

주식양도소득세 변천과 주식거래에 대한 영향*

박영규

가톨릭대학교 경영학과 교수

The Study Trends of Capital Gain Tax for Stock and Their Effects on Stock Trading

Young-Kyu Park^a

^aDepartment of Business Administration, Catholic University of Korea, South Korea

Received 30 May 2020, Revised 15 June 2020, Accepted 25 June 2020

Abstract

Purpose - This study seeks to summarize the tax changes in stock trading and analyze K-OTC stock trading data in 2017 and 2018 to infer the effects of the application of capital gains taxes by individual investors.

Design/methodology/approach - This study analyzes the case of the expansion of the 2018 capital gains tax exemption in the K-OTC market, which exempts capital gains tax on the proceeds from the sale of individual investors of certain stocks under the temporary special law.

Findings - In the K-OTC market, the amount of transactions has expanded since the capital gains tax exemption in 2018, but the volume of transactions and transaction turnover have decreased. In particular, the result of lower transaction turnover after the expansion is contrary to expectations. To control the macroscopic effects of the stock market, further analyses the transactions of capital gains tax-exempt stocks and non-exempt stocks. The turnover rate of exemption stocks is higher than that of the non-exempt stocks. In the case of transaction turnover, the two results are not consistent. However, the latter result is more meaningful because the comparison of exempt and non-exempt reduces distortion by macro effects.

Research implications or Originality - To mitigate the impact of capital gains taxes on stock market, government authorities need to consider the gradual expansion of the scope of taxation, the application of separate taxation in the introduction of capital gains, the reduction tax rate on transfer income of listed shares, and the reduction tax rate on long-term holdings.

Keywords: Capital Gain Tax for Stock, Securities Trading Tax, Turnover Ratio

JEL Classifications: G30, G39

I. 서론

주식투자자는 주식이 가격 차이에서 발생하는 자본이득과 배당이익의 획득이 가능하다. 배당은 현금배당과 주식배당이 가능하며, 배당소득세가 모두 과세된다. 자본이득은 배당소득에 비해 복잡하게 과세된다. 물론

^a First Author, E-mail: ykpark@catholic.ac.kr

배당소득과 자본이득처럼 소득에 부과되는 세금 외에도 주식을 매도하는 경우에 증권거래세가 발생한다. 즉, 주식거래에서 발생한 자본이득과 배당소득에는 각각 자본이득세와 배당소득세가 발생되며, 소득여부와 상관 없이 거래세가 추가된다.¹⁾

자본이득에 대한 과세는 다양하고 지속적으로 변하고 있다. 초기 국내 주식시장 활성화를 이유로 주식거래 자본이득은 과세되지 않는다. 국내 주식시장의 규모가 확장되고 조세형평성에 대한 논쟁이 촉발되면서 주식 자본이득에 대한 세제가 도입된다. 현재까지도 주식 자본이득에 대한 세제 개편 논의는 진행형이다. 기존 연구는 주식시장의 세제개편과 세수 및 주식거래에 대한 영향을 주로 분석하고 있다. 자본이득에 대한 과세강화의 주식거래량에 대한 효과분석 또한 높은 비중을 차지한다. 자본이득세 강화는 주식 거래감소를 야기할 수 있으며, 이는 증권거래세 세수 감소로 이어져 자본이득세 강화로 얻어지는 세수증가 효과가 크지 않을 수 있기 때문이다. 결국 자본이득세 강화는 전체적인 세수 감소와 주식시장 거래량 감소의 부정적 효과를 극대화 할 수 있다.

자본이득세 강화가 주식시장에 어느 정도 부정적인 효과를 야기하는지에 대한 분석이 먼저 수반되어야 할 것이다. 하지만 자본이득세 변경이 이루어지기 전에, 주식시장에 대한 영향을 예측하기는 쉽지 않다. 기존 유사한 사건을 참고하여 추정할 수밖에 없을 것이다. 실제로 선행연구들은 시뮬레이션 등을 이용해 효과를 추정하지만, 추정된 결과에 대한 정확성을 확신할 수는 없다. 현재 대주주의 주식 자본이득에 대해 이미 과세하고 있어, 대주주의 자료를 이용하여 자본이득과 주식거래 관계 분석을 시도할 수 있다. 하지만 현실적으로 대주주 거래 자료의 획득이 쉽지 않다. 일반투자자의 주식보유목적 및 매매차익이 대주주와는 상이할 수 있어, 대주주 자료를 분석하더라도 결과 해석에 한계가 있겠다. 또한 국내 주식시장은 개인투자자의 비중이 상당히 높아 일부 대주주의 분석만으로 자본이득세와 주식거래의 관계 검증은 적절하지 않다. 물론 개인투자자 중 일부는 대주주로 구분되지만, 대다수의 개인투자자는 대주주로 인정되지 않아 주식양도차익은 비과세 된다(박종상, 2017).²⁾

대주주 자격이 인정되면 상장주식과 비상장주식의 모든 주식거래에서 발생한 자본이득은 과세된다. 소액주주의 상장주식거래에서 발생하는 자본이득은 과세되지 않지만 비상장주식의 자본이득은 과세된다. 우리나라 상장주식시장에서 소액투자자의 거래는 상당하기 때문에 상장주식거래에 대한 자본이득세 대상은 제한적이며 확대적용에 대한 논의가 진행 중이다. 따라서 자본이득세 확대적용 효과에 대한 분석이 매우 중요하고 필요하다.

본 연구는 상장주식 자본이득 과세범위 확대의 주식거래에 대한 효과 예측에 대한 실마리를 제공을 목적으로 한다. 자본이득세를 적용받지 않는 소액주주의 자본이득세 적용에 대한 효과를 예측할 수 있는 유용한 사건이 바로 K-OTC의 세제특례제도이다. 소액주주의 상장주식거래에서 발생하는 자본이득은 과세되지 않지만 비상장주식의 자본이득은 과세된다. 소액 개인투자자도 K-OTC 등록 비상장주식거래의 자본이득 과세 대상이지만, 한시적 특별법에 의해 특정주식의 개인투자자 매매차익의 자본이득세는 면제되고 있다. 2018년 K-OTC 시장에 상장된 중소, 중견기업 주식의 대주주가 아닌 개인투자자 매매차익에 대해서는 양도소득세가 면제된다. 2017년 소액투자자의 중소기업 주식거래 과세면제와 비교하면, 과세 면제범위가 중견기업으로 확대된다. 2017년과 2018년은 자본이득세율의 변화는 없지만, 자본이득세 면제범위의 확대 적용으로 자본이득세 감소혜택을 얻게 된다. 자본이득세 감소에 대한 투자자의 반응을 분석함으로써, 역으로 자본이득세 확대 적용되는 경우 투자자 반응을 유추할 수 있겠다. 자본이득세 면제범위확대는 개인투자자 주식거래 양도소득세 확대적용의 효과를 간접적으로 추정할 수 있는 의미 있는 사건이다. K-OTC는 소액투자자의 거래가 매우 높기 때문에 개인투자자의 양도소득세에 대한 반응 분석에 적합하다.³⁾ 또한 개인투자자는 기관투자자에 비해

1) 주식의 자본이득은 국내소득법상 양도소득에 해당된다. 따라서 본문에서는 자본이득세와 양도소득세를 혼용하여 사용한다.

2) 현재 대주주가 아닌 소액투자자의 상장주식 매매차익에 대해서는 양도소득세가 면제되지만, 장외주식은 원칙적으로 소액투자자 또한 양도소득세 과세대상이다. 이에 대한 자세한 내용은 (Table 2)를 참조하길 바란다.

3) 머니투데이 2018년 4월 10일 기사의 내용은 다음과 같다. "K-OTC 시장은 개인투자자 거래 비중이 90%를 훌쩍 넘을 정도로 투자자 쏠림 현상이 심하다."

거래빈도가 높아 세제변화에 민감하게 반응할 가능성이 높기 때문에, K-OTC의 과세면제범위 확대 분석은 의미가 있다. 본 연구는 주식거래 세제변화를 정리하고, 2017년과 2018년 K-OTC 주식거래 자료를 분석하여 소액투자자의 양도소득세 적용의 주식거래에 대한 효과를 유추하고자 한다.

II. 주식거래 세제 현황

1. 주식거래 세제 개요

주식거래 세제는 자본이득과 배당소득에 발생하는 세금과 거래세로 구성된다. 본 절에서는 자본이득세와 거래세의 내용, 현황 및 변천사를 정리한다. 특히, 자본이득세는 증권거래세에 비해 내용이 복잡하며 지속적으로 변경되고 있다.

자본이득세를 이해하기 위해서는 국내 소득세법을 먼저 살펴보아야 한다. 국내 소득세법상 소득은 종합소득, 퇴직소득, 양도소득 세 가지로 크게 구분된다. 종합소득은 배당소득, 이자소득, 사업소득, 근로소득, 연금소득, 기타소득 등으로 세분되며, 과세기간의 원칙적으로 과세기간의 모든 소득으로 합산하여 과세함을 원칙으로 하지만, 예외적인 분리과세가 인정되고 있다.

주식의 자본이득은 양도소득으로 간주되어 과세된다. 따라서 주식 자본이득은 종합소득과 구분되어 분류 과세된다. 양도소득과 퇴직소득은 장기간 소득이 형성되는데 이를 종합소득에 합산한다면 조세부담이 높아지기 때문이다. 배당소득은 종합소득에 합산과세가 원칙이지만 종합과세기준금액 이하인 금융소득은 분리과세가 허용된다.

주식 양도소득세는 주식보유주체와 보유 주식종류에 따라 상이하게 적용된다. 법인이 보유주식을 매도하여 얻은 소득은 법인세로 적용되는 점과 비교하면 차이가 있다. 보유주체는 대주주와 소액주주로 구분되며, 대주주의 주식시세차익은 양도소득세 과세가 원칙이다. 반면에 소액주주는 상장주식의 양도차익에는 세금을 부담하지 않으며 비상장주식의 양도차익에 대해서 소득세를 납부한다. 상장주식의 거래규모가 비상장주식보다 상당히 높은 점을 고려한다면, 소액주주의 양도소득세 부담은 크지 않다.

소액투자자의 상장주식 양도소득세 면제는 조세형평성 원칙관점에서 논란이 된다. 주식시장의 성장과 주식투자의 보편화 등으로 주식 자본이득 과세를 전면 확대해야 한다는 주장이 제기되고 있다(곽태원, 2000; 전영준 외, 2000). 미국의 주식 자본이득과세는 자본이득과 배당소득을 모두 총소득에 포함시켜, 장기투자의 경우 분리과세 및 세율감면을 제공한다는 점에서 국내의 주식관련 소득과세와 차이가 있다(김갑대 외, 2014; 박종상, 2017).

2. 주식 양도소득세

주식시장의 활성화 및 안정을 목적으로 거주자의 주식 양도소득은 장기간 비과세된다. 1990년대 주식 양도소득세 도입이후 과세범위와 과세대상이 지속적으로 확대되고 있다.

주식양도소득세 변천사는 <Table 1>로 정리되며, 양도소득세 적용 대상이 점진적으로 확대되는 추세가 확인된다. 주식시장에 미치는 파장과 조세 저항을 고려하여 비상장주식 매매차익에 주식양도세가 적용된다. 1990년 12월 소득세법 개정으로, 1991년부터 장외시장에서 거래되는 비상장주식의 자본이득에 양도소득세가 최초 도입된다. 양도소득세 도입에 의한 비상장주식 투자의 부정적 효과를 상쇄하기 위한 특례조치로, 일부 비상장주식의 양도소득에 비과세하는 정책이 유지되고 있다.

조세형평성과 세수확보 및 대주주의 조세회피 문제 해결방안으로 일부 대주주에 한정된 상장주식 자본이득에 대한 과세가 도입된다. 1998년 12월 세법개정을 통해서 2000년부터 대주주의 상장주식 양도소득세가 적용된다. 따라서 대주주 요건이 매우 중요하며, 대주주는 주주 1인과 특수관계인 기타주주가 보유한 주식

Table 1. Changes in the Taxation System for Capital Gains of Stock trading

적용시기	주요내용
1991. 01. 01	비상장주식의 양도소득 과세
1999. 01. 01	대주주 상장주식 양도소득 과세 5% 보유 대주주에 과세
2000. 01. 01	대주주의 범위 및 과세대상 확대 지분을 3% 이상자, 시가총액 100억원 이상
2001. 01. 01	과세대상 범위조정 소액주주 상장주식의 장외거래분 과세
2002. 01. 01	대주주 세율조정 대기업의 대주주가 1년 미만 보유한 주식 양도세 30% 과세
2005. 08. 05	대주주 범위 세분화 유가증권시장: 지분을 3% 또는 시가총액 100억원 이상 코스닥시장, 프리보드시장: 지분을 5% 또는 시가총액 50억원 이상
2013. 02. 15	대주주의 범위 확대 유가증권시장: 지분을 2% 또는 시가총액 50억원 이상 코스닥시장, 프리보드시장: 지분을 4% 또는 시가총액 40억원 이상
2013. 08. 29	코넥스시장 신설 지분을 4% 또는 시가총액 종목별 10억원 이상
2016. 01. 01	대주주 세율의 단일화 중소기업의 주식: 대주주 20%, 소액주주 10%
2016. 04. 01	대주주 범위 확대 유가증권시장: 지분을 1% 또는 시가총액 25억원 이상 코스닥시장: 지분을 2% 또는 시가총액 20억원 이상 코넥스시장: 지분을 4% 또는 시가총액 10억원 이상 벤처기업주식: 지분을 4% 또는 시가총액 40억원 이상
2017. 01. 01	대주주 범위 조정 비상장주식은 지분을 4% 또는 시가총액 종목별 25억원 이상
2018. 01. 01	대주주 양도세율 인상 과세표준 3억원 이하 20%, 초과분 25%
2018. 04. 01	대주주 범위 확대 시장 상관없이 시가총액 종목별 15억원 이상 벤처기업은 시가총액 40억원 이상
2020. 04. 01	대주주 범위 확대 시장 상관없이 시가총액 종목별 10억원 이상 벤처기업은 시가총액 40억원 이상
2021. 04. 01	대주주 범위 확대 시장 상관없이 시가총액 종목별 3억원 이상 벤처기업은 시가총액 40억원 이상

Note: 엄현순(2016)의 <Table 1>과 박중영(2018)의 <Table 6>을 참고하여 재작성함

등에 의해 판단된다. 지분율과 주식의 시가총액이 기준이상이면 대주주로 판정되며 양도소득세 부과대상이 된다.

<Table 1>의 양도세제 연혁에서 알 수 있듯이, 상장주식의 대주주 과세가 결정된 이후 지속적으로 대주주 조건이 완화됨으로써 적용대상이 확대되고 있다. 정부 또한 중장기적으로 과세대상의 확대 계획을 수립 및 실행하고 있다.⁴⁾ 2021년 4월 1일부터는 시가총액 3억원 이상 보유하는 주식투자자는 대주주에 해당되며 양도소득세 부과가 될 예정이다.

양도소득세 변천과정에서 확인된 것처럼 대주주는 상장여부와 상관없이 자본이득세 과세대상이지만, 소

4) 매일경제 2019년 6월 3일 신문기사에 해당기사가 확인되며, 다음과 같다. “금융세제 선진화 방안의 일환으로 단기적으로 국내 또는 해외주식 어느 하나에서 투자손실 발생 시 국내와 해외주식 양도차익에 대해 연간 단위 손익통산을 허용하고 중장기적으로는 주식 양도소득세 과세 확대와 연계해 거래세와 주식 양도소득세간 역할조정 방안을 마련하기로 했다.”

Table 2. Capital Gains Tax Rate of Stock Trading

		대주주		소액주주	
		상장/비상장주식	상장주식	비과세	비상장주식
중소기업		20%	비과세		10%
대기업	1년 이상 보유	20%	비과세		20%
	1년 미만 보유	30%	비과세		

액투자자는 상장주식을 제외한 비상장주식의 양도차익에만 세금을 부담한다. 소액주주의 비상장주식 양도소득세는 기업의 규모에 따라서 세율이 차등된다. 대주주와 소액주주, 상장주식과 비상장주식, 대기업과 중소기업의 기준에 의해 양도소득세율이 결정되며, <Table 2>로 정리된다.

소액주주 양도소득세율은 비상장 중소기업주식 10%, 비상장 대기업주식 20%이며, 대주주는 상장여부와 상관없이 중소기업 주식 20%, 대기업주식 1년 미만(이상)보유 30%(20%)이다. 대주주는 소액주주와 비교하면 상장주식매매차익에 양도소득세를 부담할 뿐만 아니라 비상장주식 양도차익에도 높은 세율이 적용된다.

3. 증권거래세

증권거래세는 주식거래에 발생하는 세금이며, 주식보유자가 주식을 양도할 때 한번 부과되며 주식의 상장 여부와는 상관없다. 0.5%의 기본세율이 적용되지만, 자본시장 육성을 위해 필요하다고 인정될 때에는 상장주식거래의 거래세율인하가 가능하다.⁵⁾ 현재 유가증권시장 거래세율 0.15%, 코스닥시장 0.3%이지만, 유가증권시장의 경우 0.15% 농어촌특별세가 추가되어 두 시장의 실질 거래세율은 0.3%로 동일하다. 2013년 7월 신설된 코넥스시장의 거래세율 또한 0.3%로 장내주식의 거래세율은 모두 동일하다. 장외시장의 세율은 0.5%로 장내시장에 비해 높다. 금융당국은 2017년 4월 장내시장 대비 상대적으로 높았던 K-OTC 증권거래세율을 0.5%에서 0.3%로 인하하여 K-OTC 등록 주식거래 활성화를 도모한다.

최근 정부당국은 모험자본투자와 자금회수를 지원하기 위해 증권거래세율 인하를 결정한다. 코넥스시장 세율이 0.2%포인트 인하되며 나머지 주식시장도 0.05%포인트 하락된다. 코넥스시장과 유사한 영국 AIM시장에서 2014년 4월 거래세가 면제된 이후, 거래대금이 2배가량 증가된 사례가 참고된다. 정부는 2019년 5월 21일 본 내용이 포함된 증권거래법 시행령 개정안을 심의·의결하여, 코스피시장, 코스닥시장, 코넥스시장, K-OTC시장의 당해 6월 주식양도 분부터 변경세율을 적용한다. 양도소득세 변천과 다르게 증권거래세는 1996년 증권거래세율이 정해진 이후 23년만의 조정이라는 점이 특이하다. 비상장주식에 대한 증권거래세 인하는 2019년 세법개정안에 반영되어 2020년 4월 주식양도분부터 적용될 계획이다. 지금까지 기술한 2019

Table 3. 2019 Securities Trading Tax Reform

적용시기	변경전		변경후	
	농어촌특별세	거래세	농어촌특별세	거래세
KOSPI	0.15%	0.15%	0.15%	0.1%
KOSDAQ		0.3%		0.25%
KONEX		0.3%		0.1%
K-OTC		0.3%		0.25%
장외시장		0.5%		0.45%

Note: 장외시장은 2020년 4월 양도 분부터 적용.

5) 관련 증권거래세법 조문은 다음과 같다. “제8조(세율) ① 증권거래세의 세율은 1천분의 5로 한다. ② 제1항의 세율은 자본시장 육성을 위하여 긴급히 필요하다고 인정될 때에는 증권시장에서 거래되는 주권에 한정하여 종목별로 대통령령으로 정하는 바에 따라 낮추거나 영(零)으로 할 수 있다.”

년 6월 변경된 증권거래세는 <Table 3>으로 정리된다.

양도소득세율과 유사하게 상장주식에 비해 비상장주식의 증권거래세율이 높다. 세금만 고려한다면, 개인 투자자에게 비상장주식의 거래는 매력적이지 않다.

4. 국가별 주식거래 세제

아태지역 주요 국가의 주식거래 세제현황은 <Table 4>로 작성된다. 먼저, 미국은 거래세없이 자본이득에 대해서만 과세한다. 1913년 연방소득세법이 신설되면서 주식 자본이득에 대해 과세가 시작된다. 기간별 차등과세로, 1년 미만 보유 주식의 자본이득에는 경상소득세 한계세율이 적용된다. 1년 이상 보유 주식의 자본이득 규모별 0%, 15%, 20% 세율이 차등 적용된다.

일본은 증권거래세를 폐지하고 자본이득과세 전환에 성공한 국가이다. 일본은 증권거래세만을 부과하다가 1989년 주식자본이득에도 과세를 시작하여, 10년간 병행이후 1999년 증권거래세를 완전히 폐지한다. 연간 양도손익을 모두 합산한 이후 다른 소득과 분리하여 20%의 단일세율을 적용하는 신고분리과세가 적용된다.

호주는 주식 양도차익의 일부만을 과세소득으로 한정하는 부분소득과세와 보유기간별 차등과세를 적용한다. 1년 미만 보유 주식의 양도차익은 모두 과세소득에 포함되지만, 1년 초과 보유 주식의 양도차익은 50%만이 다른 소득에 합산되어 과세된다. 캐나다 또한 호주와 동일하게 주식 양도차익의 일부에 대해서만 다른 소득과 합산하여 과세한다.

대만은 0.15% 증권거래세와 과세기준 양도차익이 일정기준이상인 경우에만 양도소득세가 부과된다. 대만은 1985년 비상장주식 양도차익 과세를 시작한 이후 1989년 상장주식 양도차익으로 확대하지만 1년 만에 상장주식 과세를 폐지한다. 2013년 이후 과세기준액이 600만 대만달러이상일 때(2014년 12월 기준) 자본이득세가 과세된다.

중국, 홍콩과 싱가포르를 주식 양도차익에 대해 과세하지 않고 증권거래세만 부과한다. 이들 국가의 증권거래세는 0.1%와 0.2%로 우리나라의 거래세율보다 낮다.

Table 4. Tax on Stock Trading by Country

	거래세	자본이득세	자본이득세 과세방식
미국	X	0	종합과세
일본	X	0	분리과세
호주	X	0	종합과세
캐나다	X	0	종합과세
대만	0.15%	△	
중국	0.1%	X	
홍콩	0.1%	X	
싱가포르	0.2%	X	

Note: 대만은 일정수준이상의 양도차익에만 과세함

5. 자본이득세 선행연구

주식 자본이득세율의 증가에 대한 효과에 대한 연구는 장기간 진행되었으며, 크게 두 가지 관점으로 정리 가능하다. 먼저, 자본화효과(capitalization effect)로써 자본이득세율의 상승은 주가하락을 초래한다는 주장이다. 주가가 미래현금흐름의 현재가치라고 가정하고, 자본이득세는 미래현금흐름 감소 및 주식가치의 감소로 이어진다는 관점이다(Lang & Shackelford, 2000). 반대로 자본이득세율 인하의 주가 상승을 주장하는 동결효과(lock-in effect) 또한 존재한다. 자본이득이 실현 될 때 과세가 이루어진다면 투자자는 세금에 대한 보상을 요구하게 되는데, 이것이 주식공급 감소와 주가를 상승시킨다는 관점이다(Feldstein et al., 1980;

Klein 1998, 1999).

주식 양도차익 과세는 주식거래에 유의미한 효과를 야기하며, 대표적으로 거래량 동결효과이다. 투자자는 자본이득세 부담을 회피할 목적으로 주식처분을 연기하게 되며, 결과적으로 거래량이 감소한다. Feldstein & Yitzhaki (1978)과 Bolster et al.(1989)는 자본이득세율 인상 이후 주식 거래량 감소를 보고한다.

자본이득세율 변경이 세수에 미치는 효과는 일관되지 않는다. Feldstein et al.(1980)은 자본이득세율이 인하되면 주식투자 자본이득 실현이 증가되어 세수가 증가한다고 주장한 반면에, Auten & Clotfelter(1982)는 자본이득세율의 인하로 인한 세수 변화는 크지 않다고 주장한다. Stiglitz(1983), Ricketts(1990)는 장기 자본이득 세율의 인하는 단기적 세수증가를 일으키지만 장기적으로는 세수 감소를 가져온다고 주장한다.

자본이득세에 대한 국내연구 또한 주가와 세수변화 분석이 대부분이다. 먼저, 박성욱 외(2016)와 정유석·한영희(2011)는 자본이득세와 세수의 관계를 조사한다. 박성욱 외(2016)는 개인투자자의 주식매도금액을 바탕으로 양도소득세를 추정하고, 양도차손에 대한 이월공제가 허용되면 양도소득세가 증권거래세 보다 높은 세수를 확보하기 어렵다고 주장한다. 정유석·한영희(2011)는 주식시장의 시가총액과 개인투자자의 주식 비중을 활용하여 양도소득세를 추정한다. 이들은 추정된 양도소득세가 상당히 현저한 양도차익 과세의 불평등 해소와 세수확보를 위해서 개인투자자의 양도차익 과세도입이 필요하다고 주장한다.

선행연구는 양도소득세율의 증가에 대한 부정적인 영향을 확인한다. 양도소득세 부담에 대한 주식시장의 반응을 분석한 연구로는 유지선·한선아(2017)와 이영한·이태규(2012)가 확인된다. 유지선·한선아(2017)는 2015년 세법개정에 의해 대주주 지위 변경의 주식시장 반응을 분석한다. 대주주로 변경 예정된 주주가 투자하는 기업과 그렇지 않은 기업을 추정 및 구분하고, 두 집단 간의 주식성적을 비교분석한다. 주식성적은 대주주요건개정 국회통과일과 대주주적용시점 기간 동안 누적초과수익률로 측정된다. 대주주요건강화로 대주주 변경 및 양도소득세 부담에 직면한 투자자들의 비중이 높은 기업의 주식수익률이 더 낮게 나왔으며, 이는 양도소득세 부담을 피하기 위해 대주주입 전에 주식을 처분하는 매도효과와 자본효과에 의한 주가하락으로 해석된다. 이영한·이태규(2012)는 세계개편 뉴스에 대한 주식시장반응을 측정한다. 2006년 1월 정부는 세계개편의 방안으로써 소액주주의 주식 자본이득에 대한 과세방안을 검토한다는 정보를 18일에 공시하고, 주식시장의 부정적인 반응에 19일 신속하게 검토철회를 발표한다. 사건연구방법을 적용하여 자본이득세 도입의 주식시장 반응을 실증분석 한 결과, 18일과 19일 주식시장의 부정적인 반응을 확인한다.

정부의 양도소득세 개정에 대한 정책적 의사결정을 돕기 위한 선행연구들도 존재한다. 정유석·한영희(2011)는 소액 개인투자자에 대한 자본이득세 비과세가 야기하는 조세형평성 문제점과 현재 주식시장의 규모와 안정성을 지적하며 자본이득세를 적용하여 과세형평성과 세수확보를 달성해야 한다고 주장한다. 다만, 전면적인 자본이득세 도입의 충격 완화를 위해서, 대주주의 점진적 확대와 원천 분리과세방식에서 점진적 종합과세로의 전환을 제안한다. 장지경·최종서(2012)는 주식 자본이득 과세전환에 성공한 일본사례를 분석하고 국내 적용가능성에 대한 국내 조세전문가의 의견을 검토하여 과세제도 개선방안을 제안한다. 먼저, 일본사례분석의 주요 시사점은 과세범위의 점진적 확대, 자본이득 도입 시 분리과세 적용, 상장주식 양도소득에 대한 경감세율, 장기보유주식에 대한 경감세율, 세수확보를 위한 거래세 유지 등이다. 국내 전문가들은 자본이득 과세도입의 필요성은 동의하지만, 저율 분리과세, 주식장기보유 우대조치의 필요성을 제안한다. 다만, 일본의 과세전환과정에서 세수안정화를 위해 증권거래세를 유지한 조치에는 부정적 의견이 우세하다.

국내 선행연구는 양도소득세 추진방안을 제안하거나, 양도소득세 금액을 추정, 또는 양도소득세 부담에 대한 주식시장의 반응을 주로 분석한다. 정부는 주식시장의 양도소득세 개편안을 확정 및 추진하고 있어, 양도소득세 적용 대주주확대의 주식시장에 미치는 효과를 추정해 볼 필요성이 있다. 국내시장의 양도소득세와 주식거래 관계를 분석한 선행연구가 거의 존재하지 않아 관련 연구가 시급하다.

6. K-OTC시장의 세제와 양도소득세의 주식거래에 대한 효과

비상장주식의 양도차익 과세가 원칙이지만, 정부는 K-OTC시장 활성화차원에서 한시적 특별법에 의해 소액주주의 양도소득세를 면제하고 있다.

2018년 1월부터 K-OTC 등록기업 소액주주의 양도소득세 면제범위를 벤처기업에서 중소기업으로 확대 적용한다.⁶⁾⁷⁾ 양도소득세 면제범위가 벤처기업 소액주주인 경우, 면제대상이 상당히 제한적이었지만, 2018년 면제범위확대로 해당주식이 급증하게 된다.⁸⁾ 이러한 양도세 면제주식의 확대는 K-OTC시장의 개인투자자 매매에 영향이 있으며, 이를 분석한다면 양도소득세 확대에 의한 소액투자자의 주식거래에 대한 효과를 추론해 볼 수 있다.

금융당국은 대주주 적용대상을 확대하여, 자본이득세 부과대상을 확대하고 있다. 자본이득세는 투자자의 주식투자 참여에 부정적으로 작용할 수 있어, 정부는 2019년 증권거래세 인하를 통한 주식거래 활성화 조치 또한 병행하고 있다.

대주주의 식별이 용이하지 않고 주식거래 자료의 파악은 현실적으로 불가능하여, 대주주 적용대상 확대의 주식거래에 대한 효과를 분석하기는 어렵다. 양도소득세와 주식거래와의 관계를 분석한 국내 선행연구 또한 발견되지 않는다. 본 연구는 양도소득세의 주식거래에 대한 효과 추정에 도움이 될 수 있는 실증분석을 시도한다. 이를 위해서 K-OTC시장을 주목한다. K-OTC시장은 양도소득세가 적용되며, 개인투자자의 거래비중이 매우 높다. 또한 특례조항으로 소액주주의 일부 소기업주식에 대해 양도소득세가 면제된다. 2018년 양도소득세 면제대상 확대는 양도소득세의 주식거래에 대한 영향을 분석해 볼 수 있는 중요한 사건이다. 개인투자비중이 높은 시장이기 때문에, 양도소득세변화에 대한 개인투자자의 거래변화 파악에 유용할 것이다.

III. 실증분석

1. 분석자료

소액투자자의 양도소득세 비과세범위가 확대된 2018년과 직전 2017년도를 비교분석하여, 양도소득세가 주식거래에 미치는 효과를 파악하고자 한다. K-OTC 기업의 개별 재무자료 획득이 가능하다면 기업수준 분석이 가능하지만, 비상장 기업의 재무자료 획득이 용이하지 않다. 따라서 K-OTC 홈페이지에서 제공하는 시장자료를 이용한 분석이 현실적이다.⁹⁾ 자료수집의 한계가 존재하지만, 주식세제 개편 논의가 진행 중인 현 시점을 고려한다면 시의성 및 유의미한 분석임에는 틀림없다. 또한 양도소득세의 주식거래에 대한 영향력은 명확하지만 이를 객관적으로 분석한 선행연구가 거의 전무한 실정이다. 따라서 개별 기업자료가 아닌 시장 전체 자료라도 분석할 가치는 분명하다.

소액투자자 양도소득세 범위의 확대는 주식세제개편의 주식거래에 대한 파급력을 추정할 있는 유의미한 사건이다. 또한 K-OTC 시장은 기관투자자보다는 개인투자자의 비중이 높은 시장이므로 소액투자자의 양도소득세 면제범위 확대의 시장전체 영향력은 클 것이다.

6) K-OTC시장은 비상장주식의 매매거래를 위하여 한국금융투자협회가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 개설·운영하는 제도화·조직화된 장의시장이다. 기존에 '프리보드'라고 불리던 시장을 2014년 8월 개편된 시장으로, K-OTC는 한국장외시장의 영문(Korea Over-The-Counter) 약칭이다.

7) 머니투데이, 2019년 1월 22일 신문기사에 해당기사가 확인되며, 다음과 같다. "그동안 비상장주식 거래에는 양도세가 부과됐는데 지난해 1월 1일부터 대주주가 아닌 투자자가 K-OTC에서 중소·중견기업 주식을 매도할 경우 양도세가 조세특례제한법 개정으로 면제 받을 수 있게 됐다. 전체기업의 66.7%인 84개사가 양도세 면제대상 기업이다."

8) 디지털타임스, 2019년 2월 26일 신문기사에 해당기사가 확인되며, 다음과 같다. "실제 K-OTC 전체 거래기업 가운데 23곳(19.3%)밖에 되지 않던 양도소득세 면제대상 기업 비중이 지난해 84개사(66.7%)로 늘면서 지난해 전체 거래대금의 약 86%가 양도세 면제대상 기업 거래로 형성됐다."

9) 개별주식의 당일의 주가, 거래량 등의 정보는 제공되지만, 과거자료의 다운로드에는 현재 불가능하다.

K-OTC 홈페이지는 시장전체 일별거래량 등의 자료를 제공하고 있다. 또한 2018년 양도소득세가 면제된 주식의 조회 또한 가능하다. 본 연구는 홈페이지로부터 획득 가능한 자료를 수집하고 분석한다. 양도소득세 면제가 확대 적용되는 중소중견기업의 자료는 K-OTC 홈페이지에서 2018년 3월 12일 자료부터 조회가능하다. 따라서 2018년 3월 12일부터 2018년 12월 28일 동안 K-OTC 시장의 일별 자료의 실증분석이 가능하다. 주식거래 기간차이에 의한 왜곡을 최소화하고자 2017년 또한 2018년과 동일하게 3월 13일부터 2017년 12월 28일 일별 자료가 분석에 이용된다.¹⁰⁾

K-OTC 홈페이지로부터 획득가능한 시계열자료는 법인수, 종목수, 발행주식수, 자본금, 시가총액, 거래량, 거래대금 등이다. 양도소득세가 투자자의 거래행태에 주는 효과분석에 유용한 자료는 거래량, 거래대금, 발행주식수 등이다. 거래량과 발행주식수로써 시장전체의 거래회전율을 측정하고, 양도세제변화 전후의 거래회전율을 비교하여 세제변화 효과를 유추할 수 있다. 시가총액, 거래량, 거래대금은 주식종목수에 비례하는 수치이므로, 종목수로 나누어 종목수 차이에 의한 효과를 배제한다.

2. 양도소득세와 주식거래

〈Table 5〉는 2017년과 2018년의 K-OTC시장의 시가총액, 거래량, 거래대금, 거래회전율을 보여준다. 양도소득세 면제주식의 비중확대는 2017년에 비교할 때 2018년 주식거래에 영향이 있을 것이다. 거래량은 2017년의 수치가 높지만 거래대금은 2018년이 높게 나타난다. 2018년 시가총액이 2017년보다 높아서 2018년의 거래대금이 높게 나타났을 것이다. 2018년 거래회전율에 비해 2017년의 거래회전율이 높다.

소액주주의 양도소득세 면제주식 확대는 소액투자자 비중이 절대적인 K-OTC시장의 주식거래에 긍정적으로 작용하여 주식의 거래량 증가 및 거래회전율 상승을 기대했지만 이와는 상반된 결과이다. 2018년의 거래량 및 거래회전율이 2017년 수치보다 낮은 이유가 주식시장 상황에 의해 야기된 결과일 수 있기 때문에, 코스닥 시장전체의 거래량 및 거래회전율을 함께 관측한다면 해석에 도움이 된다. 코스닥시장 홈페이지도 시장전체의 거래정보를 제공하고 있다. 코스닥시장의 시가총액, 거래량, 거래대금, 거래회전율 모두 K-OTC 시장의 값보다 높으며, 이는 당연한 결과이다. 코스닥시장 전체의 거래회전율도 2017년이 2018년보다 높은 수치로써 K-OTC의 결과 또한 이러한 영향에서 자유롭지 않을 것이다. 2018년 주식시장의 상황이 양도세감면 확대효과를 잠식한 것으로 판단된다.¹¹⁾

Table 5. Capital Gains Tax Exemption Effect: 2017 vs. 2018

		2017년(A)		2018년(B)		차이분석(A-B)	
		Mean	Median	Mean	Median	t-stat.	z-stat.
K-OTC	MV	108.0752	112.8215	125.0029	124.3033	-15.57a	-13.71a
	VOL	7.4177	6.4915	4.4811	2.9647	6.52a	11.05a
	DVOL	10.0916	7.5184	22.5893	18.4543	-11.68a	-12.70a
	TOVR	0.2913	0.2538	0.1776	0.1213	6.67a	10.98a
KOSDAQ	MV	182.6464	177.9636	203.8132	209.0970	-11.79a	-9.52a
	VOL	573.0347	543.4682	579.2423	520.2458	-0.37	1.00
	DVOL	3135.8000	2683.7000	3439.9000	3032.3000	-2.60a	-3.82a
	TOVR	22.4929	21.2500	21.1960	18.9500	2.01b	3.63a

Note: MV는 주식시장의 시가총액(억원)을 종목수로 나눈 수치이며, VOL는 주식시장의 거래량(천원)을 종목수로 나눈 수치, DVOL는 주식시장의 거래대금(백만원)을 종목수로 나눈 수치, TOVR는 주식시장의 거래회전율로 거래량을 발생주식수로 나눈 수치에 1000을 곱한 값이다. a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

10) 2017년 3월 12일이 일요일로 주식시장 휴장일인 관계로 2017년 3월 13일부터 2017년 12월 28일의 기간으로 설정한다.

11) 2019년 2월 뉴스 신문기사 내용은 다음과 같다. “증권거래세가 인화된 지 3개월이 지났지만 일평균 거래대금은 거래세 인하 이전 보다 11%가량 감소한 것으로 집계됐다.” 주식시장의 부진은 거래대금에 부정적으로 작용하여 거래세 인하효과를 잠식하고 있다.

Table 6. Capital Gains Tax Exemption Effect: Non-Exemption vs. Exemption

	Non-Exemption (A)		Exemption (B)		차이분석(A-B)	
	Mean	Median	Mean	Median	t-stat.	z-stat.
MV	214.7878	272.1461	44.9936	38.3327	36.93a	24.29a
VOL	5.0840	3.5134	3.0802	2.2164	5.82a	4.48a
DVOL	8.6304	5.8598	17.5496	10.9581	-8.61a	-8.04a
TOVR	0.1589	0.0991	0.2987	0.2229	-6.39a	-10.20a

Note: 변수정의는 <Table 5>와 동일함. a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

연도별 거시적 효과를 배제하기 위해서, 양도소득세 대상주식 확대 전후의 비교분석 외에 양도소득세 면제 주식과 적용주식으로 집단을 나누어 분석한다. 2017년에는 소액주주의 벤처기업주식 양도에만 양도소득세가 면제된다. 반면 2018년에는 소액주주의 중소중견기업주식으로 양도소득세 면제가 확대된다. 따라서 2017년 벤처기업 주식과 2018년 중소중견기업 주식이 양도소득세 면제대상 집단으로, 2017년 일반기업 주식과 2018년 중소중견기업 외 주식이 양도소득세 적용집단으로 구분된다.

<Table 6>는 양도소득세 적용주식과 면제주식의 자료를 분석한 결과이다. 시가총액과 거래량은 양도소득세 대상 주식이 면제 주식보다 높다. 시가총액의 경우, 양도소득세 면제 대상 기업규모가 작기 때문에 발생한 자연스러운 결과이다. 거래회전율의 결과가 역전되어 양도소득세 면제 주식이 양도소득세 대상 주식보다 높은 수치이다. 적용주식과 면제주식의 비교는 양도소득세의 거래회전율에 대한 부정적 효과가 확인된다.

2017년과 2018년의 양도소득세 적용 대상주식 변경전후의 분석결과는 양도소득세의 거래회전율에 대한 부정적 효과를 발견하지 못하지만, 적용주식과 면제주식의 비교 분석은 거래대금과 거래회전율에 대한 부정적인 효과를 보여준다. 자료 및 분석의 한계점으로 인해, 본 연구결과로만 양도소득세의 주식거래에 대한 부정적 효과를 주장하기는 어렵다. 하지만, 연도별 비교보다 양도소득세 적용유무별 분석이 더 의미가 있다. 실제 코스닥시장의 거래회전율을 보더라도 2017년도 거래회전율이 2018년보다 높게 나타나 시장상황으로 인한 결과가 상당하므로, 연도별 분석보다는 양도세적용 주식과 면제주식 비교분석이 타당할 것이다. 자료 및 분석이 한계는 있지만, 양도소득세 적용의 주식거래 효과에 대한 시사점을 발견한다는 의미는 있다.

IV. 시사점 및 결론

금융당국은 증권거래세 감면과 양도소득세 확대를 시행하고 있다. 조세형평성입장에서는 양도소득세 확대는 당연하지만, 이로 인한 주식거래에 대한 부정적 효과 해소방안이 필요하다. 본 연구는 증권거래세와 양도소득세의 변천과정을 정리하고, 이러한 추세가 주식거래에 대한 효과를 유추하기 위한 간단한 실증분석을 실시한다.

K-OTC시장의 양도소득세 세제변화전후 주식거래를 분석한다. 2018년 양도소득세 면제주식확대이후 거래대금이 증가되었지만 거래량과 거래회전율은 감소한다. 특히 기업확대이후 거래회전율이 낮아지는 결과는 기대와 상반된다. 주식시장의 거시적 효과를 통제하기 위해서 양도소득세 면제 주식과 적용 주식을 추가 비교분석한다. 양도소득세 면제주식의 거래회전율이 적용 주식의 거래회전율보다 높아진다. 거래회전율의 경우, 두 결과가 일관되지는 않아 결과해석에 주의가 요구된다. 하지만 양도소득세 변화 전후 분석보다는 개별 적용주식과 면제 주식을 비교가 거시적 효과에 의한 왜곡현상이 배제되기 때문에 후자의 결과가 더 의미가 있다.

적용주식과 면제주식의 비교분석 결과와 선행연구결과에 기초한다면 양도소득세 적용은 특히 거래회전율에 부정적으로 작용할 가능성이 높을 것이다. 금융당국의 상장주식의 양도소득세 확대추진은 주식거래에 악영향을 줄 개연성이 높겠다. 양도소득세 변화 전후 주식시장의 거래는 양도소득세 외의 외부요인의 영향이

상당함을 알 수 있다. 이는 양도소득세의 충격을 완화하는 방안을 함께 시행한다면 주식시장에 대한 부정적 효과를 최소화 할 수 있음을 의미한다. 특히 증권거래세를 폐지하고 자본이득세 제도로 성공적으로 전환한 일본사례의 시사점을 주목할 필요가 있다. 정부당국은 과세범위의 점진적 확대, 자본이득 도입 시 분리과세 적용, 상장주식 양도소득에 대한 경감세율, 장기보유주식에 대한 경감세율 등을 고려할 필요가 있다.

References

- 곽태원 (2000), “증권양도차익 과세의 현황과 정책과제,” *서강경제논집*, 제29권, 제2호, pp. 213-234.
- 김갑래, 김준석, 황세운 (2014), “주식과제도의 개선방향에 관한 연구,” 자본시장연구 연구보고서.
- 박성욱, 선우희연, 이정희 (2016), “상장주식의 양도세제에 관한 연구,” *회계저널*, 제25호, 제3권, pp. 29-53.
- 박종상 (2017), “주식양도차익 과세의 필요성과 정책 과제,” *금융포커스*, 제26권 제8호, pp. 11-12.
- 박중영 (2018), “주식양도차익 과세제도의 평가와 문제점에 관한 연구: 소액주주 상장주식 양도차익 비과세를 중심으로,” 홍익대학교 박사학위논문.
- 엄현순 (2016), “주식 양도차익 과세에 대한 연구: 저가고가양도를 중심으로,” 고려대학교 석사학위논문.
- 유지선, 한선아 (2017), “소득세법상 상장법인 대주주 요건의 개정이 주식시장에 미치는 영향: 코스닥 상장기업을 중심으로,” *회계저널*, 제26권, 제4호, pp. 113-160.
- 윤상용, 구본일, 엄영호, 한재훈 (2009), “한국 주식시장에서 유동성 요인을 포함한 3요인 모형의 설명력에 관한 연구,” *재무연구*, 제22권, 제1호, pp. 1-44.
- 이영한, 이태규 (2012), “소액주주의 상장주식 자본이득 과세추진에 대한 자본시장의 반응,” *세무회계저널*, 제13권, 제1호, pp. 159-188.
- 장지경, 최종서 (2012), “상장주식 자본이득 과세제도의 개선방안에 관한 연구,” *국제회계연구*, 제44권, pp. 223-248.
- 전영준, 이철인, 홍범교, 이장규 (2000), “유가증권 양도차익 등 금융소득에 대한과세제도 개선방안,” 한국조세연구원.
- 정유석, 한영희 (2011), “세수확보와 과세형평 차원의 개인 주식양도차익 과세의 당위성에 관한 연구,” *국제회계연구*, 제39권, pp. 363-378.
- Auten, G. and C. Clotfelter (1982), “Permanent Versus Transitory Tax Effects and the Realization of Capital Gains”, *Quarterly Journal of Economics*, 97(4), 2783-2801.
- Bolster, P. J., L. B. Lindsey and A. Mitrusi (1989), “Tax-induced Trading: The Effect of the 1986 Tax Reform Act on Stock Market Activity”, *The Journal of Finance*, 44(2), 327-344.
- Feldstein, M. and S. Yitzhaki (1978), “The Effect of the Capital Gains Tax on the Selling and Switching of Common Stock”, *Journal of Public Economics*, 9, 17-36.
- Feldstein, M., J. Slemrod and S. Yitzhaki (1980), “The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains”, *Quarterly Journal of Economics*, 94(4), 777-791.
- Klein, P. (1998), “The Capital Gain Lock-in Effect with Short Sales Constraints”, *Journal of Banking and Finance*, 22(12), 1533-1558.
- Klein, P. (1999), “The Capital Gain Lock-in Effect and Equilibrium Returns”, *Journal of Public Economics*, 71(3), 355-378.
- Lang, M. H. and D. A. Shackelford (2000), “Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence from Stock Price Reactions to the 1997 Rate Reduction”, *Journal of Public Economics*, 76(1), 69-85.
- Ricketts, R. (1990), “Do We Really Need Special Tax Relief for Capital Gains?”, *Accounting Horizons*, 4(3), 43-49.
- Stiglitz, J. (1983), “Some Aspects of the Taxation of Capital Gains”, *Journal of Public Economics*, 21, 257-294.