

세무와회계저널
제9권 제4호 2008년 12월 pp.29~53
한국세무학회

금융투자상품 선택에서 세법이 미치는 영향에 관한 연구

- 07년 6월 시행된 해외투자펀드 비과세 효과를 중심으로 -

최원석* · 정지선** · 김선중***

<요 약>

본 연구는 2007년 6월 조세특례제한법 제91조의 2의 개정이 투자자가 금융투자상품 중 하나인 펀드를 선택하는데 미치는 효과를 알아보기 위하여 국내외 선행연구들을 바탕으로 금융투자상품 선택의 결정요인과 일반적인 연구모형을 설정하고, 금융투자상품의 선택에서 조세요인인 세법개정이 미치는 효과를 검토하였다.

조세특례제한법의 개정은 국내 거주자가 국내에서 간접투자자산 운용업법에 따라 설정되는 펀드로부터 받는 배당소득 가운데 국외에서 발행되어 국외에서 거래되는 국외상장주식의 매매 및 평가 손익을 과세소득에서 제외하도록 하고 있다. 이는 해당 펀드가 국외상장주식 투자로 양(+)의 수익률을 올리는 경우에는 투자자에게 유리한 영향을 미치지만, 음(-)의 수익률의 운용실적이 나오는 경우에는 해당 손실을 다른 투자자산에서 발생하는 과세소득과 상계가 불가능하므로 투자자에게 오히려 과세상 불리한 결과를 가져오는 제도이다. 그럼에도 불구하고 일반적으로 금융투자 상품에 투자하는 투자자는 수익이 날 것으로 기대하므로 투자자의 금융투자상품 선택에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측하였다.

조세특례제한법 개정을 통하여 해외투자펀드 비과세가 적용 시작된 2007년 6월부터 한 달간 실제 운용된 펀드를 대상으로 분석한 결과 조세요인은 투자자의 펀드 선택에 유의한 영향을 미친 것으로 나타났다. 그러나 일반 투자 이론에서 금융투자 선택에 긍정적인 영향을 주는 기대수익 요인과 투자 상품의 외적 규모, 그리고 부정적 영향을 주는 위험 요소인 변동성 등은 예측과는 일치하나 해당 기간의 펀드 투자에 있어서는 유의한 영향을 미치지 못한 것으로 확인할 수 있었다.

<주제어> 투자선택, 조세특례, 금융투자상품, 해외펀드, 간접투자

* 서울시립대학교 세무학과 조교수, wschoi@uos.ac.kr, 02-2210-5665, 제1저자

** 건양대학교 세무학과 전임강사, stopline@kongyang.ac.kr, 041-730-5554, 교신저자

*** 자산운용협회 연구원, itax@uos.ac.kr, 02-2122-0184, 공동저자

I. 서 론

본 연구는 2007년 6월 조세특례제한법 제91조의 2에 따라 국내에서 설정된 펀드로부터 받는 배당 소득 가운데 국외에서 발행되어 국외에서 거래되는 국외상장주식의 매매 및 평가 손익을 과세소득에서 제외하는 효과가 투자자가 금융투자상품¹⁾을 선택하는데 미치는 효과를 알아보고자 한다. 이를 위하여 국내외 선행연구들을 바탕으로 금융투자상품 선택의 결정요인과 일반적인 연구모형을 설정하고, 금융투자상품의 선택에서 조세요인인 세법개정이 미치는 효과를 검토해 보고자 한다.

본 연구는 실증적 조세연구(Empirical Tax Research)에 있어서 하나의 접근방법인 특정 사건에 대한 조세분석 방법(Event Type)을 사용하여 조세특례제한법 개정의 공시 및 시행 시점에서 금융시장 및 투자자의 반응을 실증자료를 토대로 상관성 등을 밝히고자 한다. 이러한 접근방법을 전제로 다음의 선행연구들을 토대로 본 연구에서의 분석모형을 설계하였다. Ayers(1996), Scholes(2001), Shackelford와 Shevlin(2001)은 사업 및 투자에 미치는 법적·경제적 요인(Legal and Economic Environments)으로서 조세와 비조세 요인간의 교환(tax and non-tax tradeoffs), 거래비용, 자산가치, 국가간의 제도 차이 등을 제시하고 있다. Guenther와 Sansing (2004)은 세법에 따라 자본시장에서의 기업 가치에 변화를 야기함을 수학적 모델로 밝히고 회계와 세법상의 자산 가치 차이(Differences in book and tax depreciation methods)를 조세요인으로 제시하였다. 또한 Crain과 Austin(1997)은 미국의 1997년 세법 개정(the Taxpayer Relief Act of 1997)의 효과로 자본시장의 투자자들이 세 가지 개인연금 상품(deductible IRAs, Roth IRAs, and nondeductible IRAs) 가운데 투자자별로 가장 이익이 날 수 있는 상품을 합리적으로 선택하며 세법을 통한 이연효과가 조세요인으로 제시하였다. 그 밖에도 국내에서도 이준규(1993), 박상근(2004) 등이 사업 조직 선택에 있어서 세법상의 차이가 법인 또는 개인 기업에서 유불리하게 작용하였는지를 평균배당성향, 사업수익 등을 기초로 검토하였다. 이러한 기존의 조세관련 선행연구는 조세요인이 사업조직의 선택에 영향을 미치는지를 중심으로 한 것으로서, 자본시장에 있어서 조세와 투자자의 의사결정과의 관계에 대한 연구가 이루어지지 못한 것이 현실이다.

본 연구에서는 선행연구에서 밝힌 조세요인이 의사결정에 미치는 영향과 투자자의 투자선택이론인 포트폴리오 이론을 연결한 이론적 분석을 바탕으로 금융투자상품의 선택에 관한 실증분석 연구모형을 설정하고자 한다. 이러한 실증분석 모형을 기초로 하여 2007년 6월의 해외투자펀드에 대한 세법 개정으로 지난 한 해 동안 급증한 해외투자펀드로 투자된 자금과의 관계를 밝히고 그 효과를 분석하고자 한다.

또한 연구 모형의 설계에 있어서는 펀드 자금 유출입을 종속변수로 하는 다변량 회귀분석 모형을

1) 자본시장통합법 제3조에서 금융투자상품이라 함은 이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정 시점에 금전 등을 지급하기로 약정함으로써 취득하게 되는 권리로서 원본손실 가능성을 부담하는 것으로서, 수익증권, 지분증권, 파생결합증권, 파생상품 등을 포함하는 개념으로 정의하고 있다. 본 논문에서는 별도의 설명이 없는 한 자본시장통합법상의 금융투자상품 중 집합투자증권의 개념에 부합하는 현행 간접투자자산운용법상의 투자신탁의 수익증권, 투자회사의 주식, 그리고 투자전문회사의 지분증권 등으로 한정된 개념으로 사용하고자 한다.

사용한다. 기존의 납세자 등의 의사결정에 따른 선택에 대한 선행 연구(Ayers 1996, 박상근 2004 등)는 각기 다른 배타적 유형을 대상으로 다양한 조세 및 비조세 요인이 해당 납세자 등의 선택에 영향을 미치는 각 요인별 효과를 로지스틱판별 모형을 사용하여 분석하는 것이 일반적인 형태이다. 하지만 본 연구에서는 납세자인 투자자 단위의 조사가 아닌 투자 대상인 펀드 단위의 조사이며 투자자가 손쉽게 투자 자금의 유출입을 선택할 수 있는 금융투자 상품의 특성상 배타적 유형 선택 보다는 투자 자금의 증감 요인이 보다 주요한 측정 요소가 된다고 보고, 투자 자금의 증감과 조세 및 비조세 요인과의 관계 등을 보다 명확히 설명하고 측정할 수 있는 다변량 회귀분석을 기본 모형으로 사용한다.

II. 제도 변화 및 효과

1. 조세특례제한법 제91조의 2의 변경

해외투자펀드에 대한 조세특례지원에 대해서는 2007년 1월부터 정부 발표로 투자자의 기대감이 증대되기 시작하였다. 2007년 상반기에 그 세부적인 방법을 확정짓고 2007년 6월 1일부터 국내에서 간접투자자산운용업법(이하 간투법이라 한다)에 따라 설정되는 해외투자 펀드가 투자하는 국외에서 상장되어 국외에서 거래되는 주식의 매매 또는 평가차익으로 한정하여 조세특례를 적용하였다. 이러한 해외투자펀드에 대한 세부적인 변경 내용과 실제 세무 처리 방법 등을 살펴보면 다음과 같다²⁾.

가. 적용 요건

조세특례제한법 제91조의2 및 동법 시행령 제92조의 2에서는 “투자회사 등의 배당에 대한 과세특례” 적용 요건을 정하고 있다. 먼저 해당 규정에서 정의하는 이자소득 및 배당소득에 대한 과세특례는 소득세법상 거주자가 받는 투자신탁 및 투자회사의 이익으로부터 받는 배당소득 또는 2006년 12월 31일 이전에 설정된 투자신탁에서 발생하는 이자소득³⁾에 대하여 2007년 6월 1일부터 2009년 12월 31일까지 발생하는 손익에 대하여 적용하고 있다. 이러한 투자신탁 및 투자회사의 이익에 대한 과세는 실무상 외국상장주식에 투자하는 투자신탁 및 투자회사에 대해서 거주자용 과세표준 기준가격을 새로이 산출하여 투자자가 환매 등을 통하여 투자이익이 투자자에게 귀속될 때 해당 소득세 등을 원천징수하고 있다.

2) 이하 해외투자펀드에 대한 실무적인 세무처리 방안은 자산운용협회(2007.06)에서 회원사에 배부한 「해외투자펀드 세무처리 안내」의 내용을 요약·정리하였다.

3) 2007년 1월 1일부터 소득세법 시행령 제23조가 개정·적용됨에 따라 2007년 이후에 신규로 설정되는 투자신탁에서 발생하는 이익은 모두 배당소득으로 취급하고 있다. 그러나 2007년 이전에 설정된 투자신탁의 경우에는 “당해 투자신탁의 결산기간 동안에 신탁자산의 평균 100분의 50 이상을 법 제16조 제1항 각 호의 이자소득이 발생하는 금융자산에 투자하여 운용하는 것”은 이자부투자신탁으로 별도로 구분하여 이자소득으로 현재까지 과세하고 있다.

이러한 해당 개정 법률의 적용이 되는 펀드는 간접투자자산 운용업법에 따라 국내에서 설정 또는 설립된 투자신탁⁴⁾ 및 투자회사로서, 흔히 알려진 것처럼 주식형 해외투자 펀드로 약관 및 정관에서 정의하는 펀드로 한정하여 적용되는 것은 아니다. 이때, 외국법령에 의하여 외국에서 발행된 “외국 간접투자증권(Off-shore funds, 역외펀드)”와 역외펀드에 주로 투자하는 해외투자 재간접펀드(Fund of Funds)는 적용 대상에서 제외하고 있다.

〈표 1〉 해외투자펀드 조세특례 적용 요건

구 분	요 건
적용대상	국내 거주자가 국내 설정 투자회사 또는 투자신탁으로부터 받는 배당소득 (또는 '07년 이전에 설정된 이자부투자신탁의 이자소득)
과세소득 제외항목	국외에서 발행되어 국외에서 거래되는 국외 상장주식의 매매 및 평가손익 부분
적용방법	일일 공시되는 새로운 과세표준 기준가격 산출 및 적용
적용시기	2007년 6월 1일부터 2009년 12월 31일까지 발생하는 손익

나. 세법 개정 전·후의 과세제도 비교

조세특례제한법에 따라 과세소득에서 제외되는 매매·평가 손익은 국외에서 발행되어 국외에서 거래되는 상장 주식(이하에서는 국외상장주식이라 한다)으로 제한하고 있으며, 그 적용대상도 거주자인 개인으로 한정하여 국내 세법에서 납세의무자로 구분되는 “국내법인, 외국법인, 비거주자”에게 귀속되는 배당소득에 대하여는 적용되지 않는다. 이러한 세법에 대한 개정 전후의 투자신탁 및 투자회사에 대한 원천징수 과세제도를 요약하면 다음의 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 조세특례제한법 개정 전·후의 투자신탁 등 이익에 대한 원천징수제도 비교

A. 2007년 6월 이전 투자신탁 등 이익에 대한 원천징수 과세제도					
분 류		거주자 (14%)	비거주자 (25%)	국내법인 (14%)	외국법인 (25%)
투자 신탁	국내상장유가증권	× (소득세)	× (소득세)	× (소득세)	× (소득세)
	국외상장주식	○	○	○	○
	기 타	○	○	○	○
투자 회사	국내상장유가증권	× (조특법)	○	—	○
	국외상장주식	○	○	—	○
	기 타	○	○	—	○

4) 투자신탁은 소득세법 시행령 제23조에서 규정하는 요건을 모두 갖춘 경우(보험회사의 특별계정 제외)에 한정하고 있다.

〈표 2〉 조세특례제한법 개정 전·후의 투자신탁 등 이익에 대한 원천징수제도 비교(계속)

B. 2007년 6월 이후 투자신탁 등 이익에 대한 원천징수 과세제도					
분류		거주자 (14%)	비거주자 (25%)	국내법인 (14%)	외국법인 (25%)
투자 신탁	국내상장유가증권	(소득세)	× (소득세)	× (소득세)	× (소득세)
	국외상장주식	× (조특법)	○	○	○
	기 타	○	○	○	○
투자 회사	국내상장유가증권	× (조특법)	○	—	○
	국외상장주식	× (조특법)	○	—	○
	기 타	○	○	—	○

* 원천소득 비대상(×), 원천소득 대상(○)

국내상장유가증권—국내상장유가증권(채권제외) 및 국내상장유가증권을 대상으로 하는 선물, 평가 및 매매 손익, 국외상장주식—국외상장주식의 평가 및 매매 손익, 기타—채권 이자소득, 부동산 임대소득, 주식 배당소득 등 포함

이 경우 국외상장주식은 외국법인 등이 국외에서 발행한 주식으로서 외국상장시장⁵⁾에서 거래되는 주식으로서, 조세특례제한법 시행령 제92조의 2 제1항 및 제2항에서 외국법인 등이 직접 발행한 주식과 외국에서 발행하여 외국에서 거래되는 외국상장주식을 기초로 발행되는 외국상장 주식예탁증서(Depositary Receipt)만으로 한정하고, 간투법상 간접투자증권 등과 유사한 성격의 유가증권⁶⁾과 주식과 주식예탁증서가 아닌 해당 주식을 기초로 발행하는 선물, 옵션, 파생상품 등은 제외한다. 또한 투자신탁 및 투자회사가 외국상장주식의 매매 및 평가손익을 조세특례제한법 제91조의2 제2항에 따라 세법상 배당소득금액에 포함하지 아니하는 경우에는 외국상장주식의 매매 및 평가손익에서 발생한 외국납부 세액을 국제적 이중과세 배제를 위하여 도입된 법인세법 제57조의2에 따른 외국납부세액공제 특례 적용을 배제⁷⁾하고 있다. 이는 국내에서 납부하는 세금부분을 한도로 적용하는 외국납부세액공제 제도의 특성상 해당 부분에 대해서 국내에서 납부하는 세금이 없음을 이유로 배제하는 규정으로 해석할 수 있다.

- 5) 외국의 유가증권시장에 대한 정의는 증권거래법시행령 제1조제3호 및 동법 시행규칙 제1조에서 “뉴욕 증권거래소, 전미증권협회중개시장, 동경증권거래소, 런던증권거래소, 도이치증권거래소 및 이와 기능이 유사한 거래소”로서 증권거래법시행규칙 제36조의 18 제1항의 규정에 의한 표준화된 절차와 방법에 따라 거래가 이루어지는 거래소시장을 의미한다고 볼 수 있다.
- 6) 간투법상 간접투자증권과 유사한 성격의 증권 등이라 함은 Mutual Fund, REITs, ETF의 지분증권 및 이와 유사한 성격의 Paper Company의 주식 등으로 그 범주를 정의할 수 있다.
- 7) 펀드의 외국납부세액공제 제도는 일반적인 외국납부세액 공제제도를 통하여는 펀드에 투자한 개인투자자가 해당 소득에서 발생한 외국납부세액에 대하여 공제 받지 못하는 제도상의 불이익을 보완하기 위하여 도입된 제도이다.

다. 세액의 계산 방법에서의 변화

펀드에 투자하는 수많은 투자자에게 해당 소득의 성격을 따져서 개별 투자 자산의 평가차익과 매매차익 등을 각각 구분하여 귀속시키는 것은 세무처리상 과도한 비용을 요구하여 금융투자상품의 본질을 훼손하는 결과를 가져올 수 있다. 따라서 실무상으로는 펀드인 수익증권의 좌수 또는 주수별 평가가치인 기준가격에서 비과세되는 손익부분을 제외하여 계산한 과세표준 기준가격을 이용하여 펀드의 과세상 이익을 계산하고 있다.

펀드를 운용하는 자산운용회사 등에서는 매일 산정되는 기준가격에서 해당 외국상장주식의 매매·평가차익 부분과 소득세법 시행령 제23조 내지 조특법 제91조의2에서 규정하는 국내상장주식, 벤처기업의 주식 및 이를 기초로 하는 선물 등에서 발생하는 매입·평가차익 부분을 제외하여 과세표준 기준가격을 공시하고 이를 투자신탁 이익 및 투자회사의 주식에 대한 배당소득의 과세표준 산정에 이용하고 있다. 특히 외국상장주식에 대한 매입·평가차익부분은 시행일인 2007년 6월 1일 이후에 발생하는 모든 이익과 손실 부분이 고려하여 과세표준 기준가격을 산정하고 있다. 다만 외국상장주식에 대한 매입·평가차익 부분에서 환차손익은 해외상장주식 평가 및 매매 손익과 구분하여 과세되는 대상소득으로서 과세표준 기준가격에 포함하여 계산한다.

이러한 과세표준을 계산하는 방식에 있어서 펀드 이익에 대한 원천징수의무자인 판매회사⁸⁾는 기존의 국내주식형 투자신탁 등에 대한 원천징수업무와 동일하며, 국외상장주식에 투자하는 투자신탁 및 투자회사의 간접투자증권의 결산 및 환매 시에 자산운용회사 등에서 공시하는 과세표준 기준가격을 적용하여 해당 국외상장주식 등에 투자하는 투자신탁 등의 과세표준 기준가격의 상승분에 대하여 투자자에게 분배되는 투자신탁의 이익 등에 대하여 원천징수하고 있다. 다만, 앞서 밝힌 바와 같이 비거주자, 국내법인, 외국법인에 대해서는 거주자와는 달리 국외상장주식에 대한 매매·평가차익을 과세소득으로 포함하는 기존의 과세표준 기준가격 제도를 그대로 적용하여야 한다.

이러한 조세특례제한법상 특례규정은 2007년 6월 1일부터 2009년 12월 31일까지 발생하는 국외상장주식에 대한 매매·평가 손익을 과세표준 기준가격 계산시 고려하여 적용하며, 실무상 사용하는 “기준가격 및 과세표준 기준가격” 기준으로는 국외상장주식의 매매 및 평가손익이 기준가격 등에 반영되는 날을 기준으로 시행일과 종료일을 산정한다.

2. 조세특례규정 변경에 따른 이론상 효과

앞서 설명한 바와 같이 외국상장주식 매매·평가 손익에 대한 비과세 조치는 이익만이 아니라 손실도 과세대상에서 제외되므로 반드시 투자자에게 유리한 측면만이 있는 것은 아니다. 일반적으로 대표적인 금융소득인 은행 저축 이자와 기업이 주주들에게 분배하는 배당은 이익이 발생하며 손실

8) 소득세법 제127조에서 배당소득금액에 대한 원천징수는 해당 소득금액을 지급하는 자를 원천징수의무자로 하며, 이는 간투법 제62조에서 명시하는 바와 같이 일반적으로 판매회사인 은행, 증권회사, 보험회사 등으로 보아야 한다.

의 분배라는 개념은 가지지 않는다. 그러나 투자신탁과 투자회사와 같은 실적분배상품은 해당 이익을 배당소득으로 세법에서 분류하지만, 장기간을 투자하는 경우에는 각 과세기간 동안의 이익과 손실을 함께 분배하고 있다.

이러한 특성 하에서는 조세특례제한법 제91조의 2 규정의 개정으로 해외펀드에 투자하는 투자자의 세금부담이 오히려 증가하는 사례도 발생할 수 있다. <사례1, 2, 3>에서는 각각 세법의 개정으로 투자자의 조세부담이 증가하는 경우를 보여준다.

<조세부담 증가 사례 1> 시행일 이후 외국상장주식의 주가가 하락하는 경우

투자자가 보유한 펀드에서 개정 규정 시행 전에 외국상장주식에서 200원의 이익이 발생하고, 개정 후에 100원의 손실이 발생한 시점에 환매를 하는 경우에는 개정전 규정 적용시에는 100원의 과세대상소득에 대해서 15.4원(15.4% 세율 적용)의 세금만 내면 되지만, 개정 규정 적용으로 2배인 30.8원의 세금을 부담하여야 한다.

	구분	매입일 (A)	시행일 (B)	환매일 (C)	원천징수과세 대상 (C-A)	원천징수세액 (C-A) × 15.4%
개정 前	기준가격	1,000원	1,200원	1,100원	100원 이익	—
	과표기준가	1,000원	1,200원	1,100원	100원	15.4원
개정 後	기준가격	1,000원	1,200원	1,100원	100원 이익	—
	과표기준가	1,000원	1,200원	1,200원	200원	30.8원

<부담증가 사례 2> 손실이 나는 경우에도 세금 부담하는 경우

투자자가 보유한 펀드에서 개정 규정 전에 외국상장주식에서 200원의 이익이 발생하고, 시행일 이후에 300원의 손실이 발생한 시점에 환매를 하는 경우에는, 현행 규정 적용시 과세대상소득이 없으므로 세금을 납부하지 않아도 되지만 개정 규정의 적용으로 개정 전에 발생한 세금 30.8원(15.4% 세율 적용)을 부담하여야 한다.

	구분	매입일 (A)	시행일 (B)	환매일 (C)	원천징수과세 대상 (C-A)	원천징수세액 (C-A) × 15.4%
개정 前	기준가격	1,000원	1,200원	900원	100원 손실	—
	과표기준가	1,000원	1,200원	900원	0원	0원
개정 後	기준가격	1,000원	1,200원	900원	100원 손실	—
	과표기준가	1,000원	1,200원	1,200원	200원	30.8원

<부담증가 사례 3> 외국상장주식에 손실이 발생하고 채권이자소득 이익 발생

펀드는 여러 가지 자산에 투자를 하므로 외국상장주식에서 발생하는 손실이 100원이고 채권의 이자로 100원의 과세 이익이 발생하는 경우에는, 개정 전 규정 적용 시에는 과세대상소득이 없으므로 세금을 납부하지 않아도 되지만 개정 규정의 적용으로 채권의 이자부분에 대한 세금 15.4원(15.4% 세율 적용)을 추가적으로 부담하여야 한다.

	구분	매입일 (A)	환매일 (C)	투자대상별 손익 구분	원천징수과세 대상 (C-A)	원천징수세액 (C-A) × 15.4%
개정 前	기준가격	1,000원	1,000원	채권이자 100원 외국주식 △100원	손익 없음	—
	과표기준가	1,000원	1,000원	채권이자 100원 외국주식 △100원	0원	0원
개정 後	기준가격	1,000원	1,000원	채권이자 100원 외국주식 △100원	손익 없음	—
	과표기준가	1,000원	1,100원	채권이자 100원 외국주식 0원	100원	15.4원

이렇듯 투자신탁 및 투자회사가 실적분배상품이라는 특성에 따라 해당 규정의 개정으로 반듯이 투자자가 이익을 받는다고 할 수 없다. 이는 투자자가 이익을 크게 추구하는 경우와 위험에 선호도 등에 따라서 해당 세법의 개정이 금융투자상품 중 해외투자펀드에는 미치는 영향이 달라질 것으로 분석할 수 있다.

투자자들의 금융투자상품 선택에 따른 결과는 이러한 세법상의 제도 변화에 따라 달라질 수 있다. 따라서 다음 장에서는 이러한 세법상의 제도 변화와 더불어 일반 금융투자상품의 선택에 중요한 영향을 줄 수 있는 변수인 기대 수익률 및 변동성 등의 기타 요인들을 이론적으로 분석하여 모형을 설계하고 각 요인들이 금융투자상품 선택에 미친 영향을 산정하여 보고자 한다.

Ⅲ. 금융투자상품의 선택 요인과 모형 설계

1. 금융투자상품 선택의 결정요인과 가설

Markowitz(1959)는 투자자는 투자자산의 포트폴리오를 기대수익과 위험을 고려하여 합리적으로 최적 분산투자를 한다고 보았다. 이러한 현대 포트폴리오 이론에서의 합리적인 투자자를 가정하여 본 장에서는 금융투자상품의 선택에 미치는 주요 요인과 조세 요인을 이론적으로 밝히고자 한다. 현대

포트폴리오 이론 모델에서 투자자산에 대한 투자는 기대 가치와 변동성 또는 위험 등에 따라서 달라진다. 일반적으로 포트폴리오 기대 수익과 위험을 의미하는 변동성은 <산식 1>에서와 같이 개별 투자자산의 가중치에 개별 자산의 기대수익을 곱한 값의 합과 개별 자산의 변동성의 가중치와 개별 자산 간의 상관관계를 고려한 변동성으로 볼 수 있다.

<산식 1> 포트폴리오 기대 수익 및 위험

$$E(R_p) = \sum_i^n w_i E(R_i) ; E(R_p) \text{ 포트폴리오 자산 기대 수익, } w_i \text{ 개별 자산의 투자 가중치,} \\ E(R_i) \text{ 개별자산 기대 수익}$$

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_j w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}} ; \sigma_p \text{ 포트폴리오 자산 변동성(위험),} \\ \sigma_i \text{ 개별자산 변동성, } \rho \text{ 개별 자산 간 상관성}$$

투자자들이 기대 수익과 변동성을 고려하여 금융투자상품에 대한 포트폴리오 투자를 한다는 가정 하에서 세금이 부과되는 상품(A)과 세금이 부과되지 않는 상품(B)이 있다고 한다면 A와 B 상품 간에는 다음과 같이 세후 기대수익과 변동성에서 차이가 발생한다. A상품은 수익이 나는 경우에는 세율(t)만큼 수익은 떨어지지만 손실이 발생하는 경우에는 손실에 해당하는 만큼을 <산식 2>와 같이 세금 일부를 보전⁹⁾ 받게 된다. 그리고 이러한 수익에 대한 과세와 보전은 해당 세율만큼 개별 자산의 변동성도 함께 떨어뜨리게 된다. 이에 비하여 B 상품은 세전과 세후의 기대수익과 위험에서 변화가 없다.

<산식 2> 과세 자산(A)과 비과세 자산(B)의 기대 수익 및 위험

$$\text{세후 } E(R_A) = E(R_A)(1-t) ; \text{세후 } \sigma_A = (\sigma_A \times (1-t))$$

$$\text{세후 } E(R_B) = E(R_B) ; \text{세후 } \sigma_B = \sigma_B$$

따라서 동일한 자산에 투자하는 경우에도 세금의 과세 여부에 따라서 기대 수익과 위험에서 차이가 발생하므로 투자자는 개별 기대 수익과 위험 등에 대한 투자성향별로 각각의 금융투자상품에 대하여 서로 다른 선택을 할 수 밖에 없게 된다. 즉 투자자는 과세 금융투자상품(A)과 비과세 금융투자상품(B)에 대하여도 기대 수익과 위험에 따라 다음 <산식 3>과 같이 포트폴리오 자산을 구성하게 된다.

9) 일반적으로 금융투자상품에서 발생하는 손실은 다른 소득과 합산하거나, 손실에 대한 세액공제 또는 환급이 발생할 수 없으나, 투자신탁 및 투자회사와 같이 하나의 자산이 아닌 여러 자산의 손익을 통산하여 투자자에게 분배하는 경우에는 전체 투자자산에서 손실이 발생하지 않는 한, 각 자산 손익 간의 통산이 가능하도록 세법에서 규정하고 있다(소득세법 시행령 제23조 및 조세특례제한법 제91조의 2).

<산식 3> 과세자산(A)과 비과세자산(B)만으로 구성된 포트폴리오 자산 기대 수익과 위험

$$E(R_p) = w_A E(R_A)(1-t) + (1-w_A) E(R_B)$$

$$\sigma_p = \sqrt{w_A^2 (\sigma_A \times (1-t))^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B (\sigma_A \times (1-t)) \sigma_B \rho_{AB}}$$

이러한 이론적 분석을 통하여 투자자가 금융투자상품에 선택(w 의 비중 선택)에 미치는 요인은 기대수익과 위험뿐만이 아니라 조세요인도 영향을 미치는 것으로 분석할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 조세요인과 금융투자상품의 선택 간에 다음과 같은 가설을 설정하여 검증해 보고자 한다.

가설 : 조세특례적용은 금융투자상품의 선택에 영향을 미친다.

투자자는 투자를 통하여 이익을 실현할 수 있을 것으로 보고 소득발생시 과세이익이 낮아지는 조세특례가 적용되는 금융투자상품을 많이 선택할 것이다. 따라서 조세특례가 적용되는 펀드에는 투자를 많이 하는 양(+)의 경향을 가질 것이다.

2. 금융투자상품 선택 변수와 연구모형

본 절에서는 앞서 설정한 가설을 중심으로 기본적인 펀드 특성 요인들을 포함하는 연구모형을 통하여 각종 비조세적·조세적 요인변수들이 금융투자상품 유형의 선택을 통한 투자에 있어서 어느 정도의 영향을 미칠 것인지를 분석한다.

가. 변수 및 모형의 설정

연구모형에 사용할 각각의 요인변수들은 다음과 같이 설정한다. 여기서 예측에 따른 부호는 각 요인별 투자자의 선호 경향이 강하다고 예측하는 경우에는 (+)부호를, 그 반대의 경우는 (-)부호를 사용하여 표기한다.

(1) 결과변수 : 수탁고 증가율 (INV)

본 연구의 가설에 대한 결과변수인 금융투자상품의 선택은 펀드 수탁고(설정잔액)의 증감을 통하여 나타난다. 본 연구에서 사용되는 다변량 회귀분석에서 각 요인들의 종속변수로서 투자자의 선호가 나타나는 펀드 수탁고의 증가율을 제시한다. 이러한 조세혜택 부여에 따른 수탁고 증가 영향은 조세혜택 부여 시점부터 1개월 동안 집중적으로 나타나는 것으로 보아 2007년 6월 1일부터 2007년 7월 2일까지 조세특례 규정의 발표 후 1달간 수탁고 증감을 비율로 사용한다.

투자자금의 증가액 : $INV = \ln (INV_{m_6} - INV_{m_5})$

(2) 요인변수

Markowitz(1959)의 현대포트폴리오 투자 이론에서 분석한 바와 같이 금융투자상품의 선택에 있어서 해당 펀드의 과거 운용실적이 좋을수록, 투자자의 수익에 대한 기대는 높아지게 된다. 따라서 공시되는 과거 운용실적이 좋을수록 보다 많은 투자자금을 유치할 수 있으므로 펀드의 과거 연수익율과 수탁고 증가 규모와는 양(+)의 경향을 가질 것이다. 그리고 일반적인 투자자의 경우에는 위험회피적인 성향을 띠므로 과거의 펀드 기준가격의 변동성이 낮을수록 투자자는 안전한 자산으로 인식하여 투자를 많이 하는 음(-)의 경향을 가질 것이다. 그밖에 Edelen, Evans & Kadlec(2007)¹⁰⁾ 등의 최근의 연구에서는 펀드 규모에 따라 주식 매매 등에서 발생하는 거래비용(transaction cost)의 차이가 발생하여 펀드의 수익률에 영향을 미칠 수 있다고 보았다. 즉 펀드에서 발생하는 비용도 실질적으로는 변동비용과 고정비용으로 나눌 수 있으며, 고정비용의 경우에는 규모가 큰 펀드일수록 단위당 부담 비용이 줄어들게 된다. 또한 주식시장 등에서 큰 규모의 거래인 경우에 수수료 등의 차감 등으로 그 차이는 보다 커질 수 있다. 따라서 펀드의 규모의 차이에서 발생하는 단위당 거래비용의 차이도 투자자의 수익과 금융투자상품의 선택에 영향을 미치는 요소로서 고려하여야 한다. 투자자는 펀드의 규모가 큰 경우에는 고정비용 및 펀드 단계에서의 거래 수수료 등의 할인 등으로 단위당 비용이 줄어들어 투자를 통하여 보다 큰 이익을 실현할 수 있을 것으로 보고 펀드 규모가 큰 금융투자상품을 많이 선택할 것이다. 따라서 펀드 규모가 클수록 투자를 많이 하는 양(+)의 경향을 가질 것이다.

(가) 기대수익 (ER)

각 펀드에서 공시한 2007년 6월 1일 이전 직전 1달간 과거 수익률을 투자자의 금융투자상품에 대한 선호 요인인 기대수익의 지표로 사용한다. 이러한 수익률 자료는 개인, 법인, 조세특례대상 등의 투자자마다 서로 다른 세금 효과를 정확하게 측정할 수 없으므로 세전 수익률 자료를 사용한다. 따라서 본 연구에서 기대수익 변수로 2006년 말 연평균 과거수익에서 2007년 말 연평균 과거수익의 증감율을 기준으로 한다.

기대 수익 : $ER = \text{기준일에 공시된 과거 1개월 수익률}$

(나) 변동성 (VAR)

변동성은 펀드의 수익증권 또는 주식의 좌(주)당 기준가격의 표준편차를 사용하며 측정한다. 이때 투자자가 과거 3개월간 월초에 공시된 기준가격 변동성¹¹⁾을 통하여 해당 펀드의 위험성을 인식한다고 보았으며, 수익률과 변동성 간의 상관성을 제거하기 위하여 기대수익을 감안한 기대수익 대비 표준편차의 자연 로그한 값을 변동성 요인으로 사용한다.

10) Edelen, Evans & Kadlec(2007)은 1995년에서 2005년 사이에 존재한 1,706개 미국 주식형 펀드를 분석하여 펀드 규모가 클수록 규모가 작은 펀드에 비하여 단위당 거래비용이 적어짐을 실증분석하였다. 다만, 펀드 규모가 클수록 과다한 거래를 통한 비용 증가 요인이 될 수도 있음을 함께 제시하였다.

11) 현행 간접투자기구 공시시스템은 수익률 등에 대해서는 1개월, 3개월, 6개월, 1년 등의 단위로 투자자에게 공시하도록 되어 있다. 따라서 과거 수익률은 최근 공시되는 과거 1개월 수익률 자료를 변동성은 수익률 최소 공시단위보다 한 단위 넓은 3개월 단위를 사용하여 분석한다.

$$\text{변동성 : } VAR = \ln\left(\frac{\text{해당 펀드의 기준가격 표준편차}}{ER}\right)$$

(다) 조세특례적용 (TAX)

조세특례제한법 제91조의 2 규정의 개정에 따라 혜택을 받는 펀드는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 자산운용협회 「간접투자자산운용업 공시 및 통계자료 등에 관한 규정」에 따른 펀드 분류기준으로 조세특례 혜택을 상대적으로 더 많이 받을 수 있는 해외투자 주식형 펀드¹²⁾를 1로 하고 나머지 펀드를 0으로 하여 투자자의 금융투자상품 선호에 미치는 요인으로 사용한다.

과세 비과세 여부 더미변수 : 해외주식형 펀드 $TAX = 1$, 아니면 $TAX = 0$,

(라) 펀드규모 (SCL)

앞서 제시한 투자자의 금융투자상품 선호에 대한 요인은 좌(주)당 측정치 또는 단순 적용 여부에 따른 효과를 측정할 것이다. 따라서 그 외에 금융투자상품의 선택에 영향을 미칠 수 있는 펀드의 규모 측면에서는 매일 공시하는 순자산가치(Net Asset Value)의 조사대상 기간의 과거 연평균 순자산가치의 평균을 자연로그한 값을 사용한다.

$$\text{펀드규모 : } SCL = \ln[\text{기준일의 NAV}]$$

〈표 3〉 변수의 정의

Variable (변수)	정 의	예 측
INV (투자자금 증가)	기준일 이후 1개월 펀드 수탁고(설정잔액) 증가율	
ER (기대수익)	기준일 현재 과거 수익률 (1개월)	(+)
VAR (변동성)	기준일 현재 과거 3개월 기준가격 변화의 표준편차	(-)
TAX (조세요인)	특례적용 대상 (주식형 해외투자 펀드) = 1, 아니면 0	(+)
SCL (규모)	기준일 현재 해당 펀드 순자산가치의 자연로그 값	(+)

투자자가 금융투자상품을 선택함에 있어 고려되는 항목 가운데 조세 요인이 실제 금융투자상품 선택에 영향을 주었는지를 파악하기 위하여 다중회귀분석 모형을 사용한다. 즉 상기에서 고려한 “기대수익, 변동성, 조세특례적용, 그리고 펀드규모”가 “수탁고 증가”에 미친 변화를 중회귀모형을 이용하여 각 독립변수들이 종속변수 값이 어떻게 변화하는가를 예측한다.

$$\text{금융투자상품 선택 일반모형 : } INV = \beta_0 + \beta_1 ER + \beta_2 VAR + \beta_3 TAX + \beta_4 SCL$$

12) 조세특례제한법의 개정에 따라 조세혜택이 적용되는 대상은 현행 간접투자자산 운용업법에 따라 국내에서 설정된 펀드이다. 이는 펀드 공시 또는 통계목적상 분류되는 해외투자 주식형 펀드에 한정되는 것은 아니며, 국내에서 설정된 모든 펀드를 대상으로 하는 것이다. 다만, 적용 범위가 해당 펀드에서 투자하는 외국상장주식의 매매/평가손익에 한정함에 따라 외국 주식에 해당 펀드 투자재산의 60%이상을 투자하는 해외투자 주식형 펀드가 상대적으로 가장 많은 혜택을 받는 펀드가 된다.

다. 표본의 선정 및 특성

본 연구의 표본으로 사용할 조사대상은 2007년 3월 1일부터 2007년 7월 2일까지 존재한 국내 자산운용회사들이 설정한 펀드들로 구성된다. 이렇듯 표본에 대한 기간을 제한 한 이유는 개정된 조세특례제한법이 2007년 6월부터 시행되었으므로, 투자자의 반응은 2007년 6월 1일 이후 비교적 짧은 기간인 1개월 이내에 대폭적으로 나타날 것으로 예상하였으며 해당 투자의 판단은 과거 3개월 이내에 공시되는 자료를 이용하여 펀드 투자를 결정할 것으로 예측 하였다. 따라서 조세특례제한법 개정 효과가 가장 집중적으로 나타나는 제한된 기간의 펀드 수탁고 증가율, 수익률, 변동성, 펀드규모를 조사하였다. 이러한 자료는 자산운용협회의 전자공시시스템을 비롯한 개별 펀드의 운용보고서 등의 자료로부터 수집하였다.

〈표 4〉 조세특례제한법 제91조의 2 개정과정 요약

일 자	주 요 내 용
2007. 1. 16.	「기업의 대외진출 촉진과 해외투자 확대 방안」의 일환으로 해외투자펀드에 대한 한시적 비과세 방안 재경부 발표
2007. 2. 12.	국외설정 「역외펀드 비과세」 불가 방안 재경부 발표
2007. 2. 14.	조세특례제한법 개정 국회 제안 (의원입법)
2007. 2. 22.	개정 법안 국회 재정경제위원회 상정
2007. 2. 26.	국회 재정경제위원회 제1차 조세법안등심사소위 상정
2007. 4. 24.	국회 재정경제위원회 제2차 조세법안등심사소위 상정/의결
2007. 4. 26.	국회 재정경제위원회 전체회의 의결
2007. 4. 30.	법제사법위원회 심사 의결
2007. 4. 30.	국회 본회의 의결
2007. 5. 16.	조세특례제한법 시행령 개정(안) 재경부 발표
2007. 6. 1.	조세특례제한법 제91조의2 개정 규정 공포 및 시행
2007. 8. 6.	조세특례제한법 시행령 제92조의2 개정 규정 공포

자료 : 재경부 보도자료, 국회 의안정보 시스템

본 연구에서 사용된 표본인 펀드는 2007년 3월부터 2007년 7월 2일까지 존재한 전체 펀드 중에서 아래의 조건을 충족시켜주는 경우에만 최종표본에 포함시켰다.

- ① 국내외 펀드의 통계 구분 방식의 차이로 인하여 국내에서 설정되는 펀드만을 대상으로 한다. 즉 외국에서 설정되어 국내에서 판매되는 역외펀드는 조사대상에 포함하지 아니한다.
- ② 수익률 및 변동성 등의 비교 가능성을 높이기 위하여 펀드에서 투자하는 자산에 대한 평가방법이 유사한 주식형 간접투자기구와 재간접형태의 간접투자기구만을 대상으로 한다. 부동산, 실물, 파생상품 등의 경우에는 거래소 등을 통하여 시장에서 거래되는 매일의 가격을 정확하

- 게 반영할 수 없고 채권형과 단기금융간접투자기구는 조세특례가 적용되는 국외상장주식에 투자할 수 없도록 「간접투자자산 운용업법」에서 제한하고 있으므로 조사 대상에서 제외한다.
- ③ 일정규모(기준일인 2007년 6월 1일 현재 설정잔액이 10억원 미만)에 미달하는 펀드, 수탁고 증감이 $\pm 100\%$ 수준을 초과하는 펀드, 그리고 수익률이 (-)인 펀드는 자금의 증감을 및 수익률로 운용 실적 및 투자자의 선택의 영향 분석에 있어서 과대 또는 과소평가가 가능하므로 조사 대상에서 제외한다.
- ④ 변동성의 기준이 되는 펀드의 기준가격의 산정 단위가 다른 경우에는 해당 변동성의 비교가 어려우므로, 투자신탁의 수익증권 또는 투자회사의 주식 1,000좌(주)당 기준가격을 공시하지 않는 펀드는 제외한다.
- ⑤ 마지막으로 폐쇄형 펀드 및 일부 사모펀드 등의 경우에는 추가납입을 제한하고 있으므로 1개월간 설정잔액의 변동이 없는 펀드도 조사대상에서 제외한다.

IV. 금융투자상품 선택 모형의 추정 결과

1. 자료 및 기초분석

앞 장에서 제시한 기준에 해당하는 국내에서 설정된 펀드 544개의 유형과 기준일 이후에 1개월 동안 설정잔액 증감 추이는 <표 5>와 같다. 해외투자 주식형 펀드의 경우에는 펀드 당 평균 186억원이 증가한데 비하여, 국내투자 주식형 펀드는 펀드당 평균 36억원이 감소하였다. 그리고 재간접 펀드의 대부분인 해외투자 재간접 펀드는 펀드당 평균 33억원 증가한 수치를 보여준다.

<표 5> 기초 자료의 통계량 분석

(단위 : 개, 십억원)

		6월초 기준		7월초 기준		설정잔액 증가액
		펀드수	설정잔액	펀드수	설정잔액	
해외 투자	재간접	71	61.33	71	64.67	3.34
	주식형	74	126.01	74	144.60	18.59
	전체	145	94.34	145	105.46	11.12
국내 투자	재간접	2	30.16	2	33.36	3.20
	주식형	397	73.70	397	70.11	(3.59)
	전체	399	73.48	399	69.93	(3.56)
조사 대상전체	재간접	73	60.47	73	63.81	3.34
	주식형	471	81.92	471	81.81	(0.11)
	Total	544	79.04	544	79.40	0.35

<표 3> 에서 제시한 변수에 대한 각각의 통계량을 살펴보면, 조세특례의 주된 수혜 대상이 되는 해외투자펀드가 전체 펀드의 14% 가량이며, 과거 1개월의 기대 수익률은 조사 대상 평균 3.29%로서 연평균 환산 수익률은 39% 가량으로 상당히 높은 수준을 보이고 있다. 그에 비하여 펀드의 설정잔액은 조사 대상 전체적으로는 1.85% 감소한 것을 알 수 있다.

<표 6> 변수별 기초 통계량 분석

	펀드 수	최소값	최대값	평균값	표준편차
TAX	544.00	0.00	1.00	0.14	0.34
INV	544.00	(99.98)	99.08	(1.85)	37.92
ER	544.00	0.01	35.78	3.29	2.20
VAR	544.00	0.24	7.26	3.30	0.71
SCL	544.00	20.55	28.38	23.74	1.66

2. 추정 결과

가. 결과의 통계적 분석

본 연구의 기본 가설은 표본으로 선정된 펀드의 경우 해외투자 주식형 펀드에 대한 조세특례 조치(TAX)가 펀드의 투자 자금 유입(INV)에 (+)의 반응을 보일 것이라는 것이다. 표본으로 선정된 펀드들의 변수들 간의 상관관계와 다중공선성을 분석하면 <표 7>과 <표 8>의 결과를 보인다. 조세 요인인 조세특례 적용 여부(TAX)와 거래비용의 영향을 줄 수 있는 펀드 규모는 각각 펀드의 투자 자금 유입(INV)에 긍정적인 영향을 보이고 있다고 설명할 수 있다. 그러나 이론적으로 일반 투자 모형에서 중요한 요인으로 분석되는 기대수익률 지표가 될 수 있는 과거수익률(ER)과 위험 지표인 변동성(VAR)은 펀드의 투자 자금 유입(INV)에 유의한 영향을 주고 있지 않은 것으로 보인다.

〈표 7〉 변수별 상관분석 (Pearson Correlation)

(대상 표본 수 N= 544)

	TAX	INV	ER	VAR	SCL
TAX	1.00	0.22** 0.00	(0.15)** 0.00	(0.04) 0.37	0.19** 0.00
INV	0.22** 0.00	1.00	0.05 0.28	(0.07) 0.10	0.08 0.05
ER	(0.15)** 0.00	0.05 0.28	1.00	(0.49)** 0.00	(0.02) 0.64
VAR	(0.04) 0.37	(0.07) 0.10	(0.49)** 0.00	1.00	0.01 0.86
SCL	0.19** 0.00	0.08 0.05	(0.02) 0.64	0.01 0.86	1.00

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

또한 다음에서 제시하는 다변량 회귀분석 결과의 타당성을 검증하기 위하여 INV를 종속변수로 분석할 경우에 각각의 독립변수들 간의 다중공선성을 검증해 보면, VIF(분산팽창요인)이 1.5 미만이고 Tolerance(공차한계)가 0.7 이상이므로 다중공선성이 발생한다고는 볼 수 없다.

〈표 8〉 다중공선성 검증

(Dependent Variable : INV)

	TAX	ER	VAR	SCL
Tolerance	0.93	0.73	0.74	0.96
VIF	1.08	1.37	1.35	1.04

또한 기본적인 조세요인(TAX)의 영향 이외의 추가적인 변수들의 영향을 제거하기 위하여 기대수익률, 과거 변동성, 그리고 기준일의 펀드 규모 등을 통제 변수로 두고 다변량 회귀분석을 이용하여 분석을 하였다. 다변량 회귀분석에서는 일반 투자 모형에서 주요 투자 선택 요인인 기대수익(ER)과 변동성(VAR), 그리고 거래비용에 영향을 줄 수 있는 규모(SCL)를 추가하여 분석하며 그 결과는 다음의 <표 9>와 같다.

〈표 9〉 다변량 회귀분석

Model : $INV = \beta_0 + \beta_1 ER + \beta_2 VAR + \beta_3 TAX + \beta_4 SCL$

변 수	예상 부호	계수		t통계량	P-값
		β	Std. β		
TAX	(+)	24.92	0.23	5.19**	0.00
ER	(+)	1.14	0.07	1.35	0.18
VAR	(-)	(1.61)	(0.03)	(0.62)	0.54
SCL	(+)	0.95	0.04	0.98	0.33
constant		(26.30)		(1.05)	0.29
Adjust. R^2	.05				
F (P-값)	8.51 (.000)				
N of Cases	544				

Sig. * $P < .10$, ** $P < .01$

표본의 수는 제3장에서 제시한 조건에 맞는 펀드 544개를 대상으로 산정하였으며, 본 연구의 주요 논점인 TAX 변수에 대한 표준화된 회귀계수를 보면 양(+)의 관계를 보이면서 P-값이 1% 수준에서 유의한 결과를 보여준다. 이는 해외투자 주식형 펀드에 대한 조세특례제한법의 시행은 앞서 설정한 가설과 같이 투자자의 펀드 상품 선택에 긍정적인 영향을 미친 것으로 분석할 수 있다.

그 밖에 비과세 요인인 기대수익, 변동성, 펀드 규모 등이 금융투자 선택에 미치는 영향을 보면 세 가지 요인 모두 유의한 결과를 보여주지 않고 있다. 다만, 앞서 이론적으로 예측한 바와 같이 기대수익을 나타내는 ER 변수와 펀드 규모를 나타내는 SCL 변수는 유의하지는 않지만 투자자의 선택에 긍정적인 영향을 보이고 있는 것으로 해석 가능하다. 또는 일반적인 투자자의 경우에 위험 회피적인 성향에 따라 기대수익(ER)에 대한 부분의 영향을 일부 통제하고 측정한 위험 및 변동성 요인인 VAR 변수는 펀드의 선택에 있어서 (-)의 경향을 보이고 있는 것으로 나타난다.

이렇게 분석된 결과는 펀드에 대한 투자자의 선택에 과거 수익률, 변동성, 펀드 규모 보다는 비과세 적용 여부가 보다 유의하게 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

나. 결과 추가 분석

2007년은 펀드 산업에서 주식형 펀드의 해외투자 붐이 일어난 시기이며, 그 발단을 정부의 해외투자 펀드 비과세 조치로 해석할 수 있다. 2006년 말에 비하여 상기에서 통계적으로 살펴본 바와 같이 2007년 6월 해외펀드 비과세 조치를 기점으로 해당 조세요인이 투자자의 펀드 선택에 많은 영향을 주었음을 <표 10>을 통해서도 알 수 있다. 2006년말 기준으로 6.41조원에 불과한 해외 주식형 펀드가 2007년 1년간 수탁고가 6배 이상 증가하여 50조원 가까이 성장한 모습을 보여 주었다.

〈표 10〉 해외투자펀드 현황 및 증감

(단위 : 조원)

		'06.12월말	'07.3월말	6월말	9월말	12월말	07년 증감
해외 투자 펀드	주식형	6.41	13.32	24.14	34.12	49.89	+43.48
	채간접	7.28	12.64	14.33	11.82	9.04	+1.76
	기타	6.00	8.00	10.11	9.85	14.11	+8.12
	소계	19.69	33.96	48.58	55.79	73.04	+53.35
국내 투자 펀드	주식형	40.08	38.35	39.54	49.84	66.47	+26.39
	채간접	0.38	0.44	0.22	0.28	0.31	(0.08)
	기타*	174.46	170.20	171.04	164.63	157.87	(16.58)
	소계	214.92	208.99	210.80	214.76	224.65	+9.73
합계	주식형	46.49	51.68	63.68	83.96	116.35	+69.86
	채간접	7.66	13.08	14.55	12.10	9.35	+1.69
	기타	180.46	178.20	181.16	174.48	171.99	(8.47)
	소계	234.61	242.95	259.38	270.55	297.69	+63.08

* 자료 : 자산운용협회, PEF의 수탁고 포함, 07년 4월 이전 해외투자펀드의 수탁고는 '07년 4월 변경된 공시 통계 분류 기준에 따라 추정한 추정치임

조세 요인 이외의 비조세 요인으로 해외 주식형 펀드에서 투자자들이 일반적으로 고려하는 과거 수익률, 변동성, 펀드 규모 등은 2007년에 신규로 설정된 펀드들이 대부분인 현실에서 투자자들의 투자지표로서 고려하는데 어려움이 있었던 것으로 분석할 수 있다. <표 11>에서와 같이 2006년말 기준으로 57개에 불과하던 해외투자 주식형 펀드 수가 2007년에만 262개가 증가되어 투자자들이 고려하는 과거수익률, 기준가격 변동성, 그리고 펀드 규모가 해당 연도에는 실질적으로 크게 의미를 가지지 못했었던 것으로 분석할 수 있다.

〈표 11〉 해외투자 펀드 수 추이변화

(단위 : 개)

구 분		06년말	3월말	6월말	9월말	12월말	연간 증감
해외투자 주식형	펀드수	57	118	192	257	319	
	(증감)		+ 61	+ 74	+ 65	+ 62	+ 262
해외투자 재간접	펀드수	178	207	246	263	268	
	(증감)		+ 29	+ 39	+ 17	+ 5	+ 90
해외투자 기타	펀드수	281	332	479	464	448	
	(증감)		+ 51	+ 147	-15	-16	+ 167
해외투자 전체	펀드수	516	657	917	984	1035	
	(증감)		+ 141	+ 260	+ 67	+ 51	+ 519

V. 결론 및 한계

본 연구는 2007년 6월부터 시행된 조세특례제한법 91조의 2가 현재 우리나라에서 설정된 국내 펀드에 영향을 미친 효과를 펀드별 수익률, 기준가격, 수탁고, 순자산총액 등을 사용하여 분석하고, 일반적인 금융투자자의 입장에서 투자 선택에서의 각 요인들이 미치는 영향에 대한 적용 가능성을 검토 하였다.

해외 펀드 비과세 조치가 시행된 시점의 펀드 투자에서는 일반 투자 이론에서 투자 선택의 주요 요인이 되는 기대 수익률, 변동성 위험, 펀드 규모 등이 이론상의 예측과 동일한 방향으로 투자자의 선택에 영향을 주지만 유의한 영향은 미치지 못한 것으로 확인할 수 있었으며, 조세요인만이 투자자의 선택에 유의하게 영향을 미친 것으로 나타났다. 해당 조세특례의 적용은 이론적으로 불 때 이익과 손실의 배제로서 실적배당 상품인 펀드의 특성상 항상 투자자에게 유리한 영향을 미치는 것이 아님에도 불구하고 투자자의 실적 상승 등에 대한 기대 및 자산운용업체의 적극적인 마케팅 등으로 투자자의 금융투자상품 선택에 긍정적인 영향을 미친 것으로 해석되었다.

마지막으로 본 연구의 분석에서 적극적으로 다루지 못했던 문제점을 지적하면, 먼저 조사 대상을 국내에서 설정되는 펀드 상품에 국한함에 따라 금융투자상품에 해당되는 주식, 파생상품, 역외펀드 및 기타 신탁 상품 등에 세법의 변경이 미친 영향을 살펴볼지 못하였다. 또한 본 연구에서는 자료의 제약으로 인하여 투자자들의 금융투자상품을 선택함에 있어서 주요한 영향을 줄 수 있는 투자자의 심리적 요인과 판매회사들의 마케팅 요인 등을 함께 고려하지 못하였으며, 이러한 요인들을 종합적으로 분석하는 것이 보다 정확히 조세요인이 금융투자상품에 미치는 영향을 분석할 수 있는 방법이 되리라 여겨진다.

참고문헌

- 김선중. 2008.1. 「2007년 국내 자산운용산업 동향」. 자산운용협회 내부 보고서.
- 박상근. 2004.2. “기업의 조세부담이 조직형태 선택에 미치는 영향에 관한 연구”. 경희대학교 박사학위 논문.
- 이준규. 1993. 12. “이중과세와 사업형태의 선택”, 세무학연구 제5호. 한국세무학회.
- 이중길 · 손영철 · 김선중 · 양철준. 2007.9. 「07 간접투자세제」. 자산운용협회.
- 백경엽 · 정재현. 2007.4. “종합부동산세 도입에 따른 시장반응에 관한 연구”. 한국세무학회 춘계학술대회 발표논문집 : 169 – 191.
- 전병유. 2003.12. “자영업 선택의 결정 요인에 관한 연구”. 노동경제논집 제26권 제3호 : 149 – 179.
- Yusen Xia, Shouyang Wang, and Xiaotie Deng. 2001. “A compromise solution to mutual funds portfolio selection with transaction costs”, European Journal of Operational Research Volume 134, Issue 3 : 564 – 581.
- Markowitz, Harry. 1952. “Portfolio Selection”. Journal of Finance Vol.7 Issue 1 : 77 – 91.
- Ayers B.C., Cloyd C.B. and Robinson J.R. 1996. “Organizational Form and Taxes : An Empirical Analysis of Small Businesses”. *Journal of ATA* Vol.18 Supplement.
- Foster, G. 1980. “Accounting Policy Decisions and Capital Market Research”. *Journal of Accounting and Economics* Volume 2 Issue 1 (March).
- Gordon & Mavkie – Mason. 1991. “Taxes and the Choice of Organizational Form”. Working Paper. Stanford University.
- Gravelle J. & Kotlikoff L. 1989. The Incidence and Efficiency Cost of Corporate Taxation when Corporate and Noncorporate Firms Produce the Same Good. *Journal of Political Economy* 97.
- Plesko G. 1995. The Role of Taxes in Organizational Choice : S Conversions after the Tax Reform Act of 1986. Working Paper. Northeastern University.
- Edelen, Roger M., Evans, Richard B. and Kadlec, Gregory B. March.17.2007. “Scale Effects in Mutual Fund Performance : The Role of Trading Costs”. Working Paper.
- Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, Shevlin. 2002. Taxes and Business Strategy : Prentice – Hall, Inc.
- Zimmerman, J. L. 1993, “Taxes and Firm Size”. *Journal of Accounting and Economics* 5 (2).
- M. Hadi Behzad, Patrick S. Lee, Gautam Vora. Jun.1991. “An Exploration of an Individual's Decision – Making Regarding Tax – Deferred Investment Plans”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 58, No.2 : 205 – 226.
- Shackelford, Douglas A., Terry Shevlin. 2001. “Empirical Tax Research in Accounting,” *Journal of Accounting and Economics*, Volume 31, Number 1 : 321 – 387(67).
- Guenther, David, Richard Sansing. 2004. “The Valuation Relevance of Reversing Deferred Tax Liabilities,” *The Accounting Review*, 79 Issue 2 : 437 – 451
- Crain, Terry L., Jeffrey R. Austin. 1997. “An Analysis of the Tradeoff Between Tax Deferred Earnings in IRAs and Preferential Capital Gains,” *Financial Services Review*, 6(4) : 227 – 242.
- Hanlon, Michelle, Edward Maydew and Terry Shevlin. 2005. “Book – Tax Conformity and the Information Content of Earnings,” Working Paper, Columbia University Accounting Division Seminar, Oct.

Capital Investment Decision and Tax Factor in the Korean Financial Investment Market

Won-Seok Choi* · Ji-Sun Chung** · Sun-Jung Kim***

〈Abstract〉

The purpose of this research is to find how the change of Article 91-2 of the “Restriction of Special Taxation Act” influences capital investment decisions in the Korean financial investment market. This study makes general models of capital investment decisions by citing literature reviews and examines a sample of funds which from 2006 to 2007 in the Asset Management Association of Korea’s database. This research considers the effects of four factors (expected revenue, risk variable, tax change, and fund scale) on capital investment decisions.

The change in Article 91-2 suggests the amount of dividend income that is to be paid to a resident by any investment company or trust under the Act on Business of Operating Indirect Investment and Assets shall not include any amount paid by the investment company or trust concerned from gains and losses derived from trading or evaluation of foreign securities listed on the foreign securities market.

Our research shows that the factor of tax change has significant effects on the capital investment decisions. However expected revenue, risk variable and fund scale do not have significant effects on capital investment decisions in the Korean financial investment market.

<Key words> Capital investment decision, Tax favor, Financial investment product, International investment fund, Collective/Indirect investment

* Assistant Professor, Department of Science in Taxation, University of Seoul

** Full time Lecture, Department of Taxation, Konyang University

*** Researcher, Asset Management Association of Korea

〈부록〉 간접투자 관련 통계 용어 해설¹³⁾

- 간접투자기구 등 - 간접투자를 수행하기 위한 “투자신탁과 투자회사(간접투자기구) 및 투자전문회사(PEF)를 포괄하는 개념
- 개인연금 펀드 - 조세특례제한법 제86조에 따라 10년 이상 불입하고 만55세 이후 5년 이상 연금으로 수령하는 것을 조건으로 하여 가입하는 저축으로서 해당 요건 충족시 비과세 (분기별 300만원 한도 내 불입) 및 불입금액의 100분에 40에 해당하는 금액을 당해연도의 종합소득금액에서 공제. 2001년 연금제도 개편으로 2001년부터 신규가입은 불가능하나 기존 가입상품에 대한 추가 입금은 가능한 펀드 상품
- 공모/사모 펀드
 - 공모 펀드 : 투자신탁의 수익증권 및 투자회사의 주식 등(이하 “간접투자증권”)의 발행을 통하여 자금을 공개적으로 불특정 다수인 일반인으로부터 모집하는 펀드로서, 사모펀드에 반대되는 개념
 - 사모 펀드 : 소수의 특정인을 대상으로 간접투자증권 발행을 통하여 자금을 모집하는 펀드로서, 간접투자자산 운용업법상 모집 대상은 50인 미만, 투자자의 수는 30인 미만으로 한정되는 펀드를 의미
- 단기금융 펀드(MMF : ‘Money Market Funds’) - 유가증권의 운용비용 등에 대한 제한이 없고 자산을 주로 단기성 자산(콜론, CP, CD 등)으로 운용하는 상품
- 대안투자펀드(AI : Alternative Investment Funds) - 전통적인 유형인 주식 및 채권 등에 주로 투자하는 유가증권 투자 펀드에 반대되는 개념의 펀드로서, “부동산, 파생상품, 실물, 특별자산” 펀드 등을 지칭
- 모펀드/자펀드 - 동일한 자산운용회사에서 자산운용의 효율성을 높이기 위하여 대규모 자금의 운용만을 전문으로 하는 모펀드와 해당 모펀드에 대부분의 자산을 투자하는 자펀드를 설정하는 구조의 펀드를 의미
 - 모펀드 : 자산운용의 효율성 증대를 위해 자펀드만을 수익자로 가지는 펀드
 - 자펀드 : 실제 투자자를 수익자로 가지는 펀드
- 부동산 펀드 - 펀드의 재산을 부동산에 투자하는 펀드
- 브릭스 투자 펀드(BRICs Funds) - 브라질, 러시아, 인도, 중국 등(남아프리카공화국 포함 가능)에 주로 투자하는 펀드로서, 해당 지역 투자 비중 등에 대한 기준은 개별 펀드의 약관 또는 정관에서 명시

13) 간접투자 관련 통계 용어 해설은 (김선중 2008.1, 40-45)의 내용을 참조하여 정리하였다.

- 상장지수간접투자기구(ETF : Exchange Traded Funds) – 유가증권시장, 코스닥시장 및 외국상장시장 등의 다수종목 가격수준을 종합적으로 표시하는 지수의 변화에 연동하여 운용하는 것을 목표로 하는 펀드로서, 해당 펀드의 간접투자증권은 유가증권시장 및 협회중개시장에서 거래 가능
- 수익증권 – 펀드의 유형 중 하나인 투자신탁의 수익증권으로 한정하여 사용되며, 투자신탁의 재산 및 수익을 받는 권리가 표시된 증권을 의미
- 실물 펀드 – 펀드 재산을 와인 등과 같은 실물 자산에 투자하는 펀드
- 어린이 펀드 – 자녀 양육비 · 학자금 마련 및 자녀 금융 교육 등에 부합되게 운용되는 펀드이지만, 가입 대상을 어린이로 제한하는 펀드는 아님
- 역외펀드(Off-shore Funds) – 국내에 판매되지만, 국외에서 설정되어 외국에 있는 자산운용회사가 운용하는 펀드를 의미. 반대되는 개념으로 국내에서 설정되어 국내에서 판매되는 펀드를 해외투자펀드로 통계 목적상 구분
- 연금저축 펀드 – 조세특례제한법 제86조의2에 따라 2001년부터 가입하여 10년이상 불입하고 만 55세 이후 5년 이상 연금 형태로 수령하는 것을 조건으로 가입하는 저축으로서 분기당 300만원 이내로 불입금에 대하여 소득공제 혜택을 주는 펀드 상품
- 온라인 전용 펀드 – 펀드 판매인력의 상담 서비스를 제공 받지 않고 온라인을 이용하여 투자자가 직접 투자할 수 있도록 하는 펀드 (일반적으로 판매 보수가 일반 펀드 보다 낮음)
- 직접판매 펀드 상품 – 자산운용회사가 자기회사 발행의 펀드를 직접 판매하는 펀드 상품
- 재간접 펀드(FoF : Fund of Funds) – 펀드의 재산을 다른 펀드가 발행하는 간접투자증권에 50%이상을 투자하는 펀드
- 주식형 펀드 – 약관 또는 정관상에 자산총액의 60%이상 (또는 연평균 60%이상)을 주식으로 운용하는 펀드
- 중국 투자 펀드 – 중국 시장에 주로 투자하는 펀드로서 해당 지역 투자 비중 등에 대한 기준은 개별 펀드의 약관 또는 정관에서 명시
- 증권정보중개기관 – 해외투자펀드 등의 기준가격 산정에 객관성 확보를 위하여 국내 · 외 주식 등의 종가정보 및 권리행사 관련 공시정보를 중개하는 기관
- 채권형 펀드(MMF 별도) – 약관 또는 정관상 운용대상에 주식이 편입되지 아니하고 자산총액의 60%이상 (또는 연평균 60%이상)을 채권으로 운용하는 펀드
- 클래스 펀드 / 클래스 운용 펀드 (종류형 간접투자기구) – 간접투자자산 운용법상 종류형 간접투자기구를 의미. 판매보수율 및 판매수수료 등의 차이로 인하여 판매 단계에서 기준가격이 달라지는 수종의 간접투자증권(A – Class, B – Class, C – Class 등)을 발행하는 펀드. 통계 분류상 판매 단계에서 구분되는 각 Class를 “클래스 펀드”라 하고, 운용단계에서 구분을 위하여 해당 펀드의 모든 클래스를 포괄하는 범위를 “클래스 운용 펀드”로 지칭

- 퇴직신탁 펀드-사업주가 제정한 퇴직금 지급에 관한 규정에 따라 회사의 퇴직투자신탁 적립금을 사업주가 납입하고, 회사는 사업주로부터 받은 적립금으로 퇴직투자신탁 수익증권을 매입하여 보관, 관리, 처분함으로써 사업주의 퇴직금 지급업무를 대행하는 펀드 상품
- 퇴직연금 펀드-금융기관을 통하여 근로자의 퇴직금을 운용하는 펀드
- 투자신탁-투자자로부터 자산에 운용할 목적으로 자금 등을 모은 위탁자가 그 재산을 수탁자로 하여금 당해 위탁자의 지시에 따라 투자·운용하게 하고, 그에 따른 수익권을 분할하여 당해 투자자에게 취득시키는 것을 목적으로 하는 펀드
- 투자일임-자산운용회사·투자자문회사 등이 고객으로부터 투자자문자산의 가치 등의 분석에 기초한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임 받아 해당 고객을 위하여 투자하는 방법
- 투자자문-자산운용회사·투자자문회사 등이 투자자문자산의 가치 또는 투자판단에 관하여 기술·문서 그 밖의 방법으로 조언하는 방법
- 투자재산평가액-펀드가 보유하는 투자하는 재산의 시가 (펀드 자산총액의 현재 시가)
- 투자회사-회사의 재산을 자산에 운용하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 주식회사 형태의 펀드
- 특별자산 펀드-특정 사업에서 발생하는 수익권, 보험금지급청구권, 금융회사가 채권자인 채권 및 기타 권리 등에 주로 투자하는 펀드
- 파생상품 펀드-펀드 재산의 10%이상을 파생상품에 투자하는 펀드
- 펀드(Funds)-일반적으로 간접투자기구 등을 지칭하는 용어로서 “특정 목적을 위하여 모인 자산 또는 자금의 집합”을 의미. 통계 분류상 생명보험회사에서 취급하는 변액 보험의 특별계정 자금은 제외
- 펀드 설정-펀드에 투자자가 자금을 납입하고 펀드에서 간접투자증권이 발행되는 일련의 행위를 “펀드 설정”이라 지칭. 펀드 설정에는 펀드가 최초 설정되어 간접투자증권이 발행되는 경우의 “신규 설정”과 자금의 추가납입 또는 결산을 통한 재투자로 간접투자증권이 발행되는 “추가 설정”으로 구분 가능
- 펀드 수탁고(설정잔액)-펀드가 투자자의 자금 납입 및 결산 후 수익금의 재투자에 따라서 발행하는 간접투자증권 액면가액의 합계 (통상적으로 1좌당 1원으로 발행하는 경우 간접투자증권의 발행좌수와 수탁고는 동일)
- 펀드 순자산총액(NAV : Net Asset Value)-펀드의 자산총액에서 부채총액을 제외한 값의 시가. 고객의 투자 원금에서 자산운용을 통하여 발생한 수익 또는 손실을 합한 값으로서, NAV에서 간접투자증권의 발행 총좌수를 나눈 값이 펀드의 기준가격
- 해외 유가증권 컷오프타임(Cut-Off Time)-해외투자펀드의 투자지역별 유가증권 시가 평가와 관련하여 정보입수 및 반영 기준이 되는 시점

- 해외투자펀드(국내설정 해외투자펀드) - 해외 자산에 주로 투자하는 펀드로서, 통계 목적상 약관 또는 정관상 최저 30%이상 해외자산에 투자하는 펀드. 다만, 약관 또는 정관상 구분이 곤란한 경우에는 운용전략상 연평균 최저 30%이상 해외자산에 투자하는 펀드를 의미
- 혼합형 펀드
 - 혼합 주식형 펀드 : 주식 등에 주로 투자하는 펀드로서, 통계 목적상 주식의 최고 편입비율이 50%이상인 펀드를 의미 (cf. 주식형 펀드는 최저 편입비율이 60%이상)
 - 혼합 채권형 펀드 : 채권 등에 주로 투자하는 펀드로서, 통계 목적상 주식의 최고 편입비율이 50%미만인 펀드를 의미 (cf. 채권형 펀드는 주식 편입 비율 0%)
- PEF(Private Equity Funds : 사모투자전문회사) - 사모펀드의 형태로 자금을 모집하여, 펀드의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 높여 그 수익을 배분하는 것을 목적으로 설립된 합자회사 형태의 간접투자 자산 운용업법상의 펀드
- M&A 펀드(기업인수증권투자회사) - 다른 회사를 계열회사로 편입하는 것을 목적으로 하는 증권 투자회사로서 자산운용회사가 아닌 이사를 선임하여 펀드 운용 가능한 펀드