반하는 것으로 보여, 이중차분법을 통하여 분석하는 것은 부적절함
- [그림 IV-23]~[그림 IV-25]의 수익률 절댓값, Daily Price Amplitude, R innovation과 같은 변동성 지표는 공동추세 가정을 만족하는 것으로 보이며, 이벤트에 따라 변화가 나타나는 것으로 보임
- 참고로 유효스프레드, 가격연속성 자료는 2016년 6월 24일 이후부터 존재하여 지수선물 분석에서는 활용하기 어려움
- 따라서 향후 분석에서는 수익률, 거래금액, 거래량, log liquidity ratio, 수익률 절댓값, Daily Price Amplitude, R-innovation에 대한 이중차분분석을 수행할 것이며, 가격발견 지표에 대한 분석 역시 수행함
- (방법론) 각각의 정책으로 인하여 세부담이 증가하는 종목과 세부담에 변화가 없는 종목을 비교하는 이중차분법을 활용하여, 정책 발표 시점과 도입 시점 전후 3개월과 6개월을 각각 비교
  - 비교 대상종목 수가 적은 편이어서 내생성에 대한 우려가 있으나, 통제 집단과 정책 대상종목 간에 유사성이 매우 높아 결과에 일정 정도 신뢰성이 있다고 판단함
  - 다음 회귀식을 이용하여 추정

$$\ln y = \alpha + \beta TD_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon$$

- $y_{i,t}$ 는 관심 대상인 금융시장의 상태에 대한 변수
- $TD_{i,t} = T_t \times D_i$ 는 정책시점 더미변수  $T_t$ 와 정책대상 더미변수  $D_i$ 의 교차항으로, 해당 변수의 계수  $\beta$ 가 정책효과를 추정함
- $\gamma_i$ 는 종목고정효과,  $\delta_t$ 는 시간고정효과를 나타냄

□ 이러한 분석을 본 보고서 심층평가 대상인 지수 선물, 파생상품의 증권거래세 면제에 해당하는 직접적인 이벤트와, 간접적인 이벤트인 주식 선물의 증권거래세 면제와 상품 및 시장조성자 추가 이벤트에 대하여 각각 보고함

□ 한편 <표 IV-22>에 정리되어 있듯, 2016년부터 2019년까지 파생상품 양도소득세 관련 제도 변화 역시 지속적으로 일어나 주가지수선물의 결과를 해석할 때 파생상품 제도 변화가 포함된 기간의 해석에 유의할 필요가 있으며, 경우에 따라 파생상품 양도소득세 정책 변경일과 분석 날짜가 겹칠 경우, 분석 기간을 조정함

<표 IV-22> 파생상품 양도소득세 과세

과세시기	과세대상	세율	비고
2016. 1. 1. 이후 양도분	코스피200 선물·옵션	20% (탄력세율 5 → 10%) <sup>1)</sup>	장내 파생상품
	해외 파생상품		장외 파생상품 일부 포함
2016. 7. 1.	미니코스피200 선물·옵션		장내 파생상품
2017. 4. 1.	코스피200 주식워런트 증권		파생결합증권
2019. 4. 1.	배당지수선물, 코스닥150 선물·옵션, KRX300선물, 유로스톡스50선물		기초자산 등이 지수 관련 파생상품

주: 1) 2018. 4. 1. 양도분부터 탄력세율 10% 적용  
 자료: 국세청 홈페이지

### 가) 직접적인 이벤트

- 지수 선물·옵션 면제: 2016년 3월 14일
  - 1개월: 2016년 2월 1일~2016년 4월 30일

- 3개월: 2015년 12월 1일~2016년 6월 30일
- 6개월: 2015년 11월 23일~2016년 9월 30일

<표 IV-23> 수익률

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.0027 (0.0045)	0.0004 (0.0024)	0.0001 (0.0020)
Adj.R-sq	0.0017	-0.0115	-0.0078
N	385	1066	1745

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<거래 지표>

<표 IV-24> 거래금액

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.2053 (0.2414)	0.0223 (0.1983)	0.1753 (0.1579)
Adj.R-sq	0.9416	0.9343	0.9266
N	397	1,080	1,766

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-25> 거래량

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.1875 (0.2518)	0.0639 (0.2281)	0.2330 (0.1916)
Adj.R-sq	0.9056	0.8926	0.8832
N	397	1,080	1,766

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<유동성 지표>

<표 IV-26> lnLR

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.4483 (0.2741)	0.3061 (0.2568)	0.3793** (0.1707)
Adj.R-sq	0.9121	0.9054	0.8936
N	377	1,050	1,716

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<변동성 지표>

<표 IV-27> 수익률 절댓값

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0091* (0.0044)	-0.0052 (0.0036)	-0.0041 (0.0031)
Adj.R-sq	0.2054	0.2325	0.1997
N	385	1,066	1,745

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-28> DPA

구분	지수파생 면세(2016/3/14)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.4619** (0.1805)	-0.1762 (0.1626)	-0.1397 (0.1567)
Adj.R-sq	0.2842	0.2626	0.2767
N	397	1,080	1,766

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-29> R-innovation

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.0012 (0.0039)	-0.0010 (0.0015)	-0.0009 (0.0014)
Adj.R-sq	0.0044	-0.0235	-0.0127
N	209	563	941

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<가격발견 지표>

<표 IV-30> Price discovery

구분	지수파생 면세(2016. 3. 14.)		
	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0977* (0.0520)	-0.0272 (0.0909)	-0.0498 (0.0538)
Adj.R-sq	0.0359	0.0074	0.0053
N	333	949	1552

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

- (수익률) 수익률은 정책 변화로 인하여 유의한 효과가 나타나지 않음(<표 IV-23>)
  - 정책 변화로 인하여 수익률의 변화가 기대되지 않기에, 이는 예측과 일치함
- (거래) <표 IV-24>와 <표 IV-25>에서 거래금액과 거래량은 1개월 전후로는 감소, 3개월 이상의 기간을 바탕으로 분석할 경우 증가하는 것으로 보이나, 효과가 유의미하게 나타나지는 않음
- (유동성) 유동성 지표인 log Liquidity ratio의 경우 정책 이후 증가하는 것으로 나타나며, 6개월 전후로 비교할 경우 결과가 유의미하게 나타남(<표 IV-26>)
  - 즉 가격 변화를 유발하기 위해 필요한 거래량이 38% 가량 증가함(6개월 기준)
- (변동성) 변동성 지표인 수익률의 절댓값과 Daily Price Amplitude 모두 감소하며, 1개월 전후로 비교할 경우에는 결과가 유의미하게 나타남(<표 IV-27>, <표 IV-28>)
- (가격발견) 가격발견 지표인 수익률의 자기상관계수 변화는 수익률의 예측 가능성을 나타내며, 추정결과 예측 가능성은 유의미하게 감소하는 것으로 나타나 가격 효율성은 증가하는 것으로 나타남

나) 간접적인 이벤트

- 주식선물 증권거래세 면세: 2015년 3월 13일
  - 1개월: 2015년 2월 1일~2015년 4월 30일

- 3개월: 2014년 12월 1일~2015년 6월 30일
- 6개월: 2014년 9월 16일~2015년 9월 30일

□ 상품 및 시장조성자 추가: 2015년 7월 20일, 2015년 11월 23일

- 1개월: 2015년 6월 20일~2015년 8월 20일, 2015년 10월 23일~2015년 12월 23일
- 3개월: 2015년 4월 20일~2015년 10월 20일, 2015년 8월 23일~2016년 2월 23일
- 6개월: 2015년 3월 13일~2016년 1월 20일, 2015년 7월 20일~2016년 3월 13일

<표 IV-31> 수익률

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.0016 (0.0064)	0.0028 (0.0033)	0.0068* (0.0026)	0.0032 -0.0019	-0.0004 -0.0016	0.0001 -0.0011
Adj.R-sq	0.0382	0.0023	-0.0139	-0.0417	-0.0101	-0.0005
N	127	295	544	156	457	639

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<거래 지표>

<표 IV-32> 거래금액

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.2456 (0.3586)	-0.4462 (0.3246)	-0.4983 (0.3794)	0.0351 -0.5812	0.1353 -0.2849	0.1661 -0.2655
Adj.R-sq	0.9885	0.9864	0.9855	0.9131	0.8987	0.8976
N	132	304	561	160	474	666

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-33> 거래량

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.2040 (0.3740)	-0.4085 (0.3132)	-0.5770 (0.3755)	0.0588 -0.5643	0.1397 -0.2729	0.1633 -0.2574
Adj.R-sq	0.9808	0.9773	0.9764	0.8897	0.8809	0.8769
N	132	304	561	160	474	666

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<유동성 지표>

<표 IV-34> lnLR

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.3529	-0.6911***	-0.8438**	0.1834	0.344	0.2794
	(0.2282)	(0.0921)	(0.1836)	-0.3399	-0.2185	-0.2641
Adj.R-sq	0.9765	0.9754	0.9713	0.9061	0.8829	0.8857
N	124	283	527	151	448	624

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<변동성 지표>

<표 IV-35> abs return

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.0020	-0.0016	0.0098**	-0.0093	-0.0072	-0.0014
	(0.0061)	(0.0023)	(0.0027)	-0.008	-0.0059	-0.0015
Adj.R-sq	0.3424	0.2495	0.2367	0.2137	0.2663	0.2338
N	127	295	544	156	457	639

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<표 IV-36> DPA

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.2088	-0.2505	0.2485	-0.9532	-0.5539	-0.1753
	(0.4372)	(0.1453)	(0.1363)	-0.5241	-0.3549	-0.13
Adj.R-sq	0.3739	0.3479	0.2580	0.1857	0.2267	0.2001
N	132	304	561	160	474	666

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<표 IV-37> R innovation

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0025 (0.0030)	0.0042 (0.0026)	0.0038 (0.0018)	0.0048 -0.0037	0.0008 -0.0036	-0.0001 -0.0035
Adj.R-sq	-0.0268	-0.0186	-0.0259	-0.0549	-0.0208	-0.0041
N	99	229	420	102	279	375

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<가격발견 지표>

<표 IV-38> Price discovery

구분	주식파생 면세(2015. 3. 13.)			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0355 (0.2788)	0.2153 (0.1900)	0.0723 (0.1531)	0.5657** -0.0725	0.1899** -0.0382	0.1789* -0.0589
Adj.R-sq	0.0126	0.0061	0.0094	0.0044	0.0157	0.0277
N	3,729	9,002	17,549	146	424	586

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

- (수익률) 주식파생 면세 이벤트로 인하여 증가하는 것으로 나타나며, 상품 및 시장조성자 추가로 인해서는 변하지 않는 것으로 나타남(<표 IV-31>)
- (거래) <표 IV-32>와 <표 IV-33>에서 거래금액과 거래량은 유의미하게 추정되지 않음
- (유동성) 유동성 지표인 log Liquidity ratio의 경우 정책 이후 감소하는 것으로 나타나며, 3개월 또는 6개월 전후로 비교할 경우 결과가 유의미하게 나타남(<표 IV-34>)

- 거래 지표와 유동성 지표 모두 개별 주식 파생상품 면세 조치로 인하여, 일부 거래가 지수에서 주식으로 일부 이동한 영향을 받은 것으로 추측되나, 그 효과는 유의미할 정도는 아닌 것으로 나타남
- (변동성) 변동성 지표인 수익률의 절댓값, Daily Price Amplitude, R-innovation 모두 대체로 유의하지 않게 나타남(<표 IV-35>, <표 IV-36>, <표 IV-37>)
- (가격발견) 상품 및 시장조성자의 추가가 있을 경우 가격의 예측가능성이 높아져 가격 효율성이 낮아지는 것으로 나타남

## 2) 개별 주식 선물

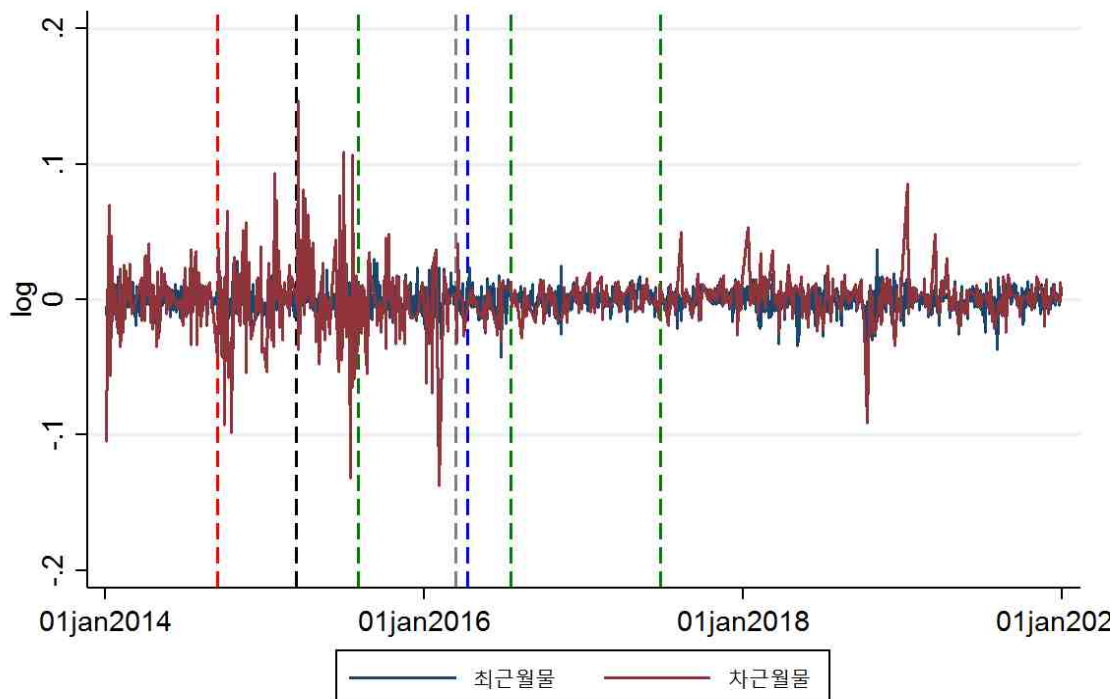
- 개별 주식 선물과 관련하여 고려하는 정책은 다음과 같음
  - ① 개별 주식 선물·옵션 증권거래세 면세(2015년 3월 13일)
  - ② 지수 선물·옵션 증권거래세 면세(2016년 3월 14일)
  - ③ 상품 및 시장조성자 추가(2015년 8월 3일: 상품 수 57 → 90, 2016년 7월 18일: 88 → 125, 2017년 6월 26일: 124 → 136)
  - ④ 시장조성자 도입(2014년 9월 15일)
  - ⑤ 월물 추가(2016년 4월 15일)
- 위 정책 중 ①은 개별 주식 선물·옵션 증권거래세 면세 정책의 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 직접적인 intensive margin 효과를 추정하려는 노력의 일환이며, ③ ④ ⑤는 각각 extensive margin 효과의 일부를 추정하려는 노력
- 개별 주식 선물의 경우 최근월물만 시장조성 대상 의무종목으로, 차근월물은 시장조성 대상이 아님
  - 따라서 각종 정책이 최근월물과 차근월물에 미치는 효과를 비교하여, 그 차이를 바탕으로 정책효과를 추정하고자 함
  - 개별 주식 선물의 경우 처치군과 대조군은 다음과 같이 설정
    - 처치군: 개별 주식선물 최근월물
    - 대조군: 개별 주식선물 차근월물

□ 앞서 지수 선물과 마찬가지로 개별 주식 선물의 처치군과 대조군의 각종 지표의 장기적인 추세를 살펴보고, 이중차분 분석을 위해 필요한 공동추세에 대한 가정 (common trend assumption)이 만족되는지를 확인하고자 함

□ 개별주식 선물과 관련하여 고려하는 정책은 다음과 같음

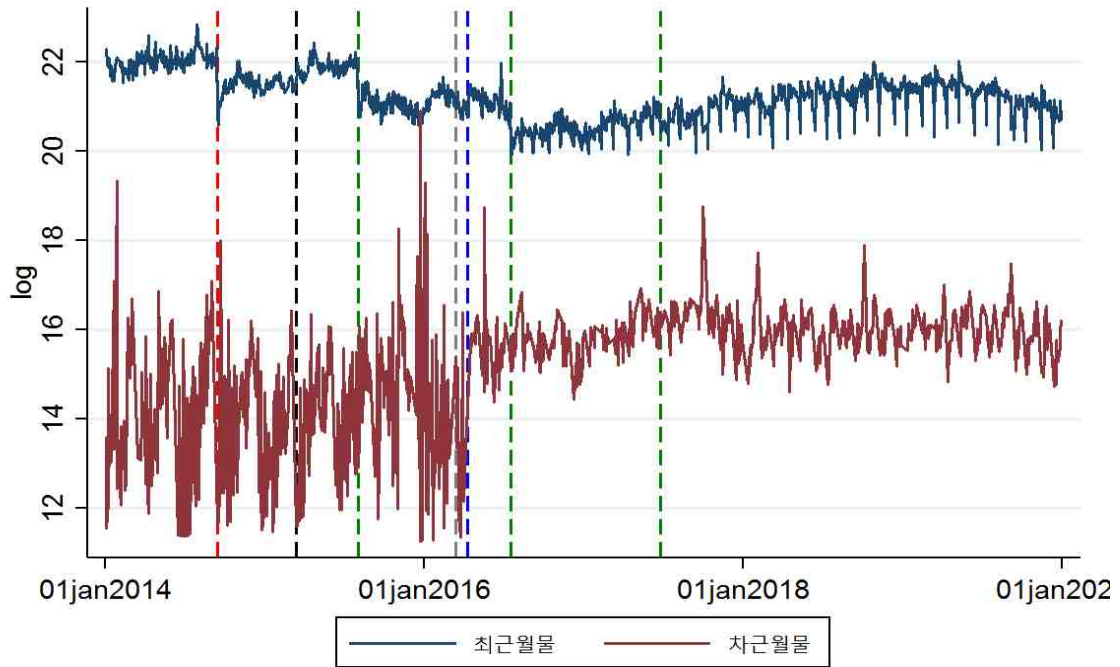
- ① 시장조성자 도입(2014년 9월 15일, 빨간색)
- ② 개별 주식 선물·옵션 증권거래세 면세(2015년 3월 13일, 검정색)
- ③ 상품 및 시장조성자 추가(2015년 8월 3일: 상품 수 57 → 90, 2016년 7월 18일: 88 → 125, 2017년 6월 26일: 124 → 136, 초록색)
- ④ 지수 선물·옵션 증권거래세 면세(2016년 3월 14일, 회색)
- ⑤ 월물 추가(2016년 4월 15일, 파란색)

[그림 IV-26] 수익률



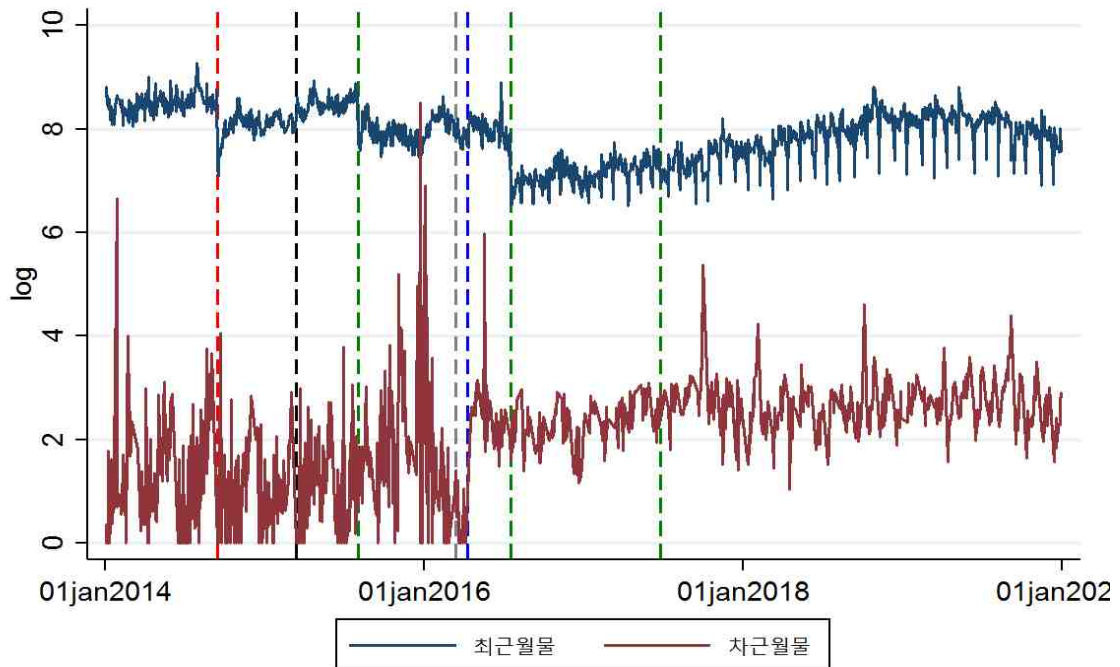
자료: 저자 작성

[그림 IV-27] 거래금액



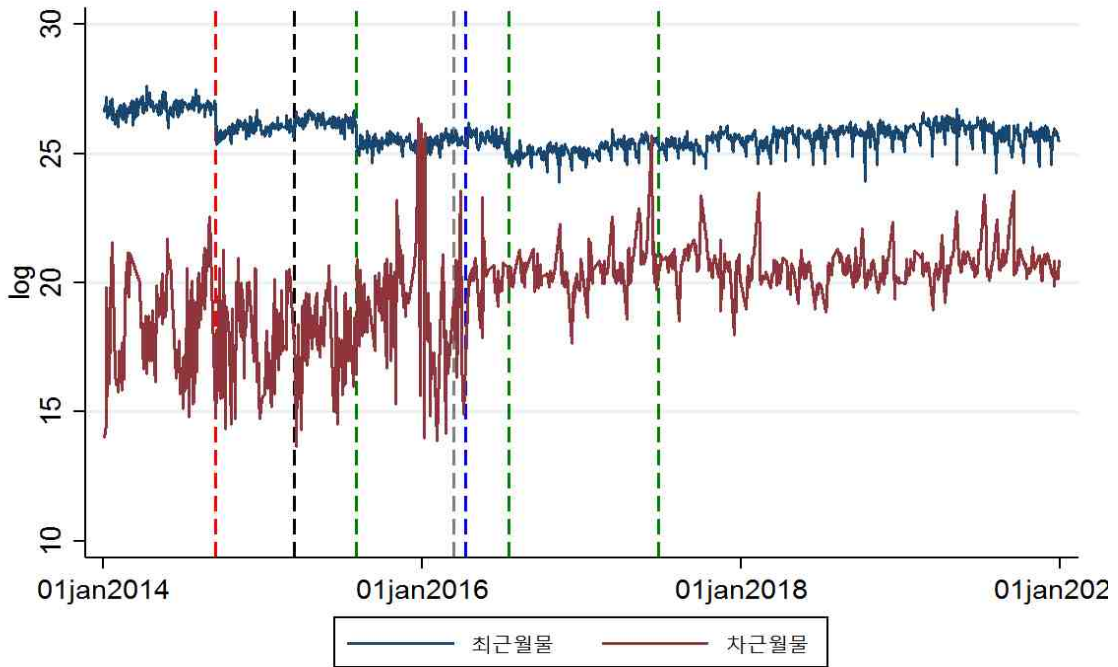
자료: 저자 작성

[그림 IV-28] 거래량



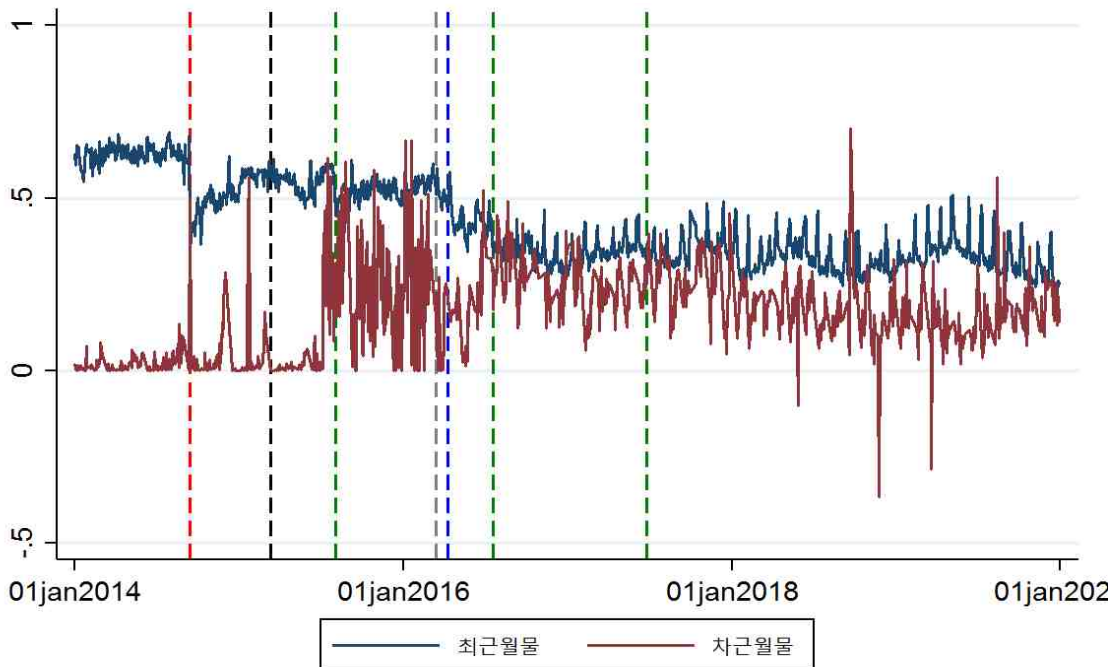
자료: 저자 작성

[그림 IV-29] InLR



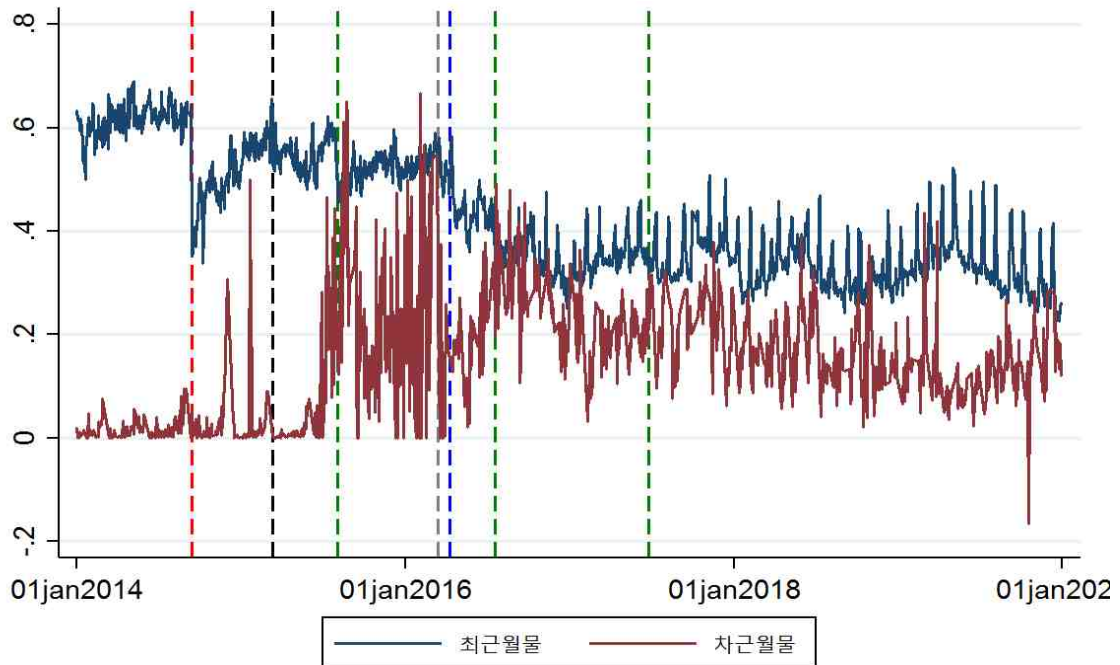
자료: 저자 작성

[그림 IV-30] 매도체결률



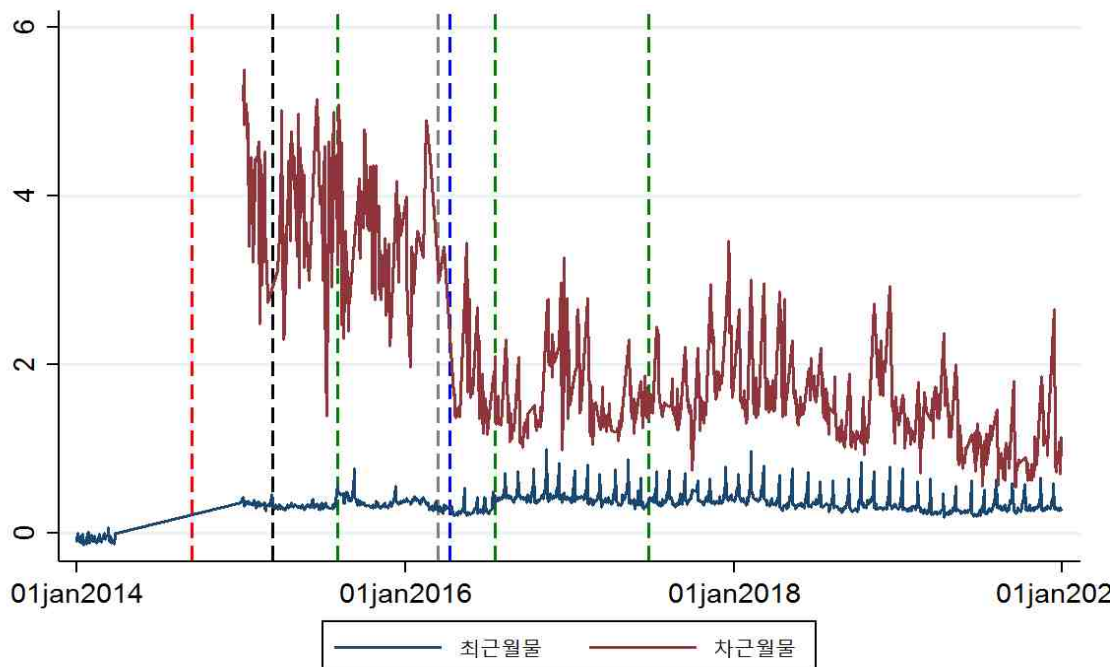
자료: 저자 작성

[그림 IV-31] 매수체결률



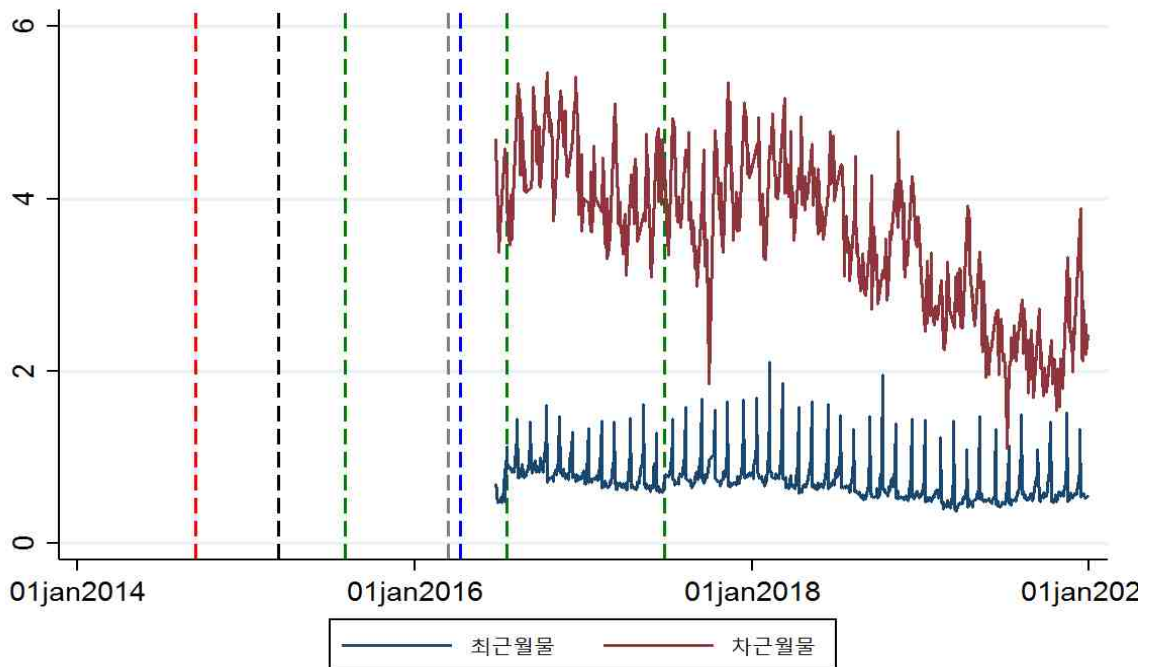
자료: 저자 작성

[그림 IV-32] 로그호가스프레드



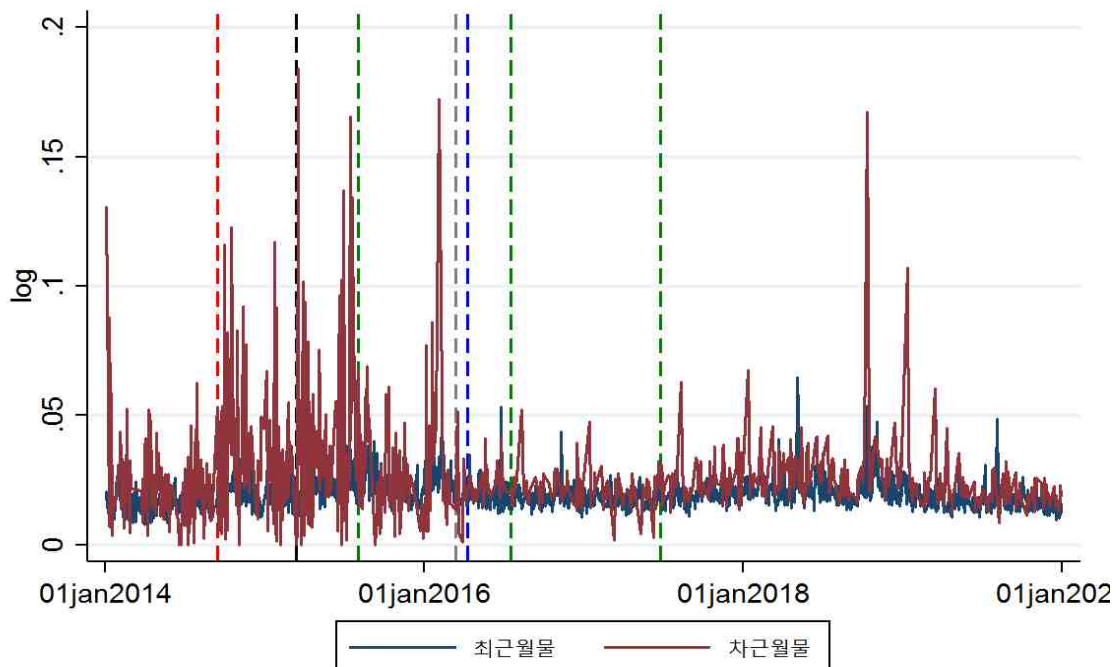
자료: 저자 작성

[그림 IV-33] 로그유효스프레드



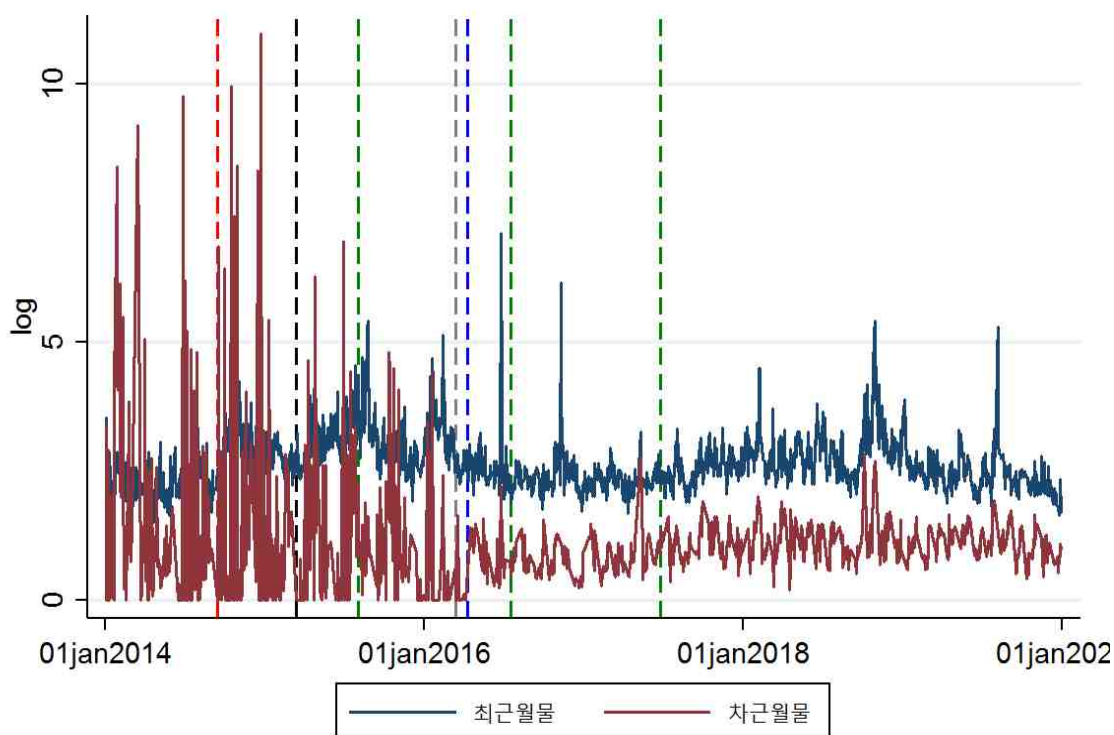
자료: 저자 작성

[그림 IV-34] 수익률 절댓값



자료: 저자 작성

[그림 IV-35] DPA



자료: 저자 작성

- [그림 IV-26]의 수익률 추세는 대체로 공동추세를 보이는 것으로 나타나며, 차근월물의 수익률은 상품과 월물 종목이 추가됨에 따라 안정되는 것으로 나타남
- [그림 IV-27]과 [그림 IV-28]의 거래지표는 거래금액과 거래량 모두 공동추세를 나타내고 있으며, 주요 이벤트 전후로 변화가 있는 것으로 보임
- [그림 IV-29] 유동성 관련 지표인 Liquidity Ratio의 log값 역시 공동추세 가정을 만족하는 것으로 보임
  - [그림 IV-30]과 [그림 IV-31]의 매도체결률과 매수체결률은 지수 선물의 경우와 다르게 공동추세 가정을 만족하는 것으로 판단됨
  - [그림 IV-32]와 [그림 IV-33]의 호가스프레드와 유효스프레드의 경우, 최근월물과 차근월물 값의 차이가 매우 커 로그값을 취하였으며, 공동추세 가정을 만족하는 것으로 보임

- [그림 IV-34]와 [그림 IV-35]의 수익률 절댓값과 Daily Price Amplitude의 변동성 지표는 공동추세 가정을 만족하는 것으로 보이며, 이벤트에 따라 변화가 나타나는 것으로 보임
  - 한편 차근월물의 경우 R innovation 변수를 구성하기가 어려워 주식 선물 분석에서는 포함하지 않음
  
- 따라서 향후 분석에서는 수익률, 거래금액, 거래량, log liquidity ratio, 매도체결률, 매수체결률, 로그호가스프레드, 로그유효스프레드, 수익률 절댓값, Daily Price Amplitude에 대한 이중차분분석을 수행할 것이며, 가격발견 지표에 대한 분석 역시 수행함
  
- 분석은 앞서 지수 선물 분석에 활용한 방법론을 동일하게 적용하며, 이러한 분석을 심층평가 대상인 주식 선물 시장조성자의 증권거래세 면제와 직접적인 관련이 있는 이벤트와, 간접적인 이벤트인 지수 파생의 증권거래세 면제, 주식 선물 월물 추가, 그리고 상품 및 시장조성자 추가 이벤트에 대하여 각각 보고함
  - 단 유효스프레드 자료는 2016년 6월 24일 이후부터만 확보하고 있어, 자료가 존재하는 경우에 한하여 분석함

#### 가) 직접적인 이벤트

- 시장조성자 도입: 2014년 9월 15일
  - 1개월: 2014년 8월 1일~2014년 10월 30일
  - 3개월: 2014년 6월 1일~2014년 12월 30일
  - 6개월: 2014년 3월 1일~2015년 3월 12일
  
- 주식파생 면제: 2015년 3월 13일
  - 1개월: 2015년 2월 1일~2015년 4월 30일
  - 3개월: 2014년 12월 1일~2015년 6월 30일
  - 6개월: 2014년 9월 16일~2015년 9월 30일

<표 IV-39> 수익률

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0019	-0.0014	-0.0023	0.0040***	0.0035***	0.0026**
	(0.0020)	(0.0026)	(0.0021)	(0.0012)	(0.0012)	(0.0011)
Adj.R-sq	0.0164	0.0101	0.0037	0.0154	0.0299	0.0148
N	1,317	3,143	5,536	3,451	8,148	14,698

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<거래 지표>

<표 IV-40> 거래금액

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.3835**	0.2864**	0.3279**	0.1801***	0.2407***	0.3361***
	(0.1724)	(0.1342)	(0.1579)	(0.0671)	(0.0903)	(0.0834)
Adj.R-sq	0.9057	0.8982	0.9063	0.8933	0.8742	0.8650
N	1,336	3,202	5,664	3,517	8,303	14,992

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<표 IV-41> 거래량

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.4026**	0.3132**	0.3625**	0.1882***	0.2554***	0.3371***
	(0.1744)	(0.1350)	(0.1729)	(0.0612)	(0.0790)	(0.0746)
Adj.R-sq	0.9007	0.8920	0.8981	0.8955	0.8760	0.8692
N	1,336	3,202	5,664	3,517	8,303	14,992

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<유동성 지표>

<표 IV-42> lnLR

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.2159	0.3655*	0.3466	0.1315	0.0900	0.4100*
	(0.2679)	(0.1951)	(0.2403)	(0.6520)	(0.3239)	(0.2185)
Adj.R-sq	0.8196	0.8257	0.8387	0.8265	0.8032	0.7904
N	1,259	3,003	5,310	2,093	6,492	12,621

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-43> 매도체결률

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0679*	-0.0920***	-0.0595*	0.009	-0.0011	-0.0187
	-0.036	-0.0336	-0.0295	-0.0099	-0.0107	-0.0118
Adj.R-sq	0.8309	0.8385	0.8659	0.8819	0.8546	0.771
N	1,798	4,461	8,242	4,871	11,282	19,227

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-44> 매수체결률

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0941**	-0.1058***	-0.0594*	-0.0244**	-0.0197	-0.0211*
	-0.0402	-0.0377	-0.0309	-0.0105	-0.012	-0.0118
Adj.R-sq	0.8245	0.8434	0.8681	0.8876	0.8515	0.7786
N	1,798	4,461	8,243	4,906	11,332	19,299

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-45> 호가스프레드

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment				-0.0556***	-0.0249	-0.016
				-0.018	-0.0212	-0.0233
Adj.R-sq				0.9218	0.9207	0.903
N				3416	6859	10350

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<변동성 지표>

<표 IV-46> 수익률 절댓값

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.0021	-0.0022	-0.0017	-0.0012	-0.0001	0.0001
	(0.0020)	(0.0030)	(0.0023)	(0.0008)	(0.0011)	(0.0011)
Adj.R-sq	0.0740	0.0848	0.0920	0.1029	0.1050	0.1029
N	1,317	3,143	5,536	3,451	8,148	14,698

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-47> DPA

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.5223***	0.2624*	0.1881	-0.0659	0.2264**	0.3104***
	(0.0813)	(0.1314)	(0.1253)	(0.0966)	(0.0981)	(0.0970)
Adj.R-sq	0.2328	0.1619	0.1738	0.2206	0.2042	0.2189
N	1,336	3,202	5,664	3,517	8,303	14,992

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<가격발견 지표>

<표 IV-48> 가격발견

구분	시장조성자 도입(2014. 9. 15.)			주식파생 면세(2015. 3. 13.)		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	0.1326	0.0461	0.0450	-0.1738	0.2882**	-0.0323
	(0.1008)	(0.1197)	(0.1195)	(0.1316)	(0.1416)	(0.1245)
Adj.R-sq	0.0097	0.0195	0.0130	0.0123	0.0230	0.0118
N	1,250	2,983	5,463	3,323	7,793	14,067

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

□ (수익률) 개별주식 파생상품에 대한 증권거래세 면세는 주식 선물 수익률을 증가시킨 것으로 나타남(<표 IV-39>)

- (거래) <표 IV-40>과 <표 IV-41>에서 거래금액과 거래량 모두 시장조성자 도입과 개별 주식 파생상품 증권거래세 면세로 인하여 유의미하게 증가한 것으로 나타남
  - 시장조성자 도입은 거래금액을 28~38% 상승시켰으며, 증권거래세 면세는 18~33% 증가함
  
- (유동성) 유동성 지표 중 log Liquidity ratio의 경우 정책 이후 증가하는 것으로 나타나며 일부 결과가 유의미하게 나타남(<표 IV-42>)
  - 즉 가격변화를 유발하기 위해 필요한 거래량이 시장조성자 도입과 증권거래세 면세로 인하여 각각 35%, 41% 가량 증가함(6개월 기준)
  
- (유동성) 매도체결률과 매수체결률의 경우 각각의 정책으로 인하여 감소하는 것으로 나타나나, 호가수량 대비 거래량으로 측정되는 체결률이 유동성의 지표로 적절한지 의문스러움(<표 IV-43>, <표 IV-44>)
  - 호가수량의 증가는 그 자체로 투자자의 거래에 대한 의지가 높아진 것으로 해석할 수 있으며, 호가수량 대비 거래량의 비율이 선형적으로 증가할 이유가 없음
  
- (유동성) 유동성 지표 중 호가스프레드의 경우 개별주식 파생상품에 대한 면세 조치 이후 감소하여 유동성이 증가한 것으로 나타났으며, 전후 1개월을 비교할 경우 그 추정치가 유효함(<표 IV-45>)
  - 증권거래세 면세로 인하여 호가스프레드가 약 5.6% 감소함
  
- (변동성) 변동성 지표인 Daily Price Amplitude의 값은 두 정책 이후 모두 유의미하게 증가하는 것으로 나타나, 정책으로 인하여 변동성이 증가한 것으로 생각됨
  - 시장조성자 도입 이후에 일일 고가와 저가의 차이는 1개월 기준 52%, 3개월 기준 26% 증가하였으며, 개별 주식 파생상품 면세 이후에는 3개월 기준 23%, 6개월 기준 31% 증가함
  
- (가격발견) 가격발견 지표인 수익률의 자기상관계수의 변화는 대체로 유의하지 않게 나타났으며, 개별주식 파생상품의 증권거래세 면세 조치 이후 3개월 전후를 기준으로 분석할 경우 29% 증가하여, 가격 효율성이 감소한 것으로 나타남

- 다만 가격 효율성에 대한 다른 일련의 분석과 연계하여 해석할 경우 가격 효율성의 변화는 크지 않은 것으로 생각됨

나) 간접적인 이벤트

- 지수파생선물·옵션 면세: 2016년 3월 14일
  - 1개월: 2016년 2월 1일~2016년 4월 14일
- 파생선물 월물 추가: 2016년 4월 15일
  - 1개월: 2016년 3월 14일~2016년 5월 30일
  - 3개월: 2016년 1월 1일~2016년 7월 17일
  - 6개월: 2015년 10월 1일~2016년 10월 30일
- 상품 및 시장조성자 추가: 2015년 8월 3일, 2016년 7월 18일, 2017년 6월 26일
  - 1개월: 2015년 7월 3일~2015년 9월 2일, 2016년 6월 18일~2016년 8월 17일, 2017년 5월 26일~2017년 7월 25일
  - 3개월: 2015년 5월 3일~2015년 11월 2일, 2016년 4월 18일~2016년 10월 17일, 2017년 3월 26일~2017년 9월 25일
  - 6개월: 2015년 3월 14일~2016년 2월 2일, 2016년 4월 15일~2016년 12월 31일, 2017년 1월 1일~2017년 12월 25일

<표 IV-49> 수익률

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0069*** (0.0014)	-0.0034*** (0.0010)	-0.0040*** (0.0009)	-0.0043*** (0.0008)	-0.0011* (0.0006)	-0.0006 (0.0004)	-0.0003 (0.0004)
Adj.R-sq	0.0150	-0.0057	0.0010	0.0024	0.0097	0.0087	0.0063
N	4,098	5,323	12,276	24,013	13,751	40,882	70,708

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<거래 지표>

<표 IV-50> 거래금액

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월**	6개월**	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.2315***	0.2368***	0.0671	-0.0583	-0.0975*	-0.1048*	-0.0868
	(0.0575)	(0.0652)	(0.0792)	(0.0997)	(0.0540)	(0.0542)	(0.0591)
Adj.R-sq	0.8641	0.8825	0.8619	0.8550	0.8403	0.8325	0.8238
N	4,157	5,409	12,502	24,615	14,260	42,313	73,119

주: 1. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 2. \*\* 이 결과는 지수파생 면세 효과와 파생선물 월물 추가 효과 간의 식별이 되지 않은 결과임  
 자료: 저자 작성

<표 IV-51> 거래량

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.2362***	0.2041***	0.0411	-0.0621	-0.1203**	-0.1161**	-0.0984*
	(0.0580)	(0.0632)	(0.0763)	(0.0968)	(0.0519)	(0.0518)	(0.0567)
Adj.R-sq	0.8324	0.8749	0.8500	0.8435	0.8464	0.8371	0.8275
N	4,157	5,409	12,502	24,615	14,260	42,313	73,119

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<유동성 지표>

<표 IV-52> lnLR

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0813	0.3855***	0.3399***	0.2061*	-0.0543	-0.0709	-0.0820
	(0.0606)	(0.0680)	(0.0836)	(0.1076)	(0.0580)	(0.0588)	(0.0621)
Adj.R-sq	0.7448	0.8407	0.8029	0.7984	0.7960	0.7871	0.7774
N	3,880	5,029	11,660	22,701	13,024	38,647	66,857

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<표 IV-53> 매도체결률

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0436***	-0.0996***	-0.1199***	-0.1894***	-0.0301***	-0.0692***	-0.0648***
	(0.0162)	-0.0326	-0.0347	-0.0353	-0.0105	-0.0138	-0.015
Adj.R-sq	0.7558	0.5773	0.5049	0.4567	0.4693	0.4375	0.4268
N	4,424	6,017	13,477	26,553	15,678	47,483	82,447

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-54> 매수체결률

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0412***	-0.0932***	-0.0847**	-0.1637***	-0.0249**	-0.0558***	-0.0590***
	(0.0152)	-0.0335	-0.0347	-0.0379	-0.0102	-0.013	-0.0142
Adj.R-sq	0.7491	0.5566	0.496	0.4108	0.4136	0.4243	0.4247
N	4,322	5,913	13,401	26,631	15,953	48,010	83,271

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-55> 호가스프레드

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0266***	-0.0981***	-0.0444*	0.2757***	-0.0392**	0.0291	-0.0354
	-0.009	-0.0179	-0.0261	-0.0708	-0.0171	-0.0257	-0.0283
Adj.R-sq	0.7529	0.7664	0.7352	0.6855	0.6457	0.6019	0.5979
N	3,683	4,669	10,842	21,162	12,077	36,013	62,249

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-56> 유효스프레드

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 45) (2017년 6월 26일)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment					-0.0965***	-0.0019	0.0654
Adj.R-sq					-0.0341	-0.0603	-0.0715
N					0.833	0.778	0.7587
					6,248	19,035	36,148

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<변동성 지표>

<표 IV-57> 수익률 절댓값

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4.15)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.0041***	-0.0027***	-0.0032***	-0.0023**	-0.0004	-0.0004	0.0000
Adj.R-sq	(0.0011)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0006)	(0.0005)	(0.0004)
N	0.0875	0.0780	0.0757	0.0666	0.0822	0.0655	0.0590
	4,098	5,323	12,276	24,013	13,751	40,882	70,708

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 V-58> DPA

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생선물 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	-0.4271***	-0.0051	-0.0834	-0.1625**	-0.0059	-0.0130	0.0167
Adj.R-sq	(0.1105)	(0.0573)	(0.0611)	(0.0647)	(0.0493)	(0.0387)	(0.0373)
N	0.2524	0.3291	0.2875	0.2882	0.2933	0.2744	0.2587
	4,157	5,409	12,502	24,615	14,260	42,313	73,119

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

45) 2017년 6월 26일 이벤트만 포함

<가격발견 지표>

<표 IV-59> 가격발견

구분	지수파생 면세 (2016. 3. 14.)	파생상품 월물 추가 (2016. 4. 15.)			상품 및 시장조성자 추가 (3개 일자)		
	1개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
Treatment	NA <sup>46)</sup>	NA	-0.0348	-0.0779	0.0908	0.0398	0.0625*
			(0.1312)	(0.0994)	(0.0854)	(0.0471)	(0.0376)
Adj.R-sq			0.0008	0.0038	0.0066	0.0109	0.0091
N			11,460	22,199	12,499	37,205	64,268

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

- (수익률) 개별주식 파생상품에 대한 간접적인 정책들은 수익률의 감소를 유도함
- (거래) <표 IV-50>과 <표 IV-51>은 거래금액과 거래량의 효과를 나타냄
  - 지수 파생에 대한 증권거래세 면세는 거래금액의 23% 감소를 유발하였으며, 이는 주식선물의 거래 일부가 지수 파생상품으로 이동한 것으로 추측됨
  - 파생상품 월물의 추가는 1개월 전후로 비교할 경우 거래금액의 24% 증가를 유도함
  - 상품 및 시장조성자가 추가될 경우 개별 주식의 거래금액은 약 10% 감소하는 것으로 나타났으나, 이는 개별 주식의 효과이기 때문에 전체 시장의 거래금액은 증가할 수 있음
- (유동성) log Liquidity ratio의 경우 파생상품 월물 추가 이후 비약적으로 증가하였으며, 이 외의 정책의 효과는 유의미하게 나타나지 않음(<표 IV-52>)
  - 가격 변화를 유발하기 위해 필요한 거래량이 파생상품 월물 추가로 인하여 21~39% 증가하여 유동성이 크게 개선됨
- (유동성) 매도체결률과 매수체결률의 경우, 각각의 정책으로 인하여 감소하는 것으로 나타나나, 앞선 경우와 마찬가지로 호가수량 대비 거래량으로 측정되는 체결률이 유동성의 지표로 적절한지 의문스러움(<표 IV-53>, <표 IV-54>)

46) 가격발견 지수를 계산하기 위해서는 거래가 2일 연속으로 이루어져 수익률을 계산할 수 있어야 하고, 수익률이 연속으로 존재하여 가격발견 지수를 계산할 수 있어야 함. 그러나 차근 월물은 매일 거래되지 않기 때문에 이 경우 계산이 어려움

- 호가수량의 증가는 그 자체로 투자자의 거래에 대한 의지가 높아진 것으로 해석할 수 있으며, 호가수량 대비 거래량의 비율이 선형적으로 증가할 이유가 없음
- (유동성) 유동성 지표 중 호가스프레드의 경우 각 정책 이후 감소하여 유동성이 증가한 것으로 나타났으며, 그 효과도 대체로 유효함(<표 IV-55>)
  - 다만 파생선물 월물 추가 이후 6개월 전후를 기준으로 비교할 경우, 예외적으로 호가스프레드가 크게 증가한 것으로 나타나, 이는 2016년 7월 18일 상품 및 시장조성자의 증가가 결과를 왜곡하였기 때문으로 추측됨
- (유동성) 유동성 지표 중 유효스프레드의 경우 자료의 제약으로 인하여 2017년 6월 26일 상품 및 시장조성자 추가 효과만 분석 가능하였으며, 이 경우 1개월 전후로 비교할 경우 유효스프레드가 9.7% 감소하여 유동성이 개선되는 것으로 나타남
- (변동성) 변동성 지표인 수익률의 절댓값과 Daily Price Amplitude 모두 지수파생상품에 대한 증권거래세 면세와 파생선물 월물 추가 이후에는 유의미하게 감소하는 것으로 나타나, 변동성이 감소함
  - 상품 및 시장조성자의 추가는 변동성에 유의미한 효과를 미치지 못함
- (가격발견) 가격발견 지표인 수익률의 자기상관계수의 변화는 대체로 유의하지 않게 나타남

### 3) 결론

<표 IV-60> 지수 선물

구분	Intensive Margin Effect			Extensive Margin Effect		
	지수 파생상품 증권거래세 면세			상품 및 시장조성자 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
수익률	0.0027	0.0004	0.0001	0.0001	-0.0011***	-0.0002
<b>거래 지표</b>						
거래금액	-0.2053	0.0223	0.1753	0.0310	0.0211	-0.0126
거래량	-0.1875	0.0639	0.2330	0.0482	0.0216	-0.0114
<b>유동성 지표</b>						
lnLR	0.4483	0.3061	0.3793**	0.0903*	0.0457**	-0.0017
<b>변동성 지표</b>						
수익률 절댓값	-0.0091*	-0.0052	-0.0041	-0.0021**	-0.0009***	-0.0002
DPA	-0.4619**	-0.1762	-0.1397	0.0414	-0.0400	-0.0066
R innovation	0.0012	-0.0010	-0.0009	0.0005	-0.0005	0.0001
가격 발견 지표	-0.0977*	-0.0272	-0.0498	0.6794***	0.2628	0.1673

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

<표 IV-61> 개별 주식 선물

구분	Intensive Margin Effect						Extensive Margin Effect					
	개별 주식 파생상품 증권거래세 면제			상품 및 시장조성자 추가			시장조성자 도입			파생상품 월물 추가		
	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월	1개월	3개월	6개월
수익률	0.0040***	0.0035***	0.0026**	-0.0011*	-0.0006	-0.0003	-0.0019	-0.0014	-0.0023	-0.0034***	-0.0040***	-0.0043***
<b>거래 지표</b>												
거래 금액	0.1801***	0.2407***	0.3361***	-0.0975*	-0.1048*	-0.0868	0.3835**	0.2864**	0.3279**	0.2368***	0.0671	-0.0583
거래량	0.1882***	0.2554***	0.3371***	-0.1203**	-0.1161**	-0.0984*	0.4026**	0.3132**	0.3625**	0.2041***	0.0411	-0.0621
<b>유동성 지표</b>												
lnLR	0.1315	0.0900	0.4100*	-0.0543	-0.0709	-0.0820	0.2159	0.3655*	0.3466	0.3855***	0.3399***	0.2061*
매도 체결률	0.009	-0.0011	-0.0187	-0.0301***	-0.0692***	-0.0648***	-0.0679*	-0.0920***	-0.0595*	-0.0996***	-0.1199***	-0.1894***
매수 체결률	-0.0244**	-0.0197	-0.0211*	-0.0249**	-0.0558***	-0.0590***	-0.0941**	-0.1058***	-0.0594*	-0.0932***	-0.0847**	-0.1637***
호가 스프레드	-0.0556***	-0.0249	-0.016	-0.0392**	0.0291	-0.0354	No Data	No Data	No Data	-0.0981***	-0.0444*	0.2757***
유효 스프레드	No Data	No Data	No Data	No Data	No Data	No Data	No Data	No Data	No Data	-0.0965***	-0.0019	0.0654
<b>변동성 지표</b>												
수익률 절댓값	-0.0012	-0.0001	0.0001	-0.0004	-0.0004	0.0000	0.0021	-0.0022	-0.0017	-0.0027***	-0.0032***	-0.0023**
DPA	-0.0659	0.2264**	0.3104***	-0.0059	-0.0130	0.0167	0.5223***	0.2624*	0.1881	-0.0051	-0.0834	-0.1625**
가격발견	-0.1738	0.2882**	-0.0323	0.0908	0.0398	0.0625*	0.1326	0.0461	0.0450	NA	-0.0348	-0.0779

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

<표 IV-62> 정책이 파생상품시장에 미치는 효과

구분	증권거래세 면세	시장조성자 추가	파생상품시장 확대
거래	+	+	-
수익률	+	0	-
유동성	+	+	+
변동성	0	0	-
가격 발견	0	0	0

주: (+)는 긍정적인 효과, (-)은 부정적인 효과, 0 은 뚜렷한 효과가 추정되지 않음  
 자료: 저자 작성

### 3. 시장조성자 증권거래세 면세 세수효과

- 국세청에서 제공한 「조세특례제한법」 제117조 제1항 2의5와 제117조 제1항 3에 따른 증권거래세 면제 신청 자료(2016~2019년)를 이용하여 본 제도의 세수효과를 추정함
  - 국세청 자료는 시장조성자가 매월 제출하는 ‘증권거래세 과세표준 신고서’와 ‘증권거래세 세액면제 신청서’ 자료를 바탕으로 각 증권별 신청일, 주식 수, 양도가액, 면제세액, 면제 근거 등을 포함하고 있음
  - 본 분석을 위하여 증권거래세 면제 이외에도 「농어촌특별세법」 면제 역시 추정하여 포함

#### 가. 주식시장

- 우선 「조특법」 §117①3에 따른 주식에 대한 증권거래세 면세에 따른 효과를 추정함
- <표 IV-63>은 시장조성자 활동에 따른 월별 증권거래세 면세 규모를 나타냄
  - 우선 주식 면세 규모는 2018년까지는 미미하였던 것을 확인할 수 있음
    - 월별 면세 규모는 대체로 1억원 이하로 최대 면세 규모는 2.6억원 수준
    - 이는 시장조성 대상 증권의 수가 적었으며(2018년 82종목), 거래량이 적은 주식 위주로 선정되었기 때문으로 판단됨
    - 2019년 시장조성 대상종목의 수가 급격하게 증가하였으며(2019년 654종목), 선정 기준 역시 기존의 거래량 지표에서 회전율로 변경되면서 상대적으로 거래량이 높은 상품이 추가되어, 면세 효과가 증가함

- 시장조성자 활동에 따른 증권거래세 면세는 대부분 유가증권 시장에서 발생하였으며(유가증권 + 농특세), 코스닥 시장에서의 면세는 매우 미미한 수준
- 2016년 3월 이래 주식에서 발생한 총 면세액은 388억원 수준이며, 이 중 단 8억원만 코스닥시장에서 발생함

<표 IV-63> 월별 시장별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(주식)

(단위: 억원)

연도	월	유가증권	농특세 <sup>1)</sup>	코스닥	주식 총 면세 규모
2016	3	0.0	0.0	0.0	0.0
2016	4	0.1	0.1	0.2	0.3
2016	5	0.1	0.1	0.2	0.5
2016	6	0.1	0.1	0.2	0.4
2016	7	0.0	0.0	0.2	0.3
2016	8	0.0	0.0	0.1	0.2
2016	9	0.0	0.0	0.1	0.2
2016	10	0.0	0.0	0.1	0.2
2016	11	0.0	0.0	0.1	0.2
2016	12	0.0	0.0	0.1	0.2
2017	1	0.0	0.0	0.0	0.0
2017	10	0.1	0.1		0.2
2017	11	0.3	0.3		0.5
2017	12	0.2	0.2		0.5
2018	1	0.6	0.6		1.3
2018	2	1.2	1.2		2.4
2018	3	0.9	0.9		1.8
2018	4	0.9	0.9		1.8
2018	5	1.0	1.0		1.9
2018	6	1.2	1.2		2.4
2018	7	0.8	0.8		1.6
2018	8	0.5	0.5		1.0
2018	9	0.5	0.5		1.0
2018	10	0.8	0.8		1.6
2018	11	1.3	1.3		2.6
2018	12	0.4	0.4		0.9
2019	1	2.3	2.3	0.2	4.8
2019	2	4.5	4.5	0.1	9.1
2019	3	8.8	8.8	0.2	17.8
2019	4	14.7	14.7	0.2	29.6
2019	5	17.1	17.1	0.2	34.4
2019	6	10.2	15.4	0.2	25.8
2019	7	15.0	22.4	0.2	37.6
2019	8	16.5	24.7	0.1	41.3
2019	9	14.2	21.3	0.1	35.6
2019	10	14.8	22.3	1.7	38.8
2019	11	17.2	25.8	1.9	44.8
2019	12	17.1	25.7	1.6	44.4

주: 1) 농특세는 유가증권 시장 증권거래세 규모를 바탕으로 추정함  
 자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

- <표 IV-64>를 바탕으로 연도별 시장조성자 활동으로 인한 주식 증권거래세 면세 규모를 정리하면 <표 IV-64>와 같음

<표 IV-64> 연도별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(주식)

(단위: 억원)

연도	2016	2017	2018	2019	2016~2019 총 면세 금액
면세 규모	2.4	1.2	20.3	364.0	387.9

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

- 시장조성자 활동으로 인한 세수효과를 분석하기 위해서 다음과 같은 방법을 사용함
- 제Ⅳ장 제1절 분석 결과인, 주식 시장에서 시장조성 활동이 개별 주식의 거래금액에 미치는 효과의 계수 값을 바탕으로, 2018년과 2019년에 시장조성 활동이 주식 시장에서 유발한 추가적인 거래금액을 추정함
  - 제Ⅳ장 제1절의 거래금액 계수는, 새롭게 시장조성 대상으로 선정된 주식과 그렇지 않은 주식에 대해 선정 전후의 거래금액 변화를 비교하여 시장조성 활동이 각 주식의 거래금액에 미치는 효과를 추정함
  - 이렇게 추정된 거래금액에 각 시점별로 적용되었던 증권거래세율(2019년 6월 이전 0.3%, 이후 0.25%)을 적용하여 추가적으로 발생한 세수를 계산
  - 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 발생한 세수와 면세 규모를 비교하여 종합적인 세수효과를 분석
- 본 분석에서 시장조성 활동으로 인한 세수효과란, 시장조성 활동이 없을 경우와 시장조성 활동이 있되, 증권거래세가 면세될 때의 효과를 비교하는 것임
  - 이는 시장조성 활동이 존재하는 가운데, 증권거래세 면세 제도의 유무만을 비교하는 것과 대조됨
  - 이는 ① 제도의 구성상 증권거래세 면세 유무의 효과만을 식별하여 분석하기 어렵다는 점과 ② 시장조성 활동과 증권거래세 면세는 불가분의 관계에 있다는 연구진의 판단이 반영된 분석이라고 할 수 있음

- 2018~2019년 시장조성 대상 주식의 거래량과 거래 금액은 <표 IV-65>에 정리함
  - 2018년 코스닥시장에서 시장조성 대상 활동은 일시적으로 멈췄으며, 유가증권 시장에서의 시장조성 대상 주식의 총 거래금액은 77.8조원으로 나타남
  - 2019년 6월 3일을 기준으로, 유가증권 시장 및 코스닥시장의 증권거래세율은 0.3%에서 0.25%로 인하되어 거래량과 거래금액을 각각 표기함
  - 증권거래세 인하 전 유가증권 시장에서의 시장조성 대상 주식의 거래금액은 196.5조원, 이후는 279.0조원으로 나타났으며, 코스닥시장에서는 각각 16.7조원, 42.3조원으로 나타남
  - 2018, 2019년 시장조성 대상 주식의 총 거래금액은 612.3조원으로, 이 중 90%인 553.3조원은 유가증권 시장에서 거래됨

<표 IV-65> 2018~2019년 시장조성 대상 주식의 거래량과 거래금액

(단위: 만주, 조원)

구분	거래량		거래금액	
	유가증권	코스닥	유가증권	코스닥
2018.	120,692	-	77.8	-
2019. 1. 2.~6. 2.	1,497,763	257,992	196.5	16.7
2019. 6. 3.~12. 30.	2,673,528	375,108	279.0	42.3
합계	4,291,983	633,100	553.3	59.0

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

- 제IV장 제1절의 분석 결과 시장조성 활동으로 인한 추가적인 거래금액 증가를 추정하는 계수는 0.09로 추정됨
  - 이는 시장조성 활동으로 인하여 각 주식의 거래금액이 (추정 방식에 따라) 약 9% 증가하였다는 것을 의미함
  - <표 IV-66>의 총 거래량에 증권거래세율을 곱한 값에 추정된 거래금액 계수를 곱하여, 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 유발된 세수를 계산할 수 있음

<표 IV-66> 2018~2019년 시장조성 활동으로 추가적으로 유발된 세수(주식)

(단위: 억원)

구분	유가증권	코스닥	총
2018년	184.2	-	184.2
2019년	1,158.4	140.2	1,298.6
합계	1,298.6	140.2	1,482.7

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

- <표 IV-66>은 유가증권 시장과 코스닥시장에서 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 유발된 세수를 나타내고 있음
  - 분석 결과, 시장조성 활동은 2018년에는 184.2억원, 2019년에는 1,298.6억원 수준의 추가적인 세수를 발생시킴
  
- <표 IV-66>의 세수에서 <표 IV-63>의 면세금액을 차감할 경우, 시장조성 활동으로 인하여 발생한 순세수를 계산할 수 있음
  - 이렇게 계산한 순세수효과는 2018년 163.9억원, 2019년에는 934.6억원 수준으로 추정됨(<표 IV-67> 참고)
  - 따라서 증권거래세 면제 금액을 감안하더라도 시장조성 활동으로 인하여 상당한 수준의 추가적인 세수가 발생하는 것으로 나타남

<표 IV-67> 2018~2019년 시장조성 활동으로 인한 순 세수효과

(단위: 억원)

연도	순 세수효과
2018	163.9
2019	934.6
합계	1098.5

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

#### 나. 파생상품시장

- 나아가, 「조특법」 §117①2의5에 따른 파생상품에 대한 증권거래세 면세에 따른 효과를 살펴봄
  
- <표 IV-68>은 시장조성자 활동에 따른 월별 증권거래세 면세 규모를 나타냄
  - 파생상품 시장조성 활동에 따른 헤지 목적 주식 거래로 인한 주식 증권거래세 면세 규모는 2016년 이후 꾸준히 증가하여 2018년에 최댓값을 기록하였으며, 2019년에는 2017년 수준으로 나타남
    - 월별 면세 규모는 2016년 약 30억원 수준에서 2018년 최대 209.6억원을 기록, 이후 100억~200억원 수준의 면세 규모를 유지함

- 시장조성자 활동에 따른 증권거래세 면세는 대부분 유가증권 시장에서 발생하였으며(유가증권 + 농특세), 코스닥 시장에서의 면세는 매우 미미한 수준
  - 2016~2019년까지 발생한 총 면세액 5,733.7억원 중 약 8%인 461.1억원만 코스닥시장에서 발생함

<표 IV-68> 월별 시장별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(파생상품)

(단위: 억원)

연도	연월	유가증권	농특세	코스닥	파생 총 면세 규모
2016	1	15.1	15.1	4.0	34.1
2016	2	14.6	14.6	1.1	30.3
2016	3	18.3	18.3	1.0	37.6
2016	4	32.9	32.9	1.7	67.4
2016	5	39.5	39.5	2.4	81.4
2016	6	48.7	48.7	2.3	99.7
2016	7	39.6	39.6	2.0	81.2
2016	8	49.8	49.8	3.1	102.8
2016	9	58.1	58.1	2.8	119.0
2016	10	58.7	58.7	2.6	120.1
2016	11	54.9	54.9	3.6	113.3
2016	12	36.6	36.6	2.3	75.5
2017	1	53.1	53.1	3.2	109.4
2017	2	55.3	55.3	3.4	113.9
2017	3	75.3	75.3	3.8	154.5
2017	4	53.1	53.1	4.8	111.1
2017	5	51.3	51.3	4.3	106.8
2017	6	58.8	58.8	4.4	122.1
2017	7	53.4	53.4	3.3	110.1
2017	8	52.1	52.1	3.8	107.9
2017	9	50.3	50.3	5.9	106.4
2017	10	52.7	52.7	9.4	114.7
2017	11	58.0	58.0	18.6	134.5
2017	12	50.6	50.6	23.1	124.3
2018	1	69.7	69.7	51.0	190.4
2018	2	90.5	90.5	28.6	209.6
2018	3	80.1	80.1	14.3	174.4
2018	4	72.3	72.3	13.6	158.2
2018	5	65.7	65.7	14.7	146.2
2018	6	63.1	63.1	8.9	135.1

<표 IV-68>의 계속

연도	연월	유가증권	농특세	코스닥	파생 총 면세 규모
2018	7	66.8	66.8	13.4	147.0
2018	8	66.1	66.1	13.8	146.1
2018	9	52.1	52.1	11.1	115.3
2018	10	73.9	73.9	15.5	163.3
2018	11	86.4	86.4	19.2	191.9
2018	12	59.1	59.1	9.7	127.9
2019	1	83.2	83.2	14.2	180.6
2019	2	50.1	50.1	8.6	108.8
2019	3	66.4	66.4	15.7	148.5
2019	4	80.0	80.0	12.3	172.3
2019	5	86.8	86.8	11.6	185.2
2019	6	37.3	56.0	10.0	103.3
2019	7	36.2	54.4	8.1	98.8
2019	8	43.3	65.0	11.0	119.4
2019	9	24.4	36.6	8.5	69.5
2019	10	28.6	43.0	9.8	81.4
2019	11	28.8	43.3	12.8	84.9
2019	12	35.8	53.7	8.0	97.4

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

□ <표 IV-68>을 바탕으로 연도별 시장조성자 활동으로 인한 증권거래세 면세 규모를 정리하면 <표 IV-69>와 같음

- 2016년부터 2018년까지 면세 규모가 꾸준히 증가한 이후 2019년에는 2017년 수준으로 회귀함

<표 IV-69> 연도별 시장조성자 거래에 따른 증권거래세 면세 규모(파생상품)

(단위: 억원)

연도	2016	2017	2018	2019	2016~2019 총 면세 금액
면세 규모	962.4	1,415.7	1,905.5	1,450.1	5,733.7

자료: 국세청 자료를 바탕으로 저자 작성

□ 파생상품시장에서의 시장조성자 활동으로 인한 세수효과를 분석하기 위해 이론적으로는 주식시장과 마찬가지로 다음과 같은 방법을 생각할 수 있음

- 파생상품시장에서의 시장조성 활동이 각 상품과 연계된 개별 주식의 거래금액에 미치는 효과를 추정
  - 이 분석 결과로 나타난 계수 값을 바탕으로, 2018년과 2019년에 시장조성 활동이 주식 시장에서 유발한 추가적인 거래금액을 추정함
  - 이렇게 추정된 거래금액에 각 시점별로 적용되었던 증권거래세율(2019년 6월 이전 0.3%, 이후 0.25%)을 적용하여 추가적으로 발생한 세수를 계산
  - 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 발생한 세수와 면세 규모를 비교하여 종합적인 세수효과를 분석
- 그러나 파생상품의 경우 주식시장과 같은 방법을 활용하여 세수효과를 분석하기는 어려움
- 우선 주식 시장조성자 관련 세수분석과는 달리, 파생상품시장에서의 시장조성자 활동이 (파생상품이 아닌) 연계된 주식의 거래에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 추가적인 실증분석을 수행할 필요가 있음
- 한편 파생지수 상품의 경우 각 상품과 연계된 주식의 수가 여럿일 뿐만 아니라 각 상품에 연계된 주식이 중복될 수 있기 때문에, 개별 주식에 미치는 효과를 추정하는 데 많은 어려움이 있음
  - 따라서 연계된 주식이 하나인 개별 주식 선물을 바탕으로 거래 효과를 추정함
- 한편 개별 주식 선물을 바탕으로 연계된 주식의 거래금액의 변화를 추정하였다 고 하더라도 파생지수 상품의 경우 한 개의 주식이 여러 파생상품과 연계되어 있을 수 있기 때문에, 파생시장에서의 시장조성 활동이 각 주식의 거래금액에 어떠한 영향을 미치는지 식별하기 어려움
- 따라서 추정된 계수가 세수효과로 어떻게 이어지는지는 역시 불분명함
- 이러한 이유로 인하여 파생상품의 경우 주식과 같이 직접적으로 세수효과를 추정하기보다는 개별 주식 선물 시장조성 활동으로 인한 연계 주식의 거래금액의 증감을 추정한 뒤, 이를 주식시장에서의 계수와 비교하여 대략적인 세수효과의 방향성을 논하는 것이 적절할 것으로 생각됨

- 개별 주식 선물에 대한 시장조성 활동으로 인하여 연계된 주식에 유발되는 추가적인 거래를 추정하기 위하여 다음과 같은 이중차분법을 사용함
  - 2015년 8월 3일, 2016년 7월 18일, 2017년 6월 26일 각 날짜에는 파생상품시장에 시장조성 대상이 되는 개별 주식 선물이 추가되었음
  - 따라서 각 날짜에 추가된 개별 주식 선물과 연계된 주식을 처치군으로 활용하고 그렇지 않은 주식을 대조군으로 활용하여, 각 날짜 전후로 거래금액의 변화를 비교함
  - 이를 바탕으로 추정된 계수 값은 <표 IV-69>에 정리함

<표 IV-70> 개별주식선물 추가로 인한 연계된 주식의 거래 효과

변수	전후 시점		
	1개월	3개월	6개월
로그거래량	0.051**	0.061**	0.065***
로그거래대금	0.056**	0.072***	0.094***
N	237,356	685,742	1,165,632

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함  
 자료: 저자 작성

- 개별 주식 선물 추가 날짜: 2015년 8월 3일, 2016년 7월 18일, 2017년 6월 26일
  - 전후 1개월 분석 날짜: 2015년 7월 3일~2015년 9월 2일, 2016년 6월 18일~2016년 8월 17일, 2017년 5월 26일~2017년 7월 25일
  - 전후 3개월 분석 날짜: 2015년 5월 3일~2015년 11월 2일, 2016년 4월 18일~2016년 10월 17일, 2017년 3월 26일~2017년 9월 25일
  - 전후 6개월 분석 날짜: 2015년 3월 14일~2016년 2월 2일, 2016년 4월 15일~2016년 12월 31일, 2017년 1월 1일~2017년 12월 25일
- 전체 종목을 코스닥·코스피·처치군·대조군을 기준으로 네 그룹으로 나누어 일 단위 기준 각각의 표준편차의 3배를 초과할 경우 이상치 제거
  - 이상치가 관측되면 해당 종목을 분석에서 제외함
  - 종목고정효과 및 월별고정효과 포함

- 본 분석에서 추정된 시장조성 활동으로 인한 거래 효과는, 주식의 경우와 유사하게 시장조성 활동이 없을 경우와 시장조성 활동이 있되, 증권거래세가 면세될 때의 효과를 비교하는 것임
  - 이는 시장조성 활동이 존재하는 가운데, 증권거래세 면세 제도의 유무만을 비교하는 것과 대조됨
  - 앞서와 마찬가지로 이는 ① 제도의 구성상 증권거래세 면세 유무의 효과만을 식별하여 분석하기 어렵다는 점과 ② 시장조성 활동과 증권거래세 면세는 불가분의 관계에 있다는 연구진의 판단이 반영된 분석이라고 할 수 있음
  
- 분석 결과 개별 주식 선물상품 추가는, 추가 날짜 전후 6개월을 기준으로, 연계된 주식의 거래대금을 9.4% 가량 증가시키는 것을 확인할 수 있음
  - 이는 주식시장에서의 시장조성 활동이 주식 거래금액에 미치는 효과(9%)와 매우 유사함
  - 즉 주식시장에서의 시장조성 활동과 파생상품시장에서의 시장조성 활동이 연관 주식의 거래금액에 미치는 전체적인 효과는 유사할 것으로 생각됨
  
- 주식시장에서와 유사하게 <표 IV-70>의 분석 결과를 바탕으로, 2018년과 2019년의 파생상품시장에서 시장조성 활동이 유발한 추가적인 주식 거래금액과 그로 인한 세수를 추정하는 것을 생각할 수 있으나, 앞서 설명하였듯 파생상품의 경우 여러 지수 상품과 연계된 주식이 중복되어 실질적으로 의미 있는 추정이 어려움
  
- 단 개별 주식 선물이 연계된 주식의 거래금액에 미치는 효과가 주식 시장조성 효과와 유사하다는 점과, 파생상품의 경우 여러 지수상품(미니코스피200, 섹터지수선물, 코스닥150 등)으로 인하여 주식 거래금액의 상당 부분이 시장조성 대상 상품과 연계된다는 점에 비추어 볼 때, 순세수효과 역시 상당할 것으로 유추할 수 있음
  - 주식시장에서의 면세액 대비 순세수의 비율과 파생상품시장에서의 면세액 대비 순세수의 비율은 유사할 것으로 생각됨



## V. 요약 및 정책 시사점





## V. 요약 및 정책 시사점

### 1. 타당성 분석

#### 가. 정부 역할의 적절성

- 시장조성 기능이 필요한 이유는 유동성 개선을 통한 주식 및 파생상품 시장의 활성화와 안정화이며, 이를 위해 정부의 역할이 필요함
  
- (주식 시장) 투자자들이 거래량 또는 회전율이 낮고 유효스프레드 차이가 큰, 이른바 저유동성 종목에 대해서 높은 거래비용을 부담하게 되면서, 저유동성 종목의 유동성은 더욱 낮아질 가능성이 존재함
  - 투자자 입장에서는 저유동성 종목을 상대적으로 높은 가격에 매수하고 낮은 가격에 매도할 위험이 있고, 이에 따라 저유동성 종목을 기피하면서 시장 쏠림 현상은 더욱 심화될 우려가 있음
  
- (시장조성제도의 필요성) 따라서 저유동성 종목에 대한 시장조성 역할이 필요한 것으로 판단되며, 특히 시장조성제도 도입 이후 배정된 시장조성 종목의 유동성 제고 효과가 존재한다고 볼 수 있음
  
- (시장조성자 면세조치의 필요성) 이에 따라 시장조성자의 명시적 거래비용을 낮추어 시장조성 역할을 적극적으로 유도할 필요가 있음
  - 시장조성자 입장에서 명시적 거래비용 중 증권거래세가 가장 큰 비중을 차지하는데, 증권거래세 25bp가 부과되면 의무스프레드 이내의 양방향 호가를 제시하기 어려워질 수 있음
  - 즉 증권거래세는 시장조성자가 활발한 시장조성 업무를 제한하는 역할을 하게 될 우려가 있음
    - 급변하는 시장 환경에서 시장조성자는 시장조성 업무 과정에서 손실을 볼

가능성도 존재하기 때문에, 이 손실을 보전할 수 있는 유인 구조가 필요할 수도 있음

- 따라서 시장조성자의 시장업무에 대한 증권거래세 면제는 유동성 제고를 통한 주식시장 활성화라는 정책목적에 부합한다고 볼 수 있음

□ (파생상품시장) 파생상품시장은 그 자체 시장으로 의미가 있을 뿐 아니라 기초자산이 되는 종목을 거래하는 일반 투자자들의 헤지거래에 이용되는 시장이라는 점에서도 시장 활성화가 필요

- 주식시장과 파생상품시장은 이러한 면에서 밀접한 관련이 있으며, 한 시장의 활성화를 위해서는 다른 시장의 유동성이 풍부해야 한다는 특징을 가짐

□ (시장조성자 면세조치의 필요성) 파생상품 시장조성자의 헤지거래에서 발생할 수 있는 명시적 거래비용을 낮추어 적극적 시장조성 역할을 유도할 필요가 있음

#### 나. 지원 대상의 적절성

□ (주식시장) 주식시장에서 시장조성 대상종목 선정 기준을 지속적으로 완화하여, 대상종목의 수는 2016년 40종목에서 2019년 649종목까지 확대되었음

- 특히 2019년에 선정 기준 중 거래량 지표를 회전율 지표로 변경하여 중유동성 대형종목도 포함되었음

□ 증권사의 활발한 참여를 위해 대형 중유동성 종목을 어느 정도 포함시키는 것이 불가피하다고 판단되지만, 보다 효과적인 정책목표의 달성을 위해서는 저유동성 종목이 더 원활하게 배정받을 수 있도록 추가적인 고려가 필요할 것으로 사료됨

- 정책의 1차 목표는 주식시장의 유동성 개선이고, 이를 위해 민간 증권사의 활발한 참여를 유도하는 인센티브가 필요함
- 그러나 시장조성 대상이 되는 대형 중유동성 종목이 크게 늘어났으며 이 중에서 복수 배정되는 종목의 상당수는 유효스프레드가 우수한 종목인 반면, 시장조성자의 역할이 더욱 크게 요구되는 저유동성 종목은 배정받지 못하는 경우도 여전히 발생하고 있음

- 따라서 증권사의 수요를 면밀히 관찰하여 저유동성 종목이 더 원활하게 배정 받을 수 있는 제도 설계가 필요할 것으로 보임
- (파생상품시장) 파생상품 시장조성 대상종목은 코스피200선물과 코스피200옵션을 제외한 나머지 193개 종목임(2020. 3. 2. 기준)
  - 전 종목이 배정되는 드래프트 방식을 택하고 있어서 유동성이 낮은 종목이 배정되지 못하는 경우가 없는 것으로 파악됨
- 또한 역량평가를 통해 시장조성을 적극적으로 이행하지 않는 시장조성자는 선호 종목 선택을 제한함으로써 모든 종목에서의 적극적인 시장조성을 유도하고 있음
  - 역량평가 중 의무이행평가 결과에 따라, 드래프트 각 라운드에서 종목 선택 권한을 배제하고 있음
- 따라서 파생상품 시장조성자 및 대상종목 선정 절차는 적절하다고 평가함

#### 다. 지원 내용과 방식의 타당성

- 시장조성자들의 시장조성 비용을 직접 보조하기보다는 현재와 같은 증권거래세 면제를 유지하는 편이 정책의 효율적 집행을 위해서 바람직하다고 판단됨
  - 특히 조세행정비용을 절약한다는 측면에서 바람직함
- 시장조성자는 전용 계좌를 통한 거래 중 일정한 기준을 충족시키는 거래에 한하여 증권거래세를 면제받고 있으며, 시장조성자들의 증권거래세 면제기준 충족 여부에 대한 관리감독은 한국거래소가 담당함
  - 주식시장 시장조성자는 사전에 정의된 ‘유동성을 공급한 호가’의 체결분, 그리고 파생상품 시장조성자는 사전에 정의된 ‘위험회피 거래’의 체결분에 한하여 증권거래세를 면제받음
- 이로 인해 제도 설계 및 운영, 수혜자 감독, 증권거래세 징수 주체가 상이하여, 제도의 관리감독 주체가 모호한 상황임

- 제도를 설계하고 운영하는 책임은 세계당국에 있으며, 제도의 비용은 국고에서 부담함
  - 시장조성자에 대한 감독은 한국거래소에서 담당함
  - 증권거래세 징수는 예탁결제원에서 담당하여 세무서에 납부함
- 따라서 수혜자에 대한 감독을 담당하는 주체가 제도의 비용과 무관하다는 제도 거버넌스(governance) 차원의 문제가 제기됨
- 일반적으로 제도의 안정적인 운영을 위해서는 비용을 부담하는 주체가 수혜자 관리를 책임질 필요가 있음
  - 그러나 현실적으로 세계당국이 민간 증권사의 일별 시장조성거래 내역을 검토하고 승인하는 것은 비효율적일 것으로 사료됨
  - 즉 현재와 같이 수혜자에 대한 감독 역할은 한국거래소가 담당하는 것이 타당하다고 판단되는바, 제도의 거버넌스 문제는 지속적으로 제기될 수 있음
    - 대상종목 선정, 시장조성자 선정, 시장조성 전용 주식계좌에 대한 감독 등의 역할은 현실적으로 세계당국에서 맡기 어려울 것으로 보임
- 이에 따라 시장조성자의 거래 행위에 대한 감독 책임을 명확히 하여 감독체계를 효과적으로 구축할 필요가 있음

## 2. 효과성 분석

### 가. 주식

- 2016년 3월 주식시장 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 제도 시행 후 시장조성 대상종목이 지속적으로 확장됨
- 2018~2019년 기간 중 대상종목이 크게 확대되었으며(2018년 82종목 → 2019년 574종목) 대상종목을 선정하는 기준을 변경한 바 있으므로, 해당 기간의 유가 증권 시장을 이용하여 정책효과를 분석하였음

□ 2018년 중 시장조성 시행종목이 아니었으나 2019년 1~5월 기준으로 새롭게 시장 조성 시행종목으로 선정된 종목들을 처치군(treatment group)으로 설정하고, 2018년 과 2019년 두 연도 모두 시장조성 시행종목이 아닌 종목들을 대조군(control group)으로 설정함

□ (방법론) 2018년 하반기와 2019년 하반기에 대하여 이중차분법을 활용하여, 정책 시점 전·후의 변화를 비교함

○ 다음 회귀식을 이용하여 추정

$$y_{i,t} = \alpha + \beta TD_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \epsilon_{i,t}$$

- $y_{i,t}$ 는 분석 대상인 변수
- $TD_{i,t} = T_t \times D_i$ 는 정책시점 더미변수  $T_t$ 와 정책대상 더미변수  $D_i$ 의 교차항으로, 해당 변수의 계수  $\beta$ 가 정책효과를 추정함
- $\gamma_i$ 는 종목고정효과,  $\delta_t$ 는 월고정효과를 나타냄

□ 2019년 새롭게 시장조성 시행종목으로 선정된 종목들을 바탕으로 분석한 결과, 거래량과 유동성 관련 지표는 개선되는 것으로 나타나는 반면, 변동성은 증가하는 것으로 나타남

- 거래량은 약 6.1%, 거래금액은 약 9% 가량 증가
- 유동성 지표 중 체결율의 경우 약 3% 증가하며, 유동성 비율 지표는 약 12.2% 증가
- 변동성 지표인 절대수익 지표는 약 0.001 증가하며, DPA 지표는 약 0.10 증가

## 나. 파생상품

□ 파생상품 시장조성자 증권거래세 면세 제도의 정책효과는 두 가지 효과로 구분할 수 있음

- Intensive margin effect: 이미 시장조성자가 운영되고 있는 종목에서 증권거래세 면세가 파생상품시장에 추가적으로 미치는 효과
- Extensive margin effect: 증권거래세 면세가 상품·종목 등의 추가를 유발하여, 이러한 상품 등의 추가가 파생상품시장에 미치는 효과

- 관련하여, ① 증권거래세 면세가 시장조성자와 파생상품의 추가 등을 통하여 시장의 확대에 기여하는 효과와 ② 시장이 확대되었을 때 파생상품 시장에 미치는 효과를 구분할 수 있음

□ 시장조성자제도의 효과는 ① 지수선물 시장과 ② 개별 주식선물 시장에서 각각 분석

- (지수선물) 분석 대상의 지수선물은 최근월물로 한정하였으며 처치군과 대조군은 다음과 같이 선정하였음
  - 처치군: 미니코스피200선물, 코스닥150선물, 섹터지수선물 등
  - 대조군: 코스피200선물
- (주식선물) 개별 주식 선물의 경우 최근월물만 시장조성 대상 의무종목으로, 차근월물은 시장조성대상이 아니기 때문에 정책이 최근월물과 차근월물에 미치는 효과를 비교 분석
  - 처치군: 개별 주식선물 최근월물
  - 대조군: 개별 주식선물 차근월물

□ (방법론) 시장조성 대상종목과 시장조성 대상이 아닌 종목으로 구분하여, 이중차분법을 활용하여 정책 시점 전후 1, 3, 6개월을 비교

- 정책 시점은 증권거래세 면제 시점과(Intensive margin effect) 시장조성 및 파생상품 시장 확대 시점(Extensive margin effect)을 활용

□ 본 제도가 시장조성자와 파생상품이 추가되는 데 결정적인 역할을 하는 것으로 생각됨

- 시장이 안정적인 상황에서는 증권사가 시장조성 활동을 통하여 매매차익을 실현할 수 있지만, 건당 이익은 이익 규모의 총량과 무관하게 매우 작음
- 따라서 매도금액에 따라 부과되는 증권거래세는 거래 증계에 따른 기대 수익을 매우 낮게 혹은 손실을 유도하여, 증권사들이 시장조성 활동에 참여할 유인을 현격하게 떨어뜨림
- 신규 상품이 겪는 가장 큰 어려움은 유동성 부족인데, 시장조성자가 상품의 유동성을 개선할 경우 신규 상품의 상장에 매우 유리할 수 있음

- 증권거래세 면세는 구체적인 정책에 따라 그 효과가 조금씩 상이하게 나타나나, 전후 6개월 기준 효과를 다음과 정리함
  - 거래금액은 17~33% 가량 증가하는 것으로 나타남
    - 단 파생상품 시장 확대는 거래 관련 지표를 악화시키는 것으로 보이는 효과가 있으나, 이는 개별 상품 효과에 국한된 것으로 시장 전체로서는 거래가 활성화됨
  - 유동성은 대체로 개선되는 것으로 나타나며, 특히 호가스프레드는 2~3% 감소함
  - 파생상품시장의 확대는 변동성을 낮추는 효과가 있음
    - 수익률의 절댓값은 최대 0.2%로, 평균적으로 감소하는 것으로 나타나는데 이는 일평균 수익률 절댓값인 2%의 10% 수준

#### 다. 세수 분석

- (주식) 시장조성자 활동으로 인한 세수효과를 분석하기 위해서 다음 방법을 사용함
  - 효과성 분석에서 추정된 주식 시장에서 시장조성 활동이 개별 주식의 거래금액에 미치는 효과의 계수 값(0.09)을 바탕으로, 2018년과 2019년에 시장조성 활동이 주식 시장에서 유발한 추가적인 거래금액을 추정함
  - 추정된 거래금액에 각 시점별로 적용되었던 증권거래세율을 적용하여 추가적으로 발생한 세수를 계산
  - 시장조성 활동으로 인하여 추가적으로 발생한 세수와 면세 규모를 비교하여 종합적인 세수효과를 분석
  - 이렇게 계산한 순세수효과는 2018년 163.9억원, 2019년에는 934.6억원 수준으로 추정됨
  
- (파생) 파생상품시장에서의 시장조성자 활동으로 인한 세수효과는, 파생지수 상품 등으로 인하여 각 상품과 연계된 주식의 수가 여럿일 뿐만 아니라 각 상품에 연계된 주식이 중복되어 그 효과를 추정하기 어려움
  - 단 개별 주식 선물을 바탕으로 파생상품시장에서의 시장조성자 활동이 (파생 상품이 아닌) 연계된 주식의 거래에 미치는 영향을 추정할 경우, 개별 주식 선

물 상품 추가는 전후 6개월을 기준으로 연계된 주식의 거래대금을 9.4% 가량 증가시키는 것으로 추정

- 이는 주식시장에서의 시장조성 활동이 주식 거래금액에 미치는 효과(9%)와 매우 유사하여, 주식시장에서의 시장조성 활동과 파생상품시장에서의 시장조성 활동이 연관 주식의 거래금액에 미치는 전체적인 효과는 유사할 것으로 생각됨

### 3. 결론 및 정책적 시사점

- 효과성 분석 결과 본 제도는 금융시장의 양적(거래)·질적(유동성, 변동성) 지표들을 개선하는 데 대체로 효과적인 것으로 분석됨
  - 본 제도로 인하여 순세수는 오히려 증가하는 것으로 나타나며, 그 규모는 큰 것으로 추정됨
- 타당성 분석 결과, 본 제도는 대체로 정부의 역할, 지원 대상의 선정, 지원 방식 등이 적절한 것으로 보이나, 일부 보완점을 다음과 같이 제시함
- 중유동성 종목의 범위를 지금보다는 다소 제한하거나 또는 저유동성 종목을 강제 배정하는 등의 추가 조치가 필요할 수 있음
  - 따라서 (1안) 증권사의 수요를 면밀하게 관찰하여 대형 중유동성 종목의 범위를 제한, 또는 (2안) 파생상품 시장과 같이 저유동성 종목을 모두 강제 배정받게 하는 등의 조치가 필요할 수 있음
- (1안) 현재와 같이 시장조성 대상종목을 크게 확대시켜 시장조성자의 참여 유인을 높이는 한편, 저유동성 종목 선정을 늘릴 수 있는 추가 방안을 강구해 볼 수 있음
  - 가령 파생상품시장과 같이 시장조성자들이 저유동성 종목을 모두 강제 배정받도록 하는 방안을 고려할 수 있음

- (2안) 저유동성 종목의 100% 배정이 현실적으로 불가능하다면, 세수비용 절감 차원에서 중유동성 종목의 대상을 현재보다 제한하는 방안을 고려해 볼 수 있음
  - 가령 회전을 하위 50%에 속하는 종목 중 유효스프레드가 매우 우수한 종목은 시장조성 대상종목에서 배제하는 방법을 고려할 수 있음
  
- 파생상품의 경우 현 운영이 적절하다고 생각되어, 현 제도를 유지하는 것이 적절할 것으로 판단됨
  
- 다만 동 제도의 운영과 감독의 주체가 모호하다는 우려가 존재하므로 감독 책임을 명확히 하여 감독체계를 효과적으로 구축할 필요가 있음
  - 현실적으로 대상종목 선정, 시장조성자 선정, 시장조성전용 주식계좌에 대한 감독 등의 역할을 세제당국에서 맡기 어려울 경우, 제도의 혜택 대상을 선정하는 한국거래소가 시장조성자 주식계좌 운영의 적절성까지 감독하도록 명시하는 방법을 고려할 필요가 있음
  - 감독의 책임성을 강화하기 위해, 가령 세제당국은 한국거래소에 소정의 고정수수료(fixed fee)를 지급하면서 동 제도로 인한 증권거래세 면제액의 일부를 한국거래소가 부담하는 방식을 고려할 수 있음
    - 고정 수수료는 세제당국이 예상 또는 적절한 것으로 생각하는 면세 규모에 비례하여 설정
    - 대신 증권거래세 면제액의 일부를 한국거래소가 직접 부담하여, 증권거래세 면제에 대한 관리 감독 역할을 적극적으로 수행할 유인을 제공
    - 이와 같은 방식으로 관리 감독 역할 수행이 수월한 한국거래소에 관리 유인을 제공함으로써 효과적인 감독 체계를 구축할 수 있을 것으로 기대됨
    - 다만 세법상 이러한 제도 구성이 가능할지는 검토해 볼 필요가 있음

## 참고문헌

- 기획재정부, 『조세지출예산서』, 각 연도
- 이상엽·이동규·김누리·배경훈·빈기범, 『주식시장 활성화 지원을 위한 조세특례』, 한국 조세재정연구원, 2017. 12.
- 한국거래소, 「주식 시장조성자제도 운영효과 및 증권거래세 면세 유지 필요성」, 2020a.  
\_\_\_\_\_, 「주식 시장조성자 가이드북」, 2020b.  
\_\_\_\_\_, 「파생상품 시장조성제도 운영현황」, 2020c.
- 한국거래소 보도자료, 「주식선물·옵션 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 시행」, 2015. 3. 12.  
\_\_\_\_\_, 「주식시장 시장조성자제도 및 거래안정화장치 도입 등」, 2015. 11. 4.  
\_\_\_\_\_, 「시장조성자제도 도입 등 선물시장 제도 개선」, 2006. 10. 31.
- 독일 증권거래소, *Designated Sponsor Guide*(Version 12.1), 2020. 2.
- 런던 증권거래소, *CurveGlobal Markets-Obligations of Liquidity Providers and Market Makers*(파생상품시장-시장조성자와 유동성 공급자의 의무)(Version 2.0), 2019. 6.  
\_\_\_\_\_, *Rules of the London Stock Exchange*, 2019. 7. 1.
- 유럽증권시장국, *Guidelines-Exemption for market making activities and primary market operations under Regulation(EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps*, 2019.
- 일본 증권거래소 그룹, 『(ST-1)ETF市場におけるマーケットメイク制度の取扱い』, 2020. 3.
- Amafi, “French Financial Transaction Tax FTT Guidelines,” 2019.
- BNY MELLON, *Financial Transaction Taxes(FTT): A Global Perspective*, 2018.  
\_\_\_\_\_, *A Global View of Financial Transaction Taxes(FTT)*, 2019.
- IBFD, 『Derivatives & Financial Instruments』, 「」
- ICE, “Italy-Italian Financial Transaction Tax Implications of the Evolving Regulatory Landscape: The Exemption for Market Makers,” *ICE Futures Europe and ICE Endex Guidance on Market Making under MiFID II*, 2017.

기획재정부 국채시장, <http://ktb.moef.go.kr/main.do>  
국세법령정보시스템, <http://txsi.hometax.go.kr/docs/main.jsp>  
매일경제 경제용어사전, <http://dic.mk.co.kr>  
삼일아이닷컴, <http://www.samili.com>  
한국거래소, <https://http://www.krx.co.kr/main/main.jsp>

나스닥 홈페이지, <http://nasdaqtrader.com>  
뉴욕 증권거래소그룹, <https://www.nyse.com>  
독일 증권거래소, <https://deutsche-boerse.com>  
미국 장외시장 홈페이지, <https://www.otcmarkets.com>  
미국 증권거래위원회, <https://www.sec.gov>  
영국 정부, <https://www.gov.uk>  
오사카 금융거래소, <https://www.jpx.co.jp>  
유럽연합 법령정보시스템, <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>  
유럽증권시장국, <https://www.esma.europa.eu/>  
일본 금융정보사이트, <https://www.ifinance.ne.jp>  
코넬대학 법령정보 서비스, <https://www.law.cornell.edu>  
프랑스 재정경제부, <https://bofip.impots.gouv.fr>

Ernst & Young, <https://www.ey.com>  
FTSE Russell, <https://www.ftserussell.com>  
Fund and Market, <https://dirigentesdigital.com>

