



www.capefn.com

증권거래세 폐지가 불러올 나비효과 - ETF와 증권업을 중심으로

은행/증권 전배승

☎ 02)6923-7353

✉ junbs@capefn.com



Market/ETF 한지영

☎ 02)6923-7349

✉ hedge0301@capefn.com

케이프투자증권



C o n t e n t s

Part I

증권거래세 폐지 논의와 시사점

Part II

증권거래세 개편이 ETF 시장에 미치는 영향

Part III

증권업종 영향과 전망



Summary

▶ 증권거래세 폐지 논의와 시사점

- 증권거래세의 폐지(혹은 인하)에 대한 논의 본격화. 증권거래세 개편 시 거래비용 감소 → 거래대금 증가 → 주식시장 활성화로 귀결될 수 있다는 기대감 상존
- 주요 선진국들은 이미 90년대 이전에 증권거래세를 폐지. 99년 폐지한 일본 사례 참고 시 이전 대비 회전율이 상승하면서 증시 활성화에 기여한 것으로 평가
- 국내의 경우 과거 거래세율 인하에도 거래대금의 큰 변화는 없었고 거래강도는 당시의 증시상황에 연동되는 모습을 보임. 거래세율 인하 보다는 완전폐지의 효과가 크게 나타날 것
- 거래세 개편은 양도소득세 확대와 병행될 가능성이 높음. 양도세 부과범위가 점진적으로 확대되고 손익통산 및 손실의 이월공제가 병행될 경우 부정적 효과는 최소화 가능
- 양도소득세 확대 시 성장주 보다는 배당주와 가치주의 상대 메리트가 부각될 전망. 이미 양도세가 부과되고 있는 해외주식의 경우도 반사적 수혜가 예상됨

▶ 증권거래세 개편이 ETF 시장에 미치는 영향

- 2010년 이후 연기금 등 기관에 대해 증권거래세가 부과되기 시작함에 따라, 국내 차익거래시장은 크게 위축
- 증권거래세가 시장 친화적으로 개편 시 (폐지 혹은 인하), 현선물, ETF 시장 내 차익거래 활성화로 자본시장 효율성 개선 기대
- 증권거래세 폐지 시 현재 ETF 시장에 유일하게 참여하고 있는 우정사업본부 이외에도 여타 연기금 등 기관의 차익거래 참여로 ETF 시장 효율성 증대 전망
- 또한 헤지거래세 면제 시 ETF의 괴리율 축소, 호가스프레드 축소 등 긍정적인 효과를 유발함에 따라, ETF 시장의 양적, 질적 성장이 가능할 것으로 예상

▶ 증권업종 영향과 전망

- 수익다변화 노력에도 증권주 주가는 여전히 증시흐름에 연동. 브로커리지 수익비중 축소에도 시장 변동성에 노출된 Trading수익과 신용이자수의 확대에 기인
- 증권거래세 폐지시 10%의 시가총액 회전율 상승효과를 기본 시나리오로 예상함. 과거 일본사례 적용시 20%이상의 거래대금 증가도 가능
- 자본시장의 역할강화에 중점을 둔 후호적인 정책기조가 지속되고 있다는 점을 긍정적으로 평가. 위험자산군 및 금융상품 내에서 증권사에 유리한 Money Shift 가능성 상존
- 증권업종 비중확대 의견 유지. 최선희주 한국금융지주, 미래에셋대우 유지

1

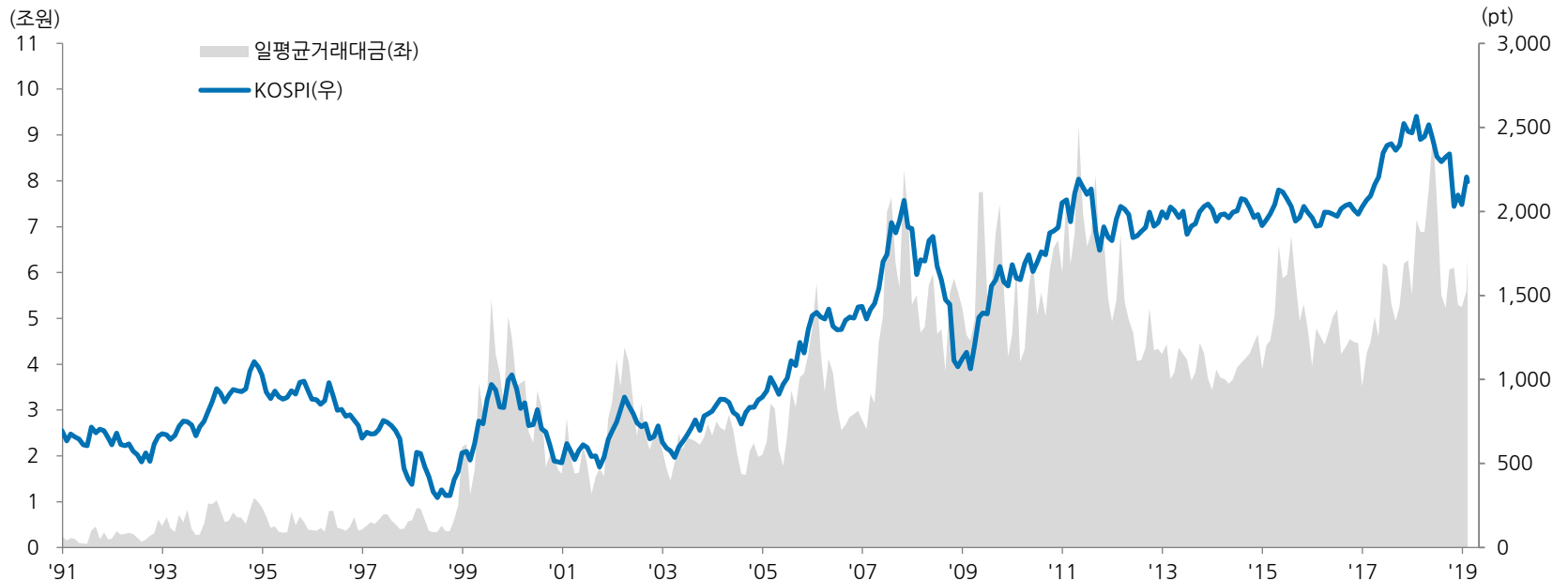
증권거래세 폐지 논의와 시사점

- 증권거래세 개편 논의 본격화
- 국내 및 해외 증권거래세 변화사례 Case Study
- 양도소득세 강화 이슈 점검

증권거래세 개편, 본격 논의

- 2019년 1월 중순 정치권, 금융권 간 현장 실무 간담회 이후 증권거래세를 포함한 자본시장 세제 개편 논의가 본격화
- 현 0.3% 세율로 과세되고 있는 증권거래세가 시장 친화적으로 (거래세 인하 혹은 전면 폐지) 개편될 것이라는 전망이 유력
- 세법개정안 통과 후 실제 적용까지는 시간 소요 예상되나, 현실화 시 거래비용 부담 감소로 거래대금 증가 등 시장 활성화 기대감이 높은 상황

1991년 이후 주가지수(KOSPI)와 거래대금

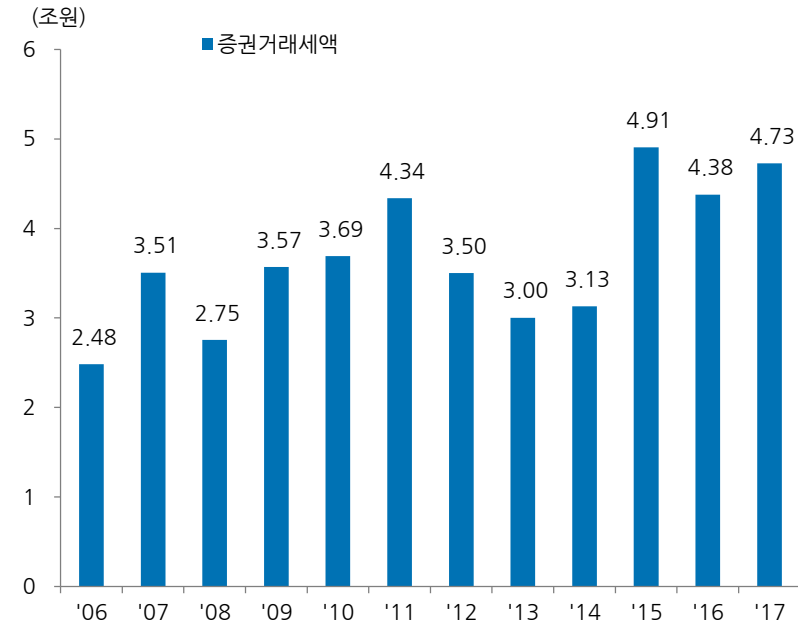


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

증권거래세: 정부 입장에서는 안정적 세수

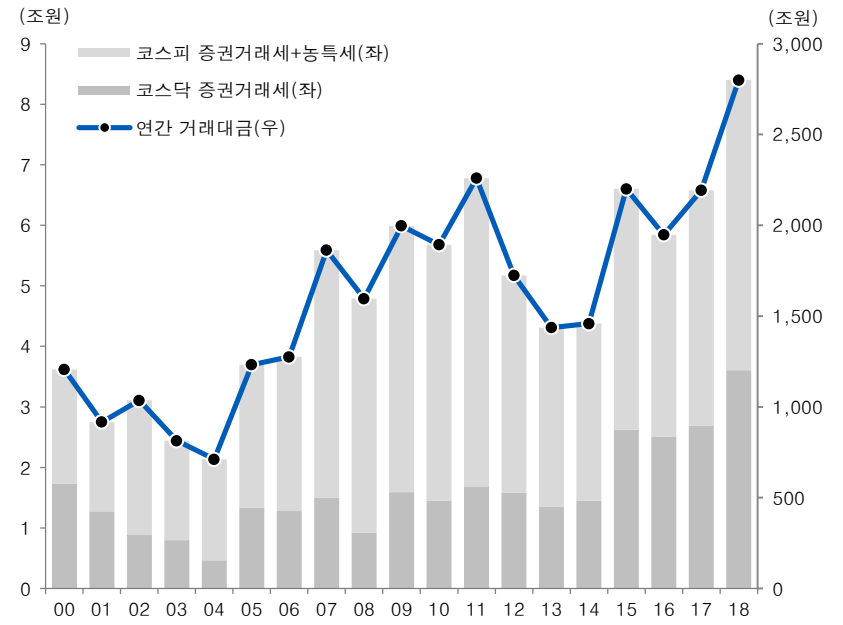
- 증권거래세는 1963년 과세 시작 → 1971년 자본시장 육성 목적으로 폐지 → 1979년 투기행위 방지 목적으로 재도입(0.2%)
- 이후 1994년까지 0.5% (농특세 포함)까지 인상 후 1995년(0.45%), 1996년(0.3%) 두 차례에 걸쳐 인하
- 현재 정부에서는 KOSPI 상장 주식에 대해 0.15% (농특세 0.15% 별도), KOSDAQ 상장 주식에 대해 0.3%의 증권거래세를 수취
- 2017년말 기준, KOSPI와 KOSDAQ 합산 증권거래세액은 4.7조원으로 전년 동기 대비 약 8% 증가
- 거래대금이 급증한 2018년의 경우 농특세를 포함하면 증권거래세는 8조원을 상회할 것으로 추정

연도별 실제 증권거래세액(KOSPI 0.15%, 코스닥 0.30%) 합산



자료: 국세통계, 케이프투자증권 리서치본부

코스피와 코스닥 증권거래세+농특세 추정

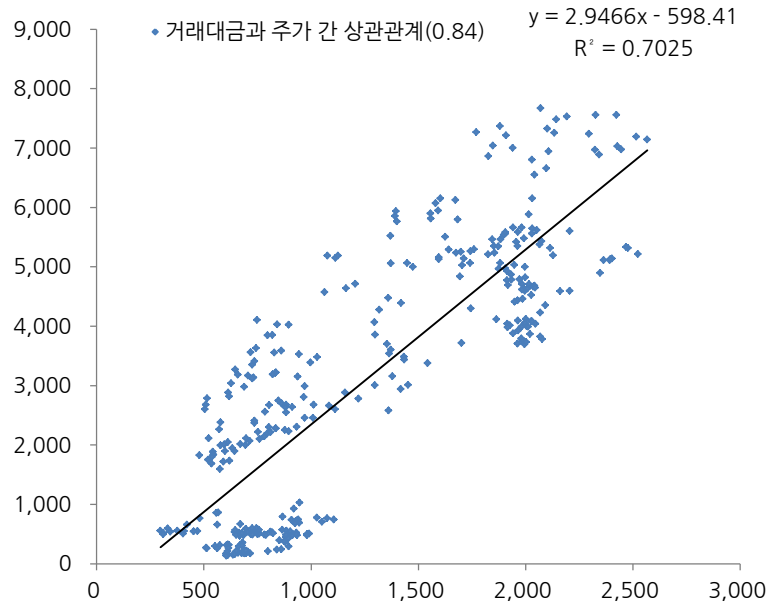


자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래대금과 주가 간 상관관계

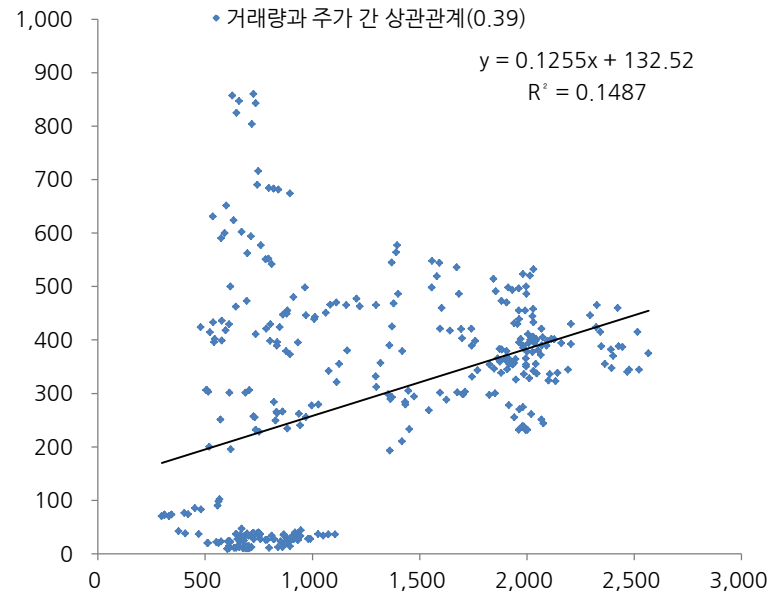
- 역사적으로 거래대금과 주가간에는 높은 양(+)의 상관관계
- 1990년~2019년 1월까지 월별 일평균거래대금과 KOSPI 주가간 상관관계는 0.84로 거래량과 주가 간 상관관계(0.39)에 비해 높은 상관성을 지님
- 따라서 증권거래세 단계적 인하, 폐지 시 거래비용 부담 감소 → 거래대금 증가 → 주식시장 활성화 → 주가 상승으로 귀결될 수 있다는 기대감 형성

1990년 ~2019년 1월까지 거래대금과 KOSPI 주가 간 상관관계



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

1990년~2019년 1월까지 거래량과 KOSPI 주가 간 상관관계

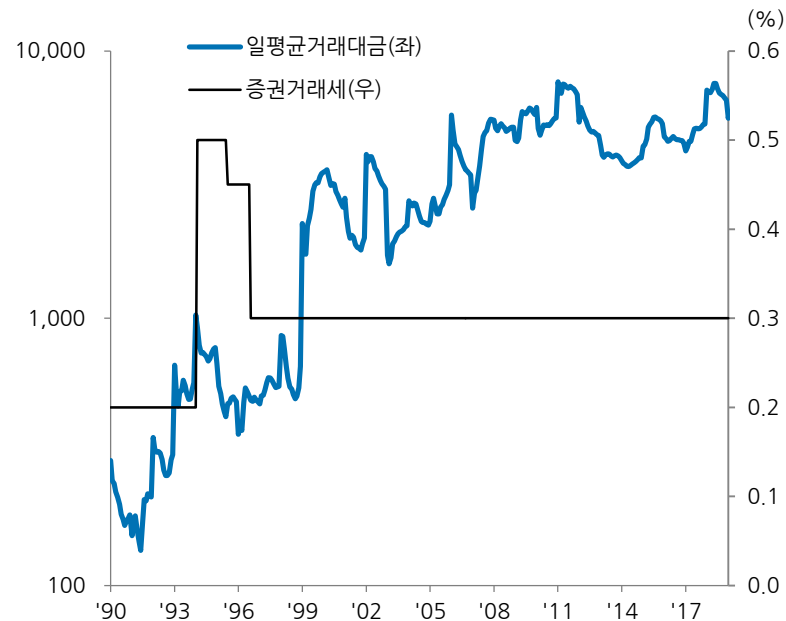


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

과거 증권거래세 인하 당시 거래대금 변화에 대한 Implication

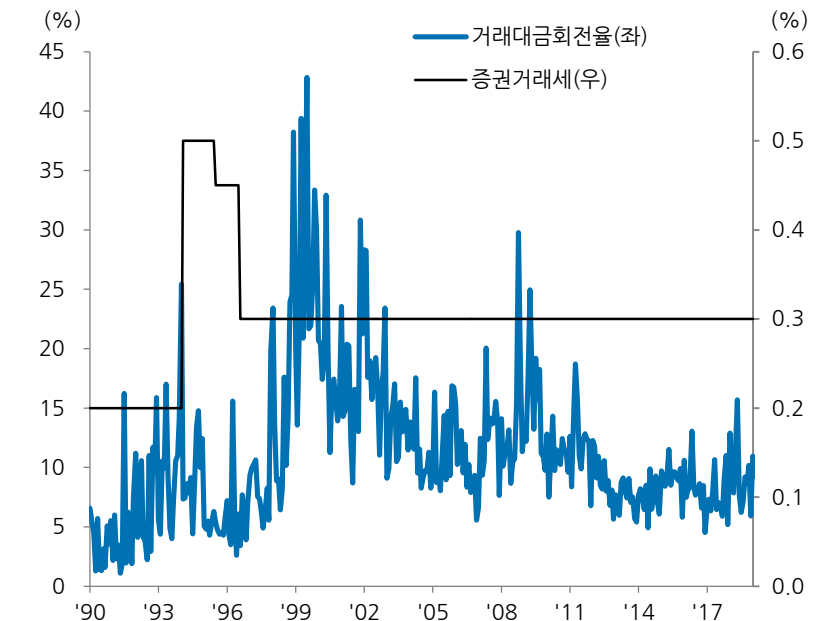
- 1990년 0.2%였던 증권거래세는 1994년 7월 0.5%(농특세포함)로 인상
- 7월 인상 당시 KOSPI 기준, “인상 3개월 전 일평균 거래대금 7,400억원” → “인상 3개월 후 5,190억원”으로 감소
- 1995년 7월 0.45%로 인하 당시, “인하 3개월 전 일평균 거래대금 4,510억원” → “인하 3개월 후 4,870억원”으로 소폭 증가
- 1996년 8월 0.30%로 인하 당시, “인하 3개월 전 일평균 거래대금 5,300억원” → “인하 3개월 후 4,960억원”으로 소폭 감소
- 0.30%로 인하된 이후 1999년 일평균 거래대금은 2조 6,950억원으로 큰폭 증가했으나, 이는 거래세 인하 효과보다는 당시 벤처 버블 효과에서 기인
- 따라서, 거래세 인하가 필연적으로 거래대금 증가를 수반하는 것은 아니며, 오히려 당시의 시장 환경에 유의미한 영향을 받는 것으로 볼 수 있음

증권거래세 변화와 일평균 거래대금(KOSPI)



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부, 주*: 좌축은 로그 변환

증권거래세 변화와 거래대금 회전율(KOSPI)

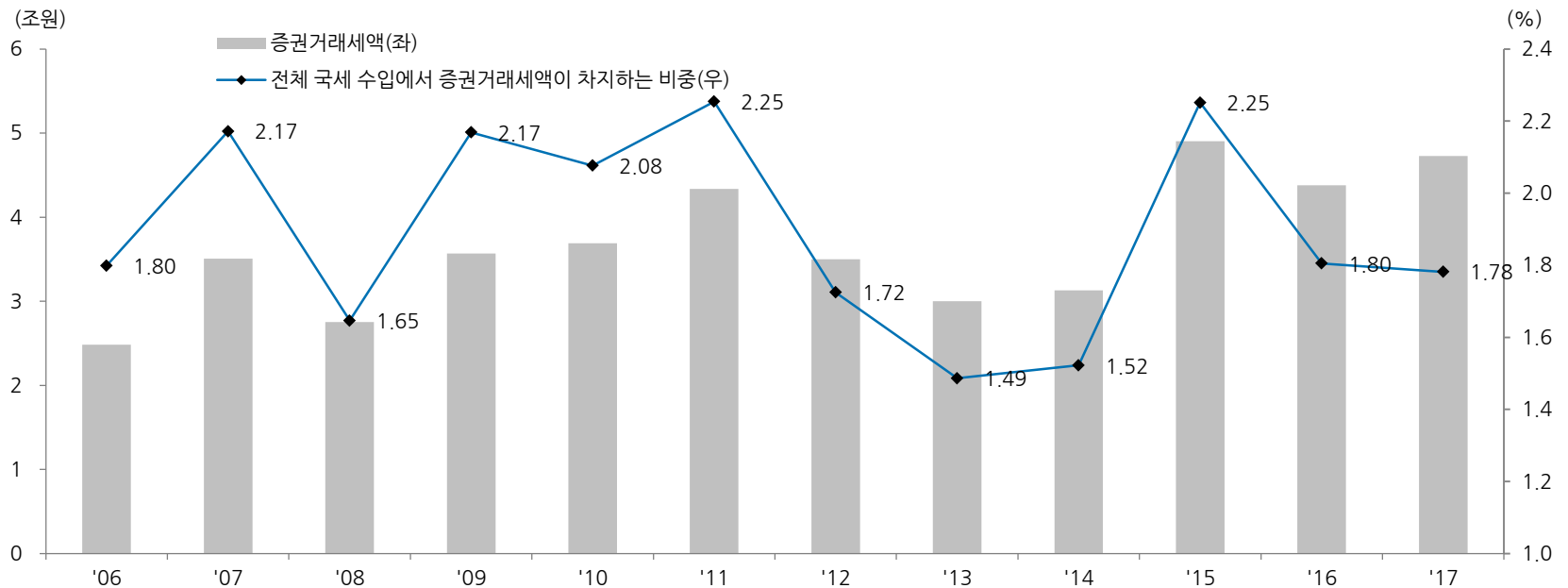


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

증권거래세액은 정부 입장에서 안정적인 세원

- 주요 선진국들 또한 증권거래세는 부과하지 않고 있기 때문에, 한국도 증권거래세 폐지 쪽으로 방향을 재설정할 가능성이 높음
- 2017년 기준으로 증권거래세액이 전체 국세수입에서 차지하는 비중은 1.78% 수준에 불과
- 그러나 정부에서는 증권거래세가 안정적으로 거두어들이 수 있는 수입원이기 때문에 폐지 반대입장을 보이기도 했으나, 최근에는 한발 물러선 입장
- 증권거래세 단계적 인하, 폐지 후 주식 양도차익 과세 제도 정비 및 보완을 통해 증권거래세 수입 감소분을 충당할 가능성

증권거래세액이 전체 국세 수입에서 차지하는 비중 - 규모는 크지는 않지만 안정적인 세원 역할



자료: 국세통계, 케이프투자증권 리서치본부

미국, 일본, 독일 등 주요 선진국은 증권거래세 비과세

- 한국을 포함한 중국, 대만, 홍콩 등 신흥국들은 증권거래세를 부과(주요 신흥국 중 한국과 대만은 양도소득세까지 부과)
- 미국, 일본, 독일, 영국(인지세만 부과) 등 주요 선진국들은 증권거래세를 부과하지 않으며, 양도소득세만 부과
- 상기 선진국들도 과거에는 투기수요 감소 목적으로 거래세를 부과한적이 있었으나, 실효성이 적어 폐지함
- 유럽의 경우 금융위기 이후 주식, 채권, 외환, 파생상품 등 모든 금융상품 거래에 과세하는 금융거래세 도입이 논의됨
- 2010년 EU 11개국이 찬성하며 EU차원의 금융거래세 과세를 추진했으나, 영국과 네덜란드의 반대로 무산
- 금융시장이 발달한 국가는 거래세 과세 시 거래 스프레드 확대, 시장 유동성 및 효율성 감소라는 부정적인 측면이 더 크다는 논리가 지배적

국가별 증권거래세 및 양도소득세 부과 현황

국가	증권거래세	양도소득세
한국	0.3%	과세(대주주)
미국	비과세	과세
일본	비과세	과세
영국	0.5%(인지세)	과세
프랑스	0.30%	과세
독일	비과세	과세
중국	0.1%	비과세
대만	0.15%	과세
홍콩	0.1%	비과세
태국	0.1%	비과세
싱가폴	0.2%	비과세

자료: OECD, 조세재정연구원, 케이프투자증권 리서치본부

주요 선진국들의 증권거래세 제도 변화

- 미국은 1965년에 폐지 이후 1980년 초 ~1990년 초, 2008년 금융위기 두 차례에 걸쳐 재도입 논의가 이루어지긴 했으나, 실행되지는 않았음
- 스웨덴의 경우, 금융시장의 불안정성을 이유로 규제 차원에서 1984년 0.5%의 증권거래세를 도입, 1986년 1.0%로 2배 인상
- 증권거래세율 인상에 따른 자금조달비용 증가, 주식시장 거래 위축, 증권거래세수 감소라는 부정적인 결과를 야기
- 스웨덴 주식시장 거래물량의 30%가 런던거래소로 이전하는 등 역내 자본 유출 현상도 심화됨에 따라 1991년 증권거래세를 폐지
- 영국은 증권거래세 대신 인지세를 부과해오고 있으며, 1996년 인지세를 폐지 추진했으나 세수감소라는 반대 의견에 부딪혀 현재까지 인지세 부과

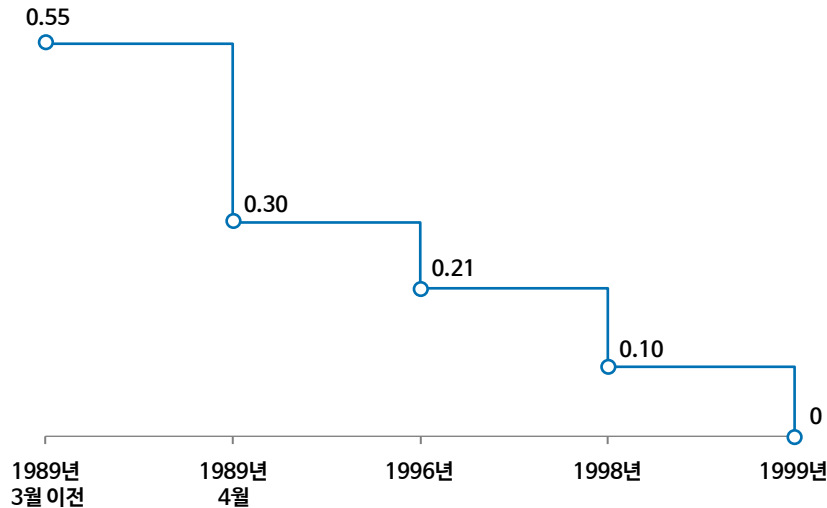
주요 선진국 증권거래세 변화

국가	내용	비고
미국	1914년부터 1965년까지 주식이전세(stock transfer tax)가 부과 1965년, 거래세가 주식거래를 복잡하게 만든다는 것을 이유로 폐지	2008년 금융위기 이후 금융거래세 도입 논의가 활발히 이루어졌으나, 득보다는 실이 크다는 논리로 도입 무산
일본	1953년 양도소득금액 계산 시 실무적인 어려움으로 인해 주식에 대한 양도소득세 폐지 후 0.15% 증권거래세 도입 → 1989년 4월까지 0.55% 까지 인상됐던 증권거래세율을 0.3%로 인하하고 주식 양도소득세를 재도입	증권거래세율은 1988년 0.1%까지 인하된 후 1999년부터는 금융개혁의 일환으로 전면 폐지
독일	1990년 이전까지 증권거래세(0.25%)가 부과, 1991년 이후 폐지	-
스웨덴	1984년 거래소 내 주식의 취득에 대해 0.5%, 주식의 양도에 대해 0.5%의 세율로 과세하는 증권거래세를 도입하였으나 1991년 말 증권거래세는 완전 폐지	폐지사유는 금융시장 거래 위축 및 자본의 역외 유출로 인해 세수가 위축된 데서 기인
영국	금융상품 거래에 대해서 증권거래세를 부과하지 않고 1964년부터 인지세를 부과	1974년 2% → 1984년 1% → 1986년(~현재) 0.5%

자료: 한국경제연구원, 자본시장에 대한 과세 형평성 제고 및 시장 활성화 세제 연구(2015), 케이프투자증권 리서치본부

- 일본은 1988년 증권거래세율을 0.55%에서 0.3%로 낮추고 주식에 대한 양도소득세를 도입하면서 1999년까지 10년간 증권거래세와 양도세가 병존하였음
- 주식에 대해 양도세가 부과되면서 증권거래세율을 1989년 0.3%에서 1998년 0.1%까지 단계적으로 인하하였고 1999년부터는 전면 폐지함
- 한국 역시 증권거래세 인하(혹은 폐지)와 양도소득세 확대가 동시에 논의되고 있고, 일본의 경우 주요국 가운데 그나마 최근에 증권 거래세가 폐지되어 Case Study 사례로 벤치마크 가능

일본의 양도세 변화과정



자료: 케이프투자증권 리서치본부

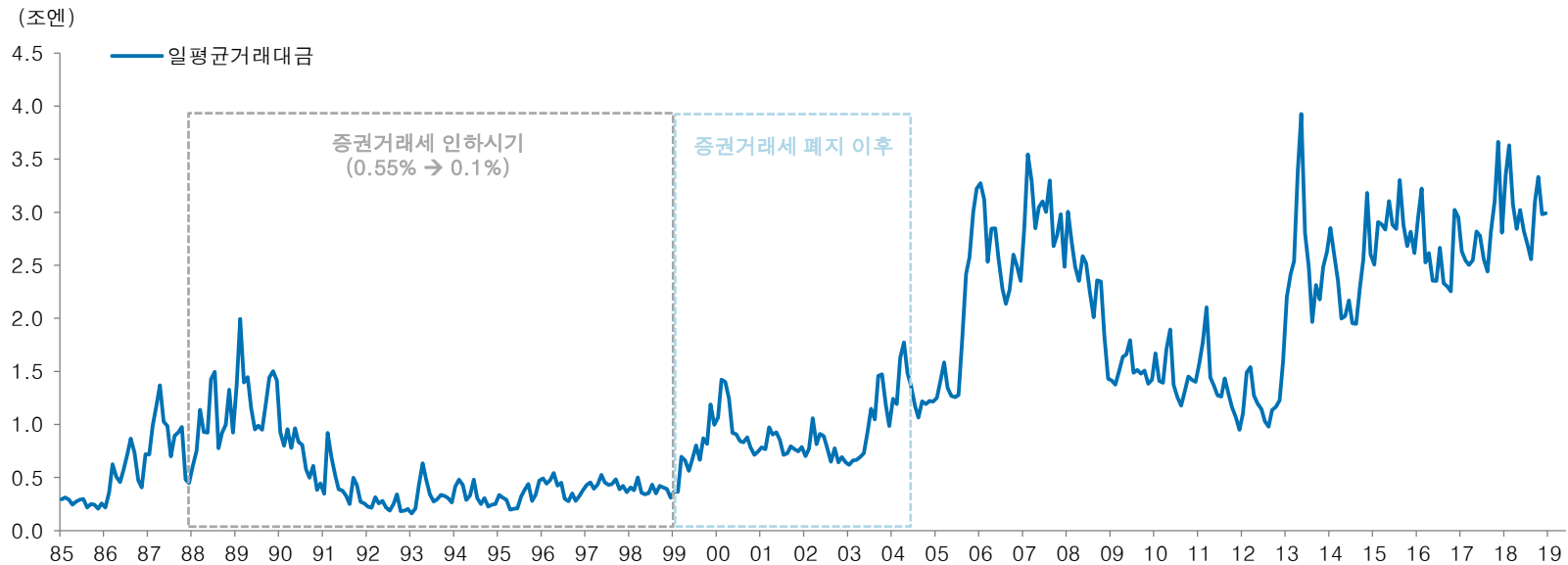
	양도소득세
1953	· 종합과세 → 원칙비과세화 (회수가 많거나, 매매주식수가 크거나, 사업양도와 유사한 경우에는 종합과세)
1988	· 원칙비과세 → 과세화 - 택일 ▣ 신고분리과세: 양도차익 20% ▣ 원천분리과세 (간주이익방식): 양도가액의 1%
1999	· 신고분리과세로의 일원화 — 통합하여 법 개정 (원천분리과세폐지) ↓ (2001년 4월 ⇒ 2003년 4월) 일원화 2년간 연기 · 장기보유주식에 관계되는 소액양도차익 비과세제도 창설
2001	· 신고분리과세 세율인하 ▣ 상장주식등 26% ⇒ 20% (2003~2011) ▣ 1년초과보유 상장주식 등 20% ⇒ 10% (2003~2005) · 상장주식등 양도손실 이월공제제도 창설(2003~)

자료: 케이프투자증권 리서치본부

일본: 증권거래세 폐지 이후 거래대금 증가

- 증권거래세 인하시기('88~'98)동안 거래대금 증가효과는 나타나지 않았음
- 하지만 증권거래세가 전면 폐지된 이후('99)로는 과거 대비 거래대금이 증가한 모습임
- 거래세의 영향을 보다 면밀하게 파악하기 위해 당시 일본의 증시여건을 추가적으로 살펴볼 필요가 있음
- 글로벌 금융시장 최대 호황기였던 2005년 이후(금융위기 이전까지) 시기는 분석에서 제외. 거래세 폐지 이후 4~5년 시기('99~'04)의 변화에 주목

일본 증권거래세 폐지 전후 증시 거래대금 추이



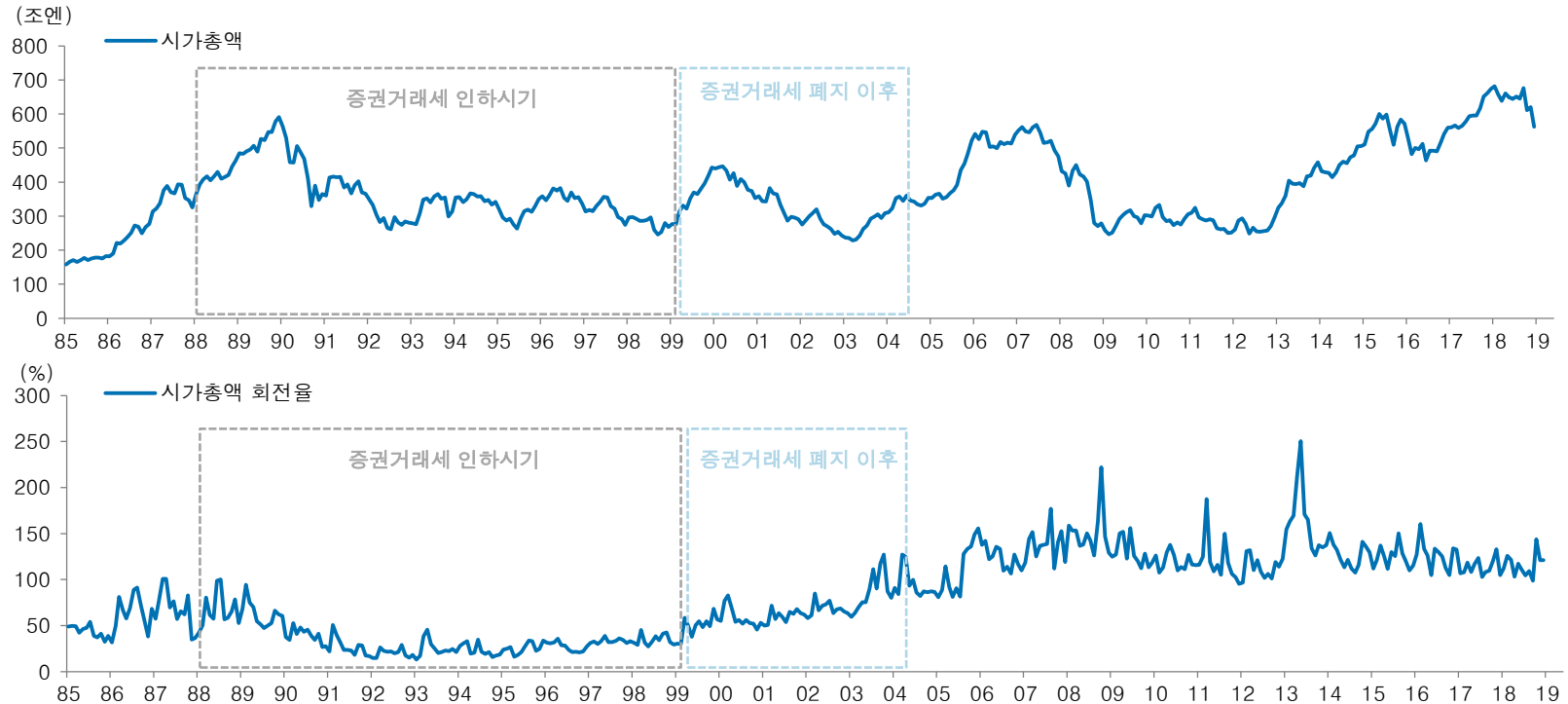
자료: 케이프투자증권 리서치본부

주: 일본증권거래소 1st Section 기준

일본: 주식시장 여건악화에도 회전율 상승이 나타남

- 증권거래세 폐지 직후인 2000년대 초반에 IT버블붕괴 여파로 시가총액이 감소하는 구간에도 회전율이 상승하는 모습이 나타남
- 이는 거래세 폐지가 주식거래 증가에 일부 긍정적으로 작용했음을 의미
- 증권거래세 인하시기인 90년대는 일본의 증시여건 또한 동반 악화된 시기임 (잃어버린 20년 진입, 아시아 외환위기 발생)

일본 증권거래세 폐지 전후 시가총액 및 회전율 흐름



자료: 케이프투자증권 리서치본부

일본사례의 결론과 시사점

- 결국 일본 사례를 살펴보면 다음과 같은 결론을 도출 가능
- 증권거래세 인하의 단기적 영향은 크지 않으나 전면 폐지될 경우 중장기적으로 긍정적 영향이 지속됨
- 주식거래강도는 증시여건에 종속되나 거래세가 폐지된 직후에는 주식시장 환경악화에도 시가총액 회전율과 거래대금이 증가하는 모습이 확인됨
- 이후에도 과거대비 높아진 회전율 수준이 유지되고 있어 거래세 폐지가 거래 활성화에 일부 기여한 것으로 평가 가능
- 양도세와 거래세가 병존했던 시기('90년대) 주식거래는 침체기를 보였음. 거래세율이 단계적으로 인하되었음에도 주식관련 전체 세부담이 높게 유지되었고, 당시 증시환경 또한 비우호적이었기 때문. 거래세와 양도세가 병행되는 구조는 주식거래에 가장 부정적 환경임을 시사

일본 증권거래세와 주식양도소득세의 세부담 변동

구분		거래세 (A)	주식양도소득세 (B)	증권거래세 (C)	세수 합계 (D=B+C)	세부담 (D/A)
거래세	1988	332,757	0	2,123	2,123	0.64%
거래세+양도세	1989	386,395	1,146	1,233	2,379	0.62%
	1990	231,837	1,374	748	2,122	0.92%
	1991	134,159	923	443	1,366	1.02%
		~				
	1996	136,169	638	391	1,029	0.76%
	1997	151,445	475	403	878	0.58%
	1998	124,101	408	172	580	0.47%
양도세	1999	210,236	926		926	0.44%
	2000	290,325	929		929	0.32%
	2001	225,238	629		629	0.28%
	2002	209,229	523		523	0.25%
	2003	255,342	936		936	0.37%
	2004	357,286	1,452		1,452	0.41%

자료: 한국경제연구원, 케이프투자증권 리서치본부

양도소득세 확대 논의 본격화 예상

- 증권거래세 폐지(혹은 인하)의 배경 중 하나는 양도소득 과세대상이 지속적으로 확대되고 있기 때문임
- 소액주주의 상장법인주식을 제외하고는 주식양도소득세가 부과되고 있음 (세율 10~30%)
- 특히 상장주식의 대주주요건이 2021년 이후 시가총액 3억원까지 낮아짐에 따라 이중과세(거래세+양도세)의 부담이 확대

상장주식의 대주주 요건 변화

구분		13년 7월~	16년 4월~	18년 4월~	2020년 4월~	2021년 4월~
상장	유가증권	지분율 2% or 시총 50억원 이상	지분율 1% or 시총 25억원 이상	지분율 1% 또는 시총 15억원이상	지분율 1% 또는 시총 10억원 이상	지분율 1% 또는 시총 3억원 이상
	코스닥	지분율 4% or 시총 40억원 이상	지분율 2% or 시총 20억원 이상	지분율 2% 또는 시총 15억원 이상	지분율 2% 또는 시총 10억원 이상	지분율 3% 또는 시총 3억원 이상
	코넥스	지분율 4% 또는 시총 10억원 이상				

자료: 한국조세재정연구원, 케이프투자증권 리서치본부

주식의 양도소득세 세율

구분		상품		세율 (지방세 제외)
국내주식	대주주	중소기업		20%
		일반기업	1년 이상 보유	20%
			1년 미만 보유	30%
	소액주주	상장주식의 장내거래		비과세
		장외거래 (상장·비상장주식)	중소기업	10%
			일반기업	20%
해외주식		보유기간 상관 없이		20%

자료: 한국조세재정연구원, 케이프투자증권 리서치본부

양도소득세의 이론적 고찰

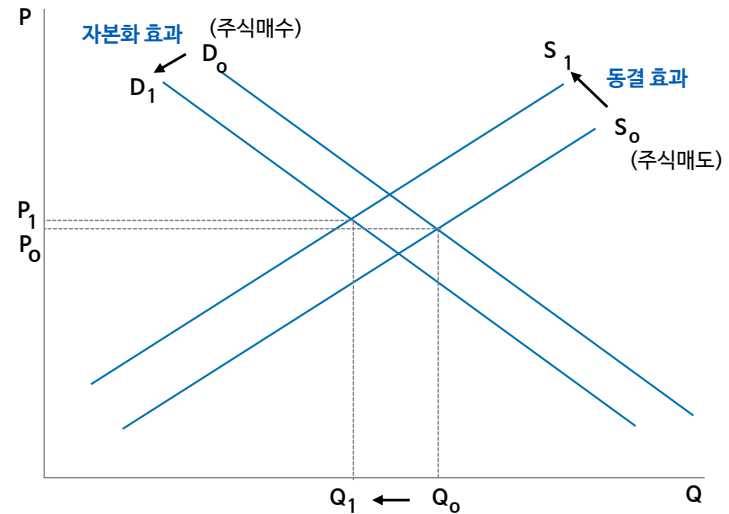
- 거래세의 인하/폐지는 결국 양도소득세 확대와 병행될 가능성이 높음 (소액주주 상장주식에 대해서도 양도세 부과)
- 양도소득세(자본이득세)는 이론적으로 주식 거래량의 감소를 초래하나 주가(시가총액)에 미치는 효과에 대해서는 명확하지 않음
 - 주가하락(자본화효과) VS 주가상승(동결효과)
- 양도소득세가 도입된다고 해서 거래대금(=시가총액*회전율)이 무조건 감소한다고 보기는 어려운 측면이 있음

자본이득세(양도소득세)가 주가에 미치는 영향과 관련한 이론적 고찰

구분	내용
세금무관론가설 (Tax Irrelevance Hypothesis)	· 자본 이득세와 주가의 관련성 없음 · 완전시장에서 자본이득세는 회피 가능 · Miller and Scholes
자본화효과 (Capitalization Effect)	· 자본이득세율 인상은 주가를 하락시킴 · 자본이득세는 미래 현금흐름의 현재가치를 감소시킴 · 미래 자본이득세에 대한 보상으로 주식 매수자가 낮은 가격을 요구
동결효과 (Lock-in Effect)	· 자본이득세율 인상은 주가를 상승시킴 · 주식보유자의 자본이득세에 대한 보상이 주가에 내재됨 · 주가가 상승할수록 세금부담 회피를 위해 주식공급(매도)이 감소하고 주가는 더욱 상승하게 됨

자료: 자본시장연구원, 케이프투자증권 리서치본부

자본이득세가 주가와 거래량에 미치는 영향

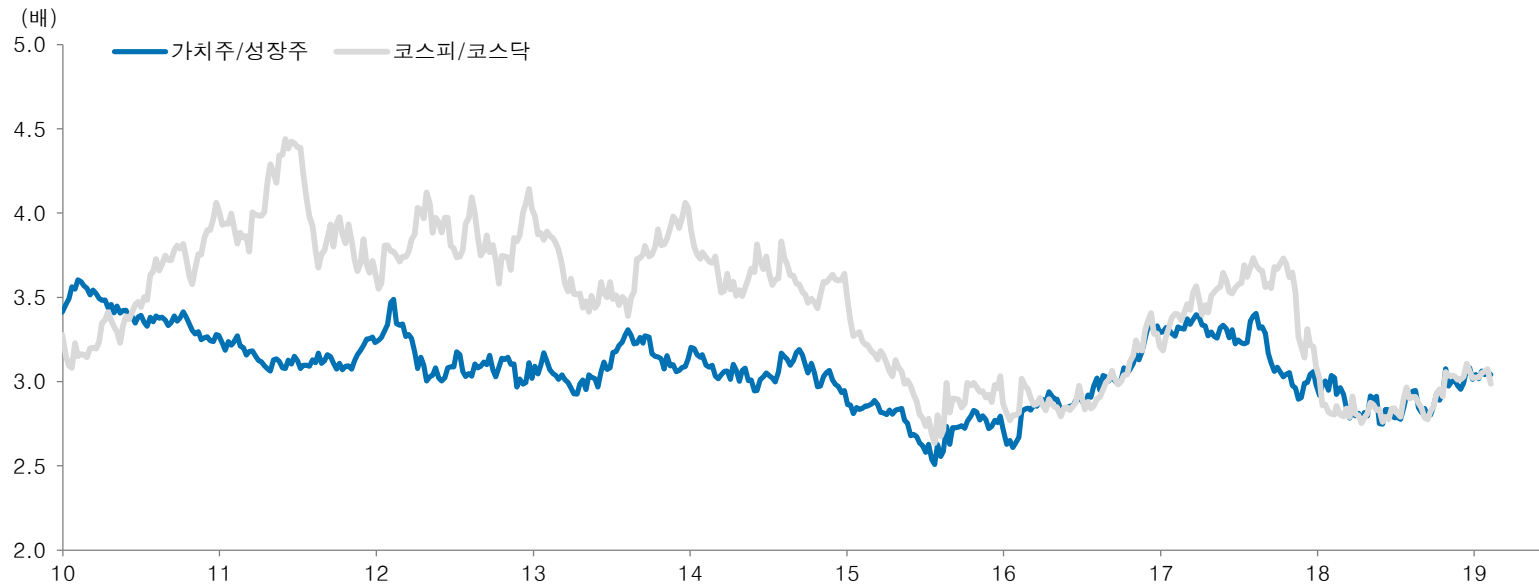


자료: 자본시장연구원, 케이프투자증권 리서치본부

양도소득세 확대 : 배당주(가치주) 메리트 높아질 것

- 상장주식에 대한 양도소득세가 확대될 경우 capital gain의 기대가 낮은 대신 가까운 미래에 많은 배당을 지급하는 배당주(가치주)의 매력도가 높아질 것
- 반면 이익의 대부분을 유보하는 성장주(고 PER주)의 경우 양도소득세의 부정적 효과가 상대적으로 크게 나타날 수 있음
- 단편적으로 KOSPI에 비해 KOSDAQ의 타격이 더 클 것으로 예상됨
- 또한 이미 양도소득세가 부과되고 있는 해외주식의 경우 상대적인 메리트가 부각될 가능성이 높음

가치주와 성장주, KOSPI와 KOSDAQ의 상대강도 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래세 폐지 VS 양도세 부과 효과는?

- 현재의 주가는 세금(거래세, 양도세, 배당소득세)과 거래비용을 고려한 모든 미래배당금의 현재가치에 의해 결정

- $\text{주가} = \sum CF / \text{할인율}$

- $CF = \{ \text{배당} - \text{세금}(\text{양도소득세율, 거래세율, 배당소득세율}) - \text{거래비용}(\text{수수료율, 거래빈도}) \}$

- 배당금이 고정되어 있다고 가정하는 경우에는(배당성장률=EPS증가율=0), 이론적으로 주가가 변하지 않게 되고 자본이득을 기대할 수 없어 자본이득세(양도소득세)의 부정적 영향은 나타나지 않게 됨
- 반면 거래세는 자본이득(주가의 변동) 여부와 관계없이 모든 주식거래에 수반되는 세금이자 거래비용의 특성을 가짐
- 따라서 개념적으로는 거래세가 양도세에 비해 주가에 대한 부정적 영향이 더욱 크다고 볼 수 있음
- 실제로는 양도소득세의 확대 범위와 세율, 증권거래세 인하율(혹은 완전폐지 여부) 등이 향후 주식거래 강도에 중요한 변수로 작용할 전망
- 일본사례 참고시 거래세는 전면 폐지되고 양도소득세는 점진적으로 확대되는 방안이 가장 긍정적인 시나리오가 될 것

‘소득이 있는 곳에 세금이 있다’는 원칙의 재정립 이슈로 귀결

- 해외의 경우 이미 대부분 국가에서 금융자산에서 발생한 자본이득은 과세의 대상임. 또한 손익통산 및 손실의 이월공제가 시행되고 있어 종합적인 금융소득에 대한 과세가 이뤄지고 있음
- 한국 역시 손익통산의 범위가 점차 확대될 전망
- 게다가 손실의 이월공제가 병행될 경우 양도세 부과로 인한 주식거래 감소 등 부정적 영향은 상당부분 보완이 가능할 것임

주요국 자본이득과세 현황

국가	자본이득과세
미국	• 종합합산과세 원칙 • 일부 자본이득은 분리과세
일본	• 1989년 과세전환 • 2003년 원천징수분리과세와 종합신고 중 선택제도에서 신고분리과세로 전환 • 이자소득 배당소득에 대한 세율과 동일한 세율은 20%로 과세 • 자본손실 이월공제 3년
독일	• 2009년 완전과세전환(이전에는 1년 미만 보유 주식·채권만 과세) • 원천분리과세와 종합신고 중 택일 • 이자소득, 배당소득과 동일한 25%의 세율로 과세 채권양도차익도 과세 • 이월공제 허용
스웨덴	• 원래부터 과세되어 옴 • 1991년 이원적 소득세제 도입
영국	• 1962년부터 과세 (신고분리과세) • 자본이득세율은 이자소득 및 배당소득의 세율과 상이 • 채권양도차익과세. 자본손실이월공제, 기한 제한 없음

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

주요국 자본이득세 체계

	미국	일본	영국	독일
과세대상	주식, 채권, 파생상품 등 자본이득에 과세			
손익통산	자본이득간	주식손익통산	자본이득간	주식손익통산
이월공제	무제한	3년	무제한	무제한

- 미국: 자본손실 중 연간 3,000달러까지 경상소득에서 통산 가능
- 독일: 주식손익을 통산하되 이자 및 배당소득과 합산

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

‘소득이 있는 곳에 세금이 있다’는 원칙의 재정립 이슈로 귀결

- 결국 증권거래세가 폐지되는 대신 양도소득세 대상에서 제외된 상장주식(소액주주), 채권에 대한 양도소득세 부과가 예상됨
- 또한 이자, 배당, 양도소득의 손익통산 및 손실 이월공제를 통해 ‘소득이 있는 곳에 세금이 있다’는 과세의 대명제 실현에 보다 근접하게 될 것
- 궁극적으로는 모든 금융자산으로부터의 소득을 포괄하는 ‘금융소득’의 개념을 도입하고 단일세율로 과세하는 방안 등이 논의될 전망
- 주식의 경우 장기투자의 기반이 강화되는 계기가 될 것으로 예상

현행 금융자산 소득과세 현황

	보유	양도 또는 환매
주식	- 배당소득 과세 : 주식 보유에 따른 배당 : 가격상승분(평가차익) 비과세	-원칙: 양도소득세 비과세 -예외: 비상장, 대주주상장주식 양도차익 양도소득세 과세
채권	- 이자소득 과세 : 채권보유에 따른 이자 : 가격상승분 비과세	- 양도소득세 비과세 단, 보유기간이자 이자소득 과세 (발행할인액 포함)
혼합증권 (CB, BW 등)	- 이자소득 과세 (상환할증금 포함) : 가격상승분 비과세	- 양도소득세 비과세 단, 보유기간이자 이자소득 과세
파생결합증권	- 가격상승분 비과세	- 양도소득세 비과세 - 환매차익 배당소득 과세
파생상품	- 비과세	- 2016년 이후 과세
펀드	- 배당소득 과세 : 펀드가격 상승분, 단, 상장주식 등 매매 및 평가차익 과세제외 : 펀드단계 평가차익 유보 가능	- 배당소득 과세 : 상장주식 등 매매 및 평가차익 비과세

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

2

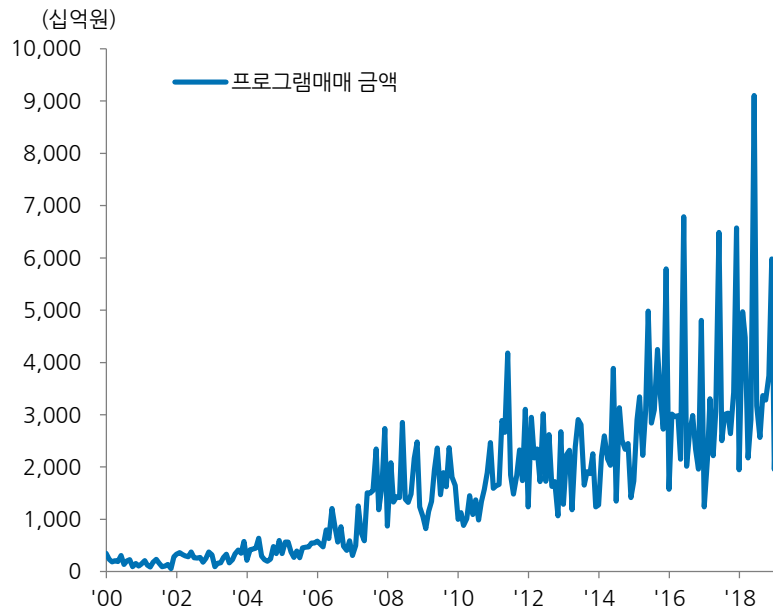
증권거래세 개편이 ETF 시장에 미치는 영향

- 증권거래세의 존재는 차익거래 시장 활성화에 제약적인 요인
- 시장친화적인 방향으로 증권거래세 개편 시 차익거래 활성화 및 가격발견 기능 확대 예상
- ETF 현물 매도 증권거래세 면제, LP의 헤지거래세 면제 시 ETF 시장의 질적 성장 기대

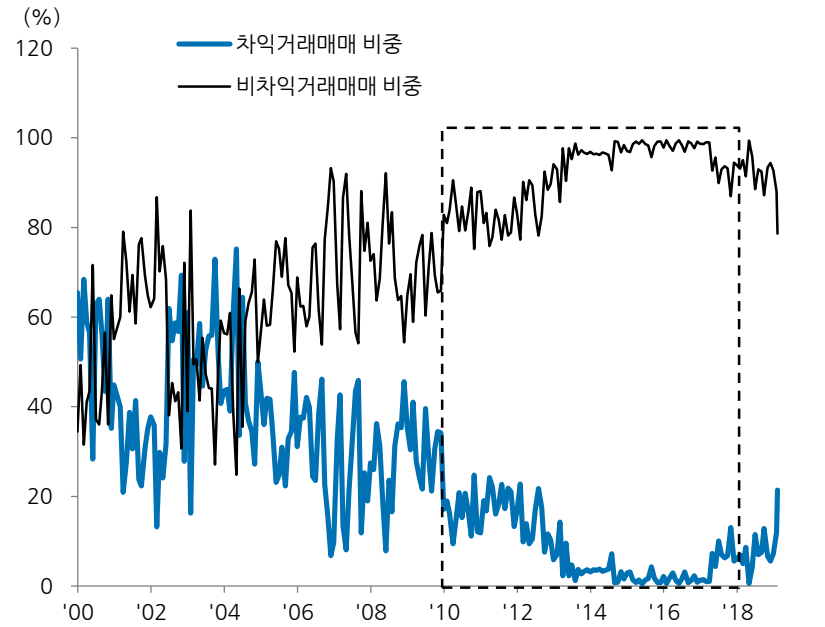
증권거래세 폐지가 차익거래 시장에 미치는 영향

- 2010년 증권거래세법 및 조세특례법 개정으로 공모펀드, 연기금에 대해 0.3%의 증권거래세가 부과(우정사업본부는 제외)
- 연기금은 안정적인 자금 운용이라는 목적 달성을 위해 현물물 연계 차익거래를 선호함에 따라, 사실상 국내 차익거래 시장을 주도
- 그러나 증권거래세 과세 이후 거래비용 부담 증가로 인해 차익거래를 통한 이익실현이 어려워짐
- 2000년~2009년 프로그램 매매에서 차익거래가 차지하는 비중은 연평균 35%대 수준이었음 (비차익거래 비중 65%)
- 거래세 부과 이후 차익거래 비중은 2010년 10%대로 급감 → 2012년 우본 거래세 과세 후 한 자릿수 대로 감소(비차익거래 비중은 90%대를 상회)

2000년 이후 프로그램매매 금액 추이



프로그램매매 내 차익, 비차익거래 매매비중 변화

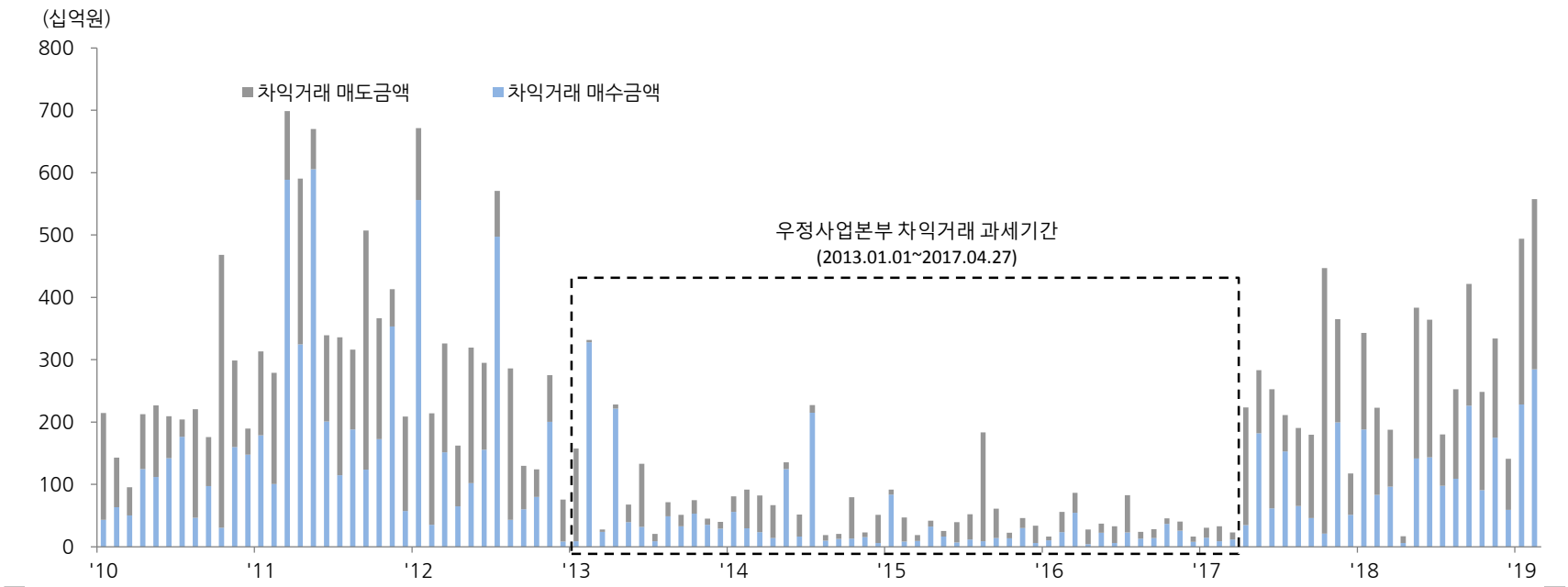


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

우정사업본부의 차익거래에 대한 과세 후 시장 변화

- 우정사업본부는 증권거래세 비과세 규정에 따라 국가 등에 해당했기 때문에 2010년까지 증권거래세가 부과되지 않았음
- 2010년 세재개편 당시 과세형평성 문제로 인해 우정사업본부에 대해서도 2년 유예기간을 주어 2013년 1월 1일부로 과세하기 시작
- 2010년 이후 국내 연기금들 내에서 우정사업본부가 차익거래 시장을 주도해왔으나, 우정사업본부에 대한 과세 이후 차익거래 시장은 급격히 위축
- 2017년 4월 말~2018년 12월 말까지 한시적으로 우정사업본부의 차익거래에 대해 비과세를 허용함에 따라, 차익거래 시장은 재차 활성화되기 시작
- 증권거래세가 시장 친화적으로 개편 시 (인하 or 폐지), 현선물, ETF 시장 내 차익거래 활성화로 ETF 시장을 포함한 자본시장 효율성 개선 기대감 부각

우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 과세 기간 전 후의 전반적인 시장 차익거래 흐름은 차별화

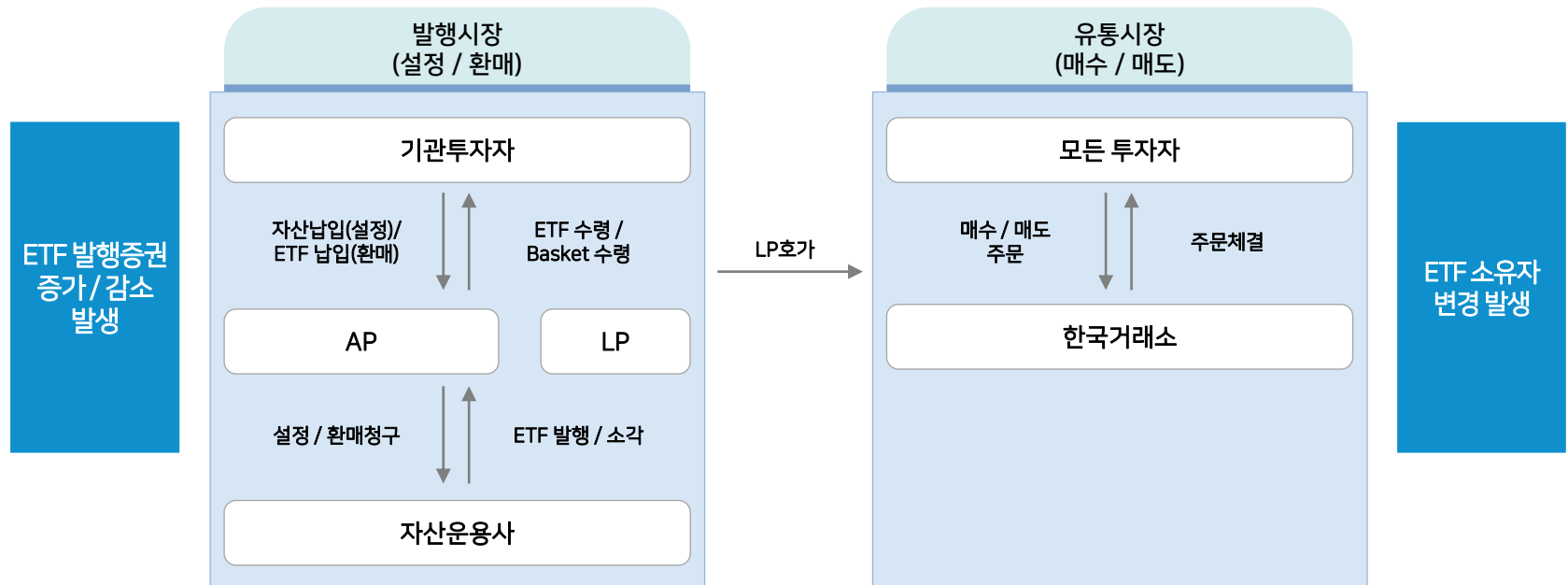


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

ETF 시장의 기본 메커니즘

- ETF는 유통시장에서 주식처럼 장중 매매가 가능하지만, 유통시장 상장은 주식처럼 IPO가 아닌 펀드처럼 설정(Creation) 형태로 진행
- 순유입(Net flow, 순매수)은 “설정(Creation) - 환매(Redemption)” 금액으로 파악하는 것이 적절
- 국내 주식형 ETF는 투자신탁형 ETF이기 때문에, 증권거래세를 부과하지 않음
- KOSPI200 선물시장(증권거래세 존재)과는 달리, ETF 시장에는 ETF 매도 시 증권거래세가 부과되지 않으므로 이론 상 차익거래 기회 존재
- LP의 헤지 목적, 기관들의 차익거래 목적으로 ETF 현물 바스켓 매도 시에는 증권거래세가 부과되고 있는 상황(우분만 한시적으로 면제)

ETF 시장의 기본 메커니즘

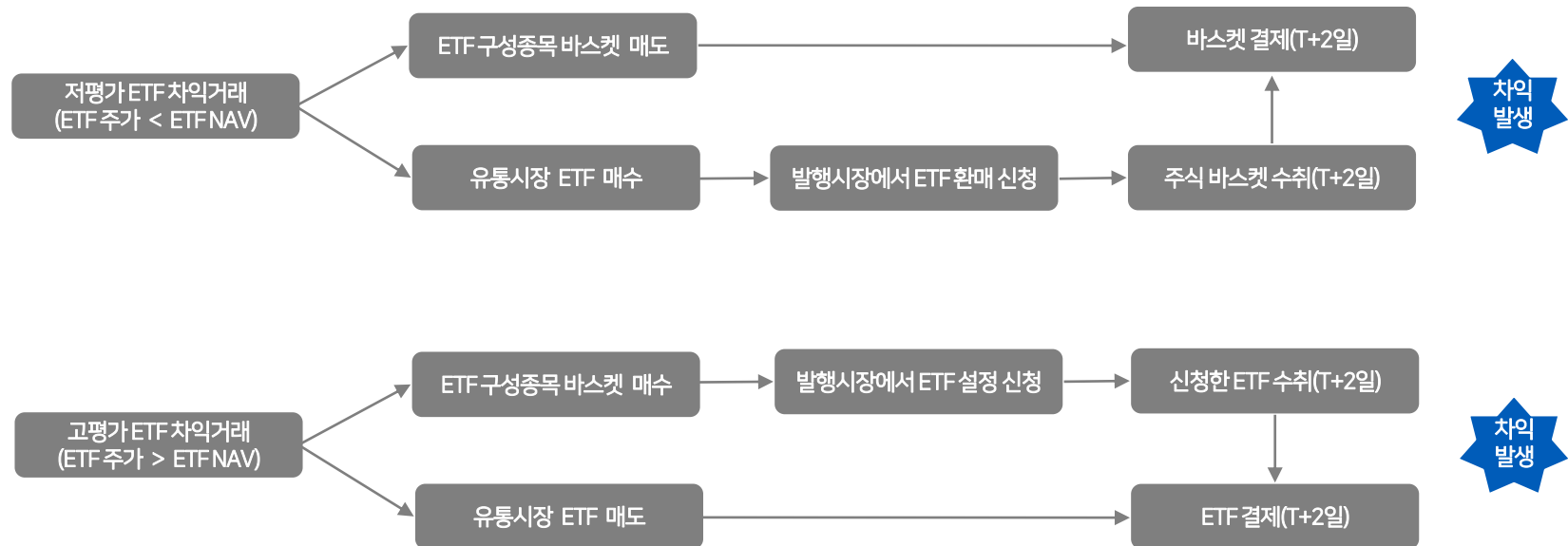


자료: 거래소, 케이프투자증권 리서치본부

ETF 시장 차익거래 메커니즘

- 국내 ETF 시장 차익거래는 발행시장(1차시장)과 유통시장(2차시장)을 동시에 이용해 발생하는 구조
- ETF 주가와 ETF NAV(순자산가치) 간의 괴리 발생 시 차익거래 기회를 포착할 수 있음
- ETF 주가 < ETF NAV : 저평가 매수 차익거래 기회 발생 → 고평가 ETF 내 PDF(ETF 구성종목)를 현물 바스켓으로 매도 + 저평가 ETF 매수
- ETF 주가 > ETF NAV : 고평가 매도 차익거래 기회 발생 → 고평가 ETF 매도 + 저평가 ETF 내 PDF(ETF 구성종목)를 현물 바스켓으로 매수

ETF 시장 차익거래 메커니즘

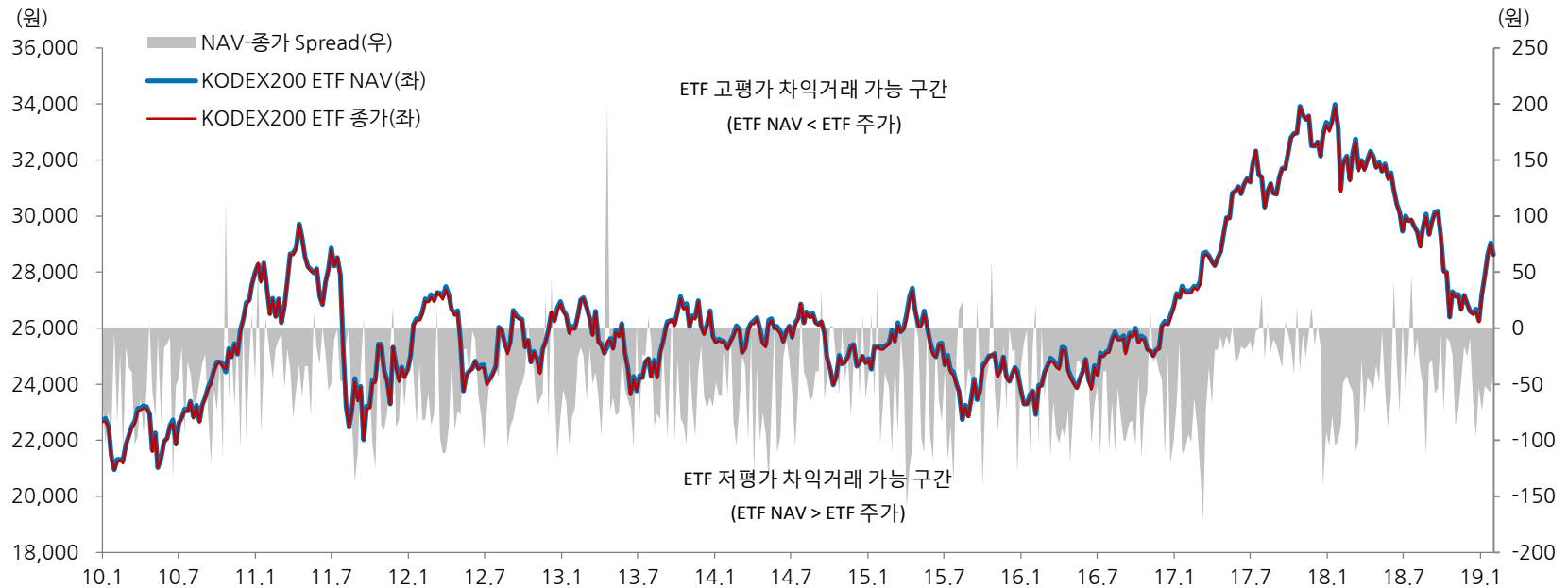


자료: 케이프투자증권 리서치본부

ETF의 주가는 순자산가치(NAV)에 비해 저평가 경향 존재

- 국내 ETF들은 주가가 순자산가치(NAV)에 비해 저평가되는 경향
- ETF 시장가격과 NAV간 스프레드 확대는 ETF의 유동성, 배당소득세(분배금 과세), LP들의 헤지거래세, 차익거래시 증권거래세 존재 등에서 기인
- ETF 주가 < ETF NAV 상태가 대부분이기 때문에 저평가 매수 차익거래 기회가 발생(고평가 ETF 현물 바스켓 매도 + 저평가 ETF 매수)

KOSPI200 ETF들은 NAV 대비 주가가 저평가 경향

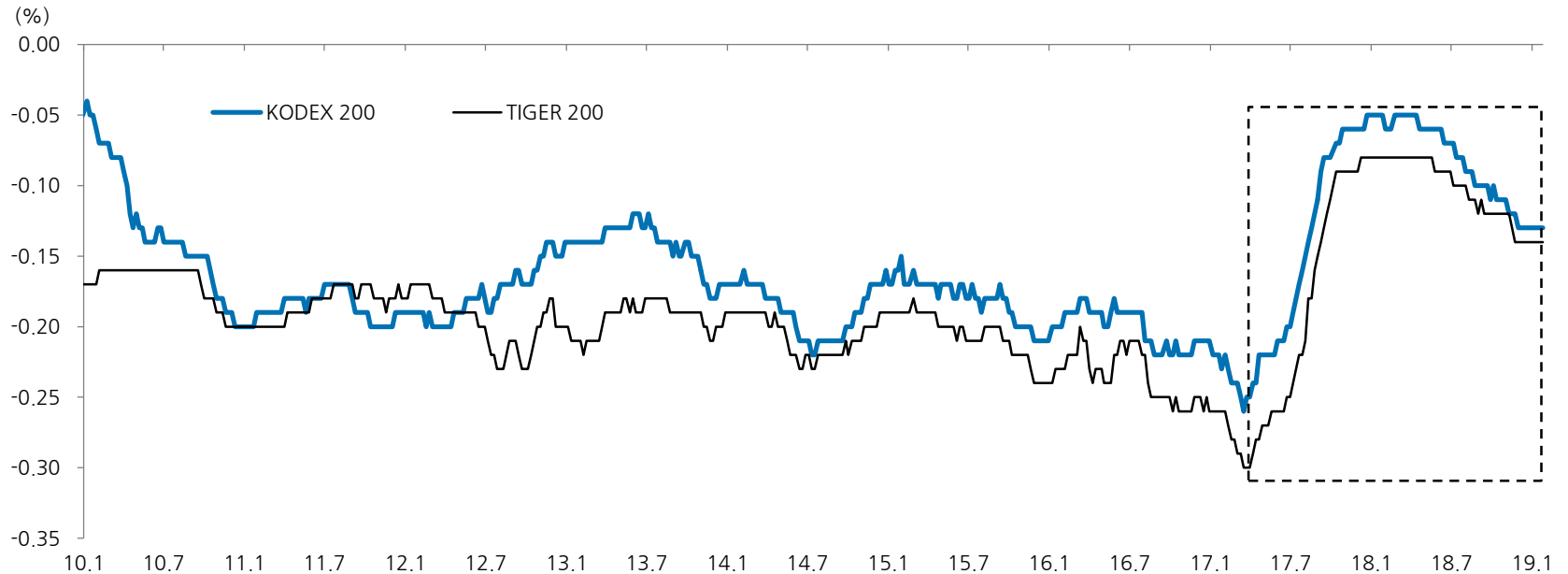


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

ETF 차익거래 활성화는 ETF 가격 효율성 개선

- 가격 괴리율이 클수록, ETF 투자자들 입장에서 벤치마크 지수의 수익률을 제대로 추적하지 못하는 단점이 발생
- 2012년~2017년 4월까지 KOSPI200을 추종하는 대표적인 2개의 ETF의 가격 괴리율은 약 18~20bp 수준이었음
- 그러나 우정사업본부 차익거래 재개 이후(2017년 4월 말 ~ 2019년 1월) 해당 ETF의 가격 괴리율은 10~12bp 수준으로 축소
- 증권거래세 폐지 시 현재 ETF 시장에 유일하게 참여하고 있는 우정사업본부 이외에도 여타 연기금 등 기관의 차익거래 참여로 ETF 시장 효율성 증대

KOSPI200 추종 국내 대표 ETF 2개의 가격 괴리율

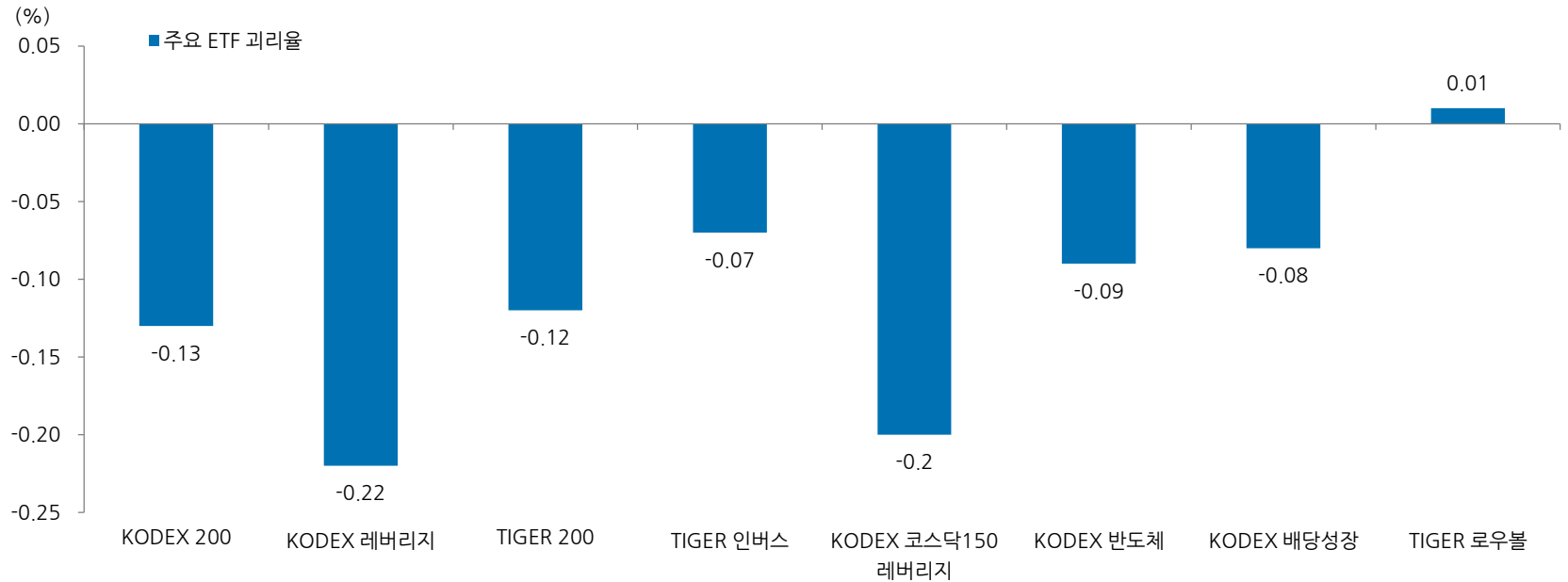


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

LP 헤지거래세 면제까지 시행될 시 가격발견기능 강화에 따른 ETF 시장 효율성 증대

- 현재 ETF LP(유동성공급자)들은 헤지목적으로 ETF 바스켓 매도할 때 거래세가 부과(투자자가 ETF 매도 시 이를 헤지하기 위해 현물 바스켓 매도)
- 이로 인해 벤치마크지수와 ETF 수익률 간 괴리 발생, ETF 호가 스프레드 확대에 따른 투자자 수익 감소 등의 문제를 초래
- 과거부터 거래소, 금융업계는 헤지거래세 폐지를 요구해왔으나, 정부에서는 세수부족을 이유로 수용하지 않았음
- 그러나 금번 증권거래세 개편의 일환으로 ETF LP에 대한 헤지거래세까지 개편될 가능성 존재
- 헤지거래세 면제 시 ETF의 괴리율 축소, 호가스프레드 축소 등 긍정적인 효과를 유발함에 따라, ETF 시장의 질적 성장 가능

국내 주요 ETF의 가격 괴리율

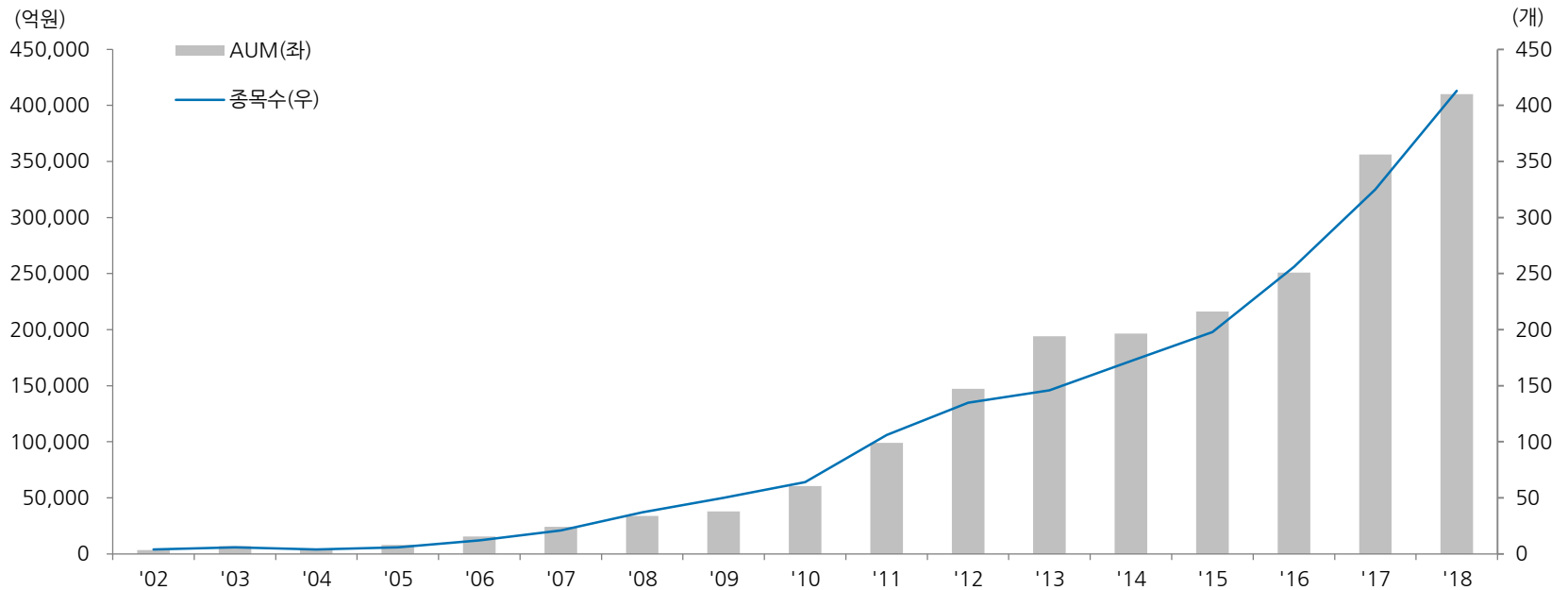


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

국내 ETF 시장은 본격적 개화 단계

- 한국의 ETF 시장은 2002년 10월 4개의 ETF로 첫발, 2010년 이후를 기점으로 빠른 속도로 시장 규모 확대
- 2018년말 기준 국내 ETF 시장 AUM(순자산)은 41조원으로 2017년말(36조원) 대비 약 15% 증가
- ETF 상장 종목 수는 413개로 2017년말 대비 88개가 증가하는 등 2018년 증시 조정에도 불구하고 성장세를 지속 중
- ETF 시장의 성장은 Globally 진행되고 있기 때문에, 시대의 불가피한 흐름으로 판단

국내 ETF 시장 AUM(41조원) 및 종목수(413개)

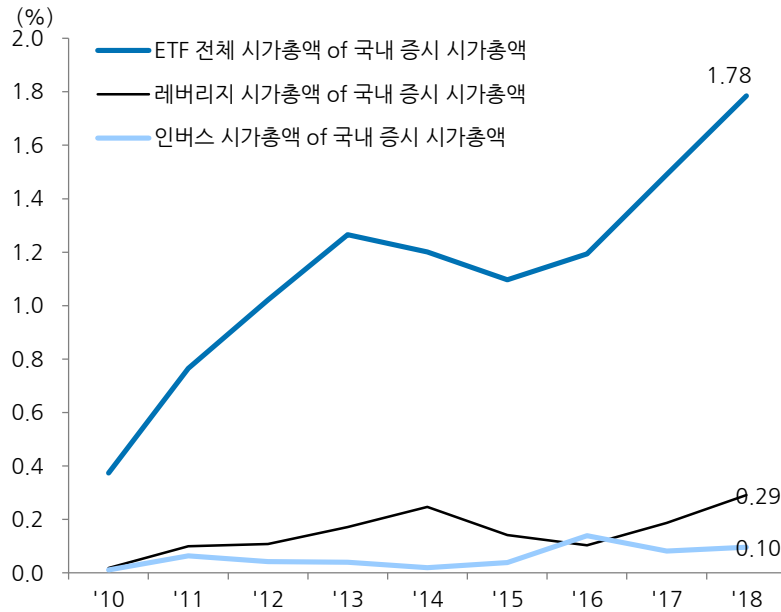


자료: 거래소, 케이프투자증권 리서치본부

ETF가 국내 증시에 미치는 영향력 확대

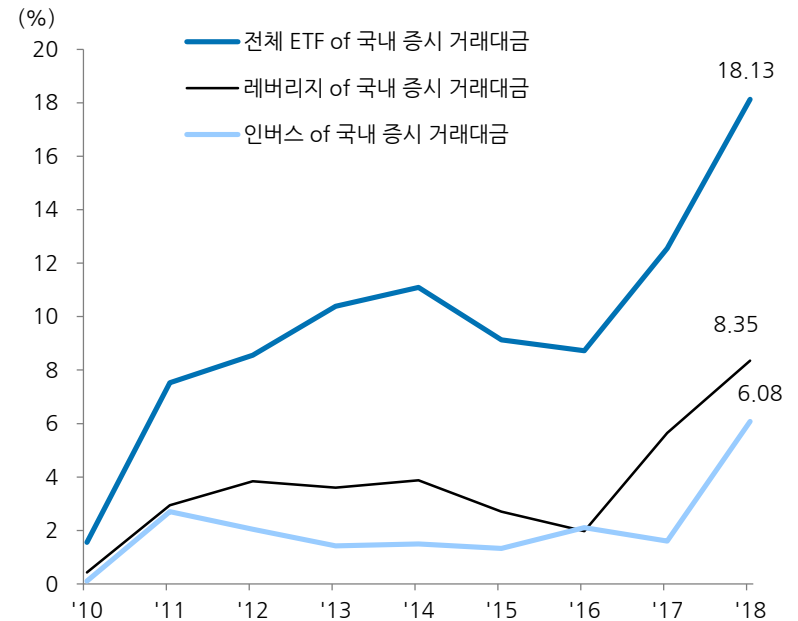
- 현재까지 국내 주식형 ETF 전체 시가총액이 국내 증시 전체(KOSPI+KOSDAQ 합산) 시가총액에서 차지하는 비중은 1.78%에 불과
- 그러나 전체 거래대금에서 차지하는 비중은 2010년 1.5%에서 2018년 현재 18.1%로 큰 폭 증가
- 미국 등 ETF 시장이 발달한 선진국과 마찬가지로, 국내 ETF 시장은 국내 전반적인 증시에 미치는 영향력이 증가하고 있는 상황

주식형 ETF가 국내 증시 시가총액에서 차지하는 비중



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

주식형 ETF가 국내 증시 거래대금에서 차지하는 비중

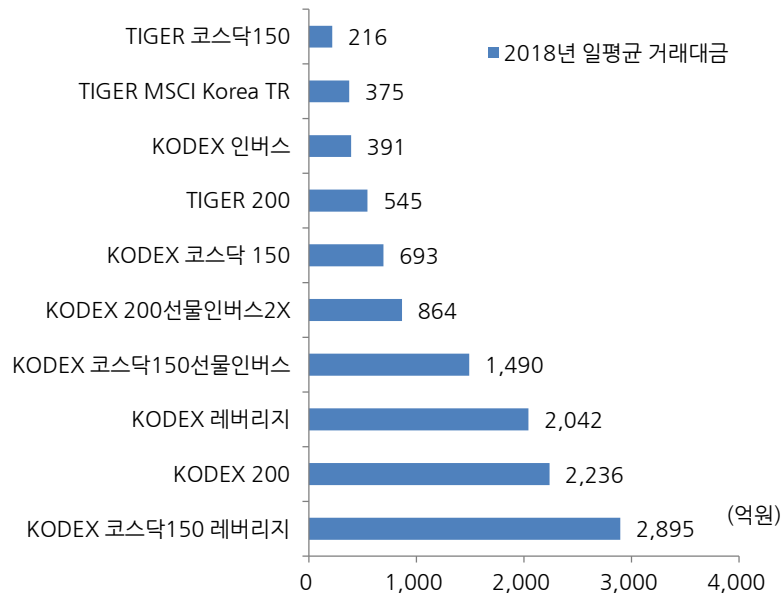


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

국내 ETF 시장은 지수형 ETF 거래 비중이 압도적

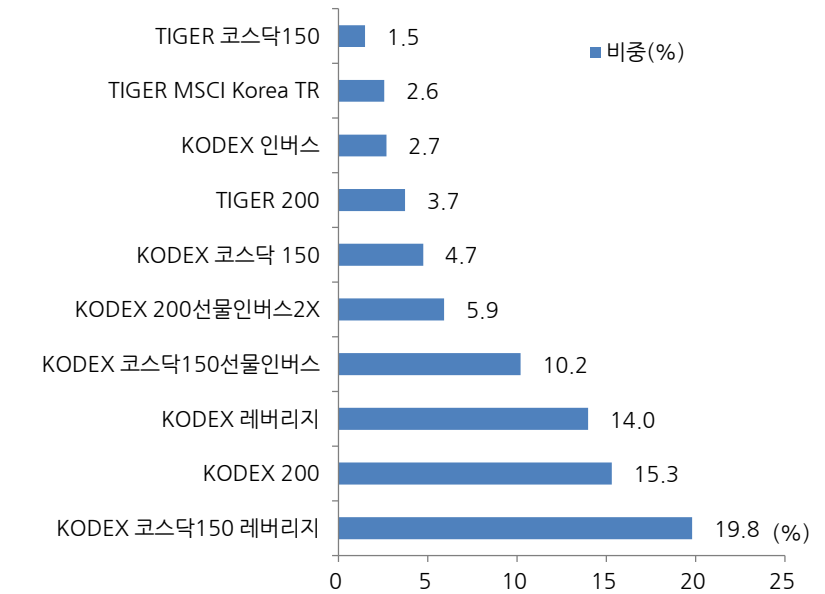
- 성장세를 구가하고 있긴 하지만, 국내 ETF 시장은 KOSPI200, KOSDAQ150를 기초지수로하는 지수형 ETF 중심으로 성장하고 있음
- 일평균 거래대금 측면에서는 KODEX150 레버리지가 2,895억원으로 1위, 해당 ETF가 전체 ETF 시장의 거래대금에서 차지하는 비중은 약 20%
- 지수형 ETF가 전체 ETF 거래대금에서 차지하는 비중은 97%, 스마트베타, 업종, 테마형 ETF들의 거래비중은 미미
- 향후 증권거래세, 헤지거래세 면제 시 기존 지수형 ETF 이외에도 업종, 스타일, 스마트베타 등 다양한 카테고리 ETF의 성장에 기여할 전망

일평균 거래대금 상위 국내 ETF



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

일평균 거래대금 상위 국내 ETF의 전체 ETF 시장 내 비중



자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

ETF 시장 영향력 확대 → Index Inclusion Effects 강화

- ETF는 개별 종목들의 인덱스 편입효과(Index-Inclusion effects)를 발생
- 인덱스 편입효과는 밸류에이션, 변동성, 유동성, 동조화라는 4개의 채널을 통해 개별종목들로 전달
- KOSPI200과 같은 대표 인덱스 편입 시 패시브 수급 유입으로 유동성에 의해 주가가 추가적으로 상승하는 등의 효과 유발
- 펀더멘털과 무관한 밸류에이션 확대/축소, 시장 급등락 시 ETF 유동성 부족(과대수, 과매도)에 따른 주가 급변 등의 잠재적인 리스크도 존재
- 다만, 현재까지는 단점보다는 장점이 우세한 상황이기 때문에 당분간 ETF 시장 양적 성장세는 지속될 전망이며, 증권거래세 개편 시 질적 성장도 기대

ETF의 Index Inclusion effects

유형	특징	잠재적 리스크
밸류에이션	인덱스에 편입됨에 따라 추가적인 패시브 자금 유입	펀더멘털과 무관한 인위적인 주가 상승 또는 하락, 밸류에이션 확대/축소
변동성	시장 급락 시 ETF 물량 추가 출회로 주가 변동성 심화	Flash Crash 사태처럼 알고리즘 매매 등에 의한 지수 하락 → ETF 손절성 물량 출회 → 지수 추가 하락 → 개별종목들의 물량 출회
유동성	액티브 이외에 패시브 수급 추가 유입에 따른 시장 유동성 증가	ETF 물량 청산 시 전반적인 시장 유동성 고갈 가능성 일시적으로 대규모 물량 출회시 AP/LP의 대응 여력 부족 우려
동조화	인덱스 편입 기업들 간 주가 움직임 동조화	업종 간 상관관계 증가, 분산투자 효과 감소, 전체 시장 급등/급락 시 업황과 무관한 주가 급등락 출현

자료: Federal Reserve Bank of Boston(2018), 케이프투자증권 리서치본부

3

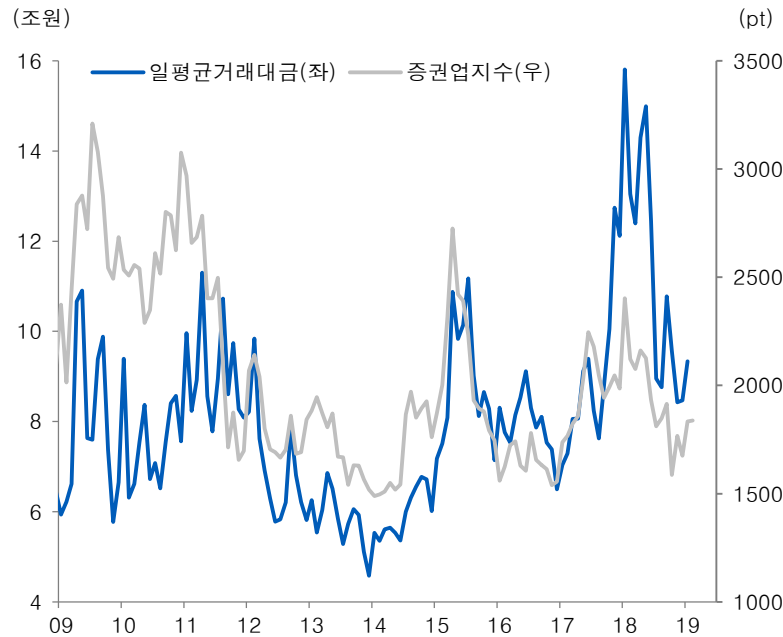
증권업 영향과 전망

- 여전히 증시흐름에 종속된 증권주
- 증권거래세 폐지 영향과 예상 파급효과
- 증권업종 투자의견

여전히 증시흐름에 종속된 증권주

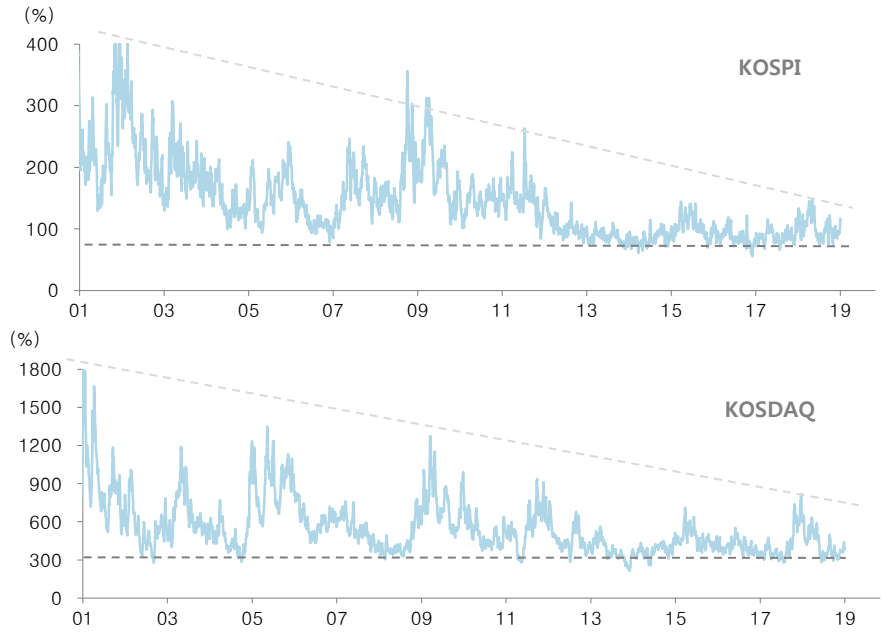
- 수익 다변화 노력에도 불구하고 여전히 증권주는 증시흐름에 종속
- 2018년 하반기 증시여건 악화로 급락했던 증권주는 최근 업황지표 개선과 함께 회복흐름
- 코스피와 코스닥 모두 시가총액 회전율은 역사적 저점을 통과하며 반등세 시현
- KOSPI 회전율 90%, KOSDAQ 회전율 300% 부근에서는 적극적 비중확대 전략이 유효

일평균 거래대금과 증권업지수



자료: 케이프투자증권 리서치본부

코스피와 코스닥 시가총액 회전율 추이

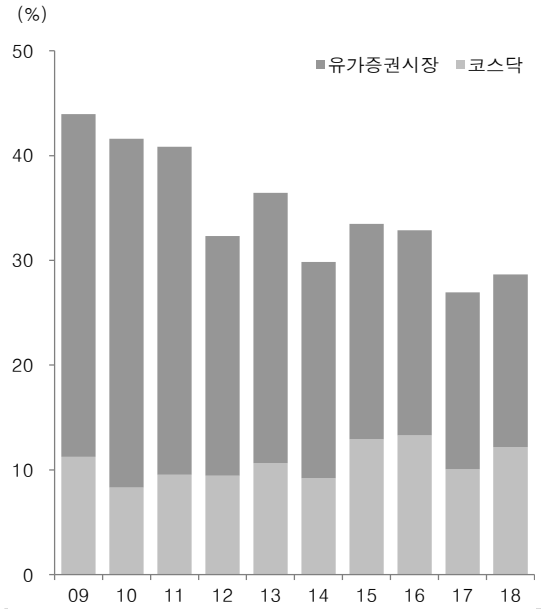


자료: 케이프투자증권 리서치본부

브로커리지 비중이 낮아졌다고 하지만

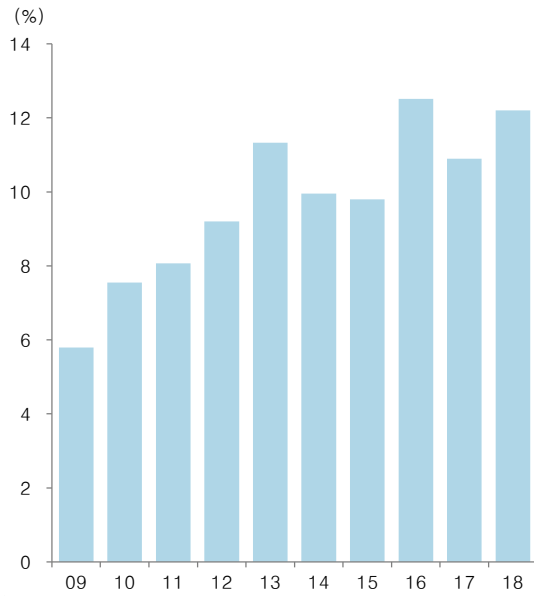
- 2018년(3Q 누적) 브로커리지수수료가 순영업수익에서 차지하는 비중은 29%로 10년전의 44%에 비해 크게 감소
- 하지만 같은 기간 중 신용공여이자의 수익비중은 6%에서 12%로 증가
- 결국 증시여건과 관련된 총수익(수탁수수료+신용이자) 비중은 2018년 기준 41%로 여전히 높은 수준

증권업 브로커리지수수료 비중(순영업수익 대비)



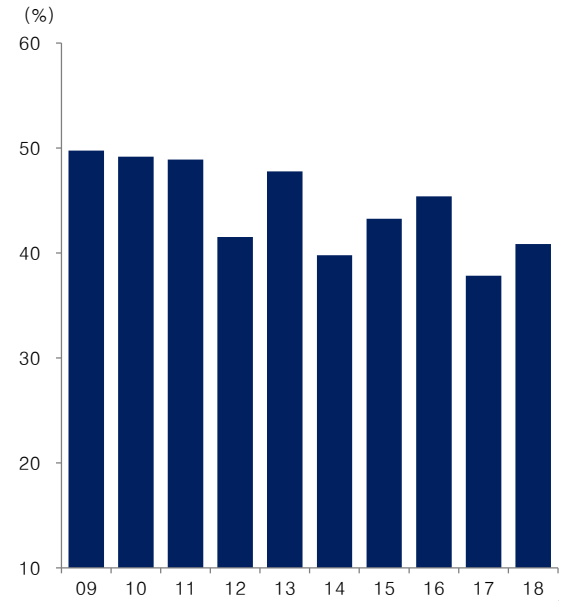
자료: 케이프투자증권 리서치본부

증권업 신용이자 수익비중(순영업수익 대비)



자료: 케이프투자증권 리서치본부

브로커리지 관련수익(수수료+이자) 비중

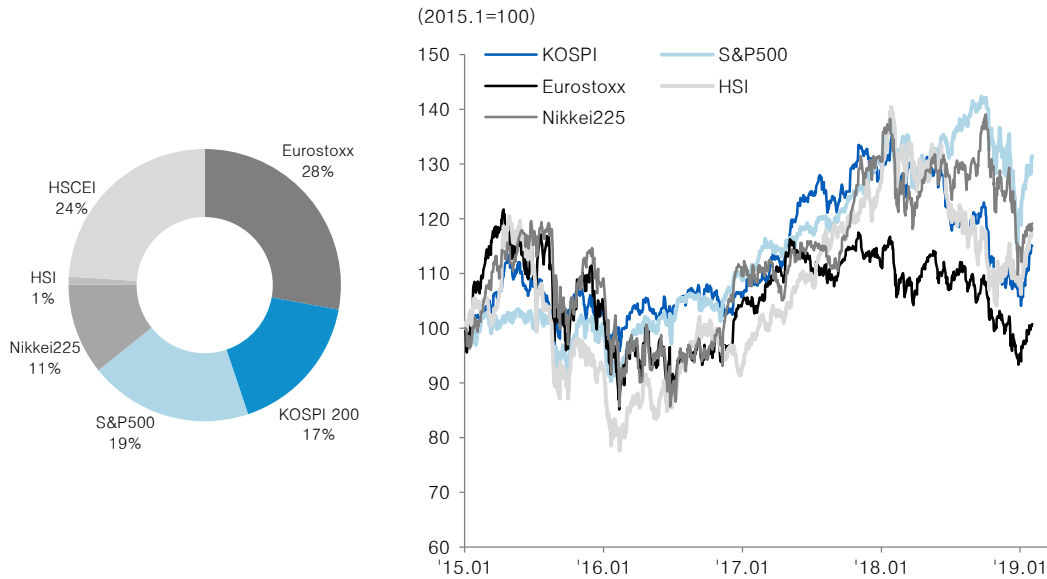


자료: 케이프투자증권 리서치본부

변동성 높은 Trading 수익 또한 증시의 종속변수

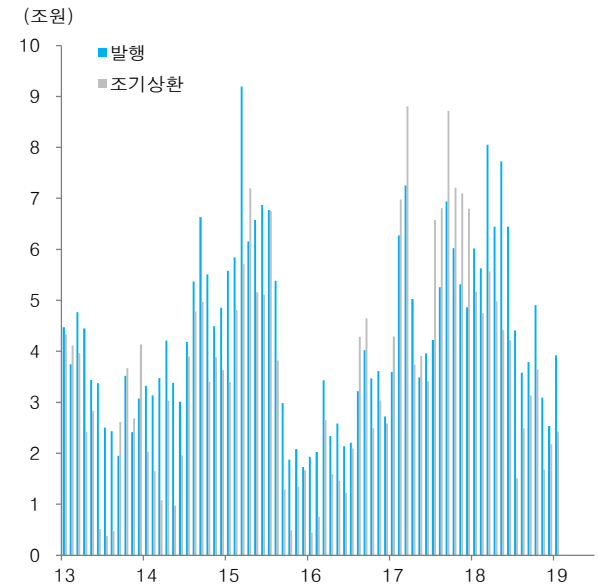
- ELS발행규모 증가와 PI투자 확대로 운용이익의 비중이 커짐에 따라 증권사 수익의 swing factor로 작용
- Trading 수익은 해외증시 흐름과 크게 연동
- 2018년 4분기 운용이익 급감으로 주요 증권사 부진한 실적 시현
- 연초 이후로는 국내외 증시여건 개선되고 있어 운용이익 회복 기대

지수형 ELS 기초자산 구성과 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

ELS 발행 및 조기상환 추이

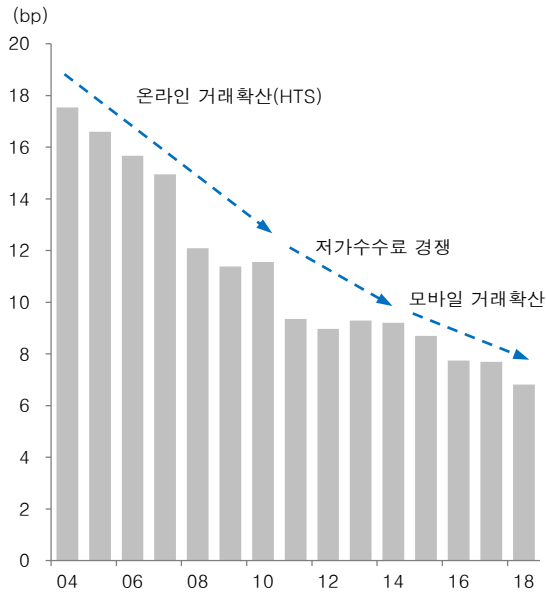


자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래세 폐지와 증권주

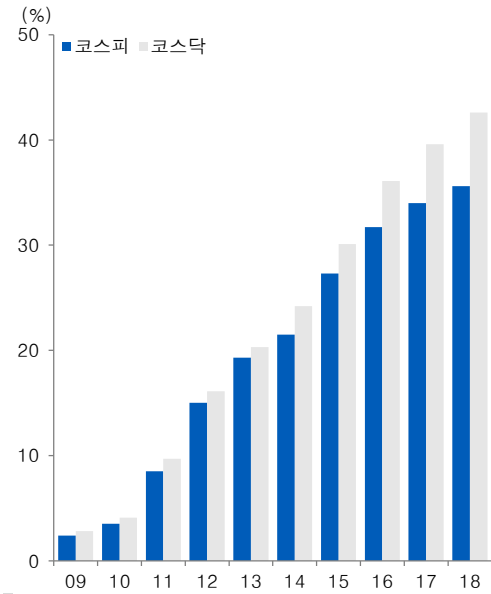
- 지속적으로 낮아지고 있는 브로커리지 수수료율 대비 '96 이후 변화가 없는 증권거래세율이 금융투자업계의 거래세 인하(폐지)논거로 작용
- 모바일 거래비중 확대로 2018년 중 수수료율은 추가 하락한 모습
- 거래세 인하(폐지)가 거래대금 증가로 이어질 경우 브로커리지 점유율이 높은 증권사의 손해가 크게 나타날 것

증권업 주식 브로커리지 수수료율 추이



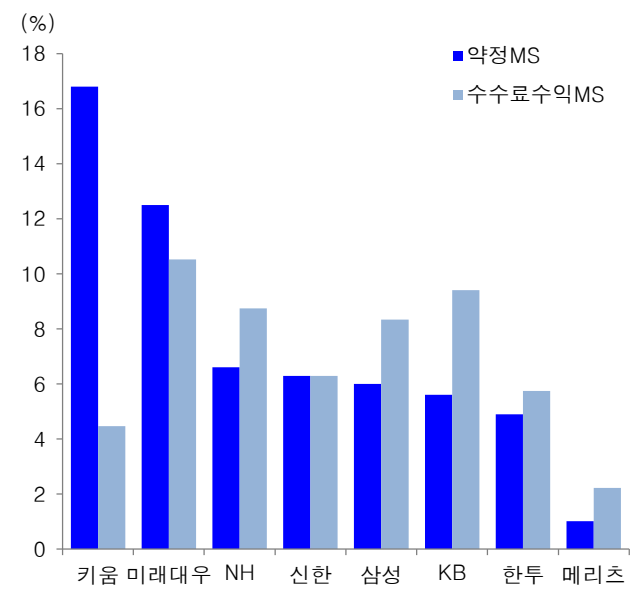
자료: 케이프투자증권 리서치본부

모바일거래 (MTS) 비중 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

증권사별 브로커리지 약정, 수수료 점유율('18)



자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래세 폐지와 증권주

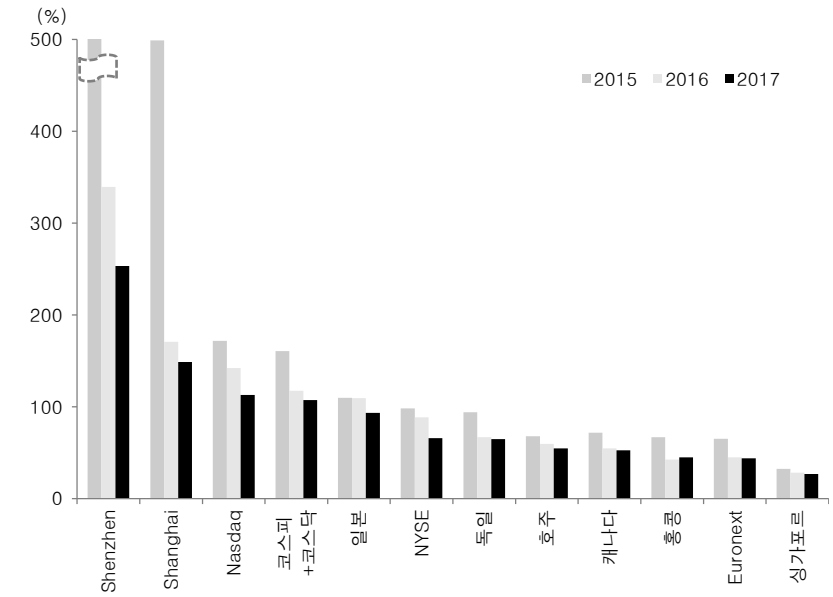
- 앞서 살펴본 일본의 경우 거래세 폐지 이후 4~5년간 증시환경 악화에도 시가총액 회전율이 50%에서 월평균 75%로 상승한 바 있음
- 다만 당시 일본은 양도세가 이미 부과되고 있었고, 현재 한국의 경우 코스닥시장의 높은 회전율로 인해 주요국 증시 대비 이미 회전율 수준이 높아져 있음을 감안하면 거래세 폐지효과의 Base Scenario로 10%의 회전율 상승영향을 예상
- 거래세 전면폐지가 아닌 거래세율 소폭 인하, 혹은 손익통산/손실이월을 배제한 양도세 적용범위 대폭 확대 등의 경우 긍정적 효과는 미미할 듯

거래세 폐지 시나리오별 예상효과

구분	가정	예상효과
Bull Case	• 일본 Case 적용 • 거래세 폐지 • 양도세 확대 한시적 유보	• 시가총액 회전율 15~20% 상승 - 일본의 경우 회전율 25% 상승 • 거래대금 20% 증가 - 현재 일평균 거래대금 9.5조원에서 11.5조원으로 상승
Base Case	• 거래세 폐지 • 양도세 점진적 확대 • 중립적 시장환경	• 시가총액 회전율 10% 상승 • 거래대금 10% 증가 - 현재 일평균 거래대금 9.5조원에서 10.5조원으로 상승
Bear Case	• 거래세율 소폭 인하 • 양도세 전면 확대 • 비우호적 증시 여건	• 시가총액 회전율 불변 • 거래대금 유지 혹은 소폭 감소

자료: 케이프투자증권 리서치본부

주요국 시가총액 회전율 비교

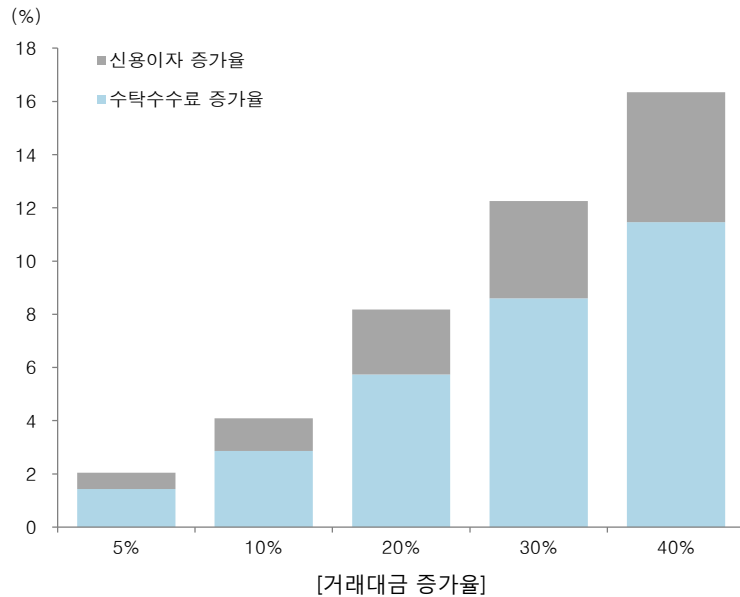


자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래세 폐지와 증권주

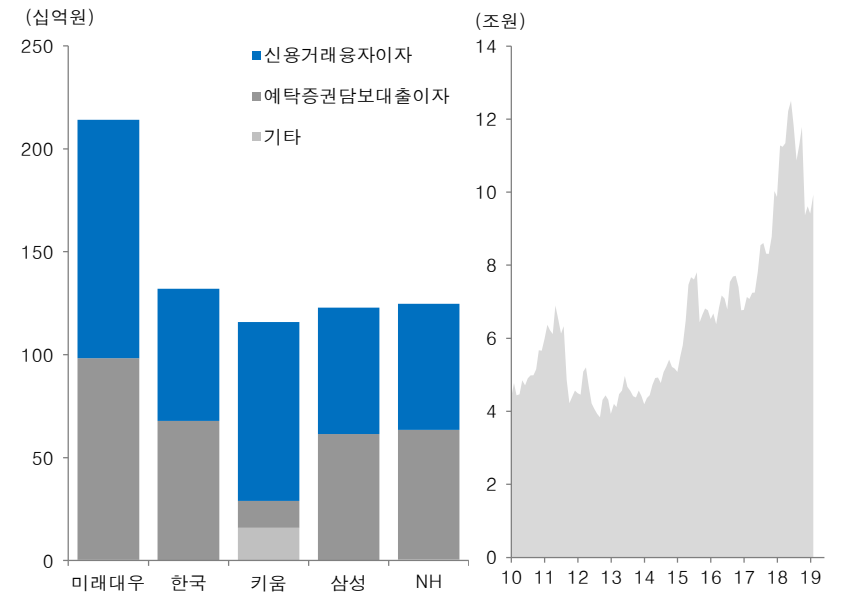
- 업종 전체 브로커리지 수수료수익이 순영업수익에서 차지하는 비중(29%) 감안시 거래대금 10% 증가로 인한 증권사 세전이익 증가효과는 3% 내외
- 하지만 동일한 비율의 신용잔고 증가를 가정하면 신용이자수익 또한 동반 확대될 것으로 예상
- 거래대금 10~20% 증가에 따른 증권사의 전체수익 증가효과는 4~8% 수준

거래대금 증가에 따른 수수료 및 신용이자 수익 증가 효과



자료: 케이프투자증권 리서치본부

증권사별 신용이자 규모와 시장 신용잔고 추이



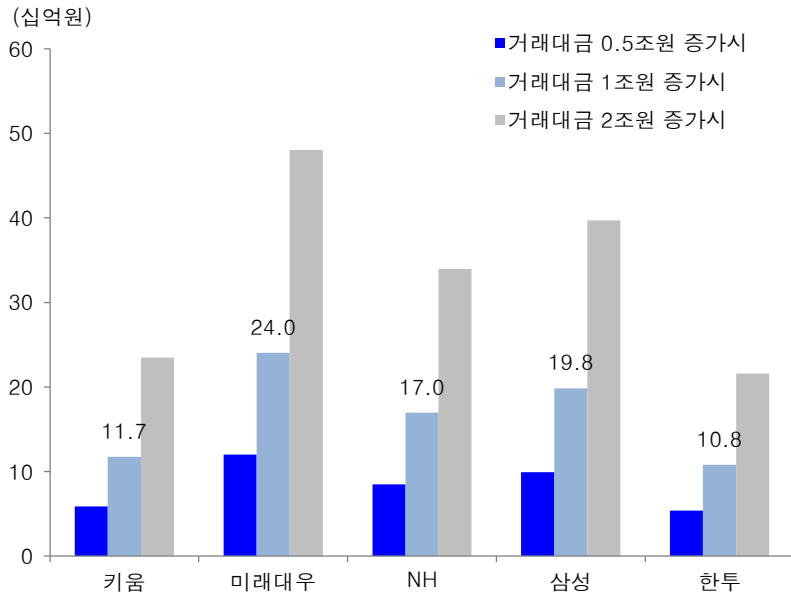
자료: 케이프투자증권 리서치본부

주: 신용이자: '18.3Q 누적기준, 신용잔고는 코스피/코스닥 합산

거래세 폐지와 증권주

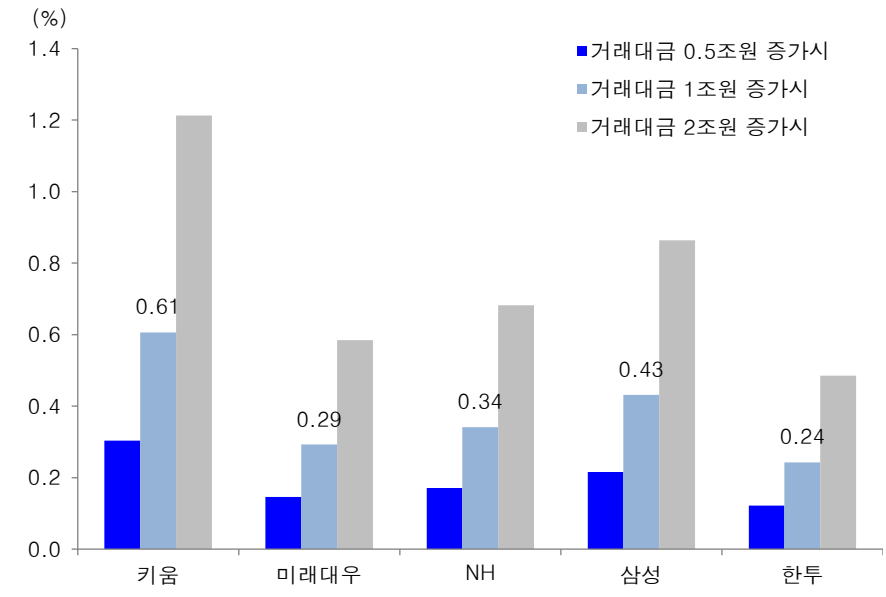
- 거래대금이 1조원 증가할 경우 주요 증권사 순이익은 100~240억원 증가하는 것으로 추정. ROE 0.2~0.6% 증가효과가 있음
- 키움증권, 삼성증권, 미래에셋대우의 수혜가 크게 나타날 전망
- 키움증권의 거래대금 증가에 따른 ROE 민감도는 가장 높으나, 향후 양도세 확대조치가 병행될 경우 중소형주 보다는 대형주(가치/배당주), 해외주식 등의 상대 메리트가 부각될 수 있다는 점도 고려할 필요가 있음

거래대금 증가에 따른 증권사별 순이익 증가분 추정



자료: 케이프투자증권 리서치본부

거래대금 증가에 따른 증권사별 ROE 민감도



자료: 케이프투자증권 리서치본부

업종에 우호적인 정책기조 지속

- 금융당국은 조만간 증권거래세 인하/폐지가 포함된 ‘자본시장 활성화방안’을 발표할 예정
- 경제 내 자금공급 통로로서의 자본시장 역할이 지속 강조됨에 따라 증권사에 우호적인 정책기조가 이어지고 있음

증권업 육성 관련 주요 정책 흐름

구분	발표시기	주요내용
종합금융투자사업자 지정	2011	• 자기자본 3조원 이상 증권사를 종합금융투자사업자로 지정 * 기업신용공여, 프라이빗로커 업무 수행
인수/합병 촉진방안	2013	• M&A 추진회사에 인센티브 부여 * 종합금융투자사업자 지정요건 2.5조원으로 완화, 개인신탁업무 허용 등
NCR 산출방식 변경	2014	• 영업용순자본비율 → 순자본비율로 변경 * 구NCR = 영업용순자본 / 총위험액 * 신NCR = (영업용순자본 - 총위험액) / 필요유지자본
금융투자업 경쟁력 강화 방안	2015	• 종합금융투자사업자의 기업금융기능 강화 • 종합금융투자사업자에 대한 별도 NCR 체계 * 만기 1년 이내 신용공여의 규제부담 완화 등
초대형 IB 육성을 위한 기업금융 활성화 방안	2016	• 자본규모에 따라서 발행어음(4~8조원), 종합투자계좌(8조원 이상)를 차별적으로 허용 • 종합금융투자사업자의 건전성규제 정비
코스닥시장 활성화 방안	2018	• 코스닥 세제/금융지원 확대(벤처펀드 활성화 등) • 코스닥 상장요건 개편(테슬라 요건 완화 등)
자본시장 활성화 방안(발표예정)	2019	• 증권거래세 인하/폐지 등 포함 예정

자료: 케이프투자증권 리서치본부

업종에 우호적인 정책기조 지속

- 2019년 들어서도 이미 ‘자본시장 혁신과제’의 세부방안 마련을 위한 (개인 전문투자자 확대방안), (코넥스 기능 강화방안), (중소기업 금융 전문 투자중개회사 도입방안) 등이 발표됨
- 증권거래 활성화 및 기업금융 기회확대를 통해 증권사 수익에 긍정적 영향 예상
- 은행/카드, 보험업 등 기타 금융권에 대한 규제가 강화되고 있는 환경에서 증권업의 반사적 수혜가 가능할 전망

개인 전문투자자 진입요건 개선방안(2019.01)

	현행	개선
진입 요건	· (투자경험) 금융투자 잔고 5억원 이상 등 · (손실감내) 소득 1억원 이상 or 재산 10억원 이상 · (전문가) 인정없음	〈요건 완화〉 · (투자경험) 초저위험 상품 제외 잔고 5천만원 이상 〈요건 정비〉 · (손실감내) <u>부부합산</u> 소득 신설(1.5억원) or 재산 5억원* · * 주거 중인 주택 제외 〈요건 신설〉 · 변호사 등 전문가 요건 신설
등록 절차	· 금융투자협회 등록 필요	〈등록주체 개선〉 · 금융투자업자가 등록
투자자 보호	· 전문투자자 관련 제재 조항 없음 · *요건을 미충족한 개인 일반투자자를 전문투자자로 대우한 경우 설명의무 불이행으로 제재 가능	〈요건 신설〉 · 전문투자자 관련 불건전 영업행위 제재조항 신설

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

중소기업금융 전문 투자중개회사(증권사) 도입방안(2019.01)

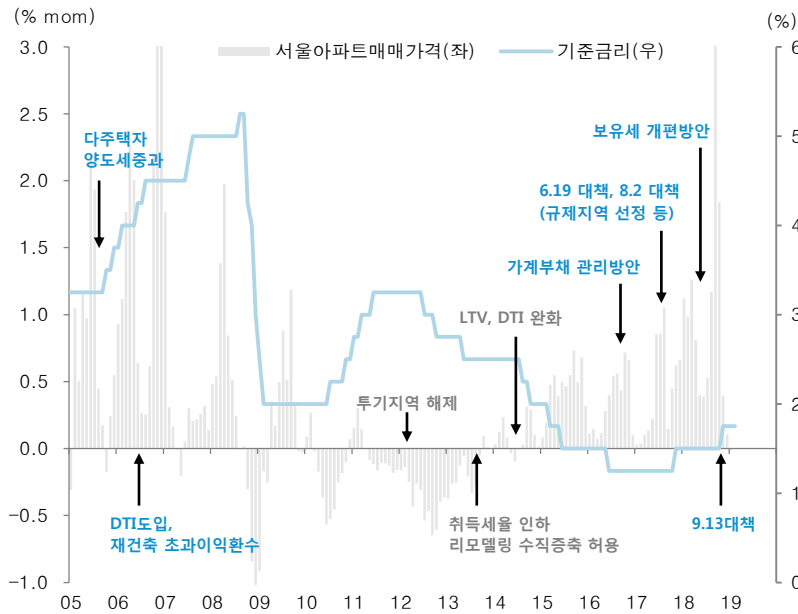
구분	중소기업금융 전문 투자중개회사
업무 범위	○ 고유업무 - 전문투자자를 대상으로 한 증권 발행 및 유통 중개 ○ 겸영업무 - 대출 중개·주선·대리 ※ 고객계좌 개설, 관리 등 투자자 보호가 필요한 업무는 제한
진입 요건	○ 진입제도: 등록제 ○ 주요 요건 - (자기자본) 5억원 이상 - (인력) 최소 2인 이상 - (물적설비) 최소한의 수준만 필요(전산설비 불필요) - (대주주) 기존 증권사와 동일(출자능력, 재무상태 등 고려) - (사업계획) 심사하지 않음
적용 규제	○ 건전성 규제: 미적용 ○ 영업행위 규제 - 일부 투자권유규제, 증권 예탁, 예탁금 별도예치 등 미적용 ○ 기타 - 지배구조법 일부규제(준법감사인, 위험관리인 선임의무) 미적용

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

긍정적 파급효과: Money Shift

- 증권거래세 폐지를 포함한 자본시장 활성화 대책은 위험자산군(부동산/주식)내에서의 Money Shift 요인으로 작용할 가능성이 있음
- 최근 부동산의 경우 대출규제, 보유세 강화, 공급물량 부담 등으로 주택거래 위축과 가격약세 시현 중
- 약화된 추가 금리인상 가능성 감안 시 유동성 여건은 상대적으로 양호할 것으로 보여 주식을 포함한 금융상품에 우호적인 자금흐름 예상 가능

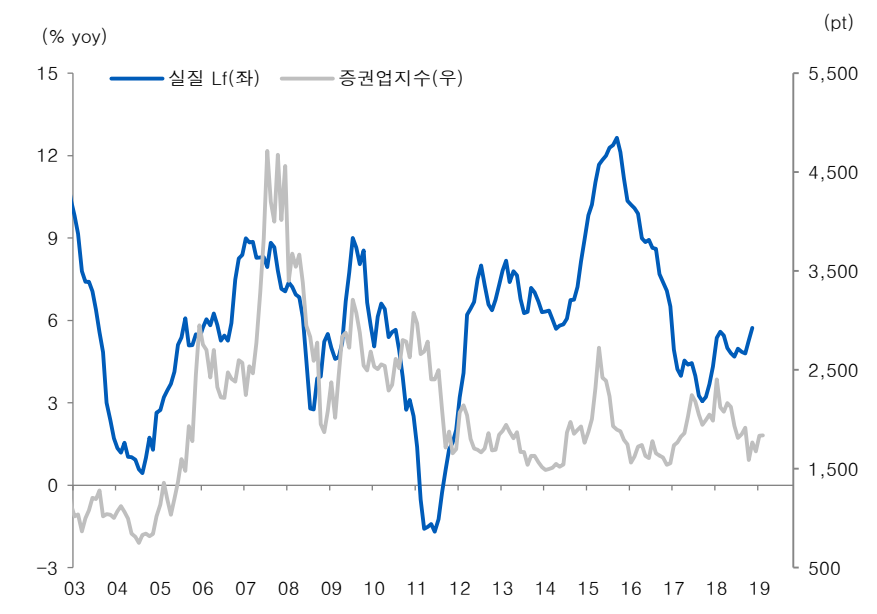
부동산가격과 정책흐름



자료: 케이프투자증권 리서치본부

주: 푸른색은 규제조치, 회색은 활성화대책

실질유동성 추이와 증권업지수

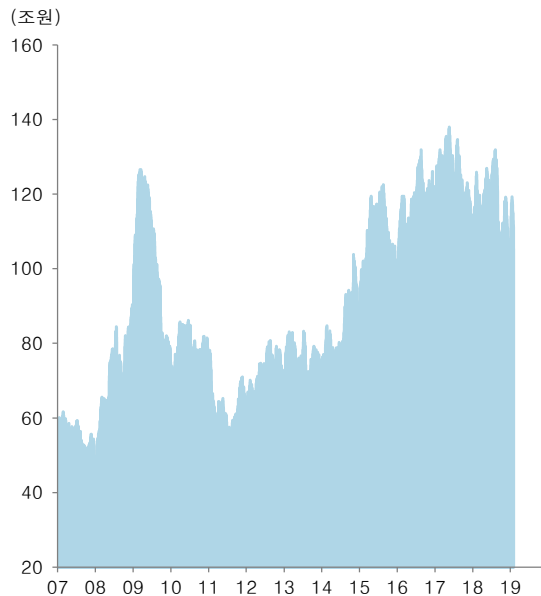


자료: 케이프투자증권 리서치본부

긍정적 파급효과: Money Shift

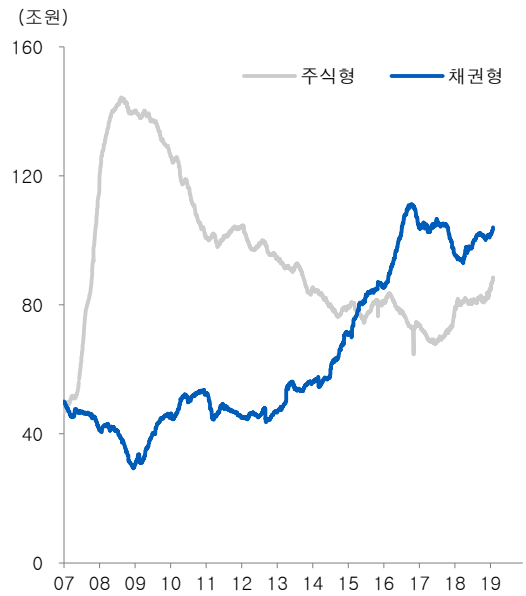
- 정기예금 금리상승 등으로 단기성자금(MMF)의 매력도 저하. 수익률 추구(yield picking)를 위한 단기자금의 이동가능성 또한 높아진 상태
- 채권형 펀드로의 신규자금 유입 정체된 가운데, 시장금리는 이미 기준금리 수준까지 하락. 단기간 내 금리인하 가능성 낮아 금리변동성 축소 불가피
- 2018년 연초의 코스닥시장 활성화 대책과 같은 증시부양책이 자본시장 활성화 방안에 포함될 경우 금융자산 내에서도 Money Shift 가능성 상존

MMF 자금흐름 추이



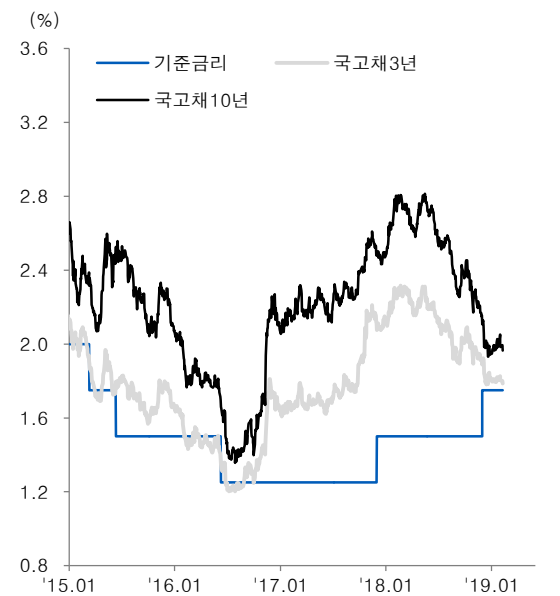
자료: 케이프투자증권 리서치본부

주식형/채권형 펀드플로우



자료: 케이프투자증권 리서치본부

시장금리와 기준금리 추이

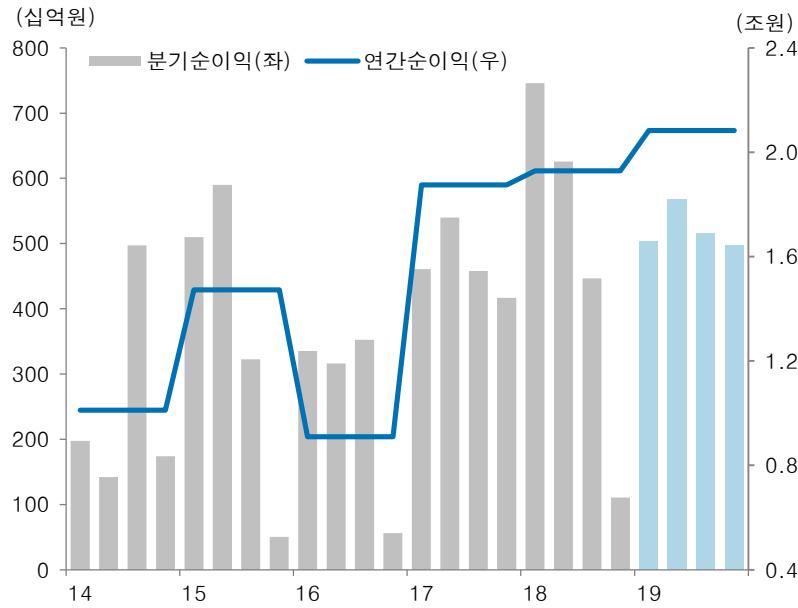


자료: 케이프투자증권 리서치본부

업황지표 바닥탈출, 밸류에이션 매력 재부각

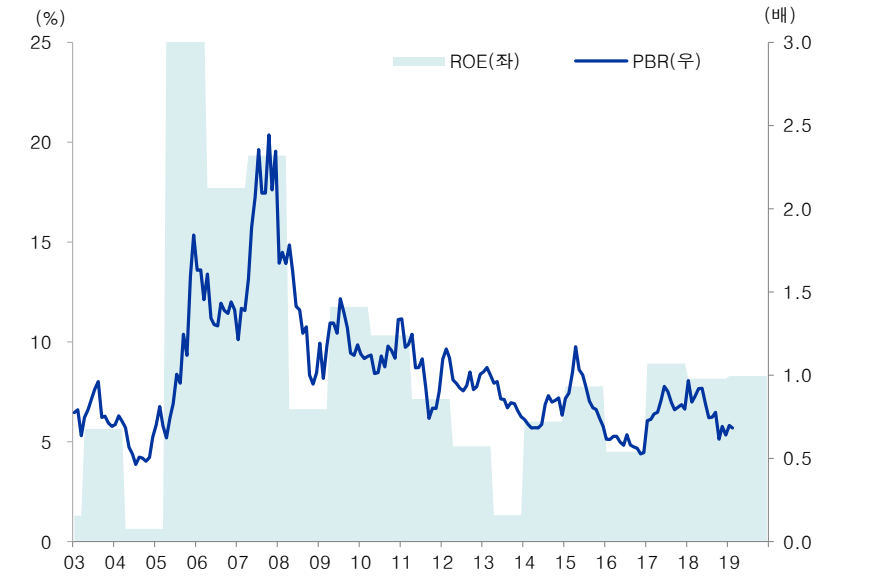
- 커버리지 5개사의 2019년 합산순이익은 2.1조원으로 2018년(1.9조원) 대비 8% 상승할 전망. '18.4Q 이익급감으로 2019년 증익 가능성 확대
- 2019년 8.3%의 합산 ROE 시현 예상되나 현재 주가는 PBR 0.7배 수준. 업종의견 비중확대 유지
- 특히 브로커리지와 Trading 수익의 회복이 예상되고 거래세 인하를 포함한 정책모멘텀이 공존하는 상반기는 증권주 투자에 우호적인 여건으로 판단
- IB부문의 경우 부동산 딜 관련 신규 수익기회 축소가 예상되나, 기업금융과 인수금융을 중심으로 견조한 이익기반 역할 수행할 전망

커버리지 합산순이익 추이 및 예상



자료: 케이프투자증권 리서치본부

커버리지 합산 ROE 와 PBR 추이 및 예상

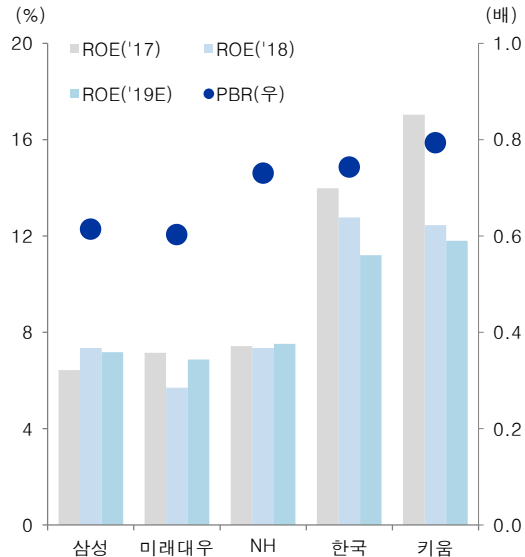


자료: 케이프투자증권 리서치본부

최선호주 한국금융지주, 미래에셋대우 유지

- 예상수익성 대비 큰 폭의 주가할인을 받고 있는 한국금융지주와 미래에셋대우를 최선호주로 유지
- '18.4Q실적과 이익추정치 변경을 반영해 일부 종목 목표주가 수정

종목별 ROE- PBR과 주요지표

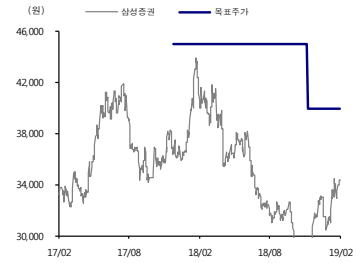


		삼성증권	미래에셋대우	NH투자증권	한국금융지주	키움증권
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가(신규)		43,000	10,000	16,500	90,000	115,000
목표주가(기존)		40,000	12,000	16,500	105,000	120,000
Target PBR		0.79	0.80	0.89	1.08	1.09
현재가(2/8)		33,500	7,550	13,550	61,900	84,000
순이익 (십억원)	2017	272	503	350	510	240
	2018P	335	461	361	529	243
	2019E	338	583	385	517	261
	2020E	349	621	404	542	276
EPS (원)	2017	3,042	901	1,170	8,737	10,870
	2018P	3,749	799	1,206	9,067	10,984
	2019E	3,781	1,009	1,285	8,851	11,805
	2020E	3,903	1,076	1,350	9,283	12,467
BPS (원)	2017	49,380	13,002	16,869	66,033	68,988
	2018P	51,910	11,913	17,645	75,785	95,060
	2019E	54,532	12,526	18,546	83,331	105,854
	2020E	57,252	13,138	19,478	91,352	117,178
ROE (%)	2017	6.4	7.2	7.4	14.0	17.0
	2018P	7.3	5.7	7.4	12.8	12.5
	2019E	7.2	6.9	7.5	11.2	11.8
	2020E	7.1	7.0	7.5	10.7	11.2
PER (배)	2017	11.9	10.6	11.4	6.8	7.4
	2018P	9.3	10.7	11.8	8.4	8.9
	2019E	8.9	7.5	10.5	7.0	7.1
	2020E	8.6	7.0	10.0	6.7	6.7
PBR (배)	2017	0.73	0.73	0.79	0.90	1.17
	2018P	0.67	0.72	0.81	1.01	1.03
	2019E	0.61	0.60	0.73	0.74	0.79
	2020E	0.59	0.57	0.70	0.68	0.72

자료: 케이프투자증권 리서치본부

삼성증권(016360) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-11-30	2018-04-24	2018-09-18	2018-11-15	2019-02-08	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	45,000원	45,000원	45,000원	40,000원	43,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

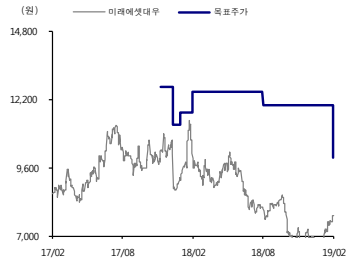


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-30	Buy	45,000원	-13.33	-2.44
2018-11-15	Buy	40,000원		

미래에셋대우(006800) 주가 및 목표주가 추이

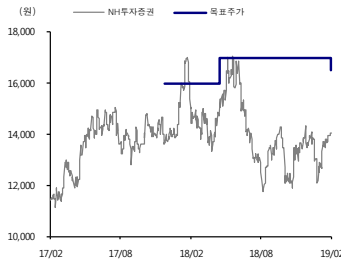
제시일자	2017-11-15	2017-12-18	2018-01-05	2018-02-07	2018-04-24	2018-05-11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,709원	11,242원	11,731원	12,500원	12,500원	12,500원
제시일자	2018-08-09	2018-09-18	2019-02-08			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	12,000원	12,000원	10,000원			
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-15	Buy	12,709원	-18.27	-14.23
2017-12-18	Buy	11,242원	-20.65	-18.00
2018-01-05	Buy	11,731원	-13.04	-2.82
2018-02-07	Buy	12,500원	-25.32	-20.40
2018-08-09	Buy	12,000원	-32.98	-30.92
2019-02-08	Buy	10,000원		

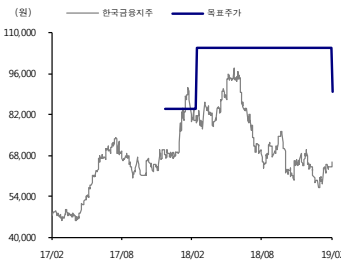
NH투자증권(005940) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-11-30	2018-04-24	2018-08-17	2018-09-18	2019-02-07	2019-02-08	
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	16,000원	17,000원	17,000원	17,000원	16,500원	16,500원	
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-30	Hold	16,000원	-8.42	6.25
2018-04-24	Hold	17,000원	-13.51	0.29
2018-08-17	Buy	17,000원	-15.57	0.29
2019-02-07	Buy	16,500원		

한국금융지주(071050) 주가 및 목표주가 추이

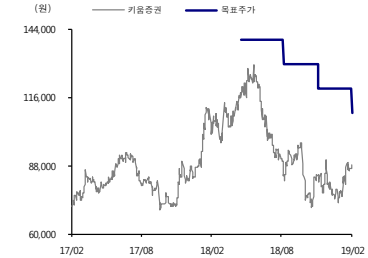
제시일자	2017-11-30	2018-02-20	2018-04-24	2018-09-18	2019-02-08	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	84,000원	105,000원	105,000원	105,000원	90,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-11-30	Buy	84,000원	-8.84	8.69
2018-02-20	Buy	105,000원	-21.96	-17.71
2019-02-08	Buy	90,000원		

키움증권(039490) 주가 및 목표주가 추이

제시일자 투자의견 목표주가	2018-04-24 Buy 140,000원	2018-08-14 Buy 130,000원	2018-09-18 Buy 130,000원	2018-11-13 Buy 120,000원	2019-02-08 Buy 115,000원	
제시일자 투자의견 목표주가						
제시일자 투자의견 목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-04-24	Buy	140,000원	-22.37	-7.50
2018-08-14	Buy	130,000원	-30.62	-27.54
2018-11-13	Buy	120,000원	-32.55	-24.50
2019-02-08	Buy	110,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	* 기준일 2018.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



케이프투자증권