

OPINION

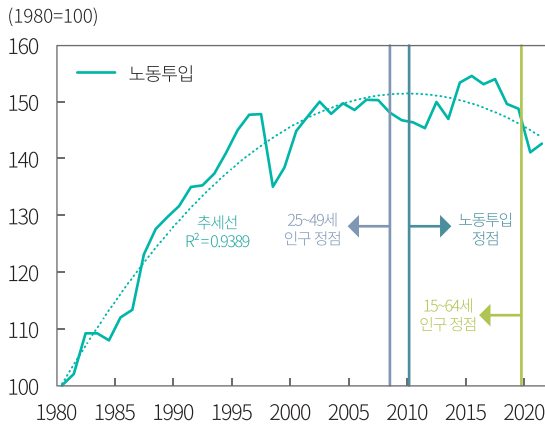
연구위원  
장보성

# 인구 감소와 노동자원: 현황과 시사점\*

우리나라의 노동자원은 감소 추세에 있다. 고령화의 진행과 노동시장 참여도의 성별 불균형을 고려하면, 고연령층과 여성의 참여 확대라는 두 가지 방향에서 노동력 보완 방안을 모색해 볼 수 있다. 하지만, 고연령층 중 남성의 노동시장 참여도가 이미 높은 수준이라는 점을 생각할 때, 결국 궁극적인 해법은 여성의 참여 확대로 좁혀지게 된다. 주요 선진국과는 달리, 국내 여성의 연령대별 경제활동 참가율은 강한 M자형을 나타내면서 전반적으로 부진한 모습을 보이는데, 여기에는 육아기 여성의 노동시장 퇴장이 배경으로 작용하고 있다. 따라서 내부적인 노동자원 기반을 확대하기 위해서는 우선, 육아기 여성 대상의 정책을 중점적으로 개발할 필요가 있다. 이는 실물 경제뿐만 아니라 주식 시장의 성과를 높이는 데에도 중요한 동력이 될 것으로 전망된다.

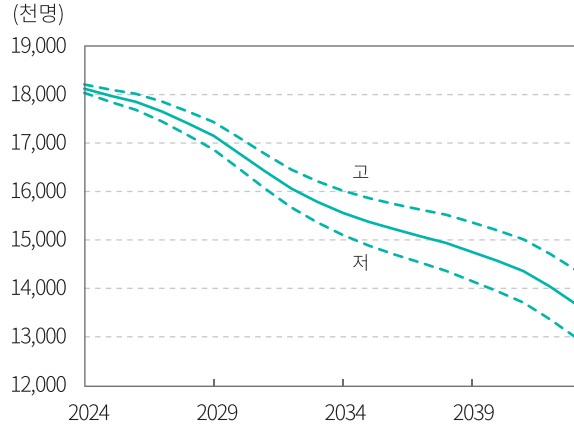
추세적으로 국내 노동 투입은 이미 정점을 지나 하락 단계에 진입한 것으로 보인다. <그림 1>은 1980년 이후 국내 민간 부문의 노동 투입량<sup>1)</sup>을 실선으로 나타내고 있는데, 여기에는 비선형식<sup>2)</sup>으로 추정한 추세가 점선으로 함께 표시되어 있다. 이에 따르면 노동 투입량의 추세는 2010년경에 정점에 이르렀고 이후 완만한 하락세를 나타내고 있다.

<그림 1> 노동 투입 추세와 연령별 인구의 정점



주 : 점선은 노동 투입량의 추세선  
자료: 통계청, 저자 추정

<그림 2> 25~49세 인구 전망



주 : 실선은 중위, 고와 저는 고위 및 저위 전망  
자료: 통계청

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

- 1) 노동 투입량은 근로자수와 평균 노동시간을 곱한 수치이다.
- 2) 선형 추세( $R^2=0.69$ )에 비해 비선형(3차식) 추세의 설명력( $R^2=0.94$ )이 훨씬 높기 때문에 해당 비선형식을 이용하였다. 2차식을 이용하더라도 정점에는 큰 변화가 없다.

노동 투입의 정점 도달 시기를 연령대별 인구수 자체의 정점과 비교하면 전체 경제활동 인구가 포함되는 15~64세 인구보다는 25~49세 인구의 정점에 가까운 것으로 보인다. 즉, <그림 1>에 수직선으로 표시된 15~64세 인구의 정점은 2019년경인 반면, 25~49세 인구의 정점은 2008년경으로 노동 투입 추세의 정점에 상당히 근접해있다. 25~49세의 경우, 인구의 다수<sup>3)</sup>를 차지하면서 비전업·비경제활동 인구가 많은 미성년자나 정년 퇴직자<sup>4)</sup>를 포함하지 않는다. 이러한 점으로 인해 해당 연령대가 실제 노동 투입의 추세를 잘 반영하는 것으로 생각된다.

이상의 추세적 특징을 고려하면, 노동 부존량의 잠재 수준은 일차적으로 25~49세 인구를 통해 전망해 볼 수 있다. <그림 2>에 제시된 통계청의 중위 인구 전망에 따르면, 25~49세 인구는 2024년 1,810만명에서 2043년 1,370만명으로 20년간 약 24% 감소하는 것으로 예상된다. 정도의 차이<sup>5)</sup>가 존재하기는 하지만, 통계청의 고위 전망에서도 동 연령대의 인구 감소는 공통적으로 예측되는 결과이다. 결국 20년 후에는 핵심 노동자원이 1/4 가까이 감소하게 되므로 기업의 생산활동에 상당한 제약이 따를 것으로 보인다.

향후 25~49세 연령층 인구의 감소와 함께 고령화가 동반될 것이라는 점을 감안하면, 고연령층의 참여 증가를 통해 노동력을 보완하는 방안을 생각할 수 있을 것이다. 아울러 우리나라의 경우 성별 경제활동 참가율의 불균형이 상당히 크다는 점을 고려할 때, 여성의 참여 증가를 통한 보완 방안도 모색해 볼 수 있다. 이하에서는 고연령층과 여성의 노동시장 참여 현황에 대해 살펴보면서 그 가능성에 대해 논의하도록 하겠다.

### 고연령층의 노동시장 참여

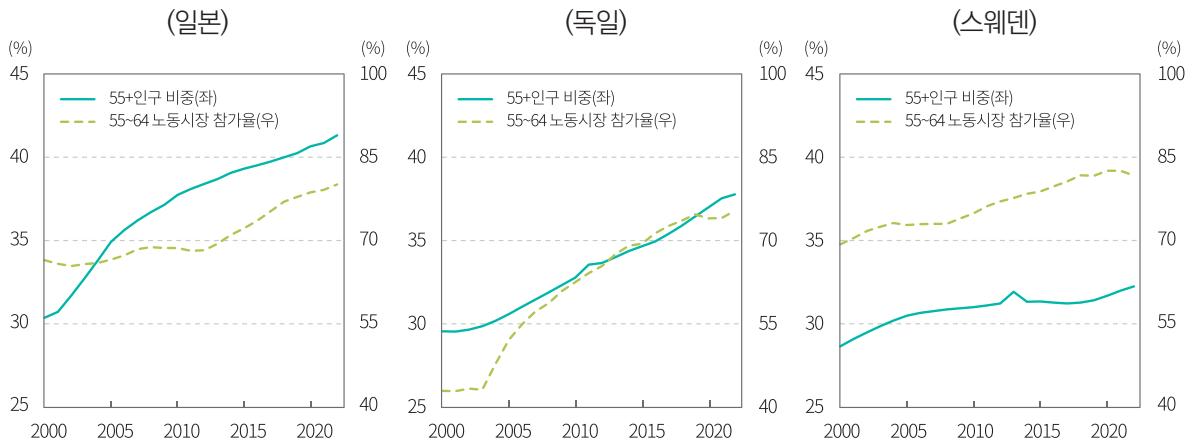
국내 인구는 산술적인 감소뿐만 아니라 고령화가 맞물려 인구 구조 측면에서도 상당한 변화가 진행될 것으로 예상된다. 특히 보건·의료수준 개선으로 기대 수명이 증가한 가운데, 향후 20년간 65세 이상 인구의 비중은 19.4%(2024년)에서 36.1%(2043년)로 2배에 가까운 수준으로 증가할 것으로 전망된다. 이에 따라 독립적인 노후 준비 필요성이 높아지면서 고연령층의 노동시장 참여가 증가하는 추세를 보이고 있다. 50세 이상의 경제활동 참가율을 50~59세와 60세 이상으로 나누어 보면, 두 연령대의 참가율은 수준 면(50~59세: 78.4%, 60세 이상: 45.8%, 2022년)에서 다소 큰 차이를 보이는 부분이 있다. 하지만 경제활동 참가율의 증가폭의 경우, 50~59세 인구는 2000년 68.8%에서 2022년 78.4%로 약 10%p, 60세 이상은 같은 기간 38.2%에서 45.8%로 약 8%p 증가하여 거의 유사한 크기이다.

3) 1981~2023년 전 기간에 걸쳐 25~49세 인구가 15~24세와 50~64세를 합산한 인구보다 많다. 향후 20년간은 두 집단(25~49세 인가와 이외 64세 이하)의 인구가 평균적으로 비슷한 수준을 나타낼 것으로 전망된다(통계청 중위 전망 기준).

4) 50세 이상 중에서는 정년에 근접하여 조기 퇴직한 인구도 상당 부분 존재할 것으로 판단된다.

5) 2043년 기준으로 고위 전망 인구는 중위 전망보다 약 5% 많은 수준이다.

〈그림 3〉 주요 선진국의 인구 고령화와 55~64세 노동시장 참가율



주 : 55+인구 비중은 55세 이상의 전체 인구 내 비중을 의미  
 자료: OECD

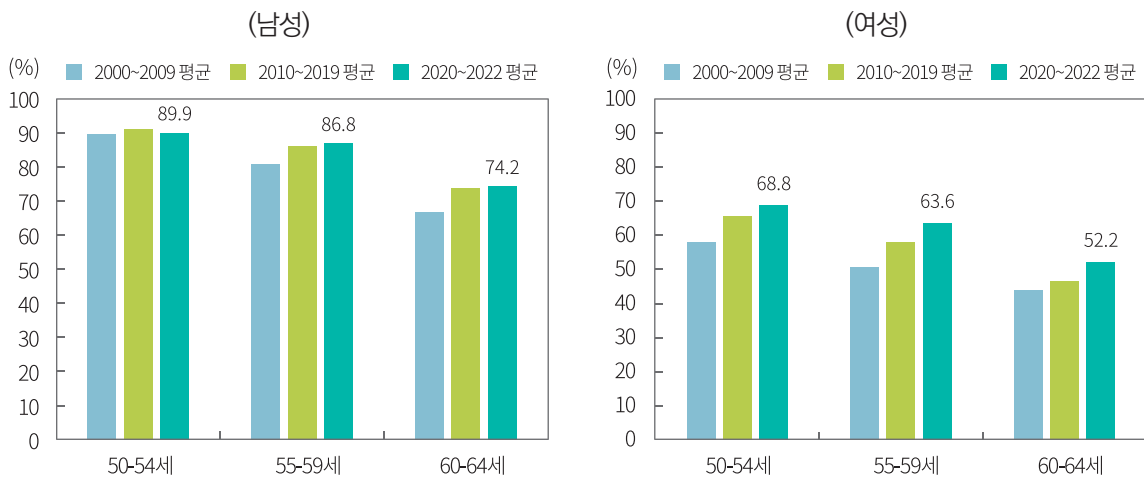
주요국과 비교할 때 우리나라 고연령층의 경제활동 참가율은 중상위 수준으로 평가된다. OECD 국가들의 평균(55~64세, 2022년)은 67.4%로 우리나라(70.3%)는 이를 소폭 상회한다. 다만, 우리에게 앞서 인구 고령화가 진행된 일본, 독일, 스웨덴 등은 75~82%로 다소 큰 격차를 보이면서 상위권에 속해 있다. 언급한 세 국가들의 경우, 인구 고령화가 진행되면서 고연령층의 노동시장 참여가 지속적으로 확대된 특징을 보인다. 이는 각국의 55세 이상 인구 비중과 55~64세 인구의 경제활동 참가율이 제시된 〈그림 3〉을 통해 확인할 수 있다. 여기에서 특히, 일본과 스웨덴은 각각 2010년 및 2000년대 초반에 우리의 현 수준에 도달하였고 그 이후에도 상당폭 증가하는 모습을 보인다. 이러한 국가들의 사례를 볼 때 우리나라에서도 고연령층의 노동시장 참여가 지속적으로 증가할 가능성이 있다. 여기에는 보건·의료 수준 개선이나 노후 준비 필요성뿐만 아니라 현 청년층의 교육 수준이 크게 향상된<sup>6)</sup> 점도 중요하게 작용할 것으로 생각된다. 즉, 인적 자본이 과거에 비해 한층 고도화되어 향후 고연령 계층이 생산활동에 효율적으로 활용될 수 있는 여지가 커진 것으로 볼 수 있다.

다만, 고연령층의 노동시장 참여가 확대되는 경우를 상정하더라도 세부적 연령대나 성별 등에 따라 그 정도에는 차이가 존재할 수 있다. 〈그림 4〉는 성별에 따라 50~64세<sup>7)</sup> 인구의 기간별 경제활동 참가율(평균)을 5세 간격으로 나타내고 있다. 먼저 그림에서는 60~64세에 이르러 남녀 모두 경제활동 참가율이 크게 낮아지는 것을 확인할 수 있는데, 이는 정년 도래로 은퇴가 다수 발생하는 데 따른 결과로 판단된다. 다음으로는 각 연령대에서 남성의 경제활동 참가율이 높게 나타난다는 점을 관측할 수 있다. 예컨대, 2020~2022년 평균 기준으로 50~54세 및 55~59세 남성의 참가율은 각각 약 90% 및 87%로

6) 우리나라 청년층(25~34세)의 고등(대학)교육 이수율은 2000년 38.5%에서 2021년 69.3%로 2배 가까운 수준으로 높아졌다.  
 7) 물리적인 활동 제약 등 현실적인 여건을 고려할 때, 50~64세 인구가 그 이상의 연령대보다는 추가로 참여할 가능성이 클 것으로 판단되므로 여기에서는 50~64세에 초점을 맞추었다.

상당히 높은 수준인 데 반해, 여성은 69% 및 64%에 불과해 남성과 큰 격차를 나타낸다. 이러한 사실로 볼 때, 50~59세의 노동시장 참여는 해당 연령대에 속한 여성의 참여가 뒷받침될 때 가시적으로 확대될 수 있다는 점을 추론할 수 있다. 물론 남성의 참여 증가를 통해 개선할 수 있는 부분도 완전히 무시할 수는 없을 것이다. 하지만, 노동시장 참여가 가장 활발한 40~44세 남성의 참가율이 94%<sup>8)</sup>라는 점을 고려하면, 60~64세를 제외한 연령대에서는 남성의 참여도가 확대될 수 있는 여지가 크지 않다.

〈그림 4〉 고연령층 경제활동 참가율



자료: 통계청, 저자 계산

### 여성의 노동시장 참여

앞서 고연령대로 한정하여 살펴보기는 했지만, 전반적으로도 우리나라 여성의 노동시장 참여가 저조하다는 것은 잘 알려진 사실이다. 2022년 기준으로 성인(20~64세) 여성의 경제활동 참가율은 65%로, 남성의 84%와 비교할 때 20%p에 가까운 차이를 나타낸다. 또한 OECD 국가 그룹 내에서도 우리나라 여성의 노동시장 참여도는 하위권에 속한다. 우리나라 성인 여성의 참가율은 평균(70%)에 미달하면서 하위 20% 분위에 속하는 수준이며, 상위권에 속한 스웨덴(85%) 등 북유럽 국가 및 독일(79%), 일본(79%) 등과 상당히 큰 격차를 보인다.

또한, 우리나라는 여성의 노동시장 퇴장이나 경력 단절로 인한 노동 및 인적 자본 손실이 심각한 것으로 생각된다. <표 1>은 25~29세 여성 동일 집단(cohort)을 대상으로 10년 경과 후 경제활동 참가율의 변화를 나타내고 있다. 여기에서 '2005 → 2015'로 표시된 열을 보면, 2005년에 25~29세인 여성의 경제활동 참가율은 66.2%였는데, 35~39세가 된 2015년에는 55.9%로 10.3%p만큼 낮아졌음을 알 수 있다. 이러한 경향은 2006~2012년 중 25~29세에 속한 여성의 경우에도 크게 다르지 않다. 예컨대,

8) 2000~2022년 및 2010~2022년 평균은 모두 94%로 동일하다.

2012년에 해당 연령대에 속했던 여성들의 10년 후 경제활동 참가율은 71.5%에서 62.1%로 9.4%p만큼 감소하여 유사한 폭으로 축소되었다. 물론 35~39세 여성의 경제활동 참가율이 다소 증가(2015년: 55.9% → 2022년: 62.1%)하기는 했지만, 노동시장에서의 순유출(퇴장) 비율은 거의 변화가 없는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 25~29세 여성의 10년 후 경제활동 참가율 변화

	2005 → 2015	2006 → 2016	2007 → 2017	2008 → 2018	2009 → 2019	2010 → 2020	2011 → 2021	2012 → 2022
25~29세(% , A)	66.2	67.8	68.3	69.4	69.1	69.6	71.1	71.5
10년 후(% , B)	55.9	58.0	59.7	60.7	61.7	60.5	59.3	62.1
변화(%p, B-A)	-10.3	-9.8	-8.6	-8.7	-7.4	-9.1	-11.8	-9.4

자료: 통계청, 저자 계산

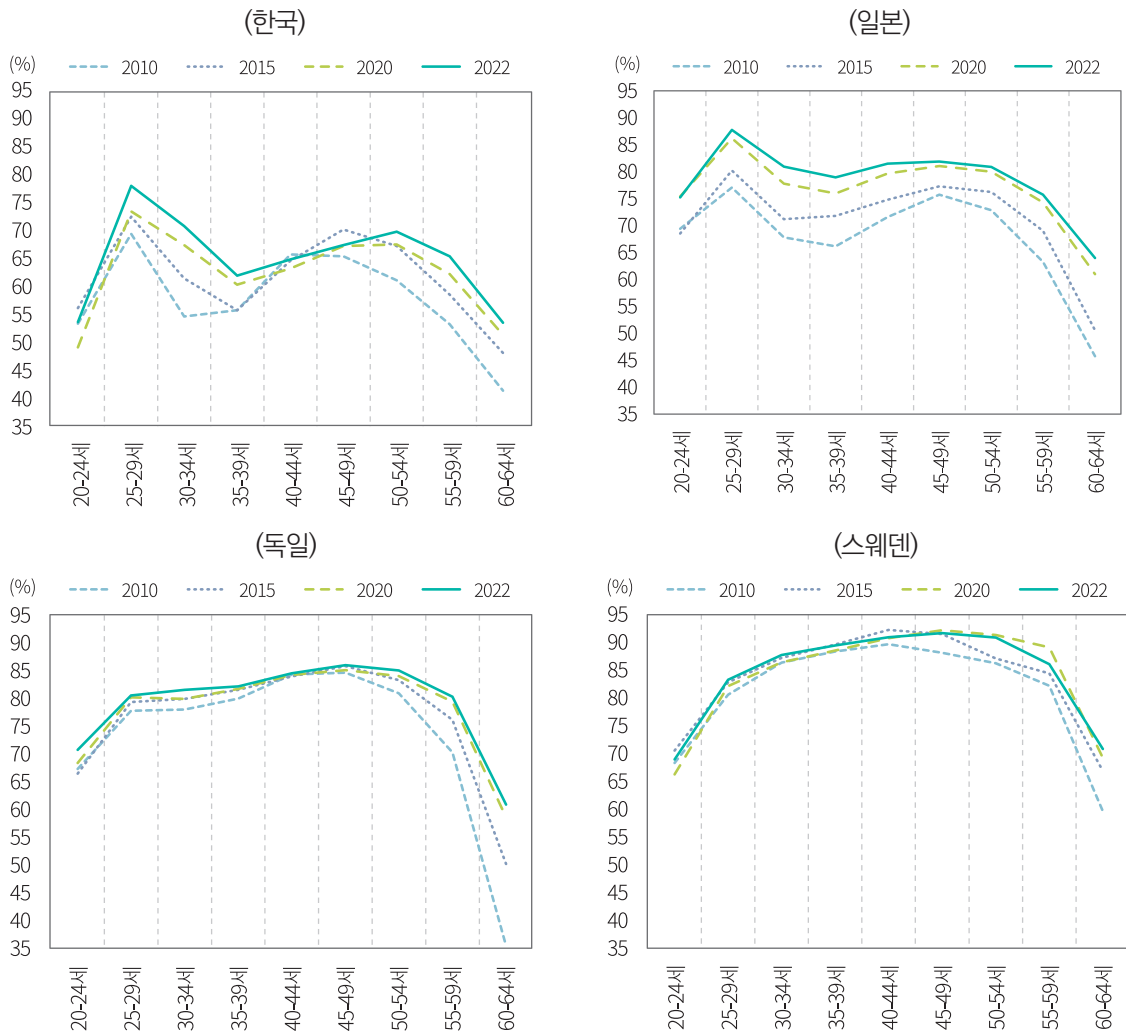
아울러 횡단면적으로 보면, 우리나라 여성의 연령대별 경제활동 참가율은 M자형 곡선을 나타내는 특징이 있다(박경숙·김영혜, 2003; 남재량·신선호, 2022). 이러한 사실은 우리나라와 주요국 여성의 연령대별 경제활동 참가율을 나타낸 〈그림 5〉를 통해 명시적으로 확인할 수 있다. 즉, 우리나라의 경우, 대체로 25~29세에서 높은 수준을 보였다가 30대에서 급격히 낮아지고, 40대부터 한동안 높아지는 경향이 뚜렷하게 지속되고 있다. 주요국 중에서는 일본이 우리나라와 유사한 형태이기는 하지만 우리에게 비해 완만한 곡선을 띠고 있다. 한편, 독일과 스웨덴을 보면, M자형과는 전혀 다른 모습인 역 U자형의 곡선을 나타내면서<sup>9)</sup> 뚜렷하게 대비되는 모습이다. 앞서 동일 집단을 통해 살펴보았을 때, 국내 여성이 30대 중후반이 되어 경제활동을 중단하는 비율이 상당히 높았다.<sup>10)</sup> 결국 이러한 문제가 지속되면서 M자형 함정에서 벗어나지 못한 것으로 판단된다. 그리고 이는 보다 근본적으로, 출산과 육아 부담<sup>11)</sup>으로 인한 제약이 구조적으로 작용한 데 따른 결과로 볼 수 있다(여유진 외, 2013; 남재량·신선호, 2022). 물론 M자형 곡선은 노동시장에 재진입하는 시기가 존재함을 의미하기는 하지만, 경력 단절로 인한 인적 자본 손실과 유·무형의 추가 학습비용 등 비효율을 간과할 수는 없을 것이다.

9) 스웨덴과 독일은 일찍이 이러한 M자형 문제에서 탈피하였다. 해당 국가에서는 1970년대와 1980년대까지만 M자형 곡선이 관측된다(여유진 외, 2013).

10) 한편, 40대의 경제활동 참가율이 높은 것은 자녀에 대한 인적 양육 부담이 완화되거나 경제적 필요가 증가하는 데 따른 결과로 해석할 수 있다.

11) 첫째 자녀 출산 시 여성의 평균 연령(최근 10년)은 32~33세이므로 출산 여성이 30세 중후반이 될 때까지 자녀가 미취학 상태인 경우가 많다.

〈그림 5〉 여성의 연령대별 경제활동 참가율



자료: OECD

### 시사점

인구 감소가 확실시된 현 상황에서는 유효 노동자원의 기반을 넓혀 성장잠재력을 확보하는 것이 매우 중요한 당면 과제라 생각된다. 일부 선진국들은 인력 부족 문제를 해결하기 위해 이민 정책을 적극적으로 추진해<sup>12)</sup> 왔는데, 앞으로 많은 국가에서 인구 감소나 고령화가 진행되면서 이민자 유치를 위한 경쟁이 더욱 치열해질 것으로 전망된다. 우리나라도 효율적인 이민 정책을 통해 외부적인 인력 확충 방안을 모색할 필요가 있다. 하지만, 각국의 이민·노동정책 등 외생적인 요인과 언어나 문화적 진입 장벽이 크게 작용할 수 있어 이민 정책의 효과에는 상당한 불확실성이 내재되어 있다.

12) 캐나다 인구(3,960만명, 2023.1.1 기준)의 경우 2022년 들어 100만명가량 급증하였는데, 이는 대부분(96%) 이민자 유입에 의한 것이다.

이러한 점을 고려할 때 내부적인 노동자원 기반 확충을 위해 정책적인 역량을 상당 부분 할애해야 할 것으로 보인다. 여기에서는 크게 두 가지 방향, 고연령층과 여성의 노동시장 참여 활성화를 통한 해법을 생각할 수 있다. 다만, 앞서 살펴보았듯이 고연령층 남성의 경우, 경제활동 참가율이 이미 높은 수준에 도달해 있어 해당 계층을 통한 확대 여지는 크지 않은 것으로 판단된다. 그래서 궁극적인 방향은 여성의 경제활동 참가율을 개선하는 것으로 귀결된다.

국내 여성의 M자형 경제활동 참가율 곡선은 다른 한편으로 육아기 이후 여성의 노동시장 참여 동기가 높음을 의미하는 것으로도 볼 수 있다. 따라서 육아기 여성 대상의 정책을 중점적으로 개발하여 노동시장 퇴장을 줄인다면, 이후 생애 주기에서의 노동시장 참여도 자연스럽게 확대될 수 있을 것으로 생각된다. 아울러 여성이 경험과 직무능력을 꾸준히 안정적으로 축적할 수 있는 여건이 마련된다면, 인적 자본 손실로 인한 사회적 비용도 크게 줄일 수 있을 것으로 판단된다.

일견 거리가 있어 보일 수도 있지만, 금융시장은 노동시장과 분리해서 생각할 수 없다. 실질 금리와 주가는 실물 경제의 궤적을 따라 움직이고, 모든 경제활동의 바탕에는 노동자원이 있다. 특히, 실증적으로 주식 수익률은 자본투자 수익률과 밀접한 정(+)의 관계를 가지는데, 향후 자본투자 수익률은 가용 노동자원에 상당한 영향을 받을 것으로 전망된다. 저자의 추정 결과에 따르면, 여성의 노동 공급이 매년 0.5%씩 20년간 증가할 경우, 동 기간 중 연간 자본투자 수익률이 평균적으로 약 1%p 높아지는 것으로 예상된다.

국내 여성의 노동시장 참여가 부진하다는 것은 생산요소 활용에 상당한 제약이 존재함을 의미한다. 하지만 다른 한편으로는, 개선을 통해 성장잠재력을 높일 가능성이 존재한다는 점을 뜻하기도 한다. 그리고 그러한 가능성을 효율적으로 실현하기 위한 정책적 노력은 주식시장의 성과를 높이는 중요한 동력으로도 작용하게 될 것이다.

## 참고문헌

- 강현주, 2022, 『인구구조 변화가 장기 거시경제 추세에 미치는 영향』, 자본시장연구원 이슈보고서, 22-26.
- 남재량·신선호, 2022, 『생애 여성 노동시장 동학 연구: 성별 임금격차를 중심으로』, 한국노동연구원 정책연구, 2022-19.
- 박경숙·김영혜, 2003, 한국 여성의 생애 유형: 저출산과 M자형 취업곡선에의 함의, 『한국인구학』 26(2), 63-90.
- 여유진·김수정·김은지·최준영, 2013, 『여성고용 활성화 방안 연구』, 한국보건사회연구원 연구보고서, 2013-31-06.

## OPINION

선임연구위원  
김갑래

## 현행 토큰증권 양도차익 과세제도의 문제점과 개선방안

최근 우리 정부가 토큰증권 발행·유통 제도를 도입하는 과정에서, 관련 과세제도의 정비가 제대로 이루어지지 않고 있는 점은 아쉬운 부분이다. 과세당국이 토큰화된 투자계약증권의 양도차익을 어떻게 과세할지에 관한 시장의 불확실성이 크다. 현재 토큰화된 비금전신탁 수익증권의 매매차익을 배당소득으로 간주하는 것도 투자자들의 인식과 과세원칙에 일치하지 않는다.

토큰증권 과세 불합리의 문제는 2025년 시행되는 금융투자소득세 체계에서 그 해법을 찾아야 할 것이다. 토큰화된 비금전신탁 수익증권의 양도차익 과세에 대한 입법적 공백이 있다는 점에서, 소득세법을 개정하여 해당 양도차익을 금융투자소득 체계에 포함하는 방안을 고려하여야 할 것이다. 2025년 금융투자소득 과세제도가 시행되기 전까지는 토큰화된 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 비과세하는 것이 바람직할 것이다. 토큰증권 양도차익 과세제도의 개선 노력을 게을리하는 경우, 과세준비가 미흡하다는 이유로 또다시 관련 과세에 대한 유예론이 여론화되고 과세 제도 시행이 지연될 가능성이 있다.

### 서언

우리 정부의 국정과제인 “디지털 자산 인프라 및 규율체계 구축” 과제는 가상자산시장 생태계 구축과 토큰증권시장 생태계 구축으로 이원화되어 현재 원활히 진행되고 있다. 가상자산시장 생태계 구축에 있어, 지난 7월 18일 가상자산이용자보호법이 제정되었으며, 현재 정부는 관련 시행령 정비 및 2단계 입법(의무공시, 스테이블코인 등 규제) 준비 작업에 한창이다. 토큰증권시장 생태계 구축에 있어서도, 지난 7월 28일 관련 자본시장법 개정안과 전자증권법 개정안이 국회에서 발의되었고, 관련 하위법령에 관한 개정 논의도 진행되고 있다. 가상시장과 토큰증권시장을 이원화하여 디지털자산시장의 특성에 맞는 인프라 및 규제체계를 구축하는 정책적 접근방식은 국제적 정합성과 규제 효율성의 측면에서 바람직하다고 볼 수 있다.

다만 “디지털 자산 인프라 및 규율체계 구축” 과정에서 관련 과세제도의 정비가 제대로 이루어지지 않고 있는 점은 아쉬운 부분이다. 가상자산 과세 관련하여, 블록체인 거래 검증의 대가에 대한 과세, 하드포크 및 에어드랍에 대한 과세, 가상자산 대여소득에 대한 과세 등에 관한 구체적인 하위규정과 유권해석이 부족한 실정이다. 가상자산 기타소득 과세는 벌써 2번이나 유예되어, 2025년 1월 1일부터

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

시행예정이다.<sup>1)</sup> 가상자산 양도·대여에 관한 현재 과세제도 정비의 수준과 속도를 고려하면 내년에도 관련 과세제도 정비의 미흡을 이유로 또 과세를 유예하자는 여론이 형성될 수 있다.

토큰화(tokenized)된 비정형증권(투자계약증권과 비금전신탁 수익증권)의 양도차익<sup>2)</sup> 과세에 관해서도 과세당국의 명확한 입장 표명과 관련된 제도 정비의 노력이 부족해 보인다. 2025년 1월 1일 금융투자소득세 시행이 예정된 점을 감안할 때, 지난 9월 1일 국회에 제출된 정부의 소득세법 개정안에 토큰증권의 주종인 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 관한 과세방안을 포함하지 않은 점은 아쉽다.

앞서 언급한 이슈에 대한 해법을 모색해 보는 차원에서, 본고에서는 국내 소득세법상 토큰증권 양도차익 과세의 기본원칙을 살피고, 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권에 관한 양도차익 과세 제도의 내용과 문제점을 분석한 후, 해당 양도차익 과세제도의 문제점에 대한 개선방안을 제시하고자 한다.

### 토큰증권 양도차익 과세의 기본원칙

토큰증권 과세는 증권과세의 일반 원칙과 규정을 따른다. 지난 2월 6일 금융위원회가 발표한 “토큰증권(Security Token) 발행·유통 규율체계 정비방안”(이하 ‘토큰증권 가이드라인’)에서, 금융정책당국은 토큰증권에서 토큰(발행형태)은 그릇으로, 증권은 음식으로 비유하였다. 즉, 분산원장기술을 활용하여 발행된 토큰증권은 지류증권이나 협의의 전자증권과 형태적 차이가 있을 뿐, 실질은 증권으로 볼 수 있다. 따라서 소득세법상 토큰증권은 구체적 권리관계에 따라 자본시장법상 6종의 증권(또는 집합투자증권)으로 분류되고 관련 과세 조항의 적용을 받는다.

전통적으로 국내 소득세법은 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 관해 양도소득으로 과세하지 않았다. 그 이유 중 하나는 자본시장법상 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 유통이 제도적으로 제한되었기 때문이다. 그러나 향후 토큰증권시장이 활성화되면, 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 발행과 유통은 빠르게 늘어날 것으로 보인다. 지난 7월 28일 국회에 발의된 자본시장법 개정안은 투자계약증권을 한정적으로만(발행공시, 부정거래행위 등) 자본시장법상 증권으로 간주하는 단서 조항을 삭제하고 다른 증권과 같이 포괄적으로 공시 및 불공정거래 조항을 적용한다.<sup>3)</sup> 즉, 비정형증권도 다른 증권과 동일하게 증권 규제원칙을 적용한다는 의미이다. 앞으로 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권에 대한 기존의 유통 규제가 완화되고 해당 증권이 활발한 거래 대상이 된다는 점에서,

1) 가상자산의 양도·대여 등으로 발생한 소득에 대한 기타소득 과세제도는 2020년 12월 29일 소득세법 개정을 통해 도입되었으며 시행일은 2022년 1월 1일이었다. 그러나 2021년 12월 8일 소득세법 개정을 통해, 과세 시행일이 2023년 1월 1일로 연기되었다. 이후에도 시장참여자의 과세유예 주장이 계속되어 2022년 12월 31일 소득세법 개정을 통해, 과세 시행일이 2025년 1월 1일로 연기되었다.

2) 토큰화된 투자계약증권과 수익증권의 양도에 관한 증권거래세는 현행 증권거래법상 문제가 되지 않는다. 현행 증권거래세법이 증권거래세는 “주권(株券) 또는 지분(持分)의 양도”에 대하여서만 과세한다는 점을 명확히 하고 있기 때문이다. 증권거래세법 제1조. 따라서 토큰화된 지분증권에 대해서만 증권거래세가 부과되며, 다른 증권에 대해서는 증권거래세가 부과되지 않는다.

3) 자본시장법안(윤창현의원 대표발의, 의안번호 23531, 2023. 7. 28) 제4조제1항(단서 조항 삭제).

관련 토큰증권의 양도차익 과세에 대한 심도 깊은 논의가 필요하다. 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 과세에 관한 쟁점을 논하자면 다음과 같다.

### 투자계약증권에 관한 양도차익 과세

현재 시행 중인 소득세법상 투자계약증권의 양도차익은 양도소득세 과세 대상이 아니다. 그러나 2025년 1월 1일 이후에는 금융투자소득 과세제도에 따라 투자계약증권의 양도차익은 금융투자소득으로 과세되며, 다른 금융투자상품(주식, 채권, 투자계약증권, 집합투자증권, 파생결합증권 등)과 손익통산이 가능하며 통산 후 결손금도 이월된다.<sup>4)</sup> 따라서 2025년 1월 1일 이후 발생하는 토큰화된 투자계약증권의 양도차익은 금융투자소득으로서 과세된다.

그런데 금융투자소득세제 시행 이전에 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대한 과세 여부 및 방식은 불분명하다. 국내 소득세법 체계상 양도소득은 열거주의, 배당소득은 유형별 포괄주의를 채택하고 있다. 토큰증권이 투자계약증권인 경우, 투자계약증권의 양도차익은 양도소득세 대상으로 열거되어 있지 않았기 때문에 현행 소득세법상 양도소득세가 부과되지 않을 것으로 보인다. 그러나 다양한 자산을 조각투자화한 토큰증권의 양도차익을 투자계약상의 수익으로 보아 과세할 가능성도 배제할 수 없다.<sup>5)</sup>

투자계약증권인 토큰증권의 양도차익을 배당소득 등으로 보아 과세하는 경우, 다음과 같은 문제점이 있다. 첫째, 소득세법상 금융투자소득 과세조항의 입법 취지와 맞지 않다. 위에서 언급한 바와 같이 2025년 1월 1일 시행되는 금융투자소득세제에 따르면, 투자계약증권인 토큰증권의 양도차익은 금융투자소득으로서 실질적으로 배당소득이 아닌 양도소득으로 취급된다. 소득세법상 배당소득 조항(동법 제17조)을 확대해석하여 토큰증권의 양도차익을 일단 배당소득으로 간주하여 과세하다가, 2025년 1월 1일부터 일종의 양도소득(capital gains)인 금융투자소득으로 과세하게 되면 소득세법상 과세원칙의 일관성을 해치고 납세자의 혼란을 야기할 수 있다. 둘째, 투자자 자산증식을 위한 포트폴리오 투자를 저해한다. 토큰화된 투자계약증권의 양도차익을 양도소득으로 규정하고 손익통산을 허용하게 되면 투자위험 관리와 장기적 자산증식을 위해 투자자들은 다양한 증권 상품에 분산투자하게 될 것이다. 그러나 투자계약증권의 양도차익을 배당소득으로 간주하면 손익통산이 원천적으로 불가능해지고 투자자들이 분산투자를 할 유인이 줄어들 수 있다. 셋째, 혁신 금융투자상품의 발행에 대한 역차별 논란이 있을 수 있다. 기존에 유통이 제도적으로 억제되었던 투자계약증권의 유통을 허용하는 것은 분산원장

---

4) 소득세법 제87조의4에서 제87조의7까지 참조.

5) 특히 현행 자본시장법의 해석상 투자계약증권의 유통에 대해서는 해당 투자계약을 증권으로 간주하지 않기 때문에, 증권 측면보다는 투자계약의 측면을 강조하여 투자계약증권의 양도차익에 대해 포괄주의 과세원칙을 적용하자는 주장이 나올 여지도 없지 않다.

기술의 혁신성 때문이기도 하다. 소득세법을 확장적으로 해석하여 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해 배당소득세 등을 부과하고 손익통산과 이월공제를 허용하지 않게 되면 혁신적 성격의 토큰증권 상품이 활발히 출시되고 유통되는 것을 막는 부작용이 발생할 수 있다.

### 비금전신탁 수익증권에 관한 양도차익 과세

위에서 언급한 바와 같이 국내 자본시장법은 비금전신탁 수익증권의 유통을 예정하지 않았다. 이로 인해 국내 소득세법은 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대한 명확한 과세근거 조항을 두고 있지 않다. 소득세법상 열거주의를 바탕으로 하는 양도소득세 조항은 비금전신탁 수익증권의 양도차익을 과세대상으로 규정하고 있지 않다. 그런데 현재 금융규제 샌드박스(혁신금융서비스) 제도를 통해 다수의 조각투자상품이 비금전신탁 수익증권을 토큰화한 형태로 발행·유통되고 있다. 실질과세의 원칙상 토큰화된 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해서는 소득세법상 수익증권에 대한 과세 조항을 적용하여야 하며, 이는 해당 수익증권이 토큰화된 형태로 발행·유통되는 경우에도 마찬가지이다.

현재 국내 과세당국은 토큰화된 형태로 유통되는 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해, 양도소득 과세 근거 규정이 없기 때문에 배당소득으로 과세하고 있다. 2020년 기획재정부 질의회신에서 과세당국은 “거래소<sup>6)</sup>에서 주식처럼 거래되는 수익권 매매차익”이 배당소득에 해당한다고 해석하였다.<sup>7)</sup> 이러한 해석은 소득세법상 배당소득 과세가 유형별 포괄주의를 채택하고 있는 점에 근거한 것으로 사료된다. 소득세법상 배당소득 정의조항(제17조)은 배당소득을 열거함과 동시에 열거된 “유사한 소득으로서 수익분배의 성격이 있는 것”도 배당소득으로 규정하고 있다. 이러한 과세 접근방법을 유형별 포괄주의라고 하는데, 많은 투자자산으로부터의 수익에 대해 확장적으로 해당 원칙이 적용될 가능성이 크다.

토큰화된 비금전신탁 수익증권을 유통시장에서 매각하여 수익을 실현하는 경우, 해당 소득이 양도소득인지 배당소득인지가 불분명한 측면이 있다. 그러나 집합투자증권에 해당하지 않는 비금전신탁 수익증권의 매매차익을 배당소득으로 간주하는 것은 납세자의 인식, 분산투자 육성, 세제 단순성(simplicity), 투자자 보호 등의 관점에서 문제의 소지가 있다. 현재 조각투자 시장의 현실에 비추어, 대다수의 투자자가 비금전신탁 수익증권 거래에 의한 매매차익을 자산군(asset class) 중 하나의 자산 매각에 따른 양도차익으로 인식하고 있다고 판단되며 수익증권의 배당으로 인식하고 있다고는 판단되지 않는다. 투자자들의 인식과 유리된 과세 행정은 해당 시장 활성화를 저해하고 조세저항을 불러일으킬 수 있다. 미국의 과세제도상 증권 수익의 실현 방식을 배당 또는 양도로 투자자가 선택할 수 있는 경우, 해당 소득을 양도소득으로 의제하기도 한다. 미국 내국세법(Internal Revenue Code)상 장기자

6) 장외(OTC) 거래시설을 포함한다.

7) 기획재정부, 2020. 5. 27, 조세법령운용과-0667, 질의회신.

본이득과 적격배당소득(qualified dividend income)을 더하여 조정순자본이득(adjusted net capital gain)이라고 정의하며 해당 소득에 대해 장기자본이득세율을 적용한다.<sup>8)</sup>

다양한 증권의 양도손익을 통산하여 과세하게 되면, 관련 증권 시장이 활성화되고 투자자의 분산투자가 촉진된다. 이와 반대로, 투자계약증권인 토큰증권과 수익증권인 토큰증권의 과세 방식을 달리하는 경우 손익통산 불가 등의 이유로 시장이 위축되고 분산투자가 위축될 수 있다. 또한 현행 소득세법 해석상 투자계약증권의 양도차익에 대해 비과세하는 반면 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 배당소득 과세를 하는 경우, 발행인이 동일한 기초자산을 바탕으로 하는 토큰증권을 수익증권보다는 투자계약증권의 형태로 발행·유통시킬 유인이 더욱 커지게 된다. 동일 기초자산에 바탕을 둔 토큰증권이 투자계약증권이나 수익증권이나에 따라 과세방식이 달라지는 것은 과세의 단순성과 확실성을 약화시킨다. 도산절연과 금융투자업자의 관여도 측면에서 수익증권이 투자계약증권보다 투자자 보호 수준이 높다는 점에서, 토큰화된 수익증권을 토큰화된 투자계약증권보다 불리하게 과세하는 것은 바람직하지 않다.

집합투자증권에 해당하지 않는 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 유형별 포괄주의를 확장적으로 적용하여 과세하는 법해석론적 해법보다는 소득세법 개정을 통한 입법론적 해법이 보다 적절한 것으로 사료된다. 국내 토큰증권 투자는 거래한도 제한을 두고 있다는 점, 개인투자자의 분산투자를 정책적으로 권장해야 한다는 점 등을 고려할 때, 비금전신탁 수익증권인 토큰증권의 양도차익에 대해서도 증권 포트폴리오 투자의 과세원칙이 반영된 금융투자소득세제를 적용하는 것이 바람직하다. 2025년 1월 1일부터 시행 예정인 금융투자소득세제에 따르면, 집합투자증권인 수익증권은 금융투자소득 과세의 대상이지만<sup>9)</sup>, 집합투자증권에 해당하지 않는 수익증권은 금융투자소득 과세의 대상이 아니다. 따라서 소득세법 개정을 통해 금융투자소득세 과세대상에 집합투자증권에 해당하지 않는 수익증권의 양도차익을 포함하는 방안을 입법정책적으로 논의하여야 할 것이다.

## 결어

금융규제 샌드박스에 따른 조각투자가 활성화되고 토큰증권 발행·유통제도가 정비되어가는 현시점에서, 토큰증권 과세 불확실성 및 불합리의 문제는 2025년 시행되는 금융투자소득세 체계에서 그 해법을 찾아야 할 것이다. 현행 소득세법에 따르면 토큰화된 투자계약증권의 양도차익에 대해서는 비과세하며, 2025년 1월 1일부터 금융투자소득으로 과세한다. 따라서 과세당국은 해당 토큰증권의 양도차익에 대해 미술품, 음원 등 관련 기초자산에 대한 과세조항이나 유형별 포괄주의를 무리하게 적용하여서는 안 될 것이다.

8) 26 U.S. Code §1(h)(3)

9) 소득세법 제87조의6제1항제4호 (2025. 1. 1. 시행)

집합투자증권에 해당하지 않는 토큰화된 비금전신탁 수익증권의 양도차익 과세에 대한 입법적 공백이 있다는 점에서, 조속히 소득세법을 개정하여 해당 양도차익을 금융투자소득으로 포함하여야 할 것이다. 이러한 소득세법 개정 노력을 게을리하는 경우, 과세준비가 미흡하다는 이유로 또다시 금융투자소득 과세 유예론이 여론화될 수 있다. 이로 인해 금융기관의 관련 과세 전산시스템 구축이 어렵게 되고, 납세자의 조세저항을 더욱 키워 향후 세제 시행 불확실성을 더욱 높이는 부작용이 커질 수 있다.

2025년 금융투자소득 과세제도가 시행되기 전까지는 토큰화된 투자계약증권과 비금전신탁 수익증권의 양도차익에 대해 비과세하는 것이 바람직할 것이다. 현재 관련 토큰증권상품이 '금융혁신'적 측면을 인정받아서 금융규제 샌드박스<sup>10)</sup>로 인정되는 정책적 취지를 고려할 때, 2025년 전까지 한시적<sup>10)</sup> 토큰증권 양도차익 비과세는 금융혁신 활성화의 차원에서 정당화될 수 있다.

---

10) 한시적이란 2025년 1월 1일 금융투자소득 과세 시행 이전까지의 기간을 의미한다.

ZOOM  
-IN미국 노동시장 수급불균형 문제와  
통화정책 향방

- 미 연준은 고용 및 물가 안정을 도모하는 방향으로 통화정책을 운용하고 있어 노동시장의 상황은 통화정책 향방에 영향을 미치는 주요 변수이며, 인플레이션 해소를 위한 핵심 고려 요인
- 최근 경제활동참가율의 점진적 증가, 안정적인 실업률 유지, 기업의 구인공고 및 노동자의 자발적 퇴직 감소 등 미국의 노동시장 수급불균형 문제가 점차 완화되는 양상
- 노동시장 관련 지표들이 호전 흐름을 보이고 있음에도 불구하고 코로나19 팬데믹 이전과 비교 시 여전히 불균형이 확대된 수준을 나타냄에 따라 연준은 당분간 고금리 정책 기조를 유지할 것으로 예상
- 노동시장 불균형 완화 정도가 경기 및 물가에 상당한 영향을 미치고, 이를 통해 연준의 향후 통화정책을 가능할 수 있는 만큼 노동시장의 상황 변화에 대해 지속적인 점검이 필요

□ 미 연준은 고용 및 물가 안정을 도모하는 방향으로 통화정책을 운용하고 있어 노동시장의 상황은 통화정책 향방에 영향을 미치는 주요 변수이며, 인플레이션 해소를 위한 핵심 고려 요인

— 미국의 노동시장은 수요가 공급을 초과하고 있는 상태로 2021년 5월 이후 초과수요가 지속되며 수급불균형이 심화

- 코로나19 팬데믹 발생 직후 경기침체로 인해 2020년 3월~2021년 4월까지 노동공급이 우위에 있었으나, 이후 경제활동 재개로 노동수요가 빠르게 회복되며 2021년 5월부터 초과수요로 전환
- 공급 측면은 노동시장 참가율 하락, 낮은 노동인구 증가율 등으로 공급부족 상태에 있는 반면, 수요 측면은 높은 공석 일자리 수, 이직 및 퇴사자 증가 등 과열된 모습<sup>1)</sup>

— 노동시장의 수급불균형이 지속될 경우 연준의 긴축적 통화정책 장기화의 요인으로 작용

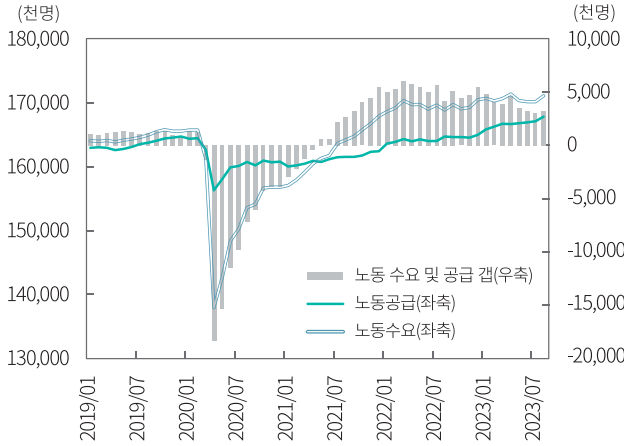
- 과열된 노동시장을 바탕으로 한 임금 상승은 물가 상승 압력으로 이어져 인플레이션 고착화를 초래
- 미국의 인플레이션은 제약적인 통화정책 지속의 영향으로 정점을 통과한 후 점차 둔화되고 있으나 여전히 연준의 목표보다 높은 수준인 가운데, 연준은 인플레이션 상승 압력을 축소하기 위해 노동시장의 수급불균형이 해소될 필요가 있다는 입장<sup>2)</sup>
- 파월 의장은 8월 25일 잭슨홀 연설에서 인플레이션이 노동시장의 초과수요와 타이트(tight)한 정도에 있어 최근 수십년에 비해 더 민감하게 반응하고 있으며, 인플레이션을 연준의 목표 수준으로 낮추기 위해서 노동시장의 완화가 필요하다고 언급<sup>3)</sup>

1) 국제금융센터, 2023. 2. 15, 미국 노동시장 불균형과 시사점.

2) FRB, 2023. 7. 26, Transcript of Chair Powell's press conference.

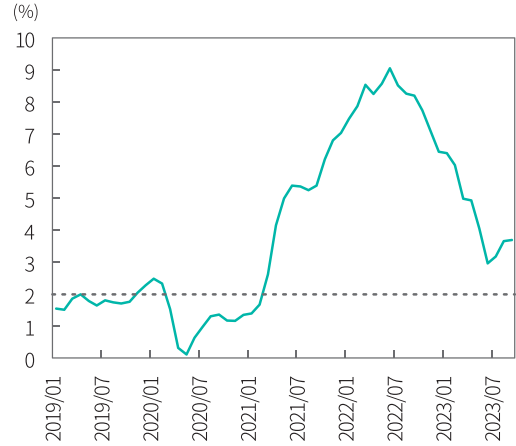
3) Fed, 2023. 8. 25, Inflation: Progress and the path ahead.

〈그림 1〉 미국 노동시장 수급불균형



주 : 노동공급은 경제활동인구  
 노동수요는 구인전수+고용자수  
 자료: FRED

〈그림 2〉 미국 물가상승률

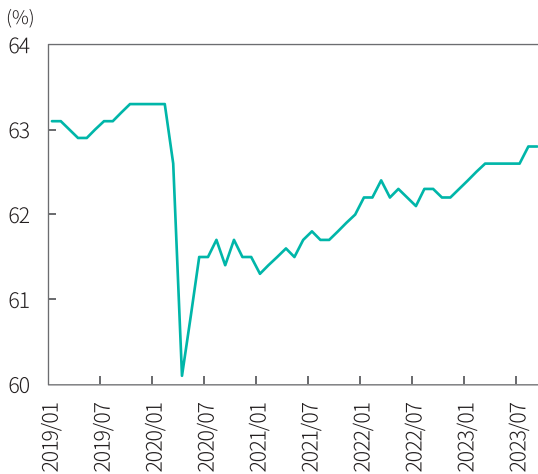


주 : 점선은 미 연준 물가목표  
 자료: FRED

□ 최근 경제활동참가율의 점진적인 증가, 안정적인 실업률 유지, 기업의 구인공고 및 노동자의 자발적 퇴직 감소 추세 등 미국의 노동시장 수급불균형 문제가 점차 완화되는 양상

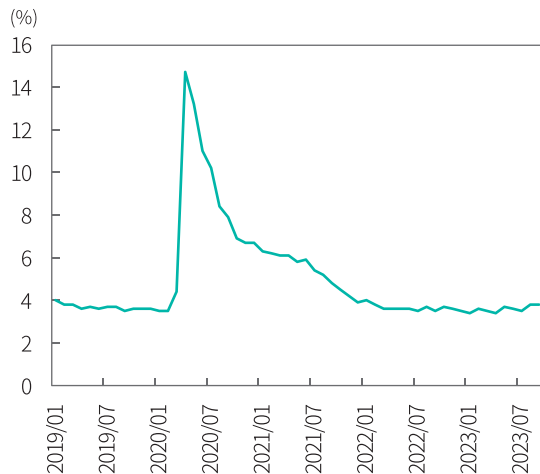
- 경제활동참가율은 아직 코로나19 팬데믹 이전 수준에 도달하지는 못했으나 점진적으로 상승하고 있으며 실업률 또한 3% 중반대(2023년 1~9월 평균 3.6%)에서 안정된 수준을 유지
  - 경제활동참가율: 2020.1월 63.3% → 2021.1월 61.3% → 2022.1월 62.2% → 2023.1월 62.4% → 2023.9월 62.8%
  - 실업률: 2021.1월 6.3% → 2022.1월 4.0% → 2023.1월 3.4% → 2023.9월 3.8%

〈그림 3〉 미국 경제활동참가율



주 : 경제활동참가율은 노동가능인구 대비 경제활동인구  
 자료: FRED

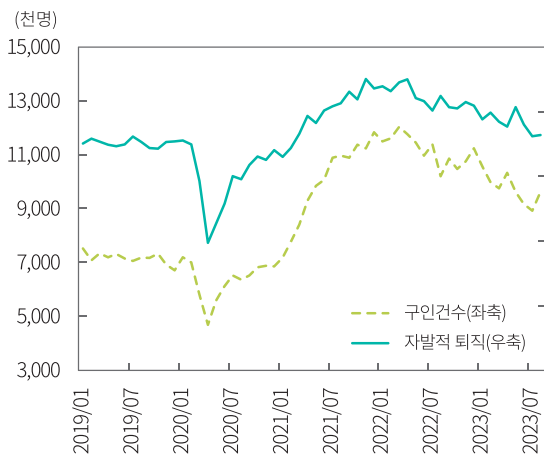
〈그림 4〉 미국 실업률



주 : 실업률은 경제활동인구 대비 실업자수  
 자료: FRED

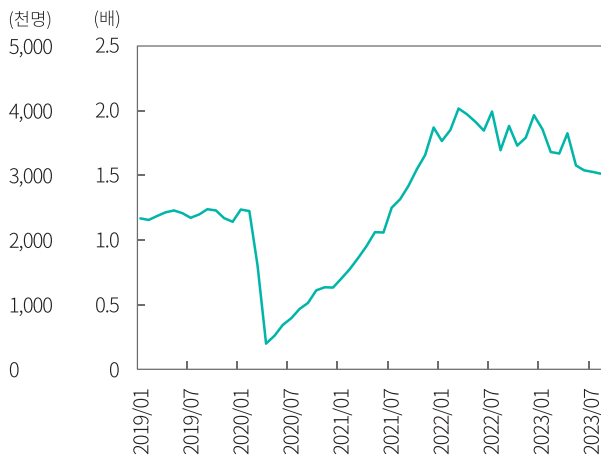
- 미국 기업의 7월 구인건수(892만건)가 지난 4월 이후 3개월 연속 감소하며 2021년 3월 이후 최저치를 기록
  - 다만, 8월 구인건수가 증가세로 반전(961만건, 전월대비 69만건 증가)되었으나 구인건수의 증가가 반드시 노동시장의 재과열을 뜻하는 것은 아니며 노동시장에 흐르는 저류를 보면 여전히 점진적으로 줄어드는 추세라는 시장의 평가<sup>4)</sup>
- 기업의 구인건수 감소와 더불어 노동자의 자발적 퇴직건수 역시 감소 추세를 시현
  - 8월 자발적 퇴직자수는 364만건으로 팬데믹 발생 이전이었던 2019년 12월(354만건)과 유사한 수준
- 이에 따라 노동시장의 경직성 또한 대체로 완화되는 모습
  - 노동시장 경직성(구인건수/실업자수 배율): 2022.12월 1.96배 → 2023.3월 1.67배 → 6월 1.54배 → 8월 1.51배

〈그림 5〉 미국 구인건수 및 자발적 퇴직자수



자료: FRED

〈그림 6〉 미국 노동시장 경직성



주 : 경직성은 실업자수 대비 구인건수

자료: FRED

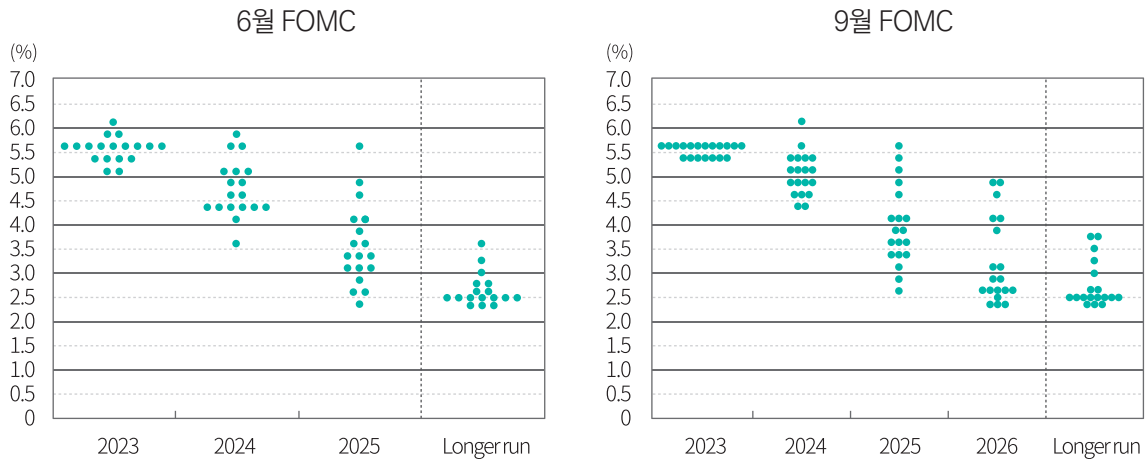
- 노동시장 관련 지표들이 호전 흐름을 보이고 있음에도 불구하고 코로나19 팬데믹 이전과 비교 시 여전히 불균형이 확대된 수준을 나타냄에 따라 연준은 당분간 고금리 정책 기조를 유지할 것으로 예상
  - 연준은 노동시장이 균형을 이루어가고 있다고 평가했으나, 추세 생산성 증가를 추정치를 고려할 때 명목임금이 여전히 2% 인플레이션 목표 달성에 부합하는 수준 이상으로 상승하고 있다고 지적<sup>5)</sup>
  - 또한 9월 FOMC에서는 정책금리가 동결(5.25~5.5%)되었으나 점도표 변화를 통해 연내 한 차례 추가 금리인상 가능성을 시사하고 긴축적 통화정책 유지 입장을 뚜렷하게 전달

4) Axios, 2023. 10. 3, Why you should be skeptical of that job openings number.

5) Fed, 2023. 10. 11, Minutes of the Federal Open Market Committee September 19–20, 2023.

- 2023년 금리전망 중간값은 지난 6월 FOMC와 동일한 5.6%를 기록해 여전히 연내 추가 금리 인상 가능성을 열어두고 있는 것으로 해석
- 2024년 금리전망 중간값은 지난 6월의 4.6%에서 5.1%로 50bp 상향 조정되었고, 2025년 금리전망 중간값 역시 지난 6월의 3.4%에서 3.9%로 50bp 상향 조정

〈그림 7〉 2023년 6월 및 9월 FOMC 금리전망 점도표 변화



자료: Fed

— FOMC 투표권을 가진 윌리엄스 뉴욕연은 총재는 경제 상황 및 통화정책에 대한 연설문을 통해 수급불균형 해소 및 인플레이션 목표 달성을 위해서는 당분간 긴축기조를 유지할 필요가 있다는 입장을 밝힘<sup>6)</sup>

- 최근 노동시장 수급불균형이 개선되고 있으나, 노동공급의 증가가 제한되어 노동시장 균형을 위해서는 추가적인 노동수요 감소가 필요하다고 언급
- 높은 수준의 인플레이션 대응을 위한 통화정책이 의도한 효과를 내고 있지만 목표 달성에는 시간이 걸릴 것으로 평가

□ 노동시장 불균형 완화 정도가 경기 및 물가에 상당한 영향을 미치고, 이를 통해 연준의 향후 통화정책을 가늠할 수 있는 만큼 노동시장의 상황 변화에 대해 지속적인 점검이 필요

선임연구원 장효미

6) Federal Reserve Bank of New York, 2023. 9. 29, Peeling the Inflation Onion, Revisited.

ZOOM  
-IN

## 일본의 공개매수제도 개정 논의 현황

- 일본의 공개매수제도는 2006년 개정 이후 17년만의 검토로 현재 적용되어 있는 제도는 5%를, 1/3를, 전부매수의무가 있으며 시장외거래에 비해 시장내거래에 대한 적용은 제한적
- 최근 M&A 기법의 다양화, 시장내 거래등을 통한 적대적 M&A 사례 증가 등을 이유로 2023년 6월 공개매수제도 규제에 대한 재검토 논의가 시작되었으며 2024년 금융상품거래법 개정안이 발의될 예정
- 공개매수의 적용범위, 일반주주에게 공개매수의 강압성(coercion)을 감소시키기 위한 대책, 규제의 유연화 등이 검토사항으로 논의중
- 국내에서도 글로벌 제도와와의 정합성과 일반 주주보호, 주주평등 원칙 등을 고려하여 의무공개매수제도 재도입에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데, 국내 실정에 적합한 세부적인 규정을 마련할 필요

- 일본의 공개매수제도는 2006년 개정 이후 17년만의 검토로 현재 적용되어 있는 제도는 5%를, 1/3를, 전부매수의무가 있으며 시장외거래에 비해 시장내거래에 대한 적용은 제한적<sup>1)</sup>
  - 공개매수란 불특정 다수의 사람에게 공고를 통하여 주권 매수 등의 신청 또는 매도, 기타 유상양도의 청약을 권유하고, 거래소 금융상품시장 밖에서 주권 등을 매수하는 행위를 말함(금융상품거래법 제27조의 2 제6항)
  - 5%룰(1971년 도입)은 시장외에서 60일 이내 10명 이상으로부터 주권 등의 매수 후 소유비율이 5%를 초과하는 경우 공개매수를 통해 매수해야 함(금융상품거래법 제27조의 2 제1항 제1호)
  - 1/3룰(1990년 도입)은 시장외에서 주권 등의 매매를 한 후 소유비율이 1/3을 초과하는 경우 공개매수에 의해야 함(금융상품거래법 제27조의 2 제1항 제2호)
  - 전부매수의무(2006년 도입)는 매수 후 주권 등의 소유비율이 2/3 이상이 되는 경우 공개매수자는 잔여주주 보유한 모든 주식에 대해 청약의무가 부과됨(금융상품거래법 제27조의 2 제5항)
  - 일본에서의 주식거래는 ‘시장내거래’와 ‘시장외거래’로 구분되며 ‘시장내거래는’ ‘시간내거래’와 ‘시간외거래’로 구분됨

1) 공개매수제도는 의무공개매수제도, 대량소유제한제도, 대량보유보고제도 등과 관련이 있음. 지배권을 확보할 수 있는 정도의 주식을 취득하고자 할 경우 금융상품거래법 제27조의 2 제1항에서는 일정한 요건을 만족하는 주권등의 매매에 대해서 공개매수에 의하여야 함을 규정하고 있으며 강제적(의무적) 공개매수제도라고 함. 우리나라 자본시장법에서 상장회사의 주식 5% 이상을 장외에서 매수하는 경우 공개매수에 의하여 취득하는 것도 일반적으로 의무공개매수제도로 생각할 수 있으나, 통상 의무공개매수제도는 주로 지배권이 이전되는 경우 의무적으로 공개매수를 하는 것을 상정한 일본의 5%룰, 1/3룰이나 유럽의 30% Rule 등을 지칭하는 경우가 많음

— ‘시장외거래’에 대해서는 공개매수제도가 적용되어 거래가 엄격히 규제되고 있으나 ‘시간외거래’는 공개매수제도가 적용되지 않음

〈표 1〉 일본의 주식거래 방식과 공개매수제도 규제의 적용범위

구분	시장내거래		시장외거래
	시간내거래	시간외거래	
거래시간	9:00~11:30 12:30~15:00(15:30*)	단일종목·바스켓거래: 8:20~17:30(18:00*) 종가 거래: 8:20~8:45/11:30~12:15 15:00(15:30*)~16:00(16:30*) 자기주식 시간외거래: 8:45	상시
거래방법	경매	네트워크 상 상대 교섭에 의한 거래	상대거래
공개매수제도 규제 적용	없음	있음	있음

주 : \*는 2024년 11월 5일부터 적용될 예정

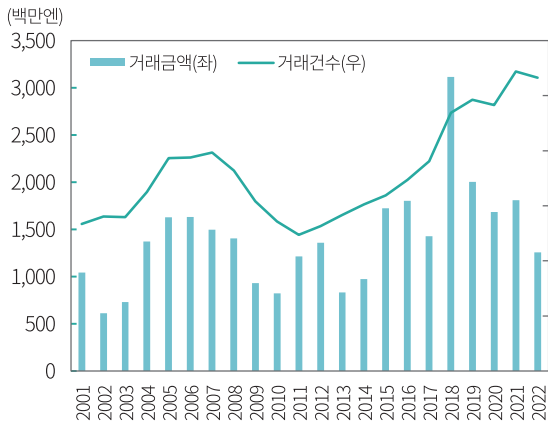
자료: 宮崎哲也, 도쿄증권거래소

□ 최근 M&A 기법의 다양화, 시장내 거래등을 통한 적대적 M&A 사례 증가 등을 이유로 2023년 6월 공개매수제도 규제에 대한 재검토 논의가 시작되었으며 2024년 금융상품거래법 개정안이 발의될 예정<sup>2)</sup>

- 일본기업의 M&A 규모는 2010년 이후 증가추세로 적대적 M&A 또한 증가하고 있는데 최근의 사례를 통해 공개매수제도를 피하기 위한 전략이 아닌가 하는 의문이 제기됨
  - 행동주의 펀드를 중심으로 5%를 이용하여 기업의 지분을 펀드별로 나눠 확보 후 기습 공격하는 울프팩 전략(Wolf Pack Tactics)을 통해 대주주가 되는 사례가 나타남
  - 시장내거래를 통해 의결권의 1/3이 넘는 사례가 생기거나 투자판단에 필요한 정보가 일반 주주에게 충분히 주어지지 않은 채 기업지배권을 장악하는 사례도 있음
- 현행 공개매수제도에서 유가증권시장 내 특정 종목의 주식을 매수하는 행위나 제3자 할당에 의한 신주발행에 대해서는 단기간에 많은 주식을 매수하더라도 공개매수제도의 적용을 받지 않음
  - 주된 이유로는 유가증권시장 내 거래에서 일반 투자자가 알지 못하는 사이에 지배적 지분이 매매되는 상황을 예상하기 어렵기 때문
  - 회사법 제206조의 2에서 제3자 할당으로 의결권의 과반수를 취득하는 경우 주주총회 결의가 필요하기 때문에 특별히 공개매수 규제의 적용대상이 아니었음
- 금융청은 경영지배권에 영향을 미치는 증권거래의 투명성 및 공정성을 확보하는 관점에서 1. 사전의 정보공개와 2. 주주의 평등한 대우를 목적으로 공개매수제도에 대한 개정을 추진중

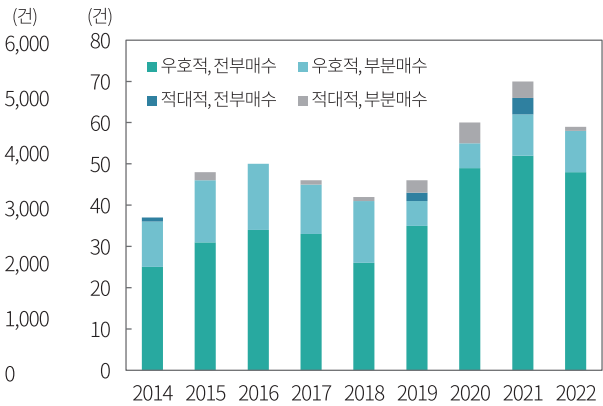
2) 금융심의회에서 논의되고 있는 사항은 ① 공개매수제도 규제의 시장내 거래 등에의 적용범위 확대, ② 대량 보유보고제도의 실효성 확보책, ③실질주주의 투명성 확보 등 3가지가 논의되고 있으며 여기서는 ①에 대해서 정리하였음.

〈그림 1〉 일본의 M&A 규모 추이



자료: Recof Data

〈그림 2〉 일본의 우호적 및 적대적 M&A 추이



자료: 일본 금융청

□ 공개매수의 적용범위, 일반주주에게 공개매수의 강압성(coercion)을 감소시키기 위한 방책, 규제  
의 유연화 등이 검토사항으로 논의중<sup>3)4)</sup>

- (시장내거래) 시장 내 특정매매(ToSTNet, J-NET) 외의 시장내 주식 매수도 일정 기준에 해당할 경우 공개매수 실시를 의무화하는 방향으로 검토되고 있음<sup>5)</sup>
  - 구체적으로는 일정 기간 내에 대상회사 발행주식수의 1/3 이상을 취득하게 되는 경우 공개매수를 실시하는 것이 금융상품거래법상 의무화되는 방향이 될 것으로 보임
  - 요컨대, 단기간에 다수의 주식을 매입하는 행위는 유가증권시장 내에서의 매수라 하더라도 일반 투자자의 투자 판단에 큰 영향을 미치는 것은 변함이 없으므로, 이 경우 공개매수 절차에 따라 매수자의 신원과 매수 목적을 밝히고 매수하라는 취지임
  - 이 기준이 적용되는 기준은 장외 매수인 경우와 마찬가지로 주주총회의 특별결의로 거부권을 행사할 수 있는 소유비율 수준인 1/3 이상으로 보고 있음
- (제3자 할당) 현행 공개매수제도 상 제3자 할당(신주발행)은 의무공개매수의 대상이 아니었으나 적용대상으로 검토중
  - 자사주 매입은 공개매수 규제의 적용을 받고 있고 유럽의 경우 발행형태에 상관없이 공개매수 대상으로 삼고 있기에 국제적 정합성에 따라야 한다는 의견이 있음<sup>6)</sup>
- (규제 유연화) 5%룰은 금융상품거래업자의 경우 완화해야 한다는 의견이 있으며 PTS는 5%룰에서 제외하는 방안을 검토중

3) 金融庁, 2023. 9. 8, 第3回金融審議會公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 事務局説明資料.

4) 金融庁, 2023. 9. 8, 第3回金融審議會公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 参考資料.

5) ToSTNet은 대량매매, 바스켓거래, 종가매매 등 편의성을 제고시키기 위해 1998년 구축한 장외거래 시스템

6) 영국, 독일, 프랑스의 경우 신주발행으로 주식을 매수해 30% 이상의 의결권을 확보한 경우 이전 1년 중 최고가 이상으로 가격을 책정하여 응모주식 전부를 매수해야 함

- 일상적인 영업활동에서 반복적, 지속적으로 매매하는 금융상품거래업자에게 과도하게 제한되는 측면이 있으므로 유동성이 높은 거래의 경우 적용을 제외해야 한다는 의견이 있음
- 현재 일정조건을 충족할 경우에만 공개매수 의무가 면제되는 PTS(Proprietary Trading System)는 5%를 적용 제외를 검토중<sup>7)</sup>

— 유럽과 같이 사후적 규제로의 적용으로 검토되고 있음

- 일본에서는 5%나 1/3과 같이 소유비율의 일정 기준에 의한 매수 자체에 규제를 적용하고 있으나 유럽에서는 주식을 취득하여 일정요건에 이르게 된 경우 잔여주식 전부에 대한 공개매수가 의무화됨
- 예를들어, 영국에서 공개매수 의무가 발생하는 경우는 1. 공동행위자와 함께 30% 이상의 의결권을 보유하게 된 경우 2. 공동행위자와 함께 의결권 30-50%를 보유한 상태에서 추가적으로 의결권을 늘리는 경우임
- 잔여주식 전부에 대해서 공개매수제외는 하지만 잔여주식 전부를 실제 매수할 필요는 없고, 50% 이상의 의결권만 확보하면 공개매수가 완성되며 이미 50%이상 소유자는 공개매수에 의하지 않고도 잔여주식을 취득할 수 있음

— (강압성 감소) 일반주주는 2단계 합병(two-tier merger) 또는 불충분한 정보로 공개매수 응모의 압박을 받게 되는 강압성의 위험에 빠질 수 있음이 지적됨

- 공개매수자가 1단계 공개매수에서 주식을 매각하지 않은 주주에게 2단계 교부금 합병에서 1단계보다 불리한 조건으로 대가를 지급함을 발표하면, 불리한 대가를 받는걸 두려워한 일반주주는 1단계 공개매수에 응할 수 있음
- 또한 불만이 있어도 공개매수자가 지배권을 갖게 되었을 때 입게되는 불이익을 피하고 싶어 공개매수에 응할 수 있음
- 따라서 1. 전부매수 의무의 값(2/3)을 인하하는 조치
- 2. 공개매수기간을 ① 응모기간과 ② 추가 응모기간으로 나누는 것을 의무화하는 조치<sup>8)</sup>
- 3. ① 공개매수에 응모할지 여부의 의사표시와 ② 공개매수에 대한 찬부 의사표시를 구분하여 ②에 대해 찬성이 반대를 웃도는 경우(또는 주주총회에서 과반수의 찬성이 있었을 경우)에만 공개매수의 실시를 인정하는 취지의 조치 등을 고려하고 있음

7) 투자자보호의 관점에서 거래수량, 시세, 약정공표, 경쟁매매에 의한 가격 형성의 확보, 개인투자자를 포함해 참가가 용이한 것

8) 응모기간은 일반주주들이 응모할지를 여부를 결정하는 기간으로 기간이 짧을수록 주식매도에 대한 강압성은 커지기 때문임

〈표 2〉 각국의 공개매수제도와의 비교

	미국	영국 및 EU(독일, 프랑스)	일본
5%룰	있음	없음	없음
1/3룰	없음	있음(30%)	있음(30%)
기본적 구조	일정 매수의 경우 필요*	일정수량 이상으로 의결권에 영향을 줄 수 있는 경우 전체주식에 대해 필요	소유비율 기준의 매수에 필요
전부매수의무	없음	있음 <sup>1)</sup>	2/3 이상인 경우
시장내거래	해석에 따름	있음	없음
제3자할당	없음	있음	신주발행의 경우 제외
최저가격규제	없음	있음	없음

주 : 미국은 판례상 일반주주에 대해 권유 여부의 범위나 적극성 등의 요소를 종합적으로 고려하여 판단하는 것으로 알려짐  
 자료: 금융청

□ 국내에서도 글로벌 제도와의 정합성과 일반 주주보호, 주주평등 원칙 등을 고려하여 의무공개매수 제도 제도입에 대한 논의가 본격화되고 있는 가운데, 국내 실정에 적합한 세부적인 규정을 마련할 필요

- 국내 의무공개매수제도는 1997년 도입됐으나 기업 구조조정 지연을 이유로 1년만에 폐지, 일반주주의 권리가 제대로 보호되지 못하고 있다는 지적이 제기되어 재도입을 추진하고 있음<sup>9)</sup>
  - 금융당국이 재추진하는 의무공개매수 제도는 1997년과 유사하며, 지분율이 25% 이상 보유한 최대주주가 되는 경우 '50%+1주' 이상을 공개매수하도록 하는 것으로 매수가격은 지배주주와 동일한 가격임
  - M&A시장 활성화 등을 고려해 의무공개매수 제도 도입과 함께 추가적인 제도 개편 및 보완도 이루어질 것으로 보임
- 일본의 경우 유럽식으로 개정을 추진하여 주주보호 측면을 더욱 강화하고자 하고 있으며 국내에도 세부 규정 마련시 이러한 측면을 고려할 필요가 있음
  - 일본의 공개매수제도는 유럽보다 완화된 형태로 적용되고 있었으나 공개매수 적용범위의 확대 및 주주 강압성 감소 방안 등을 고려하여 일반주주 보호를 통해 시장의 투명성과 공정성을 확보해야 함을 강조하고 있음
  - 이렇게 세계적으로 주주보호가 강화되는 추세에 향후 재도입될 국내에도 지배권 취득 목적으로 하는 거래 측면에서 공개매수제도의 적용사항을 고려하여 세부적인 제도가 마련되어야 할 것으로 보임

선임연구원 여밀림

9) 자세한 내용은 '홍지연, 2022, 국내 의무공개매수제도 도입 논의 및 글로벌 현황, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-25호'를 참고.