

韓國의 地價: 土地投機와 市場失敗*

李鎮淳

승실대학교 경제학과

1. 머릿말

土地問題는 현재 韓國經濟가 직면하고 있는 최대 과제들 중의 하나이다. 건설부의 자료에 따르면 全國 平均 地價 上昇率은 1987년 14.7%, 1988년 27.5%, 1989년 32%, 그리고 1990년 20.4%에 이르고 있다. 이와 같은 급속한 地價上昇을 억제하기 위해 정부는 1989년 綜合土地稅制의 導入, 土地公概念 3個法의 制定, 土地去來 許可 및 申告地域의 擴大 등 각종 정책을 시행하였다. 그러나 1990년 초 다시 부동산투기가 재연되므로써 토지공개념제도의 한계가 노정되었으며, 이에 대처하기 위하여 다시 「4.13조치」, 「5.8조치」 등을 단행하였다. 그러나 이와같은 정부의 일련의 不動產 投機抑制政策들은 土地市場에 대한 충분한 과학적 분석에 기초한 것으로는 보이지 않는다. 사실 한국에 있어서 토지문제에 대한 經濟學的 分析은 아직 낮은 수준에 머물러 있다고 해도 과언이 아니다. 이 글은 한국토지문제에 대한 기초적인 경제학적 분석을 목적으로 하고 있다.

이 글은 상호 밀접히 연관되어 있는 두 가지 과제를 다루고자 한다. 하나는 韓國의 地價水準을 經濟理論의 觀點에서 설명해보고자 하는 것이고, 다른 하나는 土地投機가 資源配分의 效率性에 미치는 효과를 검토하는 것이다.

올바른 土地政策을 수립하기 위해서는 韓國의 地價가 어떠한 메카니즘을 통해 형성되어 왔는가에 대한 적절한 이해가 선행되어야 한다. 정부의 土地政策들은 地價의 빠른 上昇 그 자체를 나쁘다고 보고, 地價上昇을 인위적으로 통제하려는데 목표를 두고 있는 것들이 대부분이다. 그러나 經濟學적으로 보면 地價上昇 그 자체는 오히려 자연스러운 것이라고 볼 수 있다. 高度成長過程에서 資本과 勞動은 급속히 증대되는데 비해 土地의 부존량은 고정되어 있으므로, 土地의 稀少性이 심화되는 것을 반영하여 土地價格은 노동이나 자본의 가격에 비해 보다 빠른 속도로 상승하는 것은 필연적이다. 만약 韓國의 地價上昇이 이와같은 土地의 희소성을 반영한 것이라면 地價를 통제하려는 정책은 토지의 效率的 利用을 저해하고, 장기적으로는 오히려 나쁜 효과만을 남길 가능성이 높다.

그러나 문제는 韓國의 높은 地價上昇, 그리고 국제적으로 볼 때 높은 地價水準이 과연 土地의 稀少性을 정확히 반영한 것이냐 하는 것이다. 만약 한국의 地價가 土地投機에 의해 부풀려져 있다면 급속한 地價上昇은 市場失敗를 초래할 수 있으므로 정부의 개입은 정당성을 갖는다. 따라서 한국의 높은 地價가 희소성을 반영한 것인지 아니면 土地投機에 기인한 것인지를 판별하는 것이 한국토지문제의 연구에 있어서 우선적으로 다루어져야 할 과제이다. 우리는 이 문제를 다음절에서 다룰 것이다. 그러나 주로 地代에 대한 資料의 미비, 금융시장의 불안정성으로 인한 적정할인률 추정의 곤란성과 시장에서 期待形成의 관측의 어려움 등 때문에 이

*이 논문은 1990년도 문교부 학술연구 조성비에 의한 자유공모과제로 선정되어 연구되었음.

질문에 대한 답은 간단하지 않다. 적어도 토지를 주거 및 생산수단으로 보는 傳統的인 地價理論만으로는 한국의 地價水準을 설명하기 곤란한 것으로 보인다.

따라서 3절 이하에서는 資産으로서의 土地에 초점을 맞추고, 傳統的 地價理論의 여러 假定들—市場情報의 完全性, 投資家들의 合理性과 同質性 등—이 現實의 土地市場에서 성립하지 않는다고 보는 「거품」理論에 의해 韓國地價를 설명해 보고자 한다. 논의의 전개는 抽象的인 水準에서 具體的 水準으로의 下向式을 취하고 있다. 우선 3절에서는 土地를 株式과 기본적으로 다를 바 없는 資産으로 보고, 주로 株式市場을 대상으로 하여 발전되어온 몇가지 「거품」理論들을 간략히 소개하고 그것이 韓國의 地價決定에 주는 함의를 살펴보고자 한다. 4절에서는 土地의 特性때문에 주식시장이나 외환시장에 비해 「거품」價格이 창출되고 존속될 수 있는 가능성이 높고, 또한 土地投機가 市場失敗를 초래할 수 있음을 보인다. 5절에서는 국제적으로 볼 때 특수하다고 할 수 있는 한국에서 「거품」지가를 장기간에 걸쳐 지탱시키는 주요요소로서 토지를 둘러싼 政策 및 制度의 特殊性과 地價문제를 연결시켜 설명하고자 한다. 마지막으로 6절에서는 본 연구의 한계와 향후의 연구과제를 제시한다.

2. 傳統的 地價理論과 韓國의 地價

1) 收益地價

土地는 兩面性을 지니고 있다. 한편으로는 土地는 모든 재화와 용역생산에 필수적인 生産要素이며, 동시에 다른 한편으로는 資産增殖手段이다. 이 양면성에 상응하여 토지에 관련되는 市場으로 土地貸借市場과 資産으로서 土地市場이 존재한다. 또한 土地의 양면성에 상응하여 토지는 그 소유자에게 所得利得(지대)과 資本利得을 동시에 제공한다. 우리는 이 글에서 豫想되는 資本利得을 획득하기 위하여 토지를 거래하는 행위를 '투기

(speculation)' 라고 정의한다.

投機(speculation)는 어떤 상품의 가격변화로부터 이익을 얻기 위해, 한 시점에서 구입하여 두었다가 다른 시점에서 판매하는 행위로 정의된다. 이 정의에서는 상품을 利用目的으로 구입하는 것과 投機目的으로 구입하는 것을 개념적으로 구별하고 있다. 그러나 일반적으로 資産保有形態의 선택은 所得利得과 資本利得 둘 다를 얻기 위해 행하여진다. 따라서 資本利得을 얻기 위한 投機와 所得利得을 얻기 위한 投資를 반드시 구별할 수 있는 것은 아니라는 관점에서 보면 흔히 투기꾼은 동시에 토지의 이용자이기도 하다. 따라서 牧畜業者, 造林業者, 農夫는 토지의 생산적 이용자이자 동시에 잠재적 투기꾼이며, 自家住宅 所有者도 잠재적인 투기꾼이라고 할 수 있을 것이다.

傳統的 地價理論은 토지의 양면성 중 生産要素로서의 토지에 초점을 맞추고 있다. 일정기간 동안 토지서비스의 價格인 地代는 土地貸借市場에서 토지서비스에 대한 수요와 공급에 의하여 결정된다. 貯量으로서의 토지의 공급은 고정되어 있으므로 地代는 결국 土地의 限界生産物價値에 의해 규정된다고 볼 수 있다. 地代는 최소한 토지서비스가 가장 가치있는 용도에 배분되도록 하는 기능을 수행하므로, 경쟁적인 土地貸借市場은 토지이용의 靜態의 效率性을 달성한다.

土地라는 재화에 대한 경제학적 분석에 있어서 가장 어려운 점은 土地의 個別性이라는 특성이다. 상품으로서 토지의 질은 연속적으로 변화하여 무한히 분화된다. 이 때문에 통상적으로 시장에서 거래되는 재화와 같이 同質的인 하나의 재화로서 취급하는 데는 무리가 있다. 토지시장에는 질적으로 無限個 종류의 상품이 존재한다. 그러나 분석을 단순화하기 위해 연속적으로 質이 변화하는 토지를 段階的으로 質이 변화하는 것으로 가정하고 일정질의 토지에 대한 需要市場을 분석한다. 물론 그 이외의 質을 가진 토지시장이 무한히 존재하는 것으로 상정한다.

그림 1은 특정 지역에 있어서 土地用役의 需給에 의해 地代가 결정되는 것을 예시하고 있다. 특정지역의 토지공급은 한정되어 있기 때문에 공급곡선은 수직선 SS로 표시되어 있다. 수요곡선은 각종 용도 토지용역 수요 곡선들의 수평합이다. 농업에 이용하기 위한 農家の 수요곡선 (DD_f)과 택지로 이용하기 위한 소비자의 수요곡선 ($D_h D_h$), 그리고 지주의 留保需要曲線 ($D_r D_r$)의 수평합이 市場需要曲線 (DD)이다. DD와 SS의 교차점 P에서 均衡地代 OA가 결정된다. 이 균형점에서는 農地需要와 留保需要가 남아 있다.

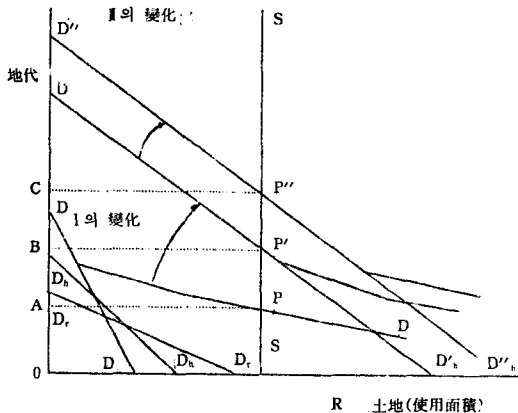


그림 1. 特定地域에 있어서 土地用役의 需給

이와 같이 供給이 完全非彈力的인 모형에서는 흔히 주장되듯이 土地稅가 借地人에게 轉嫁될 수 없다는 것이 명백하다. 이 경우 土地稅나 補助金 그리고 需要變化의 영향은 모두 공급자인 地主에게 귀착된다.

최근 시행된 설문조사에 의하면 1990년초 賃賃料引上的 최대의 원인을 표 1에서 보는 바와같이 賃賃人이나 賃借人이 모두 不動産價格의 上昇때문이라고 주장하고 있다. 즉, 금년초 주택 임대료 상승의 원인으로 '不動産 및 物價上昇' 때문이라고 답하는 응답자 비율이 56.7%로 가장 높고 綜合土地稅의 영향때문으로 보는 응답자 비율은 3.6%에 불과하다. 상가임대료 인상요인의 경우에도

비슷한 반응을 보이고 있다. 다만 상가의 경우 綜合土地稅의 누진세율 체계를 반영하여 綜合土地稅의 영향때문이라는 응답자 비율이 14%로 주택의 경우에 비해 다소 높다.

문제는 이와 같은 地價上昇이 임대료 상승을 초래한다는 通俗的인 주장이 우리의 경제 모형과 整合的인냐는 의문이다. 傳統的인 經濟理論에 따르면 現在 및 장래 豫想地代의 상승은 土地價格에 영향을 미치지만 地價가 상승한다고 하여 賃賃料上昇을 초래하는 것은 아니다. 土地用役에 대한 수요곡선이 移動하지 않는 한, 地價가 상승하더라도 地主가 賃賃料를 인상할 수 없다. 이것은 마치 株式市場에서 현재 및 장래의 配當과 内部留保에 기초하여 株價가 결정되는 것이지, 株價에 기초하여 配當(혹은 利益)이 결정되는 것이 아닌 것과 마찬가지로 하는 것이다.¹⁾

그러나 뒤에서 언급하듯이 土地는 株式과는 다른 특성을 가지고 있다. 土地는 그 자체가 生産(消費)에 직접 사용되면서 동시에 地價上昇을 통한 資本利得을 얻을 수 있으므로, 生産과 投機가 兩立할 수 있고, 또한 土地의 轉用에는 적지 않은 費用이 소요된다. 따라서 토지소유자는 투기목적으로 土地를 生産에 투입하지 않거나 低密度로 이용할 수 있다. 즉 投機的 地價上昇 과정에서 地主의 留保需要曲線이 上方移動하여 賃賃料가 상승할 가능성이 있다.

다음으로 이 土地에 公共投資가 시행된 경우, 그 편익의 귀착에 대해 살펴보자. 예컨대 이 지역에 도로나 철도가 개통되어 토지가 宅地로서의 편리성이 증대되었다고 하자. 주택 소비자의 효용증대를 반영하여 宅地需要曲線이 $D_h D_h'$ 로 이동하여, 모든 토지가 宅地化되고, 均衡點은 P에서 P'로 이동한다. 公共投資로 地主의 地代收入은 ORPA로부터 ORP'B로 증대되고, 賃賃人の 消費者剩餘도 AF'EFD로부터 BP'D'로 증대된다(이 경우를 公共投資 I의 변화라고 하자).

다음으로 모든 土地가 宅地化된 뒤, 다시 公共投資가 시행된 경우를 살펴보자. 그 결

표 1-a. 賃賃料 引上要因에 대한 應答者 比率(住宅)

(構成比, %)

	賃借人	賃賃人	不動産仲業者	全體
不動産 및 物價上昇	62.7	65.4	40.7	56.7
賃賃保護法 改定으로 賃賃契約期間延長	11.4	6.8	30.3	15.9
周邊賃賃料上昇	6.2	9.8	1.4	5.7
綜合土地稅影響	4.7	3.8	2.1	3.6
物量不足	5.7	6.8	15.2	8.9
其他 ¹⁾	9.3	7.4	10.3	9.2
計	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 學群, 言論影響, 不動産政策 부재 등의 이유 포함.

資料: 經濟企劃院

표 1-b. 賃賃料 引上要因에 대한 應答者 比率(商街)

(單位: %)

	賃賃人	構成比	賃借人	構成比	計	構成比
不動産 및 物價上昇	93	43.3	138	55.6	231	50.4
周邊賃賃料 引上	28	13.3	44	17.7	72	15.7
綜合土地稅影響	41	19.5	23	9.3	64	14.0
人件費引上	34	16.2	27	10.9	64	13.3
物量不足	3	1.4	4	1.6	7	1.5
其他	11	5.3	12	4.9	23	5.1
計	210	100.0	248	100.0	458	100.0

資料: 經濟企劃院.

과 宅地需要曲線은 $D_h''D_h''$ 로 다시 이동한다. 이번에는 公共投資로 소비자잉여는 $BP'D'$ 로부터 $CP''D''$ 로 거의 증대되지 않고, 地主의 地代收入만이 $ORP'B$ 로부터 $ORP''C$ 로 증가하였다. 이 경우 公共投資의 편익의 대부분은 地主에게 귀착된다(公共投資II의 變化).

일반적으로 公共投資 費用이 一般財源에 의해 조달되므로, 전국민으로부터 징수한 조세를 특정지역의 地主에게 귀속시킴으로써 分配의 不平等이 초래된다. 地價에 晝화된 公共投資費用은 地主에게 부담시켜야 한다. 또한 地主는 도시용 土地의 실질적인 供給者가 아니고, 도시용 토지 공급증가의 실체는

公共投資이다. 따라서 公共投資로 인한 地價上昇分을 조세로 흡수하더라도 都市用 土地의 供給誘引이 감소되는 것이 아니다.²⁾ 그러므로 分配의 公平성과 分配의 效率城 양측면 모두에서 地主의 地代上昇分에 과세하는 것이 바람직하다고 볼 수 있다.

傳統的 地價理論에 따르면 地價는 土地가 만기가 없는 非償却性 資産이므로 미래의 무한한 豫想地代흐름을 적절한 이자율로 割引한 現在價値이다. 일정한 토지에 대한 t期の 地代를 R_t , 이자율을 r이라면, t期の 地價는

$$P_t^* = E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} \frac{R_{t+j}}{(1+r)^j} \right] \quad (1)$$

이다. 여기서 E_t 는 t 기에 획득된 정보에 기초하여 장래變數의 期待値를 계산하는 작동인자이다. 만약 R_t 가 모든 期에 있어서 R 로 일정하다면, 식(1)은 $P_t^* = R/r$ 로 단순화된다. 한국과 같은 高度成長經濟에서는 資本蓄積이 급속히 진행되고 勞動의 質 역시 빠른 속도로 향상되므로 공급이 고정되어 있는 土地의 地代도 빠른 속도로 증가된다. 만약 豫想地代上昇率이 g 라면 地價는 $P_t^* = R/(r - g)$ 이 된다. 이와같은 장래 예상되는 地代흐름의 資本還元價値로서의 地價를 地價에 영향을 미치는 근본적인 요인에 의해 결정된다는 의미에서 '市場의 根本的 條件 (market fundamentals: MF)' 혹은 '收益地價'라고 부른다. MF는 土地本來의 利用價値를 의미한다.

2) 韓國의 地價水準과 理論地價

최근 韓國土地開發公社는 1988년 10월 기준 全國去來對象土地 (92, 223km²)의 總價額을 추정하 바 있다. 물론 道路, 하천, 제방, 공원 등 去來對象이 될 수 없는 토지들은 여기에서 제외되었다. 行政區域別, 用途地域別, 地目別로 多段階層別 推出法 (multi-stage stratified random sampling)에 의해 總 14,038 筆地를 추출하여 각 표본지의 地價를 市場接近法에 의하여 추정하였다. 각 層別 표본지들의 평균지가를 그 層의 면적에 곱하여 層別 地價總額을 산출하고, 그것들을 전국적으로 集計하여 全國地價總額을 산출하였다. 그 결과가 표 2에 요약되어 있다.

1988년 10월말 현재 한국의 全國地價總額은 9,369,310億원으로 추정되었다. 이는 1988년 GNP의 7.58배에 해당된다. 표 3은 1985년말 기준 주요국 地價總額의 추정치와 GNP를 비교하고 있다. 다만 주의할 것은 美國의 경우 公共部門 土地保有額에 대

한 자료가 존재하지 않아서 그것이 누락된 수치이고 英國의 경우에도 公共部門 토지보유액은 추계상의 문제가 있음을 주의하여야 한다. 1985년말 기준 미국의 民間部門이 소유하고 있는 地價總額은 美國 GNP의 0.92배로 나타났다. 公共部門 소유토지를 포함한 英國 地價總額은 英國 GNP의 1.58배, 日本의 그것은 4.04로 추정되고 있다. 그러나 최근 日本의 地價가 東京圈을 중심으로 폭등하여 1988년말 日本地價總額은 그 해 GNP의 6.5배에 이르고 있고,⁵⁾ 英國의 경우에도 그 비율이 2.0에 육박하고 있다. 韓國의 경우에도 1988년 이후에도 地價가 급속히 상승하여 1989년 全國地價總額은 1989년 GNP의 9.2배에 이르고 있다.

이와 같이 GNP對比 全國土價額의 比率이 나라에 따라 크게 다른 것은 식 (1)에 따르면 한국과 일본에서 지대(R)가 다른 나라에 비해 상대적으로 높든지 혹은 割引率(r)이 다른 나라들에 비해 낮든지 혹은 두 요인이 복합적으로 작용한 것으로 설명할 수 있다. 우선 한국과 일본의 地代가 다른 나라들에 비해 상대적으로 높은 것은 높은 인구밀도와 아울러 이들 국가의 산업구조가 상대적으로 土地集約的이어서 生産費 중 地代의 比重이 높기 때문일 수도 있고 혹은 非效率的인 地域 및 都市構造에 기인할 수도 있다.⁶⁾ 우선 土地의 稀少性의 차이에 기인한 것으로 볼 수 있다. 韓國과 日本은 세계적으로 人口密度가 높은 나라들인데 비해 美國은 土地가 풍부하게 부존되어 있는 나라이다. 그러나 이것만으로는 全國土價額의 GNP對比 比率의 國別隔差를 충분히 설명할 수는 없다. 地代를 資本還元하기 위한 割引率이 年10%이고 地代는 不變이라고 가정해보자. 이 가정과 美國의 國土價額이 GNP의 90%라는 사실은 식 (1)에 따르면 地代가 GNP의 9%라는 것을 의미한다. 이 수치는 美國 GNP 중 地代가 차지하는 비중의 추정치와 근사하다.

그러나 韓國과 日本 地價水準은 식 (1)에

표 2. 全國地價額

(1988年 基準)

	전 체 면 적		평균가격 (천원/m ²)	시 가 총 액	
	(km ²)	(%)		(십억원)	(%)
전 국	92,223	100.0	10.16	936,931	100.0
주 거 지 역	1,485	1.6	261.42	388,354	41.5
상 업 지 역	170	0.2	924.34	156,721	16.7
공 업 지 역	452	0.5	105.84	47,886	5.1
녹 지 지 역	8,215	8.9	15.52	127,520	13.6
비 도시지역	81,901	88.9	2.64	216,448	23.1
6 대 도 시	2,317	2.4	210.82	488,470	5.21
주 거 지 역	596		499.39	297,846	
상 업 지 역	66		1,438.84	95,582	
공 업 지 역	131		243.84	31,875	
녹 지 지 역	1,448		42.88	62,109	
비 도시지역	75		14.09	1,058	
중 소 도 시	4,567	5.1	43.99	186,585	19.9
주 거 지 역	479		161.40	72,110	
상 업 지 역	63		88.16	52,101	
공 업 지 역	225		57.05	12,904	
녹 지 지 역	2,658		16.47	41,932	
비 도시지역	1,142		6.60	7,536	
군 지 역	85,339	92.5	3.07	261,874	28.0
주 거 지 역	410		44.82	18,397	
상 업 지 역	41		222.57	9,038	
공 업 지 역	96		32.26	3,106	
녹 지 지 역	4,108		5.72	23,478	
비 도시지역	80,684		2.58	207,853	

資料: 韓國土地開發公社.

의해서 설명하기 어렵다. 割引率을 年 10%로 가정할 경우 식 (1)은 日本 GNP 중 地代가 차지하는 比重은 1985년을 기준으로 할 경우 40%, 1988년을 기준으로 할 경우 65%라는 것을 의미한다. 日本의 國民所得計定上 GNP에서 차지하는 地代의 比重은 地代만 별도로 구분되어 계상되어 있지 않기 때문에 확인할 수 없다. 그러나 GNP의 65%라는 수치는 GNP에서 차지하는 모든 재산소득의 비중을 능가한다. 財産所得 중 많은 부분이 資本所得임은 말할 나위가 없다.

그림 2에서 보는 바와 1985-87년에 있어서 民間部門 實物資産의 對GNP比率은 美國 3.4, 英國 4.5-5.0, 日本 5.9-7.9이지만, 土地를 제외한 實物資産만을 보면, 美國 2.5, 英國 2.6, 日本 2.1로 거의 같은 수준이다. 결국 美·英·日 사이의 民間實物資産 對 GNP比率의 差는 그 대부분이 土地評價額의 差에 의해서 설명될 수 있다.

韓國의 경우, 年 10%의 割引率은 낮은 수준이다. 그림에도 불구하고 1989년 말 全國地價總額이 GNP의 9.2배라는 사실과 식 (1)은 GNP 중 地代가 차지하는 비중이

표 3. 主要國 地價總額과 GNP

	美國	英國	日本	韓國
	1985년말 10億 달러	1985년말 10億 파운드	1985년말 兆 圓	1988. 8 10億 원
地價總額(A)	2,967.5	406.3	1,015.7	936,931 (1,295,418)
名目 GNP(B) (1985)	3,234.0	256.6	251.2	123,576 (141,067)
A/B	0.918	1.583	4.043	7.582 (⁹ 183)

註: 美國의 公共部門 土地保有額은 자료가 없어 포함되어 있지 않음.
 資料: 美國, 英國, 日本의 자료는 石川(1990)에서 인용.

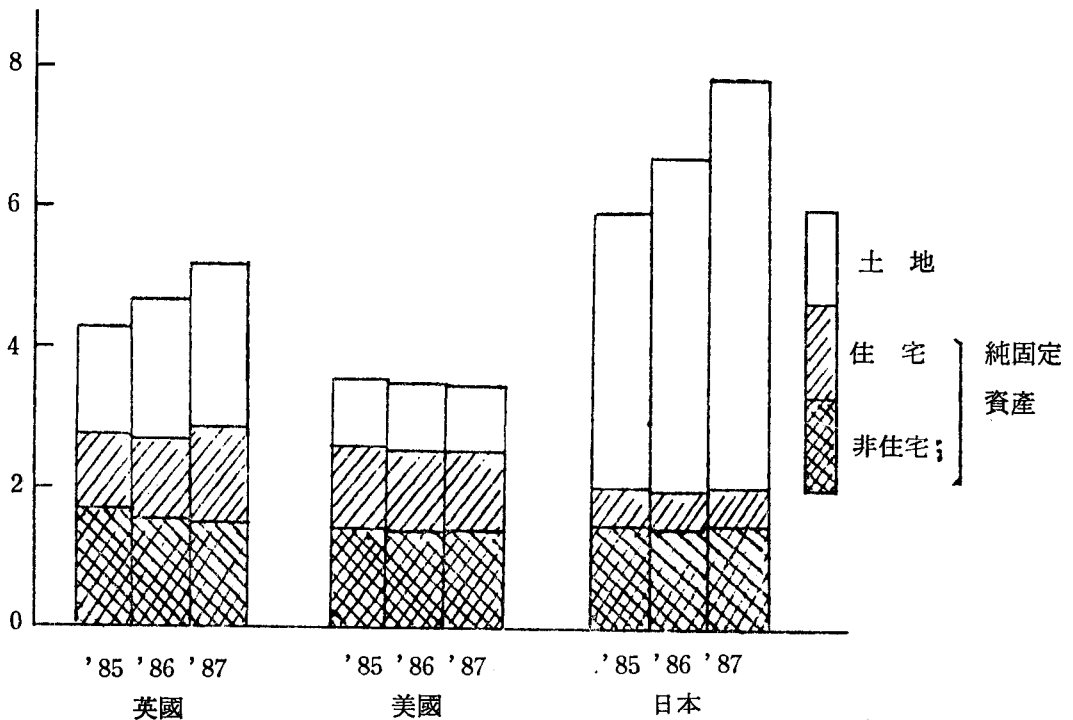


그림 2. 民間部門 實物資産의 對 國民所得比率 및 그 構成(1985~87)

註: 純固定資産의 構成중 日本의 住宅에는 公共部門保有분이 포함되어 있음.

資料: 西村清彦, 三輪芳郎 編, 「日本ね株價, 地價」, 東京大學出版會, 1990, p. 240.

92%에 이른다는 것을 의미한다. 물론 이것은 실제 國民所得計定에서 확인할 수는 없다. 韓國 國民所得計定에서는 시장지대만이

추정되어 있고 歸屬地代가 별도로 구분되어 계상되어 있지 않기 때문이다.

다른 한편 韓國과 日本에 있어서 GNP對

比 地價總額의 비율이 다른 나라들에 비해 높은 것을 낮은 할인율로 설명할 수도 있다. 낮은 割引率は 낮은 市場利率과 낮은 土地稅率에 기인할 수 있다. 日本의 국제적으로 낮은 利率때문에 地代에 비해 지가가 높고 주식의 價格-收益比率(price-earnings ratio)이 높다는 주장도 있다. 이 주장에 대한 주요한 비판은 세계 자본시장의 통합화 추세로 각국의 利率이 동일수준으로 수렴해 가고 있다는 지적이다. 한국과 日本의 지가가 높은 것은 부분적으로 높은 經濟成長率로 설명할 수 있을 것이다. 高度成長에 따라 급속도로 자본축적이 진행되고 勞動力의 質도 향상되어 감에 따라 土地의 相對的 稀少性이 증대되므로 地代가 빠른 속도로 신장될 것으로 期待되기 때문이다. 또한 표 4에서 보는 바와 같이 韓國과 日本에 있어서 土地稅의 實效稅率은 국제적으로 낮은 수준이다. Boone(1989)은 日本의 地價總額의 對 GNP比率이 국제적으로 높은 것은 높은 經濟成長率과 낮은 土地稅率에 기인한 것이라고 결론을 내리고 있다. 그는 우선 광범한 국제비교를 통해 선진제국들 사이에 산업구조, 도시구조는 대단히 유사함을 보이고 있

다. 따라서 GNP에서 차지하는 地代의 비중은 구체적으로 확인할 수는 없지만 국제적으로 비슷한 수준일 것이라고 추정한다. 그러므로 地價總額의 對GNP比率의 國別差異는 割引率의 差에 기인한 것으로 설명할 수 있다고 주장한다. 先進諸國들의 地價總額의 對 GNP 比率은 표 5에서 보는 바와 같이 대체적으로 1에 가까운 수준이다. 다만 日本의 그것만이 1985년의 경우 3에 이르고 있다. 이는 日本의 割引率이 여타 선진국들 할인률의 1/3-1/2수준이라는 것을 의미한다. 예컨대 미국에 있어서 平均土地收益率은 지난 세기에는 3% 수준이었으나 지난 20년 동안 약간 상승하였다. 이자율은 5%, 土地稅率은 1% 수준이라고 하자. 미국의 期待成長率은 3%, 日本의 그것은 4%로 볼 수 있다. 이 경우 미국의 할인률은 3%, 日本의 土地稅率이 0이라면 할인률은 1%로 볼 수 있다. 따라서 日本의 地價總額/GNP가 美國의 그것의 3배일 수 있다는 것이다.

그러나 地價總額/GNP 比率의 國別差異는 주로 割引率의 差에 기인한다는 Boone의 견해는 日本이나 韓國의 地價總額/GNP 比率의 歷史的 推移나 1980년대말 지가수준을 설명하는데 어려움이 있는 것으로 보인다.

표 5에서 볼 수 있듯이 先進諸國에 있어서 경제가 발전함에 따라 地價總額/GNP 比率은 하락하는 추세를 보이고 있다. 이는 경제발전에 따라 산업구조가 土地集約的인 농업에서 工業이나 서서비스업으로 이행해 가는 것을 반영하는 것으로 볼 수 있다. 그런데 前後 日本의 地價總額/GNP 比率은 상승 추세를 보이고 있다. 그림 3은 이 비율의 추이를 보다 자세히 보여주고 있다. 앞에서 지적한 바와 같이 先進諸國의 產業構造나 技術은 비슷하므로 각국의 地代/GNP 비율은 유사하다고 볼 수 있다. 따라서 根本主義者들은 日本의 地價總額/GNP 비율의 상승추세를 割引率의 하락추세에서 찾고자 할 것이다. 이는 다시 利率(r)의 하락 혹은 期待

표 4. 各國의 土地保有稅의 比率(%)

	對 GDP	對 地價總額
오스트레일리아	1.42	2.54
덴 마 크	1.10	0.92
프 랑 스	0.85	0.45
독 일	0.40	0.19
아 일 랜 드	2.08	1.04
일 본	1.21	0.39
네 델 란 드	0.58	0.58
뉴 질 랜 드	2.08	1.04
스 페 인	0.27	0.18
스 웨 덴	0.43	0.40
스 위 스	0.19	0.10
영 국	3.16	1.80
미 국	3.41	1.73
한 국	0.22	0.02

資料: Boone(1989)

표 5. 各國의 土地總額/GNP比率의 歷史的 推移

	한국	일본	프랑스	독일	영국	미국
1800					3.5	1.1
1850			5.6	4.3	2.2	1.2
1875				2.9	2.9	
		2.9	4.6	1.9	1.9	1.1
1900		2.9				1.6
		2.3	2.2	1.8	0.6	1.5
1925						1.2
		1.4	1.3	1.4	0.5	0.9
1950			0.7	1.1	0.6	0.7
					0.5	
1960		1.9	0.6	0.5		
					0.5	0.9
1970		2.2	0.8			
1975	1.7			1.0	0.6	0.9
1977		2.3	0.9	1.1	0.9	1.0
1985		2.9				1.1
1989	9.2					

資料: Boone(1989)

經濟成長率(g)의 上向調整추세에 기인한 것으로 볼 것이다. 그러나 우선 g가 상향조정 추세를 보였다는 Boone(1989)의 주장은 설득력이 없다. 특히 1970년대와 1980년대 후반 地價總額/GNP 比率의 급격한 상승추세를 설명하기 어렵다. 주지하는 바와 같이 오히려 일본경제는 이 시기에 高度成長期로부터 安定成長期로 이행하였기 때문이다. 利率의 변동은 日本 地價上昇率에 큰 영향을 미쳤다. 1970년대 후반, 1980년대 후반과 같은 低金利, 金融緩和의 시기에 地價上昇率은 높았다. 예컨대 일본의 5년만기 재무성증권의 금리는 1977년 7.13%에서 1985년 6.34%로 하락하였으며, 이러한 이자율 하락이 일본의 자가총액/GNP비율이 1977년 2.3에서 1985년 2.9로 상승된 것에 대한 하나의 유력한 설명을 제공한다고 볼 수 있다. 그러나 이 요인만으로는 1985년 이후 일본 地價總額/GNP比率의 급격한 상승을 설명하기는 어렵다. 한국의 경우에도 地價總額/GNP比率이 1975년 1.7에서 1989년 9.2로 상승하게 된 유력한 설명 중 하나는 이

자율의 하락이다. 한국 일반은행 어음할인율은 1975년 15.5%에서 1989년 11-13%로 하락하였다. 그러나 이자율의 하락만으로는 地價總額/GNP比率의 급격한 상승을 설명하기에는 대단히 불충분하다.

3. 韓國의 地價와 「거품」理論

1) 「거품」理論의 概觀⁷⁾

앞 절에서 살펴본 바와 같이 傳統的 地價理論에 의해서는 현재 韓國의 높은 地價水準을 충분히 설명하기 어렵다. 이와같은 難點의 理論的인 설명은 非傳統的인 입장에서 찾을 수 있다. 앞에서 살펴보았던 收益地價는 여러가지 가정하에서 도출된 것이었다. 이러한 가정들 중 어떤 부분이 현실적으로 성립되지 않는다고 보느냐에 따라 다른 여러가지 地價理論이 도출될 수 있다. 그 중 유력한 방안은 최근 급속히 발전하고 있는 「거품(bubble)」 혹은 「投機的 거품(speculative bubble)」理論이다.

앞에서 살펴보았던 傳統的 地價理論은 토

지를 생산에 이용하기 위하여 영구히 소유한다고 가정하고, 이것으로부터의 所得利得(地代)의 흐름의 資本還元價値가 土地의 根本的價値(fundamental value)라고 보았다. 그러나 토지는 다른 한편으로 資産市場에서 하나의 資産으로서 거래된다.

이로부터 두가지의 대립적인 理論的 立場으로 나누어진다. 하나는 流通市場으로서의 土地市場은 根本的 價値의 실현을 저해하는 것이 아니고, 오히려 잘 정비된 土地市場의 존재 자체가 土地의 본래의 이용가치를 원활하고 신속하게 地價에 반영시키는 기능을 수행한다는 입장이다. 다른 하나의 입장은 토지시장의 존재는 토지의 매매를 통한 資本利得의 획득 가능성을 열어 놓음으로써 '投機的 去來'를 유발하고 그것이 地價形成을 歪曲시킨다는 입장이다. 이 입장은 일찌기 Keynes의 美人投票 模型을 비롯하여 각종 '投機的 거품理論'으로 발전하였다. 前者를 '根本主義者(fundamentalist)의 見解', 後者를 「거품理論」이라고 부른다.

투기적 거품은 자산가치가 급등하다가 어느시점에서 급락하는 현상을 가리킨다. 이러한 자산가격 형성경로가 마치 물밑에서 발생한 작은 水泡가 수면에 가까워질수록 팽창하다가 수면에 이르면 파열되는 현상과 흡사하다는데서 붙여진 이름이다. 「거품」이라는 용어는 다양한 의미로 쓰여지고 있다. 흔히 "資産價格이 그의 본래수준으로부터 괴리될 때, 거품이 발생하였다"고 주장된다. '본래수준'은 자산가격에 영향을 미치는 근본적인 요인—市場의 根本條件(market fundamentals)—에 의해 결정되는 收益地價를 의미한다. 그러나 현실적으로 收益地價를 엄밀하게 식별하는 것이 대단히 어려운 경우가 많다. 그러므로 이와같은 「거품」의 定義에는 여전히 애매성이 남게된다. 그러므로 경제학 분석에서는 「거품」을 보다 한정된 의미로 정의한다.

「거품」가격의 역사적 사례는 많다.⁸⁾ 대표적인 것으로서 17세기 네델란드에서 발생한

'튤립熱風(tulip mania)'과 18세기 '南海泡沫事件'이 있다. 튤립열풍은 튤립뿌리가 투기대상이 되어 단기간에 가격이 폭등하였다가 돌연 붕괴된 사건이다. 南海泡沫事件은 南美貿易의 독점권을 장악하고 있던 남해회사를 중심으로 동인도회사 등의 株式이 투기대상이 되었던 사건이다. 이 밖에도 1979-80년 세계적인 金價格의 폭등도 한 예로 들어지고 있다.

「거품」은 우선 '合理的 거품'과 '非合理的 거품'으로 나눌 수 있다. '合理的 거품'은 경제주체(同質的 投資家들)의 合理的 行動과 市場의 效率性을 전제로 하더라도 존재할 수 있는 거품을 의미한다. 合理性을 만족시키는 거품은 모형으로 정식화하기가 용이하므로 경제학 이론분석의 주요한 연구대상이다. 이에 대하여 '非合理的 거품'은 모형으로 정식화하는데 있어서 合理性條件을 엄밀한 의미에서 만족시키지 못하는 여러 경우를 포괄한다. 예컨대 非合理的으로 행동하는 일부 投資家가 존재하는 경우가 그 한 예이다.

「거품」을 분류하는 다른 하나의 기준은 관찰의 시간폭이다. 거품을 動學的 觀點에서 포착하면 거품의 팽창속도와 붕괴시점이 주요한 관심사가 된다. 그리고 靜學的 觀點에서 관찰하면 무슨 요인이 地價를 收益地價(MF)로부터의 괴리를 초래하였는가가 주요 관심의 대상이다. 前者를 '狹義의 거품', 後者를 '廣義의 거품'이라고 일컫기도 한다.

이하에서는 우선 투자가의 合理的 行動과 土地市場의 效率性을 전제로 하더라도 「거품」이 지속될 수 있다는 「合理的 거품」理論으로부터 한국의 地價를 살펴 볼 것이다. 다음으로 Keynes의 美人投票 模型, 거품의 붕괴와 발생메카니즘에 대한 대표적인 견해를 소개하고 그것으로부터 한국의 地價動向을 조망해 볼 것이다.

2) 長期的인 合理的 期待와 合理的 「거품」理論

土地市場이 效率的이라고 가정하자. 시장이 效率的이라는 것은 시장 참가자가 이용가

능한 모든 정보하에서 合理的으로 행동한 결과, 어떤 投資家도 平均以上の 超過收益을 올릴 수는 없는 상황을 지칭한다. 그 하나의 귀결은 土地投資와 그 이외의 투자기회와 사이에 裁定條件(arbitrary condition)이 성립하여야 한다. 이 裁定條件의 成立은 모든 投資機會가 事前的으로는 동일한 收益率이 期待된다는 것을 의미한다. 여기서는 분석을 단순화하기 위해 土地와 代替的인 투자기회로 利率이 一定한 定期預金만이 존재한다고 가정하자. 엄밀하게 말하면 土地의 收益率에는 不確實性이 존재하고, 따라서 危險負擔 프리미엄(risk premium) 상당분만큼 정기예금이자율보다 높은 것이 자연스럽다. 그러나 여기서는 이것을 무시한다. 또한 토지의 去來費用은 일반적으로 여타의 資産의 그것에 비해 훨씬 크고, 또한 토지에는 각종 조세가 부과되고 있지만 여기서는 무시하기로 하자.

P_t 를 t 期の 地價, r 을 定期預金の 利率 R_t 를 t 期の 地代라고 하면 다음과 같은 裁定條件式이 성립한다.

$$P_t(1+r) = E_t(P_{t+1} + R_{t+1}) \quad (2)$$

앞의 (1)식의 양변에 $(1+r)$ 을 곱하여 정리하면 다음 식 (3)이 도출된다.

$$\begin{aligned} P_t(1+r) &= E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} \frac{R_{t+j}}{(1+r)^{j-1}} \right] \\ &= E_t \left[\sum_{j=1}^{\infty} \frac{R_{t+1+j}}{(1+r)^j} \right] + R_{t+1} \\ &= E_t [P_{t+1}^* + R_{t+1}] \quad (3) \end{aligned}$$

따라서 $P_t = P_t^*$ 는 裁定條件 식 (2)을 만족시킨다. 앞의 收益地價(MF)는 裁定條件을 만족시킨다. 그러나 MF가 식 (2)를 만족시키는 유일한 解는 아니다. 이를 보기 위하여

$$P_t = P_t^* + b_t \quad (4)$$

인 경우를 보자. 이것도

$$b_t(1+r) = E_t(b_{t+1}) \quad (5)$$

을 만족시킬 경우 裁定條件 식 (2)를 만족시킨다. 즉 MF에 b_t 를 더한 地價도 裁定條件을 만족시킨다. 더욱이 식 (5)는 發散的 經路를 따를 것을 예상하고 있다. 따라서 당초 收益地價보다 높은 地價에서 출발하는 가격경로에서는 地價는 가속도적으로 상승하여 무한대가 된다. 반대로 당초 收益地價보다 낮은 地價로부터 출발하는 가격경로에서는 地價가 가속도적으로 하락하여 마이너스 무한대 값을 갖게 된다. 그러므로 收益地價(MF)는 장기적으로 地價가 有限하다는 가정하에서의 唯一한 地價이다.

「합리적 거품」에 대한 직접적인 이론적 제약은 거품가격(b_t)은 負의 값을 가질 수 없다는 것이다. 만약 $b_t < 0$ 라면, 現實地價는 收益地價를 하회하게 된다. 거품이 붕괴될 때 발생할 가능성이 있는 거대한 資本利得은 거품가격이 계속 하락할 때의 잠재적 資本損失에 의해 보상되지 않으면 안된다. 地價는 負의 값을 가질 수는 없기 때문에, 어떠한 거품의 진행과정에서도 더 이상의 자본손실을 배제하는 最低地價가 존재할 것이다. 이와같은 地價는 거품과 整合的이지 못하다. 後向의 推理(backward deductions)를 통해 地價에는 負의 거품은 존재할 수 없다. 그와같은 거품가격은 존재할 수 없는 地價를 초래하기 때문이다.⁹⁾

無限히 생존하는 투자가를 상정할 경우 正의 合理的 거품 역시 합리적 기대가설 하에서는 존재할 수 없다. 收益地價보다 높은 價格으로 판매한 투자가는 토지시장을 떠나 버릴 수 있다. 그러면 그것을 구입한 투자가는 負의 現在價値를 갖게 된다. 투자가가 무한히 생존하는 것으로 상정하는 한, 투자자들이 상이한 정보를 가지고 있고, 空賣(short sale)가 금지되어 있더라도 正의 거품價格은 배제된다(Tirole, 1982).

그러나 생존기간이 한정적인 투자가를 상

정하는 모형에서는 정의 거품가격 존재가능성은 배제되지 않는다. Tirole(1986)은 이 문제를 完全豫見 世代重複模型(perfect foresight overlapping-generations model)에서 검토하고 있다. 각 세대는 다음 세대가 收益地價보다 높은 地價를 지불할 용의가 있는 한 收益地價보다 높은 地價를 지불할 용의가 있다. 이 경우가 존재할 수 있기 위해서는 「거품」이 地價를 地價總額이 GNP를 상회할 만큼 빠른 속도로 팽창되지는 않아야 한다는 조건이 필요하다. 만약 거품이 그 보다 빠른 속도로 팽창할 경우 富의 制約때문에 後方의 推理를 통해 거품은 배제될 것이다. 이는 經濟成長率이 土地收益率을 상회하여야 한다는 것을 의미한다. 이 경우 1人當 定常거품價格(steady-state per capital bubble)은 정의 값을 가질 수 있다.

이상과는 다른 관점으로부터도 「거품」이 존재할 가능성을 생각해 볼 수 있다. 各期마다 식 (2)가 성립한다면, 우변 P_{t+1} 에 $t+1$ 期の 裁定條件式을 대입하고, 다시 P_{t+2} 에 $t+2$ 期の 裁定條件式을 대입하는 식의 조작을 J 期까지 반복하면

$$P_t = E_t \left[\frac{P_{t+J}}{(1+r)^J} \right] + P_t^{*(J)} \quad (6)$$

가 도출된다. 단 여기서

$$P_t^{*(J)} = E_t \left[\sum_{j=1}^J \frac{R_{t+j}}{(1+r)^j} \right] \quad (7)$$

이다. 위의 식 (6)에서 $J \rightarrow \infty$ 로 될 때 만약 우변의 제1항이 0에 수렴한다면, 地價는 收益地價로 귀결되고 「거품」이 존재할 여지는 없다. 그러나 이 第1項이 0으로 수렴한다는 필연성은 없다. 오히려 식 (6)은, 장래에 토지로부터의 자본이득이 최소한 예금이 자율을 상회할 만큼 地價가 상승할 것으로 期待되는 한, 얼마든지 거품이 존재할 수 있음을 시사하고 있다. 예컨대 t 期の 가격에 $P_0(1+r)^t$ 이 포함되어 있다면 임의의 J 에

있어서도 $P_{t+J}/(1+r)^J$ 는 P_0 가 되어 0이 되지 않게 된다. 이 P_0 가 높은 수준일수록 地價決定에 있어서 MF의 상대적 가중치는 작아지게 된다.

地價는 장래의 豫想地代흐름의 割引現在價值라는 傳統的 地價理論은 이와같은 가능성을 처음부터 배제하고 도출된 것이다. 그 근거는 식 (6) 우변의 第1項이 0으로 수렴하지 않으면 地價가 무한대로 發散하게 되는데, 이것은 비현실적이므로 합리적 투자가는 장래 地價의 豫想經路로 그러한 경우를 기대하지 않는다는 것이다. 이것이 소위 長期的인 合理的期待形成假說의 가정이다. 그러나 이것을 가정 이외의 방법으로 배제할 이론적 근거는 박약하다. 즉 地價에 거품이 존재할 가능성을 事前的으로 배제할 수는 없다.

合理的 거품理論은 「모든 투자가가 항상 무한의 미래까지 地價가 有限할 것으로 예상한다」는 長期的인 合理的 期待形成의 假定이 반드시 현실적이지 않다고 생각하고, 투자자들이 MF이외의 地價經路를 예상할 가능성에 주목한다. 투자가가 무한히 생존하는 경우 橫斷性 條件(transversality condition)은 시장균형의 필요조건이다. 그러나 새로운 투자자들이 부단히 시장에 들어오고 기존의 투자자들이 빠져나갈 경우 투자가가 무한의 미래까지 有限의 地價를 예상할 필연성은 없다. 투자자들이 MF 이외의 地價經路를 공통적으로 예상할 경우, 이 경로는 자기實現的이다. 「거품」을 지속시키는 관건은 投資家의 期待形成이다. 토지의 취득가격이 MF를 상회하더라도 地價가 더욱 상승할 것으로 기대된다면, 토지의 수익률이 정기예금 이자율을 상회할 가능성은 얼마든지 있으므로 토지는 계속 需要된다.

이와같은 MF로부터 괴리된 價格經路가 效率的 市場의 假定과 整合的이라는 의미에서 「合理的 거품價格」이라고 부른다. 10) 合理的 거품理論에 따르면 우리나라 지가가 1960년대 중반 이후 높은 上昇率을 보인 것은 어떤 이유에서인가 地價가 理論地價를

상회하였기 때문에 초래된 현상이다. 일단 現實地價가 理論地價를 상회하게 되면 그 후의 地價上昇은 거품의 自律的 膨창에 의해 설명된다. 식 (5)에서 보는 바와 같이 거품은 가속적으로 팽창된다.

合理的 거품理論은 地價가 단기적으로는 合理的 거품經路를 이탈하여 변동할 수 있다고 주장한다. 그러나 이와같은 地價가 영원히 지속될 수는 없기 때문에 언젠가 거품이 터지게 되어 理論地價 方向으로의 수정이 이루어질 것으로 본다. 그러나 「거품」이 당장 터질 필연성은 없다. 역사적으로 장기간에 걸쳐 존속되었던 「거품」의 예가 존재하기 때문이다.

3) 期待의 無限連鎖와 케인즈의 美人投票 모형

傳統的 地價理論이 상정하고 있듯이 투자자들이 충분한 정보와 합리성을 가지고 있다면 現實地價와 收益地價 사이에 괴리가 존재할 경우 곧 투자자들의 裁定行動으로 地價는 收益地價水準으로 회복될 것이다. 그런데 왜 한국의 現實地價는 장기간에 걸쳐 收益地價水準을 지속적으로 그리고 큰 폭으로 상회하고 있는가? 이 의문에 대한 하나의 유력한 해답은 投資家들 사이에 地價는 앞으로도 반드시 상승할 것이라는 土地神話가 신봉되고 있기 때문이라는 설명이다. 期待의 無限連鎖問題와 이에 기초한 Keynes의 美人投票理論에 의해 설명되어 질 수 있다.

앞에서 살펴 본 合理的 거품理論은 장기적인 合理的期待의 가정이 현실적으로 성립되지 않을 경우를 고려하고 있다. 그러나 합리적 거품이론도 식 (2)에 의해 地價가 결정된다고 생각하는데는 傳統的 地價理論과 다를 바 없다. 傳統的 地價理論에서처럼 투자자들이 공통적인 期待를 가지고 있는 것으로 가정하면 식 (2)에 의해 地價가 결정된다. 그러나 投資家들이 共通的인 期待를 가지고 있지 않고 서로 다른 투자자들의 예상을 예상하는 상황에서는 식 (2)만으로는 地價가 결정되지 않는다. 식 (2)에서 地價는 여타의

변수들과 아울러 投資家의 地價上昇期待에 의존한다.

그러면 투자자의 地價上昇期待는 어떻게 형성되는 것인가? 투자자는 식 (2)가 장래의 地價를 결정할 것이라는 사실을 알고 있으므로 식 (2)를 이용하여 장래지를 예측하여 地價上昇을 예상한다. 그러나 식 (2)는 장래의 地價는 다른 투자자들의 將來地價에 대한 豫想에 의존하고 있다는 것을 의미한다. 여기서 투자자들의 예상이 동일하지 않을 경우, 한 투자자가 장래 지가에 대한 예상을 수립할 때, 다른 투자자들이 地價動向을 어떻게 예측하고 있는가를 알 필요가 있다. 그렇지만, 다른 투자가 역시 여타의 투자자들이 장래의 地價를 어떻게 예측하고 있는지를 예측하여야 한다. 결국 다른 투자자의 지가 동향예측은 여타의 투자자들의 地價動向豫測의 豫測에 의존하게 된다. 따라서 한 투자자의 예측은 다른 투자자가 가지고 있는 여타 투자자들의 예측의 예측의 예측의 예측에 의존한다. 이것이 소위 豫測의 無限連鎖問題(infinite regress problem)이다.¹¹⁾

傳統的 地價理論은 이 문제에 대하여 「合理的 期待形成」을 가정한다. 앞의 MF理論에서는 모든 투자자들이 동일한 期待를 가지고 있는 것으로 가정하였기 때문에 예측의 무한연쇄문제는 발생하지 않았다. 투자자들이 장래의 地價形成을 完全豫見(perfect foresight)한다면 期待의 無限連鎖問題는 발생할 수 없다.

이 「合理的 期待形成」과 대립되는 견해가 Keynes의 美人投票模型이다. Keynes는 「一般理論」第12章에서 株式市場에서의 예측을 이 예에 의해 설명하고 있다. 여기서의 美人投票는 100명의 여성 중 한 사람에게 투표하는 것이지만 상금은 투표참가자의 평균적 선호에 가장 가까운 여자에게 투표한 사람에게 돌아간다. 따라서 이 투표에서는 자신이 가장 美人이라고 생각하는 사람에게 투표하는 것이 아니고 가장 많은 투표참가자들이 美人이라고 생각할 것으로 豫想되는 여

자에게 투표하여야 한다. 어떤 한 투표자의 판단은 다른 투표자 판단의 예상에 의존하고, 그 투표자의 판단은 그 이외 투표자들 판단의 예상에 의존한다. 그러므로 다른 투표자의 판단을 예상하기 위해서는 그 투표자가 그 이외의 투표자들의 판단에 대하여 가지고 있는 豫想을 豫想하여야 한다. 이리하여 예상의 무한연쇄가 시작된다.

Keynes는 이와같은 豫想의 無限連鎖가 발생할 경우 期待는 不安定하게 된다고 보았다. 투자자의 기대는 예측의 무한연쇄 가운데서 끊임없이 변동하므로 이것을 定式化하는 것은 불가능에 가깝다. Keynes는 이 모형을 주식시장에 적용하였지만, 資産으로서의 土地市場에도 적용할 수 있다.

豫測의 無限連鎖問題가 있다고 하여 期待가 의도적으로 非合理的으로 형성된다는 것을 의미하는 것은 아니다. 각 개인은 가능한 期待를 합리적으로 형성하려고 하지만, 그것이 전체적으로 보면 MF理論에서의 「合理的 期待」와는 크게 다를 수 있다는 것이다. 각 투자자는 다른 투자자들이 어떠한 豫想을 가지고 있는가에 항상 주의를 기울이고 다른 투자자들이 판단을 내리는데 의거할 것으로 보이는 情報에 민감하게 반응한다. 반응하는 情報은 단순히 理論地價에 영향을 미치는 변수에 관한 정보만이 아니다. 그 밖에도 MF에는 무관한 변수, 예컨대 시장의 心理狀態 등 다른 투자자들의 판단에 영향을 미칠 수 있는 갖가지 정보에 따라 地價가 변동할 수 있다.

Keynes의 美人投票 모형에 따르면, 現實地價가 理論地價를 상회하여 계속 상승하더라도, 투자자가 다른 투자자들이 地價上昇을 예상하고 있다고 예상하는 한, 現實地價의 理論地價로의 조정은 발생하지 않는다. 이것은 투자가 자신이 現實地價가 理論地價를 상회하고 있다는 것을 인식하고 있는 경우에도 마찬가지이다. 이 경우 現實地價와 理論地價의 괴리는 시장의 期待狀態가 불변인 한 지속될 수 있다. 여기서 市場의 期待란 개별

투자자들이 將來地代에 대하여 가지고 있는 기대가 아니고, 다른 투자자들이 地價動向에 대하여 가지고 있는 期待라는 점에 주의하여야 한다. 한 투자자가 「土地神話」가 단지 신화에 불과하다는 것을 알고 있더라도, 다른 투자자들이 그 신화에 의거해 예상을 세울 것으로 믿어지는 한, 그 투자자도 「土地神話」에 의해 예상을 수립한다. Keynes의 美人投票 模型은 土地神話가 단순한 신화로 끝나지 않고 自己實現的(self-fulfilling)일 가능성을 강력하게 시사하고 있다. 이 경우 現實地價에 내포되어 있는 「거품」은 지속된다. 앞의 裁定條件式 (2)의 배경에는 이와 같은 투자자들의 행동도 고려되고 있다고 볼 수 있다. 市場의 大勢가 토지를 수요할 것으로 판단되는 한 地價上昇의 期待는 持續될 수 있다.

이상의 「合理的 거품理論」과 「美人投票 模型」은 1960년대 중반이후, 최소한 1970년대 중반이후 現實地價가 理論地價로부터의 乖離가 장기적으로 지속되고 있는 현상에 대한 이론적 설명을 제공한다.

4) 거품의 붕괴

앞의 合理的 거품理論과 美人投票模型은 거품의 붕괴에 대하여 크게 다른 전망을 제시한다. 合理的 거품理論에 따르면, 거품가격은 언젠가는 붕괴되어 現實地價는 收益地價 방향으로 수정될 것이다. 그리고 「장기적인 합리적 기대형성 가설」도 붕괴 가능성을 내포한 거품까지 배제하는 것은 아니다. 이에 대하여 美人投票模型에 따르면, 거품이 붕괴되어 現實地價가 收益地價로의 수정이 발생할 필연성은 없다.

합리적 거품이론에서 거품의 붕괴시점이 불확정적이지 않으면 않된다. 붕괴시점이 확정적이라면, 그 직전기에 토지를 수요할 투자자는 존재하지 않게 되고, 또 그 前期에도 토지를 수요할 투자자가 존재하지 않게 될 것이다. 결국 「後向推理(backward deductions)」를 통해 현 시점에서 토지를

수요할 투자가가 존재하지 않게 되기 때문이다. 이 때문에 채권과 같이 만기가 존재하는 자산에는 合理的 거품이 발생할 수 없다. 만기에 있어서 價格이 확정적이기 때문이다. 주식이나 토지와 같이 滿期가 없는 자산의 경우에만 거품가격이 발생할 수 있다.

거품의 붕괴는 은행의 예금인출사태와 같이 均중심리적인 요인때문에 투자자들이 그 자산시장으로부터 경쟁적으로 빠져나가는 경우에 발생하는 경우가 많다. 이와같은 均중심리는 MF 그 자체에 관한 惡材가 발표되거나, 市場去來에 대한 정부의 규제가 발동되는 경우에 발동될 수 있다. 혹은 거품의 팽창이 어떤 단계에 이르렀을 때 투자자들의 危險回避行動으로 촉발될 가능성도 있다. Asako(1988)에 의하면 거품이 팽창할 경우, 그 자산으로부터의 도피사태를 촉발하는 임계치는 그 資産의 特性과 투자자들의 위험기피도에 따라 크게 변화한다. 우리는 뒤에서 우리나라 토지가격에 포함되어 있는 거품이 붕괴되지 않고 오늘날까지 지속되고 있는 원인의 하나를 토지의 특성—非償却性—에서 찾을 것이다.

더욱이 투자자들 사이에 토지시장으로부터 빠져나가는 것을 자숙하기로 담합하는 경우, 거품은 영구히 붕괴되지 않고 존속할 가능성도 있다. 왜냐하면 모든 토지소유자들이 거품이 지속될 때 보다 높은 收益率이 확보될 수 있기 때문이다(게임이론에서의 協調解).

한국의 地價動向과 土地政策의 역사적 전개과정을 검토하여 보면, 도시화 구역에 있어서 土地所有가 사회적 지배층에 집중되어 있다는 사실이 토지가격에 있어서 거품이 깨지지 않고 지속되어온 다른 하나의 사회적 원인으로 볼 수 있다. 토지정책 형성과정에서 土地所有者들 사이의 명시적 혹은 암묵적 담합이 「거품」지가가 붕괴될 위험이 보일 때마다 그것에 대항하는 경제정책들—통화팽창, 「8.3조치」, 건축경기 활성화 정책 등—을 채택하도록 하는 요인으로 작동했을 가능성

도 있다.

5) 거품의 發生

Tirole(1982)이 지적한 바와 같이 거품가격이 발생하기 위해서는 적어도 거품가격이 무한히 지속가능한 것이든가, 아니면 거품의 붕괴 자체가 不確實한 것이어야 한다는 조건이 필요하다. 거품이 무한히 지속가능하기 위해서는 무엇보다도 무한히 많은 시장참여자가 차례차례로 등장하여야 한다.

거품가격의 발생에 대해서는 다양한 이론이 제시되고 있지만, 이 중 한국의 地價에 있어서 거품의 발생에 시사점을 줄 것으로 보이는 개념들은 다음과 같은 이론들을 들 수 있다.

첫째, Krasker(1980)가 제시한 Peso問題(Peso problem)이다. 이것은 1976년 멕시코 Peso貨의 평가절하에 대한 예상이 외환시장에 미친 영향에서 유래된 것이다. 이는 일어날 확률이 대단히 낮은 사건이지만, 일단 실제로 발생하면 대단히 큰 영향을 미치는 사태(예컨대 新藥의 開發, 大油田의 발견)의 개연성이 인지될 경우, 그것에 대한 합리적 반응으로서 현시점에서 資産價格이 MF로부터 괴리하는 현상이다. Peso問題의 대상으로 되는 사건은 정의가 함의하듯이 좀처럼 일어나지 않는 사건이므로 제3자적인 관찰자가 그것을 식별하는 것은 곤란하고, 근거없는 「거품」과는 구별된다. 이것은 새로운 정보에 대한 過剩調整(overshooting)과 유사하다. Peso문제와 過剩調整은 특정 상황에서 자산가격의 合理的 反應이라는 점에서 공통점을 가지고 있다. 과잉조정도 자산가격을 長期的 MF로부터 일시적으로 괴리시키는 원인이다. 그러나 過剩調整은 시장의 불완전성 때문에 단기적 MF가 장기적 MF로부터 괴리하는 것이므로, 그것을 「거품」으로 보는 것은 무리이다. Peso問題도 「관찰된 MF」와 「진정한 MF」가 괴리되는 현상이지만, 관찰자가 後者の 실체를 식별하기 곤란하다.

韓國土地市場에서 「거품」價格의 발생은 급속한 工業化와 都市化의 진전과 그 과정에서 사회간접자본건설을 위한 대규모적인 公共開發投資와 밀접히 연관되어 있다고 볼 수 있다. 都心地域의 地價는 農地價格의 몇 곱에 이르는 것이 보통이다. 都市化의 진전에 따라 급속한 地價上昇은 도시외곽지역으로 확산되며, 都心地域 역시 集積의 利益을 반영하여 빠른 속도로 상승한다.

Herny George(1946)가 지적하였듯이 高度成長經濟에서 급속한 도시화에 따른 높은 地代上昇을 반영한 급속한 地價上昇이 이루어 진다. 그러나 여기서 그치지 않고 이 과정에서 장래의 地價上昇에 대한 期待가 확고하게 형성되어 가고, 이 확고한 기대는 다시 土地投機를 촉발시킨다.

어떤 한 농촌지역에 대규모적인 公共開發投資가 이루어지는 사태는 드물다. 그러나 실제로 공공개발투자가 이루어 지면 지가는 폭등하게 된다. 어떤 한 농촌지역이 개발될 개연성에 합리적인 반응으로서 현 시점에서 資產價格이 MF로부터 괴리된다. 그리고 이는 다시 土地投機熱風을 유발시켜 土地投機를 주변지역으로 확산시킨다. 1970년대 중반 이후, 특히 1980년대 후반 土地投機가 전국적으로 확산된 것은 Peso問題의 관점에서 설명할 수 있을 것이다.

둘째, 投資家の 불충분한 情報도 거품價格을 발생시킬 수 있다. 앞의 傳統的인 MF理論은 모든 투자자들이 충분한 정보에 입각하여 合理的 期待를 형성한다는 가정하에서 地價가 장래예상지대의 割引現在價値로 결정된다고 보았다. 물론 비교적 변화가 작은 안정된 사회에서 투자자들이 장기간의 투자활동을 계속하여온 경우에는 합리적 期待形成의 가정이 성립한다고 볼 수 있다. 그러나 土地의 收益率이 크게 변동하고 경험없는 새로운 투자자들이 시장에 대량 유입되는 상황에서는 모든 투자자들에 대하여 合理的 期待形成을 가정하는 것은 무리이다. 더구나 土地市場은 증권시장과 달리 잘 정비된 시장을 가

지고 있지 않고 거래는 分散的으로 부동산중개업자에 의해 매개되는 것이 보통이다. 토지가격 정보의 흐름도 주식이가격 정보처럼 저렴하게 획득할 수 없다. 따라서 합리적 기대형성을 하지 못하는 투자자들이 존재할 수 있다. 만약 불충분한 정보 밖에 갖지 못한 투자자들이 대규모적으로 존재할 경우, 토지의 판매자가 理論價格보다 높은 가격을 부르더라도 판매할 수 있는 가능성이 있다.

이러한 견해에 따르면, 한국이 지난 30년 동안 주기적으로 경험한 土地投機熱風은 기본적으로 고도성장과정에서의 급속한 工業化와 都市化과정에서 토지생산성이 상승하고 또한 각종 토지의 相對的 生産性도 격변하였던 데에 기인한다. 생산성의 변화가 크기 때문에 투자자들이 과대하게 예상하여, 불충분한 정보때문에 장래 地代(豫想地代)를 과대평가한 투자자들(예컨대 복부인)이 많았다. 이로인해 市場地價가 收益地價로 부터 크게 괴리되었을 가능성이 크다.

그러나 투자자의 불충분한 정보에 기초한 이론에서는 정보가 축적되감에 따라 市場地價의 收益地價로 부터의 괴리의 요인도 소멸되어 간다. 그러므로 이 이론 단독으로는 거품가격이 장기적으로 지속되는 것을 설명할 수 없다.

세째, 投資家の 異質성과 情報의 偏在가 존재할 경우 거품가격이 발생할 가능성이 있다. 情報가 偏在되어 있는 경우, 혹은 정보량이 동일하더라도 비합리적 投資家(noise trader)와 合理的 投資家(smart money)가 존재할 경우에는, 우월한 정보를 가진 투자자의 價格支配力이 존재하게 되고 合理的 投資家가 비합리적 투자자들의 충동적인 거래(noise trading)로 초래되는 가격변동에 수반되는 「리스크 프리미엄」을 요구하는 결과, 가격이 MF수준으로부터 괴리될 수 있다. 이것을 '일시적 유행(fads)'이라고 부른다. 이 '일시적 流行'은 Shiller(1984) 등이 株價의 不安定性(volatility)을 설명하기 위해 제안한 것으로서, 이는 위험비용을

조정된 후에도 적어도 合理的 投資家들에게는 이윤기회가 존재한다는 것을 의미한다. 앞의 動學的觀點에서 본 投機的 거품은 發散的인 데 대하여 '일시적 유행'은 定常성을 만족시킨다는 점에서 다르다. Summers (1986)는 fads의 예로서 t期の 地價를

$$P_t = P_t^*(1 + \eta_t)$$

로 분해하고, 地價와 MF의 괴리율에 상당하는 η_t 가 다음과 같은 自己回歸型 定常確率過程을 따르는 경우를 상정하고 있다.

$$\eta_t = \alpha\eta_{t-1} + \nu_t \quad 0 < \alpha < 1$$

이 경우 α 가 1에 가깝다면, 地價는 MF로부터 항상적으로 괴리되어 질 수 있다.

1960년대 중반 이후 한국의 주기적 부동산 산투기 「붐」 과정에서 地域開發計劃에 대한 情報의 偏在가 존재하였다. 개발계획에 대한 정보 수집 및 분석 면에서 우월한 지위에 있었던 투자자들이 토지투기를 선도한 것으로 알려지고 있다. 그리고 계층적인 정보의 확산과정에서 일반투자자들(noise trader)의 충동적 투자행태(fads)는 地價에 거품을 창출하였다고 볼 수 있다.

6) 小 結

이절에서 우리는 傳統的 地價理論에 의해서는 설명하기 어려운 韓國의 現實地價와 收益地價(MF)와의 乖離를 설명하기 위한 거품價格理論들을 검토하였다. 그러나 앞에서 열거한 여러 이론들의 어느 것도 단독으로는 거품價格의 發生, 持續 그리고 붕괴를 일관되게 설명할 수 없었다.

이들을 조합시켜 韓國地價에 대한 하나의 整合的인 설명을 시도하여 보면 다음과 같이 요약할 수 있다. 1960년대 이후 高度成長過程에서 급속한 工業化와 都市化의 진전으로 都市用 土地의 生産性的의 급격한 上昇, 그리고 그 과정에서의 각종 土地間 相對的 限界 生産性 構造가 크게 변화되었다. 이 때문에 새로이 土地市場에 참여한 다수의 新規投資

家들이 불충분한 市場情報에 기초하여 그릇된 期待가 형성되었다. 地域開發計劃에 대한 정보의 수집 및 분석면에서 우월한 지위에 있었던 投資家들이 開發利益을 先占하였으며, 이를 따르는 非合理的 投資家들이 거품地價를 촉발시켰다. 그 영향으로 現實地價가 收益地價로 부터 乖離되었다. 이와같이 하여 일단 발생한 거품地價는 合理的 거품理論 혹은 美人投資 模型이 제시하듯이 期待의 相互依存성을 통하여 지속된다. 이처럼 여러 거품理論들은 相互補充的이라고 볼 수 있다.

그러나 해명되어야 할 많은 의문들이 아직 남아 있다. 특히 거품價格의 發生과 崩壞理論은 대단히 불완전하다. 이 문제에 대해 앞의 거품理論들이 중요시하는 投資家의 불충분한 情報, 非合理的 期待 그리고 非合理的 行動의 가정과 韓國의 制度나 政策과의 관련성을 검토해 보는 것이 필요하다. 특히 토지와 代替的인 資産인 金融市場의 韓國의 特殊性—銀行의 負의 實質金利, 증권시장의 낙후성 등—과 土地制度 및 土地政策의 특수성이 地價形成에 커다란 영향을 미쳤을 것이다.

장기간에 걸쳐 한국의 現實地價가 收益地價를 지속적으로 상회하여 온 데 대해 가장 설득력있는 설명을 제시하는 것은 美人投票 模型이다. 그런데 왜 국제적으로 볼 때 특수하게 韓國과 日本에서만 土地神話가 형성되었고 또 그것이 장기간에 걸쳐 지속되고 있는 것인가? 그리고 合理的 거품理論이 예측하듯이 韓國에 있어서 거품地價가 붕괴되지 않고 지속되고 있는 것인가? 이러한 의문들은 韓國의 高地價가 形成되어온 특수한 歷史的 過程을 검토할 것을 요구한다. 이는 뒤의 5절에서 검토할 것이다.

그리고 이제까지 우리는 土地가 株式과 동질적인 資産으로 보고 논의를 전개하여 왔다. 傳統的인 經濟理論은 資産과 土地를 구별하지 않고 土地를 資本의 한 종류로 보는 경향이 있다. 古典派 經濟學에서는 生産函數를 勞動, 資本, 土地의 함수로 정의하였으나, 최근에는 흔히 노동과 자본만의 함수로

정의한다. 이것은 물론 도시에 기반을 둔 工業 및 서서비스 산업이 국민경제의 지배적 부분을 차지하고 있는 현대경제에 있어서 土地의 중요성이 저하된것을 반영한 것이다. 그러나 土地는 資本과는 구별되는 독특한 특성을 가지고 있음은 물론이다. 그리고 土地의 특성은 資産으로서 土地의 價格形成, 특히 「거품」가격의 발생, 지속, 붕괴에 독특한 영향을 미친다고 볼 수 있다. 다음 절들에서 이 문제를 검토하여 보자.

4. 土地의 特性和 「거품」價格 및 市場失敗

1) 土地의 特性和 「거품」價格

이제까지 우리는 土地가 金融資産과 동질적인 하나의 資産으로 보고 논의를 전개하여 왔다. 그러나 土地는 금융자산과 구별되는 여러가지 특성을 가지고 있고, 그것들이 土地市場에서의 價格形成過程과 土地投機의 資源配分 機能上에 특수성을 초래한다. 이 점에 있어서 土地와 資本의 차별성을 무시하는 傳統的 經濟理論과 그 차별성을 강조하는 George主義 라는 두개의 상반되는 견해가 평행선을 달러왔다. 傳統的 理論은 土地投機의 긍정적 효과를 강조하여온 데 반해, George주의자들은 부정적 효과를 강조하여 왔다.

일찌기 Henry George는 土地의 供給固定性과 非償却性에 착안하여 土地는 사회발전과정에서 투기의 대상이 되기 쉽다고 주장하였다. 또한 토지투기는 週期的 不況의 중요한 원인이며 사회적 진보의 걸림돌로 보았다. 그러나 불행히도 Henry George의 이와같은 直觀의 主張들은 그 뒤 학문적으로 충분히 발전되고 정교화되지 못하였다. 우선 Henry George는 土地가 人間生活에 필수불가결한 전제조건임을 강조한다. 人間은 땅 위에서만 살 수 있고, 공기, 물, 태양과 같은 생명에 필수불가결한 다른 요소들도 땅과 더불어 비로소 이용할 수 있다. 집없이 살

수 있는 사람은 없다. 토지는 농업뿐만 아니라 공장이나 사무실 건물을 짓기 위해서도 필수적이다. Tirole(1985)은 세대중복모형에서 거품가격을 검토하여 Henry George의 직관과 유사한 명제들을 도출하고 있다.

Tirole(1985)은 「거품」가격이 창출되는데 필요한 세가지 조건을 제시하고 있다. 그것은 耐久性(durability), 稀少性(scarcity) 그리고 共通的인 믿음(common beliefs)이다. 투자자들 사이의 공통적 믿음은 잠재적 거품의 촉점으로서 필요하다. 만기가 없이 영원히 존재하는 資産의 경우에만 거품가격이 존재할 수 있음은 이미 앞에서 살펴 본 바 있다. 어떤 자산이 대량으로 창출될 수 있는 가능성은 거품의 발생을 배제한다. 거품가격은 金, 다이아몬드, 古書畫나 토지와 같이 再生産이 불가능한 자산의 가격형성에서 발생되기 쉽다.

土地는 이와같이 거품가격이 발생되기 위한 필요조건을 가장 완벽하게 갖춘 자산이다. 첫째, 土地는 가장 완벽한 耐久性을 가진 자산이다. 土地는 자본이나 다른 상품과 달리 非償却性 資産이며, 유지비용이 들지 않는다. 토지는 장기간 방치해 두더라도 마모되지 않는다. 반면 기계나 건물과 같은 형태의 자본은 시간의 경과에 따라 마모되기 때문에, 그 생존기간에 資本의 元本을 회수하지 않으면 안되며, 유지비용이 소요된다. 따라서 토지소유자는 자본소유자보다 '버티기 작전(wait and see strategy)' 면에서 훨씬 유리한 위치에 있다. 그러므로 土地市場에서의 「投機的 거품」은 자본이나 다른 상품시장의 그것들 보다 발생할 가능성이 높을 뿐 아니라 장기간 지속될 수 있다.

더욱이 금융기관들은 불황기에도 토지담보의 경우 계속 대출해 주는 것이 보통이다. 따라서 토지소유자는 地價下落期에 버티기 작전을 구사할 수 있을 뿐 아니라, 土地投機 「붐」期에는 소유한 땅을 담보로 하여 대출받은 자금으로 다시 새로운 토지를 구입하는 것(leverage)이 가능하다. 자금조달의 어려

움이 일반상품의 투기적 축적을 제약하는 것과는 대조적이다.

둘째, 土地는 人間勞動을 통해 再生産할 수 없으므로 供給量이 國土面積으로 고정되어 있다. 반면 자본을 포함한 다른 상품은 人間勞動을 통해 공급을 증대시킬 수 있다. 자본을 비롯한 製品의 투기「붐」은 투기수요를 증대시켜 가격을 상승시킨다. 그러나 가격상승은 공급증대를 촉발시키고, 공급증대는 가격을 다시 하락시킨다. 토지투기붐도 토지수요를 증대시켜 地價를 상승시킨다. 그러나 土地供給量은 고정되어 있으므로 土地의 稀少性は 증대된다. 이 때문에 製品市場에서는 投機的 거품價格이 창출되기 어려운데 반해 土地市場에서는 거품가격이 창출될 가능성이 상대적으로 높다. 토지시장의 경우 수요증대로 인한 稀少性的 증대를 供給增加를 통해 해소될 수 없기 때문이다. 그러므로 Henry George는 토지투기로 인해 地價는 勞動과 資本이 더이상 수지를 맞추면서 生産活動에 참여할 수 없을 때까지 상승한다고 주장하였다. 토지투기는 불가피하게 생산의 위축-不況-을 초래한다는 것이다.

셋째, 土地市場은 土地의 個別性때문에 情報의 不完全性이 다른 資産市場에 비해 훨씬 크다. 토지시장은 금융시장과는 달리 中央集中的인 市場이 형성되어 있지 않고 地域別로 세분화되어 있다. 토지의 판매자와 구매자는 여타의 매매자들의 공급가격·수요가격 그리고 시장가격에 대한 충분한 정보를 확보하지 못한 상태에서 거래를 행하는 것이 보통이다. 토지시장은 개개의 실제거래가격이 公開되지 않는 것이 보통이기 때문에 客觀的 情報이 부족하다. 특히 地價는 결코 하락하지 않는다는 土地神話가 시장을 지배하는 상황에서는 각 토지의 個別性을 무시한 上限値가 가격에 관한 指標로 이용되는 경향이 있는 등 선동적인 정보가 위력을 발휘하게 된다. 이와같은 토지시장에서 情報의 不完全性은 市場地價를 收益地價로부터 乖離시킬 가능성을 높힌다.

토지는 立地, 形狀, 土地利用規制에 의해 市場이 細分化되어 있을 뿐 아니라, 금융자산이나 다른 상품에 비해 貯量(stock)에 대한 去來量의 比率이 대단히 낮다. 이와같이 小規模市場에서 少量만이 거래되기 때문에 少소한 需給變動으로도 地價가 크게 변동하는 성질을 가지고 있다. 따라서 투기적 수요가 조금만 증대되더라도 가격이 폭등하는 현상이 초래될 수 있다. 또 앞서 지적한 情報의 不完全性과 상승작용을 일으켜 한 지역의 地價上昇이 주변의 投機的 去來價格에 커다란 영향을 미친다.

네째, 토지가격은 所有者의 노력이나 자본 투하에 의해서라기 보다는, 주로 주변의 인구 및 산업의 동향, 사회자본의 정비 등 외부적 요인에 의해 상승한다. 이 때문에 고도 성장경제에 있어서는 장기적인 지역발전에만 地價上昇이 기대되기 때문에 토지는 자산증식수단으로서 위험은 낮고 수익성이 높은 유리성을 갖기 쉽다.

2) 土地投機的 資源配分效果

土地投機的 經濟的 效果에 대해서 상반되는 두 가지 견해가 병존하여 왔다. 土地와 金融資産의 차별성을 무시하는 傳統的 經濟理論을 土地投機가 경제적으로 有用한 것으로 보아온 반면, George 주의자들은 경제적 폐해를 강조하여 왔다. 傳統的 經濟理論은 土地投機는 시장에서 투기자가 위험을 기피하는 다른 경제주체들의 위험을 부담해 주는 것이므로 경제적으로 有用한 것으로 보고 있다. 토지투기는 長期的 均衡地價에는 영향을 미칠 수 없고, 단지 長期均衡地價로의 조정을 가속할 따름이다. 이와같은 주장은 株式市場이나 外換市場에서 발전된 이론을 기계적으로 土地市場에 적용한 견해이다.

그러나 動態的 資源配分機能을 수행하는 土地市場은 두 가지 커다란 특성을 가지고 있다[George(1946), 小宮/村上(1972)]. 첫째, 資産選擇對象으로서 土地는 株式과 같이 投機的 대상이 될 수 있지만, 동시에 토

지는 금융자산이 아니고 實物資産으로서 직접적으로 生産이나 消費에 사용된다. 그러므로 土地投機는 生産沮害效果를 수반할 가능성이 있다. 둘째, 農村用 土地로부터 都市用 土地로 轉用하기 위해서는 도로, 관개용수, 上下水道, 철도, 가스, 소방, 경찰, 학교 등 生活基盤施設 혹은 公업단지, 고속도로 등 産業基盤施設의 건설을 위한 公共投資가 필수적이다. 이와같은 外部效果때문에 土地市場은 動態的 資源配分에 실패한다.

일반적으로 현재와 미래 사이에 자원배분의 효율성을 달성하기 위해서는 先物市場이 존재하여야 한다. 그러나 특수하게 예외적인 경우를 제외하고는 선물시장은 존재하지 않는다. 資産市場은 일종의 先物市場의 代用物로서 기능할 가능성도 있다. 장래에 어떤 자산으로부터 서어비스價格이 상승할 것으로 예상되면, 貯量으로서 그 資産의 價格이 상승한다. 이에따라 資産의 供給이 증가한다. 이와같이 資産價格은 異時點間 資源配分の 指標로서의 역할을 어느정도 수행한다. 資産市場은 動態的 資源配分の 補助手段이다. 일반적으로 資産價格이 動態的 資源配分 指標로서 의미를 갖는 것은, 그 지표가 供給을 증가(혹은 감소)시키는 자극을 주기 때문이다. 地價도 이러한 기능을 어느정도 수행한다고 볼 수 있다. 그러나 앞에서 지적한 바와같이 총량으로서 土地의 供給은 고정되어 있고, 都市用 土地로의 轉用(都市用 土地의 供給增加)을 위해서는 公共投資가 전제조건이다. 公共投資는 政府의 의사결정에 의존한다. 土地所有者가 土地供給을 증가시킬 수 없는 한, 土地投機의 動態的 資源配分機能은 제한적이다.

土地投機는 動態的 土地利用의 效率性を 저해한다. 도시화의 진전에 따라 土地를 보다 효율적으로 이용하기 위해서는 公共投資가 불가결하다. 그런데 토지투기로 인한 地價上昇은 도로, 철도, 상하수도, 교육시설 등의 건설을 위한 公共投資의 用地收買를 어렵게 하여 동태적인 土地의 最適供給을 저해한다.

地價上昇으로 都市用 土地의 원활한 공급이 저해되면, 공급부족으로 인해 다시 도시용 토지가격이 상승하는 악순환이 거듭되게 된다. 公共投資 計劃이 발표되자 마자, 공공투자자의 外部經濟效果를 반영하여 그 지역 일대에 부동산투기「붐」이 일어나 地價가 상승되어, 用地收買費가 폭등하여 公共投資를 어렵게 하는 모순이 발생한다. 예컨대, 韓國에서 地價의 급속한 상승으로 道路 施設費用에서 用地費가 차지하는 比重은 1979년 6.2%에서 1983년 18.2%로, 그리고 1987년 35%로 급속히 상승하였다.¹⁰⁾

다음으로 土地投機의 生産沮害效果를 살펴보자. 토지뿐만 아니라 농산물, 금, 금융자산 등도 투기의 대상이 된다. 그러나 이러한 투기가 國民經濟에 미치는 효과는 상이하다.

우선, 綿, 小豆, 고무와 같은 非耐久財의 경우, 投機를 目的으로하는 한 生産(消費) 目的으로 이용할 수 없다. 이 경우 投機는 生産을 沮害한다. 다른 하나의 극단적인 경우로, 주식, 외환, 채권 등과 같은 金融資産은 그 자체가 生産(소비)에 사용될 수 없는 것이기 때문에 投機는 生産을 저해하지 않는다.

그러나 土地는 生産에 사용됨과 동시에 投機의 대상이 될 수 있다. 土地는 生産에 사용하더라도 소멸하지 않으며, 減價되지도 않는다. 토지를 生産에 사용하면서 地價上昇으로 인한 資本利得을 동시에 얻을 수 있다. 그러나 土地의 轉用에는 적지 않은 비용이 소요되는 것이 보통이다. 따라서 양도가격도 轉用費用만큼 작아지게 된다. 轉用費用이 生産적 이용으로부터의 收益을 상회할 경우, 토지소유자는 투기목적에 위해 그 토지를 生産(소비)에 사용하지 않고 방치하거나 低密度로 이용하게 된다. 토지투기는 토지의 효율적 이용을 방해한다. Henry George가 주장한 바와같이 이로 인한 土地用役의 有效供給의 減少는 地代를 상승시킨다. 그 결과 勞動과 資本의 收益率을 떨어뜨려 生産을 위

축시킨다.

Henry George는 土地投機가 자본주의 사회의 週期的 不況의 유일한 원인은 아니지만, 불황을 촉발시키는 중요한 원인이라고 주장하였다. 위에서 지적한 바와같이 토지투기는 地代를 상승시킬 뿐 아니라 地價를 상승시켜 資本과 勞動의 미래의 收益率을 저하시킨다. 비정상적인 高地價는 地主가 노동과 자본의 미래 생산물의 일부를 오늘 요구하는 것을 의미하기 때문이다. 그러나 이러한 요구를 관철하는데는 한계가 있다. 그 한계를 넘어서면 노동과 자본은 생산활동에의 참여를 포기하고 失業狀態에 놓이게 되므로 不況이 초래된다는 것이다.

傳統的 地價理論은 地代를 經濟的 剩餘로 본다. 好況으로 국민소득이 상승함에 따라 地代가 상승되므로 地價가 상승한다. 국민소득수준은 노동시장과 자본시장의 기능에 의존한다. 불황으로 인한 국민소득의 하락은 地價를 하락시킨다. 그러나 Harrison (1983)은 1818-1929년간 중 미국의 역사적 시계열자료에서 18년 주기의 경기변동을 관찰하였고, 지가의 절정이 不況을 1-2년 先行함을 발견하였다. 즉 地價下落이 不況에 先行한다. 그는 이러한 현상을 토지투기로 인해 地價가 지나치게 높아지게 되면 建築活動이 위축되고, 건설경기의 후퇴가 경제전체에 확산되는 과정을 거쳐 不況이 초래되는 메카니즘으로 설명하고 있다.

土地投機와 株式投機는 둘 다 危險取得行爲이지만, 그것이 國民經濟에 미치는 효과는 정반대이다. 土地投機「붐」은 投機的 土地購入을 위한 資産需要를 증대시켜 利率을 상승시킨다. 그 결과 施設投資를 위한 資金調達을 어렵게 하고, 投資의 採算性을 악화시켜 施設投資를 위축시킨다. 반면, 株式投機「붐」으로 인한 株價上昇은 企業의 資本調達費用을 인하시켜 施設投資를 촉진시킨다.

5. 韓國地價形成의 特殊性

이 절에서는 국제적으로 볼 때 특수하게 韓國에서 高地價가 形成되고 특히 그것이 장기간에 걸쳐 유지되어온 까닭을 토지를 둘러싼 정책 및 제도의 특수성으로 부터 해명해 보고자 한다.

우리나라는 1960년대 이후 주기적으로 극심한 不動産投機를 경험하여 왔다. 1962년 이후 경제개발계획의 성공적인 추진으로 工業化가 급속하게 진전됨과 더불어 都市化가 급속히 진행되었다. 산업과 인구의 도시집중으로 都市用土地에 대한 需要는 급격히 증대되었다. 農村用으로부터 都市用으로 토지용도를 전환하기 위해서는 도로, 상하수도 등 생활기반시설과 공업용수, 공업단지 등 산업기반시설을 정비하기 위한 公共開發投資가 필요하다. 1960년대 이후 이러한 도시용 토지공급을 위한 공공개발투자가 활발히 이루어져 도시의 土地利用價値도 크게 상승하였으며, 그 결과 도시지역과 개발지역의 地價가 급등하고 土地投機현상이 1960년대 중반부터 나타나기 시작하였다. 1963-89년 기간 중 12개 주요도시의 땅값은 618배로 상승하여, 年평균 23.8%의 상승률을 나타냈다. 물론 이와같은 천문학적인 토지로부터의 資本利得의 일부는 인플레이션으로 인한 환상적 資本利得이다. 같은 기간중 도매물가는 年평균 10.7% 상승하였다. 결국 12개 주요도시의 實質地價上昇率은 年 평균 13.1%로, 여기에 매년의 지대를 포함하면, 도시용 토지는 가장 수익률이 높은 투자기회 중의 하나였다.

표 6에서 보는 바와 같이 주요도시의 지가는 규제금융시장의 이자율을 크게 상회하는 율로 상승하여 왔다. 이는 일단 재정조건식 (2)와 모순되는 것으로 볼 수 있다. 식 (2)는 다음과 같이 고쳐쓸 수 있다.

$$r = \frac{E_t(\Delta P_t + R_{t+1})}{P_t} \quad (2)'$$

여기서 $\Delta P_t = P_{t+1} - P_t$ 이다. 이 식은 地代가 負의 값을 갖지 않는 한, 지가상승을

표 6. 地價上昇率과 利率의 年度別 推移

年度	主要都市 地價 上昇率	名目金利 利率	銀行貸出 利率	會社債 收益率
1963	NA	15.0	13.87	NA
1964	50.0	15.0	14.0	NA
1965	35.3	30.0	24.0	NA
1966	41.4	30.0	24.0	NA
1967	43.6	30.0	24.0	NA
1968	48.5	25.2	26.0	NA
1969	80.7	22.8	24.6	NA
1970	29.7	22.8	24.0	NA
1971	33.4	21.3	22.0	NA
1972	7.5	12.6	15.5	NA
1973	5.8	12.6	15.5	NA
1974	18.7	15.0	15.5	NA
1975	25.5	15.0	19.0	20.1
1976	24.9	16.2	18.0	20.4
1977	50.0	14.4	19.0	20.1
1978	79.1	18.6	19.0	21.1
1979	22.0	18.6	19.0	26.7
1980	17.0	19.5	20.0	30.1
1981	7.1	16.2	17.0	24.4
1982	5.6	8.0	10.0	17.3
1983	31.7	8.0	11.5	14.2
1984	21.6	10.0	11.5	14.1
1985	7.8	10.0	11.5	14.2
1986	6.4	10.0	11.5	12.8
1987	13.9	10.0	11.5	12.8
1988	29.8	10.0	NA	14.5
1989	30.5	10.0	NA	15.2
1990	27.0	10.0	NA	16.4

資料: 經濟企劃院, 「主要經濟指標」; 韓國銀行, 「調査統計月報」; 建設部, 「地價動向」

이 이자율보다 낮지 않으면 안된다는 것을 의미한다. 그런데 한국의 지가상승율은 과거 장기에 걸쳐 이자율을 상회하여 왔기 때문이다.

그러나 이것으로부터 한국의 지가는 MF와 무관하게 결정되었으며, 따라서 거품가격이 존재해 온 경우라고 단정할 수는 없다. 이제까지 우리의 분석은 극히 단순화된 모형에 기초하여 왔으며, 모형을 현실화하여 확장하면 이 모순의 상당 부분은 해소될 수 있기 때문이다.

첫째, 이제까지 우리의 분석에서 무시하여 온 토지수익의 불확실성이다. 예컨대, 도로,

철도와 같은 사회간접자본이 정비되면 그 주변의 지가가 상승한다. 그러나 사전적으로 도로나 철도가 어느 지점을 통과할런지는 불확실하다. 따라서 토지의 수익율에는 커다란 불확실성이 존재하며, 이 불확실성을 반영하여 토지의 수익율은 이자율보다 위험부담 프리미엄만큼 높을 수 있다. 앞서 지적한 바와 같이 지가는 입지조건에 따라 크게 변화한다. 따라서 전반적으로 높은 地價上昇率을 보인 경우에도 개별토지에 있어서는 상당한 불확실성이 존재한다. 이것이 지가상승율이 利率보다 높게 된 하나의 요인으로 볼 수 있다.

둘째, 수익지가는 장래에 예상되는 지대의 할인현재가치와 일치하지만, 여기서 장래지대는 실제로 실현된 것과 반드시 일치하는 것은 아니고, 현시점에서 예상되는 지대이다. 따라서 예상형성이 어떻게 이루어지는가에 따라 地價는 다르게 된다. 특히, 예기치 않았던 사태가 발생되면, 예상의 개정이 이루어진다. 우리나라의 경우 고도성장과정에서 대규모적 공공개발투자가 급격한 지가상승의 중요한 요인이었다. 단기적으로 급격한 지가상승은 많은 경우 이와 같은 예상의 개정을 수반한 것으로 볼 수 있으나, 20-30년간이라는 장기간에 걸친 지속적인 지가상승을 예상의 개정만으로 설명하는 것은 곤란하다.

셋째, 地價上昇率이 利率보다 높았던 가장 중요한 요인은 자본시장의 불완전성에서 찾을 수 있다. 地價上昇率이 利率보다 높은 경우, 토지를 매입하려는 투자자들이 많았던 것은 당연하다. 그런데 불가사의한 것은 이러한 상황에서 토지를 매각한 사람들이 존재했다는 사실이다. 과거 우리나라 토지시장에서 주요한 매도자는 농민들이었다. 저농산물가격정책하에서 농민들과 그 밖의 토지소유자들은 자녀의 교육이나 결혼 등에 필요한 자금을 조달하기 위해 토지를 매각하는 경우가 많았다. 이 사실은 자금시장의 불완전성이 지가상승에 중요한 역할을 담당하였음을 추측하게 한다.

이제까지 우리는 代替資産의 收益率이 일정하고 그것은 시장이자율과 일치한 것으로 가정하여 왔다. 그러나 실제로는 代替資産의 收益率은 개인의 신용력 등에 따라 다르다. 예컨대, 借入이자율은 預金利率보다 높다. 따라서 豫想地價上昇率이 市場利率보다 높더라도, 높은 借入利率에 직면하고 있는 토지소유자는 자금을 조달하기 위해 토지를 매각할 수 있다. 이처럼 각 개인이 직면하는 利率이 다를 경우, 공식 통계상의 利率보다 地價上昇率이 높더라도 불가사의한 것은 아니다.

韓國에서는 일본과 더불어 국제적으로 볼 때 특수하게 「거품」지가가 형성되었다가 붕괴되지 않고 유지되었을 뿐만 아니라 오히려 참여자수와 지역적으로 擴散되는 과정을 밟아온 까닭은 다음과 같은 토지를 둘러싼 한국의 정책 및 제도와 밀접히 연관되어 있다고 볼 수 있다. 그 동안 한국지가가 주기적으로 폭등하였던 것은 수요와 공급면에 있어서 각종 요인이 복합적으로 작용한 결과이다. 급속한 地價上昇은 일단 高度成長과 급속한 都市化 그리고 그 과정에서의 대규모 公共投資의 시행이라는 市場의 根本的條件(MF)의 變化로 부터 비롯된 것이지만, 다음과 같은 독자적 배경이 거품地價를 창출, 온존시켜왔다고 볼 수 있다.

(1) 大都市集中: 한정된 국토를 유효하게 이용하기 위한 國土利用管理政策은 토지문제를 해결하는 데 중요하다. 그 동안 고도성장과정에서 인구 및 산업의 大都市集中은 한면에서는 경제발전의 결과이지만, 다른 면에서 보면 국토전체를 균형있게 개발하지 않은 정책에 기인한 바 크다. 1960년까지만 하더라도 6大都市 거주인구는 전체인구의 1/4에 불과하였으나, 오늘날은 인구의 3/4이상이 6大都市에 살고 있다. 더욱이 한국의 지역개발투자는 서울과 부산을 잇는 축(대전, 대구, 인천)에 극단적으로 집중되어 왔다. 특히 경제활동과 인구는 수도권에 一極集中 現狀을 초래하였다. 이것이 한국에 있어서 토지문제가 야기된 기본적인 전제조건을 제공하였다. 국토의 균형발전을 이룩한 서구제국에서는 토지가 유리한 資産增殖手段이라는 土地神話가 결코 형성되지 않았다. 각국의 수도 인구를 보면, 런던 680만명, 로마 280만명, 본은 약 30만명에 불과한 데 반해, 서울인구는 이미 1000만명을 넘어섰다. 西歐에서는 土地가 주거 및 업무 그리고 공적 기반정비를 위해 유효하게 이용되고 있는데 반해, 한국과 일본에서는 토지가 자산증식수단, 나아가 투기의 대상으로 전락함으로써 합리적 地價形成을 방해하고 있다.

(2) 급격한 都市化에 따라 都市用 土地需要가 빠른 속도로 증가되어온데 반해, 한국 정부의 土地利用規制制度는 도시용 토지 공급을 지나치게 억제하는 방향으로 운용되어 온 것으로 평가되고 있다. 1970년대 말까지 농촌용 토지로부터 도시용 토지로의 轉用은 대부분 土地區劃整理事業에 의하여 이루어졌다. Doebele(1982)은 이 사업허가가 지나치게 엄격하게 규제되어온 결과, 도시용 토지의 회소성을 심화시켜 사업을 허가받은 지역의 地價는 흔히 폭등하게 되고 土地投機가 벌어졌던 점을 지적하고 있다. 1980년대 주요한 都市用 土地開發方式으로 채택되어온 公營開發方式 역시 土地收用の 어려움 때문에 원활하게 추진되지 못했다. 土地稅制의 未備로 開發利益이 대부분 私的으로 취득되어 왔기 때문에 토지수용과정에서 開發利益의 分配를 둘러싼 당사자간의 갈등이 토지수용을 어렵게 하였다고 볼 수 있다.

그 결과 도시용 土地市場에서의 만성적인 超過需要가 地價上昇壓力으로 작용하였다. 그리고 이 압력은 金融緩和 등의 계기가 주어지면, 토지투기를 촉발시켰다. 그러나 高地價를 초래한 韓國經濟制度의 보다 根本的인 特殊性은 官治金融과 낮은 土地稅率에서 찾아야 할 것이다.

(3) 開發利益 還收裝置로서 土地稅制의 未整備로 고도성장과정에서 公共投資로 인한 開發利益이 私的으로 취득되도록 방치되어 왔다.

국제적 관점에서 볼 때 分類課稅되는 한국의 讓渡所得稅의 세율은 대단히 높은 수준이다. 부동산양도소득에 대해 分類課稅하고 있는 OECD제국 중 덴마크의 세율만이 50%이다. 다른 나라의 경우 세율은 포르투갈의 10%에서 스위스의 40% 사이이다. 한국의 양도소득세율은 주민세, 방위세를 포함하면 단기양도의 경우 89.25%, 미등기자산의 경우 96%에 육박하였다.

그러나 한국의 양도소득세는 사실상 소수에게만 부과되었다. 이는 주로 非課稅, 減免

이 광범하게 허용됨으로써 조세회피통로가 워낙 넓고, 또한 금융거래와 부동산거래의 실명화가 이루어지지 않아서 세무당국이 부동산투기를 포착하기 어려운데 기인한 것이었다. 양도소득세의 非課稅, 減免制度는 부동산경기의 침체에 빈번하게 확대되어 왔다. 그리고 비대칭적으로 부동산투기 붐의 시기는 주로 行政規制의 強化로 대응하고 非課稅, 減免制度를 축소시키지 않았다. 기껏 1세대 1주택의 非課稅조건을 강화하는데 그쳤다. 광범한 非課稅, 減免制度는 세무당국의 과세대상포착을 어렵게 할 뿐 아니라 거래가격 상호검증 메카니즘을 약화시켜 과세표준의 과소신고를 포착하는 것을 어렵게 하였다.

그 결과 讓渡所得稅의 開發利益 환수기능은 제대로 작동되지 않았다. 양도소득세수가 내국세에서 차지하는 비중은 부동산투기 붐의 절정기였던 1978년 1.5%, 1983년 1.8%에 불과하였다. 부동산으로부터 資本利得의 대부분은 公共開發投資의 便益흐름이 체화된 것이다. 결국 공적으로 창출된 開發利益의 대부분이 私的으로 취득됨으로써 주기적인 부동산투기붐이 초래되었다.

다른 하나의 중요한 토지세인 토지분 재산세 역시 개발이익 환수장치로서 제대로 기능하지 못하여 왔다. 우선 재산세의 명목기본세율이 0.3%로서 국제적으로 대단히 낮은 수준이다. 국제적으로 재산세의 명목세율이 가장 낮은 것으로 자주 지적되고 있는 일본의 고정자산세의 명목 기본세율 1.4%의 1/4수준에도 미치지 못하는 수준이다. 대만의 지가세는 최저 1.5%에서 최고 7%에 이르는 초과누진세율을 가지고 있으며 미국의 경우 각州 또는 지방자치단체에 따라 다르나 시가의 1%를 상회하고 있다. 더욱이 재산세 과세표준은 시가의 10-30%에 불과하여 재산세의 시가기준 실효세율은 0.02% 안밖에 불과한 실정이었다.

(4) 人爲的 低金利 政策: 일본은 고도성장기(1955-74)에 경제성장의 기관차인 대기

업들의 投資支援을 위한 정책의 하나로서, 一般貯蓄者들로부터 大企業들에 소득을 移轉시키기 위한 장치로서 低金利政策을 堅持하였다. 1960년대 이후 일본의 경제개발 정책을 답습한 한국정부는 보다 가혹한 저금리정책을 견지하여 왔다. 1965-71년 金利現實化政策期를 제외한 全期間에 걸쳐 한국 制度金融圈의 實質金利는 負이거나 0에 가까웠다. 한국과 일본 모두 고도성장기에 證券市場 역시 일반저축자들에게 매력적인 資産增殖機會를 제공해 주지 못했다.

특히 1972년 「8.3조치」 이후 官治金融으로 인해 금융시장은 經濟發展과 더불어 충분히 발전되지 못하였다. 官治金融으로 構造化된 通貨膨脹, 그리고 시중 여유자금(貯蓄)을 흡수할 수 있는 금융시장의 미발달이 「거품」地價를 창출하였다고 볼 수 있다. 韓國의 土地投機의 촉발은 항상 통화팽창과 깊이 연관되어 있었다. 人爲的 低金利로 한국의 금융시장에는 만성적인 超過需要가 존재하고 있었고, 信用割當이 이루어졌다. 이 경우 資金量의 制約에 의해 土地에 대한 需要 및 供給이 좌우되게 된다. 貨幣供給量의 變動이 地價에 커다란 영향을 미쳤던 것은 이 때문이었다. 관치금융으로 인해 시중의 여유자금은 금융시장에서 적절한 자산증식 기회를 찾을 수 없게 되자, 부동산 시장으로 흘러 들어갈 수 밖에 없었다. 관치금융으로 인해 통제된 금융부문의 경직성에 대한 윤택유로 기능하였던 私債市場은 국가권력의 통제 밖에 있다는 이유 때문에 정부의 반복적인 탄압을 받아왔다. 일반적으로 私債市場은 금융중개에 있어서 규모의 경제에의 미달로 인해 위험분산의 기능이 미약하다. 여기에 「8.3조치」와 같은 반복적인 정부탄압까지 겹쳐 私債市場에서의 저축기회는 지나치게 위협하였다. 證券市場 역시 1968년까지 投機場에 불과하였다. 1968년부터 정부는 표면적으로는 證券市場育成政策을 강력하게 추진하였으나, 그것은 금융부문에 대한 국가권력의 통제와 모순적이어서 커다란 실효를 거둘 수 없게

되어 있었다. 유신정부는 대기업들에게 企業公開를 강제하기도 하고, 공개기업에 조세감면 등 각종 유인책도 제공하였으나, 동시에 주식의 판매가격을 시세보다 훨씬 낮은 額面價格으로 판매하도록 강제함으로써 대기업들은 주식판매를 꺼리고 단지 僞裝分散에만 몰두하였다. 그 결과 1970년대 중반부터 증권시장은 量的으로 상당히 성장하였으나 투자재원 조달의 기회였다기 보다는 주식공급 부족으로 인한 투기장화 되었다. 재벌소유자들이 주식판매를 꺼리는 보다 중요한 이유는 저금리정책때문에 新株公募를 통한 재원조달보다 銀行借入이 보다 저렴하기 때문이었다. 오히려 非實名去來의 허용과 企業公示制度의 未備로 재벌들은 정보상의 우위에 기초한 주가조작을 통해 일반 주식투자자들을 수탈하는 데 몰두하였다. 따라서 일반대중들에게 믿을만한 저축기회는 부동산 밖에 없었다. 그 결과 시중의 여유자금이 不動產市場으로 물리게 되어, 개발예정지역을 중심으로 부동산 투기가 일어났다. 이러한 과정에서 '토지가 최선의 자산증식수단'이라는 토지신화가 보다 많은 국민들에게 확산되어 새로운 토지투기 붐을 유발하는 악순환이 주기적으로 반복되었다.

또한 官治金融으로 인한 금융시장의 不完全性은 한국에 독특한 傳貰制度를 창출시켰다. 傳貰制度는 貨貸料와 私金融이 결합된 형태이다. 傳貰制度의 私金融機能은 부동산투기를 확산시키는 따라서 投機的 需要를 증폭시키는 지렛대(leverage)역할을 수행하였다.

(5) 일본의 경우, 제2차대전 중에 강화된 借地借家法이 전후에도 계속 시행되어 왔기 때문에, 높은 지가상승에도 불구하고 지대는 비교적 안정세를 보였다. 즉 일본의 경우 借地借家法이 토지투기가 지대 혹은 貨貸料上昇을 촉발하지 못하도록 차단하는 기능을 수행하였다. 물론 일본의 借地借家法은 대도시 지역에서 토지의 효율적 이용을 방해함으로써 토지문제를 악화시키는 부작용을 낳은 것

으로 비판되고 있다.

이와는 대조적으로 韓國의 貨貸借保護法은 유효하게 집행되지 않았다. 더욱이 대도시의 경우 주택보급률이 50-60%에 불과하여 韓國의 貨貸借市場은 供給者市場이었다. 이 두요인으로 인해 韓國에 있어서 부동산투기로 인한 不動産價格上昇은 貨貸料上昇을 촉발하였다. 그리고 임대료의 상승은 다시 새로운 부동산 투자를 예비하는 악순환을 보였다.

6. 맺음말

지금까지 우리의 논의를 요약하면 다음과 같다.

歴史的으로 볼 때 高度成長期에 日本과 韓國만이 유독 週期的인 土地投機붐을 경험한 第1次的原因은 根本主義的 觀點에서 찾을 수 있다. 日本政府는 高度成長期(1955-1974)에 行政指導를 통해 低金利政策을 추진하였으며, 消費者 金融을 강력하게 抑制하여 왔다. 日本의 高度成長戰略을 답습한 우리나라의 維新政權은 1972년 이후 더욱 강력한 低金利政策과 金融割當을 두 축으로 한 官治金融體制를 強化하였다. 이 시기 우리나라 銀行 預金 및 貸出의 實質金利는 흔히 마이너스 이거나 0에 가까웠다. 韓·日 두 나라 모두 經濟開發 초창기에 證券波動이라는 쓰라린 경험으로 인해 證券市場은 大衆의 不信을 받았으며 一般大衆에게 적절한 資産增殖機會를 제공하지 못하였다. 요컨대 韓·日 두 나라의 高度成長期에 制度圈 金融市場은 一般大衆에게 적절한 저축수단을 제공하지 못했다.

여유자금을 가진 투자자들은 적절한 자산 증식기회를 不動産市場에서 찾을 수 밖에 없었다. 예민한 金融市場을 정부가 개입하여 왜곡시켰기 때문이다. 더욱이 고도성장에 따른 도시로의 급격한 人口集中과 대규모적인 公共開發投資는 도시지역의 地代를 급격히 상승시켜 자산으로서 土地의 수익률을 크게

상승시켰다. 人爲的인 低金利와 公共投資로 인한 土地의 높은 收益率은 시중의 自由資金이 土地로 몰리도록 작용하였다. 또한 公共開發投資로 인한 開發利益을 還收하기 위한 土地稅制는 두 나라 모두에 있어서 국제적으로 가장 열악한 상태로 방치되었다.

이상과 같은 메카니즘에 따라 가계와 기업의 自由資金이 일단 토지시장으로 몰리게 되면 地價가 폭등함으로써 토지소유자에게 높은 資本利得을 제공한다. 이로 인해 자산으로서의 土地의 收益率은 더욱 상승하여 새로운 자금이 토지시장에 유입되는 악순환이 시작되며, 이 과정에서 土地神話가 창출된다. '땅값은 계속오르기 마련이다'는 土地神話는 땅값을 지속적으로 상승시키는 自己充足的 「거품」價格 成長 메카니즘의 원동력으로 작용하게 되어 주기적인 土地投機를 야기시킨다. 투기적 거품가격의 自己充足的 成長 메카니즘은 土地 본래의 利用價値가 변화하지 않더라도 地價를 상승시킬 수 있다. 투기적 「거품」가격의 自己充足的 成長메카니즘이 韓國과 日本에 있어서 땅값폭등의 第2次的 要因이다.

우리는 韓國의 地價水準을 여러가지 각도에서 살펴 보았다. 그러나 韓國地價에 대한 우리의 이해는 아직 불완전하고 많은 연구과제를 남겨놓고 있다. 첫째, 地價는 장래 地代흐름의 割引現在價値라고 보는 傳統的 理論으로는 韓國의 높은 地價水準을 설명하기는 어렵다고 보고 논의를 전개하였으나, 이는 아직 여러 각도에서 보다 면밀히 실증적으로 檢證되어야 할 문제이다. 우선 地代에 대한 믿을만한 미시적 統計資料를 축적하여야 한다. 그리고 앞의 5節에서 개관하여 보았듯이 韓國의 토지를 둘러싼 制度와 政策의 특수성이 投資行動에 미치는 영향까지 고려하여 理論地價를 추계하여야 한다. 우리나라 金融市場은 아직도 사실상 政府의 각종 統制로 인해 왜곡되어 있으므로 銀行金利가 均衡利子率을 대표한다고 보기 어렵다. MF의 추정에 보다 적절한 割引率을 탐색하여

야 한다. 또한 韓國 稅制의 不合理性, 특히 法人稅의 法人土地需要에 대한 영향으로 인해 理論地價(MF)水準이 상당히 높아져 있으므로, 이 점까지 고려하여 MF를 계산하여야 한다. 마지막으로 土地所有의 偏中으로 인한 土地市場에서의 獨寡占의 要因으로 인해 地價가 높게 形成될 가능성을 고려하여야 한다.

둘째, 「거품」地價에 대한 實證的 研究가 필요하다. 어떤 經濟模型의 有效性은 실증분석을 통해 그 모형이 現實을 얼마나 잘 설명하는가에 달려있다. 傳統的 地價理論은 地價를 결정하는 需要를 특정화하고 있으므로 원칙적으로 實證分析을 통해 평가하는 것이 가능하다. 물론 앞에서 살펴보았듯이 장래의 期待地代흐름이나 割引率이 바로 관찰될 수 있는 것은 아니다. 더욱이 거품理論의 說明力을 수량적으로 실증분석을 통해 평가하는 것은 대단히 어렵다. 合理的 「거품」理論은 최근 美國과 日本에서 株價資料를 이용하여 각종 實證分析이 시도되고 있지만 아직 만족스러운 성과를 올리지 못하고 있으며 [West(1987)], 土地市場에서의 실증연구는 찾아보기 어렵다. 美人投票模型은 수학적으로 정식화되어 있지 않고, 또한 地價를 규정하는 變數(市場의 期待)를 관측하기 어렵다. 따라서 이 모형을 검증 가능한 형태로 定式化하는 것이 우선적인 연구과제이다.

註

- 1) 小宮/村上(1972).
- 2) Evans(1983)는 토지증가세의 부과가 도시용 토지의 공급감소를 통해 수요자에게 전가될 수 있는 경우를 보이고 있다.
- 3) 日本 經濟企劃廳, 「國民經濟計算年報」, 1989.
- 4) 日本의 일부 학자들은 日本의 地價水準이 다른 선진국들에 비해 높은 까닭은 경제활동과 인구가 지나치게 동경권에 집중되었기 때문이라고 주장하여 왔다. 그러나 Boone(1989)은 일본의 도시구조나 지역별 地價패턴은 다른 선진국과 대단히 유사하므로 이것은 근거없는 주장이라고 비판하고 있다.
- 5) 「거품」가격에 대한 이론적 및 실증적 연구들의

성과와 한계에 대해서는 West(1988), 翁邦雄(1989)를 참조하라. 그리고 이 글의 거품이론에 대한 개관은 西村/三輪 제3장과 제5장에 크게 의존하였다.

- 6) 거품가격의 역사적 사례에 대해서는 翁邦雄(1988) 참조.
- 7) 보다 자세한 논의는 Diba and Grossman(1988)을 참고할 것.
- 8) 小林(1990)이 보였듯이 空賣(short sale)가 허용되는 상황에서는 [合理的거품]은 效率的 市場의 假定과 整合의이지 않다(전개서, 제12장).
- 9) Frydman/Phelps(1983)은 예측의 無限連鎖問題에 대해 상세히 검토하고 있다.
- 10) 建設部, 「土地公概念 擴大方案」, 1989.9.

參考文獻

- 康奉均, 1989, 「韓國의 經濟開發戰略과 所得分配」, 韓國開發研究院.
- 西村清彦, 三輪芳郎 編, 1990, 「日本の株價・地價」, 東京大學出版會.
- 佐伯尚美, 小宮太郎 編, 1972, 「日本の土地問題」, 東京大學出版會.
- 翁邦雄, 1985, 「期待と投機の經濟分析」, 東洋經濟新報社.
- Asako, K., 1988, "On the Demand for Risky Asset with Stochastic Speculative Bubbles," 日本, 第98號.
- Azariadis, C., 1981, "Self-Fulfilling Prophecies," *Journal of Economic Theory*, 25, pp.380-396.
- Boone, P., 1989, *Perspectives on the high Price of Japanese Land*, Economic Research Institute, Economic Planning Agency, Japan.
- Calvo, C. A., 1978, "On the Indeterminacy of Interest Rates and Wages with Perfect Foresight," *Journal of Economic Theory*, 19, pp.321-337.
- Diba, B. T. and H. I. Grossman, 1987, "On the Inception of Rational Bubbles," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, pp.697-700.
- Doebele, William A., 1982, *Land Readjustment*, Lexington, Massachusetts: Lexington Books.
- Eckart, W., 1983, "Land Speculation and the Rental Price of Housing," *Journal of Urban Economics*, 13, pp.1-21.
- Evans, A. W., 1983, "The Determination of the Price of Land," *Urban Studies*, 20, pp.119-129.

- George, Henry, 1946, *Progress and Poverty* (Fifteenth edition), New York: Robert Schalkenbach Foundation.
- Grandmont, J.M., 1985, "On Endogenous Competitive Business Cycles," *Econometrica*, Vol.53, pp.995-1045.
- Frydman, R. and E.S. Phelps, eds., 1983, *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes*, Cambridge University Press.
- Hanayama, Y., 1986, *Land Markets and Land Policy in Metropolitan Area: A Case Study of Tokyo, Boston, Massachusetts*: Oelgeschlager, Gunn, and Hain Publishers, Inc.
- Harrison, Fred, 1983, *The Power in the Land*, London: Shephard-Walwyn Ltd.
- Keizo, Takagi, 1989, "The Rise of Land Prices in Japan: The Dertermination Mechanism and the Effect of Taxation System," *Monetary and Economic Studies*, Vol.7, No.2, August.
- Krasker, W.S., 1980, "The Peso Problem in Testing the Efficiency of Forward Exchange Markets," *Journal of Monetary Economics*, Vol.6.
- Keynes, J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- Mccallum, B.T., 1983, "On Non-Uniqueness in Rational Expectations Models," *Journal of Monetary Economics*, 11, pp. 139-168.
- Mills, Edwin S. & B. Song, 1979, *Urbanization and Urban Problems*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Noguchi, Y., 1990, "Urban Land Price Inflation in Japan," International Conference on Korean Housing Policies, Seoul, Korea.
- Shiller, R.J., 1981, "Do Stock Prices Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividend?," *American Economic Review*, Vol.9.
- Summers, L.H., 1986, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?," *Journal of Finance*, Vol. 91.
- Tirole, J., 1982, "On the Possibility of Speculation under Rational Expectation," *Econometrica*, Vol.50, pp.1163-1182.
- Tirole, J., 1985, "Asset Bubbles and Overlapping Generations," *Econometrica*, pp. 1071-1600.

- West, K.D., 1987, "A Specification Test for Speculative Bubbles," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.102, pp.553-580.

ABSTRACT

Land Price in Korea: Land Speculation and Market Failure

Jin Soon Lee

Dept. of Economics, Soongsil Univ.

The major purpose of this paper is to examine two closely related issues. An attempt is made here to examine internationally high land price in Korea from the perspectives of market fundamentals (MF) and bubble theory, respectively. Another theoretical issue, whether land speculation can result in market failure, is also examined.

It has been concluded that the primary causes for the rapid increases in land prices in Korea, could be found in the perspective of MF. (1) The financial intermediaries has been controlled by the government since 1960s. Real Interest rates in the commercial banks has been controlled at the level of zero or sometimes negative; scarce financial resources has been rationed by the government. The governmental control of the banks has also resirained the development of securities market. Money, which can not find the appropriate opportunity for saving in financial market, moves to land market. (2) Socially created land value, based on rapid economic growth and big public investment, has been appropriated mainly by the private: The effective tax rate of land holding tax has been under 0.02 percent; Real Estate Capital Gains Tax has, in fact, affected few persons, mainly because exemptions and preferential taxation have been widely permitted. (3) The government has placed severe

limitations on rural-to-urban land conversion, although the demand for urban uses has rapidly grown.

All factors above caused the cyclical land speculation. This, in turn, created the myth that land prices will inevitably continue to rise. Based on the myth, the growing bubble in land price has been created. This is the

secondary reason for high land price relative to income in Korea.

It is also shown that it is possible that speculation in land results in market failure because land is fixed in quantity and can be used for production and speculation purposes simultaneously.