

KCMI

Korea Capital
Market Institute

주식과세제도의 개선방향에 관한 연구

김갑래 | 김준석 | 황세운



김갑래 (Kab Lae Kim, SJD.)

연구위원 / 법학 박사

연구분야

- Securities Regulation
- Corporations
- Venture Capital
- CSR
- RI

김준석 (Joon-Seok Kim)

연구위원 / 재무학 박사

연구분야

- Market Microstructure
- Corporate Finance

황세운 (Seiwoon Hwang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Fixed Income Securities & Derivatives
- Corporate Finance
- Corporate Taxation

주식과세제도의 개선방향에 관한 연구

2014. 9.

연 구 위 원 김 갑 래

연 구 위 원 김 준 석

연 구 위 원 황 세 운

序 言

2008년 글로벌 금융위기와 최근의 유럽 재정위기가 전 세계 경제에 준 충격의 여진은 여전히 가라앉지 않고 있다. 금융과 재정부문에서 시작된 위기는 실물경제로 전이되어 경기의 침체로 이어지고 있으며, 위기에 대한 대응 과정에서 각국의 재정지출이 크게 증가한 상황이다. 우리나라도 상황은 크게 다르지 않다. 위기대응을 위한 재정지출 뿐만 아니라 복지수요에 따른 재정지출도 계속 확대되고 있다. 조세수입이 확보되지 않는 상태에서 재정지출이 지속적으로 늘어난다면 우리도 유럽의 전철을 따라갈 수밖에 없다는 점에서 추가적인 세원확보를 통해 재정의 안정성과 지속가능성을 도모해야 한다는 주장이 힘을 얻고 있다.

국내에서 주식과세제도의 변경, 즉 자본이득세 과세범위 확대에 대한 논의는 오래전부터 있어왔는데, 최근의 경제상황과 맞물리면서 논의가 더욱 활발하게 이루어지고 있다. 조세형평성 제고의 당위성을 고려할 때 주식에 대한 자본이득세 과세범위 확대에 반론을 제기하기는 어렵다. 이미 부동산이나 채권에 대해서는 자본이득세가 부과되고 있으나, 자본이득세는 비상장주식, 장외거래 주식, 그리고 대주주의 상장주식에 대해서만 제한적으로 부과되고 있다. 상장주식에 대해 자본이득세를 면제한 것은 주식시장을 육성하려는 목적에서였으나, 현재 우리나라 주식시장의 양적, 질적 발전수준을 고려할 때 이러한 논리는 더 이상 유효하다고 보기 어렵다.

다만 이론적 논의와 외국의 경험을 토대로 볼 때 주식에 대한 자본이득세의 적용범위 확대는 주가와 유동성에 충격을 줄 우려가 있다는 점을 간과해서는 안된다. 또한 자본이득세의 확대와 함께 기존의 거래세를 감면 또는 폐지하거나 자본손실에 대해 통산을 허용할 경우에는 오히려 세수가 줄어들 가능성도 있다. 따라서 자본이득세의 확대는 단순히

세원확대 차원에서 접근할 수 있는 사안이 아니며, 시장에 대한 충격과 세수에 대한 영향이 면밀히 검토된 후 정책 목적에 따라 체계적인 방식으로 이루어져야 할 것이다.

본 보고서에서는 자본이득세의 법이론적 특성과 경제적 영향을 살펴 보고 모형을 기반으로 거래세와 비교분석한다. 아울러 자본이득세의 적용범위를 확대할 경우 나타날 수 있는 주가와 유동성의 변화 그리고 세수의 변화를 검토하고 있다. 이를 통해 국내 주식과세제도 개편을 둘러싼 현재의 논의를 평가하고 향후 바람직한 정책방향에 대한 시사점을 제공하고자 한다. 국내 주식과세제도의 변경 논의에 있어 본 보고서가 충분히 활용될 수 있기를 기대한다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 김갑래 연구위원, 김준석 연구위원, 황세운 연구위원에게 감사드린다. 또한 본 보고서의 지정논평을 맡아준 강소현 연구위원과 보고서 편집에 도움을 준 박미영, 임수아 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2014년 9월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xii
I. 서론	3
II. 주식 자본이득세에 관한 법이론적 쟁점	7
1. 자본이득의 개념과 자본이득 과세	7
2. 자본이득 과세와 조세의 형평성 및 중립성	10
3. 자본이득 과세에 관한 입법정책적 고려사항	13
4. 소결	16
III. 주식의 자본이득 과세제도	19
1. 우리나라 주식 자본이득 과세제도	19
2. 주요국 주식 자본이득 과세제도	23
3. 소결	32
IV. 자본이득세의 경제적 영향	37
1. 자본이득세가 자산구성에 미치는 영향	37
2. 자본이득세가 투자·자본조달에 미치는 영향	44
3. 자본이득세가 주가에 미치는 영향	47

V. 모형을 통한 자본이득세와 거래세 비교	63
1. 주식에 대한 자본이득세 과세효과	66
2. 주식에 대한 거래세 과세효과	70
3. 세제와 기업의 자본축적	72
4. 일반균형모형을 통한 비교	76
VI. 주식 자본이득세의 세수추정	87
1. 자본이득세수 추정모형	88
2. 추가가정과 자료구성	93
3. 모형의 추정결과	96
VII. 결론	127
참고문헌	133

표 목 차

<표 III-1> 우리나라 주식 양도차익 과세제도	23
<표 III-2> 주요 국가별 개인 주식 양도차익에 대한 과세방식	28
<표 III-3> 주요 국가별 개인 주식 양도차손의 처리방식	31
<표 VI-1> 추정대상종목의 기초통계량	96
<표 VI-2> 보유기간모형 추정결과	99
<표 VI-3> 종목별 · 투자자유형별 평균보유기간	102
<표 VI-4> 장기자본손익의 비중	103
<표 VI-5> 증권거래세 규모	104
<표 VI-6> 자본이득세 추정: 손실비공제	106
<표 VI-7> 자본이득세 추정: 손실완전공제	110
<표 VI-8> 자본손익실현의 감소에 따른 자본이득세 변화	120
<표 VI-9> 수익률 하락에 따른 자본이득세 변화	122

그림 목 차

<그림 IV-1> 주식의 자본이득세 효과	46
<그림 IV-2> 자본화효과에 따른 주식 수요·공급의 변화	50
<그림 IV-3> 동결효과에 따른 주식 수요·공급의 변화	52
<그림 IV-4> 자본화효과와 동결효과에 따른 주식 수요·공급의 변화·53	
<그림 V-1> t 의 증가에 따른 $Sign[A_i]$ 의 변화 형태	69
<그림 V-2> 세율의 상승이 기업 자본축적에 미치는 영향	75
<그림 V-3> 거래세율과 세수와의 관계	82
<그림 VI-1> 추정대상종목의 주가 및 거래량 추이	98
<그림 VI-2> 보유기간모형 추정결과	101
<그림 VI-3> 자본이득세와 증권거래세 추이	113
<그림 VI-4> 세율별(자본이득세-증권거래세) 추이	116

《 Executive Summary 》

“소득 있는 곳에 과세 있다”는 조세형평성의 관점에서 주식과 세제도 개선에 대한 논의는 오래 전부터 있어왔으나, 최근 경제상황 악화로 재정지출이 확대되면서 관련 논의가 새롭게 부각되고 있다.

현재 이자소득이나 채권의 자본이득에 대해서는 자본이득세가 과세되고 있으나, 주식에 대한 자본이득세는 비상장주식거래, 장외거래, 상장주식 대주주 거래에 한해 제한적으로 과세되고 있다. 이는 조세형평성을 저해할 뿐만 아니라 세제상 유리한 자산에 자금이 집중되도록 함으로써 자원배분의 효율성을 떨어뜨려 조세중립성을 저해하는 결과를 낳는다. 지금까지 상장주식 자본이득에 대해 비과세를 유지해온 것은 주식시장의 발전이라는 정책목표를 우선했기 때문인데 현재 한국 주식시장의 양적·질적 발전수준을 고려할 때 비과세를 지속적으로 유지할 명분은 약화된 상황으로 평가된다.

주식 자본이득세를 확대하는 방안을 수립함에 있어 가장 중요한 것은 자본이득세가 주식시장에 미치는 영향과 세수에 미치는 영향을 종합적으로 고려하는 작업이다. 주식 자본이득세의 도입은 주가의 하락과 유동성의 위축으로 이어질 수 있고 세수의 증가폭이 크지 않을 것이라는 우려가 제기되고 있다. 자본손실의 상계를 허용하거나 거래세를 축소 또는 폐지할 경우 주식시장에 미치는 영향은 완화될 수 있겠으나 세수를 감소시키는 요인이 된다.

본 보고서에서는 자본이득세의 국내외 도입현황을 점검하고 자본시장에 미치는 경제적 영향을 다각적으로 분석하고 있다. 또한

자본이득세를 확대시 나타날 세수의 변화를 추정하고 거래세와 비교분석한다. 이와 같은 내용을 토대로 자본이득세 과세범위 확대를 추진할 때 고려해야 할 사항들을 제시하고 있다.

자본이득세의 도입은 자산구성, 주가 및 거래량에 영향을 미칠 수 있다. 자산의 유형에 따라 세금부담이 다를 경우 자산구성은 세후수익률에 영향을 받게 된다. 만약 자본자산에는 세금이 부과되지 않고 이자소득에 대해서는 누진세율에 따라 세금이 부과된다면, 고세율 투자자는 상대적으로 자본자산을, 저세율 투자자는 상대적으로 부채자산을 선호하게 된다. 이는 자금배분의 효율성을 저해하는 결과를 낳을 수 있다. 또한 자본이득세 도입은 자본화효과와 동결효과를 일으켜 주가 및 거래량에 영향을 미친다. 자본화효과에 의하면 주식매수자는 미래의 자본이득에 대해 부과될 세금에 대한 보상으로 높은 수익률을 요구한다. 따라서 자본이득세율의 인상은 수요곡선을 하향 이동시켜 주가하락과 거래량 감소를 유발한다. 세율변화가 클수록, 그리고 미래의 현금흐름이 배당보다 자본이득으로 실현되는 비중이 높을수록 이 효과는 더욱 크다. 동결효과에 의하면 주식매도자는 자본이득에 부과될 세금에 대한 보상으로 높은 가격을 요구하게 된다. 따라서 자본이득세율의 인상은 공급곡선을 상향 이동시켜 주가상승과 거래량 감소를 유발한다. 세율변화가 클수록, 그리고 주가상승으로 자본이득의 규모가 큰 시기일수록 이 효과는 더욱 크다. 자본화효과는 미래 자본이득에 대한 기대에 의해 발생하고 동결효과는 자본이득의 실현시점에 발생하므로 자본화효과는 자본이득세율의 변화 이전에, 동결효과는 변화 이후에 나타날 가능성이 높다.

이론 모형을 통해 자본이득세와 거래세를 비교해보면, 어느 하나의 세제가 우월하다고 단정할만한 근거는 나타나지 않는다. 기업의 자본축적 측면에서는 자본이득세와 거래세 모두 기업의 자본축적 유인을 감소시키는 결과로 나타난다. 주가에 대한 영향 측면에서는 거래세는 주가를 하락시키는 반면 자본이득세는 배당의 지급시점과 규모에 따라 주가에 미치는 영향이 다르다. 거래세는 자본이득 규모에 영향을 주지 않으므로 배당시점과 상관없이 주가를 하락시킨다. 그러나 자본이득세는 신생·벤처기업과 같이 가까운 미래보다는 먼 미래의 배당 비중이 큰 기업의 주가를 더욱 하락시키는 효과를 갖는다. 세수 측면에서 볼 때, 자본이득세는 세수의 감소를 초래하는 것으로 나타나는 반면 거래세는 세율수준에 따라 세수에 대한 영향이 다르다. 이론적 정상상태를 가정할 때, 자본이득세율의 상승은 최적자본량을 감소시켜 배당금의 감소, 세수의 감소로 이어진다. 거래세율이 상승할 경우에는, 실효세율이 증가하여 세수가 증가하는 효과와 자본량 감소로 세율이 축소되어 세수가 감소하는 효과가 복합적으로 나타난다.

주식 자본이득세 도입에 따른 세수를 추정한 결과에 따르면, 자본이득세를 확대한다고 해서 세수가 증가한다고 보기 어렵다는 결론에 도달한다. 보유기간 모형을 이용, 선별된 5개 유가증권시장 상장종목에 대해 2007년부터 2011년까지 5년간의 세수를 추정하였다. 장단기(투자기간 1년을 기준으로 구분) 자본이득세율이 동일하다고 가정하면, 손실공제를 허용하지 않을 경우 자본이득세율이 7.37%, 손실전액에 대해 공제가 허용될 경우 자본이득세율이 약 17.02% 일 때 현재의 거래세수와 동일한 자본이득세수가 확보되는

것으로 나타난다. 장기투자에 대해 우대세율을 적용하여 장기자본이득세율이 단기자본이득세율의 절반이라고 가정하면, 손실비공제의 경우 단기자본이득세율이 8.33%, 손실완전공제의 경우 단기자본이득세율이 약 23.20%일 때 현재의 거래세수와 동일한 자본이득세수가 확보되는 것으로 나타난다. 자본이득세수의 변동성은 손실완전공제의 경우가 손실비공제의 경우보다 크며, 어떤 경우에서도 자본이득세수의 변동성이 거래세수의 변동성보다 크다.

자본화효과와 동결효과에 따라 거래량이 감소된다면 자본이득세수는 추가로 감소한다. 장기자본이득세율이 단기자본이득세율의 절반이고 손실은 전액 공제된다고 가정하면, 거래량이 1% 하락할 때마다 단기자본이득세율을 0.26% 상향조정해야 자본이득세수와 거래세수가 동일해지는 것으로 추정된다. 즉, 거래량이 10% 감소한 상황에서 거래세수 만큼의 자본이득세수를 확보하려면 단기자본이득세율을 23.20%에서 25.79%로 높여야 한다는 것이다.

기존의 국내 자본이득세율 수준, 장기자본이득에 대해 우대세율이 적용될 가능성이 높다는 점, 손실공제가 허용될 가능성이 높다는 점을 고려하고, 주식거래세를 폐지한다고 가정하면, 자본이득세가 확대가 전체 세수의 증가로 이어진다고 보기 어렵다. 세수확보를 위해서 세율을 올릴수록 자본화효과와 동결효과는 커지게 되고, 거래량은 추가로 감소하여 세수는 감소한다. 세율인상이 세수 감소로 이어지는 딜레마가 존재하는 것이다. 또한 국내 상장기업의 경우 배당수익률이 상대적으로 낮아 자본이득세 도입으로 인한 시장충격이 클 가능성이 높다는 점도 간과해서는 안된다.

이상의 논의를 종합하면, 자본이득세 적용범위의 확대는 추가적 세원 마련이라는 목적이 아니라 어디까지나 '조세형평성의 제고'의 차원에서 논의되어야 하며, 시장에 대한 충격을 완화할 수 있도록 단계적인 방식으로 도입되어야 한다. 이를 위해서는 우선 자본이득세의 세율과 과세범위를 완만하게 증가시키고 동시에 현행의 거래세는 단계적인 축소 또는 폐지하는 것이 바람직하다. 자본이득세로 인한 시장충격을 완화하고, 거래비용을 감축시킴으로써 시장유동성의 감소를 억제하며, 투자자의 과도한 세금부담을 덜어줄 필요가 있다. 또한 손실상계가 허용되어야 한다. 조세형평성의 원칙에 입각할 때 손실상계를 허용하는 것이 합당하며, 손실상계는 세후기대수익률 하락을 줄여 주식시장에 미치는 충격을 완화하는 데에도 도움이 된다. 마지막으로 종합과세보다는 분리과세가 바람직하며 장기투자에 따른 자본이득에 대해서는 우대세율을 적용할 필요가 있다. 종합과세는 대개 누진세율이 적용되므로, 특히 장기자본이득의 경우 일시에 과도한 세부담이 발생할 수 있다. 자본이득이 특성상 인플레이션에 따른 장부상의 이득일 수 있다는 점도 고려해야 한다. 장기자본이득에 대한 우대세율은 장기투자를 유도하는 데에도 기여할 수 있을 것이다.

« Abstract »

**A Study on the Taxes in Korean Stock Markets:
Transaction Tax vs. Capital Gains Tax**

While capital gains taxes are imposed comprehensively on bonds and real estate in Korea, they are imposed on stocks selectively based on the listing status and the investor type. This selective taxation system might undermine tax fairness and distort the resource allocation, consequently lowering the overall market efficiency. The reason for this selective tax benefits on capital gains is to facilitate the Korean stock market. However, given the current level of stock market development both in qualitative and quantitative measures, it is arguable to maintain the current selective tax benefit for non-controlling investors trading in stock exchanges.

When the government plans to expand the taxation base for capital gains on stocks, the most important thing to evaluate is its impact on the stock market and tax revenue. Requiring non-controlling investors to pay taxes on capital gains realized by trading in a stock exchange can cause overall stock prices to fall. In addition, market liquidity can dry up to a certain degree. These undesirable effects imply that the actual tax revenue may not increase as much as the government expects. If capital losses are offset or transaction tax is removed along

with the capital gains tax, the negative impact on the stock market will be alleviated. However, it can also lower the tax revenue at the same time.

This study examines the market environment for the general taxation on capital gains of stocks and its impact on the Korean stock market. It uses economic models and quantitative analysis to estimate the changes in tax revenue and also to compare the consequences of taxation on capital gains of stocks with the consequences of taxation on stock transactions.

General taxation on capital gains of stocks may cause paradigm shifts in asset allocation, stock price, and trading volume. If tax burdens differ according to asset category, the overall asset allocation will be determined by the after-tax rate of return. If the progressive tax rates apply to interest income but not to gains on capital assets, investors in high tax brackets will prefer capital assets to interest-bearing assets. In the same context, investors in low tax brackets will prefer interest-bearing assets. This can undermine efficiency in asset allocation.

The capital gains tax on stocks may change stock prices and trading volume through capitalization effect and lock-in effect. Due to the capitalization effect, stock buyers require a higher rate of return as compensation for the future tax burden on the capital gains. As a result, a hike in the capital gains tax rate shifts the demand curve for stocks downward, which results in

a fall in stock prices and trading volume. The more the interest rate changes, the stronger the effect.

Owing to the lock-in effect, stock sellers require higher prices of stocks in return for the current tax burden on capital gains. Hence, a rise in the capital gains tax rate moves the supply curve for stocks upward, which brings about a rise in stock prices and a fall in trading volume. The more the interest rate changes or the bigger the size of the capital gains, the stronger the effect. While the capitalization effect comes from the expectation of future capital gains, the lock-in effect is based on the current realized capital gains. This implies that the former is likely to take place before the tax rate change and the latter after the change.

When we compare the capital gains tax with the transaction tax by economic model, we do not reach any solid conclusion on which tax system works more efficiently. With regard to the firms' capital accumulation, both taxation schemes diminish the incentives for capital accumulation. In terms of stock prices, the transaction tax clearly drives down the prices, while the impact of the capital gains tax on the price varies depending on the timing and size of dividend payments. Because the transaction tax does not affect the size of capital gains, the stock prices fall regardless of the timing of dividend payments. However, the capital gains tax has a more negative impact on the stock prices

of venture start-ups whose dividend payments are expected far off in the future than on the stock prices of seasoned companies whose dividend payments are expected in the near future. As for the government's tax revenue, the capital gains tax is likely to result in lower revenue, while the impact of the transaction tax on the revenue differs according to the level of the tax rate. Theoretically, the increase in the capital gains tax rate would reduce the size of overall dividend payments and tax revenue by lowering optimal capital accumulation. The higher transaction tax rate would result in both effects of an increase and decrease in tax revenue. The increase in the effective tax rate would drive up tax revenue, while the decrease in capital accumulation would cut tax revenue.

Assuming that the capital gains tax replaces the current transaction tax, we find that tax revenue may not grow. Based on the holding period model, we selected 5 representative companies listed in KRX to estimate tax revenue for 5 years from 2007 to 2011. Assuming the tax rates on long-term (typically longer than 1 year) investment and on short-term investment are the same, we find that the capital gains tax rate should be at least 7.37% in order to collect as much tax revenue as the current transaction tax does if the capital losses cannot be offset against the capital gains. If full capital losses can be offset, the capital gains tax rate should go up to 17.02%.

Assuming that long-term stock holdings get a favorable tax rate (half of the short-term rate), we find that the capital gains tax rate should be 8.33% for the short-term rate without rules for offsetting in order to reach the current tax revenue level under the transaction tax system. With full offsetting rules, the short-term rate climbs to 23.2%. The volatility in capital gains tax revenue is greater with full offsetting rules than without them and always exceeds that of the transaction tax.

Tax revenue drops even more if trading volume shrinks due to the capitalization effect and the lock-in effect. Assuming that the short-term rate is twice as high as the long-term rate and the capital losses are fully offset, a 1% drop in trading volume calls for an additional 0.26% increase in the short-term capital gains tax rate to recover the tax revenue losses.

Considering the current capital gains tax rate, the adoption of a favorable tax rate on long-term holdings and offsetting rules, and the total replacement of the transaction tax with the capital gains tax, we conclude that the general application of the capital gains tax will not achieve tax revenue enhancement. The higher the capital gains tax rate, the larger the capitalization effect and lock-in effect. A decline in trading volume even reduces tax revenue. Ironically, this implies that a rise in the tax rate can result in a tax revenue fall. It is important to recognize that the general capital gains tax system

is likely to have a more sizable market impact because the overall dividend yields for companies listed in KRX are relatively low.

The full-scale introduction of the capital gains tax system, as a policy goal, should be clearly set for the sake of enhancing tax fairness and not for raising tax revenue. This is because, as this study finds, the capital gains tax is not an efficient policy tool for increasing tax revenue. To minimize any undesirable market impact, it is necessary to take a stepwise approach to the full-scale introduction of the capital gains tax system. Gradual increases in the tax rate and the taxation scope is advisable. Removal of the transaction tax is also necessary since it will diminish the negative market impact on prices and liquidity. It is reasonable to allow the offsetting of capital losses as it prevents the after-tax rate of return from falling too much. For smooth transition to the full-scale taxation on capital gains of stocks, separate taxation can be better than the taxation of total income. Also, favorable tax rates on long-term stock holdings should be considered.

I. 서론

I. 서론

2008년의 글로벌 금융위기와 이어진 유럽의 재정위기는 전 세계 경제에 큰 충격을 가하였다. 금융과 재정부문에서 발생한 위기는 빠른 속도로 실물경제에 전이되었고 급격한 경기침체를 야기하였다. 생산과 소비는 크게 위축되었고 실업률은 기록적인 수준을 기록하였다. 위기상황에 대한 적극적인 대응과정에서 많은 국가들은 경기부양을 위한 재정지출을 크게 증가시킬 수밖에 없었다.

우리나라도 위기의 충격을 완화하고 경기를 활성화하기 위하여 정부지출을 적극적으로 확대하는 정책을 시행하였다. 위기대응을 위한 일시적인 재정지출 이외에도 정부의 재정지출 규모는 지속적으로 확대될 전망이다. 특히 복지와 관련된 예산의 지속적인 증가는 재정지출 확대의 중요한 요인이 될 것으로 보인다. 재정의 안정성과 지속가능성을 고려할 때 재정지출 증가에는 추가적인 세원의 확보가 수반되어야 한다. 조세수입이 확보되지 않는 상황에서 재정지출이 빠른 속도로 늘어나게 된다면 우리나라도 결국 유럽 재정위기의 전철을 따라갈 수밖에 없기 때문이다. 이러한 이유에서 전반적인 세율의 인상과 새로운 세원의 확보가 중요한 과제로 떠오르게 되었다.

국내에서 주식과세제도 변경에 관한 논의는 오래전부터 있어 왔으나, 최근의 글로벌 경제상황의 변화에 따라 관련 논의가 다시 부각되고 있다. 사실, 공정과세를 통한 조세의 형평성 제고라는 명제의 당위성을 고려할 때 주식에 대한 자본이득세의 적용범위 확대에 반론을 제기하기는 어렵다. 채권 및 부동산에 대해서는 이미 자본이득세가 부과되고 있고, 비상장주식, 장외거래 주식, 그리고 대주주가 보유한 상장주식에 대해서도 자본이득세가 부과되고 있음은 주지의 사실이다. 우리나라의 GDP, 무역규모, 주식시장 규모, 자본시장의 개방도, 금융거래 인프라 등을 중

4 주식과세제도의 개선방향에 관한 연구

합적으로 고려해 볼 때 자본이득세를 확대할 환경은 충분히 갖추어져 있다고 판단된다. 주식시장 육성이라는 자본이득세 면제의 명분은 더 이상 내세우기 어렵다.

다만 자본이득세의 적용범위를 대주주가 아닌 일반투자자의 상장주식까지 확대할 경우, 세후기대수익률의 하락으로 인해 주가가 하락하고 자본이득의 실현을 회피하게 되면서 유동성이 감소할 것이라는 우려가 높다. 이러한 부정적인 영향을 줄이기 위해서 기존의 거래세를 감면 또는 폐지하거나 자본손실에 대해 통산을 허용하는 방안 등이 고려될 수 있는데, 이 경우 세수가 오히려 감소할 가능성도 배제할 수 없다. 자본이득세가 시장과 세수에 미치는 영향이 크고 복잡적이어서 조세형평의 달성과 세원의 확대라는 정책목표의 달성을 위해서는 넘어야 할 산이 많다.

본 보고서는 다음과 같이 구성된다. 먼저 II장에서는 주식의 자본이득세에 관한 다양한 법이론적 쟁점을 살펴보고 III장에서는 국내외 주식과세제도의 현황과 특성을 살펴본다. IV장에서는 기존 문헌연구를 토대로 자본이득세가 투자자의 자산구성, 기업의 투자 및 자본조달, 주가에 미치는 영향을 정리한다. V장에서는 이론적 모형을 토대로 자본이득세와 거래세를 비교분석하고 VI장에서는 보유기간모형을 바탕으로 주식에 대한 자본이득세가 확대 적용될 경우 세수의 변화를 추정한다. 마지막으로 VII장의 결론에서는 연구의 결과를 종합하여 정책적 시사점을 제시한다.

II. 주식 자본이득세에 관한 법이론적 쟁점

1. 자본이득의 개념과 자본이득 과세
2. 자본이득 과세와 조세의 형평성 및 중립성
3. 자본이득 과세에 관한 입법정책적 고려사항
4. 소결

II. 주식 자본이득세에 관한 법이론적 쟁점

주식에 대한 과세는 크게 거래세와 자본이득세로 나누어 볼 수 있는데, 한국에서 거래세는 모든 주식거래에 대해 부과되고 있으며 자본이득세는 비상장주식의 거래, 장외 주식거래, 대주주가 보유한 상장주식의 거래 등에 대해서만 제한적으로 부과되고 있다. 따라서 한국 주식과세제도의 변경은 사실상 자본이득세의 적용범위를 현행보다 확대하는 것에 초점이 맞춰져 있다. 이러한 맥락에서 먼저 자본이득 과세에 대한 법이론적 쟁점을 소개한다.

1. 자본이득의 개념과 자본이득 과세

일반적으로 자본이득이란 자본자산(capital assets)의 처분에서 발생하는 이익 즉, 자산의 취득가액과 양도가액의 차액을 의미한다. 자본이득은 규칙적·계속적으로 발생하는 경상소득(ordinary income)과 달리 자본자산의 처분에 의해 불규칙적·우발적으로 발생하는 소득이다. 경상소득으로서의 이자, 배당 등 자본소득은 정기적으로 과세가 가능함에 비해, 자본이득은 처분에 의해 가치증가분이 실현되는 시점에 과세가 가능하다는 차이가 있다. 따라서 자본이득의 성질상 자본이득세는 본질적으로 소득세적 특성과 실현주의(realization basis) 과세적 특성을 가지고 있다. 이러한 특성으로 인해 자본이득의 과세 여부 및 세제상 특별한 취급에 관하여 역사적으로 논란이 있어 왔다.

일반적으로 소득세는 과세대상으로 적합한 일정기간의 과세소득(taxable income)을 과세대상으로 하고 있다. 과세소득은 소득의 파악 및

측정상의 한계, 공공정책상의 이유로 인해 지역별·시대별로 그 범위를 달리하고 있다. 자본이득의 과세범위는 자본이득의 정의에 따라 달라지는데 이에 대해 순자산증가설(Net Accretion Theory: Reinvermögenszugangstheorie)과 소득원천설(Source Theory: Quellentheorie)간의 논쟁이 시사하는 바가 크다.

순자산증가설은 독일의 법학자인 Georg von Schanz가 1890년대에 제시한 이후, 미국의 경제학자인 Robert M. Haig와 Henry C. Simons에 의해 1920~1930년대에 이론적으로 정립되었다. 이후 David F. Bradford 등의 학자들은 Schanz-Haig-Simons(일명 “SHS”)의 순자산증가설을 정리하여, 소득을 ‘일정 기간 동안의 부(wealth)의 시장가치 변화’로 정의하였다.¹⁾ 순자산증가설에 따른 소득, 즉 SHS 소득은 일정 기간 동안의 재산권의 재고가치의 변화와 더불어 소비된 권리의 시장가치를 포함한다.²⁾ 예를 들어, 납세자 A가 납세연도의 연봉 7,000만원 중 5,000만원을 소비하고 2,000만원을 은행에 예금하였다고 하자. 그리고 보유한 주식의 가치가 납세연도 동안 2,000만원 증가하였다고 하자. 이 때 A의 소비는 5,000만원, 부의 변화는 4,000만원(예금 증가액 2,000만원과 주식가치 증가액 2,000만원)이므로 A의 SHS 소득은 총 9,000만원이 된다. 순자산증가설에 의하면 경상소득 이외에 반복적으로 발생하지 않는 자본이득도 과세소득에 포함된다.

소득원천설은 Bernhard Fuisting 등이 주장한 이론으로서, 일정한 소득원천에서 계속적·반복적으로 발생한 수익 중 비용을 제외한 부분만을 과세소득으로 본다.³⁾ 과세소득의 범위에 있어 순자산증가설이 포괄적이라면 소득원천설은 제한적·열거적이다. 소득원천설에 따르면 근로

1) Bradford(1990)

2) Galvin(1993)

3) Schön(2005), 영국은 소득원천설을 세법체계의 근간으로 삼아 자본이득과 소득의 세법상 분류를 달리하고 있다(법무법인 화우(2012)).

에서 발생하는 소득, 영업자산에서 발생하는 임대소득 등은 과세소득으로 간주하지만 계속적·반복적으로 발생한다고 보기 어려운 증여로 인한 이익, 자본이득 등은 과세소득으로 간주하지 않는다. 소득원천으로부터 나온 과실(fruit)만이 소득과세 대상이고 소득원천 그 자체는 소득과세 대상이 아니기 때문에, 소득원천인 자본의 양도에서 나온 이익은 과세대상이 아니라는 주장이다. 그러나 최근에는 소득원천설의 입장에서조차 자본이득 과세를 반드시 부정하지 않는다. 금융투자가 자본이득에 대한 예상을 바탕으로 체계적이고 반복적인 형태로 이루어지고 있기 때문에, 자본이득을 소득원천으로부터 확보한 과실로 간주하여 과세소득의 범위에 포함할 수 있다고 본다.⁴⁾

오늘날 경제현실과 금융투자 환경에 비추어 볼 때 자본이득을 소득이 아닌 것으로 간주하기는 어렵다. 따라서 “소득 있는 곳에 과세 있다”는 조세의 기본 원칙 하에서 자본이득은 과세되어야 할 것이다. 자본이득을 과세소득으로 간주하여 과세한다고 해서 반드시 순자산증가설에 따라 과세원칙을 정해야 함을 의미하는 것은 아니며 그러한 입법례를 찾기도 어렵다. 순자산증가설은 자본이득 과세의 이론적 준거로서의 의의를 갖지만 다음과 같은 점에서 오늘날 과세 현실과 괴리가 있다.⁵⁾ 첫째, 자본이득은 자본이득이 실현된 시점에서 과세된다. 둘째, 자본이득을 사망시점까지 실현하지 않으면 과세하지 않는다. 셋째, 순자산 증가분의 계산에 있어 물가상승(inflation)을 감안하지 않는다. 넷째, 지분증권을 발행한 회사가 소득에 대해 법인세를 부담하기 때문에 이중과세의 문제가 있다. 다섯째, 많은 국가에서 자본이득에 대해 일반 소득에 비해 우대세율을 적용한다.

순자산증가설과 소득원천설은 각각 포괄주의와 열거주의라는 대립되는 과세원칙을 표방하고 있고, 역사적으로 자본이득 과세 찬반론의 논거

4) Cunningham and Schenk(1993)

5) Cunningham and Schenk(1993)

가 되어 왔다. 그러나 순자산증가설에서 비과세소득 범위를 확대하고 소득원천설에서 과세소득 범위를 확대하면서 양 이론은 수렴해가고 있으며, 종합과세시스템 구축이 전 세계적 경향으로 자리 잡으면서 양 이론의 대립은 실용적 의의를 점점 상실하고 있다.⁶⁾

결국 자본이득을 과세할 것인지 여부와 어떻게 과세할 것인지에 대해 이론적·개념적 도그마(dogma)에 따라 결정하는 것은 옳지 않은 것으로 보인다. 자본이득 과세의 경제적 효과와 조세 정책상의 형평성 및 중립성을 종합적으로 고려하는 것이 가장 중요한 과제인 것이다.

2. 자본이득 과세와 조세의 형평성 및 중립성

가. 조세형평성

조세형평성(tax equity)의 측면에서 모든 소득은 공평하게 과세되는 것이 바람직하다. 양도차익 중에서 부동산 양도차익은 일반적으로 과세하고 주식 양도차익은 예외적으로만 과세하는 것은 조세형평에 어긋난다. 또한 금융소득 중에서 이자소득, 배당소득 등에 대해서는 원칙상 과세하고 자본이득에 대해서는 예외적으로 과세하는 것도 조세형평성의 측면에서 바람직하지 않다. 아울러 노동으로부터 발생하는 근로소득은 과세하는데 반해 자본에서 발생하는 자본이득은 과세하지 않는 것은 부자감세의 논란에 휘말리기 쉽다. 자본이득세와 주식거래세가 상호 대체관계에 있다는 것을 전제할 때, 주식거래세는 손실이 발생할 때에도 과세한다는 점에서 조세형평성상 문제가 된다. 종합하면, 조세형평성상 자

6) 김재규·김창범(2001)

본이득 과세에 대해서는 원칙적인 반대 논거를 찾기 쉽지 않은 것이다. 다만 어떻게 과세하는 것이 조세형평성상 가장 좋은 과세 방법인가에 대해서는 다양한 방안이 있을 수 있다.

조세형평성은 사회공동체가 조세 시스템을 수용하는데 있어 가장 중요한 기준으로, 수평적 형평성과 수직적 형평성으로 나뉘 볼 수 있다.⁷⁾ 수평적 형평성은 “같은 사람은 같게 취급한다”는 원칙으로서 조세에 있어 소득수준(또는 담세능력)이 같으면 조세부담도 같아야 한다는 원칙이다. 수평적 형평성은 자본이득도 소득인 이상 근로소득과 동일하게 과세해야 한다는 논리를 낳는다. 수직적 형평성은 “다른 사람은 다르게 취급한다”는 원칙으로서 조세에 있어 소득수준(또는 담세능력)이 다르면 조세부담도 달라야 한다는 원칙이다. 같은 것을 같게 취급하는 것보다는 다른 것을 다르게 취급하는 것이 더 어려운 과제이기 때문에 수직적 형평성이 수평적 형평성에 비해 그 적용이 더욱 어렵다. 누진세율 제도는 수직적 형평성을 달성하기 위한 방안으로 볼 수 있다. 수평적 형평성 요건과 수직적 형평성 요건은 동전의 양면과도 같아서 공평 과세는 수평적 형평성과 수직적 형평성이 모두 충족된 경우 달성될 수 있다.⁸⁾

실제 많은 국가들이 수평적·수직적 형평성을 자본이득 과세의 주요 논거로 들고 있다.⁹⁾ OECD의 보고서에 따르면, 영국과 아일랜드는 1965년과 1974년에 각각 자본이득세를 도입하면서 그 핵심목표로 조세형평성의 강화를 제시하고 있다. 또한 캐나다 연방 조세정책을 집대성한 Carter 보고서에 따르면 조세형평성이 자원배분 효율성 등 다른 조세 목표와 충돌하는 경우 조세형평성이 우선한다고 주장하고 있다.¹⁰⁾

7) LeBlanc(2005)

8) Musgrave and Musgrave(1989)

9) OECD(2006)

10) Brazer(1967), Carter 보고서는 이론적으로 Haig-Simons의 순자산증가설, 포괄적 소득과세론 등을 반영한 것으로 평가할 수 있다.

자본이득도 근로소득과 같은 구매력을 가지는 동일한 소득이라는 점에서 근로소득에 대해 과세한다면 자본이득에 대해서도 과세하는 것이 수평적 형평성의 측면에서 바람직하다. 자본이득을 향유하는 계층이 주로 고소득자라는 점에서 자본이득세는 수직적 형평성의 측면에서도 바람직하다.¹¹⁾ 오늘날 우리 사회의 양극화, 소득불균형 등의 문제가 심화됨에 따라 조세정의에 대한 사회적 요구가 증대되고 있다는 점에서 조세형평성을 논거로 한 자본이득 과세 주장은 더욱 힘을 받을 수 있다.

나. 조세중립성

조세중립성이란 세금이 경제 주체의 합리적인 의사결정을 왜곡하지 말아야 한다는 원칙이다. 조세중립성이 보장되지 않으면 시장의 효율적 자원배분 기능이 저하된다. 세수를 증대시키면서 조세중립성을 확보한다는 것은 쉬운 문제가 아니다. 세율이 높아질수록 경제 주체의 의사결정에 미치는 영향이 커져서 조세중립성이 훼손되기 때문이다.

이자소득에 대해서는 과세하고 자본이득에 대해서는 과세하지 않는 경우 금융상품의 선택과 자본이득 실현에 관한 합리적 의사결정이 왜곡될 수 있다. 예를 들어, 이자 소득에 대해서는 15% 세금을 부과하고 자본이득에 대해서는 세금을 부과하지 않는다고 가정하자. A라는 금융상품은 1년간 100만원의 이자 소득을 얻을 수 있으나 자산가치의 변동은 없고, B라는 금융상품은 1년간 수익(이자, 배당 등)을 창출하지는 못하지만 90만원의 가치 증가가 예상된다고 가정해보자. 1년간 A 상품에서 기대되는 수익은 세전 100만원, 세후 85만원이며, B 상품에서 기대되는 수익은 세전과 세후 모두 90만원이다. 투자자는 세금을 감안하여 투자자는

11) 1985년 자본이득세를 도입한 호주는 관련 백서(White Paper)에서 자본이득세가 수직적 형평성을 개선할 것이라는 점을 강조하였다(Freebairn(2001)).

세전 기대 수익이 5만원 작은 B상품에 투자할 것이다. 결론적으로 세전 수익률이 높은 금융상품은 시장에서 외면되고 세후수익률이 높은 금융상품에 자금이 몰림으로써 자원배분의 효율성이 저해될 수 있는 것이다. 따라서 자본이득 과세는 금융상품 선택 및 포트폴리오 구성에 있어서 조세중립성을 강화시키는 측면이 있다. 물론 정책적 목적으로 자본이득에 대해 우대세율을 적용하면 조세중립성이 저하될 수도 있다.¹²⁾

3. 자본이득 과세에 관한 입법정책적 고려사항

가. 위험회피 및 투자위축

자본이득 과세는 주로 주식과 같이 고위험·고수익 특성을 갖는 자산에 부과되기 때문에 위험을 감수한 투자를 위축시킬 수 있다. 자본이득세로 인한 투자위축은 실물경제의 원동력이 되는 기업의 자금조달을 어렵게 함으로써 실물경제 활성화, 일자리 창출, 기술 혁신을 저해할 수 있다. 따라서 자본손실에 대해 소득공제를 제공하거나 자본이득에 대해 낮은 세율을 적용함으로써 자본이득세로 인한 투자위축을 완화할 수 있다. 상술한 바와 같이 자본이득세에 대한 우대세율의 적용은 조세형평성 및 중립성에 관한 논란을 야기할 수 있다는 점도 고려되어야 한다.

12) McAuley(2009)

나. 자산매각 지연

순자산증가설의 주장대로 일정기간 동안의 자본이득을 정기적으로 평가하여 과세하는 것은 많은 행정 자원과 시간을 요한다. 금융상품의 본질가치 측정의 어려움, 납세자의 부담증가 등의 이유로 인해 일정기간 동안 발생한 자본이득에 대해 자본이득세를 부과하는 발생주의(accrual basis) 과세원칙을 적용하기는 어렵다. 현실적으로 많은 국가에서는 거래가 발생하여 자본이득이 실현되었을 경우에만 과세하는 실현주의(realization basis) 과세원칙을 채택하고 있다.

실현주의 과세원칙 하에서는 납세자들이 세금 납부를 지연하기 위해 자본이득을 실현하지 않고 자산을 그대로 보유하는 경향이 발생하게 된다. 이를 동결효과(lock-in effect)라고 하는데, 만약 자본이득세의 동결효과가 없다면 경제주체는 해당 금융자산을 처분하고 기대수익률이 높은 다른 금융자산에 투자하였을 것이다. 이처럼 동결효과는 개인의 투자 결정에 영향을 미치기 때문에 조세중립성과 자원배분의 효율성을 저하시킨다. 그러나 발생주의 과세원칙을 적용함에 있어 현실적 어려움이 크다는 점에서 대부분의 국가는 일정 정도의 동결효과를 감수하고 있다. OECD 보고서에 따르면 다수의 국가에서 동결효과는 자본이득세의 실현주의 과세체제를 부정할 정도의 악영향을 미치지 않는 것으로 나타난다.¹³⁾

다. 인플레이션

자본이득세의 도입 근거는 “소득 있는 곳에 과세 있다”는 조세의 기

13) OECD(2006)

본 원칙이다. 이러한 조세의 기본 원칙에 보다 충실하기 위해서는 “명목소득” 보다는 “실질소득”에 과세하는 것이 바람직할 것이다. 물가상승률이 높을 때 명목소득 상승분에 대해 과세하게 되면 자본이득인 소득에 과세하는 것이 아닌 금융자산인 세원(tax source)에 과세하는 결과를 낳기 때문이다.

경제적 실질을 고려하는 실질과세의 원칙에 충실하기 위해서는 명목 자본이득보다는 실질 자본이득을 기준으로 과세하는 것이 바람직하다. 그러나 물가상승률을 감안하여 자본이득세를 부과하는 것은 현실적으로 어려운 작업이다. 현재 완벽한 물가지수연동(indexation) 방식의 자본이득세제를 도입한 사례를 찾기 어렵고 또한 물가상승률 효과가 자본이득세 도입을 부인할 정도로 자본이득 과세체계에 악영향을 미친다고 평가하지는 않는다. 그러나 실질과세의 원칙에 충실하기 위해서는 물가연동 공제(indexation relief) 방안에 관한 논의가 계속적으로 필요할 것으로 보인다.

라. 결집효과

실현주의 과세원칙에 따라 자본이득세를 부과하면서 다른 소득과 함께 누진세율을 적용하게 되면 자본이득을 실현하는 시점에 급격하게 세금 부담이 증가할 수 있다. 이러한 세금의 누적효과를 결집효과(bunching effect)라고 부른다. 일시에 납세자에게 과중한 세금을 물리는 결집효과는 조세부담의 형평성 측면에서 바람직하다고 할 수 없다. 따라서 이러한 결집효과를 완화하기 위해 종합소득과의 분리과세, 장기보유 공제(taper relief) 등에 관한 논의가 필요하다.

4. 소결

자본이득은 보유자산의 처분에서 발생하는 이익으로서 본질적으로 소득으로 봐야 한다. “소득 있는 곳에 과세 있다”는 조세의 기본 원칙에 비추어 볼 때, 부동산 양도차익에 대해 과세하는 데 반해 주식 양도차익에 대해 과세하지 않는 것, 이자소득, 배당소득 등 다른 금융소득에 대해서는 과세하는 데 반해 자본이득에 대해서는 과세하지 않는 것은 조세형평성 측면에서 옳지 않다. 특히 경제양극화, 소득불균형의 문제가 심화됨에 따라 조세정의에 대한 사회적 요구가 커지는 현 상황에서, 주식 양도차익을 과세해야 할 필요성은 더욱 커졌다. 주식 자본이득에 대한 과세범위의 확대는 불가피한 방향으로 판단된다. 다만 자본이득 과세 체계를 정비함에 있어 자본이득세가 우리 자본시장에 미치는 영향, 자본이득세의 동결효과·결집효과·인플레이션효과 등이 종합적으로 고려되어야 할 것이다.

III. 주식의 자본이득 과세제도

1. 우리나라 주식 자본이득 과세제도
2. 주요국 주식 자본이득 과세제도
3. 소결

III. 주식의 자본이득 과세제도

1. 우리나라 주식 자본이득 과세제도

우리나라는 1991년 이전까지, 형식은 주식의 양도이나 본질은 부동산 양도의 성격이 강한 부동산과다보유 법인의 대주주 주식, 특수업종을 영위하는 부동산과다보유 법인주식 등의 양도로 인해 발생하는 주식 양도차익에 대해서만 제한적으로 과세해왔다. 이후 1991년부터 소득간 과세형평의 제고를 위해 비상장법인의 모든 주식 양도차익에 대해 과세하기 시작하였고, 1999년부터는 주권상장법인(현 유가증권시장)과 협회등록법인(현 코스닥시장)의 대주주가 양도하는 주식의 양도차익을 과세대상으로 포함시켜 주식 양도차익의 과세범위를 점진적으로 확대해 왔다.

이처럼 우리나라는 양도차익에 대한 과세대상 주식의 유형을 상장주식, 비상장주식 그리고 기타자산에 속하는 주식으로 구분한 후 다시 납세의무자별로 과세대상 주식의 유형에 따라 과세여부, 과세방법, 세율 등의 과세체계를 다르게 적용하고 있다.

가. 상장주식의 양도차익 과세

상장주식이란 먼저 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 의한 주권상장법인의 주식 또는 출자지분(이하 상장주식)을 의미하는 것이다. 이러한 상장주식에 대한 양도차익은 원칙적으로 과세대상에 포함되어 있지 않지만, 소유주식의 비율, 시가총액 등을 감안하여 대통령령이 정하는 대주주¹⁴⁾가 상장주식을 양도하는 경우에 발생하는 양도차익에 대

14) 소득세법 시행령 제157조 제4항

해서는 과세하고 있다. 또한, 대주주가 양도하는 주식이 아니더라도 상장주식을 유가증권시장 및 코스닥시장을 통하지 않고 장외에서 거래하여 발생하는 양도차익에 대해서도 과세하고 있다.¹⁵⁾

나. 비상장주식의 양도차익 과세

비상장주식이란 양도일 현재 증권시장에 상장되지 않은 주식 또는 출자지분(이하 비상장주식)을 의미하며, 비상장주식의 양도로 인하여 발생하는 소득은 원칙적으로 모두 과세대상에 포함된다.¹⁶⁾ 그러나, 창업 후 3년 이내인 벤처기업 또는 벤처기업으로 전환한지 3년 이내인 벤처

1. 법인의 주식 또는 출자지분을 소유하고 있는 주주 또는 출자자 1인 및 그와 「국세기본법 시행령」 제1조의2 제1항 및 같은 조 제3항 제1호에 따른 특수관계인(이하 '기타주주')이 주식 등의 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재 해당 법인의 주식 등의 합계액의 100분의 2(코스닥시장상장법인의 주식 등과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제178조 제1항에 따라 거래되는 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」 제2조 제1항에 따른 벤처기업의 주식 등의 경우에는 100분의 4) 이상을 소유한 경우의 해당 주주 1인 및 기타주주(이 경우 직전사업연도 종료일 현재에는 100분의 2에 미달하였으나 그 후 주식 등을 취득함으로써 100분의 2 이상을 소유하게 되는 때에는 그 취득일 이후의 주주 1인 및 기타주주를 포함한다.)
2. 주식 등의 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재 주주 1인 및 기타주주가 소유하고 있는 해당 법인의 주식 등의 시가총액이 50억원(코스닥시장상장법인의 주식 등과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제178조 제1항에 따라 거래되는 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」 제2조 제1항에 따른 벤처기업의 주식 등의 경우에는 40억원, 코스닥시장상장법인의 주식 등의 경우에는 10억원) 이상인 경우의 해당 주주 1인 및 기타주주

15) 소득세법 제94조 제1항 제3호 가목

16) 소득세법 제94조 제1항 제3호 나목

기업에 대한 출자이면서 해당 기업과 특수관계가 없고 출자일로부터 3년이 경과되었을 경우 과세대상에서 제외한다.¹⁷⁾ 또한 증권시장 상장을 위해 매출방식에 의해 양도하는 경우¹⁸⁾와 다자간매매채결회사 또는 금융투자협회의 프리보드에서 소액주주가 벤처기업 주식을 양도하는 경우도 과세대상에서 제외한다.¹⁹⁾

다. 주식 양도차익의 계산 및 양도차손 처리

상장주식과 비상장주식에 대한 양도소득의 계산방법은 동일한 방식을 취하고 있다. 주식의 양도차익은 실거래가액을 기준으로 양도가액에서 취득가액 및 기타 필요경비를 차감한 금액으로 하며, 양도차익에서 양도소득 기본공제를 차감하여 과세표준을 산정하고 여기에 20%의 비례세율을 적용하여 세액을 산출한다. 단, 중소기업 주식 또는 출자지분에 대해서는 10%의 세율을, 중소기업 외의 주식으로서 대주주가 1년 미만 보유한 주식에 대해서는 30%의 세율을 적용한다.

주식 양도차익에 대한 과세제도에서 중요한 것은 양도소득의 계산과 더불어 양도차손의 통산 및 이월처리방법이다. 우리나라는 상장주식 및 비상장주식의 양도차익과 토지·건물·부동산 및 기타자산의 양도차익을 구분하여 자본이득을 계산하도록 하고 있다. 따라서 주식의 양도거래로 인하여 양도차손이 발생하는 경우 이를 다른 주식의 양도차익과 과세연도별로 통산할 수 있으나, 다른 소득구분별 양도차익과는 통산할 수 없다.²⁰⁾ 그리고 주식의 양도차손은 이월공제를 허용하지 않는다.

17) 조세특례제한법 제14조 제1항 제4호

18) 증권거래세법 제62조 제2항

19) 조세특례제한법 제14조 제1항 제7호, 증권거래세법 시행령 제1조의2 제1항

20) 소득세법 제102조, 이 경우 주식은 비상장주식 또는 대주주의 주식 등 양도

라. 기타자산의 양도차익 과세

우리나라는 양도차익 과세대상 주식으로서 상장주식과 비상장주식 이외에 기타자산에 속하는 주식을 별도로 규정하고 있다. 기타자산에 속하는 주식이란, 해당 주식을 소유하는 것만으로 시설물을 배타적으로 이용하거나 일반이용자보다 유리한 조건으로 시설물 이용권을 부여받게 되는 경우 해당 법인의 주식²¹⁾, 형식적으로는 주식의 양도이나 본질적으로는 부동산 양도의 성격이 강한 부동산 과다보유 법인의 대주주 주식²²⁾, 특수업종을 영위하는 부동산 과다보유 법인의 주식²³⁾을 의미한다. 기타자산에 속하는 주식의 양도차익은 상장 여부, 대주주 여부, 보유기간에 관계없이 부동산 등의 양도소득과 합산하여 과세되며, 누진세율이 적용된다.²⁴⁾

소득세 과세대상인 주식을 의미한다.

21) 소득세법 제94조 제1항 제4호 나목

22) 소득세법 시행령 제158조 제1항 제1호

23) 소득세법 시행령 제158조 제1항 제5호

24) 소득세법 제94조 제4항

<표 III-1> 우리나라 주식 양도차익 과세제도

과세대상		납세의무자	세율
상장주식	중소기업	소액주주	비과세
		대주주	10%
	대기업	소액주주	비과세
		대주주	30%(1년 미만 보유) 20%(1년 이상 보유)
비상장주식 또는 장외거래	중소기업	소액주주	10%
		대주주	10%
	대기업	소액주주	20%
		대주주	30%(1년 미만 보유) 20%(1년 이상 보유)

주: 1) 소액주주: (유가증권)지분율 2% 미만이고 시가총액 50억원 미만인 주주, (코스닥, 벤처기업)지분율 4% 미만이고 시가총액 40억원 미만인 주주, (코넥스) 지분율 4% 미만이고 시가총액 10억원 미만인 주주
 2) 중소기업: 중소기업기본법 제2조의 정의에 따름

2. 주요국 주식 자본이득 과세제도

본 절에서는 각 국가별 주식 자본이득 과세제도를 과세방식과 자본손실 처리규정을 중심으로 검토해 보고자 한다. 주식 양도차익에 대한 과세방식은 종합과세방식과 분리과세방식으로 구분하여 비교하고, 주식 양도차손의 처리규정은 자본이득 및 자본이득 이외 소득과의 상계규정과 이월 및 소급공제 가능여부의 차이를 중심으로 살펴보도록 한다.

가. 과세방식

주식 양도차익에 대한 과세방식은 주식양도로 실현된 자본이득을 통상적인 경상소득과 합산하여 과세하는 종합과세방식과 주식 양도차익을 별도로 분리하여 과세하는 분리과세방식으로 구분된다.

종합과세제도를 시행하고 있는 국가의 경우 대체로 장단기 자본이득에 대해 차등과세를 실시하고 있다. 주식 양도차익이 장기간에 걸쳐 형성된 경우 주식 양도차익에 대하여 종합과세방식을 채택하게 되면 누진소득세율이 적용되어 세금부담이 급격히 증가될 수 있기 때문이다. 이러한 부담을 경감하기 위해 장기 양도차익에 대한 소득공제, 비과세한도 설정, 장기자본이득에 대한 저세율 적용 등의 과세방식을 채택하는 경우가 많다. 반면 분리과세방식을 채택하고 있는 국가들은 주식 양도차익에 대해 누진세율이 아닌 단일세율을 적용하는 경우가 많아 장·단기 차등과세의 필요성이 상대적으로 작다. 따라서 장·단기자본이득에 대하여 차등적인 과세를 하지 않는 경우가 대부분이다.

1) 종합과세

미국, 스페인, 독일 등에서는 주식의 양도차익에 대하여 원칙적으로 종합과세방식을 채택하고, 장기보유주식의 양도차익에 대해서는 저세율의 분리과세 또는 비과세를 적용하고 있다.

미국은 보유기간 1년을 기준으로 장단기를 구분하여 주식의 단기 양도차익은 경상소득과 함께 종합과세하고 장기 양도차익은 낮은 세율을 적용하여 분리과세하고 있다. 따라서 주식의 단기 양도차익에 대해서는 일반 경상소득에 대한 소득세율을 적용하여 소득구간에 따라 최저 10%에서 최고 39.6%의 세율로 자본이득세가 부과된다. 그리고 주식의 장기

양도차익에 대해서는 납세자의 경상소득세율이 10%, 15%인 경우 영세율(0%), 경상소득세율이 25%, 28%, 33%, 35%인 경우 15%, 경상소득세율이 39.6%인 경우 20%를 적용하여 분리과세한다.

스페인도 보유기간 1년 이하인 주식의 단기 양도차익은 다른 경상소득과 합산하여 최저 15%에서 최고 45%의 누진소득세율로 과세하며, 보유기간 1년 초과인 장기 양도차익은 20%의 정률로 분리과세한다.

독일에서는 보유기간이 1년 이내인 개인자산의 자본이득에 대해서만 종합소득에 합산하여 한계소득세율로 과세한다. 따라서 주식을 1년 이상 보유했을 경우 매매차익은 과세하지 않는다. 다만, 주식을 1년 이상 보유하고 양도한 경우에도 지분율이 1% 이상일 때는 자본이득의 50%를 사업소득에 포함시켜 과세한다.

오스트리아와 룩셈부르크에서도 독일과 유사하게 장기투자로 인한 주식 양도차익에 대해서는 과세하지 않는다. 오스트리아는 보유기간이 1년 미만인 주식의 양도차익은 한계소득세율로 과세하고 보유기간이 1년 이상인 주식의 양도차익은 과세하지 않는다. 단, 지난 5년간 지분율이 1%를 초과한 주주의 자본이득에 대해서는 총 과세소득에 대한 평균 개인소득세율의 50%의 세율로 과세한다. 룩셈부르크의 경우에는 6개월 미만의 단기주식투자자에 따른 자본이득은 종합과세하고 6개월 이상의 장기주식투자자의 자본이득은 비과세한다. 다만, 특정 주주가 직전 5년간 한번이라도 10% 이상의 지분을 보유했다면, 발생한 자본이득은 보유기간에 상관없이 총 소득에 대한 평균 개인소득세율의 절반에 해당하는 세율로 과세한다.

주식 양도차익에 대해서 종합과세를 적용하지만 주식 양도차익의 일부만을 과세대상 소득에 포함시키는 국가로는 캐나다, 호주 등이 있다. 캐나다는 주식 양도차익을 포함한 모든 자본이득에 대하여 통상적인 경상소득과 합산하여 과세하는 것이 원칙이다. 그러나 주식 양도차익의

50%만을 합산하여 한계소득세율로 과세하는 부분소득과세제도(partial income system)를 채택하고 있다.

호주는 주식 양도차익 과세에 있어 보유기간별 차등과세와 부분소득과세를 모두 적용하고 있다. 1년 미만 보유한 주식의 양도로 인한 양도차익은 전체가 과세소득에 포함되지만, 보유기간이 1년을 초과한 경우에는 주식 양도차익의 50%만을 다른 과세소득과 합산하여 한계소득세율로 종합과세하는 방식을 채택하고 있다.

2) 분리과세

주식 양도차익에 대해 별도의 세율을 적용하여 과세하는 분리과세 방식을 채택한 국가로는 영국, 일본, 프랑스, 이탈리아 등이 있다.

영국은 개인의 경우 자본이득 외에 다른 소득은 모두 합산하여 누진 소득세율로 과세하나, 개인의 자본이득은 별도의 단일세율로 과세한다. 2008년부터 2010년 6월 22일까지 주식의 양도로부터 발생한 개인의 자본이득에 대해서는 18%의 세율로 분리과세하였으나, 그 이후에는 소득 구간에 따라 이원화된 세율체계가 적용되고 있다. 과세구간이 3만 1,865 파운드²⁵⁾ 미만인 경우 18%, 그 이상인 경우 28%의 세율이 적용된다.

일본은 개인이 보유한 주식 등의 양도차익에 대해 1989년 4월부터 과세를 시작하였다. 신고분리과세를 원칙으로 하되 원천분리과세²⁶⁾를 허용하는 방식이었다가 2003년 1월부터 신고분리과세로 일원화하였다. 상장주식의 양도차익에 대해서는 2013년까지 10%의 우대세율을 적용하였으나 현재에는 20%의 세율을 적용하고 있다.

25) 2014/2015년 기준으로, 매년 조정된다.

26) 원천분리과세란 양도가액의 일정비율을 소득으로 간주하여 일정한 세율로 원천징수과세하는 방식으로 실질적으로는 거래세와 유사한 방식이다.

프랑스는 주식을 포함하여 국내외 법인의 채권 등을 양도하고 얻은 양도차익에 대하여 지분율, 상장여부 등에 관계없이 2012년 7월부터 34.5%²⁷⁾의 세율을 적용하여 분리과세한다. 다만, 5년 이상의 PEA(plan d'épargne en actions: share saving plan)라고 하는 특별계좌에 보유하고 있는 주식에 대한 양도차익은 사회보장세 15.5%만을 적용하여 과세한다. 2012년 이전까지는 주식, 채권 등의 양도금액이 연간 2만 5,000유로를 초과하지 않을 경우 자본이득에 대해 비과세한다는 규정이 있었지만, 2012년도부터는 적용되지 않고 있다.

이탈리아는 자본이득에 대해서 여타 소득과 분리하여 20%의 세율로 과세한다. 따라서 주식의 양도에 따른 자본이득에 대해서도 20%의 세율을 적용하여 분리과세하는 것이 원칙이다. 다만, 일정한 주식보유요건²⁸⁾을 충족하는 투자자의 주식 양도차익에 대해서는 자본이득의 40%를 경상소득에 포함시켜 한계소득세율로 과세한다.

이외에 스웨덴, 핀란드, 노르웨이, 아이슬란드, 폴란드, 헝가리, 아일랜드, 포르투갈, 그리스, 덴마크 등에서도 개인의 주식 양도차익에 대해 분리과세를 시행하고 있다. 스웨덴 30%, 핀란드 30%(실현된 자본이득이 50,000유로 이상인 경우 32%), 노르웨이 28%, 아이슬란드 20%, 폴란드 19%, 아일랜드 22%(주식 양도차익을 포함한 자본이득이 1,270유로를 초과할 경우), 포르투갈 10%(1년 이상 보유한 주식의 양도차익은 비과세), 헝가리 16%(특정장기계좌를 3년 이상 보유할 경우에는 10%, 최대 5년을 보유할 경우에는 비과세), 그리스 15%, 덴마크 27%(실현된 자본이득이 49,200크로네 이상인 경우 42%)의 단일세율이 적용된다.

27) 소득세 19% + 사회보장세 15.5%

28) 상장기업 의결권의 2% 이상 또는 지분의 5% 이상을 보유한 경우와 비상장기업 의결권의 20% 이상 또는 지분의 25% 이상을 보유한 경우

<표 III-2> 주요 국가별 개인 주식 양도차익에 대한 과세방식

과세방식	국가
종합과세	미국, 스페인, 독일, 오스트리아, 룩셈부르크, 호주, 캐나다
분리과세	영국, 일본, 프랑스, 이탈리아, 스웨덴, 핀란드, 노르웨이, 아이슬란드, 폴란드, 헝가리, 아일랜드, 포르투갈, 멕시코, 그리스, 덴마크

나. 양도차손의 처리

주식의 양도거래에서 발생한 양도차손은 자본손실의 한 가지로, 자본이득과 자본손실의 상계규정의 적용방법에 따라 그 처리여부가 달라진다. 자본이득과 자본손실의 상계에 관한 규정은 국가에 따라 차이를 보이고 있지만, 주식의 양도차익에 대하여 과세를 하고 있는 대부분의 국가에서는 주식의 양도에서 발생한 자본손실에 대해 일차적으로는 주식의 양도에서 발생한 자본이득과 상계하며, 상계 후 남은 양도차손에 대해서는 기타의 자본소득과도 상계 가능하도록 규정하고 있다. 그리고 주식의 양도에서 발생하는 자본이득에 대하여 종합과세를 적용하고 있는 국가에서는 자본이득과 상계하고도 남은 양도차손은 일부 경상소득과 상계할 수 있도록 규정하고 있다. 그리고 주식양도차손의 이월공제는 허용하되 소급공제는 허용하지 않는 경우가 많다.

일본, 프랑스, 이탈리아, 오스트리아, 포르투갈 등에서는 주식 양도차손에 대해 주식 양도차익에 대해서만 상계를 허용한다. 일본의 경우 주식에 대한 양도손실은 다른 주식의 양도차익에 대해서만 상계가 가능하다. 즉, 주식의 양도로 인하여 발생한 양도손실을 주식 이외의 자산에서 발생한 자본이득에서 공제할 수 없다. 해당 연도에 공제하지 못한 주식 양도손실은 3년에 걸쳐 이월가능하며, 당해 과세연도 및 직전 과세연도

에 모두 주식양도거래에 대하여 신고한 경우 1년간 소급공제를 허용한다.

프랑스, 포르투갈, 오스트리아는 주식의 양도에서 발생하는 자본손실은 주식의 양도에서 발생하는 자본이득에서만 상계가 가능하다. 프랑스는 10년간, 포르투갈은 2년간 이월공제를 허용한다. 반면 오스트리아는 이월 및 소급공제를 모두 허용하지 않는다.

이탈리아는 적격주식의 양도에서 발생하는 자본이득 및 자본손실과 기타주식의 양도에서 발생하는 자본이득 및 자본손실을 별도로 합산하도록 규정하고 있다. 따라서 적격주식과 기타주식은 각각의 범주 내에서만 자본손실과 자본이득의 상계가 가능하다. 자본손실은 4년간 이월이 허용된다.

주식 양도차손에 대해 주식 양도차익을 포함한 모든 자본이득과 상계를 허용하지만 자본이득 이외의 다른 소득과는 상계를 허용하지 않는 국가로는 영국, 독일, 호주, 핀란드 등이 있다.

영국에서는 주식 양도거래에서 발생한 양도차손을 모든 유형의 자본이득과 상계할 수 있다. 그러나 주식의 양도차손을 자본이득 이외의 소득과 상계하는 것은 불가능하며, 특수관계자와의 양도거래에서 생긴 자본손실은 특수관계자와의 다른 양도거래에서 생긴 자본이득에서만 상계할 수 있다. 자본이득과 상계하고 남은 주식 양도차손은 이연공제가 허용된다. 소급공제는 허용되지 않는다.

독일, 호주, 핀란드, 아일랜드, 아이슬란드 모두 자본손실은 자본이득에서만 공제가 허용된다. 자본손실을 자본이득 이외의 소득에서 공제할 수 없다. 독일과 핀란드에서는 자본손실 외의 손실을 자본이득에서 상계하는 것이 허용된다. 독일, 아일랜드, 호주는 자본손실의 이연을 제한 없이 허용하나 핀란드는 이월을 3년만 허용하고 아이슬란드는 이월을 허용하지 않는다.

주식의 양도차손에 대하여 자본이득뿐만 아니라 기타소득과도 상계를 허용하고 있는 국가는 미국, 스페인, 캐나다, 스웨덴, 노르웨이, 멕시코 등이 있다.

미국의 경우 주식 양도차손을 장단기별로 각각의 양도차익과 통산하는 것을 원칙으로 한다. 그러나 단기 양도차손이 단기 양도차익을 초과하는 경우와 장기 양도차손이 장기 양도차익을 초과하는 경우에는 장기 양도차손은 단기 양도차익에서, 단기 양도차손은 장기 양도차익과 상계가 가능하다. 그리고 장단기 양도차익과 장단기 양도차손을 모두 합산한 후에도 양도차손이 발생하는 경우에는 종합과세대상 소득에서 연 3,000달러를 한도로 상계를 허용하며, 상계 후 남은 자본손실에 대해서는 무기한 이월공제가 허용된다.

스페인도 단기 자본이득 및 자본손실과 장기자본이득 및 자본손실을 별도로 상계하도록 규정하고 있는데, 단기 자본손실에 대해서만 다른 경상소득의 10% 범위 내에서 상계가 가능하다. 사업손실도 단기 순자본이득에 대해 상계가 가능하며, 장·단기 자본손실 모두 4년간 이월공제가 가능하다.

캐나다는 적격 소기업 주식의 양도에서 발생한 자본손실의 50%는 다른 자본이득 및 기타 모든 과세대상소득과 상계할 수 있으며, 사업상의 손실은 자본이득을 포함한 어떠한 소득과도 상계가 가능하도록 허용하고 있다. 그리고 자본손실에 대해서 무기한 이월공제가 가능하고, 3년의 소급공제까지 허용한다.

스웨덴의 경우 자본손실의 70%는 배당이나 이자와 같은 다른 자본소득에서 상계할 수 있으며, 일부 자본손실의 경우에는 근로소득 및 사업소득에서도 상계가 가능하다. 자본손실 외의 손실을 자본이득에서 상계하는 것도 가능하다. 다만 자본손실의 이월공제는 허용되지 않는다.

노르웨이는 자본이득과 자본손실 간의 상계에 대한 제한이 없으며, 자본이득 및 손실과 비자본이득 및 손실 간 상계도 모두 허용하고 있다. 그리고 자본손실에 대해서 소급공제는 허용하지 않으나 10년간의 이월 공제를 허용한다.

멕시코는 자본이득과 자본손실 상계를 특별한 제한 없이 허용하고 자본손실을 자본이득 외의 소득에서 상계도 허용한다. 또한 자본손실은 3년에 걸쳐 이월공제가 가능하다. 다만 자본이득에서 자본손실 외의 손실을 공제할 수는 없다.

<표 III-3> 주요 국가별 개인 주식 양도차손의 처리방식

구분	내용	국가
소득통산 범위	주식 양도차익	일본, 오스트리아, 프랑스, 포르투갈, 이탈리아, 그리스
	자본이득	영국, 독일, 호주, 핀란드, 아일랜드, 아이슬란드, 덴마크
	경상소득	미국, 스페인, 캐나다, 스웨덴, 노르웨이, 멕시코
이월 및 소급	이월공제 허용	미국, 영국, 프랑스, 호주, 핀란드, 독일, 아일랜드, 일본, 포르투갈, 이탈리아, 스페인, 캐나다, 덴마크, 멕시코, 노르웨이, 그리스
	소급공제 허용	일본, 캐나다

3. 소결

이상에서 살펴본 바와 같이 주식거래에서 발생하는 양도차익에 대한 과세제도는 국가별로 다양한 형태를 취하고 있음을 알 수 있는데, 전반적인 과세경향은 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 대부분의 OECD 국가들은 주식 양도차익에 대해 과세를 시행하고 있다. 미국의 경우 이미 1913년부터 주식 양도차익에 대한 과세제도를 시행하여 왔으며, 다른 주요국들도 주식 양도차익에 대한 과세제도를 단계적으로 도입해왔다. 현재 주식 양도차익 과세제도를 시행하지 않고 있는 국가는 네덜란드, 뉴질랜드, 스위스, 터키, 홍콩, 싱가포르, 대만 등에 국한된다. 한편, 터키는 주식 양도차익에 대한 과세제도를 시행하다가 2009년부터 전면적으로 폐지하였다.

둘째, 주식 양도차익에 대해 분리과세를 적용하고 있는 국가가 종합과세를 적용하는 국가보다 많은 것으로 나타나고 있다. 이는 분리과세가 조세행정의 편의성과 효율성 측면에서 유리하고, 자본이득이 일시에 과세됨으로써 세 부담이 급격히 증가하는 결집효과가 발생할 수 있다는 점 등을 고려한 결과로 평가된다.

셋째, 주식의 장기 양도차익에 대하여 조세부담을 경감하는 방식의 과세제도를 운영하고 있다. 이는 장기 양도차익의 경우 결집효과가 더 클 수 있고, 자본이득의 특성상 인플레이션에 의한 화폐가치의 하락에 기인하여 발생하는 장부상의 이득일 수 있다는 것을 고려한 것으로 보인다. 더불어 주식의 장기투자를 유도함으로써 자본축적 및 위험투자를 촉진하고자 하는 의도도 반영되어 있다고 생각된다.

넷째, 주식의 양도차손에 대해 자본이득에서만 상계를 허용하고 경상소득에서는 상계를 허용하지 않는 사례가 더 많다. 또한 종합과세제도를

채택하고 있는 국가에서는 경상소득에 대하여 자본손실의 상계를 허용하더라도 공제한도를 설정함으로써 자본이득 및 손실의 실현시기를 조정하여 조세를 회피하지 않도록 보완하고 있다.

IV. 자본이득세의 경제적 영향

1. 자본이득세가 자산구성에 미치는 영향
2. 자본이득세가 투자·자본조달에 미치는 영향
3. 자본이득세가 주가에 미치는 영향

IV. 자본이득세의 경제적 영향

1. 자본이득세가 자산구성에 미치는 영향

자본이득 과세는 세후수익률을 저하시킨다는 점에서 투자자의 저축 즉, 자본의 공급을 감소시킬 것으로 기대할 수 있다. 대체자산이 존재하거나 자본손실의 상계에 제약이 있을 경우에는 더욱 분명하다. 이하에서는 기존의 연구결과를 토대로 위험자산에 대한 자본이득 과세가 투자자의 자산구성 및 위험감수에 미치는 효과에 대한 논의의 기초를 제공하고자 한다.

가. 고객효과 모형(Clientele effect model)

과세가 자산구성에 미치는 영향을 살펴보기 위해 가장 단순한 상황을 가정해 보자. 자산별로는 과세규칙이 서로 다르지만 모든 투자자에 대해서는 동일한 과세규칙이 적용된다고 하자. 그러면 각 자산별 기대세후수익률이 모두 동일하도록 균형가격이 조정되어 투자자의 선호는 각 자산에 대해 무차별하게 됨을 쉽게 짐작할 수 있다.

가정을 완화하여 투자자 사이에 과세규칙이 다르게 적용되는 경우를 생각해 보자. 이 경우에는 고객효과 모형을 통해 자산수요의 변화를 생각해 볼 수 있다. 가장 단순하면서도 잘 알려진 고객효과 모형은 Miller(1977)의 부채와 자본(주식)의 선택에 관한 모형이다. 이 모형에서 자본에서 발생하는 자본이득에는 세금이 부과되지 않고 부채에서 발생하는 이자소득에 대해서는 누진세율이 적용되어 투자자에 따라 세금이 다르게 부과된다고 가정한다. 투자자는 오직 세후수익률만을 비교하여

자산을 선택하는데, 이 경우 상대적으로 고세율을 적용받는 투자자들은 자본을 선호하고 저세율을 적용받는 투자자들은 부채자산을 선호하게 될 것이다.

고객효과 모형이 주식의 자본이득 과세에 대해 주는 시사점은 다음과 같다. 우선 주식에 대한 과세가 다른 자산에 대한 과세에 비해 낮은 상태에서 상승하게 되면 주식의 수요에 두 가지 방향으로 영향을 미칠 수 있다. 첫째, 다른 자산과의 균형을 위해 주식의 기대수익률은 상승(가격은 하락)하며, 둘째, 고세율 투자자는 주식투자를 줄이고 저세율 투자자는 주식투자를 늘리게 된다. 따라서 주식에 대한 자본이득 과세가 주식의 투자수요에 미치는 영향은 고세율 투자자와 저세율 투자자의 상대적 비중에 의존하게 된다. 현실에서 주요 고세율 투자자는 고소득 개인 투자자이며 저세율 투자자는 펀드 등 기관투자자일 것이다. 따라서 펀드 등을 통한 간접투자가 많은 경우라면 자본이득세로 인해 주식 투자가 감소하는 정도는 상대적으로 크지 않을 수 있는 것이다.

나. 무위험자산과 위험자산간 자본배분

위험자산의 수요에 대한 과세의 영향을 살펴본 선구적 연구로는 Domar and Musgrave(1944)를 들 수 있다. 이들의 모형은 한 개의 위험자산과 한 개의 무위험자산이 존재하는 상황에서, 위험자산의 총수익(total returns)이 아닌 초과수익(excess returns)을 기준으로 과세하고 손실상계(loss offset) 범위에는 제한이 없다고 가정한다. 모형은 다음의 수식을 통해 표현된다.

$$W_1 = r W_0 + a(1-\tau)(\tilde{R}-r)W_0 \quad (1)$$

여기서 W_0 와 W_1 는 각각 기초와 기말의 부(wealth), \tilde{R} 와 r 은 각각 위험자산과 무위험자산의 수익률, a 는 위험자산의 투자비중, τ 는 자본이득세율을 의미한다. 이 식에 따르면 자본이득세가 증가할 때 위험자산에 대한 투자비중도 함께 증가한다. 즉, 자본이득세가 없을 때($\tau=0$) 투자자의 최적 투자비중이 a^* 라고 하면, 자본이득세가 존재할 때 투자자의 최적 투자비중 $a' = \frac{a^*}{1-\tau}$ 이 된다. 완전한 손실상계가 가능한 자본이득세가 도입될 경우 위험자산의 변동성 일부를 정부가 분담하게 되어 위험자산의 변동성이 감소하기 때문에 나타나는 결과이다. 이는 정부가 자본이득세율을 통해 사회 전체의 위험자산에 대한 투자비중을 조정할 수 있음을 시사한다. 그러나 만약 정부가 시장에 비해 위험분산 능력이 뛰어나지 못하다면 정부의 위험분담을 통해 위험자산의 투자비중을 조절하는 기능은 아무런 경제적 의미를 가지지 못할 수 있다(Bulow and Summers, 1984; Gordon, 1985; Kaplow, 1994).

현실에서 자본이득 과세는 일반적으로 초과수익이 아니라 전체수익을 대상으로 과세되는데, 이 경우 기본모형에 비해 위험자산 투자의 세금부담이 증가하고 손실상계의 범위가 축소된다. 따라서 위험자산에 대한 투자수요가 감소하는 대체효과(substitution effect)가 발생한다. 한편, 세금부과로 인해 감소하는 세후소득을 만회하기 위하여 기대수익이 높은 위험자산에 더 많이 투자하려는 소득효과(income effect)도 발생한다. 결국 위험자산에 대한 추가적 자본이득 과세가 자산구성에 미치는 영향은 이 두 효과의 상대적 크기에 따라 달라진다. 즉, 대체효과가 큰 경우 자본이득 과세는 위험자산 투자를 감소시키며, 소득효과가 큰 경우에는 위험자산 투자를 오히려 증가시키게 된다.

손실상계의 경우 현실에서는 대개 일정기간 이내, 그리고 일정금액 한도 내에서만 인정된다. 손실상계의 범위가 좁을수록 대체효과와 크기는 증가하므로 위험자산의 투자수요는 감소한다. 앞서의 기본모형에서는

손실상계의 범위가 최대한으로 허용된 상황을 가정하고 있기 때문에, 자본이득 과세가 위험자산의 위험을 줄이는, 즉 세후수익률의 변동성을 줄이는 효과를 강하게 발생시키게 되고, 따라서 자본이득 과세가 위험자산의 투자수요가 증가시키는 결과로 나타난 것이다.

이러한 논의로부터 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 먼저 주식의 자본이득 과세가 투자자들의 위험감수(risk taking)에 미치는 영향은 일방적이지 않으며, 주식과 다른 자산 간의 상대적 수요의 특성에 크게 의존한다는 점이다. 주식의 고위험·고수익 특성을 대체할만한 자산이 다수 존재한다면 대체효과가 크게 나타나는 반면 마땅한 대체자산이 존재하지 않는다면 소득효과가 더 중요하게 작용할 것이다. 한편, 주식투자 수요의 세금탄력성이 현실적으로 얼마나 의미있는 영향력을 가지는지는 실증적으로 검토되어야 할 문제이다.

다. 세금을 고려한 자본자산가격결정모형

세금을 고려한 자본자산가격결정모형(After-Tax CAPM)은 Brennan(1970)에 의해 처음 유도되었다. Brennan(1970)은 배당과 자본이득에 대한 세제 차이와 누진세 효과를 고려한 모형을 제시하였는데, 이후 Litzenberger and Ramaswamy(1979) 등이 차입과 공매의 제한 등을 고려한 모형으로 확장하였다. 대표적 후속 연구 중 하나인 Auerbach and King(1983)에 따르면, 세금과 위험을 동시에 고려할 때의 최적 포트폴리오는 '위험을 고려하지 않고 세금만 고려해서 만들어지는 포트폴리오'와 '세금을 고려하지 않고 위험만 고려할 때의 시장포트폴리오'의 결합자산으로 해석될 수 있음을 보였다. 이때 결합자산에 포함되는 두 포트폴리오에 대한 가중치는 투자자들의 상대적인 세율의 차이와 위험회피도에 의해 결정된다.

이들 모형이 시사하는 바에 따르면, 만약 주식의 자본이득 과세가 자산의 위험특성에는 큰 영향을 미치지 않지만 투자자들 사이의 세율 차이를 더욱 확대시킨다면, 투자자들은 자산구성에 있어서 위험의 배분보다는 세금의 효과를 더 많이 고려하게 된다. 따라서 경제 전체적으로 최적의 위험배분구조를 달성하는 것을 세금효과가 방해할 수 있다. 물론 이러한 결론이 성립하기 위해서는 앞서 상정한 “자본이득 과세가 자산의 위험특성에는 큰 영향을 미치지 않지만 투자자들 사이의 세율 차이를 더 확대시킨다”는 가정이 적절한 것인지에 대한 평가가 선행되어야 한다. 그리고 차선의 이론(second best theory)에 의하면, 이미 다른 여러 시장불완전 요인으로 인해 최적구조와는 다른 위험분담 구조를 이루고 있었다면, 단지 세금이라는 한 가지 제약조건의 완화가 더 좋은 결과를 낳는다고 보장할 수는 없다.

라. 자본이득세와 자산구성에 관한 실증연구

이상에서 논의한 바에 따르면 자본이득 과세가 투자자의 자산구성에 미치는 효과에 있어 양방향의 상충효과가 동시에 존재한다. 따라서 상충효과들 가운데 현실에서 어느 것이 더 중요하고 영향력이 있는지 파악하기 위해서는 실증분석이 요구된다.

Poterba(2001)는 과세로 인한 자산의 세후수익률 변화가 야기하는 경제적 왜곡에 대해 살펴봐야 할 주요 주제들을 다음과 같이 정리한 바 있다. 바로 자산선택(asset selection)과 자산배분(asset allocation), 차입(borrowing), 과세여부와 이연을 고려한 자산배치(asset location)²⁹⁾의 선

29) 자산배치란 투자자가 보유하기로 결정한 자산을 어디에서 보유할 것인가를 결정하는 것을 말한다. 주로 자산으로부터 발생하는 수익에 대한 세금 부담을 최소화하기 위한 의사결정이며 국내/국외, 자산보유계정의 특성에

택, 자산회전(asset turnover), 자산보유에 있어 금융기관의 활용여부 등이다. 이하에서는 이 중 가장 중요한 주제인 자산선택과 자산배분에 관한 기존의 실증연구들을 개관하고 세금과 자산선택의 관계에 대한 전반적 특징들을 정리하고자 한다.

세금과 자산구성의 관계에 대한 초기 연구인 Butters, Thompson and Bollinger(1953)와 Barlow, Brazer and Morgan(1966) 등은 자본이득의 과세가 부유층 가계의 자산구성 의사결정에 별다른 영향을 미치지 않는다고 주장하였으나, 이후의 연구들은 대체로 세금이 자산의 소유 형태에 상당한 영향을 미친다는 결과를 내놓고 있다. Feldstein(1976)은 과세와 자산구성 선택의 관계에 대해 처음으로 체계적인 계량경제학적 분석을 실시하였다. 이 연구는 1962년의 소비자 금융특성 설문조사 자료, 「the 1962 Survey of Financial Characteristics of Consumers」를 이용하여 순자산(net worth)이 가계의 자산구성 선택에 영향을 미치는 주요 요인이라는 것, 그리고 가계의 위험회피성향은 소득보다는 순자산과 더 관련되어 있음을 확인하였다. 그리고 고소득자일수록 주식을 보유할 가능성이 더 높음을 발견하였다. 당시 미국에서는 주식이 채권보다 세제상 유리했으므로 이러한 분석결과는 세금이 자산구성에 영향을 미친다는 직관과 일치하는 것이다.³⁰⁾

King and Leape(1998)은 1978년 설문조사 자료를 이용하여 한계세율이 자산선택에 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 그러나 세금과 개별 자산에 대한 투자비중 사이에는 별다른 관계를 발견하지 못했다. 한편, 많은 투자자들이 주식, 회사채, 면세채권 등을 전혀 보유하지 않음을, 즉 가계들이 불완전 자산구성(incomplete portfolio)을 선택한다는 것을 확인하였는데, 후속 연구들에 따르면 불완전 자산구성은 정보비용, 투자

따른 세금부담의 차이를 적극적으로 활용한다.

30) 물론 소득이 세금효과 이외의 경로를 통해서 자산구성의 선택에 영향을 미쳤을 가능성을 배제할 수는 없다.

행태의 관성(inertia) 등에 의한 것으로 분석되고 있다.

Hubbard(1985)는 가계별 한계세율을 직접 추정하여 이것이 가계의 자산구성과 어떠한 관계가 있는지 조사하였다. 연구결과에 의하면 소득은 세금을 통해 자산보유의 특성에 영향을 미치며, 세금을 통한 간접적 효과 외에도 그 자체로 자산보유의 횡단면적 특성에 영향을 미치는 것으로 파악되었다. Poterba and Samwick(2003)은 가계가 직면하는 한계세율이 주식, 면세채권, 또는 세금이연계좌를 보유하게 될 가능성에 중요한 영향을 준다는 사실을 발견하였다.

Scholz(1994)는 미국의 1983년과 1989년 자료를 이용하여 1986년 조세개혁법(Tax Reform Act of 1986)이 자산구성의 변화에 미친 영향을 살펴보았다. 분석결과, 세제의 변화와 함께 가계부채가 세금혜택을 받는 모기지(mortgage) 형태의 부채로 재조정된 것을 발견하였다. 그러나 세제의 급격한 변화에도 불구하고 뚜렷한 시계열적 영향은 확인하지 못했다. Samwick(2000)는 과거 20년간의 미국 세제 변화를 추적하여 가계의 자산 소유 양태에 대한 시계열적 영향을 살펴보았다. 횡단면적으로는 가계의 한계세율과 자산구성 구조의 관련성을 발견하였으나, 시계열적으로는 가계의 자산구성 변화를 세제의 변화로 설명할 수는 없다는 결론을 제시하고 있다.

미국 이외의 국가의 경우 자료의 한계로 실증분석 연구가 매우 제한적이다. 스웨덴에 대해 분석한 Agell and Edin(1990)은 King and Leape(1998)이 발견한 것과 유사한 불완전 자산구성 현상을 발견하였고 세금이 순자산(net worth) 중 주식투자 비중에 많은 영향을 미치는 것을 확인하였다. Hochguertel, Alessie and Van Soest(1997)은 네덜란드의 대규모 가계 표본을 이용, 위험자산과 무위험자산 간의 선택이 가계의 한계세율에 많은 영향을 받음을 보이고 있다. 한계세율이 높은 가계일수록 위험자산의 투자비중이 높은 것으로 나타났는데, 네덜란드에서는 자본이

득이 비과세되기 때문에 한계세율이 높은 가계가 위험자산을 더 많이 선택한다고 설명하고 있다.

지금까지 살펴본 실증연구를 바탕으로 자본이득 과세와 자산구성의 관계의 특징을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 자산간 투자비중보다는 자산선택이 세금에 보다 민감하다. 이는 투자자들이 자산을 구성을 함에 있어 일단 선호하는 자산을 보유하게 되면 이후에는 자산구성의 재조정(portfolio rebalancing)을 빈번하게 하지 않음을 의미한다. 둘째, 한계세율, 소득, 자산 등의 횡단면적 차이는 가계의 자산구성 선택에 많은 영향을 주지만, 세제의 시계열적 변화가 자산구성에 미치는 영향은 명확하지 않다.³¹⁾ 마지막으로, 세금공제가 가능한 차입의 기회가 주어진다면 가계들은 자산투자에 있어 차입 기회를 적극 활용한다.

2. 자본이득세가 투자·자본조달에 미치는 영향

기업의 목적이 기업가치 극대화라고 한다면 기업 재무정책의 목적은 자본비용의 최소화이다. 기업의 자본비용 역시 시장에서의 수요와 공급에 의해 결정되는데, 자본의 거래는 신속성과 대체성이 높고 거래비용이 낮다는 특성을 지니므로 세금의 영향력이 클 가능성이 높다. 이하에서는 자본의 수요자인 기업과 자본의 공급자인 투자자의 입장에서 세금효과를 살펴봄으로써, 자본이득세가 기업의 자본조달에 미치는 영향에 대해 검토해 보고자 한다. 현실에서 기업의 자본구조는 세금효과뿐만 아니라 파산비용(bankruptcy costs)과 대리인문제(agency problem) 등 여러 요

31) 세금의 시계열적 변화의 영향이 작은 것은 자산수요자인 가계나 자산공급자들이 세제 변화에 나름대로 적응하여 나타나는 내생성(endogeneity)의 결과일 수도 있다.

인이 복합적으로 작용하여 결정되겠으나 여기서는 세금 측면에 초점을 두고 논의를 진행한다.

기업의 자본구조와 세금의 관계에 대한 분석으로 널리 알려진 Miller(1977)의 모형을 분석의 틀로 이용하도록 한다. 기업 입장에서 자본조달 원천으로 부채를 이용하면 채권자에게 이자를 지급하게 되고, 자기자본을 이용하면 주주에게 배당금이나 자사주 매입을 통한 자본이득으로 보상하게 된다. 이때 기업이 지급한 이자는 손금으로 인정되어 법인세 감면효과(tax-shield effect)가 있으나, 배당이나 자사주 매입비용은 손금으로 인정되지 않으므로 법인세 감면효과가 없다. 편의상 주식으로부터 얻어진 배당과 자본이득을 동일한 소득으로 간주하여 그 세율을 τ_s 라 하고³²⁾ 이자소득세율과 법인세율을 각각 τ_b 와 τ_c 라고 하자. 그러면 B 만큼의 부채 사용에 따르는 기업가치 증가분 G 의 크기는 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$G = \left[1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_s)}{1 - \tau_b} \right] B \quad (2)$$

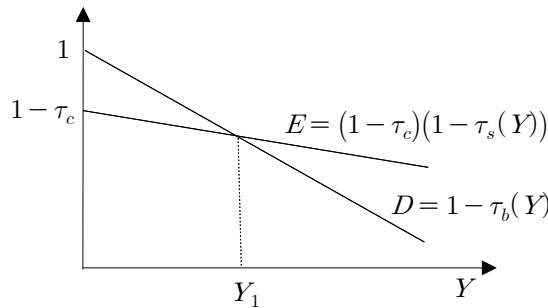
여기서 $(1 - \tau_b)$ 는 채권투자자의 세전소득 1원에 대한 세후소득이며 $(1 - \tau_c)(1 - \tau_s)$ 는 주식투자자의 세전소득 1원에 대한 세후소득이다. 이 두 값의 차이, 즉 채권과 주식의 세후소득 격차는 세금측면에서 채권이 주식보다 유리한 정도를 나타내는 지표가 된다. 이를 다음과 같이 정의 하자.

32) τ_s 를 자본이득세와 배당소득세의 가중평균 세율로 가정하면 사실상 배당과 자본이득을 구분할 필요가 없다.

$$\Delta \equiv (1 - \tau_b) - (1 - \tau_c)(1 - \tau_s) \tag{3}$$

$\Delta > 0$ 일 경우 부채를 많이 이용할수록 기업가치가 증가함을 알 수 있다. 만약 투자자별로 Δ 의 크기가 다른 상황을 생각해보자. 기업이 시장에서 부채를 발행하면 Δ 값이 큰 투자자 순서대로 부채자산을 매입할 것이다. 부채자산이 계속해서 공급되면 일정한 수준에서 $\Delta = 0$ 인 투자자, 즉 한계투자자(marginal investor)가 등장하게 되고 이때 시장 전체의 균형 부채 수준이 결정된다. 결과적으로 개별 기업 입장에서는 $G=0$ 이므로 자본구조가 기업가치와 무관하여 최적자본구조가 존재하지 않지만, 시장 전체적으로는 부채의 균형수준이 결정될 수 있는 것이다. Auerbach and Slemrod(1997)은 이러한 논의를 확장하여 주식의 자본이득세의 효과를 설명하기 위한 다음의 그래프를 제시하였다.

<그림 IV-1> 주식의 자본이득세 효과



여기서 그래프의 가로축은 투자자의 소득이며, 세로축은 수익반환가치로서 기업이 투자자에게 수익 1원을 반환할 때 투자자가 얻는 세후가치를 의미한다. D 선과 E 선은 투자자의 소득수준에 따른 부채자산과 자

본자산의 수익반환 가치를 각각 표시한다. 누진세를 반영하여 자본이득세율과 이자소득세율은 모두 소득의 감소함수로 표현되며, 통상 자본이득세율이 이자소득세율보다 낮으므로 E 선의 기울기가 D 선의 기울기보다 작다.

이 그림을 통해 소득 Y_1 을 기준으로, 소득이 낮은 사람은 부채를 선호하고 소득이 높은 사람은 주식을 선호함을 알 수 있다. 이는 앞서 설명한 투자자 자산구성의 고객효과(clientele effect)를 나타낸다. 한편 세제별로 구체적인 효과를 살펴보면, 먼저 기업측면에서 법인세율이 증가할 때 주식투자의 세금상 이점이 감소하고 채권투자의 세금상 이점이 증가한다. 투자자 측면에서는 이자소득세율과 자본이득세율의 누진성 격차가 줄어들수록 주식투자의 세금상 이점이 감소하여 부채수요가 증가한다. 따라서 자본이득세를 강화할 때 기업의 자본구조에 미치는 영향을 최소화하려면 법인세를 낮추거나 이자소득세를 높이는 정책조합(policy mix)을 선택할 수 있을 것이다. 결론적으로 기업의 자본구조는 자본이득세의 영향을 받으며, 그 영향의 정도는 다른 세금의 세율 및 누진성에 따라 달라짐을 알 수 있다.

3. 자본이득세가 주가에 미치는 영향

가. 이론적 논의

주식의 자본이득에 대한 과세가 주식가격에 어떠한 영향을 미치는지는 학계의 오랜 관심사였다. 지금까지의 관련 연구들을 살펴보면 크게 세 가지 관점으로 요약된다. 첫 번째는 자본이득세와 주식가격은 관련이

없다는 세금무관론가설(tax irrelevance hypothesis)의 관점이다. Miller and Scholes(1978, 1982)는 완전시장에서 자본이득세는 회피가 가능하고 한계투자자(marginal investor)는 비과세(tax-exempt)라고 가정한다. 따라서 자본이득세율의 변화는 주가나 수익률에 영향을 미치지 않게 된다. Klein(1998, 1999)은 투자자가 비과세이거나 모든 투자소득에 대해 동일한 세율이 적용될 때 자본이득세율의 변화가 균형가격에 영향을 미치지 않음을 보이고 있다.

두 번째는 자본이득세율의 인상은 주가를 하락시킨다는 자본화효과(capitalization effect)의 관점이다. 주식가격이 미래현금흐름의 현재가치라고 할 때, 자본이득세가 부과될 경우 미래현금흐름의 현재가치가 감소함으로써 주식에 대한 수요가 줄고 주가는 하락한다는 주장이다(Lang and Schackelford, 2000).

세 번째는 자본이득세율의 인상은 주가를 상승시킨다는 동결효과(lock-in effect)의 관점이다. 주식에 대한 자본이득세가 실현기준으로 과세될 때, 보유자는 세금을 내야하는 주식에 더 높은 가격, 즉 자본이득세에 대한 보상을 요구하게 되고 이에 따라 주식공급의 감소와 가격의 상승이 일어난다는 것이다(Feldstein, Slemrod, and Yitzhaki, 1980; Klein, 1998; Klein, 1999). Constantinides(1993)는 모형을 통해 자본손익이 실현시점에 과세되고 공매도제약이 없는 경우 손실은 즉시 실현하고 이익은 실현을 최대한 미루는 것이 최적이라는 것을 보여주고 있다. 동결효과에 따르면 자본이득세가 거래량과 가격에 미치는 영향이 주가수준에 따라 다를 수 있다. 주가가 높은 시기에는 세금부담을 회피하기 위해 공급이 감소하게 되므로 거래량이 줄고 가격이 더 상승하게 되며, 주가가 낮은 시기에는 세금공제를 위한 손실실현으로 인하여 공급이 늘어나 주가가 더욱 하락할 수 있다.

이하에서는 자본화효과와 동결효과의 이론적 특징을 간략히 살펴보

고자 한다. 자본이득세가 주가에 미치는 영향에 논의의 초점을 맞추고 있으므로, 가격결정자(price setter)가 비과세투자자라고 간주하는 세금무관런가설은 논의에서 제외하도록 한다.

먼저 자본화효과에 대해 살펴보자. 자본화효과는 미래의 자본이득에 대해 부과될 세금에 대한 보상으로 주식 매수자가 낮은 가격을 요구하는 것을 의미한다. 다음과 같은 간단한 주식가치 평가모형을 생각해 보자. 어떤 기업이 일정한 주당 현금흐름, F 를 창출하고 주당배당, D_t 는 매년 γ 의 비율로 성장한다고 가정하자. 배당에 대한 세율을 τ_d , 자본이득에 대한 세율을 τ_c , 할인율을 r 이라 할 때, 주가, P_0 는 다음과 같이 표현된다.³³⁾

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{F}{(1+r)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_1(1+\gamma)^{n-1}}{(1+r)^n} = \frac{D_1(1-\tau_d)}{r \left[\tau_c + \frac{D_1}{F}(1-\tau_c) \right]} \quad (4)$$

자본이득세율에 대한 주가의 민감도를 살펴보기 위해, 이 식에서 주가를 자본이득세율에 대해서 미분하면 다음과 같다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \tau_c} = -P_0 \left[\frac{F - D_1}{(F - D_1)\tau_c + D_1} \right] \quad (5)$$

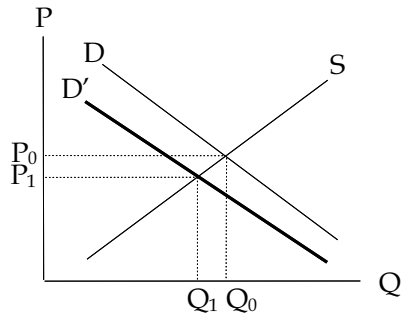
만약 모든 현금흐름이 배당으로 지급된다면($F = D_1$), 자본이득이 발생하지 않으므로 자본이득세율과 주가는 무관하다($P_0 = D_1(1 - \tau_d)/r$).

33) 구체적인 내용은 Lang and Shackelford(2000)를 참조하기 바란다.

그러나 현금흐름의 일부만이 배당으로 지급되는 경우($F > D_1$) 자본이득세율이 높아질수록 주가는 하락하며($\partial P_0 / \partial \tau_c < 0$), 배당금이 작을수록 하락률은 더 크게 나타난다($\partial^2 P_0 / (\partial \tau_c \partial D_1) > 0$).

주식에 대한 수요와 공급의 관점에서 보면 자본화효과는 수요곡선에 변화를 일으킨다. <그림 IV-2>에서 표현되는 바와 같이 자본이득세율의 인상은 수요곡선을 하향이동시키며($D \rightarrow D'$), 이에 따라 가격은 하락하고($P_0 \rightarrow P_1$) 거래는 감소한다($Q_0 \rightarrow Q_1$).

<그림 IV-2> 자본화효과에 따른 주식 수요·공급의 변화



한편, 배당소득세는 미래에 수취할 배당금의 크기를 감소시키므로 배당소득세에 의한 자본화효과도 존재한다. 식 (4)에서 주가를 배당소득세율에 대해 미분하면 다음과 같은데, $D_1 > 0$ 일 경우 배당소득세율이 증가할수록 주가는 하락하는 것을 확인할 수 있다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \tau_d} = - \frac{D_1}{r \left[\tau_c + \frac{D}{F} (1 - \tau_c) \right]} \tag{6}$$

동결효과는 발생한 자본이득에 대해 부과될 세금에 대한 보상으로 주식 매도자가 높은 가격을 요구하는 것을 의미한다. 주식의 유보가격(reservation price)을 R , 주식의 매수가격(tax basis)을 C 라 할 때 주가는 다음과 같은 식으로 나타낼 수 있다.

$$P_0 = R + (P_0 - C)\tau_c \quad (7)$$

주식 매도자는 유보가격, R 에 매도할 때 발생하는 자본이득세, $(P_0 - C)\tau_c$ 만큼을 추가로 요구하게 되는 것이다. 이는 식 (8)로 정리할 수 있으며, P_0 를 자본이득세에 대해 미분하면 식 (9)가 도출된다.

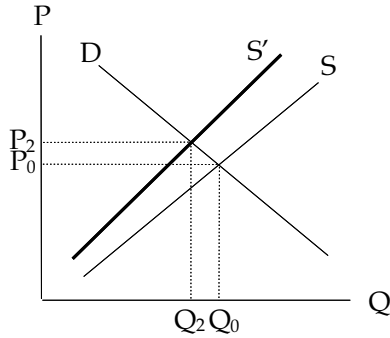
$$P_0 = \frac{R - C\tau_c}{1 - \tau_c} \quad (8)$$

$$\frac{\partial P_0}{\partial \tau_c} = \frac{R - C}{(1 - \tau_c)^2} \quad (9)$$

주식의 유보가격이 매수가격보다 높다고 한다면($R > C$) 자본이득세율의 증가는 주식의 가격을 상승시키게 된다($\partial P_0 / \partial \tau_c > 0$). 또한 자본이득의 규모가 클수록 상승폭은 더 커지게 된다($\partial^2 P_0 / (\partial \tau_c \partial C) < 0$).

동결효과는 주식의 공급곡선에 변화를 일으키는데, <그림 IV-3>과 같이 자본이득세율의 인상은 공급곡선을 상향이동시키며($S \rightarrow S'$), 이에 따라 가격은 상승하고($P_0 \rightarrow P_2$) 거래는 감소한다($Q_0 \rightarrow Q_2$).

<그림 IV-3> 동결효과에 따른 주식 수요·공급의 변화



자본화효과와 동결효과를 동시에 고려할 경우, 자본이득세율 상승이 주가에 미치는 영향은 두 효과의 상대적 크기에 따라 달라질 것이다. 공급가격과 수요가격이 동일하다는 조건을 이용하여, 식 (4)와 식 (8)을 P_0 에 대해 정리하면 다음과 같다.

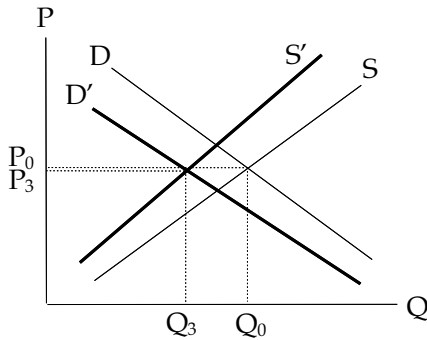
$$P_0 = \frac{D_1(1-\tau_d)}{r\left[\tau_c + \frac{D_1}{F}(1-\tau_c)\right]\tau_c} - \left(\frac{R}{\tau_c} - C\right) \quad (10)$$

이를 자본이득세율에 대해 미분하면 식 (11)이 유도되는데, 첫 번째 항은 자본화효과에 영향을 받는 항으로 항상 음(-)의 값을 가지며, 두 번째 항은 동결효과에 영향을 받는 항으로 항상 양(+)의 값을 가진다. 즉, 자본화효과가 동결효과보다 우세할 경우 자본이득세율이 증가할수록 주가는 하락하며 동결효과가 자본화효과보다 우세할 경우 자본이득세율이 증가할수록 주가는 상승하게 된다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \tau_c} = - \frac{FD_1(1-\tau_d)\{2(F-D_1)\tau_c + D_1\}}{r\{(F-D_1)\tau_c + D_1\}^2\tau_c^2} + \frac{R}{\tau_c^2} \quad (11)$$

이를 수요-공급 곡선상에서 살펴보면, 자본이득세율이 상승할 때, 자본화효과는 수요의 감소, 동결효과는 공급의 감소를 일으키게 되며, 결국 D' 와 S' 가 만나는 점, (P_3, Q_3) 에서 균형가격과 거래량이 결정된다 (<그림 IV-4>).

<그림 IV-4> 자본화효과와 동결효과에 따른
주식 수요·공급의 변화



나. 실증연구

이론적으로는 단순화할 수 있으나 실제 주주에 대한 세금이 주가에 미치는 영향은 매우 복잡한 양상을 띤다. 배당소득인가 또는 자본이득인가에 따라, 자본이득의 실현시점에 따라 명시적인 세율에 차이가 있고, 주주가 개인 또는 법인, 과세대상인지의 여부에 따라 세율이 달라지기 때문이다. 이러한 과세구조의 복잡성으로 인해 주주에 대한 세금이 주가

에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것은 매우 어려운 과제이며, 따라서 관련된 연구도 제한적으로 나타난다.

자본이득세의 자본화효과를 뒷받침하는 실증연구는 세제의 변화에 대해 사건연구(event study)방식으로 접근한 연구가 많다. 대개 자본이득세율의 인상(인하)이 주가를 하락(상승)시키고, 배당률이 낮거나 배당을 하지 않아 자본이득의 비중이 높은 주식일수록 세율변화의 영향이 크다는 가설을 검증하고 있다.

Amoako-Adu, Rashid and Stebbins(1992)는 캐나다에서 1985년 개인 투자자의 자본이득세에 대해 평생 50만달러까지 면세혜택을 부여한 사건과 2년 후 이 면세혜택을 10만달러로 축소한 사건이 주가에 미친 영향을 분석하였다. 면세혜택이 최초로 주어졌을 때 배당수익률이 낮은 주식에서 높은 초과수익률이 관찰되었는데, 배당수익률이 낮을수록 영향이 크다는 점에서 자본화효과 가설을 지지하는 결과이다. 반면, 면세혜택이 축소되었을 때에는 배당수익률이 낮은 주식에서 음의 초과수익률이 예상되었으나 수익률 반응은 유의하지 않았다.

같은 캐나다시장에 대한 연구로, Akindayomi and Warsame(2007)은 과세대상 자본이득을 전체 자본이득의 3/4에서 2/3로 축소한 2000년 2월 조치의 영향을 분석하였다. 자본화효과 가설과 일관되게, 이 조치는 전반적으로 주가에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났으며 특히 배당을 지급하지 않는 주식에서 긍정적인 영향이 두드러졌다.

Lang and Shackelford(2000)은 장기자본이득세율의 인하안을 담은 'Taxpayer Relief Act of 1997'³⁴⁾가 시장에 알려지고 합의되기까지의 일주일간의 초과수익률을 분석하였다. 일주일간 배당주식에서는 평균 6.1%

34) 'Taxpayer Relief Act of 1997'에 따라, 1997년 5월 7일부터 1년 이상 장기자본이득에 대한 세율을 소득세율이 28%이상인 투자자에 대해서는 28%에서 20%로, 소득세율이 15%이하인 투자자에 대해서는 15%에서 10%로 인하하였다.

의 수익률이, 비배당주식에서는 평균 12.9%의 수익률이 관찰되었고, 다중회귀분석에서도 두 그룹간 3% 이상의 수익률 차이가 유의하게 확인되었다. 이러한 결과는 자본화효과에 부합하는 결과이다. 한편, 이들은 자본이득세율의 인하가 동결효과를 완화시켜 주가하락을 일으킨다는 가설은 구체적으로 검증하지 못하였다. 동결효과를 실증적으로 분리해내기 어렵고, 동결효과 완화는 장기적으로 이루어질 가능성이 높으며, 동결효과 완화에 의한 주가하락 압력이 있었다더라도 자본화효과와 전반적인 주가상승 추세에 압도되었을 것으로 판단하고 있다.

Guenther and Willenborg(1999)는 자본이득세율의 변화가 IPO 공모가격에 미치는 영향을 분석하였다. 미국은 1993년, 개인투자자가 공모를 통해 특정 중소기업 주식을 매입하여 5년 이상 보유할 경우 자본이득의 50%에 대해 자본이득세를 면제하는 조치를 취하였다. 이 조치의 전후로 적용대상 중소기업 주식의 공모가의 변화를 분석한 결과, 조치 이후 공모가가 높아졌음을 발견하였다. 이는 자본이득세에 대한 부담이 공모가격에 반영되고 있으며, 자본이득세율의 인하가 기업의 자본비용을 낮추는 효과가 있음을 시사한다.

비교적 최근의 연구인 Sialm(2009)는 1913년부터 2006년까지의 방대한 미국시장 패널자료를 바탕으로 세금의 주가에 대한 영향을 포괄적으로 분석하고 있다. 기업의 배당정책, 자본이득세율, 배당소득세율을 이용하여 유효세율을 계산하고, 이 유효세율과 시장가-장부가비율(market-to-book ratio) 및 주가수익비율(PER) 사이의 시계열적 관계, 유효세율과 위험조정수익률(risk adjusted return) 사이의 횡단면적 관계를 분석하였다. 분석결과, 유효세율과 시장가-장부가비율 및 주가수익비율 사이에는 유의한 음의 관계를, 유효세율과 위험조정수익률(risk adjusted return) 사이에는 유의한 양의 관계를 확인하였다. 이는 자본화효과 이론에 부합하는 결과로, 세금부담이 클수록 주가가 하락하여 높은 세전기대수익을 제공함으로써 세금부담을 보상하게 되는 것으로 해석할 수 있다.

한편, 배당소득세율이 주가에 미치는 영향을 자본화효과의 관점에서 분석한 연구도 다수 존재한다.³⁵⁾ 앞서 언급했듯이, 주식으로부터 얻을 수 있는 미래현금흐름에 영향을 미친다는 점에서 배당소득세율의 변화 역시 자본이득세율의 변화와 마찬가지로 주가에 영향을 미친다. 다만 자본이득세율의 변화는 배당의 비중이 낮은 주식에 영향을 많이 미치는 반면 배당소득세율의 변화는 배당의 비중이 높은 주식에 영향을 많이 미친다는 점에서 차이가 있다. 대체적으로 배당소득세율에 대해서도 자본화효과가 확인되는 것으로 보고하고 있다.

동결효과에 대한 실증연구는 사건연구의 관점에서 세제변화를 분석하기보다는 장단기자본이득세율의 차이에 따라 보유기간이 장기화된다는 점에 착안한 연구가 많다. Reese(1998)는 장기자본이득에 대해 낮은 세율이 적용된다는 점을 토대로, IPO 이후 장기자본이득세율이 적용되는 시점의 수익률과 거래량 변화를 분석하였다. 미국시장에 대한 분석결과 IPO 이후 주가가 오른 주식은 장기자본이득세율을 적용받게 되는 시점 '직후'에 거래량 증가와 수익률 하락이 나타나고, 주가가 하락한 주식은 장기자본이득세율을 적용받게 되는 시점 '직전'에 거래량 증가와 수익률 하락이 나타남을 확인하였다. 이는 자본이득이 발생한 주식의 투자자는 낮은 세율을 적용받기 위해 매도를 미루고, 자본손실이 발생한 주식의 투자자는 높은 세율로 손실공제를 받기 위해 매도를 앞당기기 때문으로 분석하고 있다.

Poterba and Weisbenner(2001)는 자본손실에 대한 공제혜택을 얻기 위해 가격이 하락한 주식을 처분하는 현상, 절세매도(tax-loss selling)를

35) Poterba and Summers, 1984; Erickson and Maydew, 1998; Harris and Kemsley, 1999; Collins and Kemsley, 2000; Harris, Hubbard and Kemsely, 2000; Ayers, Cloyd, and Robinson, 2002; Dhaliwal, Erickson, Frank, and Bany, 2003; Hanlon, Myers, and Shevlin, 2003; Dhaliwal, Li and Trezevant, 2003; Auerbach and Hassett, 2006 등

분석하였다. 세금은 연간 기준으로 확정되기 때문에 개인투자자들은 공제혜택을 극대화하기 위해 자본손실이 발생한 주식을 연말에 처분할 유인이 있으며, 이 경우 연말에는 주가가 하락하고 상대적으로 연초에는 주가가 오르는 현상을 일으킬 수 있다. 이들은 이러한 1월 효과(January effect)가 자본이득세율의 변화에 영향을 받는다는 사실을 발견하여, 1월 효과가 윈도우드레싱³⁶⁾뿐만 아니라 개인투자자의 절세매도(tax-loss selling)에 의해서도 설명됨을 확인하였다.

Blouin, Raedy and Shackelford(2003)는 장기자본이득세율과 단기자본이득세율의 차이가 수익률과 거래량에 미치는 영향을 분석하였다. 장단기자본이득세의 차이가 클수록 투자자들은 매도를 미루게 되고 이는 주가의 상승과 거래의 위축을 일으키게 된다. 투자자의 포트폴리오 재조정(rebalancing)을 일으키는 분기이익공시와 S&P500 지수편입 시점을 전후로 분석한 결과, 장단기 자본이득세율이 크게 차이나는 시기일수록 투자자들은 포트폴리오 재조정을 기피, 분석대상 사건시점 전후로 거래가 위축되고 주가가 많이 상승하는 것으로 나타났다. 다만 이러한 영향은 일시적으로 나타난다.

Ayers, Lefanowicz and Robinson(2003)은 자본이득세가 기업의 인수프리미엄에 영향을 주는지 검토하였다. 1975년부터 2000년까지의 미국시장에서 일어난 935건의 인수사례를 분석한 결과, 현금매각의 경우에서 피인수기업의 주주들이 주식매각에 따라 부담해야 되는 자본이득세가 인수프리미엄에 반영됨을 발견하였다. 피인수기업의 개인 주주들은 주식매각에 따라 자본이득세를 더 이상 이연시킬 수 없게 되고 이에 대한 보상을 요구하게 되는 것이다. 결과적으로 자본이득세에 의한 동결효과는 인수비용의 상승으로 나타나는 셈이다.

36) 기관투자자가 연초에 보유주식 내역을 공시하기에 앞서 주가가 하락한 주식을 연말에 미리 매각한다는 가설이다(Haugen and Lakonishok(1987)).

Ivkovich, Poterba and Weisbenner(2005)는 투자자의 자본이득과 자본손실 실현에 대한 의사결정을 78,000명에 달하는 개인투자자의 과세계좌(taxable account)와 과세이연계좌(tax-deferred account)를 비교함으로써 분석하였다. 분석결과 과세계좌에서 동결효과가 확인되는데, 장기보유 또는 대량매수 주식의 경우에 자본이득 규모와 매도확률 사이의 음의 상관관계가 뚜렷하게 나타났다. 한편 투자기간이 6개월 이내일 경우에는 자본이득 규모와 매도확률 사이에 양의 상관관계나 관찰되는데, 이는 처분효과(disposition effect)가 강하기 때문으로 설명하고 있다.

Jin(2006)은 미국의 기관투자자의 주식보유내역과 고객구성에 대한 자료를 이용하여, 동결효과의 존재 여부와 동결효과에 의한 매도지연이 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 동결효과의 존재와 관련하여 Ivkovich, Poterba and Weisbenner(2005)와 같은 결과를 얻었는데, 세월에 민감한 투자자를 고객으로 가진 기관투자자일수록 매도확률과 매도규모가 누적자본이득에 반비례함을 발견하였다. 동결효과가 주가에 미치는 영향은 부정적인 이익공시시점 전후의 수익률을 분석하여 확인하였다. 세월에 민감한 투자자가 많고, 주가가 많이 오른 주식일수록 공시 전후 초과수익률이 높게 나타났다. 이는 세월에 민감한 투자자들은 자본이득이 많이 발생한 주식의 매도를 기피한다는 의미로, 동결효과로 인해 부정적인 정보가 가격에 효율적으로 반영되지 않음을 말해준다.

자본화효과와 동결효과가 주가에 미치는 영향은 서로 상반되나 상호 대립가설이 아니므로 두 가설을 통합적으로 분석하는 데에는 한계가 있다. 따라서 자본화효과는 가격평가의 관점에서, 동결효과는 투자행태의 관점에서 개별적으로 연구되어 왔고, 지금까지 논의한 바와 같이 두 가설 모두 실증적으로 뒷받침되고 있다. 이러한 상황에서 Dai, Maydew and Shackelford(2008)의 연구는 사건연구의 틀에서 두 가설을 통합적으로 분석한 거의 유일한 연구로서 의미가 있다. 이들은 미국시장에서 장기

자본이득에 대한 자본이득세율을 인하한 'Taxpayer Relief Act of 1997'를 대상으로, 자본화효과와 동결효과의 영향을 동시에 분석하였다. 자본화효과는 세율조정에 따른 주식의 기대가치의 변화로 나타나므로 세율인하 시점 '이전'에 나타나며, 동결효과는 세율조정에 따른 자본이득 실현시점의 변화로 나타나므로 세율인하 시점 '이후'에 나타난다는 것이 기본적인 분석틀이다. 분석결과에 따르면 자본이득세율의 인하가 시행되기 직전에는 자본화효과가 동결효과에 비해 우세하여 1주일간 8.23%의 초과수익률이 발생하였고, 시행된 직후에는 동결효과가 자본화효과에 비해 우세하여 1주일간 -2.96%의 초과수익률이 발생한 것을 확인하였다. 주식의 특성에 따른 결과를 보면, 자본화효과는 배당을 지급하지 않는 주식에서, 동결효과는 주가가 기존에 많이 올랐거나 개인투자자 비중이 높은 주식에서 두드러지게 관찰되었다. 한편, 거래량은 세율인하 직전과 직후에 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기존의 자본화효과와 동결효과에 대한 실증분석결과들과 맥을 같이 하고 있다.

V. 모형을 통한 자본이득세와 거래세 비교

1. 주식에 대한 자본이득세 과세효과
2. 주식에 대한 거래세 과세효과
3. 세제와 기업의 자본축적
4. 일반균형모형을 통한 비교

V. 모형을 통한 자본이득세와 거래세 비교

본 장에서는 이론모형을 통해 자본이득세와 거래세가 세율에 따라 조세수입, 소비, 자본축적에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고 시사점을 도출해보고자 한다. 이전의 장에서 설명한 자본이득세의 자본화효과와 동결효과가 부분균형이론을 바탕으로 하여 가격에 대한 효과를 분석한 것이라면, 본 장에서의 설명은 자본화효과와 동결효과를 모두 고려한 일반균형(General equilibrium)모형을 통해 동태적 관점에서 자본이득세가 주가와 자본축적에 미치는 영향을 확인하고 그 결과를 거래세의 경우와 비교하는 데에 분석의 초점을 맞춘다.

본 장에서 사용되는 모형은 Lang and Shackelford(2000)가 자본이득세의 자본화효과를 검증하기 위해 사용하였던 이론적 모형을 기반으로 하였다. 이 모형은 자본이득세의 과세효과를 파악하기 위하여 설정된 모형이지만 거래세로 과세하는 방식에 대해서도 적용이 가능하다. 개인에 대한 과세가 투자자들의 행동패턴이 미치는 영향을 분석하는 이론적 모델로는 Constantinides(1983, 1984)의 모형이 많이 활용되고 있으며, 자산시장(Asset markets)의 가격결정과 기대수익률의 형성에 관해서는 De Long, Shleifer, Summers and Waldman(1990) 모형이 널리 활용되고 있다. 본 장에서 설명되는 주식시장모형은 근본적으로 이들의 모형에서 출발하고 있다. 가격결정모형에 대한 거래세와 자본이득세의 적용방식은 Song and Zhang(2005)과 동일하다. 일반균형모형으로의 확장은 Auerbach and King(1983), Judd(1987), Kaplow(1994(b)) 등이 설명한 방식을 따른다. 본 장은 이러한 기존 이론적 모형을 바탕으로 자본이득세와 거래세의 과세효과에 대한 비교분석을 시도하였다.

자본이득세 및 거래세 모형은, 현재의 주가는 미래 현금흐름의 현재 가치에 의해 결정된다는 주가결정이론의 기본가정에서 출발한다. 즉, 현

시점 t 기의 주가는 차기에 발생할 배당금과 주가의 현재가치와 동일하다. 이를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$P_t = \frac{1}{1+r}(P_{t+1} + (1-m)d_{t+1} - \Gamma_{t+1}) \quad (12)$$

여기에서 P_t 는 t 기의 주가, r 은 할인율, m 은 배당세율, d_{t+1} 은 $t+1$ 기의 배당금을 각각 나타내며, Γ_{t+1} 은 $t+1$ 기의 현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들의 계량적 합을 나타낸다. 이후의 분석에서 자본이득세 혹은 거래세는 Γ_{t+1} 을 통하여 모형에 반영되는데, Γ_{t+1} 에 영향을 미칠 수 있는 요소로, 각 시점의 거래가격, 자본이득세율 또는 거래세율, 주식거래 빈도 등이 포함된다. 자본이득세의 경우 Γ_{t+1} 은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\Gamma_{t+1} = \begin{cases} \xi_{t+1}\theta_G(P_{t+1} - P_{t+1-s}) & \text{거래가 발생할 경우 } (\xi_{t+1} \in (0,1)) \\ 0 & \text{거래가 발생하지 않을 경우} \end{cases} \quad (13)$$

여기에서 θ_G 는 자본이득세율, $P_{t+1} - P_{t+1-s}$ 는 $t+1-s$ 기에 매수하여 $t+1$ 기에 매도함으로써 발생한 자본이득, ξ_{t+1} 은 $t+1$ 기에 주식거래를 하는 투자자의 비율을 각각 나타낸다. 만약 $t+1$ 기에 주식의 거래가 이루어지지 않았다면 미실현이익에 대해 과세하지 않는다는 조세원칙에 따라 자본이득세는 과세되지 않을 것이다. 그러나 분석의 편의를 위하여 실현주의가 아니라 발생주의에 따라 매기 모든 투자자를 대상으로 자본이득세가 과세된다고 가정한다. 이 경우 Γ_{t+1} 은 다음과 같이 단순화된다.

$$\Gamma_{t+1} = \theta_G(P_{t+1} - P_t) \tag{14}$$

거래세의 경우 Γ_{t+1} 는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\Gamma_{t+1} = \begin{cases} 0 & \text{거래가 발생하지 않을 경우} \\ \xi_{t+1}\theta_T P_{t+1} & \text{매도거래가 발생한 경우} \\ \xi_{t+1}\theta_T P_{t+1-s} & \text{매수거래가 발생한 경우} \end{cases} \tag{15}$$

여기에서 θ_T 는 거래세율을, ξ_{t+1} 은 $t+1$ 기에 주식거래를 하는 투자자의 비율을 나타낸다. $t+1$ 기에 거래가 일어나지 않을 경우 거래세는 부과되지 않으며 거래가 발생한 경우에 한하여 세금이 부과된다. 거래세는 매수 혹은 매도시점에 부과하거나 또는 양 시점에 모두 부과할 수 있는데 그 효과는 동일하다. 이후의 분석에는 편의상 매도시점에만 거래세를 부과하는 것으로 가정하며, 이는 현재의 과세체계와도 부합한다. 추가적으로 모형의 단순화를 위하여 모든 투자자는 매기 거래를 한다고 가정하는데, 이는 자본이득세에 대해 발생주의 과세를 가정하는 것과 일관성을 유지하기 위한 것이다. 이 경우, Γ_{t+1} 은 다음과 같이 단순화된다.

$$\Gamma_{t+1} = \theta_T P_{t+1} \tag{16}$$

1. 주식에 대한 자본이득세 과세효과

본 절에서는 주식에 대한 자본이득세의 과세효과를 경제학적 견지에서 고찰해 보고자 한다. 식 (14)를 식 (12)에 대입한 뒤, 수익률에 대하여 정리하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 R &= \frac{P_{t+1} - \theta_G(P_{t+1} - P_t) + (1-m)d_{t+1}}{P_t} & (17) \\
 &= \frac{(1-\theta_G)P_{t+1} + \theta_G P_t + (1-m)d_{t+1}}{P_t}
 \end{aligned}$$

여기에서 R 은 총수익률, 즉 $1+r$ 을 의미한다. 식 (17)을 P_t 에 대하여 정리하여 단순화하면 식 (18)과 같다.

$$P_t = \frac{1-\theta_G}{R-\theta_G} P_{t+1} + \frac{1-m}{R-\theta_G} d_{t+1} \quad (18)$$

위의 식 (18)에 따르면 t 기의 주가는 $t+1$ 기의 주가와 실질배당액에 의하여 결정되는데, 모든 시점의 주가를 순차적으로 정리하면 $t=0$ 의 주가는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1-\theta_G}{R-\theta_G} \right)^{t-1} \left(\frac{1-m}{R-\theta_G} \right) d_t \quad (19)$$

이 식을 통해 현재의 주가는 배당소득세와 자본이득세를 고려한 모든 미래배당금의 현재가에 의해 결정됨을 알 수 있는데, 이는 전통적인 주가결정이론과 일치하는 것이다. 주가의 비교정태분석을 위해 미래의 주식배당금이 항상 일정($d_t = d$)한 이론적 정상상태(steady state)를 가정하면, 식 (19)는 아래와 같이 단순화된다.

$$P_0 = \left(\frac{1-m}{R-\theta_G} \right) \left(\frac{1}{1-\frac{1-\theta_G}{R}} \right) d = \left(\frac{1-m}{R-\theta_G} \right) \left(\frac{R-\theta_G}{R-1} \right) d = \left(\frac{1-m}{R-1} \right) d \quad (20)$$

식 (20)이 의미하는 바는, 주가는 배당소득세율, 할인율, 그리고 배당금에 의하여 결정되고, 자본이득세율은 주가에 전혀 영향을 미치지 못한다는 것이다. 이는 배당금이 고정되어 있는 ‘이론적 정상상태’에서는 주가가 변하지 않아 자본이득을 기대할 수 없기 때문이다. 따라서 조세당국이 자본이득세율(θ_G)을 변화시킨다 해도 장기에 걸친 세수의 변화 역시 기대할 수 없다.

한편, 현재의 주가는 배당소득세율 및 할인율과 음(-)의 관계를 가진다. 이는 배당소득세율이 증가할 경우 투자자가 실질적으로 받게 되는 세후 배당금이 줄고, 할인율이 증가할 경우 현재의 소비에 대한 투자자의 선호가 증대되어 미래 현금흐름에 대한 가치비중을 축소하기 때문이다.

미래의 배당흐름에 대한 가정을 완화하여 배당금이 매 시점마다 변화한다고 가정한다면 자본이득세율의 변화가 현재의 주가에 영향을 미칠 수 있다. 이 경우 자본이득세율과 현재의 주가와 관계는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \theta_G} = \sum_{t=1}^{\infty} A_t d_t \quad (21)$$

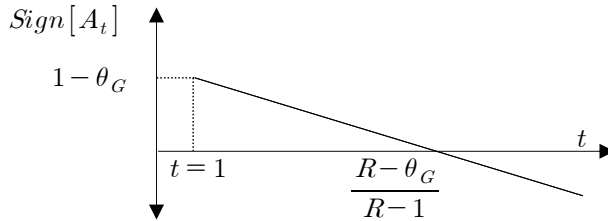
$$A_t \equiv (t-1) \left(\frac{1-\theta_G}{R-\theta_G} \right)^{t-2} \left(\frac{-R+1}{(R-\theta_G)^2} \right) \left(\frac{1-m}{R-\theta_G} \right) + \left(\frac{1-\theta_G}{R-\theta_G} \right)^{t-1} \left(\frac{1-m}{(R-\theta)^2} \right)$$

이 식에서 알 수 있는 사실은 자본이득세율의 변화가 현재의 주가에 미치는 영향은 일정하지 않고 배당금(d_t)의 지급형태에 영향을 받는다는 것이다. 이는 A_t 가 t 에 대한 감소함수이기 때문인데, A_t 의 움직임은 다음의 수식을 통해 파악할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{sign}[A_t] &= \text{sign} \left[- (t-1) \frac{R-1}{(R-\theta_G)^3} + \frac{(1-\theta_G)}{(R-\theta_G)^3} \right] \\ &= \text{sign}[-t(R-1) + (R-\theta_G)] \end{aligned} \quad (22)$$

A_t 의 부호는 t 의 값이 증가함에 따라 감소하게 된다. 예를 들어 $t=1$ 인 경우 A_1 의 부호는 $(1-\theta_G)$ 로, 양(+)의 값을 가지게 된다. 아래의 <그림 V-1>에서 확인할 수 있는 바와 같이 A_t 는 t 가 $(R-\theta_G)/(R-1)$ 일 때를 기준으로, t 가 $(R-\theta_G)/(R-1)$ 보다 작을 때는 양(+)의 값, $(R-\theta_G)/(R-1)$ 보다 클 때는 음(-)의 값을 가지게 된다.

<그림 V-1> t 의 증가에 따른 $Sign[A_t]$ 의 변화 형태



자본이득세의 과세효과인 식 (21)은, t 가 $(R - \theta_G)/(R - 1)$ 보다 작은 시기에 지급되는 배당금이 충분히 큰 경우에는 양(+)의 값을, 상대적으로 작은 경우에는 음(-)의 값을 가지게 된다. 다시 말해, 배당이 상대적으로 가까운 미래($t \leq (R - \theta_G)/(R - 1)$)에 집중될수록 자본이득세율의 상승은 현재의 주가를 상승시킬(또는 더 적게 하락시킬) 가능성이 높고, 배당이 상대적으로 먼 훗날($t > (R - \theta_G)/(R - 1)$)에 집중될수록 자본이득세율의 상승은 현재의 주가를 더 많이 하락시킬 가능성이 높다. 가까운 미래에 많은 배당을 실시하는 기업은 그만큼 미래의 주가상승 요인이 감소하게 되어 자본이득의 규모가 상대적으로 줄어들고 자본이득세에 의해 과세되는 부분도 동시에 줄어든다. 이에 비해 먼 미래에 상대적으로 많은 배당을 실시하는 기업은 그만큼 자본이득의 규모가 커지게 되어 세금으로 더 많은 부분을 잃는 결과가 나타난다. 따라서 자본이득세율이 상승할 때 현재의 주가가 더 크게 하락하게 되는 것이다.

배당금의 지급형태에 따라 주식의 자본이득 과세의 효과가 달라진다는 것은 정책적으로 중요한 시사점을 가진다. 일반적으로 벤처기업이나 성장기업의 경우 투자수요가 상대적으로 커서 이익을 유보하려는 경향이 있고, 낮은 배당성향과 높은 자본이득의 특성이 나타나게 된다. 반대로 성숙기에 접어든 기업일수록 이익의 많은 부분을 배당으로 지급하게 되고, 그만큼 자본이득의 가능성은 줄어들게 된다. 따라서 자본이득세율

의 인상은 상대적으로 벤처·성장기업에 대해 중과세하는 결과를 가져올 수 있는 것이다.

2. 주식에 대한 거래세 과세효과

본 절에서는 주식에 대한 거래세의 과세효과를 살펴보고자 한다. 주식거래세의 경우 Γ_{t+1} 이 식 (16)의 형태를 가지게 되는데, 이를 식 (12)에 대입하여 정리하면 다음과 같다.

$$R = \frac{(1 - \theta_T)P_{t+1}(1 - m)d_{t+1}}{P_t} \quad (23)$$

위의 식을 P_t 에 대하여 정리하면 다음과 같다.

$$P_t = \frac{1 - \theta_T}{R} P_{t+1} + \frac{1 - m}{R} d_{t+1} \quad (24)$$

미래의 모든 시점의 주가를 순차적으로 결합하면, 현재의 주가는 식 (25)와 같이 모든 세후 배당금과 거래세를 차감한 미래 현금흐름의 현재가치로 나타나게 된다.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1-\theta_T}{R} \right)^{t-1} \left(\frac{1-m}{R} \right) d_t \quad (25)$$

미래의 주식배당금이 항상 일정한 이론적 정상상태를 가정하면 식 (25)는 아래와 같이 단순화된다.

$$P_0 = \frac{\frac{(1-m)d}{R}}{1 - \frac{1-\theta_T}{R}} = \frac{1-m}{R+\theta_T-1} \cdot d \quad (26)$$

주식에 거래세가 부과되는 경우, 이론적 정상상태에서는 현재의 주가가 배당소득세율, 할인율, 거래세율, 그리고 배당금에 의하여 결정됨을 알 수 있다. 현재의 주가가 배당소득세율과 할인율에 대하여 음(-)의 관계를 가진다는 점은 자본이득세의 경우와 동일하다. 자본이득세의 경우와 비교하여 다른 점은 이론적 정상상태 하에서도 거래세율이 현재의 주가에 영향을 준다는 사실이다. 아래와 같이 거래세율은 현재 주가에 음(-)의 영향을 미친다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \theta_T} = - \frac{(1-m)d}{(R+\theta_T-1)^2} < 0 \quad (27)$$

주식배당금이 고정되어 있는 이론적 정상상태에서는 주가가 변화하지 않아 자본이득을 기대할 수 없으므로 자본이득세의 영향이 제거된다. 그러나 거래세는 자본이득과 상관없이 모든 주식거래에 수반되는 일종

의 거래비용이므로 이론적 정상상태에서도 주가에 영향을 미치게 되는 것이다.

배당금이 매 시점마다 변동하는 경우, 주식거래세율의 변화가 주가에 미치는 영향은 다음과 같이 나타난다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \theta_T} = \sum_{t=1}^{\infty} \left[(t-1) \left(\frac{1-\theta_T}{R} \right)^{t-2} \left(-\frac{1}{R} \right) \left(\frac{1-m}{R} \right) d_t \right] < 0 \quad (28)$$

배당금이 매 시점마다 변동한다고 가정하더라도, 거래세율의 변화는 자본이득세의 경우와 달리 일관되게 현재의 주가에 음(-)의 영향을 미친다. 배당금의 시계열적 지급형태는 자본이득의 패턴에 영향을 주게 되어 거래세의 현가에는 영향을 준다. 그러나 거래세가 주가에 부정적인 영향을 미친다는 점은 변하지 않는다.

3. 세제와 기업의 자본축적

본 절에서는 이상에서 논의된 자본이득세와 거래세의 과세효과를 바탕으로 기업의 자본축적에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 자본이득세와 거래세가 부과되는 상황의 주가 결정식 (19)과 (25)에 아래의 요소가 포함됨을 확인한 바 있다.

$$\Phi_t = \begin{cases} \left(\frac{1-\theta_G}{R-\theta_G}\right)^{t-1} \left(\frac{1-m}{R-\theta_G}\right) & \text{자본이득세의 경우} \\ \left(\frac{1-\theta_T}{R}\right)^{t-1} \left(\frac{1-m}{R}\right) & \text{거래세의 경우} \end{cases} \quad (29)$$

개별기업의 자본축적은 아래의 과정을 따른다고 가정하자.

$$d_{t+1} = \Pi(k_t) + (1-\delta)k_t - k_{t+1} \quad (30)$$

여기에서 k_t 는 t 기의 자본규모, δ 는 감가상각률, 그리고 $\Pi(\cdot)$ 는 주어진 자본규모에서의 기업의 생산함수를 나타낸다. 분석의 편의를 위하여 생산함수는 미분가능하고, 자본량의 증가에 따른 한계이익은 양(+)의 값을 가지나($\Pi''(\cdot) > 0$) 자본량의 증가에 따라 체감하는($\Pi'''(\cdot) < 0$) 것으로 가정한다. 주주가치의 극대화를 추구하는 기업의 목적함수는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{Max} \sum_{t=1}^{\infty} \Phi_t d_t & \quad (31) \\ & = \Phi_1(\Pi(k_0) + (1-\delta)k_0 - k_1) + \Phi_2(\Pi(k_1) + (1-\delta)k_1 - k_2) + \dots \end{aligned}$$

각 시점에서 목적함수 최적화를 위한 1계 조건(FOC)은 다음과 같다.

$$\Pi'(k_{t+1}) + (1-\delta) = \frac{\Phi_{t+1}}{\Phi_{t+2}} \equiv \Phi \quad (32)$$

위의 식에서 ϕ 는 아래와 같은 형태를 가진다.

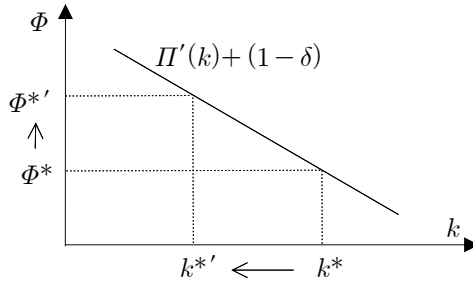
$$\phi = \begin{cases} \frac{R - \theta_G}{1 - \theta_G} & \text{자본이득세의 경우} \\ \frac{R}{1 - \theta_T} & \text{거래세의 경우} \end{cases} \quad (33)$$

1계 조건에 의하면 기업의 자본축적은 할인율과 자본이득세율 혹은 거래세율에 의하여 결정된다. 자본이득세율 혹은 거래세율이 기업의 자본축적에 미치는 영향을 비교정태분석을 통해 살펴보면 다음과 같다.

$$\frac{\partial \phi}{\partial \theta} = \begin{cases} \frac{R - 1}{(1 - \theta_G)^2} > 0 & \text{자본이득세의 경우} \\ \frac{1}{(1 - \theta_T)^2} > 0 & \text{거래세의 경우} \end{cases} \quad (34)$$

위의 식에서 세율의 상승은 ϕ 의 값을 상승시킴을 알 수 있다. 이는 기업의 한계생산성 증가를 요구하게 되는데, 기업의 한계생산성은 자본에 대하여 체감하므로 한계생산성의 증가는 기업 자본축적의 감소로 이어지게 된다. 주식에 관련된 세율이 상승하게 되면 주가수익률을 감소시키는 요인이 된다. 외생적으로 주어지는 할인율(R)이 변하지 않는 상황에서 주가수익률이 하락한다면 이는 기업의 투자유인을 감소시켜 기업의 자본축적이 줄어드는 결과를 낳게 된다. 다시 말해, 주식관련 세율의 상승이 기업 생산활동의 위축을 가져오는 것이다. 기업의 한계생산성이 체감하는 경우, 기업의 자본축적과 ϕ 의 관계를 그림으로 나타내면 다음과 같다.

<그림 V-2> 세율의 상승이 기업 자본축적에 미치는 영향



콥-더글라스(Cobb-douglas) 생산함수³⁷⁾를 가정하여 세율의 변화가 기업의 자본축적에 미치는 영향을 구체적으로 살펴보자. 이론적 정상상태에서 기업의 최적자본량은 아래의 1계 조건에 의하여 결정된다.

$$\alpha k^{*\alpha-1} + (1 - \delta) = \Phi \tag{35}$$

$$k^* = \left(\frac{\alpha}{\Phi + \delta - 1} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

자본이득세 또는 거래세가 존재할 때 최적자본량은 각각 아래와 같은 식으로 나타난다.

37) 콥-더글라스(Cobb-douglas) 생산함수의 기본 특성은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \pi(k) &= k^\alpha \quad (0 < \alpha < 1) \\ \pi'(k) &= \alpha k^{\alpha-1} > 0 \\ \pi''(k) &= -\alpha(1-\alpha)k^{\alpha-2} < 0 \\ \pi'''(k) &> 0 \end{aligned}$$

$$k^* = \begin{cases} \left(\frac{\alpha}{\frac{R - \theta_G}{1 - \theta_G} + \delta - 1} \right)^{\frac{1}{1 - \alpha}} & \text{자본이득세의 경우} \\ \left(\frac{\alpha}{\frac{R}{1 - \theta_T} + \delta - 1} \right)^{\frac{1}{1 - \alpha}} & \text{거래세의 경우} \end{cases} \quad (36)$$

모든 외생변수들이 동일하게 주어지고, 자본이득세율과 거래세율이 동일하다면 거래세하에서의 자본축적이 더 낮음을 알 수 있다. 이는 거래세는 총거래금액(P_{t+1})에 대하여 부과되는 반면 자본이득세는 가격의 변화분($P_{t+1} - P_t$)에 대해서 부과되어, 세율이 동일하다면 거래세의 경우 상대적으로 중과세되는 효과가 나타나기 때문이다. 그러나 일반적으로 거래세율은 자본이득세율에 비하여 낮은 수준에서 결정되기 때문에, 동일한 자본이득세율과 거래세율을 가정하는 것은 다소 무리가 있다. 결과적으로 자본이득세와 거래세의 세율수준에 따라 기업 자본축적에 있어 동일한 결과를 가져올 수 있다고 볼 수 있다.

4. 일반균형모형을 통한 비교

기업의 최적자본량 선택모형은 기업의 자본축적이 순전히 내부유보에 의해서만 이루어짐을 전제로 한다는 점에서 일반화에 한계가 있다. 본 절에서는 일반균형(General equilibrium)모형을 통해 자본이득세와 거래세의 차이가 경제적 산출물, 조세수입, 왜곡(distortion)효과 등에 미치는 영향을 비교분석하고자 한다.

모형은 소규모 개방경제(small open economy)의 기본가정에서 출발한다. 따라서 총이자율(gross interest rate)은 외생적으로 결정되고 할인요소(discount factor), β 의 역수값과 동일한 것으로 가정³⁸⁾한다. 이와 같은 가정하에서 대표소비자(representative consumer)의 효용극대화는 자본이득세와 거래세의 경우 각각 다음의 과정을 통해 이루어진다.

$$\begin{aligned}
 & \text{Max} \sum_{t=1}^{\infty} \beta^t U(C_t) & (37) \\
 & \text{s.t.} \begin{cases} \text{자본이득세의 경우;} \\ C_t + B_t + P_t S_t \leq RB_{t-1} + (P_t - \theta_G(P_t - P_{t-1})) + (1-m)d_t)S_{t-1} \\ \text{거래세의 경우;} \\ C_t + B_t + P_t S_t \leq RB_{t-1} + ((1-\theta_T)P_t + (1-m)d_t)S_{t-1} \end{cases}
 \end{aligned}$$

위의 식에서 $U(\cdot)$ 는 소비자의 효용함수, C_t 는 t 기의 소비량, B_t 는 t 기에 소비자가 보유한 채권의 총액, 그리고 S_t 는 t 기에 소비자가 보유한 주식의 총수를 나타낸다. 소비자는 채권과 주식이라는 두 가지 형태의 자산만을 보유하며 이들로부터 자산소득을 얻는다. 노동소득은 없는 것으로 가정하였고 소비는 자산소득에 의해서만 충당된다.

기업가치의 극대화를 추구하는 대표생산자(representative producer)에 의한 자본형성은 다음과 같이 결정된다.

$$\begin{aligned}
 & \text{Max} \sum_{t=1}^{\infty} \Phi_t d_t & (38) \\
 & \text{s.t.} \quad d_t = \Pi(k_{t-1}) + (1-\delta)k_{t-1} - k_t
 \end{aligned}$$

38) 유한 최적해의 도출을 위한 가정이다.

소비자와 생산자에 의한 경제활동이 균형을 이루기 위한 시장청산조건(market clearing condition)과 실현가능조건(feasibility condition)은 아래와 같다.

$$C_t + k_{t+1} + B_t + T_t = RB_{t-1} + \Pi(k_t) + (1 - \delta)k_t \quad (39)$$

$$S_t = 1 \quad (40)$$

위의 식에서 T_t 는 정부의 조세수입을 나타낸다. t 기에 생산된 산출물과 잔여자본량에 의하여 소비, 정부의 조세수입, 그리고 $t+1$ 기의 생산에 사용될 자본량이 결정된다. 소비자가 보유한 주식의 총량은 분석의 편의를 위하여 1로 표준화하였다.

소비자가 (37)번의 과정을 통해 효용을 극대화하고, 생산자가 기업가치를 극대화하며, 시장청산조건과 실현가능조건이 만족되면 경쟁적 균형(competitive equilibrium)이 이루어진다. 효용극대화와 기업가치 극대화의 구체적인 내용은 이전 장에서 이미 설명하였으므로 여기에서는 소비와 조세수입에 초점을 맞춰 각 세제를 비교하고자 한다.

경쟁균형이 오랫동안 지속되는 이론적 정상상태에서 실현가능조건은 다음과 같은 형태로 단순화된다.

$$C + T = (R - 1)B + d \quad (41)$$

소비자 효용극대화의 결과로 소비는 시간에 관계없이 항상 일정한데, 이는 소비수준의 평준화(consumption smoothing)를 통해 한계효용이 일

정하게 유지될 때 효용이 극대화되기 때문이다. 자본량도 일정하게 유지 되는데, 이는 R 이 외생적으로 주어진 상황에서, 한계생산성이 R 과 감가 상각률(δ)의 합에 이르는 수준일 때 자본량이 안정되기 때문이다. 자본 량이 일정한 수준에서 유지되므로 배당금도 일정하게 유지되고, 따라서 정부의 조세수입도 일정해진다. 이론적 정상상태하의 조세수입을 세계별 로 나누어보면 다음과 같다.

$$T = \begin{cases} md & \text{자본이득세의 경우} \\ \left(\frac{(1-m)\theta_T}{R+\theta_T-1} + m \right) d & \text{거래세의 경우} \end{cases} \quad (42)$$

자본이득세의 경우, 이론적 정상상태에서는 주가가 변하지 않으므로 정부의 조세수입은 오로지 배당소득세로부터만 발생하게 된다. 거래세의 경우, 주가의 변화에 상관없이 일정한 조세수입을 발생시키게 되고 배당 소득세와 더불어 정부의 조세수입으로 귀속된다. 한편 세율의 변화가 배 당에 미치는 영향을 비교정태분석을 통해 살펴보면 다음과 같다.

$$d = \Pi(k) + (1 - \delta)k - k = \Pi(k) - \delta k \quad (43)$$

$$\frac{\partial d}{\partial \theta} = (\Pi'(k) - \delta) \frac{\partial k}{\partial \theta} < 0 \quad (44)$$

위의 식에 따르면, 세율의 형태와 상관없이 세율이 상승함에 따라 배 당금은 줄어든다. 자본의 한계생산성에서 감가상각을 차감한 값은 항상 양(+)³⁹⁾의 값이고($\Pi(k) - \delta > 0$) 앞서 설명한 바와 같이 세율이 상승하게

39) $\Pi'(k) + (1 - \delta) = R > 1$

되면 최적자본량이 감소하므로($\partial k/\partial \theta < 0$), 세율과 배당액은 음(-)의 관계를 갖는다. 세율의 상승은 최적자본량의 감소를, 자본량의 감소는 생산량 저하를 의미하므로 결국 기업이 제공할 수 있는 배당금은 감소하게 된다.

다음으로 세율의 변화가 정부의 조세수입과 소비에 미치는 영향을 자본이득세와 거래세의 경우로 나누어 살펴보자.

식 (42)에 나타난 바와 같이 자본이득세의 경우 이론적 정상상태에서 정부의 조세수입은 배당소득세로만 충당된다. 자본이득세율의 상승이 정부의 조세수입에 미치는 영향은 다음과 같다.

$$\frac{\partial T}{\partial \theta_G} = m \frac{\partial d}{\partial \theta_G} < 0 \quad (45)$$

자본이득세율이 상승함에 따라 정부의 조세수입은 줄어든다. 이는 자본이득세율이 상승함에 따라 배당금이 감소하여 배당소득세수는 감소하는 반면, 자본이득세수는 정부의 조세수입에 영향이 없기 때문이다.

다음으로 자본이득세율의 상승이 소비에 미치는 영향을 보자.

$$C = (R-1)B + (1-m)d \quad (46)$$

$$\frac{\partial C}{\partial \theta_G} = (1-m) \frac{\partial d}{\partial \theta_G} < 0$$

이론적 정상상태에서 소비는 배당금에 의해서만 조달되는데, 앞서 설명한 바와 같이 세율상승은 배당액의 하락을 초래하므로 자본이득세율의

상승은 소비의 감소를 가져오게 된다. 결국 소비자의 효용은 감소한다.

거래세의 경우 세율이 정부의 조세수입에 미치는 영향은 자본이득세의 경우에 비하여 좀 더 복잡한 형태를 가진다. 식 (42)에서 배당금에 대한 최종적인 실효세율(effective tax rate)(Q)을 다음과 같이 정의하자.

$$Q \equiv \frac{(1-m)\theta_T}{R+\theta_T-1} + m \quad (47)$$

실효세율을 거래세율에 대해 미분하면, 거래세율의 상승은 실효세율의 상승으로 이어짐을 알 수 있다.

$$\frac{\partial Q}{\partial \theta_T} = \frac{1-m}{(R+\theta_T-1)^2} (R+\theta_T-1-\theta_T) = \frac{(1-m)(R-1)}{(R+\theta_T-1)^2} > 0 \quad (48)$$

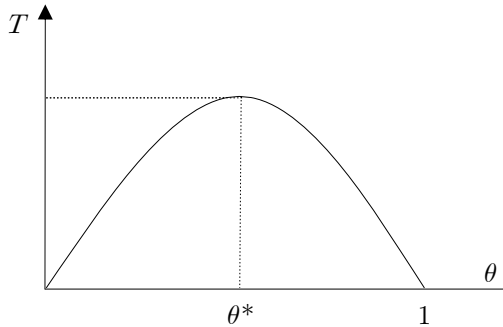
거래세율의 상승이 배당금의 감소를 가져온다는 사실을 고려하면, 거래세율의 상승은 실효세율의 상승을 통하여 조세수입을 증가시키는 동시에 세원의 축소를 통하여 조세수입을 감소시킨다. 결국 거래세율이 조세수입에 미치는 영향은 상반된 두 가지 효과의 상대적 크기에 의하여 결정된다. 두 효과의 상대적 크기는 세율에 따라 달라진다.

$$\lim_{\theta_T \rightarrow 0} \frac{\partial T}{\partial \theta_T} = \lim_{\theta_T \rightarrow 0} \left(d \cdot \frac{\partial Q}{\partial \theta_T} + Q \cdot \frac{\partial d}{\partial \theta_T} \right) = d \frac{\partial Q}{\partial \theta_T} > 0 \quad (49)$$

$$\lim_{\theta_T \rightarrow 1} \frac{\partial T}{\partial \theta_T} = \lim_{\theta_T \rightarrow 1} \left(d \cdot \frac{\partial Q}{\partial \theta_T} + Q \cdot \frac{\partial d}{\partial \theta_T} \right) = Q \frac{\partial d}{\partial \theta_T} < 0 \quad (50)$$

식 (49)와 (50)에서 보는 바와 같이, 거래세율이 낮을 때에는 거래세율이 증가함에 따라 세수가 증가하지만, 세율이 높을 경우에는 오히려 세수가 감소하는 현상이 나타나게 된다. 따라서 거래세율에 따른 세수의 변화는 <그림 V-3>과 같은 전형적인 래퍼곡선(Laffer curve)을 따르게 된다.

<그림 V-3> 거래세율과 세수와의 관계



마지막으로 거래세율의 변화가 소비에 미치는 영향을 살펴보자. 거래세와 소비의 관계는 다음 식 (51)과 같이 표현할 수 있는데, 식 (52)에 따르면 이론적 정상상태를 가정할 때 거래세율이 증가할수록 소비는 감소하는 것을 알 수 있다. 거래세율이 증가함에 따라 최적자본량과 배당이 감소한다는 점에서, 소비의 감소는 자연스러운 결과이다.

$$C = (R-1)B + \Psi d \quad (\text{단, } \Psi \equiv 1 - \frac{(1-m)\theta_T}{R+\theta_T-1} - m) \quad (51)$$

$$\frac{\partial C}{\partial \theta_T} = \frac{\partial \Psi}{\partial \theta_T} d + \Psi \frac{\partial d}{\partial \theta_T} < 0 \quad (52)$$

이상에서 이론적 모형을 통해 분석한 결과를 종합하면 다음과 같다. 첫째, 거래세율의 상승은 주가를 하락시키는 반면 자본이득세율의 상승은 배당의 지급시점과 규모에 따라 주가에 대한 영향이 다르다. 가까운 미래에 지급되는 배당의 비중이 높을수록 자본이득세율의 상승은 주가를 상승시키는 효과가 있으나 먼 미래에 지급되는 배당의 비중이 높을수록 자본이득세율의 상승은 주가를 하락시키는 효과가 있다. 둘째, 자본이득세와 거래세 모두 세율의 상승은 기업의 최적자본량을 감소시킨다. 셋째, 자본이득세의 경우 세율이 상승할수록 세수가 감소하는 반면 거래세의 경우 세율 수준에 따라 세수에 미치는 영향이 다르다. 거래세율이 낮을 때는 거래세율이 상승함에 따라 세수는 점차 증가하지만, 거래세율이 높을 때는 거래세율이 상승함에 따라 세수는 점차 감소한다. 넷째, 자본이득세와 거래세 모두 세율의 상승은 소비의 감소를 야기한다. 결과적으로 이론적 관점에서 볼 때 자본이득세와 거래세 중 어느 것이 경제적 영향 측면에서 우월하다고 판단할 수 있는 근거는 뚜렷하지 않다.

VI. 주식 자본이득세의 세수 추정

1. 자본이득세수 추정모형
2. 추가가정과 자료구성
3. 모형의 추정결과

VI. 주식 자본이득세의 세수추정

본 장에서는 자본이득세를 도입한다고 가정할 경우 세수의 규모와 추이를 추정해 보고자 한다. 자본이득세는 자본차익에 비례하기 때문에 세수의 안정성이나 예측가능성에서 거래세와 큰 차이를 보일 수밖에 없다. 따라서 자본이득세 도입을 검토한다고 할 때 세수변화의 추정은 과세당국에 있어 필수적인 작업이라 할 수 있다.

자본이득세 도입에 따른 세금의 규모를 추정하는 데 있어 가장 중요한 작업은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째는 자본이득의 규모를 추정하고 세율구조에 따라 자본이득세를 계산하는 작업이며, 두 번째는 자본이득세 도입이 주가와 거래행태에 미치는 영향을 통제하는 작업이다.

본 연구에서는 자본이득 규모의 산정을 위해 보유기간 모형을 활용한다. 보유기간 모형은 투자자가 주식을 특정 시점에 매수했다고 할 때 매도시점의 분포를 모형화한다. 매수된 주식은 보유기간 모형에 따라 순차적으로 매도된다고 가정하는 것으로, 주가의 시계열과 세율구조가 적절히 주어진다면 자본이득 규모와 자본이득세를 쉽게 추산할 수 있다. 보유기간 모형은 일별 거래량 자료를 활용하여 주식별, 투자자유형별로 추정한다. 투자자를 유형별로 구분하므로 개별 투자자의 소득수준이 아닌 자본이득의 규모에 따라 세액이 결정되는 단순한 세율구조를 가정한다. 본 장에서 세수추정에 활용하는 보유기간 모형은 V장의 이론모형과는 무관한 실증모형이다.

자본이득세 도입에 따른 세수변화를 체계적인 방법으로 분석한 연구는 국회예산정책처(2011)가 유일한데, 이 연구에서는 투자자의 보유기간을 설문자료와 비례적체감법을 이용하여 가정한다는 점에서 본 연구와 차이가 있다.

앞서 문헌연구에서 논의한 바와 같이 자본이득세는 자본화효과와 동결효과를 일으켜 주가와 거래행태에 영향을 미친다. 그러나 자본이득세 추정에 있어서 자본화효과와 동결효과의 영향을 시계열·횡단면 차원에서 정량적으로 통제하는 것은 매우 어렵다. 세율에 대한 투자자별 민감도 차이, 배당성향이나 과거주가추이와 같은 개별주식의 특성, 장단기 세율의 차이나 손실공제의 범위와 같은 세율구조의 특성에 따라 영향이 달라지고, 자본화효과와 동결효과의 영향의 시계열적 특성은 아직까지 명확히 밝혀지지 않았기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 자본화효과와 동결효과가 공통적으로 거래량을 감소시킨다는 점에 착안하여, 거래량 감소가 자본이득세에 얼마나 영향을 미치는지 민감도 분석을 수행하도록 한다.

자본이득세의 추정은 표본 내 추정을 기반으로 한다. 시뮬레이션을 이용한다면 보다 풍부한 논의가 가능하겠으나, 주가, 거래량, 보유기간을 통합적으로 시뮬레이션하는 것은 추가적 연구가 필요한 부분이며, 자본화효과와 동결효과를 반영하는 것이 현실적으로 어렵다는 점에서 시뮬레이션의 실익은 크지 않다고 판단된다. 다만 표본 내 분석에 있어서 비교적 긴 기간의 자료를 활용하고 있으므로 자본이득세의 양상에 대한 충분한 논의가 가능할 것으로 판단된다.

1. 자본이득세 추정모형

자본이득세의 추정은 주식 보유기간의 분포를 나타내는 보유기간 모형을 토대로 한다. 개별투자자의 구체적인 매매자료 없이, 보유기간 모형을 통해 매수된 주식의 매도시점과 수량의 분포를 파악함으로써 손쉽게 자본이득을 계산할 수 있다.

보유기간모형은 ‘특정시점에 매도된 수량은 모두 과거시점에 매수된 수량이다’ 또는 ‘특정시점에 매수된 수량은 미래시점에 모두 매도된다’라는 기본적인 사실에 기초한다. 이는 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$S_t = \sum_{n=0}^N S_{t-n,t} = B_t = \sum_{n=0}^N S_{t,t+n} \quad (53)$$

여기서 S_t 는 t 시점의 매도수량, B_t 는 t 시점의 매수수량, $S_{t,t+n}$ 는 t 시점에 매수되어 $t+n$ 시점($n \geq 0$)에 매도된 수량, N 은 최대 보유기간을 각각 나타낸다.

t 시점에 매수되어 t 시점에 매도된 수량, $S_{t,t}$ 은 소위 데이트레이더(day trader)의 매매수량을 의미한다. 한국거래소의 통계에 따르면 데이트레이더는 시장에 일정비율로 상존하는 것으로 보이므로⁴⁰⁾ 특정일 매수수량의 일정비율(w_t^D)을 데이트레이더에 의한 것으로 정의한다.

$$S_{t,t} \equiv B_t w_t^D \quad (54)$$

데이트레이더를 제외한 투자자의 보유기간은 감마분포를 따르는 것으로 가정한다.⁴¹⁾ 감마분포는 다양한 형태의 분포를 표현할 수 있을 뿐

40) 2009년 9월 10일 한국거래소 보도자료 “데이트레이딩 비중 추이”에 따르면 2007년 1월부터 2009년 7월 사이의 데이트레이딩 비중은 평균 28.75%로 나타난다.

41) 보유기간에 대한 투자자의 의사결정은 매수시점에 확정되는 것이 아니라 보유기간동안의 실현손익에 의존한다고 가정하는 것이 보다 합리적이다. 그러나 분석의 편의를 위해 투자자의 보유기간에 대한 의사결정은 매수시

만 아니라 모수가 두 개에 불과해 추정이 용이하다. t 시점에 매수되어 $t+n$ 시점($n>0$)에 매도된 수량은 다음과 같이 정의할 수 있다.

$$S_{t,t+n} \equiv (G(n;\kappa_t, \theta_t) - G(n-1;\kappa_t, \theta_t))B_t(1-w_t^D), \quad n > 0 \quad (55)$$

여기서 $G(x;\kappa, \theta)$ 는 누적감마분포를 의미한다. t 시점에 매수된 수량 중 데이터 트레이더가 매도한 수량을 제외한 수량, $B_t(1-w_t^D)$ 은 감마분포에 따라 각각의 $t+n$ 시점($n>0$)에 나뉘어 매도된다. 예를 들어, 누적감마분포에서 보유기간(n)이 $0 < n \leq 1$ 일 확률은 $G(1;\kappa_t, \theta_t) - G(0;\kappa_t, \theta_t)$ 이므로 t 시점에 매수된 수량 중에서 $(G(1;\kappa_t, \theta_t) - G(0;\kappa_t, \theta_t))B_t(1-w_t^D)$ 는 $t+1$ 일에 매도되고, 누적감마분포에서 보유기간(n)이 $1 < n \leq 2$ 일 확률은 $G(2;\kappa_t, \theta_t) - G(1;\kappa_t, \theta_t)$ 이므로 t 시점에 매수된 수량 중에서 $(G(2;\kappa_t, \theta_t) - G(1;\kappa_t, \theta_t))B_t(1-w_t^D)$ 는 $t+2$ 일에 매도되는 것이다.

식 (54)와 식 (55)를 식 (53)에 대입하면, 보유기간모형에 의해 결정되는 t 시점의 매도수량은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$S_t = B_t w_t^D + \sum_{n=1}^N (G(n;\kappa_{t-n}, \theta_{t-n}) - G(n-1;\kappa_{t-n}, \theta_{t-n}))B_{t-n}(1-w_t^D) \quad (56)$$

결과적으로 t 일의 매도수량은 t 일의 데이터 트레이더가 매도한 수량과, 모든 가능한 n 에 대해 $t-n$ 일에 매수된 수량 중 보유기간이 $n-1$ 일보다 크고 n 일보다 작거나 같은 수량의 합으로 표현된다.

점에 확정된다고 가정한다.

보유기간모형의 추정은 T_1 부터 T_2 까지의 추정기간에 대해 실제 매도 수량을 가장 잘 나타낼 수 있는 보유기간 분포, 즉 감마분포의 모수, $(\hat{\kappa}_t, \hat{\theta}_t)$ 를 찾는 작업이다. 여기서는 RMSE(Root Mean Squared Error)를 최소화하는 방식을 활용한다.

$$(\hat{\kappa}_t, \hat{\theta}_t) = \operatorname{argmin} \sqrt{\frac{1}{T_2 - T_1 + 1} \sum_{t=T_1}^{T_2} (S_t - \hat{S}_t)^2} \quad (57)$$

각 시점에 대해 감마분포의 모수가 추정되면, 특정시점에 매수된 주식이 언제 매도되었는지 파악할 수 있으므로 자본이득의 크기가 손쉽게 계산된다. $t-n$ 시점에 매수되어 t 시점에 매도된 수량의 자본손익을 $CG_{t-n,t}$ 라고 정의할 때 자본손익은 다음과 같이, 매매된 수량과 주당 자본이득의 곱으로 간단히 나타낼 수 있다. 주당 자본이득을 증가기준으로 계산할 경우, 데이트레이더의 자본이득은 항상 0이 된다.

$$CG_{t-n,t} = (G(n; \hat{\kappa}_t, \hat{\theta}_{t-n}) - G(n-1; \hat{\kappa}_t, \hat{\theta}_{t-n})) B_{t-n} (1 - w_t^D) (p_t - p_{t-n}) \quad (58)$$

자본손실에 대해 상계가 이루어질 수 있다는 점을 고려하면 자본손익은 자본이득과 자본손실로 구분할 필요가 있다. 따라서 자본이득, $CG_{t-n,t}^+$ 와 자본손실, $CG_{t-n,t}^-$ 을 별도로 정의한다.

$$CG_{t-n,t}^+ = CG_{t-n,t}, \text{ if } p_t \geq p_{t-n} \quad (59)$$

$$CG_{t-n,t}^- = CG_{t-n,t}, \text{ if } p_t < p_{t-n}$$

t 시점에 실현된 전체 자본손익은 다음과 같이 표현된다.

$$CG_t = \sum_{n=1}^N CG_{t-n,t}^+ + \sum_{n=1}^N CG_{t-n,t}^- = CG_t^+ + CG_t^- \quad (60)$$

자본이득에 대해 τ_c 의 세율로 자본이득세가 부과되고 자본손실에 대해 손실상계가 전혀 이루어지지 않는 경우, t 시점에 발생하는 자본이득세, CGT_t 는 다음과 같다.

$$CGT_t = \tau_c CG_t^+ \quad (61)$$

한편, 자본손실에 대해 완전손실상계가 적용되어 자본손실에 대한 세액이 발생시점에 투자자에게 전액 환급되는 경우, t 시점에 발생하는 자본이득세는 다음과 같다.

$$CGT_t = \tau_c (CG_t^+ + CG_t^-) \quad (62)$$

장기자본이득에 대해 별도의 자본이득세율이 적용되는 경우에도 자본이득세 추산이 가능하다. 보유기간이 N_5 미만($N_5 < N$)인 경우를 단기,

N_S 이상인 경우를 장기로 구분하고, 단기자본이득에 대한 세율이 τ_{cS} , 장기자본이득에 대한 세율이 τ_{cL} 이라 할 때, 자본손실에 대한 손실상계가 없는 경우 자본이득세는 식 (63), 자본손실에 대한 완전손실상계가 적용되는 경우 자본이득세는 식 (64)과 같이 표현된다.

$$CGT_t = \tau_{cS} \left(\sum_{n=1}^{N_S} CG_{t-n,t}^+ \right) + \tau_{cL} \left(\sum_{n=N_S+1}^N CG_{t-n,t}^+ \right) \quad (63)$$

$$CGT_t = \tau_{cS} \sum_{n=1}^{N_S} (CG_{t-n,t}^+ + CG_{t-n,t}^-) + \tau_{cL} \sum_{n=N_S+1}^N (CG_{t-n,t}^+ + CG_{t-n,t}^-) \quad (64)$$

한편, 증권거래세, STT_t 는 매도금액에 대해 정률로 부과되므로, 증권거래세율을 τ_T 라고 할 때, 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$STT_t = S_t p_t \tau_T \quad (65)$$

2. 추가가정과 자료구성

추정의 편의를 위해 몇 가지 추가적인 가정을 세우도록 한다. 첫째, 보유기간을 모형화하는 감마분포에 있어서 분포의 형태(shape)를 결정하는 모수, κ 는 시계열적으로 일정하고, 척도(scale)를 결정하는 모수, θ 는 시간에 따라 일정비율로 변화한다고 가정한다($\partial\theta_t/\partial t = c$). 투자자 유형별

매매회전율을 살펴보면 개인투자자의 경우 시간이 갈수록 매매회전율이 감소하고, 기관투자자의 경우 매매회전율이 증가하는 것으로 관찰된다.⁴²⁾ 따라서 투자자유형별 평균보유기간에 있어 시계열적 변화를 허용하는 것이 필요한 것으로 보인다. 모형에서 주식의 평균보유기간은 감마 분포의 평균, 즉 두 모수의 곱, $\kappa\theta$ 로 나타나는데, 추정의 편의를 위해 하나의 모수에 대해서만 변화를 허용한다고 할 때 분포의 형태보다는 척도가 변화한다고 가정하는 것이 합리적이라고 판단된다. 둘째, 데이트레이딩의 비중은 투자자유형에 따라서는 다르되 주식이나 시간에 상관없이 일정하다고 가정한다. 이는 데이트레이딩의 비중에 대한 자료의 한계 때문인데, 대형주보다는 소형주에서 데이트레이딩 비중이 높고, 변동성이 낮은 시기보다는 변동성이 높은 시기에 데이트레이딩 비중이 높다는 점에서 추정에 편의를 일으킬 수 있다. 셋째, 일중체결내역에 대한 자료를 활용하지 않으므로, 특정일의 모든 거래는 종가에 이루어진다고 가정한다. 앞서 언급했듯이 데이트레이딩의 자본손익을 0으로 간주하는 셈인데, 한국시장에서 데이트레이더는 평균적으로 손실을 본다는 점에서 자본손실을 과소평가할 가능성이 있다.⁴³⁾ 넷째, 모든 외국인투자자에게 자본이득세가 과세되지 않는다고 가정한다. 비거주 외국인투자자는 조세협약에 따라 자본이득에 대한 세금을 본국에 납부하는 반면 거주 외국인투자자는 국내세법에 따라 자본이득세를 납부하는데, 이들을 별도로 구분할 수 없으므로 모든 외국인투자자는 자본이득세를 납부하지 않는 것으로 간주한다.

자본이득세의 추정기간은 2007년부터 2011년까지 5년간이며, 주식의 최대보유기간은 750거래일(약 3년)로 설정하였다. 분석에 이용된 주가 및

42) 유가증권시장에서 2005년과 2010년의 투자자유형별 매매회전율을 비교해 보면 개인투자자는 491%에서 297%로 감소, 기관투자자는 119%에서 227%로 증가하는 추세를 보이고 있다.

43) 이은정·박경서·장하성(2007)

매매와 관련된 모든 자료는 FnGuide의 DataGuide로부터 추출하였다.

개별주식에 대한 자본이득세는 투자자유형별로 추정하여 합산한다. 외국인투자자를 제외하고 개인투자자, 기관투자자, 기타투자자 등 세 가지 유형의 투자자에 대해서 추정하며, 데이트레이딩 비중은 개인투자자의 경우 26.84%, 기관투자자의 경우 4.68%를 적용하였다.⁴⁴⁾ 기타투자자의 경우 데이트레이딩 비중에 대한 통계가 존재하지 않으나, 정부, 지자체, 기타법인으로 구성된다는 점에서 데이트레이딩이 없는 것으로 간주하였다.

추정대상주식은 추정의 편의와 시장 대표성을 감안하여, 1) 표본기간의 모든 거래일에 거래가 이루어지고, 2) 추정기간 동안 증자 또는 감자로 인해 유통주식수가 10%이상 급격하게 변하지 않은 종목 중에서⁴⁵⁾, 3) 시가총액과 거래대금 기준으로 상위 5개 종목을 선별하였다. 선별된 5개 주식은 삼성전자, POSCO, 현대자동차, 현대중공업, LG전자이다.

자본이득세의 추정은 표본 내에서 이루어진다. 기존의 주식거래세가 부과되던 상황에서의 주가의 움직임이나 매수패턴이 그대로 유지되었다는 것을 전제로 자본이득세의 규모를 추정하는 것이다. 자본이득세가 도입됨으로써 나타날 수 있는 주가변화나 매매패턴의 변화에 대해서는 명시적으로 고려하지 않으며, 자본화효과와 동결효과에 따른 거래량 감소가 자본이득세에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 민감도 분석을 시행하여 간접적으로 평가한다.

44) 이 값은 2009년부터 2011년까지의 유가증권시장 상장종목의 데이트레이딩 거래량 비중의 평균값으로, 한국거래소에서 제공하였다.

45) 증자로 인해 시장에서 매수되지 않은 주식이 매도되거나 감자로 인해 시장에서 매수된 주식이 매도되지 않을 경우, 추정모형의 기본전제에 부합하지 않는다.

3. 모형의 추정결과

가. 기초통계

추정결과를 검토하기에 앞서 추정대상종목의 특성에 대해서 살펴보도록 하자(<표 VI-1>). 5개 추정대상종목은 시가총액 합계가 205조원, 일평균 거래대금 합계가 8,584억원으로 유가증권시장 전체 시가총액의 23.19%, 거래대금의 15.54%를 차지한다. 투자자 유형별 거래대금 비중을 보면 외국인투자자의 비중이 30% 이상으로 비교적 높다. 유가증권시장 전체 거래대금에서 외국인투자자가 차지하는 비중이 약 21%임을 감안할 때, 이들 종목은 평균적인 상장주식에 비해 과세대상 투자자 비중이 낮다. 표본기간 동안 평균 일간수익률은 0.05%~0.13%로 전반적으로 소폭의 상승세를 보이고 있는데, 2008년 하반기부터 시작된 유럽 재정위기로 인해 수익률의 변동성은 다소 크게 나타나고 있다.

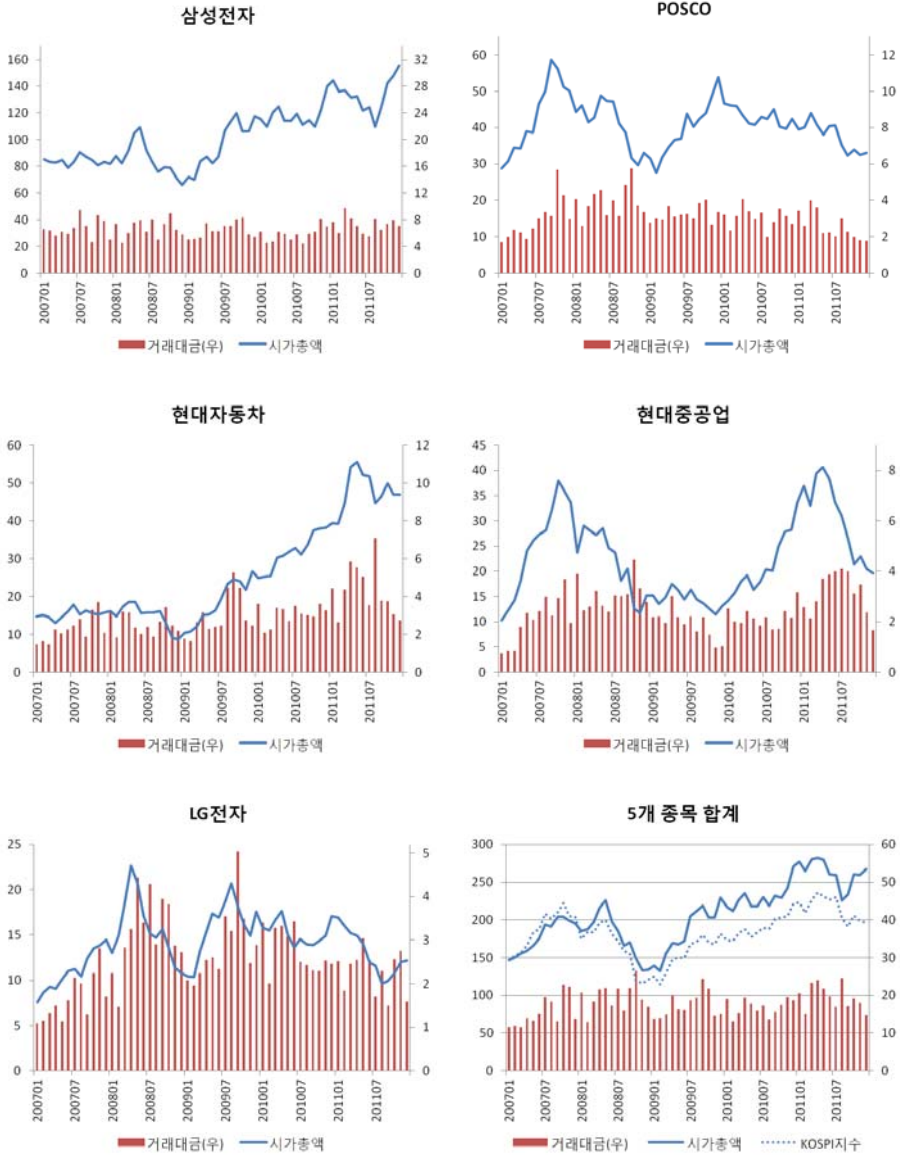
<표 VI-1> 추정대상종목의 기초통계량

		삼성전자	POSCO	현대자동차	현대중공업	LG전자
평균시가총액(억)		1,029,320	407,126	251,420	223,966	141,020
일평균거래대금(억)		3,181	1,515	1,465	1,194	1,229
투자자 유형별 거래대금 비중	개인	22.07%	25.26%	37.65%	40.04%	41.88%
	기관	27.93%	31.25%	25.92%	25.36%	24.70%
	외국인	45.14%	38.31%	31.15%	30.06%	30.42%
	기타	4.86%	5.19%	5.28%	4.55%	3.00%
평균일간수익률		0.07%	0.05%	0.13%	0.12%	0.07%
수익률변동성		2.21%	2.57%	2.86%	3.43%	2.83%

<그림 VI-1>에서는 추정대상종목의 시가총액과 거래대금 추이를 나타내고 있다. 종목별로 시가총액의 추이가 매우 다르게 나타나고 있어 다양한 추가흐름에 따른 자본이득세수의 차이를 비교할 수 있을 것으로 보인다. 한편, 이들 다섯 종목으로 구성된 포트폴리오의 시가총액의 추이(우측 하단의 그림)를 KOSPI지수와 비교해 보면 2009년 이후 KOSPI 지수보다 좋은 성과를 나타내고 있다. 따라서 추정대상 종목들은 시장전체에 비해 상대적으로 과세대상 자본이득이 크다고 볼 수 있다.

<그림 VI-1> 추정대상종목의 주가 및 거래량 추이

(월간, 단위: 조원)



나. 보유기간모형 추정결과

추정의 첫 번째 절차는 실제 매도량을 가장 잘 설명하는 감마분포, 즉 보유기간모형을 도출하는 것이다. <표 VI-2>에서는 감마분포를 통한 매도량의 추정결과를 보여주고 있다. 투자자유형 전체의 월평균 매도량 추정치는 실제 월평균 매도량의 3%이내의 오차를 보이고 있다. 월간 매도량 추정치와 실제 월간매도량과의 오차율, RMSE/매도량은 유형별 합계 기준으로 17.86%~36.52%(평균 26.32%)로 비교적 높은 추정성과를 나타내고 있다. 투자자유형별로 나누어 보면 개인투자자의 경우 RMSE/매도량이 가장 낮고, 기타투자자의 경우 RMSE/매도량이 가장 높게 나타난다. 기타투자자의 경우 대량매수와 대량매도가 잦고 거래량 변화가 급격한 경우가 많아, 감마분포의 적합성과가 상대적으로 떨어진다.⁴⁶⁾

<표 VI-2> 보유기간모형 추정결과

(월간, 단위: 천주)

종목	투자자유형	매도량	매도량 추정	RMSE	RMSE/매도량
삼성전자	개인	2,227	2,136	521	23.41%
	기관	2,765	2,773	593	21.46%
	기타	397	434	170	42.75%
	합계	5,389	5,343	780	18.04%
POSCO	개인	1,719	1,748	393	22.88%
	기관	2,093	2,119	500	23.90%
	기타	316	370	216	68.20%
	합계	4,128	4,237	735	36.52%

46) 현대자동차 기타투자자의 경우 RMSE/거래량이 132.22%로 매우 높은데, 이는 2009년 8월 28일 평소 월간 거래량의 13배에 이르는 계열사간 신고 대량매매가 발생하였기 때문으로 파악된다.

<표 VI-2> 보유기간모형 추정결과(계속)

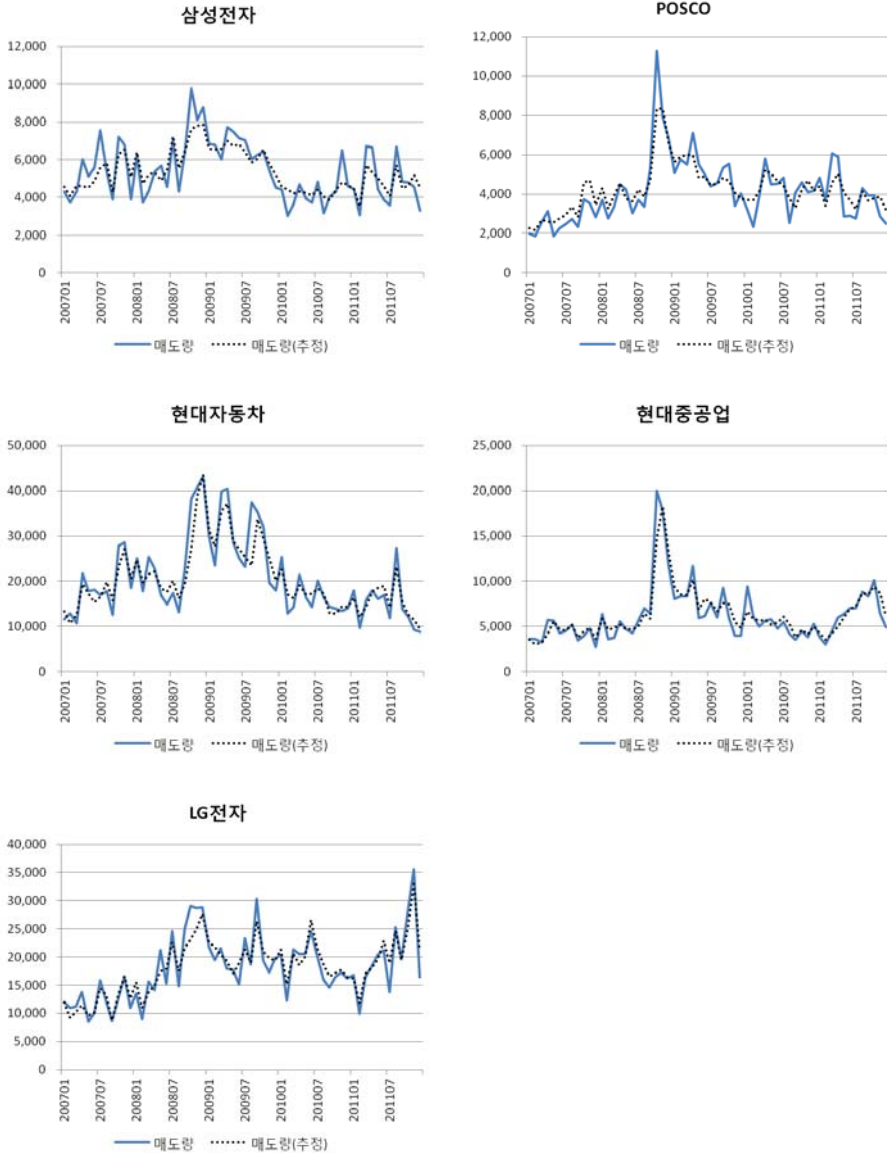
(월간, 단위: 천주)

종목	투자자유형	매도량	매도량 추정	RMSE	RMSE/매도량
현대 자동차	개인	11,437	11,231	1,672	14.62%
	기관	8,020	8,170	1,866	23.27%
	기타	1,224	1,111	1,619	132.22%
	합계	20,681	20,512	3,284	28.47%
현대 중공업	개인	3,627	3,648	772	21.29%
	기관	2,263	2,279	553	24.44%
	기타	333	368	212	63.82%
	합계	6,222	6,294	1,108	30.73%
LG전자	개인	10,987	10,976	1,723	15.68%
	기관	6,381	6,510	1,574	24.66%
	기타	769	760	272	35.37%
	합계	18,137	18,247	2,141	17.86%
평균	개인				19.58%
	기관				23.55%
	기타				68.47%
	합계				26.32%

<그림 VI-2>에서는 보유기간모형의 적합결과를 시계열적으로 보여주고 있다. 실제 월간 매도량과 월간 매도량 추정치의 추이는 매우 유사한 흐름을 보여주고 있으며, 일시적인 매도량의 급등락에 대해서도 높은 적합성과를 보여주고 있다. 추정된 보유기간 모형은 세수추정에 있어 유용한 모형임을 알 수 있다.

<그림 VI-2> 보유기간모형 추정결과

(월간, 단위: 천주)



감마분포의 모수의 곱은 평균보유기간을 의미한다. 감마분포의 모수의 시계열 평균값을 기준으로 각 기업별, 투자자유형별 평균보유기간을 살펴보면, 개인투자자의 평균보유기간이 5개 종목 평균 21.63일로 가장 짧고, 기타투자자의 평균보유기간이 445.90일로 가장 긴 것으로 나타난다.⁴⁷⁾ 기관투자자의 평균보유기간은 90.53일로 나타난다(<표 VI-3>). 투자자유형별 평균보유기간을 거래량으로 가중평균하여 전체투자자의 평균보유기간을 산출하면 77.08일, 약 4개월로 파악된다.

한편, 전체 매도량 중에서 보유기간이 1년 이상인 비율은 평균 7.74%, 2년 이상인 비율은 2.41%에 불과한 것으로 나타난다. 평균보유기간 수준을 고려할 때 예상되는 결과이며, 국내 투자자들의 단기투자성향을 잘 보여주는 결과이다.

<표 VI-3> 종목별 · 투자자유형별 평균보유기간

종목	평균보유기간(일)				보유기간 >1년	보유기간 >2년
	개인	기관	기타	전체		
삼성전자	41.98	96.40	498.45	103.54	10.06%	4.00%
POSCO	9.80	77.82	508.41	82.50	7.00%	2.89%
현대자동차	11.01	81.48	418.08	62.43	8.78%	1.42%
현대중공업	7.35	53.61	504.93	50.78	3.54%	1.87%
LG전자	38.01	143.36	299.63	86.16	9.35%	1.87%
평균	21.63	90.53	445.90	77.08	7.74%	2.41%

47) 데이터레이더의 평균보유기간은 0으로 간주하여 다른 투자자의 평균보유기간과 가중평균하였다.

다. 자본이득세수 추정결과

<표 VI-4>에서는 월간 자본이익과 자본손실 중 장기자본이익과 장기 자본손실의 비중을 살펴보았다. 매도일이 매수일로부터 250거래일(약 1년) 이내이면 단기로, 그렇지 않으면 장기로 구분하였다. 흥미롭게도 월간 자본이익의 27.19%가 장기자본이익인 반면, 월간 자본손실의 14.87%만이 장기자본손실로 나타났다. 종목별 결과에서도 큰 차이가 나타나지 않는다. 이는 표본 내에서 단기매매의 수익성이 낮다는 것을 의미하는 것으로, 단기투자에 집중하는 개인투자자의 경우 상대적으로 높은 자본손실을 시현하고 있다는 것을 시사한다.

또한 장기자본에 대해 차별화된 세율을 적용하는 경우, 장기자본이득에 대한 세율이 전체 세수에 미치는 영향이 클 것으로 예상할 수 있다. 또한 자본손실에 대해 상계를 허용하는 경우에는 장기자본이득에 대한 세율보다는 단기자본이득에 대한 세율이 세수에 더 큰 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

<표 VI-4> 장기자본손익의 비중

(월간기준)

종목	장기자본이익 /총자본이익	장기자본손실 /총자본손실
삼성전자	31.76%	10.55%
POSCO	28.78%	13.76%
현대자동차	31.09%	14.87%
현대중공업	21.13%	15.93%
LG전자	23.22%	19.24%
평균	27.19%	14.87%

특정일에 매수된 수량은 추정된 보유기간모형에 의해 매도시점이 확정되므로, 매수일의 증가를 매수가격으로, 매도일의 증가를 매도가격으로 간주한다면, 자본이득 또는 자본손실의 규모를 손쉽게 추산할 수 있다. 서울구조에 따라 자본이득세 역시 손쉽게 계산할 수 있다.

먼저 현행 증권거래세의 규모를 살펴보도록 하자(<표 VI-5>). 분석대상 5종목의 월간 증권거래세의 합계는 535억원으로 나타나는데, 종목별로는 삼성전자가 198억원으로 가장 크고 현대중공업이 74억원으로 가장 작다. 표본기간 내에서 월간 증권거래세의 종목별 표준편차는 평균값의 19%~37%, 5종목 전체의 표준편차는 평균값의 20%에 정도로 비교적 안정적이다.

<표 VI-5> 증권거래세 규모

(월간, 단위: 억원)

종목	증권거래세	
	평균	표준편차
삼성전자	198	38
POSCO	94	26
현대자동차	91	34
현대중공업	74	26
LG전자	77	25
전체	535	108

<표 VI-6>과 <표 VI-7>에서는 분석대상종목의 자본이득세 추정결과를 보여준다. 투자기간은 250거래일을 기준으로 장단기를 구분하며, 자본손실에 대한 공제는 비공제와 완전공제 두 가지 경우를 가정한다. 손실공제는 공제의 범위, 이연와 소급의 한도에 따라 다양하게 설계될 수 있으나, 분석에서에서는 공제를 전혀 허용하지 않는 경우와 모든 자본손

실을 즉시 공제하는 경우를 각각 자본이득세의 상한선과 하한선으로 간주하여 제시하도록 한다.

자본이득세 추정치는 투자자유형별 자본이득세를 합산하여 단기자본이득세율과 장기자본이득세율의 각 조합에 따라 종목별로 표기하였다. 추정치는 표본기간동안 월간 자본이득세수 추정치의 평균값이며, 괄호안은 추정치의 표준편차를 의미한다. <표 VI-6>에서는 손실공제가 전혀 이루어지지 않는 경우의 자본이득세(Capital gains tax with no loss offsets: CGTN)를, <표 VI-7>에서는 완전손실공제가 이루어지는 경우의 자본이득세(Capital gains tax with full loss offsets: CGTF)를 보고하고 있다.

먼저 <표 VI-6> 손실비공제의 경우를 살펴보자. 자본이득세의 규모는 세율의 크기에 따라 변화한다. 삼성전자의 경우, (단기자본이득세율, 장기자본이득세율)이 (5%, 0%)일 때 월평균 자본이득세는 70억원에 불과하나, (30%, 30%)일 때 583억원에 달한다. 5개 종목에 대해 합산하면 (5%, 0%)일 때 255억원, (30%, 30%)일 때 2,176억원으로 나타난다.

추정결과에서 전반적으로 두 가지 특징이 관찰된다. 첫째, 자본이득세는 장기자본이득세율보다 단기자본이득세율에 민감하게 반응하는 것으로 확인된다. POSCO의 경우를 보면, 월평균 자본이득세는 장기자본이득세율이 1% 증가할 때 약 3.1억 증가하는 반면 단기자본이득세율이 1% 증가할 때에는 세 배인 약 9.0억이 증가하는 것으로 나타난다. 다른 종목도 유사하다. 5개 종목 전체로 보면, 장기자본이득세율이 1% 증가할 때 21.5억, 단기자본이득세율이 1% 증가할 때 약 51.0억의 자본이득세 증가가 관찰된다. 이는 국내 투자자의 주식의 보유기간이 짧아 단기자본이득이 장기자본이득에 비해 절대규모가 크기 때문에 나타나는 결과이다. 그러나 앞서 언급했듯이, 1년 이상 장기보유비율이 7.74%에 불과하다는 사실을 감안하면 장기자본이득세율의 영향이 작다고 보기는 어렵다.

<표 VI-6> 자본이득세 추정: 손실비공제

(월간, 단위: 억원)

종목	τ_{CS} / τ_{CL}	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
삼성전자	5%	70 (71)	97 (83)					
	10%	140 (141)	167 (152)	194 (166)				
	15%	211 (212)	238 (222)	265 (234)	292 (248)			
	20%	281 (283)	308 (292)	335 (304)	362 (317)	389 (331)		
	25%	351 (353)	378 (363)	405 (374)	432 (386)	459 (400)	486 (414)	
	30%	421 (424)	448 (433)	475 (444)	502 (456)	529 (469)	556 (482)	583 (497)
POSCO	5%	45 (40)	61 (49)					
	10%	90 (80)	106 (88)	121 (98)				
	15%	135 (120)	151 (128)	166 (137)	182 (147)			
	20%	180 (160)	196 (168)	211 (177)	227 (186)	242 (196)		
	25%	225 (200)	241 (208)	256 (216)	272 (225)	287 (235)	303 (245)	
	30%	270 (240)	286 (248)	301 (256)	317 (265)	332 (274)	348 (284)	363 (294)
현대 자동차	5%	49 (41)	90 (75)					
	10%	98 (81)	139 (112)	179 (151)				
	15%	148 (122)	188 (150)	228 (186)	268 (226)			

<표 VI-6> 자본이득세 추정: 손실비공제(계속)

(월간, 단위: 억원)

종목	τ_{cS} / τ_{cL}	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
현대 자동차	20%	198 (163)	237 (190)	277 (223)	318 (261)	358 (302)		
	25%	246 (203)	286 (229)	327 (261)	367 (298)	407 (336)	447 (377)	
	30%	295 (244)	336 (269)	376 (300)	416 (335)	456 (372)	497 (412)	537 (453)
현대 중공업	5%	44 (35)	56 (45)					
	10%	89 (70)	101 (79)	113 (89)				
	15%	133 (105)	145 (114)	157 (123)	169 (134)			
	20%	177 (140)	189 (149)	201 (158)	213 (168)	225 (178)		
	25%	222 (175)	234 (183)	245 (193)	257 (202)	269 (212)	281 (223)	
	30%	266 (210)	278 (218)	290 (227)	302 (237)	314 (246)	326 (257)	338 (267)
LG전자	5%	46 (50)	59 (61)					
	10%	93 (100)	105 (111)	118 (121)				
	15%	139 (151)	152 (161)	165 (171)	178 (182)			
	20%	185 (201)	198 (211)	211 (221)	224 (232)	237 (243)		
	25%	231 (251)	244 (261)	257 (271)	270 (282)	283 (292)	296 (304)	
	30%	278 (301)	291 (311)	304 (321)	316 (332)	329 (342)	342 (353)	355 (364)

<표 VI-6> 자본이득세 추정: 손실비공제(계속)

(월간, 단위: 억원)

종목	τ_{CS} / τ_{CL}	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
5개 종목 전체	5%	255 (153)	363 (169)					
	10%	510 (306)	618 (317)	725 (337)				
	15%	765 (459)	873 (468)	981 (484)	1,088 (506)			
	20%	1,021 (612)	1,128 (620)	1,236 (634)	1,343 (652)	1,451 (674)		
	25%	1,276 (765)	1,383 (773)	1,491 (785)	1,598 (801)	1,706 (820)	1,813 (843)	
	30%	1,531 (918)	1,638 (925)	1,746 (937)	1,853 (951)	1,961 (968)	2,069 (988)	2,176 (1,011)

<표 VI-7>에서는 손실완전공제시의 자본이득세를 제시하고 있다. 손실비공제 결과와 비교할 때 전반적으로 자본이득세가 큰 폭으로 감소한 것을 확인할 수 있다. 삼성전자의 경우, 손실비공제시 자본이득세는 (단기자본이득세율, 장기자본이득세율)이 (5%, 0%), (30%, 30%)일 때 각각 70억원, 583억원이었으나 손실완전공제시에는 각각 30억원, 310억원으로 절반 수준으로 감소한다. 5개 종목 전체를 합산하면 차이가 더욱 두드러진다. 서울 (5%, 0%), (30%, 30%)인 경우 손실비공제시 255억원, 2,176억원이었던 반면, 손실완전공제시 73억, 943억으로, 각각 71%, 57% 감소한 수준으로 추정된다. 분석 대상종목의 표본기간동안 평균적으로 주가가 올랐음에도 이러한 결과가 나온 것으로 미루어 볼 때, 만약 표본기간 동안 추세적으로 주가가 하락하였다고 한다면 손실공제 규모는 더 커졌을 것이고 자본이득세 추정치는 더욱 낮아졌을 것으로 판단된다.

한편, 손실비공제의 경우에 비해 월간 자본이득세의 변동성은 현저하게 증가하였다. 예를 들어, 세율 (20%, 10%)인 경우, 5개 종목 합산 월간 자본이득세는 461억원인데 비해 표준편차는 무려 1,186억에 달한다. 정규분포를 가정하면 자본이득세가 음(-)일 확률이 약 35% 수준에 이른다. 현실적으로는 자본이득세가 음(-)이 될 수는 없을 것이나, 손실을 공제할 경우 자본이득세가 주가의 흐름에 대단히 민감해짐을 보여준다.

단기자본이득세율과 장기자본이득세율에 대한 자본이득세의 민감도 역시 손실비공제의 경우와 차이가 있다. 손실비공제의 경우 단기자본이득세율에 더 민감한 것으로 나타났으나, 손실완전공제의 경우 장기자본이득세율에 더 민감한 것으로 나타난다. 5개 종목 합산기준으로 단기자본이득세율 1%가 증가할 때 자본이득세는 14.7억원 증가하는 반면, 장기자본이득세율 1%가 증가할 때 16.8억원 증가한다. <표 VI-4>에서 확인한 바와 같이 전체 자본손실에서 장기자본손실이 차지하는 비중은 전체 자본이익에서 장기자본이익이 차지하는 비중보다 작으므로 손실공제가 이루어질 경우 장기자본손실에 의한 공제비중은 상대적으로 작다. 따라서 단기자본이득세율에 대한 자본이득세의 민감도는 손실비공제시 51.0억에서 손실완전공제시 14.7억으로 크게 감소하나 장기자본이득세율에 대한 자본이득세의 민감도는 손실비공제시 21.5억에서 손실완전공제시 16.8억으로 소폭 감소하는 결과를 낳게 된다.

<표 VI-7> 자본이득세 추정: 손실완전공제

(월간, 단위: 억원)

	τ_{cS} / τ_{cL}	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
삼성전자	5%	30 (99)	52 (118)					
	10%	60 (197)	82 (215)	103 (236)				
	15%	90 (296)	112 (313)	133 (332)	155 (353)			
	20%	120 (394)	142 (411)	163 (430)	185 (450)	207 (471)		
	25%	151 (493)	172 (510)	194 (528)	215 (547)	237 (568)	258 (589)	
	30%	181 (592)	202 (608)	224 (626)	245 (645)	267 (665)	288 (685)	310 (707)
POSCO	5%	6 (70)	17 (81)					
	10%	12 (141)	23 (150)	33 (162)				
	15%	18 (211)	29 (220)	39 (231)	50 (243)			
	20%	24 (281)	35 (290)	45 (301)	56 (312)	66 (323)		
	25%	30 (351)	41 (361)	51 (370)	62 (381)	72 (392)	83 (404)	
	30%	37 (422)	47 (431)	57 (440)	68 (451)	78 (462)	89 (473)	99 (485)
현대 자동차	5%	28 (57)	64 (91)					
	10%	55 (114)	91 (143)	128 (182)				
	15%	83 (171)	119 (198)	155 (233)	191 (274)			
	20%	110 (228)	146 (254)	183 (287)	219 (324)	255 (365)		
	25%	138 (285)	174 (310)	210 (341)	246 (377)	283 (415)	319 (456)	
	30%	165 (342)	201 (367)	238 (396)	274 (430)	310 (467)	347 (506)	383 (547)

<표 VI-7> 자본이득세 추정: 손실완전공제(계속)

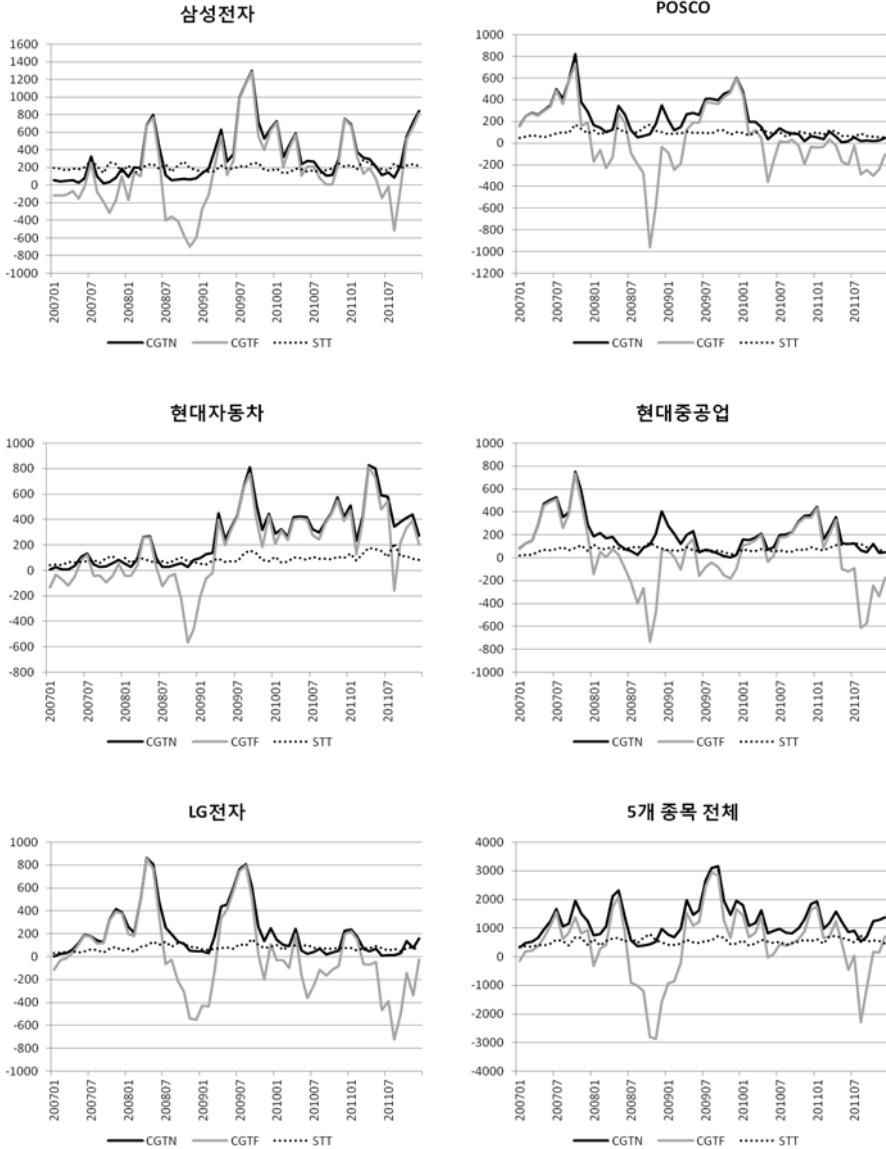
(월간, 단위: 억원)

	τ_{cS} / τ_{cL}	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
현대 중공업	5%	6 (67)	14 (76)					
	10%	12 (135)	20 (143)	28 (153)				
	15%	18 (202)	26 (210)	34 (219)	42 (229)			
	20%	24 (270)	32 (277)	40 (286)	48 (295)	56 (305)		
	25%	30 (337)	38 (345)	46 (353)	54 (362)	62 (371)	70 (381)	
	30%	36 (404)	44 (412)	52 (420)	60 (429)	68 (438)	76 (448)	84 (458)
LG전자	5%	4 (82)	11 (94)					
	10%	7 (163)	15 (175)	22 (187)				
	15%	11 (245)	18 (256)	26 (268)	33 (281)			
	20%	14 (326)	22 (338)	29 (349)	37 (362)	44 (374)		
	25%	18 (408)	25 (419)	33 (431)	40 (443)	48 (455)	56 (468)	
	30%	21 (489)	29 (501)	36 (512)	44 (524)	52 (536)	59 (549)	67 (562)
5개 종목 전체	5%	73 (282)	157 (314)					
	10%	147 (565)	230 (593)	314 (627)				
	15%	220 (847)	304 (874)	388 (905)	471 (941)			
	20%	293 (1,130)	377 (1,156)	461 (1,186)	545 (1,219)	629 (1,255)		
	25%	366 (1,412)	450 (1,438)	534 (1,467)	618 (1,498)	702 (1,532)	786 (1,569)	
	30%	440 (1,695)	524 (1,720)	607 (1,748)	691 (1,778)	775 (1,811)	859 (1,846)	943 (1,882)

<그림 VI-3>에서는 표본기간 동안 자본이득세와 증권거래세의 시계열적 추이를 나타내고 있다. 점선으로 표시된 증권거래세에 비해 실선으로 표시된 자본이득세의 등락이 현저하게 크다는 것을 확인할 수 있다. 자본이득세는 금융위기가 있었던 2008년 하반기와 유럽채무위기가 발생한 2011년 하반기에 주가급락과 함께 급격히 하락하고, 주가가 전반적으로 상승한 2009년 1/4~3/4분기에는 크게 증가하는 모습을 확인할 수 있다.

<그림 VI-3> 자본이득세와 증권거래세 추이

(단위: 억원)



<그림 VI-4>에서는 자본이득세와 증권거래세를 비교하고 있다. 좌측 그림에서는 손실비공제시 자본이득세(CGTN)에서 증권거래세(STT)를 차감한 값을 장단기 자본이득세율의 크기에 따라 표시하고 있으며, 우측 그림에서는 손실완전공제시 자본이득세(CGTF)에서 증권거래세를 차감한 값을 장단기 자본이득세율의 크기에 따라 표시하고 있다. 즉, 특정 장단기 세율조합에서 이 값이 0보다 크다면 자본이득세가 증권거래세보다 크다는 의미가 된다. 단기자본이득세율은 S축, 장기자본이득세율은 L축으로 정의되며 세금은 월간기준, 단위는 억원이다.

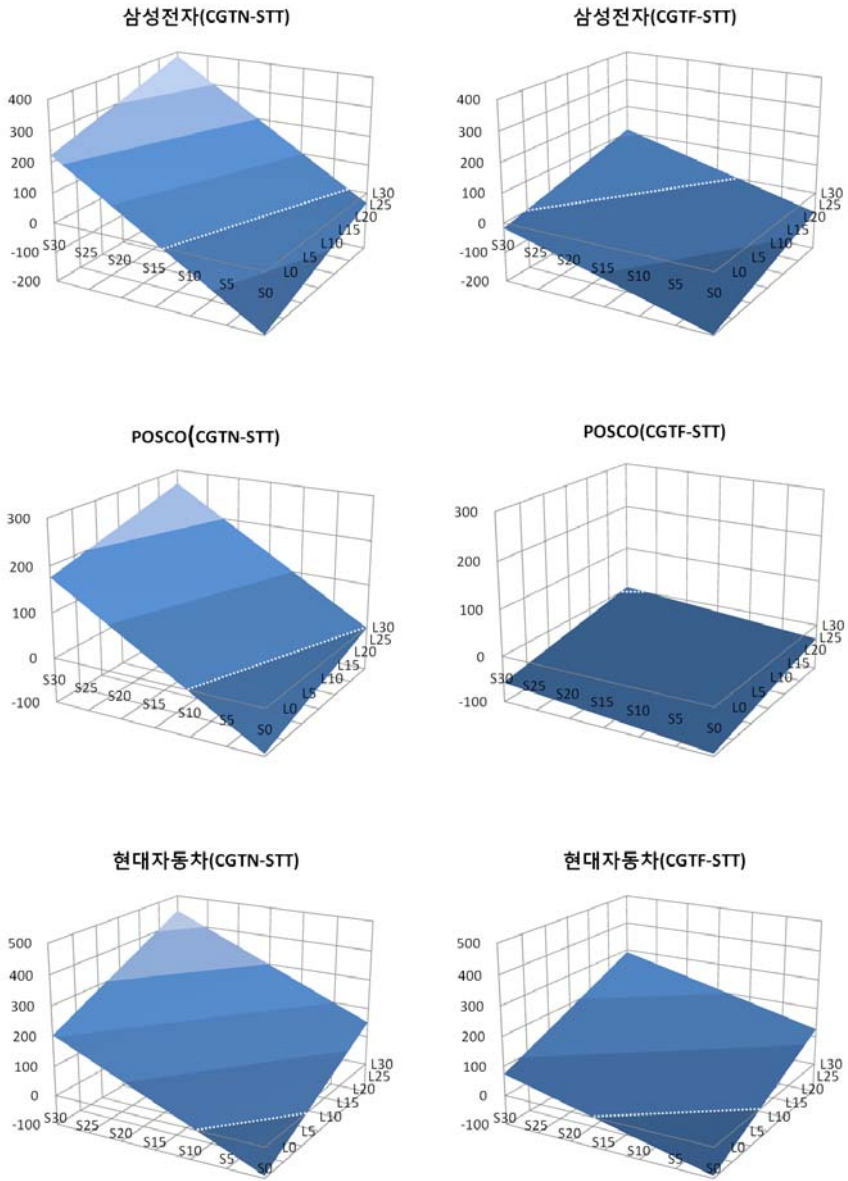
삼성전자의 경우를 살펴보면, 손실비공제의 경우 (단기세율, 장기세율)이 (14%, 0%)인 점과 (3%, 30%)인 점을 잇는 선, 즉 흰 점선의 아래쪽에 위치한 세율 조합에서 자본이득세가 증권거래세에 비해 작게, 흰 점선의 위쪽에 위치한 세율 조합에서 자본이득세가 증권거래세에 비해 크게 추산된다. 단기자본이득세율과 장기자본이득세율을 동일하게 설정한다고 할 때, 세율 약 10%가 평형점(break-even)으로 자본이득세와 증권거래세의 규모가 같다. 장단기 자본이득세율을 20%로 동일하게 설정한다면 월평균 약 191억원, 30%로 설정한다면 월평균 약 400억원의 세금이 거래세에 비해 추가로 발생하는 것으로 파악된다. 손실완전공제의 경우에는 (30%, 4%), (12%, 30%)를 잇는 흰 점선 상의 세율조합에서 자본이득세와 증권거래세가 같다. 손실비공제의 경우보다 훨씬 넓은 세율 조합 영역에서 자본이득세가 증권거래세에 비해 낮게 추정된다. 장단기 자본이득세율이 같다고 할 때 세율 약 19%가 평형점으로 나타나며, 장단기 자본이득세율을 20%로 설정할 경우 월평균 약 8억원, 30%로 설정한다면 월평균 약 112억원의 세금이 추가로 발생하는 것으로 파악된다.

다른 종목들도 결과는 이와 유사하다. 특징적인 것은, 표본기간동안 주가가 지속적인 상승추세에 있었던 삼성전자와 현대자동차를 제외한 POSCO, 현대중공업, LG전자의 경우에 있어서, 손실완전공제시 세율

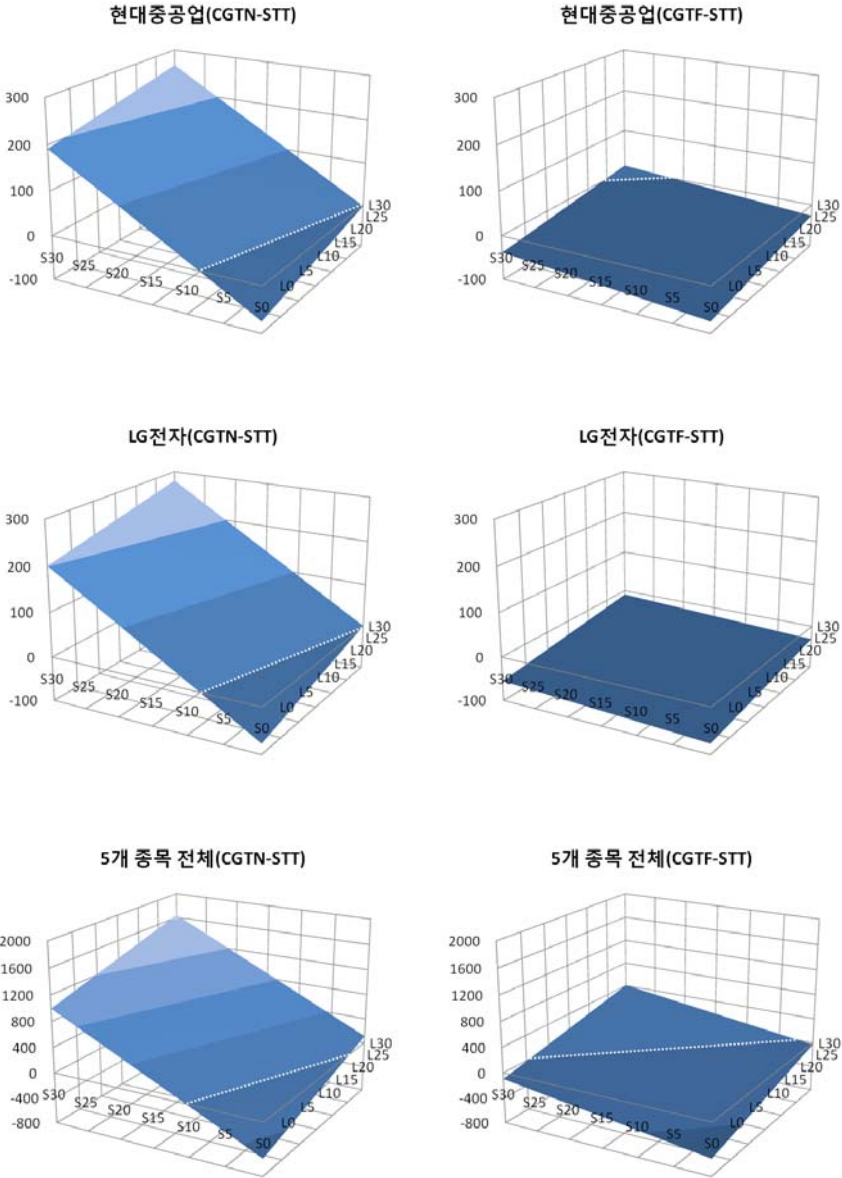
30% 이내의 거의 모든 세율조합에서 자본이득세가 증권거래세에 비해 낮게 추정된다는 것이다. 주가의 흐름이 전반적으로 부진하여 손실공제의 규모가 크면 합리적인 자본이득세율 수준에서 현행 증권거래세 이상의 자본이득세가 발생하기 어렵다는 것을 보여준다.

5개 종목 전체의 합산결과를 살펴보면, 장단기 자본이득세율을 동일하게 설정할 경우 손실비공제시 세율 7~8%가, 손실완전공제시 세율 17%가 평형점으로 확인된다. 만약 장기자본이득세율을 단기자본이득세율의 절반수준으로 설정한다면, 손실비공제시 단기자본이득세율 8~9% (장기자본이득세율 4~4.5%), 손실완전공제시 단기자본이득세율 23~24% (장기자본이득세율 11.5~12%)가 평형점으로 나타난다.

<그림 VI-4> 서울별(자본이득세-증권거래세) 추이



<그림 VI-4> 서울별(자본이득세-증권거래세) 추이(계속)



라. 민감도분석

문헌연구에서 검토한 바와 같이 자본이득세의 도입은 자본화효과와 동결효과를 일으켜 주가와 거래량에 영향을 미치게 되므로 자본이득세의 추정에 있어서 이를 고려해야 한다. 그러나 자본화효과와 동결효과가 주가, 거래량, 보유기간에 미치는 영향을 모형화하여 명시적·동태적으로 고려하는 것은 추가적인 연구가 필요하므로, 자본화효과와 동결효과에 의해 거래가 위축되어 거래량, 즉 자본손익의 실현이 감소하는 경우를 가정하여 자본이득세와 증권거래세의 상대적 크기 변화를 살펴보도록 한다.

<표 VI-8>의 패널A에서는 자본손익 실현 감소에 따른 자본이득세와 증권거래세의 차이의 변화를 나타내고 있다. 자본이득세는 분석표본에서 주가의 흐름은 변하지 않고 단지 동결효과나 자본화효과로 인해 표본기간 내 거래량만이 일정비율로 감소했다는 것을 전제로 계산한다. 벤치마크인 증권거래세는 기초표본의 값을 그대로 이용한다.

단기세율과 장기세율이 모두 20%이고 손실비공제의 경우, 자본손익 실현 감소가 없을 때 5개 종목 전체의 추가세금은 916억원으로 나타나는 반면, 거래가 20% 감소한다면 추가세금은 626억원으로 290억원 감소하는 것으로 나타난다. 그럼에도 불구하고 여전히 증권거래세 535억원의 두 배 이상의 세수가 확보된다. 단기세율이 20%, 장기세율이 10%이고 거래가 20% 감소한다고 가정할 경우에도 추가세금은 454억으로 여전히 자본이득세가 증권거래세에 비해 높다.

반면, 손실완전공제의 경우엔 양상이 다르다. 장단기 세율이 모두 20%이고 거래가 10% 이내로 감소한다면 자본이득세가 증권거래세보다 높게 나타나지만, 거래가 그 이상 감소하거나 장기세율이 20%보다 낮으면 자본이득세는 증권거래세보다 작아진다. 단기자본이득세율이 20%, 장

기자본이득세율이 10%이고, 거래가 10% 감소하는 경우 자본이득세는 증권거래세에 비해 120억원 작게 나타난다. 이는 증권거래세의 77.6% 수준에 불과하다.

패널B에서는 거래대금의 감소율에 따라 자본이득세와 증권거래세가 동일해지는 단기세율이 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 예상대로 거래가 많이 위축될수록 세율 평형점은 점차 높아지는데, 손실완전공제의 경우 이 세율은 매우 높게 형성되는 것을 볼 수 있다. 장기자본이득세율이 단기자본이득세율의 절반일 때, 거래가 10% 감소할 경우 평형점은 25.79%, 거래가 20% 감소할 경우 평형점은 29.01%에 이른다.

기존 한국시장의 자본이득세율 수준, 자본이득세가 본격 도입될 경우 장기자본소득에 대한 우대세율과 자본손실에 대한 상계가 적용될 가능성이 높다는 점을 고려할 때, <표 VI-8>의 결과에서 손실완전공제, 단기세율=20%, 장기세율=10%인 경우가 가장 현실적인 경우로 볼 수 있다. 이 때 거래가 줄지 않았다 하더라도 자본이득세 규모는 증권거래세에 비해 74억원이 작고, 거래가 감소할 경우 그 차이는 더 증가한다. 손실공제의 범위를 좁힐 경우 또는 세율을 높일 경우 자본이득세가 증가하는 효과를 기대할 수 있겠으나, 실효세율의 증가는 자본화효과와 동결효과를 일으키고 이로 인해 추가적인 거래의 감소가 나타나게 되므로 자본이득세의 증가는 제한적일 수밖에 없다.

<표 VI-8> 자본손익실현의 감소에 따른 자본이득세 변화

패널 A. 자본손익 실현 감소에 따른 월평균 자본이득세 규모의 변화

감소율	자본이득세-증권거래세($\tau_{cS}=20\%$)(억원)					
	손실비공제			손실완전공제		
	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$	$\tau_{cL}=0\%$	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$	$\tau_{cL}=0\%$
0%	916	701	486	94	-74	-242
10%	771	577	384	31	-120	-271
20%	626	454	282	-32	-166	-300
30%	481	330	180	-95	-212	-329
40%	336	207	78	-158	-258	-359

패널 B. 자본손익 실현 감소에 따른 단기자본이득세율 평형점 변화

감소율	단기자본이득세율(τ_{cS})					
	손실비공제			손실완전공제		
	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$	$\tau_{cL}=0\%$	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$	$\tau_{cL}=0\%$
0%	7.37%	8.66%	10.48%	17.01%	23.20%	36.47%
10%	8.19%	9.62%	11.64%	18.91%	25.79%	40.53%
20%	9.21%	10.82%	13.10%	21.27%	29.01%	45.61%
30%	10.53%	12.36%	14.97%	24.31%	33.15%	52.10%
40%	12.29%	14.42%	17.47%	28.36%	38.67%	60.77%

<표 VI-9>에서는 표본종목의 연간 수익률의 감소에 따른 자본이득세의 변화와 증권거래세수와 자본이득세수가 동일해지는 평형세율의 변화를 검토하고 있다. 각 종목의 연간수익률을 일정하게 증감시켜 자본손익의 규모를 재산출하고, 이렇게 얻어진 자본손익으로 자본이득세를 다시 계산하였다. 표본의 평균 연간수익률은 12.29%인데, 이를 -11.71%에서 18.29%까지 3%단위로 조정하였다. 참고로 표본기간동안 KOSPI의 연평균 수익률은 5.99%로 분석표본에서 -6%를 조정한 경우와 가장 가깝다.

<표 VI-9>의 패널A에 따르면 기본적으로 수익률이 낮아질수록 자본이득세도 낮아진다. 수익률 조정 0%, 손실비공제이고 장단기세율이 20%일 때 자본이득세는 1,451억원으로 나타나는데, 여기에서 수익률을 +3% 조정하면 자본이득세는 89억원 증가하고, 수익률을 -3% 조정하면 86억원 감소한다. 연간 수익률 1%에 대해 약 30억원의 자본이득세 변화가 나타나는 셈이다. 손실비공제의 경우의 자본이득세는 수익률 증감에 크게 민감하지 않고 분석범위에서 항상 증권거래세보다 높다.

반면 손실완전공제의 경우에는 수익률 증감에 민감하다. 수익률 조정 0%, 장단기세율이 20%일 때 자본이득세는 629억원인데, 수익률을 +3% 조정하면 자본이득세는 154억원 증가, -3% 조정하면 159억원 감소한다. 손실비공제 경우에 비해 자본이득세 규모 자체가 작음에도 수익률 1%에 대해 50억원 이상의 변화가 나타나고 있으며, 수익률이 하락할 때 변화 폭은 더 크다.

표본의 수익률을 KOSPI 수익률과 유사하도록 6% 낮추면 자본이득세는 306억원으로 증권거래세보다 229억원이나 낮게 추정된다. 또한 표본의 수익률을 12% 낮춰 0% 수준으로 조정할 경우 자본이득세는 음(-)의 값을 갖는다. 전체 투자자의 자본손실이 자본이익보다 크다는 것을 의미한다. 손실완전공제시 자본이득세가 음(-)인 범위는 개인투자자의 경우 수익률이 3.29%(-9%조정)이하, 기관투자자의 경우 0.29%이하(-12%조정), 기타투자자의 경우 -2.71%이하(-15%조정)로 개인투자자에서 가장 크게 나타난다. 개인투자자의 열악한 투자성과를 보여주는 결과다.

<표 VI-9>의 패널B에서는 수익률을 조정할 때 자본이득세와 증권거래세가 동일해지는 자본이득세율을 보고하고 있다. 연평균수익률이 낮을수록 평형세율은 높아지며, 손실완전공제시의 평형세율이 손실비공제시의 평형세율보다 더 높고 변화 또한 급격하다. 손실완전공제, 수익률 조정 0%, 장단기세율이 동일한 경우 평형세율은 17.02%인데, 수익률을

-6% 조정한 경우 평형세율은 34.95%로 두 배 이상 높아진다. 장기세율이 단기세율의 절반인 경우에는 23.60%에서 51.78%로 변화가 더 크다. 같은 상황에서 손실비공제의 경우 평형세율이 1~2% 남짓 소폭 증가하는 것과는 대조적이다. 앞서 확인된 바와 마찬가지로 손실완전공제가 적용될 때 개인투자자의 자본이득세가 증권거래세보다 클 가능성은 매우 낮은 것으로 평가된다. 수익률에 대한 자본이득세의 민감도 분석결과를 놓고 볼 때, 손실공제가 큰 폭으로 허용될 경우 합리적인 자본이득세율 하에서 자본이득세는 증권거래세와 유사하거나 낮을 가능성이 높다고 판단된다.

<표 VI-9> 수익률 하락에 따른 자본이득세 변화

(단위: 억원)

패널 A. 수익률 감소에 따른 월평균 자본이득세 규모의 변화

연평균 수익률 증감	자본이득세			
	손실비공제		손실완전공제	
	$\tau_{cS}=\tau_{cL}=20\%$	$\tau_{cS}=20\%,$ $\tau_{cL}=10\%$	$\tau_{cS}=\tau_{cL}=20\%$	$\tau_{cS}=20\%,$ $\tau_{cL}=10\%$
+6%	1,632	1,374	932	702
+3%	1,540	1,304	783	583
0%	1,451	1,236	629	461
-3%	1,365	1,170	470	336
-6%	1,282	1,107	306	207
-9%	1,203	1,046	137	76
-12%	1,129	989	-37	-59
-15%	1,059	935	-217	-198
-18%	993	883	-404	-340
-21%	931	834	-596	-486
-24%	873	787	-795	-636

<표 VI-9> 수익률 감소에 따른 자본이득세 변화(계속)

패널 B. 수익률 감소에 따른 단기자본이득세율 평형점 변화

연평균 수익률 증감	단기자본이득세율(τ_{cS})			
	손실비공제		손실완전공제	
	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=\tau_{cL}$	$\tau_{cS}=2\cdot\tau_{cL}$
+6%	6.55%	7.89%	11.47%	15.61%
+3%	6.95%	8.10%	13.67%	18.17%
0%	7.37%	8.33%	17.02%	23.60%
-3%	7.84%	9.57%	22.77%	31.93%
-6%	8.34%	9.83%	34.95%	51.78%
-9%	8.89%	10.11%	78.03%	97.51%
-12%	9.47%	10.41%	-	-
-15%	10.10%	11.72%	-	-
-18%	10.77%	12.06%	-	-
-21%	11.48%	12.41%	-	-
-24%	12.25%	13.79%	-	-

VII. 결론

VII. 결론

주식에 대한 자본이득세의 적용확대는 2000년대 초반부터 꾸준히 논의되어온 주제다. 국내에서 부동산이나 채권에 대해서는 자본이득세가 부과되고 있는 반면 주식에 대해서는 제한적으로만 자본이득세가 부과되고 있어 조세의 형평성과 중립성이 저하되고 있다는 지적이 꾸준히 제기되어 왔다. 국내 주식시장이 양적·질적으로 성장하면서 상장주식 자본이득 비과세의 논리가 점차 약화되고 있는 것도 사실이다. 최근에는 재정수요 증가에 대비하기 위한 추가적인 세원확보의 필요성이 커지면서 주식 자본이득세의 적용범위 확대가 새롭게 주목받고 있다.

“소득 있는 곳에 과세 있다”는 조세형평성 측면을 고려할 때 주식 자본이득에 대한 과세범위를 확대하는 것에는 이론의 여지가 없다고 판단된다. 자본이득세가 거래세에 비해 경제적 측면에서 우월하다고 판단할 근거가 명백하지 않음에도 불구하고, 대부분의 국가에서는 조세형평성을 근거로 거래세를 부과하지 않는 대신 주식에 대한 자본이득세를 부과하고 있다. 거래세는 정부의 조세수입 측면에서의 유리함에도 불구하고 조세형평성을 저해하고 금융시장의 유동성에 직접적인 타격을 입힌다는 점에서 점차 폐지되는 추세에 있다.

본 보고서에서는 주식 자본이득세에 대한 법이론적 쟁점, 자본이득 과세제도의 국내외 동향, 자본이득세의 경제적 영향을 차례로 살펴보고, 주식 자본이득세 도입시 기대세수를 추정해 보았다. 이를 토대로 자본이득 과세의 확대에 대한 정책적 고려사항을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 주식에 대한 자본이득세를 확대 적용함에 있어서 거래세의 축소 또는 폐지가 병행되어야 한다. 자본이득세의 확대는 자본화효과와 동결효과를 일으켜 금융시장에 충격을 줄 가능성이 있다. 따라서 거래세의 축소 또는 폐지를 통해 거래비용을 줄이고 세금부담을 완화함으로써 거

래량의 감소와 주가에 대한 충격을 완화해야 한다. 또한 거래세의 축소 또는 폐지는 조세형평성 제고에도 기여할 것이다.

둘째, 자본이득세의 적용확대는 세율과 과세범위를 완만하게 증가시키는 방식으로 이루어지는 것이 바람직하다. 급격한 세율의 인상과 과세범위의 확대는 시장에 큰 부담이 될 수 있다. 대만의 경우 자본이득세를 전면적으로 도입하였다가 시장의 폭락으로 도입을 철회한 바 있다. 특히 국내 상장기업은 배당수익률이 낮으므로 자본이득세의 적용을 확대할 때 자본화효과에 의한 단기적 주가하락이 더 크게 나타날 수 있음을 반드시 고려해야 한다. 점진적인 확대로 시장이 세제의 변화에 적응할 수 있도록 충분한 시간을 줄 필요가 있다.

셋째, 자본이득세의 적용확대와 함께 손실상계가 허용되어야 한다. 자본이득세의 도입취지가 조세형평성의 제고라는 사실을 감안할 때, 소득에 대하여 세금을 부과한다면 손실에 대해서도 동일한 원칙에 따라 손실상계가 허용되는 것이 합당하다. 손실상계의 인정은 자본이득세의 확대가 주식시장에 미치는 충격을 완화하는 데에도 도움이 될 것이다.

넷째, 주식의 자본이득에 대한 과세방식으로 종합과세보다는 분리과세가 바람직하며 장기투자에 따른 자본이득에 대해서는 조세부담을 줄여줄 필요가 있다. 이는 누적된 자본이득이 일시에 과세됨으로써 세부담이 급격히 증가하는 결집효과가 발생할 수 있고, 자본이득이 인플레이션에 따른 장부상의 이득일 가능성이 높기 때문이다. 장기자본이득에 대한 우대세율 적용은 장기투자를 유도함으로써 자본축적과 위험투자를 촉진하는 데에도 기여할 수 있을 것이다.

다섯째, 재정지출의 확대에 따른 추가적인 세원의 마련이라는 측면을 고려할 때에는 주식 자본이득 과세범위 확대가 도움이 되지 않을 가능성이 있다. 이는 자본이득 과세를 확대할 경우 주가와 거래량에 미치는 충격이 커 세수가 오히려 줄어들 수 있기 때문이다. 이러한 충격을 줄이

기 위해서는 거래세의 축소 또는 폐지, 자본손실의 상계 등이 이루어져야 하는데, 이 역시 자본이득세수를 감소시키는 요인이 된다. 또한 자본이득세는 추가변화에 민감하여 거래세에 비해 변동폭이 크므로 세수의 안정성과 예측성 측면에서 취약하다는 점도 고려해야 한다.

여섯째, 자본이득세의 과세범위 확대는 국내 주식시장에서 외국인의 영향력을 더욱 확대시킬 수 있다. 외국인은 대부분 조세협약에 근거하여 과세되고 있기 때문에 자본이득세 과세범위 확대에 큰 영향을 받지 않는다. 따라서 자본이득 과세범위의 확대는 상대적으로 국내 투자자에게 불리하게 작용할 가능성이 높다는 점을 인식해야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김문현·김란영, 2002, 『주식투자이익과세의 국가별 비교와 시사점』, 한국증권연구원 조사보고서.
- 김재규·김창범, 2001, 포괄주의 소득세제의 도입에 관한 논의, 『법제개선연구』 제7집.
- 노영훈, 2002, 『자본이득에 대한 과세체계 비교연구』, 한국조세연구원 정책보고서.
- 박명호·기은선·정희선, 2008, 주요국의 자본이득 과세제도, 『세법연구』 6호.
- 박정수, 2004, 『주요국의 조세제도: 영국편』, 한국조세연구원.
- 박창균·연태훈·허석균, 2006, 『최적 자산이득과세에 관한 연구: 가계 자산보유와 자산과세』, 한국개발연구원 정책연구시리즈.
- 법무법인 화우, 2012, 『세법의 쟁점』.
- 안창남, 2004, 『주요국의 조세제도: 프랑스편』, 한국조세연구원.
- 오윤·박훈·최원석, 2006, 금융소득 및 자본소득 세제 개편방안, 한국세무학회 조세개혁 심포지엄발표논문집.
- 윤창현, 2004, 파생상품과세정책의 문제점 및 개선방안, 한국선물학회, 한국재무관리학회, 한국재무학회, 한국증권학회 공동심포지엄발표논문.
- 이은정·박경서·장하성, 2007, 한국주식시장에서 데이트레이딩의 수익성에 관한 연구, 『증권학회지』 36-3, 351-386.

- 이인실, 2003, 『자본이득과세 연구』, 한국경제연구원 연구보고서.
- 장근호, 2004, 『주요국의 조세제도: 미국편』, 한국조세연구원.
- 전병목 · 이승식, 2006, 『주요국의 금융소득 과세제도』, 한국조세연구원.
- 전영준 · 이철인 · 홍범교 · 이장규, 2000, 『유가증권양도차익 등 금융소득에 대한 과세제도 개선방안』, 한국조세연구원 용역보고서.
- 홍범교, 2006, 금융자산 양도차익 과세의 장기우대제도에 대한 국제비교, 『재정포럼』 126, 6-23.
- 홍범교 · 김진수, 2010, 『자본이득과세제도의 정비에 관한 연구 - 금융자산에 대한 자본이득세를 중심으로』, 한국조세연구원.

<외국문헌>

- Agell, J., Edin, P.A., 1990, Marginal taxes and the assets portfolios of Swedish households, *Scandinavian Journal of Economics* 92-1, 47-64.
- Akindayomi, A., Warsame, H.A., 2007, Effects of capital gains taxation changes on stock prices: evidence from the February 2000 canadian budget, *Accounting Perspectives* 6-4, 369-387.
- Amoako-Adu, B., Rashid, M., Stebbins, M., 1992, Capital gains tax and equity values: empirical test of stock price reaction to the introduction and reduction of capital gains tax exemption, *Journal of Banking and Finance* 16-2, 275-287.
- Auerbach, A.J., Hassett, K.A., 2006, Dividend taxes and firm valuation: new evidence, *American Economic Review* 96-2, 119-123.

- Auerbach, A.J., King, M., 1983, Taxation, portfolio choice and debt-equity ratios: a general equilibrium model, *Quarterly Journal of Economics* 98-4, 588-609.
- Auerbach, A.J., Slemrod, J., 1997, The economic effects of the Tax Reform Act of 1986, *Journal of Economic Literature* 35-2, 589-632.
- Ayers, B.C., Cloyd, C.B., Robinson, J.R., 2002, The effect of shareholder -level dividend taxes on stock prices: evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993, *Accounting Review* 77-4, 933-947.
- Ayers, B.C., Lefanowicz, C.E., Robinson, J.R., 2003, Shareholder taxes in acquisition premiums: the effect of capital gains taxation, *Journal of Finance* 58-6, 2783-2801.
- Barlow, R.H., Brazer, H.E., Morgan, J.N., 1966, Economic behavior of the affluent, Brookings Institution.
- Blouin, J.L., Raedy, J.S., Shackelford, D.A., 2003, Did dividends increase immediately after the 2003 reduction in tax rates? *NBER Working Paper* No. w10301.
- Bradford, D.F., 1990, Comment on scott and eisner, *Journal of Economic Literature* 28-3, 1183-1186.
- Brazer, H.E., 1967, The report of the royal commission on taxation, *Journal of Finance* 22-4, 671-683.
- Brennan, M.J., 1970, Taxes, market valuation and corporate financial policy, *National Tax Journal* 23-4, 417-427.

- Bulow, J.I., Summers, L.H., 1984, The taxation of risky assets, *Journal of Political Economy* 92-1, 20-39.
- Butters, K., Thompson, L.E., Bollinger, L.L., 1953, *Effects of Taxation: Investment by Individuals*, Riverside Press.
- Collins, D.M., Kemsley, D.A., 2000, Capital gain taxes and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation, *Accounting Review* 75-4, 405-427.
- Constantinides, G.M. 1983, Capital market equilibrium with personal taxes, *Econometrica* 51, 611-636.
- Constantinides, G.M. 1984, Optimal stock trading with personal taxes: implications for prices and the abnormal January returns, *Journal of Financial Economics* 13-1, 65-89.
- Constantinides, G.M., 1993, *Optimal Investment Strategies for University Endowment Funds*, In *Studies of Supply and Demand in Higher Education*, University of Chicago Press.
- Cunningham, N.B., Schenk, D.H., 1993, The case for a capital gains preference, *Tax Law Review* 48, 319-365.
- Dai, Z., Maydew, E., Shackelford, D.A., 2008, Capital gains taxes and asset prices: capitalization or lock-in?, *Journal of Finance* 63-2, 709-742.
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H., Waldman, R.J., 1990, Noise trader risk in financial markets, *Journal of Political Economy* 98-4, 703-738.

- Dhaliwal, D.S., Erickson, M., Frank, M.M., Banyi, M., 2003, Are shareholder dividend taxes on corporate retained earnings impounded in equity prices? additional evidence and analysis, *Journal of Accounting and Economics* 35-2, 411-437.
- Dhaliwal, D.S., Zhen Li, O., Trezevant, R., 2003, Is a dividend tax penalty incorporated into the return on a firm's common stock? *Journal of Accounting and Economics* 35-2, 155-178.
- Domar, E.D., Musgrave, R.A., 1944, Proportional income taxation and risk-taking, *Quarterly Journal Economics* 58-3, 388-422.
- Erickson, M.E., Maydew, E.L., 1998, Implicit taxes in high dividend yield stocks, *Accounting Review* 73-4, 435-458.
- Feldstein, M., 1976, Temporary layoffs in the theory of unemployment, *Journal of Political Economy* 84-5, 937-958.
- Feldstein, M., Slemrod, J., Yitzhaki, S., 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.
- Freebairn, J., 2001, Indexation and Australian capital gains taxation, In International evidence on the effects of having no capital gains taxes, The Fraser Institute.
- Galvin, C.O., 1993, Colloquium on capital gains: commentary indexing the internal revenue code, *Tax Law Rev* 48, 661.
- Gordon, R.H., 1985, Taxation of corporate capital income: tax revenues versus tax distortions, *Quarterly Journal of Economics* 100-1, 1-26.

- Guenther, D.A., Willenborg, M., 1999, Capital gains tax rates and the cost of capital for small business: evidence from the IPO market, *Journal of Financial Economics* 53-3, 385-408.
- Hanlon, M., Myers, J.N., Shevlin, T., 2003. Dividend taxes and firm valuation: a re-examination, *Journal of Accounting and Economics* 35-2, 119-153.
- Harris, T.S., Hubbard, R.G., Kemsley, D., 2000, The share price effects of dividend taxes and tax imputation credits, *Journal of Public Economics* 79-3, 569-596.
- Harris, T.S., Kemsley, D., 1999, Dividend taxation in firm valuation: new evidence, *Journal of Accounting Research* 37-2, 275-291.
- Haugen, R.A., Lakonishok, J., 1987, The incredible January effect: the stock market's unsolved mystery, Dow Jones-Irwin.
- Hochguertel, S., Alessie, R., Van Soest, A., 1997, Saving accounts versus stock and bonds in household portfolio allocation, *Scandinavian Journal of Economics* 99-1, 81-97.
- Hubbard, R.G., 1985, Personal taxation, pension wealth, and portfolio composition, *Review of Economics and Statistics* 67-1, 53-60.
- Ivkovic, Z., Poterba, J., Weisbenner, S., 2005, Tax-motivated trading by individual investors, *American Economic Review* 95-5, 1605-1630.
- Jin, L., 2006, Capital gain tax overhang and price pressure, *Journal of Finance* 61-3, 1399-1431.
- Judd, K., 1987, A dynamic theory of factor taxation, *American Economic Review* 77, 42-48.

- Kaplow, L., 1994, The standard deduction and floors in the income tax, *Tax Law Review* 50, 1-31.
- Kaplow, L., 1994(b), Taxation and risk taking: a general equilibrium perspective, *National Tax Journal* 47-4, 789-798.
- King, M.A., Leape, J.I., 1998, Wealth and portfolio composition: theory and evidence, *Journal of Public Economics* 69-2, 155-193.
- 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., Shackelford, D.A., 2000, Capitalization of capital gains taxes: evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction, *Journal of Public Economics* 76-1, 69-85.
- LeBlanc, M., 2005, *Horizontal Equity and Personal Income Tax System*, Parliamentary Information and Research Service.
- Litzenberger, R.H., Ramaswamy, K., 1979, The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 7-2, 163-195.
- McAuley, I., 2009, The case for restoring capital gains tax neutrality, Tax Watch.
- Miller, M.H., 1977, Debt and taxes, *Journal of Finance* 32-2, 261-75.
- Miller, M.H., Scholes, M.S., 1978, Dividends and taxes, *Journal of Financial Economics* 6-4, 333-264.

Miller, M.H., Scholes, M.S., 1982, Dividend and taxes: some empirical evidence, *Journal of Political Economy* 90-6, 1118-1141.

Musgrave, R.A., Musgrave, P.B., 1989, *Public Finance in Theory and Practice (5-th Edition)*, McGraw Hill.

OECD, 2006, Taxation of capital gains of individuals: policy considerations and approaches, *OECD Tax Policy Studies* No. 14.

Poterba, J.M., 2001, Demographic structure and asset returns, *Review of Economics and Statistics* 83-4, 565-584.

Poterba, J.M., Samwick, A.A., 2003, Taxation and household portfolio compositions: US evidence from the 1980s and 1990s, *Journal of Public Economics* 87-1, 5-38.

Poterba, J.M., Summers, L.H., 1984, New evidence that taxes affect the valuation of dividends, *Journal of Finance* 39-5, 1397-1415.

Poterba, J.M., Weisbenner, S.J., 2001, Capital gains tax rules, tax-loss trading, and turn-of-the-year returns, *Journal of Finance* 56-1, 353-368.

Reese, W.A., 1998, Capital gains taxation and stock market activity: evidence from IPOs, *Journal of Finance* 53-5, 1799-1819.

Samwick, A.A., 2000, *Portfolio Responses to Taxation: Evidence from the End of The Rainbow*, In *Does Atlas Shrug? the Economic Consequences of Taxing the Rich*, Harvard University Press.

Scholz, J.K., 1994, The earned income tax credit: participation, compliance, and anti-poverty effectiveness, *National Tax Journal* 47-1, 63-87.

- Schön, W., 2005, Capital gains taxation in germany, *British Tax Review* 6, 620-627.
- Sialm, C., 2009, Tax changes and asset pricing, *American Economic Review* 99-4, 1356-1383.
- Song, F.M., Zhang, J., 2005, Securities transaction tax and market volatility, *Economic Journal* 115, 1103-1120.

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-05	주식과세제도의 개선방향에 관한 연구	김갑래, 김준석, 황세운	14.07
14-04	그레인저 인과관계 네트워크를 이용한 금융기간간 상호연계성 추정	서현덕	14.05
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정윤모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최순영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정윤모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이운재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이윤재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정윤모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정윤모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정윤모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09
03-05	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 I: 증권회사 조사분석	조성훈, 정윤모, 박현수	03.05
03-04	펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구	고광수, 박기홍	03.04
03-03	거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용	김형태, 엄경식, 한상범, 윤지아, 이은정	03.04

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-03	배출권 시장 안정화 정책의 분석 -중앙은행 모델을 중심으로-	유종민	14.07
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-06	중국 채권시장 현황과 한국금융기관의 진출전략	안유화	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박연우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김란영	09.08
09-01	신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07
06-01	자율규제기관의 제재 효율화 방안 : 미국 NASD를 중심으로	정윤모, 박기령	06.05

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역의 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤문, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

연구보고서 14-05

주식과세제도의 개선방향에 관한 연구

인 쇄 2014년 09월 16일
발 행 2014년 09월 22일
저 자 김갑래, 김준석, 황세운
편집인 신인석
발행처 자본시장연구원
주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143
전 화 3771-0600
팩 스 786-7570
인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-118-0-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891180 93320
ISBN 978-89-6089-118-0