

# 住宅所有者에 대한 租稅減免의 經濟的 效果： 既存研究의 概觀 및 政策示唆點

金 明 淑

住宅所有者는 自家住宅의 歸屬賃料에 대한 所得稅非課稅, 1世帶 1住宅에 대한 讓渡 所得稅非課稅 및 住宅相續에 대한 相續稅控除 등 여러가지 租稅減免惠澤을 누리고 있다. 本稿에서는 기존의 연구결과를 중심으로 이러한 조세감면혜택의 經濟的 效果를 살펴보고 있다. 이에 의하면 住宅所有者에 대한 租稅減免은 租稅負擔의 水平的·垂直的 衡平에 어긋날 뿐 아니라 住宅市場 및 國民經濟에 미치는 여러가지 歪曲效果를 통해 資源配分の 效率性を 저해하고 역진적인 所得再分配를 유발한다고 할 수 있다. 특히 資本市場이 不完全한 경우 住宅租稅減免은 부유층에 대해 필요 이상의 住宅을 소유토록 하는 한편 流動성이 부족한 低所得層 및 젊은층의 住宅購入을 더욱 어렵게 함으로써 住宅所有의 계층간 불균형을 심화시키고 所得分配를 더욱 악화시키는 결과를 초래한다고 할 수 있다. 따라서 住宅所有者와 無住宅者間 租稅의 중립성을 회복하는 것이 중요하며 이를 위해서는 첫째로 無住宅者의 賃賃料支出에 대해 所得控除를 실시하며, 둘째로 1世帶 1家口에 대해서도 讓渡所得稅를 과세하며, 셋째로 相續課稅에 있어 住宅控除를 폐지하는 것이 바람직하다고 생각된다. 우리나라와 같이 資本市場이 불완전한 경우 住宅所有促進政策은 效率的인 長期住宅金融制度의 확립을 통해 실시되어야 하며 政府의 財政支援은 住居費負擔能力이 최소한의 수준에 미달하는 零細民階層에 集中되어야 할 것이다.

## I. 序：住宅所有의 合理性

우리나라에 있어 住宅은 所有나 賃借나의 선택의 대상이 아니다. 住宅購入 및 住宅늘리는 家計貯蓄의 1次的인 目標가 되고 있으며

無住宅者는 自意에 의해 賃借를 選好했다기보다 資金不足으로 住宅所有의 꿈을 실현하지 못하고 있을 뿐이다. 이와 같은 住宅所有에 대한 강한 집착을 전통적이고 非合理的인 행동의 결과로 보는 見解도 없지 않다.

그러나 이러한 見解야말로 住宅問題에 대한 올바른 인식에 기초하고 있다고 보기 어렵다. 우리나라에 있어 住宅의 所有는 무엇보다도

住居生活의 安定을 위해 필수적이라고 할 수 있다. 그동안 政府의 住宅政策이 自家所有促進爲主로 施行되어 옴에 따라 政府나 民間業體에 의한 賃貸用住宅의 建設實績은 극히 미미한 실정이다. 1982년에야 비로소 賃貸住宅育成法이 制定되면서 公共賃貸住宅이 본격적으로 建設되기 시작하였으며 이와 함께 1987년부터는 民間業體의 賃貸住宅建設促進을 위한 租稅金融上的 지원이 實施되고 있으나 실효를 거두지 못하고 있다. 따라서 住宅賃貸契約의 대부분이 個人間的 契約으로 이루어지고 있기 때문에 세입자는 住宅所有者의 필요에 따라 언제든지 이사를 해야 하는 불안정한 상황에 놓여 있다고 할 수 있다.

또한 인플레이션에서 住宅이 實質價値의 下落을 막아주는 「인플레이션 헤지」(inflation hedge)로 인식됨에 따라 住宅에 대한 需要가 增加하고 이와 아울러 住宅의 상대가격이 上昇하는 경향이 나타나는데 住宅의 所有는 資本利得의 획득을 위한 수단으로도 중요하다고 할 수 있다.

뿐만 아니라 住宅을 所有하는 것이 賃借하는 것에 비해 租稅負擔面에서도 훨씬 유리한

것이 사실이다. 住宅所有者는 여러가지 租稅減免惠澤을 누리고 있는데, 自家住宅의 歸屬賃料(imputed rent)에 대한 所得稅非課稅도 그 중의 하나이다. 耐久財로부터 얻는 서비스의 효용에서 減價償却을 제외한 부분을 歸屬賃料所得이라고 할 때 歸屬賃料所得의 非課稅는 住宅뿐 아니라 耐久財 一般에 해당되는 현상이나 住宅의 경우 그 規模가 매우 클 뿐 아니라 모든 家計에 영향을 미친다는 점에서 특히 중요하게 인식되어야 할 것이다<sup>1)</sup>. 또한 현행 세제상의 1世帶 1住宅에 대한 讓渡所得稅非課稅 및 住宅相續에 대한 相續稅控除도 주택소유자만이 누릴 수 있는 租稅減免惠澤이다. 현행 讓渡所得稅制度는 1世帶 1住宅에 대한 非課稅原則下에서 고급주택배제기준, 거주기간 및 보유기간기준, 1世帶基準의 설정을 통해 非課稅要件을 규정하고 있는바, 日本이나 美國에서와 같이 과세시점만을 연기하는 것이나 臺灣에서와 같이 免除惠澤을 일생에 한 번으로 제한하는 것에 비해 住宅所有者에 대해 상당히 큰 租稅減免惠澤을 주고 있다고 할 수 있다. 그 非課稅要件의 변화내역을 정리하면 <表 1>에 제시된 바와 같다. 住宅相續控除制度는 다른 나라에서는 찾아보기 힘든 제도로 控除限度가 1982년 처음 도입 당시 4,000萬원으로 출발하여 1983년에는 6,000萬원으로, 다시 1989년에 1億원으로 확대되었다. 이 밖에 「勤勞者 住居安定과 목돈마련지원에 관한 法律」의 制定으로 1988년부터 低所得 勤勞者를 대상으로 住宅貯蓄利子所得에 대한 所得稅, 住民稅, 教育稅 免除와 住宅資金貸出償還金の 1/10에 대한 所得稅額減免(老父母 同居世代는 50%까지) 등이 實施되고 있다<sup>2)</sup>.

1) 『도시가계연보』에 의하면 1988년도 家口當 月平均 自家住宅歸屬賃料는 64,522원으로 가구당 월 평균 소득의 9.8%로 집계되고 있으나 『도시가계연보』주거비 자료는 『住宅 및 人口센서스 報告』자료와 비교할 때 지나치게 저평가되어 신뢰도가 낮다(附表 참조).

2) 물론 住宅所有者의 稅負擔에 대한 완전한 分析을 위해서는 이와 함께 住宅에 부과되는 財産稅負擔을 고려해야 할 것이다. 美國의 경우 財産稅를 受益者負擔으로 보아 住宅所有에 중립적인 것으로 간주하는 예가 많이 있으나 우리나라의 경우에는 그렇게 볼 수가 없다. 따라서 住宅所有者가 누리는 여러가지 租稅減免惠澤은 住宅에 대한 財産稅賦課로 어느 정도 상쇄된다고 할 수 있으나 財産稅負擔은 그 상당부분이 住宅賃借인에게 전

〈表 1〉 1世帶 1住宅 讓渡所得稅 非課稅 要件의 變化內譯

	1974년	1976년	1978년	1980년	1983년	1988년	1989년
高級住宅 배제	1世帶 1住宅과 이에 부수하는 土地로 建物이 정착된 面積의 10倍 이하의 土地의 讓渡所得非課稅	讓渡價額 5,000萬원이상인 住宅 및 아파트 제외					아파트 및 공동 주택 80坪 이상으로 讓渡價額이 1億 8千萬원 이상인 住宅제외
1世帶			—配偶者 없는 1世帶 認定 • 1住宅을 所有하고 있는 자의  연령이 30歲 이상인 경우 • 配偶者가 死亡 또는 離婚한 경우 • 居住者가 1住宅을 相續받은 경우	—配偶者 없는 1世帶 認定의 일 부 변경 • 1住宅을 所有하고 있는 자의  연령이 30歲 이상이거나 所得이 있는 경우			
居住期間・保有期間			居住 6개월	保有 2년	居住 1년 保有 3년	居住 3년 保有 5년 (都市再開發事業 중 일시적으로 取得・居住하는 住宅讓渡時 1世帶 1住宅 거주요건인 3년이상 거주하지 않아도 됨)	

資料：財務部, 「改正稅法」, 各年度.

끝으로 住宅金融 또는 制度金融의 利率이 市場金利에 비해 낮은 것도 住宅金融 利用者나 住宅을 金融機關 貸出을 위한 擔保로 이용한 사람에게 補助金을 주는 것과 마찬가지로 되어 住宅所有者에게 유리하게 작용한다.

이상의 論議를 통해서 우리나라 家計의 住宅所有에 대한 집착은 합리성만으로도 說明이 가능하며 특히 租稅政策 등 政府政策이 이를 부추기고 있음을 알 수 있다. 住宅은 국민생활의 기본이 되는 住居서비스를 제공한다는 점에서 政府의 지원이 필요한 價値財(merit good)의 하나로 인식되고 있으며, 우리나라 뿐만 아니라 世界各國이 住宅所有의 촉진을 목적으로 여러가지 租稅・金融上의 지원정책을 실시하고 있다. 自己住宅을 所有하는 것은 合理性의 問題를 떠나 모든 사람이 바라는 꿈이라는 점에서 自家比重을 증가시키는 政策은 그 자체로서 충분한 의미가 있다고 할 수 있다. 그러나 중요한 問題는 住宅所有의 促進을

목적으로 현재 施行되고 있는 여러가지 政策이 과연 그러한 效果를 거둘 수 있으며 거두고 있는가 하는 것이다. 이하에서는 이러한 관점에서 住宅所有者에 대한 租稅減免(이하 住宅租稅減免이라고 함)의 經濟的 效果를 살펴보고자 한다.

## II. 住宅租稅減免의 經濟的 效果

우리나라는 그동안 住宅問題가 온 國民의 切實한 관심을 끌고 왔음에도 불구하고 住宅問題에 대한 經濟學的인 論議는 아직까지 초보적인 수준에 머물고 있다. 특히 全盤한 住宅租稅減免에 대해서는 그 현황조차 제대로 파악되지 않고 있으며 그것이 住宅市場 및 國民經濟에 미치는 영향에 대한 분석은 거의 이루어지지 않고 있는 상태이다<sup>3)</sup>. 그러나 美國의 경우 住宅市場 및 그 움직임에 대한 經濟學者들의 관심이 지대하며 이에 따라 住宅租稅減免의 經濟的 效果에 대한 논의도 활발히 進行되고 있다. 특히 1970년대 이후의 인플레이션 상황과 관련하여 住宅租稅減免이 住宅占有形態 및 住宅需要, 住宅價格 등에 미치는 영향과 그에 따라 야기되는 經濟적 비효율과 역진적인 所得再分配의 問題에 대해서는 지금까지 무수히 많은 研究論文이 작성된 바 있다<sup>4)</sup>. 또한 住居서비스에 대한 지출이 消費支出의 높은 비중을 차지하고 있으며 住宅이 家計資産 및 總固定資本의 중요한 부분을 점하고 있다는 점에서 租稅 등 住宅政策이 消費・貯蓄・投資 등 國民經濟에 미치는 영향에 대한 研究도 계속 進行되고 있다<sup>5)</sup>.

가되며 그 부분만큼은 自家住宅居住者나 賃貸住宅居住者가 똑같이 負擔한다고 할 수 있다. 더 나아가 住宅에 부과되는 財産稅全額이 住宅賃借人에게 전가된다는 다소 극단적인 가정하에서는 財産稅負擔은 住宅所有에 完全중립적이라고 할 수 있으며 이때는 住居費支出과 他消費支出에 대한 租稅의 중립성 측면에서 財産稅負擔과 間接稅負擔의 크기를 비교해야 할 필요가 생긴다고 할 수 있다. Laidler(1968), Rosen(1979), 李星求(1983) 등 참조.

3) 李揆邦(1987, 1989), 李星求(1983), 崔明根(1983) 참조.

4) 특히 美國의 경우 우리나라와 달리 住宅金融元利金 償還 및 財産稅 納付額에 대한 所得控除가 실시되고 있는바 이에 따른 여러가지 效果와 그 폐지 여부에 관한 論議가 활발하다.

5) Smith et al.(1988)는 美國의 경우 消費者物價指數 構成品目 중 住居費의 加重値는 39%로, 家計資産 및 (土地를 제외한)總固定資本에서 住宅이 차지하는 비율은 각각 38%와 27%로 제시하고 있다.

이하에서는 이러한 論文들의 研究結果를 중심으로 住宅所有者에 대한 租稅減免이 住宅市場 및 國民經濟에 미치는 영향을 살펴보고한다. 統計資料의 未備로 여기서의 논의는 이론적·추론적 수준에 그칠 것이며 計量모델을 이용한 實證分析은 다음 기회로 미루고자 한다.

自家住宅에 대한 住宅租稅減免은 그 經濟의 效果를 論議하기에 앞서서 住宅所有者와 無住宅者間의 수평적 형평에 어긋날 뿐 아니라 다음의 이유에서 수직적 형평에도 위배된다고 할 수 있다. 첫째로, 所得水準이 높을수록 自家家口의 比重이 높기 때문이다. 둘째로, 自家住宅需要의 所得彈力性이 正의 값을 갖기 때문이다. 다시 말해서 高所得層일수록 質·

量的으로 보다 좋은 住宅을 所有하기 때문이라고 할 수 있다<sup>6)</sup>. 셋째로, 同一한 價格의 住宅을 所有한 경우에도 累進稅率構造下에서는 所得水準이 높을수록 限界稅率이 높아지게 되어 減免惠澤도 그만큼 커지기 때문이다<sup>7)</sup>.

이러한 衡平의 問題와 달리 住宅租稅減免의 經濟的 效果는 복잡하고 어려운 분석을 필요로 한다. 住宅租稅減免의 經濟的 效果에 관한 研究는 전통적으로 資本市場이 완전하다는 가정을 전제로 하는 경우가 대부분인데 그 접근 방법이 다양함에도 불구하고 대체로 비슷한 결론을 도출하고 있다. 이들 研究의 결론부터 간략히 要約하면 다음과 같다.

첫째, 住宅租稅減免은 自家住宅의 純使用者費用(net user cost of owner-occupied housing)<sup>8)</sup>을 낮춤으로써 住宅所有를 장려함과 동시에 보다 비싼 住宅을 사도록 부추기는 效果를 가지며 이러한 效果는 住宅需要의 使用者費用 彈力性이 클수록 커진다.

둘째, 住宅租稅減免이 이와 같이 住宅占有 形態選擇 및 住宅需要에 영향을 미침에 따라 住宅供給도 이에 대응하여 변화한다. 즉, 住宅租稅減免으로 分讓住宅建設은 增加하는 반면 賃賃住宅建設은 위축되고 既存住宅의 所有主使用이 증가함과 동시에 新築住宅의 大型화가 이루어진다.

셋째, 住宅租稅減免은 住宅供給이 충분히 탄력적이지 않는 한 住宅價格의 上昇을 초래한다. 住宅의 供給은 장기간이 소요되는 宅地開發과 건축과정 때문에 단기에 있어서 非彈力的임은 물론 宅地供給의 한정성으로 인해 장기에 있어서도 完全彈力的이지 못하다<sup>9)</sup>.

넷째, 住宅租稅減免은 自家住宅의 비중을 높이면서 住宅部門에 대한 投資를 증가시키며

6) 住宅需要의 所得彈力性은 연구마다 큰 차이를 보이고 있는데 自家家口의 경우 賃借家口에 비해 소득탄력성이 더 높다는 것이 일반적인 견해이며 이러한 견해는 앞서 인용한 『도시가계연보』자료에서도 확인된다. <附表>에서는 自家評價額 總賃料支出, 總所得의 계층간 不均等度를 지니계수(Gini coefficient)로 표시하였는바 총임료지출의 경우에는 총소득에 비해 계층간 불균등도가 더 작으나 자가평가액의 경우, 총소득에 비해 계층간 불균등도가 더 큰 것으로 나타나고 있다.

7) 住宅租稅減免의 수평적·수직적 형평상의 문제에 대해서는 Aaron(1970), Giertz & Sullivan(1978), Shreiber(1978) 등 참조.

8) 自家住宅의 使用者費用에 대해서는 pp.138~141 論議 참조.

9) 資本市場이 완전하다는 가정하에서 住宅所有者에 대한 租稅減免이 住宅需要 및 供給, 住宅價格 등 주택시장에 미치는 영향에 대해서는 무수히 많은 연구가 있으며 그 접근방법도 다양하다. Diamond(1980), Titman(1982) 등은 理論的 接近을, Hendershott & Slemrod(1983), Rosen & Rosen(1980), Shelton(1968) 등은 經驗的 接近을, 그리고 Hendershott(1980), Hendershott & Hu(1981), Dougherty & Van Order(1982) 등은 시뮬레이션접근을 시도한 예라고 할 수 있다. Smith et al.(1988) 참조.

이는 다시 비주택부문에 대한 투자를 구축함과 동시에 利子率을 높이는 效果를 갖는다<sup>10)</sup>.

끝으로 住宅租稅減免이 住宅市場 및 國民經濟에 미치는 위와 같은 여러가지 歪曲效果는 효율성의 상실을 가져오고 逆進的인 所得再分配效果를 유발한다<sup>11)</sup>.

住宅租稅減免의 經濟的 效果分析에 있어서 가장 기본적이고 중심이 되는 概念은 “自家住宅의 使用者費用(user cost of owner-occupied housing)”이라고 할 수 있다. 自家住宅의 使用者費用은 賃貸住宅의 賃貸料에 대응되는 概念으로 住宅所有主가 自己住宅으로부터 住居서비스를 제공받는 데 드는 費用을 말하며 歸屬賃料所得이 非課稅되고 讓渡所得稅가 완전면제된다고 할 때 다음 式에서와 같이 定義할 수 있다.

$$c = \alpha \frac{P_H}{P} \dots\dots\dots (1)$$

$$\alpha = d + m + (1-t)i - \pi_H$$

$c$  : 自家住宅의 使用者費用

$d$  : 減價償却費

$m$  : 管理維持費(財産稅 포함)

$t$  : 所得稅 限界稅率

$i$  : 利子率

$\pi_H$  : 期待 住宅價格上昇率

$P_H$  : 住宅價格

$P$  : 一般物價水準<sup>12)</sup>

여기서  $(1-t)i$ 는 住宅所有에 따르는 機會利子費用이라고 할 수 있는바 家計貯蓄만으로 주택을 구입하거나 또는 住宅購入資金의 일부를 融資로 충당하는 경우 그 利子支出에 대한 所得控除가 실시됨을 전제로 한 것이다.

式(1)에서 바로 알 수 있는 바와 같이 自家住宅의 使用者費用은 限界稅率에 의존하는바 다른 조건이 동일한 경우 限界稅率이 높을수록 작아지고 限界稅率이 낮을수록 커진다. 따라서 住宅을 所有할 것인가 또는 賃貸할 것인가 하는 결정도 限界稅率에 좌우된다고 할 수 있다. 즉, 限界家口의 경우 自家住宅의 使用者費用과 賃貸費用이 같아지는바 限界家口에 비해 限界稅率이 높은 家口는 自家住宅의 使用者費用이 賃貸費用보다 작아 住宅을 所有하게 되고 限界家口에 비해 限界稅率이 낮은 家口는 自家住宅의 使用者費用이 賃貸費用보다 커서 住宅을 賃貸하게 될 것이다<sup>13)</sup>.

自家住宅의 使用者費用은 期待인플레이率( $\pi$ )이 높을수록 작아지는 것으로 나타나는데 이는 式(1)의  $\alpha$ , 즉 “住宅資本의 使用者費用(user cost of housing capital)”이 기대인플레이율이 높을수록 작아지는 데 기인한 것이다. 比例稅를 가정할 때 인플레이가 住宅資本의 使用者費用에 미치는 영향은 기대인플레이율과 利子率 및 住宅價格上昇率間의 상호관계에 따라 달라진다. 기대인플레이율의 증가는 名目利子率을 높임으로써 住宅所有에 따르는 機會利子費用을 높인다고 할 수 있다. 만약에 租稅가 부

10) Aaron(1970), Feldstein(1982), Kau & Keenan (1983), Gahvari(1985), Pines et al. (1985), Titman(1982) 참조.  
 11) Laidler(1968), White & White(1977), King (1983), Pines et al. (1985), Brownstone et al. (1988), Rosen(1979), 李星求(1983) 등 참조.  
 12) Dougherty & Van Order(1982), Rosen & Rosen (1980), Poterba(1984), Hendershott & Hu(1981) 등 참조.  
 13) Shelton(1968), Askari(1972), Titman(1982), Buser & Sanders(1983), Henderson & Slemrod (1983) 등 참조. 이는 물론 利子所得이 綜合課稅되는 것을 전제로 한 논의이다. 우리나라와 같이 利子所得이 分離比例課稅되는 경우에는  $t$ 가 일정 값이므로  $c$ 도 모든 가구에 있어 동일함.

과되지 않는 상황에서 名目利子率과 住宅價格上昇率이 기대인플레이율이 높아진 만큼 높아진다고 가정한다면(즉  $\frac{di}{d\pi} = \frac{d\pi_H}{d\pi} = 1$ ) 稅前基準으로는 機會利子費用의 增加가 住宅價格의 上昇을 완전히 상쇄시킬 것이다. 그러나 稅後基準으로 볼 때 住宅價格上昇에 따른 資本利得은 讓渡所得稅의 면제로 稅前과 다른 것은 한편 機會利子費用의 增加는 住宅租稅減免으로 稅前에 비해  $(1-t)$ 배만큼 감소한다. 따라서  $t=0$ 인 경우를 제외하고는 기대인플레이율의 增加는 稅後의 住宅資本의 使用者費用을 낮춘다고 할 수 있다. 물론 인플레이가 住宅資本의 使用者費用에 미치는 영향은 전술한 名目利子率 및 住宅價格의 변화뿐 아니라 인플레이에 따른 管理維持費 및 減價償却費의 변화에도 좌우된다. 그러나 인플레이로 인해 住宅의 管理維持費 및 減價償却費가 크게 增加하지 않는 한 위 결론은 타당할 것이다. 더욱이 比例稅 대신에 累進稅를 가정하면 인플레이는 과표계급의 상승(bracket creeping)을 통해 自家家口의 所得稅 限界稅率을 더 높일 것이므로 그만큼 더 住宅資本의 使用者費用을 감소시킬 것이다.

한편 名目利子率이 기대인플레이율이 증가한 만큼 증가한다는 가정(즉  $\frac{di}{d\pi} = 1$ )은 實質利子率이 인플레이에 의해 변화하지 않음을 의미하

는 것으로 Fisher의 利子率 이론과 부합한다. 그러나 기대인플레이율의 변화가 利子率에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서는 아직까지 定說이 확립되지 않은 상태로  $di/d\pi > 1$ 을 시사하는 이론적 분석도 시도된 바 있다. 따라서 보다 정확한 결론을 내리기 위해서 그동안의 경험을 통해서  $di/d\pi$ 의 크기를 살펴보는 것이 중요하다고 생각되는데 美國의 경우 實證分析結果 장기적으로는  $di/d\pi$ 가 1에 가깝고 보다 단기에 있어서는  $di/d\pi$ 가 1보다 작은 것으로 나타나고 있다<sup>14)</sup>.

다음으로  $d\pi_H/d\pi = 1$ 이라는 가정은 經濟가 均衡상태(steady state)에 있을 때는 타당하다고 할 수 있으나 보다 일반적인 경우 즉 단기 불균형상태에서는  $d\pi_H/d\pi > 1$ 이 성립한다고 할 수 있다. 전술한 바와 같이 住宅이 「인플레이 헤지」(infla hedge)로 인식됨에 따라 인플레이가 심해지면 住宅에 대한 需要가 늘면서 住宅의 相對價格이 오르는 것이 일반적인 경향이며 특히 우리나라의 경우 住宅의 新規供給이 需要增加를 따르지 못해 住宅難이 계속해서 심화되고 있는 상황에서 이러한 경향이 강하다고 할 수 있다<sup>15)</sup>.

따라서 실제에 있어서는 주택조세감면과 인플레이기대로 인해 住宅資本의 使用者費用이 감소하는 정도가  $di/d\pi = d\pi_H/d\pi = 1$ 을 가정한 앞서의 경우에 비해 상당히 클 것이며 심한 경우 住宅資本의 使用費用이 (-)의 값으로 감소할 가능성도 배제할 수 없다. 이러한 住宅資本의 使用者費用의 감소는 住宅需要 특히 自家住宅에 대한 需要를 증가시키는데 이는 결국 限界家口에 있어 自家住宅의 使用者費用이 賃貸費用과 같아질 때까지 住宅의 實質價格을 높이게 될 것이다<sup>16)</sup>. 결론적으로 말해서

14) Poterba(1984), Titman(1982), Kiefer(1981) 참조.

15) Goodwin(1986)은 1970년대 美國에 있어 인플레이가 住宅需要에 미치는 영향을 요인별로 분석한 결과 「인플레이 헤지」 동기가 住宅價格上昇에 크게 작용했음을 밝히고 있다.

16) 住宅資本의 使用者費用이 (-)인 경우에는 住宅價格이 上昇하면 自家住宅의 使用者費用이 감소하고 自家住宅의 使用者費用이 감소하면 住宅에 대한 需要의 增加로 住宅價格이 다시 上昇하는 악순환이 계속되어 住宅市場의 均衡은 존재하지 않게 된다. Titman(1982) 참조.

인플레이期待下에서 住宅租稅減免은 住宅資本의 使用者費用을 낮추며 이는 다시 住宅價格을 上昇시키는바 自家住宅의 使用者費用은 住宅資本의 使用者費用과 住宅價格을 곱한 것으로 變化방향을 분명히 말할 수 없다. 그러나 Titman(1982)의 분석결과에 의하면 限界稅率이 높은 계층의 경우 기대인플레이율이 높아짐에 따라 自家住宅의 使用者費用이 반드시 감소하며 그러한 계층의 비중은 住宅供給의 탄력성이 클수록 커진다고 할 수 있다. 실제로 美國의 경우 住宅租稅減免과 인플레이가 주된 원인으로 自家住宅의 使用者費用이 계속 감소한 것으로 나타나고 있으며 이러한 自家住宅 使用者費用의 감소는 自家比重的 增加, 住宅의 高級化, 住宅스톡의 增加 등을 유발한 것으로 분석되고 있다<sup>17)</sup>.

지금까지의 論議는 資本市場이 완전하다는 가정을 전제로 한 것이다. 그러나 1970년대 후반부터 資本市場의 不完全性에 역점을 둔 研究들이 본격적으로 나타나기 시작하였다. 이들 研究의 주된 관심은 資本市場이 불완전한 상태에서 인플레이가 住宅市場에 어떠한 영향을 미치는가 하는 것이다<sup>18)</sup>. 이들 研究에서 나타나는 바와 같이 資本市場이 불완전한 경우 저축이 없는 低所得層 및 젊은층은 유동성 제약(liquidity constraint)으로 住宅需要가 적정수준에 미달할 수밖에 없으며 이러한 유동성 제약의 문제는 인플레이下에서 더욱 심화된다는

고 할 수 있다. 이와 관련하여 住宅租稅減免의 經濟的 效果도 전술한 資本市場이 완전한 경우와 상당히 달라질 것이다. 資本市場이 불완전한 경우 住宅租稅減免은 유동성제약에 구속받지 않는 고소득 부유층에 대해서는 資本市場이 완전한 경우와 마찬가지로 住宅의 大型化 및 高級化를 부추기는 한편 그에 따른 住宅價格의 上昇으로 저소득층 및 젊은층의 유동성제약을 더욱 심화시키면서 그들의 주택 구입을 더욱 어렵게 만드는 결과를 초래한다고 할 수 있다. 뿐만 아니라 住宅租稅減免으로 신축주택의 대형화 및 고급화가 이루어지고 소형 서민주택의 건설이 위축됨에 따라 無住宅者의 賃貸料負擔도 증가하는 결과가 초래된다고 할 수 있다. 따라서 資本市場이 불완전한 경우 住宅租稅減免은 住宅所有의 계층간 不均衡을 심화시키고 더 나아가 所得分配을 惡化시키는 요인으로 작용한다고 할 수 있다<sup>19)</sup>.

한편 住宅市場全體에 미치는 住宅租稅減免의 영향은 “使用者費用效果”와 “流動性制約效果”의 상대적 크기에 따라 달라질 것이다. 유동성제약효과가 특히 클 경우 住宅租稅減免으로 自家住宅의 비중 및 住宅스톡이 오히려 감소하게 될 가능성도 배제할 수 없다. 또한 住宅租稅減免은 자본축적에 대해서도 상반된 효과를 갖는다. 즉, 住宅租稅減免은 住宅所有를 보다 유리하게 함으로써 住宅購入 目的의 저축을 증가시키고 현재의 소비를 감소시킨다는 점에서는 資本蓄積에 기여하는 효과를 갖는 반면에 流動性制約을 심화시켜 家計의 富의 蓄積을 제약한다는 점에서는 資本蓄積을 沮害하는 효과를 갖는다고 할 수 있다. 따라서 資本市場이 불완전한 경우 住宅租稅減免으로 非

17) Diamond(1980), Hendershot & Hu(1981), Hendershott(1980), Rosen & Rosen(1980) 등 참조.

18) Kearl(1979), Boehm & McKenzie(1982), Schwab(1983), Irvine(1986) 등 참조.

19) Hendershott & Hu(1983), Ranney(1981), Litzenberger & Sosin(1978) 등 참조.



〈表 2〉 自家所有率下落 및 住宅大型化 推移

(단위: %)

		1960	1970	1975	1980	1985
自家所有率(A)	全 國	79.1	68.2	63.1	58.6	53.6
	서 울	56.5	46.8	45.2	45.5	41.4
住宅普及率(B)	全 國	82.5	78.2	74.4	71.2	69.7
	서 울	61.8	56.7	56.3	55.2	51.4
A/B	全 國	95.9	87.2	84.8	82.3	76.9
	서 울	91.4	82.5	80.3	78.8	80.5
住宅의 平均房數	全 國	--	3.0	3.1	3.3	3.5
	서 울	--	3.4	3.5	3.9	4.0
住宅平均面積(坪)	全 國	--	14.5	17.6	20.7	21.5
	서 울	--	--	21.6	25.0	29.1

資料: 建設部, 『建設統計便覽』, 各年度.

經濟企劃院, 『人口 및 住宅센서스報告』, 各年度.

住宅資本스톡이 增加될 가능성도 없지 않다<sup>20)</sup>.

끝으로 住宅租稅減免이 住宅需要에 미치는 歪曲效果는 資本市場이 完全한 경우에 비해 流動性制約이 있는 경우가 오히려 작아진다고 볼 수 있는데 그 이유는 住宅租稅減免에 따른 住宅에 대한 過剩需要가 流動性제약으로 어느 정도 상쇄되기 때문이다<sup>21)</sup>.

流動性制約은 흔히 다음의 두가지 점에서 住宅需要를 제한하는 것으로 설명되고 있다. 첫째로, 住宅購入을 위해서는 최소한 초기 지불(downpayment)만큼의 저축이 있어야 한다는 것이다. 둘째로, 住宅購入資金의 元利金償

還 부담이 家計所得의 일정비율을 초과해서는 안된다는 것이다. 따라서 流動性制約效果는 住宅金融의 규모 및 형태 등 住宅金融의 발달 정도에 크게 좌우된다고 할 수 있다<sup>22)</sup>.

우리나라의 경우 住宅金融의 미발달로 住宅購入을 위한 제도금융권의 금융지원은 總住宅去來額의 5% 수준에 지나지 않으며 전용면적 85㎡ 이하인 國民住宅規模의 小型住宅購入을 위한 住宅銀行融資金도 총매입자금의 25% 정도에 그치고 있는 것으로 나타나고 있다<sup>23)</sup>. 따라서 住宅購入資金의 대부분을 저축에 의존할 수밖에 없는 상황에서 住宅價格의 증가는 바로 저소득층 및 젊은층의 流動性제약을 심화시켜 이들의 住宅需要를 제한하는 결과로 연결된다고 할 수 있다. 住宅의 所有가 높은 投資利益을 가져옴에도 불구하고 이들 계층의 내집마련 所要期間이 점차 길어지고 自家所有率이 계속 낮아지는 것은 住宅金融이 미발달

20) Slemrod(1982), Artle & Varaiya(1978) 참조.

21) Hendershott & Hu(1982) 참조.

22) Alm & Follain(1982), Slemrod(1982), Artle & Varaiya(1978) 참조.

23) 金寬永(1988) 참조.

된 상태에서 이유야 어떻든간에 住宅價格의 급격한 상승으로 유동성제약이 심화된 데 기인한 바 크다고 할 수 있을 것이다(表 2 참조)<sup>24)</sup>.

住宅金融이 보다 발달된 美國의 경우 住宅購入에 필요한 초기지불이 住宅價格의 10~20%에 불과하며 住宅購入資金의 償還負擔도 장기간에 걸쳐 분산되고 있다. 美國의 住宅市場에서의 유동성제약의 문제는 인플레이時 元利金償還負擔이 초기에 집중되는 데 따른 '편향(tilt)'의 問題가 중심이 되고 있다. 이의 해결을 위해 전통적인 住宅購入資金償還方式인 균등할부상환방식(level payment)에 대한 개선방안이 다각적으로 모색되고 있다<sup>25)</sup>. 따라서 美國의 경우 유동성제약의 문제는 우리나라에 비해 훨씬 덜하다고 할 수 있는바 이는 1970년대 이후 住宅價格의 上昇이 所得水準의 增加보다 빠르게 이루어졌음에도 불구하고 自家의 比重이 지속적으로 높아지고 있는 것이나 소득불균등이 심화된 기간동안에도 住居의 不均等은 조금이나마 개선되었다는 研究結果로써 뒷받침되고 있다<sup>26)</sup>.

### III. 結論 및 政策建議

지금까지의 논의를 간략히 요약하면 住宅所有者에 대한 租稅減免은 租稅負擔의 水平的・垂直的 衡平에 어긋날 뿐 아니라 住宅市場 및 國民經濟에 미치는 여러가지 歪曲效果를 통해 資源配分の 效率性を 저해하고 역진적인 所得再分配을 유발한다고 할 수 있다. 특히 資本市場이 不完全한 경우 住宅租稅減免은 부유층에 대해 필요 이상의 주택을 소유토록 하는 한편 流動性이 부족한 低所得層 및 젊은층의 주택구입을 더욱 어렵게 함으로써 住宅所有의 階層間 不均衡을 심화시키고 所得分配을 더욱 惡化시키는 결과를 초래한다고 할 수 있다.

따라서 우리나라와 같이 資本市場이 불완전한 상태에서는 租稅負擔의 衡平性和 資源配分の 效率性 및 所得分配의 측면에서뿐 아니라 住宅所有의 촉진을 위해서도 租稅가 주택소유자 특히 고급주택소유자에게 유리하게 작용하지 않도록 해야 할 것이다. 이를 위해 필요한 租稅改編의 基本方向을 요약하면 다음과 같다

첫째, 無住宅者의 賃貸料支出에 대해 所得控除를 실시하도록 한다. 自家居住者와 賃貸住宅居住者에 대해 租稅의 中立性を 회복하는 보다 이상적인 방법은 住宅所有者의 歸屬賃料에 대해 所得稅를 부과하고 필요한 경우 조세신용(tax credit)을 제공하는 것일 것이다. 그러나 일반인들에게는 개념조차 모호한 歸屬賃料에 대해 새삼스럽게 과세하기 시작하기란 현실적으로 매우 어려운 일로 판단된다. 또한 歸屬賃料의 算出과 관련된 租稅行政上的 問題도 심각할 것으로 인식되고 있다<sup>27)</sup>. 따라서

24) 住宅價格의 上昇은 住宅租稅減免에 따른 수요증가 외에 所得增加와 家口數增加에 따른 住宅需要의 增加, 인플레이下的 實物投資需要增加, 아파트 분양가 上限設定을 통한 供給의 억제 등에 기인한 바 크다고 할 수 있을 것이다.

25) Alm & Follain(1982), Rosen(1977), Smith et al.(1988) 등 참조.

26) Robinson et al.(1985) 참조.

27) 歸屬賃料課稅의 의의 및 시행상의 어려움에 대해서는 Merz(1977), Yates(1982) 참조. 특히 Merz는 各國의 경험을 소개하고 있음.

歸屬賃料에 대해 계속 비과세하되 歸屬賃料에 대한 비과세가 歸屬賃料를 所得稅課稅對象에 포함시키면서 동시에 所得控除를 실시하는 것과 마찬가지로는 이유에서 非自家居住者の 賃賃料支出에 대해서도 所得控除를 실시하는 것이 自家와 非自家居住者間의 租稅負擔의 衡平을 기하기 위한 보다 현실적인 방법이 될 것으로 생각된다. 그러나 이러한 賃賃料支出에 대한 所得控除는 住居費支出이 많은 계층에 보다 유리하게 작용하기 때문에 앞에서 지적한 歸屬賃料非課稅에 따른 문제점을 완전히 해소하지는 못한다고 할 수 있다. 한편 賃賃料支出에 대한 所得控除는 賃賃料收入의 포착을 보다 용이하게 함으로써 所得稅課稅行政에 기여하는 바가 클 것으로 생각된다<sup>28)</sup>.

둘째, 1世帶 1住宅에 대해서도 讓渡所得稅를 課稅하는 것을 원칙으로 하되 讓渡後 더 비싼 住宅을 購入하는 경우에 한해 납세시기를 연기할 수 있도록 한다. 1世帶 1住宅에 대한 讓渡所得稅 非課稅制度는 큰 집을 소유한 사람에게 큰 혜택을 부여함에 따라 資本利得獲得 목적의 과대한 住宅需要를 유발하므로 원칙적으로 문제가 있을 뿐 아니라 非課稅要件 설정의 恣意性, 더 나아가 이의 충족을 위한 각종 脫法 및 便法의 조장 등 여러가지 運營上의 문제점을 내포하고 있다. 따라서 자주 주장되는 바와 같이 現行 1世帶 1住宅 非課稅制度의 骨格을 그대로 유지한 채 그 非課稅要件을 강화하기보다는 現行 非課稅制度를 완전히 폐지하고 이와 동시에 現行 控除制度(讓渡所得控除制度 등)의 변경 및 세율조정을 통해

讓渡所得稅 負擔의 適正化를 기하는 것이 바람직한 정책방향이라고 생각한다.

셋째, 相續課稅에 있어 住宅控除를 廢止하고 그에 따른 中產層의 相續稅負擔增加는 相續稅 稅率引下를 통해 조정하도록 한다. 住宅 相續控除뿐 아니라 농지·초지·산림지상속 공제와 기업상속 공제 등 특정 형태의 재산에 대한 상속공제는 조세부담의 수평적 형평에 어긋날 뿐 아니라 이들 재산에 대한 투기적 수요를 유발함으로써 資源配分의 效率性을 저해한다.

우리나라와 같이 資本市場이 불완전한 경우 住宅所有促進政策은 효율적인 長期住宅金融制度의 확립을 통해 실시되어야 할 것이다. 住宅購入資金의 대부분을 家計貯蓄에 의존할 수밖에 없는 현재의 상황에서는 저축이 부족한 젊은층 및 저소득층의 경우 단지 유동성의 제약으로 인해 住宅購入을 연기하거나 포기해야 하는 경우가 많이 있다고 할 수 있다. 따라서 長期住宅金融의 支援을 통해 이들 계층의 유동성제약을 완화시켜 주는 것은 住宅所有促進效果가 클 뿐 아니라 이를 통해 資源配分의 效率性과 所得分配에 기여하는 바가 클 것으로 생각한다. 한편 住宅金融支援의 住宅所有促進效果를 높이기 위해서는 住宅金融規模를 확대하고 元利金償還期間을 장기화하여야 함은 물론이려니와 기간이 경과할수록 元利金償還負擔을 늘려 나가는 遞增式償還方式의 도입을 적극 검토하여야 할 것이다.

政府의 財政支援은 住居費負擔能力이 최소한의 수준에 미달하는 零細民階層에 集中되어야 할 것으로 생각된다. 零細民階層에 대한 住居費支援은 住居問題가 이들 계층의 生計問題와 직결되어 있다는 점에서 대표적인 社會

28) 賃賃料控除의 여러가지 효과에 대해서는 McMillan(1979) 참조.

保障政策의 하나라고 할 수 있는바 최근 들어 住宅價格 및 傳賃價格이 폭등함에 따라 이러한 政策의 필요성이 더욱 커지고 있다. 이와 관련하여 零細民階層에 대한 住居費支援을 확대 실시하는 몇가지 政策方案을 要約 제시하면 다음과 같다.

첫째로, 최소한의 賃賃料負擔으로 계속해서 살 수 있는 公共賃賃住宅의 供給을 확대한다. 이는 물론 永久賃賃住宅의 供給擴大를 의미하며 분양 조건부 임대주택은 엄밀히 말하여 임대주택이라고 할 수 없다. 둘째로, 住宅建築業者에 대한 稅制, 金融上的 支援과 최소한의 이익보장을 통해 민간에 의한 小型住宅 및 小型賃賃住宅 建築을 促進시킴으로써 이들 주택

의 가격 및 임대료 안정을 도모한다. 최근에 관심을 불러일으키고 있는 다가구주택에 대한 정책적 지원은 이런 점에서 그 효과가 기대되는 바 크다. 반면에 보다 직접적인 방법인 賃賃料統制(rent control)는 단기적인 政策效果는 거둘 수 있을지 모르나 賃賃住宅의 質을 저하시키고 賃賃住宅供給을 위축시켜 長期的으로는 오히려 賃賃料를 상승시킬 가능성이 높으므로 實施에 신중을 기해야 할 것이다<sup>29)</sup>. 끝으로 住居手當(housing allowance)制度의 도입을 적극 검토한다. 住居手當制度는 住居手當算出基準 및 方式에 따라 형태 및 효과가 크게 달라지므로 제도의 도입을 위해서는 각 형태별로 면밀한 效果分析이 이루어져야 할 것이다. 또한 住居手當制度의 도입에 따르는 財政負擔을 고려하여 도입초기에는 住居手當支給對象을 極貧層에 한정하되 점차 그 범위를 확대해 나가도록 한다<sup>30)</sup>.

29) 黃明燦·洪甲善(1990) 참조.

30) 美國의 경우 住居手當制度에 대해 수년간의 광범위한 실험을 거쳐 긍정적인 평가를 내리고 있는바 이에 대해서는 Lowery(ed.)(1983), Bradbary & Downs(1981) 참조.

## ▷ 參 考 文 獻 ◁

經濟企劃院, 『人口 및 住宅센서스報告』, 各年度.  
 ———, 『도시가계연보』, 1988.  
 金寬永, 「自家所有促進을 위한 政策方案研究」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1988, 10.  
 李揆邦, 「住宅稅制에 대한 考察」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1987, 10.  
 ———, 「住宅關聯租稅의 市場效果」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1989, 8.  
 李星求, 「韓國의 住宅關聯租稅의 經濟的 效果分析」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1983, 10.  
 財務部, 「改正稅法」, 各年度.  
 崔明根, 「住宅關聯租稅支援의 評價와 改善方

向」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1983, 2.  
 黃明燦·洪甲善, 「住宅賃賃料 統制의 理論과 事例」, 『住宅金融』, 韓國住宅銀行, 1990, 3.  
 Aaron, H., "Income Taxes and Housing," *American Economic Review*, 1970.  
 Alm, J. and J.R. Follain, "Alternative Mortgage Instruments: Their Effects on Consumer Housing Choices in an Inflationary Environment," *Public Finance Quarterly*, April 1982.  
 Artle, R. and P.Varaiya, "Life Cycle Consumption and Homeownership," *Journal of Economic Theory*, 1978.  
 Askari, H., "Federal Taxes and the Internal

- Rate of Return of Owner Occupied Housing," *National Tax Journal*, March 1972.
- Boehm, T.P. and J.A. McKenzie, "Inflation, Taxes, and the Demand for Housing," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1982.
- Bradbury and Downs(eds.), *Do Housing Allowances Work?*, The Brookings Institution, 1981.
- Brownstone, et al., "Tax Reform and Housing Demand," *European Economic Review*, 1988.
- Buser, S.A. and A.B. Sanders, "Tenure Decisions Order a Progressive Tax Structure," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1983.
- Diamond, D.B., "Taxes, Inflation, Speculation and the Cost of Homeownership," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1980.
- Dougherty, A. and R.V. Order, "Inflation, Housing Costs, and the Consumer Price Index," *American Economic Review*, 1982.
- Feldstein, M., "Inflation, Tax Rules and the Accumulation of Residential and Nonresidential Capital," *Scandinavian Journal of Economics*, 1982.
- Gahvari, F., "Taxation of Housing, Capital Accumulation, and Welfare: A Study in Dyanmic Tax Reform," *Public Finance Quarterly*, April 1985.
- Giertz, J.F. and D.H. Sullivan, "Housing Tenure and Horizontal Equity," *National Tax Journal*, Dec. 1978.
- Goodwin, T.H., "Inflation, Risk, Taxes, and the Demand for Owner-Occupied Housing," *The Review of Economics and Statistics*, May 1986.
- Hendershott, P.H., *Real User Costs and the Demand for Single-Family Housing*, Brookings Papers on Economic Activity, 1980.
- Hendershott, P.H. and S.C. Hu, "Accelerating Inflation and Nonassumable Fixed-Rate Mortgages: Effects on Consumer Choice and Welfare," *Public Finance Quarterly*, April 1982.
- , "Inflation and Extraordinary Returns on Owner Occupied Housing: Some Implications for Capital Allocation and Productivity Growth," *Journal of Macro Economics*, Spring 1981.
- Hendershott, P.H. and J. Slemrod, "Taxes and the User Cost of Capital for Owner-Occupied Housing," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1983.
- Irvine, I., "Inflation, Taxation, Capital Markets and the Demand for Housing in Ireland," *The Economic and Social Review*, July 1986.
- Kau, J.B. and D. Keenan, "Inflation, Taxes Housing: A Theoretical Analysis," *Journal of Public Economics*, 1983.
- Kearl, J.R., "Inflation, Mortgages, and Housing," *Journal of Political Economy*, Oct. 1979.
- Kiefer, D., "The Interaction of Inflation and the U.S. Tax Subsidies of Housing," *National Tax Journal*, Dec. 1981.
- King, M.A., "The Distribution of Gains and Losses from Changes in the Tax Treatment of Housing," Feldstein (ed.), *Behavior Simulation Methods in Tax Policy Analysis*, 1983.
- Laidler, D., "Income Tax Incentives for Owner-Occupied Housing," in Harberger, A.C. and M.J. Hailey (eds.), *The*

- Taxation of Income from Capital*, The Brookings Institution, 1968.
- Litzenberger, R.H. and H.B. Sosin, "Taxation and the Incidence of Homeownership," *The Journal of Finance*, June 1978.
- Lowry, I. S., "*Experimenting with Housing Allowances*", Cambridge, Mass.: Publishing Co., 1983.
- McMillan, M.L., "A Residential Interest Deduction as a Potential Approach to Taxing Imputed Rent," *Canadian Public Policy*, 1979.
- Merz, P.E., "Foreign Income Tax Treatment of the Imputed Rental Value of Owner-Occupied Housing: Synopsis and Commentary," *National Tax Journal*, 1977.
- Pines, et al., "The Normative and Positive Aspects of the Taxation of Imputed Rent Owner-Occupied Housing," *Journal of Public Economics*, 1985.
- Poterba, J.M., "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach," *Quarterly Journal of Economics*, November 1984.
- Ranney, S., "The Future Price of Houses, Mortgage Market Conditions, and the Returns to Home Ownership," *American Economic Review*, June 1981.
- Robinson, et al., "Inequality and Housing," *Urban Studies*, 1985.
- Rosen, K.T., "The Housing Crisis and the Homeownership Plan," *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1977.
- Rosen, H.S., "Owner-Occupied Housing and the Federal Income Tax: Estimates and Simulation," *Journal of Urban Economics*, 1979.
- Rosen, H.S. and K.T. Rosen, "Federal Taxes and Homeownership Evidence from Time Series," *Journal of Political Economy*, Feb. 1980.
- Schwab, R.M., "Expected Inflation and Housing: Tax and Cash Flow Considerations," *Southern Economic Journal*, 1983.
- Shelton, J.P., "The Cost of Renting Versus Owning a Home," *Land Economics*, Feb. 1968.
- Shreiber, C., "Inequality in the Tax Treatment of Owner-Occupied Homes," *National Tax Journal*, March 1978.
- Slemrod, J., "Down-Payment Constraints: Tax Policy Effects in a Growing Economy with Rental and Owner-Occupied Housing," *Public Finance Quarterly*, April 1982.
- Smith, et al., "Recent Development in Economic Models of Housing Markets", *Journal of Economic Literature*, March 1988.
- Titman, S., "The Effects of Anticipated Inflation on Housing Market Equilibrium," *The Journal of Finance*, June 1982.
- White, M.J. and L.J. White, "The Tax Subsidy to Owner-Occupied Housing, Who Benefits?," *Journal of Public Economics*, 1977.
- Yates, J., "An Analysis of the Distributional Impact of Imputed Rent Taxation", *The Economic Record*, June 1982.

〈附表〉 勤勞者家口의 所得10分位別 家口當 月平均 賃料支出(1988)

(단위: 원)

	自家評價額	傳貰評價額	月賃支出	總賃料支出	總 所 得
I	20,415	22,517	17,361	60,293	206,055
II	23,139	31,402	16,074	70,615	328,810
III	29,773	36,756	14,207	80,736	397,430
IV	37,190	41,661	12,382	91,233	457,357
V	47,328	42,673	10,683	100,684	519,396
VI	55,391	40,868	10,069	106,328	591,851
VII	72,683	41,150	7,782	121,615	677,545
VIII	88,799	41,423	7,734	137,956	794,076
IX	110,895	37,574	6,010	154,479	992,057
X	159,672	37,096	4,044	200,812	1,608,064
平均	64,522	37,312	10,635	112,469	657,215
Gini係數	0.3529103			0.1986759	0.3039426

資料: 經濟企劃院, 『도시가계연보』, 1988에서 계산.

빈 면



## 韓國開發研究院 研究叢書 案內

- [1] 韓國「인플레이션」의 原因과 그 影響  
金光錫 著 18 切 判/ 122쪽  
高級洋裝/3,000원
- [2] 穀價政策의 計劃化~次善의 糧穀政策  
文八龍 著 18 切 判/ 158쪽  
高級洋裝/3,000원
- [3] 韓國農業의 成長(1918~1971)  
潘性純 著 18 切 判/ 250쪽  
高級洋裝/4,000원
- [4] 韓國家計의 貯蓄行態  
金光錫 著 18 切 判/ 146쪽  
高級洋裝/3,000원
- [5] 農產物價格分析論~理論과 政策  
文八龍 共著 18 切 判/ 318쪽  
柳炳瑞 高級洋裝/5,000원
- [6] *TRADE AND DEVELOPMENT  
IN KOREA*  
洪元卓 編 18 切 判/ 254쪽  
A.O. Krueger 高級洋裝/4,400원
- [7] *SOCIAL SECURITY IN KOREA*  
朴宗淇 著 18 切 判/ 198쪽  
高級洋裝/4,000원
- [8] *PUBLIC ENTERPRISE AND  
ECONOMIC DEVELOPMENT:  
THE KOREAN CASE*  
L.P. Jones 著 18 切 判/ 294쪽  
高級洋裝/4,400원
- [9] 韓國의 外換・貿易政策  
金光錫 共著 18 切 判/ 336쪽  
L.E. Westphal 高級洋裝/5,000원
- [10] *FACTOR SUPPLY AND FACTOR  
INTENSITY OF TRADE IN KOREA*  
洪元卓 著 18 切 判/ 236쪽  
高級洋裝/4,000원
- [11] 勞動供給과 失業構造  
金秀坤 著 18 切 判/ 202쪽  
高級洋裝/4,000원
- [12] 韓國의 鐵鋼需要分析  
宋熙季 著 18 切 判/ 250쪽  
高級洋裝/3,500원
- [13] 韓國鐵鋼工業의 成長  
金胤亨 著 18 切 判/ 508쪽  
高級洋裝/6,800원
- [14] *PLANNING MODEL AND  
MACROECONOMIC POLICY ISSUES*  
金迪教 編 18 切 判/ 492쪽  
高級洋裝/6,400원
- [15] *INDUSTRIAL AND SOCIAL  
DEVELOPMENT ISSUES*  
金迪教 編 18 切 判/ 342쪽  
高級洋裝/5,000원
- [16] 韓國의 人口問題와 對策  
金善雄 編 18 切 判/ 532쪽  
高級洋裝/6,800원
- [17] 韓國電力需要 및 價格의 分析  
張榮植 著 18 切 判/ 252쪽  
高級洋裝/4,400원
- [18] 市場構造와 獨寡占規制  
李奎億 著 18 切 判/ 370쪽  
高級洋裝/5,600원
- [19] 賃金과 勞使關係  
金秀坤 著 18 切 判/ 244쪽  
高級洋裝/4,000원
- [20] 韓國의 人口와 人口政策  
洪思媛 著 18 切 判/ 214쪽  
高級洋裝/4,000원
- [21] *TRADE, DISTORTIONS AND  
EMPLOYMENT GROWTH  
IN KOREA*  
洪元卓 著 18 切 判/ 410쪽  
高級洋裝/6,000원
- [22] 成長과 構造轉換  
金光錫 共著 18 切 判/ 194쪽  
M. Roemer 高級洋裝/5,000원

- [23] 韓國의 綜合輸送體系  
林浩奎 著 18 切 判/ 306쪽  
高級洋裝/5,000원
- [24] 韓國企業의 財務行態  
南相祐 著 18 切 判/ 204쪽  
高級洋裝/3,500원
- [25] 韓國經濟의 高度成長要因  
金光錫 共著 18 切 判/ 166쪽  
朴埈卿 高級洋裝/3,500원
- [26] *COMMUNITY DEVELOPMENT  
AND HUMAN REPRODUCTIVE  
BEHAVIOR*  
洪思媛 著 18 切 判/ 198쪽  
高級洋裝/4,000원
- [27] 農業投資分析論  
文八龍 共著 18 切 判/ 250쪽  
林栽煥 高級洋裝/4,000원
- [28] 纖維・電子工業의 特性과 需給構造  
金榮奉 著 18 切 判/ 180쪽  
高級洋裝/3,500원
- [29] 鐵鋼工業의 特性과 需給構造  
南宗鉉 著 18 切 判/ 192쪽  
高級洋裝/4,000원
- [30] 韓國의 所得分配과 決定要因(上)  
朱鶴中 編 18 切 判/ 470쪽  
高級洋裝/6,400원
- [31] 韓國의 國土・都市・環境  
宋丙洛 編 18 切 判/ 410쪽  
高級洋裝/6,000원
- [32] 韓國의 保健財政과 醫療保險  
朴宗洪 著 18 切 判/ 272쪽  
高級洋裝/4,500원
- [33] 石油化學工業의 現況과 展望  
具本英 著 18 切 判/ 236쪽  
高級洋裝/4,000원
- [34] 成長과 都市化問題  
宋丙洛 共著 18 切 判/ 270쪽  
E.S. Mills 高級洋裝/4,500원
- [35] 韓國의 流通經濟構造  
林浩奎 著 18 切 判/ 306쪽  
高級洋裝/5,000원
- [36] 韓國工業化패턴과 그 要因  
金光錫 著 18 切 判/ 272쪽  
高級洋裝/4,000원
- [37] 保健醫療資源과 診療生活圈  
延河清 共著 18 切 判/ 336쪽  
金學泳 高級洋裝/5,500원
- [38] 韓國의 教育과 經濟發展  
金榮奉 外 18 切 判/ 272쪽  
N.F. McGinn 高級洋裝/4,500원
- [39] 貿易・外援과 經濟開發  
A.O. Krueger 著 18 切 判/ 256쪽  
田英鶴 譯 高級洋裝/4,000원
- [40] *MACROECONOMIC AND  
INDUSTRIAL DEVELOPMENT  
IN KOREA*  
朴宗洪 編 18 切 判/ 414쪽  
高級洋裝/6,000원
- [41] *HUMAN RESOURCES AND SOCIAL  
DEVELOPMENT IN KOREA*  
朴宗洪 編 18 切 判/ 384쪽  
高級洋裝/5,000원
- [42] *KOREAN REGIONAL FARM  
PRODUCT AND INCOME: 1910~75*  
A. Keidel 著 18 切 判/ 268쪽  
高級洋裝/4,500원
- [43] 韓國의 農村開發  
文八龍 共著 18 切 判/ 396쪽  
潘性毓 高級洋裝/6,000원  
D.H. Perkins
- [44] 需給構造과 物價政策  
李 煥 著 18 切 判/ 288쪽  
高級洋裝/5,000원
- [45] 經濟開發과 政府 및 企業家の 役割  
司空壹 共著 18 切 判/ 410쪽  
L.P. Jones 高級洋裝/6,000원

46 PRIMARY HEALTH CARE  
IN KOREA

延河清 著 18 切 判/ 214쪽  
高級洋裝/4,000원

47 韓國 經濟・社會의 近代化

金滿堤 外 18 切 判/ 530쪽  
E.S. 메이슨 高級洋裝/6,800원

48 輸出主導型 成長經濟의 外換政策

李天杓 著 18 切 判/ 228쪽  
高級洋裝/4,000원

49 韓國의 所得分配과 決定要因(下)

朱鶴中 著 18 切 判/ 432쪽  
高級洋裝/7,000원

50 國民經濟와 福祉年金制度

延河清 共著 18 切 判/ 428쪽  
閔載成 高級洋裝/7,000원

51 技術革新의 過程과 政策

金仁秀 共著 18 切 判/ 402쪽  
李軫周 高級洋裝/7,000원

52 韓國의 經濟開發과 人口政策

R. 레페토 外 18 切 判/ 328쪽  
金善雄 高級洋裝/5,000원

53 韓國의 金融發展: 1945~80

D.C. 콜 共著 18 切 判/ 334쪽  
朴英哲 高級洋裝/5,600원

54 韓國의 賃金構造

朴烜求 共著 18 切 判/ 440쪽  
朴世逸 高級洋裝/5,200원

55 SOURCES OF ECONOMIC GROWTH  
IN KOREA

金光錫 共著 18 切 判/ 238쪽  
朴竣卿 高級洋裝/5,400원

56 轉換期の 韓國經濟와 金融政策

金重雄 共著 18 切 判/ 354쪽  
南相祐 高級洋裝/5,600원

57 北韓의 經濟政策과 運用

延河清 著 18 切 判/ 348쪽  
高級洋裝/4,200원

58 地方財政調整制度와 財源配分

李啓植 著 18 切 判/ 280쪽  
高級洋裝/5,200원

59 벤처캐피탈의 役割과 課題

姜文秀 著 18 切 判/ 236쪽  
高級洋裝/4,400원

60 家計貯蓄과 租稅政策

李啓植 著 18 切 判/ 366쪽  
高級洋裝/8,000원

61 韓國의 公企業管理政策

宋大熙 著 18 切 判/ 310쪽  
高級洋裝/8,400원

## ● 韓國開發研究院 新刊案內 ●

### 金融環境變化와 綜合金融會社의 位相

半洋裝 / 18切判 / 184쪽 / 定價 4,000원

南 相 祐 外

### 經濟의 國際化와 中小企業의 産業調整

半洋裝 / 18切判 / 222쪽 / 定價 5,600원

朴 竣 卿 著

### 韓國의 公企業管理政策

半洋裝 / 18切判 / 310쪽 / 定價 8,400원

宋 大 熙 著

### 稅收推計 模型開發에 관한 研究

半洋裝 / 18切判 / 242쪽 / 定價 6,600원

盧 基 星 外  
柳 一 鎬

### 企業集團과 經濟力集中

半洋裝 / 18切判 / 186쪽 / 定價 4,200원

李 奎 億 著  
李 奎 在

### 地方公企業의 課題와 發展方向

半洋裝 / 18切判 / 186쪽 / 定價 5,200원

宋 大 熙 著

### 醫療保險制度의 改善을 위한 政策方案

半洋裝 / 18切判 / 256쪽 / 定價 7,400원

權 純 源 著  
梁 奉 玟

## KDI圖書會員制 案內

#### 會員에 대한 特典

- 會員加入期間(1년)중 本 研究院이 發刊하는 一切의 刊行物を 郵送함.  
(단, 自體資料 및 配布制限資料는 제외)
- 本 研究院 情報資料室 所藏圖書・資料의 利用惠澤을 드림.

#### 會 費 : 50,000원

#### 加入方法

- 직접 本院 發刊資料相談室에 拂入하거나,
- 가까운 郵遞局에서 本院 郵便對替計座(計座番號 : 010983-31-0514919)에 拂入하면 됨.

#### 問 議 處

서울특별시 동대문구 청량리동 207의 41 우편번호 : 130-012

KDI발간자료상담실 (Tel. 960/3283, 960/4811(交) 305)

*English Summary*  
*of*  
**THE KOREA DEVELOPMENT REVIEW**

A Quarterly Journal Published in Korean  
by the Korea Development Institute, Seoul, Korea

---

**Vol. 12, No. 2**

**Summer 1990**

Structure of Export Competition between Asian NIEs  
and Japan in the U.S. Import Market and Exchange  
Rate Effects

*Jwa Sung-hee*

Technical Inefficiency in Korea's Manufacturing  
Industries

*Yoo Seong-min*  
*Lee In-chan*

Illegal Transactions and Import Restriction Policy

*Lee Hong-gue*

Underpricing of Initial Offerings and the Efficiency of  
Investments

*Nam Il-chong*

On the Incidence of Redistributive Capital Taxations

*Moon Hyung-pyo*

The Economic Effects of Tax Incentives for Housing  
Owners: An Overview and Policy Implications

*Kim Myong-sook*

The Korea Development Institute was founded in 1971 to conduct independent research on the Korean economy and related matters and to assist government policy making. The research results are published in books, monographs, working papers, seminar papers, etc., and in journals.

Since 1979 the *Korea Development Review*, one of two quarterly journals in Korean, publishes in a concise form the Institute's research results—mainly studies of policy-related economic issues. Views expressed herein are the authors' and do not necessarily reflect those of the Editorial Board or the Institute.

**President:** Koo Bon-ho

**Vice President:** Yeon Ha-cheong

**Research Staff:**

Choo Hak-chung	Chung Chin-seung
Jwa Sung-hee	Kang Moon-soo
Kim Ji-hong	Kim Jong-gie
Kim Jong-seok	Kim Joon-kyung
Kim Kwan-young	Kim Myong-sook
Kwon Soon-won	Lee Duk-hoon
Lee Kye-sik	Lee Kyu-uck
Lee Won-young	Lee Young-ki
Min Jae-sung	Nam Il-chong
Nam Sang-woo	Oum Bong-sung
Park Eul-yong	Park Joon-kyung
Park Woo-kyu	Park Won-am
Roh Kee-sung	Shim Sang-dal
Son Jae-young	Song Dae-hee
Yeo Woon-bang	Yoo Il-ho
Yoo Jung-ho	Yoo Seong-min
Yoo Yoon-ha	Young Soo-gil

(Family names are given first.)

---

## EDITORIAL BOARD

*Editor in Chief:* Yoo Jung-ho

*Managing Editor:* Jwa Sung-hee

*Board of Editors:* Kwon Soon-won  
Park Joon-kyung  
Shim Sang-dal  
Song Dae-hee

*Technical Editor:* Shin Dong-cho

## Structure of Export Competition between Asian NIEs and Japan in the U.S. Import Market and Exchange Rate Effects

Jwa Sung-hee

This paper analyzes U.S. demand for imports from Asian NIEs and Japan, utilizing the *Almost Ideal Demand System (AIDS)* developed by Deaton and Muellbauer, with an emphasis on the effect of changes in the exchange rate.

The empirical model assumes a two-stage budgeting process in which the first stage represents the allocation of total U.S. demand among three groups: the Asian NIEs and Japan, six Western developed countries, and the U.S. domestic non-tradables and import competing sector. The second stage represents the allocation of total U.S. imports from the Asian NIEs and Japan among them, by country. According to the AIDS model, the share equation for the Asia NIEs and Japan in U.S. nominal GNP is estimated as a single equation for the first stage. The share equations for those five countries in total U.S. imports are estimated as a system with the general demand restrictions of homogeneity, symmetry and adding-up, together with polynomially distributed lag restrictions. The negativity condition is also satisfied for all cases. The overall results of these complicated estimations, using quarterly data from the first quarter of 1972 to the fourth quarter of 1989, are quite promising in terms of the significance of individual estimators and other statistics.

The conclusions drawn from the estimation results and the derived demand elasticities can be summarized as follows:

First, the exports of each Asian NIE to the U.S. are competitive with (substitutes for) Japan's exports, while complementary to the exports of fellow NIEs, with the exception of the competitive relation between Hong Kong and Singapore.

Second, the exports of each Asian NIE and of Japan to the U.S. are competitive with those of Western developed countries' to the U.S., while they are complementary to the U.S.' non-tradables and import-competing sector.

Third, as far as both the first and second stages of budgeting are considered, the imports from each Asian NIE and Japan are luxuries in total U.S. consumption. However, when only the second budgeting stage is considered, the imports from Japan and Singapore are luxuries in U.S. imports from the NIEs and Japan, while those of Korea, Taiwan and Hong Kong are necessities.

Fourth, the above results may be evidenced more concretely in their implied exchange rate effects. It appears that, in general, a change in the yen-dollar exchange rate will have

at least as great an impact, on an NIE's share and volume of exports to the U.S. though in the opposite direction, as a change in the exchange rate of the NIE's own currency vis-à-vis the dollar. Asian NIEs, therefore, should counteract yen-dollar movements in order to stabilize their exports to the U.S.. More specifically, Korea should depreciate the value of the won relative to the dollar by approximately the same proportion as the depreciation rate of the yen vis-à-vis the dollar, in order to maintain the volume of Korean exports to the U.S.. In the worst case scenario, Korea should devalue the won by three times the magnitude of the yen's depreciation rate, in order to keep market share in the aforementioned five countries' total exports to the U.S..

Finally, this study provides additional information which may support empirical findings on the competitive relations among the Asian NIEs and Japan. The correlation matrices among the structures of those five countries' exports to the U.S. during the 1970s and 1980s were estimated, with the export structure constructed as the shares of each of the 29 industrial sectors' exports as defined by the 3 digit KSIC in total exports to the U.S. from each individual country. In general, the correlation between each of the four Asian NIEs and Japan, and that between Hong Kong and Singapore, are all far below .5, while the ones among the Asian NIEs themselves (except for the one between Hong Kong and Singapore) all greatly exceed .5.

If there exists a tendency on the part of the U.S. to import goods in each specific sector from different countries in a relatively constant proportion, the export structures of those countries will probably exhibit a high correlation. To take this hypothesis to the extreme, if the U.S. maintained an absolutely fixed ratio between its imports from any two countries for each of the 29 sectors, the correlation between the export structures of these two countries would be perfect. Therefore, since any two goods purchased in a fixed proportion could be classified as close complements, a high correlation between export structures will imply a complementary relationship between them. Conversely, low correlation would imply a competitive relationship. According to this interpretation, the pattern formed by the correlation coefficients among the five countries' export structures to the U.S. are consistent with the empirical findings of the regression analysis.



## Technical Inefficiency in Korea's Manufacturing Industries

Yoo Seong-min

Lee In-chan

Research on technical efficiency, an important dimension of market performance, had received little attention until recently by most industrial organization empiricists, the reason being that traditional microeconomic theory simply assumed away any form of inefficiency in production. Recently, however, an increasing number of research efforts have been conducted to answer questions such as: To what extent do technical inefficiencies exist in the production activities of firms and plants? What are the factors accounting for the level of inefficiency found and those explaining the interindustry difference in technical inefficiency? Are there any significant international differences in the levels of technical efficiency and, if so, how can we reconcile these results with the observed pattern of international trade, etc.?

As the first in a series of studies on the technical efficiency of Korea's manufacturing industries, this paper attempts to answer some of these questions. Since the estimation of technical efficiency requires the use of plant-level data for each of the five-digit KSIC industries available from the Census of Manufactures, one may construe the findings of this paper as empirical evidence of technical efficiency in Korea's manufacturing industries at the most disaggregated level.

We start by clarifying the relationship among the various concepts of efficiency—allocative efficiency, factor-price efficiency, technical efficiency, Leibenstein's X-efficiency, and scale efficiency. It then becomes clear that unless certain *ceteris paribus* assumptions are satisfied, our estimates of technical inefficiency are in fact related to factor price inefficiency as well.

The empirical model employed is, what is called, a stochastic frontier production function which divides the stochastic term into two different components—one with a symmetric distribution for pure white noise and the other for technical inefficiency with an asymmetric distribution. A translog production function is assumed for the functional relationship between inputs and output, and was estimated by the corrected ordinary least squares method. The second and third sample moments of the regression residuals are then used to yield estimates of four different types of measures for technical (in) efficiency.

The entire range of manufacturing industries can be divided into two groups, depending on whether or not the distribution of estimated regression residuals allows a successful estimation of technical efficiency. The regression equation employing value added as the dependent variable gives a greater number of "successful" industries than the one

using gross output. The correlation among estimates of the different measures of efficiency appears to be high, while the estimates of efficiency based on different regression equations seem almost uncorrelated. Thus, in the subsequent analysis of the determinants of interindustry variations in technical efficiency, the choice of the regression equation in the previous stage will affect the outcome significantly.

## **Illegal Transactions and Import Restriction Policy**

**Lee Hong-gue**

Illegal transactions such as blackmarketing and smuggling allegedly result from too restrictive trade policies. A recent U.S. Senate hearing on the blackmarketing of American goods imported into Korea for the purpose of supporting United States troops and their dependents stationed in Korea concluded with the allegation that Korea's highly restrictive trade practices are responsible for the emergence of the black market. It has also suggested that the removal of such restrictive trade policies would eliminate black market activities.

This study addresses the relationship between trade policy and blackmarketing by investigating whether trade liberalization results in the reduction of illegal transactions, and whether the eradication of blackmarketing indeed improves social welfare.

When both legally imported goods and illegally exchanged items command the same price, trade liberalization, meaning a decrease in tariff rates or an increase in import quotas, will increase the quantity of legal imports at the expense of illegally transacted goods on the black market. But the price of legally imported goods usually differs from that of illegally sold ones. In this case, a change in the relative prices of these two groups of goods due to a change in trade policy will give rise to income, as well as substitution, effects. Initially, a decrease in the import price due to a decrease in import tax rates or an increase in the allotted quota will reduce illegal transactions, since the decrease in the import price will induce the substitution of legal imports for illegally exchanged, but otherwise, identical goods. On the other hand, the demand for the illegally transacted goods will rise, because of the income effect of the reduced import price. Thus, assuming the positive income effect overwhelms the negative substitution effect, the demand for illegal goods will increase, thwarting the reduction of blackmarketing through trade liberalization.

Yet, stepping up the enforcement measures which are geared to preventing blackmarketing itself will drastically reduce the extent of illegal transactions, since it in-

creases the cost of blackmarketing and hence the price of the illegally transacted goods.

What this study suggests is that the emergence of the black market in Korea should be attributed more to the excessive supply of duty-free goods imported through U.S. commissaries and exchanges than to the excessive demand for foreign goods.

On the other hand, blackmarketing, in most cases, improves economic welfare, since it constitutes an increase in the "actual" amount of imported goods. Suppressing blackmarketing through stepped-up enforcement methods is beneficial only when the substitution effect of the legally transacted goods resulting from the increase in the price of the illegal goods prevails, since the increase in the demand for legal imports must override the decrease in the demand for black market goods as well as the negative income effect.

## **Underpricing of Initial Offerings and the Efficiency of Investments**

**Nam Il-chong**

The underpricing of new shares of a firm that are offered to the public for the first time (initial offerings) is well known and has puzzled financial economists for a long time since it seems at odds with the optimal behavior of the owners of issuing firms. Past attempts by financial economists to explain this phenomenon have not been successful in the sense that the explanations given by them are either inconsistent with the equilibrium theory or implausible. Approaches by such authors as Welch or Allen and Faulhaber are no exceptions. In this paper, we develop a signalling model of capital investment to explain the underpricing phenomenon and also analyze the efficiency of investment.

The model focuses on the information asymmetry between the owners of issuing firms and general investors. We consider a firm that has been owned and operated by a single owner and that has a profitable project but has no capital to develop it. The profit from the project depends on the capital invested in the project as well as a profitability parameter. The model also assumes that the financial market is represented by a single investor who maximizes the expected wealth. The owner has superior information as to the value of the firm to investors in the sense that it knows the true value of the parameter while investors have only a probability distribution about the parameter. The owner offers the representative investor a fraction of the ownership of the firm in return for a certain amount of investment in the firm. This offer condition is equivalent to the usual offer condition consisting of the number of issues to sell and the unit price of a share. Thus, the model is a signalling game.

Using Kreps' criterion as the solution concept, we obtained an essentially unique

separating equilibrium offer condition. Analysis of this separating equilibrium shows that the owner of the firm with high profitability chooses an offer condition that raises an amount of capital that is short of the amount that maximizes the potential profit from the project. It also reveals that the fraction of the ownership of the firm that the representative investor receives from the owner of the highly profitable firm in return for its investment has a value that exceeds the investment. In other words, the initial offering in the model is underpriced when the profitability of the firm is high. The source of underpricing and underinvestment is the signalling activity by the owner of the highly profitable firm who attempts to convince investors that his firm has a highly profitable project by choosing an offer condition that cannot be imitated by the owner of a firm with low profitability.

Thus, we obtained two main results. First, underpricing is a result of a signalling activity by the owner of a firm with high profitability when there exists information asymmetry between the owner of the issuing firm and investors. Second, such information asymmetry also leads to underinvestment in a highly profitable project. Those results clearly show the underpricing entails underinvestment and that information asymmetry leads to a social cost as well as a private cost. The above results are quite general in the sense that they are based upon a neoclassical profit function and full rationality of economic agents.

We believe that the results of this paper can be used as a basis for further research on the capital investment process. For instance, one can view the results of this paper as a subgame equilibrium in a larger game in which a firm chooses among diverse ways to raise capital. In addition, the method used in this paper can be used in analyzing a wide range of problems arising from information asymmetry that the Korean financial market faces.

## **On the Incidence of Redistributive Capital Taxations**

**Moon Hyung-pyo**

This paper examines the redistributive potential of capital taxations within the two-class overlapping generations model, where only capitalists are intergenerationally linked through heritable capital stocks.

In particular, the dynamic welfare incidence of two different capital taxations is examined; first a capital income tax levied uniformly on interest earnings, and second, an estate tax levied on the intergenerational transfers of capital stock within the capitalists' families.

Redistributive effects are measured by examining how the permanent and unanticipated

changes in proportional capital income tax and estate tax rates affect workers' welfare when the proceeds in each period are distributed, in a lump-sum fashion, among young workers.

It is shown that, except for in the short run, both the capital taxes are ineffective and may actually lower the workers' steady state welfare through the shifting of tax burden toward workers from capitalists. Differential incidence analysis shows that redistributive potential is diminished further when the lump-sum transfers are financed by the estate tax rather than by the capital income tax.

Although the model examined in this paper is based on simple and strong assumptions, this study suggests that redistributive policy using the capital taxations may only have distortionary effects in the long run, without improving workers' welfare, by incurring dead-weight loss unless additional fiscal measures are implemented to increase the investment incentives.

## **The Economic Effects of Tax Incentives for Housing Owners: An Overview and Policy Implications**

**Kim Myong-sook**

Housing owners in Korea have a variety of tax advantages such as income tax exemption for the imputed rent of owner-occupied housing, exemption from the capital gains tax and deduction of the estate tax for one-house households.

These tax reliefs for housing owners not only conflict with the principle of horizontal and vertical equity, but also lead to resource misallocation by distorting the housing market, and thus bring about regressive distribution effects. Particularly in the case of Korea with its imperfect capital market, these measures exacerbate the inter-class inequality of housing ownership as well as inequalities in wealth, by causing the affluent to demand needlessly large housing, while the poor and young experience difficulties in purchasing residential properties.

Therefore, the Korean tax system must be altered as follows in order to disadvantage owner-occupiers, especially those owners of luxury housing. These alterations will promote housing-ownership, tax burden equity, efficiency of resource allocation, as well as the desirable distribution of income.

First, income tax deductions for the rent payments of tenants are recommended. Ideally, the way of recovering the fiscal equivalence between the owner-occupiers and tenants is to levy an income tax on the former's imputed rents, and if necessary to give them tax credits. This, however, would be very difficult from a practical viewpoint, because

the general public may perceive the concept of “imputed rent” as cumbersome. Computing the imputed rent also entails administrative costs, rendering quite reasonable, the continued exemption of imputed rent from taxation with the simultaneous deduction in the income tax for tenants. This would further enhance the administrative efficiency of income tax collection by easing assessment of the landlord’s income.

Second, a capital gains tax should be levied on the one-house household, except with the postponement of payments in the case that the seller purchases higher priced property. Exemption of the capital gains tax for the one-house household favors those who have more expensive housing, providing an incentive to the rich to hold even larger residences, and to the constructors to build more luxurious housing to meet the demand. So it is not desirable to sustain the current one-house household exemption while merely supplementing it with fastidious measures. Rather, the rule must be abolished completely with the concurrent reform of the deduction system and lowering of the tax rate, measures which the author believes will help optimize the capital gains tax incidence.

Finally, discontinuation of the housing exemption for the heir is suggested. Consequent increases in the tax burden of the middle class could be mitigated by a reduction in the rate. This applies to the following specific exemptions as well, namely, for farm lands, meadows, woods, business fields—to foster horizontal equity, while denying speculation on land that leads to a loss in allocative efficiency.

Moreover, imperfections in the Korean capital market have disallowed the provision of long term credit for housing seekers. Remedying these problems is essential to the promotion of greater housing ownership by the low and middle income classes. It is also certain that a government subsidy be focused on the poorest of the poor who cannot afford even to think of owning a housing.

8901	Yankee Bonds as a New Financing Source for Korea	<b>Kang Man-soo</b>
8902	The Theoretical Development of an Option Pricing Model and the Composition of a Call Option Model	<b>Keum Jeong-yeon</b>
8903	The Role of Small- and Medium-Sized Enterprises of Industrialized Countries in the Transfer of Technology to the Republic of Korea	<b>Lee Won-young</b>
8904	The Government's Role in Korean Economic Growth	<b>Yoo Jung-ho</b>
8905	The Exchange Rate and the Trade Balance: Insular Versus Open Economies	<b>Ronald I. McKinnon</b>
8906	Social Development in the Republic of Korea: A Consideration of the Equity Versus Efficiency Issue in Policymaking	<b>Yeon Ha-cheong</b>
8907	Financial Liberalization in Korea: A Commentary	<b>Basil J. Moore</b>
8908	Exercise Price Bias Test and Firm Size Effect in the Black and Scholes Model	<b>Keum Jeong-yeon</b>
8909	Labor Market Developments of Korea in Macroeconomic Perspectives	<b>Kim Choong-soo</b>
8910	Korean Industrial Policies for Declining Industries	<b>Kim Ji-hong</b>
8911	Keynesian Economics: Past Confusions, Future Prospects	<b>Axel Leijohnuvud</b>
8912	The Effect of Monetary Regime Changes on Stability	<b>Choi Buhm-soo</b>
8913	Trade Policy Problems of the Republic of Korea and the Uruguay Round	<b>Young Soo-gil</b>
8914	Korea's Exchange Rate Policy: Determinants of the Won/Dollar Exchange Rate	<b>Park Won-am</b>
8915	The Relevance of the Bank of Amsterdam Today: Its Implications for a New Monetary System	<b>Jwa Sung-hee</b>
8916	The Political Economy of Development Policy Changes: A Comparative Study of Taiwan and Korea	<b>Gustav Ranis</b>
8917	The History, Institutional Framework and Economic Consequences of VERs in Korea	<b>Bark Tae-ho</b>
8918	The Proliferation of Free-Trade Areas: What it Means to Korea	<b>Park Yung-chul &amp; Yoo Jung-ho</b>
8919	The United States and the World Economy in the Twentieth Century	<b>Charles P. Kindleberger</b>

---

## Working Papers from KDI

---

8920	Korea's Pension System and Major Policy Issues	<b>Min Jae-sung &amp; Tchoe Byong-ho</b>
8921	An Institutional Analysis of the Size Distribution of Manufacturing Establishments	<b>Jeffrey B. Nugent &amp; Mustapa K. Nabi</b>
8922	Three Essays on Korean Privatization Policy	<b>Song Dae-hee</b>
8923	Controlling Stock Externalities	<b>Ko Il-dong</b>
8924	Recent Macroeconomic Performance and Industrial Structural Adjustment in Korea	<b>Koo Bon-ho &amp; Bark Tae-ho</b>
8925	Debt Buybacks and Forgiveness in a Model with Voluntary Repudiation	<b>Peter B. Kennen</b>
8926	The Economic Theory of Bureaucracy Applied to Public Pricing and Supply of Congestible Public Goods	<b>Roh Kee-sung &amp; Gene E. Mumy</b>
8927	International Investment During the Flexible Exchange Rate Period: Firm Behavior and Policy Choices in Korea	<b>Jongmoo Jay Choi</b>
8928	Macroeconomic Shocks and Exchange Rate Dynamics	<b>Cheol S. Eun &amp; Shim Sang-dal</b>
8929	Major Trends Likely to Influence Future Social Development Patterns	<b>Yeon Ha-cheong &amp; Kim Kwan-young</b>
8930	A Review of Current Social Development Policy and Planning	<b>Kwon Soon-won</b>
8931	International Capital Market Integration and the Asset Pricing Mechanism	<b>Cheol S. Eun</b>
8932	Variations in the Size Distribution of Korean Manufacturing Establishments Across Sectors and Over Time	<b>Jeffrey B. Nugent</b>
9001	Economic Development and External Policy in Korea	<b>Kim Jae-won</b>
9002	A New Role of Fiscal Policy and Financing Social Development in Korea	<b>Lee Kye-sik</b>
9003	Changing Japanese Trade Patterns and the East Asian NICs	<b>Park Yung-chul &amp; Park Won-am</b>
9004	New Challenges to the Korean Economy and Their International Implications	<b>Young Soogil</b>
9005	The Trilateral Trade Relation Among the Asian NIEs, the U.S., and Japan	<b>Yoo Jung-ho</b>
9006	Problems of Integrating the USSR Economy into the World Economy	<b>Abel G. Aganbegyan</b>
9007	Structure and Evolution of Federal Funds Market in the U.S.	<b>Choi Buhm-soo</b>

---



---

## Working Papers from KDI

- |      |   |   |
|------|---|---|
| 9008 | Korea: Income and Wealth Distribution<br>and Government Initiatives to Reduce<br>Disparities                                      | <b>Kwon Soon-won</b>                        |
| 9009 | The Prospects for the Asia-Pacific Eco-<br>nomies in the 1990s and Their Policy<br>Implications: A Northeast Asian<br>Perspective | <b>Young Soo-gil</b>                        |
| 9010 | Exchange Rate Policy for the East Asian<br>NICs   | <b>Park Yung-chul &amp;<br/>Park Won-am</b> |
| 9011 | Problems Associated with the Transition<br>from a Planned to a Market Economy<br>in the Eastern European Countries                | <b>Karl Heinrich<br/>Oppenländer</b>        |