

2025 조세특례 심층평가(18) 금융시장 효율화·안정화 및 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제

2025. 9.



2025 조세특례 심층평가(18)
금융시장 효율화·안정화 및
중소기업 지원을 위한
증권거래세 면제

2025. 9.

제 출 문

기획재정부 장관 귀하

본 보고서를 『금융시장 효율화·안정화 및 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제』 연구용역에 관한 최종보고서로 제출합니다.

연구책임자: 홍병진 한국조세재정연구원 부연구위원

공동연구자: 박정흠 한국조세재정연구원 부연구위원

고창수 인하대학교 조교수

2025년 9월

한국조세재정연구원

원 장 이 영

요 약

- 본 보고서는 금융시장의 효율화·안정화와 중소기업을 지원하기 위하여 도입된 본 제도의 타당성과 효과성에 대한 심층 분석을 수행하고, 보다 효과적·효율적으로 정책목표를 달성하기 위한 제도개선 방안을 제시하고자 수행함

1. 제도 개요

- 증권거래세 면제 제도는 「조세특례제한법」 제117조에 그 법적 근거를 두고 있으며, 해당 조항에 여러 정책 목표를 가진 조세특례 지원항목을 내포하고 있으며, 본 보고서에서는 다음의 두 가지 정책 목표를 가진 항목들에 대해 검토
 - 금융시장 효율화 및 안정화(「조특법」 §117①2의5, 3): 파생상품 시장조성자와 주식 시장조성자에 대한 세제 지원을 통해 금융시장의 유동성을 제고하고, 가격 발견 기능을 원활하게 함으로써 시장 전반의 미시적 효율성과 거시적 안정성을 도모하는 것을 목표
 - 중소·벤처기업 생태계 지원(「조특법」 §117①1, 2, 2의2, 2의4, 4): 벤처캐피탈 등 특정 투자 주체에 대한 세제 혜택을 통해 고위험 기술기업의 성장을 지원하고 국가 혁신 생태계의 동태적 성장을 촉진하는 것을 목표

2. 타당성 분석

가. 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제

1) 정부 역할의 적절성

- 정책목표 및 필요성: 동 제도는 시장조성자 제도를 활성화하여 금융시장의 효율성과 안정성을 높이는 것을 목표로 하며, 국내 주식시장에서 유동성이 부족한 중

- 목에 대한 유동성 공급의 필요성이 인정됨
 - 시장조성자는 지속적으로 매수·매도 호가를 제시하여 유동성을 공급하고 거래 비용을 절감시키는 등 시장의 핵심 기능을 수행함
 - 특히 국내 주식시장은 소수 대형주에 거래가 집중되는 현상이 심해, 유동성이 부족한 종목에 대한 인위적인 유동성 공급의 필요성이 인정됨
- 정부 지원의 필요성: 정부가 증권거래세를 면제하여 시장조성자의 사적비용을 낮춰주는 것은 사회적으로 바람직한 수준의 유동성 공급을 유도하기 위한 합리적이고 필요한 개입으로 평가됨
 - 시장조성 활동은 사회 전체에 긍정적 외부효과를 창출하지만, 시장조성자 개인은 정보 비대칭에 따른 손실 위험(역선택)과 높은 거래비용을 부담
 - 특히 거래 건별로 부과되는 증권거래세는 수많은 거래를 통해 이익을 내야 하는 시장조성자의 수익성을 저해하는 결정적 요인임
 - 따라서 정부가 증권거래세를 면제하여 시장조성자의 사적비용을 낮춰주는 것은 긍정적 외부효과를 유도하기 위한 합리적이고 필요한 개입으로 평가됨

2) 수행방법의 적절성

- 시장조성자 및 대상종목 선정: 한국거래소는 시장조성 희망 증권사의 역량 및 실적을 평가하여 시장조성자를 선정하고, 평가 결과에 따라 우선순위를 부여하여 대상종목을 배분하므로 합리적으로 투명하게 운영되는 것으로 판단됨
 - 파생상품시장 및 주식시장의 시장조성자와 대상종목 선정에 대해 평가 항목과 방식이 상세히 규정되어 있어 합리적이고 투명하게 운영되는 것으로 판단
- 선정기준의 한계: 2021년 강화된 주식시장 대상종목 선정기준은 실질적인 유동성 수준과 괴리될 수 있어 중장기적 개선 검토 필요
 - 특히 ‘시가총액 1조원 이상’ 기준은 유동성의 대리 지표로 다소 부적절한 측면이 있음
 - 실제 분석 결과 시가총액과 유동성 지표인 회전율의 상관관계는 0.11로 낮았으며, 시가총액이 크면서도 유동성이 부족한 종목이 존재

- 이는 정책 자원이 정작 필요한 저유동성 종목에 배분되지 못하는 비효율을 초래할 수 있음
- 거버넌스와 불확실성
- 현재 제도는 면세 혜택을 부여하는 정부(주인)와 제도를 운영하는 한국거래소(대리인)가 달라 ‘주인-대리인 문제’가 발생할 수 있는 구조임
 - 이를 통제하기 위한 1년 단위의 짧은 평가 주기는 이러한 주인-대리인 문제를 완화하기 위한 정책 수단으로 이해할 수 있음
 - 다만 이는 시장참여자들에게 ‘규제의 불확실성’이라는 비용을 전가하여 장기적이고 안정적인 시장조성 활동을 저해하는 요인으로 작용할 수 있음
- 성과관리 및 부정행위 통제: 거래소는 시장조성자의 의무 이행 여부를 평가하고 성과에 따라 대가를 지급하며, 위법 행위를 방지하기 위한 관리 체계를 갖추고 있음
- 이는 대체로 적절하게 설계된 것으로 보이나, 성과평가 시 거래실적뿐만 아니라 실질적인 유동성 제고 기여도를 반영한다면 제도 운영의 효율성을 더욱 높일 수 있을 것임
- 대체거래소(ATS) 지원 검토: 2025년 출범하는 대체거래소에 본 제도를 확대 적용하는 것은 장단점을 종합적으로 고려할 필요
- ATS는 주로 유동성이 풍부한 우량 종목을 거래하므로 저유동성 종목 지원이라는 제도의 취지와 다소 부합하기 어려울 수 있으나, 유동성 공급이 필요한 종목이 여전히 존재하고 향후 경쟁시장으로서의 역할을 고려하여 선제적 적용을 검토할 필요성도 있음
 - 또한 증권사들이 최적호가주문 시스템을 갖추고 있어 지원의 실익이 크지 않을 수도 있으나, 한국거래소 미운영 시간에는 대체거래소의 역할이 필요하다는 것도 고려할 필요
 - 대체거래소 도입 시 새로운 관리·감독체계 구축에 비용이 발생할 수 있으나 한국거래소와 대체거래소 간의 협력을 통해 이를 상쇄하는 방안을 검토할 필요가 있음

- 제도 간 유사·중복성: 한국거래소가 자체 예산으로 시장조성자에게 지급하는 ‘시장조성대가’ 제도가 존재하지만, 이는 세제 지원만으로 부족한 인센티브를 보완하는 상호보완적 제도로 판단되므로 중복 문제는 없음

나. 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제

1) 정부 역할의 적절성

- 정책목표 및 정부 지원의 필요성: 벤처기업은 높은 실패 확률과 정보 비대칭성으로 인해 민간 자본 조달에 어려움을 겪는 대표적인 ‘시장 실패’ 영역이므로, 정부가 개입하여 투자를 장려할 필요성은 인정됨
 - 동 제도는 벤처캐피탈 등 전문 투자기관이 벤처기업에 투자한 자금을 회수하는 단계의 거래 비용을 줄여 고위험 벤처투자를 활성화하는 것을 목표로 함

2) 수행방법의 적절성

- 지원 대상의 적절성(정책 목표의 모호성): 지원 대상 선정기준이 정책목표와 명확하게 부합하지 않는 문제가 있으며, 이는 제도의 근본 목표가 ‘벤처투자 활성화’인지, 아니면 투자조합을 통로(conduit)로 간주하여 ‘이중과세를 방지’하는 것인지 불분명하기 때문임
 - ‘벤처투자 활성화’ 관점: 지원 대상을 특정 벤처투자회사 등으로 한정하기 보다 엔젤투자자 등 모든 벤처투자 주체로 대상을 확대하는 것이 타당
 - ‘이중과세 방지’ 관점: ‘도관이론’ 측면에서 경제적 실질이 동일한 ‘개인투자조합’은 면제대상에서 제외되어 형평성에 어긋나며, 외부 자금뿐만 아니라 벤처캐피탈의 고유자금 투자분까지 면제해 주는 것은 도관이론의 취지와 맞지 않음
- 지원 방식의 타당성: ‘증권거래세 면제’라는 정책 수단의 실효성에 대해서는 비판적 검토가 필요
 - 벤처투자는 장기간에 걸쳐 이루어지며 회수 거래는 단발적으로 발생하기에 동 제도는 유동성 공급 기능보다는 투자자의 수익률을 일부 보전해 주는 목적에 가까움

- 성공적인 벤처투자는 수십, 수백 배의 막대한 수익을 안겨줄 수 있으며, 이러한 잠재적 이익 앞에서 상대적으로 작은 수준의 증권거래세 감면 혜택은 투자자의 의사결정에 미치는 영향이 미미할 가능성이 있음
 - 즉 벤처투자 활성화를 위한 핵심 유인책으로 보기에는 다소 부족한 측면이 있음
- 제도 간 유사·중복성: 벤처투자를 지원하기 위한 조세특례는 본 제도 외에도 소득공제, 법인세 세액공제, 양도차익 비과세 등 다양한 정책들이 상당수 존재

3. 효과성 분석

가. 주식시장 효율성에 미치는 영향

- 2021년 금융감독원의 과징금 부과 조치로 중단되었던 주식 시장조성 활동이 2022년 9월에 재개된 사건을 자연실험(natural experiment)으로 활용하여, 제도의 인과적 효과를 엄격하게 측정
 - 분석 방법론: 시장조성 대상 종목 선정의 핵심 기준인 ‘회전율’의 특정 단절점(cutoff)을 이용하여, 기준점 근처에 있는 유사한 특성의 종목들을 비교하는 회귀단절분석(Regression Discontinuity Design, RDD)을 채택
 - 이를 통해 다른 요인의 영향을 최대한 배제하고 시장조성 활동의 순수한 효과를 분리하고자 함
 - 분석 결과, 유동성 개선 효과, 변동성 감소 효과가 있음을 파악함
 - 유동성 개선 효과: 시장조성 활동 재개 이후, 대상 종목의 최우선호가스프레드율이 약 0.064% 감소했으며, 특히 시가총액이 높은 종목의 경우 체결률이 추가적으로 7.5% 증가하는 등 거래비용이 줄고 거래 체결 가능성이 높아지는 긍정적 효과가 나타남
 - 변동성 감소 효과: 변동성을 나타내는 지표인 절대수익이 감소하는 일부 증거가 발견되었으나, 이 결과는 분석 모형 설정에 따라 일관성이 다소 낮아 강건하다고 보기는 다소 어려운 측면이 있었음
 - 거래량에 대한 영향: 거래량이나 거래대금과 같은 양적 지표에는 통계적으로

유의미한 영향을 미치지 못한 것으로 나타남

- 이는 시장조성자 제도가 새로운 거래를 창출하기보다는 기존 거래 환경의 질을 개선하는 ‘유통유’ 역할을 수행함을 시사함

나. 가격 발견 효과에 대한 영향

- 시장조성자 활동이 ‘코리아 디스카운트’ 현상으로 알려진 기업의 내재가치와 실질가치와의 괴리를 완화하는지 실증적으로 분석함
 - 분석 방법론: 2022년 시장조성 활동 재개 사건을 중심으로, 제도 재개 이전에 시장조성 대상종목(처치군)과 유동성 등 주요 특성이 유사한 비대상종목(통제군)을 정교하게 매칭하는 성향점수매칭-이중차분법(PSM-DID)을 수행
 - 이를 통해 두 집단 간 기업가치 지표(PBR)의 변화를 비교하여 제도의 순수한 효과를 추정하고자 함
 - 분석 결과, 시장조성자 활동은 주가순자산비율(PBR)을 통계적으로 유의미하게 상승시키는 것으로 추정되었음
 - 시장조성자 제도의 재개는 대상 종목의 주가순자산비율(PBR)을 비대상 종목에 비해 약 0.076에서 0.112만큼 통계적으로 유의미하게 상승시키는 것으로 추정
 - 이는 시장조성자 제도가 단순히 거래 편의성을 높이는 것을 넘어, 기업의 가치 평가를 개선하고 주가를 내재 가치에 근접시키는 ‘가격 발견(price discovery)’ 기능을 실질적으로 촉진하는 것을 보여줌

4. 종합 및 정책적 시사점

- 금융시장 효율화·안정화 부문
 - 시장조성자 지원 정책은 시장의 유동성을 개선하고, 특히 기업 가치 저평가 현상인 ‘코리아 디스카운트’를 완화하는 긍정적 효과가 확인되었음
 - 따라서 증권거래세가 존재하는 한국 시장 환경에서 이 제도는 타당하고 필요한 정책으로 평가됨
 - 다만 지원 대상종목 선정기준의 비효율성 등에 대한 개선할 점이 존재

□ 시장조성자 지원 제도의 효과를 극대화하기 위해 일몰 연장을 제안하며, 다음과 같은 제도 개선을 고려할 필요가 있음

○ 대상 선정기준의 정교화

- 현재의 ‘시가총액 1조원’ 기준은 실제 유동성과의 연관성이 낮아(상관관계 0.15 미만) 정책 자원의 비효율적 배분을 초래할 수 있음
- 미국, 일본 등 주요 해외 시장에서는 시장조성자 선정에 시가총액 기준을 사용하지 않음
- 일부 국가에서 시가총액 기준이 있지만 이에 해당하는 주식에 대해 모든 투자자들을 대상으로 면제하여 모든 투자자들의 참여를 독려하는 형식으로 구조화되어 있음
- 시장심도(market depth) 등 유동성과 직접적으로 연관된 지표를 활용하여 지원이 꼭 필요한 저유동성 종목에 혜택이 집중되도록 기준을 개선하는 방안을 중장기적으로 검토할 필요가 있음

○ 대체거래소(ATS) 지원에 대해서는 장단점을 고려한 종합적 접근

- ATS는 주로 유동성이 풍부한 우량 종목을 거래하므로 지원의 실익이 크지 않을 수 있으나, 유동성 공급이 필요한 종목이 여전히 존재하고 향후 경쟁시장으로서의 역할을 고려하여 선제적 적용을 검토할 필요성도 있음
- 또한 증권사들이 이미 두 거래소 간 최적 호가를 제공하는 시스템(Smart Order Routing)을 구축하고 있어 지원의 실익이 크지 않을 수도 있으나 한국거래소 미운영 시간에는 대체거래소의 역할이 필요하다는 것도 고려할 필요
- 거버넌스 측면에서 새로운 관리·감독체계 구축에 비용이 발생할 수 있으나 한국거래소와 ATS 간의 협력을 통해 이를 상쇄하는 방안을 검토할 필요가 있음

□ 중소·벤처기업 지원 부문

- 벤처투자를 활성화하기 위한 수단으로서 증권거래세 면제는 그 실효성이 크지 않을 것으로 평가됨
- 이는 벤처투자의 막대한 잠재 수익률에 비해 세금 감면액이 미미하여 투자 유인 효과가 제한적이기 때문임
- 그러나 투자조합의 ‘이중과세 방지’라는 측면에서는 정책적 타당성이 인정되

므로, 제도의 목표를 재정립하고 이에 맞게 제도를 개선할지 여부를 중장기적으로 검토할 필요

- 중소·벤처기업 지원 제도의 일몰 연장과 더불어 다음과 같은 수정을 제안
 - 정책 목표의 명료화
 - ‘벤처투자 활성화’ 대신 ‘도관회사(conduit company)에 대한 이중과세 방지’로 정책 목표를 재정립하여 제도의 논리적 일관성을 확보하고 합리적인 설계 논의를 가능하게 할 것으로 기대
 - 지원대상 및 범위의 합리적 조정
 - 수평적 형평성 확보: 재정립된 목표(도관회사에 대한 이중과세 방지)에 따라 경제적 실질이 동일함에도 현재 면제대상에서 제외된 ‘개인투자조합’ 등 다른 형태의 도관회사에도 혜택을 확대 적용할지 여부를 중장기적으로 검토
 - 도관이론의 엄격한 적용: 진정한 도관이론의 관점에서 벤처캐피탈 등이 자기 고유자금으로 투자한 부분은 제외하고 외부 투자자로부터 모집한 자금, 즉 순수하게 ‘통과’하는 자금의 운용 수익에 대해서만 혜택을 부여하는 방향으로 제도를 정교화할지 여부를 중장기적으로 검토

목 차

I. 서론	15
II. 제도 현황	21
1. 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제(§117①2의5, 3)	23
가. 제도 도입 목적	23
나. 국내 시장조성자 제도의 연혁 및 운영 현황	24
다. 정책 대상자 및 수혜내용	26
라. 조세지출 규모	27
마. 해외 사례	28
2. 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제(§117①1, 2, 2의2, 2의4, 4)	39
가. 제도 도입 목적	39
나. 제도 운영 현황	40
다. 조세지출 규모	40
라. 해외 사례	41
III. 타당성 분석	45
1. 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제(§117①2의5, 3)	47
가. 정부 역할의 적절성	47
나. 수행방법의 적절성	51
2. 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제(§117①1, 2, 2의2, 2의4, 4)	65
가. 정부 역할의 적절성	65
나. 수행방법의 적절성	67
IV. 효과성 분석	71
1. 시장조성자 제도의 유동성 제고 효과 분석	73

가. 시장조성자 제도 관련 조세지출 현황	73
나. 파생상품시장 시장조성 현황	76
다. 유가증권시장 시장조성 현황	80
라. 코스닥시장 시장조성 현황	83
마. 실증분석 자료 및 모형 설정	86
바. 실증분석 결과	116
사. 소결	121
2. 가격 발견 효과 분석	122
가. 가격 발견의 실패와 코리아 디스카운트	122
나. 시장조성자 증권거래세 면제와 가격 발견 효과	126
V. 종합 및 정책적 시사점	129
참고문헌	135
부록	139

표 목 차

<표 II-1> §117①2의5·3·5의 조세감면액 추이	28
<표 II-2> §117①1·2·2의2·2의4·4의 연도별 조세지출 감면규모	41
<표 III-1> 주가지수상품 선물 2024년 연간 거래대금 및 비중	
<표 III-2> 주가지수상품 옵션 2024년 연간 거래대금 및 비중	50
<표 III-3> 주식·주가지수 파생상품시장 신규 시장조성자 선정평가 항목 및 배점 ..	53
<표 III-4> 주식·주가지수 파생상품시장 시장조성자 성과평가 항목 및 배점	53
<표 III-5> 연도별 시장조성 계약종목(상품) 수(7월 기준)	55
<표 III-6> 주식시장 시장조성실적 의무이행평가에 따른 별점 부과 및 자격정지 기준 ..	59
<표 III-7> 주식·주가지수파생상품 시장조성실적 의무충족평가에 따른 별점 기준 ..	60
<표 III-8> 시장조성자 연도별 공매도 현황	62
<표 IV-1> 면제근거별 연간 시장조성 관련 면제세액 규모	
<표 IV-2> 파생상품시장 선물/옵션 연간 일평균 거래대금	76
<표 IV-3> 파생상품시장 시장조성자의 선물/옵션 연간 거래대금	77
<표 IV-4> 유가증권시장 시장조성자, 대상종목, 계약종목 현황	81
<표 IV-5> 코스닥시장 시장조성자, 대상종목, 계약종목 현황	84
<표 IV-6> 유동성, 변동성 측정 변수	90
<표 IV-7> 유가증권시장 기초통계량	100
<표 IV-8> 코스닥시장 기초통계량	101
<표 IV-9> 유가증권시장 회귀단절법 추정 결과	117
<표 IV-10> 코스닥시장 회귀단절법 추정 결과	117
<표 IV-11> 유가증권시장 회귀단절법 추정 결과(Bandwidth 0.3)	118
<표 IV-12> 코스닥시장 회귀단절법 추정 결과(Bandwidth 0.3)	119
<표 IV-13> 시장 효율성과 가격 발견 기능의 관계	125
<표 IV-14> 시장조성자 제도의 가격 발견 효과	127

그림 목 차

[그림 III-1] 연도별 주식 파생상품 거래량 및 거래대금	55
[그림 III-2] 유가/코스닥 상장종목의 시가총액(X축)-회전율(Y축) 산포도	57
[그림 IV-1] 면제근거별 월별 면제세액 추이	74
[그림 IV-2] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금	77
[그림 IV-3] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금의 비중	78
[그림 IV-4] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금(선물유형별)	79
[그림 IV-5] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금의 비중(선물유형별)	80
[그림 IV-6] 월별 유가증권 시장조성 대상(계약)종목 수	81
[그림 IV-7] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량	82
[그림 IV-8] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래대금	82
[그림 IV-9] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량·거래대금 비중	83
[그림 IV-10] 월별 코스닥시장 시장조성 대상(계약)종목 수	84
[그림 IV-11] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량	85
[그림 IV-12] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래대금	85
[그림 IV-13] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량·거래대금 비중	86
[그림 IV-14] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(거래량)	91
[그림 IV-15] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(거래대금)	92
[그림 IV-16] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(체결율)	92
[그림 IV-17] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(유동성비율)	93
[그림 IV-18] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(최우선호가 스프레드율)	93
[그림 IV-19] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(절대수익)	94
[그림 IV-20] 유가증권 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(DPA)	94
[그림 IV-21] 코스닥시장 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(거래량)	95
[그림 IV-22] 코스닥시장 시장조성 계약종목·비계약종목 추세 비교(거래대금)	96

[그림 IV-23] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(체결율)	96
[그림 IV-24] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(유동성비율)	97
[그림 IV-25] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(최우선호가 스프레드율)	97
[그림 IV-26] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(절대수익)	98
[그림 IV-27] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(DPA)	98
[그림 IV-28] (유가증권) 회귀단절법 기준점과 2022년 시장조성 계약종목 여부	105
[그림 IV-29] (코스닥) 회귀단절법 기준점과 2022년 시장조성 계약종목 여부	105
[그림 IV-30] (유가증권) 2022년 회전을 컷오프 기준 계약종목 여부의 변화	106
[그림 IV-31] (코스닥) 2022년 회전을 컷오프 기준 계약종목 여부의 변화	106
[그림 IV-32] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 유효스프레드	107
[그림 IV-33] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 유효스프레드	108
[그림 IV-34] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 듀레이션	108
[그림 IV-35] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 듀레이션	109
[그림 IV-36] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래량	109
[그림 IV-37] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래량	110
[그림 IV-38] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래대금	110
[그림 IV-39] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래대금	111
[그림 IV-40] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 체결율	111
[그림 IV-41] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 체결율	112
[그림 IV-42] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율	112
[그림 IV-43] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율	113
[그림 IV-44] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율 최우선호가스프레드율	113
[그림 IV-45] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율 최우선호가스프레드율	114
[그림 IV-46] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 절대수익	114
[그림 IV-47] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 절대수익	115
[그림 IV-48] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 DPA	115
[그림 IV-49] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 DPA	116
[그림 IV-50] Amihud 비유동성 척도 5분위별 평균 PBR	123

I. 서론



I. 서론

- 본 심층평가에서는 대한민국 자본시장의 건전성과 역동성을 좌우하는 핵심 정책 중 하나인 증권거래세 면제 제도를 다각적인 시각에서 심층분석하고 합리적인 개선 방향을 모색하여 정책적 시사점을 도출하는 것을 목적으로 함
 - 증권거래세 면제 제도는 「조세특례제한법」 제117조에 그 법적 근거를 두고 있으며, 단일한 법률의 틀 안에서 여러 정책 목표를 동시에 담고 있는 조세지출 제도임

- 본 심층평가에서는 「조세특례제한법」 제117조에서 다음 두 가지 정책 목표를 가진 세부 조항에 대해 검토하고자 함
 - 금융시장 효율화: 시장조성자(Market Maker)에 대한 세제 지원을 통해 금융시장의 유동성을 제고하고 가격 발견 기능을 원활하게 함으로써 시장 전체의 미시적 효율성과 거시적 안정성을 도모
 - 중소·벤처기업 지원: 벤처캐피탈 등 특정 투자 주체에 대한 세제 혜택을 통해 고위험 기술기업의 성장을 지원하고 국가 혁신 생태계의 동태적 성장을 촉진

- 금융시장 효율화와 관련한 조항은 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의5 및 제3호가 있으며, 이에 따라 파생상품 시장조성자 및 주식 시장조성자가 시장조성 활동의 일환으로 주권을 양도할 때 발생하는 증권거래세를 면제
 - 시장조성자는 거래소와의 계약에 따라 유동성이 부족한 특정 종목에 대해 지속적으로 매수·매도 양방향 호가를 제시하는 의무가 있음
 - 시장조성자는 유동성 공급 의무를 이행하는 과정에서 정보 열위에 있는 투자자들과 거래하게 될 위험, 즉 역선택(adverse selection)의 위험에 상시적으로 노출되어 있음
 - 시장조성자는 시장의 핵심 인프라로서, 정보 비대칭 상황에서 발생하는 거래비용(transaction cost)을 절감하고 가격 변동성을 완화하는 중요한 순기능을 수행
 - 정부는 이들에게 증권거래세라는 직접적인 거래 비용을 면제해 줌으로써 역선

택의 위험을 보상하고 유동성 공급 활동을 장려하여, 궁극적으로 자본시장의 질적 향상을 꾀하는 것

- 중소·벤처기업 지원을 위한 조항은 「조특법」 제117조 제1항 제1호, 제2호, 제2호의2, 제2호의4, 제4호가 있으며, 벤처투자회사, 창업기획자(액셀러레이터), 신기술사업 금융업자 등이 창업기업이나 벤처기업의 주식을 양도할 때 증권거래세를 면제하는 내용을 담고 있음
 - 벤처투자의 성공적인 ‘회수(exit)’ 단계에서 발생하는 거래비용을 경감해 줌으로써, 불확실성이 높은 벤처투자 시장의 기대수익률을 제고하려는 정책적 의도를 담고 있음
 - 혁신기술에 기반한 신생기업은 높은 성장 잠재력에도 불구하고 정보 비대칭성과 높은 실패 확률로 인해 민간 자본시장에서 만성적인 자금 부족을 겪는 ‘시장 실패(market failure)’ 영역에 해당함
 - 정부는 이러한 시장 실패를 교정하고, 혁신 기업의 성장이 가져오는 긍정적 외부효과(positive externality)를 사회 전체가 향유하기 위해 세제 지원이라는 정책수단을 통해 개입

- 본 연구는 전술한 증권거래세 면제 제도의 운영 실태를 종합적으로 진단하고, 각 정책의 타당성과 효과성을 심층적으로 평가하여, 궁극적으로 제도의 합리성과 효율성을 제고할 수 있는 구체적인 개선 방향을 제시하는 것을 목적으로 함
 - 타당성 분석을 통하여 본 제도의 정책목적에 바탕으로 정부 역할의 적절성, 지원 대상의 적절성, 지원 내용과 방식의 타당성, 제도 간 유사·중복 여부를 분석하고자 함
 - 특히 금융시장 효율화 부문에서는 시장조성자 대상 종목 선정 기준이 실제 유동성과 괴리될 가능성을 분석하고, 새로운 대체거래소에 대한 지원 타당성, 투명한 운영을 위한 제도 방향 등에 대해 논의함
 - 중소·벤처기업지원 부문에서는 정책목표의 모호성(벤처투자 활성화 vs. 이중과세 방지)이 지원 대상 범위 설정의 비일관성으로 이어지는 문제 등을 분석함
 - 효과성 분석을 통하여 본 제도의 활용도, 정책목표 달성도, 경제적 효과 등을 분석하고자 함

- 2022년 9월 주식시장 시장조성 활동이 재개된 사건을 준실험적 상황(quasi-experimental event)으로 활용하여, 회귀단절분석(Regression Discontinuity Design) 방법론 등을 통해 경제적 효과를 추정
 - 추가적으로 기존의 연구에서 살펴보지 않았던 동 제도 도입의 가격 발견 효과에 대해서도 분석을 실시함
- 이러한 분석을 바탕으로 정책방향에 대한 종합적인 평가 및 논의를 통하여 제도 개선 방안을 제시하고자 함
- 보다 효율적인 조세지출을 통해 목표를 달성할 수 있는 방안에 대하여 검토
 - 정책목적을 달성하는 과정에서 잠재적으로 일어날 가능성이 있는 부작용들에 대하여 검토하고 잠재적 부작용을 최소화하기 위한 제도개선 방향을 논의함

Ⅱ. 제도 현황



II. 제도 현황

1. 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제(§117①2의5, 3)

가. 제도 도입 목적

- 금융시장 효율화 및 안정화를 위한 증권거래세 면제 제도의 핵심은 ‘시장조성자(Market Maker)’ 제도의 활성화에 있음
 - 시장조성자란 거래소와의 계약에 따라 특정 종목에 대해 지속적으로 매수·매도 양방향 호가를 제시하여 시장에 유동성을 공급하는 금융기관을 의미
 - 이들의 활동은 유동성 공급 및 거래비용 절감과 가격 발견 기능 제고 및 변동성 완화를 통해 시장의 핵심 기능을 뒷받침
 - 유동성 공급 및 거래비용 절감: 시장조성자는 매수-매도 호가 스프레드(bid-ask spread)를 좁게 유지함으로써 투자자들이 언제든지 원하는 가격에 근접하여 거래를 체결할 수 있도록 하며, 이는 투자자의 암묵적 거래비용을 감소시키고 거래를 활성화하는 효과를 줌
 - 가격 발견 기능 제고 및 변동성 완화: 지속적인 호가 제시는 일시적인 수급 불균형으로 인한 가격 급변을 완화하고, 자산의 적정 가치가 원활하게 시장 가격에 반영되도록 하는 가격 발견(price discovery) 기능을 촉진함
- 시장조성자는 이러한 순기능을 수행하는 과정에서 상당한 비용과 위험에 노출됨
 - 수많은 거래를 반복하는 과정에서 발생하는 명시적 거래비용과 더불어, 정보 비대칭 상황에서 자신보다 우월한 정보를 가진 투자자와 거래하여 손실을 볼 위험, 즉 ‘역선택(adverse selection)’의 위험을 상시적으로 부담
 - 특히 증권거래세는 거래금액에 비례하여 부과되므로, 잦은 거래를 통해 작은 호가 차이에서 이익을 얻어야 하는 시장조성자에게는 수익성을 심각하게 저해하는 결정적 비용 요인으로 작용

- 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의5 및 제3호를 통해 시장조성자의 시장조성 활동에 수반되는 주식 양도에 대해 증권거래세를 면제함으로써, 이들의 비용 부담을 직접적으로 경감해 주고 보다 적극적인 유동성 공급을 유도
 - 이를 통해 시장 실패 가능성을 교정하고 시장조성 활동이라는 공공재적 성격의 외부 경제 효과를 극대화하는 것을 목표로 함

나. 국내 시장조성자 제도의 연혁 및 운영 현황

- 국내 시장조성자 제도는 1999년 국고채 시장에 처음 도입된 이래, 파생상품시장과 주식시장으로 점차 확대되며 발전
 - 1999년 국고채전문딜러(PD) 제도를 시작으로 2006년에는 선물시장에, 2014년에는 개별 주식 선물·옵션 시장에 시장조성자 제도가 도입
 - 주로 거래수수료 면제, 증거금 인하 등의 인센티브가 제공
 - 2015년 3월, 시장조성자의 위험회피(hedging) 목적 주식 거래에 대한 증권거래세 면제 특례가 시행되면서 제도가 본격적으로 활성화되었으며, 2016년에는 유동성이 낮은 개별 주식 종목으로까지 시장조성 제도가 확대 적용됨
 - 시장조성 거래가 유동성이 풍부한 대형주에 집중되고 공매도 증가에 대한 우려가 제기되자, 2021년부터 다음과 같은 제도 개선이 추진
 - 유동성이 풍부한 일부 종목(미니코스피200 선물 등)의 시장조성 대상 제외
 - 일정 유동성 수준에 도달한 종목을 대상에서 제외하는 ‘졸업 제도’ 도입
 - 주식 시장조성자의 공매도에 대한 업틱룰(up-tick rule) 전면 적용
 - 시장조성 거래내역 공시 확대
 - 증권거래세 면제대상이 되는 주식의 범위를 시가총액 1조원 미만 및 회전을 하위 50%인 저유동성 종목 중심으로 제한
- 현재 시장조성자 제도는 한국거래소와 시장조성 계약을 체결한 증권사들에 의해 운영되고 있으며, 시장조성자는 계약을 맺은 대상종목에 대해 의무를 부담
 - 주식 시장조성자는 시장조성 계약이 체결된 종목에 대해 상시적으로 매수·매도 양방향 호가를 제출하는 의무를 지님
 - 정규 거래 시간의 60% 이상 동안 매수·매도 양방향으로 호가를 지속적으로 제출 및 유지해야 함

- 종목별 유동성을 고려하여 200만원에서 1천만원 사이의 최소 금액 이상으로 호가를 제출
 - 계약에서 정한 가격 범위(통상 4~8틱) 이내로 매수-매도 호가 스프레드를 유지
 - 파생상품 시장조성자는 한국거래소와 체결한 계약에서 정하는 바에 따라 의무종목에 대해서는 반드시 시장조성호가를 제출하여야 하며, 의무종목은 다음과 같음¹⁾
 - (선물) 최근월물(다만 최근월물의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물)
 - (3년-10년국채선물스프레드) 최근월물간(다만 최근월물간 종목의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물간)
 - (옵션) 최근월물(다만 최근월물의 최종거래일로부터 기산한 4거래일 전부터는 차근월물) 중 일정 행사가격
 - 의무종목 외 종목은 시장조성자가 자율적으로 호가를 제출하며, 호가제출 의무는 없음
 - 이러한 의무 이행의 대가로 시장조성자는 증권거래세 면제 외에도 거래소 및 예탁결제원으로부터 거래·청산수수료 면제, 시장조성 실적에 따른 수수료 지급(리베이트) 등의 인센티브를 제공받음
- 파생상품 시장조성거래 대상은 상장된 파생상품 중 고객의 원활한 투자를 위해서 유동성 공급이 필요하다고 판단되는 상품으로 선정하였으며, 코스피200선물 및 옵션, 미니코스피200선물을 제외한 주가지수 및 주식상품 파생상품을 대상으로 함²⁾
- 주식·주가지수 파생상품 시장조성상품
 - 주식선물, 주식옵션, KRX300선물, 섹터지수선물, 변동성지수선물, ETF선물, 미니코스피200옵션, 코스닥150옵션, 코스닥글로벌지수선물
 - 금리·통화·일반 파생상품 시장조성상품
 - 금리상품 선물: 5년국채선물, 30년국채선물, 3년·10년국채선물스프레드, 3개월무위험지표금리선물
 - 통화상품 선물: 미국달러선물, 유로선물, 엔선물, 위안선물
 - 일반상품 선물: 금선물

1) 한국거래소, 「파생상품 시장조성자제도」, <https://regulation.krx.co.kr/contents/RGL/03/03050700/RGL03050700.jsp#c77a52a8bb926ea0995cc403f7c88b7a=1>, 검색일자: 2025. 5. 25.

2) 유동성이 풍부한 미니코스피200선물은 2021. 3. 15. 이후 시장조성에서 제외

다. 정책 대상자 및 수혜내용

□ 다음의 어느 하나에 해당하는 경우 증권거래세를 면제

- (「조특법」 §117① 2의5) 파생상품 시장조성자의 파생상품시장의 조성을 위한 위험회피 목적의 주권³⁾으로서 다음의 요건에 따라 양도하는 경우
 - (시장조성전용 주식계좌를 통한 양도) 파생상품시장업무규정에 따른 주식선물·옵션 또는 주가지수선물·옵션으로서 시장조성 계약의 대상이 되는 주식파생상품의 기초자산이거나 주가지수파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
 - (위험회피 목적의 양도) 시장조성 계약에 따라 해당 주식파생상품 및 주가지수파생상품을 거래하는 과정에서 발생하는 주식파생상품 및 주가지수파생상품의 가격변동 위험을 회피하기 위하여 그 위험회피거래 대상 주권을 일정한 요건에 따라 양도하는 경우
 - 한국거래소는 주식파생상품 및 주가지수파생상품의 거래량에 대응하는 위험회피거래 대상주권의 거래량을 산출할 수 있는 일정 비율을 시장조성자에게 매 거래일마다 통보하여야 함
 - 시장조성자는 위험회피거래 대상주권을 양도하는 경우 위험회피거래신고서(「조특법 시행규칙」 별지 제70호의5 및 제70호의6)를 한국예탁결제원에 제출하여야 함
- (「조특법」 §117① 3) 주식 시장조성자의 증권시장을 조성하기 위한 주권으로서 다음의 요건에 따라 양도하는 경우
 - (시장조성 전용 주식계좌를 통한 양도) 증권시장업무규정에 따른 주권으로서 시장조성 계약의 대상이 되는 주권만을 거래하는 계좌를 통하여 양도하여야 함
 - 한국거래소는 시장조성 대상 주권의 거래내역 중 증권거래세 면제대상 거래를 확인하여 시장조성자 및 한국예탁결제원에 매 거래일마다 통보하여야 함
 - 주식 시장조성자는 시장조성거래신고서(「조특법 시행규칙」 별지 제70호의7)를 한국예탁결제원에 제출하여야 함

□ 면제대상 파생상품은 다음에 해당하는 파생상품을 제외한 파생상품을 의미함(「조특법」 §117① 2의5 관련)

3) 주식파생상품의 기초자산이거나 주가지수 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권

- 주식선물 또는 주가지수선물의 경우: 파생상품시장에서 시장조성 계약을 체결하여 시장조성을 하려는 과세연도의 직전 연도 9월 30일부터 이전 1년간의 기간(유동성평가기간) 중의 거래대금 및 거래대금의 비중이 다음 중 어느 하나에 해당하는 파생상품(다만 주식선물상품의 경우 기초자산주식별로 하나의 상품으로 봄)
 - ㉠ 주식선물 및 주가지수선물 총거래대금 대비 해당 파생상품 거래대금의 비중이 5% 이상인 파생상품
 - ㉡ 거래대금이 300조원 이상인 파생상품
 - 주식옵션 및 주가지수옵션의 경우: 파생상품시장에서 유동성평가기간 중의 거래대금 및 거래대금의 비중이 다음 중 어느 하나에 해당하는 파생상품(다만 주식옵션상품의 경우 기초자산 주식별로 하나의 상품으로 봄)
 - ㉢ 주식옵션 및 주가지수옵션 총거래대금 대비 해당 파생상품 거래대금의 비중이 5% 이상인 파생상품
 - ㉣ 거래대금이 9조원 이상인 파생상품
- 면제대상 주권은 다음에 해당하는 주권을 제외한 주권을 의미함(「조특법」 §117① 3 관련)
- 유동성평가기간 종료일 현재 시가총액이 1조원 이상인 주권
 - 유동성평가기간 중 다음의 계산식에 따라 계산한 율(회전율)이 유가증권시장과 코스닥시장에서 거래되는 주권 중 각 시장별로 회전율이 가장 높은 종목부터 상위 50%에 해당하는 비율

$$\text{회전율} = \frac{\text{거래량(당일 정규시장의 매매거래시간 중 개별경쟁매매의 방법에 의한 거래량으로 한정)}}{\text{상장주식 수}}$$

라. 조세지출 규모

- 조세지출예산서상 동 항목 조세지출 규모
- 시장조성자에 대한 증권거래세 면제는 2018년 조세지출예산서부터 실적(2016년 실적치)이 포함되었으며, 2019년 조세지출예산서(2017년 실적치)부터는 우정사

업총괄기관의 차익거래에 대한 증권거래세 면제조항(제5호)⁴⁾과 함께 실적이 집계됨

- 조세감면액은 2020년과 2021년에 각각 1,696억원, 1,615억원에 달하며 정점을 기록하였고, 당시 주식시장 거래대금 급증에 따라 시장조성자의 거래량 또한 늘어남
- 2022년부터 감면액이 감소하고 2024년 이후 전망치가 크게 줄어든 것은 2021년 말부터 시행된 면제대상 종목 축소(고유동성 종목 제외)와 전반적인 시장 거래대금 감소가 복합적으로 작용한 결과로 추측해 볼 수 있음

<표 II -1> § 117①2의5·3·5의 조세감면액 추이

(단위: 억원)

구 분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
증권거래세(제2호의5, 제3호)	459	752	1,070	891	1,696	1,615	1,043	1,198	504	587
증권거래세(제5호)	-									

주: 2024년과 2025년 자료는 전망치
 자료: 기획재정부, 『조세지출예산서』, 각 연도.

마. 해외 사례

1) 미국⁵⁾

- 미국은 1965년 연방 증권거래세를 폐지했으며, 현재 주식 매도 시 소액의 증권거래위원회(SEC) 수수료만 부과되기에, 시장조성자 지원은 거래소의 수수료 정책과 SEC의 규제 완화를 통해 이루어짐
- 거래소 중심의 인센티브: 나스닥(NASDAQ)의 ‘수동적 시장조성자(Passive Market Maker)’ 제도와 뉴욕증권거래소(NYSE)의 ‘지정 시장조성자(Designated Market Maker, DMM)’ 제도가 대표적임
 - 이들 거래소는 유동성을 공급하는 ‘메이커(Maker)’에게는 거래수수료를 환급(rebate)해 주고, 유동성을 가져가는 ‘테이커(Taker)’에게는 수수료를 부과하는 ‘메이커-테이커(Maker-Taker)’ 가격 모델을 통해 시장조성 활동을 장려

4) 2016. 12. 20. 『조세특례제한법』 제117조 제1항 제5호 신설

5) 강동익·고창수·박종상(2022)의 내용을 바탕으로 저자 수정

- DMM의 경우, 특정 종목에 대한 독점적 시장조성 권한을 부여받는 대신 더 엄격한 호가 의무와 자본 요건을 부담하며, 그 대가로 다양한 형태의 환급금을 받음
 - 규제적 인센티브(Regulation SHO): SEC의 규정인 ‘Regulation SHO’는 공매도에 대한 규제를 담고 있으며, 시장조성자에게 중요한 예외 조항을 부여⁶⁾
 - Rule 203(b)는 공매도 시 사전에 주식을 차입하거나 차입할 수 있다는 합리적 근거(‘locate’)를 확보하도록 요구하는데, ‘진정한 시장조성 활동(bona fide market making activities)’에 대해서는 이 locate 의무를 면제⁷⁾
 - 이는 시장조성자가 원활하게 양방향 호가를 제시하고 위험을 헤지할 수 있도록 지원하는 핵심적인 규제적 인센티브
 - 다만 SEC는 단순히 거래소의 시장조성자 자격을 갖추는 것만으로는 불충분하며, 실제 거래 행태가 유동성 공급, 가격 안정화 등 시장조성의 본질적 목적에 부합하는지를 엄격하게 판단하여 예외 적용 여부를 결정⁸⁾
- 미국연방규정 제17편 2장 242부(CFR §242.103)에 따라 나스닥시장의 수동적 시장조성자(passive market maker)를 허용하며, 시장조성자는 다음 조건을 충족해야 함⁹⁾
- (일반 제한) 수동적 시장조성자는 시장조성자의 자격으로 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 매수액은 평균 일일 거래(Average Daily Trading

6) Regulation SHO, <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports/2023-finras-examination-and-risk-monitoring-program/regulation-sho>, 검색일자: 2025. 6. 25.

7) Short Position and Short Activity Reporting by Institutional Investment Managers, 87 Fed. Reg. 14950, 14971 (Mar. 16, 2022) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 240, 242, 249).

8) 17 C.F.R. § 240.15c3-1(a)(4), (a)(6) (2022) (defining net capital requirements for “market maker[s] as defined in paragraph (c)(8) of this section”); id. § 240.15c3-1(c)(8) (defining a “market maker” as “a dealer who, with respect to a particular security, (i) regularly publishes bona fide, competitive bid and offer quotations in a recognized interdealer quotation system; or (ii) furnishes bona fide competitive bid and offer quotations on request; and, (iii) is ready, willing and able to effect transactions in reasonable quantities at his quoted prices with other brokers or dealers”).

9) eCFR, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242/subject-group-ECFR3dd95cf4d3f6730/section-242.103>, 검색일자: 2025. 7. 30.

Volume, ADTV)의 30% 제한 또는 200주를 초과할 수 없음

- 수동적 시장조성자의 순매수액이 구매제한과 같거나 이를 초과하는 경우, 그 즉시 나스닥에서의 호가 제시를 철회해야 함
 - (입찰가 규제) 증권에 대한 모든 독립 입찰가가 수동적 시장조성자의 입찰가보다 낮은 가격으로 떨어지는 경우, 수동적 시장조성자는 즉시 최고 독립 입찰가 이하의 가격으로 입찰가를 낮춰야 함
 - (입찰 수량 규제) 수동적 시장조성자는 해당 증권의 최소 호가 수량을 초과하거나 잔여 구매 가용량을 초과하여 입찰을 제시할 수 없음
 - 시장조성거래에 참여할 의사가 있는 수동적 시장조성자는 사전에 미국증권협회(National Association of Securities Dealers, NASD)에 통지하고, 규정에 따라 시장조성 거래정보를 NASD에 제출해야 함
- 조건을 만족하는 시장조성자에 대해서는 시행 거래 주당(per share executed) 다음과 같은 인센티브가 제공됨¹⁰⁾
- 유동성 공급을 위한 주당 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
- 뉴욕증권거래소는 지정 시장조성자(Designated Market Maker, DMM) 제도를 운영하고 있으며 시장조성자는 호가를 유지하고 유동성을 공급함
- 지정 시장조성자는 기존의 시장조성자에 비해 더 많은 의무를 이행해야 함¹¹⁾
- 심화 조건: 유동성이 충분하지 않은 경우 상황에 따라 유동성을 추가 공급해야 함
 - 호가 조건: 특정 시간 동안 최고·최저 가격(National Best Bid and Offer, NBBO)을 호가해야 함
 - 주문 조건: 시장 주문이 원활하게 이루어질 수 있도록 주문을 개설·마감하고 자본을 제공해야 함

10) 나스닥 홈페이지, <https://nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=PriceListTrading2>, 검색일자: 2025. 7. 12.

11) 뉴욕증권거래소 그룹, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated_market_makers.pdf, 검색일자: 2025. 4. 15.

- 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 제공해야 함
- 뉴욕증권거래소의 지정 시장조성자는 유동성을 공급하는 시장조성 거래에 대하여 다음과 같은 다양한 형태의 환급금을 지급받음
- 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) 독일¹²⁾

- 독일 역시 증권거래세가 없으며, 시장조성자 지원은 거래소 수수료 면제 방식으로 지원
- 독일의 전자거래소인 제트라(Xetra)는 ‘지정 스폰서(Designated Sponsor)’ 제도를 운용함
 - 주식 발행인은 유동성이 부족한 자사 주식에 대해 한 명 이상의 지정 스폰서를 지정해야 지속적인 거래가 가능
 - 지정 스폰서는 거래 시간 동안 지속적으로 양방향 호가를 제시할 의무를 부담하며, 그 대가로 거래소 수수료를 면제받음

12) 독일 증권거래소, <https://www.xetra.com/xetra-en/trading/trading-models/liquidity-through-designated-sponsors/designated-sponsor-requirements>, 검색일자: 2025. 7. 30.

- 특히 저유동성 종목에 대한 의무 지정 사항이 존재하여, 유동성 공급이 꼭 필요한 종목에 시장조성 기능이 집중되도록 유도

□ 고유동 항목으로 분류된 일부의 경우 시장조성자를 지정하지 않아도 되나, 다음의 기준에 따라 유동성이 충분하지 않은 것으로 판단되는 경우 Xetra에서 지속적으로 거래하기 위해서는 시장조성자를 적어도 한 명은 지정해야 함

- 지난 3개월 동안 일평균 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
- 지난 3개월 동안 일평균 XLM이 100을 초과하며 일일 평균 거래량이 250만유로 미만인 항목에서 시장조성자를 지정하지 않는 경우, 금융 전문가(Börse Frankfurter Specialist)를 통한 거래만 가능함

□ 지정 시장조성자는 지속적인 거래와 양방향 호가(two-way order) 제시 의무를 가지며 시장조성 의무시간, 의무수량, 호가 스프레드를 유지해야 하며, 다음의 기준에 따라 의무 충족 여부를 결정함

- 최대 스프레드: 시장조성자에게 허용되는 최대 스프레드 한도가 정해져 있으며, 대상 항목의 유동성 및 가격에 따라 최소 호가 수량이 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 최소 호가 수량이 다르게 측정되어 있고, 매주 스프레드 요건 충족 여부를 검토함
- 호가 유지 시간: 프라임 스탠다드(Prime Standard) 시장의 자국 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

- 참여 규정: 매월 지정 시장조성자들은 일정 기간 동안 거래에 참여해야 함

3) 일본

- 일본의 시장조성자(Market Maker) 제도는 주로 일본거래소그룹(JPX)에 의해 운영되며, 특정 금융상품의 유동성을 높여 투자자들이 원활하게 거래할 수 있도록 지원함
 - 도쿄증권거래소(TSE)의 ETF 시장과 오사카거래소(OSE)의 파생상품시장에서 활발하게 운영되고 있음
 - ETF 시장조성 제도(도쿄증권거래소): 2018년 7월부터 ETF 시장의 유동성을 개선하기 위해 도입되었으며, 특히 소액 분산투자에 적합한 ETF 상품의 거래를 활성화하는 데 중점¹³⁾
 - 자산운용사가 스폰서가 되어 추가적인 인센티브를 제공하는 ‘스폰서십 ETF 시장조성 제도’도 함께 운영하여 시장조성자의 적극적인 호가 제출을 장려
 - 파생상품 시장조성자 제도(오사카거래소): 원활한 거래 기회를 보장하기 위해 일부 파생상품에 대해 시장조성자 제도를 적용¹⁴⁾
- 시장조성자로 지정받기 위해서는 거래소의 심사를 통과해야 하며, 일반적으로 다음과 같은 요건을 충족해야 함¹⁵⁾
 - 거래 회원 자격: 해당 거래소(도쿄증권거래소, 오사카거래소 등)의 거래 회원 (Trading Member)이어야 함
 - 재정적 안정성 및 신용도: 안정적으로 호가를 제출하고 거래를 이행할 수 있는 충분한 재정적 기반과 높은 신용도를 갖추어야 함
 - 전문성 및 시스템: 시장조성 업무를 수행할 전문 인력과 전산 시스템(자동으로 호가를 생성하고 제출하는 시스템 등)을 보유
 - 신청 및 심사: 시장조성자 지정을 원하는 회원은 거래소가 정한 신청기간 내에 신청서를 제출해야 하며, 거래소는 신청한 회원의 재무 상태, 시스템, 과거 거래 실적 등을 종합적으로 심사하여 지정 여부를 결정

13) 일본거래소그룹, <https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/index.html>, 검색일자: 2025. 7. 30.

14) 일본거래소그룹, <https://www.jpx.co.jp/english/derivatives/rules/market-maker/index.html>, 검색일자: 2025. 5. 17.

15) 일본거래소그룹, <https://www.tfx.co.jp/en/rules/pdf/f-05.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

- 비청산회원(Non-Clearing Member)의 경우, 지정 청산회원(Designated Clearing Member)의 사전 동의를 받아 신청서를 제출해야 함

□ 지정된 시장조성자는 유동성 공급 달성을 위해 다음과 같은 의무를 가짐¹⁶⁾

- 지속적인 양방향 호가 제출
 - 의무 시간: 거래소가 지정한 시장조성 시간(일반적으로 정규 거래 시간) 동안 지속적으로 매수·매도 양방향의 호가를 제출
 - 호가 스프레드 유지: 매수 호가와 매도 호가의 가격 차이(스프레드)를 거래소가 정한 최대 허용 범위 이내로 유지
 - 최소 호가 수량: 거래소가 정한 최소 수량 이상의 호가를 제출
- 거래소의 요청 응대: 거래소가 필요하다고 판단할 경우, 지정된 시간 외에도 호가 제출을 요청할 수 있으며 시장조성자는 이에 응해야 하는 의무가 있음
- 별도 계좌 사용: 시장조성 업무는 다른 일반 거래와 분리된 전용 계좌를 통해서만 수행

□ 시장조성자는 위와 같은 의무를 성실하게 이행하는 대가로 여러 인센티브를 제공 받음¹⁷⁾

- 거래 수수료 감면 또는 면제: 시장조성자가 의무를 이행한 거래에 대해 거래 수수료를 대폭 할인해주거나 면제
- 보상금 지급(Incentive Payments)
 - 기본 보상: 호가 제출 의무 이행 실적(호가 유지 시간, 스프레드, 수량 등)을 평가하여 거래소에서 직접 보상금을 지급
 - 추가 보상(스폰서십 제도): ETF 시장의 경우, 해당 ETF를 상장한 자산운용사가 ‘스폰서’가 되어 추가적인 보상금을 시장조성자에게 지급하는 ‘스폰서십 ETF 시장조성 제도(Sponsored ETF Market Making Scheme)’를 운영
- 우수 시장조성자 시상: 매년 실적이 뛰어난 시장조성자를 ‘Best Market Maker’로 선정하여 시상

16) 일본거래소그룹, <https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/index.html>, 검색일자: 2025. 7. 30.

17) 일본거래소그룹, <https://www.flowtraders.com/news/flow-traders-named-best-market-maker-by-japan-exchange-group/>, 검색일자: 2025. 7. 28.

4) 캐나다

- 캐나다의 시장조성자(Market Maker) 제도는 주로 토론토 증권거래소(TSX), 몬트리올 거래소(MX), 캐나다 증권거래소(CSE) 등 각 거래소의 규정에 따라 운영
- 시장조성자로 지정받기 위해서는 거래소의 참여 회원으로서 엄격한 자격 요건을 충족하고 심사를 통과해야 함¹⁸⁾
 - 회원 자격 및 재무 건전성: 해당 거래소의 참여 회원(Participating Organization) 이어야 하며, 시장조성 의무를 이행할 수 있는 충분한 기술, 전문 인력 및 자기자본을 유지
 - 경쟁 입찰을 통한 지정: 대부분의 증권은 여러 시장조성 회사의 관심을 받기 때문에, TSX 같은 거래소는 ‘할당 위원회(Allocation Committee)’를 통해 경쟁 입찰 방식으로 특정 증권의 시장조성자를 지정
 - 적정 수의 담당 증권 유지: 시장조성자는 거래소 내에서 존재감을 유지하기 위해 최소한의 담당 증권 수를 유지해야 하며, 유동성이 높은 증권과 낮은 증권을 적절한 비율로 담당해야 할 의무를 가질 수 있음
- 지정된 시장조성자는 담당 증권에 대해 아래와 같은 유동성 공급 의무를 가짐¹⁹⁾
 - 지속적인 양방향 호가 제시(Two-Sided Market): 정규 거래 시간(오전 9:30~오후 4:00)의 최소 95% 이상 동안 지속적으로 매수/매도 양방향 호가를 유지
 - 최대 호가 스프레드 준수(Maximum Spread Goal): 매수-매도 호가의 차이(스프레드)를 거래소가 사전에 정한 최대 허용 범위 이내로 유지
 - 증권의 가격대에 따라 구체적인 비율(예: 5%) 또는 금액(예: 0.05달러)으로 정해짐
 - 최소 호가 수량 및 규모 유지(Minimum Size): 최소 2~4보드랏(Board Lot) 이상의 수량으로 호가를 제시
 - 소매 주문 보증 제도(Guaranteed Minimum Fill, MGF): 캐나다 시장의 독특한 제도로, 시장조성자는 소매 투자자의 소규모 주문에 대해 유동성이 부족할 경우에도 정해진 수량까지 체결을 보장해야 할 의무가 있음

18) 토론토증권거래소, <https://www.tsx.com/en/trading/toronto-stock-exchange/order-types-and-features/market-maker-program>, 검색 일자: 2025. 4. 30.; 몬트리올거래소, <https://www.m-x.ca/en/trading/programs/market-making>, 검색 일자: 2025. 4. 30.

19) CBOE, <https://www.cboe.com/ca/equities/trading/market-maker-obligations-and-benefits/>, 검색일자: 2025. 4. 30.

- 홀수 단주(Odd Lot) 주문 처리: 100주 미만의 홀수 단주 주문에 대해서도 자동 체결을 통해 유동성을 제공해야 함
- 캐나다 증권 거래소의 시장조성자 인센티브는 다음과 같이 제공됨²⁰⁾
 - 수수료 리베이트(Fee Rebates): 시장조성자의 성과를 정량적으로 평가하여 거래 수수료를 할인 또는 환급
 - 성과 기반 보상: 시장조성자의 성과는 매월 엄격하게 모니터링되며, 다음과 같은 정량적 지표에 따라 평가
 - 스프레드 목표 달성률: 얼마나 좁은 스프레드를 얼마나 오랫동안 유지했는가
 - 시장 참여율: 전체 거래량 대비 시장조성자의 거래 비중이 얼마나 되는가
 - 유동성 비율: 지정된 스프레드 목표 내에서 거래가 이루어진 비율
 - 교차 보조금 제도(Cross-subsidization): TSX는 유동성이 풍부한 대형주(Tier A)와 유동성이 부족한 소형주(Tier B)의 시장조성 업무를 묶어서(Bundling) 제공
 - 이를 통해 시장조성자가 소형주에서도 적극적으로 유동성을 공급하도록 유도하며, 이는 소형주의 거래 비용을 낮추는 데 효과적인 것으로 평가됨

5) 영국

- 영국의 시장조성자 제도는 런던 증권거래소(LSE)의 규정에 따라 운영되며, 특히 전자 거래 플랫폼인 SETS와 SETSqx에서 주로 이루어짐
- 지정 요건²¹⁾
 - 회원사 자격 및 시스템: LSE의 공식 회원사(Member Firm)여야 하며, LSE의 거래 시스템과 연결하여 지속적인 호가 제출 및 관리가 가능한 자체 시스템 인프라를 갖추어야 함
 - 증권별 등록 절차: 시장조성자 역할을 수행하고자 하는 개별 증권(주식, ETF 등)에 대해 ‘시장조성자 등록 양식(Market Maker Registration Form)’을 제출하여 거래소의 승인을 받아야 함

20) 몬트리올거래소, <https://www.m-x.ca/en/trading/programs/market-making>, 검색일자: 2025. 4. 30.

21) LSE Rulebook(Section 2101 Capital Adequacy), <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lse-rules-full-20240226.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

- 자본 요건: LSE 규정집 2101조항에 따라, 회원사는 포지션을 원활하게 청산하고 결제할 수 있는 충분한 유동성 및 자본 적정성을 항상 유지해야 함

□ 의무사항²²⁾

- 의무 호가 시간(Mandatory Quote Period): 정규 거래 시간(오전 8:00~오후 4:30) 중 최소 90%의 시간 동안 지속적으로 양방향 호가를 유지
- 최대 호가 스프레드: 각 증권은 ‘가격 단위 체계(tick size regime)’에 따라 그룹화되며, 시장조성자는 소속 그룹에 명시된 최대 허용 스프레드를 준수
 - 예를 들어 FTSE 100 지수 구성 종목은 일반적으로 매우 좁은 스프레드가 요구
- 최소 호가 수량(Normal Market Size, NMS): 각 증권은 일평균 거래량을 기준으로 ‘정상 시장 규모(NMS)’가 산정되며, 시장조성자는 최소 NMS의 10%에 해당하는 수량(ETF의 경우 10만파운드) 이상으로 호가를 제시해야 함

□ 인센티브²³⁾

- 수동적 유동성 공급 수수료 환급(Passive Rebate): 시장조성자가 호가창에 새로운 유동성을 공급하는 지정가 주문(수동적 주문)을 제출하여 체결될 경우, 거래 수수료를 면제받거나 오히려 최대 0.20bps(0.002%)의 리베이트를 받음
- 유동성 공급 인센티브 제도(Liquidity Provision Incentive Scheme): 특정 증권 그룹(예: 중소형주)의 유동성 공급 실적에 따라 추가적인 수수료 할인을 제공하는 별도의 프로그램이 운영
- 수수료 상한제(Fee Cap): 시장조성자의 월간 거래 수수료에 상한선을 두어 거래량이 많은 시장조성자의 비용 부담을 완화

6) 유로넥스트 거래소 국가(프랑스, 네덜란드, 벨기에, 포르투갈, 아일랜드, 노르웨이, 이탈리아)

- 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 벨기에, 포르투갈, 아일랜드, 노르웨이의 증권거래소를 통합 운영하는 유로넥스트(Euronext)는 단일 규정에 따라 ‘유동성 공급 프로그램

22) LSE Rules and Regulations(Guide to Trading Services), <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/mit251-guide-to-trading-services-sets-setsqx-etfs.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

23) LSE Trading Services(Fee Schedule), <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lse-trading-services-fee-schedule.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

(Liquidity Provider Programme, 이하 LP 프로그램)'을 운영

□ 지정 요건²⁴⁾

- 회원사 자격: 유로넥스트 그룹 산하 거래소의 거래 회원사(Trading Member)
- LP 협약 체결: 유로넥스트와 법적 구속력이 있는 'LP 일반 약관(LP General Terms and Conditions)'에 동의하고 'LP 협약(LP Agreement)'을 체결해야 함
- 상품별 LP 제도 신청: 기본 협약 체결 후, 주식, ETF, 파생상품 등 유동성을 공급하고자 하는 특정 금융상품 그룹별 'LP 제도(LP Scheme)'에 대해 별도로 신청해야 함
- 기술 요건: 유로넥스트의 통합 거래 플랫폼인 Optiq®에 접속하여 실시간으로 호가를 제출하고 관리할 수 있는 기술적 인프라와 알고리즘 트레이딩 역량을 갖추어야 함

□ 의무 사항²⁵⁾

- 호가 제시 시간(Presence): 정규 거래 시간(Continuous Trading, 일반적으로 오전 9:00 ~오후 5:30 CET) 중 최소 90~95%의 시간 동안 지속적으로 매수/매도 양방향 호가를 유지
- 스프레드 및 수량 요건
 - 유동성 등급(Liquidity Class): 모든 금융상품은 유동성 수준에 따라 여러 등급으로 분류
 - 최대 스프레드(Maximum Spread): LP는 자신이 담당하는 상품이 속한 유동성 등급에서 정한 최대 허용 호가 스프레드를 준수
 - 최소 호가 금액(Minimum Quote Size, MQS): 각 유동성 등급별로 정해진 최소 호가 금액(예: 5천유로, 1만유로) 이상의 규모로 호가를 제출
- 시장 안정화 의무: 시장 변동성이 급증하여 일시적으로 거래가 중단(Volatility Interruption)되었다가 재개될 때, 신속하게 호가를 다시 제출하여 시장 가격의 안정적인 형성에 기여해야 함

24) Euronext, <https://www.euronext.com/en/trade/join-euronext/liquidity-provision>, 검색일자: 2025. 5. 3.

25) Euronext, <https://www.euronext.com/en/regulation/harmonised-rules>, 검색일자: 2025. 5. 3.

□ 인센티브²⁶⁾

- 성과 기반 수수료 리베이트(Performance-based Rebates)
 - LP 순위(LP Ranking): 매월 호가 유지 시간, 스프레드 준수율, 호가 규모 등을 종합적으로 평가하여 LP의 성과 점수와 순위를 매김
 - 차등적 리베이트: 이 순위에 따라 거래 수수료를 차등적으로 환급해 주며, 성과가 가장 우수한 Tier 1 등급의 LP는 최대 85%까지 수수료 리베이트를 제공
- 유동성 공급 주문 리베이트: LP가 호가창에 새로운 매수/매도 주문을 쌓아 유동성을 창출하는 ‘수동적 주문(Passive Order)’이 체결될 경우, 해당 거래에 대해 수수료가 대폭 할인되거나 리베이트가 적용
- 고정 보상금(Fixed Rewards): 주식 및 ETF와 달리, 일부 유동성이 낮은 파생상품 시장에서는 수수료 리베이트 외에 의무 이행 실적에 따라 월간 고정 보상금을 지급하는 인센티브 제도를 운영

2. 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제(§117①1, 2, 2의2, 2의4, 4)

가. 제도 도입 목적

- 중소·벤처기업 지원을 위한 증권거래세 면제는 혁신 기술과 아이디어를 보유하고 있으나 자금 조달에 어려움을 겪는 초기 기업들을 지원하여 국가 혁신 생태계를 강화하려는 정책목표를 가지고 있음
- 벤처투자는 다음과 같은 특성으로 인해 전형적인 ‘시장 실패’ 영역으로 간주됨
 - 높은 위험과 불확실성: 벤처기업은 성공 시 높은 수익을 기대할 수 있지만, 실패 확률 또한 매우 높아 민간 투자자들이 투자를 기피하는 경향이 있음
 - 정보 비대칭: 창업가와 투자자 간의 정보 비대칭이 심해 투자 대상 기업의 가치를 정확히 평가하기 어렵고, 이는 투자 결정의 장애물로 작용될 수 있음
 - 긍정적 외부효과: 벤처기업의 성공은 새로운 기술 개발, 양질의 일자리 창출, 연관 산업 발전 등 사회 전반에 긍정적 외부효과를 창출하지만, 이러한 사회적 편익이 투자자의 사적 수익에 완전히 내재화되어 있지는 않음

26) Euronext Fee Schedule, <https://www.euronext.com/en/trading/cash-markets/fees-charges>, 검색일자: 2025. 5. 3.

- 중소·벤처기업 지원을 위한 증권거래세 면제는 정부는 이러한 시장 실패를 교정하고 벤처투자를 활성화하기 위한 하나의 정책 수단으로 볼 수 있음
- 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제1호, 제2호, 제2호의2, 제2호의4 및 제4호를 통해 벤처캐피탈 등 전문 투자자들이 투자금을 회수(exit)하는 단계, 즉 보유하고 있던 벤처기업의 주식을 양도할 때 발생하는 증권거래세를 면제
 - 이를 통해 투자 회수 비용을 절감함으로써 벤처투자의 기대수익률을 높이고, 결과적으로 더 많은 민간 자본이 고위험 벤처투자 시장으로 유입되도록 유도하는 것을 목적으로 함

나. 제도 운영 현황

- 중소·벤처기업 지원을 위한 증권거래세 면제는 특정 적격투자기관이 창업기업이나 벤처기업 등의 주식을 양도할 때 증권거래세를 면제하는 방식으로 운영되고 있음
 - 지원 대상 기관: 「조세특례제한법」 제117조 제1항의 각 호에 따라 지원 대상이 되는 기관은 다음과 같음
 - 벤처투자회사, 창업기획자, 벤처투자조합(제1호)
 - 신기술사업금융업자, 신기술사업투자조합(제2호)
 - 농식품투자조합(제2호의2)
 - 코넥스 상장 후 2년 이내 중소기업에 투자한 벤처투자회사 등(제2호의4)
 - 창업·벤처전문 사모집합투자기구(PEF)(제4호)
 - 지원 대상 투자: 주로 창업기업, 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」에 따른 벤처기업, 「기술보증기금법」에 따른 신기술사업자 등에 대한 신주(新株) 투자를 통해 취득한 주식의 양도가 해당

다. 조세지출 규모

- 중소·벤처기업 지원을 위한 증권거래세 면제의 조세지출 규모는 시장조성자 지원에 비해 상대적으로 작지만 꾸준히 발생하고 있음

<표 II -2> § 117①1·2·2의2·2의4·4의 연도별 조세지출 감면규모

(단위: 억원)

구 분	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	225년
법인세	116	110	119	166	137	130	90	105

주: 2024년과 2025년도 자료는 전망치
 자료: 기획재정부, 『조세지출예산서』, 각 연도.

라. 해외 사례

- 중소·벤처기업 지원을 목적으로 증권거래세를 면제하는 해외 국가는 대표적으로 영국이 있음
 - 미국, 일본, 독일 등의 주요국에서는 증권거래세 제도가 없기에 유사 제도가 없음
 - 우리나라와 금융시장 규모와 지정학적 위치가 유사한 홍콩이나 싱가포르의 경우에는 기업의 규모나 산업군에 따라 증권거래세를 차등 적용하지 않음
 - 중국과 인도의 경우에도 중소·벤처기업 지원을 목적으로 증권거래세를 면제하는 제도는 없음

- 프랑스, 이탈리아와 같이 일부 국가에서 ‘시장 효율성’을 위해서 규모가 작은 증권에 대해서 증권거래세 면제 혜택을 제공하고 있으나 이는 중소·벤처기업 지원을 목적으로 한다고 보기 어려운 측면이 있음

1) 영국²⁷⁾

- 영국은 특정 요건을 충족하는 ‘성장시장(Recognised Growth Market)’에 상장된 기업의 주식 거래에 대해 2014년 4월 28일부터 인지세(Stamp Duty) 및 인지세 예비세(SDRT)를 전면 면제
 - 면제 대상 세금: 인지세(Stamp Duty) 및 인지세 예비세(SDRT)
 - 영국 주식 거래 시 매수자에게 부과되는 0.5%의 세금이 면제

27) 영국 국세청, <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/stamp-taxes-shares-manual/stsm041260>, 검색일자: 2025. 5. 7.

- 면제 조건
 - 시장의 자격: 영국 국세청(HMRC)이 공식적으로 인정한 ‘성장시장’이어야 함
 - 런던 증권거래소(LSE)의 AIM(Alternative Investment Market)과 HGS(High Growth Segment)가 대표적인 성장시장임
 - 상장 상태: 면제 혜택을 받으려는 주식은 ‘성장시장’에 거래를 위해 상장(admitted to trading)되어야 하며, 동시에 ‘공식 인정된 증권거래소(Recognised Stock Exchange)’의 공식 리스트에는 등재(listed)되어 있지 않아야 함

2) 프랑스²⁸⁾

- 시가총액이 일정 기준 이하인 중소·중견기업을 과세 대상에서 제외
 - 프랑스 주식 거래 시 부과되는 0.3%의 세금이 면제
 - 면제 조건
 - 시가총액 기준: 과세 연도의 전년도 12월 1일을 기준으로, 프랑스에 본사를 둔 상장기업 중 시가총액이 10억유로 미만인 기업의 주식은 과세 대상에서 제외
 - 과세 대상 리스트: 프랑스 정부는 매년 말 과세 대상이 되는 시가총액 10억 유로 이상 기업의 리스트를 공식 발표하며, 이 리스트에 포함되지 않은 모든 기업의 주식 거래는 자동으로 면제 혜택을 받음

3) 이탈리아²⁹⁾

- 프랑스와 유사하게 시가총액이 일정 기준 이하인 중소·중견기업을 과세 대상에서 제외
 - 이탈리아 주식 거래 시 부과되는 0.1%(0.2% 장외 거래)의 세금이 면제
 - 면제 조건
 - 시가총액 기준: 과세 연도의 전년도 11월 한 달간의 평균 시가총액이 5억유로 미만인 기업의 주식 거래는 과세 대상에서 제외

28) Code général des impôts, Art. 235 ter ZD, https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000034669460, 검색일자: 2025. 5. 7.

29) Clearstream, <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services/asset-services/tax-and-certification/italy-introduction-of-an-italian-financial-transaction-tax-iftt--1292924>, 검색일자: 2025. 5. 7.

- 과세 대상 확인: 이탈리아 재무부(Ministero dell'Economia e delle Finanze)는 매년 12월에 다음 해 과세 대상이 되는 시가총액 5억유로 이상 기업의 리스트를 공표하며, 이 리스트에서 제외되는 경우에 면제

Ⅲ. 타당성 분석



Ⅲ. 타당성 분석

1. 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제(§117①2의5, 3)

가. 정부 역할의 적절성

1) 정책목표

- 정부는 금융시장의 효율화·안정화를 지원할 목적으로 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2호의5 및 제3호에 파생상품 및 주식 시장조성자 등에 대한 증권거래세 면제조항을 도입
- 정책목표인 ‘시장조성자제도의 지원을 통한 금융시장 활성화’의 적절성을 평가하기 위하여 세제 지원의 시장조성자 제도 활성화 효과(거래세 면제의 필요성) 및 시장조성자 제도의 금융시장 활성화 효과(시장조성자 제도의 필요성)를 살펴봄

2) 시장조성자 제도의 필요성

- 시장조성자 제도는 거래소와 계약을 체결한 시장조성자가 매도·매수 호가를 시장 조성상품에 의무적으로 제출하여 투자자가 원활하게 금융상품을 거래할 수 있도록 시장을 조성하는 제도임
 - 시장조성상품이란 유동성이 적어 시장조성이 필요한 종목으로, 한국거래소에서 선정함
 - 특정 종목의 유동성이 적으면 투자자들이 해당 종목의 거래를 원하는 시간대에 체결하는 데에 어려움이 발생하여 거래비용이 상승하며, 따라서 유동성이 낮은 종목이 많을 경우 전반적 거래비용 상승으로 금융시장의 효율성이 저해됨
 - 시장조성자는 매수 및 매도 호가를 빈번하게 제시함으로써 시장의 유동성을

높여 거래 체결 가능성을 높이고 거래속도를 향상시키며 매수-매도 호가 스프레드를 좁힘으로써 거래비용을 줄이고 시장의 효율성을 상승시킬 수 있음

□ 시장조성자 제도의 이론적 금융시장 활성화 효과는 국내외 다양한 선행연구를 통하여 실증적으로 검증된 바 있음

- 강동익 외(2022)는 2021년 두 차례 진행된 시장조성 대상종목 축소 및 시장조성 활동 종료 전후 시장조성 대상종목과 비대상종목의 유동성을 비교하여 시장조성자의 활동의 거래량, 유동성, 변동성 증가 효과를 발견
- 강동익 외(2020)는 2019년 시장조성 대상종목 확대를 활용하여 새롭게 시장조성 대상종목에 포함된 종목의 거래량, 유동성, 변동성이 대조군에 비하여 증가하는 효과를 발견
- 이우백(2022)은 2020년 시장조정대상으로 신규 지정된 종목과 기존 대상종목, 비대상종목을 비교하여 신규지정종목의 유동성 제고 효과가 가장 크게 나타남을 분석
- 이상엽 외(2017) 또한 주식시장과 파생상품시장에서 시장조성자 제도의 유동성 제고 효과를 발견하였는데, 이상의 국내연구가 분석하는 시기와 종목이 모두 다름에도 일관된 결과가 나타났음에 주목할 필요가 있음
- Bessembinder et al.(2020)은 미국 NYSE에서 일평균거래량 하락으로 호가 제시 의무가 상승한 종목의 경우 유동성이 개선됨을 발견
- Venkataraman and Waisburd(2007)는 프랑스 Paris Bourse에서 시장조성자 배정이 발표된 종목이 대조군에 비하여 누적초과수익을 거두었음을 발견
- 이 외에도 독일(Kehr et al., 2001), 스웨덴(Anad et al., 2009), 이탈리아(Nimalendran and Petrella, 2003) 등 다양한 해외 사례에서 시장조성자 제도의 시장 효율성 제고 효과가 발견됨
- 파생상품시장의 시장조성자 제도가 시장 효율성을 제고한 사례 역시 분석됨 (Tse and Zabolina, 2004; Eldor et al., 2006)

□ 본 연구 또한 2022년 9월 시장조성 활동이 재개된 후 시장조성 대상종목과 비대상종목을 비교하여 시장조성 활동의 유동성 증가 효과를 발견함

- 해외사례를 살펴보면 대부분의 국가에서 시장조성자 지원 제도를 마련하고 있어, 시장조성자 제도의 필요성 및 금융시장 활성화 효과성을 방증함
 - 미국, 독일, 캐나다 등 증권거래세를 부과하지 않는 국가의 경우 시장조성 거래에 대하여 환급금 지급, 거래수수료 면제 등의 인센티브를 부여
 - 프랑스, 영국, 이탈리아 등 증권거래세를 부과하는 국가의 경우 시장조성 거래에 대한 증권거래세 면제 혜택을 부여

- 국내 주식 및 파생상품시장에도 주요 종목 및 상품에 대한 거래쏠림 현상이 존재하여 유동성 하위 상품에 대한 시장조성 필요
 - 2024년 국내 유가증권시장의 일평균 거래대금은 10.7조원이었으며, 이 중 상위 50개 종목의 거래대금 6.8조원이 차지하는 비중은 63%에 달함³⁰⁾
 - 2024년 연간 주가지수상품 선물 거래대금에서 코스피200 선물이 차지하는 비중은 88.9%, 옵션 거래대금에서 코스피200 옵션이 차지하는 비중은 68.9%에 달함

<표 III-1> 주가지수상품 선물 2024년 연간 거래대금 및 비중

(단위: 억원, %)

구분	거래대금	비중
코스피200 선물	58,081,879	88.9
미니코스피200 선물	4,081,548	6.2
코스닥150 선물	2,982,450	4.6
KRX300 선물	2,687	0.0
코스닥글로벌 선물	6,759	0.0
변동성지수 선물	200	0.0
섹터지수 선물	194,080	0.3
합계	65,349,602	100.0

자료: 한국거래소 정보데이터시스템, 「파생상품 주요 통계」, <http://data.krx.co.kr/>, 검색일자: 2025. 7. 1. 자료를 활용하여 저자 작성

30) 한국거래소 정보데이터시스템, 「주식 주요 통계」, <http://data.krx.co.kr/contents/MMC/STAT/stat/MMCSTAT003.cmd>, 검색일자: 2025. 7. 1.; 「거래 상하위 50종목」, https://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/outerLoader/index.cmd?screenId=MDCEASY016&locale=ko_KR&kosdaqGlobalYn=1/, 검색일자: 2025. 7. 1.

<표 III-2> 주가지수상품 옵션 2024년 연간 거래대금 및 비중

(단위: 억원, %)

구분	거래대금	비중
코스피200 옵션	961,945	68.9
코스피200위클리(목) 옵션	218,846	15.7
코스피200위클리(월) 옵션	209,169	15.0
미니코스피200 옵션	5,693	0.4
코스닥150 옵션	72	0.0
합계	1,395,726	100.0

자료: 한국거래소 정보데이터시스템, 『파생상품 주요 통계』, <http://data.krx.co.kr/>, 검색일자: 2025. 7. 1. 자료를 활용하여 저자 작성

- 이상 국내 금융시장의 거래쏠림 현상과 시장조성자 제도의 금융시장 활성화 효과성을 고려할 때 금융시장의 가격 발견 기능을 제고하여 거래비용을 절감하여 금융시장을 효율화하기 위한 시장조성자 제도 활용의 필요성이 인정됨

3) 정부지원의 필요성

- 시장조성자는 시장에서 자발적으로 이루어지지 않았을 거래를 공익을 위하여의 목적으로 수행하며, 긍정적 외부효과를 발생시키는 공익적 활동에 사적 유인을 제공하지 않는다면 시장조성 행위가 과소공급될 수 있음
 - 전병욱(2023)에 따르면 시장조성활동 수행의 사회적 한계비용이 긍정적 외부효과의 존재로 인하여 시장조성자의 사적 한계비용보다 낮아 사회적 자원배분의 비효율성이 발생함
 - 사회적 최적수준으로 시장조성활동을 증가시키기 위해서는 시장조성자에 대한 사적 유인 제공을 통하여 시장조성활동의 사적 한계비용을 사회적 한계비용 수준으로 낮출 필요가 있음
 - 한국거래소 자료³¹⁾에 따르면 2024년 주식 시장조성자 9개사의 거래세 및 수수료 면제를 감안한 평균 실현손실액은 2.4억원 수준으로, 거래소는 시장조성자가 지속적으로 호가를 제출할 수 있도록 수수료 면제 외에도 연 80억원 수준의 리베이트 지급
 - 2021년 금융감독원의 시장조성자 불공정거래 혐의(시장질서 교란행위 금지 위반)

31) 한국거래소, 『2차 질의 응답 자료』, 2025. 5. 20.

에 대한 과징금 부과는 비록 향후 증권선물위원회 의결에 따라 취소되었으나 시장조성 행위 관련 법적 리스크를 증가시켜 시장조성자 참여 비용을 추가로 높이는 방향으로 작용했을 가능성 존재

- 증권거래세를 부과하는 국내 여건상 시장조성활동의 사적 한계비용을 효과적으로 낮추는 수단으로써 증권거래세를 면제할 수 있음
 - 시장조성자는 양방향 호가를 의무 제출하는 대신 매수-매도 호가 차이에서 발생하는 이득을 취하는데, 증권거래세는 이러한 차익을 줄여 시장조성 행위의 인센티브를 감소함
 - 이우백 외(2016)는 실증분석을 통하여 증권거래세 부과가 차익거래를 위축시키며 차익거래를 통한 시장의 가격 발견 기능을 둔화시킴을 발견
 - 시장조성 계약에 따른 거래에 대하여 거래세를 면제함으로써 시장조성 행위의 인센티브를 상승시켜 시장조성 거래를 활성화시키고 사회후생을 증가시킬 수 있음

- 시장조성 활동의 긍정적 외부효과 발생으로 인한 사회적 과소 공급을 고려할 때 시장조성 활동에 제약을 부과하는 증권거래세의 면제를 통한 정부의 시장조성 제도 지원 및 활성화 필요성이 인정됨

나. 수행방법의 적절성

1) 지원대상의 적절성

가) 시장조성자 선정 및 종목(상품) 배분 절차

- 한국거래소의 시장조성자 선정 및 대상종목(상품) 배분 절차는 내부 업무규정 및 운영지침에 따르며 거래대상 상품 유형에 따라 세부 절차에 차이가 존재

- (주식시장) 거래소의 시장조성 대상종목 선정 결과에 따라 시장조성자가 되기를 희망하는 증권사는 거래소에 종목별로 신청하며, 거래소는 적격성 평가를 거쳐 시장조성자 선정 및 종목 배분을 시행

- 적격성 평가는 시장조성자 신청 증권사의 기본역량 및 수행실적을 평가
 - 적격성 평가점수가 높은 순서대로 대상종목 배분 시 우선순위를 부여하며, 해당 우선순위에 따라 거래소가 정한 시장조성자별 종목수 이하로 대상종목을 순차 선택
 - 시장조성자별 종목수는 대상종목수를 고려하여 거래소에서 지정
- (주식·주가지수 파생상품) 신규 시장조성자는 거래소의 신규 시장조성자 모집 공고에 응한 증권사에 대하여 시장조성자 선정평가를 통해 선정하며 기존 시장조성자 재선정 및 상품배정은 시장조성실적 성과평가 결과에 따름
- 신규 시장조성자 선정평가는 계량평가 70점, 비계량평가 30점으로 구성하며, 비계량평가 점수가 15점 미만인 지원자는 제외하고 나머지 중 총점이 높은 순으로 선정
 - 비계량평가는 위원장 1인, 위원 5인으로 구성된 시장조성자 선정 위원회 심사를 통해 평가
 - 기존 시장조성자의 경우 성과평가 점수가 최하위이거나 거래소의 차기 시장조성 운영 방향에 동의하지 않는 경우를 제외하고 시장조성자로 재선정
 - 단 성과평가 점수 최하위인 경우에도 유동성 기여도 평가 결과가 만점 대비 70% 이상일 경우 시장조성자로 재선정할 수 있음
 - 상품 배정은 상품군에 따라 상이하게 이루어지며 시장조성자 그룹 구분, 성과평가 순위 등에 따라 이루어짐
 - (그룹 구분) 성과평가 상위 50%를 A그룹, 나머지를 B그룹에 배정
 - (ETF선물) 각 상품마다 시장조성자가 2개사 이내가 되도록 거래소의 별도 기준에 따라 배정
 - (주식선물1) 시장조성자가 1개사인 주식선물은 A그룹에 한정하여 성과평가 순위에 따라 시장조성자당 2개의 상품을 배정하고 나머지 상품에 대하여 B그룹에 한정하여 각 시장조성자가 1개의 상품을 선택
 - (주식선물2) 시장조성자가 2개사 이상인 주식선물은 1개사인 주식선물과 유사하게 배정을 진행하지만, ETF 선물을 배정받은 A그룹 시장조성자는 배정받은 ETF 선물 개수만큼 선택을 포기할 수 있음
 - (주식옵션) 주식선물 배정 시장조성자에게 기초자산이 동일한 주식옵션을 배정하고 잔여 상품의 경우 위와 유사한 배정 방식을 진행

- (섹터지수선물 등) 섹터지수선물, 변동성지수선물, KRX300선물, 코스닥150옵션, 코스닥글로벌선물, 코리아벨류업선물의 경우 유사하게 배정하지만 상품당 시장조성자의 수가 많으며, 미니코스피200옵션은 별도 기준으로 배정

<표 III-3> 주식·주가지수 파생상품시장 신규 시장조성자 선정평가 항목 및 배점

구분	평가항목	평가대상	배점	
계량	거래실적	주가지수선물 자기거래	일평균 거래대금	10
		주식선물 자기거래	일평균 거래대금	10
		주가지수옵션 자기거래	일평균 거래량	10
		주식옵션 자기거래	일평균 거래량	10
		주식시장 프로그램매매	일평균 거래대금	10
	시장조성 실적	주식시장 시장조성실적	시장조성 담당 종목 수 순위 (다수종목우선)	5
		금리·통화·일반파생상품 시장 시장조성실적	시장조성 담당 상품 수	10
	참여인력	참여인력의 규모	시장조성 인력 수	3
		참여인력의 전문성	운용경험 및 전문가격증 보유 인력 수	2
	비계량	시장조성 역량	시장조성 조직	전업 팀 구성 여부 등
시장조성 계획			시장조성 활동 계획서	10
업무 이해도 및 규정준수 의지 등			내부통제 및 불공정거래 예방계획서	5
			시장조성 관련 법령 및 규정 이해도	5

자료: KRX 법무포털, 『주식·주가지수 파생상품 시장조성 운영지침 - [별표 1] 시장조성자 선정 기준』, <https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do>, 검색일자: 2025. 7. 15.

<표 III-4> 주식·주가지수 파생상품시장 시장조성자 성과평가 항목 및 배점

항목	평가항목	평가방식	배점
	상품군		
의무달성률 평가 평점	주가지수선물·옵션, 섹터·변동성지수선물	$\sum_{\text{상품군}} [\text{배점} \times (\frac{\text{기간의무이행률 충족 상품수}}{\text{배정 상품수}})^2]$	10
	주식선물, ETF선물		17
	주식옵션		20

<표 III-4>의 계속

평가항목		평가방식	배점
항목	상품군		
유동성 기여도 평가 평점	섹터지수선물	초과의무이행도평점, 호가스프레드평점, 호가수량평점, 거래량평점의 합산 평점 평가	30/8
	주식선물·ETF선물 (주식선물 단독상품 제외)		160/8
	주식옵션		180/8
	주가지수선물·옵션 (미니옵션 제외)		30/8
업무협조 평가 평점		거래소의 업무협조 요청에 대한 협조 평가	3

자료: KRX 법무포털, 「주식·주가지수 파생상품 시장조성 운영지침 - [별표 4] 시장조성실적 평가 기준」,
<https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do>, 검색일자: 2025. 7. 15.

나) 시장조성 대상 종목(상품) 선정기준

- (주식시장) 2016년 제도 도입 이래 시장조성 대상종목 선정기준이 지속적으로 완화된 이후, 2021년 시가총액 기준 등 도입으로 세제지원 대상종목 선정기준이 대폭 강화
 - (2016~2018년) 저유동성종목 선정기준: 유효스프레드 기준(3tick 초과 또는 하위 50%) 또는 일평균거래량 기준(5만주 미만 또는 하위 50%)
 - (2019~2020년) 저유동성종목 선정기준: 유효스프레드 낮은 순으로 상위 50% 초과 또는 회전율 높은 순으로 상위 50% 초과
 - (2021년~) 유동성 평가기간 말 기준 시가총액 1조원 이상 혹은 회전율 낮은 순으로 상위 50% 이상인 종목은 세제지원 대상에서 제외(「조세특례제한법」 제117조 제1항 제3호 및 동법 시행령 제115조 제5항)
 - 실질적으로 세제지원 대상종목 선정기준이 시가총액과 회전율 기준으로 수렴
 - 선정기준 강화의 여파로 시장조성 계약종목 수는 2020년 832개에서 2021년 675개로 대폭 감소하였으며, 이후 2025년 현재까지 유사한 수준을 유지
 - 2022년에는 금융감독원의 시장조성자 과징금 부과에 따라 시장조성행위가 일시 중단되었으며 증권선물위원회의 과징금 부과 부당 의결에 따라 시장조성행위가 복구됨
 - 2023년에는 2021년보다 계약종목 수가 증가하였는데, 이는 한국거래소의 저유동성 종목에 대한 복수시장조성자 배정 확대 등에 기인

- (주식·주가지수 파생상품) 주식시장과 마찬가지로 2021년 유동성이 높은 상품에 대한 시장조성 지원대상 제외 조치에 따라 시장조성 대상 상품 축소
 - (선물) 거래대금 비중이 5% 미만이면서 연간 거래대금이 300조원 미만인 종목
 - (옵션) 거래대금 비중이 5% 미만이면서 연간 거래대금이 9조원 미만인 종목
 - 시장조성 지원기준 강화에도 불구하고 주식 파생상품 거래량의 증가 등 시장 상황을 반영하여 시장조성 계약 상품의 수는 꾸준히 증가

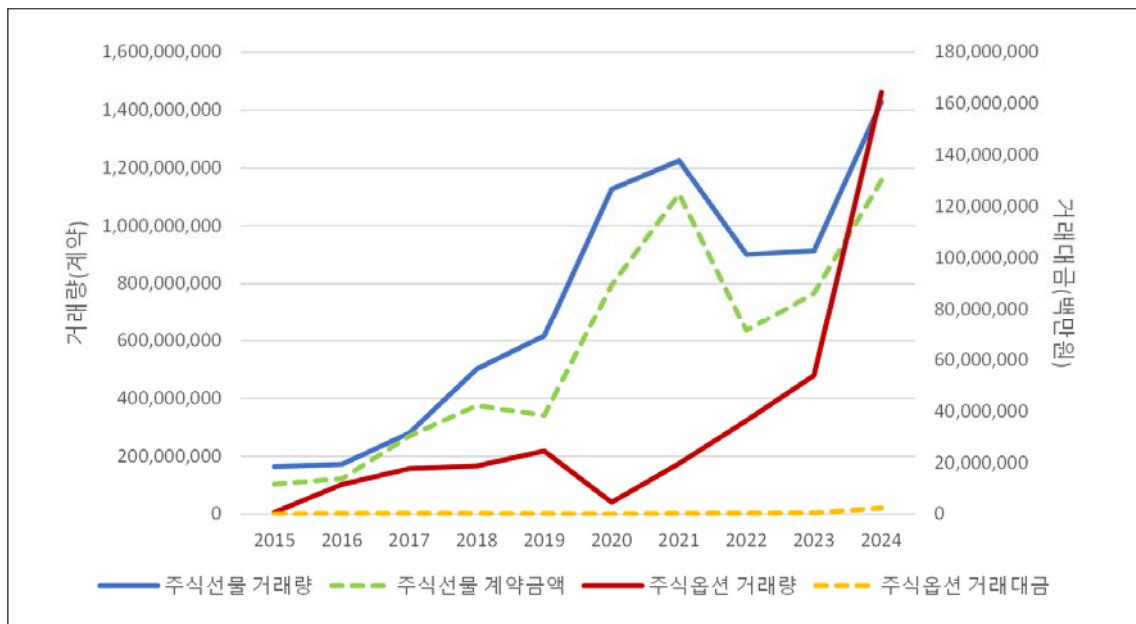
〈표 III-5〉 연도별 시장조성 계약종목(상품) 수(7월 기준)

(단위: 개)

구분		2020	2021	2022	2023	2024	2025
주식시장	코스피	659	330	0	310	280	312
	코스닥	173	345	0	449	383	425
	소계	832	675	0	759	663	737
파생상품	주가지수	111	120	151	107	76	110
	주식/ETF	339	314	385	427	531	616
	소계	450	434	536	534	607	726

자료: 한국거래소 정보데이터시스템, 「종목별 주식 시장조성자 및 ETF LP 계약 현황」, <http://data.krx.co.kr/>, 검색일자: 2025. 7. 1. 각 연도 7월 1일 자료를 기준으로 저자 작성

[그림 III-1] 연도별 주식 파생상품 거래량 및 거래대금



자료: KOSIS, 「증권·파생상품시장통계 - 주식상품총괄」, <https://kosis.kr/>, 검색일자: 2025. 7. 1. 자료를 활용하여 저자 작성

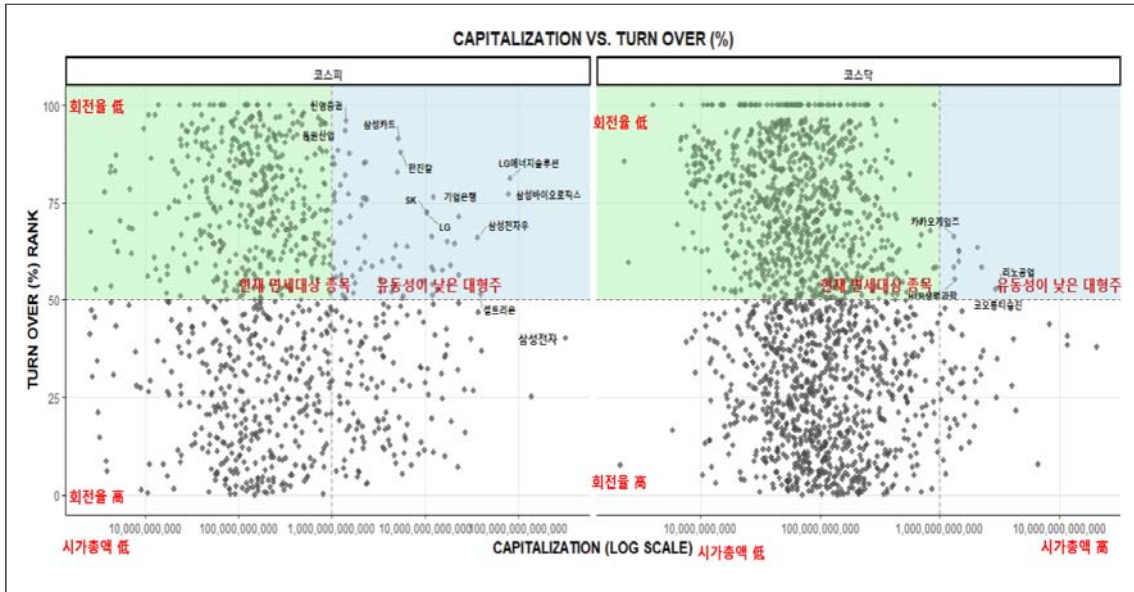
다) 지원대상 선정의 적절성

- (시장조성자 선정 및 종목 배분) 거래소의 시장조성자 선정 및 종목(상품) 배분 절차는 지원자 평가 결과에 따라 적절하게 이루어지는 것으로 판단
 - 특히 파생상품시장의 경우 신규 시장조성자 선정 및 기존 시장조성자 실적 평가의 평가항목 및 평가방식이 관련 규정에 상세히 수록되어 있어 선정 및 종목 배분 절차가 투명하고 합리적임
 - 주식시장의 경우 파생상품시장과 달리 구체적인 적격성 평가 과정에 대하여 알기 어렵다는 한계가 존재하나, 평가 결과에 따라 시장조성자를 선정하고 종목을 배분한다는 최소한의 절차적 합리성을 만족하는 것으로 판단됨

- (대상종목 선정기준) 파생상품의 경우 시장별 상품이 표준화되어 있어 거래대금을 기준으로 대상종목을 선정하는 것이 타당하나, 주식시장의 경우 시가총액 기준이 실제 유동성과 무관할 수 있음
 - 시가총액은 전체 보유 주식의 크기를 나타내며 유동성 지표로 보기는 어려움
 - 한국거래소 자료³²⁾에 따르면 시가총액과 회전율 사이의 상관관계는 0.11로 낮게 나타남
 - 물론 ‘대형주’가 세제지원 대상에 포함되는 것이 타당한지 논할 수 있으나 유동성이 낮은 종목에 대한 시장조성 지원을 통한 금융시장 효율화 달성이라는 본 제도의 정책목표를 고려할 때, 유동성과 연관성이 낮은 지표로 정책대상을 크게 제한하는 기존 조치의 적절성을 높게 평가하기 어려움
 - 실제로 시가총액이 높지만 회전율은 낮은 종목 사례가 다수 발견됨([그림 III-2] 파란색 영역 참조)
 - 미국, 일본, 홍콩 등 주요 해외사례에는 시가총액 기준이 없으며 프랑스와 이탈리아의 경우 증권거래세 면제 제도에 시가총액 기준이 포함되어 있으나, 이는 시장조정자 지원제도만을 위한 기준은 아님
 - 시가총액 외에는 회전율이 실질적으로 유동성을 평가하는 유일한 지표이나 이전까지 활용되던 유효스프레드 및 시장심도(market depth), 심도-스프레드 비율(depth-spread ratio) 등 유동성과 보다 밀접한 대안지표가 다수 존재하는바, 시장효율성 제고에 기여하는 보다 현실적인 선정기준 설정에 대한 논의 필요

32) 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20.

[그림 III-2] 유가/코스닥 상장종목의 시가총액(X축)-회전율(Y축) 산포도



자료: 한국거래소 제출 자료

2) 지원방식의 타당성

가) 시장조성 계약 절차

- 본 제도는 면세 혜택을 부여하는 주체인 정부와 제도를 운영하는 주체인 한국거래소가 상이하여 주인-대리인 문제가 발생할 수 있는 구조이므로 지원대상 종목과 계약 등 구체적 제도운영 방식에 대한 정부의 관리가 필수적임
- (지원대상 계약) 시장조성자는 거래소 업무규정에 따라 시장조성 계약의 기준을 만족하는 거래에 대해서만 증권거래세를 면제받을 수 있음
 - (주식시장) 거래세 면제대상 계약은 사전에 신고한 시장조성 전용계좌를 통하여 시장조성 대상종목에 대하여 업무규정에 따른 시장조성 호가 제출방법을 만족하는 방식으로 체결한 계약에 한함
 - (파생상품) 사전에 신고한 시장조성계좌를 통하여 시장조성상품에 대한 거래를 진행해야 하며, 시장조성 계약에 따른 위험회피거래의 경우 역시 사전에 신고한 위험회피거래 전용계좌를 통하여 진행
 - 위험회피거래를 위한 호가를 제출하는 경우, 관련하여 체결된 시장조성 거래와 해당 호가를 연결하여 확인할 수 있도록 함

- (지원 절차) 한국거래소는 증권거래세 면세대상 시장조성 거래를 매 거래일마다 시장조성자 및 한국예탁결제원에 통보하며, 시장조성자는 시장조성 거래 및 위험 회피 거래 시 한국예탁결제원에 비과세 신고를 진행하여 필요한 증권거래세를 납부함
- (타당성) 지원대상 계약과 절차를 엄밀하게 규정하고 있어 도덕적 해이를 예방할 수 있는 지원기준이 타당하게 마련된 것으로 판단되나, 정부 규제의 확실성과 불확실성으로 인한 비용도 발생할 수 있음
 - 시장조성 대상 주권이 일년 간격으로 매년 변동하며 지원 규모 또한 법적, 행정적 불확실성에 노출되어 있어 시장 참여자 인센티브에 맞춘 효율적 제도 운영에 어려움 존재
 - 또한 정보비대칭으로 인하여 정부가 직접적으로 시장조성 행위를 관리하는 데에 거래소와의 소통 비용 등 비효율성이 발생할 수 있음
 - 반면 시장조성자의 시장교란 행위 및 일반 투자자와의 형평성에 대한 우려가 남아 있어 정부의 직접적 감시 및 규제의 필요성 또한 높은 상황임
 - 효율적이면서도 안정적인 제도 운영을 위하여 대상종목 및 기준 선정 및 면세 등 비용부담과 관련하여 점진적으로 거래소의 권한과 책임을 증가시켜 비용부담주체와 관리주체를 일치시키며, 동시에 시장조성 거래로 인한 수익 등 관련 자료를 공개하는 등 투명한 제도 운영을 위한 노력을 기울이는 방향의 제도개선을 고려할 수 있음

나) 시장조성 성과 및 위법행위 등에 대한 관리

- 거래소는 내부 업무규정을 통하여 시장조성자의 시장조성 성과관리 및 규정 위반행위 등에 대한 징계 등 관리체계를 마련
- (주식시장) 시장조성대상 종목에 대한 분기별 의무이행 평가 및 적극성 평가를 수행하며 이를 시장조성 대가 지급 및 별점 부과, 자격 정지 등 성과관리에 활용
 - (의무충족일) 일종의무이행비율이 80% 이상인 경우 일중시장조성의무를 충족한 매매거래일로 정의

$$\text{일중의무이행비율} = \frac{\text{시장조성호가의 의무호가유지시간}}{\text{호가의무발생시간}}$$

- (최종 의무이행 평가) 시장조성 계약기간 중 매 분기 실시하며 분기별 의무충족비중이 90% 이상일 경우 의무이행종목으로 평가함

$$\text{의무충족비중} = \frac{\text{의무충족일수}}{\text{시장조성일수}}$$

- (별점 부과) 최소의무이행일수를 충족하지 못한 경우 최소의무수행일수에서 의무이행일수를 차감한 일수에 따라 별점 부과
- (자격정지 등) 시장조성자의 모든 시장조성 종목에 대한 연도별 누적별점의 합계에 따라 자격정지의 효력이 발생하여 시장조성 계약을 해지
- (의무이행 적극성) 일중의무이행비율과 최우선호가유지비율의 일평균 합산치

$$\text{최우선호가유지비율} = \frac{\text{일중시장조성호가의최우선호가유지시간}}{\text{일중의무충족시장조성호가유지시간}}$$

- (시장조성대가 지급) 분기별 의무이행종목에 대하여 해당 종목 거래소 수수료 수입의 일부 및 시장조성 계약 시 미리 정한 정액보상을 시장조성 대가로 지급

$$\text{대가지급종목수수료수입} \times \frac{\text{시장조성자대가지급종목 분기거래량}}{\text{대가지급종목 분기전체거래량}} \times \text{지급률}$$

- (지급률) 의무이행 적극성 평가점수를 200으로 나눈 값
- (고유동성 종목 계약 종료) 분기별로 일평균회전율이 2분기 연속 15%를 넘는 경우 해당 종목에 대한 시장조성 계약을 종료

<표 III-6> 주식시장 시장조성실적 의무이행평가에 따른 별점 부과 및 자격정지 기준

(단위: 개)

구분	별점 부과 및 자격정지 기준
별점 산출 기준 상품별 최소의무이행일수 - 상품별 의무충족일수	<ul style="list-style-type: none"> · 5일 미만: 별점 1점 · 5일 이상 10일 미만: 별점 2점 · 10일 이상 20일 미만: 별점 3점 · 20일 이상 30일 미만: 별점 4점 · 30일 이상: 별점 5점
연도별 누적별점 합계 자격정지 기준	<ul style="list-style-type: none"> · 50종목 미만: 50점 · 50종목 이상 100종목 미만: 100점 · 100종목 이상 200종목 미만: 종목수×1.5점 · 200종목 이상: 종목수×2점

자료: KRX 법무포털, 『코스닥시장 업무규정 시행세칙 - [별표 5의 3] 시장조성자 평가 및 시장조성대가 지급기준 등』, <https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do#bon12bu18>, 검색일자: 2025. 7. 15.

- (파생상품) 시장조성상품에 대한 조성의무 충족 여부 평가 및 성과평가를 수행하여 시장조성 대가지급, 시장조성자 재선정 및 시장조성상품 배정 등에 활용
 - (의무평가) 시장조성상품별로 시장조성일수에 대한 의무충족일수의 비율을 통하여 시장조성 의무의 최종 충족 여부를 평가하며 이를 통하여 시장조성대가지급 및 별점 부과와 계약해지 등 성과관리를 위한 환류 시행
 - (의무충족 산식) $\frac{\text{의무충족일수}}{\text{시장조성일수}} \geq \text{기간의무이행률}$
 - (기간의무이행률) 상품군별 70%(미니코스피200옵션·코스닥150옵션·주식옵션) 혹은 80%(RX300선물·코스닥글로벌선물·섹터지수선물·변동성지수선물·주식선물·ETF선물)
 - (의무충족일수) 일별로 의무호가 유지된 시간을 합산한 의무호가제시시간을 기준으로 일중의무이행시간 측정
 - (시장조성자 대가 지급) 최종의무를 충족한 시장조성상품에 대하여 다음 식에 따라 대가지급상품 수수료 수입의 일부를 지급

$$\text{대가지급상품수수료수입} \times \frac{\text{시장조성자의 대가지급상품 평가기간 거래량}}{\text{대가지급상품 평가기간 거래량}} \times \text{환급률}$$
 - (위험등급에 따른 환급률) 상품의 위험등급에 따라 80~100% 환급
 - (별점부과 및 계약해지 등) 의무 미이행 및 차입공매도 한도수량 위반에 따라 별점을 부과하며 별점 합계에 따라 경고 및 계약해지 조치
 - (경고) 별점 합계 4/10×N점 초과 시(N은 시장조성상품 수)
 - (계약해지) 별점 합계 8/10×N점 초과 혹은 2년간 경고를 2회 이상 받은 경우
 - (성과평가) 성과평가의 내용 및 활용 방식은 '1) 지원대상의 적절성' 소절 및 <표 III-4> 참조

<표 III-7> 주식·주가지수파생상품 시장조성실적 의무충족평가에 따른 별점 기준 (단위: 개)

별점 산출 기준	별점 기준
별점 산출 기준: 상품별 최소의무이행일수 - 상품별 의무충족일수	<ul style="list-style-type: none"> · 10일 미만: 별점 1점 · 10일 이상 20일 미만: 별점 2점 · 20일 이상 30일 미만: 별점 3점 · 30일 이상 40일 미만: 별점 4점 · 40일 이상 50일 미만: 별점 5점 · 50일 이상 60일 미만: 별점 6점 · 60일 이상: 별점 7점

<표 III-7>의 계속

(단위: 개)

별점 산출 기준	별점 기준
시장조성상품의 차입공매도 한도수량 초과일수 합계 ÷ 평가기간 총 영업일수	· 5% 이상: 별점 5점 · 10% 이상: 별점 10점 · 15% 이상: 별점 15점 · 20% 이상: 별점 20점 · 25% 이상: 별점 25점 · 30% 이상: 별점 30점

자료: KRX 법무포털, 『주식·주가지수 파생상품 시장조성 운영지침 - [별표 4] 시장조성실적 평가 기준』,
<https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do>, 검색일자: 2025. 7. 15.

- (부정행위 징계) 이상 살펴본 별점 누적에 따른 계약해지 외에도 관계법규 및 업무규정 등을 위반한 경우 시장조성자 자격을 상실할 수 있음
 - 자본시장 관계법규 및 거래소의 업무 관련규정을 위반하여 형사제재를 받거나 과징금, 영업정지, 거래정지 또는 회원제재금(1천만원 이상) 이상의 조치를 받은 경우, 그로부터 1년 이상 경과해야 시장조성자의 자격을 회복

- (주식시장 시장조성자 공매도 제한) 시장조성자의 과도한 공매도가 발생하지 않도록 순보유잔고가 일정 수준 미달 시 매도호가 유지의무가 면제되며, 공매도를 통해 주가를 하락시킬 수 없도록 주식 시장조성자의 공매도호가 제출 시 가격을 제한
 - (Uptick Rule) 공매도는 직전 가격 이하의 가격으로 호가 불가(단 주가 상승 시 예외적으로 직전 가격으로 호가 가능)
 - (공매도 잔고 관리) 시장조성자 공매도의 투명한 관리를 위해 시장조성자의 잔고를 거래소에 신고하며 거래소는 일중 변동내역을 점검하여 불법공매도 방지 장치 마련
 - 한국거래소³³⁾에 따르면 2021년 이후 개인투자자들의 시장조성자 공매도에 대한 부정적 인식 확산 등으로 인하여 시장조성자의 공매도 호가 제출이 자발적으로 제한됨

33) 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20.

〈표 III-8〉 시장조성자 연도별 공매도 현황

(단위: 억원, %)

연도	유가증권시장			코스닥시장		
	시장조성자 거래대금	시장조성자 공매도 거래대금	시장조성자 공매도 거래대금 비중	시장조성자 거래대금	시장조성자 공매도 거래대금	시장조성자 공매도 거래대금 비중
2016	743	-	0.0	1,006	-	0.0
2017	1,016	47	4.6	-	-	-
2018	14,150	34	0.2	-	-	-
2019	280,260	66,861	23.9	5,415	1,021	18.9
2020	657,680	34,861	5.3	121,822	4,179	3.4
2021	261,148	44	0.0	115,551	83	0.1
2022	18,746	-	0.0	50,351	-	0.0
2023	72,089	-	0.0	353,274	-	0.0
2024	137,903	-	0.0	375,358	-	0.0
2025년 3월	16,036	-	0.0	48,360	-	0.0

자료: 한국거래소 제출 자료

- (파생상품시장 위험회피거래 관리체계) 시장조성 목적의 파생상품 거래에 따른 가격변동위험을 회피하기 위하여 기초주권에 대한 공매도 등 위험회피거래 필수적으로 발생함에 따라, 이를 위험회피목적으로 한정하는 거래소의 관리체계 마련
 - (매도금액 한도) 주식 매도가능금액은 파생상품 가격변동에 따른 위험회피에 필요한 금액에 상응하는 금액으로 그 한도를 설정
 - (전산시스템) 시장조성자는 의무적으로 공매도 전산시스템을 구축하고, 모든 매도주문을 공매도 중앙점검시스템(Naked Short-selling Detecting System, NSDS)을 통해 감시
 - 전산시스템 구축 의무는 2025년 2월 신설된 「자본시장법 시행령」 제208조의7 제2항 제1호에 따르며, 한국거래소³⁴⁾에 따르면 2025년 2월 기준 파생상품 시장조성자 18사 중 8사는 자체 잔고관리시스템을 구축하였으며 10사는 사전입고 관리를 통하여 무차입공매도 가능성을 차단함

- (적절성) 이상에서 살펴본 거래소의 자체적 성과관리 및 부정행위 방지 체계는

34) 한국거래소, 「3차 질의 응답 자료」, 2025. 6. 5.

시장조성자 제도가 교란행위에 대한 우려 없이 시장의 효율성을 제고하는 본연의 목적을 달성할 수 있도록 대체로 적절하게 설계되었다고 판단됨

- (성과관리) 성과평가에 따른 시장조성 대가지급의 경우 거래실적에만 연동이 되어 있어 유동성 제고 실적을 반영한다면 효과적 시장조성 활동에 따른 인센티브가 증가하여 제도운영 효율성이 제고될 것으로 기대됨
- (부정행위 징계) 한국거래소의 자율적 관리체계가 대체로 적절히 설계되어 있으나, 위법행위에 대한 검토 및 조치에는 비용부담 주체인 정부의 참여가 바람직할 수 있음
 - 위법 및 부정행위가 발생하였을 경우 이에 대한 정부와 거래소의 검토 및 관리체계를 정비하고 증권거래세 면제금액 환수 등의 적극적 관리 방안 도입을 고려할 수 있음
 - 단 정상적 거래행위에 대한 징계 가능성이 법적 리스크로 작용하여 시장조성 비용을 높이지 않도록 정부의 관리 범위를 신중히 설정할 필요 존재

다) 대체거래소 지원 검토

- 대체거래소가 2025년 3월 출범함에 따라 대체거래소에서의 시장조성 행위에 대한 세제지원에 대한 이론적 검토를 수행함
- 대체거래소에서의 시장조성 행위에 대한 세제지원을 도입할 경우 그 편익과 비용을 종합적으로 고려하여 판단할 필요가 있음
 - (편익) 대체거래소는 고유동성 우량 종목을 다수 거래하고 증권사에는 이미 두 거래소 중 유리한 호가에 거래가 이루어지는 시스템이 구축되어 있으나, 대체거래소에도 유동성 공급이 필요한 종목이 존재하고 대체거래소는 한국거래소가 거래하지 않는 시간에도 거래가 발생하므로 해당 시간에는 시장조성자 제도를 운영하여 투자자 입장에서 거래 효율성 제고 효과를 누릴 수 있음
 - 2025년 6월 기준 NEXTRADE에서 거래되는 800개 종목 중 시장조성자 대상 종목은 165개 종목으로 나타남
 - (비용) 상술한 주인-대리인 문제 등으로 인하여 대체거래소에 대한 신규 세제 지원 시 관리·감독체계 구축 및 운영 비용이 필요할 수 있으나 한국거래소와 대체거래소 간에 협력을 통해 이를 보완하는 것이 가능할 수 있음

- 예를 들어 대체거래소에서 이루어지는 파생상품 시장조성 거래에 대한 위험 회피거래를 모니터링하기 위한 신규 전산시스템 개발 비용이 존재하나 기존 한국거래소 시스템을 양 거래소가 협의하여 활용하는 방법을 모색할 수 있음
- (결론) 경쟁시장 활성화를 통한 시장 경쟁력 확보와 시장조성 인프라를 집중을 통한 효율성 제고 간의 장단점을 종합적으로 고려할 필요가 있음

3) 제도 간 유사·중복성

- 금융시장 유동성 공급 관련 정책에는 증권시장 및 채권시장 안전펀드 등 시장 단위의 유동성 공급 관련 정책이 존재하나, 시장조성자 제도와 같이 종목(상품) 단위의 가격 발견 기능을 갖춘 유사제도는 부재함
- 한편 시장조성자 제도와 관련한 정책으로는 한국거래소의 시장조성대가 지급 정책이 존재
 - 시장조성대가의 경우 앞서 살펴본 바와 같이 의무를 충족한 종목 및 상품에 대하여 해당 종목의 거래수수료 수입의 일부를 활용한 리베이트 지급
 - 이 외에도 시장조성자가 시장조성 거래를 위하여 납부한 거래수수료 및 청산·결제 수수료의 범위에서 시장조성대가를 별도로 지급할 수 있음
 - 한국거래소에 따르면 거래소가 시장조성자에 지급하는 시장조성대가는 연 80억 원 수준으로, 거래소 단일사업 최대예산에 해당함
- 한국거래소³⁵⁾의 시장조성대가 지급은 시장조성 행위의 사적비용을 낮추어 시장조성 행위를 사회적 최적 수준으로 공급하는 데에 기여하는 제도로서, 세제지원만으로 부족한 인센티브를 보완하여 시장조성행위 활성화를 지원하는 상호보완적 제도로 판단됨

35) 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20.

2. 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제(§117①1, 2, 2의2, 2의4, 4)

가. 정부 역할의 적절성

1) 정책목표

- 정부는 벤처투자 촉진을 목적으로 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제1호, 제2호, 제2호의2, 제2호의4, 제4호에 벤처투자회사 등이 창업기업 및 벤처기업의 주식을 양도할 때 증권거래세를 면제하는 조항을 도입
- 동 제도의 정책목표는 벤처캐피탈 등 전문 투자기관이 투자금을 회수(exit)하는 단계에서 발생하는 거래 비용을 경감해 줌으로써 벤처투자의 기대수익률을 높이고, 이를 통해 더 많은 민간 자본이 고위험·고수익 특성을 지닌 벤처투자 시장으로 유입되도록 유도하는 데 있다고 볼 수 있음

2) 벤처투자 지원의 필요성

- 벤처기업은 기술 혁신과 아이디어를 바탕으로 높은 성장 잠재력을 지니고 있지만, 동시에 높은 실패 확률과 정보 비대칭성이라는 특성을 가짐
 - 이러한 특성으로 인해 민간 자본시장에서 자금 조달에 어려움을 겪는 전형적인 ‘시장 실패(market failure)’ 영역으로 간주됨
 - 2021년 발간된 중소벤처기업부의 「벤처기업정밀실태조사」에 따르면 벤처기업의 “정부 정책지원금” 의존도는 64.1% 수준으로 “벤처캐피탈 및 엔젤투자” 의존도인 2.2%와 비교하여 매우 높은 편임
 - 선행연구에 따르면 벤처기업의 성공은 단순히 개별 기업의 성장에 그치지 않고, 새로운 기술 개발, 양질의 일자리 창출, 연관 산업 발전 등 국가 경제 전반에 걸쳐 막대한 긍정적 외부효과를 창출하는 것으로 알려짐
- 정부가 시장 실패를 교정하고 긍정적 외부효과를 극대화하기 위해 정책적으로 개입하여 벤처투자를 장려할 필요성이 인정됨

- 전술한 긍정적 외부효과는 투자자의 사적 수익에 완전히 내재화되지 않기 때문에, 사회적 최적 수준보다 벤처투자가 과소 공급될 유인이 있어 정부개입의 타당성은 인정됨

3) 정부지원의 필요성

- 벤처투자 시장의 공익적 성격과 시장 실패 가능성을 고려할 때 정부의 지원 필요성은 명확하지만, ‘증권거래세 면제’라는 특정 정책수단의 타당성에 대해서는 중장기적 검토가 필요함
 - 동 제도는 본 제도는 투자 회수 단계의 거래비용을 절감하여 벤처투자의 기대 수익률을 제고하는 것을 목표로한다고 볼 수 있으며, 이는 벤처투자의 위험을 일부 보상하고 투자 유인을 높이는 역할을 할 수 있음
 - 다만 벤처투자는 그 특성상 장기간에 걸쳐 이루어지며, 성공적인 회수는 소수의 사례에 집중되는 경향이 있음
 - 일반적으로 벤처투자의 수익률은 표준편차가 매우 높고 꼬리가 두꺼워, 성공적인 투자 회수 시 발생하는 수익은 증권거래세(현행 0.2% 내외)와 비교할 수 없을 정도로 클 수 있음
 - 따라서 투자 결정 단계에서 증권거래세 면제 혜택이 투자자의 의사결정에 미치는 영향은 제한적일 수 있다는 비판이 있을 수 있음
 - 즉 벤처투자의 본질적인 위험과 불확실성에 비하면, 회수 단계의 미미한 거래세 감면 혜택은 투자 활성화를 위한 핵심적인 유인책으로 보기 다소 어려운 측면이 있음
 - 타 국가의 사례에서도 일부 국가에서 대상 중소기업 또는 벤처기업의 주식 거래 전체에 대해 증권거래세를 면제하여 유동성을 제고하고 시장이 활성화되도록 하는 목적으로 유사 제도를 운용 중임
 - 이는 일차적으로 벤처기업에 출자 또는 투자한 투자기업에 대해 단발적으로 증권거래세 면제를 제공하여 투자 수익률을 높여주는 동 제도와는 근본적으로 차이가 있음

나. 수행방법의 적절성

1) 지원대상의 적절성

- 본 제도의 경우 지원대상 선정기준이 정책목표와 다소 부합하지 않는 측면이 존재함
 - 이는 제도의 정책목표가 ‘벤처투자 활성화’인지, 아니면 투자조합과 같은 ‘도관회사(conduit company)의 이중과세 방지’인지 불분명한 데서 기인한다고 볼 수 있음

- 만약 정책목표가 순수하게 벤처투자를 장려하는 것이라면, 지원대상을 벤처투자회사, 신기술사업금융업자 등 특정 법적 형태의 기관으로 한정하기보다 대상을 확대하는 것이 적절할 수 있음
 - 벤처투자의 위험을 부담하는 주체는 이들 기관뿐만 아니라 개인 엔젤투자자, 일반 법인 등 다양하며, 정책목표 달성의 효과성을 극대화하기 위해서는 벤처기업에 투자하는 모든 투자 주체에게 혜택을 확대하는 것이 타당함

- 반면에 동 제도의 정책목표가 투자조합을 자금이 거쳐 가는 통로(conduit)로 보아 이중과세를 방지하는 것이라면, 지원대상 선정에서 형평성을 제고하는 것이 보다 바람직할 것으로 보임
 - 투자조합 과세의 기본 법리인 ‘도관이론(conduit theory)’에 따르면 조합 단계에서는 과세하지 않고 최종 투자자인 조합원에게 소득이 귀속될 때 과세함으로써 이중과세를 피해야 함
 - 현행법은 벤처투자조합, 신기술사업투자조합 등에는 증권거래세 면제 혜택을 부여하면서도, 경제적 실질이 동일한 도관인 ‘개인투자조합’은 면제대상에서 배제하고 있음
 - 개인투자조합의 경우 벤처기업 등への 출자지분의 양도 또는 배당에 대한 비과세 혜택 대상에는 포함되어 있음(『조세특례제한법』 제13조)
 - 또한 진정한 도관이론의 관점이라면 외부 투자자로부터 모집한 자금으로 투자한 부분에 대해서만 혜택을 제공하는 것이 타당하지만, 현 제도는 이를 구분

하지 않고 모든 거래에 대해 면제 혜택을 부여하고 있음

- 설문조사에서는 수혜자들이 제도를 ‘도관’으로서의 혜택이 아닌, ‘투자 기업 자체’의 이익으로 인식하고 있음을 보여주고 있음
 - 제도 대상인 기업 100개를 대상으로 설문조사한 결과, 68개 회사가 ‘자체 재원 투자의 거래 및 유동성에 이익이 되었다’고 응답하여 다수의 기업이 벤처투자에 대한 지원제도로 인식하고 있는 것으로 파악됨

2) 지원방식의 타당성

- 벤처투자의 회수 거래는 장기간의 투자 끝에 발생하는 단발적인 거래라는 특성을 가지기에 동 제도에 유동성 공급을 촉진하는 기능보다 투자자의 실질 수익률을 일부 보전해 주는 목적만을 가진다고 볼 수 있음
 - 벤처투자의 회수 거래는 시장조성자의 거래처럼 지속적이고 반복적으로 이루어지지 아니하며 오히려 벤처투자 회수 이후에 거래가 증가하는 측면이 있음
 - 이러한 특성을 고려하여 일부 해외 사례에서도 대상 기업을 설정하고 요건을 만족하는 모든 거래에 대해 면제혜택을 제공함
- 앞서 언급했듯이 벤처투자의 높은 변동성과 잠재적 고수익률을 고려할 때, 증권거래세 면제액의 절대적인 규모가 작아 투자 유인 효과가 미미하다고 볼 수 있음
 - 성공적인 벤처투자는 수십, 수백 배의 수익을 가져올 수 있으며, 이러한 기대수익률 앞에서 0.2% 내외의 증권거래세는 투자 결정에 거의 영향을 미치지 못할 가능성이 높음
 - 유사 제도인 ‘농업인을 위한 인지세 면제(『조세특례제한법』 제116조)’의 경제적 효과가 거의 없는 것으로 평가된 사례와 같이 소액의 거래 관련 세금의 면제는 실제 경제 행위에 미치는 영향이 제한적일 가능성을 시사함³⁶⁾

36) 김평식·홍병진, 『2023 조세특례 임의심층평가 (4) 농·어민 지원을 위한 인지세의 면제』, 한국조세재정연구원, 2023.

3) 제도 간 유사·중복성

- 중소·벤처기업을 지원하기 위한 조세특례 제도는 증권거래세 면제 외에도 다양하고 직접적인 정책들이 이미 존재함

- 증권거래세 면제와 직접적으로 관련된 제도는 없으나, 투자금과 관련된 지원 제도 관점에서 다음과 같은 유사 제도들이 존재함
 - 벤처투자조합 출자 등에 대한 소득공제(「조세특례제한법」 제16조)
 - 거주자로부터 벤처기업 등의 초기 창업자금에 대한 투자 확대 유도
 - 소득공제금액 한도는 종합소득금액의 50%이며, 간접 투자금액은 10%를 직접 투자금액은 30~100% 차등 적용하여 공제함
 - 내국법인의 벤처기업 등への 출자에 대한 과세특례(「조세특례제한법」 제13조의2)
 - 내국법인의 벤처투자 출자금의 5% 법인세 세액공제
 - 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세(「조세특례제한법」 제13조)
 - 벤처투자회사 등의 주식 또는 출자 지분 양도차익 및 배당금에 대한 비과세

IV. 효과성 분석



IV. 효과성 분석

1. 시장조성자 제도의 유동성 제고 효과 분석

가. 시장조성자 제도 관련 조세지출 현황

- 조세특례제한법상 면제 근거를 크게 두 분류로 나눌 수 있음
 - (파생상품) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2의5
 - (주식시장) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제3호

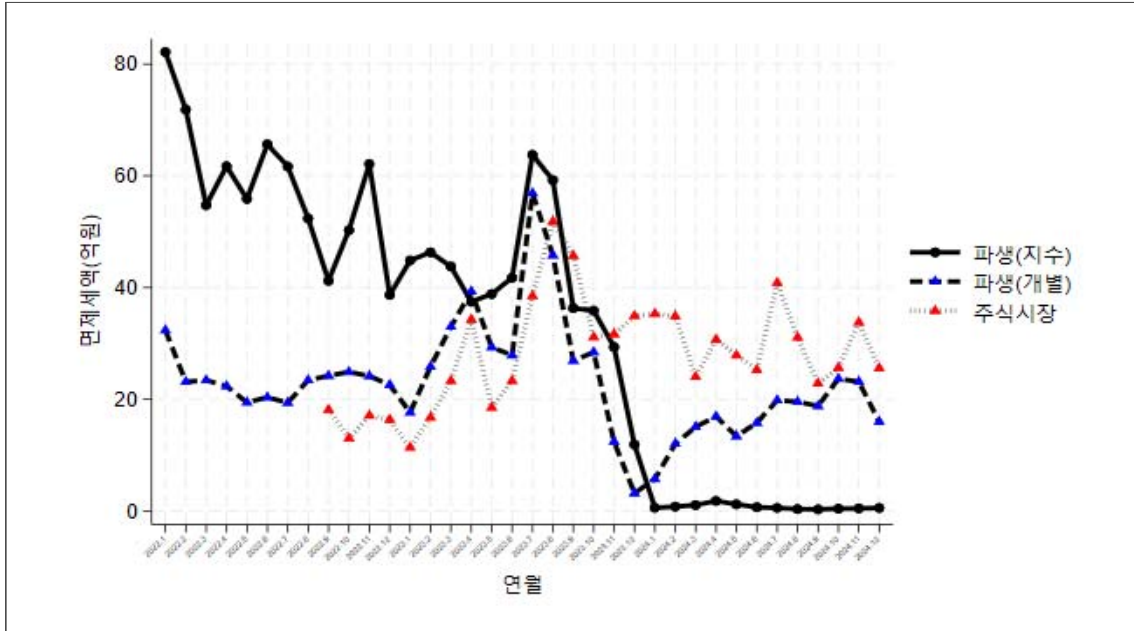
- (파생상품) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2의5에 의해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조 제1항에 따른 금융투자업자로서 대통령령으로 정하는 자가 같은 법 제8조의2 제4항 제2호에 따른 파생상품시장을 조성하기 위하여 거래대금, 시가총액, 회전을 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 파생상품에 대한 다음 각 목의 구분에 따른 주권을 대통령령으로 정하는 바에 따라 양도하는 경우 (다만 파생상품의 가격변동으로 인한 위험을 회피하기 위하여 양도하는 등 대통령령으로 정하는 경우로 한정) 증권거래세가 면제됨
 - (가목) 주가지수를 기초자산으로 하는 파생상품의 경우, 해당 파생상품의 기초자산인 주가지수를 구성하는 주권
 - (나목) 가목 외의 파생상품의 경우, 해당 파생상품의 기초자산인 주권

- (주식시장) 「조세특례제한법」 제117조 제1항 제3호에 의해 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제8조 제1항에 따른 금융투자업자로서 대통령령으로 정하는 자가 같은 법 제8조의2 제4항 제1호에 따른 증권시장을 조성하기 위하여 거래대금, 시가총액, 회전을 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 주권을 대통령령으로 정하는 바에 따라 양도하는 경우 증권거래세가 면제됨

□ [그림 IV-1]은 2022~2024년의 면제근거별/월별 면제세액 규모를 제시함

[그림 IV-1] 면제근거별 월별 면제세액 추이

(단위: 억원)



자료: 국세청 제공 자료 활용

□ 지수 파생시장에 대한 시장조성을 근거로 하는 면제세액 규모는 등락이 있으나 기간 중 대체로 감소하는 추세를 보였으며, 특히 2023년 11월~2024년 1월 기간 중 규모가 급격하게 감소한 후 대체로 미미한 수준을 유지함

- 2023년 11월~2024년 1월의 급격한 면제세액 감소는 금융위원회의 차입공매도 전면 금지 조치와 관련하여 2023년 11월 6일~2024년 1월 11일(46거래일) 기간 중 시장조성 의무가 일시적으로 면제된 것에 크게 기인한 것으로 판단됨
- 2024년 1월 이후 지수 파생시장 관련 면제세액 규모가 낮게 유지된 원인은 상대적으로 유동성이 풍부한 지수상품인 코스닥150선물이 시장조성 대상에서 제외된 영향이 큰 것으로 판단됨

□ 개별종목 파생시장에 대한 시장조성을 근거로 하는 면제세액 규모는 2022~2023년 중 대체로 지수 파생시장에 비해 낮게 나타났으나, 차입공매도 관련 시장조성 의무 면제기간에 일시적으로 급락한 이후 면제세액 규모가 다소 회복된 것으로 나타남

- 주식시장에 대한 시장조성을 근거로 하는 면제세액은 2022년 1월~2022년 8월 기간 중 발생하지 않았으며, 이후 등락은 있으나 파생상품시장과 다르게 소폭 증가하는 추세를 보였음
 - 2021년 9월 금융감독원의 시장조성자 대상 과징금 부과 이후 시장조성 참여 증권사들이 시장조성 의무를 면제받았으며, 그 결과 2022년 8월까지 시장조성 거래가 사실상 중단되었음
 - 2021년 연말 시장조성 계약기간 종료 후 2022년 시장조성자 신청이 바로 이루어지지 않았으며, 2022년 7월 19일 증권선물위원회 심리 결과, 금융감독원의 시장조성자 과징금 부과 사실이 무효화된 이후에 2022년 시장조성자 재모집 준비가 개시되었음³⁷⁾

- <표 IV-1>은 연간 시장조성 관련 면제세액 규모를 면제근거 유형별로 제시함
 - 총 면제세액은 2022년 1,043억원에서 2023년 1,197억원으로 소폭 증가하였으나 2024년은 567억으로 전년 대비 크게 감소함
 - 2024년의 면제세액 감소는 주로 지수선물 시장 관련 면제세액(『조특법』 제117조 제1항 제2의5 가목)이 큰 폭으로 감소한 것에 기인한 것으로 판단
 - 2024년 1월부터 지수선물 중 상대적으로 유동성이 풍부한 코스닥150선물이 시장조성 대상종목에서 제외됨에 따른 것으로 추정됨
 - 개별주식 선물시장 관련 면제세액(『조특법』 제117조 제1항 제2의5 나목)은 2022~2023년에 증가하였으나, 2024년에는 면제세액 규모가 상당히 감소함
 - 주식시장(『조특법』 제117조 제1항 제3호) 관련 면제세액 규모는 2022년 시장조성 활동이 다소 늦게 개시되며 작은 규모를 기록하였으나, 개시 이후 증가하여 2023~2024년 약 360억 수준의 규모를 보임

37) 『파이낸셜뉴스』, 『“단 몇 개월이라도“ 거래소, 시장조성자 재모집…이르면 8월초』, 2022. 7. 21., <https://www.fnnews.com/news/202207210531083477>, 검색일자: 2025. 4. 16.

<표 IV-1> 면제근거별 연간 시장조성 관련 면제세액 규모

(단위: 억원)

구분	2022	2023	2024
「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2의5 가목	698	489	9
「조세특례제한법」 제117조 제1항 제2의5 나목	280	347	200
「조세특례제한법」 제117조 제1항 제3호	65	361	358
계	1,043	1,197	567

주: 집계 과정에서 반올림 등으로 인해 오차가 발생할 수 있음

자료: 국세청 제공 자료 활용

나. 파생상품시장 시장조성 현황

- 파생상품시장의 시장조성 대상은 선물과 옵션을 포함하는데, 거래대금을 기준으로 우리나라는 선물시장의 비중이 옵션시장에 비해 압도적으로 큰 상황
 - <표 IV-2>에 따르면 최근 3년간 전체 파생상품시장의 일평균 거래대금에서 선물시장의 거래대금이 차지하는 비중은 98.8~99.1%에 달하는 것으로 나타남

<표 IV-2> 파생상품시장 선물/옵션 연간 일평균 거래대금

(단위: 억원)

구분	2022	2023	2024
선물 전체	607,831	579,836	664,368
옵션 전체	7,666	6,366	5,816
합계	615,497	586,201	670,184
선물 비중	0.988	0.989	0.991

자료: 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20., p. 1.

- 시장조성자 거래대금의 규모도 선물시장의 규모가 옵션시장에 비해 크게 높음
 - <표 IV-3>에 따르면 매수와 매도 양편 기준으로 집계된 파생상품 시장조성자의 총 시장조성 거래대금 중 선물시장이 차지하는 비중은 최근 3년간 94.4~96.8%에 이르는 것으로 나타남

<표 IV-3> 파생상품시장 시장조성자의 선물/옵션 연간 거래대금

(단위: 십억원)

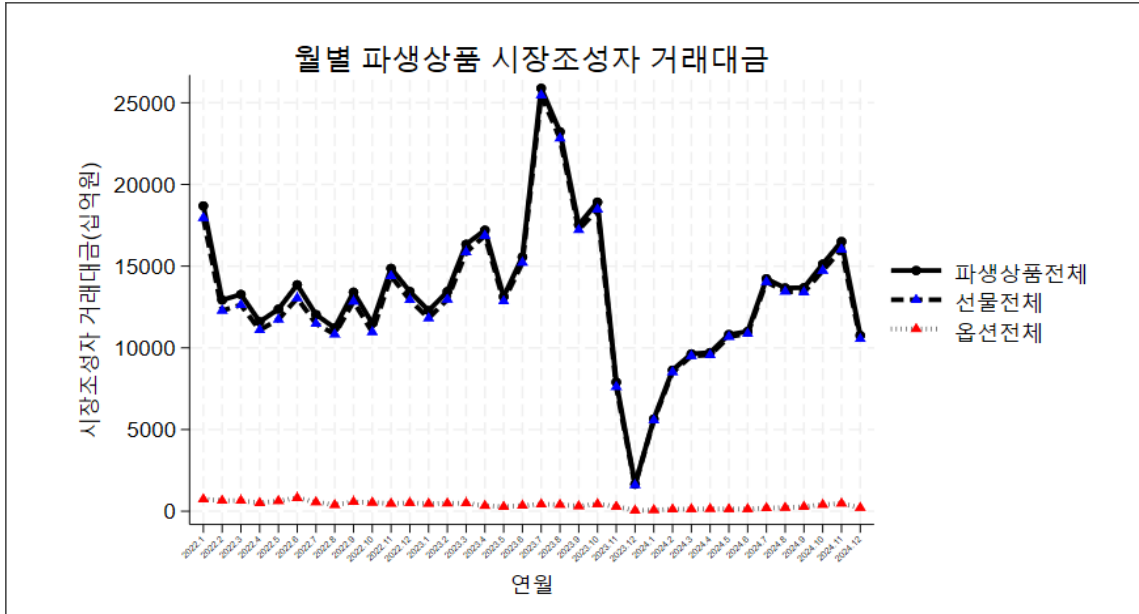
구분	2022	2023	2024
선물 전체	152,172	178,750	136,885
옵션 전체	7,015	4,311	2,519
합계	161,209	185,084	141,428
선물 비중	0.944	0.966	0.968

주: 시장조성자 거래대금은 양편 기준
 자료: 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20.을 바탕으로 계산

- [그림 IV-2]는 2022~2024년 매월 시장조성자 양편 거래대금의 추이를 선물과 옵션으로 구분하여 제시
 - 시장조성자 거래대금의 대부분을 선물시장의 거래대금이 차지함

[그림 IV-2] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금

(단위: 십억원)



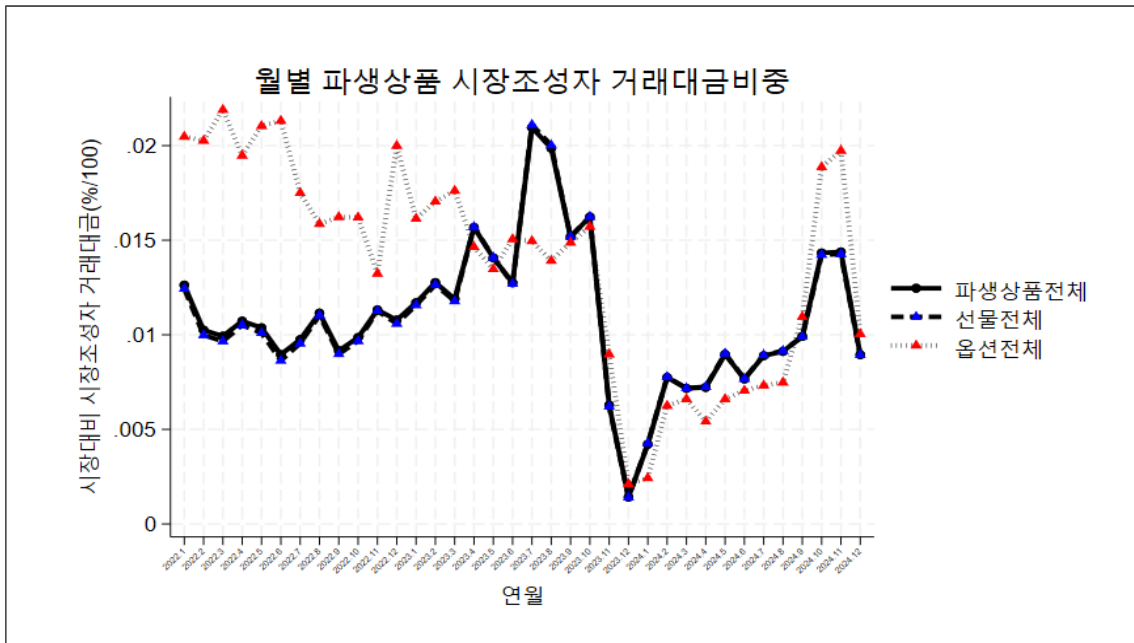
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- [그림 IV-3]은 동 기간 월별 시장조성자 거래대금을 전체 거래대금으로 나눈 비중의 추이를 선물과 옵션으로 구분하여 제시
 - 전반적으로 파생상품시장의 전체 거래대금에서 시장조성 거래대금이 차지하는 비중은 1% 내외를 유지하되 소폭 하락한 경향을 보임

- 2024년 1월부터 코스닥150이 지수선물시장 시장조성 대상에서 제외되는 등에 기인한 것으로 추정됨

[그림 IV-3] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금의 비중

(단위: %/100)



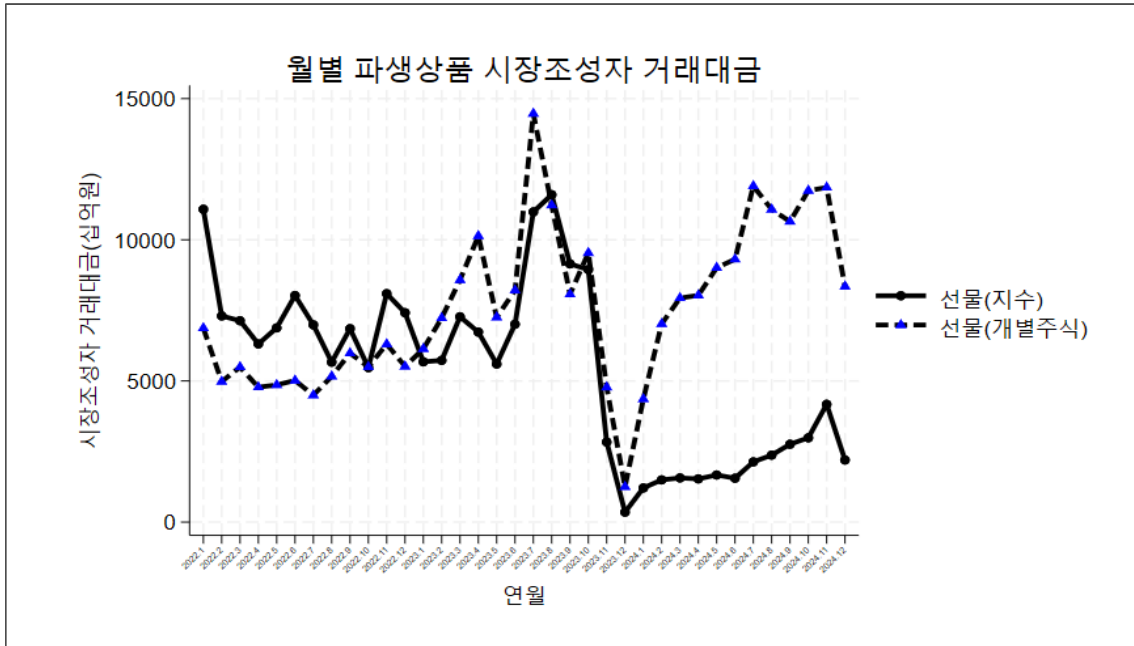
주: 양편 기준 시장조성자 거래대금을 2로 나눈 후 전체 거래대금으로 나누어 비중 계산
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- 본 연구에서는 파생상품시장 전체 거래대금 및 시장조성 거래대금 측면에서 차지하는 상대적인 비중을 고려하여 선물시장을 중심으로 시장조성 관련 현황을 정리하고 실증분석에 대한 이슈를 논의함
- 선물시장은 지수선물과 개별주식선물로 나누어 볼 수 있으며, 두 시장에 대한 시장조성 활동 정도를 2023년 11월~2024년 1월 기간의 이전/이후로 비교하면 차이가 크게 나타남([그림 IV-4])
 - 2022~2023년 개별주식선물시장에 대한 시장조성 활동은 다소 증가하는 추세이고 지수선물시장은 등락을 반복하는 상황
 - 그러나 2024년 1월 이후 지수선물시장의 시장조성 규모는 이전에 비해 크게 낮아진 상태를 유지하고 있음

- 반면 개별주식선물 시장의 시장조성 활동은 시장조성 의무 재시행 이후 2023년 수준으로 복귀한 것으로 보임

[그림 IV-4] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금(선물유형별)

(단위: 십억원)

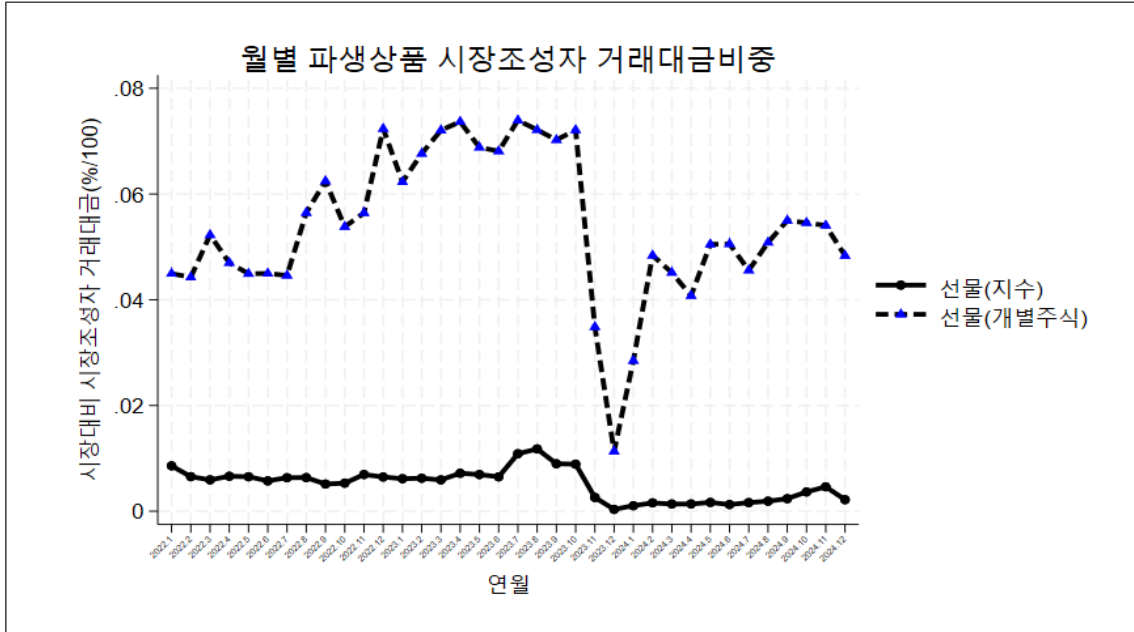


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- [그림 IV-5]는 시장조성자 거래대금이 전체 거래대금에서 차지하는 비중을 지수선물과 개별주식선물로 나누어 제시
 - 지수선물에 비해 개별주식선물의 전체 대비 시장조성 거래대금 비중이 전반적으로 높음
 - 개별주식선물은 기본적으로 모든 최근월물이 시장조성 대상이나, 지수선물은 유동성이 특히 풍부한 일부 종목들이 시장조성 대상에서 제외되어 있기 때문인 것으로 판단됨
 - 코스피200, 미니코스피200(2021년 3월부터), 코스닥150선물(2024년 1월부터) 시장조성에서 제외

[그림 IV-5] 월별 파생상품 시장조성자 거래대금의 비중(선물유형별)

(단위: %/100)



주: 양편 기준 시장조성자 거래대금을 2로 나눈 후 비중 계산

자료: 한국거래소 제공 자료 활용

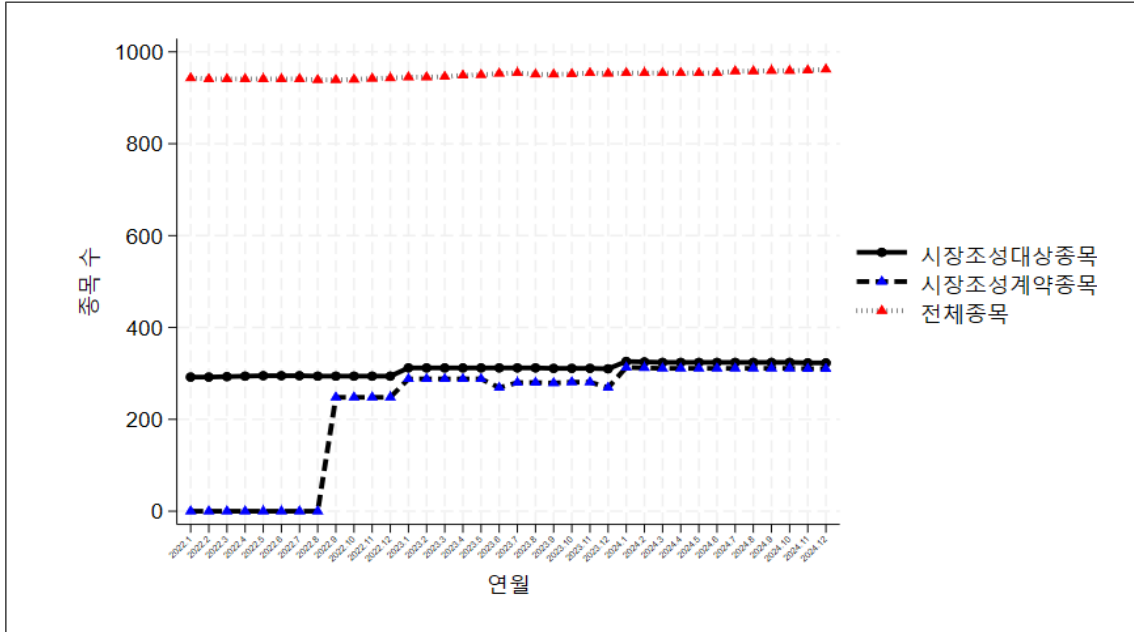
다. 유가증권시장 시장조성 현황

- [그림 IV-6]에 따르면 유가증권시장 시장조성 대상종목의 수는 2022년부터 소폭 증가 추세임
 - 연 단위로 대상종목이 정해지는 특성상 신규 상장종목을 제외하면 월 단위 대상종목 수의 변동은 없음³⁸⁾
 - 계약종목의 수는 시장조성자들과의 계약 상황에 따라 월별로 변동
 - 대상종목의 수는 매년 소폭 증가하는 추세를 보이며, 계약종목의 수는 2022년 9월 시장조성 활동 재개 이후 대상종목의 수와 대체로 근접하게 증가하면서 대상종목 중 비계약종목의 수가 점차 감소하고 있는 모습

38) 유동성 평가기간 이후 상장종목에 대해서는 지정기준에 대한 법령이 적용되지 않으며, 한국거래소 내규에 따라 시가총액 10조원 이상 또는 LP 지정에 해당하지 않는 종목이 시장조성 대상종목으로 선정됨.

[그림 IV-6] 월별 유가증권 시장조성 대상(계약)종목 수

(단위: 종목)



주: 각 월에 해당하는 거래일 중 하루라도 대상(계약)종목에 해당하면 대상(계약)종목으로 분류
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

□ <표 IV-4>는 2022~2024년 시장조성자, 대상종목, 계약종목의 현황을 제시함

<표 IV-4> 유가증권시장 시장조성자, 대상종목, 계약종목 현황

(단위: 종목)

구분	2022	2023	2024
시장조성자 수	6	7	9
대상종목	295	312	326
계약종목	248	270	310

자료: 한국거래소, 「2차 질의 응답 자료」, 2025. 5. 20.

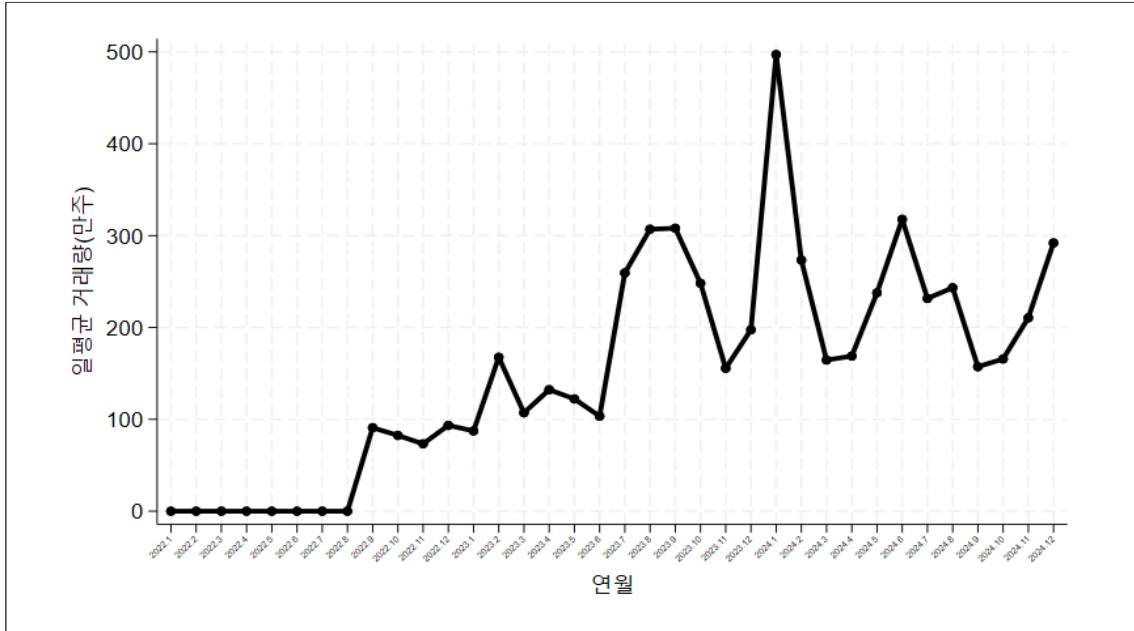
□ [그림 IV-7], [그림 IV-8]은 월 단위로 전 종목에 대해 2022~2024년 시장조성자의 일평균 거래량·거래대금 추세를 제시함

- 종목별·월별 일평균 거래량과 거래대금을 계산한 후, 월 단위로 전 종목에 대해 합산한 수치임
- 시장조성 계약종목의 증가에 따라 2022년 9월 이후 점차 거래량과 거래대금이 증가하고 있음

○ 거래량과 거래대금의 월별 변동은 대체로 유사한 추세를 보임

[그림 IV-7] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량

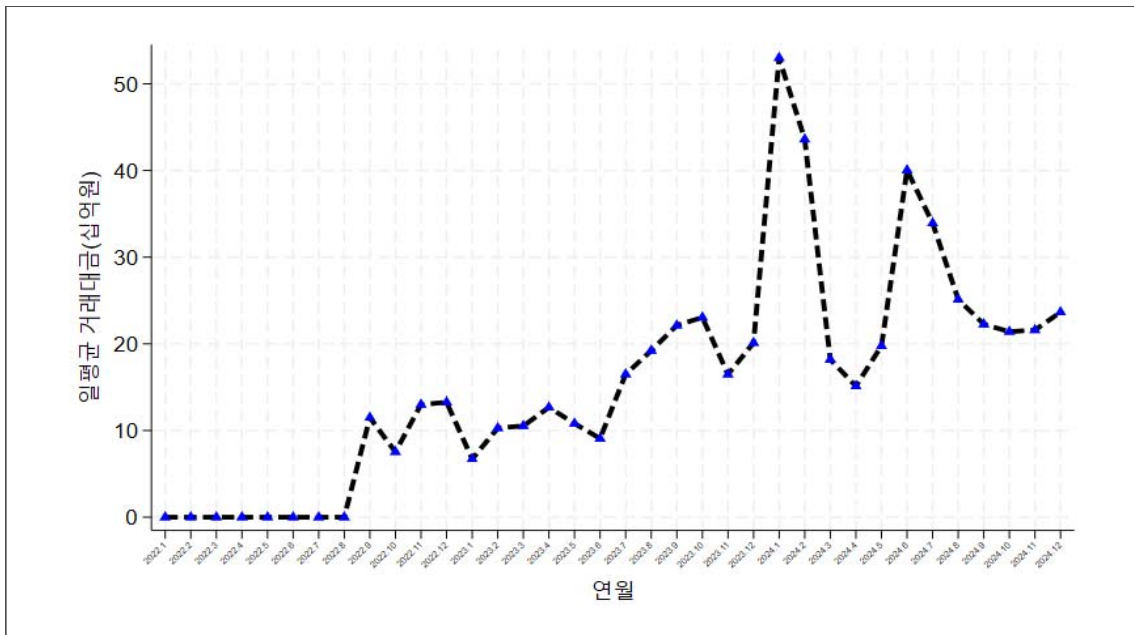
(단위: 만주)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-8] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래대금

(단위: 십억원)

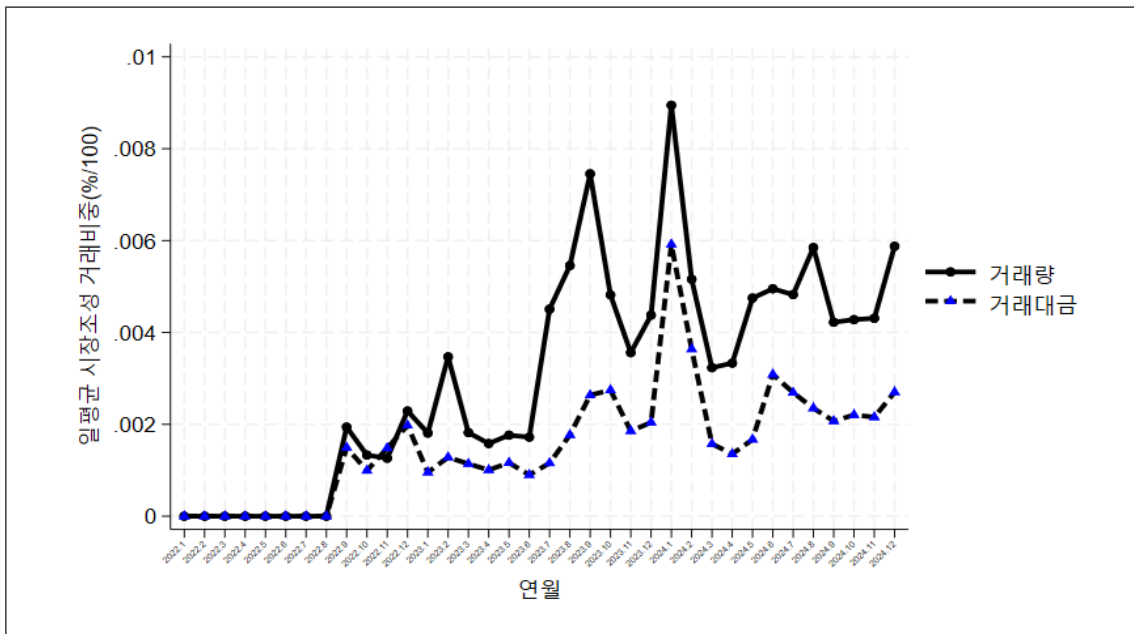


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- [그림 IV-9]는 2022~2024년 전체 거래 대비 시장조성 거래량·거래대금 비중 변화
 - 월 단위 전 종목 일평균 시장조성 거래량(거래대금)을 전체 거래량(거래대금)으로 나누어 계산
 - 시장조성 거래량과 거래대금의 추세와 유사하게 비중 또한 소폭 증가하는 추세를 보이나, 거래량 비중이 거래대금 비중과 비교하여 빠르게 증가하고 있음
 - 가격이 낮은 종목에 대한 시장조성 활동이 상대적으로 빠르게 증가했을 가능성이 있음

[그림 IV-9] 유가증권 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량·거래대금 비중

(단위: %/100)



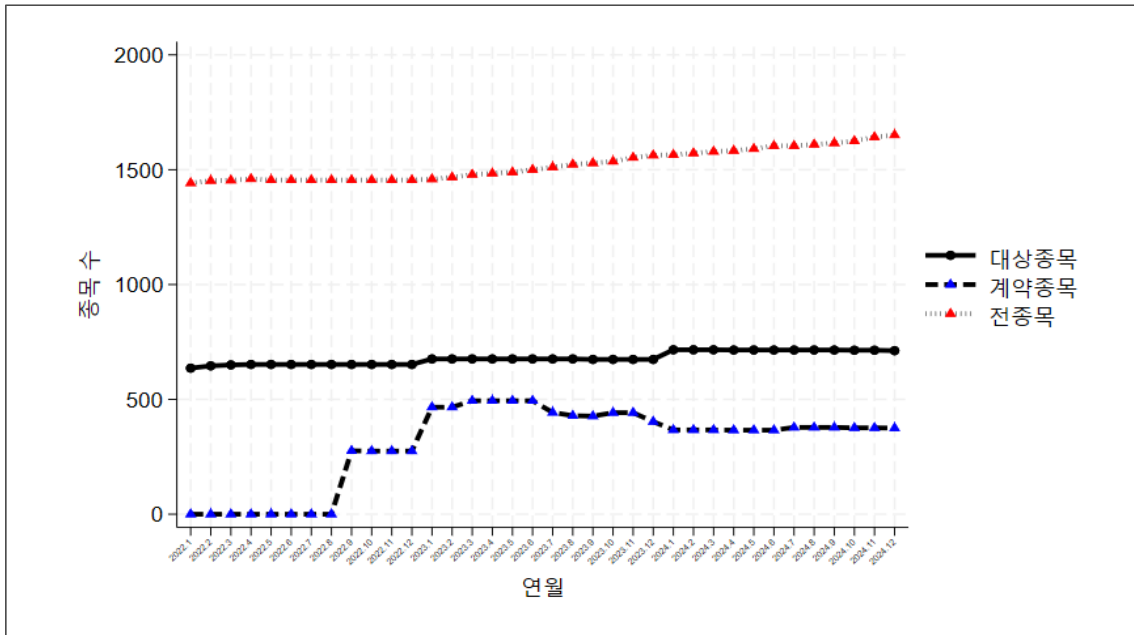
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

라. 코스닥시장 시장조성 현황

- [그림 IV-10]에 따르면 2022~2024년 코스닥시장 시장조성 대상종목의 수는 소폭 증가
 - 계약종목의 숫자는 2022년 9월 시장조성 활동 재개 이후 2023년 상반기까지 증가하였으나, 2023년 하반기부터 2024년에 걸쳐 다소 감소하였음

[그림 IV-10] 월별 코스닥시장 시장조성 대상(계약)종목 수

(단위: 종목)



주: 각 월에 해당하는 거래일 중 하루라도 대상(계약)종목에 해당할 경우 대상(계약)종목으로 분류
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

□ <표 IV-5>는 2022~2024년 코스닥시장의 시장조성자 수, 대상종목, 계약종목 현황을 제시함

<표 IV-5> 코스닥시장 시장조성자, 대상종목, 계약종목 현황

(단위: 종목)

구분	2022	2023	2024
시장조성자 수	5	7	8
대상종목	681	687	744
계약종목	293	407	381

자료: 한국거래소 제공

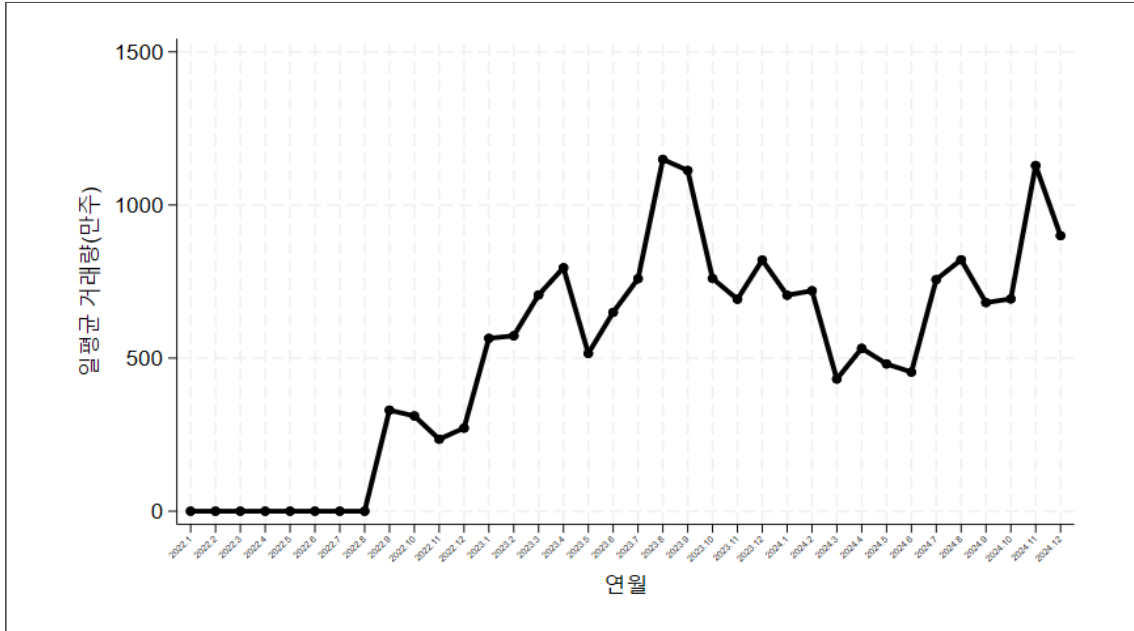
□ [그림 IV-11], [그림 IV-12]는 월 단위로 코스닥시장 전 종목에 대한 2022~2024년 시장조성자의 일평균 거래량·거래대금 추세를 제시함

- 종목별 월별 일평균 거래량과 거래대금을 계산한 후, 월 단위로 전 종목에 대해 합산한 수치임
- 시장조성 계약종목 증가 추세에 따라 2022년 9월 이후 대체로 거래량과 거래

대금이 증가하였으나, 2023년 하반기부터 증가 추세가 다소 위축됨

[그림 IV-11] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량

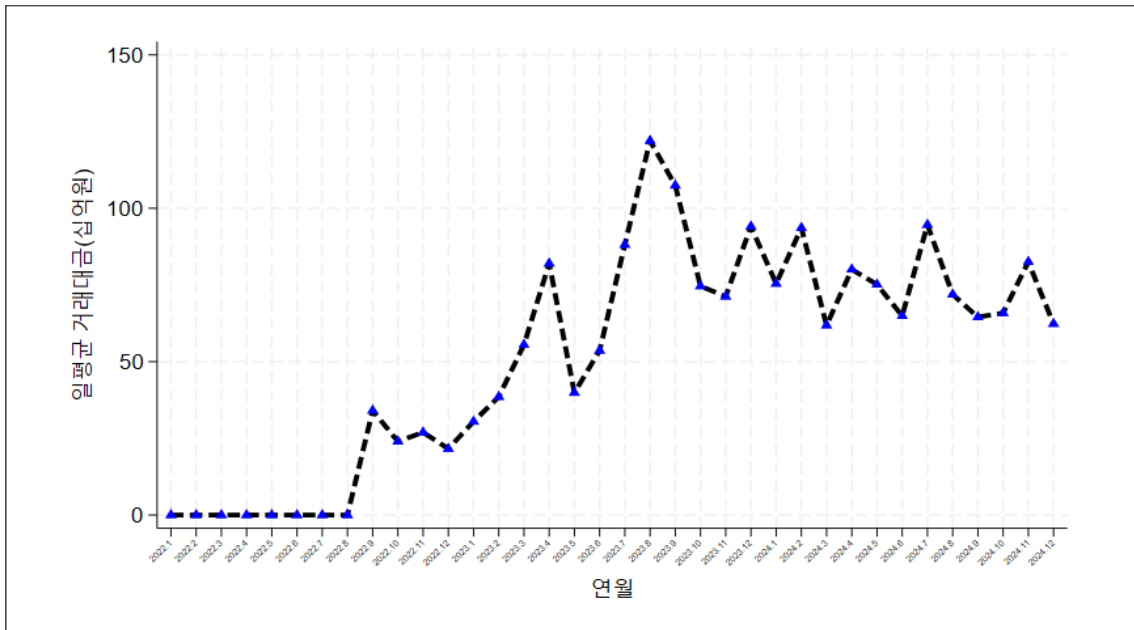
(단위: 만주)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-12] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래대금

(단위: 십억원)

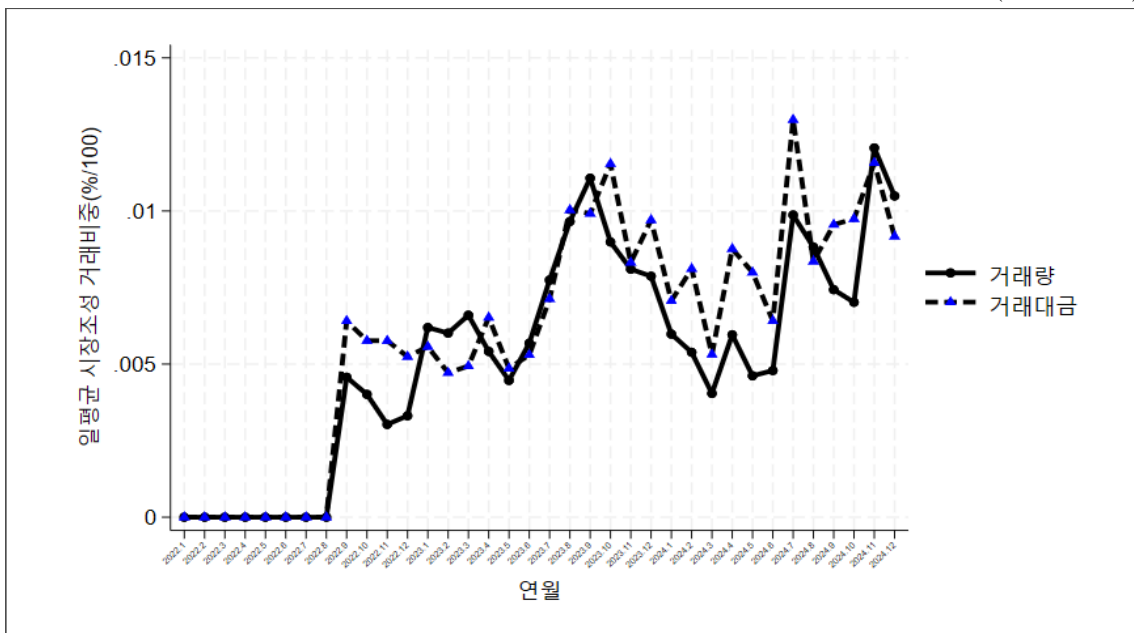


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- [그림 IV-13]은 2022~2024년 코스닥시장 전체 거래 대비 시장조성자의 거래량과 거래대금의 비중을 제시함
 - 월 단위 전 종목 일평균 시장조성 거래량(거래대금)을 전체 거래량(거래대금)으로 나누어 계산
 - 거래량보다 거래대금의 비중이 소폭 높은 편이며, 2023년 하반기부터 다소 감소하였으나 2024년 하반기에 비교적 회복된 모습을 보임

[그림 IV-13] 코스닥시장 월별 전 종목 일평균 시장조성 거래량·거래대금 비중

(단위: %/100)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

마. 실증분석 자료 및 모형 설정

1) 개괄

- 2022년 이루어진 조세특례 심층평가(강동익 외, 2022) 이후 발생한 파생상품시장과 주식시장의 시장조성 관련 주요 변화로는 파생상품시장의 차입공매도 관련 조치와 주식시장의 금융감독원 과징금에 따른 조치 등이 있었음
 - (파생) 2023년 11월 6일~2024년 1월 12일 차입공매도 전면 금지 관련 시장조성자 의무 면제 및 재개, 2024년 1월부 코스닥150선물 시장조성 대상종목에서 제외

- (주식) 2021년 금융감독원 과징금 관련 시장조성 활동 중단 이후 2022년 9월 시장조성 활동 재개
- 본 분석의 대상인 시장조성 제도의 운영에 대한 증권거래세 면제의 취지는 제도 참여 시장조성자들의 수익 및 리스크 헷지에 기여함으로써 결과적으로 시장조성 제도 활성화, 나아가 시장조성 제도의 활성화에 따른 시장의 질적 향상을 도모하는 것으로 판단됨
 - 따라서 본 보고서의 효과성 분석의 주안점은 정부 입장에서 조세지출이 비용의 성격임을 고려하더라도, 국가 전체 관점에서 시장조성 제도 활성화가 시장에 미치는 영향을 분석하는 것으로 볼 수 있음
 - 특히 시장조성 제도가 운영되지 않을 경우 시장조성 거래가 존재하지 않음에 따라 결과적으로 조세지출이 발생하지 않는다는 점을 고려할 필요
 - 또한 시장조성 제도에 대한 참여자의 호응이 없을 경우에도 조세지출은 발생하지 않는 상황임
- 본 분석은 주식시장에서의 상기 시장조성 관련 제도·환경의 변화를 이용하여 시장조성 제도가 금융시장의 효율화·안정화와 관련된 주요 지표들에 미치는 영향을 추정하고자 함
 - 본 분석에서는 ‘사건(event)’을 시장조성자 활동에 영향을 미치는 제도 또는 환경의 변화를 지칭하는 용어로서 혼용하기로 함
- 본 분석을 수행하기 위해 ① 사건 전후의 자료가 필요하며 ② 사건의 영향을 받는 처치군(treated group)과 영향을 받지 않는 대조군(control group)을 구성할 것이 요구됨
 - 처치군과 대조군은 사건이 없었다는 가정 아래 여러 지표 측면에서 최대한 유사한 성격을 갖는 종목들로 구성되는 것이 바람직함
- 처치군과 대조군을 시장조성 대상(계약)종목과 비대상(비계약)종목으로 설정하고 두 그룹을 비교하여 분석을 수행할 경우, 처치군과 대조군이 대체로 상이한 특성을 가질 것이라는 우려가 존재
 - 시장조성 대상(계약)종목 여부는 대상종목 여부를 결정하는 회전율, 유효스프

레드, 시가총액, 듀레이션 등에 영향을 받음

- 따라서 처치군과 대조군은 해당 지표들의 측면에서 명확하게 특성이 다른 집단임
- 계약과 비계약 여부는 시장조성자들이 내린 선택의 결과이며, 따라서 시장의 다양한 특성 측면에서 평균적으로 상이한 집단일 것으로 예상됨
- 두 집단의 상이한 특성을 고려하지 않고 시장조성의 효과를 추정할 경우 편향된 추정치가 도출될 가능성을 고려해야 함

□ 본 분석에서는 추정치의 편향을 최대한 완화하기 위해 처치군과 대조군을 최대한 유사한 특성을 공유하는 집단으로 구성함

- 시장조성 대상종목의 선정 과정에서 핵심적인 역할을 수행하는 ‘회전율’ 변수의 기준점을 활용한 회귀단절법(regression discontinuity)을 이용하여 처치군과 대조군을 구성
 - 회귀단절법은 회전율의 측면에서 유사한 처치군과 대조군을 구성하며, 회전율이 유사한 두 집단이 다양한 변수들의 측면에서도 이질성이 크지 않을 것이라는 직관을 바탕으로 함

□ 구체적으로 주식시장(유가증권, 코스닥시장)의 2021년 금융감독원 과징금 관련 시장조성 활동 중단 이후 2022년 9월에 시장조성 활동이 재개되는 것을 본 분석의 ‘사건’으로 활용하여 효과성 분석을 수행

- 주식시장의 시장조성 대상(계약)종목과 비대상(비계약)종목에 대해 2022년 9월 전후로 다양한 지표들을 비교할 수 있음
- 또한 본 분석에 활용된 자료에 2022년 시장조성 대상 여부를 결정하는 기준인 회전율 등의 정보가 존재함

□ 대상종목 중 비계약종목이 상당한 규모로 존재하는 상황을 고려했을 때, 처치군과 대조군은 계약 여부에 따라 구분하는 것이 적절할 것으로 판단됨

- 대상종목 전체를 처치군으로 분류하는 것은 실제 시장조성 활동이 이루어지지 않은 비계약종목을 포함하여 시장조성 활동의 영향을 추정한다는 의미
 - 음(-)의 방향으로 편향된 추정 결과가 도출될 것으로 우려됨

- 또한 대상종목 중 계약종목과 비계약종목의 이질성은 대상종목 여부에 따른 이질성보다 그 정도가 덜할 것으로 판단되며, 적절한 처치군과 대조군 구성 측면에서도 추가적인 장점이 있을 것으로 기대됨
- 다양한 여건을 종합적으로 고려할 때, 파생상품시장에 대한 효과성 추정은 어려운 것으로 판단됨
 - (지수선물) 코스닥150선물 종목을 제외하면 대상종목과 비대상종목의 변화가 존재하지 않으며, 비대상종목인 코스피200, 미니코스피200 선물과 기타 대상종목 지수선물은 유동성과 거래량 측면에서 매우 큰 차이가 있는 것으로 보임
 - 한국거래소(2025)에 따르면 2024년 전체 선물 일평균 거래대금 66조 4,368억 원 중 코스피200선물이 23조 8,041억원으로 1/3 이상의 비중을 차지하는 상황
 - (개별주식선물) 모든 최근월물이 대상종목임에 따라 최근월물과 차근월물의 비교가 불가피하지만, 두 유형의 파생상품은 기초자산이 동일하더라도 파생상품의 주요 특성인 만기일까지의 기간이 달라 비교가 적절하지 않음
 - 파생상품시장에 발생한 또 다른 사건으로 2023년 11월의 시장조성 의무기준 면제를 활용하여 2022년의 동 월과 비교 분석하는 방법을 대안으로 고려할 수 있으나, 한국의 거시경제 및 국제경제 상황과 종목별(업종별) 업황이 다를 수 있음을 고려하면 2022년과 2023년의 동 월 또한 적절한 비교대상이 아닌 것으로 판단됨

2) 분석대상 변수

- 본 분석의 분석대상 종속변수들은 거래의 양, 유동성, 변동성을 측정하는 지표들로 구성함
 - 거래의 양적 지표
 - (로그) 거래량 및 거래대금
 - 유동성 지표
 - 체결률, 로그 Liquidity Ratio, 최우선호가스프레드율
 - 변동성 지표
 - 수익률의 절댓값, DPA(Daily Price Amplitude)
 - <표 IV-6>에 각 지표들의 계산식 및 설명을 요약 제시함

□ 유동성 지표들은 다음과 같이 정의됨

- 체결률은 주문이 거래로 이어진 정도를 측정하는 지표이며, 거래량을 신규호가수량에서 취소호가수량을 차감한 값의 절반으로 나누어 계산됨
 - 분석에는 시장조성호가를 제외한 체결률이 사용되었음
- Liquidity Ratio는 Amihud 지표의 역수로 정의되었으며, 거래대금을 거래일 단위 가격변동률로 나눈 값으로 계산됨
 - 가격충격 측면의 유동성을 나타내는 지표로 널리 사용되며, 값이 클수록 유동성이 높은 것으로 해석됨
- 최우선호가스프레드율은 최우선 매도호가와 최우선 매수호가의 차이를 최종 최우선매도·매수호가의 평균가격으로 나눈 값으로 정의됨
 - 거래비용의 크기를 반영하는 변수임

□ 변동성 지표인 절대수익과 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

<표 IV-6> 유동성, 변동성 측정 변수

지표	수식	설명
거래 지표(Market Volume)		
거래량	$Q_{i,t}$	시장조성자 거래량 (양편/2) 제외
거래대금	$V_{i,t}$	시장조성자 거래금액 (양편/2) 제외
유동성 지표(Market Liquidity)		
체결율	$\left(\frac{\text{거래량} \times 2}{\text{신규호가수량} - \text{취소호가수량}} \right)$	거래소 직접 계산 (시장조성자 제외)
Liquidity Ratio (유동성비율)	$LR_{i,t} = \frac{V_{i,t}}{ R_{i,t} }$	높은 값을 가질수록 유동성이 높은 것을 의미하며, 1%의 가격변화를 유발하기 위해 필요한 거래금액을 측정함

<표 IV-6>의 계속

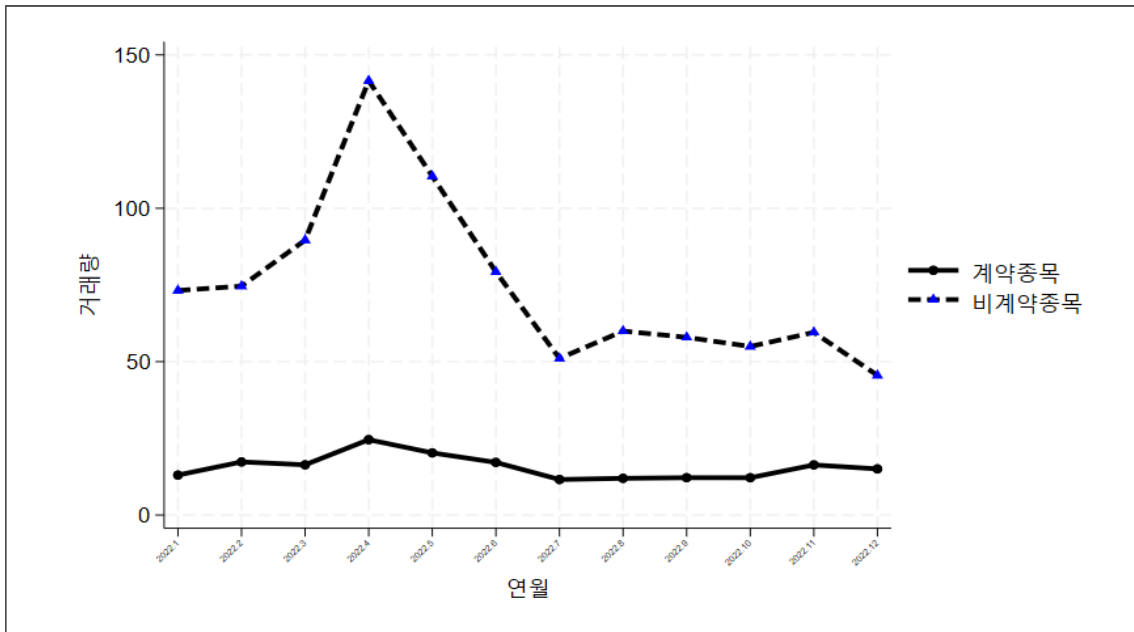
지표	수식	설명
최우선호가 스프레드율	-	거래소 직접 계산
변동성 지표(Market Volatility)		
절대수익	$AR_{i,t} = R_{i,t} \cdot \sqrt{\pi/2}$	수익률의 절댓값
Daily Price Amplitude	$DPA_{i,t} = 2 \times 100 \times \frac{PH_{i,t} - PL_{i,t}}{PH_{i,t} + PL_{i,t}}$	일일 고가와 저가의 비율로 변동성을 측정함

자료: 저자 작성

- (유가증권시장) [그림 IV-14]~[그림 IV-20]은 시장조성 계약이 이루어진 종목(계약종목)과 비계약종목으로 구분하여 2022년 월 단위 거래일·종목 평균을 제시
 - 계약종목이 비계약종목에 비해 평균적으로 거래량, 유동성, 변동성 지표들의 수준이 낮은 것으로 나타남
 - 다른 유동성 지표와 해석의 방향이 반대인 최우선호가스프레드율은 계약종목이 소폭 높게 나타남
 - 전반적으로 계약종목과 비계약종목의 추세가 유사하다고 판단하기는 어려움

[그림 IV-14] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(거래량)

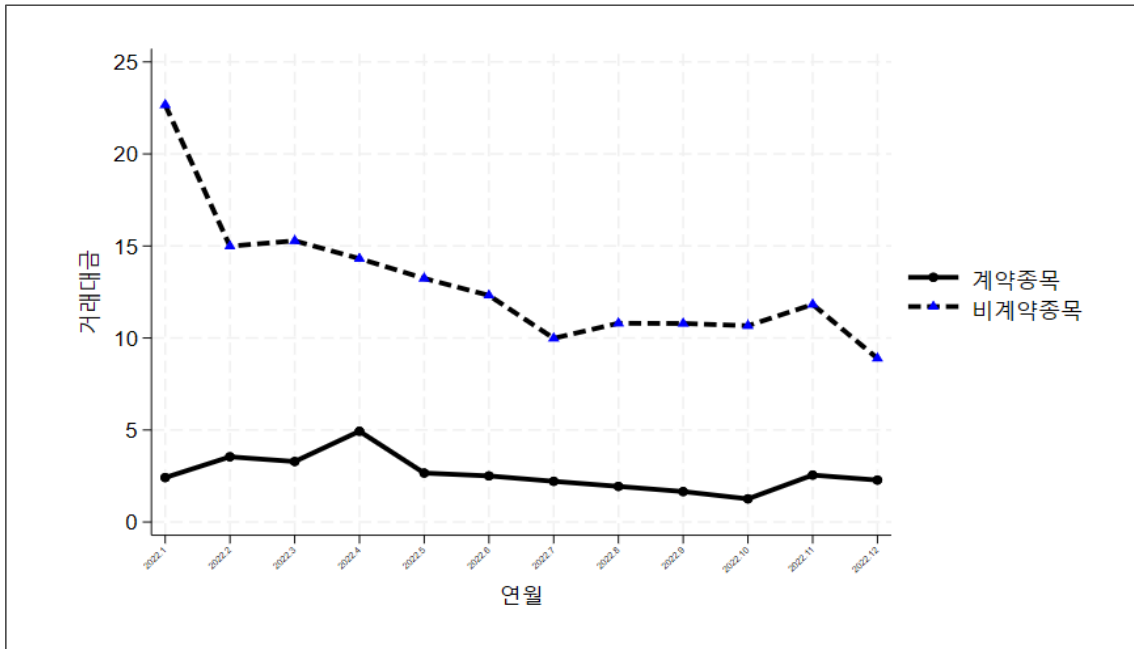
(단위: 만주)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-15] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(거래대금)

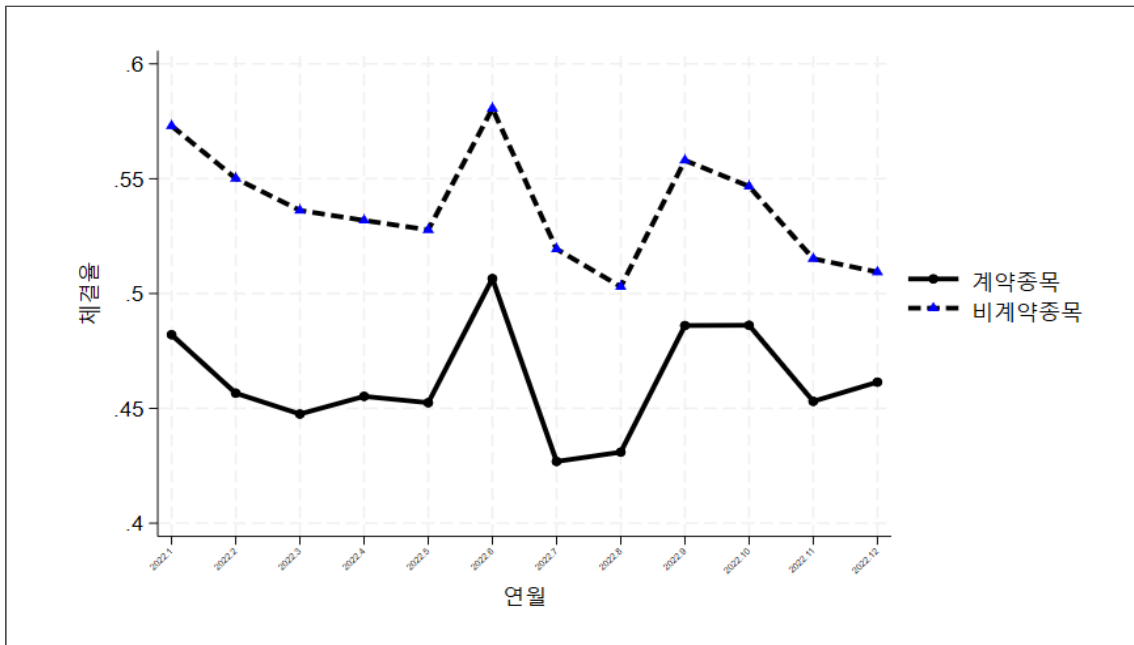
(단위: 십억원)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-16] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(체결율)

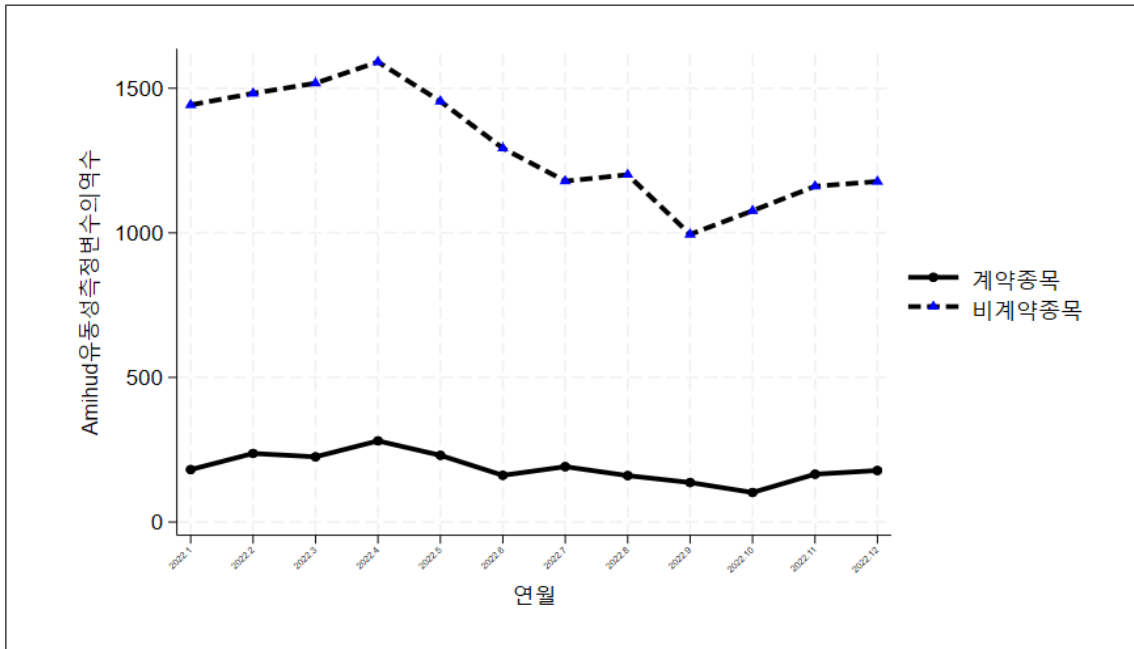
(단위: %/100)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-17] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(유동성비율)

(단위: 고유 단위)

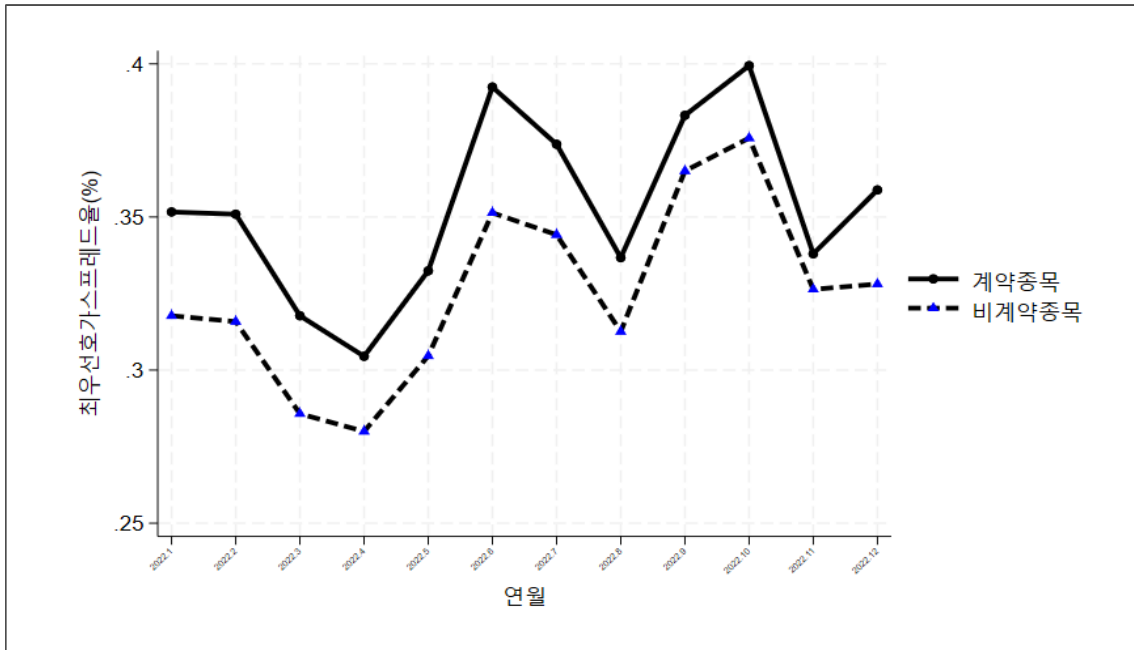


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-18] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교

(최우선호가스프레드율)

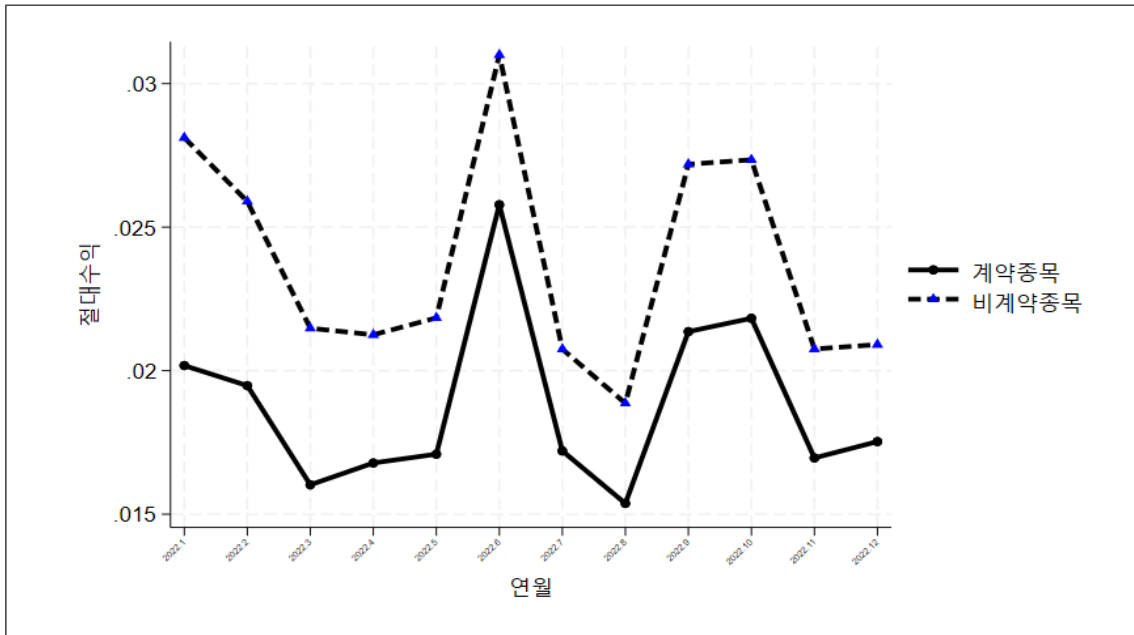
(단위: 고유 단위)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-19] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(절대수익)

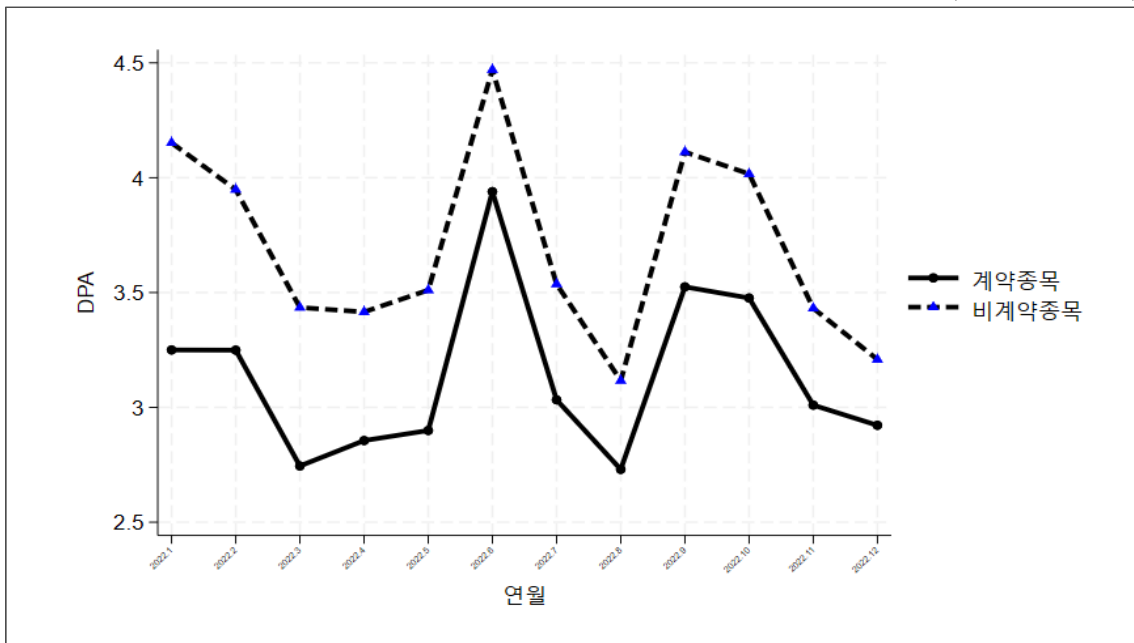
(단위: 고유 단위)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-20] 유가증권 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(DPA)

(단위: 고유 단위)



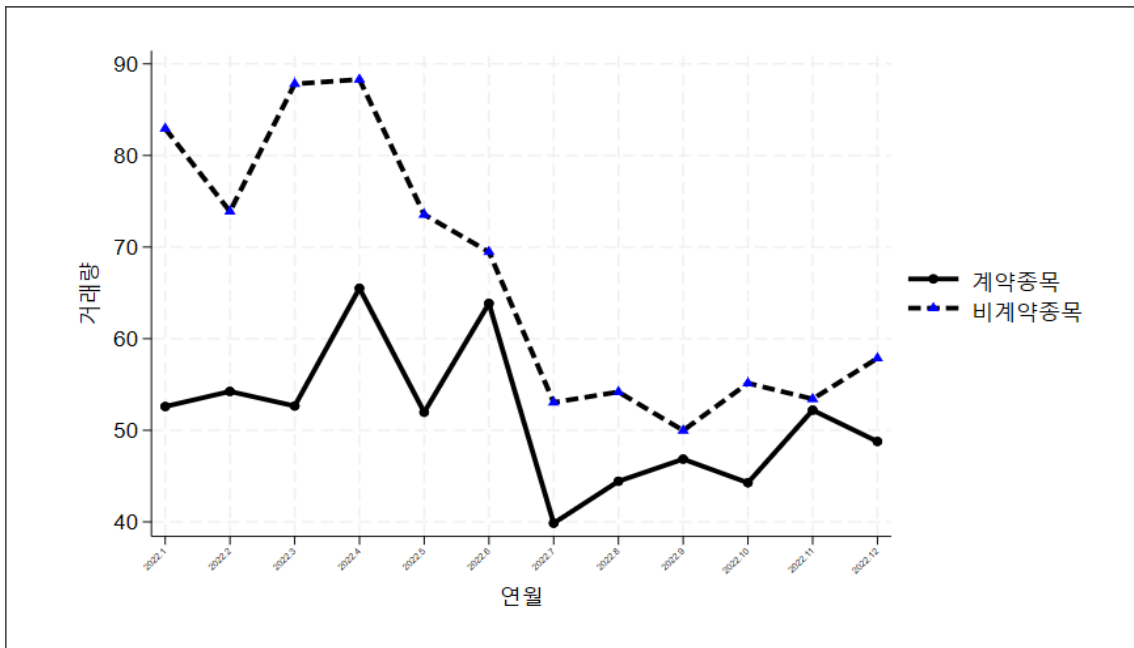
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

□ (코스닥시장) [그림 IV-21]~[그림 IV-27]은 시장조성 계약이 이루어진 종목(계약종목)과 미계약종목으로 구분하여 2022년 코스닥시장의 2022년 월 단위 거래일·종목 평균을 제시

- 유가증권시장과 비교했을 때 계약종목과 비계약종목은 평균적으로 거래량, 유동성, 변동성 지표 측면에서 일관된 패턴의 차이를 보이지 않음
 - 계약종목이 평균적으로 거래량은 낮으나 거래대금은 높고, 계약종목이 평균적으로 비계약종목에 비해 유동성 지표가 높음
- 단 코스닥시장은 시장조성 대상종목 중 비계약종목의 비중이 높다는 점을 해석에 고려해야 함(즉 비계약종목은 시장조성 대상종목 중 비계약종목과 비대상종목의 평균)
 - 비계약종목이 다양한 특성을 가진 종목들을 포괄한다는 점은 계약종목과의 적절한 비교 가능성을 높이는 측면에서 장점이 될 수 있음
- 다만 코스닥시장에 대해서도 두 집단의 추세가 유사하다고 판단하기는 어려움

[그림 IV-21] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(거래량)

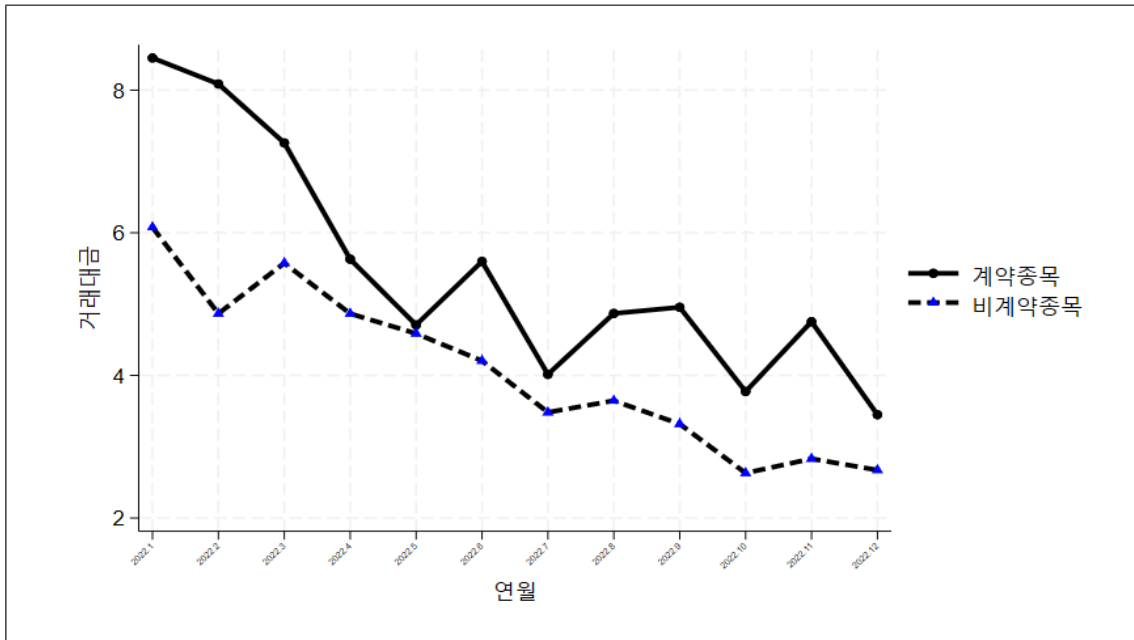
(단위: 만주)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-22] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(거래대금)

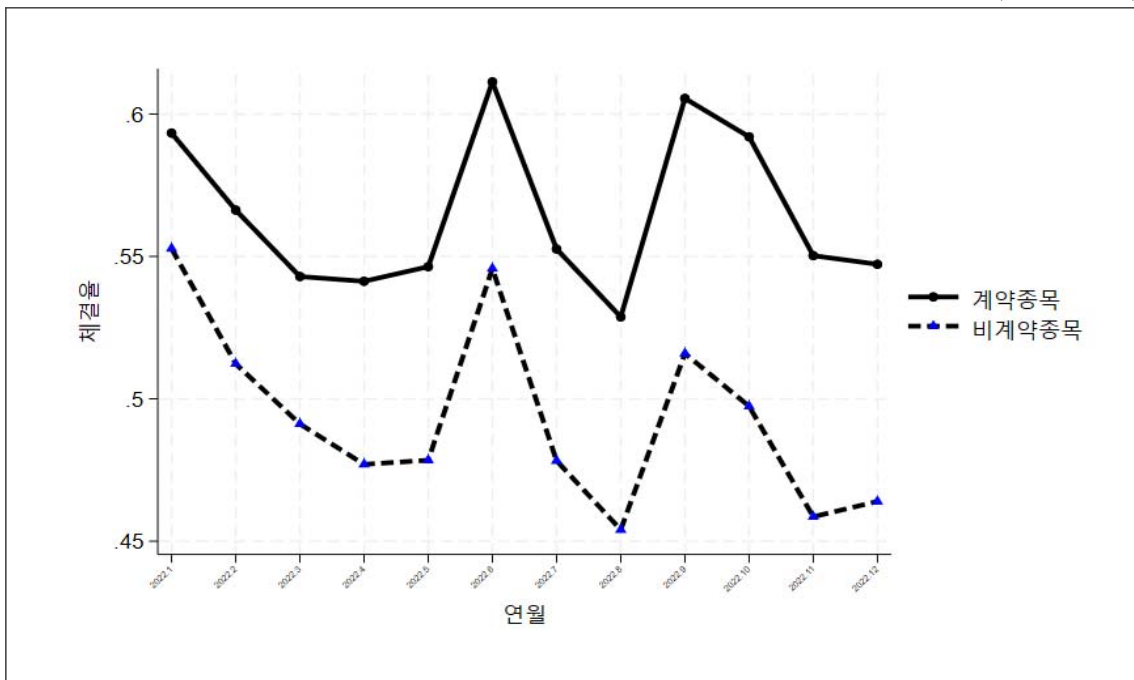
(단위: 십억원)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-23] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(체결율)

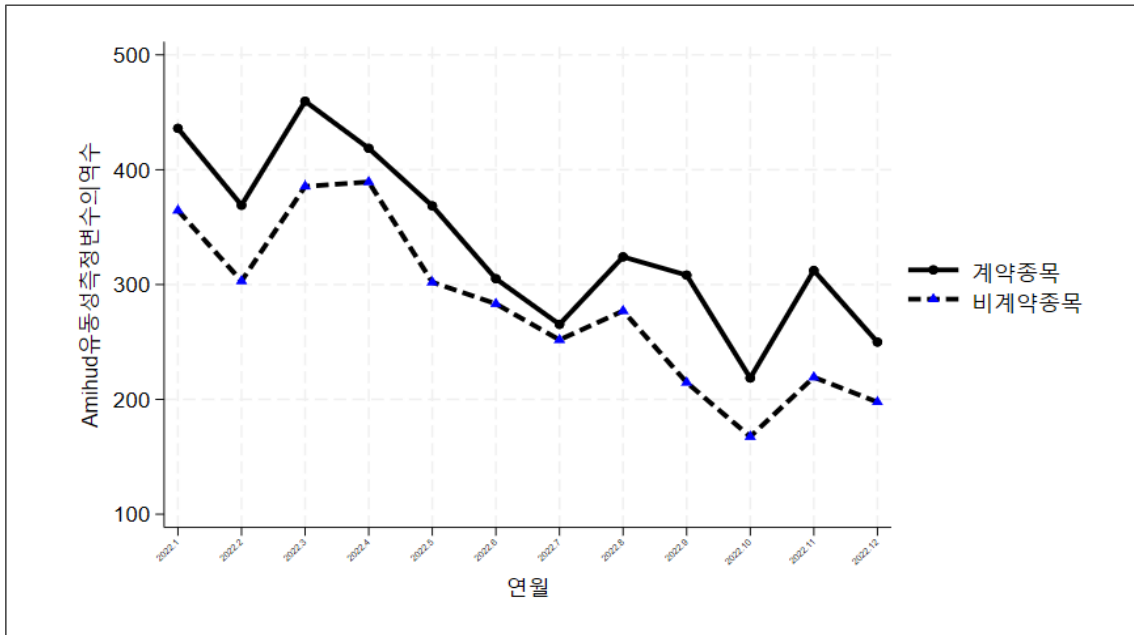
(단위: %/100)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-24] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(유동성비율)

(단위: 고유 단위)

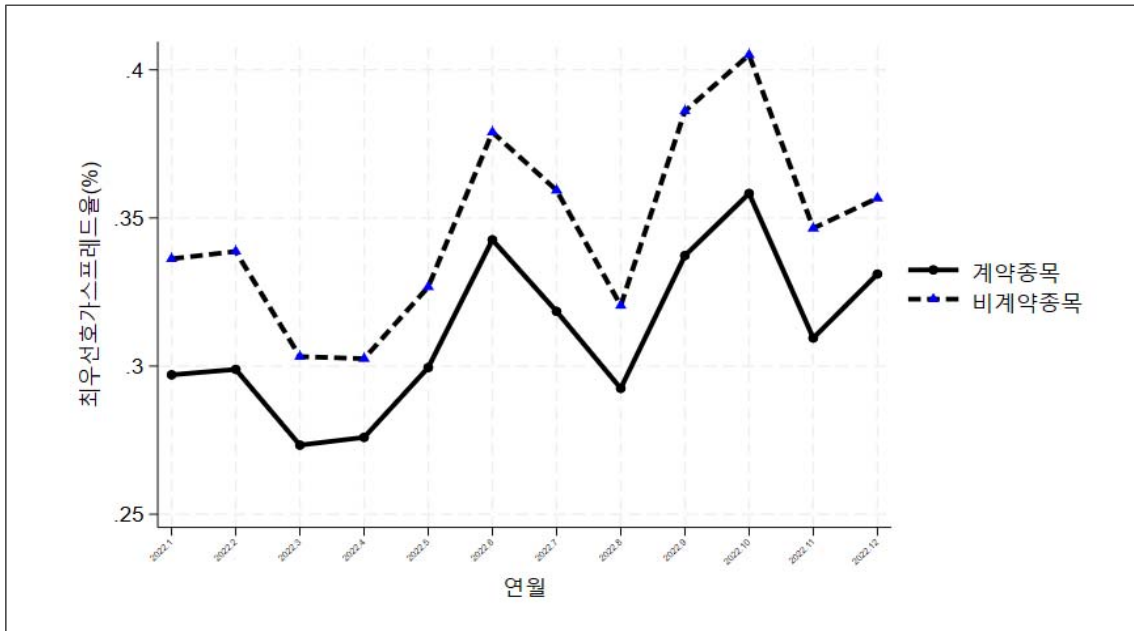


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-25] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교

(최우선호가스프레드율)

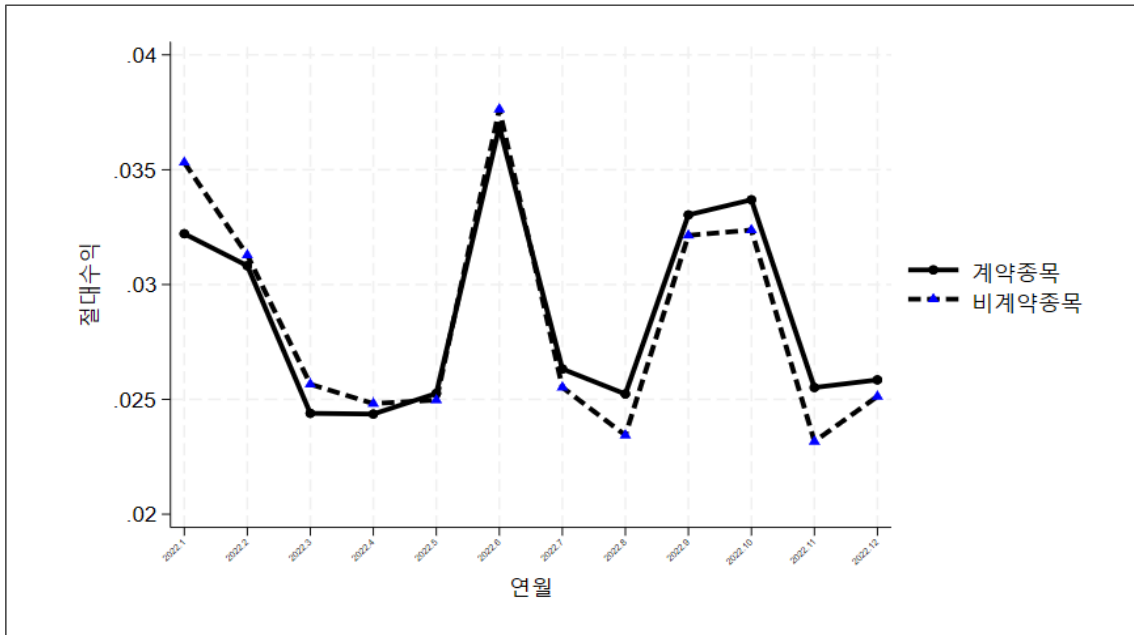
(단위: 고유 단위)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-26] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(절대 수익)

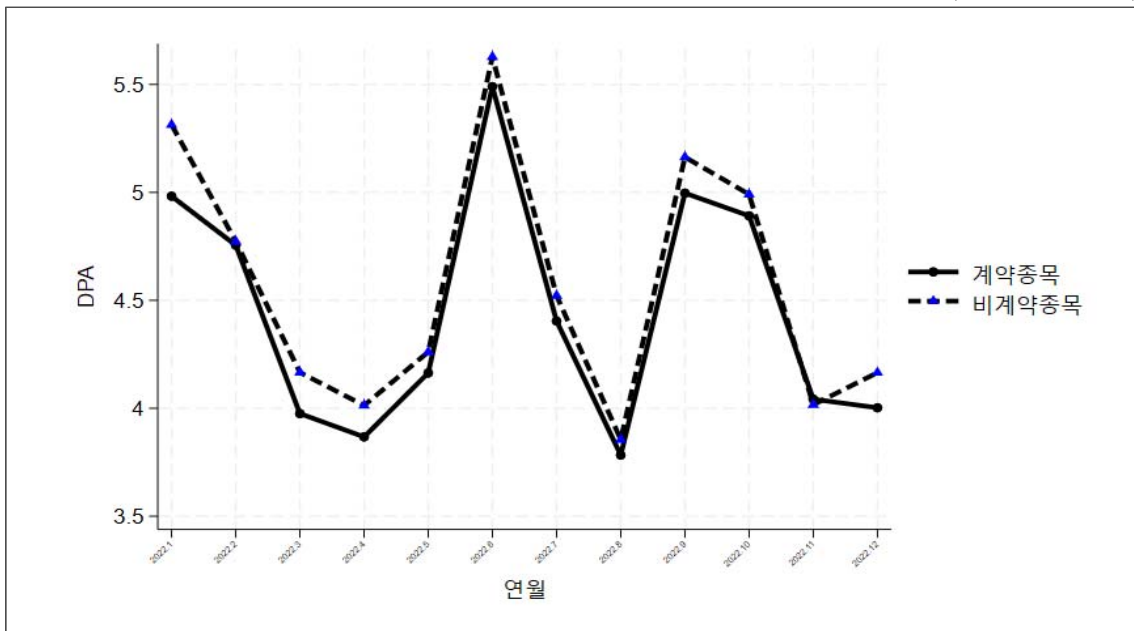
(단위: 고유 단위)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-27] 코스닥시장 시장조성 계약종목-비계약종목 추세 비교(DPA)

(단위: 고유 단위)



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- 2022년 추세를 제시하는 그래프들은 시장조성 계약종목과 비계약종목의 단순 비교를 통해 시장조성 활동의 영향을 추정하기는 어려움을 시사함
 - 계약종목과 비계약종목에 대해 시장조성 활동 재개라는 사건 발생 이전 기간 (2022년 1~8월)의 다양한 변수들의 추세를 비교했을 때, 두 그룹 사이에 존재하는 이질성이 상당히 클 수 있다는 점이 관찰되기 때문임

- 해당 문제점을 완화하기 위해 앞서 언급하였듯 실증 모형으로 회귀단절법을 이용하여 효과성 분석을 수행하고자 함
 - 회귀단절법은 회전율 등 시장조성 종목의 계약 여부를 결정하는 변수들의 특정 기준점(cutoff)에 따라 기준점에 가까운 변수들을 선별하여 분석에 활용함
 - 결과적으로 두 그룹이 유사한 특성을 공유하는 종목들로 구성되게끔 함
 - 또한 가중치 설정을 통해 기준점에 가장 가까운 종목들로부터 관찰되는 시장조성 활동의 영향이 추정 결과에 더 큰 영향을 미치게 됨

3) 분석 자료 구축

- 분석 자료는 한국거래소가 제공한 종목 및 시장에 대한 일반적인 정보, 그리고 시장조성 대상종목 선정 목적으로 사용된 회전율과 유효스프레드 정보, 종목별 시장조성 대상 및 계약 현황에 대한 정보로 구성됨
 - 종목과 시장에 대한 정보는 거래량, 거래대금, 저가, 고가, 종가, 체결율 등 종속변수 구성을 위해 필요한 정보들을 포함하고 있음

- 시장조성 활동 재개 시점(2022년 9월) 전후인 2022년 5월~2022년 12월의 자료를 활용하여 분석 자료를 구축함
 - 2022년 시장조성 대상종목 선정 과정에서 2020년 10월부터 2021년 9월까지의 ‘유동성등급 평가기간’에 대해 계산한 자료를 활용함³⁹⁾

- 특수한 상황이 발생하거나 필수 정보가 누락된 종목은 분석 과정에서 제거하고 표본을 구성함

39) 다만 종목별 신규 상장, 폐지 등의 이유로 해당 자료의 정보가 누락되는 경우 등 적절한 자료 구득이 불가능한 종목은 분석 과정에서 제외함

- 분석에 필수적인 시장 정보와 시장조성자 대상종목 선정에 위한 지표 정보가 누락된 종목
 - 분석 기간 중 주식의 액면가가 변하거나 거래정지가 발생한 종목
- 분석 자료의 관측치는 개별 종목 단위로 구성되며, 종속변수는 차분 형태로 구성함
- 분석 기간을 시장조성 활동 재개 이전 시점(2022년 5월~2022년 7월)과 이후 시점(2022년 10월~2022년 12월)으로 구분하여 설정한 후 종속변수들의 시점별 일평균 수치를 계산하고 이후-이전 시점의 차분 형태의 변수를 구성함
 - 2022년 8월, 9월은 기대효과의 존재 및 시장조성 활동의 본격적인 재개까지 일정한 시간이 소요될 가능성을 고려하여 분석 자료에 포함하지 않음
 - 종목별 시장조성 계약 여부는 기간별로 거래일에 시장조성 계약을 맺은 증권사가 1개 이상일 경우 '계약' 종목으로 판단하여 더미변수로 처리함

4) 기초통계량

<표 IV-7> 유가증권시장 기초통계량

지표	관측치	평균	표준편차	최솟값	최댓값
거래 지표					
거래량(만주)	1830	52.995	187.755	0	4033.842
거래대금(십억)	1830	8.758	37.813	0	1047.593
유동성 지표(Market Liquidity)					
체결율(1/100%)	1830	0.515	0.195	0	0.868
유동성비율	1818	938.869	6016.711	0.167	199316.125
최우선호가 스프레드율(%)	1818	0.346	0.179	0.118	1.6
변동성 지표(Market Volatility)					
절대수익	1818	0.023	0.009	0.003	0.078
DPA	1818	3.565	1.352	0.519	10.59
시장조성 대상종목 선정 관련(유동성등급 평가기간인 2020. 10.~2021. 9.의 평균)					
회전율(%)	1810	2.267	3.005	0	23.855
유효스프레드(틱)	1730	1.979	1.024	1	8.92
시가총액(십억)	1812	2411.209	16605.101	3.94	461495.75

자료: 한국거래소 제공 자료를 바탕으로 저자 작성

<표 IV-8> 코스닥시장 기초통계량

지표	관측치	평균	표준편차	최솟값	최댓값
거래 지표					
거래량(만주)	2910	58.468	164.01	0	3572.016
거래대금(십억)	2910	3.587	9.107	0	162.557
유동성 지표(Market Liquidity)					
체결율(1/100%)	2910	0.502	0.174	0	0.842
유동성비율	2822	246.648	703.621	0.251	16779.418
최우선호가 스프레드율(%)	2822	0.355	0.14	0.047	1.701
변동성 지표(Market Volatility)					
절대수익	2822	0.028	0.01	0.003	0.113
DPA	2822	4.578	1.437	0.618	12.757
시장조성 대상종목 선정 관련(유동성등급 평가기간인 2020. 10.~2021. 9.의 평균)					
회전율(%)	2738	3.697	4.245	0	75.188
유효스프레드(틱)	2696	2.287	1.01	1.05	8.39
시가총액(십억)	2800	274.187	660.43	4.694	18760.258

자료: 한국거래소 제공 자료를 바탕으로 저자 작성

- <표 IV-7>과 <표 IV-8>은 분석 기간 유가증권시장과 코스닥시장의 주요 변수들에 대한 기초통계량을 제시함
- 유가증권시장의 종목별 일평균 거래량은 약 53만주, 거래대금은 약 88억원이고 코스닥시장의 거래량과 거래대금은 각각 약 58만주, 약 36억원 수준임
 - 유가증권시장의 거래 건당 평균적인 거래 규모가 큰 것으로 나타남
 - 유동성 지표 중 체결율은 유가증권시장 약 51.5%, 코스닥시장 약 50% 수준이고 최우선호가스프레드율은 유가증권시장 약 0.346%, 코스닥시장 약 0.355% 수준으로 큰 차이는 없으나, 유동성비율 측면에서는 유가증권시장 약 939, 코스닥시장 247 수준으로 유가증권시장의 유동성 지표가 높게 나타남
 - 다양한 지표를 활용한 분석이 의미 있을 가능성을 제시
 - 변동성 지표는 두 지표 모두 코스닥시장이 다소 높게 나타남
 - 시장조성 대상종목 선정에 중요한 역할을 하는 회전율과 유효스프레드 모두 코스닥시장의 수치가 평균적으로 높고, 시가총액은 크게 낮은 상황

5) 실증분석 모형 설정

- 앞서 언급하였듯 시장조성 계약종목과 비계약종목의 특성이 상이하여 전 종목을 활용한 단순 비교를 이용해 효과를 추정하는 것은 어려울 수 있음

- 본 분석에서는 회귀단절법을 활용하여 해당 문제점을 완화하고자 함
 - 회귀단절법은 시장조성 계약 여부가 특정 변수의 특정 값을 기준으로 불연속적으로 변하는 상황에 적용하기 적합한 방법임
 - 시장조성 대상 및 계약 여부는 회전율, 유효스프레드, 시가총액 등 특정한 변수의 값에 의존하며, 선정기준이 명확히 정해져 있는 상황으로 회귀단절법을 적용하기 적합한 상황임
 - 구체적으로 본 분석에서는 ‘회전율’의 상위 50% 지점을 기준으로 시장조성 계약 여부가 불연속적으로 변하는 상황을 회귀단절법에 활용하고자 함
 - 특정 종목이 시가총액 기준(1조원 미만)을 만족하더라도 회전율 지표가 상위 50%에 해당할 경우 시장조성 대상종목에서 원천 배제되어, 시장조성 활동 재개라는 사건의 영향을 전혀 받지 않게 된다는 점을 이용

- 회귀단절법은 Fuzzy RD를 이용하여 수행함
 - 회전율 백분율이 50% 미만이고 시가총액 또한 1조원 미만으로 시장조성 대상 종목의 기준을 충족하더라도, 다양한 이유로 실제 계약된 증권사는 존재하지 않을 수 있음
 - 초저유동성종목에 해당하여 단일가매매 적용대상으로 지정될 가능성 존재
 - 또는 시장조성 참여 증권사의 의사가 없어 계약이 미체결될 가능성 등

- Fuzzy RD를 수행하는 것은 다음 회귀분석을 수행하는 것과 동일한 의미임

$$y_i = \alpha + \beta \text{treat}_i + f_1(x_i) + D_i f_2(x_i) + \Gamma Z_i + \epsilon_i$$

- treat_i 는 내생변수로 취급되며, D_i 는 도구변수 역할을 수행
 - treat_i 는 종목 i 가 처치군, 즉 2022년 9월 이후 시장조성 계약종목에 해당할 때 1의 값을 갖는 더미변수임

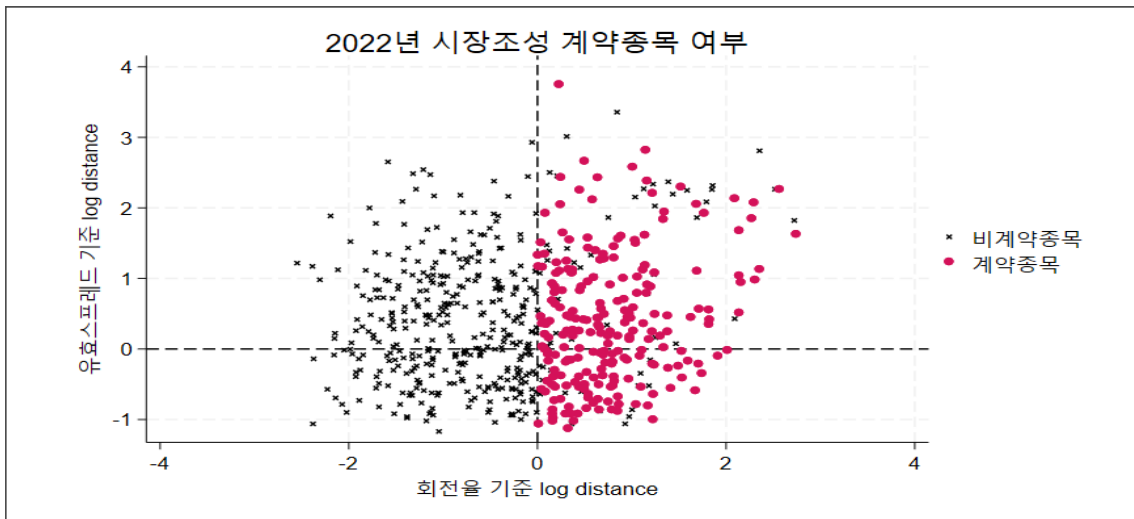
- D_i 는 다음에 제시된 running variable x_i 의 값이 0보다 크면 1을 갖는 더미변수임
 - y_i 는 종속변수임
 - 본 분석에서는 사건 전후 거래량 및 유동성, 변동성 관련 변수들의 차분값 (after-before)으로 정의됨
 - x_i 는 running variable로 다음과 같이 정의됨
 - 2022년 시장조성 대상종목 선정을 위한 유동성등급 평가기간(2020. 10.~2021. 9.)의 회전율에 증권시장별 전체 회전율 백분율 50% 지점(cutoff)에 해당하는 수치를 차감함
 - x_i 가 0보다 크면 대상종목 선정 확률이 커지게끔 음수(-)를 곱함
 - 마지막으로 증권시장별 전체 회전율의 표준편차로 나누어서 표준화함
 - 함수 f 는 running variable x_i 가 실증 모형에 포함되는 형태를 정의하며, 본 분석에서는 회귀단절법에 보편적으로 이용되는 선형함수를 적용함
 - 통제변수들의 벡터 Z_i 는 분석 기간 이전(pre-period)의 종목별 특성을 반영하는 변수들로 구성함
 - 분석 기간 이전인 2022. 1.~2022. 3. 기간의 종목코드 더미, 일평균 거래량, 증가, 최우선호가스프레드율, 체결율, 유동성비율, 절대수익, DPA
 - 유동성등급 평가기간인 2020. 10.~2021. 9. 기간의 평균 시가총액
- 부가적으로 시가총액 수준(level)에 대한 이질성 분석을 목적으로 변형된 형태의 다음 식을 활용함
- $$y_i = \alpha + \beta treat_i + \beta_1 HMCAP_i + \beta_2 (treat_i \times HMCAP_i) + f_1(x_i) + D_i f_2(x_i) + \Gamma Z_i + \epsilon_i$$
- 변수 $HMCAP_i$ 는 유동성등급 평가기간 중 시가총액 규모가 상위 30%에 속하는 종목을 의미하는 더미변수임
 - 즉 β_2 는 시장조성 활동의 재개가 시가총액이 상대적으로 큰 종목들에 대해 미친 ‘추가적인’ 영향을 측정하는 계수임
 - $treat_i \times HMCAP_i$ 의 도구변수로 $D_i \times HMCAP_i$ 가 활용됨
- 처치군과 대조군은 시장조성 계약 증권사의 여부 및 running variable 값에 의해 결정됨

- 처치군의 후보는 2022년 9월 시장조성 활동 재개 이후 계약 증권사가 1개 이상인 종목으로 구성
 - 대조군 후보는 계약 증권사가 없는 종목으로, 시장조성 비대상 종목과 대상 종목이지만 시장조성자와의 계약이 체결되지 않은 종목으로 구성됨
 - 시가총액이 1조원 이상으로 법상 시장조성 대상종목에서 배제되는 종목은 추정 과정에 포함하지 않음
- 분석 표본의 동질성을 강화하기 위해, 유효스프레드 값이 일정 기준을 충족하는 종목에 한정하여 분석을 수행함
- 회전율로 구성된 running variable과 동일한 방식으로, 유효스프레드에 대해 별도의 running variable을 생성함
 - 유효스프레드의 running variable 값이 1보다 작은 종목만 추정에 포함
 - 해당 구간에 다수의 종목이 밀집되어 있음을 고려([그림 IV-28]과 [그림 IV-29]참고)
- 회귀단절법을 수행하기 위해서는 running variable의 기준점으로부터 좌·우측에 포함할 관측치의 범위를 결정해야 함
- 본 분석에서는 Stata 프로그램에서 널리 이용되는 회귀단절법 수행 함수인 ‘rdrobust’함수에서 제공하는 최적 범위(optimal bandwidth)를 이용함
 - rdrobust함수에 대한 자세한 설명은 Calonico et al.(2017)을 참고⁴⁰⁾
 - 강건성 검정을 위해 optimal bandwidth보다 작은 값인 0.3을 일괄적으로 적용한 분석 결과도 병행하여 제시
- 추정된 계수의 표준오차(standard error)는 rdrobust함수에서 기본적으로 제공하는 이질성 고려 표준오차 계산 방식을 이용하여 계산됨
- 이상치 제거를 위해 종속변수인 거래량, 유동성, 변동성 관련 변수들의 차분값이 상·하위 1%에 해당하는 값보다 크거나 작은 종목에 대해서는 각 변수값을 1%와 99%에 해당하는 값으로 대체하여 분석을 수행(winsorizing)

40) Calonico, Cattaneo, and Farrell, “rdrobust: Software for regression-discontinuity designs,” *The Stata Journal*, 17(2), 2017, pp. 372-404.

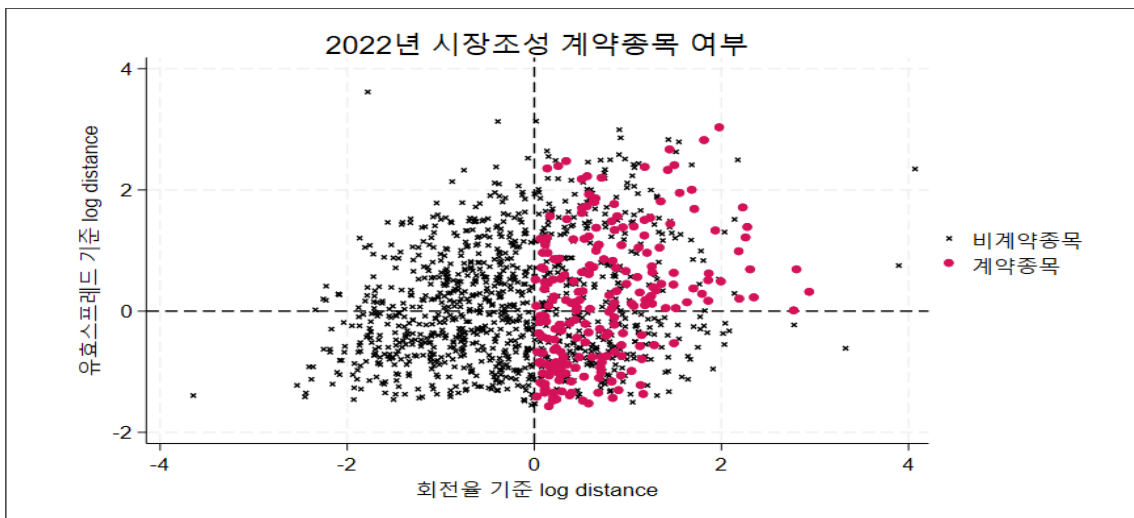
- [그림 IV-28]과 [그림 IV-29]는 회전율과 유효스프레드의 running variable을 활용하여 유가증권시장과 코스닥시장의 종목별 시장조성 계약 여부를 제시
 - 음(-)의 회전율이 상위 50%인 종목은 시장조성 대상종목이나, 계약이 체결되지 못하거나 단일가매매 대상인 등의 이유로 비계약종목에 해당하는 종목들이 상당히 존재함을 확인할 수 있음
 - 반면 X축이 음수에 해당하는, 즉 회전율이 높은 종목들은 「조세특례제한법」 및 시행령에 의해 시장조성 대상종목이 될 수 없음에 따라 모두 비계약종목에 해당함

[그림 IV-28] (유가증권) 회귀단절법 기준점과 2022년 시장조성 계약종목 여부



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

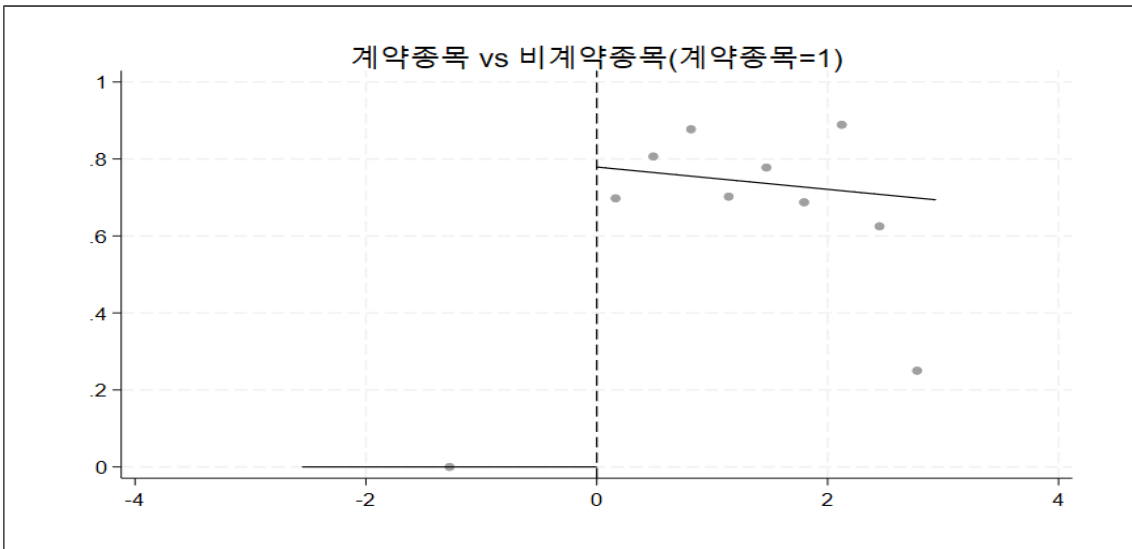
[그림 IV-29] (코스닥) 회귀단절법 기준점과 2022년 시장조성 계약종목 여부



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

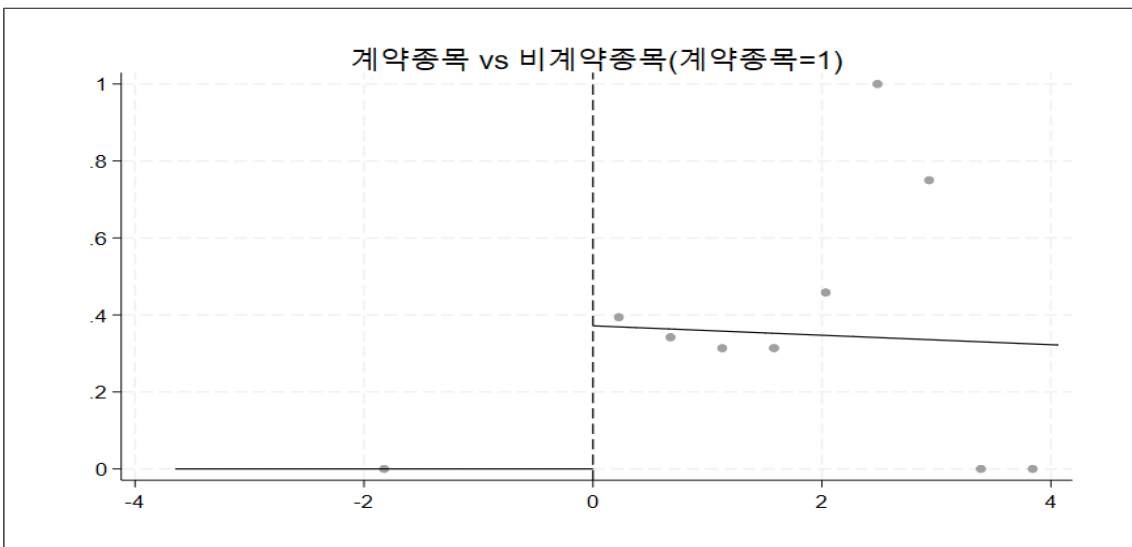
- 회전율로 구성된 running variable의 기준점인 0으로부터의 거리에 따라 종목들을 묶은 후(bin) 2022년 시장조성 계약종목들이 각 bin에서 차지하는 비율을 제시하면 다음과 같음([그림 IV-30]과 [그림 IV-31])
 - 변수의 값이 0보다 커질수록 비연속적으로 계약종목일 확률이 증가하는 것을 확인할 수 있음

[그림 IV-30] (유가증권) 2022년 회전율 컷오프 기준 계약종목 여부의 변화



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-31] (코스닥) 2022년 회전율 컷오프 기준 계약종목 여부의 변화

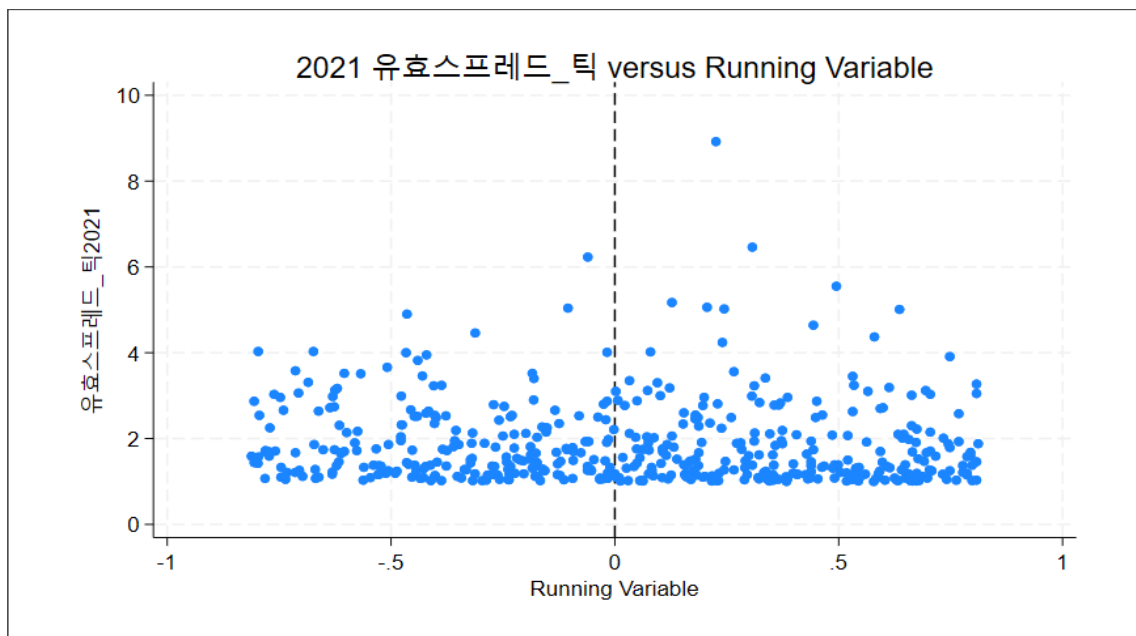


자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- 다음으로 회전을 기준 running variable의 단절점 인근에서 다양한 변수들에 대해 불연속성이 발생하는지를 점검하는 그림들을 제시함([그림 IV-32]~[그림 IV-49])
 - 회귀단절법의 장점은 단절점 주변으로 처치 여부, 즉 본 분석에서는 시장조성 활동 재개의 영향을 받는 계약종목의 여부는 불연속적으로 변화하지만 다른 변수들의 측면에서는 비교적 유사한 처치군과 대조군을 구성할 수 있다는 점에 있음
 - 따라서 단절점을 기준으로 다른 변수들의 패턴에도 뚜렷하고 불연속적인 변화가 발생한다면 회귀단절법의 적절성에 의문이 제기될 수 있음

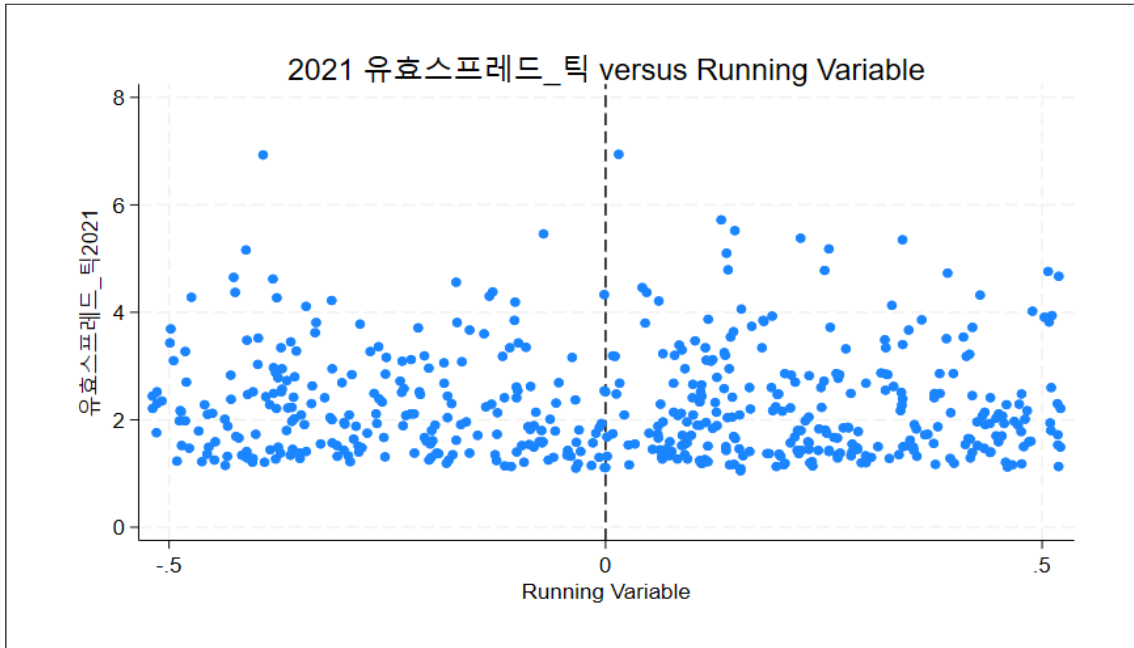
- 우선 2022년 종목 지정을 위한 유동성 평가를 위해 활용되었던 유효스프레드 및 체결주기(듀레이션) 변수의 회전을 회귀단절점 주변 분포를 제시함([그림 IV-32]~[그림 IV-35])
 - 두 변수 모두 회전을 50% 지점을 기준으로 불연속적인 분포를 보이지 않는 것을 확인할 수 있음

[그림 IV-32] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 유효스프레드



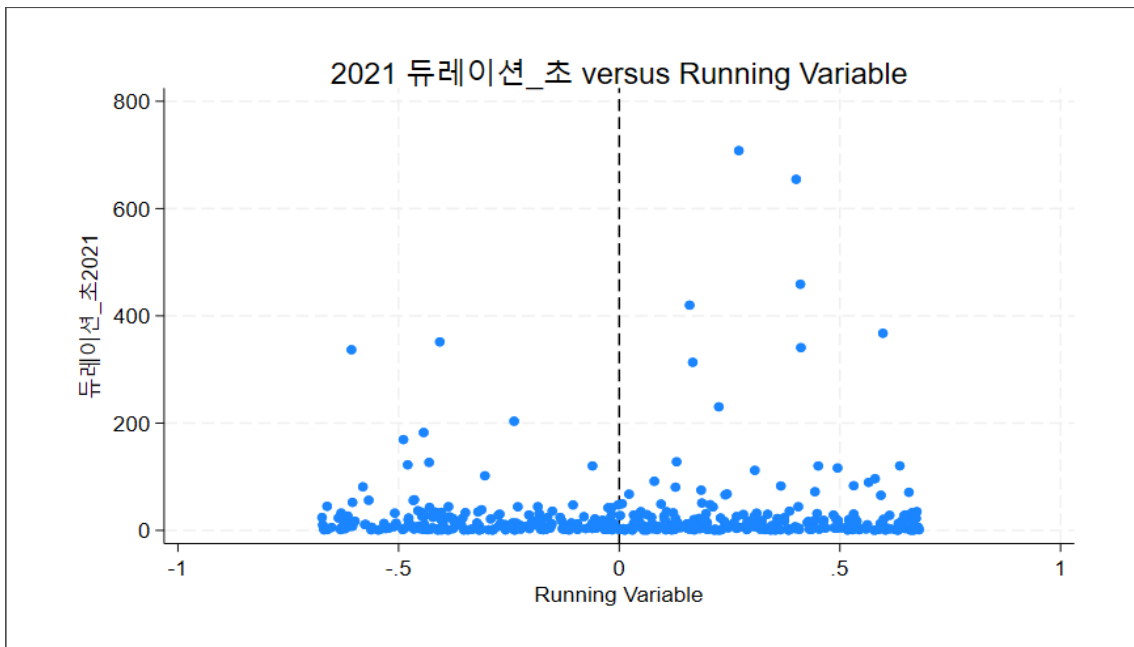
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-33] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 유효스프레드



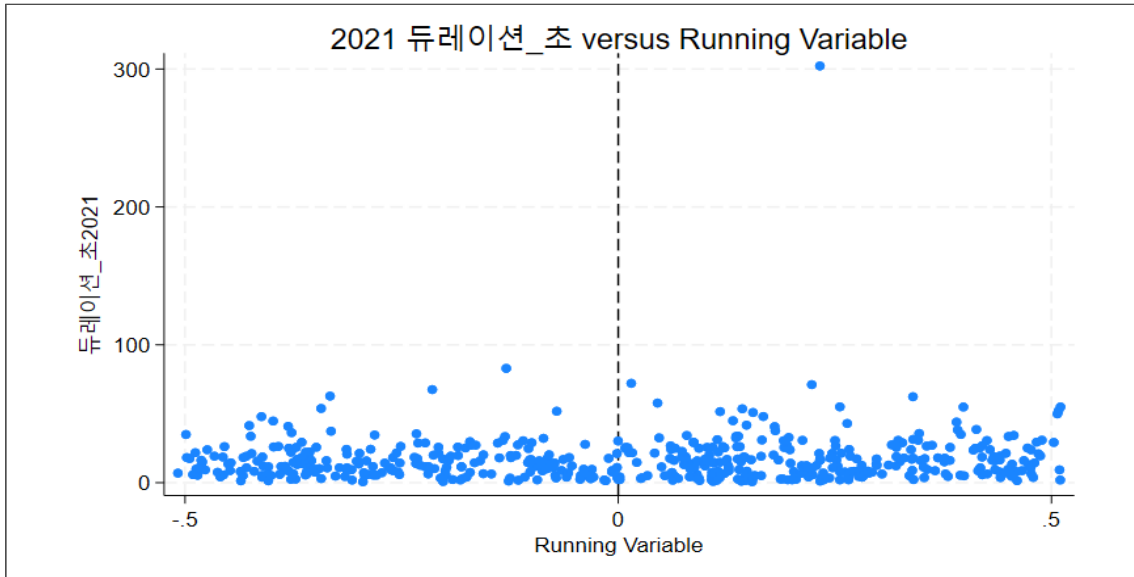
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-34] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 듀레이션



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

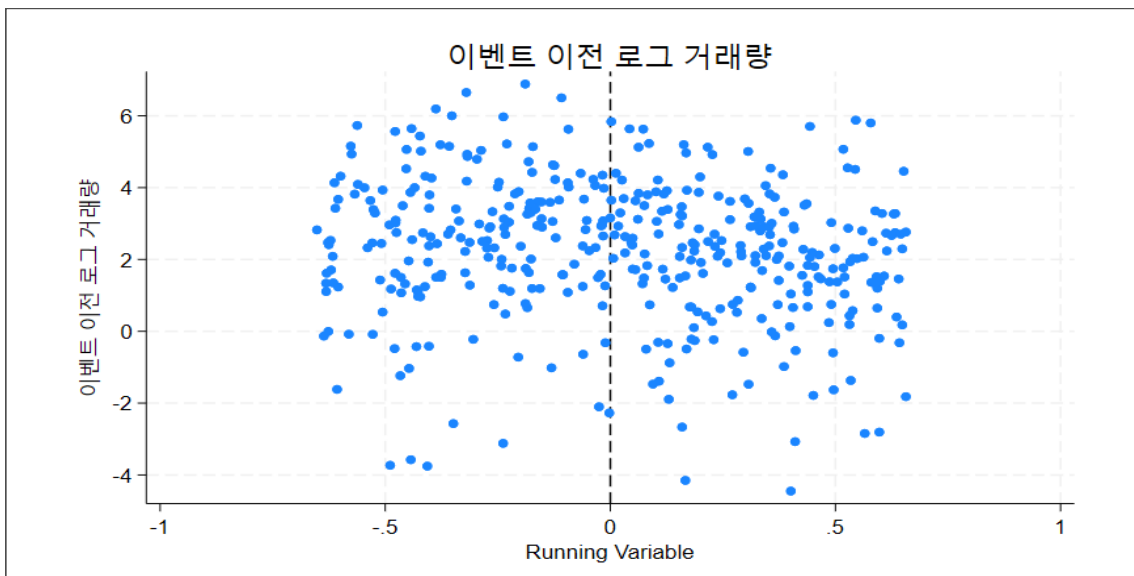
[그림 IV-35] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 평가기간 듀레이션



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

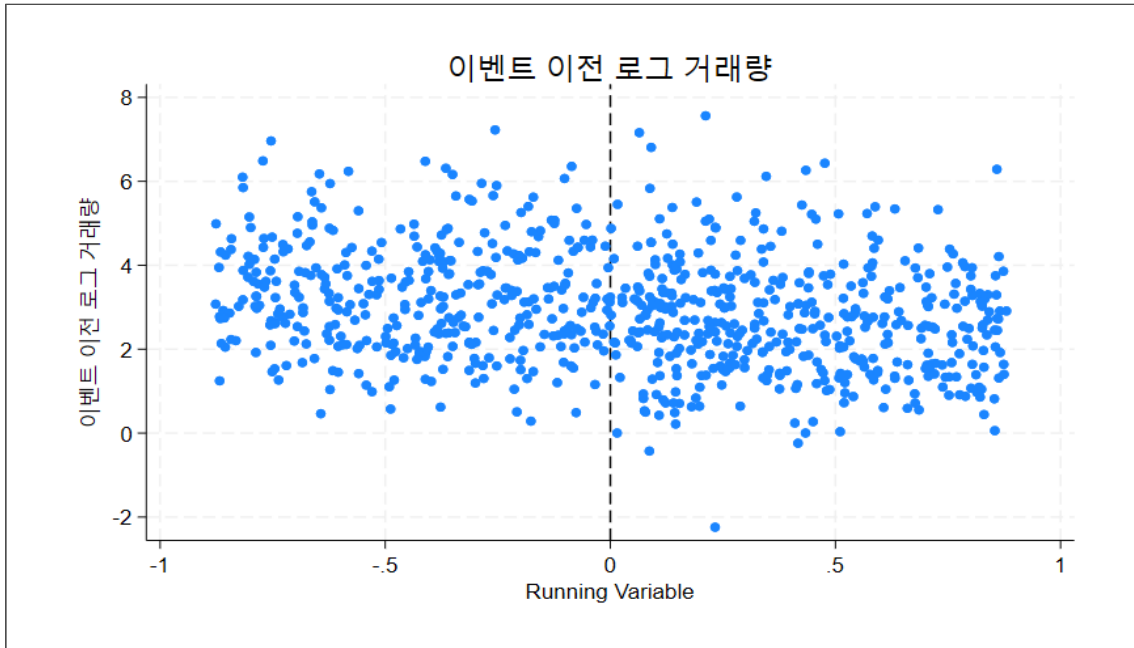
- 이어서 종속변수들에 대해 분석 기간 중 시장조성 활동이 재개되기 이전 시점에 해당하는 2022년 5월~2022년 7월의 종목별 일평균 수치를 계산하고, 단절점 인근에서 불연속성이 발생하는지 점검하는 그림들을 제시함([그림 IV-36]~[그림 IV-49])
- 모든 변수들에 대해 불연속성은 관측되지 않음

[그림 IV-36] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래량



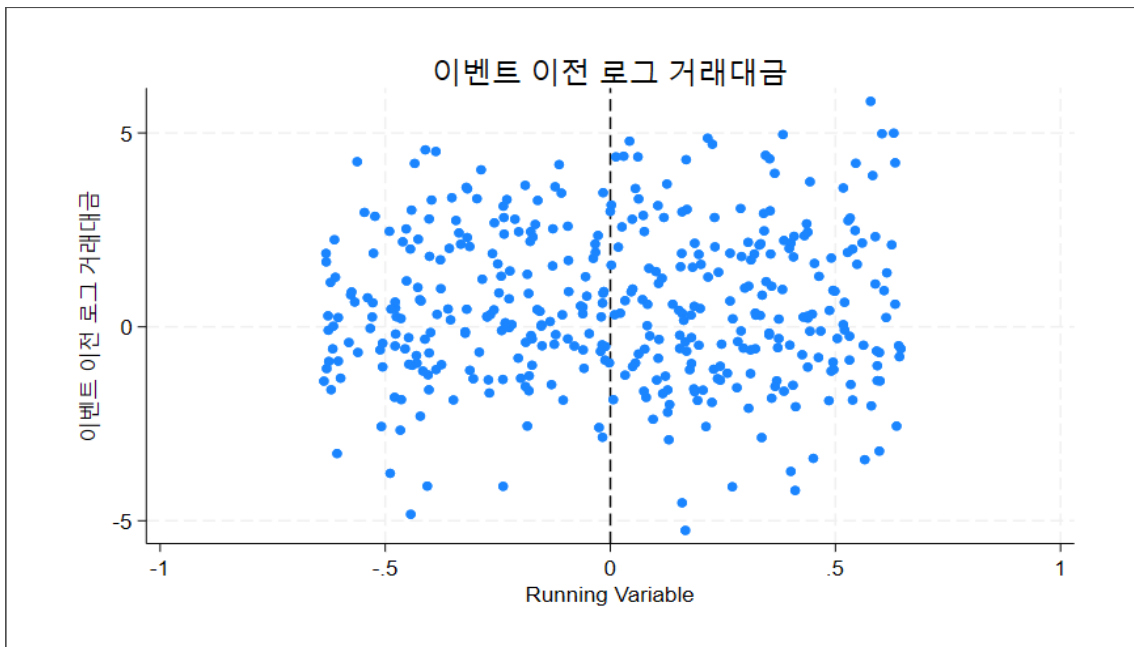
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-37] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래량



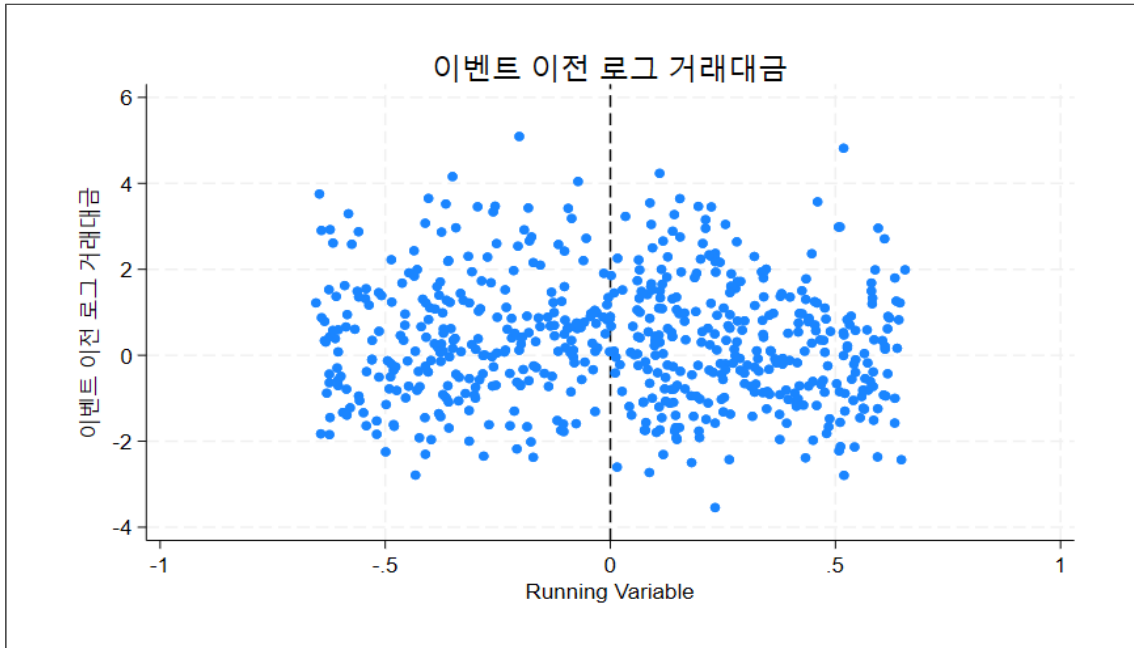
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-38] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래대금



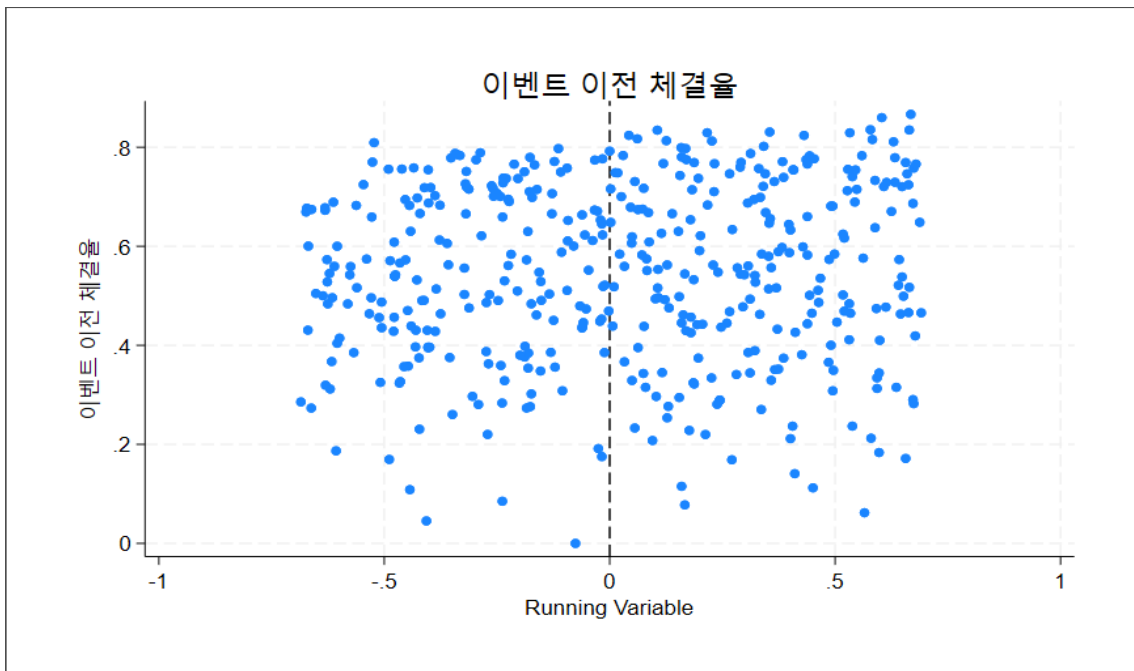
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-39] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 거래대금



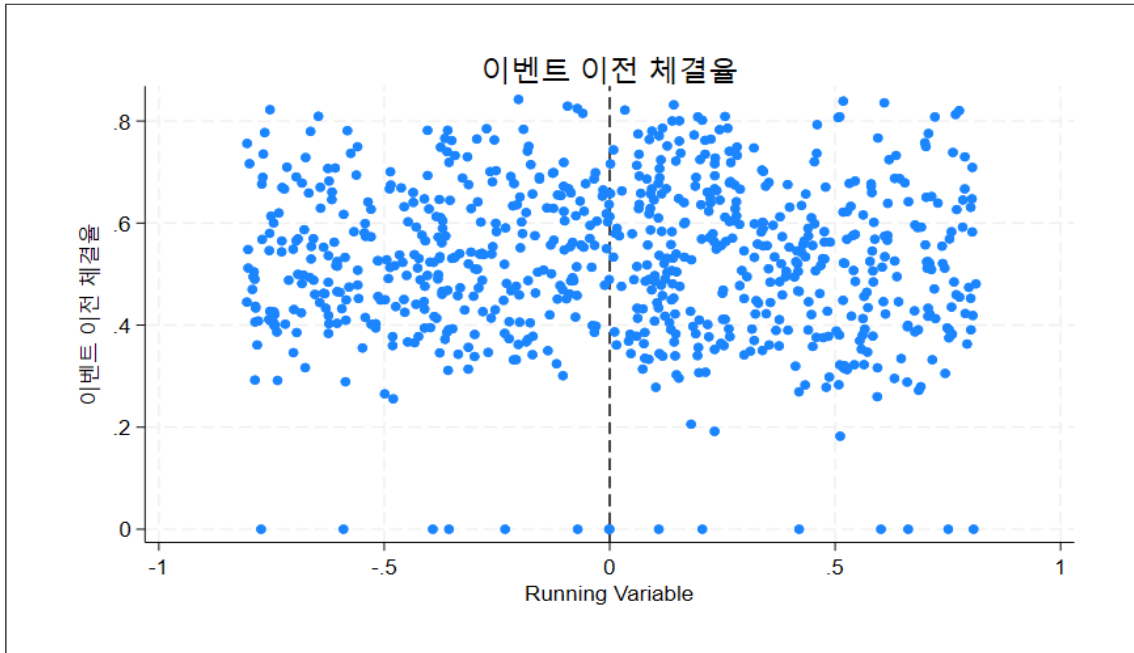
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-40] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 체결율



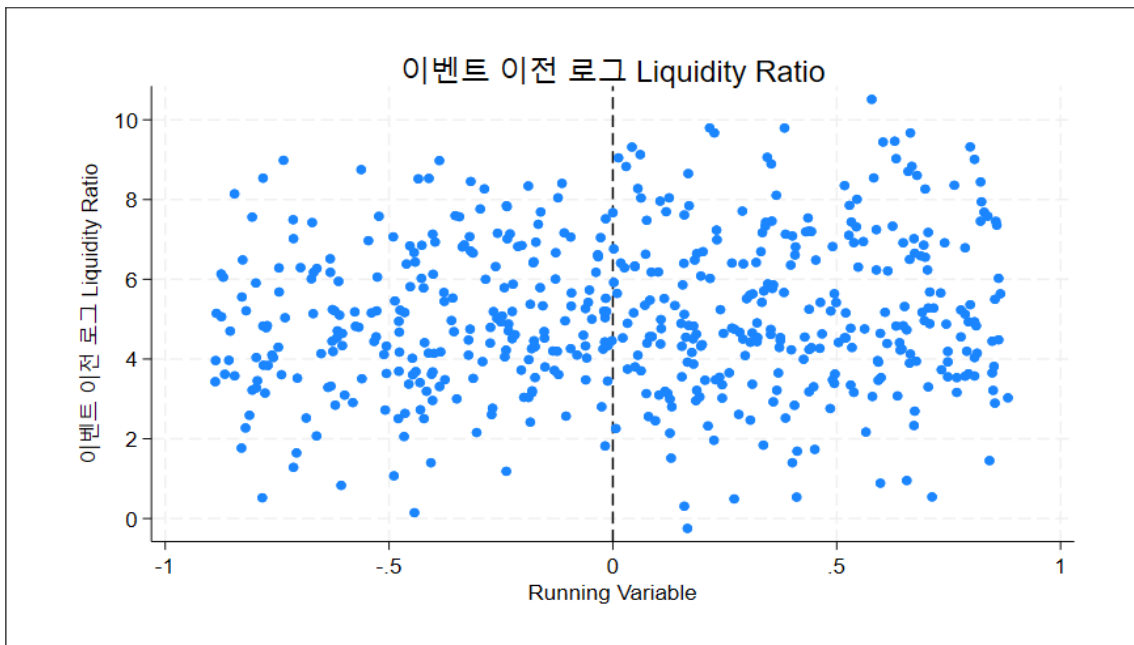
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-41] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 체결율



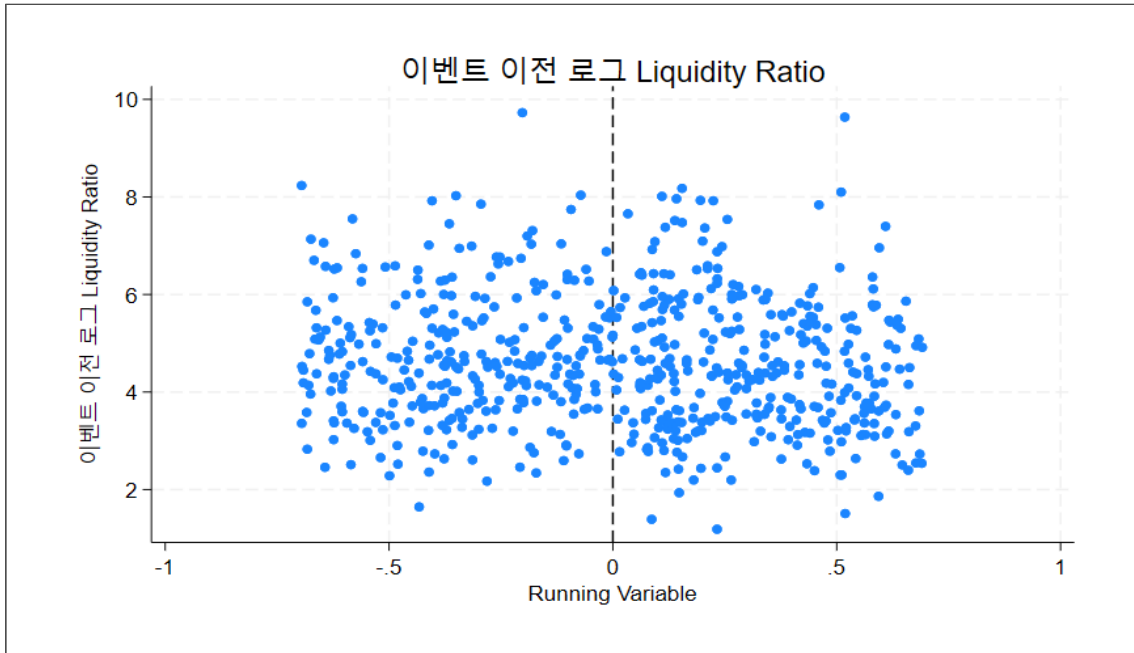
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-42] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율



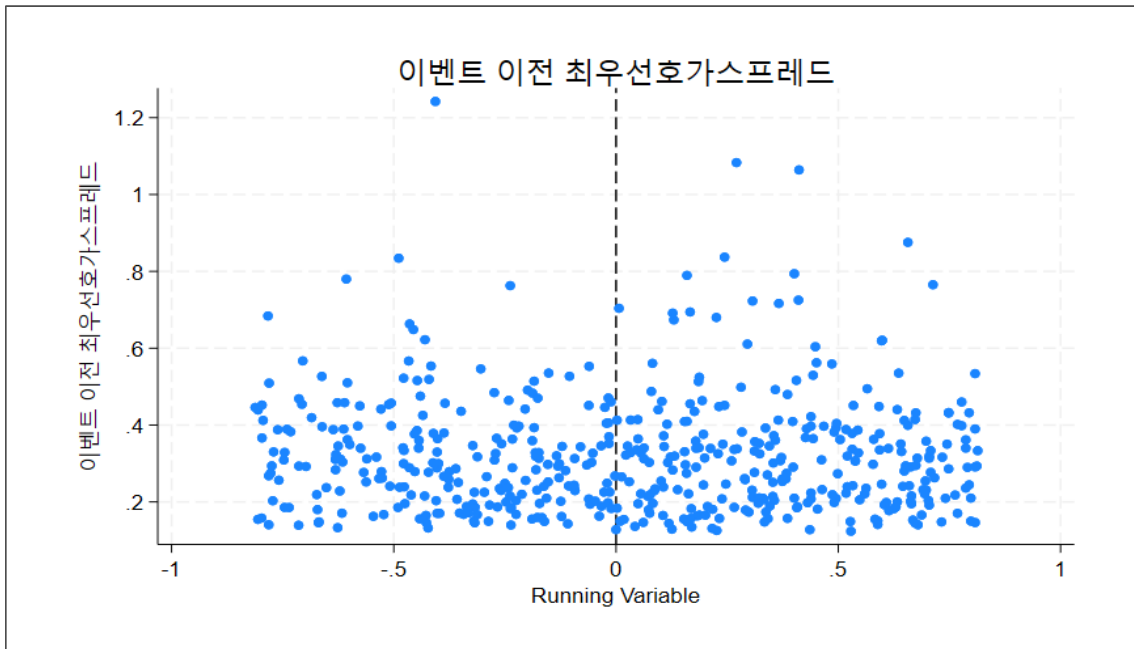
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-43] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 유동성비율



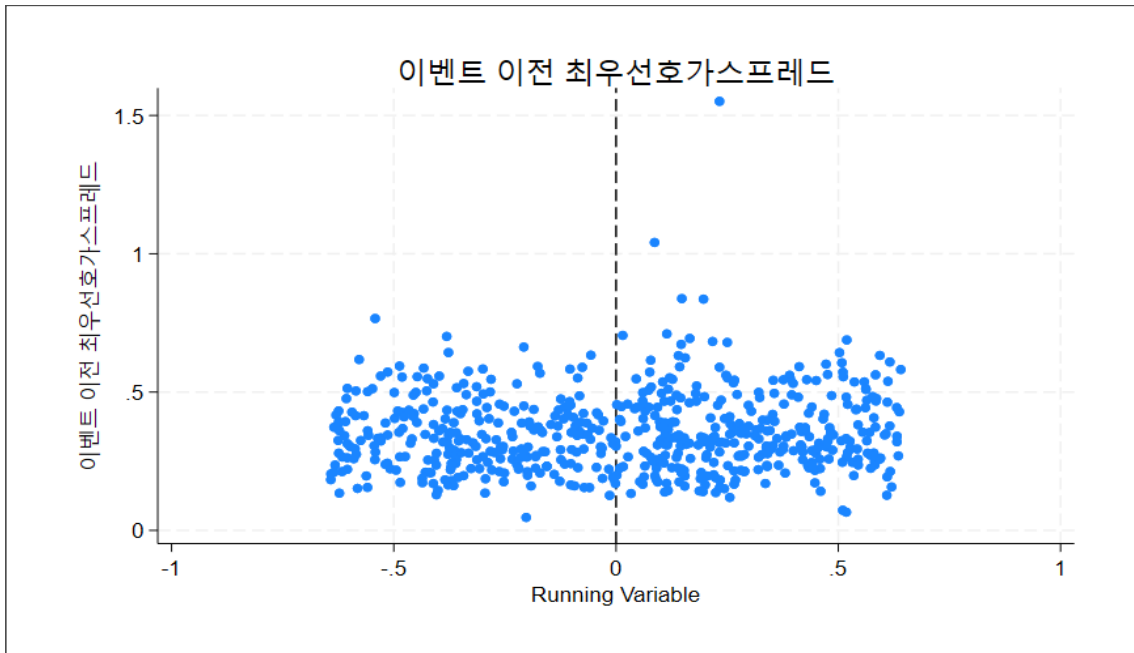
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-44] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 최우선호가스프레드



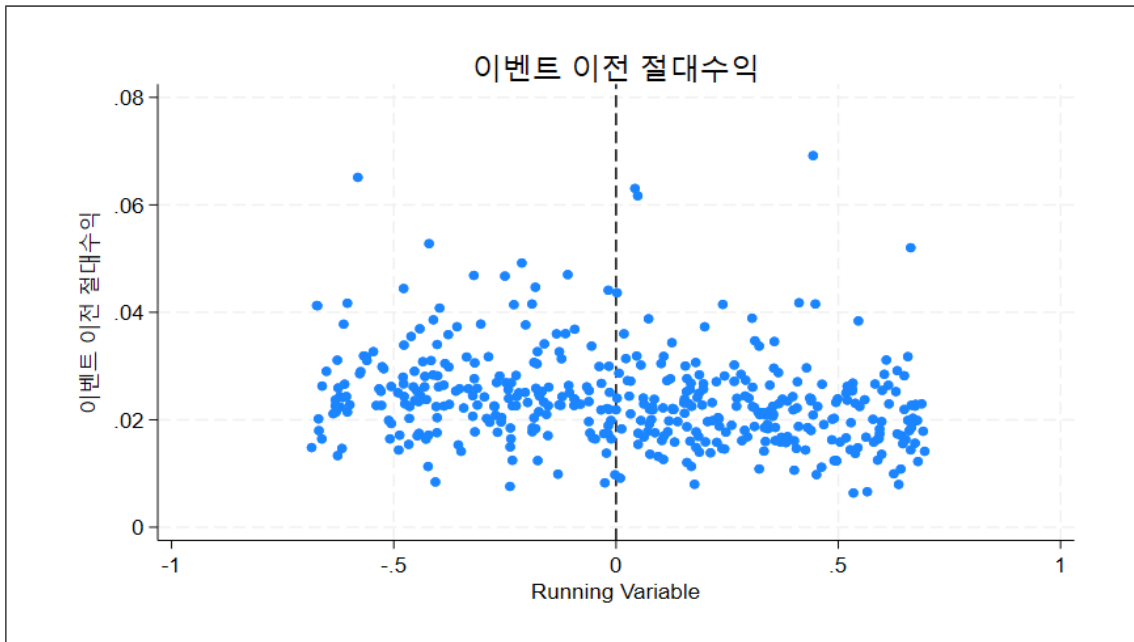
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-45] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 최우선호가스프레드



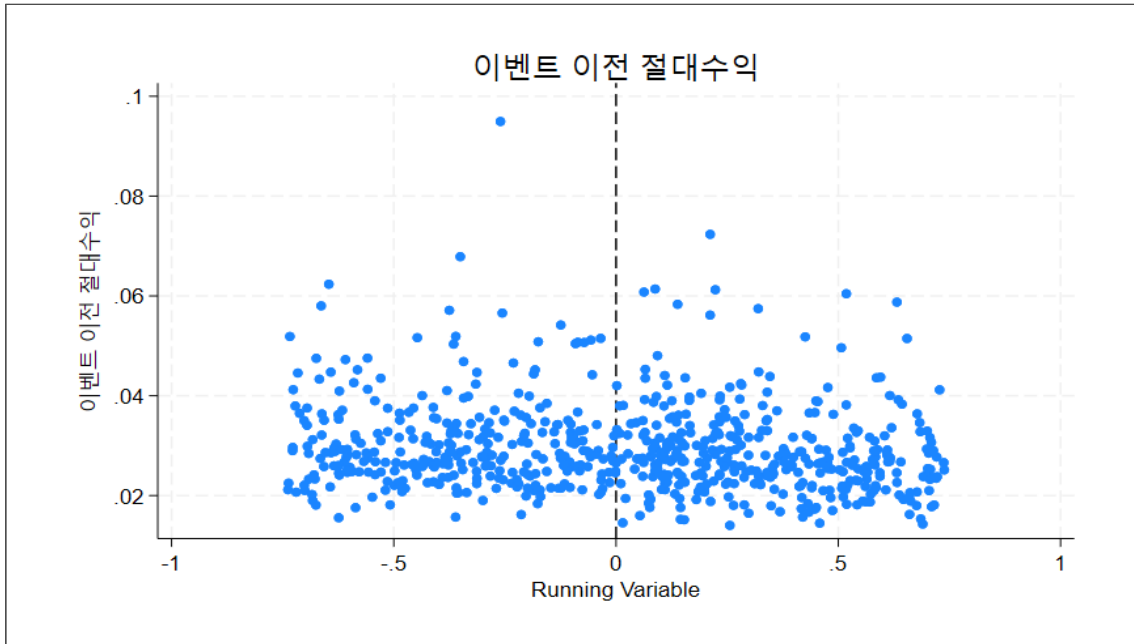
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-46] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 절대수익



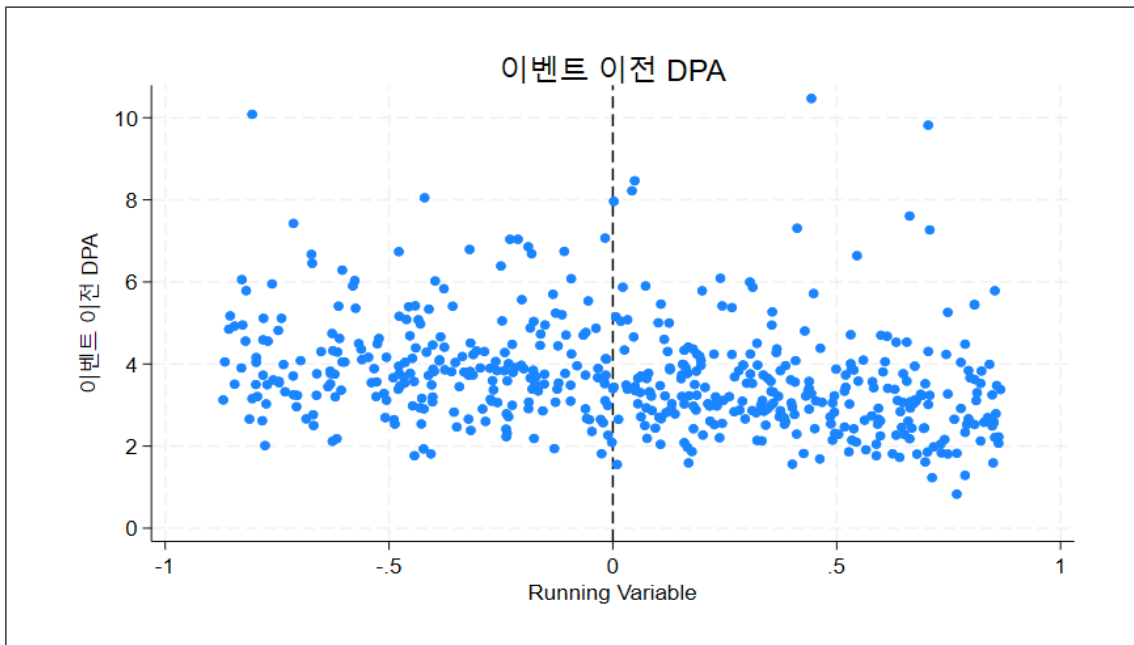
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-47] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 절대수익



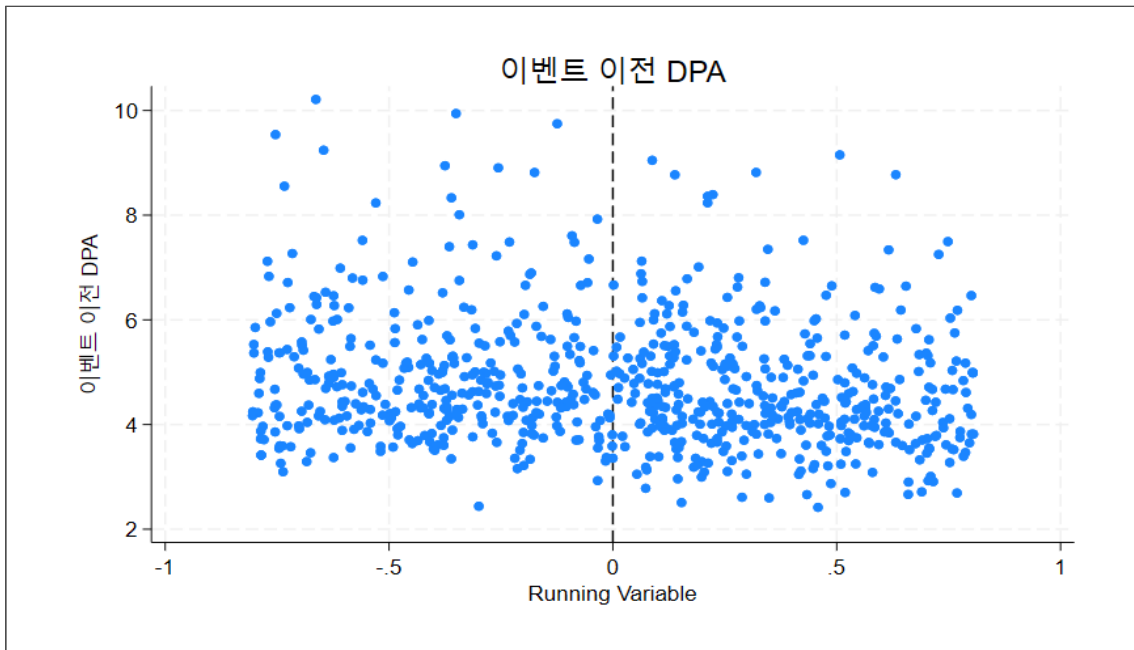
자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-48] (유가증권) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 DPA



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

[그림 IV-49] (코스닥) 회귀단절법 기준점(회전율)과 사건 이전 DPA



자료: 한국거래소 제공 자료 활용

바. 실증분석 결과

- 유가증권시장과 코스닥시장에 대한 분석 결과를 제시
 - 분석 시점은 2022년 5~7월을 시장조성 활동 재개 이전(before), 동년 10~12월을 이후(after)로 설정
 - 종속변수는 각 변수의 after 시점 일평균 수치에 before 시점 일평균 수치를 차감한 형태임
 - Calonico et al.(2017)에 따른 최적 범위(optimal bandwidth)에 더해 최적 범위보다 좁은 0.3을 일괄적으로 적용한 결과 또한 제시함
 - 표본이 줄어들어 안정적인 추정이 어려울 수 있다는 단점이 있으나, 범위를 좁힐수록 분석에 이용되는 처치군과 대조군의 동질성은 증가한다는 장점 또한 존재함

<표 IV-9> 유가증권시장 회귀단절법 추정 결과

계수/ 종속변수	거래량 (만주)	거래대금 (십억)	체결율 (1/100%)	유동성 비율	최우선평가 스프레드율 (%)	절대수익	DPA
A. 기본 분석							
시장조성 계약여부	0.1479 (0.4271)	0.0669 (0.4779)	0.0504 (0.0427)	0.1798 (0.3732)	-0.0287 (0.0341)	-0.0011 (0.0028)	-0.1319 (0.4682)
Bandwidth	0.5587	0.5671	0.5057	0.4475	0.6055	0.7754	0.5822
관측치(좌)	99	100	92	83	105	124	103
관측치(우)	87	88	81	74	91	114	88
B. 시가총액 수준에 따른 효과 이질성 분석							
시장조성 계약여부	-0.2021 (0.5605)	-0.282 (0.6436)	-0.0067 (0.0553)	-0.3187 (0.5395)	0.0007 (0.0418)	-0.0018 (0.0041)	-0.3023 (0.6839)
시장조성 계약여부 ×시총상위	0.0386 (0.465)	0.0765 (0.5227)	0.0754* (0.0433)	0.1732 (0.4803)	-0.0354 (0.0311)	0.0009 (0.003)	0.1695 (0.4844)
Bandwidth	0.5587	0.5671	0.5057	0.4475	0.6055	0.7754	0.5822
관측치(좌)	99	100	92	83	105	124	103
관측치(우)	87	88	81	74	91	114	88

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

<표 IV-10> 코스닥시장 회귀단절법 추정 결과

계수/ 종속변수	거래량 (만주)	거래대금 (십억)	체결율 (1/100%)	유동성 비율	최우선평가 스프레드율 (%)	절대수익	DPA
A. 기본 분석							
시장조성 계약여부	0.2607 (0.3587)	0.2193 (0.3714)	0.0434 (0.0327)	0.2568 (0.2778)	-0.0456 (0.0305)	0.0027 (0.003)	0.2504 (0.4023)
Bandwidth	0.76	0.8379	0.7931	0.9523	0.5642	0.7658	0.7158
관측치(좌)	242	266	257	302	182	243	225
관측치(우)	257	286	266	322	208	258	248
B. 시가총액 수준에 따른 효과 이질성 분석							
시장조성 계약여부	0.4477 (0.7381)	0.4621 (0.7643)	0.0477 (0.0662)	0.4782 (0.5594)	-0.0987* (0.0588)	0.0071 (0.0059)	1.0516 (0.8865)

<표 IV-10>의 계속

계수/ 종속변수	거래량 (만주)	거래대금 (십억)	체결율 (1/100%)	유동성 비율	최우선호가 스프레드율 (%)	절대수익	DPA
시장조성 계약여부 ×시총상위	-0.1627 (0.6569)	-0.2641 (0.688)	-0.0052 (0.0588)	-0.1678 (0.5126)	0.0639 (0.0517)	-0.0054 (0.0054)	-0.9065 (0.8009)
Bandwidth	0.76	0.8379	0.7931	0.9523	0.5642	0.7658	0.7158
관측치(좌)	242	266	257	302	182	243	225
관측치(우)	257	286	266	322	208	258	248

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

<표 IV-11> 유가증권시장 회귀단절법 추정 결과(Bandwidth 0.3)

계수/ 종속변수	거래량 (만주)	거래대금 (십억)	체결율 (1/100%)	유동성 비율	최우선호가 스프레드율 (%)	절대수익	DPA
A. 기본 분석							
시장조성 계약여부	-0.0967 (0.5108)	-0.1647 (0.5584)	0.0546 (0.0595)	0.1982 (0.4012)	-0.0637* (0.0386)	-0.0068* (0.0041)	-0.6697 (0.5898)
Bandwidth	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
관측치(좌)	60	60	60	60	60	60	60
관측치(우)	51	51	51	51	51	51	51

B. 시가총액 수준에 따른 효과 이질성 분석

시장조성 계약여부	-0.778 (0.6879)	-0.8876 (0.785)	-0.0541 (0.0543)	-0.5998 (0.5988)	0.0168 (0.0483)	-0.0085 (0.0067)	-0.8537 (0.955)
시장조성 계약여부 ×시총상위	-0.0747 (0.6718)	-0.0325 (0.7609)	0.0919 (0.0567)	0.3563 (0.5783)	-0.0907* (0.0473)	0.0012 (0.0051)	0.0483 (0.7746)
Bandwidth	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
관측치(좌)	60	60	60	60	60	60	60
관측치(우)	51	51	51	51	51	51	51

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

<표 IV-12> 코스닥시장 회귀단절법 추정 결과(Bandwidth 0.3)

계수/ 종속변수	거래량 (만주)	거래대금 (십억)	체결율 (1/100%)	유동성 비율	최우선평가 스프레드율 (%)	절대수익	DPA
A. 기본 분석							
시장조성 계약여부	0.1713 (0.5012)	0.1167 (0.5528)	0.0477 (0.0489)	0.1994 (0.4198)	-0.0579 (0.0424)	0.0017 (0.0045)	-0.0842 (0.5579)
Bandwidth	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
관측치(좌)	98	98	99	98	98	98	98
관측치(우)	129	129	129	129	129	129	129
B. 시기총액 수준에 따른 효과 이질성 분석							
시장조성 계약여부	0.1056 (1.1955)	0.0698 (1.3084)	-0.0148 (0.105)	-0.1627 (1.0533)	-0.1299 (0.095)	0.0073 (0.0107)	0.674 (1.4597)
시장조성 계약여부 ×시총상위	0.0807 (0.9754)	-0.0698 (1.0593)	0.057 (0.0863)	0.2538 (0.8448)	0.0864 (0.0702)	-0.0055 (0.0086)	-0.6384 (1.198)
Bandwidth	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
관측치(좌)	98	98	99	98	98	98	98
관측치(우)	129	129	129	129	129	129	129

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함
 자료: 한국거래소 제공 자료 활용

- 거래량 관련 변수(거래량, 거래대금)에 대한 분석 결과, 통계적으로 의미 있는 변화는 관측되지 않았음
 - 시장조성 활동이 추가적인 거래를 발생시키는 효과는 관찰할 수 없었으며, 제도 시행으로 인한 직접적인 양(+)의 세수 효과는 제한적일 가능성을 제시함
 - 단 시장조성 활동이 없을 경우 조세지출 또한 발생하지 않는다는 점을 고려해서 해석할 필요

- 유동성 관련 변수(체결율, 유동성비율, 최우선평가스프레드율)에 대한 분석 결과, 통계적으로 유의한 유동성의 개선이 일부 관찰됨
 - <표 IV-11>에 따르면 유가증권시장의 시장조성 활동 재개 이후 계약종목의 최우선평가스프레드율이 0.064% 감소함

- <표 IV-9>에 따르면 유가증권시장의 시장조성 활동 재개 이후 시가총액이 높은 종목의 체결율이 추가로 7.5% 증가함
 - <표 IV-11>에 따르면 유가증권시장에서 시가총액이 높은 종목의 최우선호가스프레드율이 추가로 0.091% 감소함
 - <표 IV-10>에 따르면 코스닥시장에서 최우선 호가스프레드율이 0.099% 감소하는 효과가 나타남
 - 분석 대상 시장 및 bandwidth의 선택에 따라 해당 변수들의 추정치 및 통계적 유의성은 다르게 나타났지만, 추정치의 방향성 측면에서는 대체로 일관된 결과를 제시
- 변동성 관련 변수(절대수익, DPA)에 대한 분석 결과 변동성을 낮추는 방향의 변화가 일부 관찰됨
- <표 IV-11>에 따르면 시장조성 활동 재개 이후 계약종목의 절대수익이 0.007 감소
 - 월별 일평균 절대수익 변수의 평균과 표준편차가 각각 0.023, 0.009라는 점을 고려할 때, 0.007은 1 표준편차보다 높은 수준의 변화임
 - 그러나 optimal bandwidth를 적용한 결과(<표 IV-9>)와는 점추정치와 통계적 유의성 측면에서 차이가 매우 크다는 점을 유의해서 해석해야 함
 - 변동성 관련 변수에 대한 추정 결과는 분석대상 시장 및 bandwidth의 선택에 크게 의존하여, 유동성 관련 변수에 비해 추정 결과의 강건성이 다소 낮은 것으로 판단됨
 - 시장조성 활동 재개에 따른 변동성 감소 효과는 선행 평가인 강동익 외(2020), 강동익 외(2022)에서는 관찰되지 않았음
 - 변동성의 증가 혹은 감소는 긍정적·부정적 측면을 모두 갖고 있음에 유의할 필요
 - 시장조성 활동의 결과 거래비용을 낮춤으로써 종목에 대한 거래 수요가 활발하게 변동할 수 있고, 그 결과로 나타나는 변동성의 증가는 긍정적인 측면이 존재
 - 반면 거래에 따른 가격의 반응이 과도하게 커짐에 따라 관찰되는 변동성은 부정적인 측면이 강할 수 있음

사. 소결

- 분석 결과를 종합하면 시장조성 활동 재개에 따른 통계적으로 유의한 효과가 일부 관찰됨
 - 유동성 관련 변수인 체결율의 증가, 최우선호가스프레드율의 감소가 관찰되었고, 변동성을 반영하는 변수인 절대수익의 감소가 관찰되었음
 - 유동성 관련 변수에 대한 추정 결과는 분석대상 시장과 bandwidth의 선택에 대해 비교적 일관되게 나타나는 경향이 있음
 - 단 10% 수준의 통계적 유의성이 확보된 계수는 다소 제한적임에 유의해야 함
 - 변동성 관련 변수에 대한 추정 결과는 일관성이 다소 낮다는 점에 유의해야 함
 - 거래량과 관련된 변수에 미친 유의미한 영향은 관찰되지 않았음
 - 시가총액 규모에 따른 이질성 분석 결과 시장조성 활동 재개의 영향은 상대적으로 시가총액이 큰 종목들에 차별적으로 나타났을 가능성이 일부 관찰

- 분석 결과를 종합하여 판단할 때 시장조성 활동 재개가 다양한 변수에 미친 영향의 통계적 유의성은 과거 심층평가와 비교하여 대체로 낮게 나타났으며, 이 점을 고려할 때 효과성이 강건하게 관찰되었다고 판단하기 어려움

- 본 분석에서 효과성이 뚜렷하게 나타나지 않은 원인을 특정하기는 어려우나, 여러 사건들로 인한 증권사의 시장조성 활동의 위축 및 강화된 시가총액 기준에 의해 축소된 시장조성 대상종목의 범위가 결과에 영향을 미쳤을 가능성을 고려할 수 있음
 - 본 분석은 시장조성 계약 체결 여부를 활용하여 효과를 추정하는데, 시장조성자 활동의 강도(intensity) 및 전략에 따라 효과의 크기와 방향성이 달라질 여지가 존재함
 - 언론보도에 따르면 과거와 비교하여 증권사들의 시장조성 활동 참여가 부진해진 상황이며, 시장조성 활동 관련 법률 리스크의 증대와 시장조성자들에 대한 인센티브 감소가 증권사들의 행태 변화에 영향을 미쳤을 가능성이 있음⁴¹⁾

41) 『Bizwatch』, 『시장조성활동 1년만에 재개됐지만...참여 증권사 ‘반토막’』, 2022. 8. 30., <https://news.bizwatch.co.kr/article/market/2022/08/30/0011>, 검색일자: 2025. 6. 15.

- 다만 종목별 시장조성자 활동을 직접적으로 활용한 분석 수행에는 시장조성 활동이 갖는 내생성 문제가 존재할 것으로 판단됨
- 또한 시가총액 규모에 따른 이질성 분석 결과, 시장조성 활동 재개의 영향이 상대적으로 시가총액이 큰 종목들에 차별적으로 나타났을 가능성이 일부 관찰됨
- 과거 문헌은 시가총액 규모에 대한 제한이 부여되기 이전 기간에 대한 효과성을 분석한 결과로, 해당 차이점에 기인하여 본 분석과 전반적인 효과가 다르게 나타났을 가능성이 존재함

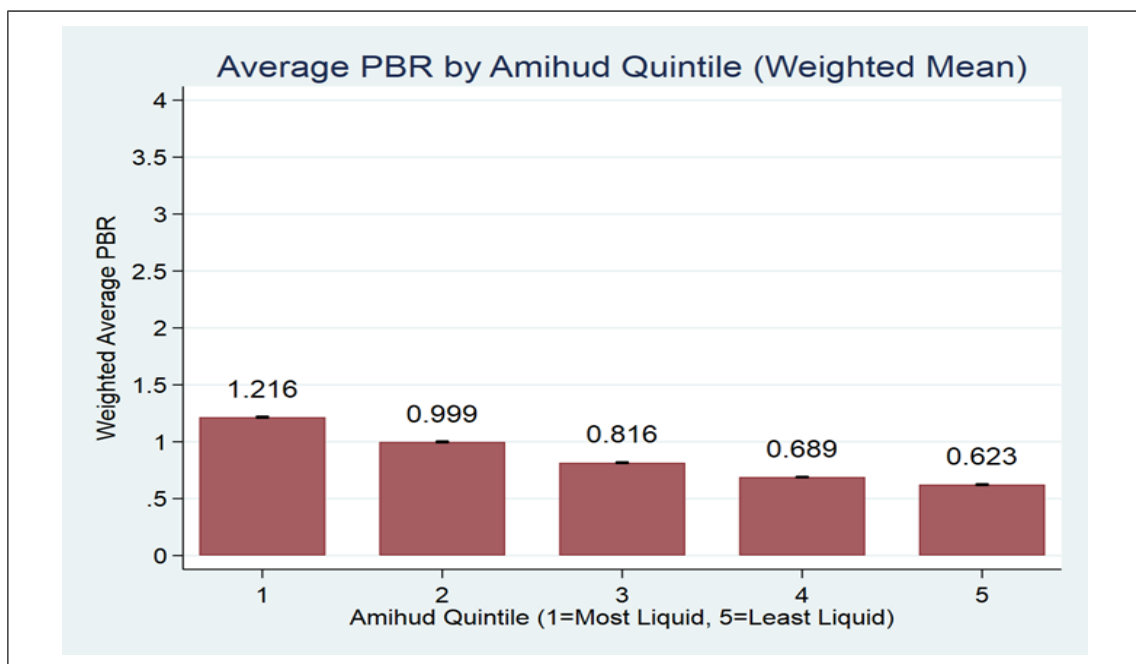
2. 가격 발견 효과 분석

가. 가격 발견의 실패와 코리아 디스카운트

- ‘코리아 디스카운트’ 현상은 기업의 내재 가치가 주가에 온전히 반영되지 못하는 시장 비효율성의 대표적인 사례로, 이는 근본적으로 시장의 ‘가격 발견(Price Discovery)’ 기능이 약화되었음을 의미함
 - 효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis)에 따르면 효율적인 시장일수록 모든 공개된 정보는 신속하고 정확하게 자산 가격에 반영되어야 함
 - 국내 증권시장은 지배주주와 소액주주 간의 정보 비대칭성, 낮은 주주환원율, 불투명한 회계정보 등 다양한 요인으로 인해 기업의 내재적 가치와 실제 주가 간의 괴리가 발생
 - 이러한 시장의 비효율성은 개별 종목 수준에서 가격 발견 기능의 약화로 구체화되며, 주가가 기업의 실제 가치를 제대로 대변하지 못하게 만들어 결국 코리아 디스카운트라는 거시적인 저평가 현상으로 이어지게 됨
- 시장의 가격발견 기능과 가장 밀접하게 연관된 개념은 ‘시장 유동성(Market Liquidity)’이라 볼 수 있음
 - 유동성이란 자산을 가격에 큰 충격을 주지 않으면서 신속하고 용이하게 거래할 수 있는 정도를 의미하며, 시장 효율성의 중요한 바로미터로 간주
 - 유동성이 풍부한 시장에서는 거래비용이 낮고, 새로운 정보가 다수의 거래를 통해 신속하게 가격에 반영되어 효율적인 가격 발견이 이루어짐

- 반면 유동성이 낮은 시장은 거래 시 큰 가격 충격을 유발하며 정보의 비대칭성을 심화시켜 가격 발견 과정을 저해
- [그림 IV-50]에서 시장 유동성과 기업 가치(PBR) 사이 관계를 살펴본 결과 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 추정되며, 이는 저유동성이 기업 저평가의 중요한 원인임을 시사함
- 분석을 위해 Amihud(2002)의 비유동성 척도(Illiquidity Measure)를 활용했으며, 이 값이 클수록 유동성이 낮다는 것을 의미
- 국내 상장기업을 Amihud 비유동성 척도에 따라 5분위로 나누어 평균 PBR을 분석한 결과, 유동성이 가장 높은 1분위 그룹의 PBR이 가장 높고 유동성이 낮아질수록 PBR이 체계적으로 하락하는 관계가 관찰되었음

[그림 IV-50] Amihud 비유동성 척도 5분위별 평균 PBR



주: KOSPI와 KOSDAQ에 상장된 모든 기업을 대상으로 기업 규모 가중 평균을 바탕으로 산출함
 자료: 저자 작성

- 시장 효율성과 가격 발견 기능의 관계를 보다 엄밀하게 살펴보기 위해서 KOSPI에 속한 주식들에 대해 다음과 같은 고정효과 모형을 활용하여 그 연관성을 추정함

$$PBR_{it} = \alpha + \beta ILLIQ_{it} + \gamma' X_{it} + Firm_i + Time_t + \epsilon_{it}$$

- PBR_{it} : 주가순자산비율로 기업의 시장가치 대비 장부상 가치를 비교하는 지표이며, 일반적으로 1보다 작은 값을 가지면 시장에서 저평가되었다고 해석함
- $ILLIQ_{it}$: Amihud(2002)의 비유동성 지표로 주식 i 의 특정 시점 t 에서의 비유동성 정도를 나타내며, 해당 값이 클수록 1원의 거래대금으로 더 큰 가격 변동을 유발한다는 것을 의미함; 본 연구에서는 해석의 편의성을 위해 표준화하여 사용함

- $ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|R_{itd}|}{V_{itd}}$ 로 계산하며, 특정 기간 동안 일별 데이터를 평균하여 산출함

- $|R_{itd}|$: 해당일 d 의 주식 수익률의 절댓값
- V_{itd} : 해당일 d 의 거래대금
- D_{it} : 기간 t 동안 거래가 있었던 총 일수

- X_{it} : 통제변수로 다음과 같은 변수들을 고려함
 - $\ln(\text{기업규모}), \ln(\text{매출액})$: 기업의 크기를 나타내는 변수이며, 일반적으로 기업 규모가 클수록 주식 유동성이 높고 안정적임; 자연로그(ln)를 취하는 이유는 데이터의 분포를 정규분포에 가깝게 만들어 분석의 안정성을 높이기 위함
 - $\text{부채비율}(t-1)$: 기업의 재무 레버리지, 즉 빚이 얼마나 되는지를 나타냄; 부채비율이 높으면 재무 위험이 크다고 인식되어 주가에 영향을 줄 수 있음; $(t-1)$ 은 작년(전기) 데이터를 사용했다는 의미로, 올해의 부채비율이 올해의 주가에 영향을 준다는 동시성 문제를 피하고자 사용됨
 - $\text{투자증가분}(t-1)$: 기업이 얼마나 투자를 늘리고 있는지를 보여주는 지표; 보통 총자산의 증가율 등으로 측정하며, 회사의 성장성을 나타냄
 - $\text{R\&D}(t-1)$: 연구개발(Research&Development) 투자 비용이며, 미래 성장 잠재력을 나타내는 중요한 변수로, 기술 기업 분석에 자주 사용됨
 - $\text{자기자본이익률(당기순이익)}(t-1)$: ROE(Return on Equity)라고 하며, 회사가 자기자본을 이용해 얼마나 효율적으로 이익을 냈는지를 보여주는 핵심적인 수익성 지표
 - $\text{배당성향}(t-1)$: 회사가 벌어들인 이익(당기순이익) 중 얼마나 주주에게 배당금으로 지급하는지를 나타내는 비율이며, 이는 회사의 주주환원 정책을 보여줌
 - 지배주주등비율 : 최대주주 및 그 특수관계인(가족, 관계사 등)이 보유한 지분

율로, 지배구조의 안정성이나 소액주주와의 이해상충 가능성 등을 평가하는 데 사용되며, 기업의 의사결정 방식이나 가치에 영향을 줄 수 있음

○ $Firm_i, Time_t$: 기업 고정효과와 시간 고정효과를 의미함

□ <표 IV-13>은 위에서 제시된 고정효과 모형을 추정한 결과를 정리하였으며, 시장 효율성과 가격 발견 기능의 관계가 양(+)의 관계가 있음을 확인함

○ 모형 (1)은 표준화된 Amihud 비유동성 지표와 PBR_{it} 와의 관계를 살펴본 기본 모형이며, 고정효과들을 제외하고 다른 변수들을 통제하지 않았을 때, 시장의 비유동성이 높을수록 PBR_{it} 은 감소하는 경향을 보임

- $ILLIQ_{it}$ 의 계수는 -0.049이며, 1% 유의수준에서 통계적으로 매우 유의하였음
- 비유동성이 1 표준편차 수준 증가할 때, PBR_{it} 은 평균적으로 0.049 정도 낮아진다는 것을 의미함

○ 모형 (2)는 표준화된 Amihud 비유동성 지표를 제외하고 통제 변수들만으로 분석을 실행하였으며, 기존의 연구와 동일하게 ln(매출액), 투자증가율, R&D투자, ROE, 배당성향이 PBR_{it} 과 연관이 있음을 보였음

○ 모형 (3)은 모형 (1)과 모형 (2)를 합친 형태로, 다양한 기업 특성을 통제한 상태에서 Amihud 비유동성 지표의 순수한 영향을 분석하였으며, 모형 (1)의 결과와 같이 비유동성이 높을수록 PBR_{it} 은 감소하는 경향을 확인할 수 있었음

- $ILLIQ_{it}$ 의 계수는 1% 유의수준에서 -0.090이며, 이는 비유동성이 1 표준편차 수준 증가할 때, PBR_{it} 은 평균적으로 0.090 정도 낮아진다는 것을 의미함

○ 모형 (4)는 동시성 문제를 고려하여 전기의 비유동성 지표를 변수로 사용하여 분석하였으며, 비유동성 수준이 가격 발견 기능에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었음

<표 IV-13> 시장 효율성과 가격 발견 기능의 관계

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
$ILLIQ_{it}$	-0.049*** (0.012)		-0.090*** (0.023)	
$ILLIQ_{it-1}$				-0.081*** (0.021)
ln(기업규모)		0.053 (0.058)	0.052 (0.058)	0.052 (0.058)

<표 IV-13>의 계속

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(매출액)		0.238*** (0.049)	0.234*** (0.049)	0.233*** (0.048)
부채비율		0.014 (0.021)	0.014 (0.022)	0.014 (0.022)
투자증가율		9.353*** (2.295)	9.205*** (2.896)	9.212*** (2.874)
R&D투자		0.016* (0.009)	0.016* (0.008)	0.015* (0.008)
ROE		0.029*** (0.004)	0.029*** (0.004)	0.029*** (0.004)
배당성향		0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
지배주주		-0.306 (0.204)	-0.302 (0.207)	-0.306 (0.207)
상수	1.099*** (0.001)	-0.361 (1.566)	-0.342 (1.563)	-0.355 (1.561)
관측수	206,503	74,211	74,164	74,062

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함
 자료: 저자 작성

나. 시장조성자 증권거래세 면제와 가격 발견 효과

- 시장조성자 제도 및 증권거래세 면제가 실제로 기업 가치 저평가를 완화하는지 인과적으로 검증하기 위해, 2022년에 발생한 시장조성자 제도의 일시 중단 및 재개 사건을 준실험적(quasi-experimental) 상황으로 활용한 성향점수매칭-이중차분법(PSM-DID) 분석을 수행
 - 2021년 9월 금융감독원의 과징금 부과 이후 시장조성 활동이 대부분 중단되었다가, 2022년 7월 증권선물위원회의 무혐의 의결에 따라 2022년 8월부터 활동이 재개된 사건은 제도의 효과를 식별할 수 있는 명확한 정책적 충격을 제공
 - 분석을 위해 먼저 제도 재개 이전에 시장조성 대상종목(처치군)과 유동성 등 주요 특성이 유사한 비대상종목(통제군)을 성향점수매칭으로 구성
 - 매칭 방식에 따른 민감도를 살펴보기 위해 1:1 Nearest Neighbor, 1:2 Nearest Neighbor, Kernel, 1:1 Wide Caliper(0.05) 방식을 각각 사용함

- 이후 제도 재개 전후 두 집단의 PBR 변화를 비교하는 이중차분법을 적용하여 시장조성자 제도의 순수한 인과적 효과를 추정함
 - 매칭된 표본에 대해 DID를 실시하고 여러 통제변수와 기업 고정효과, 시간 고정효과를 사용함
 - 통제변수에는 기업 규모의 로그값, 매출액의 로그값, 전기의 부채비율, 투자 증가분, R&D 비용, 자기자본이익률, 배당성향, 지배주주 등 비율을 사용함
- <표 IV-14>에서 시장조성자 제도의 재개는 대상 종목의 주가순자산비율(PBR)을 통계적으로 유의미하게 상승시키는 효과를 보임
 - 다양한 매칭 방식을 적용한 분석 결과는 매우 일관되게 나타났으며, 시장조성 대상종목의 PBR은 비대상종목에 비해 약 0.076에서 0.112만큼 상승하는 것으로 추정됨
 - 이러한 결과는 시장조성자 제도가 단순히 유동성을 공급하는 것을 넘어, 기업의 가치 평가를 개선하고 주가를 내재 가치에 근접시키는 ‘가격 발견’ 기능을 실질적으로 촉진함을 명확히 보여줌

<표 IV-14> 시장조성자 제도의 가격 발견 효과

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
매칭방법	1:1 NN	1:2 NN	Kernel	1:1 Wide
추정계수	0.112***	0.076**	0.092***	0.105***
표준오차	(0.038)	(0.038)	(0.033)	(0.039)
관측수	1,669	1,931	3,515	1,705

주: * 10% 수준에서 통계적으로 유의함, ** 5% 수준에서 통계적으로 유의함, *** 1% 수준에서 통계적으로 유의함. () 안은 표준오차를 의미함

자료: 저자 작성

V. 종합 및 정책적 시사점



V. 종합 및 정책적 시사점

- 「조세특례제한법」 제117조에 법적 근거를 둔 이 제도는 단일 법률의 틀 안에서 상이한 정책 목표를 동시에 추구하는 복합적인 조세지출(tax expenditure) 제도의 성격을 가지고 있음

- 본 연구는 해당 제도를 구성하는 여러 정책 목표 중 다음의 두 가지 목표를 중심으로 심층 분석을 수행
 - 「조특법」 §117①2의5, 3: 시장조성자(Market Maker)에 대한 세제지원을 통해 시장 유동성을 제고하고, 가격 발견(price discovery) 기능을 원활하게 하여 시장 전반의 미시적 효율성과 거시적 안정성을 도모하는 것을 목표
 - 「조특법」 §117①1, 2, 2의2, 2의4, 4: 벤처캐피탈 등 특정 투자 주체에 대한 세제 혜택을 통해 고위험 기술기업의 성장을 지원하고 국가 혁신 생태계의 동태적 성장을 촉진

- 금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제(§117①2의5, 3)와 관련하여 일몰 연장을 제안하고 다음과 같은 사항을 고려할 필요가 있음
 - 보다 더 직접적으로 유동성과 연관된 기준 지표를 고안하고, 이를 활용할 것을 중장기적으로 검토할 필요가 있음
 - 파생상품 시장조성자 기준의 경우 시장별 상품이 표준화가 되어 있어, 거래 대금을 기준으로 분류하는 것이 타당하나, 주식 시장조성자와 관련한 조건은 실질적인 유동성과 무관할 가능성이 있음
 - 시가총액은 전체 보유 주식의 크기만 관련이 있어 실질적인 유동주식 수준과는 관련성이 낮으며, 시장심도(market depth)와 같은 지표가 유동성과 밀접한 관련이 있음
 - 시가총액과 유동성 지표들 사이의 연관성은 대략 0.15 수준 미만으로 시가총액은 유동성과 큰 관련이 없음
 - 미국, 일본, 홍콩 등과 같은 증권시장에서는 시장조성자 기준에 시가총액

기준이 없고, 프랑스와 이탈리아 정도가 증권거래세 면제에 시가총액 기준이 있으나 시장 활성화를 위해 시장조정자만이 아닌 모든 거래자를 위한 기준임

- 대체거래소 출범에 따른 세제지원 검토는 편익과 비용을 종합적으로 고려하여 판단할 필요가 있음
 - 대체거래소는 한국거래소와 비교하여 유동성 공급이 필요한 종목도 존재하고 한국거래소가 거래하지 않는 시간에도 거래가 발생하므로 투자자 입장에서 거래 효율성 제고 효과를 누릴 수 있다는 것을 고려할 필요가 있음
 - 2025년 6월 기준 NEXTRADE에서 거래되는 800종목 중 165개 종목만이 시장조정자 대상 종목으로 나타남
 - 대체거래소는 한국거래소가 거래하지 않는 시간에도 거래가 발생하므로 해당 시간에는 시장조정자 제도를 운영하여 투자자 입장에서 거래 효율성 제고 효과를 누릴 수도 있음
 - 거버넌스 측면에서 대체거래소는 증권사들과 금융투자협회에서 운영하고 있기에 시장조정자 제도 운영 및 위법행위 등에 대한 통제가 제대로 이루어지지 않을 수 있다는 비판이 있을 수 있으나, 「자본시장법」에 따른 규제 및 한국거래소와 대체거래소 간에 협력을 통해 보완이 가능할 것으로 보임

□ 중소기업 지원을 위한 증권거래세 면제(§117①1, 2, 2의2, 2의4, 4)와 관련하여 일몰 연장과 더불어 다음의 수정사항을 제안함

- 벤처투자 활성화 측면에서 벤처투자 거래의 특성을 고려할 때 제도의 실익에 대해서는 중장기적 검토가 필요하다고 평가됨
 - 벤처투자의 경우 거래가 빈번하게 발생하는 시장조정자 제도와는 다르게 장기간 투자 이후 단발성의 수익화를 실현하는 경향이 있음
 - 따라서 누적 수익률 대비 증권거래세 면제로부터의 이익은 매우 작은 수준이기에 해당 제도로 벤처투자를 유도하는 실질적인 유인이 되기 어려운 측면이 있음
- 다만 벤처투자 활성화를 위해 관련 도관회사의 이중과세 방지에 대한 정책적 타당성은 인정되기에, 제도 목표를 이러한 방향으로 구체화하고 이에 맞게 세부대상 등을 조정하는 것을 중장기적으로 고려해 볼 필요가 있음

- 도관이론에 근거한다면 경제적 실질이 동일한 모든 도관에 대해 동등한 과세 원칙이 적용하는 것을 고려하여 ‘개인투자조합’도 수혜대상에 추가하는 것을 고려할 수 있음
- 더 나아가 진정한 도관이론을 따른다면 외부 투자자로부터 모집한 자금, 즉 ‘통과’하는 자금의 운용 수익에 대해서만 혜택을 부여하는 것을 고려
- 현행 제도는 벤처투자회사 등이 자기 고유자금(proprietary capital)으로 투자하여 얻은 양도차익에 대해서도 증권거래세를 면제하고 있음

참고문헌

- 강동익·고창수·박종상, 『금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제』, 한국조세재정연구원, 2020.
- _____, 『금융시장 효율화·안정화를 위한 증권거래세 면제』, 한국조세재정연구원, 2022.
- 김평식·홍병진, 『2023 조세특례 임의심층평가 (4) 농어민 지원을 위한 인지세의 면제』, 한국조세재정연구원, 2023.
- 이상엽·이동규·김누리·배경훈·빈기범, 『주식시장 활성화 지원을 위한 조세특례』, 한국조세재정연구원, 2017.
- 이우백, 「주식시장 시장조성자의 유동성 제고의 실효성 분석」, 『한국증권학회지』, 제51권 제1호, 2022, pp. 27~62.
- 이우백·우민철·박종원, 「거래비용이 차익거래시장에 미치는 영향: 증권거래세 과세 사례를 중심으로」, 『한국증권학회지』, 제46권 제2호, 2016, pp. 459~596.
- 전병욱, 「시장조성자의 양도에 대한 증권거래세 면제의 합리적 개편방안」, 『세무와회계저널』, 제24권 제6호, 2023, pp. 9~36.
- 중소벤처기업부, 『벤처기업정밀실태조사』, 조사통계, 2021. 12.
- 한국거래소, 『2024년 파생상품시장 동향』, 연차보고서, 2025. 2.
- _____, 『2차 질의 응답 자료』, 2025. 5. 20.
- _____, 『3차 질의 응답 자료』, 2025. 6. 5.
- 『파이낸셜뉴스』, 「“단 몇 개월이라도” 거래소, 시장조성자 재모집...이르면 8월초」, 2022. 7. 21., <https://www.fnnews.com/news/202207210531083477>, 검색일자: 2025. 4. 16.
- 『Bizwatch』, 「시장조성활동 1년만에 재개됐지만...참여 증권사 ‘반토막」, 2022. 8. 30., 검색일자: 2025. 6. 15., <https://news.bizwatch.co.kr/article/market/2022/08/30/0011>

- Anand, A. , C. Tanggaard, and D. G. Weaver, “Paying for Market Quality,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44(6), 2009, pp. 1427~1457.
- Amihud, Y., “Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects,” *Journal of financial markets*, 5(1), 2002, pp. 31~56.
- Bessembinder, H., J. Hao, and K. Zheng, “Liquidity Provision Contracts and Market Quality: Evidence from the New York Stock Exchange,” *Review of Financial Studies*, Vol. 33(1), 2020, pp. 44~74.
- Calonico, Cattaneo, and Farrell, “rdrobust: Software for regression-discontinuity designs,” *The Stata Journal*, Vol 17(2), 2017, pp. 372~404.
- Eldor, R., S. Hauser, B. Pilo, and I. Shurki, “The Contribution of Market Makers to the Efficiency of Options Trading in Electronic Exchange,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30(7), 2006, pp. 2025~2040.
- Kehr, C.H., J. P. Krahn, and E. Theissen, “The Anatomy of a Call Market: Evidence from Germany,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 10(3-4), 2001, pp. 249~270.
- Nimalendran, M., and G. Petrella, “Do Thinly-traded Stocks Benefit from Specialist Intervention?,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27(9), 2003, pp. 1823~1854.
- Tse, Y., and T. Zabolina, “Do Designated Market Makers Improve Liquidity in Open-Outcry Futures Markets?,” *Journal of Futures Markets*, Vol. 24(5), 2004, pp. 479~502.
- Venkataraman, K. and A. C. Waisburd, “The Value of the Designated Market Maker,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42(3), 2007, pp. 735~758.
- 한국거래소, 「파생상품 시장조성자제도」, <https://regulation.krx.co.kr/contents/RGL/03/03050700/RGL03050700.jsp#c77a52a8bb926ea0995cc403f7c88b7a=1>, 검색일자: 2025. 5. 25.
- 한국거래소 정보데이터시스템, 「거래 상하위 50종목」, https://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/outerLoader/index.cmd?screenId=MDCEASY016&locale=ko_KR&kosdaqGlobalYn=1/, 검색일자: 2025. 7. 1.
- _____, 「주식 주요 통계」, <http://data.krx.co.kr/contents/MMC/STAT/stat/MMCSTAT003.cmd>, 검색일자: 2025. 7. 1.
- _____, 「파생상품 주요 통계」, <http://data.krx.co.kr/contents/MMC/STAT/stat/MMCSTAT009.cmd>, 검색일자: 2025. 7. 1.

_____, 『종목별 주식 시장조성자 및 ETF LP 계약 현황』, <http://data.krx.co.kr/>, 검색일자: 2025. 7. 1.

KOSIS, 『증권·파생상품시장통계-주식상품총괄』, https://kosis.kr/statHtml/statHtml.do?sso=ok&returnurl=https%3A%2F%2Fkosis.kr%3A443%2FstatHtml%2FstatHtml.do%3Flist_id%3D343_34301_012_004%26obj_var_id%3D%26seqNo%3D%26tblId%3DDT_343_2010_S0093%26vw_cd%3DMT_ZTITLE%26orgId%3D343%26path%3D%252FstatisticsList%252FstatisticsListIndex.do%253Bjsessionid%253DQ6HRBwEjgUS1gS0ueKxL0BStMCRStyO4dSJRY3EV.esvwas2_S21%26conn_path%3DB4%26itm_id%3D%26lang_mode%3Dko%26scrId%3D%26, 검색일자: 2025. 7. 1.

KRX 법무포털, 『주식·주가지수 파생상품 시장조성 운영지침 - [별표 4] 시장조성실적 평가 기준』, <https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do>, 검색일자: 2025. 7. 15.

_____, 『코스닥시장 업무규정 시행세칙 - [별표 5의 3] 시장조성자 평가 및 시장조성대가 지급기준』, <https://rule.krx.co.kr/out/regulation/regulationViewPop.do#bon12bu18>, 검색일자: 2025. 7. 15.

FINRA, 『Regulation SHO』, <https://www.finra.org/rules-guidance/guidance/reports/2023-finra-examination-and-risk-monitoring-program/regulation-sho>, 검색일자: 2025. 6. 25.

eCFR, 『Section-242.130』, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242/subject-group-ECFR3dd95cf4d3f6730/section-242.103>, 검색일자: 2025. 7. 30.

NASDAQ, 『Price List Trading』, <https://nasdaqtrader.com/Trader.aspx?id=PriceListTrading2>, 검색일자: 2025. 7. 12.

NYSE, 『Designated Market Makers』, https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated_market_makers.pdf, 검색일자: 2025. 4. 15.

Xetra, 『Designated Sponsor Requirements』, <https://www.xetra.com/xetra-en/trading/trading-models/liquidity-through-designated-sponsors/designated-sponsor-requirements>, 검색일자: 2025. 7. 30.

JPX, 『Equities Market Making』, <https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/index.html>, 검색일자: 2025. 7. 30.

JPX, 『Derivatives Market Making』, <https://www.jpx.co.jp/english/derivatives/rules/market->

maker/index.html, 검색일자: 2025. 5. 17.

JPX, 『Market Maker Rules』, <https://www.tfx.co.jp/en/rules/pdf/f-05.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

JPX, 『Equities Market Making』, <https://www.jpx.co.jp/english/equities/products/etfs/market-making/index.html>, 검색일자: 2025. 7. 30.

Flowtrader, 『Best Market Maker』, <https://www.flowtraders.com/news/flow-traders-named-best-market-maker-by-japan-exchange-group/>, 검색일자: 2025. 7. 28.

TSX, 『Market Maker Program』, <https://www.tsx.com/en/trading/toronto-stock-exchange/order-types-and-features/market-maker-program>, 검색 일자: 2025. 4. 30

MX, 『Market Making』, <https://www.m-x.ca/en/trading/programs/market-making>, 검색일자: 2025. 4. 30.

CBOE, 『Market Maker Obligations and Benefits』, <https://www.cboe.com/ca/equities/trading/market-maker-obligations-and-benefits/>, 검색일자: 2025. 4. 30.

MX, 『Market Making』, <https://www.m-x.ca/en/trading/programs/market-making>, 검색일자: 2025. 4. 30.

LSE, 『LSE Rulebook(Section 2101 Capital Adequacy)』, <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lse-rules-full-20240226.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

LSE, 『LSE Rules and Regulations(Guide to Trading Services)』, <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/mit251-guide-to-trading-services-sets-setsqx-etfs.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

LSE, 『LSE Trading Services(Fee Schedule)』, <https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/lse-trading-services-fee-schedule.pdf>, 검색일자: 2025. 4. 30.

Euronext, 『Liquidity Provision』, <https://www.euronext.com/en/trade/join-uronext/liquidity-provision>, 검색일자: 2025. 5. 3.

Euronext, 『Harmonised Rules』, <https://www.euronext.com/en/regulation/harmonised-rules>, 검색 일자: 2025. 5. 3.

Euronext, 『Fee Schedule』, <https://www.euronext.com/en/trading/cash-markets/fees-charges>, 검색 일자: 2025. 5. 3.

영국 국세청, 『Stamp Taxes』, <https://www.gov.uk/hmrc-internal-manuals/stamp-taxes-shares-manual/stsm041260>, 검색일자: 2025. 5. 7.

프랑스 국세청, 『Code général des impôts, Art. 235 ter ZD』, <https://www.legifrance.gouv>.

fr/codes/article_lc/LEGIARTI000034669460, 검색일자: 2025. 5. 7.

Clearstream, 『Italian Financial Transaction Tax』, <https://www.clearstream.com/clearstream-en/securities-services/asset-services/tax-and-certification/italy-introduction-of-an-italian-financial-transaction-tax-iftt--1292924>, 검색일자: 2025. 5. 7.

부 록



「중소벤처기업 지원을 위한 투자자 세제혜택에 대한 설문조사」에 대한 결과보고서

2025. 7.

Research  Research

목 차

I. 조사개요	144
1. 조사의 배경 및 목적	144
2. 조사 설계	145
3. 조사 내용	146
4. 자료 처리	147
5. 응답자 특성	148
II. 조사 결과	149
1. 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제의 인식 및 활용	149
1) 증권거래세 면제 경험	149
2) 증권거래세 면제 인지 여부	151
3) 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유	153
4) 증권거래세 면제 인지시점	155
5) 증권거래세 면제 인지경로(중복응답)	157
6) 증권거래세 면제 알지만 적용받지 못한 이유	159
7) 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움	161
8) 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점	163
9) 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분	165
2. 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 인식 및 활용	170
1) 비과세 경험 여부	170
2) 비과세 인지 여부	172
3) 비과세를 알지 못하는 이유	174
4) 비과세 인지시점	176
5) 비과세 인지경로	178
6) 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유	180
7) 최근 출자방식	183

8) 직접투자 방식의 출자건수 비율	185
9) 간접투자를 하지 않은 주된 이유	187
10) 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유	189
11) 출자 및 투자 결과 순투자 수익율이 더 높은 방식	191
12) 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식	193
13) 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법	195
14) 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유	198
15) 비과세 혜택의 영향력 수준	200
16) 비과세 혜택의 영향력 규모	202
17) 비과세 혜택이 외부 재원에 미친 영향력	204
18) 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액 영향력	206
19) 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액 영향력	208
20) 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력	210
21) 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향	212
22) 소득공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향	214
23) 비과세 혜택의 효과가 없는 이유	216
24) 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향	218
25) 비과세 혜택 연장 인지 여부	220
26) 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력	221
27) 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준	223
3. 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 개선방향	225
1) 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성	225
2) 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가	230
3) 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가	232
4) 투자활성화를 위한 정책지원 유형	234
5) 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식	239
6) 법인세 신고 내용	241
〈 부 록 〉 설문지	243

I. 조사개요

1. 조사의 배경 및 목적

- 한국조세재정연구원에서는 2025년도 기획재정부 조세지출 심층평가의 일환으로 「벤처투자조합 출자 등에 대한 소득공제 등」에 대한 연구를 진행 중이며, 평가의 일부로서 동 제도에 대한 설문조사를 진행
- 동 제도의 목적은 벤처기업 등에 투자하는 개인 및 내국법인에 대한 세금혜택(「조특법」 제16조 및 제13조의2), 이들 투자자의 간접투자 매개체인 벤처투자회사 등에 대한 세금혜택(「조특법」 제13조)을 줌으로써 벤처기업 등에 투자 확대를 유인함
- 따라서 본 설문조사의 목적은 동 제도의 일몰기한이 도래함에 따라 적용기한 종료 전 조세지출의 목적 달성 여부, 그동안의 운영성과 평가, 향후 제도 개선방향 등을 파악하기 위하여 실시함
- 본 설문조사를 바탕으로 그동안 해당 제도의 운영성과 평가와 함께 향후 제도 개선방향 등을 파악하는 기초자료로 사용하고자 함

2. 조사 설계

- 본 조사는 2015년 이후 벤처기업에 창업투자회사 중개업체를 대상으로 정량적인 설문조사를 진행했으며, 구체적인 조사 설계는 아래와 같음

〈부표 1-1〉 조사 설계

구 분	벤처투자조합 출자 등에 대한 소득공제에 대한 설문조사
조사 대상	창업투자회사 중개업체
표본수	100명
조사 방법	구조화된 설문지를 이용한 온라인 설문
조사 기간	2025년 5월 26일 ~ 6월 13일
조사 기관	(주)리서치앤리서치

3. 조사 내용

□ 본 설문조사의 주요 내용은 다음과 같음

<부표 1-2> 주요 설문조사 세부 항목

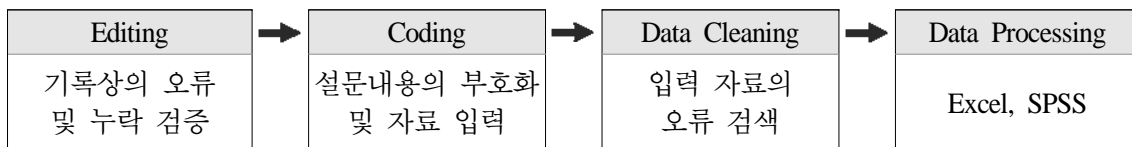
구분	세부 항목
기업 일반현황	<ul style="list-style-type: none"> • 2023년 이전 창업 여부 • 창업 유형 • 기업규모 • 주식시장 상장 유형 • 공공기관 여부 • 상시근로자 수 • 평균 매출액
벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제의 인식 및 활용	<ul style="list-style-type: none"> • 증권거래세 면제 경험 • 증권거래세 면제 인지 여부 • 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유 • 증권거래세 면제 인지 시점 • 증권거래세 면제 인지 경로 • 증권거래세 면제 알지만 적용받지 못한 이유 • 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움 • 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점 • 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분
벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 인식 및 활용	<ul style="list-style-type: none"> • 비과세 경험 여부 • 비과세 인지 여부 • 비과세를 알지 못하는 이유 • 비과세 인지 시점 • 비과세 인지 경로 • 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유 • 최근 출자방식 • 간접투자를 하지 않은 주된 이유 • 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유 • 간접투자 방식으로 출자 및 투자를 이용할 때 구체적 유형 • 출자 및 투자 결과 순투자수익율이 더 높은 방식 • 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식 • 회사의 구체적 출자방법 • 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법 • 신규 출자 금액의 원천별 규모 • 비과세 혜택의 도움정도 • 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유 • 비과세 혜택의 영향력 수준 • 비과세 혜택의 영향력 규모 • 비과세 혜택이 외부 재원에 미친 영향력

<부표 I -2>의 계속

구 분	세 부 항목
벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 인식 및 활용	<ul style="list-style-type: none"> • 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액 영향력 • 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액 영향력 • 현황 • 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력 • 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향 • 소득공제가 투자기간에 미친 영향 • 비과세 혜택의 효과가 없는 이유 • 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향 • 비과세 혜택 연장 인지 여부 • 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 • 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준
벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 개선방향	<ul style="list-style-type: none"> • 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성 • 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가 • 주식양도차익 비과세 혜택 개편 시 조세지원 축소 규모 • 주식양도차익 비과세 혜택 개편 시 조세지원 확대 규모 • 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가 • 배당소득 비과세 혜택 개편 시 조세지원 축소 규모 • 배당소득 비과세 혜택 개편 시 조세지원 확대 규모 • 투자활성화를 위한 정책지원 유형 • 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식

4. 자료 처리

□ 수집된 자료(Raw Data)는 Editing, Coding, Data Cleaning 과정을 거쳐 SPSS 통계 패키지 프로그램으로 전산 처리하였음



5. 응답자 특성

□ 본 설문조사에 응답한 응답자 특성은 다음과 같음

<부표 1-3> 응답자 특성

(단위: 명, %)

구 분		사례수	(%)
전 체		100	100.0
창업유형	벤처투자회사	50	50.0
	창업기획자	47	47.0
	신기술사업 금융업자	10	10.0
	기금운용법인	4	4.0
기업규모	중소기업	93	93.0
	중견기업	2	2.0
	대기업	5	5.0
증권거래세 면제 경험	있음	47	47.0
	없음	53	53.0
비과세 경험	모두 받음	20	20.0
	주식양도 차익만받음	23	23.0
	배당소득만 받음	3	3.0
	모두 못 받음	54	54.0

II. 조사 결과

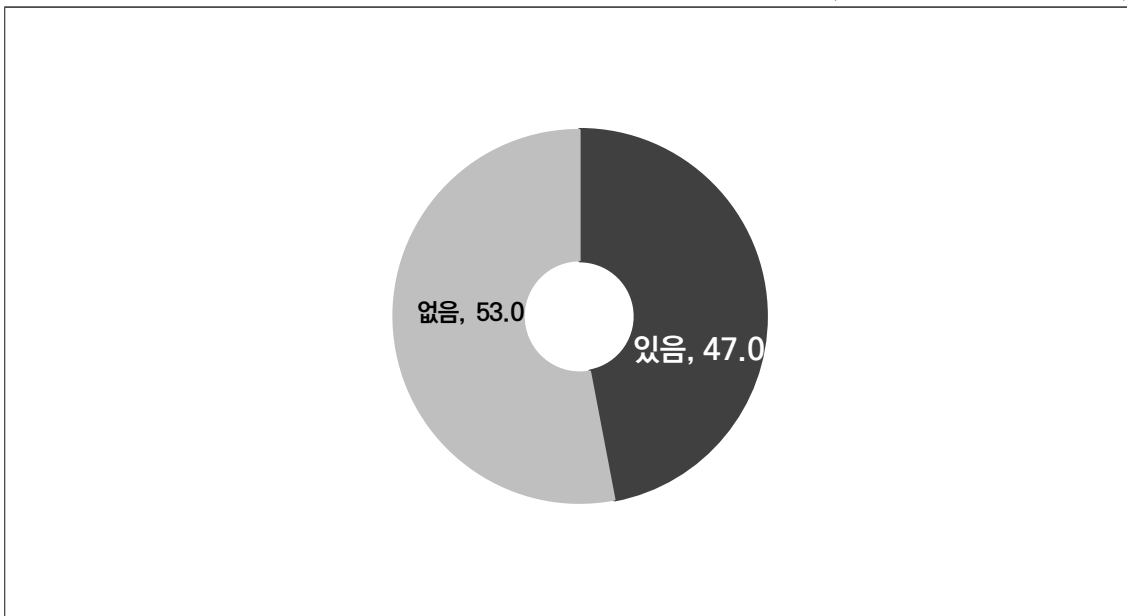
1. 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제의 인식 및 활용

1) 증권거래세 면제 경험

- 증권거래세 면제 경험에 대해 알아본 결과, ‘증권거래세 면제를 받은 적이 없음’이 53.0%로 가장 높았고, ‘모두 받은 적이 있음’은 47.0%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘모두 받은 적이 있음’이 58.0%로 더 높았고, ‘창업기획자’는 ‘받은 적이 없음’이 63.8%로 더 높게 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘받은 적이 없음’이 51.6%로 더 높았고, ‘중견기업’은 ‘받은 적이 없음’이 100.0%로 전부 해당되었으며, ‘대기업’은 ‘받은 적이 없음’이 60.0%로 더 높았음.

[부그림 II -1] 증권거래세 면제 경험

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -1> 증권거래세 면제 경험

(단위: 명, %)

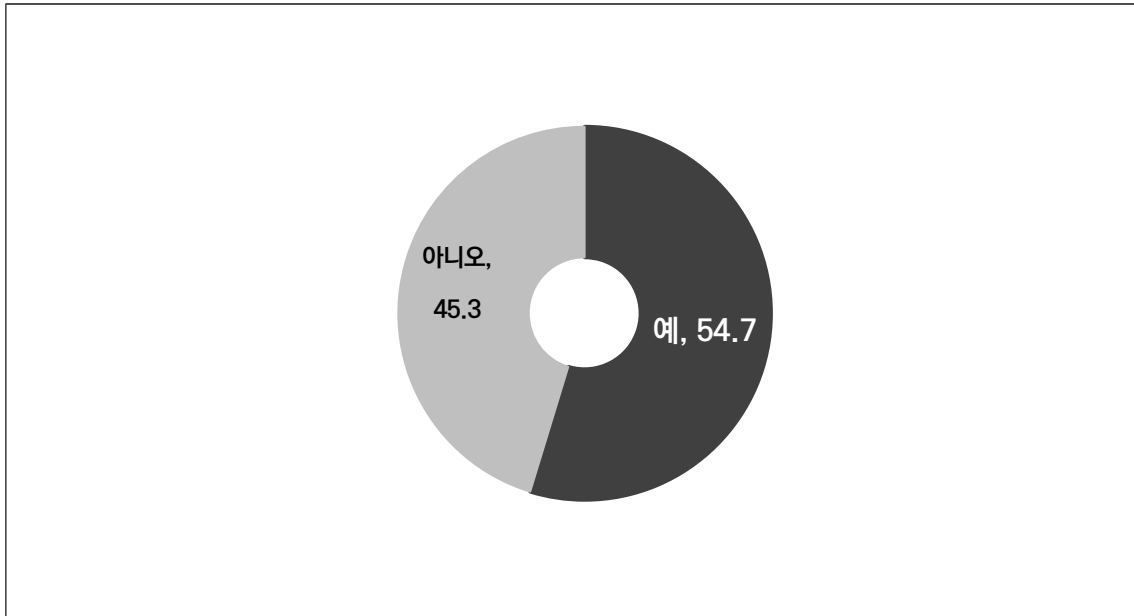
구 분	사 례 수	받은 적이 있음	받은 적이 없음	
전 체	(100)	47.0	53.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	58.0	42.0
	창업기획자	(47)	36.2	63.8
	신기술사업 금융업자	(10)	50.0	50.0
	기금운용법인	(4)	0.0	100.0
기업규모	중소기업	(93)	48.4	51.6
	중견기업	(2)	0.0	100.0
	대기업	(5)	40.0	60.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	100.0	0.0
	없음	(53)	0.0	100.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	100.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	78.3	21.7
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3
	모두 못 받음	(54)	13.0	87.0

2) 증권거래세 면제 인지 여부

- 증권거래세 면제 인지 여부에 대해 알아본 결과, ‘예’가 54.7%로 가장 높았고, ‘아니오’가 45.3%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘예’가 66.7%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘아니오’가 53.3%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘예’가 56.3%로 가장 높았으며, ‘중견기업’은 ‘아니오’가 100.0%로 가장 높았고, ‘대기업’은 ‘예’가 66.7%로 가장 높았음.

[부그림 II -2] 증권거래세 면제 인지 여부

(base 전체, n=53, 단위: %)



<부표 II -2> 증권거래세 면제 인지 여부

(단위: 명, %)

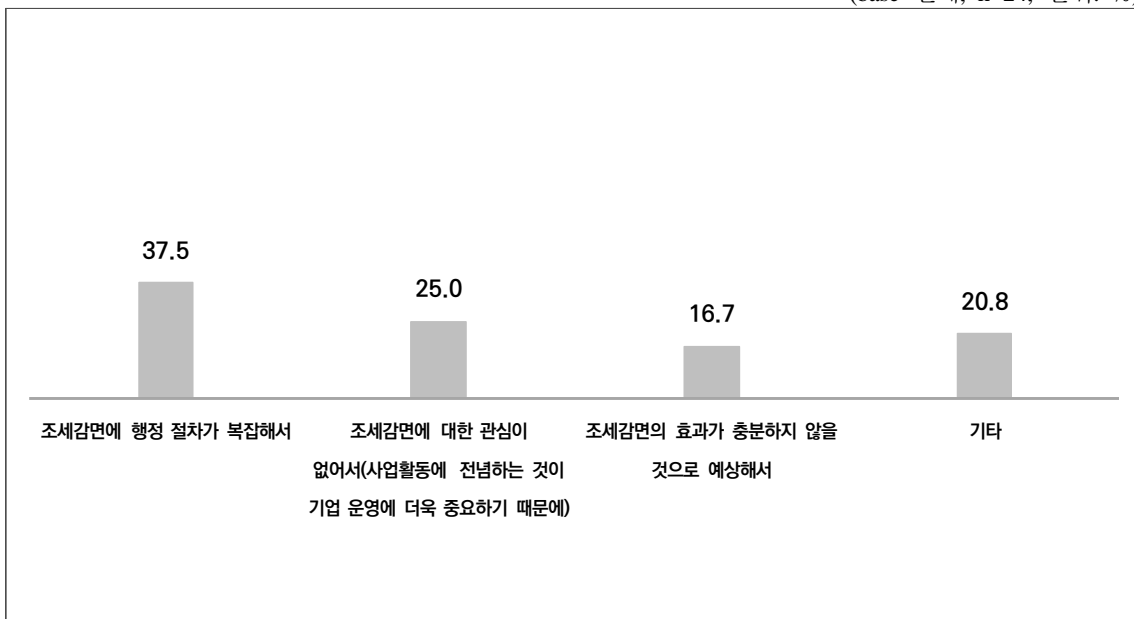
구 분	사례수	예	아니오	
전 체	(53)	54.7	45.3	
창업유형	벤처투자회사	(21)	66.7	33.3
	창업기획자	(30)	46.7	53.3
	신기술사업 금융업자	(5)	80.0	20.0
	기금운용법인	(4)	25.0	75.0
기업규모	중소기업	(48)	56.3	43.8
	중견기업	(2)	0.0	100.0
	대기업	(3)	66.7	33.3
증권거래세 면제 경험	있음	(0)	0.0	0.0
	없음	(53)	54.7	45.3
비과세 경험	모두 받음	(0)	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(5)	100.0	0.0
	배당소득만 받음	(1)	0.0	100.0
	모두 못 받음	(47)	51.1	48.9

3) 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유

- 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유에 대해 알아본 결과, ‘조세감면에 행정 절차가 복잡해서’가 37.5%로 가장 높았고, ‘조세감면에 대한 관심이 없어서(사업활동에 전념하는 것이 기업 운영에 더욱 중요하기 때문에)’가 25.0%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘조세감면에 행정 절차가 복잡해서’가 57.1%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘조세감면에 행정 절차가 복잡해서’가 37.5%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘조세감면에 행정 절차가 복잡해서’가 38.1%로 가장 높았고, ‘중견기업’은 ‘조세감면에 행정 절차가 복잡해서’와 ‘기타’가 각각 50.0%로 동일하게 가장 높았음. ‘대기업’은 ‘기타’가 100.0%로 가장 높았음.

[부표 II -3] 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유

(base 전체, n=24, 단위: %)



<부표 II -3> 증권거래세 면제를 알지 못하는 이유

(단위: 명, %)

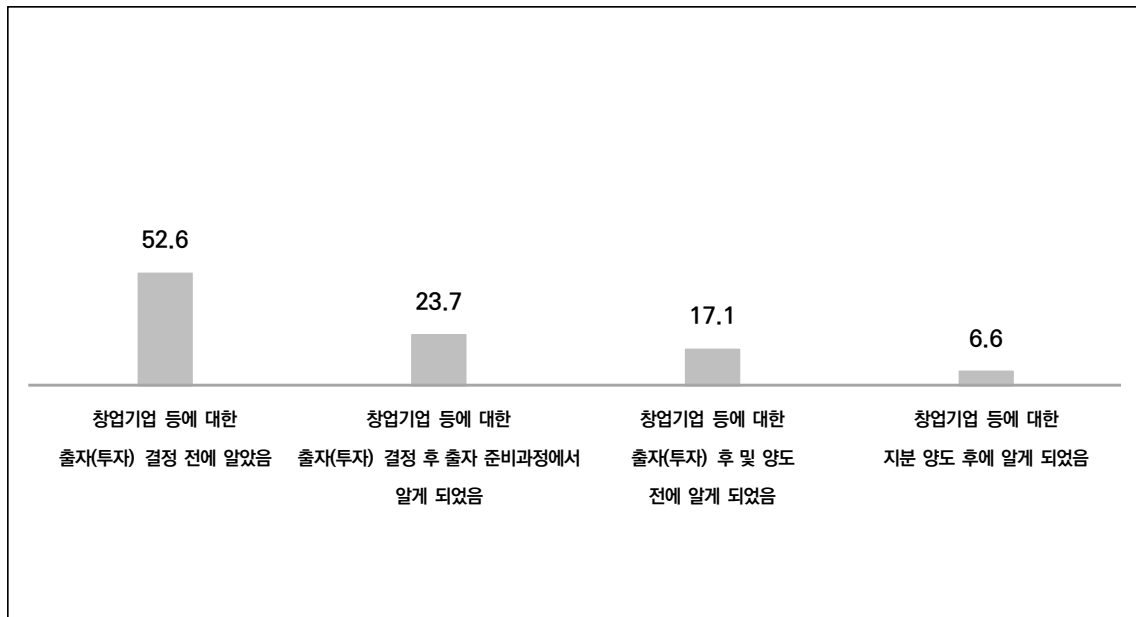
구 분	사례수	조세감면에 행정절차가 복잡해서	조세감면에 대한 관심이 없어서	조세감면의 효과가 충분하지 않을것으로 예상해서	기타	
전 체	(24)	37.5	25.0	16.7	20.8	
창업유형	벤처투자회사	(7)	57.1	14.3	14.3	14.3
	창업기획자	(16)	37.5	31.3	18.8	12.5
	신기술사업 금융업자	(1)	0.0	0.0	0.0	100.0
	기금운용법인	(3)	0.0	33.3	0.0	66.7
기업규모	중소기업	(21)	38.1	28.6	19.0	14.3
	중견기업	(2)	50.0	0.0	0.0	50.0
	대기업	(1)	0.0	0.0	0.0	100.0
증권거래세 면제 경험	있음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	없음	(24)	37.5	25.0	16.7	20.8
비과세 경험	모두 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(23)	34.8	26.1	17.4	21.7

4) 증권거래세 면제 인지시점

- 증권거래세 면제 인지시점에 대해 알아본 결과, ‘창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음’이 52.6%로 가장 높았고, ‘출자 준비과정에서 알게 되었음’이 23.7%로 그 뒤를 이었음.
 - (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음’이 58.1%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음’이 48.4%로 가장 높았음.
 - (기업규모) ‘중소기업’은 ‘창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음’이 51.4%로 가장 높았고, ‘대기업’은 ‘창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음’이 75.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -4] 증권거래세 면제 인지시점

(base 전체, n=76, %)



<부표 II -4> 증권거래세 면제 인지시점

(단위: 명, %)

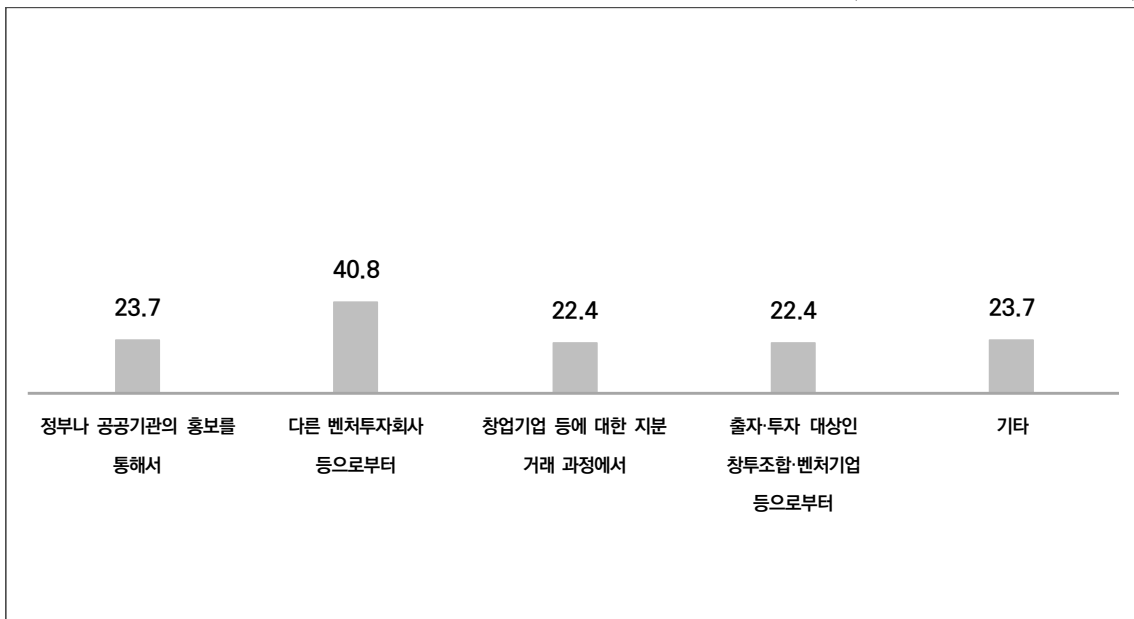
구 분	사례수	창업기업 등에 대한출자(투자) 결정전에알았음	창업기업 등에 대한출자(투자) 결정 후 출자 준비과정에서 알게되었음	창업기업 등에 대한출자(투자) 후 및 양도 전에 알게 되었음	창업기업 등에 대한지분양도 후에 알게 되었음	
전 체	(76)	52.6	23.7	17.1	6.6	
창업유형	벤처투자회사	(43)	58.1	27.9	11.6	2.3
	창업기획자	(31)	48.4	19.4	19.4	12.9
	신기술사업 금융업자	(9)	55.6	22.2	22.2	0.0
	기금운용법인	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(72)	51.4	23.6	18.1	6.9
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(4)	75.0	25.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	53.2	21.3	19.1	6.4
	없음	(29)	51.7	27.6	13.8	6.9
비과세 경험	모두 받음	(20)	60.0	25.0	15.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	56.5	21.7	8.7	13.0
	배당소득만 받음	(2)	50.0	0.0	50.0	0.0
	모두 못 받음	(31)	45.2	25.8	22.6	6.5

5) 증권거래세 면제 인지경로(중복응답)

- 증권거래세 면제 인지경로에 대해 알아본 결과, ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 40.8%로 가장 높았고, ‘정부나 공공기관의 홍보를 통해서’와 ‘기타’가 각각 23.7%로 동일하게 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 37.2%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 45.2%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 40.3%로 가장 높았고, ‘대기업’은 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 50.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -5] 증권거래세 면제 인지경로(중복응답)

(base 전체, n=76, 단위: %)



<부표 II -5> 증권거래세 면제 인지경로(중복응답)

(단위: 명, %)

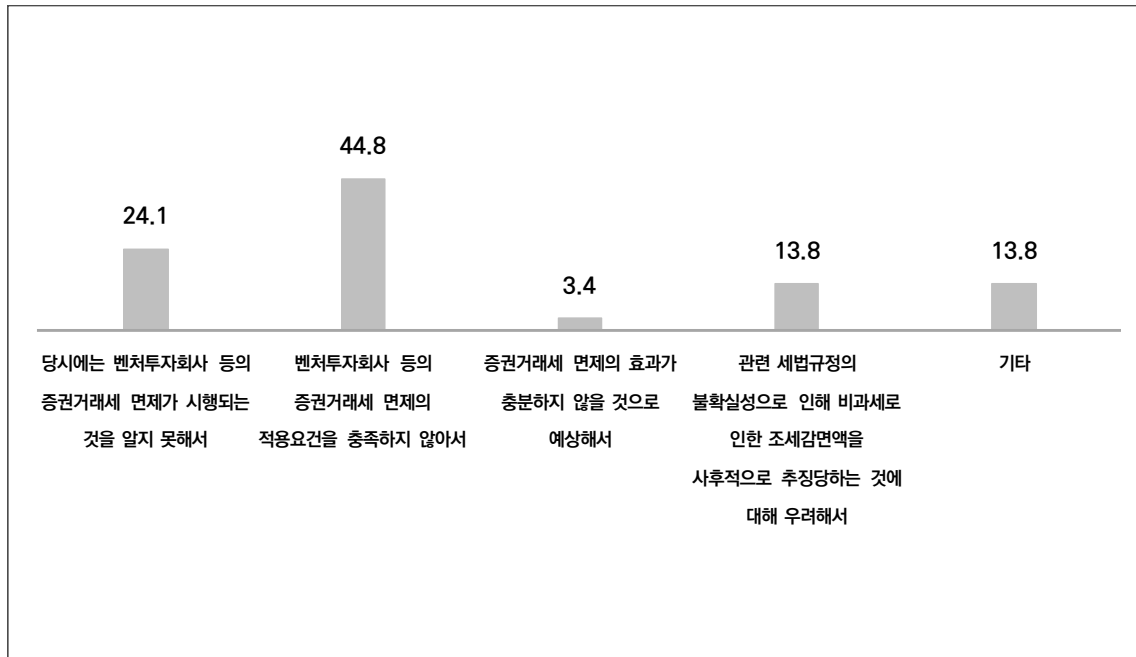
구 분	사례수	정부나 공공기관의 홍보를 통해서	다른 벤처투자회사등 으로부터	창업기업 등에 대한 지분거래 과정에서	출자·투자 대상인 창투조합·벤처기업 등으로부터	기타	
전 체	(76)	23.7	40.8	22.4	22.4	23.7	
창업유형	벤처투자회사	(43)	25.6	37.2	30.2	20.9	16.3
	창업기획자	(31)	25.8	45.2	12.9	19.4	25.8
	신기술사업 금융업자	(9)	11.1	66.7	11.1	22.2	44.4
	기금운용법인	(1)	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0
기업규모	중소기업	(72)	23.6	40.3	22.2	22.2	23.6
	중견기업	(0)	-	-	-	-	-
	대기업	(4)	25.0	50.0	25.0	25.0	25.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	23.4	38.3	27.7	27.7	23.4
	없음	(29)	24.1	44.8	13.8	13.8	24.1
비과세 경험	모두 받음	(20)	35.0	55.0	30.0	40.0	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	8.7	43.5	34.8	17.4	13.0
	배당소득만 받음	(2)	50.0	0.0	0.0	0.0	50.0
	모두 못 받음	(31)	25.8	32.3	9.7	16.1	32.3

6) 증권거래세 면제 알지만 적용받지 못한 이유

- 증권거래세 면제를 알지만 적용받지 못한 이유에 대해 알아본 결과, ‘벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서’가 44.8%로 가장 높았고, ‘당시에는 벤처투자회사 등의 증권거래세 면제가 시행되는 것을 알지 못해서’가 24.1%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서’가 42.9%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서’가 50.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서’가 44.4%로 가장 높았고, ‘대기업’은 ‘벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서’와 ‘당시에는 벤처투자회사 등의 증권거래세 면제가 시행되는 것을 알지 못해서’가 각각 50.0%로 동일하게 가장 높았음.

[부그림 II -6] 증권거래세 면제 알지만 적용받지 못한 이유

(base 전체, n=29, 단위: %)



<부표 II -6> 증권거래세 면제 알지만 적용받지 못한 이유

(단위: 명, %)

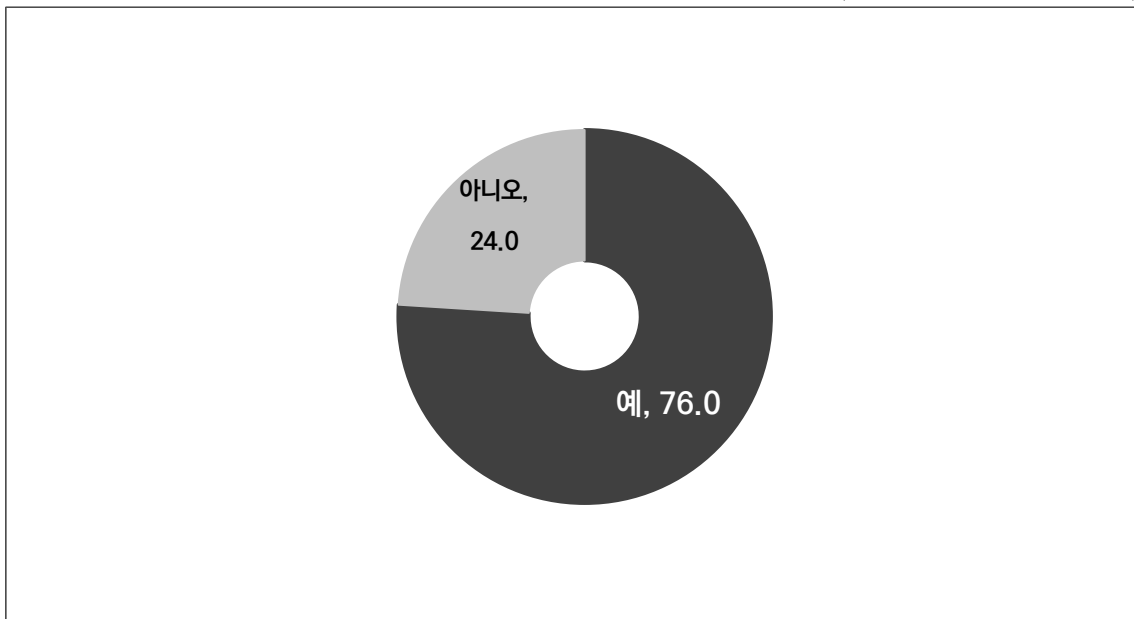
구분	사례수	당시에는 벤처투자회사 등의 증권거래세 면제가 시행되는 것을 알지 못해서	벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서	증권거래세 면제의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서	관련 세법규정의 불확실성으로 인해 비과세로 인한 조세 감면액을 사후적으로 추징당하는 것에 대해 우려해서	기타	
전체	(29)	24.1	44.8	3.4	13.8	13.8	
창업유형	벤처투자회사	(14)	7.1	42.9	7.1	21.4	21.4
	창업기획자	(14)	35.7	50.0	0.0	7.1	7.1
	신기술사업 금융업자	(4)	25.0	75.0	0.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(1)	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0
기업규모	중소기업	(27)	22.2	44.4	3.7	14.8	14.8
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(2)	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	없음	(29)	24.1	44.8	3.4	13.8	13.8
비과세 경험	모두 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(5)	0.0	80.0	0.0	20.0	0.0
	배당소득만 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(24)	29.2	37.5	4.2	12.5	16.7

7) 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움

- 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움이 되는지에 대해 알아본 결과, ‘예’가 76.0%로 가장 높았고, ‘아니오. 과세하고 있는 증권거래세의 수준이 크지 않기 때문에 큰 영향이 없다고 생각한다’가 24.0%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘예’가 84.0%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘예’가 70.2%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘예’가 76.3%로 가장 높았고, ‘중견기업’은 ‘예’와 ‘아니오’가 각각 50.0%로 동일하게 가장 높았음. ‘대기업’은 ‘예’가 80.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -7] 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -7> 증권거래세 면제가 출자 및 투자 증가에 도움

(단위: 명, %)

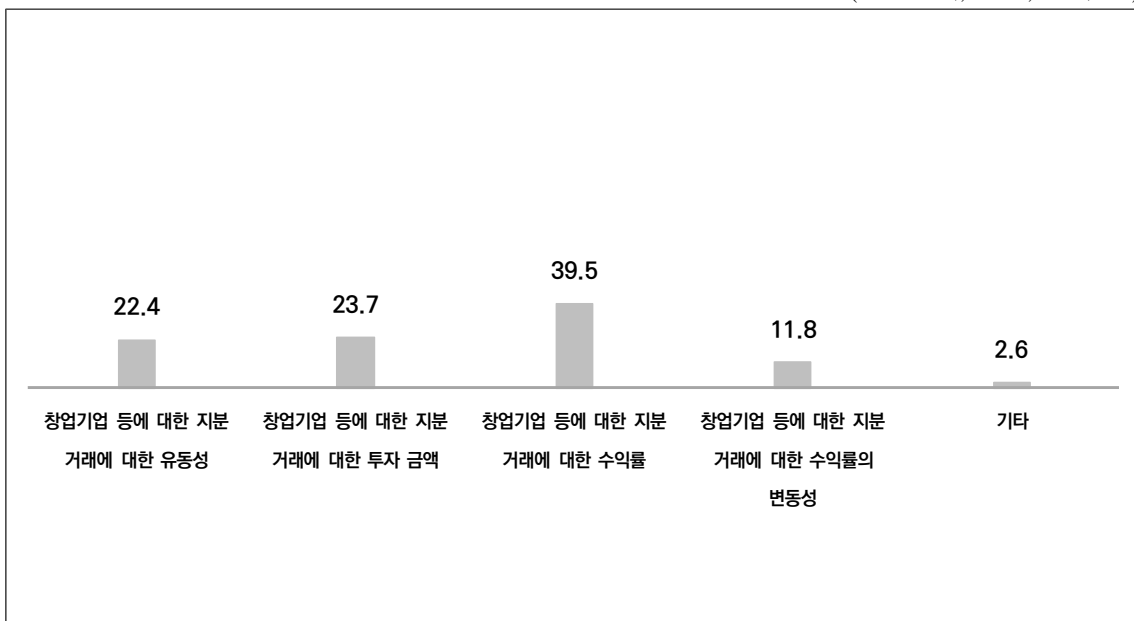
구 분	사례수	예	아니오	
전 체	(100)	76.0	24.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	84.0	16.0
	창업기획자	(47)	70.2	29.8
	신기술사업 금융업자	(10)	80.0	20.0
	기금운용법인	(4)	75.0	25.0
기업규모	중소기업	(93)	76.3	23.7
	중견기업	(2)	50.0	50.0
	대기업	(5)	80.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	87.2	12.8
	없음	(53)	66.0	34.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	85.0	15.0
	주식양도 차익만받음	(23)	78.3	21.7
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3
	모두 못 받음	(54)	72.2	27.8

8) 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점

- 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점에 대해 알아본 결과, ‘지분 거래에 대한 수익률’이 39.5%로 가장 높았고, ‘지분 거래에 대한 투자 금액’이 23.7%로 그 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘지분 거래에 대한 수익률’이 45.2%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘지분 거래에 대한 수익률’이 39.4%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘지분 거래에 대한 수익률’이 38.0%로 가장 높았고, ‘중견기업’은 ‘지분 거래에 대한 투자 금액’이 100.0%로 가장 높았음. ‘대기업’은 ‘지분 거래에 대한 수익률’이 75.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -8] 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점

(base 전체, n=76, 단위: %)



<부표 II -8> 증권거래세 면제가 출자 및 투자에 가장 도움된 점

(단위: 명, %)

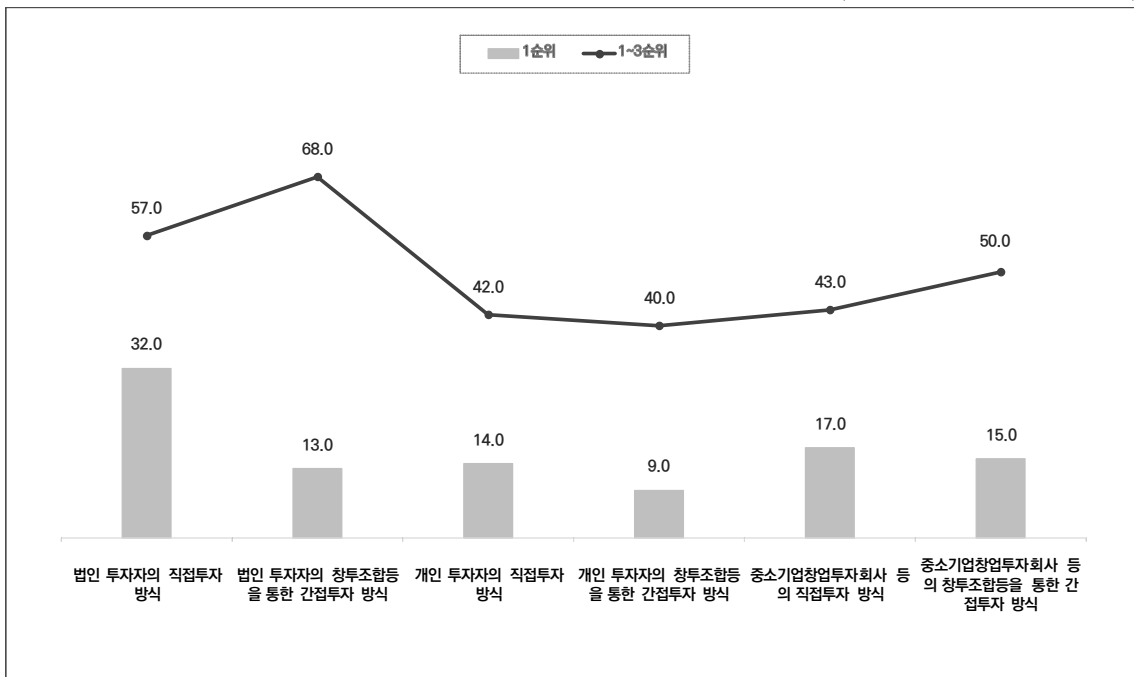
구 분	사례수	창업기업 등에 대한 지분거래에 대한유동성	창업기업 등에 대한 지분거래에 대한 투자금액	창업기업 등에 대한 지분거래에 대한 수익률	창업기업 등에 대한 지분거래에 대한 수익률 의변동성	기타	
전 체	(76)	22.4	23.7	39.5	11.8	2.6	
창업유형	벤처투자회사	(42)	16.7	26.2	45.2	9.5	2.4
	창업기획자	(33)	30.3	24.2	39.4	6.1	0.0
	신기술사업 금융업자	(8)	12.5	12.5	37.5	37.5	0.0
	기금운용법인	(3)	0.0	66.7	0.0	0.0	33.3
기업규모	중소기업	(71)	23.9	23.9	38.0	11.3	2.8
	중견기업	(1)	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(4)	0.0	0.0	75.0	25.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(41)	24.4	14.6	43.9	14.6	2.4
	없음	(35)	20.0	34.3	34.3	8.6	2.9
비과세 경험	모두 받음	(17)	23.5	23.5	35.3	11.8	5.9
	주식양도 차익만받음	(18)	16.7	16.7	55.6	11.1	0.0
	배당소득만 받음	(2)	50.0	0.0	50.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(39)	23.1	28.2	33.3	12.8	2.6

9) 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분

- 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분(1순위)에 대해 살펴본 결과, ‘귀사의 자체 채원 금액’이 32.0%로 가장 높았고, ‘법인투자자로부터 모집한 금액’이 17.0%로 뒤를 이었음.
- 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분(1+2+3순위)에 대해 살펴본 결과, ‘귀사의 자체 채원으로 투자한 지분의 거래 및 유동성’이 68.0%로 가장 높았고, ‘귀사의 자체 채원 금액’이 57.0%로 뒤를 이었음.

[부그림 II -9] 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -9> 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분(1순위)

(단위: 명, %)

구 분	사 례 수	귀사의 자체재원금액	귀사의 자체재원으로 투자한 지분의 거래 및 유동성	귀사가 개인투자자로부터 모집한 금액	
전 체	(100)	32.0	13.0	14.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	30.0	10.0	14.0
	창업기획자	(47)	36.2	19.1	14.9
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	0.0	10.0
	기금운용법인	(4)	25.0	0.0	25.0
기업규모	중소기업	(93)	33.3	14.0	15.1
	중견기업	(2)	0.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	36.2	14.9	8.5
	없음	(53)	28.3	11.3	18.9
비과세 경험	모두 받음	(20)	40.0	10.0	10.0
	주식양도 차익만받음	(23)	30.4	21.7	21.7
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	33.3
	모두 못 받음	(54)	31.5	11.1	11.1

<부표 II -9>의 계속

(단위: 명, %)

구 분	사례수	귀사가 개인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성	귀사가 법인투자자로부터 모집한 금액	귀사가 법인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성	
전 체	(100)	9.0	17.0	15.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	14.0	18.0	14.0
	창업기획자	(47)	6.4	12.8	10.6
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	30.0	50.0
	기금운용법인	(4)	0.0	50.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	8.6	12.9	16.1
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	60.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	6.4	17.0	17.0
	없음	(53)	11.3	17.0	13.2
비과세 경험	모두 받음	(20)	0.0	20.0	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	8.7	13.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	33.3
	모두 못 받음	(54)	14.8	18.5	13.0

<부표 II - 10> 증권거래세 면제에 가장 많이 도움된 부분(1+2+3순위)

(단위: 명, %)

구 분	사례수	귀사의 자체재원금액	귀사의 자체재원으로 투자한 지분의 거래 및 유동성	귀사가 개인투자자로부터 모집한 금액	
전 체	(100)	57.0	68.0	42.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	50.0	62.0	46.0
	창업기획자	(47)	63.8	74.5	38.3
	신기술사업 금융업자	(10)	50.0	50.0	30.0
	기금운용법인	(4)	75.0	100.0	50.0
기업규모	중소기업	(93)	58.1	68.8	44.1
	중견기업	(2)	50.0	100.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	40.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	55.3	68.1	40.4
	없음	(53)	58.5	67.9	43.4
비과세 경험	모두 받음	(20)	55.0	70.0	45.0
	주식양도 차익만받음	(23)	60.9	65.2	43.5
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	66.7
	모두 못 받음	(54)	59.3	70.4	38.9

<부표 II -10>의 계속

(단위: 명, %)

구 분	사례수	귀사가 개인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성	귀사가 법인투자자로부터 모집한 금액	귀사가 법인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성	
전 체	(100)	40.0	43.0	50.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	44.0	42.0	56.0
	창업기획자	(47)	42.6	36.2	44.7
	신기술사업 금융업자	(10)	40.0	60.0	70.0
	기금운용법인	(4)	0.0	50.0	25.0
기업규모	중소기업	(93)	39.8	39.8	49.5
	중견기업	(2)	0.0	100.0	50.0
	대기업	(5)	60.0	80.0	60.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	36.2	36.2	63.8
	없음	(53)	43.4	49.1	37.7
비과세 경험	모두 받음	(20)	25.0	45.0	60.0
	주식양도 차익만받음	(23)	39.1	34.8	56.5
	배당소득만 받음	(3)	33.3	66.7	100.0
	모두 못 받음	(54)	46.3	44.4	40.7

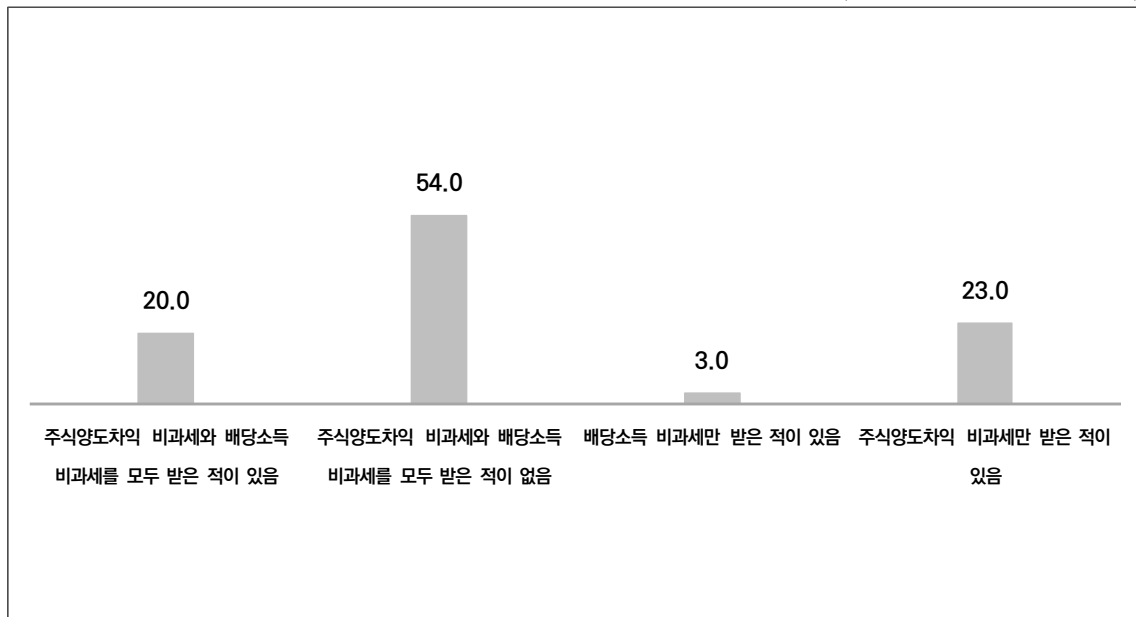
2. 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 인식 및 활용

1) 비과세 경험 여부

- 비과세 경험 여부를 살펴본 결과, ‘모두 받은 적이 없음’이 54.0%, ‘주식양도차익만 받은 적이 있음’이 23.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘모두 받은 적이 없음’이 46.0%, ‘창업기획자’는 ‘모두 받은 적이 없음’이 61.7%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘모두 받은 적이 없음’이 52.7%, ‘중견기업’은 ‘모두 받은 적이 없음’이 100.0%, ‘대기업’은 ‘모두 받은 적이 없음’이 60.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -10] 비과세 경험 여부

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -11> 비과세 경험 여부

(단위: 명, %)

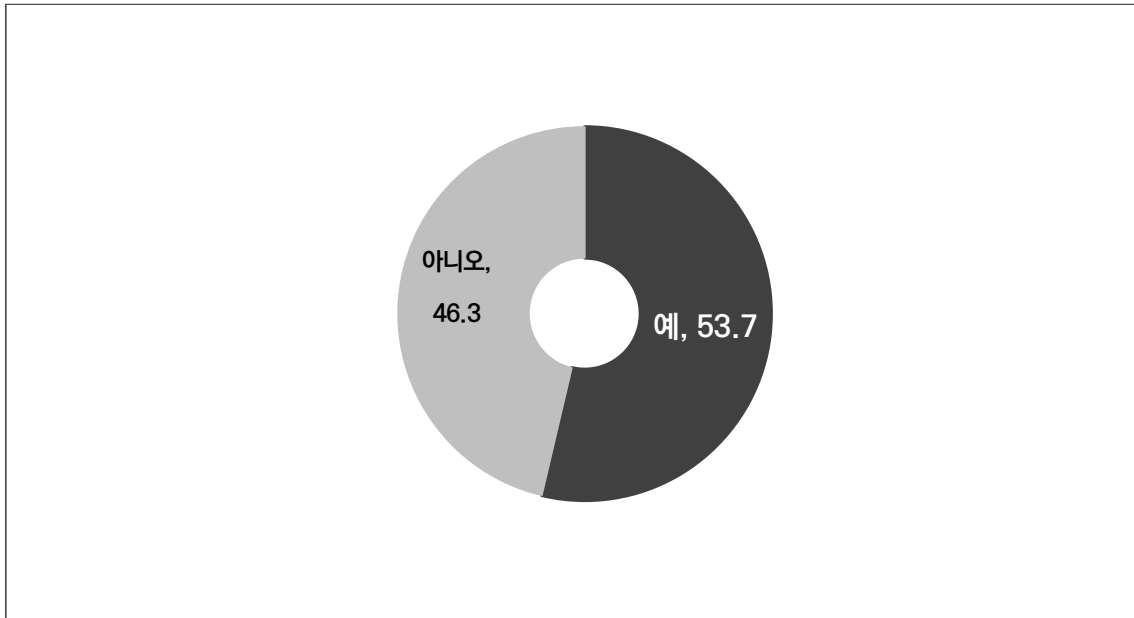
구 분		사 례 수	주식양도차익 비과세와 배당소득 비과세를 모두 받은 적이 있음	주식양도차익 비과세와 배당소득 비과세를 모두 받은 적이 없음	배당소득 비과세만 받은 적이 있음	주식양도차익 비과세만 받은 적이 있음
전 체		(100)	20.0	54.0	3.0	23.0
창업유형	벤처투자회사	(50)	24.0	46.0	2.0	28.0
	창업기획자	(47)	10.6	61.7	2.1	25.5
	신기술사업 금융업자	(10)	30.0	50.0	10.0	10.0
	기금운용법인	(4)	0.0	100.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	19.4	52.7	3.2	24.7
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	60.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	42.6	14.9	4.3	38.3
	없음	(53)	0.0	88.7	1.9	9.4
비과세 경험	모두 받음	(20)	100.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	0.0	0.0	0.0	100.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	100.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	0.0	100.0	0.0	0.0

2) 비과세 인지 여부

- 비과세 인지 여부를 살펴본 결과, ‘예’가 53.7%로 가장 높았음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘예’가 65.2%, 창업기획자는 ‘예’가 51.7%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘예’가 55.1%, 중견기업은 ‘아니오’가 100.0%, 대기업은 ‘예’가 66.7%로 가장 높았음.

[부그림 II -11] 비과세 인지 여부

(base 전체, n=54, 단위: %)



<부표 II -12> 비과세 인지 여부

(단위: 명, %)

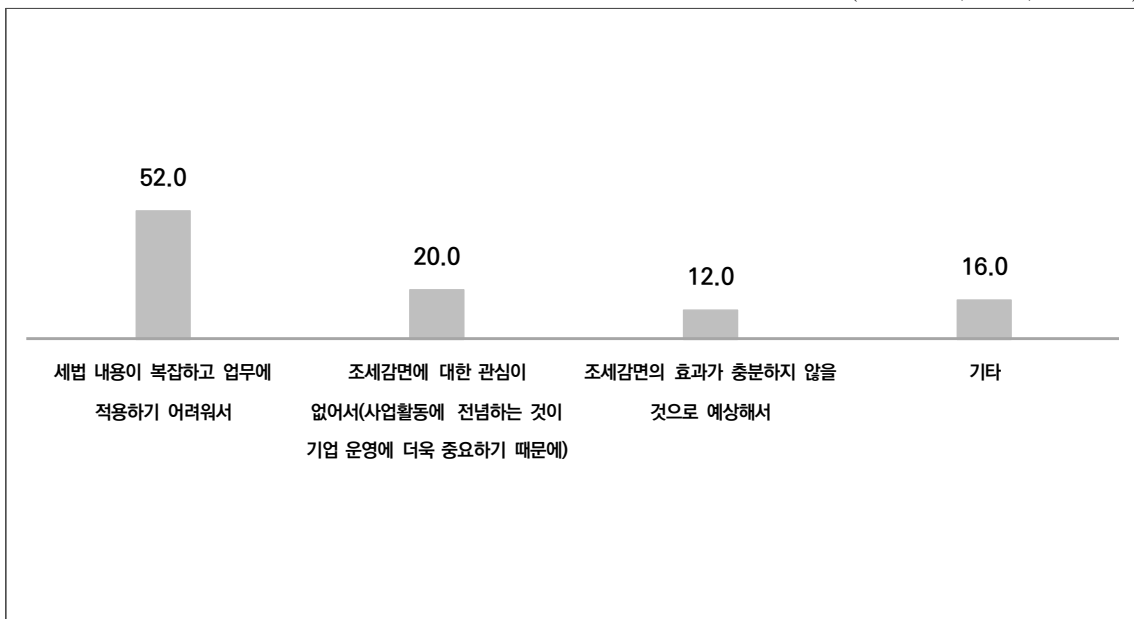
구 분		사 례 수	예	아 니 오
전 체		(54)	53.7	46.3
창업유형	벤처투자회사	(23)	65.2	34.8
	창업기획자	(29)	51.7	48.3
	신기술사업 금융업자	(5)	80.0	20.0
	기금운용법인	(4)	25.0	75.0
기업규모	중소기업	(49)	55.1	44.9
	중견기업	(2)	0.0	100.0
	대기업	(3)	66.7	33.3
증권거래세 면제 경험	있음	(7)	85.7	14.3
	없음	(47)	48.9	51.1
비과세 경험	모두 받음	(0)	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(0)	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(0)	0.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	53.7	46.3

3) 비과세를 알지 못하는 이유

- 비과세를 알지 못하는 이유를 살펴본 결과, ‘세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서’가 52.0%, ‘조세감면에 대한 관심이 없어서(사업활동에 전념하는 것이 기업 운영에 더욱 중요하기 때문에)’가 20.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서’가 62.5%, ‘창업기획자’는 ‘세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서’가 57.1%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서’가 54.5%, ‘중견기업’은 ‘세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서’와 ‘기타’가 각각 50.0%, ‘대기업’은 ‘조세감면에 대한 관심이 없어서(사업활동에 전념하는 것이 기업 운영에 더욱 중요하기 때문에)’가 100.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -12] 비과세를 알지 못하는 이유

(base 전체, n=25, 단위: %)



<부표 II -13> 비과세를 알지 못하는 이유

(단위: 명, %)

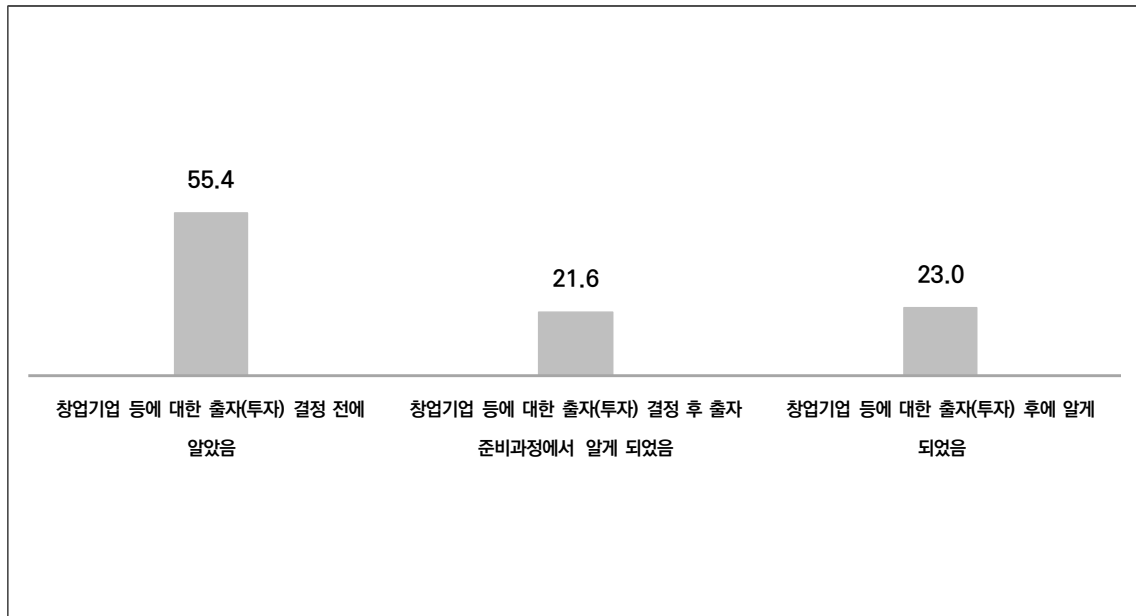
구 분	사례수	세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서	조세감면에 대한관심이 없어서	조세감면의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서	기타	
전 체	(25)	52.0	20.0	12.0	16.0	
창업유형	벤처투자회사	(8)	62.5	25.0	0.0	12.5
	창업기획자	(14)	57.1	14.3	21.4	7.1
	신기술사업 금융업자	(1)	0.0	100.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(3)	0.0	0.0	0.0	100.0
기업규모	중소기업	(22)	54.5	18.2	13.6	13.6
	중견기업	(2)	50.0	0.0	0.0	50.0
	대기업	(1)	0.0	100.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
	없음	(24)	50.0	20.8	12.5	16.7
비과세 경험	모두 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(25)	52.0	20.0	12.0	16.0

4) 비과세 인지시점

- 비과세 인지시점을 살펴본 결과, ‘출자(투자) 결정 전에 알았음’이 55.4%, ‘출자(투자) 후에 알게 되었음’이 23.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘출자(투자) 결정 전에 알았음’이 56.1%, ‘창업기획자’는 ‘출자(투자) 결정 전에 알았음’이 54.5%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘출자(투자) 결정 전에 알았음’이 54.3%, ‘대기업’은 ‘출자(투자) 결정 전에 알았음’이 75.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -13] 비과세 인지시점

(base 전체, n=74, 단위: %)



<부표 II -14> 비과세 인지시점

(단위: 명, %)

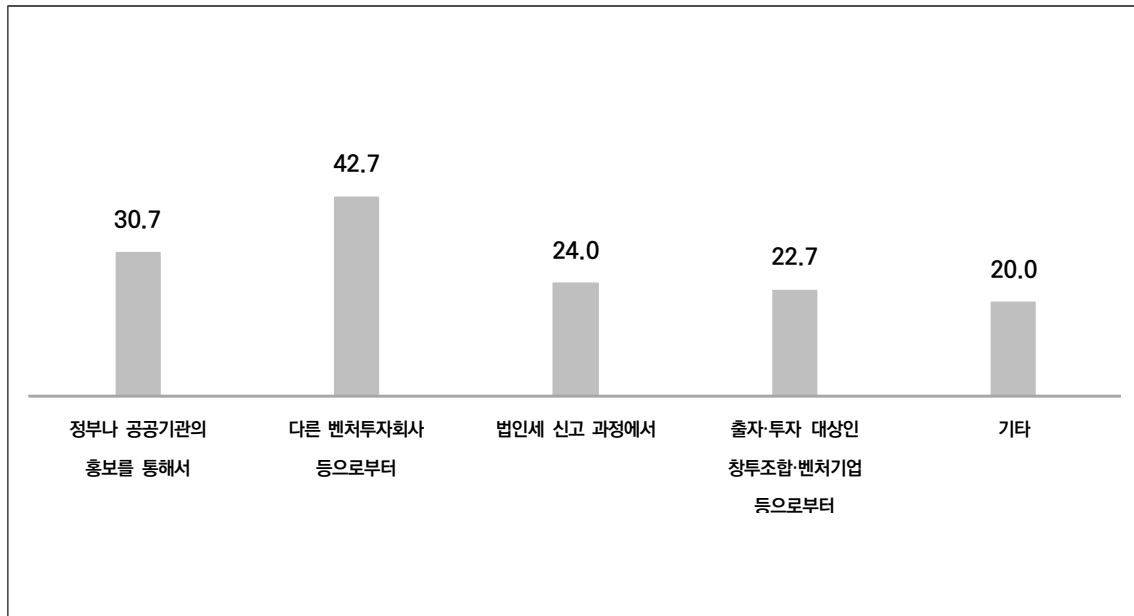
구 분	사례수	창업기업 등에 대한출자(투자) 결정 전에 알았음	창업기업 등에 대한출자(투자) 결정 후 출자 준비과정에서 알게 되었음	창업기업 등에 대한출자(투자) 후에 알게 되었음	
전 체	(74)	55.4	21.6	23.0	
창업유형	벤처투자회사	(41)	56.1	24.4	19.5
	창업기획자	(33)	54.5	15.2	30.3
	신기술사업 금융업자	(9)	55.6	33.3	11.1
	기금운용법인	(1)	0.0	100.0	0.0
기업규모	중소기업	(70)	54.3	21.4	24.3
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0
	대기업	(4)	75.0	25.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(45)	51.1	24.4	24.4
	없음	(29)	62.1	17.2	20.7
비과세 경험	모두 받음	(19)	57.9	31.6	10.5
	주식양도 차익만받음	(23)	65.2	8.7	26.1
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	33.3
	모두 못 받음	(29)	51.7	20.7	27.6

5) 비과세 인지경로

- 비과세 인지경로를 살펴본 결과, ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 42.7%, ‘정부나 공공기관의 홍보를 통해서’가 30.7%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 40.5%, ‘창업기획자’는 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 45.5%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘다른 벤처투자회사 등으로부터’가 43.7%, ‘대기업’은 ‘출자·투자 대상인 창투조합·벤처기업 등으로부터’가 50.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -14] 비과세 인지경로

(base 전체, n=75, 단위: %)



<부표 II -15> 비과세 인지경로

(단위: 명, %)

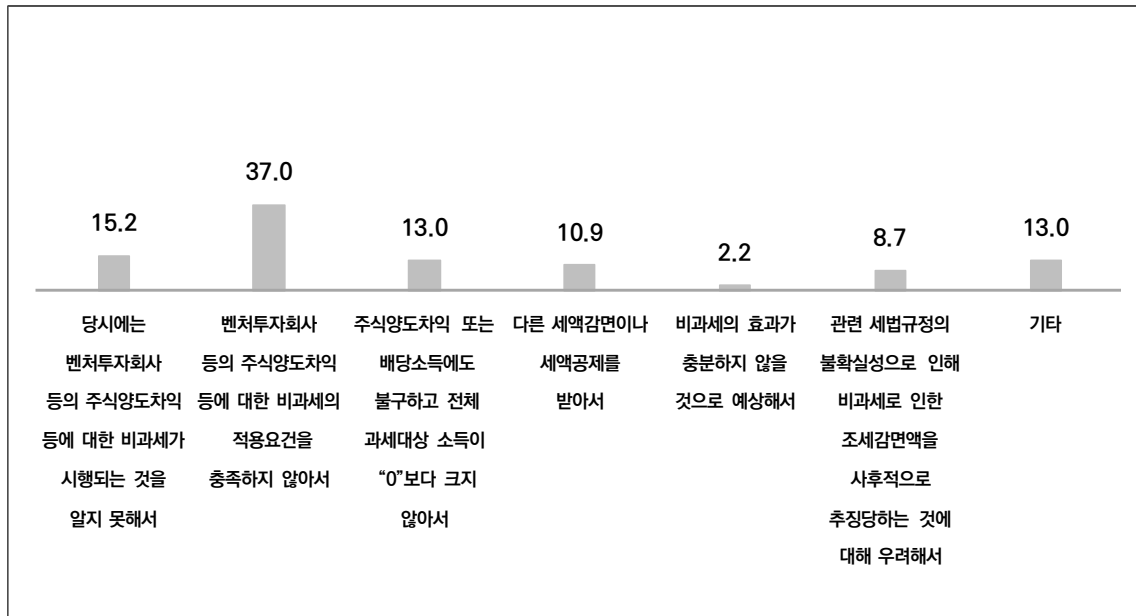
구 분	사례수	정부나 공공기관의 홍보를 통해서	다른 벤처투자 회사등으로부터	법인세 신고 과정에서	출자·투자 대상인창투 조합·벤처기업 등으로부터	기타	
전 체	(75)	30.7	42.7	24.0	22.7	20.0	
창업유형	벤처투자회사	(42)	31.0	40.5	26.2	21.4	16.7
	창업기획자	(33)	30.3	45.5	18.2	15.2	21.2
	신기술사업 금융업자	(9)	22.2	55.6	22.2	33.3	44.4
	기금운용법인	(1)	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(71)	31.0	43.7	23.9	21.1	19.7
	중견기업	(0)	-	-	-	-	-
	대기업	(4)	25.0	25.0	25.0	50.0	25.0
증권거래세 면제 경험	있음	(46)	23.9	41.3	30.4	28.3	19.6
	없음	(29)	41.4	44.8	13.8	13.8	20.7
비과세 경험	모두 받음	(20)	35.0	55.0	35.0	35.0	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	13.0	47.8	34.8	17.4	8.7
	배당소득만 받음	(3)	33.3	0.0	33.3	33.3	33.3
	모두 못 받음	(29)	41.4	34.5	6.9	17.2	27.6

6) 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유

- 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유를 살펴본 결과, ‘적용요건을 충족하지 않아서’가 37.0%, ‘당시에는 알지 못해서’가 15.2%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘적용요건을 충족하지 않아서’가 37.0%, ‘창업기획자’는 ‘적용요건을 충족하지 않아서’가 33.3%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘적용요건을 충족하지 않아서’가 38.6%, ‘대기업’은 ‘기타’와 ‘전체 과세대상 소득이 0보다 크지 않아서’가 각각 50.0%로 나타남.

[부그림 II -15] 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유

(base 전체, n=46, 단위: %)



<부표 II -16> 비과세 인지를 알지만 적용받지 못한 이유

(단위: 명, %)

구 분	사례수	당시에는 벤처투자회사 등의 주식 양도차익 등에 대한 비과세가 시행되는 것을 알지 못해서	벤처투자회사 등의 주식 양도차익 등에 대한 비과세의 적용요건을 충족하지 않아서	주식양도차익 또는 배당소득 에도 불구하고 전체 과세대상 소득이 “0”보다 크지 않아서	
전 체	(46)	15.2	37.0	13.0	
창업유형	벤처투자회사	(27)	11.1	37.0	18.5
	창업기획자	(18)	16.7	33.3	5.6
	신기술사업 금융업자	(5)	40.0	60.0	0.0
	기금운용법인	(0)	-	-	-
기업규모	중소기업	(44)	15.9	38.6	11.4
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0
	대기업	(2)	0.0	0.0	50.0
증권거래세 면제 경험	있음	(40)	12.5	35.0	15.0
	없음	(6)	33.3	50.0	0.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	10.0	30.0	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	17.4	43.5	8.7
	배당소득만 받음	(3)	33.3	33.3	0.0
	모두 못 받음	(0)	0.0	0.0	0.0

<부표 II -16>의 계속

(단위: 명, %)

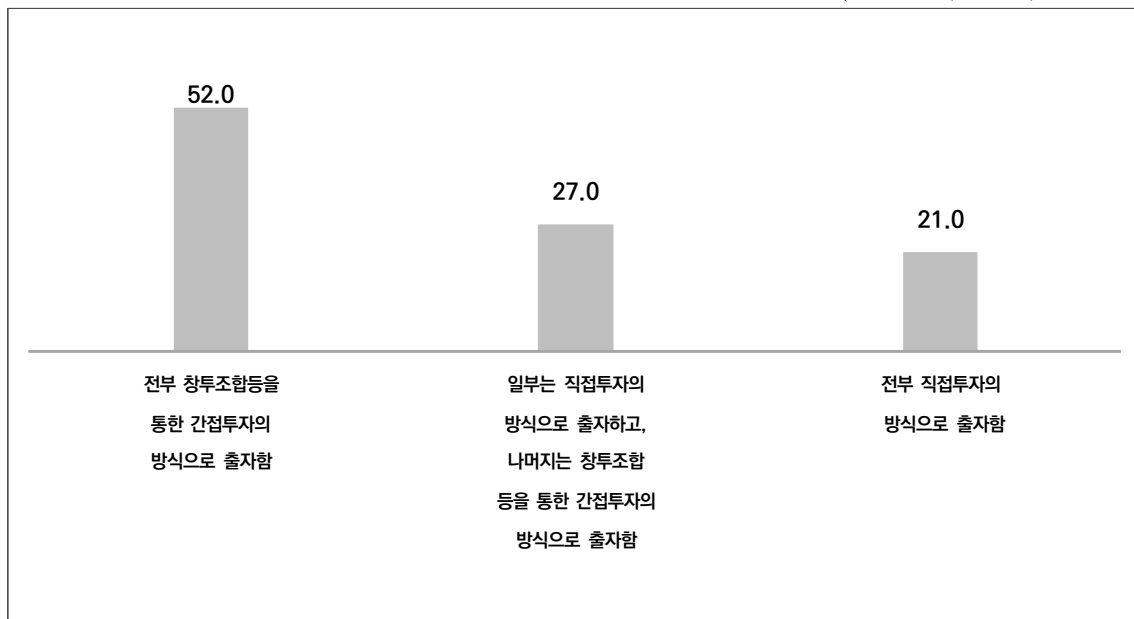
구 분	사례수	다른 세액감면 이나 세액공제를 받아서	비과세의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서	관련 세법 규정의 불확실성으로 인해 비과세로 인한 조세감면액을 사후적으로 추징당하는 것에 대해 우려해서	기타	
전 체	(46)	10.9	2.2	8.7	13.0	
창업유형	벤처투자회사	(27)	3.7	3.7	7.4	18.5
	창업기획자	(18)	22.2	0.0	11.1	11.1
	신기술사업 금융업자	(5)	0.0	0.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(44)	11.4	2.3	9.1	11.4
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(2)	0.0	0.0	0.0	50.0
증권거래세 면제 경험	있음	(40)	10.0	2.5	10.0	15.0
	없음	(6)	16.7	0.0	0.0	0.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	10.0	5.0	10.0	15.0
	주식양도 차익만받음	(23)	8.7	0.0	8.7	13.0
	배당소득만 받음	(3)	33.3	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0

7) 최근 출자방식

- 최근 출자방식을 살펴본 결과, ‘전부 창투조합 등을 통한 간접투자’가 52.0%, ‘일부는 직접투자, 나머지는 간접투자’가 27.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘전부 간접투자’가 54.0%, ‘창업기획자’는 ‘일부 직접투자, 나머지 간접투자’가 38.3%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘전부 간접투자’가 51.6%, ‘중견기업’은 ‘일부 직접투자, 나머지 간접투자’가 100.0%, ‘대기업’은 ‘전부 간접투자’가 80.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -16] 최근 출자방식

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -17> 최근 출자방식

(단위: 명, %)

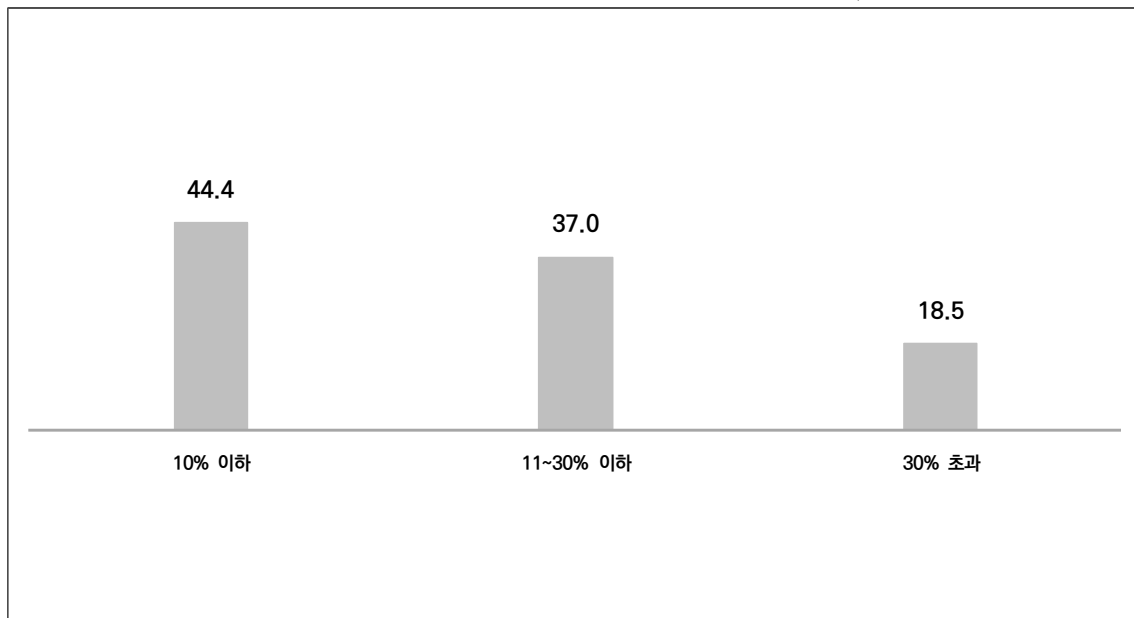
구 분	사례수	전부 창투조합 등을 통한 간접투자의 방식으로 출자함	일부는 직접투자의 방식으로 출자하고, 나머지는 창투조합 등을 통한 간접투자의 방식으로 출자함	전부 직접투자의 방식으로 출자함	
전 체	(100)	52.0	27.0	21.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	54.0	30.0	16.0
	창업기획자	(47)	36.2	38.3	25.5
	신기술사업 금융업자	(10)	90.0	0.0	10.0
	기금운용법인	(4)	0.0	50.0	50.0
기업규모	중소기업	(93)	51.6	26.9	21.5
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0
	대기업	(5)	80.0	0.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	61.7	25.5	12.8
	없음	(53)	43.4	28.3	28.3
비과세 경험	모두 받음	(20)	55.0	20.0	25.0
	주식양도 차익만받음	(23)	69.6	30.4	0.0
	배당소득만 받음	(3)	100.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	40.7	29.6	29.6

8) 직접투자 방식의 출자건수 비율

- 직접투자 방식의 출자건수 비율을 살펴본 결과, ‘10% 이하’가 44.4%, ‘11~30% 이하’가 37.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘10% 이하’가 46.7%, ‘창업기획자’는 ‘10% 이하’가 50.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘10% 이하’가 44.0%, ‘중견기업’은 ‘11~30% 이하’가 50.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -17] 직접투자 방식의 출자건수 비율

(base 전체, n=27, 단위: %)



〈부표 II -18〉 직접투자 방식의 출자건수 비율

(단위: 명, %)

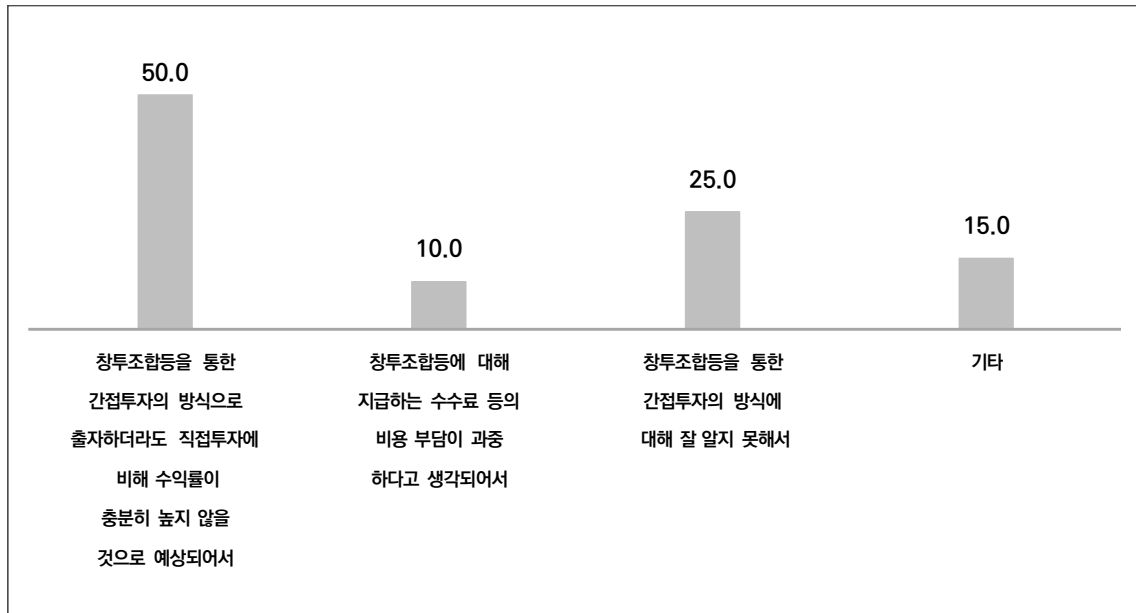
구 분	사례수	10% 이하	11~30% 이하	30% 초과	
전 체	(27)	44.4	37.0	18.5	
창업유형	벤처투자회사	(15)	46.7	40.0	13.3
	창업기획자	(18)	50.0	27.8	22.2
	신기술사업 금융업자	(0)	0.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(2)	0.0	100.0	0.0
기업규모	중소기업	(25)	44.0	36.0	20.0
	중견기업	(2)	50.0	50.0	0.0
	대기업	(0)	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(12)	33.3	58.3	8.3
	없음	(15)	53.3	20.0	26.7
비과세 경험	모두 받음	(4)	25.0	75.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(7)	57.1	28.6	14.3
	배당소득만 받음	(0)	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(16)	43.8	31.3	25.0

9) 간접투자를 하지 않은 주된 이유

- 간접투자를 하지 않은 주된 이유를 살펴본 결과, ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자하더라도 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높지 않을 것으로 예상되어서’가 50.0%, ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식에 대해 잘 알지 못해서’가 25.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자하더라도 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높지 않을 것으로 예상되어서’가 75.0%, ‘창업기획자’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식에 대해 잘 알지 못해서’가 36.4%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자하더라도 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높지 않을 것으로 예상되어서’가 47.4%, ‘대기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자하더라도 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높지 않을 것으로 예상되어서’가 100.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -18] 간접투자를 하지 않은 주된 이유

(base 전체, n=20, 단위: %)



<부표 II -19> 간접투자를 하지 않은 주된 이유

(단위: 명, %)

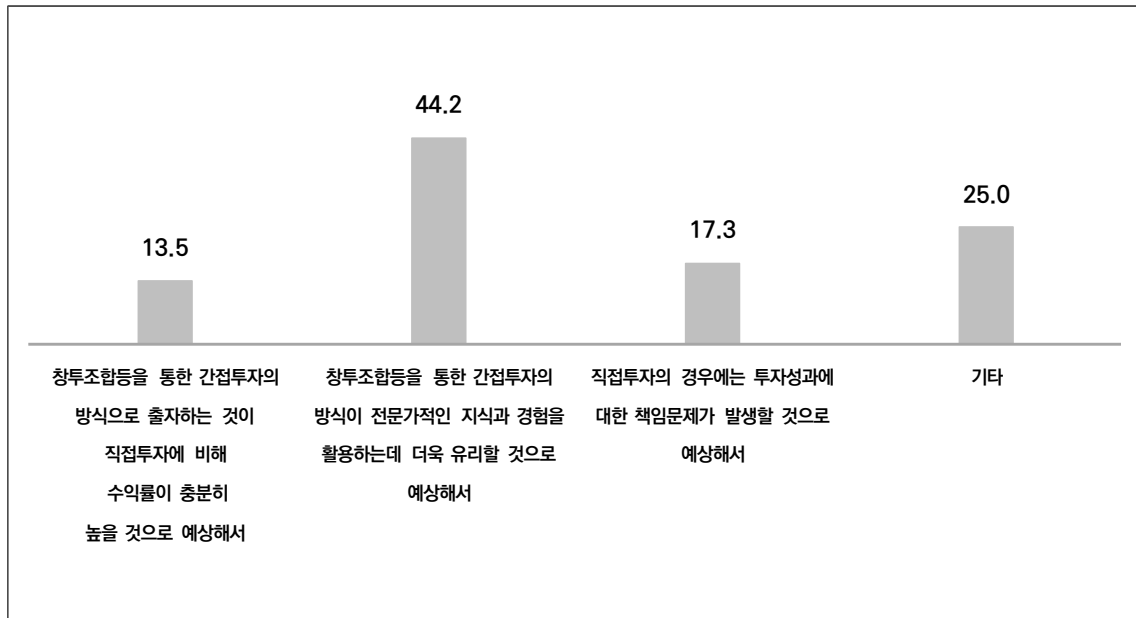
구 분	사례수	창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자하더라도 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높지 않을 것으로 예상되어서	창투조합등에 대해 지급하는 수수료 등의 비용 부담이 과중하다고 생각되어서	창투조합등을 통한 간접투자의 방식에 대해 잘알지 못해서	기타	
전 체	(20)	50.0	10.0	25.0	15.0	
창업유형	벤처투자회사	(8)	75.0	12.5	12.5	0.0
	창업기획자	(11)	27.3	18.2	36.4	18.2
	신기술사업 금융업자	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(2)	0.0	0.0	50.0	50.0
기업규모	중소기업	(19)	47.4	10.5	26.3	15.8
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(6)	83.3	0.0	16.7	0.0
	없음	(14)	35.7	14.3	28.6	21.4
비과세 경험	모두 받음	(5)	100.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(15)	33.3	13.3	33.3	20.0

10) 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유

- 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유를 살펴본 결과, ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서’가 44.2%, ‘기타’가 25.0%로 뒤를 이었음.
 - (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서’가 44.4%, ‘창업기획자’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서’가 52.9%로 가장 높았음.
 - (기업규모) ‘중소기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서’가 43.8%, ‘대기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서’가 50.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -19] 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유

(base 전체, n=52, 단위: %)



<부표 II -20> 직접투자 방식으로 출자하지 않은 이유

(단위: 명, %)

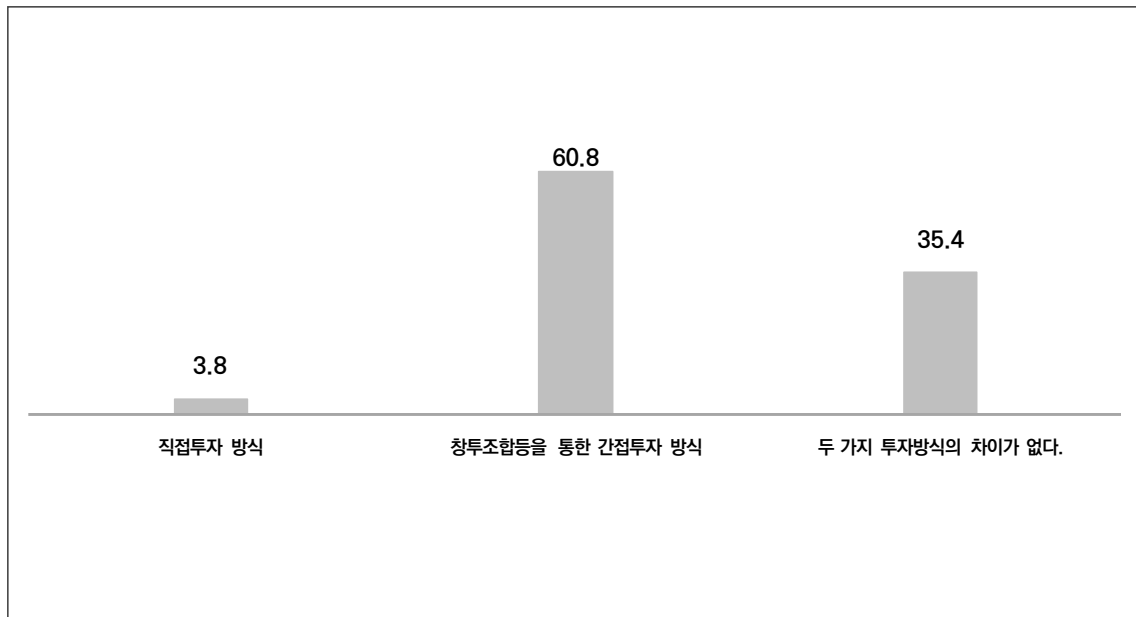
구 분	사례수	창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자 하는것이 직접투자에 비해 수익률이 충분히 높을 것으로 예상해서	창투조합등을 통한 간접투자의 방식이 전문가적인 지식과 경험을 활용하는데 더욱 유리할 것으로 예상해서	직접투자의 경우에는 투자 성과에 대한 책임문제가 발생할것으로 예상해서	기타	
전 체	(52)	13.5	44.2	17.3	25.0	
창업유형	벤처투자회사	(27)	14.8	44.4	14.8	25.9
	창업기획자	(17)	17.6	52.9	11.8	17.6
	신기술사업 금융업자	(9)	0.0	33.3	33.3	33.3
	기금운용법인	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(48)	12.5	43.8	18.8	25.0
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(4)	25.0	50.0	0.0	25.0
증권거래세 면제 경험	있음	(29)	10.3	41.4	20.7	27.6
	없음	(23)	17.4	47.8	13.0	21.7
비과세 경험	모두 받음	(11)	9.1	54.5	27.3	9.1
	주식양도 차익만받음	(16)	12.5	43.8	12.5	31.3
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	0.0	33.3
	모두 못 받음	(22)	18.2	36.4	18.2	27.3

11) 출자 및 투자 결과 순투자 수익률이 더 높은 방식

- 출자 및 투자 결과 순투자 수익률이 더 높은 방식을 살펴본 결과, ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 60.8%, ‘두 가지 투자방식의 차이가 없다’가 35.4%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 71.4%, ‘창업기획자’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’과 ‘두 가지 투자방식의 차이가 없다’가 각각 45.7%로 동일하게 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 57.5%, ‘중견기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 100.0%, ‘대기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 100.0%로 가장 높았

[부그림 II -20] 출자 및 투자 결과 순투자수익률이 더 높은 방식

(base 전체, n=79, 단위: %)



<부표 II -21> 출자 및 투자 영향출자 및 투자 결과 순투자 수익률이 더 높은 방식

(단위: 명, %)

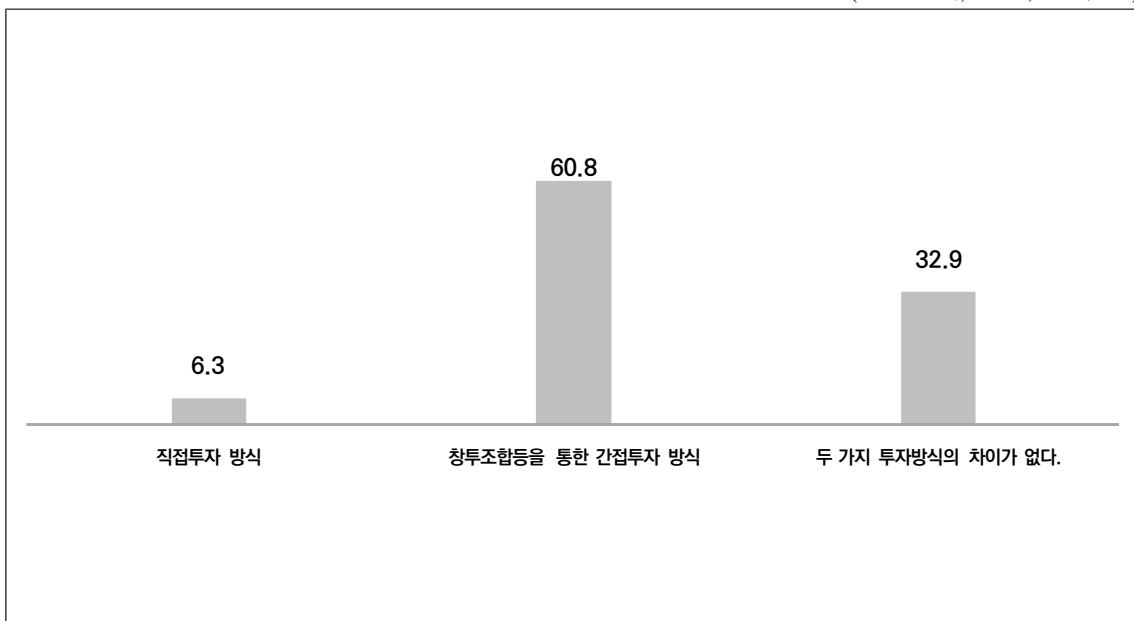
구 분	사례수	직접 투자방식	창투조합등을 통한 간접투자방식	두 가지 투자방식의 차이가없다.	
전 체	(79)	3.8	60.8	35.4	
창업유형	벤처투자회사	(42)	0.0	71.4	28.6
	창업기획자	(35)	8.6	45.7	45.7
	신기술사업 금융업자	(9)	0.0	66.7	33.3
	기금운용법인	(2)	0.0	50.0	50.0
기업규모	중소기업	(73)	4.1	57.5	38.4
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0
	대기업	(4)	0.0	100.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(41)	2.4	70.7	26.8
	없음	(38)	5.3	50.0	44.7
비과세 경험	모두 받음	(15)	6.7	73.3	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	65.2	30.4
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	33.3
	모두 못 받음	(38)	2.6	52.6	44.7

12) 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식

- 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식을 살펴본 결과, ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 60.8%, ‘두 가지 투자방식의 차이가 없다’가 32.9%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 69.0%, ‘창업기획자’는 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 48.6%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 57.5%, ‘중견기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 100.0%, ‘대기업’은 ‘창투조합등을 통한 간접투자 방식’이 100.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -21] 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식

(base 전체, n=79, 단위: %)



<부표 II -22> 출자 및 투자 결과 순투자성공률이 더 높은 방식

(단위: 명, %)

구 분	사례수	직접투자 방식	창투조합등을 통한 간접투자 방식	두 가지 투자방식의 차이가 없다.	
전 체	(79)	6.3	60.8	32.9	
창업유형	벤처투자회사	(42)	2.4	69.0	28.6
	창업기획자	(35)	11.4	48.6	40.0
	신기술사업 금융업자	(9)	0.0	66.7	33.3
	기금운용법인	(2)	0.0	50.0	50.0
기업규모	중소기업	(73)	6.8	57.5	35.6
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0
	대기업	(4)	0.0	100.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(41)	7.3	68.3	24.4
	없음	(38)	5.3	52.6	42.1
비과세 경험	모두 받음	(15)	6.7	73.3	20.0
	주식양도 차익만받음	(23)	8.7	69.6	21.7
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	33.3
	모두 못 받음	(38)	5.3	50.0	44.7

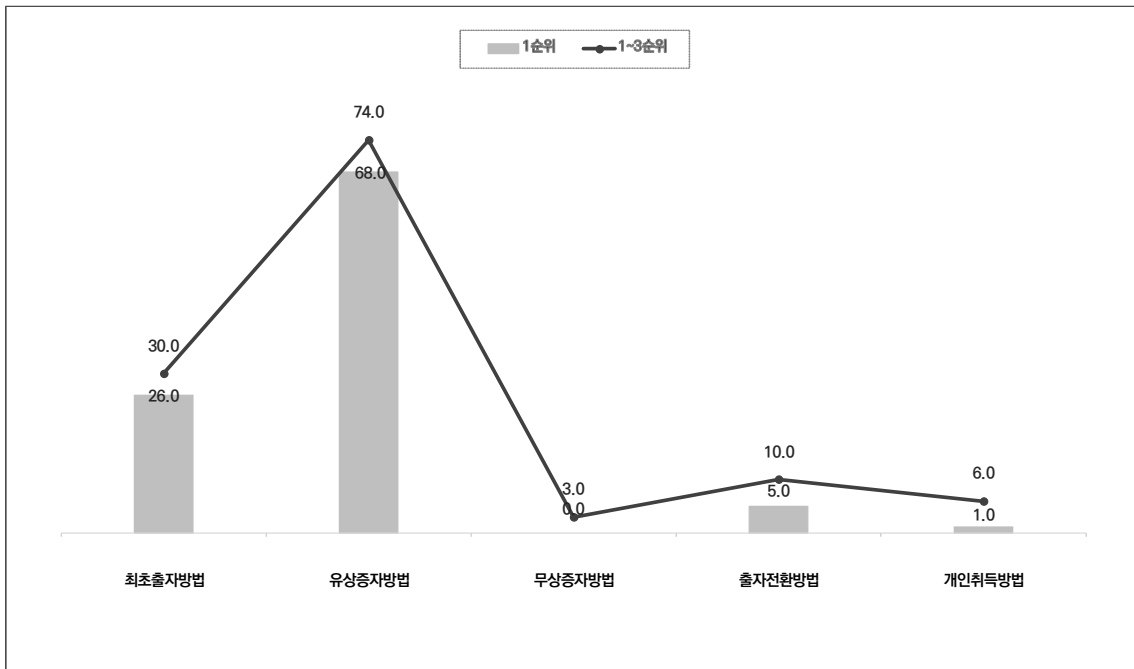
13) 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법

- 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법(1순위)을 살펴본 결과, ‘유상증자방법’이 68.0%, ‘최초출자방법’이 26.0%로 뒤를 이었음.

- 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법(1+2+3순위)을 살펴본 결과, ‘유상증자방법’이 74.0%, ‘최초출자방법’이 30.0%로 뒤를 이었음.

[부그림 II -22] 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -23> 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법(1순위)

(단위: 명, %)

구 분	사례수	최초 출자방법	유상 증자방법	무상 증자방법	출자 전환방법	개인 취득방법	
전 체	(100)	26.0	68.0	0.0	5.0	1.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	28.0	68.0	0.0	4.0	0.0
	창업기획자	(47)	23.4	68.1	0.0	6.4	2.1
	신기술사업 금융업자	(10)	20.0	80.0	0.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(4)	50.0	25.0	0.0	25.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	26.9	67.7	0.0	4.3	1.1
	중견기업	(2)	0.0	50.0	0.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	80.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	34.0	63.8	0.0	2.1	0.0
	없음	(53)	18.9	71.7	0.0	7.5	1.9
비과세 경험	모두 받음	(20)	40.0	55.0	0.0	5.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	26.1	73.9	0.0	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	18.5	72.2	0.0	7.4	1.9

<부표 II -24> 투자성과가 가장 좋다고 생각하는 출자방법(1+2+3순위)

(단위: 명, %)

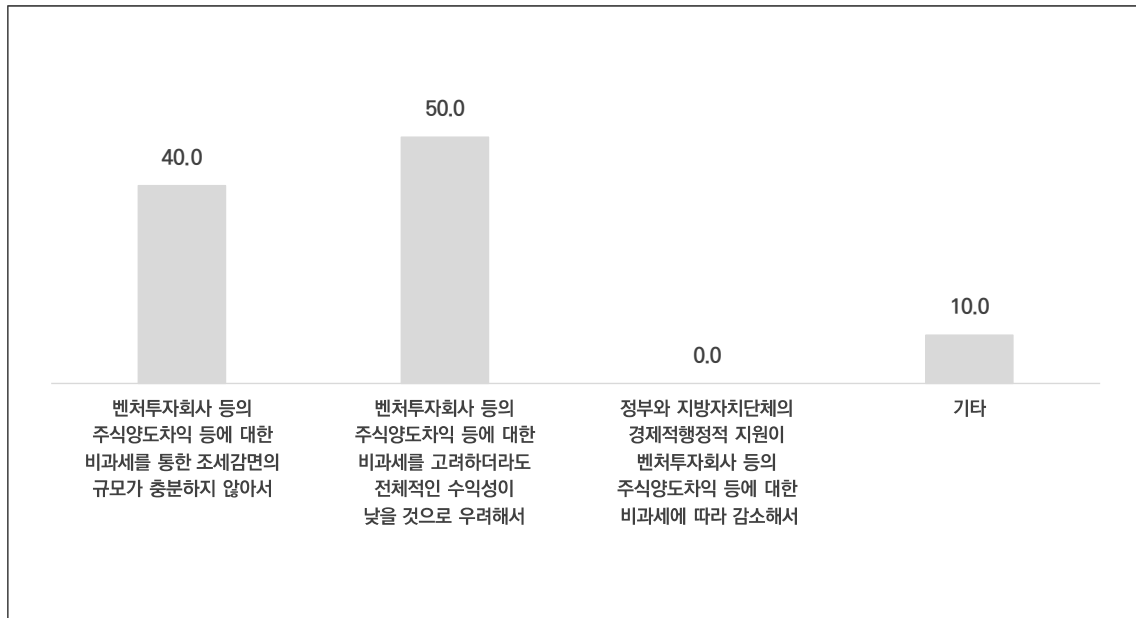
구 분	사례수	최초 출자방법	유상 증자방법	무상 증자방법	출자 전환방법	개인 취득방법	
전 체	(100)	30.0	74.0	3.0	10.0	6.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	30.0	70.0	2.0	10.0	6.0
	창업기획자	(47)	27.7	76.6	6.4	8.5	4.3
	신기술사업 금융업자	(10)	30.0	90.0	0.0	10.0	20.0
	기금운용법인	(4)	50.0	25.0	0.0	25.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	30.1	74.2	3.2	8.6	6.5
	중견기업	(2)	50.0	50.0	0.0	100.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	80.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	34.0	74.5	4.3	8.5	8.5
	없음	(53)	26.4	73.6	1.9	11.3	3.8
비과세 경험	모두 받음	(20)	40.0	70.0	0.0	10.0	5.0
	주식양도 차익만받음	(23)	30.4	87.0	8.7	4.3	8.7
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3	0.0	33.3	0.0
	모두 못 받음	(54)	24.1	72.2	1.9	11.1	5.6

14) 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유

- 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유를 살펴본 결과, ‘벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 고려하더라도 전체적인 수익성이 낮을 것으로 우려해서’가 50.0%, ‘벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 통한 조세감면의 규모가 충분하지 않아서’가 40.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 고려하더라도 전체적인 수익성이 낮을 것으로 우려해서’가 75.0%, ‘창업기획자’는 ‘벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 통한 조세감면의 규모가 충분하지 않아서’가 60.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 고려하더라도 전체적인 수익성이 낮을 것으로 우려해서’가 50.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -23] 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유

(base 전체, n=10, 단위: %)



<부표 II -25> 비과세 혜택이 도움되지 않는 이유

(단위: 명, %)

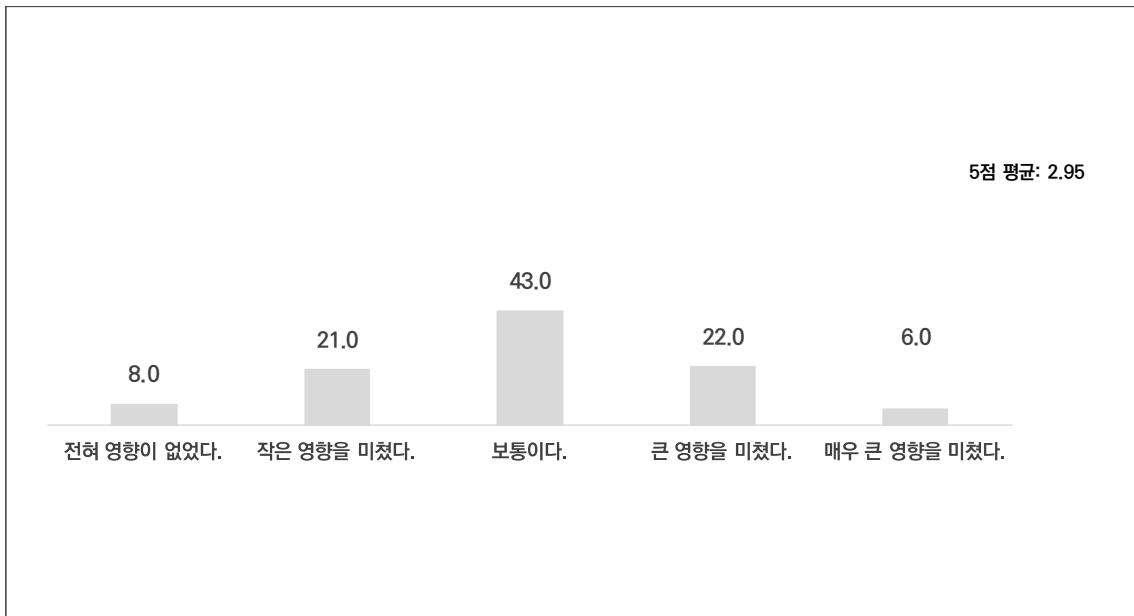
구 분	사례수	벤처투자회사 등의 주식양도 차익 등에 대한 비과세를 통한 조세감면의 규모가 충분하지 않아서	벤처투자회사 등의주식양도 차익등에대한 비과세를 고려하더라도 전체적인 수익성이 낮을 것으로 우려해서	정부와 지방자치단체의 경제적행정적 지원이 벤처투자회사 등의 주식 양도차익 등에 대한비과세에 따라 감소해서	기타	
전 체	(10)	40.0	50.0	0.0	10.0	
창업유형	벤처투자회사	(4)	25.0	75.0	0.0	0.0
	창업기획자	(5)	60.0	40.0	0.0	0.0
	신기술사업 금융업자	(2)	50.0	50.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(1)	0.0	0.0	0.0	100.0
기업규모	중소기업	(10)	40.0	50.0	0.0	10.0
	중견기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(0)	0.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(4)	25.0	75.0	0.0	0.0
	없음	(6)	50.0	33.3	0.0	16.7
비과세 경험	모두 받음	(1)	100.0	0.0	0.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(3)	0.0	100.0	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(1)	0.0	100.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(5)	60.0	20.0	0.0	20.0

15) 비과세 혜택의 영향력 수준

- 비과세 혜택의 영향력 수준에 대해 살펴본 결과, 전체 평균 2.95점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 3.08점, ‘창업기획자’는 2.79점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 2.96점, ‘중견기업’은 3.00점, ‘대기업’은 3.20점으로 나타남.

[부그림 II -24] 비과세 혜택의 영향력 수준

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -26> 비과세 혜택의 영향력 수준

(단위: 명, %)

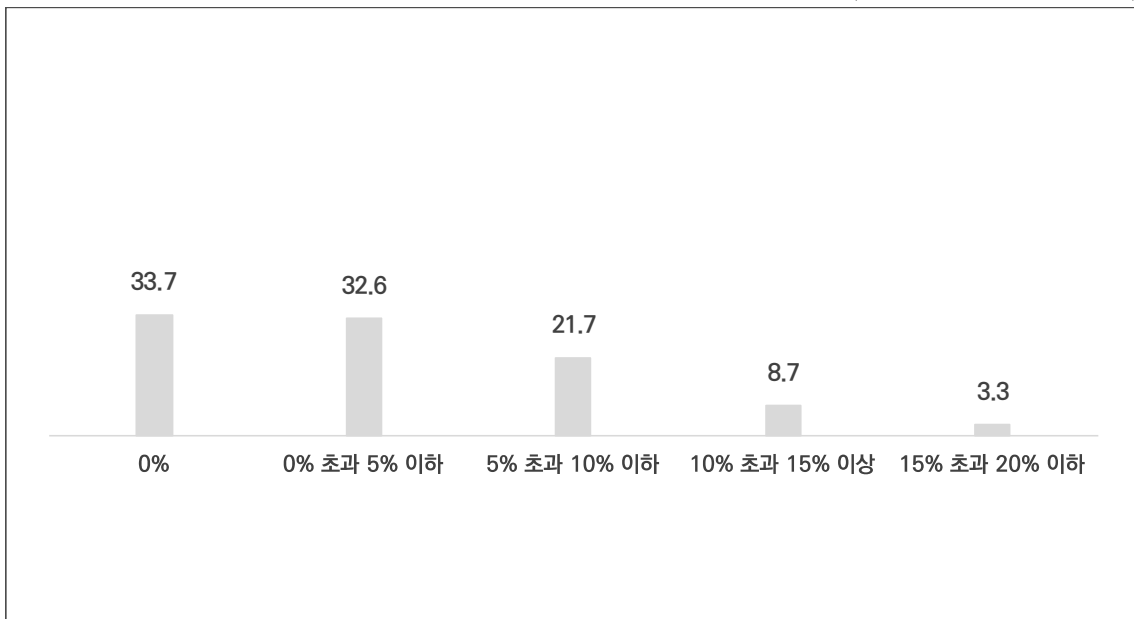
구 분	사례수	전혀 영향이 없었다.	작은 영향을 미쳤다.	보통이다.	큰 영향을 미쳤다.	매우 큰 영향을 미쳤다.	5점 평균	
전 체	(100)	8.0	21.0	43.0	22.0	6.0	2.95	
창업유형	벤처투자회사	(50)	2.0	20.0	52.0	20.0	6.0	3.08
	창업기획자	(47)	14.9	23.4	34.0	23.4	4.3	2.79
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	30.0	30.0	30.0	10.0	3.20
	기금운용법인	(4)	25.0	0.0	75.0	0.0	0.0	2.50
기업규모	중소기업	(93)	8.6	20.4	43.0	22.6	5.4	2.96
	중견기업	(2)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	대기업	(5)	0.0	40.0	20.0	20.0	20.0	3.20
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	4.3	23.4	36.2	25.5	10.6	3.15
	없음	(53)	11.3	18.9	49.1	18.9	1.9	2.81
비과세 경험	모두 받음	(20)	0.0	15.0	35.0	35.0	15.0	3.50
	주식양도 차익만받음	(23)	8.7	26.1	34.8	17.4	13.0	3.00
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	66.7	0.0	0.0	2.67
	모두 못 받음	(54)	11.1	20.4	48.1	20.4	0.0	2.78

16) 비과세 혜택의 영향력 규모

- 비과세 혜택의 영향력 규모를 살펴본 결과, '0%'가 33.7%, '0% 초과 5% 이하'가 32.6%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) '벤처투자회사'는 '0%'와 '0% 초과 5% 이하'가 각각 32.7%로 동일하게 가장 높았고, '창업기획자'는 '0%'가 35.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) '중소기업'은 '0%'가 34.1%, '중견기업'은 '0%'와 '0% 초과 5% 이하'가 각각 50.0%로 동일하게 가장 높았고, '대기업'은 '0% 초과 5% 이하'가 40.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -25] 비과세 혜택의 영향력 규모

(base 전체, n=92, 단위: %)



<부표 II -27> 비과세 혜택의 영향력 규모

(단위: 명, %)

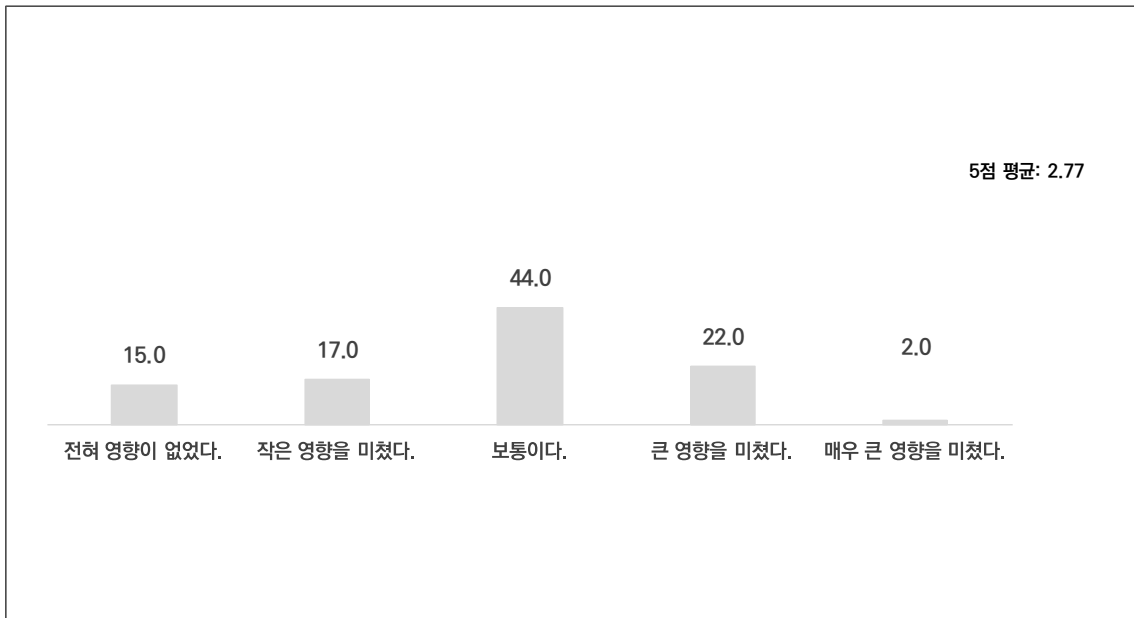
구 분		사례수	0%	0% 초과 5%이하	5% 초과 10%이하	10% 초과 15%이상	15% 초과 20%이하
전 체		(92)	33.7	32.6	21.7	8.7	3.3
창업유형	벤처투자회사	(49)	32.7	32.7	24.5	8.2	2.0
	창업기획자	(40)	35.0	30.0	22.5	7.5	5.0
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	60.0	20.0	10.0	0.0
	기금운용법인	(3)	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(85)	34.1	31.8	22.4	8.2	3.5
	중견기업	(2)	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	40.0	20.0	20.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(45)	35.6	28.9	22.2	8.9	4.4
	없음	(47)	31.9	36.2	21.3	8.5	2.1
비과세 경험	모두 받음	(20)	45.0	15.0	25.0	5.0	10.0
	주식양도 차익만받음	(21)	28.6	28.6	28.6	14.3	0.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(48)	33.3	37.5	18.8	8.3	2.1

17) 비과세 혜택이 외부 재원에 미친 영향력

- 비과세 혜택이 외부 재원에 미친 영향력에 대해 살펴본 결과, 전체 평균 2.77점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 2.86점, ‘창업기획자’는 2.70점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 2.76점, ‘중견기업’은 3.00점, ‘대기업’은 3.20점으로 나타남.

[부그림 II -26] 비과세 혜택이 외부 재원에 미친 영향력

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -28> 비과세 혜택이 외부 자원에 미친 영향력

(단위: 명, %)

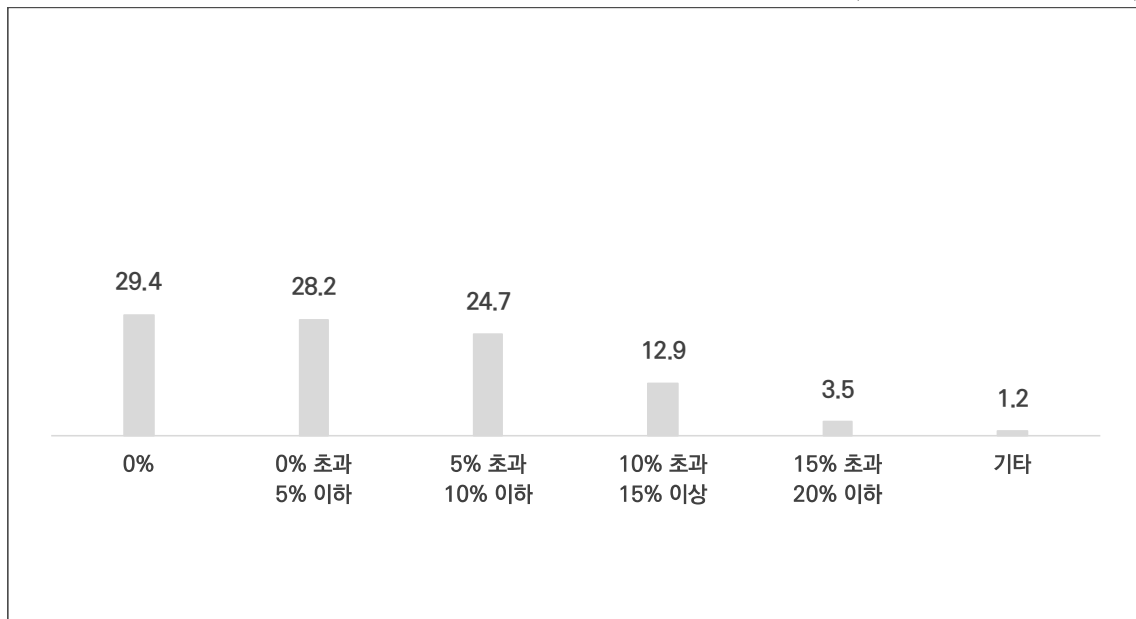
구 분	사례수	전혀 영향이 없었다.	작은 영향을 미쳤다.	보통이다.	큰 영향을 미쳤다.	매우 큰 영향을 미쳤다.	5점 평균	
전 체	(100)	15.0	17.0	44.0	22.0	2.0	2.77	
창업유형	벤처투자회사	(50)	12.0	18.0	46.0	20.0	4.0	2.86
	창업기획자	(47)	21.3	14.9	36.2	27.7	0.0	2.70
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	30.0	60.0	10.0	0.0	2.80
	기금운용법인	(4)	25.0	0.0	75.0	0.0	0.0	2.50
기업규모	중소기업	(93)	16.1	16.1	44.1	22.6	1.1	2.76
	중견기업	(2)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	대기업	(5)	0.0	40.0	20.0	20.0	20.0	3.20
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	8.5	21.3	40.4	25.5	4.3	2.96
	없음	(53)	20.8	13.2	47.2	18.9	0.0	2.64
비과세 경험	모두 받음	(20)	10.0	15.0	40.0	25.0	10.0	3.10
	주식양도 차익만받음	(23)	8.7	26.1	39.1	26.1	0.0	2.83
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	33.3	33.3	0.0	3.00
	모두 못 받음	(54)	20.4	13.0	48.1	18.5	0.0	2.65

18) 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액 영향력

- 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액에 대한 영향력을 살펴본 결과, ‘0%’가 29.4%, ‘0% 초과 5% 이하’가 28.2%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘0% 초과 5% 이하’가 31.8%로 가장 높았으며, ‘창업기획자’는 ‘0%’가 27.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘0%’가 29.5%, ‘중견기업’은 ‘0%’와 ‘0% 초과 5% 이하’가 각각 50.0%로 동일하게 가장 높았고, ‘대기업’은 ‘0% 초과 5% 이하’와 ‘5% 초과 10% 이하’가 각각 40.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -27] 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액 영향력

(base 전체, n=85, 단위: %)



<부표 II -29> 비과세 혜택의 개인투자자 모집 금액 영향력

(단위: 명, %)

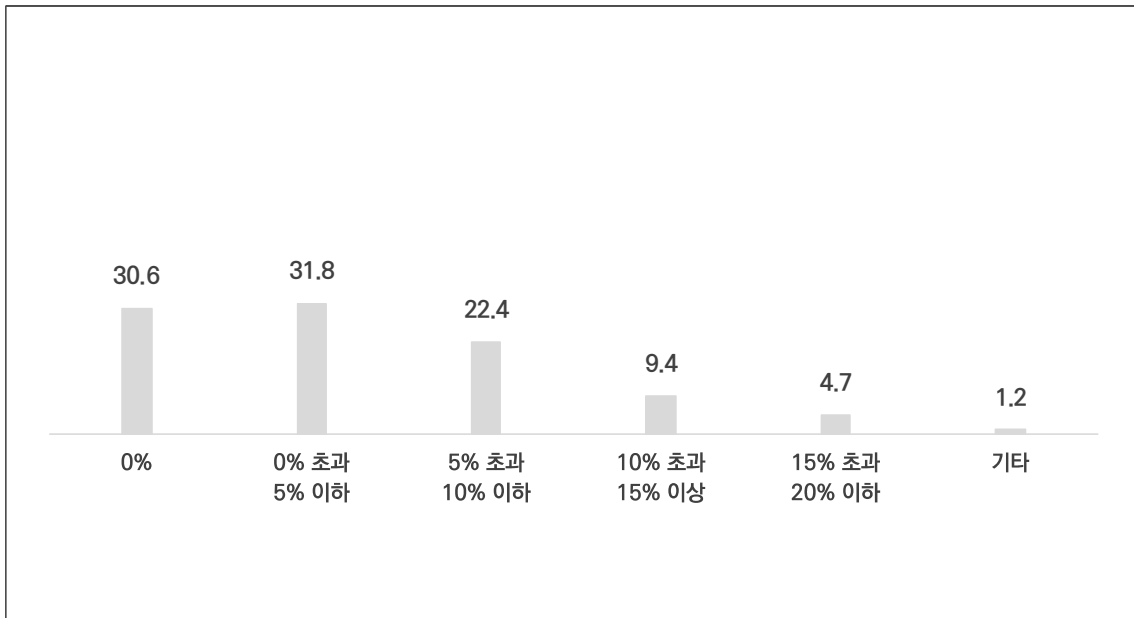
구 분	사례수	0%	0% 초과 5% 이하	5% 초과 10%이하	10% 초과 15%이상	15% 초과 20%이하	기타	
전 체	(85)	29.4	28.2	24.7	12.9	3.5	1.2	
창업유형	벤처투자회사	(44)	29.5	31.8	29.5	6.8	2.3	0.0
	창업기획자	(37)	27.0	24.3	18.9	21.6	5.4	2.7
	신기술사업 금융업자	(10)	20.0	40.0	30.0	10.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(3)	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(78)	29.5	26.9	24.4	14.1	3.8	1.3
	중견기업	(2)	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	40.0	40.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(43)	30.2	27.9	18.6	16.3	4.7	2.3
	없음	(42)	28.6	28.6	31.0	9.5	2.4	0.0
비과세 경험	모두 받음	(18)	33.3	16.7	22.2	11.1	11.1	5.6
	주식양도 차익만받음	(21)	23.8	33.3	19.0	23.8	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	0.0	33.3	0.0	0.0
	모두 못 받음	(43)	32.6	27.9	30.2	7.0	2.3	0.0

19) 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액 영향력

- 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액에 대한 영향력을 살펴본 결과, ‘0% 초과 5% 이하’가 31.8%, ‘0%’가 30.6%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘0% 초과 5% 이하’가 43.2%, ‘창업기획자’는 ‘0%’가 40.5%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘0%’가 32.1%, ‘중견기업’과 ‘대기업’은 각각 ‘0% 초과 5% 이하’가 100.0%, 60.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -28] 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액 영향력

(base 전체, n=85, 단위: %)



<부표 II -30> 비과세 혜택의 법인투자자 모집 금액 영향력

(단위: 명, %)

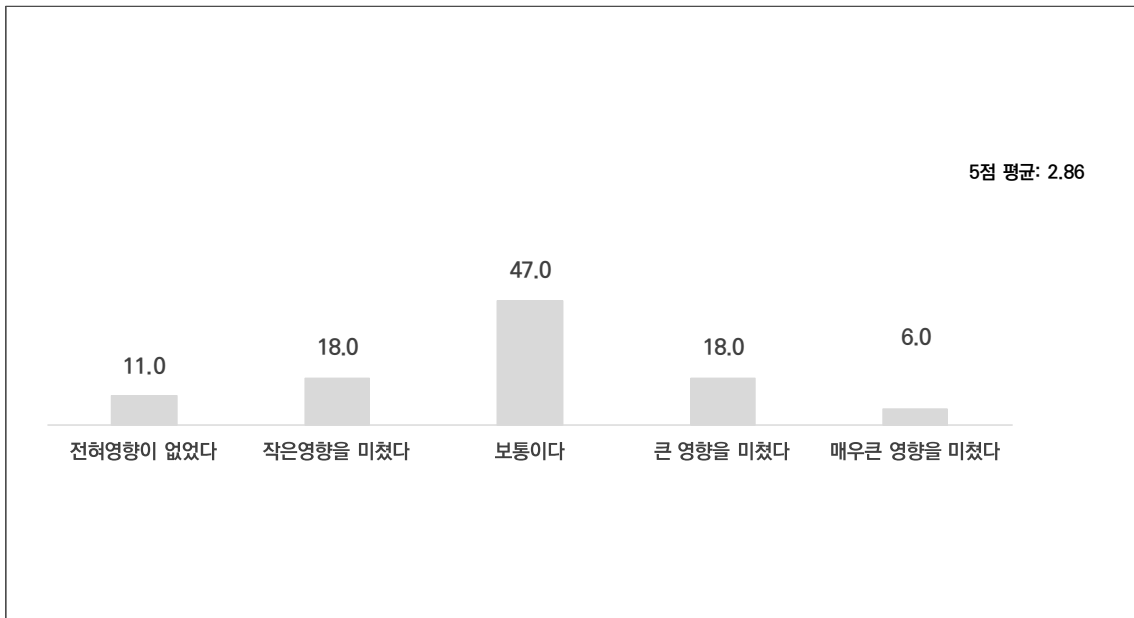
구 분	사례수	0%	0% 초과 5%이하	5% 초과 10%이하	10% 초과 15%이상	15% 초과 20%이하	기타	
전 체	(85)	30.6	31.8	22.4	9.4	4.7	1.2	
창업유형	벤처투자회사	(44)	25.0	43.2	20.5	9.1	2.3	0.0
	창업기획자	(37)	40.5	18.9	18.9	10.8	8.1	2.7
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	50.0	30.0	10.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(3)	66.7	33.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(78)	32.1	28.2	23.1	10.3	5.1	1.3
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	20.0	60.0	20.0	0.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(43)	20.9	37.2	23.3	9.3	7.0	2.3
	없음	(42)	40.5	26.2	21.4	9.5	2.4	0.0
비과세 경험	모두 받음	(18)	27.8	22.2	27.8	0.0	16.7	5.6
	주식양도 차익만받음	(21)	14.3	42.9	19.0	23.8	0.0	0.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	0.0	33.3	0.0	0.0
	모두 못 받음	(43)	41.9	27.9	23.3	4.7	2.3	0.0

20) 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력

- 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력에 대해 살펴본 결과, 전체 평균 2.86점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 2.90점, ‘창업기획자’는 2.89점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 2.91점, ‘중견기업’은 2.00점, ‘대기업’은 3.00점으로 나타남.

[부그림 II -29] 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -31> 비과세 혜택이 창업 기업에 대해 미친 영향력

(단위: 명, %)

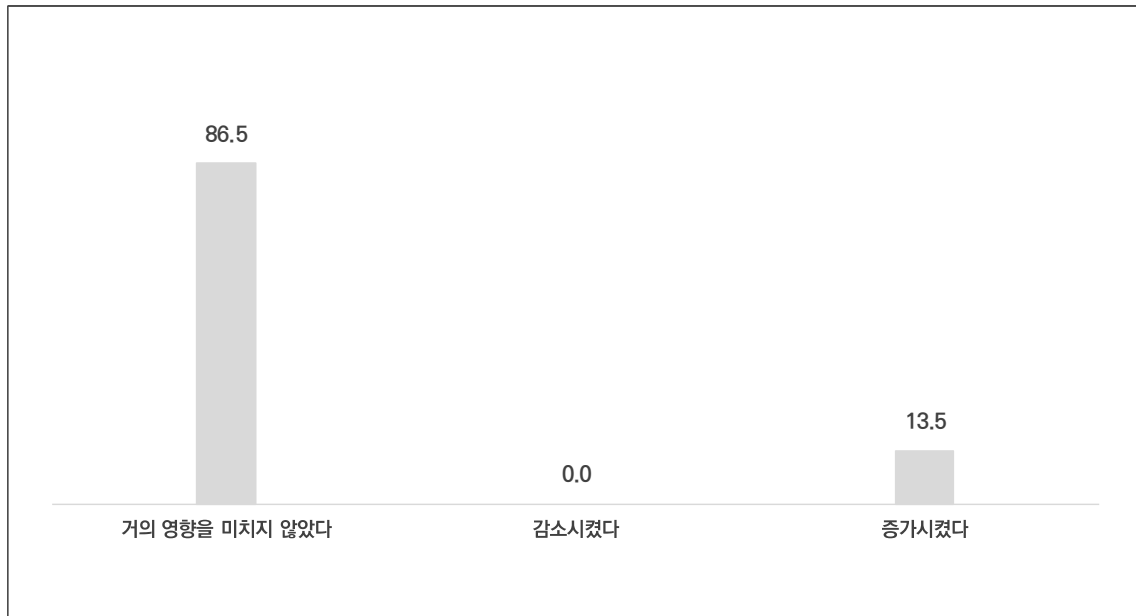
구 분	사례수	전혀 영향이 없었다.	작은 영향을 미쳤다.	보통이다.	큰 영향을 미쳤다.	매우 큰 영향을 미쳤다.	5점 평균	
전 체	(100)	11.0	18.0	47.0	18.0	6.0	2.86	
창업유형	벤처투자회사	(50)	10.0	20.0	46.0	18.0	6.0	2.90
	창업기획자	(47)	12.8	19.1	40.4	21.3	6.4	2.89
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	20.0	60.0	10.0	0.0	2.70
	기금운용법인	(4)	25.0	25.0	50.0	0.0	0.0	2.25
기업규모	중소기업	(93)	11.8	14.0	50.5	18.3	5.4	2.91
	중견기업	(2)	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0	2.00
	대기업	(5)	0.0	60.0	0.0	20.0	20.0	3.00
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	2.1	17.0	53.2	14.9	12.8	3.19
	없음	(53)	18.9	18.9	41.5	20.8	0.0	2.64
비과세 경험	모두 받음	(20)	0.0	10.0	60.0	15.0	15.0	3.35
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	26.1	39.1	17.4	13.0	3.09
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	모두 못 받음	(54)	18.5	18.5	42.6	20.4	0.0	2.65

21) 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

- 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향을 살펴본 결과, ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 86.5%로 가장 높았고, ‘증가시켰다’는 13.5%였음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 91.1%, ‘창업기획자’는 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 78.0%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 86.6%, ‘중견기업’과 ‘대기업’도 각각 100.0%, 80.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -30] 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

(base 전체, n=89, 단위: %)



<부표 II -32> 세액공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

(단위: 명, %)

구 분		사례수	거의 영향을 미치지 않았다	감소시켰다	증가시켰다
전 체		(89)	86.5	0.0	13.5
창업유형	벤처투자회사	(45)	91.1	0.0	8.9
	창업기획자	(41)	78.0	0.0	22.0
	신기술사업 금융업자	(9)	100.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(3)	100.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(82)	86.6	0.0	13.4
	중견기업	(2)	100.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	80.0	0.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(46)	84.8	0.0	15.2
	없음	(43)	88.4	0.0	11.6
비과세 경험	모두 받음	(20)	90.0	0.0	10.0
	주식양도 차익만받음	(22)	81.8	0.0	18.2
	배당소득만 받음	(3)	66.7	0.0	33.3
	모두 못 받음	(44)	88.6	0.0	11.4

22) 소득공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

- 소득공제가 투자기간에 미친 영향을 살펴본 결과, ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 87.6%로 가장 높았고, ‘증가시켰다’는 11.2%, ‘감소시켰다’는 1.1%였음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 91.1%, ‘창업기획자’는 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 82.9%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 87.8%, ‘중견기업’과 ‘대기업’도 각각 100.0%, 80.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -31] 소득공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

(base 전체, n=89, 단위: %)



<부표 II -33> 소득공제가 투자 대상 기업 수에 미친 영향

(단위: 명, %)

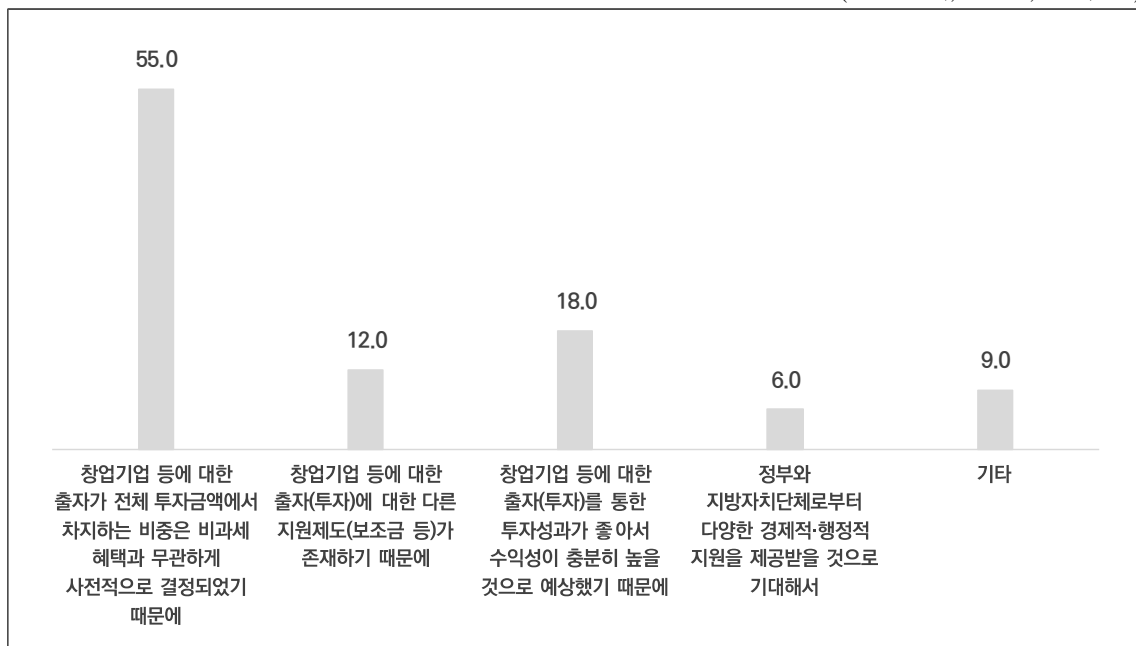
구 분		사례수	거의 영향을 미치지않았다	감소시켰다	증가시켰다
전 체		(89)	87.6	1.1	11.2
창업유형	벤처투자회사	(45)	91.1	2.2	6.7
	창업기획자	(41)	82.9	0.0	17.1
	신기술사업 금융업자	(9)	100.0	0.0	0.0
	기금운용법인	(3)	100.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(82)	87.8	1.2	11.0
	중견기업	(2)	100.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	80.0	0.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(46)	89.1	2.2	8.7
	없음	(43)	86.0	0.0	14.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	85.0	5.0	10.0
	주식양도 차익만받음	(22)	86.4	0.0	13.6
	배당소득만 받음	(3)	100.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(44)	88.6	0.0	11.4

23) 비과세 혜택의 효과가 없는 이유

- 비과세 혜택의 효과가 없는 이유를 살펴본 결과, ‘창업기업 등에 대한 출자가 전체 투자금액에서 차지하는 비중은 비과세 혜택과 무관하게 사전적으로 결정되었기 때문’이 55.0%로 가장 높았고, ‘투자성과가 좋아 수익성이 충분히 높을 것으로 예상했기 때문’이 18.0%였음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘사전적으로 결정되었기 때문’이 66.0%, ‘창업기획자’는 같은 항목이 44.7%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘사전적으로 결정되었기 때문’이 54.8%, ‘중견기업’과 ‘대기업’도 각각 100.0%, 40.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -32] 비과세 혜택의 효과가 없는 이유

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -34> 비과세 혜택의 효과가 없는 이유

(단위: 명, %)

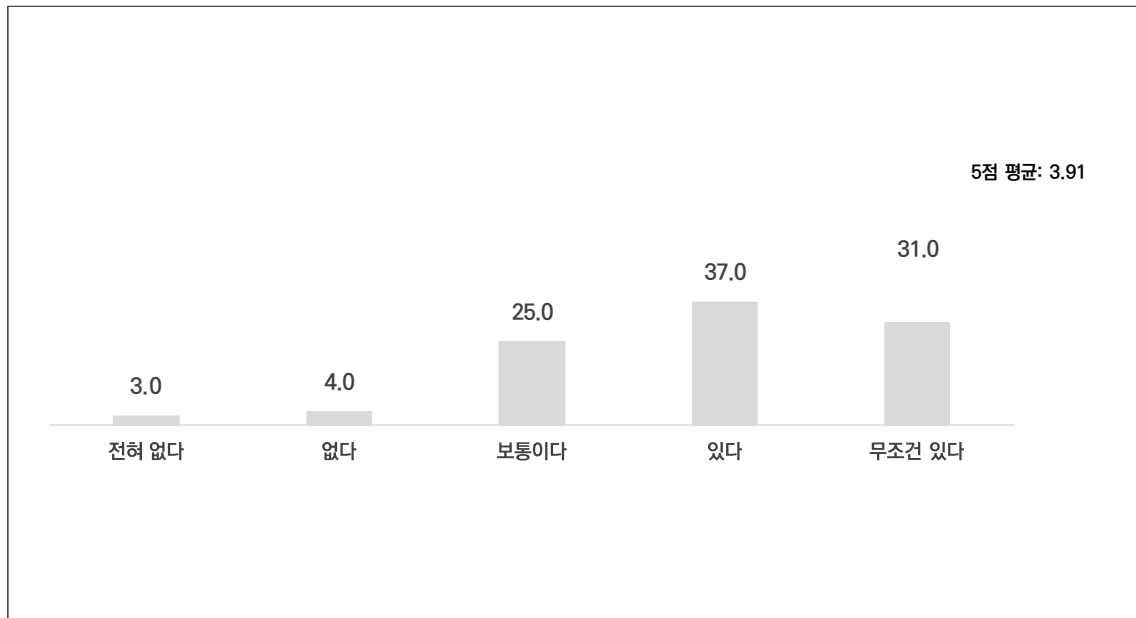
구 분	사례수	창업기업 등에 대한출자가 전체투자 금액에서 차지하는 비중은 비과세 혜택과 무관하게 사전적으로 결정되었기 때문에	창업기업 등에 대한출자 (투자)에 대한 다른 지원제도가 존재하기 때문에	창업기업 등에 대한출자 (투자)를 통한 투자 성과가 좋아서 수익성이 충분히 높을 것으로 예상했기 때문에	정부와 지방 자치단체로 부터 다양한 경제적· 행정적 지원을 제공받을 것으로 기대해서	기타	
전 체	(100)	55.0	12.0	18.0	6.0	9.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	66.0	6.0	20.0	2.0	6.0
	창업기획자	(47)	44.7	19.1	21.3	8.5	6.4
	신기술사업 금융업자	(10)	70.0	10.0	0.0	10.0	10.0
	기금운용법인	(4)	25.0	25.0	0.0	0.0	50.0
기업규모	중소기업	(93)	54.8	11.8	18.3	6.5	8.6
	중견기업	(2)	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	20.0	20.0	0.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	63.8	8.5	17.0	6.4	4.3
	없음	(53)	47.2	15.1	18.9	5.7	13.2
비과세 경험	모두 받음	(20)	60.0	10.0	25.0	5.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	65.2	8.7	17.4	4.3	4.3
	배당소득만 받음	(3)	66.7	0.0	33.3	0.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	48.1	14.8	14.8	7.4	14.8

24) 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향

- 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향에 대해서 살펴본 결과, 전체 평균 3.91점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 3.86점, ‘창업기획자’는 4.04점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 3.88점, ‘중견기업’은 4.00점, ‘대기업’은 4.00점으로 나타남.

[부그림 II -33] 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -35> 향후 3년 이내 벤처기업 투자 의향

(단위: 명, %)

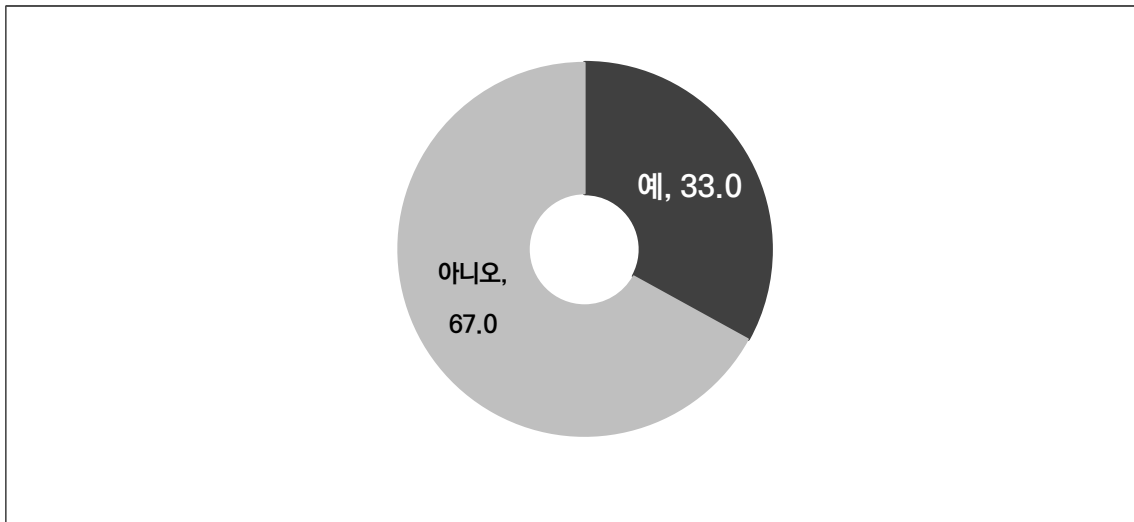
구 분	사례수	전혀 없다	없다	보통이다	있다	무조건 있다	5점 평균	
전 체	(100)	3.0	4.0	25.0	37.0	31.0	3.91	
창업유형	벤처투자회사	(50)	2.0	0.0	30.0	46.0	22.0	3.86
	창업기획자	(47)	2.1	6.4	17.0	34.0	40.4	4.04
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	10.0	30.0	20.0	40.0	3.90
	기금운용법인	(4)	25.0	0.0	25.0	50.0	0.0	3.00
기업규모	중소기업	(93)	3.2	4.3	24.7	36.6	31.2	3.88
	중견기업	(2)	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	4.00
	대기업	(5)	0.0	0.0	40.0	20.0	40.0	4.00
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	2.1	4.3	23.4	36.2	34.0	3.96
	없음	(53)	3.8	3.8	26.4	37.7	28.3	3.83
비과세 경험	모두 받음	(20)	0.0	10.0	30.0	30.0	30.0	3.80
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	0.0	26.1	26.1	43.5	4.04
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	66.7	33.3	0.0	3.33
	모두 못 받음	(54)	3.7	3.7	20.4	44.4	27.8	3.89

25) 비과세 혜택 연장 인지 여부

- 비과세 혜택 연장 인지 여부를 살펴본 결과, ‘아니오’가 67.0%로 가장 높았고, ‘예’는 33.0%였음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘아니오’가 64.0%, ‘창업기획자’도 ‘아니오’가 76.6%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘아니오’가 68.8%, ‘중견기업’과 ‘대기업’은 각각 50.0%, 40.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -34] 비과세 혜택 연장 인지 여부

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -36> 비과세 혜택 연장 인지 여부

(단위: 명, %)

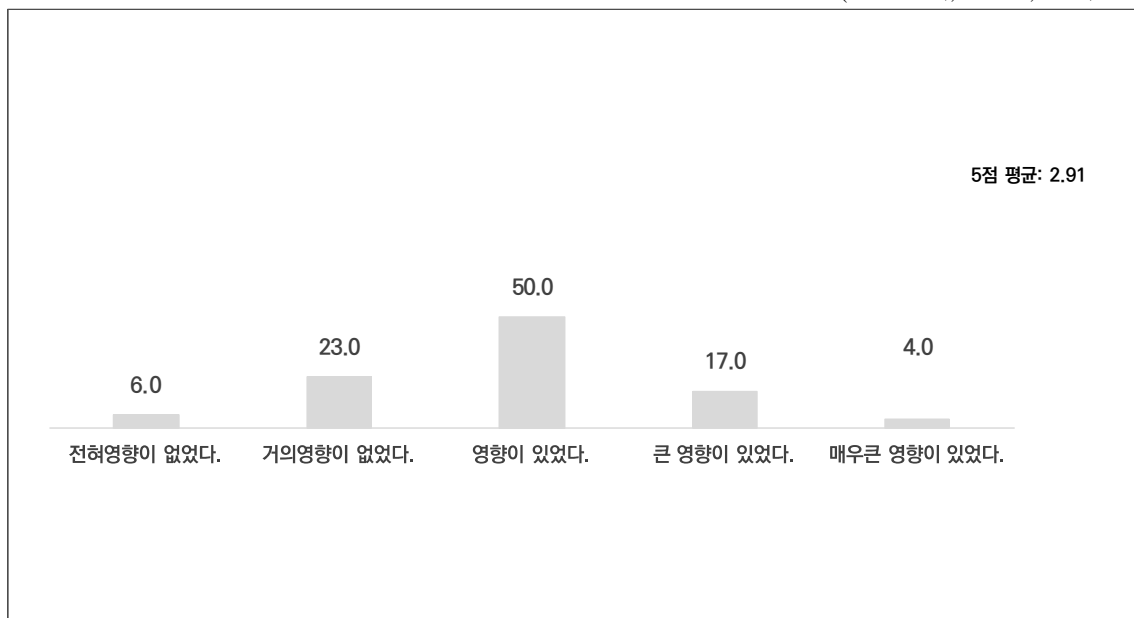
구분	사례수	예	아니오	
전체	(100)	33.0	67.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	36.0	64.0
	창업기획자	(47)	23.4	76.6
기업규모	중소기업	(93)	31.2	68.8
	중견기업	(2)	50.0	50.0
	대기업	(5)	60.0	40.0

26) 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력

- 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력에 대해서 살펴본 결과, 전체 평균 2.91점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 2.88점, ‘창업기획자’는 3.02점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 2.90점, ‘중견기업’은 3.00점, ‘대기업’은 2.80점으로 나타남.

[부그림 II -35] 과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -37> 헤택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력

(단위: 명, %)

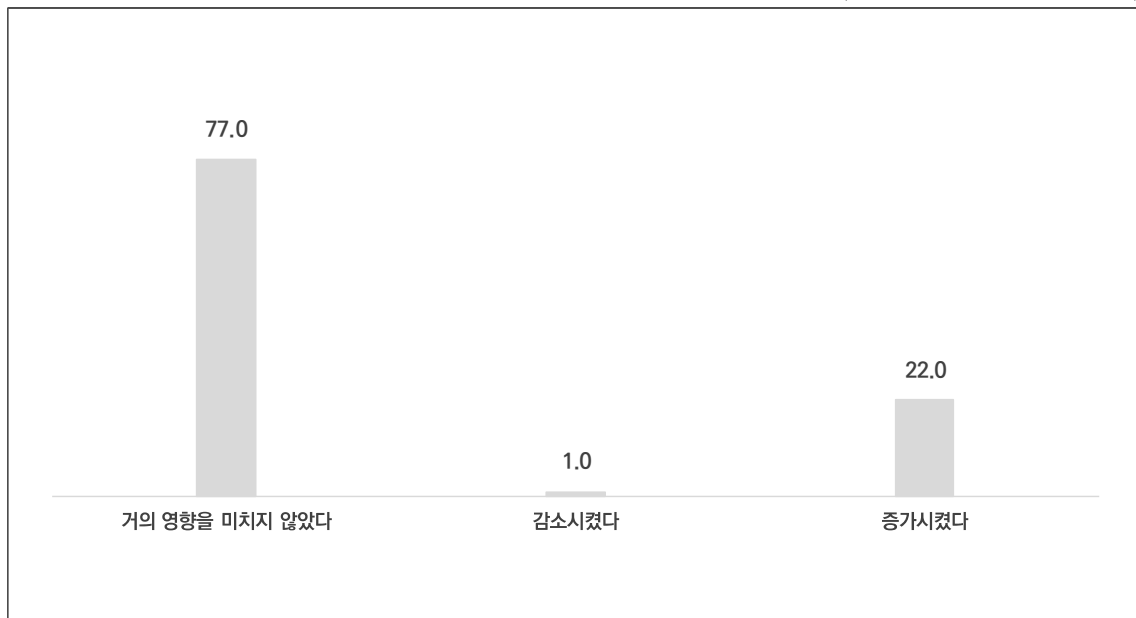
구 분	사례수	전혀 영향이 없었다.	작은 영향을 미쳤다.	보통이다.	큰 영향을 미쳤다.	매우 큰 영향을 미쳤다.	5점 평균	
전 체	(100)	6.0	23.0	50.0	17.0	4.0	2.91	
창업유형	벤처투자회사	(50)	4.0	24.0	56.0	12.0	4.0	2.88
	창업기획자	(47)	4.3	23.4	42.6	25.5	4.3	3.02
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	30.0	50.0	0.0	10.0	2.70
	기금운용법인	(4)	25.0	0.0	75.0	0.0	0.0	2.50
기업규모	중소기업	(93)	6.5	21.5	50.5	18.3	3.2	2.90
	중견기업	(2)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	대기업	(5)	0.0	60.0	20.0	0.0	20.0	2.80
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	4.3	21.3	55.3	17.0	2.1	2.91
	없음	(53)	7.5	24.5	45.3	17.0	5.7	2.89
비과세 경험	모두 받음	(20)	5.0	15.0	70.0	10.0	0.0	2.85
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	30.4	39.1	17.4	8.7	2.96
	배당소득만 받음	(3)	0.0	66.7	0.0	33.3	0.0	2.67
	모두 못 받음	(54)	7.4	20.4	50.0	18.5	3.7	2.91

27) 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준

- 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준을 살펴본 결과, ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 77.0%로 가장 높았고, ‘증가시켰다’는 22.0%였음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 78.0%, ‘창업기획자’는 72.3%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘거의 영향을 미치지 않았다’가 76.3%, ‘중견기업’과 ‘대기업’도 각각 50.0%, 100.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -36] 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -38> 비과세 혜택이 엔젤투자자 모집에 미치는 영향력 수준

(단위: 명, %)

구 분		사례수	거의 영향을 미치지 않았다	감소시켰다	증가시켰다
전 체		(100)	77.0	1.0	22.0
창업유형	벤처투자회사	(50)	78.0	2.0	20.0
	창업기획자	(47)	72.3	0.0	27.7
	신기술사업 금융업자	(10)	90.0	0.0	10.0
	기금운용법인	(4)	75.0	0.0	25.0
기업규모	중소기업	(93)	76.3	1.1	22.6
	중견기업	(2)	50.0	0.0	50.0
	대기업	(5)	100.0	0.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	78.7	2.1	19.1
	없음	(53)	75.5	0.0	24.5
비과세 경험	모두 받음	(20)	95.0	0.0	5.0
	주식양도 차익만받음	(23)	69.6	4.3	26.1
	배당소득만 받음	(3)	66.7	0.0	33.3
	모두 못 받음	(54)	74.1	0.0	25.9

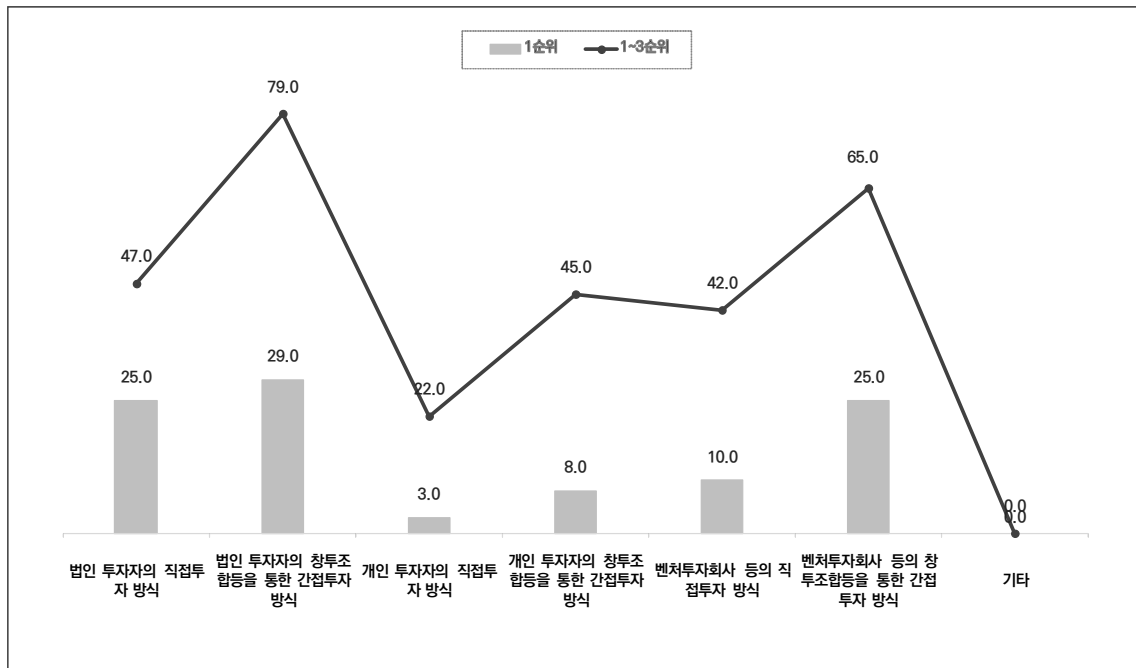
3. 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 개선방향

1) 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성

- 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성(1순위)을 살펴본 결과, ‘법인 투자자의 창투조합 등을 통한 간접투자 방식’이 29.0%로 가장 높았고, ‘법인 투자자의 직접투자 방식’과 ‘벤처투자회사의 창투조합 등을 통한 간접투자 방식’이 각각 25.0%로 뒤를 이었음.
- 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성(1+2+3순위)을 살펴본 결과, ‘법인 투자자의 창투조합 등을 통한 간접투자 방식’이 79.0%로 가장 높았고, ‘벤처투자회사의 창투조합 등을 통한 간접투자 방식’이 65.0%로 뒤를 이었음.

[부그림 II -37] 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성

(base 전체, n=11000, 단위: %)



<부표 II -39> 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성(1순위)

(단위: 명, %)

구 분	사 례 수	법인 투자자의 직접투자방식	법인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자방식	개인 투자자의 직접투자방식	
전 체	(100)	25.0	29.0	3.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	12.0	36.0	6.0
	창업기획자	(47)	38.3	21.3	2.1
	신기술사업 금융업자	(10)	10.0	40.0	0.0
	기금융용법인	(4)	75.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	25.8	28.0	3.2
	중견기업	(2)	50.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	0.0	60.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	21.3	29.8	4.3
	없음	(53)	28.3	28.3	1.9
비과세 경험	모두 받음	(20)	10.0	30.0	5.0
	주식양도 차익만받음	(23)	21.7	43.5	0.0
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3	0.0
	모두 못 받음	(54)	29.6	22.2	3.7

<부표 II -39>의 계속

(단위: 명, %)

구 분	사례수	개인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자방식	벤처투자회사 등의 직접투자방식	벤처투자회사 등의 창투조합등을 통한 간접투자방식	기타	
전 체	(100)	8.0	10.0	25.0	0.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	6.0	10.0	30.0	0.0
	창업기획자	(47)	12.8	8.5	17.0	0.0
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	10.0	40.0	0.0
	기금운용법인	(4)	0.0	0.0	25.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	8.6	10.8	23.7	0.0
	중견기업	(2)	0.0	0.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	0.0	0.0	40.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	6.4	10.6	27.7	0.0
	없음	(53)	9.4	9.4	22.6	0.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	5.0	15.0	35.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	8.7	21.7	0.0
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	0.0	0.0
	모두 못 받음	(54)	11.1	9.3	24.1	0.0

<부표 II -40> 투자 활성화를 위한 조세지원 강화 필요성(1+2+3순위)

(단위: 명, %)

구 분	사례수	법인 투자자의 직접투자방식	법인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자방식	개인 투자자의 직접투자방식	
전 체	(100)	47.0	79.0	22.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	50.0	76.0	24.0
	창업기획자	(47)	48.9	80.9	19.1
	신기술사업 금융업자	(10)	40.0	90.0	20.0
	기금운용법인	(4)	50.0	75.0	50.0
기업규모	중소기업	(93)	46.2	79.6	22.6
	중견기업	(2)	100.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	80.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	51.1	76.6	23.4
	없음	(53)	43.4	81.1	20.8
비과세 경험	모두 받음	(20)	55.0	75.0	25.0
	주식양도 차익만받음	(23)	43.5	73.9	21.7
	배당소득만 받음	(3)	33.3	100.0	33.3
	모두 못 받음	(54)	46.3	81.5	20.4

<부표 II -40>의 계속

(단위: 명, %)

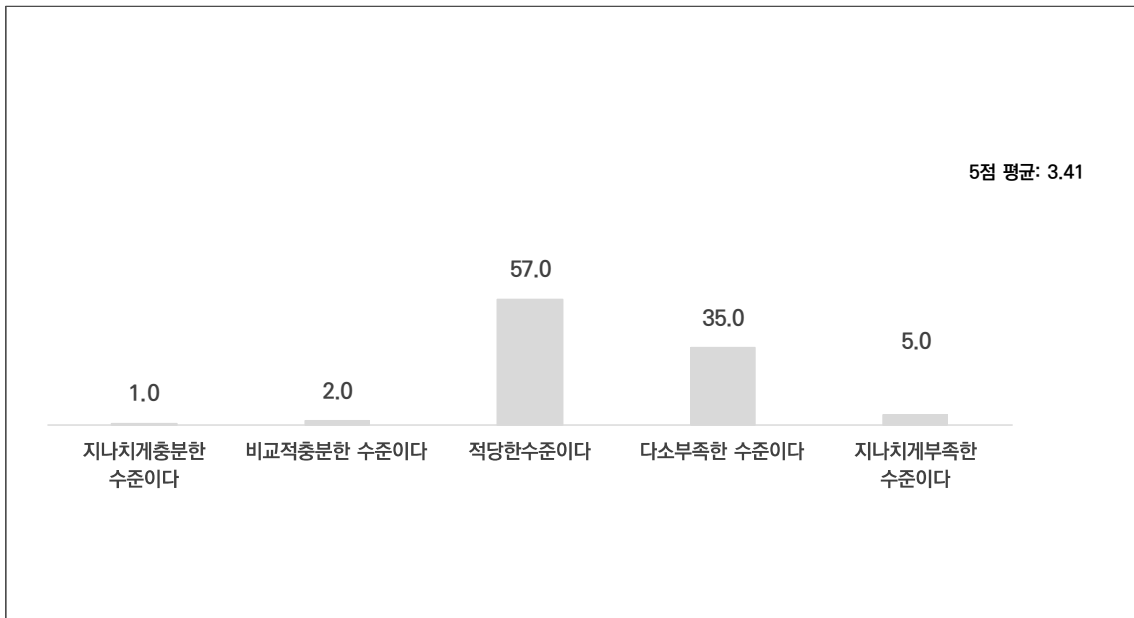
구 분	사례수	개인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자방식	벤처투자회사 등의 직접투자방식	벤처투자회사 등의 창투조합등을 통한 간접투자방식	기타	
전 체	(100)	45.0	42.0	65.0	0.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	40.0	34.0	76.0	0.0
	창업기획자	(47)	48.9	48.9	53.2	0.0
	신기술사업 금융업자	(10)	60.0	20.0	70.0	0.0
	기금운용법인	(4)	0.0	100.0	25.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	44.1	43.0	64.5	0.0
	중견기업	(2)	0.0	100.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	80.0	0.0	80.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	38.3	44.7	66.0	0.0
	없음	(53)	50.9	39.6	64.2	0.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	35.0	30.0	80.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	52.2	47.8	60.9	0.0
	배당소득만 받음	(3)	33.3	66.7	33.3	0.0
	모두 못 받음	(54)	46.3	42.6	63.0	0.0

2) 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

- 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가에 대해서 살펴본 결과, 전체 평균 3.41점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 3.32점, ‘창업기획자’는 3.43점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’은 3.40점, ‘중견기업’은 3.00점, ‘대기업’은 3.80점으로 나타남.

[부그림 II -38] 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -41> 주식양도차익 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

(단위: 명, %)

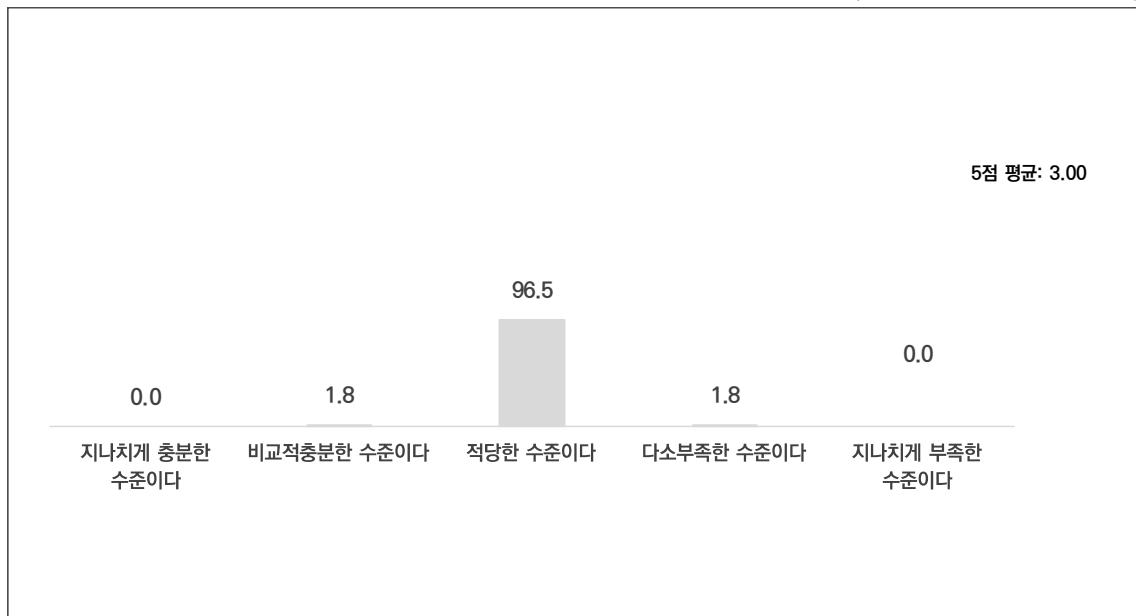
구 분	사례수	지나치게 충분한 수준이다	비교적 충분한 수준이다	적당한 수준이다	다소 부족한 수준이다	지나치게 부족한 수준이다	5점 평균	
전 체	(100)	1.0	2.0	57.0	35.0	5.0	3.41	
창업유형	벤처투자회사	(50)	2.0	2.0	62.0	30.0	4.0	3.32
	창업기획자	(47)	0.0	2.1	53.2	44.7	0.0	3.43
	신기술사업 금융업자	(10)	0.0	0.0	40.0	30.0	30.0	3.90
	기금운용법인	(4)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
기업규모	중소기업	(93)	1.1	1.1	58.1	36.6	3.2	3.40
	중견기업	(2)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	대기업	(5)	0.0	20.0	20.0	20.0	40.0	3.80
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	2.1	4.3	57.4	29.8	6.4	3.34
	없음	(53)	0.0	0.0	56.6	39.6	3.8	3.47
비과세 경험	모두 받음	(20)	5.0	10.0	65.0	20.0	0.0	3.00
	주식양도 차익만받음	(23)	0.0	0.0	52.2	39.1	8.7	3.57
	배당소득만 받음	(3)	0.0	0.0	33.3	33.3	33.3	4.00
	모두 못 받음	(54)	0.0	0.0	57.4	38.9	3.7	3.46

3) 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

- 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가에 대해서 살펴본 결과, 전체 평균 3.00점으로 나타남.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 3.03점, ‘창업기획자’는 2.96점으로 나타남.
- (기업규모) ‘중소기업’, ‘중견기업’, ‘대기업’ 모두 각각 3.00점으로 나타남.

[부그림 II -39] 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

(base 전체, n=57, 단위: %)



<부표 II -42> 배당소득 비과세 혜택 현행 조세지원 수준 평가

(단위: 명, %)

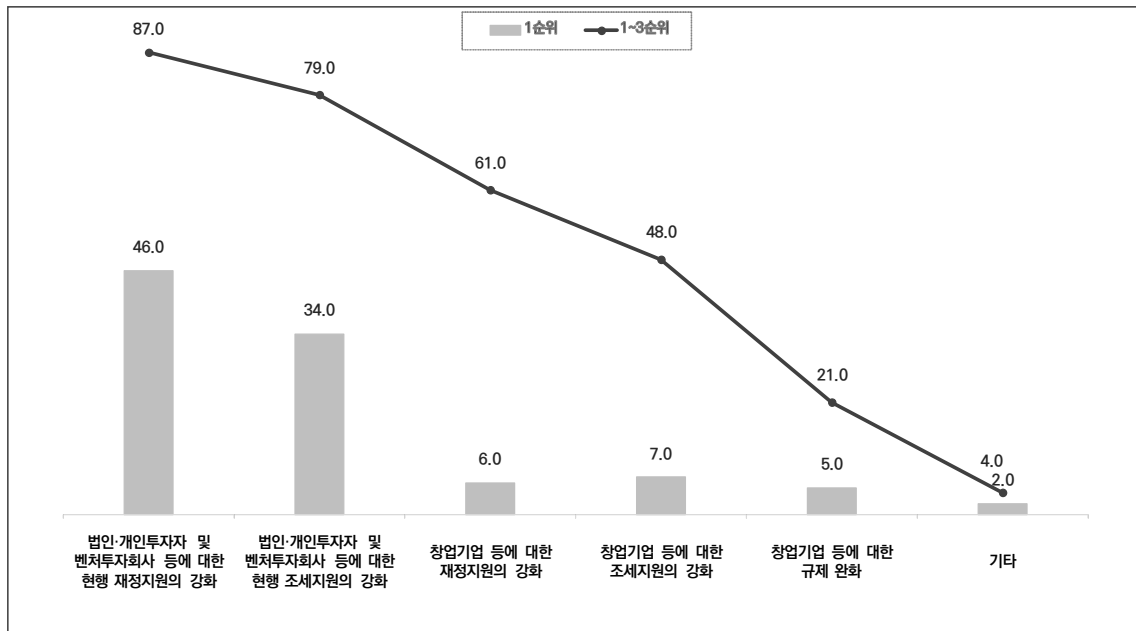
구 분	사례 수	지나치게 충분한 수준이다	비교적 충분한 수준이다	적당한 수준이다	다소 부족한 수준이다	지나치게 부족한 수준이다	5점 평균	
전 체	(57)	0.0	1.8	96.5	1.8	0.0	3.00	
창업유형	벤처투자회사	(31)	0.0	0.0	96.8	3.2	0.0	3.03
	창업기획자	(25)	0.0	4.0	96.0	0.0	0.0	2.96
	신기술사업 금융업자	(4)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	기금운용법인	(4)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
기업규모	중소기업	(54)	0.0	1.9	96.3	1.9	0.0	3.00
	중견기업	(2)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	대기업	(1)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
증권거래세 면제 경험	있음	(27)	0.0	0.0	96.3	3.7	0.0	3.04
	없음	(30)	0.0	3.3	96.7	0.0	0.0	2.97
비과세 경험	모두 받음	(13)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	주식양도 차익만받음	(12)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	배당소득만 받음	(1)	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	3.00
	모두 못 받음	(31)	0.0	3.2	93.5	3.2	0.0	3.00

4) 투자활성화를 위한 정책지원 유형

- 투자 활성화를 위한 정책지원 유형(1순위)을 살펴본 결과, 전체적으로 ‘법인·개인 투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원의 강화’가 46.0%로 가장 높았고, ‘법인·개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원의 강화’가 34.0%로 뒤를 이었음.
- 투자 활성화를 위한 정책지원 유형(1+2+3순위)을 살펴본 결과, 전체적으로 ‘법인·개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원 강화’가 87.0%로 가장 높았으며, ‘법인·개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원 강화’가 79.0%로 뒤를 이었음.

[부그림 II -40] 투자활성화를 위한 정책지원 유형

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -43> 투자활성화를 위한 정책지원 유형(1순위)

(단위: 명, %)

구 분	사례수	법인·개인 투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원의 강화	법인· 개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원의 강화	창업기업 등에 대한 재정지원의 강화	
전 체	(100)	46.0	34.0	6.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	32.0	54.0	6.0
	창업기획자	(47)	59.6	21.3	6.4
	신기술사업 금융업자	(10)	40.0	20.0	0.0
	기금운용법인	(4)	75.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	47.3	34.4	5.4
	중견기업	(2)	0.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	20.0	20.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	44.7	34.0	4.3
	없음	(53)	47.2	34.0	7.5
비과세 경험	모두 받음	(20)	50.0	35.0	0.0
	주식양도 차익만받음	(23)	47.8	39.1	4.3
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	33.3
	모두 못 받음	(54)	46.3	31.5	7.4

<부표 II -43>의 계속

(단위: 명, %)

구 분	사례수	창업기업 등에 대한 조세지원의 강화	창업기업 등에 대한 규제완화	기타	
전 체	(100)	7.0	5.0	2.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	6.0	2.0	0.0
	창업기획자	(47)	4.3	4.3	4.3
	신기술사업 금융업자	(10)	20.0	20.0	0.0
	기금운용법인	(4)	0.0	25.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	7.5	3.2	2.2
	중견기업	(2)	0.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	0.0	20.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	10.6	2.1	4.3
	없음	(53)	3.8	7.5	0.0
비과세 경험	모두 받음	(20)	10.0	0.0	5.0
	주식양도 차익만받음	(23)	4.3	0.0	4.3
	배당소득만 받음	(3)	0.0	33.3	0.0
	모두 못 받음	(54)	7.4	7.4	0.0

<부표 II -44> 투자활성화를 위한 정책지원 유형(1+2+3순위)

(단위: 명, %)

구 분		사례수	법인·개인 투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원의 강화	법인· 개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원의 강화	창업기업 등에 대한 재정지원의 강화
전 체		(100)	87.0	79.0	61.0
창업유형	벤처투자회사	(50)	84.0	88.0	56.0
	창업기획자	(47)	91.5	72.3	66.0
	신기술사업 금융업자	(10)	80.0	70.0	40.0
	기금운용법인	(4)	100.0	50.0	75.0
기업규모	중소기업	(93)	89.2	80.6	61.3
	중견기업	(2)	100.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	60.0	80.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	87.2	89.4	59.6
	없음	(53)	86.8	69.8	62.3
비과세 경험	모두 받음	(20)	95.0	85.0	55.0
	주식양도 차익만받음	(23)	87.0	91.3	60.9
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3	66.7
	모두 못 받음	(54)	85.2	74.1	63.0

<부표 II -44>의 계속

(단위: 명, %)

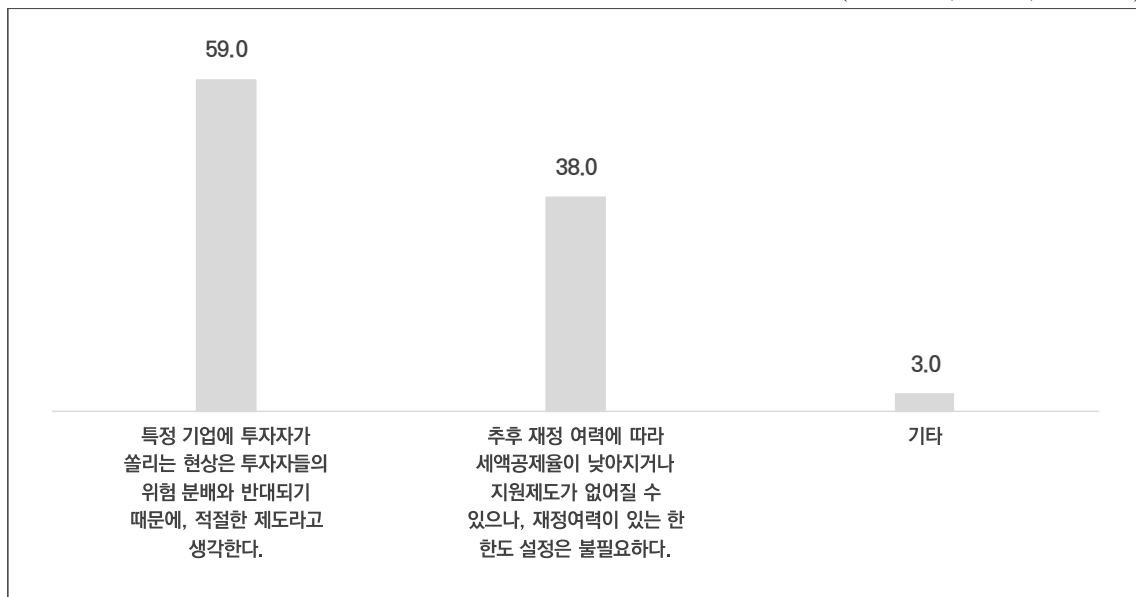
구 분		사례수	법인·개인 투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원의 강화	법인· 개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원의 강화	창업기업 등에 대한 재정지원의 강화
전 체		(100)	48.0	21.0	4.0
창업유형	벤처투자회사	(50)	52.0	20.0	0.0
	창업기획자	(47)	36.2	25.5	8.5
	신기술사업 금융업자	(10)	70.0	40.0	0.0
	기금운용법인	(4)	25.0	50.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	45.2	19.4	4.3
	중견기업	(2)	100.0	50.0	0.0
	대기업	(5)	80.0	40.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	44.7	12.8	6.4
	없음	(53)	50.9	28.3	1.9
비과세 경험	모두 받음	(20)	50.0	5.0	10.0
	주식양도 차익만받음	(23)	34.8	21.7	4.3
	배당소득만 받음	(3)	66.7	66.7	0.0
	모두 못 받음	(54)	51.9	24.1	1.9

5) 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식

- 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식에 대해서 살펴본 결과, ‘특정 기업에 투자자가 쏠리는 현상은 투자자들의 위험 분배와 반대되기 때문에, 적절한 제도라고 생각한다.’가 59.0%로 가장 높았고, ‘추후 재정 여력에 따라 세액공제율이 낮아지거나 지원제도가 없어질 수 있으나, 재정여력이 있는 한 한도 설정은 불필요하다.’가 38.0%로 뒤를 이었음.
- (창업유형) ‘벤처투자회사’는 ‘특정 기업에 투자자가 쏠리는 현상은 투자자들의 위험 분배와 반대되기 때문에, 적절한 제도라고 생각한다.’가 54.0%로 가장 높았고, ‘창업기획자’는 ‘추후 재정 여력에 따라 세액공제율이 낮아지거나 지원제도가 없어질 수 있으나, 재정여력이 있는 한 한도 설정은 불필요하다.’가 61.7%로 가장 높았음.
- (기업규모) ‘중소기업’은 ‘특정 기업에 투자자가 쏠리는 현상은 투자자들의 위험 분배와 반대되기 때문에, 적절한 제도라고 생각한다.’가 59.1%, ‘중견기업’은 100.0%, 반면 ‘대기업’은 ‘추후 재정 여력에 따라 세액공제율이 낮아지거나 지원제도가 없어질 수 있으나, 재정여력이 있는 한 한도 설정은 불필요하다.’가 60.0%로 가장 높았음.

[부그림 II -41] 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식

(base 전체, n=100, 단위: %)



<부표 II -45> 우리나라 창업기업 투자생태계 지원에 대한 인식

(단위: 명, %)

구 분	사례수	특정 기업에 투자자가 쏠리는 현상은 투자자들의 위험분배와 반대되기 때문에, 적절한 제도라고 생각한다.	추후 재정 여력에 따라 세액공제율이 낮아지거나 지원제도가 없어질 수 있으나, 재정여력이 있는 한 한도 설정은 불필요하다.	기타	
전 체	(100)	59.0	38.0	3.0	
창업유형	벤처투자회사	(50)	54.0	44.0	2.0
	창업기획자	(47)	61.7	34.0	4.3
	신기술사업 금융업자	(10)	60.0	40.0	0.0
	기금운용법인	(4)	100.0	0.0	0.0
기업규모	중소기업	(93)	59.1	37.6	3.2
	중견기업	(2)	100.0	0.0	0.0
	대기업	(5)	40.0	60.0	0.0
증권거래세 면제 경험	있음	(47)	68.1	29.8	2.1
	없음	(53)	50.9	45.3	3.8
비과세 경험	모두 받음	(20)	60.0	35.0	5.0
	주식양도 차익만 받음	(23)	69.6	30.4	0.0
	배당소득만 받음	(3)	66.7	33.3	0.0
	모두 못 받음	(54)	53.7	42.6	3.7

6) 법인세 신고 내용

<부표 II -46> 법인세 신고 내용

(단위: 명, 만원)

구 분	사례수	주식양도차익	배당소득	각 사업연도 소득금액	과세표준	
전 체	(43)	82638.44	1740.25	143480.08	41445.08	
창업유형	벤처투자회사	(21)	176743.38	3072.00	265071.29	78199.67
	창업기획자	(23)	11088.43	826.96	29061.57	7131.70
	신기술사업 금융업자	(4)	0.00	0.00	163032.75	45785.50
	기금운용법인	(38)	99025.03	1816.32	137128.71	40007.13
기업규모	중소기업	(1)	0.00	0.00	0.00	0.00
	중견기업	(4)	21183.75	1428.00	369155.75	127972.00
	대기업	(23)	166412.43	3249.22	214702.83	84630.61
증권거래세 면제 경험	있음	(20)	1010.00	0.00	87467.45	4282.75
	없음	(7)	89013.14	9418.86	142698.71	137088.14
비과세 경험	모두 받음	(14)	230328.14	628.57	280746.00	6529.43
	주식양도 차익만받음	(1)	0.00	0.00	121213.00	12121.00
	배당소득만 받음	(21)	0.00	0.00	77950.76	46143.29
	모두 못 받음	(27)	55.56	748.26	330.30	2227638.56

<부표 II -46>의 계속

(단위: 명, 만원)

구 분	사례수	산출세액	공제감면세액(합계)	총부담세액	
전 체	(43)	11409.54	507.02	5648.25	
창업유형	벤처투자회사	(21)	18067.62	598.14	9238.29
	창업기획자	(23)	4576.61	511.91	2242.48
	신기술사업 금융업자	(4)	15744.00	0.50	6383.75
	기금운용법인	(38)	10047.82	836.16	3771.84
기업규모	중소기업	(1)	30357.00	0.00	29774.00
	중견기업	(4)	32457.00	-1859.25	23096.75
	대기업	(23)	17147.87	1356.70	8739.52
증권거래세 면제 경험	있음	(20)	7380.05	-343.35	3224.10
	없음	(7)	50689.29	3988.71	24100.57
비과세 경험	모두 받음	(14)	2004.79	173.64	1719.86
	주식양도 차익만받음	(1)	6531.00	2556.00	6531.00
	배당소득만 받음	(21)	7265.67	-408.14	3151.33
	모두 못 받음	(27)	55.56	748.26	330.30

<부 록> 설문지

「벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 등」에 대한 설문조사

SQ1. 귀사는 2023년도 이전에 창업을 하셨습니까? (실질적으로 사업 운영을 시작한 연도)

- ① 예 ② 아니오

SQ2. 귀사는 중소기업창업투자 등의 구체적 유형 중에서 어디에 해당하십니까? (중복응답)

- ① 벤처투자회사 ② 창업기획자
③ 신기술사업금융업자 ④ 벤처기업출자유한회사 ⑤ 기금운용법인 등

I 기업 일반현황

※ **2024년 12월 31일 기준** 귀사의 일반현황을 응답해 주십시오.

문1-1) 기업규모

- ① 중소기업 (최초 중소기업 적용연도: 년)
② 중견기업 (최초 중견기업 적용연도: 년)
③ 대기업 (과거에 중소기업이나 중견기업이었던 경우에 마지막으로 적용되었던 연도: 년)

문1-2) 주식시장 상장 유형

- ① KOSPI시장 상장 (상장연도: 년)
② KOSDAQ시장 상장 (상장연도: 년)
③ KONEX시장 상장 (상장연도: 년)
④ 비상장

문1-3) 공공기관 여부

- ① 예
② 아니오

문1-4) 기타 일반현황

(1) 상시근로자 수	(_____ 명)	(2) 설립연도	(_____ 년)	(3) 결산월	(_____ 월)
-------------	------------	----------	------------	---------	------------

문1-5) 귀사의 3년 평균 매출액은 어느 수준이십니까?

- ① 100억 이하
- ② 100억 - 400억
- ③ 400억 - 800억
- ④ 800억 - 1200억
- ⑤ 1200억 - 1500억
- ⑥ 1500억 - 3000억
- ⑦ 3000억 - 5000억
- ⑧ 5000억 - 1조
- ⑨ 1조 - 5조
- ⑩ 5조 - 10조
- ⑪ 10조원 초과

II 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제의 인식 및 활용

조세특례제한법(이하 “조특법”) 제117조①1, 2, 2의2, 2의4, 4에서 규정하는 벤처투자회사 등의 주식양도 차익 등에 대한 증권거래세 면제는 “벤처투자회사 등의 주식거래비용을 낮춰 창업자 및 벤처기업에 원활한 자금 공급 유도”를 위해 벤처투자회사, 창업기획자, 신기술사업금융업자, 벤처기업출자유한회사 또는 기금운용법인등(이하 “벤처투자회사 등”)이 직접 또는 창투조합등을* 통해(이하 각각 “직접투자” 및 “간접투자”) 창업기업, 벤처기업, 신기술창업전문회사, 신기술사업자 또는 코넥스상장기업**(이하 “창업기업 등”)에 출자한 경우에 벤처투자회사 등의 창업기업 등의 주식·지분 양도 시 증권거래세에 대해 면세하는 제도입니다(이하 “증권거래세 면세”).

* “창투조합등”은 개인투자조합, 벤처투자조합, 신기술사업투자조합, 전문투자조합 또는 농식품투자조합

** “코넥스상장기업”은 코넥스 상장 후 2년 이내의 중소기업에만 한정

문2-1) 귀사는 개업 이후에 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제를 받은 적이 있습니까?

- ① 증권거래세 면제를 모두 받은 적이 있음. (☞ 문2-4로 이동)
- ② 증권거래세 면제를 받은 적이 없음. (☞ 문2-2로 이동)

문2-2) 귀사는 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 시행되고 있는 것을 알고 있습니까?

- ① 예(☞ 문2-4로 이동)
- ② 아니오(☞ 문2-3로 이동)

문2-3) 귀사가 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 시행되는 것을 알지 못하는 이유는 무엇입니까? (응답 후 ☞ 문2-7로 이동)

- ① 조세감면에 행정 절차가 복잡해서
- ② 조세감면에 대한 관심이 없어서(사업활동에 전념하는 것이 기업 운영에 더욱 중요하기 때문에)
- ③ 조세감면의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서
- ④ 기타(구체적으로 적어주세요:)

문2-4) 귀사는 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 시행되고 있는 것을 언제 알게 되었습니까?

- ① 창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음.
- ② 창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 후 출자 준비과정에서 알게 되었음.
- ③ 창업기업 등에 대한 출자(투자) 후 및 양도 전에 알게 되었음.
- ④ 창업기업 등에 대한 지분 양도 후에 알게 되었음.

문2-5) 귀사가 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 시행되고 있는 것을 알게 된 경로는 무엇입니까? (중복응답)

- ① 정부나 공공기관의 홍보를 통해서
- ② 다른 벤처투자회사 등으로부터
- ③ 창업기업 등에 대한 지분 거래 과정에서
- ④ 출자·투자 대상인 창투조합·벤처기업 등으로부터
- ⑤ 기타(구체적으로 적어주세요:)

문2-6) 귀사가 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 시행되고 있는 것을 알고 있으면서도 주식 양도차익 및 배당소득이 발생한 해당 연도에 증권거래세 면제를 적용받지 않은 이유는 무엇입니까?

(문2-2=① 응답자만 응답 대상이며, 응답 후 ☞ 문2-7로 이동)

- ① 당시에는 벤처투자회사 등의 증권거래세 면제가 시행되는 것을 알지 못해서
- ② 벤처투자회사 등의 증권거래세 면제의 적용요건을 충족하지 않아서
- ③ 증권거래세 면제의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서
- ④ 관련 세법규정의 불확실성으로 인해 비과세로 인한 조세감면액을 사후적으로 추징당하는 것에 대해 우려해서
- ⑤ 기타(구체적으로 적어주세요:)

문2-7) 귀사는 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 창업기업 등에 대한 출자(투자)에 도움이 된다고 생각하십니까?

- ① 예. (☑️ 응답 후 문2-8로 이동)
- ② 아니오. 과세하고 있는 증권거래세의 수준이 크지 않기 때문에 큰 영향이 없다고 생각한다. (☑️ 응답 후 문2-9로 이동)

문2-8) 귀사가 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 창업기업 등에 대한 출자(투자)에 있어 가장 도움이 된 것은 무엇입니까?

- ① 창업기업 등에 대한 지분 거래에 대한 유동성
- ② 창업기업 등에 대한 지분 거래에 대한 투자 금액
- ③ 창업기업 등에 대한 지분 거래에 대한 수익률
- ④ 창업기업 등에 대한 지분 거래에 대한 수익률의 변동성
- ⑤ 기타(구체적으로 적어주세요: _____)

문2-9) 귀사가 2024년 기준 벤처투자회사 등에 대한 증권거래세 면제가 다음 항목에 얼마나 도움이 되었다고 생각하십니까? (☑️ 응답 후 문3-12로 이동)

1순위		2순위		3순위	
-----	--	-----	--	-----	--

- ① 귀사의 자체 채원 금액
- ② 귀사의 자체 채원으로 투자한 지분의 거래 및 유동성
- ③ 귀사가 개인투자자로부터 모집한 금액
- ④ 귀사가 개인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성
- ⑤ 귀사가 법인투자자로부터 모집한 금액
- ⑥ 귀사가 법인투자자로부터 모집하여 투자한 지분의 거래 및 유동성

Ⅲ 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 인식 및 활용

조세특례제한법(이하 “조특법”) 제13조에서 규정하는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세는 “기관투자자의 지속적인 조합출자 참여 유도를 통해 창업자 및 벤처기업에 대한 투자활성화”를 위해 벤처투자회사, 창업기획자, 신기술사업금융업자, 벤처기업출자유한회사 또는 기금운용법인등(이하 “벤처투자회사 등”)이 직접 또는 창투조합등* 통해(이하 각각 “직접투자” 및 “간접투자”) 창업기업, 벤처기업, 신기술창업전문회사, 신기술사업자 또는 코넥스상장기업(이하 “창업기업 등”)에 출자한 경우에 벤처투자회사 등의 창업기업 등의 주식·지분 양도를 통한 처분이익(이하 “주식양도차익”)과 함께 창업기업 등에 대한 출자로 지급받은 배당소득에 대해 비과세하는 제도입니다(이하 각각 “주식양도차익 비과세” 및 “배당소득 비과세”).

* “창투조합등”은 개인투자조합, 벤처투자조합, 신기술사업투자조합, 전문투자조합 또는 농식품투자조합

문3-1) 귀사는 개업 이후에 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 받은 적이 있습니까?

- ① 주식양도차익 비과세와 배당소득 비과세를 모두 받은 적이 있음. (☞ 문3-4로 이동)
- ② 주식양도차익 비과세만 받은 적이 있음. (☞ 문3-4로 이동)
- ③ 배당소득 비과세만 받은 적이 있음. (☞ 문3-4로 이동)
- ④ 주식양도차익 비과세와 배당소득 비과세를 모두 받은 적이 없음. (☞ 문3-2로 이동)

문3-2) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되고 있는 것을 알고 있습니까?

- ① 예(☞ 문3-4로 이동)
- ② 아니오(☞ 문3-3로 이동)

문3-3) 귀사가 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되는 것을 알지 못하는 이유는 무엇입니까? (응답 후 ☞ 문3-7로 이동)

- ① 세법 내용이 복잡하고 업무에 적용하기 어려워서
- ② 조세감면에 대한 관심이 없어서(사업활동에 전념하는 것이 기업 운영에 더욱 중요하기 때문에)
- ③ 조세감면의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서
- ④ 기타(구체적으로 적어주세요:)

문3-4) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되고 있는 것을 언제 알게 되었습니까?

- ① 창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 전에 알았음.
- ② 창업기업 등에 대한 출자(투자) 결정 후 출자 준비과정에서 알게 되었음.
- ③ 창업기업 등에 대한 출자(투자) 후에 알게 되었음.

문3-5) 귀사가 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되고 있는 것을 알게 된 경로는 무엇입니까? (중복응답)

- ① 정부나 공공기관의 홍보를 통해서
- ② 다른 벤처투자회사 등으로부터
- ③ 법인세 신고 과정에서
- ④ 출자·투자 대상인 창투조합·벤처기업 등으로부터
- ⑤ 기타(구체적으로 적어주세요: _____)

문3-6) 귀사가 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되고 있는 것을 알고 있으면서도 주식양도차익 및 배당소득이 발생한 해당 연도에 비과세를 적용받지 않은 이유는 무엇입니까?

※ (주식양도차익 또는 배당소득에서 해당 연도에 비과세를 적용받지 않은 것을 기준으로 응답해 주세요.)

(문3-1=①,②,③ 응답자만 응답 대상이며, 응답 후 ☞ 문3-7로 이동)

- ① 당시에는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 시행되는 것을 알지 못해서
- ② 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 적용요건을 충족하지 않아서
- ③ 주식양도차익 또는 배당소득에도 불구하고 전체 과세대상 소득이 “0”보다 크지 않아서(전체 과세대상 소득이 “0”보다 컸지만, 이월결손금공제가 적용된 경우를 포함)
- ④ 다른 세액감면이나 세액공제를 받아서(최저한세의 적용을 받아서)
- ⑤ 비과세의 효과가 충분하지 않을 것으로 예상해서
- ⑥ 관련 세법규정의 불확실성으로 인해 비과세로 인한 조세감면액을 사후적으로 추징당하는 것에 대해 우려해서
- ⑦ 기타(구체적으로 적어주세요: _____)

문3-7) 귀사는 2024년 기준 창업기업 등에 대한 출자를 직접투자 또는 창투조합등을 통한 간접투자 중에서 어떤 방식으로 했습니까?

- ① 전부 직접투자의 방식으로 출자함. (☞ 문3-8로 이동)
- ② 일부는 직접투자의 방식으로 출자하고, 나머지는 창투조합등을 통한 간접투자의 방식(fund of funds)으로 출자함. (직접투자 방식의 출자건수 비율: _____ %) (☞ 문3-10로 이동)
- ③ 전부 창투조합등을 통한 간접투자의 방식으로 출자함. (☞ 문3-9로 이동)

문3-19) 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세가 창업기업 등에 대한 출자(투자)를 위한 귀사의 외부 자원(문3-14)의 ②·③의 금액)에 미친 영향은 어느 정도입니까? (비수혜자의 경우, 수혜를 받았을 경우에 영향은 어느 정도라고 예상하십니까?)

- ① 전혀 영향이 없었다. (☑ 문B로 이동) ② 작은 영향을 미쳤다.
 ③ 보통이다. ④ 큰 영향을 미쳤다.
 ⑤ 매우 큰 영향을 미쳤다.

문3-20) 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세는 창업기업 등에 대한 출자(투자)를 위해 귀사가 개인투자자로부터 모집한 금액(문3-14)의 ②의 금액)을 얼마나 증가시켰습니까? 2024년 기준으로 답변해주시기 바랍니다. (비수혜자의 경우, 수혜를 받았을 경우에 2024년 실제 투자 대비 어느 정도 증가시킬 것이라고 예상하십니까?)

- ① 0% ② 0% 초과 5% 이하
 ③ 5% 초과 10% 이하 ④ 10% 초과 15% 이상
 ⑤ 15% 초과 20% 이하 ⑥ 기타 (%)

문3-21) 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세는 창업기업 등에 대한 출자(투자)를 위해 귀사가 법인투자자로부터 모집한 금액(문3-14)의 ③의 금액)을 얼마나 증가시켰습니까? 2024년 기준으로 답변해주시기 바랍니다. (비수혜자의 경우, 수혜를 받았을 경우에 2024년 실제 투자 대비 어느 정도 증가시킬 것이라고 예상하십니까?)

- ① 0% ② 0% 초과 5% 이하
 ③ 5% 초과 10% 이하 ④ 10% 초과 15% 이상
 ⑤ 15% 초과 20% 이하 ⑥ 기타 (%)

문B) 귀사가 2024년 기준 창업기업 등에게 회수한 금액, 출자(투자)대상의 개수, 주식양도차익 및 배당소득을 기재해 주십시오. (단위: 만원)

※ “회수액”은 주식·지분 양도로 인한 처분액을 출자 당시 및 처분 당시의 금액으로 기재하고, “출자대상의 개수”는 과세연도말 기준으로 기재해 주십시오.

구 분		과세연도 2024년 기준
회수액*1		
출자(투자)대상의 개수		
주식양도차익	전체창업기업*2	
	비과세대상*2	
배당소득	전체창업기업*3	
	비과세대상*3	

*1 처분 기준으로 기재함.

*2 창업기업 등의 주식·지분 양도를 통한 전체 주식양도차익과 전체 주식양도차익 중 주식양도차익 비과세의 적용대상 금액의 “주식양도차익”의 금액)

*3 창업기업 등에 대한 출자로 지급받은 전체 배당소득과 전체 배당소득 중 배당소득 비과세의 적용대상 금액의 “배당소득”의 금액)

IV 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세의 개선방향

문4-1) 귀사는 창업기업 등에 대한 투자활성화를 위해 이들에 대한 어떠한 방식의 출자에 대해 조세 지원을 강화할 필요성이 있다고 생각하십니까? (우선순위에 따라 3순위까지 답변해주시기 바랍니다.)

1순위		2순위		3순위	
-----	--	-----	--	-----	--

- ① 법인 투자자의 직접투자 방식
- ② 법인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자 방식
- ③ 개인 투자자의 직접투자 방식
- ④ 개인 투자자의 창투조합등을 통한 간접투자 방식
- ⑤ 벤처투자회사 등의 직접투자 방식
- ⑥ 벤처투자회사 등의 창투조합등을 통한 간접투자 방식
- ⑦ 기타(구체적으로 적어주세요: _____)

* ①과 ②는 “내국법인의 벤처기업 등등의 출자에 대한 과세특례”(조특법 제13조의2)의 적용대상이고, ③과 ④는 “벤처투자조합 출자 등에 대한 소득공제”(조특법 제16조)의 적용대상임.
 * ⑤와 ⑥은 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세(조특법 제13조)의 현행 적용대상임.

문4-2) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 주식양도차익 비과세를 통한 현행 조세지원의 수준이 어떻다고 생각하십니까?

- ① 지나치게 충분한 수준이다. (☞ 문4-3로 이동)
- ② 비교적 충분한 수준이다. (☞ 문4-3로 이동)
- ③ 적당한 수준이다. (☞ 문4-5로 이동)
- ④ 다소 부족한 수준이다. (☞ 문4-4로 이동)
- ⑤ 지나치게 부족한 수준이다. (☞ 문4-4로 이동)

문4-3) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 주식양도차익 비과세를 개편해서 새로운 조세감면을 통해 조세지원의 규모를 얼마나 축소해야 한다고 생각하십니까?
 (_____ %)

* 예컨대, 조세지원의 규모를 축소할 필요가 없다고 생각하시면 “0%”로 답변하고, 조세지원을 폐지해야 한다고 생각하시면 “100%”로 답변하며, 조세지원의 규모를 현행 수준의 절반으로 축소해야 한다고 생각하시면 “50%”로 답변해 주십시오.

문4-4) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 주식양도차익 비과세를 개편해서 새로운 조세감면을 통해 조세지원의 규모를 얼마나 확대해야 한다고 생각하십니까?
(%)

* 예컨대, 조세지원의 규모를 확대할 필요가 없다고 생각하시면 “0%”로 답변하고, 조세지원의 규모를 현행 수준의 2배로 확대해야 한다고 생각하시면 “100%”로 답변하며, 조세지원의 규모를 현행 수준의 1.5배로 확대해야 한다고 생각하시면 “50%”로 답변해 주십시오.

문4-5) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 배당소득 비과세를 통한 현행 조세지원의 수준이 어떻다고 생각하십니까?

- ① 지나치게 충분한 수준이다. (☞ 문4-6로 이동)
- ② 비교적 충분한 수준이다. (☞ 문4-6로 이동)
- ③ 적당한 수준이다. (☞ 문4-5로 이동)
- ④ 다소 부족한 수준이다. (☞ 문4-7로 이동)
- ⑤ 지나치게 부족한 수준이다. (☞ 문4-7로 이동)

문4-6) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 배당소득 비과세를 개편해서 새로운 조세감면을 통해 조세지원의 규모를 얼마나 축소해야 한다고 생각하십니까?
(%)

* 예컨대, 조세지원의 규모를 축소할 필요가 없다고 생각하시면 “0%”로 답변하고, 조세지원을 폐지해야 한다고 생각하시면 “100%”로 답변하며, 조세지원의 규모를 현행 수준의 절반으로 축소해야 한다고 생각하시면 “50%”로 답변해 주십시오.

문4-7) 귀사는 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세 중에서 배당소득 비과세를 개편해서 새로운 조세감면을 통해 조세지원의 규모를 얼마나 확대해야 한다고 생각하십니까?
(%)

* 예컨대, 조세지원의 규모를 확대할 필요가 없다고 생각하시면 “0%”로 답변하고, 조세지원의 규모를 현행 수준의 2배로 확대해야 한다고 생각하시면 “100%”로 답변하며, 조세지원의 규모를 현행 수준의 1.5배로 확대해야 한다고 생각하시면 “50%”로 답변해 주십시오.

문4-8) 귀사는 창업기업 등에 대한 투자활성화를 위해 어떠한 유형의 정책적 지원이 제공되어야 한다고 생각하십니까? (우선순위에 따라 3순위까지 답변해주시기 바랍니다.)

1순위		2순위		3순위	
-----	--	-----	--	-----	--

- ① 법인·개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 재정지원의 강화(관련 협회 지원, TIPS 등의 금융지원 및 보조금 지급, 투자 플랫폼 구축 등 국가가 선별하여 지출하는 사업들)

- ② 법인·개인투자자 및 벤처투자회사 등에 대한 현행 조세지원의 강화(법인세 감면 등 조세혜택 확대)
- ③ 창업기업 등에 대한 재정지원의 강화(금융지원 및 보조금 지급, 클러스터 단지 지원, 기술·교육 및 구매·마케팅 지원 등 국가가 선별하여 지출하는 사업들)
- ④ 창업기업 등에 대한 조세지원의 강화(법인세 감면 등 조세혜택 확대)
- ⑤ 창업기업 등에 대한 규제 완화(외국인 고용, 근로, 기술 및 과학 등 관련 규제 완화)
- ⑥ 기타(구체적으로 적어주세요:)

문4-9) 우리나라의 창업기업 등에 대한 투자생태계에 대한 지원은 타국과 비교해도 매우 많은 지원을 하고 있습니다. 국가 차원에서 벤처투자 생태계를 지원하는 이유는 벤처투자자에 대한 위험 완화와 투자자와 벤처기업 사이의 정보 비대칭으로 인한 시장실패를 완화하기 위함입니다. 이러한 관점에서 벤처투자가 활성화되어 있는 (미국, 영국, 일본, 이스라엘 등) 대부분의 국가에서는 벤처투자자의 위험 배분 유도 및 특정 벤처기업에게 과도한 지원이 쏠리지 않게하기 위해서 벤처기업별로 투자자의 조세 및 재정 지원금액의 한도를 설정하고 있습니다. 이에 대해 어떻게 생각하십니까?

* 예컨대, 영국과 동일하게 벤처기업인 A기업에 대해 투자자에게 특정 모집금액(예를 들어, 총합 20억)까지는 기존의 조세 및 재정지원을 제공하고 그 이후에는 혜택이 없는 구조를 생각해볼 수 있습니다.

- ① 이미 많은 자금 유치를 한 벤처기업의 경우 시장실패라고 보기 어렵고, 특정 기업에 투자자가 쏠리는 현상은 투자자들의 위험 분배와 반대되기 때문에, 적절한 제도라고 생각한다.
- ② 추후 재정 여력에 따라 세액공제율이 낮아지거나 지원제도가 없어질 수 있으나, 재정여력이 있는 한 한도 설정은 불필요하다.
- ③ 기타(구체적으로 적어주세요:)

법인세 신고

문A) ※ 귀사가 2024년 과세연도 기준 법인세 신고 내용을 기재해 주십시오.
 (벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세를 받은 적이 없는 경우 0으로 기입해 주십시오.)
 (단위: 만원. 귀사가 비영리법인에 해당하는 경우에는 수익사업에 대한 법인세 신고 내용만 기재해 주십시오.)

구분	과세연도 2020년 기준
문2-1) 벤처투자회사 등의 주식양도차익 등에 대한 비과세*	주식양도차익
	배당소득
	계(자동계산)
문2-2) 각사업연도소득금액	
문2-3) 과세표준	
문2-4) 산출세액	
문2-5) 공제감면세액(합계)	
문2-6) 총부담세액	

* “비과세소득명세서”(법인세법시행규칙 별지 제6호 서식)의 “⑩벤처투자회사등의 주식양도차익비과세”에 해당하는 “⑩차감비과세금액”을 주식양도차익과 배당소득으로 구분해서 기재해 주십시오.

GIFT. 지금까지 긴 시간 조사에 참여해주셔서 감사드립니다. 감사의 의미로 소정의 답례품을 발송
 해드릴 예정입니다. 전화번호 제공에 동의하신다면, 답례품을 수신하실 휴대전화번호를 기입
 해주시기 바랍니다.

- ① 동의 → 휴대전화번호 : _____
- ② 비동의 → 조사종료

♣ 조사에 협조해 주셔서 대단히 감사합니다 ♣

2025 조세특례 심층평가(18)
금융시장 효율화·안정화 및
중소기업 지원을 위한
증권거래세 면제



기획재정부

세종특별자치시 도음6로 42 정부세종청사 중앙동 기획재정부
TEL:044-215-2114(代), www.moef.go.kr



한국조세재정연구원
KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE

세종특별자치시 시청대로 336

TEL:044-414-2114(代), www.kipf.re.kr