

주식 공매도차익 과세와 조세회피 방지를 위한 입법방안

손 영 철*

|| 목 차 ||

I. 서 론	5	IV. 소유주식 공매도(short sale against the box)에 대한 조세회피 방지방안 검토	19
II. 주식 공매도의 의의와 공매도차익 발생 과정	6	1. 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래의 정의	
1. 주식 공매도의 의의		2. 다양한 형태의 소유주식 공매도 (short sale against the box) 거래	
2. 공매도차익 발생과정		3. 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래에 대응하는 조세회피 방지방안	
III. 공매도차익 과세의 필요성과 입법방안 ..	10	V. 결 론	34
1. 공매도차익 과세여부와 과세의 필요성			
2. 공매도차익 과세를 위한 입법방안			

* 세무사, 법학박사

** 투고일 : 2021. 9. 24. 1차수정일 : 2021. 10. 23. 게재확정일 : 2021. 11. 10.

<국문초록>

주가 하락이 예상될 때 대차거래를 통해 주식을 차입하여 매도하고 낮은 가격으로 매수하여 반환함으로써 이익을 취하는 공매도거래는, 주가 상승이 예상될 때 주식을 매수하고 높은 가격으로 매도함으로써 이익을 취하는 경우 그 이익에 대해 양도소득세를 과세하는 것과 같이, 그 이익에 대하여 과세하여 두 투자결과에 대한 세법상 공평한 취급을 할 필요가 있다. 이를 위하여 다음과 같은 입법방안을 제시한다.

첫째, 일정한 요건을 충족하는 대차거래에 있어서는 과세상 대여자가 대여주식을 계속 소유하고 있는 것으로 취급한다. 따라서 대여자의 대여와 반환이 세법상 양도와 새로운 주식의 취득이 아님을 명확히 한다.

둘째, 공매도자에 의한 주식의 차입과 반환 역시 대여자의 경우와 동일하게 세법상 주식의 취득이나 양도가 아님을 명확히 한다.

셋째, 공매도차익은 공매도가에서 주식의 취득가액을 차감하여 계산하며, 공매도차익의 귀속시기는 거래의 종료일인 반환일이 속한 과세연도로 한다.

한편, 주식을 소유한 상태에서 이루어지는 소유주식 공매도(short sale against the box)는 그 형식은 공매도이지만 그 실질은 소유한 주식을 매도한 것과 같은 경제적 효과를 얻을 뿐 이 거래로 이익과 손실 어느 방향으로도 변화를 야기하지 않는다. 오로지 과세시기의 이연을 위한 수단에 지나지 않기 때문에 조세회피 방지를 위하여 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래는 다음과 같이 재구성하여 과세할 필요가 있다.

첫째, 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래는 그 거래형식에도 불구하고 공매도한 시점에 소유주식을 양도한 것으로 보거나(소유 주식으로 반환한 경우) 또는 공매도한 시점에 소유주식을 양도하고 반환일에 새로이 취득한 것으로 보아(주식시장에서 매수하여 반환한 경우) 세법을 적용한다.

둘째, 주식을 대신하여 주식의 성격을 갖는 전환사채나 신주인수권사채 등을 이용하거나, 공매도(short sale)를 대신하여 매도포지션을 취하는 선도계약, 선물계약, 풋옵션 매수계약, 스왑계약, 콜옵션과 풋옵션의 조합 등을 이용하는 경우에도, 이를 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래로 보아 위 입법방안의 적용대상에 포함하여야 한다.

▶ 주제어 : 공매도, 공매도차익, 대차거래, 소유주식 공매도(short sale against the box), 조세회피

I. 서 론

정부는 금융세제 선진화 방안¹⁾에 따라 2023년부터 금융투자소득이라는 새로운 소득구분을 도입하고 양도소득 등 자본이득에 대해 포괄주의적 과세를 할 계획이다. 이에 맞추어 주식의 양도소득은 물론이고 각종 금융상품 및 파생금융상품의 이익을 세법에 열거하는 작업을 꾸준히 해 오고 있다.

그런데 주식 양도소득과 대척점에 위치한 주식 공매도차익의 과세에 대해서는 아직 입법예고하고 있지 않다. 주식 양도차익은 싼 가격에 취득한 주식을 비싼 가격에 양도함으로써 발생하는 차익인 반면, 공매도(short sale) 차익은 비싼 가격일 때 주식을 차입하여 매도하고 싼 가격일 때 취득하여 반환함으로써 발생하는 차익이다. 주가 상승시 이익을 취하는 주식 양도차익에 대한 과세와 맞물려 주가 하락시 이익을 취하는 공매도차익에 대해서도 과세하는 것이 균형적 과세라는 측면에서 합리적이다.

아울러 공매도는 조세회피의 수단으로도 활용이 가능하기 때문에 이에 대응하는 적절한 조세회피 방지방안을 연구할 필요도 있다. 예컨대 소유한 주식이 있음에도 공매도(short sale against the box : 이하에서는 “소유주식 공매도”라 표현한다)하는 경우에는 소유주식의 이익이나 손실을 공매도 시점에 사실상 확정(lock in)하면서도 그 손익의 실현만을 미래로 이연하는 것이 가능하다. 예컨대, 싼 가격에 취득한 주식을 현재시점에 양도하면 높은 세부담을 지게 된다고 가정하자. 투자자는 현재시점에 공매도를 통해 주식을 차입하여 매도하고 반환시점에 이미 소유하고 있는 주식으로 반환하면, 공매도로 현재시점에 주식 매도의 효과를 얻으면서도 주식의 반환시점으로 과세

1) 관계부처 합동, “금융투자 활성화 및 과세합리화를 위한 금융세제 선진화 추진 방향”, 2020. 6. 25. 참조.

시기를 이연할 수 있다. 이를 통해 납세자는 과세부담의 최소화를 추구할 수 있는데, 이에 대응하는 적절한 조세회피 방지규정의 입법이 필요하다.

이 글은 이처럼 공매도거래에서 발생하는 공매도차익의 과세와 공매도를 이용한 조세회피 방지를 연구범위로 한다. 이를 위하여 다음의 순서로 글을 구성하고자 한다. 먼저 II.에서는 공매도를 정의하고, 공매도차익의 발생과정을 살펴본다. III.에서는 현행 세법이 공매도차익에 대해 과세할 수 있는지 여부를 살펴보고, 과세의 필요성과 향후 입법방안을 제시한다. IV.에서는 소유주식 공매도(short sale against the box)를 정의하고 그 유형을 분석하며, 조세회피 목적의 거래인지 검토한다. 아울러 전환사채를 이용하거나 선도, 옵션 등 다양한 파생상품을 이용한 소유주식 공매도 거래를 검토하고, 이에 대응하는 조세회피 방지방안을 제시한다. V. 결론에서는 III.과 IV.의 검토 내용을 요약 정리하는 것으로 글을 마치고자 한다.

II. 주식 공매도의 의의와 공매도차익 발생과정

1. 주식 공매도의 의의

주식시장은 주식의 유통을 관장하는 곳으로 주식시장이 활성화 되어야 주식의 발행시장 역시 활성화가 가능하다. 주식은 채권과 달리 만기가 없다. 기업에 대한 자본조달이 원만히 이루어지기 위해서는 주식시장의 활성화가 전제되어야 한다. 주식의 유통은 사고자 하는 사람과 팔고자 하는 사람이 서로 만날 때 가능하다. 사고자하는 사람은 주가가 더 오를 것이라고 가정한다. 반면 팔고자 하는 사람은 이제 주가가 하락 할 것이라고 가정한다. 이처럼 미래에 대한 상반된 예측이 주식의 유통을 가능하게 하고 주식시장을 활성화 시킨다.

공매도(short sale)²⁾란 소유하지 않은 주식을 매도하거나, 소유하고 있더라도 이를 인도하지 않고 매도하는 계약이다.^{3), 4)} 공매도는 주가하락이 예상될 때 이익을 취하는 전통적인 주식거래 방법의 하나이다. 매수세력은 주식을 매집하여 주가를 끌어 올려 이익을 얻고자 한다. 반대로, 공매도세력은 주식을 투매하여 주가를 끌어 내리고 이를 통해 이익을 얻고자 한다. 주식시장에 대한 규제가 거의 없었던 초창기 미국의 주식시장은 주식 매수세력과 공매도세력간의 한판의 전쟁으로 묘사된다.⁵⁾ 매수세력을 상징하는 “황소”와 공매도세력을 상징하는 “곰”이 서로 싸우던 곳이 주식시장이다.

주식시장에 대한 여러 규제법의 도입으로 주식투자의 대중화가 공고화되고, 선물·옵션 등 파생상품 특히 풋옵션(put option)이 개발되면서 공매도 거래는 시장에서 크게 힘을 잃는다. 매수전략과 달리 공매도전략은 예상 손해액에 제한이 없는 투기적 거래이다. 예전 공매도자는 주가가 폭등하여 주식을 반환하지 못하면 감옥에 가야했다(He that sells what isn't his'n must buy it back or go to jail). 풋옵션은 주가 폭락시에는 공매도와 같은 이익을 얻고 폭등시에는 옵션 수수료만 잃으면 되기 때문에 약세장에 투자하는 새로운 대안으로 매력이 있다.⁶⁾

-
- 2) 공매도는 주식을 차입하여 보유한 상태에서 공매도하는 차입공매도(covered short sale)와 우선 공매도하고 이후 차입하여 매수인에게 주식을 인도하는 무차입공매도(covered short sale)가 있다. 자본시장법은 차입공매도(covered short sale)만 허용하고 있다(자본시장법 제18조 제1항 및 같은 법 시행령 제208조 제2항).
 - 3) Andrea S, Kramer, Financial Products-Third Edition Volume 2, CCH 2006., 28004.
 - 4) 소유하고 있음에도 이를 인도하지 않고 차입해서 매도하는 공매도를 통상 “소유 주식 공매도(short sale against the box)”라 한다. 통상의 공매도와 다른 소유주식 공매도(short sale against the box)에 대해서는 IV.에서 설명하고 이 장에서는 소유하지 않은 주식을 매도하는 공매도를 전제로 설명한다.
 - 5) 1868년 이리철도회사의 주식을 두고 벌인 전설적 공매도자인 다니엘 드루와 매수세력의 대부 코널리어스 반더빌트의 싸움을 이리전쟁이라 표현한다. 존 스틸 고든(강남규 옮김), 『월스트리트 제국』, 참솔 2001, 157면 참조.
 - 6) 그레고리 J, 밀먼(김태영 옮김), 『금융혁명 보고서』, 길벗 1998, 39면.

종종 공매도세력은 주가하락을 부추기고 부의 확대와 국가의 번영에 반대하는 어두운 세력으로 묘사되지만, 그렇다고 해서 공매도거래를 완전히 금지하는 나라는 거의 없다. 공매도거래가 주식시장에 매우 가치 있는 기능을 하기 때문이다. 예컨대, 공매도는 적정가격을 넘어 과도하게 오른 종목을 매도함으로써 버블을 터트리는 역할을 하며, 나아가 반환을 위하여 반드시 주식을 매수하여야 하기 때문에 버블이 터져 폭락하는 상황에서 주식의 급격한 낙폭을 줄이는 역할을 한다. 즉 주식시장의 급등락을 완화시키는 기능을 한다.⁷⁾ 아울러 공매도는 거짓 정보를 유포하여 주가 상승을 부추기는 등의 주가조작 행위를 무력화하여 제한된 자원이 잘못 배분되는 것을 방지하는 역할도 한다.

2. 공매도차익 발생과정

공매도세력은 어떻게 공매도차익을 실현할까? 공매도는 주가가 높을 때 주식을 빌려 매도하고 주가가 낮을 때 주식을 매수하여 반환하는 방법으로 이익을 취한다.

예컨대, 공매도하고자 하는 자는 브로커업무를 하는 증권회사에 특정회사 주식의 차입을 의뢰하면 증권회사는 자신의 고객이나 자기가 갖고 있는 특정회사 주식을 대여하는 서비스를 한다. 주식 차익자인 공매도자는 주식 대여자에게 그 대가로 대여기간에 상응하는 수수료를 지급한다. 공매도자는 대여기간 종료 후에 주식대여자에게 주식을 반환할 것을 약정한다. 아울러 반환을 담보하기 위하여 주식대여자는 공매도자로부터 담보금을 수령하고, 대여기간 중 대여주식의 주가가 상승하는 경우에는 추가 담보금을 공매도자에게 요구할 수 있도록 하여, 공매도자로부터 주식을 반환받지 못할 위험을 제거한다.

이처럼 주식을 대여하고 일정기간 후 주식을 반환받는 일련의 거래를 주

7) 이미현 외 4인, 『파생금융상품 조세제도 개관』, 삼일인포마인, 2017, 272면.

식대차거래(security lending)라 하며, 증권회사가 미리 준비한 거래약관에 따라 일률적으로 진행된다. 주식대차거래가 대여자 측면에서의 설명이라면 주식공매도는 주식 차입자 측면에서의 설명이다. 주식공매도거래는 주식대차거래 없이는 불가능하다.

<표 1> 주식대차거래의 구조

공매도자(주식차입자) * 차입주식을 공매도에 활용	← ① 주식의 대여	주식대여자
	→ ② 담보(현금)의 제공	
	→ ③ 주식의 반환	
	← ④ 담보(채권)의 반환	
	→ ⑤ 수수료 지급	

공매도차익이 발생하는 과정을 사례를 들어 살펴본다. 예컨대 현재 삼성전자 주가가 100,000원이라고 가정하자. 공매도자 A는 동 주식의 가치가 6만원이 적정하며 1개월 후에는 60,000원 수준으로 하락할 것이라고 확신하고 있다. 예측대로 60,000원으로 하락한다면 공매도자 A는 주식공매도를 통해 이익을 얻을 수 있다. 즉, A는 증권회사를 통해 반환일을 1개월 이후로 하는 주식대차계약을 체결하여 삼성전자 주식 1주를 차입하고, 차입한 당일에 매도하여 100,000원을 수령한다. 수령한 100,000원은 은행에 예치하고 1개월 후를 기다린다. 1개월 경과 후 삼성전자 주가는 예상대로 60,000원으로 하락한다. A는 은행에 보유 중인 100,000원 중 60,000원을 인출하여 시장에서 삼성전자 주식 1주를 취득하여 취득당일 증권회사를 통해 대여자에게 반환하고 주식대차거래를 종료한다.

공매도자 A는 위 공매도거래를 통해 은행계좌에 남아 있는 40,000원의 이익을 얻게 된다. 삼성전자 주가가 폭락하는 1개월 사이에 폭락하는 가격 폭 만큼의 이익을 얻는다. 주가폭락장에서 누구는 큰 손해를 보고 누구는 큰 이익을 본다. 미래를 예측할 수만 있다면 큰 돈을 벌수 있는 게 주식시장이다.

Ⅲ. 공매도차익 과세의 필요성과 입법방안

1. 공매도차익 과세여부와 과세의 필요성

가. 현행 세법상 공매도차익 과세여부

공매도차익은 위에서 본 바와 같이 주식의 차입과 매도 그리고 취득과 반환이라는 일련의 현물거래를 통해 획득한 현물거래 이익이다. 기초자산의 가치변동에 연동하여 발생하는 파생상품의 이익이 아니다. 현물거래 이익인 공매도차익은 현행 세법상 과세가 되는가? 결론부터 말하자면 비열거소득에 해당한다.

소득세법은 양도시점을 과세시점으로 하면서, 양도가액에서 취득가액 등 필요경비를 차감하여 양도소득을 계산하도록 하고 있다. 여기서 양도가액은 “그 자산의 양도 당시의 양도자와 양수자 간의 실지거래가액”을 뜻하고(소득세법 제96조 제1항), 취득가액은 “자산 취득에 든 실지거래가액”(소득세법 제96조 제1항 제1호 가목)을 뜻한다. 문리해석상 양도시점을 과세시점으로 하면서 양도한 자산의 취득에 든 비용만을 공제할 수 있다고 읽힌다. 통상의 주식 매도는 양도시점에 양도한 자산의 취득에 든 비용을 계산할 수 있다. 그러나 공매도는 먼저 양도하고 이후 취득하고 반환하여 이익을 취한다. 공매도차익은 공매도 시점에는 공매도한 자산의 취득에 든 비용을 계산할 수 없고 취득하여 반환하는 시점에 와서야 취득가액을 계산하여 이익을 계산할 수 있다. 양도시점을 과세시점으로 하는 현행 세법으로는 반환시점에 이익이 확정되는 공매도차익에 대해 과세할 수 없다고 보아야 한다.

아래는 대법원(2006. 9. 28. 선고, 2005두2971) 판결의 사실관계를 요약한 것이다.

대법원(2006. 9. 28. 선고, 2005두2971) : 원고인 갑은 을과 대차거래약정을 맺고 을로부터 장외거래방식으로 A회사의 주식 290,000주를 1999. 9. 16. 양도받아 1999. 9. 21. ~ 1999. 10. 27. 사이에 전량 코스닥시장을 통해 매각하였다. 원고는 주식반환을 위하여 을로부터 주식을 양도받던 시점에 A회사의 해외전환사채를 구입한 후 반환시기가 도래하자, 1999. 10. 29. 전환가격 3,510원으로 전환사채의 전환권을 행사하여 A회사 주식 290,000주를 취득하고 같은 날 을에게 동 주식을 반환하였다. 이에 과세청은 대차거래를 위해 을이 갑에게 A회사 주식을 이전한 것에 대해 을에게 양도소득세를 과세하고, 아울러 갑이 을에게 A회사 주식을 반환한 것에 대해, 1999. 9. 21. ~ 1999. 10. 27. 사이의 각 양도일 현재의 증권업협회가 공표한 최종시가를 양도가액(7,490원)으로 하고 전환가격(3,510원)을 취득가액으로 하여, 갑에게 양도소득세를 과세하였다.

위 판결에서 과세청은 차입자인 갑이 공매도(short sale)로 획득한 이익에 대하여, 공매도한 1999. 9. 21 ~ 1999. 10. 27.을 양도일로 하고 전환권행사로 주식을 취득하여 반환한 1999. 10. 29.을 취득일로 하여 갑에게 양도소득세를 과세하였다. 이에 대법원은 갑이 대차거래로 1999. 10. 29. 반환을 위하여 주식을 이전한 것이 과세대상인 양도라고 하면서, 이 건에 대해서는 양도가액이 취득가액과 동일하여 양도차익이 없으므로 과세청의 과세처분은 부당하다고 판결하고 있다.⁸⁾

대법원이 이처럼 판단하는 것은 주식의 대차거래가 소비대차라는 점을 감안한 것이기도 하지만 양도시점을 과세시점으로 하는 현행 양도소득세 계산구조로는 취득시점에 이익이 확정되는 공매도차익에 대해 과세할 수 없었기 때문으로 보인다.

나. 공매도차익 과세의 필요성

소득이 있으면 과세하여야 한다. 주가 상승으로 발생한 이익이든 주가 하

8) 손영철, “환매조건부매매 및 대차거래에서의 세법상 실질주의 적용에 관한 연구”, 『조세법연구』 제17호 제3호, 한국세법학회, 2011. 12. 31., 213면.

락으로 발생한 이익이든 투자이익이 있다면 과세대상에 포함하는 것이 마땅하다. 금융투자소득이라는 새로운 소득구분을 창설하고 포괄주의적 과세를 실현하고자 하는 금융세제의 기본 방침에 비추어 보아도 주식 공매도차익은 과세대상에 포함하는 것이 옳다.

주식 공매도차익 비과세는 투자자들의 투자방법의 선택에 왜곡을 초래할 수 있다는 점에서 불합리하다. 주식시장에서 주가 상승이 예상되는 경우 투자자는 현물매수, 선물매수, 콜옵션매수 중 하나의 방법을 선택하여 투자이익을 실현하고자 한다. 반대로 주식시장에서 주가 하락이 예상되는 경우 투자자는 공매도, 선물매도, 풋옵션 매수 중 하나의 방법을 선택하여 투자이익을 실현하고자 한다. 세법은 이들 방법으로 획득한 이익에 대하여 공정한 세금을 부과하면 된다.

파생상품 과세와 관련하여 소득세법은 코스피 200 선물·옵션, 주가연계 워런트(ELW)에 대해서만 과세하고(소득세법 시행령 제159조의2), 개별주식 선물옵션에 대해서는 과세하지 않고 있다. 코스피 200 선물·옵션에 대한 과세에 있어서는 선물매수이든 선물매도이든 구분 없이 얻은 이익에 대해 양도소득세를 부과하고 있고, 콜옵션매수이든 풋옵션매수이든 구분 없이 얻은 이익에 대해 양도소득세를 부과하고 있다(소득세법 시행규칙 제76조의3 참조). 그러나 현물거래의 경우에는 주식양도차익만 과세하고 공매도차익에 대해서는 비과세하고 있다.

〈표 2〉 투자방법과 소득세법상 취급

주식 투자방법		소득세법상 취급	
1. 주가상승예상	1) 현물매수	과세(○)	경제적으로 동일한 성격의 소득
	2) 선물매수	과세(○)	
	3) 콜옵션매수	과세(○)	
2. 주가하락예상	1) 공매도	비과세(×)	
	2) 선물매도	과세(○)	
	3) 풋옵션매수	과세(○)	

공매도차익에 대한 비과세는 주가 상승보다 주가 하락에 투자하는 것을 상대적으로 장려하는 결과가 된다. 나아가 주가하락시 투자대안인 선도매수나 풋옵션매수의 방법보다 공매도거래를 장려하는 결과가 되는데, 이는 세법이 투자방법의 선택에 관여하는 것이 되어 과세의 중립성이라는 측면에서 바람직한 세제라 말할 수 없다.

2. 공매도차익 과세를 위한 입법방안

공매도차익에 대한 과세를 위해서는 공매도차익에 대한 세법적 표현이 가능하여야 한다. 이를 위해서 대차거래와 공매도거래에 대한 정확한 분석이 요구된다. 대차거래의 두 당사자인 대여자와 공매도자에 대한 일관된 과세논리도 필요하다. 이점을 감안하여 이하에서는 대여자 측면과 공매도자 측면으로 나눈 다음, 각각에 있어 현행 세법이 주식의 대차거래에 대해 어떻게 취급하고 있는지, 앞으로 어떻게 취급하는 것이 올바른지 검토하고, 소결에서 공매도차익 과세를 위한 입법방안을 제시한다.

가. 대여자 측면에서의 사법적 성격과 세법적 재구성

(1) 사법적 성격에 따른 과세

주식의 대여와 반환으로 이루지는 주식의 대차거래는 부동산의 임대차와는 달리 사법적으로 주식의 소유권이 대여자에서 차입자에게 이전되는 소비대차(민법 제598조)에 해당한다.⁹⁾ 과세실무도 대차거래의 사법적 성격을 고려하여 주식의 대여와 반환을 주식의 양도로 보아 과세하고 있다. 앞 대법원(2006. 9. 28. 선고, 2005두2971) 판결의 사실관계에 나와 있듯이, 과세청은 대여자가 차입자에게 주식을 이전한 것에 대해 이를 양도를 보아 과세하고 있고, 뿐만 아니라 대법원도 차입자가 주식을 반환하는 것이 양도소득세 과

9) 박철영, “증권대차거래에 관한 법적 고찰”, 『증권법연구』 제10권 제2호, 삼우사, 2009. 12. 25., 187면.

세대상이라고 설명하고 있다.

주식의 대주주 과세요건의 충족을 회피하기 위한 방법으로 주식 대차거래를 통해 대여자가 차입자에게 소유주식을 대여한 사안에서도 대법원(대법원 2010. 1. 29. 선고, 2007두11092 판결)은 대여자가 갖는 대차주식을 조기 반환받을 권리 또는 대차기간 중 대차주식에서 발생한 배당금 등을 차주로부터 반환받을 권리가 대주에게 유보되어 있다 하더라도 이는 대주의 차주에 대한 채권적 권리에 불과하다며 대차주식을 대주의 주식수에서 제외하는 것이 옳다고 보고 있다.¹⁰⁾ 모두 대차거래의 사법적 성격을 존중하여 과세여부를 판단하고 있음을 알 수 있다.

(2) 세법적 재구성

그러나 이러한 판단은 대여주식에 대한 경제적 지위와 통제권을 실질적으로 소유하고 있는 대여자의 입장에서 합리적이지 않다. 경제적 관점에서만 보면 대차거래가 소비대차이기는 하지만 실질적 소유권은 여전히 대여자에게 유보되어 있다고 볼 수 있다. 대차거래는 대여자가 대차거래를 하지 않는 것과 동일한 경제적 지위와 통제권이 유지되도록 설계된다. 예컨대, 주식 대여기간 중 주식에서 발생한 배당금은 차입자가 대여자에게 반환하도록 하고, 조기 종료 선택권도 대여자가 갖는 경우가 대부분이다. 이런 이유로 회계기준도 대차거래로 인하여 유가증권이 차입자에게 인도되었다 하더라도 경제적 소유권까지 이전되지 않기 때문에 유가증권의 대여행위에 따른 경제적 효익 및 통제권의 변화가 발생하지 않으므로 유가증권 대차거래로 인한 유가증권의 이동에 대하여 대여자 및 차입자 모두 재무제표에 아무런 회계처리를 하지 않고, 대여 또는 차입사실을 유가증권보관대장에 기재하면 된다고 설명하고 있다.¹¹⁾

10) 손영철, “주식대차거래와 대주주의 범위 판단”, 『조세판례백서2』, 박영사, 2015. 5. 20., 392면.

11) 금융감독원, “[재무보고에 관한 실무의견서 2004-4] 유가증권 대차거래의 회계처리”, 2004. 11. 8.

세법은 경제적 실질을 중시하기 때문에 비록 소유권이 차입자에게 이전된다 하더라도 세법을 적용함에 있어서는 대여자에게 유보되어 있다고 보는 것이 더 타당하다. 주식의 대여를 양도로 보아서는 안 되며, 주식의 반환 역시 이를 새로운 취득으로 보아서는 안 된다. 미국도 일정요건을 충족하는 경우에는 경제적 실질을 중시하여 소유권이 대여자에게 유보된 것으로 간주하여,¹²⁾ 대여자의 주식의 대여나 반환을 주식의 처분이나 새로운 주식의 취득으로 보지 않는다. 여기서 일정요건이란 주식반환이 전제되고 대여자에게 배당금 수령권이 주어지며 대역자가 주식가치변동에 따른 투자위험을 사실상 부담하며, 대역자에게 조기 반환청구권이 부여된 경우를 말한다.¹³⁾ 대부분의 주식대차거래는 실무상 이러한 요건을 충족하고 있다. 우리나라도 이처럼 사법적 성격과 다른 세법적 재구성(즉 세법의 입법)을 통해 대차거래로 인한 차입과 반환을 양도거래로 보지 않도록 할 필요가 있다.

나. 공매도자 측면에서의 사법적 성격과 세법적 재구성

(1) 사법적 성격에 따른 과세

공매도자가 대차거래로 이전받은 주식을 이전받은 날 바로 매도할 수도 있지만 적절한 시점을 감안하여 상당기간 보유한 이후에 매도하는 것도 가능하다. 마찬가지로 대차거래의 반환일이 도래하여 주식을 취득하는 경우에도 반환일 당일에 취득하여 반환할 수도 있지만 그 보다 먼저 취득하여 보유하다가 반환일에 해당 주식을 반환할 수도 있다. 이 경우 대차거래의 대여자 보다 더 다양한 세법적 쟁점이 발생한다. 공매도자의 차입과 매도(short sale) 그리고 취득과 반환(closing)의 사법적 성격과 그에 따른 세법상 취급을 검토한다.

공매도자의 주식 차입은 사법적으로는 새로운 주식의 취득에 해당한다. 취득가액은 취득당시의 시가로 평가할 수 있다. 이에 이은 차입주식의 공매

12) IRC § 1058, Andrea S, Kramer, *op. cit.*, 40,003 참조.

13) IRC § 1058(b).

도는 사법적으로 양도임은 분명하다. 그러므로 공매도가 양도가액으로 하고 이전받은 시점의 시가를 취득가액으로 하여 주식매매에 따른 양도소득세를 과세할 수 있다.

한편, 반환시점의 주식반환을 위한 주식의 취득은 사법적으로 새로운 주식의 취득에 해당한다. 그리고 그 주식의 반환은 소유권이 대여자에게 이전되는 것이기 때문에 소득세법상 양도로 볼 수 있다. 그러므로 사법적 성격에 따라 과세한다면 반환일의 주식의 시가를 양도가액으로 하고 여기에 그 주식의 취득가액을 차감하여 양도소득세를 과세할 수 있다.

위와 같은 사법적 성격에 따른 과세는 앞 대법원 판결(2006. 9. 28. 선고, 2005두2971)에서 대법원이 공매도거래의 과세를 설명하는 방식과 동일하다. 이 판결에서 알 수 있듯이 대차거래의 사법적 성격에 의존해서는 관념적으로 공매도차익이 발생할 수 없고 따라서 과세할 수도 없다. 경제적 관점을 중시한 세법적 재구성을 통해서만이 공매도차익에 대한 적절한 과세가 가능하다.

(2) 세법적 재구성

경제적 관점에서 공매도거래를 재구성해 본다. 먼저 공매도자의 주식 차입은 새로운 주식의 취득이 아니다. 대여자에게 있어 주식의 대여가 그러하듯 차입시점에서 공매도자의 경제적 지위에 어떠한 변화를 야기하지 않는다. 그저 비망기록을 해두면 된다. 그러나 차입한 주식의 공매도는 공매도자의 경제적 지위의 변화를 야기한다. 공매도한 가액을 자산으로 확보함과 동시에 차입한 주식에 대한 반환의무가 발생한다.

한편, 반환일에 앞서 공매도자는 차입주식의 반환을 위하여 주식시장에서 주식을 취득하게 된다. 주식의 취득은 공매도자의 경제적 지위에 변화를 야기한다. 새로운 주식의 취득입과 동시에 현금의 감소가 이 시점에 발행한다. 아울러 이 시점에 당초 공매도가에서 주식의 취득가액을 차감하여 공매도차익을 계산할 수 있다.

반환일의 주식의 반환을 검토한다. 차입 주식의 반환은 채무의 변제이며

공매도거래의 청산을 뜻한다. 비록 채무의 변제가 반환일에 발생하지만 경제적 변화는 주식의 차입시점에서와 같이 공매도자에게 발생하지는 않는다. 대여자에게 있어 주식의 대여와 반환이 양도거래가 아닌 것처럼 공매도자에게 있어서도 주식의 차입과 반환은 양도거래로 볼 수 없다.

공매도차익의 귀속시기에 대해 검토가 필요하다. 반환을 위한 주식의 취득일을 귀속시기로 보아 과세할 것인지 아니면 거래청산일인 반환일을 귀속시기로 보아 과세할 것인지의 문제이다. 반환을 위하여 주식을 취득한 날에 공매도차익이 확정되고 계산도 가능하므로 이 날이 속하는 과세연도에 귀속시켜 과세하는 것이 합리적이다. 다만, 공매도에는 소유한 주식을 이전하지 않고 공매도(short sale against the box)하는 경우도 있는데, 이런 경우에는 새로운 주식의 취득 없이 이미 소유한 주식을 반환하여 공매도거래를 종료할 수 있다. 이 경우 새로운 주식의 취득일이 존재하지 않기 때문에 과세에 문제가 있다. 새로운 주식의 취득과 동시에 반환하거나 취득 후 2, 3일내에 반환하여 거래를 종료하는 것이 일반적이므로 반환일을 귀속시기로 하더라도 무리는 없다. 공매도거래의 모든 형태를 아우르는 거래의 종료일인 반환일을 소득의 귀속시기로 보는 것이 더 타당하다고 생각한다.

한편, 공매도거래의 오랜 역사를 갖고 있는 미국은 공매도차익을 자본이득으로 과세하고 있다. 소득의 귀속시기는 여기서 검토한 바와 같이 반환일로 하고 있으며, 장기자본이득인지 단기자본이득인지의 구분은 반환하는 주식의 보유기간으로 판단하고 있다.¹⁴⁾

위에서 검토한 공매도거래에 대한 세법적 재구성에 따라 아래 거래내역에 대해 회계 및 세무처리를 예시하면 다음과 같다.

14) Andrea S, Kramer, *op. cit.*, 28007 참조.

<표 3> 거래내역과 세법적 재구성에 따른 회계와 세무

<거래내역>

일 자	내 역
20×1. 3월 15일	삼성전자 1주 차입(차입당시 시가 95,000원)
20×1. 3월 20일	삼성전자 1주 100,000원에 매도
20×1. 4월 20일	삼성전자 1주 55,000원에 매수
20×1. 4월 25일	삼성전자 1주 반환(반환당시 시가 60,000원)

<회계 및 세무처리>

일 자	회 계 ¹⁵⁾	세 무
20×1. 3월 15일	차입 : 회계처리 없음	차입 : 회계처리 없음
20×1. 3월 20일	공매도 : 현금 100,000원 차입주식 100,000원	공매도 : 현금 100,000원 차입주식 100,000원
20×1. 4월 20일	주식취득 : 차입주식 100,000원 현금 55,000원 공매도차익 45,000원	주식취득 : 주식 55,000원 현금 55,000원
20×1. 4월 25일	주식의 반환 : 회계처리 없음	주식의 반환 : 차입주식 100,000원 주식 55,000원 공매도차익 45,000원

다. 소결 : 입법방안

주가상승시 주식을 차입하여 공매도하고 주가하락시 매수하여 반환하여 이익을 취하는 공매도거래에 있어서, 주식의 차입과 반환 즉 대차거래를 사법상 소비대차거래로 보아 과세해서는 공매도차익에 대한 세법상 인식이 불가능하

15) 한국증권금융의 회계처리 참조(<https://m.blog.naver.com/lisy950327/221552432645>, 2021. 9. 12. 방문).

다. 경제적 관점에서 사법적 효력을 세법적으로 재구성할 때 적절한 과세가 가능하다. 앞에서 검토한 세법적 재구성 방안을 정리하면 아래와 같다.

첫째, 일정한 요건을 충족하는 대차거래에 있어서는 과세상 대여자가 대여주식을 계속 소유한 것으로 취급한다. 이를 통해 대여자의 대여와 반환이 세법상 양도와 새로운 주식의 취득이 아님을 명확히 한다.

둘째, 공매도자에 의한 주식의 차입과 반환 역시 대여자의 경우와 동일하게 주식의 취득이나 양도가 아님을 명확히 한다.

셋째, 공매도차익은 공매도가에서 주식의 취득가액을 차감하여 계산하며, 공매도차익의 귀속시기는 거래의 종료일 즉 반환일이 속한 과세연도로 한다.

IV. 소유주식 공매도(short sale against the box)에 대한 조세회피 방지방안 검토

1. 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래의 정의

소유주식 공매도(short sale against the box)란 주식을 소유하고 있음에도 이를 인도하지 않고 차입하여 공매도하는 것을 말한다. 예컨대 어떤 투자자가 삼성전자 1주를 소유하고 있음에도 대차거래를 통해 삼성전자 1주를 차입하여 매도하고 반환일이 도래하면 자신의 소유주식으로 반환하거나(방법 1), 시장에서 매수하여 반환하는(방법 2) 거래를 뜻한다.

투자자는 소유주식 공매도(short sale against the box)를 이용하여 그 이익(또는 손실)을 고정시키고(lock-in), 그 귀속을 다음 연도로 이연할 수 있다.¹⁶⁾ 공매도로 소유주식의 처분에 따른 경제적 효과를 얻으면서 소득의 귀속시기를 공매도거래의 청산일인 반환일 또는 반환일 이후로 이연할 수 있다. 공

16) Andrea S, Kramer, *op. cit.*, 28005.

매도거래가 청산되지 않는 한 과세할 수 없기 때문에, 평가차익이 많은 주식의 소유자는 이 거래를 통해 양도세 부담없이 주식을 처분하여 투자의 다각화를 모색할 수 있다.¹⁷⁾

가. 소유주식으로 반환하는 방법(방법 1)

거래 청산일에 소유주식으로 반환하여 청산하는 경우의 과세효과를 검토한다. 아래 사례를 전제로 검토한다.

<기본전제>

어떤 투자자(이하 “투자자 A”라고 한다)가 삼성전자 1주를 2019. 7월에 40,000원에 취득하였고 2021. 11월 현재 90,000원에 거래되고 있으며, 어느 정도 고점에 이른 듯하여 이익을 실현하고자 한다. 그런데 2021년에 이익을 실현하면 높은 세부담을 지지만 그 다음해인 2022년에는 다른 종목에서의 투자손실로 이 시기에 실현하면 사실상 세부담이 없다고 할 때, 투자자 A는 소득의 귀속시기만을 2021년에서 2022년으로 옮기고 싶은 마음이다.

이 경우 투자자 A는 차입공매도를 통해 현재시점에 90,000원의 매도효과를 얻으면서도 소유주식을 반환일에 인도함으로써 그 귀속시기를 2022년으로 옮길 수 있다. 위 기본전제하에 아래의 사례로 검토해 본다.

예컨대, 투자자 A는 대여자와 삼성전자 1주에 대하여 차입일을 2021. 11. 10일로 하고 반환일을 2022. 1. 10일로 하는 주식대차거래를 맺고 삼성전자 주식 1주를 차입한다. 투자자 A는 차입한 삼성전자 주식 1주를 차입당일 90,000원에 공매도하여 소유주식을 매도한 것과 같은 경제적 효과(50,000원 = 90,000원 - 40,000원)를 얻는다. 이후 반환일인 2022. 1. 10일 자기 소유 삼성전자 주식 1주를 대여자에게 이전하여 공매도거래를 청산한다. 반환일의 삼성전자 주식의 시장가격은 95,000원이다.

17) Andrea S. Kramer, *op. cit.*, 32004.

위 사례와 관련하여 앞 Ⅲ. 2. 나. (1)에서 설명한 사법적 효과를 중시하는 현행 세법에 맞추어 거래 단계별 과세여부를 검토하면 다음과 같다. 먼저 차입일에 바로 공매도하였으므로 취득가액과 양도가액이 동일하여 양도소득은 발생하지 않는다. 다음 반환일에 도래하면 자기 소유주식을 이전하게 되는데 이 거래가 주식의 소유권 이전을 전제로 하기 때문에 양도소득세 과세대상이 된다. 이 경우 양도차익은 55,000원¹⁸⁾(= 95,000원 - 40,000원)으로 계산되고 양도시기는 이 거래를 통해 2022년으로 이연되는 현상이 발생한다. 한편, 앞 Ⅲ. 2. 다.에서 제시한 공매도차익 과세를 위한 입법방안에 따라 과세여부를 검토하면 다음과 같다. 공매도차익은 공매도가에서 주식의 취득가액을 차감하여 계산하므로 50,000(= 90,000원 - 40,000원)이 되고, 그 귀속시기는 공매도의 청산일 즉 반환일이므로 2022년의 소득이 된다.

다시 말해, 대차거래의 사법적 효과를 중시하는 현행 세법에 기초하거나 앞의 공매도차익 과세를 위한 입법방안에 비추어 보더라도 차입주식 공매도(short sale against the box)는 공매도일에 주식매도와 동일한 경제적 효과를 얻으면서(lock-in) 과세시기를 거래 청산일로 이연하는 효과를 야기한다. 이하에서는 공매도차익 과세를 위한 입법방안에 기초해서만 이 거래의 과세 효과를 분석한다.

나. 매수하여 반환하는 방법(방법 2)

거래 청산일에 주식시장에서 매수하여 반환하더라 공매도일에 소유 주식의 처분에 따른 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 그 귀속시기를 소유주식의 양도일 이후로 이연하는 효과가 발생한다.

매수하여 반환하는 방법(방법 2)은 소유주식을 반환하고(방법 1) 그 날 주식시장에서 새로이 주식을 매수하는 것과 동일한 경제적 효과를 야기한다(선입선출법을 생각해 보라). 시장에서 거래되는 삼성전자 1주의 가격이나 금고(box)에 들어있는 삼성전자 1주의 가격이 동일하기 때문이다. (방법 2)는

18) 서류상 이익일뿐이고 실제이익과는 상관이 없다. 실제이익은 공매도차익이다.

당초 공매도자가 (방법 1)로 공매도거래를 청산할 계획이었으나 공매도 기간 중 주식시장이 반등하면서 주식 보유의사가 생기는 경우에 발생한다.

아래의 사례를 통해 이 거래의 과세효과를 검토한다. 위 기본전제하에서의 사례임은 물론이다.

투자자 A는 대여자와 삼성전자 1주에 대하여 차입일을 2021. 11. 10일로 하고 반환일을 2022. 1. 10일로 하는 주식대차거래를 맺고 차입한 주식을 차입일인 2021년 11. 10일 즉시 공매도한다. 이후 반환일인 2022. 1. 10일 시장 가격 95,000원에 삼성전자 1주를 매입하여 대여자에게 이전하여 공매도거래를 청산하고, 소유 주식은 그대로 보유하다가 2022년 5월에 100,000원 양도하였다고 가정하자.

위 거래는 형식적으로 주식의 소유와 독립된 공매도거래를 하고 있다. A는 2022. 1. 10일 공매도거래로 공매도가 90,000원에서 취득가액 95,000원을 차감하여 계산한 공매도차손 $\Delta 5,000$ 원을 실현하고, 또 2022. 5월 주식양도거래로 양도가액 100,000원에서 취득가액 40,000원을 차감하여 계산한 주식양도차익 60,000원을 실현한다. 모두 2022년 귀속소득으로 순자본이익은 55,000원(60,000원 - 5,000원)이다.

한편, 경제적 효과만 검토하면 다음과 같다. 즉, (방법 1)과 같이 공매도일인 2021년 11월 10일에 보유주식을 양도하여 주식양도차익 50,000원(90,000원 - 40,000원)을 실현하고, 반환일에 새로이 취득한 주식을 그해 5월에 양도하여 주식양도차익 5,000원(100,000원 - 95,000원)을 실현한 것으로 볼 수 있다. 2021년 귀속의 주식양도차익 50,000원과 2022년 귀속의 주식양도차익 5,000원으로 재구성할 수 있다. 이를 정리하면 아래 <표 4>와 같다.

<표 4> 거래의 재구성

거래의 형식	⇒	거래의 실질	비고
공매도거래 △5,000원(22년)	⇒	주식양도거래 50,000원(21년)	귀속시기 재구성 가능
주식양도거래 60,000원(22년)		주식양도거래 5,000원(22년)	
순자본이득 55,000원		순자본이득 55,000원	

소유주식 공매도(short sale against the box)는 공매도를 통해 소유 주식을 양도한 것과 같은 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 그 귀속시기를 공매도거래의 청산일(방법 1) 또는 그 주식의 양도일(방법 2)로 과세시기를 이연하는 효과를 야기한다. 그리고 그 경제적 효과는 공매도일에 보유주식을 양도하여 발생한 양도차익과 동일하거나(방법 1), 공매도일에 보유주식을 양도하여 발생한 양도차익과 반환일에 새로이 취득한 주식을 반환일 이후에 양도하여 발생한 양도차익의 합과 동일하다(방법 2).

2. 다양한 형태의 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래

소유주식 공매도(short sale against the box)는 공매도를 통해 소유주식을 양도한 것과 같은 경제적 효과를 얻으면서(lock in), 그 귀속시기를 공매도거래의 청산일 또는 그 주식의 양도일로 과세시기를 이연하는 효과를 야기한다. 이러한 효과는 주식을 대신하여 주식의 성격이 강한 전환사채를 소유한 상태에서 공매도하여도 발생하고, 공매도(short sale)를 대신하여 매도포지션을 취하는 선도계약, 풋옵션 매수 등을 이용하여도 발생한다. 이하에서는 전환사채, 선도 매도포지션, 풋옵션 매수, 기타 파생상품을 이용하여 소유주식 공매도(short sale against the box)와 동일한 과세상 효과를 얻는 경우를 살펴본다.

가. 전환사채를 이용하는 경우

앞의 대법원 2006. 9. 28. 선고, 2005두2971 판결의 내용이 전환사채를 이용한 소유주식 공매도(short sale against the box)의 예라 하겠다. 다시 그 내용을 요약하여 살펴보자.

대법원(2006. 9. 28. 선고, 2005두2971) : 공매도자 갑은 을과 대차거래약정을 맺고 을로부터 장외거래방식으로 A회사의 주식 290,000주를 1999. 9. 16. 차입하여 1999. 9. 21.~1999. 10. 27. 사이에 전량 코스닥시장을 통해 평균 7,490원의 매도가격으로 공매도한다. 공매도자 갑은 주식반환을 위하여 을로부터 주식을 양도받던 시점에 A회사의 전환사채를 구입한 후 반환시기가 도래하자, 1999. 10. 29. 전환가격 3,510원으로 전환사채의 전환권을 행사하여 A회사 주식 290,000주를 취득하고 같은 날 을에게 동 주식을 반환하였다.

위 거래에서 공매도자는 공매도에 앞서 전환사채를 구입하였는데, 전환가격은 주당 3,510원이었다. 그런데 당시 주식의 가격은 7,490원 정도이므로 비록 전환권을 행사하지는 않고 있지만 전환권을 행사하여 주식을 소유하고 있다고 간주하여도 무방하다. 이런 상황에서 공매도를 통해 현재 주가와 전환가격의 차이 만큼의 자본이득을 취하였고(lock-in), 이후 주식으로 전환하여 반환함으로써 거래를 종료한 사안이다. 위 사안은 과세시기를 이연하기 위한 것은 아니고, 주식으로 전환한 다음 이를 양도하면 양도소득세를 부담하기 때문에 이를 회피하기 위하여 소유주식 공매도(short sale against the box)를 통해 소득의 성격을 공매도차익으로 변경한 사안이다. 공매도가 소유주식의 매도와 동일한 경제적 효과를 가짐을 이용하고 있다는 점에서 음미할 가치가 충분하다.

나. 선도 매도포지션을 이용하는 경우

선도거래는 이행기가 장기인 현물거래이므로 그 이행일에 거래의 손익이 실현된다. 현물을 보유한 상태에서 그 현물에 대한 선도매도포지션을 취하

여도 선도매도포지션을 취한 시점에 현물을 매도한 것과 동일한 경제적 효과를 얻으면서(lock-in) 그 실현시기를 이행일까지 이연할 수 있다. 예컨대 투자자 A가 앞에서 설명한 기본전제인 상황에서 다음과 같은 거래를 한다고 가정하자.

예컨대, A는 삼성전자 1주를 40,000원에 취득하여 보유한 상태에서, A와 B가 삼성전자 주식 1주를 2달 후에 90,000원에 매도하고 매수하기로 하는 선도계약을 체결하였다고 가정하자. 계약체결일의 삼성전자 주식의 가격은 90,000원이었고, 이행일인 2달이 경과한 시점의 가격은 130,000원이었다고 가정하자.

위에서 A는 현물시장에서 매도할 수 있음에도 선도매도포지션을 취하고 있다. 삼성전자 주식의 선도가격은 현물가격에 이행일까지의 기간이자를 가산한 가격으로 형성된다. 기간이자를 무시하면 선도매도가격과 현물매도가격은 동일하며, 따라서 A에게 동일한 가치를 부여한다. 그럼에도 불구하고 A가 자신이 보유하고 있는 주식을 현물시장이 아니라 선도시장에서 매도하는 것은 매도로 수령하는 양도소득 50,000원(90,000원 - 40,000원)의 실현을 이행일까지 이연하기 위함이라고 보는 것이 타당하다.

선도매수포지션을 취하고 있는 B는 이 거래로 삼성전자 가격변동위험에 노출되는데, 이로 인해 A는 적절한 거래상대방을 찾지 못할 수도 있다. 그러나 B는 통상 증권사 등 금융기관으로서 여러 가지 헤지거래를 통해 이 거래로 자신이 인수한 가격변동 위험을 제거할 수 있다. 예컨대, A와의 선도계약을 체결함과 동시에 연기금과 대차계약을 체결하고 삼성주식 1주를 차입하여 시장가격인 90,000원에 공매도 한다. 공매도한 대가를 예금해 둔다. 2달 후 선도계약의 이행일이 도래하면 예치해둔 공매도가액 90,000원을 A에게 지불하고 A로부터 주식 1주를 수령하여 이를 대여자인 연기금에 반환함으로써 대차거래를 종료한다. 이처럼 시장성 있는 주식의 경우라면 큰 어려움 없이 선도계약의 매수자는 자신이 인수한 주식의 가치변동위험을 제

거할 수 있고, 따라서 조세부담의 회피를 원하는 A는 선도계약을 통해 그 목적을 달성할 수 있다.

앞의 설명은 선도계약의 이행일에 현물결제하는 경우 과세이연 현상이 발생함을 설명한 것이다. 차액결제인 경우에는 어떠한가? 차액결제인 경우에도 선도계약을 통해 A가 매도포지션을 취하여 보유주식의 양도에 따른 경제적 효과($50,000\text{원} = 90,000\text{원} - 40,000\text{원}$)를 얻고(lock-in), 이익의 귀속시기를 주식의 처분시점까지 이연할 수 있음은 현물결제와 동일하다. 차액결제는 현물결제를 생략하고 이행일의 선도가격과 시장가격의 차이만큼을 지급하는 것인데(예컨대 사례에서 A가 B에게 40,000원 지급한다), 이는 A가 자신의 소유주식을 B에게 인도하여 그 대가로 90,000원을 수령하고 여기에 40,000을 더하여 삼성전자 주식 1주를 새로이 시장에서 구입한 것에 다름이 없기 때문이다.

다. 풋옵션 매수포지션을 이용하는 경우

풋옵션은 주식을 계약체결시점에 정해진 행사가격으로 행사가능기간 중 매도할 수 있는 권리를 뜻한다. 현물을 보유한 상태에서 그 현물에 대한 풋옵션 매수포지션을 취하여도 매수포지션을 취하는 시점에 현물을 매도한 것과 같은 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 그 귀속시기를 행사기간 종료시점까지 이연할 수 있다. 예컨대 투자자 A가 앞에서 설명한 기본전제인 상황에서 다음과 같은 거래를 한다고 가정하자.

예컨대, A는 삼성전자 1주를 40,000원에 취득하여 보유한 상태에서, A가 풋옵션의 매수자, B가 풋옵션의 매도자로 하여 삼성전자 1주에 대한 풋옵션 매매계약을 체결하였다고 가정하자. 행사기간은 2달, 행사가격은 90,000원이며, 계약체결일의 삼성전자 주식의 가격 역시 90,000원이었다고 가정하자. A는 행사기간 종료시점에 이르러 풋옵션을 행사하였고 당시의 주식의 가격은 70,000원이었다고 가정하자.

위에서 풋옵션 매수자 A는 삼성전자 1주를 행사기간 중 언제든지 행사가격

인 90,000원에 매도할 권리를 갖는다. 물론 삼성전자 주식의 가격이 행사가격 보다 높다면 A는 권리를 행사하면 손해를 보기 때문에 행사하지 않을 것이고, 행사가격보다 낮을 때에만 권리를 행사할 것이다. 사례에서 A가 현물결제를 하였다고 가정하자. A는 풋옵션을 행사하여 자신이 보유하고 있는 삼성전자 1주를 B에게 인도하고 90,000원을 수령한다. 삼성전자 1주를 인도하고 수령한 90,000원을 양도가액으로 하고 여기에 당초 취득가액 40,000원을 차감하여 50,000원의 양도소득이 발생한다.

한편 이를 차액결제 한다고 가정하자. 차액결제는 시장에서 매수하여 인도하고 대가를 수령하는 것을 생략하고 그 차액만을 수령하는 것이다. 사례에서 A는 차액결제로 B로부터 20,000원(90,000원 - 70,000원)을 수령하게 되는데, 이는 파생상품으로부터 발생한 이익이다. 이 시점에 A가 보유한 삼성전자 주식을 양도한다면 양도소득 30,000원(70,000원 - 40,000원)이 발생한다. 비록 파생상품의 이익 20,000원과 양도소득 30,000원으로 소득의 성격이 바뀌었지만 그 합계액은 50,000원으로 현물결제의 결과와 동일하고 귀속시기도 행사일까지 이연됨 역시 동일함을 알 수 있다. A가 차액결제일에 보유 주식을 시장에서 양도하지 않고 계속 보유하고 있다면, 이는 양도 후 재취득과 동일한 경제적 효과를 야기한다.

끝으로 사례와 달리 주가가 행사가격보다 높게 형성되어 행사기간 종료 시점까지 행사하지 않았다고 가정하자. 이 경우 비록 A는 옵션취득에 따른 수수료 손실을 감수하게 되지만, 행사기간 종료시점에 보유주식을 양도하면 90,000원 이상의 가격으로 매도할 수 있다. 그 결과 자신이 원하는 양도소득 50,000원의 귀속시기를 다음 과세연도로 이연하는 목표를 이룰 수 있다.

정리하면, 주식을 보유한 상태에서 그 주식을 기초자산으로 하는 풋옵션의 매수는, 그 권리의 행사로 현물결제가 이루어지든 차액결제가 이루어지든 혹은 권리가 불행사되든 상관없이, 풋옵션 매수시점에 기초자산인 주식을 양도한 것과 같은 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 그 귀속시기를 미래로 이연시킬 수 있다.

라. 풋옵션과 콜옵션의 조합, 스왑을 이용하는 경우

선도계약은 콜옵션과 풋옵션으로 인수분해가 가능하다. 콜옵션과 풋옵션의 조합을 통해 선도계약과 동일한 구조를 만들 수 있다. 예컨대, 선도거래의 매도자 A는 미래의 일정한 시점에 기초자산을 약정된 가격으로 매도할 의무를 부담하고, 매수자 B는 매입할 의무를 부담하는데, 이러한 A의 지위는 경제적으로는 약정된 가격을 행사가격으로 하는 풋옵션을 B로부터 매입함과 동시에 콜옵션을 B에게 매도한 것과 같다($F = \text{put} - \text{call}$). 두 개의 옵션 거래를 한 경우 만기일에 기초자산의 가격이 행사가격보다 높다면 A는 그가 보유하고 있는 풋옵션을 행사하지 않을 것이나, B는 보유하고 있는 콜옵션을 행사할 것이다. 반대로 만기일에 기초자산의 가격이 행사가격보다 낮다면 A는 풋옵션을 행사할 것이나 B는 콜옵션을 행사하지 않을 것이다. A와 B 두 당사자 중 어느 한 당사자는 옵션을 행사할 것이고 그렇다면, 선도거래를 한 것과 동일한 경제적 효과가 있다.¹⁹⁾

위의 설명에서와 같이 거래상대방으로부터 풋옵션을 매수함과 동시에 거래상대방에게 콜옵션을 매도한 경우에는 선도계약의 매도포지션을 취한 경우와 동일하다. 주식보유자 A가 그 기초자산에 대한 풋옵션의 매수포지션과 동시에 콜옵션의 매도포지션을 취하고 있다면 이 역시 이들 포지션을 취하는 순간 소유주식을 매도한 것과 동일한 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 이행일까지 그 귀속시기가 이연되는 현상이 발생한다.

스왑은 연속된 선도계약의 묶음으로 정의된다. 삼성전자 주식 보유자 A가 그 주식을 기초자산으로 하는 스왑계약의 매도포지션을 갖고 있다면 이 역시 앞의 선도계약이 연속된 것에 불과하기 때문에 스왑계약의 매도포지션을 취하는 순간 소유주식을 매도하는 것과 동일한 경제적 효과가 발생한다. 이에 대한 설명은 생략한다.

19) 박준, “파생금융거래를 둘러싼 법적 문제 개관”, 『파생금융거래와 법』, 소화, 2012. 4. 30., 18~19면.

3. 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래에 대응하는 조세회피 방지방안

가. 소유주식 공매도가 조세회피 목적의 거래인지 여부

앞의 IV. 1.은 소유주식 공매도(short sale against the box)에 대해 과세시기 이연을 목적으로 하는 거래, 즉 조세회피 목적의 거래임을 전제로 설명하고 있다. 소유주식 공매도의 거래형식을 보면 공매도거래임이 분명하다. 대차 거래를 통해 대여자로부터 주식을 차입하여 공매도하고 거래종료일에 차입한 주식을 반환하는 모습을 띠고 있다. 특히 주식시장에서 주식을 취득하여 반환하는 경우에는 거래의 형식이 약세장에 투자하는 공매도와 동일하여 그 구분이 어렵다.

그러나 소유주식 공매도는 이미 설명한 바와 같이 소유하고 있는 주식으로 반환하던 시장에서 매입하여 반환하던 공매도시점에 소유 주식을 양도한 것과 동일한 경제적 효과를 얻으면서(lock-in) 그 실현시기를 거래종료일 이후로 이연시킬 목적으로 이루지될 뿐이다. 공매도시점에 소유주식의 매도 효과를 야기할 뿐 이익과 손실 어느 쪽으로도 경제적 변화를 야기하지 않는다. 공매도거래의 형식을 취하고 있지만 조세혜택을 목적으로 할 뿐 경제적 이익을 취하기 위한 진정한 거래로 볼 수 없다.

소유주식 공매도(short sale against the box)가 공매도자가 약세장에 투자하기 위한 거래라면 소유하고 있는 주식부터 우선 팔고 공매도거래를 하여야 할 것이다. 이점에서 기존의 주식을 보유한 채로 공매도하는 소유주식 공매도는 공매도자가 약세장에 투자하는 것과는 전혀 상관이 없다. 어떤 이는 소유주식 공매도가 약세장이 예상되어 현재 소유하고 있는 주식의 가격하락 위험을 제거하기 위한 수단으로 공매도한다고도 설명한다. 그러나 이러한 설명도 타당성은 없어 보인다. 공매도거래에는 공매도에 따른 비용, 반환에 따른 수수료, 대차기간 중 발생한 배당금의 이전에 수반되는 비용, 대여자에게 지불할 대차

수수료 등 많은 비용이 든다. 이러한 비용을 지불하면서 공매도를 통해 소유주식을 처분한 것과 같은 경제적 효과를 구할 이유가 없다. 단순히 소유주식을 처분하는 것이 가치하락 위험을 제거하는 최고의 방법이기 때문이다.

그렇다면 무슨 이유로 소유주식 공매도(short sale against the box)를 하는 것일까? 오로지 소유 주식의 과세시기 또는 소득구분(장기이익이나, 단기이익이나)을 과세상 유리하도록 조작하기 위한 목적으로 한다고 밖에는 설명할 수가 없다. 소유주식 공매도는 국세기본법 제14조(실질과세의 원칙) 제3항에서 설명하는 “제3자를 통한 간접적인 방법이나 둘 이상의 행위 또는 거래를 거치는 방법으로 이 법 또는 세법의 혜택을 부당하게 받기 위하여” 하는 거래의 하나로 보인다.

나. 조세회피 방지방안

소유주식 공매도(short sale against the box)는 오로지 소유 주식의 과세시기 또는 소득구분(장기이익이나, 단기이익이나, 비열거소득이나 등)을 과세상 유리하도록 조작하기 위한 조세회피 목적의 거래이기 때문에 이에 대응하는 적절한 조세회피 방지규정이 필요하다. 우선, 국세기본법상 실질과세의 원칙을 적용하는 방법을 생각할 수 있다. 이 거래가 국세기본법 제14조 제3항에서 설명하는 “제3자를 통한 간접적인 방법이나 둘 이상의 행위 또는 거래를 거치는 방법으로 이 법 또는 세법의 혜택을 부당하게 받기 위하여” 하는 거래의 하나로 볼 수 있기 때문에 이 규정에 따라 거래를 재구성하여 과세하는 방법이다. 그러나 이 방법은 여러 문제를 야기하여 타당하지 않다. 과세청이 이 거래의 형식이 복잡하여 이를 검토하고 적절히 재구성하여 과세할 수 있을지도 의문이거나, 과세하더라도 이 거래가 이 규정의 적용대상인지 여부는 결국 법원의 판단을 구할 수밖에 없는데, 법원이 긍정적으로 판단할지도 의문이다.

그러므로 소유주식 공매도에 대응하는 개별적 조세회피 방지규정을 입법하는 것이 법적 불확실에 따른 사회적 비용을 최소화하는 최선의 방법이라

고 생각한다. 이와 관련하여 그 동안의 검토결과를 토대로 다음과 같은 조세회피 방지규정의 입법방안을 제시한다.

앞 IV. 1.에서 정리한 바와 같이 소유주식 공매도는 공매도를 통해 소유주식을 양도한 것과 같은 경제적 효과를 얻으면서(lock-in), 그 실현시기를 공매도거래의 청산일(방법 1) 또는 그 주식의 양도일(방법 2)로 과세시기를 이연하는 효과가 발생하지만, 그 경제적 효과는 공매도일에 보유주식을 양도하여 발생한 양도차익과 동일하거나(방법 1), 공매도일에 보유주식을 양도하여 발생한 양도차익과 반환일에 새로이 취득한 주식을 반환일 이후에 양도하여 발생한 양도차익의 합과 동일하다(방법 2). 그러므로 그 경제적 효과에 따라 공매도거래의 형식을 부인하고 다음과 같이 재구성하여 과세하도록 하는 것이다.

즉, “소유주식 공매도 거래는 그 거래형식에도 불구하고 공매도한 시점에 소유주식을 양도한 것으로 보거나(소유 주식으로 반환한 경우) 또는 공매도한 시점에 소유주식을 양도하고 반환일에 새로이 취득한 것으로 보아(주식시장에서 매수하여 반환한 경우) 이 법을 적용한다.”고 입법하는 것이 타당하다. 아울러 주식(the box)을 대신하여 주식의 성격을 갖는 전환사채나 신주인수권부 사채를 이용하거나 공매도(short sale)를 대신하여 매도포지션을 취하는 선도계약, 선물계약, 옵션의 조합, 스왑계약, 풋옵션의 매입 등을 이용하는 경우에도 소유주식 공매도 거래로 보아 위 입법방안의 적용대상에 포함할 필요가 있다.

한편, 공매도거래의 오랜 역사를 갖고 있는 미국은 오래전부터 소유주식 공매도(short sale against the box)에 대한 조세회피 방지규정을 갖고 있는데, 간략히 그 내용을 살펴보면 다음과 같다. 미국은 오래전부터 단기자본이득에 대해서는 높은 세율로 과세하고 장기자본이득에 대해서는 낮은 세율로 과세하는 체계를 갖고 있었는데, 1950년대 이전까지 소유주식 공매도가 단기자본이득을 장기자본이득으로 전환하기 위한 수단으로 널리 사용되어 왔다.²⁰⁾ 1950년대에 이르러 처음 소유주식 공매도에 대한 조세회피 방지규정

20) 김갑래, 『미국 주식자본이득 과세제도의 주요 내용 및 시사점』, 자본시장연구원,

을 두어 이에 대응하게 된다.

미국세법 제1233조에 기술되어 있는 내용을 보면, 소유주식 공매도(short sale against the box)를 세법상 공매도거래임을 전제로 대응하고 있을 뿐, 위에서 말한 바와 같은 공매도 자체를 부인하는 방식으로 규정하고 있지는 않다. 소유한 주식을 반환하여 거래를 종료하는 경우 공매도차익의 귀속시기는 여전히 공매도거래 종료일로 보고 있고, 시장에서 매입하여 반환하는 경우에도 약세장에 투자하는 경우와 동일하게 독립된 공매도거래로 보고 있고, 그 후 소유주식을 양도하면 그 양도소득을 양도시점에 귀속시켜 과세하고 있다.

이처럼 미국세법 제1233조는 소유주식 공매도 거래의 형식을 존중하되 다만 이렇게 형성된 공매도차익의 성격 즉 장기자본이득인지 단기자본이득인지에 대해서만 이를 조작할 수 없도록 하고 있다. 즉 1) 소유주식으로 반환하는 경우 소유주식의 취득부터 공매도까지의 보유기간이 1년 미만이면 반환시점을 고려하지 않고 그 이익을 단기자본이득으로 보며,²¹⁾ 2) 시장에서 매수하여 반환하는 경우로서 소유주식의 취득부터 공매도까지의 보유기간이 1년 미만이면 반환하는 시점에 소유 주식을 처음 소유한 것으로 보아 보유기간을 계산하고, 공매도차익은 단기자본이득으로 보고,²²⁾ 3) 시장에서 매수하여 반환하는 경우로서 소유주식의 취득부터 공매도까지의 보유기간이 1년 이상이면 공매도차익도 장기자본이득으로 보도록 하여²³⁾ 임의로 장기 또는 단기자본손익을 생성하지 못하도록 하고 있다.

미국세법 제1233조가 소득의 귀속시기 보다 자본이득의 성격(장기이득이냐 단기이득이냐)을 조작하지 못하도록 규정한 것은 아마도 자본이득의 성격의 변환이 투자자에게 많은 조세차익을 야기하기 때문에 이 정도의 조세회피 방지규정만으로도 소유주식 공매도의 남용을 막을 수 있다는 판단에서

2016, 23면.

21) IRC § 1233(b)(1).

22) IRC § 1233(b)(2).

23) IRC § 1233(b)(3).

인듯하다.

그러나 소유주식 공매도(short sale against the box)를 이용하여 소득의 귀속 시기를 이연하는 것은 소득세의 누진세 구조를 형해화하고 여러 거래와 복합하여 특히 상속세 과세를 무력화하는 결과를 야기하는데, 그 대표적 사건이 클린턴 행정부 시절에 발생한 에스티 로더(Estee Lauder) 사건²⁴⁾이었다. 이 사건을 계기로 1997년 통상 Constructive sale 규정이라고 불리는 미국세법 제1259조를 새롭게 제정하게 된다. 동 규정은 앞의 미국세법 제1233조와는 달리 소유주식 공매도의 거래형식을 무시하고 이 거래가 갖는 경제적 효과에 맞추어 재구성하여 과세하고 있다.²⁵⁾ 동 규정은 매우 포괄적으로 기술되어 있는데, 그 핵심적인 내용은 “소유주식 공매도(short sale against the box)에서 공매도가 이루어지면 공매도한 시점에 소유주식을 매각한 것으로 보아 과세하며, 그 시점에 다시 매입하여 소유하고 있는 것처럼 세무처리 하라.”²⁶⁾는 것이다. 아울러 소유주식 공매도 거래의 범위에 선물 또는 선도계약, 옵션이 포함된다고 기술하고 있다. 미국세법 제1259조가 미국세법 제1233조에 우선하여 적용된다.

24) 자세한 내용은, “이미현 외 4인, 앞의 책, 301면” 및 “Andrea S, Kramer, *op. cit.*, 32,004” 참조.

25) 그렇다고 해서 소유주식 공매도(short sale against the box)를 경제적 효과만으로 완전히 재구성하여 과세하는 것은 아니다. 공매도시점에 보유주식에 매도손실이 발생하는 경우에는 적용대상이 아니다. 평가이익이 존재할 때만 의제매도규정이 적용된다.

26) IRC § 1259(a)(1), IRC § 1259(a)(2)(B), Andrea S, Kramer, *op. cit.*, 32,029 참조.

V. 결 론

지금까지 공매도(short sale)를 정의하고, 공매도차익이 어떤 과정을 통해 발생하며, 현행 세법상 공매도차익에 대한 과세가 가능한지 검토하였다. 그 결과 대차거래에 대한 사법적 효과에 의존해서는 합리적 과세가 불가능하다는 점과 그런 이유로 세법이 사법적 효력을 부인하고 경제적 관점에서 새롭게 입법될 필요가 있음을 지적하였다. 아울러 형식은 공매도이지만 오로지 소유주식의 처분에 따른 자본이득의 실현시기를 이연할 목적으로 이루어지는 소유주식 공매도(short sale against the box)는 세법상 부인하고 적절히 재구성하여 과세할 필요가 있음을 지적하였다. 이와 같은 연구결과를 간략히 서술하면 아래와 같다.

주가 하락이 예상될 때 대차거래를 통해 주식을 차입하여 매도하고 낮은 가격으로 매수하여 반환함으로써 이익을 취하는 공매도거래는, 주가 상승이 예상될 때 주식을 매수하고 높은 가격으로 매도함으로써 이익을 취하는 경우 그 이익에 대해 양도소득세를 과세하는 것과 같이, 그 이익에 대하여 과세하여 두 투자결과에 대한 세법상 공평한 취급을 할 필요가 있다. 이를 위하여 다음과 같은 입법방안을 제시한다.

첫째, 일정한 요건을 충족하는 대차거래에 있어서는 과세상 대여자가 대여주식을 계속 소유하고 있는 것으로 취급한다. 따라서 대여자의 대여와 반환이 세법상 양도와 새로운 주식의 취득이 아님을 명확히 한다.

둘째, 공매도자에 의한 주식의 차입과 반환 역시 대여자의 경우와 동일하게 세법상 주식의 취득이나 양도가 아님을 명확히 한다.

셋째, 공매도차익은 공매도가에서 주식의 취득가액을 차감하여 계산하며, 공매도차익의 귀속시기는 거래의 종료일인 반환일이 속한 과세연도로 한다.

한편, 소유주식 공매도(short sale against the box)는 그 형식은 공매도이지만

그 실질은 소유한 주식을 매도한 것과 같은 경제적 효과를 얻을 뿐 이 거래로 이익과 손실 어느 방향으로도 변화를 야기하지 않는다. 오로지 과세시기의 이연을 위한 수단에 지나지 않기 때문에 조세회피 방지를 위하여 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래는 다음과 같이 재구성하여 과세할 필요가 있다.

첫째, 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래는 그 거래형식에도 불구하고 공매도한 시점에 소유주식을 양도한 것으로 보거나(소유 주식으로 반환한 경우) 또는 공매도한 시점에 소유주식을 양도하고 반환일에 새로이 취득한 것으로 보아(주식시장에서 매수하여 반환한 경우) 세법을 적용한다.

둘째, 주식을 대신하여 주식의 성격을 갖는 전환사채나 신주인수권사채 등을 이용하거나, 공매도(short sale)를 대신하여 매도포지션을 취하는 선도계약, 선물계약, 풋옵션 매수계약, 스왑계약, 콜옵션과 풋옵션의 조합 등을 이용하는 경우에도, 이를 소유주식 공매도(short sale against the box) 거래로 보아 위 입법방안의 적용대상에 포함하여야 한다.

參 考 文 獻

- 관계부처 합동, “금융투자 활성화 및 과세합리화를 위한 금융세제 선진화 추진 방향”, 2020. 6. 25.
- 그레고리 J, 밀먼(김태영 옮김), 『금융혁명 보고서』, 길벗, 1998.
- 김갑래, 『미국 주식자본이득 과세제도의 주요내용 및 시사점』, 자본시장연구원, 2016.
- 박 준, “파생금융거래를 둘러싼 법적 문제 개관”, 『파생금융거래와 법』, 소화, 2012.
- 박철영, “증권대차거래에 관한 법적 고찰”, 『증권법연구』 제10권 제2호, 삼우사, 2009.
- 손영철, “주식대차거래와 대주주의 범위 판단”, 『조세판례백선2』, 박영사, 2015
- _____, “환매조건부매매 및 대차거래에서의 세법상 실질주의 적용에 관한 연구”, 『조세법연구』 제17권 제3호, 한국세법학회, 2011.
- 이미현 · 정영민 · 설윤정 · 조석희 · 이익재, 『파생금융상품 조세제도 개관』, 삼일 인포마인, 2017.
- 존 스틸 고든(강남규 옮김), 『월스트리트 제국』, 참솔, 2001.
- Andrea S, Kramer, Financial Products-Third Edition Volume 2, CCH 2006.

<Abstract>

Legislative Measures for Taxation of Gains on Short Selling of Stocks and Prevention of Tax Avoidance

Sohn, Young Chul*

Short sale transactions that make profits by borrowing and selling stocks through loan transactions, by buying stocks at low prices and returning them when the stock price is expected to fall, is necessary to treat fairly about both investment outcomes under the tax law taxing the profits, like taxing capital gains tax on the profit in case where profits are made by buying stocks and selling them at a high price when the stock price is expected to rise. To this end, the following legislative measures are proposed.

First, in a loan transaction that meets certain requirements, the lender is treated as continuing to own the rental stock for taxation. It is clarified that the lender's loan and return are not transfer and acquisition of new stocks under the tax law.

Second, it is clarified that borrowing and return of stocks by short sellers are not also acquisition or transfer of stocks under the tax law as in the case of lenders.

Third, profits from short selling are calculated by subtracting the acquisition price of stocks from the short selling price, and the period of attribution of profits from short selling shall be the tax year in which the return date, the end date of the transaction, belongs.

On the other hand, short sale against the box made while owning stocks is a form of short sale but in substance it only has the same economic effect as selling owned stocks. This transaction does not cause any change in either direction of profit or loss. Since it is only a mean to delay the taxation period, short sales against the box transaction needs to be recharacterized and taxed to prevent tax avoidance as follows.

First, a short sale against the box transaction applies to a tax law, regardless of the transaction form, as transferring the owned stocks at the time of short sale (in the case of returning owned stocks) or as transferring the owned stocks at the

* Certified Public Tax Accountant, Ph. D. in Law

time of short sale and acquiring the new stocks at the time of return (in the case of buying and returning in the stock market).

Second, if convertible bonds or bonds with warrant with the nature of stocks are used instead of stocks, or if forward contracts, futures contracts, put option purchase contracts are used instead of short sale, they should also be included in the application of the above legislative measures in view of short sales against the box.

▶ **Key Words** : short sale, profits from short selling, security lending, short sale against the box, tax avoidance