

우정사업본부 차익거래 재개의 평가 및 시사점*

연구위원 이효섭

지난 4월말 우정사업본부의 차익거래 재개 이후 코스피200 주식시장과 파생상품시장 모두 거래대금이 큰 폭으로 증가했다. 또한 차익거래 재개 이후 코스피200 선물시장과 ETF시장의 괴리율이 크게 감소하는 등 자본시장의 효율성이 개선되었을 뿐만 아니라 차익거래 시장의 외국인투자자 쏠림 현상도 완화되었다. 무엇보다 차익거래 재개 이후 코스피 현물거래가 크게 늘어 2018년 말까지 증권거래 세수가 최대 1조 1,200억원 증가할 것으로 예상된다. 따라서 세법 개정을 통해 2018년 12월말까지 한시적으로 적용한 차익거래에 대한 증권거래세 감면 제도를 영구적으로 추진하고 차익거래 시장의 범위도 옵션시장과 ETF 시장 등으로 확대하는 것을 검토할 필요가 있다. 더불어 차익거래 시장이 금융 안정을 훼손하지 않도록 차익거래 시장에 대한 모니터링을 철저히 수행해야 한다.

차익거래는 파생상품시장과 기초자산 시장 간에 가격 차이를 이용해 수익을 내는 거래 전략으로, 파생상품시장의 가격 발견 기능을 높여줄 뿐만 아니라 자본시장의 변동성을 낮추는데 도움을 주는 것으로 알려져 있다. 또한 차익거래가 활성화되면 현물 주식시장과 파생상품시장의 거래대금이 유의하게 증가하여 자본시장이 활력을 되찾을 뿐 아니라 증권거래 세수가 증가하여 정부 재정에도 기여할 수 있다. 실제 2007년부터 2012년까지 차익거래 시장이 활성화되었던 시기에 프로그램 차익거래 금액은 연평균 약 50조원을 기록하는 등 차익거래는 현물 주식시장 거래의 3~4% 수준을 차지했으며 당시 프로그램 차익거래의 절반 이상을 우정사업본부가 담당했었다(〈그림 1〉 참조).

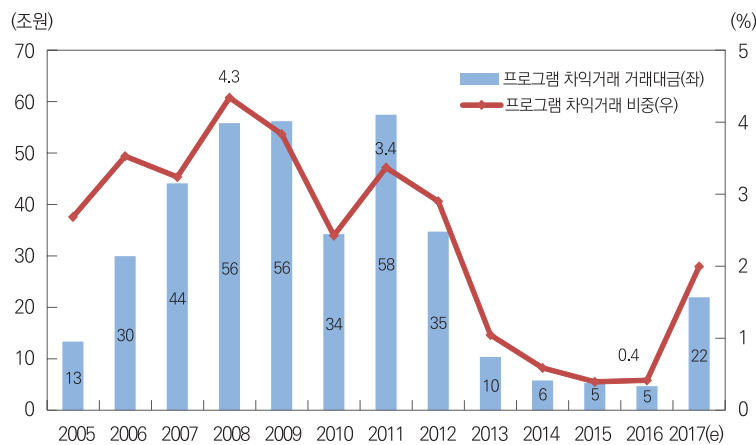
그러나 2013년 세법 개정으로 우정사업본부에 대해 증권거래세가 부과된 이후 차익거래 시장이 급격히 위축되어 2016년에는 연간 프로그램 차익거래 금액이 이전의 10% 수준인 4.7조원에 그치는 등 차익거래의 비중은 현물 주식시장 거래의 0.4%에 불과했다. 뿐만 아니라 2013년 세법 개정 이후 프로그램 차익거래 시장에서 외국인투자자의 비중이 20~30%에서 60~70% 수준까지 급격히 증가함에 따라 외국인투자자의 영향력이 크게 확대되었다. 프로그램 차익거래 시장에서 외국인투자자의 쏠림이 커지게 되면 대규모 차익거래 매물로 인해 위기상황시 자본시장의 변동성이 커질 수 있다.

다행히 지난 2017년 4월말부터 2018년 12월말까지 한시적으로 우정사업본부의 차익거래에 대해

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

증권거래세를 감면해주는 제도가 재개되었다. 당시 한국 주가지수가 장기간 부진한 흐름을 보인 가운데 주식시장과 파생상품시장의 거래대금이 정체되고 있어 우정사업본부의 차익거래 재개에 대한 기대가 높았다. 이에 본고에서는 최근 우정사업본부의 차익거래 재개가 자본시장의 유동성, 효율성, 변동성 등에 미친 영향을 평가하고 세제 등 정책 시사점을 살펴보고자 한다.

〈그림 1〉 연간 프로그램 차익거래 거래대금 및 비중 추이



자료: 코스콤(CHECK)

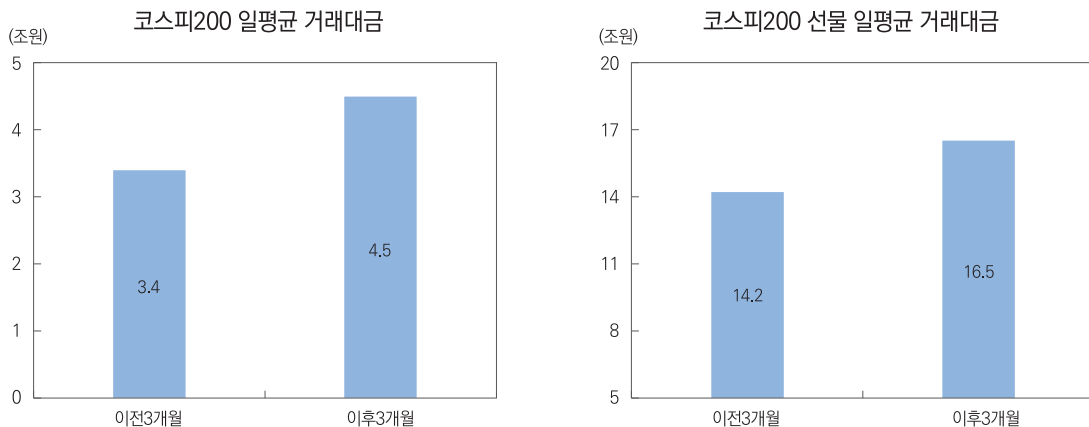
우정사업본부 차익거래 재개의 평가

우정사업본부의 차익거래 재개 이후 현물 주식시장과 파생상품시장의 거래대금은 유의하게 증가했다. 우정사업본부의 차익거래가 본격적으로 시작된 2017년 4월 28일부터 7월 31일까지 약 3개월 동안 일평균 코스피200 거래대금은 4.5조원으로 이전 3개월 동안 일평균 거래대금인 3.4조원과 비교하면 31.7% 증가했다(〈그림 2〉 참조). 코스피200 선물과 옵션의 일평균 거래대금 역시 우정사업본부 차익거래 재개 이후 16.5조원과 0.5조원을 기록하며 이전 3개월 대비 각각 16.3%와 18.5% 증가했다. 동기간 우정사업본부로 추정되는 국가 지자체가 프로그램 차익 매수와 매도 전략으로 일평균 약 2천 억원의 금액을 거래했다. 프로그램 차익거래가 신규로 2천억원 증가한 것이 코스피200 주식시장과 파생상품시장에서 최소 1조원 이상의 유동성을 창출한 것이다.¹⁾ 특히 최근 우정사업본부가 ETF를 활용한 차익거래를 적극적으로 수행함에 따라 주요 코스피200 추종 ETF의 거래대금이 30% 이상 증가했으며, ETF와 현물 포트폴리오 지수 사이에 차익거래 기회가 발생하여 코스피200 현물 거래가 다시 증가하는 등 유동성 선순환 현상이 관찰되었다. 이처럼 차익거래는 차익거래자 뿐만 아니라 차익거래 거래상대방의 참여를 유도하여 자본시장에 유동성을 공급하는 긍정적인 역할을 수행한다.

1) 동기간 코스피 지수가 장기간 유지해온 박스권을 돌파해 상승 추세로 전환한 것 역시 코스피200 현물과 파생상품시장의 거래대금 증가에 양(+)의 영향을 미친 것으로 판단할 수 있다.

주식시장과 파생상품시장의 거래대금이 유의하게 증가한 것 못지않게 자본시장의 효율성도 개선되었다. 코스피200 선물과 현물 가격 간의 괴리율은 우정사업본부 차익거래 재개 이전에 일평균 12.5bp를 기록했으나 차익거래 재개 이후 일평균 9.1bp로 줄어드는 등 이전 3개월 대비 27%만큼 감소했다. 이는 우정사업본부의 차익거래 재개 이후 주가지수 파생상품의 가격발견 기능이 제고되었음을 뜻한다. 더불어 주요 ETF의 가격 괴리율 역시 크게 감소했다. 과거 코스피200을 추종하는 주요 ETF들은 120~30bp 내외의 괴리율을 기록했으나 우정사업본부가 코스피200 추종 ETF를 차익거래 목적으로 거래함에 따라 해당 ETF의 괴리율이 110~0bp로 현저히 줄었다. 국내 주식형 ETF에는 증권거래세를 부과하지 않기 때문에 ETF 괴리율이 감소함에 따라 자본조달 비용이 낮은 일부 외국인투자자가 ETF를 활용해 증권거래세 부과를 회피할 수 있다는 우려가 제기되었다. 그러나 해당 우려는 외국인투자자와 국내투자자간 자본조달 비용의 차이에 기인한 것으로, 실제 증권거래세 회피 금액은 크지 않은 것으로 판단된다. 오히려 ETF 가치가 현물 포트폴리오 가치에 가까워졌다는 점에서 우정사업본부의 차익거래 재개는 ETF 시장에 보다 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

〈그림 2〉 차익거래 재개 이후 주식시장과 파생상품시장의 거래대금 변화



자료: 코스콤(CHECK)

마지막으로 우정사업본부의 차익거래 재개 이후 차익거래 시장에서 외국인투자자의 몰림이 크게 완화되었다. 2013년 세법 개정으로 우정사업본부의 차익거래에 대해 증권거래세를 부과함에 따라 우정사업본부는 프로그램 차익거래를 사실상 중단했으며 이로 인해 코스피 차익거래 시장에서 외국인투자자 비중은 70~80%로 현저히 증가했다. 문제는 과거 위기 상황에서 외국인투자자가 대규모로 프로그램 매도 거래를 수행하여 주가지수 하락을 증폭시키는 현상이 종종 관찰되었다는 데 있다. 또한 선물·옵션 만기일에 외국인투자자로부터 대규모 프로그램 매도 주문이 출회되어 인위적으로 주가하락을 야기하는 등 불공정거래도 발생하였다. 다행히 이번 우정사업본부 차익거래 재개 이후 차익거래 시장에서 외국인투자자 비중은 20~30% 수준으로 크게 낮아졌으며 대신 국내 기관투자자 비중은

70~80% 수준으로 높아졌다. 국내 기관투자자는 증권회사, 보험회사, 국가 지자체 등으로 다양하고 대규모로 프로그램 매도 거래를 수행하는 경향이 낮아 차익거래 시장에서 국내 기관투자자 비중이 증가한 것은 자본시장의 변동성을 완화하는데 보다 도움이 된다. 실제 해당 기간 동안 프로그램 매도 거래가 프로그램 매수 거래보다 우위를 보였음에도 불구하고 주가지수 변동성은 큰 변화가 없었다. 오히려 코스피가 박스권을 돌파해 상승 추세를 유지하는 등 우정사업본부 차익거래 이후 자본시장의 변동성은 보다 안정되었다.

정책 시사점

첫째, 세법 개정을 통해 2018년 12월말까지 한시적으로 적용한 차익거래에 대한 증권거래세 감면 제도를 영구적으로 추진할 필요가 있다. 차익거래에 대해 증권거래세를 감면해 주었음에도 불구하고 주식시장 거래대금이 크게 늘어 증권거래 세수는 오히려 증가할 것으로 기대한다. 실제 지난 4월말 우정사업본부의 차익거래 재개 이후 일평균 코스피200 거래대금은 약 1.1조원 증가했으며, 이중 차익거래 증가 금액 약 2천억원을 제외하면 일평균 코스피200 현물의 순증가 금액은 9천억원으로 추정된다. 해당 9천억원에 대해 0.15%의 증권거래세와 0.15%의 농특세를 추가로 징구하면 2017년 4월말부터 2018년 12월말까지 약 1년 8개월 동안 최대 1조 1,200억원의 세수가 증가할 것으로 예상된다. 2010~2011년 차익거래가 활성화되었던 시기에 증권거래 세수가 가장 높았던 것을 비추어보면 차익거래에 대한 증권거래세 감면은 현물 주식시장의 거래 증가에 긍정적인 영향을 미쳐 세수 증대에 도움을 줄 것으로 기대한다.

둘째, 증권거래세 감면 대상이 되는 차익거래 시장을 다양한 기초자산 시장으로 확대할 필요가 있다. 현재 차익거래에 대한 증권거래세 감면은 코스피200 현물과 선물(미니선물), 코스닥150 현물과 선물, 개별주식 현물과 선물 등에만 적용되고 있다. 하지만 차익거래 시장은 현물과 선물 뿐 아니라 현물과 옵션, 선물과 옵션, 옵션과 옵션 간에도 활발히 이루어지며 최근에는 현물과 ETF, ETF와 파생상품 간에도 차익거래가 가능하다. 따라서 증권거래세 감면 대상이 되는 차익거래 시장의 범위를 옵션 시장과 ETF 시장 등으로 확대할 필요가 있다.

셋째, 차익거래 시장이 금융 안정을 훼손하지 않도록 프로그램 매도 거래의 쏠림 여부 등을 면밀히 감시해야 한다. 앞서 살펴보았듯이 차익거래 시장은 자본시장의 유동성과 효율성을 제고시킬 뿐만 아니라 외국인투자자의 쏠림을 완화하는데 기여하는 등 순기능을 수행하고 있다. 하지만 과거 선물·옵션 만기일이나 금융위기 상황시 차익거래 시장에서 프로그램 매도 주문이 대규모로 출회되어 일시적으로 자본시장의 변동성이 증폭된 사례가 존재한다. 따라서 우정사업본부 위탁운용사의 컴플라이언스를 강화하는 한편 프로그램 매도 거래의 쏠림 여부 등 차익거래 시장에 대한 모니터링을 철저히 수행해야 한다.