

이슈보고서 20-09

ISSUE
REPORT

대주주 지정 회피를 위한 주식거래행태 특성 분석 및 주식 양도소득세제에 대한 시사점

황세운

대주주 지정 회피를 위한 주식거래행태 특성 분석 및 주식 양도소득세제에 대한 시사점

저자 황세운*

국내 주식시장에서는 점진적으로 양도소득세가 강화되고 있다. 주식에 대한 양도소득세 부과 확대는 상장주식 대주주의 범위를 넓히는 방식으로 진행되어 왔다. 소유주식의 비율 또는 주식 보유가치에 따라 대주주를 구분하였는데, 기준 강화와 더불어 새로이 대주주로 지정되는 투자자들은 거의 대부분 주식 보유가치 기준에 따른 대주주들이다. 주식 보유가치 기준을 적용해 대주주를 분류하는 방식은 해외에서 유사한 사례를 찾기 어려운 독특한 방식이다.

2010년 1월에서 2020년 1월까지를 표본기간으로 설정하여 국내 개인투자자들의 상장주식 거래를 분석한 결과 개인투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위한 주식거래를 매년 12월과 익년 1월에 집중시키고 있음을 시사하는 행태들이 관찰되었다. 구체적으로 개인투자자들은 주식 보유가치 기준에 따른 대주주 지정을 회피하기 위하여 12월에 누적순매도를 증가시킨 후 익년 1월에 줄어든 보유규모를 일정부분 회복시키기 위하여 누적순매수를 증가시키는 것으로 추정되었다. 이러한 주식거래행태는 유가증권시장보다 개인투자자의 비중이 상대적으로 더 높은 코스닥시장에서 더 강하게 관찰되었다. 다만 이러한 주식거래행태가 세제상의 유인 이외의 요소에도 영향을 받을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있으며, 다른 방식의 해석이 가능함에 주의해야 한다.

개인투자자들의 이러한 주식거래행태는 대주주 기준 확대에 의한 상장주식 양도소득세 확대방식이 주식거래에 불필요한 변동성을 초래함과 동시에 투자자의 주식거래행태를 왜곡시키고, 과세의 비효율성 증가를 통해 납세행정비용을 높이는 문제점을 가지고 있음을 보여준다. 향후 상장주식에 대한 양도소득세 확대 방식에 변화가 필요할 것으로 판단된다.

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

자본시장실 연구위원 황세운(neptune@kcmi.re.kr)

I. 서론

국내 주식시장에서 주식의 양도소득세제는 오랜 기간에 걸쳐 완만하게 그 부과대상을 넓혀왔다. 현재 비상장주식의 거래로부터 발생하는 양도소득에 대해서는 포괄적으로 양도소득세가 부과되고 있는 반면, 상장주식의 경우 대주주의 매매거래로부터 발생하는 양도소득에 대해서만 양도소득세가 부과되고 있다. 해외주식 직접 거래의 경우 상장주식과 비상장주식을 구분하지 않고 모두 양도소득세가 부과된다. 종합해보면 주식의 양도소득에 대해 양도소득세가 부과되지 않는 경우는 대주주가 아닌 투자자(이하 소액투자자)의 상장주식 매매거래로부터 발생한 양도소득만으로 한정되며, 나머지 유형의 모든 주식거래(비상장주식, 해외주식, 대주주의 상장주식거래)에 대해서는 양도소득세가 부과되고 있다.

‘소득이 있는 곳에 과세한다’라는 보편적인 조세원칙을 감안할 때 주식 양도소득에 대한 양도소득세의 부과는 불가피한 측면이 있을 것이다. 금융시장이 발달해있는 대부분의 국가에서 주식 거래에 대해 양도소득세를 부과하고 있다는 점도 이러한 조세원칙을 현실에 반영한 결과이다. 국내 조세당국도 글로벌 조세트렌드를 감안하여 주식거래에 대해 증권거래세를 인하고 양도소득세를 강화하는 입장을 유지해오고 있다.

소액투자자에 대한 상장주식 양도소득세 부과 강화는 대주주의 범위를 확대하는 방식으로 추진되어 왔다. 이는 양도소득세가 전면적으로 부과될 경우 나타날 수 있는 시장충격을 최소화하기 위해서 양도소득세의 부과를 완만하게 진행시키기 위함이었다. 상장주식에 대한 양도소득세의 부가가 금융시장에서 상장주식의 매력도를 상대적으로 떨어뜨릴 수 있으며, 이는 주가의 하락 및 거래량의 감소로 이어질 수 있다는 학계의 견해를 반영하여 소액투자자들에게 양도소득세의 확대에 따라 투자 의사 결정을 합리적으로 조정할 수 있는 시간을 부여하기 위한 것이었다.

점진적인 대주주의 범위 확대를 통한 상장주식 양도소득세의 강화는 그 의도한 정책적 목표를 달성하기 보다는 소액투자자들의 조세회피를 가능하게 하는 하나의 수단을 제공함과 동시에 시장의 변동성을 확대시키고 있다는 우려가 제기되고 있다. 현실적으로 대주주의 지위를 회피할 수 있는 수단이 존재하며, 일정수준의 비용요소가 수반되는 부담이 있지만 이러한 수단을 통해 양도소득세를 면제받을 수 있다는 점은 소액투자자들에게 강력한 유인으로 작용한다. 따라서 대주주의 지위를 회피하고자 하는 소액투자자들의 주식매도가 특정월에 확대되는 현상이 반복적

으로 나타난다는 지적이 이어지고 있는 것이다.

논리적으로 접근해볼 경우 소액투자자들이 대주주 지위를 회피하기 위하여 특정월에 주식을 집중적으로 매도하는 행위는 거래유인과 부합하는 측면이 있다. 대주주의 판단기준일이 12월말로 설정되기 때문에 대주주 지위를 피하고자 하는 소액투자자들은 12월이 되면 순매도로 포지션을 변경하여 대주주 지정요건을 회피하고자 할 것이다. 이후 1월이 되면 다시 순매수 포지션으로 전환하여 원하는 수준의 주식비중을 이어가는 거래전략이 나타날 개연성이 있는 것이다.

소액투자자들이 만일 이러한 주식거래 유인을 유의적인 수준에서 실행하고 있다면 이러한 행위는 주식시장 변동성을 불필요하게 확대시키는 원인으로 작용할 수 있다. 12월에 순매도를 증가시킨 이후 1월에는 순매수를 확대시킨다면 12월에는 주가하락 압력이 상승하고 반대로 1월에는 주가상승 압력이 커질 수 있음을 의미한다. 해당기업의 펀더멘탈이 변하지 않는다고 가정하면 주가는 제자리로 돌아오겠지만 세제상의 이유로 인해 주가의 변동성이 커지는 것이다. 주가의 변동성이 커지는 것에 대한 평가는 시장참가자마다 다를 수 있겠지만, 펀더멘탈의 변화 또는 관련된 기대감의 변화에 의한 주가변동성의 확대가 아니라 단순히 세제상의 유인으로 인한 주가변동성의 확대라면 바람직하지 않은 경우가 많을 것이다.

소액투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위한 거래를 광범위하게 시도하고 있다면 이는 세제운영의 효율성을 떨어뜨리는 요소로도 작용할 수 있다. 향후 대주주의 범위가 더욱 확대될 예정이지만 전면적인 주식 양도소득세제의 실시 시기는 불확실하기 때문에 이러한 세제상의 비효율성은 상당기간 계속될 가능성이 존재한다. 양도소득세제의 개선방향을 모색함에 있어 현행 세제가 가지고 있는 문제점에 대한 통계적인 평가는 중요한 의의를 가질 것이다.

본 보고서는 전술한 상황인식을 바탕으로 소액투자자들의 주식거래행태에서 관찰되는 특성을 분석하고자 한다. 소액투자자의 상장주식 양도소득세 확대과정을 점검하고 대주주의 범위를 확대하는 것이 실제로 대주주 지정회피를 위한 주식거래를 증가시키거나 또는 그렇게 추론할 개연성들이 존재하는지를 살펴보고자 한다. 아울러 주식거래행태에 대한 통계적 분석을 바탕으로 주식 양도소득세제 개편에 관한 시사점도 도출할 것이다. 주식시장에서 대주주 회피를 위한 시도가 얼마나 발생하고 있는지를 추정하는 것은 주식 양도소득세제를 확대하는 방식을 선택함에 있어서 중요한 의미를 가질 것이다.

II. 주식 양도소득세 확대 추이 분석

1. 소득세법상 대주주 기준 변화 추이

주식의 거래로부터 발생하는 양도소득에 대한 과세범위는 기본적으로 소득세법이 규정하고 있다.⁰¹ 소득세가 규정하는 주식 양도소득세 과세 대상을 살펴보면 주식의 양도소득에 대해서는 양도소득세를 부과하는 것이 원칙이며, 예외적으로 일부 거래에 대해 양도소득세 부과를 면제하고 있다. 소득세법에 따르면 i) 소유주식의 비율·시가총액 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 주권상장법인의 대주주가 양도하는 주식, ii) 대주주에 해당하지 아니하는 자가 장외시장에서 양도하는 주권상장법인의 주식, iii) 주권비상장법인의 주식, iv) 외국법인이 발행하였거나 외국에 있는 시장에 상장된 주식의 거래로부터 발생한 양도소득에 대해서는 양도소득세가 부과된다.

<표 II-1> 주식 양도소득세 과세 대상

구분	부과 요건	거래방식	과세 여부
주권상장법인	대주주	모든 거래	과세
	대주주 이외	장내 거래	비과세
		장외 거래	과세
주권비상장법인	대주주 이외 + K-OTC 시장에서 양도된 중소·중견기업 주식		비과세
	그 외 주식	모든 거래	과세
해외주식	모든 주식	모든 거래	과세

자료: 영화조세통합(2019)

양도소득세가 면제되는 경우는 소액투자자가 주권상장법인의 주식을 장내에서 거래하는 경우와 소액투자자가 중소·중견기업의 주식을 K-OTC에서 거래하는 경우로만 제한된다. 결국 주식 양도소득세의 부과는 상장주식인가의 여부, 대주주인가의 여부, 그리고 중소기업 주식인가의 여부에 의해 달라짐을 알 수 있다.

01 소득세법 제94조(양도소득의 범위) 제1항 제3호

대주주의 요건은 소득세법 시행령에 의해 규정된다.⁰² 현행 소득세법 시행령에 따르면 유가증권 시장에서는 주식의 양도일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도 종료일 현재 주주1인 및 특수관계인(이하 기타주주)이 소유한 주식의 합계액이 해당 법인의 주식의 합계액에서 차지하는 비율(이하 소유주식의 비율)이 1% 이상인 경우 대주주로 분류된다. 코스닥시장과 코넥스시장에서는 소유주식의 비율이 각각 2%와 4% 이상일 경우 대주주로 분류된다.

대주주의 구분은 소유주식의 비율뿐만 아니라 보유중인 주식의 시가총액에 의해서도 이루어진다. 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재 주주1인 및 기타주주가 유가증권시장이나 코스닥시장에서 소유하고 있는 해당 법인의 주식 시가총액이 i) 2018년 4월 1일부터 2020년 3월 31일까지의 기간 동안 주식을 양도하는 경우: 15억원, ii) 2020년 4월 1일부터 2021년 3월 31일까지의 기간 동안 주식을 양도하는 경우: 10억원, iii) 2021년 4월 1일 이후 주식을 양도하는 경우: 3억원 이상이라면 대주주로 분류되어 상장주식 거래에 대해 양도소득세가 부과된다. 코넥스시장에 대해서는 소유하고 있는 해당 법인의 주식 시가총액이 i) 2021년 3월 31일까지 주식을 양도하는 경우: 10억원, ii) 2021년 4월 1일 이후 주식을 양도하는 경우: 3억원 이상이라면 대주주로 분류된다. 코넥스시장의 경우 2020년 3월 31일까지는 시가총액 기준에서 유가증권시장이나 코스닥시장에 비하여 상대적으로 낮은 대주주 요건을 적용하다가 2020년 4월 1일부터는 유가증권시장 및 코스닥시장의 대주주 요건이 10억원으로 하향되기 때문에 동일한 기준이 적용된다.

소득세법 시행령은 소유주식의 비율과 보유중인 주식의 시가총액 기준을 적용해 대주주를 구분하는데, 이중 투자자들에게 더 현실적으로 다가오는 기준은 시가총액 기준이다. 현재 유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장의 소유주식의 비율 기준은 각각 1%, 2%, 4%이며, 이 비율은 향후 변동 계획이 없다. 오히려 그룹에 속하지 않은 일반적인 개인투자자가 소득세법 시행령이 규정하는 수준의 소유주식의 비율을 가지기 위해서는 상당한 자산가이어야 할 것이기 때문에 비율 규정에 따라 대주주로 분류되는 경우는 흔치 않을 것으로 판단된다. 반면 주식 보유가치 기준은 2020년 4월 1일부터 유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장에 대해 모두 동일하게 10억원이 적용되며, 2021년 4월 1일부터는 3억원으로 하향 조정된다. 소유주식의 비율 기준보다 다수의 개인투자자들이 주식 보유가치 기준에 의해 대주주로 분류될 것으로 예상되며, 대주주 지정을 회피하기 위한 주식거래행태를 유발할 수 있는 요인으로 작용할 가능성이 존재한다.

02 소득세법 시행령 제15(죽7조(주권상장법인대주주의 범위 등))

<표 II-2> 상장주식 대주주 요건의 변화 추이

구분	2000년~	2005년 8월~	2013년 7월~	2016년 4월~	2018년 4월~	2020년 4월~	2021년 4월~
유가증권	지분율 3% 또는 시총 100억원 이상	지분율 3%/ 시총 100억원 이상	지분율 2%/ 시총 50억원 이상	지분율 1%/ 시총 25억원 이상	지분율 1%/ 시총 15억원 이상	지분율 1%/ 시총 10억원 이상	지분율 1%/ 시총 3억원 이상
코스닥		지분율 5%/ 시총 50억원 이상	지분율 4%/ 시총 40억원 이상	지분율 4%/ 시총 20억원 이상	지분율 2%/ 시총 15억원 이상	지분율 2%/ 시총 10억원 이상	지분율 2%/ 시총 3억원 이상
코넥스			지분율 4%/ 시총 10억원 이상	지분율 4%/ 시총 10억원 이상	지분율 4%/ 시총 10억원 이상	지분율 4%/ 시총 10억원 이상	지분율 4%/ 시총 3억원 이상

자료: 국회예산정책처(2017)

대주주의 요건과 관련하여 주목할 필요가 있는 내용은 소유주식의 비율이나 주식 보유가치는 주주1인을 대상으로 산정되는 것이 아니라 주주1인과 더불어 기타주주의 지분까지 포함하여 계산된다는 점이다. 기타주주는 6촌 이내의 혈족, 4촌 이내의 인척, 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 자를 포함함), 친생자로서 다른 사람에게 친양자 입양된 자 및 그 배우자 · 직계비속을 포함한다.⁰³ 또한 본인이 직접 또는 그와 친족관계 또는 경제적 연관관계에 있는 자를 통하여 법인의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있는 경우 그 법인도 대주주의 범주에 포함된다.⁰⁴

대주주를 구분함에 있어서 주식을 소유한 본인뿐만 아니라 기타주주까지 포함시킨다는 점은 납 세실무에서 큰 부담요소로 작용한다. 직계 존 · 비속은 물론 6촌 이내의 혈족까지 기타주주에 포함될 경우, 본인의 주식소유결정뿐만 아니라 본인이 인지하지 못하고 있을 가능성이 높은 친인척의 주식소유에 관한 투자결정에 의해 대주주 분류가 결정된다. 따라서 주식양도시 대주주로 분류될 것이라는 것을 미처 깨닫지 못한 상태에서 거래를 완료한 후 사후적으로 대주주로 판명되는 상황이 발생할 수 있는 것이다. 또한 현행 금융거래 인프라는 투자자들과 금융회사가 사전적으로 본인이 기타주주로 인하여 대주주에 해당하는지의 여부를 판단할 수 있는 충분한 정보를 제공해 줄 수 없다. 이는 대주주를 기준으로 주식 양도소득세를 확대하는 현행 세제가 가지는 중대한 문제점으로 보아야 할 것이며, 대주주 지위 회피를 위한 일시적인 주식매도 행위를 강

03 소득세법 시행령 제157조(주권상장법인대주주의 범위 등) 제4항 제1호, 법인세법 시행령 제43조(상여금 등의 손금불산입) 제8항 제1호, 국세기본법 시행령 제1조의2(특수관계인의 범위) 제1항

04 국세기본법 시행령 제1조의2(특수관계인의 범위) 제3항 제1호

화시킬 유인으로 작용한다.

주식거래로부터 발생하는 양도소득에 부과되는 양도소득세율은 통상적으로 20%로 알려져 있으나 중소기업 여부, 대주주 여부, 그리고 보유기간에 따라 10~30%까지의 상이한 양도소득세율이 적용된다.⁰⁵ 대주주의 경우 보유주식이 중소기업 주식인가의 여부, 보유기간, 양도소득의 크기에 따라 적용세율이 달라진다. 대주주가 보유한 중소기업 주식으로부터 발생한 양도소득에 대해서는 20%의 세율이 일률적으로 적용된다. 반면 대주주가 보유한 중소기업 이외의 주식으로부터 발생한 양도소득에 대해서는 보유기간과 양도소득의 크기에 따라 누진방식의 세율이 적용된다. 1년 미만으로 보유한 중소기업 이외의 주식에 대해서는 주식 양도소득세율 중에서 가장 높은 30%의 세율이 적용된다. 1년 이상 보유한 중소기업 이외의 주식에 대해서는 과세표준 3억원 이하에 대해서는 20%, 과세표준 3억원 초과분에 대해서는 25%로서 2단계의 누진세율이 적용된다. 대주주 이외의 소액투자자의 경우 비상장 중소기업으로부터 발생한 양도소득에 대해서는 10%, 중소기업 이외의 비상장 주식으로부터 발생한 양도소득에 대해서는 20%의 세율이 적용된다. 해외주식의 경우 국내 중소기업 법인의 국외상장주식에 대해서는 10%, 그 이외의 나머지 모든 해외주식으로부터 발생한 양도소득에 대해서는 20%의 세율이 적용된다.

<표 II-3> 주주요건 등에 따른 주식 양도소득세 세율

주주 요건	구분	보유기간	양도소득 과세표준	세율
대주주	중소기업 주식	구분 없음		20%
	중소기업 외 주식	1년 미만		30%
		1년 이상	3억원 이하	20%
			3억원 초과분	25%
대주주 외	중소기업 비상장 주식	구분 없음		10%
	중소기업 외 비상장 주식	구분 없음		20%
해외주식	국내 중소기업 법인의 국외상장 주식	구분 없음		10%
	그 외			20%

자료: 영화조세통합(2019)

05 소득세법 제104조(양도소득세의 세율) 제1항 제11호

2. 해외의 주식 양도소득세 과세 대상과의 비교

국내의 주식 양도소득세제는 상장주식에 대해 소유주식의 비율 또는 주식 보유가치의 크기에 따라 과세여부를 결정하는 방식인데, 이는 주식시장이 상대적으로 성숙한 국가에서는 유사한 사례를 찾아보기 힘든 과세방식이다. 금융시장이 발전한 거의 대부분의 국가에서 주식으로부터 발생한 양도소득에 대해 전면적으로 양도소득세를 부과하고 있다. 대주주와 소액투자자를 분리하여 주식 양도소득세를 대주주에게만 과세하는 국가는 드물며, 대주주의 판단기준을 주식 보유가치 기준으로 설정하는 국가는 우리나라를 제외하면 없다.

해외에서도 소득세법 또는 관련된 법률에서 지분보유 비율을 기준으로 대주주를 구분하는 사례가 관찰된다. 그런데 해외 국가가 대주주와 그 이외의 투자자를 구분하는 이유는 주식에 대한 양도소득세 부과 기준으로 사용하기 위한 목적이 아니며, 그보다는 오히려 적정과세의 목적을 달성하기 위하여 대주주를 구분하여 과세한다. 경영권 행사나 사업의 수행을 목적으로 하는 투자자(대주주)와 투자로부터의 금전적 수익을 목적으로 하는 투자자(소액투자자)를 구분하여 각각의 소득성격에 적합한 과세방식을 선택하기 위한 것이다.

일본은 3% 이상의 지분율을 가진 투자자를 대주주로 정의한다. 일본은 모든 주식거래로부터 발생하는 양도소득에 대해 양도소득세를 부과하기 때문에 이러한 대주주의 분류는 주식 양도소득세 부과를 위한 목적이 아니다. 일본은 3% 이상의 지분을 보유한 대주주에 대해서는 주식거래로부터 발생한 양도소득에 종합소득과세를 적용하고 있다. 대주주가 아닌 투자자들은 주식으로부터 발생하는 양도소득에 대해 분리과세를 적용하되, 대주주의 주식 양도소득은 근로소득에 합산하여 누진구조를 가지는 일반소득세율을 적용하는 것이다. 주식 양도소득 과세체계에서도 응능주의(應能主義)⁰⁶ 원칙이 일부 도입되고 있음을 알 수 있다.

독일의 경우도 일본과 유사한 방식으로 대주주의 주식 양도소득에 대해 과세한다. 독일은 1% 이상의 지분율을 가진 투자자를 대주주로 정의하며, 대주주의 주식 양도소득은 사업소득으로 과세하고 있다. 미국과 호주의 경우 주식 양도소득의 과세에 있어서 특별히 대주주를 구분하지 않는다. 이들 국가는 주식 양도소득을 종합소득에 포함하여 과세하는 체계를 가지고 있기 때문에 대주주와 소액투자자를 구분할 필요가 없기 때문이다.

06 조세(租稅)부담을 공평하게 하기 위하여 과세의 표준을 각 개인의 부담능력(ability-to-pay)에 두어야 한다는 견해를 말한다.

우리나라 주식 양도소득세제가 세계에서 유사한 사례를 찾아보기 어려운 대주주 과세방식을 따르고 있는 것은 소액투자자의 상장주식 양도소득에 대하여 세금부과 면제를 세금부과로 전환하는 과정에서 나타나는 불가피한 선택이라고 해석할 수 있다. 소액투자자의 주식시장 직접 참여가 서구권 국가에 비해 상대적으로 높은 국내 주식시장에서 양도소득세가 소액투자자에게 전면적으로 부과될 경우 일시적으로 큰 충격이 나타날 위험이 존재한다. 급격한 시장충격을 피하기 위해 세제당국은 주식 양도소득세 확대를 완만한 형태로 진행할 필요가 있었으며, 이를 위해 이미 세제상 도입되어 있던 대주주 양도소득세 과세제도를 단계적으로 확대하는 방식을 선택한 것으로 보인다.

소유주식의 비율 또는 주식 보유가치 기준에 따라 대주주를 분류할 경우 주식매매로부터 발생한 양도소득에 따라 세금부과 여부가 결정되는 것이 아니라 보유한 주식의 규모에 따라 세금부과 여부가 결정된다. 따라서 보유한 주식의 종목수가 많고 발생한 양도소득 규모가 크에도 불구하고 과세대상에서 제외되는 경우가 나타날 수 있으며, 반대로 보유한 주식의 종목수가 소수이며 발생한 양도소득 규모가 작음에도 과세대상에 포함되는 사례가 나타날 수 있다. 이러한 불합리함으로 인하여 조세회피를 위한 주식거래 유인이 더욱 커질 수 있으며 이로 인해 과세의 비효율성이 커지고 과세행정비용도 높아질 수 있는 단점이 지적된다. 해외의 주요 국가들이 대주주와 소액투자자를 구분하여 주식 양도소득세를 부과하지 않는 이유는 이러한 단점을 해소할 수 있는 구조적인 접근법을 고민하였기 때문인 것으로 보인다.

III. 투자자의 주식거래행태 분석

1. 월별 주식거래행태의 특성 분석

본 장에서는 양도소득세 부과대상이 되는 대주주 지위를 회피하기 위한 유인이 주식거래에서 어떻게 나타나고 있는지를 분석하기 위하여 주식시장의 실제 거래데이터를 활용하여 통계분석을 실시한다. 앞장에서 살펴본 바와 같이 대주주의 구분에 있어서 가장 핵심적인 기준은 소유주식의 비율 기준이 아니라 주식 보유가치 기준이라 할 것이다. 이에 본 장에서는 거래대금 데이터를 활용하여 투자자 그룹별로 거래특성이 다르게 나타나는지를 분석할 것이다.

분석을 위해 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장 거래대금 데이터를 사용한다. 코넥스시장에 대해서도 대주주 양도소득세제가 적용되고 있으나 상대적으로 거래량이 많지 않아 통계적 유의성을 확보하기 어렵다고 판단하여 분석에서 제외하였다. 주식거래행태를 분석하기 위해서 거래량 정보가 아닌 거래대금 정보를 활용하였다. 이는 거래량으로는 주식 보유가치 기준 대주주 지정 회피를 위한 주식거래행태를 파악하는 데에 한계가 크기 때문이다.

대주주 지정 회피를 위한 거래가 발생한다면 이는 12월과 1월에 집중될 가능성이 크다. 대주주 지정 여부를 파악하는 기준일이 12월말로 결정되지만 그 이전에 이를 예상한 거래들이 이루어질 가능성이 높다. 또한 줄어든 포지션을 원래의 수준 또는 그에 준하는 수준으로 회복시키려는 유인이 있다면 이는 1월에 집중될 가능성이 높다. 12월 매도거래 이후 재매입까지 기간을 너무 길게 가져가면 가격변동의 부담이 커지기 때문이다.

대주주 지정 회피를 위한 목적 이외에 배당소득세 중과를 회피하기 위한 유인도 12월 매도와 1월 매수라는 거래행태에 영향을 미칠 수 있다. 배당지급을 위한 배당기준일은 매년 12월말에 결정된다.⁰⁷ 주주의 입장에서는 일반적으로 배당소득이 생기는 상황을 굳이 회피해야 할 이유가 없다. 그러나 배당을 포함한 금융소득이 연간 2천만원을 넘을 경우 배당에 대해 분리과세가 아니라 금융소득 종합과세가 적용되어 높은 세율을 적용받게 된다. 금융소득 종합과세를 통해 누진세율을 적용받게 되면 세후소득이 오히려 줄어드는 개인투자자의 경우 대주주의 지정여부와는 관계없이 12월에 주식을 매도할 유인을 가지게 되며 1월에 줄어든 포지션을 다시 회복하려는 거래를 시도할 수 있다. 물론 우리나라 상장기업들의 배당성향이 해외 선진국에 비해 아직 낮은 수준이라는 점을 감안할 때 금융소득 종합과세를 회피하기 위한 주식거래가 대주주 지정 회피를 위한 주식거래보다 적을 가능성이 높을 것이다.

이러한 예상을 바탕으로 본 장에서는 월별 누적순매수 거래대금의 변화추이를 분석한다. 분석 기간은 2010년 1월에서 2020년 1월까지 총 121개월의 기간이다. 유가증권시장과 코스닥시장의 월별 누적순매수 거래대금을 활용하여 주식거래행태를 파악하였으며, 시장지수의 변화를 참고 지표로 활용하였다. 12월 및 익년 1월의 주식거래행태를 분석하기 위하여 2월~11월까지의 월별 누적순매수 거래대금을 비교지표로 사용하였다. 대주주 기준의 변화는 개인투자자의 거래행태에는 영향을 미칠 수 있는 요소이나, 기관투자자와 외국인투자자의 주식거래행태에 유의적인 영향을 미칠 가능성은 상대적으로 낮기 때문에 투자자그룹별로 주식거래행태의 변화가 나타나는가도 분석의 대상이다.

07 주식결제일이 D+2일이기 때문에 배당을 받기 위해서는 한국거래소의 폐장일 이틀전까지 주식매수를 완료하여야 한다.

2010년에서 2019년까지의 기간 동안 개인투자자의 월별 주식거래 활동을 살펴보면 유가증권시장에서는 꾸준한 누적순매도를, 그리고 코스닥시장에서는 지속적인 누적순매수를 기록하고 있음을 알 수 있다. 유가증권시장의 경우 개인투자자들의 보유비중이 지속적으로 감소함과 동시에 기관투자자와 외국인투자자의 비중이 늘어나는 현상이 이어지면서 시장의 기관화가 뚜렷해짐을 보여주는 간접적인 증거로 해석이 가능할 것이다. 유가증권시장에서 개인투자자의 평균적인 누적순매수가 가장 강한 시기는 5월이었고, 반대로 평균적인 누적순매도가 가장 강한 시기는 12월이었다. 5월의 경우 평균 누적순매수는 표본기간 동안 1.12조원이었고, 12월의 평균 누적순매도는 1.86조원이었다. 유가증권시장에서 개인투자자들이 12월에 가장 높은 수준의 누적순매도를 보인다는 점은 대주주 지정을 회피하고자하는 유인과 일관성을 가지는 결과로 해석된다. 유가증권시장에서 개인투자자는 4월과 5월을 제외하면 평균적으로 누적순매도를 기록하였다. 1년중 10개월의 기간동안 누적순매도를 보이고 있는 것이다. 그런데 12월의 평균 누적순매도 규모는 다른 기간에 비해 압도적으로 높은 수준이라 볼 수 있다. 12월을 제외하고 가장 높은 수준의 평균 누적순매도를 보이는 기간은 9월인데, 평균 누적순매도 규모는 0.94조원이다. 이는 12월 평균 누적순매도 규모의 약 절반 수준에 불과하다. 1월의 평균 누적순매도도 주목할 필요가 있는 부분이다. 유가증권시장에서는 코스닥시장에 비하여 그 강도가 상대적으로 뚜렷하지는 않으나 1월의 평균 누적순매도 수준은 다른 월에 비하여 낮은 편으로 볼 수 있다.

<표 III-1> 투자자 그룹별 평균 월별 누적순매수

(단위: 억원)

	개인투자자		기관투자자		외국인투자자	
	유가증권	코스닥	유가증권	코스닥	유가증권	코스닥
1월	-4,878	3,631	-2,745	-3,083	7,429	919
2월	-5,283	1,912	2,634	-506	2,139	-310
3월	-3,743	2,117	-9,659	-982	12,829	881
4월	1,011	2,552	-15,027	-1,428	16,915	752
5월	11,202	1,117	-2,009	-429	-9,949	753
6월	-218	1,485	4,787	-28	-4,268	-155
7월	-8,147	3,400	-3,118	-1,357	14,022	-209
8월	-5,565	1,909	4,348	-710	-1,186	-474
9월	-9,365	1,925	-194	-2,025	9,933	1,157
10월	-4,068	2,564	-930	-1,629	6,699	-216
11월	-6,618	2,401	9,412	-1,177	-5,170	156
12월	-18,651	-2,817	17,806	1,695	-539	2,260

자료: 한국거래소(2010년 1월~2019년 12월)

코스닥시장에서 개인투자자의 12월 누적순매도 경향은 유가증권시장에 비하여 상대적으로 훨씬 뚜렷하게 나타난다. 표본기간 동안 코스닥시장에서 개인투자자의 평균 누적순매수가 가장 강하게 발생하는 시기는 1월이며, 반대로 평균 누적순매도가 가장 강하게 발생하는 시기는 12월이다. 코스닥시장에서 개인투자자는 1월에 평균 약 3,600억원의 누적순매수를 기록하였고, 반면 12월에 평균 약 2,800억원의 누적순매도를 기록하였다. 코스닥시장에서 개인투자자들이 평균적으로 누적순매도를 보인 기간은 12월이 유일하였다. 1월에서 11월까지는 누적순매수 기조를 이어가다가 12월에만 일시적으로 누적순매도로 전환하는 것이다. 12월에 누적순매도가 가장 강하게 나타나고 있다는 점은 유가증권시장과 동일한 결과이다. 코스닥시장에서는 1월에 개인투자자의 누적순매수가 강하게 나타나고 있다. 유가증권시장보다 개인투자자들의 보유비중 및 거래비중이 훨씬 더 높게 나타나는 코스닥시장에서 12월 순매도 및 1월 순매수가 상대적으로 더 강하게 나타난다는 사실은 이러한 주식거래행태가 대주주 지정을 회피하고자하는 유인과 일관성을 가진다고 해석할 수 있다.

기관투자자와 외국인투자자는 개인투자자와는 대조적인 주식거래행태를 보이고 있다. 먼저 기관투자자를 살펴보면 표본기간 동안 유가증권시장에서 기관투자자의 평균 누적순매수가 가장 강한 시기는 12월이고, 평균 누적순매도가 가장 강한 시기는 4월이었다. 기관투자자는 12월에 평균 1.78조원의 누적순매수를 기록하였고, 4월에는 평균 1.50조원의 누적순매도를 기록하였다. 주목할만한 부분은 유가증권시장에서 기관투자자의 평균 누적순매수가 12월에 집중되고 있다는 점이다. 12월의 평균 누적순매수 규모는 두 번째로 높은 누적순매수를 보이는 11월의 0.94조원의 약 2배에 가까운 수준이다. 기관투자자들이 12월에 유가증권시장에서 집중적인 매수세를 보이는 것은 개인투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위하여 매도하는 물량을 기관투자자가 주로 받아주고 있을 가능성을 시사한다. 코스닥시장의 경우를 살펴보면 이러한 경향은 더 두드러지게 나타난다. 코스닥시장에서 기관투자자의 평균 누적순매수가 가장 강한 시기는 유가증권시장과 동일하게 12월이며, 반대로 평균 누적순매도가 가장 강한 시기는 1월이었다. 코스닥시장에서 관찰되는 기관투자자들의 주식거래행태는 개인투자자들의 주식거래행태와 상당히 대조적인 모습을 가진다. 코스닥시장에서 개인투자자들은 1월~11월까지 평균적으로 누적순매수를 유지하다가 12월에만 누적순매도로 전환하였다. 반대로 기관투자자는 1월~11월까지 평균적으로 누적순매도를 보이다가 12월에만 누적순매수로 전환하였다. 개인투자자는 1월에 가장 강한 누적순매수를 기록하였고, 기관투자자는 1월에 가장 강한 누적순매도를 기록하였다. 또한 개인투자자는 12월에 가장 강한 누적순매도를 기록하였고, 기관투자자는 12월에 가장 강한 누적순매수를 기록하였다. 기관투자자들이 유가증권시장의 경우와 유사하게 개인투자자들이 대주주 지

정을 회피하기 위한 매도거래를 함에 있어서 거래상대방 역할을 맡아주고 있을 가능성이 높다고 해석할 수 있을 것이다.

외국인투자자의 주식거래행태는 상대적으로 기관투자자와 비슷한 양상을 보이고 있으나 기관투자자에 비해 시기적 거래특성이 뚜렷하지 않다. 표본기간동안 유가증권시장에서 외국인투자자의 평균 누적순매수가 가장 강한 시기는 4월이었고, 평균 누적순매도가 가장 강한 시기는 5월이었다. 외국인투자자는 4월에 평균 1.69조원의 누적순매수를 기록하였고, 5월에 평균 0.99조원의 누적순매도를 기록하였다. 전체적으로 순매수기조가 더 강하게 나타나고 있으나, 기관투자자나 개인투자자들처럼 12월에 집중되는 뚜렷한 주식거래행태를 보이고 있지 않음이 관찰된다. 코스닥시장에서 외국인투자자의 평균 누적순매수가 가장 강한 시기는 12월이고, 평균 누적순매도가 가장 강한 시기는 8월이었다. 외국인투자자는 표본기간동안 코스닥시장에서 12월에 평균 2,260억원의 누적순매수를 기록하였고, 8월에 평균 474억원의 누적순매도를 기록하였다. 외국인투자자들의 코스닥시장 거래참여는 상대적으로 부진한 편이며, 누적순매수와 누적순매도 추이를 통해서 확인할 수 있다. 그럼에도 불구하고 외국인투자자들은 12월 코스닥시장에서 매우 강한 순매수기조를 이어가고 있음이 관찰된다. 이는 기관투자자들과 유사하게 외국인투자자들이 코스닥시장에서 개인투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위한 매도거래를 함에 있어서 거래상대방 역할을 맡아주고 있을 가능성을 시사한다.

개인투자자들의 거래행태가 월별로, 특히 1월과 12월에 뚜렷한 차별성을 보이고 있지만, 주가흐름에는 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 추정된다. 개인투자자들의 거래행태를 보면 12월에는 순매도를 강화하고 1월에는 순매수를 강화하는 것으로 나타나며, 코스닥시장에서 상대적으로 훨씬 뚜렷하게 관찰된다. 개인투자자들의 이러한 거래행태는 12월에는 주가를 하락시키고(또는 작게 상승시키고) 1월에는 주가를 상승시키는(또는 작게 하락시키는) 원인으로 작용할 수 있으며, 유가증권시장보다 코스닥시장에서 전술한 주가흐름이 상대적으로 더 강하게 나타날 가능성이 있다. 그러나 실제로 있어서는 예상했던 주가흐름이 뚜렷하게 나타난다고 결론짓기 어렵다. 표본기간 동안 12월의 평균적인 주가수익률은 유가증권시장에서 0.78%, 코스닥시장에서 1.11%로 관찰되었다. 코스닥시장에서 개인투자자들의 누적순매도가 유가증권시장에 비하여 더 강하게 나타났지만, 월별 주가수익률의 평균값은 코스닥시장이 유가증권시장보다 더 높게 나타난다. 개인투자자들이 상대적으로 강한 매수세를 보이는 1월의 경우 평균적으로 12월보다는 더 높은 수익률을 기록하고 있다. 코스닥시장에서의 1월 수익률이 유가증권시장에 비해 더 높게 관찰된다.

<표 III-2> 유가증권시장 및 코스닥시장 월별 주가수익률 평균값

(단위: %)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
유가증권	1.13	-0.03	2.17	1.41	-1.71	-0.48	0.74	-1.80	1.63	-0.22	-0.08	0.78
코스닥	3.32	0.96	2.00	0.89	-1.34	-1.34	-0.21	-1.11	0.73	-0.64	-0.14	1.11

자료: 한국거래소(2010년 1월~2019년 12월)

유가증권시장과 코스닥시장에서 개인투자자의 누적순매수 규모는 주가흐름과 상관관계를 가지는 것으로 나타난다. 개인투자자는 자금력, 정보분석 능력, 위험관리 능력 등의 기준에서 기관투자자나 외국인투자자에 비해 상대적으로 열위에 놓여 있기 때문에 개인투자자의 누적순매수 규모가 가지는 가격결정력은 상대적으로 낮다고 추정되며, 이는 외국인투자자의 참여가 높은 유가증권시장에서 더욱 강하게 나타난다. 따라서 12월 및 1월에 주가수익률과 개인투자자의 누적순매수간의 상관관계가 그 이외의 기간에 비하여 변화되는 모습을 보인다면 이는 부분적으로 12월 및 1월의 주식거래행태에 가격변동 이외의 다른 요인이 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다. 표본기간 동안 유가증권시장과 코스닥시장에서 월별 주가수익률과 개인투자자의 누적순매수간의 상관계수는 각각 -0.65와 -0.16인 것으로 추정된다. 유가증권시장에서 음의 상관관계가 상대적으로 강하게 관찰되는데 주가가 상승할 때 누적순매도를 강화시키는 경향이 더 크다는 것을 의미한다. 코스닥시장에서는 개인투자자들의 거래가 높은 비중을 차지하는 관계로 주가와 개인투자자의 누적순매수간의 상관관계가 낮게 나오는 것으로 추정된다. 유가증권시장에서 12월에 대해 월별 주가수익률과 개인투자자의 누적순매수간의 상관계수는 표본기간 동안 -0.27로 나타나며, 코스닥시장에서는 -0.38이었다. 이는 유가증권시장에서 관찰되는 12월의 대규모 누적순매도가 주가움직임 이외의 요인에 의해 영향을 받고 있음을 시사한다.

2. 대주주 기준 확대적용과 주식거래행태의 변화 분석

표본기간 동안 개인투자자들은 평균적으로 12월에 누적순매도를 강화시켰고 1월에는 반대로 누적순매수를 강화시켰다. 본 절에서는 평균적인 누적순매도 및 누적순매수의 강화가 일관되게 진행되고 있는지, 아니면 시기에 따라 큰 폭으로 변동하는지를 분석하였다. 먼저 유가증권시장부터 살펴보면 개인투자자들은 2010년 12월부터 2019년 12월까지 매년 12월에 누적순매도를

기록하였다. 특히 2012년 12월, 2017년 12월, 그리고 2019년 12월의 누적순매도 규모가 3조원을 넘어설 정도로 높은 수준이었다. 이는 기관투자자들의 주식거래행태와 매우 대조적인 모습을 보인다. 기관투자자는 동일기간 동안 2010년 12월을 제외하면 매년 12월에 누적순매수를 기록하였다. 외국인투자자는 뚜렷한 거래특성이 관찰되지 않는데 누적순매수와 누적순매도를 특정한 패턴없이 반복하고 있다. 개인투자자들의 비중이 상대적으로 높은 코스닥시장에서는 개인투자자들의 12월 누적순매도가 더욱 뚜렷하게 관찰된다. 개인투자자들은 2010년 12월과 2011년 12월을 제외하고 매년 12월 코스닥시장에서 누적순매도를 기록하였다. 특히 2017년 12월과 2019년 12월의 누적순매도 규모가 상대적으로 크게 나타난다. 반면 기관투자자와 외국인투자자들은 12월에 누적순매수를 강화시키는 모습이 관찰된다.

<표 III-3> 투자자 그룹별 12월 누적순매수

(단위: 억원)

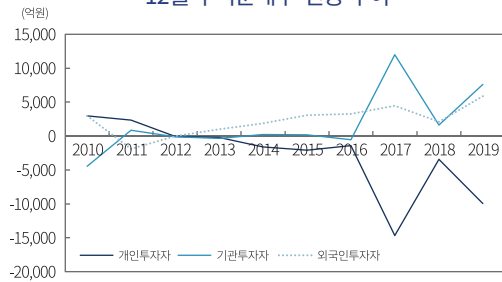
연도	유가증권시장			코스닥시장		
	개인	기관	외국인	개인	기관	외국인
2010	-5,462	-21,995	36,256	2,979	-4,463	2,969
2011	-18,346	26,590	-3,665	2,331	854	-1,907
2012	-32,820	1,533	35,794	-58	-107	-26
2013	-6,609	32,588	-17,028	-197	-368	1,004
2014	-7,799	19,786	-23,159	-1,626	221	1,842
2015	-13,769	28,431	-32,451	-2,088	186	3,047
2016	-14,446	3,454	10,552	-1,432	-571	3,246
2017	-36,645	48,292	-17,371	-14,669	11,977	4,457
2018	-12,339	11,752	-505	-3,455	1,627	2,088
2019	-38,275	27,627	6,184	-9,955	7,590	5,884

자료: 한국거래소(2010년 12월~2019년 12월)

상장주식의 거래로부터 발생하는 주식 양도소득에 대한 양도소득세 과세는 대주주의 범위를 점진적으로 확대하는 방식으로 강화되어 왔다. 이럴 경우 대주주의 범위가 확대되는 속도에 따라 개인투자자의 12월 누적순매도는 강화될 가능성이 높아진다. <표 III-3> 및 <그림 III-1>에서 확인할 수 있는 바와 같이 대주주의 범위가 넓어짐에 따라 개인투자자들의 12월 누적순매도 규모는 증가하고 있다. 유가증권시장에서 대주주 기준은 2005년 100억원, 2013년 50억원, 2016년 25억원, 2018년 15억원, 그리고 2020년 10억원으로 강화되어 왔다. 이러한 강화추세는 유가증

권시장에서 개인투자자의 12월 누적순매도 증가라는 결과로 이어지고 있다. 유가증권시장에서의 대주주 기준 확대 시기를 살펴보면 2012년, 2015년, 2017년, 2019년 12월에 개인투자자들의 누적순매도가 더욱 강하게 나타날 수 있음을 예상해 볼 수 있다. 실제로 2012년 12월의 경우 대주주 기준이 익년 7월에 100억원에서 50억원으로 축소됨에 따라 전년 12월 대비 큰 폭의 누적순매도가 관찰되었다. 2015년, 2017년, 2019년 12월에도 전년 12월 대비 큰 폭의 누적순매도가 관찰되었다.

<그림 III-1> 코스닥시장 투자자 그룹별 12월 누적순매수 변동 추이



자료: 한국거래소(2010년 12월~2019년 12월)

코스닥시장에서도 유가증권시장과 유사한 방식의 개인투자자 주식거래행태가 관찰된다. 코스닥시장에서 대주주 기준은 2005년 50억원, 2013년 40억원, 2016년 20억원, 2018년 15억원, 그리고 2020년 10억원으로 강화되어 왔다. 이러한 기준강화 추세는 코스닥시장에서 개인투자자의 12월 누적순매도 확대라는 결과로 이어지고 있다. 코스닥시장에서도 유가증권시장과 유사하게 2012년, 2015년, 2017년, 2019년 12월에 개인투자자들의 누적순매도가 더욱 강하게 나타날 수 있음을 예상해 볼 수 있다. 2012년 12월의 경우 대주주 기준이 익년 7월에 50억원에서 40억원으로 축소됨에 따라 전년 12월 대비 큰 폭의 누적순매도가 관찰되었다. 2015년, 2017년, 2019년 12월에도 전년 12월 대비 큰 폭의 누적순매도가 관찰되었다. 유가증권시장과 코스닥시장에서 관찰되는 개인투자자들의 이러한 주식거래행태 특성은 개인투자자들이 12월에 대주주 지정을 회피하기 위한 거래를 적극적으로 수행하고 있음을 시사한다.

개인투자자의 12월 누적순매도 강화와 더불어 기관투자자 및 외국인투자자의 12월 누적순매수 강화 현상도 뚜렷하게 관찰된다. <그림 III-1>에서 나타나는 바와 같이 코스닥시장에서 개인투자자의 12월 누적순매도 강화는 기관투자자의 12월 누적순매수 강화와 대칭적인 모습을 나타낸다. 외국인투자자들도 점차 12월 순매수를 확대시켜 나가고 있지만, 개인투자자들의 매도물량은 상당부분이 기관투자자들에 의해 매수거래가 이루어지는 것으로 추정된다.

유가증권시장과 코스닥시장에서 관찰되는 개인투자자들의 12월 누적순매도 행태는 12월 하반기에 더욱 강화되는 추세가 관찰된다. 개인투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위하여 12월 순매도를 강화한다면 이는 12월 상반기(12월 1일~15일)보다는 12월 하반기(12월 16일~30일)에

강화될 가능성이 높다. 대주주 지정 기준일이 12월말이기 때문에 가격상승이 12월초에 집중되지 않는다면 개인투자자들은 가격변동의 위험을 최소화하기 위하여 12월 상반기보다는 하반기에 주식을 매도하여 대주주 지정을 회피할 유인을 가진다고 추정할 수 있다. 실제로 표본기간 동안 유가증권시장에서 개인투자자들의 평균 누적순매도 규모는 12월 상반기와 12월 하반기에 각각 0.72조원과 1.22조원을 기록하였다. 코스닥시장에서는 12월 상반기와 하반기의 격차가 더욱 뚜렷하게 대비된다. 표본기간 동안 코스닥시장에서 12월 상반기에는 평균 550억원 누적순매수를 보인 반면, 12월 하반기에는 평균 2,981억원의 누적순매도를 기록하였다.

개인투자자들이 12월에 누적순매도를 보인 후 익년 1월에 누적순매수로 전환하는지 여부가 일관된 흐름으로 나타나고 있다는 점도 주목할만한 특징이다. 먼저 유가증권시장부터 살펴보면 개인투자자들은 2011년 1월부터 2020년 1월까지 1월 누적순매수를 기록한 해가 7회 있었고, 누적순매도를 기록한 해가 3회 관찰된다. 특히 2011년 1월, 2014년 1월, 그리고 2020년 1월의 누적순매수 규모가 상대적으로 높은 수준이었다. 유가증권시장에서 개인투자자들의 1월 누적순매수 경향은 12월의 누적순매도 경향에 비해서 상대적으로 뚜렷하지 않은 것으로 판단된다. 이는 개인투자자들이 순매도를 통해 주식 보유규모를 줄인 후에는 향후에도 계속되는 대주주 기준강화를 염두에 두고 이전의 주식 보유수준으로 동일하게 되돌아가지 않을 유인이 존재하기 때문인 것으로 일정 부분 추정된다. 유가증권시장에서 기관투자자와 외국인투자자는 1월에 상반된 투자행태를 보이는 경우가 많았다. 10년의 표본기간중 2012년 1월에는 기관투자자와 외국인투자자가 동일하게 누적순매수를 기록하였고, 2015년 1월에는 누적순매도를 보였다. 그러나 나머지 8년의 기간 동안 기관투자자와 외국인투자자는 상반된 1월 누적순매수 기조를 유지한 것으로 나타났다.

개인투자자들의 비중이 상대적으로 높은 코스닥시장에서는 개인투자자들의 1월 누적순매수가 비교적 뚜렷하게 관찰된다. 개인투자자들은 2016년 이후 지속적으로 1월 누적순매수를 기록하고 있으며, 2016년 1월, 2018년 1월, 그리고 2020년 1월의 누적순매수 규모가 전년 1월 대비 상대적으로 더 크게 나타난다. 반면 코스닥시장에서 기관투자자는 1월 누적순매도를 강화시키는 모습이 관찰된다.

<표 III-4> 투자자 그룹별 1월 누적순매수

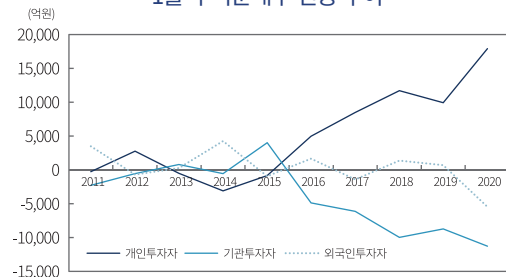
(단위: 억원)

연도	유가증권			코스닥		
	개인	기관	외국인	개인	기관	외국인
2011	13,960	-15,782	3,466	-279	-2,282	3,473
2012	-56,349	3,243	63,060	2,735	-580	-724
2013	10,768	9,500	-18,884	-513	783	260
2014	13,920	751	-16,507	-3,109	-551	4,250
2015	2,235	-6,691	-10,390	-876	3,991	-959
2016	11,518	31,373	-29,662	4,945	-4,888	1,662
2017	153	-19,645	16,378	8,490	-6,146	-1,448
2018	-21,123	-6,315	19,756	11,707	-9,985	1,345
2019	-32,295	-8,431	40,500	9,930	-8,727	660
2020	44,830	-50,742	3,047	17,890	-11,277	-5,484

자료: 한국거래소(2011년 1월~2020년 1월)

대주주의 범위가 확대되는 속도에 따라 개인투자자의 1월 누적순매도가 증가하였던 것과 유사하게 개인투자자의 1월 누적순매수도 상승하는 경향이 관찰된다. <표 III-4> 및 <그림 III-2>에서 확인할 수 있는 바와 같이 대주주의 범위가 넓어짐에 따라 개인투자자들의 1월 누적순매수 규모는 증가하고 있다. 이와는 대조적으로 기관투자자와 외국인투자자는 1월 누적순매도를 강화시키고 있다. 유가증권시장에서의 대주주 기준 확대시기를 살펴보면 2013년, 2016년, 2018년, 2020년 1월에 개인투자자들의 누적순매수가 더욱 강하게 나타날 수 있음을 예상해 볼 수 있다. 실제로 있어서는 2013년 1월, 2016년 1월, 그리고 2020년 1월에 전년 1월 대비 큰 폭의 누적순매수 증가세가 관찰되었다. 그러나 2018년에는 예상과 달리 대규모의 1월 누적순매수가 관찰되지 않았고, 오히려 누적순매도가 나타났다.

<그림 III-2> 코스닥시장 투자자 그룹별 1월 누적순매수 변동 추이



자료: 한국거래소(2011년 1월~2020년 1월)

코스닥시장에서는 유가증권시장보다 개인투자자의 1월 누적순매수 행태가 더욱 뚜렷하게 관찰된다. 코스닥시장에서의 대주주 기준 강화시기를 감안해 볼 경우 2013년, 2016년, 2018년, 2020년 1월에 개인투자자들의 누적순매수가 더욱 강하게 나타날 수 있음을 예상해 볼 수 있다. 실제로 있어서는 2016년, 2018년, 2020년 1월에 전년 1월 대비 큰 폭의 누적순매수가 관찰되었다. 코스닥시장에서 관찰되는 개인투자자들의 이러한 주식거래행태 특성은 개인투자자들이 전년 12월에 대주주 지정을 회피하기 위한 순매도 거래를 집중적으로 실행한 후, 이어지는 1월에 순매도로 축소된 주식 보유수준을 회복시키기 위한 거래를 수행하고 있을 가능성이 높음을 시사한다.

IV. 요약 및 정책적 시사점

국내 주식시장에서는 점진적으로 양도소득세가 강화되고 있다. 해외의 주요 선진국들이 주식에 대한 양도소득세를 전면적으로 부과하고 있다는 점과 세제의 국제적 정합성이 국경간 자본흐름에 중대한 영향을 미치는 요소가 된다는 점을 감안할 때 우리 주식시장에서도 양도소득세의 전면적인 도입은 불가피할 것으로 예상된다. 증권거래세의 단계적인 인하와 더불어 주식시장에서 나타날 수 있는 충격을 최소화시키는 방식으로 양도소득세의 확대가 추진되어야 할 것이다.

주식에 대한 양도소득세 부과 확대는 상장주식 대주주의 범위를 넓히는 방식으로 진행되어 왔다. 소유주식의 비율 또는 주식 보유가치에 따라 대주주를 구분하였는데, 기준 강화와 더불어 새로이 대주주로 지정되는 투자자들은 거의 대부분 주식 보유가치 기준에 따른 대주주들이다. 주식 보유가치 기준을 적용해 대주주를 분류하는 방식은 해외에서 유사한 사례를 찾기 어려운 독특한 방식이다. 주식 양도소득세를 점진적으로 확대하기 위한 과도기적인 과세방식으로 이해할 수 있겠지만, 대주주 지정을 회피하기 위한 주식거래를 부추김으로써 과세행정의 효율성을 저하시키는 문제점이 나타날 수 있다.

2010년 1월에서 2020년 1월까지를 표본기간으로 설정하여 국내 개인투자자들의 상장주식 거래를 분석한 결과 개인투자자들이 대주주 지정을 회피하기 위한 주식거래를 매년 12월과 익년 1월에 집중시키고 있음을 시사하는 행태들이 관찰되었다. 구체적으로 개인투자자들은 주식 보유가치 기준에 따른 대주주 지정을 회피하기 위하여 12월에 누적순매도를 증가시킨 후 익년 1월에 줄어든 보유규모를 일정부분 회복시키기 위하여 누적순매수를 증가시킬 가능성이 높은 것

로 추정되었다. 그리고 이러한 주식거래행태는 유가증권시장보다 개인투자자의 비중이 상대적으로 더 높은 코스닥시장에서 더 강하게 관찰되었다.

개인투자자에 의한 12월 누적순매도와 1월 누적순매수는 주식 보유가치에 의한 대주주 구분기준이 강화됨에 따라 더욱 확대되는 모습을 보여주었다. 대주주 기준이 강화되는 직전 연도 12월에 개인투자자의 누적순매도는 뚜렷하게 증가하였고, 익년 1월의 누적순매수도 비슷한 수준으로 증가하는 모습이 관찰되었다. 이는 개인투자자들이 대주주 지위를 회피하고자 12월에 주식을 일시적으로 매도하였다가 1월에 재매수하는 행태를 유의적으로 이용하고 있을 가능성을 시사하고 있다.

개인투자자들이 상대적으로 12월에 매도를 강화시키고 1월에는 매수를 증가시킨다는 점은 대주주 지위를 회피하기 위한 유인을 이용해 설명이 가능하지만 다른 요소에 의해 영향을 받을 가능성이 존재함도 이해할 필요가 있다. 본 보고서는 정밀한 형태의 계량적 분석에 의존하는 것이 아니라 기초통계량에 근거하여 가능한 해석을 제시하고 있다. 따라서 관찰되는 개인투자자들의 주식거래행태는 대주주 지위를 회피하기 위한 유인뿐만 아니라 다른 이유를 반영하는 결과일 수 있다. 예를 들어 배당주투자에 관심이 있는 기관투자자들이 연말에 배당주를 집중적으로 매입한 후 익년 연초에 포지션을 청산하고 이에 대한 거래상대방으로 개인투자자들이 역할을 하였을 경우에도 유사한 방식의 주식거래행태가 나타날 수 있는 것이다. 따라서 본 보고서에서 제시한 주식거래행태에 대한 해석은 가능성이 높은 하나의 가설로 받아들이는 것이 합리적이며, 대주주 지위를 회피하고자 하는 유인이 확정적인 이유라고 해석하기에는 한계가 뚜렷하다.

그럼에도 불구하고 개인투자자들의 주식거래행태는 대주주 기준 확대에 의한 상장주식 양도소득세 강화방식이 주식거래에 불필요한 변동성을 초래함과 동시에 투자자의 주식거래행태를 왜곡시키고, 과세의 비효율성 증가를 통해 납세행정비용을 높이는 문제점을 야기할 수 있음은 부인하기 어렵다. 투자자들은 양도소득세 회피를 위하여 주식을 매도하였다가 다시 매수하는 과정을 반복하고 있을 가능성이 존재한다. 그 과정에서 거래비용이 추가로 발생하고 있으며, 매도와 재매수 기간 사이에 발생할 수 있는 가격변동의 위험성도 투자자들이 대주주 회피를 위해 감수하게 되는 비용요소이다. 과세당국의 입장에서도 주식 보유가치에 의한 대주주 지정은 개인투자자들의 회피 거래행태를 강화시키기 때문에 실제 과세부과 대상자가 줄어드는 비효율성을 가진다. 잠재적인 납세행정비용이 많이 소요되는 방식으로 평가할 수 있을 것이다.

주식시장에서 관찰되는 이러한 특징을 감안할 때 향후 상장주식에 대한 양도소득세 확대 방식

에 변화가 필요할 것으로 판단된다. 현행 방식이 대주주를 단계적으로 확대함으로써 시장에 대한 충격을 최소화시키기 위해 노력하고 있음을 충분히 인정할만하다. 그러나 대주주 지정 회피를 위한 유인을 강화시켜 개인투자자들의 비용요소가 증가하고 있으며 납세행정비용 측면에서도 비효율성이 크다. 따라서 전면적으로 양도소득세를 부과되 탄력세율 적용과 면세 범위 설정 등을 병행하는 방식으로 수정하는 방안을 고려해 볼 필요가 있을 것이다. 이를 위해 양도소득세 부과방식을 수정함에 있어 일본의 사례를 참고하는 것은 유익한 시사점을 제공할 것으로 판단된다. 일본은 1990년대부터 증권거래세 부과방식에서 양도소득세 부과방식으로의 전환을 시작하였다. 일본의 주식 양도소득세제 도입방식은 모든 상장주식 거래에 대한 포괄적인 적용을 원칙으로 하되 도입초기의 시장충격을 완화하기 위하여 낮은 세율을 허용하는 접근법을 따랐다. 양도소득세의 도입과정에서 발생할 수 있는 가장매매와 같은 조세회피 행위들이 상당한 수준의 비효율성과 납세행정비용을 초래할 수 있음을 감안하여 과세로 인한 투자자들의 소모적인 왜곡행위를 최소화하기 위한 선택이라 해석할 수 있다. 국내 증시에서도 단계적으로 대주주의 범위를 확대하는 방식으로 양도소득세를 확대하는 것이 투자자들의 거래행태를 왜곡시켜 비효율성을 증가시킬 가능성이 있다는 점을 감안하여 과세대상을 포괄적으로 정의하되 낮은 세율과 소액 양도소득에 대한 면세를 허용하는 접근법을 검토해 나가야 할 것이다.

참고문헌

국회예산정책처, 2017, 『2017 조세의 이해와 쟁점 2. 소득세』.

영화조세통람, 2019, 『조세편람 2019』.

대한민국 국세기본법.

대한민국 국세기본법 시행령.

대한민국 법인세법.

대한민국 법인세법 시행령.

대한민국 소득세법.

대한민국 소득세법 시행령.

국가법령정보센터 www.law.go.kr

국세청 www.nts.go.kr

한국거래소 www.krx.co.kr