

상장공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구

2014. 12.

박한준 · 허경선

서 언

지금까지 공공기관에 대한 연구는 공공기관 이사회 및 감사제도 관련 지배구조 개혁, 그리고 경영평가제도와 경영성과 제고방안, 민간과 공공부문의 생산성 비교분석, 정책고용 및 인력운영 방안, 공공기관의 기능조정, 그리고 민영화정책 등 다양한 주제를 중심으로 수행되고 있다. 지배구조나 경영성과 개선을 위한 법·제도적 고찰이나 정책연구들은 궁극적으로 공공기관의 다층적인 대리인 관계, 기업성과 공공성이 혼재된 사업성격으로 인해 발생하는 구조적 한계에 대한 문제의식을 연구배경으로 공유하고 있다. 하지만 공공기관의 지배구조의 다원화에 대한 축적된 연구 결과는 미비하다. 일부 특정 분석 대상을 중심으로 연구가 수행되기도 하였으나, 지배구조가 다원화된 상장공공기관을 대상으로한 전반적인 정책의 필요성과 방향제시를 위한 연구는 아직 진행되지 않았다.

상장공공기관 관리 및 운영체계 개선을 위한 정책방향에 대한 연구의 필요성은 상장공공기관의 산업적 중요성과 함께 현행 「공공기관 운영에 관한 법률(공운법)」에 기반한 공공기관 관리시스템의 한계에서 찾을 수 있다.

현행 「공운법」 체계에 따르면, 2014년 기준으로 상장공공기관은 전체 302개 기관 가운데 8개 기관에 불과하다. 전체 기관 수는 공기업 3개(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사), 기타공공기관 5개(중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저, 한전KPS, 한국전력기술)에 불과하지만 그 중요성과 산업적 비중을 고려한다면 상장공공기관의 관리와 운영에 대한 정책적 논의가 필요하다. 최근 OECD를 중심으로 기업성이 강한 공기업 및 공공기관에 대한 지배구조 다원화에 대한 논의가 진행되고 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

이보다 본질적인 문제점은 「공운법」에 따른 공공기관 운영과 관리제도가

상장기관과 일반 공공기관을 구별하지 않고 있다는 점이다. 시장에서 활동하고 있는 상장공공기관의 특수성보다는 일관된 기준에 따른 관리를 강조하고 있는 것이다. 8개의 상장공공기관이 동일한 유형으로도 분류되지 않고, 공기업과 기타공공기관으로 분리되어 지정되고 있는 것도 이러한 문제점을 내포하고 있다. 공기업으로 분류된 기관들도 상장공공기관들과 규모와 산업적 중요성에서 크게 차이를 보이고 있다. 이러한 특수성과 차이에도 불구하고, 인력과 예산에 대한 정부의 통제와 경영성과에 대한 평가는 동일하게 받고 있다.

본 연구는 이러한 상장공공기관에 대한 구체적인 정책방향의 부재, 다른 공공기관과 동일한 운영관리체계의 일괄적 적용의 문제점과 잠재적 쟁점들을 점검하고 분석하여, 향후 발전적 정책방향을 모색하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 각장에서는 우리나라의 상장제도, 공공기관에 대한 정부의 관리제도의 특성, 상장공공기관의 상장배경, 상장의 효과, 상장에 따른 쟁점 등을 분석하고 있다.

상장공공기관에 적용되는 제도적 환경과 실제 적용에서 나타나는 쟁점에 대한 종합적인 분석을 통해 공공기관으로서의 역할과 함께 상장기관으로서의 일반주주들의 주주권 보호를 강조하고 있다. 기관운영의 전문성과 성과 제고를 위해 현재 「공운법」 체계보다도 강화된 자율경영 환경 마련의 필요성과 책임성 제고를 상장공공기관 정책의 기본방향으로 제시하고 있다. 기존에 상장공공기관에 대한 체계적인 연구가 진행되지 않았다는 점에서 본 연구가 공공기관 관리정책의 정책자료로 활용될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 박한준 박사와 허경선 박사가 공동으로 작성하였다. 저자들은 본 연구과제 수행에 많은 도움을 주신 분들에게 감사의 뜻을 전하고 있다. 중간보고 세미나 및 전문가 간담회, 그리고 최종보고 세미나에서 도움을 주신 원내외 동료 박사들께 감사를 표하고, 최종단계에서 유익한 조언을 주신 익명의 심사자들에게도 함께 감사드린다.

또한 저자들은 간담회 및 심층인터뷰과정에서 도움을 주신 공공기관 담당자들과 연구자료 수집 및 정리를 지원해 준 장광남 연구원, 이슬 연구원, 변경숙 주임행정연구원에게도 심심한 감사의 뜻을 표하며, 보고서 제작에 애쓴

출판팀 직원 여러분께도 감사드리고 있다.

끝으로 본 연구보고서의 내용은 저자들의 개인적인 의견이며, 본원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2014년 12월

한국조세재정연구원

원장 옥 동 석

요약 및 정책적 시사점

공공기관에 대한 연구는 공공기관 이사회 및 감사제도 관련 지배구조 개혁, 그리고 경영평가제도와 경영성과 제고방안, 민간과 공공부문의 생산성 비교분석, 정책고용 및 인력운영 방안, 공공기관의 기능조정, 그리고 민영화 정책 등 다양한 주제를 중심으로 수행되고 있다. 특히, 지배구조나 경영성과 개선을 위한 법·제도적 고찰이나 정책연구들은 궁극적으로 공공기관의 다층적인 대리인 관계, 기업성과 공공성이 혼재된 사업성격으로 인해 발현되는 구조적 한계에 대한 문제의식을 연구배경으로 공유하고 있다. 하지만 공공기관의 지배구조의 다원화에 대한 축적된 연구 결과는 미비하다. 일부 특정 분석 대상을 중심으로 연구가 수행되기도 하였으나, 지배구조가 다원화된 상장공공기관을 대상으로 전반적인 정책의 필요성과 방향제시를 위한 연구는 아직 진행되지 않았다.

상장공공기관 관리 및 운영체계 개선을 위한 정책방향에 대한 연구 필요성은 상장공공기관의 산업적 중요성과 함께 현행 「공공기관 운영에 관한 법률(공운법)」에 기반한 공공기관 관리시스템의 한계에서 찾을 수 있다.

현행 「공운법」 체계에 따르면, 2014년 기준으로 상장공공기관은 전체 302개 기관 가운데 8개 기관에 불과하다. 전체 기관 수는 공기업 3개(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사), 기타공공기관 5개(중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저, 한전KPS, 한국전력기술)에 불과하지만 그 중요성과 산업적 비중을 고려한다면 상장공공기관의 관리와 운영에 대한 정책적 논의가 필요하다. 최근 OECD를 중심으로 기업성이 강한 공기업 및 공공기관에 대한 지배구조 다원화에 대한 논의가 진행되고 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

이보다 본질적인 문제점은 「공운법」에 따른 공공기관 운영과 관리제도가

상장기관과 일반 공공기관을 구별하지 않고 있다는 점이다. 시장에서 활동하고 있는 상장공공기관의 특수성보다는 일관된 기준에 따른 관리를 강조하고 있는 것이다. 8개의 상장공공기관이 동일한 유형으로 분류되지 않고, 공기업과 기타공공기관으로 분리되어 지정되고 있는 것도 이러한 문제점을 내포하고 있다. 공기업으로 분류된 기관들도 상장공공기관들과 규모와 산업적 중요성에서 크게 차이를 보이고 있다. 이러한 특수성과 차이에도 불구하고, 인력과 예산에 대한 정부의 통제와 경영성과에 대한 평가는 동일하게 받고 있다는 점에 주목할 필요성이 있다.

본 연구는 이러한 상장공공기관에 대한 구체적인 정책방향의 부재, 다른 공공기관과 동일한 운영관리체계의 일괄적 적용의 문제점과 잠재적 쟁점들을 점검하고 분석하여, 향후 발전적 정책방향을 모색하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 각 장에서는 우리나라의 상장제도, 공공기관에 대한 정부의 관리제도의 특성, 상장공공기관의 상장배경, 상장의 효과, 상장에 따른 쟁점 등을 분석하였다.

공공기관 상장의 정책적 필요성은 국가경제적 측면, 자본시장적 측면, 공공기관 운영측면 등으로 구분할 수 있다. 첫째, 우량공기업 민영화 및 상장을 통해 정부재정을 확충할 수 있으며, 국민과 경제적 과실을 공유한다는 점에서 의의를 가진다. 둘째, 자본시장 활성화를 위한 수단으로써 공기업 상장의 의의가 있다. 주식시장 견인을 위해 우량 공기업의 가치를 반영하는 것이다. 셋째, 공공기관 상장은 경영 효율화 및 경영의 투명성 제고를 위한 정책적 가치도 가지고 있다. 공공기관 상장과 민영화 과정에서 실제로는 이러한 요인들이 복합적으로 반영되고 있다고 하겠다.

현재 상장 8개 기관들 중 다수는 처음에는 민영화 계획에 따라 상장되었으며, 공공 부문이 주식의 51% 이상 소유권을 유지하면서 다른 공공기관들과 동일한 운영관리체계를 적용하고 있다. 가장 기본적으로는 인력증원과 예산편성에 대한 정부지침과 가이드라인을 따르도록 되어 있어, 인력 및 예산운용에 자율권이 제한적이다. 다른 기관들과 마찬가지로 인력 및 예산운용상 통제를 받고 있는 것이다. 상장기관의 경영성과를 주식시장에서의 기업 가치와 주가를 통해 평가받는 것이 아니라, 공공기관 경영평가를 통해

성격이 다른 기관들도 동일한 시스템으로 경영성과를 평가받고 있다. 문제점은 방만경영을 방지하고 재무건전성 확보를 위한 통제기제들이 자칫 상장기관 내부의 실적 제고를 위한 인센티브를 왜곡시킬 수 있다는 점이다. 이는 궁극적으로 일반 주주들의 권리를 훼손할 우려가 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

상장 8개 기관사례 분석을 통해 (1) 수익성과 공익성의 상충, (2) 상장기준과 제도적 환경의 미성숙, (3) 경영자율성과 전문성 부족, (4) 획일적 관리와 통제의 한계, (5) 성과 인센티브의 부재, (6) 일반 소액주주의 권리보호 등이 잠재적 정책이슈로 분석되었다. 이러한 문제점은 공공요금의 통제, 인력 및 예산편성의 통제, 획일적 경영성과 평가제도 등을 규정하고 있는 「공공기관 운영에 관한 법률」이 상장공공기관의 특수성을 반영하지 못하는 한계에서 비롯되고 있다. 따라서 상장공공기관의 운영과 관리체계의 개선을 위해서는 무엇보다도 상장의 특수성을 반영할 수 있도록 공공기관 분류체계를 좀 더 정교하게 개선하는 「공운법」 개정작업이 선행되어야 할 것이다.

구체적으로는 첫째, 공공기관 상장에 대한 기준과 상장기관 관리를 위한 정책방향을 마련할 필요가 있다. 대부분 문제점들이 상장기관들이 민영화를 위해 상장하였으나, 중단되었기 때문에 나타나는 쟁점이기 때문이다. 민영화와 상장을 구분할 수 있는 명확한 정책관을 수립할 필요가 있는 것이다. 민영화 대신 상장이 아닌 정부가 지배적 지위를 유지하면서 상장의 효과를 실현할 수 있는 차별화된 정책방향을 수립할 필요가 있다. 상장의 특수성을 고려하여 일반 소액주주들의 권리를 보호하면서 정부의 재정책과 시장경쟁을 훼손하지 않는 제도적 환경이 구축된다면, 향후 우량 공기업의 상장 활성화의 기반을 마련할 수 있다.

둘째, 정부의 상충적 정책목표에 따른 혼란을 최소화시켜야 한다. 현재 상장공공기관들은 소유권 부처인 기재부와 주요 사업을 감독하고 있는 주무부처의 다양한 정책적 수요에 대응하고 있다. 문제는 이러한 정책목표들이 상충하는 데 있다. 물가정책을 담당하고 있는 정책부서는 상장기업의 수익성보다는 공공요금 인상 억제를 강조하는 반면, 출자기관을 담당하는 정책부서는 배당 확대에 대한 강한 인센티브를 가지고 있다. 기관입장에서 배당

확대를 위해서는 수익을 확대해야 하나, 공공요금 인상 억제는 이와 상충적인 것이다. 이와 유사하게, 공공요금 인상억제, 배당 확대의 정책목표는 공공기관의 경영성과와 재무건전성을 모니터링하는 정책부서와도 상충하게 된다. 공공요금 인상 억제와 배당 확대는 공공기관 재무건전성에 부정적 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 궁극적으로, 다양한 정책부서에 존재하고 있는 상충적인 정책목표가 야기하는 혼란은 궁극적으로 실적 제고를 위한 기관 내부의 성과동기를 저하시키게 된다. 이를 해결하기 위해서는 정부의 영향력을 최소화할 필요가 있다. 인력과 예산운영에 대한 자율권을 확대할 필요가 있다. 과거 시범사업으로 10% 범위에서 자율권을 제공하여 진행되었던 경영자율권사업을 확대하여 재개하는 방안도 검토할 수 있다. 소유권 부처로서 정부 의견과 요청의 일관성을 유지하고 협의할 수 있는 커뮤니케이션 채널을 일원화하여야 한다.

셋째, 임원의 전문성과 독립성을 강화하여야 한다. 전문경영인이 기관장과 임원으로 선임될 수 있도록 선임과정에서 독립성을 확보하고 더욱 투명하게 관리하여야 한다. 전문경영인이 선임되면, 이들의 자율적인 경영이 가능하도록 이들에 대한 평가를 시장에서의 성과로 가늠하는 것을 고려하여야 한다. 부정행위나 심대한 결격사유가 없는 한, 성과가 뛰어난 기관장과 임원의 연임은 유연하게 결정할 수 있도록 일반주주의 의견이 반영되어야 한다. 현재의 「공운법」에 따른 선임은 전문경영인으로서 역량을 이끌어내기보다 본인의 임기 내 현상유지적 관리행태를 유도할 가능성이 더 크기 때문이다.

넷째, 상장공공기관에 대한 국정감사, 감사원감사, 경영평가 등 다수의 감사 및 평가부담을 조정할 필요가 있다. 기관평가의 핵심지표로서 주가지표 등을 활용하여 평가를 간소화하는 것이 오히려 상장기관의 특수성을 반영한 평가방식이기 때문이다. 임원의 전문성과 독립성 강화를 위해 임원의 선임의 독립성과 임기의 유연성을 강조하였다면, 실적 제고를 위해서는 평가의 간소화와 실제적 실적에 상응하는 보상체계를 구축하여야 한다. 예를 들면, 기업의 수익과 주가가치 변화에 따른 성과급이나 스톡옵션을 고려할 수 있다.

목 차

I. 서론	21
II. 이론적 논의와 분석방향	24
1. 선행연구	24
가. 국내 논의와 문헌연구	24
나. OECD 주요국의 공기업 상장 현황 비교	26
2. 분석방향	37
가. 공공기관 상장 동기와 의의	37
나. 분석의 틀	38
다. 연구방법	39
III. 우리나라 상장의 제도적 환경	40
1. 상장을 위한 법·제도 개요	40
가. 상장의 의의	40
나. 상장 진흥제도	44
다. 상장에 따른 손익	46
2. 공공기관의 상장	50
가. 정책적 배경	50
나. 공공기관 유형과 상장 현황	53
다. 상장 관련 쟁점	57
3. 공공기관 관리시스템	57
가. 공공기관의 운영에 관한 법률	57
나. 공공요금 정책	57
다. 기관의 조직 운영환경	61

IV. 공공기관 상장 사례 분석: 상장의 쟁점과 변화 분석	66
1. 한국전력공사	66
가. 상장의 배경과 목적	66
나. 상장 진행과정과 쟁점	68
다. 상장 이후 변화와 효과	69
라. 상장기관 운영상의 이슈	82
2. 한국가스공사	85
가. 상장의 배경과 목적	85
나. 상장 진행과정과 쟁점	87
다. 상장 이후 변화와 효과	89
라. 상장기관 운영상의 이슈	100
3. 한국지역난방공사	102
가. 상장의 배경과 목적	102
나. 상장 진행과정과 쟁점	103
다. 상장 이후 변화와 효과	104
라. 상장기관 운영상의 이슈	114
4. 중소기업은행	115
가. 상장의 배경과 목적	115
나. 상장 진행과정과 쟁점	116
다. 상장 이후 변화와 효과	117
라. 상장기관 운영상의 이슈	125
5. 강원랜드	126
가. 상장의 배경과 목적	126
나. 상장 진행과정과 쟁점	126
다. 상장 이후 변화와 효과	127
라. 상장기관 운영상의 이슈	134

6. 그랜드코리아레저	135
가. 상장의 배경과 목적	135
나. 상장 진행과정과 쟁점	136
다. 상장 이후 변화와 효과	136
라. 상장기관 운영상의 이슈	141
7. 한전KPS	142
가. 상장의 배경과 목적	142
나. 상장 진행과정과 쟁점	144
다. 상장 이후 변화와 효과	145
라. 상장기관 운영상의 이슈	155
8. 한국전력기술	157
가. 상장의 배경과 목적	157
나. 상장 진행과정과 쟁점	158
다. 상장 이후 변화와 효과	158
라. 상장기관 운영상의 이슈	168
9. 소결	169

V. 상장공공기관 관리 및 운영체계 개선방향 174

1. 상장공공기관 운영상의 쟁점과 한계	174
가. 양면적 사업목표의 상충관계: 수익성 vs. 공익성	174
나. 상장기준의 부재	177
다. 일반주주의 투자이익 제약 우려	179
라. 이사회 독립성과 전문성 부족	181
마. 획일적·중복적 관리 및 평가의 부담과 한계	181
2. 개선방향과 정책적 시사점	182
가. 상장공공기관에 대한 정책방향 마련	182

CONTENTS

나. 상장공공기관의 사업환경의 안정성 확보	182
다. 임원의 전문성과 독립성 강화	183
라. 평가의 간소화와 성과중심의 인센티브 강화	184
마. 소액주주들의 주주권 보호 및 강화	185
바. 「공운법」 개정을 통한 상장공공기관 운영의 실효성 제고	185
참고문헌	187

표목차

〈표 II-1〉 OECD 회원국의 중앙정부 지분을 50% 이상 상장공기업(2012년 기준) …	28
〈표 II-2〉 OECD 회원국의 중앙정부 지분을 50% 이하 상장기업(2012년 기준) ……	29
〈표 II-3〉 5개국 공기업의 상장 목표 ……	32
〈표 II-4〉 상장공기업과 정부 100% 소유 공기업의 지배구조 비교 ……	33
〈표 II-5〉 상장으로 인한 공기업 지배구조 및 성과의 변화 ……	36
〈표 III-1〉 기업공개와 상장의 차이 ……	41
〈표 III-2〉 유가증권 거래소 상장요건(일반회사) ……	42
〈표 III-3〉 기업상장의 긍정적 효과 ……	46
〈표 III-4〉 상장법인 폐지기준(유가증권시장 상장규정 제48조) ……	49
〈표 III-5〉 시기별 공공기관 상장의 정책방향 ……	52
〈표 III-6〉 상장공공기관의 설립근거법과 상장근거 ……	55
〈표 III-7〉 상장공공기관의 주주구성 현황(2012년 말 기준) ……	56
〈표 III-8〉 상장방식과 공모절차 ……	56
〈표 III-9〉 공공요금의 종류 ……	58
〈표 IV-1〉 한국전력공사 연혁 ……	67
〈표 IV-2〉 한국전력공사의 주주구성 변화 ……	70
〈표 IV-3〉 한국전력공사의 정부와 공공기관 지분 변동 ……	71
〈표 IV-4〉 한국전력공사의 이사회 구성 변동 ……	72
〈표 IV-5〉 한국전력공사 손실 발생액(2008~2012년) ……	76
〈표 IV-6〉 한국전력공사의 상장 이후 주주별 배당 ……	77
〈표 IV-7〉 한국전력공사의 상장 전후의 재무상태 변동 ……	78
〈표 IV-8〉 한국전력공사 상장의 목표와 달성 여부 ……	80
〈표 IV-9〉 한국전력공사의 상장으로 인한 변화 ……	81

〈표 IV-10〉 한국가스공사 연혁	86
〈표 IV-11〉 한국가스공사의 주주구성 변화	89
〈표 IV-12〉 한국가스공사의 정부와 공공기관 지분 변동	90
〈표 IV-13〉 한국가스공사의 이사회 구성 변동	90
〈표 IV-14〉 한국가스공사 최근 재무상태(2013년)	96
〈표 IV-15〉 한국가스공사 상장 전후의 재무상태 변화	97
〈표 IV-16〉 한국가스공사 상장의 목표와 달성 여부	98
〈표 IV-17〉 한국가스공사의 상장으로 인한 변화	99
〈표 IV-18〉 한국지역난방공사 주요 연혁	102
〈표 IV-19〉 한국지역난방공사의 주식규모와 지분율의 변화	105
〈표 IV-20〉 상장 전후 한국지역난방공사 부문별 소유구조(지분율) 변화	106
〈표 IV-21〉 상장 이후 한국지역난방공사 내부지배구조의 변화	106
〈표 IV-22〉 한국지역난방공사 재무현황 변화 추이	108
〈표 IV-23〉 한국지역난방공사 상장의 목표와 달성 여부	112
〈표 IV-24〉 한국지역난방공사의 상장으로 인한 변화	113
〈표 IV-25〉 중소기업은행 주요 연혁	116
〈표 IV-26〉 상장 전후 중소기업은행 소유구조(지분율) 변화	117
〈표 IV-27〉 상장 이후 중소기업은행 내부지배구조의 변화	118
〈표 IV-28〉 중소기업은행 재무현황 변화 추이	118
〈표 IV-29〉 중소기업은행의 상장 목표와 달성 여부	123
〈표 IV-30〉 중소기업은행의 상장으로 인한 변화	124
〈표 IV-31〉 강원랜드 주요 연혁	126
〈표 IV-32〉 강원랜드의 주식규모와 지분율의 변화	127
〈표 IV-33〉 상장 이후 강원랜드 내부지배구조의 변화	129
〈표 IV-34〉 강원랜드 재무현황 변화 추이	130
〈표 IV-35〉 강원랜드 상장의 목표와 달성 여부	133
〈표 IV-36〉 강원랜드의 상장으로 인한 변화	134

〈표 IV-37〉 그랜드코리아레저 주요 연혁	136
〈표 IV-38〉 그랜드코리아레저의 주식규모와 지분율의 변화	137
〈표 IV-39〉 그랜드코리아레저 재무현황 변화 추이	138
〈표 IV-40〉 그랜드코리아레저 상장의 목표와 달성 여부	140
〈표 IV-41〉 그랜드코리아레저의 상장으로 인한 변화	141
〈표 IV-42〉 한전KPS 연혁	143
〈표 IV-43〉 한전KPS의 주주구성 변화	145
〈표 IV-44〉 한전KPS의 정부와 공공기관 지분 변동	146
〈표 IV-45〉 상장 전후 한전KPS의 이사회 구성 변동	146
〈표 IV-46〉 한전KPS 상장 전후의 재무상태 변화	152
〈표 IV-47〉 한전KPS 상장의 목표와 달성 여부	153
〈표 IV-48〉 한전KPS의 상장으로 인한 변화	155
〈표 IV-49〉 한국전력기술 연혁	158
〈표 IV-50〉 한국전력기술의 주주구성 변화	159
〈표 IV-51〉 한국전력기술의 정부와 공공기관 지분 변동	159
〈표 IV-52〉 한국전력기술의 이사회 구성 변동	160
〈표 IV-53〉 한국전력기술의 주주총회 결정 사항	160
〈표 IV-54〉 한국전력기술 상장 전후의 재무상태 변화	165
〈표 IV-55〉 한국전력기술 상장의 목표와 달성 여부	167
〈표 IV-56〉 한국전력기술의 상장으로 인한 변화	168
〈표 IV-57〉 상장공공기관의 가치변화	170
〈표 IV-58〉 상장공기업의 매출 및 모집 유형	171
〈표 IV-59〉 상장공기업의 상장 목표 종합	172
〈표 IV-60〉 상장으로 인해 변화가 발생한 분야	173
〈표 V-1〉 상장공기업과 유가증권 평균 재무성과 비교	175

그림목차

[그림 II-1] 상장공공기관 법·제도적 환경과 실제	39
[그림 III-1] 최근 5년간 기업공개 규모	50
[그림 III-2] 공공요금 산정기준 관련 법체계	59
[그림 IV-1] 한국전력공사의 상장 이후 주가변동	73
[그림 IV-2] 한국전력공사와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)	73
[그림 IV-3] 한국전력공사의 주가수익비율(PER)	74
[그림 IV-4] 한국전력공사의 주가순자산비율(PBR)	75
[그림 IV-5] 한국전력공사 수익성과 배당성향 변화	76
[그림 IV-6] 한국가스공사의 상장 이후 주가변동	92
[그림 IV-7] 한국가스공사와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)	92
[그림 IV-8] 한국가스공사의 주가수익비율(PER)	93
[그림 IV-9] 한국가스공사의 주가순자산비율(PBR)	94
[그림 IV-10] 한국가스공사 수익성과 배당성향 변화	95
[그림 IV-11] 한국지역난방공사 수익성과 배당성향 변화	109
[그림 IV-12] 상장 이후 지수 대비 한국지역난방공사 주가 변동 추이	109
[그림 IV-13] 한국지역난방공사, 코스피 변동 추이	110
[그림 IV-14] 한국지역난방공사의 주가수익비율(PER)	110
[그림 IV-15] 한국지역난방공사의 주가순자산비율(PBR)	111
[그림 IV-16] 중소기업은행의 수익성과 배당성향 변화	119
[그림 IV-17] 상장 이후 기업은행, 코스피 변동 추이	120
[그림 IV-18] 상장 이후 지수 대비 기업은행 주가변동 추이	121
[그림 IV-19] 기업은행의 주가수익비율(PER)	122

[그림 IV-20] 기업은행의 주가순자산비율(PBR)	122
[그림 IV-21] 강원랜드의 수익성과 배당성향 변화	131
[그림 IV-22] 강원랜드의 주가수익비율(PER)	132
[그림 IV-23] 강원랜드의 주가순자산비율(PBR)	132
[그림 IV-24] 그랜드코리아레저의 수익성과 배당성향 변화	139
[그림 IV-25] 그랜드코리아레저의 주가수익비율(PER)	139
[그림 IV-26] 그랜드코리아레저의 주가순자산비율(PBR)	140
[그림 IV-27] 한전KPS의 상장 이후 주가변동	148
[그림 IV-28] 한전KPS와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)	148
[그림 IV-29] 한전KPS의 주가수익비율(PER)	149
[그림 IV-30] 한전KPS의 주가순자산비율(PBR)	150
[그림 IV-31] 한전KPS의 수익성과 배당성향 변화	151
[그림 IV-32] 한국전력기술의 상장 이후 주가변동	161
[그림 IV-33] 한국전력기술의 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)	162
[그림 IV-34] 한국전력기술의 주가수익비율(PER)	163
[그림 IV-35] 한국전력기술의 주가순자산비율(PBR)	163
[그림 IV-36] 한국전력기술의 수익성과 배당성향 변화	164

I. 서론

공공기관은 법률에 의해 설립되어 정부의 재정적 지원을 받거나 공공서비스 및 재화를 생산하는 데 있어 독점적 지위를 지니는 것이 일반적이며, 2014년 현재 공공기관으로 지정·분류된 기관의 규모는 304개에 이르고 있다. 이들이 국민경제에서 차지하는 비중은 매우 높다. 공공기관 총예산¹⁾은 정부예산의 1.7배 규모로 GDP의 44.7% 수준이며, 고용규모는 27.1만명 규모에 이르고 있다(2013년도 기준). 주요 산업분야에서 공공기관이 차지하고 있는 비중뿐만 아니라, 이들의 지위와 역할을 고려하더라도 공공기관의 국민경제적 중요성을 부인할 수 없다. 하지만, 정부와 공공기관의 지속적인 혁신노력에도 불구하고 운영의 비효율성과 방만경영에 대한 우려와 비판으로 공공기관은 새로운 정부가 구성될 때마다 반복적으로 개혁의 대상으로 지목되어 왔다. 현 정부 초기에도 역시 이들의 기능합리화와 경영혁신을 위한 공공기관 ‘합리화 정책방향’이 제시되었으며, 최근에는 ‘정상화 대책’으로 강화되어 추진되고 있다.

이렇게 공공기관 개혁의 필요성이 지속적으로 제기되고 있는 이유는 공공기관의 소유와 관리체계가 다층적 복대리구조를 취하고 있기 때문이다. 소유주(주인)와 경영대리인 사이에서 복잡하게 구조화된 책임과 이해관계라는 태생적 한계가 반복적으로 공공기관 개혁의 출발점이 되는 까닭이다(허경선 외, 2011; 유승원, 2010). 공공기관 대리구조의 복잡성을 제거하거나 단순화하는 방안으로 일부 민영화를 주장하고 있다. 우리나라의 경우도 1998년 IMF 외환위기 이후 공기업 민영화 및 구조조정을 강력하게 추진한 경험이 있으나, 민영화의 효과에 대해서는 긍정적·부정적 평가가 병존하고 있다(유승원, 2010; 이상철, 2007; 남일충, 1998).

1) 2013년도 공공기관 총예산은 574.7조원으로 정부예산의 168%에 해당하는 규모였음

2007년 제정된 「공공기관의 운영에 관한 법률」(이하 공운법)은 공공기관 관리체계의 패러다임을 크게 변화시켰다. 「공운법」은 2005년 OECD 공기업 작업반에서 제시한 공기업 지배구조 표준모델의 핵심가치인 ‘소유권 영역과 산업정책 영역의 분리,’ ‘이사회 독립성 및 전문성 강화,’ ‘기관투명성 제고를 위한 제도적 환경’을 반영하였으며, 경영책임 확보를 위한 효과적인 감독시스템의 근본적인 개선을 추진하였다. 수입구조, 정부의 지배력, 인력규모 등 기관의 특성을 반영하는 체계적인 기관 지정·분류시스템²⁾을 도입하였으나, 공공기관의 상장이나, 상장된 공공기관의 운영과 관리에 대한 정책방향이 구체적으로 제시되어 있지는 않다. 「공운법」상 분류체계에 따르면, 공기업은 자산규모가 2조원 이상이고, 총수입액 중 자체수입액이 대통령령이 정하는 기준(85%) 이상인 기관을 시장형 공기업, 자체수입액이 50% 이상이고 직원규모가 50인 이상인 기관을 준시장형 공기업으로 포함하고 있으며, 이외 기준에 따라 기금관리형, 위탁집행형 준정부기관과 기타공공기관 등으로 구분된다. 현재 주식시장에 상장된 공공기관들은 일반적으로 상업성이 강한 사업을 수행하고 있어 공기업으로 분류될 것으로 생각할 수 있으나, 현재 지정·분류체계에서는 일관성 적용·반영하지 않고 있다.

2014년 공공기관으로 지정되어 있는 상장기관에는 한국전력공사, 한국가스공사, 한국전력기술, 한전KPS, 한국지역난방공사, 중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저(GKL) 등 8개 기관이 포함된다. 이 가운데 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사 3개사는 공기업으로 분류되고 있는 반면, 한국전력기술, 한전KPS, 중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저 5개 기관은 기타공공기관으로 지정되어 있다. 공기업으로 분류되어 있는 3개 기관에 대해서는 기획재정부가 공공기관 경영평가제도를 정책수단으로 활용하여 관리하고 있는데 반해, 기타공공기관으로 지정되어 있는 5개 기관은 주무부처 중심의 모니터링과 평가를 받고 있다. 공공기관 관리정책의 기본방향은 「공운법」을 통해 구체화되어 있으나, 여기에는 시장에서 활동하는 상장공공기관에 대한 정책방향이 포함되어 있지 않다. 시장성에 대한 기준보다는 「공

2) 「공공기관의 운영에 관한 법률」 제4조 및 5조 참조

운법」상 지정과 분류체계에 따라 운영되고 있다. 즉, 시장에서 활동하고 있는 공공기관과 정부의 위탁사업과 기금사업을 집행하고 있는 기관, 공기업으로 분류되어 있으나 규모나 사업의 성격에 차이가 있는 기관들이 동일한 잣대로 평가되고 있는 현실이다.

상장공공기관에 대한 정책방향을 제시하기 위해서는 상장과 자본시장 거래를 통한 소유구조의 변화로 발생하는 변화를 분석할 필요성이 있다. 무엇보다도 정부지분이 공공부문과 민간으로 이원화됨에 따라 지배구조, 의사결정, 경영성과 관리 및 감사 등의 과정에서 현재 「공운법」 체계의 적정성에 대한 검토 작업이 필요하다. 정부뿐만 아니라 민간 소유주의 이해관계를 충족시키기 위해서는 기업의 가치 제고라는 중요한 과제가 새롭게 주어지기 때문이다. 즉, 상장공공기관 운영과 관리를 위한 정책방향은 전통적 관리방식과 행태가 공기업의 특성과 기업의 가치를 제고하는 데 노출하는 한계와 문제점을 분석하고 개선방향을 모색함으로써 제시될 수 있을 것이다.

본 연구에서는 공공기관 상장에 대한 기존 연구와 논의를 검토하고, 상장제도와 환경 및 상장공공기관 사례를 분석한다. 이와 함께 상장공기업이 관찰되고 있는 프랑스, 핀란드, 이탈리아, 중국 등 상장공기업 운영과 관리경험을 축적하고 있는 해외 주요국에 대한 사례조사와 비교분석을 실시하여, 우리나라 상장공공기관의 기업적 자율성과 독립성과 함께 사회적 가치 및 공공성을 제고할 수 있는 정책방향을 제시하는 것을 연구의 주된 목적으로 한다.

Ⅱ. 이론적 논의와 분석방향

1. 선행연구

가. 국내 논의와 문헌연구

지금까지 공공기관에 대한 연구는 공공기관 이사회 및 감사제도 관련 지배구조 개혁, 그리고 경영평가제도와 경영성과 제고방안, 민간과 공공부문의 생산성 비교분석, 정책고용 및 인력운영 방안, 공공기관의 기능조정, 그리고 민영화정책 등 다양한 주제를 중심으로 수행되고 있다.

지배구조나 경영성과 개선을 위한 법·제도적 고찰이나 정책연구들은 궁극적으로 공공기관의 다층적인 대리인 관계, 기업성과 공공성이 혼재된 사업성격으로 인해 발현되는 구조적 한계에 대한 문제의식을 연구배경으로 공유하고 있다. 하지만 공공기관의 지배구조와 경영성과에 대한 축적된 연구 결과는 민간부문에 비해 소수에 불과한 수준이다(유승원, 2009).³⁾ 오히려 전통적으로는 공기업의 민영화에 대한 논의와 연구가 주류를 이루었는데, 이는 공기업의 고비용과 저성과, 비효율성과 부작용에 대한 대안으로 소유주체를 다원화하여 해결하려는 관심에서 기인한 것으로 볼 수 있다.

민간부문 지배구조와 경영성과 간의 상관관계에 대한 선행연구에 비해 공기업의 경영성과에 대해 지배구조의 특성이 가지는 영향력을 분석한 연구는 소수에 불과하지만, 최근 본격적인 논의가 시작되고 있다. 대표적으로 이명석(2001), 곽채기(2002), 김현(2007), 유승원(2009), 허경선 외(2011) 등의 연구가 포함된다. 이명석(2001)⁴⁾은 「공운법」 도입 이전인 1985~1996년 사이

3) 유승원(2009), p. 75

4) 이명석(2001), 「정부투자기관 임원의 정치적 임용과 경영실적」, 『한국행정학보』, 제35권 제4호, pp. 139~156을 참고하여 작성

의 약 10여 년간 정부투자기관 기관장 및 사장의 임용유형과 경영실적을 분석하였다. 분석 결과, 공기업 기관장이 정치적(관료, 정치인, 군부)으로 임명된 경우 전문가(내부승진, 외부전문가)로 임명된 사례에 비해 경영실적이 낮다는 점을 발견하였다. 곽채기(2002)⁵⁾는 1980년부터 2003년까지 정부투자기관 사장 및 감사의 출신배경과 재임기간을 기관별, 정권별로 구분하여 분석하였으며, 정실적인 임명(전직 공무원, 군인, 정치인 및 정당인)이 80% 수준에 달하는 것으로 확인하였다. 김현(2007)⁶⁾은 기관장의 임명유형과 기관의 실적간의 관계를 경영계약 이행실적 평가결과를 중심으로 분석하기도 하였다. 분석결과, 사장의 임명유형과 사장의 경영성과 사이에는 유의미한 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 민희철(2008)⁷⁾은 2001~2005년 동안 공기업 기관장의 유형을 구분하고 공기업에 대한 정부의 보조금 지원규모를 실증분석하였다. 정치인 및 관료 출신 기관장이 임명된 경우 내부승진 기관장 대비 보조금 규모가 유의하게 증가한 것으로 분석하고 있다. 유승원(2009)은 기관장과 감사의 역할과 경영성과 간 상관관계를 분석하였다. 기관장과 감사의 경력배경을 기준으로 임명유형을 구분하여, 이들의 전문성(업무, 재무)의 유의성을 분석하였다. 감사의 경우 이들의 전문성과 경영성과는 유의한 관계를 갖는 것으로 나타난 반면, 기관장의 전문성과 기관의 경영성과 사이의 관계의 유의성을 확인하지는 못하였다. 허경선 외(2011)⁸⁾는 국제표준으로 사용되는 공공기관 지배구조를 활용한 우리나라 공공기관의 지배구조 수준을 분석하였으며, 많은 개선이 이루어졌음에도 불구하고, 규제분야 및 이사회 분야에서 개선여지가 있는 것으로 확인하였다.

이러한 기존 연구들은 대부분 공공기관의 지배구조의 독립성과 자율성 수

5) 곽채기(2002) 「정부투자기관 지배구조에 대한 평가와 개선방안」, 『공기업논총』, 제14권 제1호, 2002, pp. 29~63을 참고하여 작성

6) 김현(2007) 「정부투자기관 관리제도 변화에 따른 사장 임용유형별 경영성과 차이 분석」, 한국행정학회 2007년도 동계학술대회 발표논문집, pp. 759~783을 참고하여 작성

7) 민희철(2008) 「정치적 연결이 공기업 보조금에 미친 효과에 대한 분석」, 『재정포럼』, pp. 24~31을 참고하여 작성

8) 허경선 외(2011), 『공공기관 성과향상을 위한 공공기관 지배구조의 연구』, 한국조세재정연구원, pp. 118~129을 참고하여 작성

준, 그리고 경영성과와의 관계를 분석하고 있다. 일부 연구가 공기업이나 준정부기관 등으로 분석 대상을 구체화하여 수행되기도 하였으나, 지배구조가 다원화된 상장공공기관에 대한 연구는 여전히 미비한 상태이다. 최근 공기업 상장에 따른 정부지분율과 경영실적을 비교분석한 연구⁹⁾(박정수, 2010)에도 주목할 만하다. 이 연구에서는 공공기관의 상장 여부와 기관의 경영실적의 관련성에 대한 회귀분석 결과 유의미한 수준에서 긍정적인 영향이 있는 것으로 분석하였다.

현행 「공운법」 체계에 따르면, 2014년 기준으로 상장공공기관은 전체 302개 기관 가운데 8개 기관에 불과하다. 전체 기관 수는 공기업 3개, 기타공공기관 5개에 불과하지만 그 중요성과 산업적 비중을 고려한다면 상장공공기관의 관리와 운영에 대한 정책적 논의가 필요하다. OECD를 중심으로 기업성이 강한 공기업 및 공공기관에 대한 지배구조 다원화에 대한 논의가 진행되고 있다는 점에서도, 상장에 따른 내·외부 지배구조 변화 및 일반주주의 주주권 보호 및 강화를 예상할 수 있다. 따라서 이에 대한 논의가 더욱 활성화되어야 한다. 이를 위해 공공기관의 상장의 목적, 상장의 효과, 지배구조 다원화에 따른 다양한 쟁점별 접근을 통해 논의의 범위를 확대하여야 할 것이다.

나. OECD 주요국의 공기업 상장 현황 비교¹⁰⁾

최근 OECD에서는 공기업 상장에 대한 관심이 매우 높아지고 있으며 OECD 회원국의 공기업 상장 현황과 국가별 사례분석을 집중적으로 실시하였으며, 폴란드, 뉴질랜드, 터키, 중국, 인도 등의 상장공공기관 관리 현황에

9) 이 연구는 특별법 또는 회사법을 통해 주식회사의 형태로 설립되어 자기자본 중 정부 및 정부 관련 기관(지방자치단체 및 공공기관)의 직접투자가 포함되어 있는 기관(정부 및 정부 관련 기관의 출자기관)을 대상으로 하였다.

10) OECD의 공기업 상장 현황에 대해서는 OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014. pp. 5~26을 발췌하여 요약·정리함

대한 비재무적인 효과를 분석하였다. 지금까지 수집된 각국의 공기업 상장 현황을 집계한 2014년 OECD의 보고서(OECD, 2014)¹¹⁾를 살펴보면 국가별 상장기업의 현황은 아래 표와 같다. 공기업 상장 현황은 크게 중앙정부가 지분의 50% 이상을 가지고 있는 공기업과 정부가 소수지분을 가진 공기업으로 분류하여 집계하였다. 정부가 50% 이상의 지분을 가지고 있다는 것은 정부가 실질적인 최대주주이며 기업에 대한 지배권도 더욱 크다는 것을 의미한다. 반면 정부가 50% 이하의 지분을 가진 상장공기업은 정부가 실질적인 대주주일 수 있지만 지배력은 상대적으로 약할 수 있다는 것을 뜻한다. 자료가 수집된 23개 국가의 공기업 상장 현황을 살펴보면 국가별로 상장된 공기업의 수는 OECD 회원국의 경우 대부분이 5개 이내였고, 우리나라가 8개, 이탈리아가 7개, 폴란드가 6개로 많은 편에 해당된다. 반면 중국은 286개, 인도는 68개의 기업이 상장되어 있어 OECD 회원국 전체의 상장공기업 수보다도 많은 상장공기업을 보유하고 있었다. 상장공기업이 전체 공기업 중에서 차지하는 고용 비율을 살펴보면 OECD 회원국의 경우 대부분이 20~40%를 차지하고 있고, OECD 평균은 15%를 차지하고 있어 상장공기업의 수는 적지만 고용규모는 매우 높다는 것을 확인 할 수 있다. 전체 공기업 중에서 상장공기업이 차지하는 기업가치 비율을 살펴보아도 기업 수에 비해서 매우 높다는 것을 알 수 있다. 상장공기업이 전체 공기업 중에서 차지하는 기업가치 비율은 OECD 평균은 39.1%이며 특히 벨기에, 영국의 1개 상장공기업이 차지하는 기업가치 비율이 각각 89%, 86.9%로 매우 높고, 스위스도 1개 기업이 54.7%를 차지하고 있다. 따라서 OECD 회원국에서 상장공기업의 국민경제적 중요성은 매우 높다고 할 수 있다.

11) OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014, p. 6

〈표 II-1〉 OECD 회원국의 중앙정부 지분율 50% 이상 상장공기업
(2012년 기준)

(단위: 기업 수, %, 10억달러)

국가명	상장 공기업 수	전체 공기업 중 고용 비율	시가총액	전체 공기업 중 기업가치 비율	전체 국영기업 수
1 오스트리아	2	35	11.1	50.4	9
2 벨기에	1	18	9.1	89	8
3 칠레	3	1	1.1	4.9	34
4 체코	1	22	18.6	46.1	125
5 덴마크	1	3	0.1	1.2	17
6 핀란드	3	26	19.8	44.7	42
7 프랑스	3	10	45.1	40.5	57
8 헝가리	1	2	0.1	0.8	371
9 이탈리아	7	53	157	69.4	17
10 일본	1	5	82.7	23.4	
11 한국	8	33	41.4	20.6	57
12 리투아니아	2	2	0.2	2.8	137
13 뉴질랜드	1	25	0.8	5.1	18
14 노르웨이	3	29	108.6	44.6	45
15 폴란드	6	23	27.8	45.2	326
16 슬로베니아	5	22	1.5	11.8	39
17 스페인	1	21	1.3	24	53
18 스위스	1	19	21.7	54.7	4
19 터키	6	20	26.2	26.3	144
20 영국	1	41	57.5	86.9	17
21 미국	1	0.16	0.1	3.8	16
22 OECD 전체	58	15	632	32	1617
23 중국	286	61	1625	37.5	
24 인도	68		294		227

출처: OECD, 2014, p. 6에서 인용

중앙정부가 지분의 50% 이하를 가진 부분소유 상장공기업(Partly State-Owned Enterprises: PSOs)은 21개 회원국에서 80개로 나타나 정부가 지분의 50% 이상을 가진 기업이 58개였던 것에 비하여 기업의 수는 더 많게 나타나고 있다. 정부가 50% 이하의 지분을 유지하는 이유는 다양한데 민영화가 진행되는 과정이거나, 정부의 통제력 유지를 위해 10% 정도의 지분을 유지하거나 배당 등의 상장기업으로부터의 배당 등의 수익을 유지하기 위해서다. 혹은 정부가 전략적으로 공익을 위해 지분을 유지하고 있거나 자연독점을 유지하기 위한 경우도 있다.

정부가 지분의 50% 이하를 소유한 부분소유 상장공기업을 국가별로 살펴보면 슬로베니아가 16개로 가장 많으며 핀란드 11개, 프랑스 11개, 폴란드 10개의 순으로 그 숫자가 많은 국가도 있지만 대부분의 OECD 국가에서는 3개 미만으로 나타나고 있다. 반면 중국엔 409개의 정부 지분 50% 이하의 상장공기업을 있고 인도에는 9개로 보고되고 있다.

〈표 II-2〉 OECD 회원국의 중앙정부 지분율 50% 이하 상장기업(2012년 기준)

(단위: 기업 수, 명, 10억달러)

국기명	소액지분 상장기업 수	직원 수	시가총액
1 오스트리아	2	45,104	14.8
2 벨기에	5	55,254	115
3 덴마크	2	16,970	3.1
4 핀란드	11	139,911	70.9
5 프랑스	11	954,245	167.3
6 독일	3	713,890	84.4
7 헝가리	2	40,401	11.3
8 아일랜드	1	3,566	0.2
9 일본	1	224,239	73.6
10 한국	2	3,312	0.002
11 라트비아	1	32	0.009
12 리투아니아	1	1,700	0.3

〈표 11-2〉의 계속

국가명		소액지분 상장공기업 수	직원 수	시가총액
13	노르웨이	5	64,211	44.7
14	폴란드	10	64,525	48.8
15	슬로베니아	16	30,570	3.5
16	스페인	2	7,818	6.6
17	스웨덴	3	73,156	65.5
18	터키	1	37,524	13.5
19	영국	1	97,091	53.4
20	미국	3	214,626	46.9
21	전체 OECD	80	2,696,324	795
22	중국	409	3,673,141	1027
23	인도	9	225,647	100

출처: OECD, 2014, p. 7에서 인용

OECD는 공기업 상장의 목적을 아래 표에서 보는 바와 같이 8개로 크게 분류하고 있다(OECD, 2014).¹²⁾ 첫째, 정부가 공기업의 상장을 고려하는 이유는 시장원리 도입을 통해 공기업의 효율성을 향상시키고자 하는 목적이다. 상장을 하기 위해서는 엄격한 상장요건을 만족시켜야 하며, 자본시장의 규제와 신규자본 유입을 위한 재무 유연성을 제고해야 한다. 기존의 많은 연구들이 혼합 소유권(mixed ownership)과 상장을 한 기업이 수익성, 매출, 효율성 등에서 평균적으로 장기적인 성과가 더 좋다고 보고하고 있으며(D'Souza et al., 2007; Magginson and Netter, 2001; and Alanaze, et al., 2011, OECD 2014에서 재인용) OECD 보고서에서 분석한 중국, 인도, 뉴질랜드, 폴란드, 터키의 사례에서도 이러한 성과와 효율성 향상은 상장의 목표와 성과로 제시되고 있다.

12) OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014, pp. 9-12

두 번째로 공기업 상장을 추진하는 동기는 재무성과가 우수한 공기업을 상장시킴으로써 자본시장과 주식시장을 활성화시키고자 하는 목적이다. 자본시장의 수요는 계속 증가하지만 신규 상장기업이 부족할 때 우수 공기업 을 상장시키는 것은 새로운 자금을 자본시장으로 유치하는 좋은 방법 중의 하나이다. 세 번째는 공기업을 상장시킴으로써 자본을 확대하고 민영화로 인한 수익을 극대화할 수 있다는 점이다. 공기업을 매각하는 것보다 상장하는 것이 자본가치를 더욱 높이고 지분 매각으로 인한 정부의 수입을 더 높여줄 수 있기 때문이다. 네 번째는 공기업에 투자자금을 유치하기 위한 목적이다. 공기업의 대규모 신규 투자가 필요할 때나 혹은 정부가 투자 자금을 지원하기 어려울 경우 상장을 통해 민간의 자금을 유치함으로써 공기업이 계속 성장할 수 있는 모멘텀을 얻을 수 있다. 다섯 번째는 공기업의 투명성 및 효율성을 개선하고자 하는 목적이다. 기업의 운영과 통제에 민간주주가 포함됨으로서 경영의 투명성을 높일 수 있고 증권시장에 상장에 필요한 감사보고서의 작성과 엄격한 기업 공시 등을 통해 기업의 투명성 및 효율성을 개선할 수 있다. 여섯 번째는 상장을 통해 공기업에 민간 자금이 유치됨으로써, 공기업에 지원되던 정부예산을 다른 분야의 공공정책에 사용할 수 있다는 점이다. 일곱 번째는 지배구조 수준을 높일 수 있다는 점이다. 상장과 함께 발생하는 변화 중에 하나는 경영방식과 지배구조의 변화이다. 정부가 아닌 주주의 등장은 기업 경영에 대한 추가적인 점검을 실시할 것이다. 또한 중국 공기업의 경우 상장으로 인한 커다란 혜택은 기업경영에 관하여 정부로부터 자율성을 증가시킬 수 있다는 점이다. 터키의 경우 상장 이후에는 이사회 1/3 이상을 독립 이사로 선임하도록 되어 있다. 정부가 아닌 주주는 경영을 감독하는 데 있어 더 나은 능력과 인센티브를 가지고 있을 수 있다. 일부 국가의 경우 상장 이전에 정치적으로 선임된 임원이 있었다면 임원진을 선임하기도 한다. 또한 기업 가치와 연동되는 인센티브 보상 패키지의 도입 등을 통해 기업 경영 감독에 대한 인센티브를 강화하기도 한다. 마지막으로 주식시장에서 시민 투자를 장려하기 위한 목적이 있다. 이는 공기업의 특성상 공기업의 주주가 국민이 되도록 하여 공기업의 운영

에 더욱 책임감을 부여하도록 하고 공기업이 창출한 수익을 국민에게 배분하여 공기업 운영의 혜택이 국민에게 직접 돌아가게 할 수 있다는 장점이 있다.

최근 상장이 활발하게 진행 중인 중국, 인도, 뉴질랜드, 폴란드, 터기에 대해 각 국가의 공기업 상장 목표를 정리한 OECD의 보고서를 살펴보면 국가별로 상장의 목표가 차이가 있으며 상장을 통해 여러 가지 목적을 달성하고자 함을 확인할 수 있다. 그러나 시장원리 도입을 통한 성과 향상, 주식시장 활성화, 공기업의 자금 유치, 공기업의 투명성 및 효율성 개선 등은 이들 국가에서 공기업 상장의 공통적인 목표인 것을 알 수 있다.

〈표 II-3〉 5개국 공기업의 상장 목표

상장 목표	중국	인도	뉴질랜드	폴란드	터키
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	○	○	○	○	○
2. 자본시장 발달 /주식시장 활성화	○	○	○	○	○
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		○	○	○	○
4. 공기업의 자금 유치	○	○	○	○	○
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선	○	○	○	○	○
6. 공공지출한도에서 공기업 제외	○		○		
7. 지배구조 수준 향상	○	○			○
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		○	○	○	
9. 기타		○	○		

출처: OECD, 2014, p. 11에서 인용

공기업이 민간기업과 다른 점은 크게 두 가지로 설명할 수 있다. 첫 번째는 공기업은 민간기업보다 공익성 추구하고 같은 이중적·추가적 운영 목표가 존재한다는 것이며 두 번째는 공기업은 상장 이전에는 민간기업과는 전혀 다른 지배구조로 운영되었을 수 있다는 것이다. 따라서 상장 이후 공기업이 겪게 되는 가장 큰 변화는 수익성을 추구하는 가운데 기존의 공익성 목표를 어떻게 조화시킬 수 있는지와 상장 이후 지배구조의 변화이다.

〈표 II-4〉 상장공기업과 정부 100% 소유 공기업의 지배구조 비교

지배구조 특징	상장공기업	정부 100% 소유 공기업
상업/비상업 목표 간 균형	<ul style="list-style-type: none"> - 주주가치 극대화에 초점 - 수익성 추구하는 소액주주와 사회적/정치적 목표를 따르는 정부가 충돌할 잠재적 갈등 존재 	<ul style="list-style-type: none"> - 공익성 목표와 수익 극대화를 동시에 추구하는 DBL(double bottom line)기업
이사회와 경영진 선택 및 계약	<ul style="list-style-type: none"> - 이사회 독립성은 CEO를 모니터링 하는 것에 주요역할로서 작용하는 추진력임 - 모든 주주의 이익을 위해 행동함 - 정부와 균형을 잡을 수 있음(하지만 여전히 정부가 대주주로서 이사를 선임할 위험 있음) - 전문성 보유한 이사와 경영진은 경쟁을 거쳐 선택됨 	<ul style="list-style-type: none"> - 이사회는 정부 임명 이사와 독립적인 사외이사 모두 포함 - 성과지향적 이사회와 반대로 정부의 정치적 간섭과 정책 순응 가능성
투명성, 책임, 정보공개	<ul style="list-style-type: none"> - 주식시장 상장요건과 증권법을 따름 - 국제적으로 합의된 방법에 따른 회계기준 적용 - 외부감사에 따름 - 공기업도 예외없음 	<ul style="list-style-type: none"> - 잠재적으로 모니터링할 인센티브가 더 약함 - 구분회계가 부족하기 때문에 정보가 불완전함
성과 및 위험	<ul style="list-style-type: none"> - 주가와 재무비율이 성과지표임 - 단기적으로 더 위험한 프로젝트에 투자함 - 여전히 정부의 지지가 암묵적/명시적 보증을 보장함 	<ul style="list-style-type: none"> - 연성예산제약 뿐 아니라, 공공지출 제한도 받음 - 장기적으로 더 위험을 기피함
인센티브 기반의 성과	<ul style="list-style-type: none"> - 스톡옵션과 함께 실적에 따른 연봉 계약 	<ul style="list-style-type: none"> - 인센티브 영향력 낮음

출처: Pargendler et al.(2013), OECD, 2004, p. 13에서 재인용

상장은 공기업의 지배구조와 성과에 많은 영향을 발생시키는 것으로 알려져 있다. 이는 상장에 따른 독립적인 이사회 운영과 같은 변화가 효과적으로 경영의 질적 성과를 향상시키고 운영 효율성을 제고시키기 때문이다. 상장 이후에 상장 요건을 맞추기 위해 경영진과 이사회 구성이 바뀔 수 있으며, 정부 이외의 주주가 많아져서 이로 인해 이사회 구성이 변경될 수 있는데 특히 이전에는 정부가 선임하던 이사가 정부와 독립적인 이사로 변경될 수 있다. 대부분의 상장공기업에서는 전문성에 기반하여 추천된 기관장(CEO)을 주주총회에서 승인하며 기관장은 기관의 성과에 따라 보수를 받게 된다. 인센티브에 기반한 보상체계는 기관장의 운영 독립성을 제고할 수 있고 정부의 상시적인 경영 간섭에 대해 기관 운영의 독립성을 제고할 수 있

는 방법이다. OECD는 상장에 따른 지배구조와 형태변화가 공기업 성과에 영향이 미치는 분야로 상업성 지향, 자금 및 투자 접근성 향상, 이사회 독립성, 공공적 목표 편중 완화, 투명성 및 정보공개, 기업의 사회적 책임, 국가 영향력의 일곱 가지로 분류하고 있다(OECD, 2014).¹³⁾

첫 번째는 상업성 목표를 지향하는 정도이다. 공기업은 민간기업과 달리 정부정책을 수행하거나 공익성 사업 수행이라는 목표를 병행하는 경우가 많다. 따라서 상장 이후에 상업성 활동에 대한 보장을 위하여 이사회에 책임을 부여하는 등의 방법을 활용하기도 한다. 두 번째는 자금 및 투자 접근성 향상이다. 상장 이전에는 정부의 출자와 지원 및 보조금, 외부 차입 등이 자금 조달의 주된 방법이었으나 상장 이후에는 자본시장의 민간자금을 추가로 조달할 수 있게 되어 자금조달 및 투자에 유연성이 향상될 수 있다. 세 번째는 이사회 독립성이다. 독립적인 이사회를 구성함으로써 정부의 간섭을 줄일 수 있고 경영에 대한 감독을 강화할 수 있다. 최근의 연구는 정치적으로 연결된 공기업은 선진국과 개발도상국의 상장기업에서도 흔히 볼 수 있으며 전략적 산업 분야와 민영화의 지분이 이슈가 되는 상장기업, 법적 독립이 취약한 지역에서 많이 찾아볼 수 있다고 발표하였다. 정치적 연결은 정치인이나 관료를 공기업의 핵심 직위에 선임함으로써 이루어진다. 상당수 국가에서는 경쟁력이 있는 임원을 선임할 수 있는 절차들을 고안해내고 있으며 이사회 구성에서 정부 임명 이사와 균형을 맞추기 위한 독립적인 이사의 수에 최소 의무 규정을 두기도 한다. 네 번째는 공공적 목표 편중 완화이다. 대부분의 공기업이 상장 이전에는 공익성을 목표로 하는 사업을 추구하였으나 상장 이후에는 공익성 사업을 수행하는 데에 차이가 발생할 수 있다. 이는 정부 이외의 다양한 주주가 생기게 되고, 소액주주의 경우 상장공기업의 수익성이 저해되는 공익성 사업에 대해 선호하지 않기 때문이다. 따라서 상장 이전에 공기업에서 수행하던 비상업성 사업들이 상장 이후에는 축소되거나 또는 시행된다 하더라도 명시적으로 사업수행 비용에 대해 정부

13) OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014, pp. 20~26

에서 지불할 것을 요청하기도 한다. 다섯 번째는 투명성 및 정보공개와 관련된 영향이다. 상장으로 인한 영향이 가장 명확하고 급속히 나타나는 분야가 바로 투명성 및 정보공개이다. 「주식거래법」은 기업에 관한 적시 정보공개를 위한 정보공시와 감사보고서의 작성을 의무화하고 있으며 「상법」은 경영자와 지배주주와 특수 관계가 있는 대상에 대한 거래를 제한하고 있다. 여섯 번째는 기업의 사회적 책임에 대한 접근이 달라질 수 있다는 것이다. 상장 자체가 기업의 사회적 책임에 대해 법적 혹은 제도적 의무를 부여하지 않지만 상장기업은 기업의 사회적 책임과 관련된 활동에 적극적으로 임하고 이를 공시나 사회적 책임 보고서 발행 등을 통해 활발하게 알림으로써 기업 이미지를 제고하는 데 활용하려는 인센티브가 커지게 된다.

일곱 번째는 상장 이후 정부의 영향력을 행사하는 방법의 변화와 영향력 수준의 변동이다. 정부가 공기업을 완전 민영화하지 않고 상장함으로써 정부의 지분을 유지하는 가장 큰 목적은 정부의 영향력을 유지하기 위해서이다. 그러나 정부가 100% 지분을 가지고 있을 때는 직접적인 감독과 규제를 활용하지만, 상장을 통해 정부 지분이 축소되고 정부 이외의 주주가 생기므로써 정부의 직접적인 영향력 행사는 변화하게 된다. 정부는 최대주주 혹은 지배주주의 역할을 통해 간접적인 영향력 행사가 더 많아질 수 있다. 이사의 선임 등에 참여하거나 기업 경영 정보에 대한 우선적인 접근 등과 같은 간접적인 영향력 행사 방법이 대표적이다. 그러나 상장과 민간 투자자의 존재 자체가 정부의 이해관계와 정치적 영향력으로부터 독립적인 운영을 보장할 수 있는 것은 아니다. 그러나 상장 이후에 발생하는 소액주주를 대변하는 이사회 구성, 전문성 있는 경영, 상장기업의 의무와 증권거래법에 대한 준수, 투명한 재무성과 보고 등과 같은 지배구조의 변화는 결과적으로 정부의 간섭을 약화시키는 데 기여하고 있다(OECD, 2014).¹⁴⁾

최근 상장이 활발하게 이루어지는 중국, 인도, 뉴질랜드, 폴란드, 터키에 대하여 상장으로 인한 변화가 발생한 분야를 분석한 결과, 아래 표에서 보

14) OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014, pp. 20~26

는 바와 같이 모든 국가에 공통적으로 변화가 발생한 분야는 자금 및 투자 접근성이었다. 상장을 통한 외부 자금의 유입은 상장으로 인한 직접적이고 공통적인 효과라고 볼 수 있는 것이다. 그 다음으로 변화가 많이 일어나는 분야는 투명성 및 정보공개이다. 상장을 하지 않더라도 상장 수준의 공시와 회계기준을 적용하는 뉴질랜드의 경우에는 변화가 없었지만, 그 외 국가에서는 상장이 기업의 투명성과 정보공개에 변화를 가져온 것으로 나타났다. 상장 이전에 수행하던 공공성 목표에 대해서는 뉴질랜드만이 변화가 발생하였다고 응답하였고 그 외 국가는 여전히 동일한 공공성 목표를 수행하고 있음을 알 수 있다. 정부의 영향력에 대하여 중국과 폴란드는 전혀 변화가 없다고 답하였으며 인도와 터키는 약한 변화, 뉴질랜드는 큰 변화가 발생하였다고 응답하여 국가별로 상장 이후 정부와의 관계 변화는 국가별로 다르게 일어나고 있음을 확인하였다.

이상의 결과에서 보듯이 상장 이후 상장공기업이 겪는 변화는 국가의 공기업 운영 목적과 관리 특성에 따라 모두 다르게 나타나고 있음을 알 수 있다. 상장을 통해 변화가 예상되는 모든 분야에서 실질적인 변화가 발생하는 것은 아니며, 이는 정부가 상장공기업에 지배력을 행사하려는 의지와 방법에 따라 달라질 수 있다. 상장으로 인해 공기업의 상업성 지향은 커졌지만 공공성 목표 역시 여전히 수행이 필요하며 정부 영향력도 여전히 존재한다. 그러나 지배구조의 향상과 투명성 및 정보공개 확대, 이사회 독립성 제고 등을 통해 정부의 영향력은 보다 간접적으로 행사될 가능성이 크다.

〈표 II-5〉 상장으로 인한 공기업 지배구조 및 성과의 변화

변화 분야	중국	인도	뉴질랜드	폴란드	터키
1. 상업성 지향	○	○		○	
2. 자금 및 투자 접근성 향상	○	○	○	○	○
3. 이사회 독립성	○	○			○
4. 공공성 목표			○		
5. 투명성 및 정보공개	○	○		○	○
6. 기업의 사회적 책임	○		○		○
7. 정부 영향력		○/×	○		○/×

자료: OECD, 2014, p. 20에서 인용

2. 분석방향

가. 공공기관 상장 동기와 의의

기업의 상장은 효율적인 투자 재원을 확보하기 위해 외부 자본을 조달하는 대표적인 방식으로 채권이나 주식을 발행하고 있으며, 낮은 비용으로 대량의 자본을 조달할 수 있는 가장 효과적인 방식이 상장이다. 이 외에도 상장은 기업경영의 효율화를 촉진하고 투명성을 강화하여 브랜드 이미지를 제고하는 효과도 있는 것으로 논의되고 있다(조영현 외, 2012).¹⁵⁾ 창업자나 대주주의 자본을 회수하거나 자본이득을 실현하기 위해 상장을 활용하는 주요 동기로 인식되고 있다.

민간기업의 상장이 설립자나 대주주의 지분을 매각을 통해 분산시키는 것이라면, 공공기관의 상장은 정부의 지분 중 일부를 민간에게 매각함으로써 소유권이 전환되는 과정으로 진행된다. 공공기관 상장의 동기는 상장의 효과에 대한 논의에서 찾을 수 있다. 무엇보다도 공공기관 상장은 정부 매각 지분을 통한 국가재정 확충에 기여할 수 있다. 이와 함께 공기업에는 자금 확보의 유연성 강화, 재무구조를 개선과 경영효율성 제고를 통한 경쟁력 강화도 상장의 동기이며 긍정적인 효과라고 할 수 있다. 우량 공기업 상장은 자본시장에 활력을 유입하여 증시발전을 견인할 수 있다는 점도 공공기관 상장 결정에 중요한 요인이다. 결과적으로 우량 공공기관의 성장과실을 국민들과 공유한다는 점에서도 상장의 의의를 찾을 수 있다.

공공기관의 상장도 민간기업의 상장과 유사한 사회경제적 효과와 기관 내부의 효과뿐만 아니라 공공적 측면에서 다양한 효과를 기대할 수 있다. 반면, 공공기관을 상장하면, 이에 따른 새로운 부담이 발생하거나 부정적인 측면도 공존하고 있다. 우선 대주주 소유권을 유지하고 있는 정부에게는 관리 위험의 증가와 일반 소액주주의 주주권에 대한 보호 등 상장에 따른 새로운 부담이 발생한다. 상장으로 인한 국가기간산업의 주요산업체에 대한 정부의

15) 조영현, 전용식, 이혜은(2012), 「국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점」, 보험연구원

지배력 및 소유권의 외국자본 잠식우려, 요금인상에 대한 국민들의 우려, 공공기관 종사자들의 반발 등도 공공기관 상장 과정 및 상장 이후 지속적으로 논란이 되고 있다. 이러한 쟁점들은 민영화 과정에서도 논의되고 있는 쟁점들이다. 일반적으로 공공기관의 상장이 민영화의 전 단계로 시장에 보내는 신호로 인식되고 있어 상장에 대한 부정적인 시각도 민영화에 대한 반대 입장과 유사하게 나타나고 있다.

현재 상장 8개 기관들 중 다수는 처음에는 민영화 계획에 따라 상장되었으며, 공공부문이 주식의 51% 이상 소유권을 유지하면서 다른 공공기관들과 동일한 운영관리체계를 적용받고 있다. 본 연구에서는 상장기관으로서의 지위와 운영환경 변화를 고려할 때, 기존 운영관리체계의 일괄적 적용에 따른 문제점과 잠재적 쟁점들을 점검하고 분석한다.

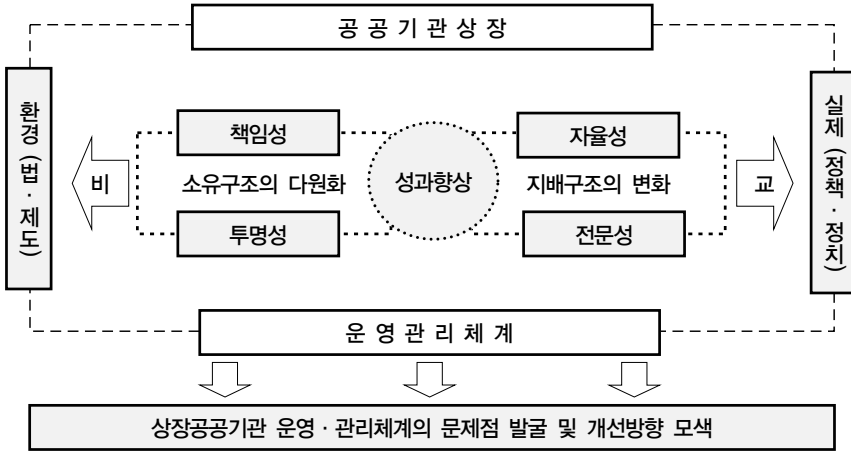
나. 분석의 틀

상장을 위해서는 한국거래소가 정한 유가증권시장 상장심사요건을 충족시켜야 하며, 지배구조 기준 준수 및 경영공시 의무를 수행하여야 한다. 공공기관은 시장의 안정성 확보와 합리적 상장관리를 위한 「상법」, 「자본시장법」, 거래소의 상장규정을 준수하면서, 우선적으로 「공공기관의 운영에 관한 법률」의 적용을 받고 있다. 현재 상장공공기관의 운영과 관리를 위한 적실성 높은 정책방향을 제시하기 위해서는 이들을 둘러싸고 있는 법적·제도적 환경의 변화와 함께 이들의 실제적 적용에 따른 운영 실태를 분석할 필요가 있다. 규범적 관리 및 모니터링 프레임 적용으로 나타나는 실태를 분석함으로써 기존 운영·관리시스템의 문제점과 한계를 발굴하고 개선방향을 제시할 수 있기 때문이다.

일반적으로 상장에 따른 기관의 성과향상을 위해서는 기업운영과 의사결정의 책임성과 과정상의 투명성이 확보되어야 하며, 이를 위해서 운영의 자율성과 전문성이 전제되어야 한다. 따라서, 본 연구에서는 상장으로 인해 촉발된 소유구조의 변화가 상장공공기관을 둘러싼 현재의 법률과 제도적 환경에 따른 실제 운영 실태와 상장의 본질적 기대효과 및 성과 간의 괴리를 추

적하여 상장기관의 성과향상을 제고하기 위한 운영 및 관리체계 개선을 위한 정책방향을 제시하고자 한다.

[그림 II-1] 상장공공기관 법·제도적 환경과 실제



다. 연구방법

본 연구는 2014년 현재 공공기관으로 지정되어 있는 8개 기관 사례를 분석한다. 이들 8개 상장공공기관은 다시 중앙정부가 직접 지분을 소유하고 있는 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 기업은행 등 4개 기관과 지자체나 공공기관이 지분을 보유하고 있는 한전KPS, 한전KDN, 강원랜드, 그랜드코리아레저 등 4개 기관으로도 구분하여 분석하였다. 이는 개별 기관 사례뿐만 아니라, 중앙정부가 직접적으로 기관의 지배주주로서 지위를 공식적으로 확보하고 있는지 여부에 따라 관찰되는 차이를 분석할 필요가 있기 때문이다.

기관별 분석은 상장 추진과정, 상장 과정에서 관찰되었던 갈등 및 정책이슈들을 추적하고, 주주 현황, 주가변화 등을 포함한 재무정보를 활용하였다. 이와 함께 기관별 IR관계자들을 대상으로 심층 인터뷰를 실시하였다.

Ⅲ. 우리나라 상장의 제도적 환경

1. 상장을 위한 법·제도 개요

가. 상장의 의미

증권거래소는 시장에서의 신뢰를 제고하기 위해 일정한 상장심사기준에 따라 거래 가능성을 평가하고, 심사 결과에 따라 주권을 매매할 수 있는 자격을 승인¹⁶⁾하고 있다. 우리나라 역시 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제390조(상장규정)¹⁷⁾을 통해 상장업무를 한국거래소에 포괄적으로 위임하여, 요건을 충족하는 기업이 발행한 주권을 증권거래소 시장에서 자유롭게 매매될 수 있도록 거래와 관리를 위탁하고 있다. 상장의 법적 성격은 거래소와 상장신청법인 간 맺는 ‘상장계약’이라는 사법상 계약이며, 이때 거래소의 규정은 약관의 성격을 가지게 된다.¹⁸⁾

일반적으로 상장(Listing)과 기업공개(Initial Public Offering)은 개념적으로 다소 차이가 있으나, 기업공개는 상장하기 위한 과정이기 때문에 혼용되는 경우가 많다. 기업공개는 일반 투자자들이 해당 회사의 주식을 사고 팔 수 있도록 기업을 공개한다는 의미이며, 상장은 주식시장에서 일반투자자들이 해당 회사의 주식을 매매할 수 있도록 하는 것을 의미한다. 즉, 기업공개는

16) 상장이란 한국거래소가 정한 요건을 충족한 기업이 발행한 주권을 증권시장에서 거래할 수 있도록 허용하는 것일 뿐, 주권의 가치를 보증받는 것은 아님(한국거래소 홈페이지, ‘상장의 정의’ 참조, http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_1/UHPKOR07002_01_01.html, 2014.7.28. 검색)

17) 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』 제390조 제1항. “거래소는 증권시장에 상장할 증권의 심사 및 상장증권의 관리를 위하여 증권상장규정을 정하여야 한다. 이 경우 거래소가 개설·운영하는 둘 이상의 증권시장에 대하여 별도의 상장규정으로 정할 수 있다.” (개정 2013.5.28.)

18) 헌법재판소 전원재판부 2004헌마442 결정요지 및 이유 참조

폐쇄기업(closed company)이 일반투자자를 상대로 주식을 발행·모집(신주 발행, 신주모집)하거나, 대주주가 보유하고 있는 주식 일부를 매도하여 불특정 다수 투자자들에게 주식을 분산(공개매도, 구주매출)시키는 것을 의미한다. 상장은 '기업이 발행한 주식을 유가증권시장에서 자유롭게 매매될 수 있도록 증권거래소에 거래와 관리를 위탁하는 것'을 말한다. 때문에 우량기업들 중 기업공개는 하였으나 상장하지 않는 경우도 있을 수 있다. 기업공개는 소유권을 개방하는 것으로, 기업공개가 이루어지면 공개회사가 되나, 상장은 시장거래를 개시하는 것으로, 상장회사가 된다는 점에서 서로 구별된다.

기업공개와 상장의 핵심은 주식분산과 기업실체 공개를 통한 투명성 제고에 있으며, 기업공개 이후에는 「증권거래법」에 의한 규제를 받게 된다.

〈표 III-1〉 기업공개와 상장의 차이

구 분	기업공개	상장
시 장	발행시장	유통시장
목 적	기업의 자금조달	유가증권의 유통과 투명한 가격형성
규제원칙	공시주의(발행당사자)	규제주의(상장적격성심사)
성 격	주식분산	거래적격 유가증권 선별

상장의 종류는 상장의 성격과 방법에 따라 신규상장, 재상장, 신주상장, 변경상장, 추가상장, 우회상장으로 구분한다.¹⁹⁾ 신규상장은 '기업이 발행한 주권을 증권시장에 최초로 상장'하는 것을 의미한다. 이 때, '상장은 공모 여부에 따라 공모상장과 직상장(유통상장)으로 구분'된다.²⁰⁾ 공모상장은 일반 투자자들을 상대로 공모를 통해 자금을 조달한 후 상장하는 방식이며, 직상장은 이미 분산요건을 충족하는 기업이 공모를 통한 자금조달을 하지 않고 주권을 바로 상장하는 방식이다. 직상장의 경우는 코스닥 상장법인이 공모

19) 한국거래소규정/제도

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_2/UHPKOR07002_01_02.html, 2014.7.28. 검색

20) 한국거래소규정/제도

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_2/UHPKOR07002_01_02.html, 2014.7.28. 검색

없이 시장 이전을 하는 경우에만 인정되고 있다. 상장장은 '상장법인의 분할 또는 분할합병으로 설립된 법인이나, 상장법인간의 합병에 의하여 설립된 법인 또는 상장이 폐지된 후 5년이 경과되지 않은 법인이 발행한 주권을 상장하는 것을 의미한다.²¹⁾

〈표 III-2〉 유가증권 거래소 상장요건(일반회사)

상장요건		일반회사
규모 요건 (모두)	기업규모	• 자기자본 300억원 이상
	상 장 주식 수	• 100만주 이상
분산 요건 (모두)	주식 수	<ul style="list-style-type: none"> • 다음중 하나만 충족하면 됨 ① 일반주주 소유비율 25% 이상 또는 500만주 이상 (다만, 상장예정주식수 5천만주 이상 기업은 상장예정주식 수의 10% 해당 수량) ② 공모주식 수 25% 이상 또는 500만주 이상(다만, 상장예정주식 수 5천만주 이상 기업은 상장예정주식 수의 10% 해당 수량) ③ 자기자본 500억원 이상 법인은 10%이상 공모하고 자기자본에 따라 일정규모이상 주식 발행 <ul style="list-style-type: none"> - 자기자본 500억~1,000억원 또는 기준시가총액 1,000억~2,000억원: 100만주 이상 - 자기자본 1,000억~2,500억원 또는 기준시가총액 2,000억~5,000억원: 200만주 이상 - 자기자본 2,500억원 이상 또는 기준시가총액 5,000억원 이상: 500만주 이상 ④ 국내외동시공모법인은 공모주식수 10% 이상 & 국내공모주식수 100만주이상
		주주 수
	양도제한	• 발행주권에 대한 양도제한이 없을 것
경영 성과 요건 (택1)	매출액 및 이익 등	<ul style="list-style-type: none"> • 최근 매출액 1,000억원 이상 및 3년 평균 700억원 이상 • 최근 사업연도에 영업이익, 법인세차감전계속 사업이익 및 당기순이익 각각 실현 • 다음 중 하나를 충족하면 됨 <ul style="list-style-type: none"> ① ROE: 최근 5% & 3년 합계 10% 이상 ② 이익액: 최근 30억원 & 3년 합계 60억원 이상 ③ 자기자본1천억원 이상 법인: 최근 ROE 3% 또는 이익액 50억원 이상이고 영업현금흐름이 양(+)일 것

21) 한국거래소규정/제도

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_2/UHPKOR07002_01_02.html, 2014. 7. 28. 검색

〈표 III-2〉의 계속

상장요건		일반회사
	매출액 및 기준시가 총액	<ul style="list-style-type: none"> • 최근 매출액 2,000억원 이상 & • 기준시가총액 4,000억원 이상 * 기준시가총액=공모가격×상장예정수식 수 (시장이전기업 또는 2차상장 외국기업의 경우 증권시장 시세)
안정성 및 건전성 요건	영업활동 기 간	설립후 3년 이상 경과 & 지속적인 영업활동 (합병 등이 있는 경우 실질적인 영업활동기간 고려)
	감 사 의 견	최근적정, 직전 2년 적정 또는 한정(감사범위 제한에 따른 한정 의견 제외)
	매각 제한 (보호 예수)	<ul style="list-style-type: none"> • 최대주주등 소유주식 & 상장예비심사 신청 전 1년 이내 최대주주 등으로 부터 양수한 주식: 상장 후 6월간 • 상장예비심사 신청 전 1년 이내 제3자 배정 신주: 발행일로부터 1년간, 단, 그날이 상장일로부터 6월 이내인 경우에는 상장 후 6월간

자료: 한국거래소 홈페이지 인용.

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_2/m7_2_2_1/UHPKOR07002_02_01_01.html, 2014.7.28, 검색

신주상장이란 이미 상장된 법인이 증자, 합병, 전환사채 또는 신주인수권 부사채를 소유한 자의 권리행사 등으로 인하여 새로이 발행한 주권을 상장하는 것을 말하며, 상호, 종류, 액면금액 등 주권의 기재 내용 변경에 따라 새로운 주권을 교체 발행하여 상장하는 것을 변경상장이라고 한다. 추가상장은 상장기업이 자본금, 사채액, 신탁원본액 등의 증가로 이미 상장된 증권과 같은 종류의 증권을 새로이 발행하는 것을 의미하며, 우회상장은 합병, 주식의 포괄적 교환, 영업 또는 자산의 양수, 현물출자 등과 관련하여 상장기업의 경영권이 변동되고 주권 비상장기업의 지분증권이 상장되는 효과를 갖는 것을 의미한다.

일반기업의 상장을 위해서는 크게 (1)규모요건, (2)분산요건, (3)경영성과요건, (4)안정성 및 건전성 요건 등을 충족시켜야 한다. 하지만 ‘공공기관을 상장하는 경우에는 특례를 적용하여 공공법인이나 민영화 대상 공기업은 양도제한 요건만을 적용하고, 공공기관, 특수법인은 분산요건, 양도제한 요건만을 적용’하고 있다.²²⁾ 규모나 경영성과요건 등 주요 상장요건의 적용이 면

22) 한국거래소, 「유가증권시장 상장규정」(일부개정 2014.10.1.) 제31조 1항 ‘공공적법인 등과 지주회사에 대한 특례’ 참고

제가 가능하도록 하고 있어 공공기관 상장에 대한 정책적 의사결정이 확정 되면 신속하게 진행될 수 있도록 하고 있는 것이 특징이다.

나. 상장 진흥제도

일반기업에 대해서도 상장을 확대하기 위해 정부는 비상장기업에 비해 상장기업이 누릴 수 있는 법적 혜택을 제공하고 있다. 우선 상장기업은 비상장기업 대비 신주모집 절차가 간소하도록 하고 있다.²³⁾ 비상장기업은 주식 교환, 주식이전, 신기술 도입 및 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적달성을 위한 경우에 한해 주주 이외의 자에게 신주를 배정할 수 있는 데 반해, 상장기업은 이사회 의결을 거쳐 기존 주주들의 신주인수권을 배제하고 불특정 잠재 주주들을 대상으로 신주를 공개모집할 수 있도록 하고 있다.²⁴⁾

차등의결권 주식제도에 따라 의결권이 없는 주식의 발행은 주식 총수의 1/4(25%)를 넘을 수 없게 규제하고 있으나, 의결권 없는 주식의 발행특(자본시장법 제 165조의 15)²⁵⁾에 따라 상장기업은 50%를 한도로 하고 있다. 이와 함께 주식배당에도 특례를 적용받고 있다(자본시장법 제 165조의 13).²⁶⁾ 비상장기업은 배당가능 이익액의 50%를 초과하여 주식배당을 할 수 없으나, 상장기업은 배당가능 이익총액에 상당하는 금액(100%)까지 주식배당이 가능하도록 하고 있다.

비상장기업 대비 간소한 주주총회 소집절차도 상장확대를 위한 법적 유인이 되고 있다(「상법」 제542조의 4).²⁷⁾ 비상장기업의 주주총회 소집통지는 개별

23) 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 19~20

24) 정관이 정하고 있는 바에 따라 이사회 의결을 거쳐 불특정 다수인 상대 신주 모집할 수 있음. 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」

25) 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 19~20

26) 한국거래소 홈페이지

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_3/UHPKOR07002_01_03.html 참조, 2014.7.28. 검색

27) 한국거래소 홈페이지

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_3/UHPKOR07002_01_03.html 참조, 2014.7.28. 검색

주주에게 서면으로 하게 되어 있으나, 상장기업은 발행주식 총수 1% 이하 소유 주주에 대해서는 정관이 정하는 바에 따라 주총일 2주 전에 2개 이상의 일간신문에 각각 2회 이상 공고함으로써 같음할 수 있도록 정하고 있다.

이 밖에도 상장을 유도하기 위해 우량기업 요건²⁸⁾에 해당하는 기업에 대해서는 질적심사 중 기업의 계속성 심사를 면제하여 상장심사 기간을 45일에서 20일로 단축시켜주는 상장심사 간소화 특례제도를 도입하고 있다. 그 외 코스닥 상장심사의 경우 벤처기업 또는 이노비즈기업으로서 전문평가기관으로부터 A등급 이상 기술평가등급을 취득하는 경우에는 상장예비심사시 수익성 요건 등에 대한 특례를 적용해 주는 ‘기술성장기업 상장특례’제도 등이 있다.²⁹⁾

세제측면에서도 상장을 유인하는 제도적 환경을 갖추고 있다. 주식양도소득세 비과세(「소득세법」 제94조 및 동법시행령 제157조 4)³⁰⁾에 따르면, 비상장기업의 주주는 주식의 양도차익에 대해 10~30%의 주식양도소득세를 납부해야 하나, 상장기업의 주주는 대주주³¹⁾의 거래와 장외 거래를 제외하고는 양도소득세를 면제해 주고 있다. 「상속및증여세법」(제63조 및 동법시행령 제53조)³²⁾에 따르면 비상장기업이 발행한 주식을 상속 또는 증여할 경우 주식 가치는 「상증법」에서 정한 산식으로 평가하나, 상장기업이 발행한 주식은 상속 개시일 또는 증여일 전후 각각 2개월 간 최종시세의 평균액으로 평가하고 있다. 또한, 증권거래세 탄력세율 적용(「상법」 제542조의 6, 제542조의 7)³³⁾을 적용하여 비상장기업의 발행주식을 양도하는 경우 0.5%의 증권거래세율 적용하는 데 반해, 상장기업의 주식은 0.3%(농어촌특별세 0.15%

28) 자기자본 4천억원 + 매출액 7천억원(3년 평균 5천억원) + 이익액 3백억원(매 사업연도 이익실현 및 3년 합계 6백억원)

29) 한국거래소규정/제도
http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_3/m7_2_3_7/UHPKOR07002_03_07.html, 2014.7.28. 검색

30) 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 20~22.

31) 여기서 대주주란 「소득세법」상의 대주주로서 유가증권시장의 경우 발행주식 총수의 3% 이상 또는 시가총액기준 100억원 이상의 주식을 보유한 주주를 의미함

32) 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 20~22.

33) 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 20~22.

포함)의 세율 적용하는 등 상장에 따른 세제적 혜택은 상장유인 요인으로 작용하고 있다.

다. 상장에 따른 손익

1) 상장의 효과

기업은 상장이 완료되면 공개된 자본시장에 편입됨에 따라 자금조달이 용이해지는 등 다양한 효과가 발생한다. 예를 들면, 유상증자뿐만 아니라 해외 DR발행, 전환사채, 교환사채 방식을 활용하여 자금수요 대응을 시도할 수 있다.³⁴⁾ 자금조달의 용이성 확대뿐만 아니라 재무적·경제적 측면에서 구주 매출을 통한 주주의 투자자본 회수 및 자본이익을 실현할 수 있으며, 공모 자금으로 기존 차입금을 상환함으로써 금융비용을 절감할 수 있다. 상장 이후 신용도 상승에 따른 차입이자율 하락과 함께 구조조정을 촉진하는 효과도 기대할 수 있다.

〈표 III-3〉 기업상장의 긍정적 효과

재무적 효과	비재무적 효과
<ul style="list-style-type: none"> • 자금조달의 다양화 및 용이성 강화 • 차입금 상환·이자율 하락에 따른 금융비용 절감 • 주주들의 투자자본 회수 및 자본이익 실현 • 구조조정 촉진 	<ul style="list-style-type: none"> • 대외적 인지도·신용도 상승 • 우리시주를 통한 경제적 이득실현 및 사기진작 • 기업홍보 및 브랜드파워 강화를 통한 우수 인력 유인 • 전문성·투명성 제고를 통한 기업의 질적 성장

자료: 한국거래소(2013), 「2013년 KRX 상장심사 가이드북」, pp. 15~22를 참고하여 표로 재구성.

비재무적인 측면의 효과로는 대외적 기업의 인지도와 신용도 제고에 기여할 수 있다. 상장기업의 주가 현황이 언론 등을 통해 공개되면서 기업의 인지도 상승하며, 국내외 투자자에게 홍보효과를 발생시켜 브랜드이미지와 글

34) 한국거래소 규정/제도

http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_1/m7_2_1_3/UHPKOR07002_01_03.html, 2014. 7. 28. 검색

로벌 시장에서의 영업력을 강화시킬 수 있다. 인지도 상승에 따라 인력채용 시 우수인재 유인가능성이 높아진다. 또한, 상장 시 발생주식의 20%를 우리 사주로 의무배정(「자본시장통합법」)함으로써 주주의 지위를 부여하여 자주적 조직분위기를 활성화시키고, 주가 상승 시 종업원의 경제적 이익실현 기회를 제공하여 사기진작 효과를 기대할 수 있다. 궁극적으로는 상장에 따라 각종 규정의 체계화, 내규 정비, 회계 등 내부통제시스템을 개선함으로써 전문성과 투명성 강화를 통한 기업의 질적 성장을 촉진하여 기업의 지속가능성을 증대하는 점도 상장의 본질적 효과로 간주할 수 있다.

2) 상장의 부담

상장 후 투자자들의 견제와 감시는 전문성과 투명성을 강화하여 경영진의 긴장감을 유지하도록 하여 장기적인 성장환경을 조성하고 있으나, 반면 상장에 따른 부담도 지적되고 있다. 상장 이후 주식이 불특정 다수에게 광범위하게 분산되고 대주주의 지분율이 충분히 높지 않은 경우에는 대주주의 지배력이 약화될 수 있다. 해당 기업의 소유주는 외부로부터의 경영권 위협과 소액투자자들의 경영간섭에 노출될 수 있다. 「상법」 제367조(검사인의 선임)에 따르면, 1% 이상 지분을 소유한 주주는 총회의 소집절차나 결의방법의 적법성을 조사할 목적으로 검사인(檢査人)의 선임 청구가 가능하기 때문에 기업 운영이 투명하지 않을 경우 소액주주의 권리행사로 인해 경영에 간섭을 받을 여지가 있다.

이와 함께 또 다른 부담으로 작용하는 것은 경영공시 의무이다. 상장법인은 금융감독원 전자공시시스템(Data Analysis Retrieval and Transfer System: DART)³⁵⁾을 통해 경영공시를 할 의무를 가진다. 비상장기업의 경우에는 외부감사를 받는 기업에 대해 회계법인이 감사 결과를 담은 외부감사보고서를

35) 금융감독원 전자공시시스템은 상장법인이 금융감독위원회 등 관계기관에 제출하는 신고 또는 보고서 등을 인터넷을 통하여 전자문서로 제출하고 그 내용을 실시간으로 일반인에게 공시함으로써 공시의 신속성과 기업경영의 투명성을 제고하기 위한 종합적인 공시 시스템이다.

공시하지만, 상장기업은 사업 내용과 재무상황, 영업실적 등 기업의 주요 정보를 정기적으로 이해관계자(주주, 채권자, 투자자 등)에게 공시해야 하는 부담을 가지기 때문이다. 이때 공시 의무를 위반하여 불성실공시 법인에 지정될 경우 벌점에 따라 매매거래 정지, 관리종목 지정, 적격성 실질심사 등의 제재를 받게 된다. 정기적 정확한 공시는 상장에 따라 발생하는 기본적 의무가 된다. 이밖에도 배당에 대한 압력, 시장에서의 기업평가 등 직간접적인 환경변화는 상장에 따른 부담으로 작용할 수 있으나, 투자자 보호와 기업가치 제고를 견인하는 제도적 장치로서 의미를 가진다.

3) 상장폐지요건

거래소 시장에 상장된 유가증권이 일정요건을 충족하지 못할 경우 자격이 취소하여 상장을 폐지할 수 있다. 먼저, 12월 결산 상장법인이 결산기 말로부터 90일 이내(3월 31일)까지 사업보고서를 제출하지 않으면 먼저 관리종목으로 지정되며, 이후 법정제출기간인 10일 이내 사업보고서를 미제출하면 상장폐지하도록 하고 있다(한국거래소, 유가증권시장 상장규정(일부개정 2014.10.1.) 제47조 내지 제48조). 이와 함께 외부감사 의견이 의결거절이나 부적정 판정을 받은 경우나 2년 연속으로 감사범위 제한 한정의 감사의견을 받을 경우에도 상장폐지하도록 하고 있다. 자본잠식, 지배구조 미달, 공시 의무 위반, 매출액 미달, 시가총액이 30일 연속 25억원 미만인 경우 상장취소하도록 하고 있다. 즉, 일반투자자들을 보호하기 위해 다양한 기준들을 적용하고 있고, 자본잠식과 매출액과 같이 직간접적으로 재무적 성과를 측정할 수 있는 기준으로 상장폐지 여부를 판단하고 있다.

다만, 공기업의 경우 상장특례 적용 대상으로 경영성과 요건은 제외되고 있기 때문에 일반기업보다 상장이 용이하나, 석탄공사와 같이 자기자본 잠식상태 사례가 발생하고 있고 최근 공기업들의 적자누적, 부채의 심각성 등을 고려할 때 1차적으로 거래시장 제도에 진입 시 기업의 재무성과에 대한 평가가 엄격하게 이루어지지 않는 공기업 상장제도에 대해 신중하게 고민해야 할 것이다.

〈표 III-4〉 상장법인 폐지기준(유가증권시장 상장규정 제48조)

구 분	상 장 폐 지 기 준
정기보고서 미제출	<ul style="list-style-type: none"> ○ 사업보고서 미제출로 관리종목 지정 후 법정 제출기한부터 10일 이내 사업보고서 미제출 ○ 반기·분기보고서 미제출로 관리종목 지정 후 사업·반기·분기보고서 미제출
감사인 의견 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 최근사업연도 감사보고서상 감사의견이 부적정 또는 의견거절인 경우 (연결감사보고서 포함) ○ 2년 연속 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한 한정인 경우
자본잠식	<ul style="list-style-type: none"> ○ 최근사업연도 사업보고서상 자본금 전액 잠식 ○ 자본금 50% 이상 잠식 2년 연속
주식분산 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 일반주주수 200명 미만 2년 연속 ○ 지분율 10% 미만 2년 연속, 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주
거래량 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 2반기 연속 반기 월평균 거래량이 유동주식 수의 1% 미만
지배구조 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 2년 연속 사외이사 수 미달 또는 감사위원회 미설치 등
공시의무 위반	<ul style="list-style-type: none"> ○ 관리종목 지정 후 최근 1년간 누계벌점이 15점 이상 추가 ○ 공시책임자/공시담당자 교체 요구 불응 ○ 관리종목 지정 후 고의, 중과실로 공시의무 위반(상장적격성 실질심사)
매출액 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 2년 연속 매출액 50억원 미만
주가/시가총액 미달	<ul style="list-style-type: none"> ○ 관리종목 지정 후 90일 이내 관리지정사유 미해소
회생절차	<ul style="list-style-type: none"> ○ 회생절차기간, 취소, 불인가 등 ○ 기업의 계속성 등 상장법인으로서의 적격성이 인정되지 않는 경우 (상장적격성 실질심사)
파산신청	<ul style="list-style-type: none"> ○ 법원의 파산선고 결정
기타 즉시퇴출 사유	<ul style="list-style-type: none"> ○ 최종부도 또는 은행거래정지 ○ 법률에 따른 해산사유 발생 ○ 주식양도에 제한을 두는 경우 ○ 당해법인이 지주회사의 완전자회사가 되고 지주회사의 주권이 신규 상장되는 경우 ○ 우회상장시 우회상장 기준 위반
상장적격성 실질심사	<ul style="list-style-type: none"> ○ 주된 영업이 정지된 경우(분기 매출액 5억원 미달) ○ 주권의 상장 또는 상장폐지와 관련한 제출 서류의 내용 중 중요한 사항의 허위 기재 또는 누락내용이 투자자 보호를 위하여 중요하다고 판단되는 경우 ○ 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자 보호 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우 <ul style="list-style-type: none"> • 유상증자나 분할 등이 상장폐지요건을 회피하기 위한 것으로 인정되는 경우 • 당해 법인에게 상당한 규모의 재무적 손실을 가져올 것으로 인정되는 횡령·배임 등과 관련된 공시가 있거나 사실 등이 확인된 경우 • 「외감법」 제13조 제3항(분식회계)의 중대한 위반이 확인된 경우 • 주된 영업이 정지된 경우 • 자본잠식에 따른 상장폐지기준에 해당된 법인이 자구감사보고서를 제출하여 상장폐지사유를 해소한 경우 • 거래소가 투자자보호를 위해 상장폐지가 필요하다고 인정하는 경우

자료: 한국거래소 홈페이지(2014) 유가증권시장 상장심사 상장폐지 인용
http://www.krx.co.kr/m7/m7_2/m7_2_2/m7_2_2_5/UHPKOR07002_02_05.html, 2014.7.28. 검색

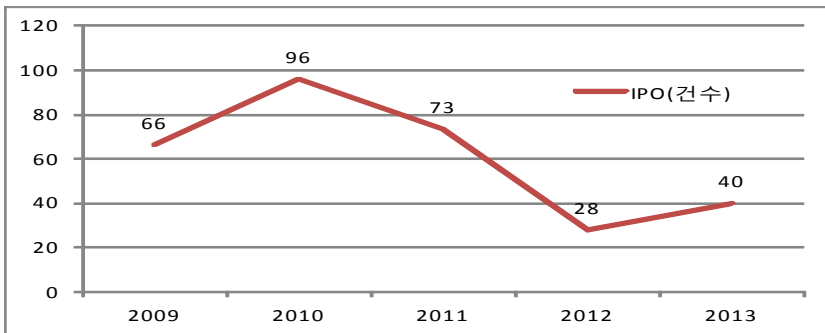
2. 공공기관의 상장

가. 정책적 배경

1) 개요

공공기관 상장의 정책적인 필요성은 일반적으로 국가경제 측면, 자본시장 측면, 공공기관 측면, 그리고 투자자 측면에서 구분하여 제시되고 있다. 우선 정부는 보유하고 있는 지분 가운데 일부를 매각하여 재원을 확보하고 중장기적으로 발생할 수 있는 재정 부담을 축소하여 국가재정운용의 건전성을 제고할 수 있다. 유가증권시장에 우량공기업을 상장하여 유동자금의 산업자금을 통해 공공기관 사업의 투자재원으로 활용함으로써 경기회복 및 경제성장효과를 기대할 수도 있다. 이와 함께 증시발전 및 자본시장 활성화도 견인할 수 있다. 특히 최근 5년간 추이를 살펴보면 기업의 신규상장 감소로 기업의 자금조달 채널로서 자본시장 기능이 크게 위축되어 있는 것이 관찰된다. 2010년 기업공개 규모는 66개에서 2011년 96개까지 늘었으나, 이후 감소하고 있으며, 최근에는 기업공개할 하는 회사규모가 40개까지 감소한 것으로 나타나고 있다. 침체된 자본시장의 전환국면을 모색하기 위한 대안으로 우량 공기업 상장에 대한 관심은 지속적으로 확대될 것으로 예상할 수 있다.

[그림 III-1] 최근 5년간 기업공개 규모



자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND).

<http://kind.krx.co.kr/listinvstg/puboframt.do?method=searchPubofrAmlMain>, 2014.7.28. 검색

투자자의 입장에서는 배당 수익 및 매매 차익 실현을 통해 우량 공기업의 성장 과실을 공유하는 기회를 가질 수 있다는 점에서 공공기관 상장은 정책적 의의를 가진다. 한국전력공사나 민영화된 포항제철 등을 국민주 방식으로 공개 상장한 것도 이러한 취지를 반영한 것이라고 평가할 수 있다.

공공기관에게는 기업의 경쟁력 강화를 위해 재무구조 개선 및 경영 효율성 제고에 대한 인센티브가 강화되며, 자본시장과 주주들을 위한 경영 투명성 제고를 통해 기업 가치와 브랜드이미지를 개선하는 계기를 제공한다는 점에서 정책적 의의를 가진다. 하지만 우리나라 공공기관의 상장경험을 추적하면 정책 취지에 대응하는 일관성 있는 성과를 생산한 것만은 아니다.

2) 전개과정

공공기관 상장은 기관 내부적 비효율성을 제거하고 재무구조를 개선하는 목표로부터 자본시장 발전 및 국가재정 확충과 같은 사회경제적 정책효과를 배경으로 진행되었다. 상기한 바와 같이 다양한 정책효과를 배경으로 하고 있으나, 개념적으로 정책효과를 구분할 수 있을 뿐 시대별, 기관별로 명확하게 차별화시키기에는 한계가 있다. 다만 1980년대 이후 시대적으로 경제 및 정책 환경변화에 따른 상장과정에서 차이가 나타난다.

1980년대 공공기관 상장은 자본시장 발전과 소득 재분배 효과를 기대하고 추진되었다. 1988년 포항제철의 민영화, 1989년 한국전력공사의 상장은 국민주 방식으로 추진되었으며, 이는 국민들에게 우량 공기업의 성장과실을 분배한다는 동기와 함께 주식투자 인구의 저변 확대를 위해 추진된 것이다. 우리사주 조합원과 저소득 계층에게는 실제 공모가보다 할인된 가격으로 매각하여 소득 재분배 효과도 꾀하였다.

1990년대 공공기관 개혁은 1998년 IMF 경제위기 이후 구조조정과 공기업 경영구조 개선을 위해 전문경영인 중심의 책임경영체제를 도입하는 데 집중되었다. 경영구조를 개선하고 효율성을 향상하면서, 종국적으로는 민영화를 추진하기 위한 전 단계로 한국가스공사 등의 상장을 추진하였다.³⁶⁾ 당시 상장되었던 기관에는 한국가스공사, 한국담배인삼공사(현 KT&G), 한국전기통신

공사(현 KT), 한국중공업주식회사(현 두산중공업) 등이 포함되었으며, 한국 가스공사를 제외하고는 모두 민영화되었다. IMF 외환위기로 촉발된 공기업 구조조정의 결과 공기업 매각 수익은 8조 9천억원 수준으로 국가재정에 기여하였다는 평가도 있다.³⁷⁾

〈표 III-5〉 시기별 공공기관 상장의 정책방향

구 분	1980년대	1990년대	2000년대	2000년대 중반이후
주요 방향	민영화 (자본시장 활성화)	민영화 (구조조정)	경영 효율성 제고	민영화 (선진화)

2000년대 노무현 정부에서는 당시 풍부한 시장 유동성으로 인해 기관투자자들의 주식시장에 대한 관심이 지속적으로 증가한 반면, 주식시장 활성화를 견인할 수 있는 IPO는 감소하는 추세가 강하였다. 이에 더해 자사주 매입 확대 등으로 발행주식 대비 유통주식 비율도 감소하였다. 이러한 시장 상황에서 정부는 민영화의 사전 단계로서보다는 주식시장의 수급 불일치를 해결하여 증시를 활성화하고, 이와 함께 공기업 경영 투명성 제고를 위해 공공기관 상장이 추진되었다. 공기업의 경영 투명성 제고와 경쟁력 강화를 위해 한전KPS, 한국지역난방공사, 기은캐피탈 3개사의 상장을 추진하였으나,³⁸⁾ 한국지역난방공사의 경우는 ① 상장을 민영화의 전 단계로 인식하여 열 요금 인상을 우려한 주민들의 반발과, ② 자산을 구성하는 상당액이 주민들이 납부한 공사비 부담금이라는 기형적인 자본구조로 인한 명분부족을 이유로 상장이 2010년까지 지연되었다.

36) 「공기업의 경영구조 개선 및 민영화에 관한 법률」(1997.8.28.).

37) 1999년 당시 공공기관 해외 헐값 매각 등의 논란이 있었으나, 박종구 기획예산처 공공관리단장은 공기업개혁 작업의 성과로 공공기관 구조조정뿐만 아니라, 정부 지분 매각 수익이 국가재정에도 기여하였음을 언급하였다(경향신문, 1999. 12. 14.).

38) 경제정책조정회의 안건(2007.7.30.) '공기업 상장 추진방안', P. 3 참조

2000년대 중반 이후 이명박 정부에서도 2008년부터 6차례에 걸쳐 시장경제 활성화와 선진경제 도약을 위해 공공기관을 민영화, 통폐합, 기능조정 추진을 내용으로 하는 공공기관 선진화 계획을 발표하였으며, 한국전력기술, 그랜드코리아레저, 지역난방공사의 상장을 추진하였다.

나. 공공기관 유형과 상장 현황

1) 공공기관 분류체계

공공기관 운영과 관리의 제도적 근간을 제공하고 있는 「공공기관 운영에 관한 법률(공운법)」은 공공기관을 규모와 수입구조 등 특성에 따라 유형화하고 있다. 기획재정부 장관은 공공기관을 시장형 공기업, 준시장형 공기업, 위탁집행형 준정부기관, 기금관리형 준정부기관, 그리고 기타공공기관으로 구분해 지정하도록 하고 있다. 공공기관 가운데 자체수입 비율이 50% 이상이고 직원 정원이 50인 이상이면서 자산규모가 2조원 이상이고, 자체수입액이 대통령이 정하는 기준(85%) 이상인 공기업은 시장형 공기업으로 지정하고 있으며, 자체수입 비율과 정원요건은 충족시키나 시장형 공기업에 포함되지 않는 공기업은 준시장형 공기업으로 세분하고 있다. 준정부기관은 직원 정원이 50인 이상인 기관 가운데 공기업이 아닌 기관 중에서 지정하며, 이 중에서 「국가재정법」에 따라 기금을 관리하거나 기금의 관리를 위탁받은 기관은 기금관리형 준정부기관으로, 기금관리형이 아닌 기관은 위탁집행형 준정부기관으로 지정된다. 이에 포함되지 않는 공공기관들은 기타공공기관으로 분류하고 있다.

현재 「공운법」 상 지정·분류되어 있는 302개 공공기관(2014년 기준) 중 상장기관인 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 한국전력기술, 한전KPS, 강원랜드, 그랜드코리아레저, 기업은행 등 총 8개 기관은 유형별로 시장형 공기업 3개(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사) 기관, 기타공공기관 5개(한국전력기술, 한전KPS, 강원랜드, 그랜드코리아레저, 중소기업은행) 기관으로 구분된다.³⁹⁾ 즉, 현 관리시스템에는 상장공공기관들에

대한 고려가 반영되어 있지 않는 것을 확인할 수 있다.

더불어 민영화를 궁극적인 목적으로 상장이 추진되었더라도 2000년대 이후 정부소유권이 유지하면서 상장되어 있는 공공기관이 지속적으로 증가하는 현상은 상장공공기관 운영과 관리를 위한 정책방향을 수립하여야 할 필요성을 암시하고 있다.

2) 상장 현황

상장 8개 공공기관 중 한국전력공사와 한국가스공사는 2000년 이전에 상장되었으며, 대부분 공공기관 상장은 2000년대 이후에 진행된 것으로 나타나고 있다. 민영화 계획에 따라 포항제철을 국민주 1호로 매각한 이후, 국민주 2호로 한국전력공사를 1989년도에 상장하였다. 이후 한국가스공사가 상장된 1999년도까지 10여 년간 정부투자기관 중 기업공개는 진행되지 않았다. 초기 공공기관 상장은 민영화 계획에 따라 진행되었고, 이에 따라 주요 공공기관들이 민영화된 사례들이 관찰되고 있다. 최근에 오면서 민영화 계획에 따라 상장되었으나, 상장 이후 민영화보다는 정부가 지배권을 행사할 수 있는 수준의 소유권을 유지하고 있는 것이 일반적인 현상이다.

2000년대 들어서는 코스닥 상장되어 있던 강원랜드(2003년)와 기업은행(2003년)은 거래소로 이전 상장되었으며, 한전KPS 상장은 2007년 경제정책조정회의에서 논의된 공기업 상장 추진방안⁴⁰⁾에 따라 대주주의 한국전력 이사회 의결로 확정되었다. 당시 기은캐피탈, 한국지역난방공사의 상장도 함께 추진되었으나, 기은캐피탈은 기업은행 민영화 논의가 진행되는 과정에서 보류되었으며, 한국지역난방공사의 상장은 기관 내부와 시민들의 반대로 중단되었다. 당시 이들 공공기관들과 함께 발전자회사 중 최초로 남동발전의 상장 등을 검토하였으나, 역시 보류되었다. 그랜드코리아레저와 한국전력

39) 또, 이들 기관의 주무부처별로는 산업부 5개 기관(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 한국전력기술, 한전KPS, 강원랜드), 문화체육부 1개 기관(그랜드코리아레저), 금융위원회 1개 기관(중소기업은행)으로 구분된다.

40) 경제정책조정회의, 「공기업 상장 추진방안」(2007. 7. 30.), pp. 2~4

기술은 공공기관 선진화계획에 따라 2009년에 상장되었으며, 2007년 중단되었던 한국지역난방공사는 2010년에 상장되었다.

〈표 III-6〉 상장공공기관의 설립근거법과 상장근거

기관명	설립	설립근거(법)	상장일	상장근거(규정, 조치 등)
한국전력공사	1961. 07.	한국전력공사법	1989. 08. 10.	(개정)한국전력공사법
한국가스공사	1983. 08.	한국가스공사법	1999. 12. 15.	공기업의 경영구조 개선 및 민영화에 관한 법률(1997)
강원랜드	1998. 06.	폐광지역개발지원에 관한특별법	2003. 09. 04.	거래소 이전상장
기업은행	1961. 08.	중소기업은행법	2003. 12. 24.	거래소 이전상장
한전KPS	1984. 04.	상법 제317조	2007. 12. 14.	공기업 상장 추진방안(2007)
그랜드코리아레저	2005. 09.	문화관광부 카지노 영업 허가	2009. 11. 19.	공공기관 선진화 계획
한국전력기술	1975. 10.	상법 제317조	2009. 12. 14.	공공기관 선진화 계획
지역난방공사	1985. 11.	집단에너지사업법 제29조	2010. 01. 29.	공공기관 선진화 계획

주: 기업은행과 강원랜드는 코스닥을 거쳐 증권거래소에 이전 상장되었으며, 상장일은 증권거래소에 상장된 일자리를 따름

자료: 2013 공공기관 현황편람(KIPF), p. 460, p. 575, p. 608, p. 619, p. 696, p. 724, p. 744를 참고하여 재구성, 각 기관 홈페이지 연혁 참고.

현재(2012년 말 기준) 상장공공기관의 소유구조는 정부를 포함한 공공부문의 지분율이 50%를 넘는 수준을 유지하고 있으며, 대주주로서의 영향력을 유지하고 있다.⁴¹⁾ 4개 기관은 중앙정부가 직접 지분을 소유하고 있으며, 중앙정부를 제외한 지방자치단체와 공공기관 등 공공부문이 대주주의 지위를 가지고 있는 상장기관도 4곳이 존재하고 있다.

41) 민영화특별법인 「공기업의 경영구조개선 및 민영화에 관한 법률」상 민영화는 정부지분이 15% 미만이고, 일반인 지분이 정부 등의 지분을 초과하는 경우로 정하고 있다.

〈표 III-7〉 상장공공기관의 주주구성 현황(2012년 말 기준)

기관명	상장일	현 주주 구성			
		정부	지자체	공공기관	기타
한국전력공사	1989. 08. 10.	21.17%	-	34.88%	43.85%
한국가스공사	1999. 12. 15.	26.86%	9.47%	24.46%	39.21%
강원랜드	2003. 09. 04.	-	14.74%	36.27%	48.99%
기업은행	2003. 12. 24.	53.6%	-	11.1%	35.3%
한전KPS	2007. 12. 14.	-	-	77.68%	22.32%
그랜드코리아레저	2009. 11. 19.	-	-	51%	49%
한국전력기술	2009. 12. 14.	-	-	76.92%	23.08%
지역난방공사	2010. 01. 29.	34.55%	10.37%	30.08%	25.00%

주: 주주 구성은 2012년 결산 기준
 자료: 2013 공공기관 현황편람(KIPF), p. 460, p. 575, p. 608, p. 619, p. 696, p. 724, p. 744를 참고하여 재구성.

대부분 상장공공기관들은 구출매출 방식으로 상장하였으며, 최초 20% 수준에서 매각하였으며, 매각 비중이 큰 기관은 분할하여 매각하기도 하였다.

〈표 III-8〉 상장방식과 공모절차

기관명	상장 방식	상장 당시 공공부문 지분구성			공모·매각 절차
		정부	공공기관	지자체	
한국전력공사	국민주	100%	-	-	정부지분 21% 보급 매각대금 12,724억원
한국가스공사	신주발행 공개매도	50.2%	35.5%	14.3%	신주발행 및 모집 1,200억원 정부지분 300억원
강원랜드	이전상장	8.40%	42.6%	-	코스닥 → 거래소
기업은행	이전상장	77.15%	-	-	코스닥 → 거래소
한전KPS	공개매도	-	100%	-	한전지분 20% 공모(900만주) 매각대금 1,200억원
그랜드 코리아레저	공개매도	-	100%	-	관광공사지분 49%매각 (30% 선매각, 19% 추후매각) 매각대금 약 2,940억원 (선매각 기준 1,800억원)
한국전력기술	공개매도	-	100%	-	한전지분 40% 공모 (20% 선매각, 20% 2012년 매각)
지역난방공사	신주발행	46.1%	39.9%	14.0%	기존 주식 매각 없이 신주 공모 공모규모 약 1,300억원

자료: 해당기관 내부자료(2014)를 참고하여 표로 재구성

다. 상장 관련 쟁점

민영화는 공공기관의 소유권과 지배권을 민간부문에 이전하는 것을 의미하므로 상장과 차이가 있으나 공공기관 상장을 민영화 전 단계로 인식하는 것이 일반적이다. 따라서, 공공기관들이 수익성을 보전하기 위한 큰 폭의 공공요금 상승이 불가피할 것이라는 주장이 제기된다. 이러한 논쟁은 인천국제공항공사 상장 추진과정에서도 나타났으며, 매각과정에서 외국자본의 참여가 클 경우 국부유출논란도 쟁점이 될 소지가 크다.

또한 일반투자자를 중심으로 소유구조가 다원화되면 배당압력의 증대를 예상할 수 있으며, 이는 공공기관의 이윤추구 동기를 강화함에 따라 공공요금의 인상을 촉발할 가능성이 높아진다. 즉, 공공기관의 상업성과 공공성 가치 사이의 긴장과 갈등이 고조될 개연성이 높아지는 것이다.

3. 공공기관 관리시스템

가. 공공기관의 운영에 관한 법률

앞서 기술한 바와 같이 우리나라 공공기관 운영과 관리에 대해 규정하고 있는 「공공기관의 운영에 관한 법률」은 공공기관 관리체계의 패러다임을 크게 변화시켰다. 「공운법」은 공공기관의 경영합리화, 운영의 투명성 강화를 위한 내용을 포함하고 있으며, 기재부와 공공기관운영위원회가 경영감독 및 평가권한을 가지고, 주무부처의 사업 감독권한을 규정하여 책임을 구분하고 있다. 구체적으로는 공공기관의 정관의 기재사항, 이사회 구성, 임원선임, 예산편성, 운영계획 등을 포함한 예산회계 지침, 그리고 경영평가 등에 대한 주요 내용을 담고 있다. 기관의 성격에 따라 유형화하고 있으나, 전반적으로 효율적 관리를 위해 공통적으로 적용되는 정책방향을 담고 있다.

나. 공공요금 정책⁴²⁾

42) 본고의 국내 공공요금 관련 현황설명(pp. 57-61)은 국내 공공요금관련 제도 및 법률을

정부는 경제정책적 측면에서 공공요금 산정에 대한 기준을 제시하고 있으며, 주요 상장공공기관들도 이러한 산정기준에 따라 공공요금 수준을 결정하고 있어 정부의 규제를 받고 있다. 공공요금에 대한 법률 및 제도는 다음과 같이 정리할 수 있다.

1) 관련 법과 제도

공공요금이란 공공서비스 기업(Public Utilities)이 생산하여 공급하는 상품과 서비스에 대하여 정부가 인가·승인 등의 형태로 결정하는 가격을 의미한다(한국조세재정연구원, 2013, p. 1). 공공기관이 공급하는 공공재와 공공서비스의 일부는 시장에서 자유롭게 결정되기도 하지만 대부분이 정부의 인가나 승인 등의 규제하에 있다. 공공요금은 결정주체에 따라 중앙정부가 관리·결정하는 중앙 공공요금과 지방자치단체가 관리·결정하는 지방 공공요금으로 구분된다.

〈표 III-9〉 공공요금의 종류

요금 결정주체		공공요금의 내용
중앙 공공요금(11종) - 중앙정부 관리·결정	산업통상자원부	전기료, 도시가스(도매), 우편료, 열요금
	국토교통부	열차료, 시외버스료, 고속버스료, 도로 통행료, 국제항공요금(인가노선), 상수도(광역, 댐용수)
	방송통신위원회	통신료, 유료방송수신료
지방 공공요금(11종) - 지방자치단체 관리·결정	지하철료, 상수도료(소매), 하수도료, 쓰레기봉투료, 도시가스료(소매), 시내버스료, 택시료, 정화조 청소료, 문화시설 입장료, 공연예술 관람료, 고교납입금	

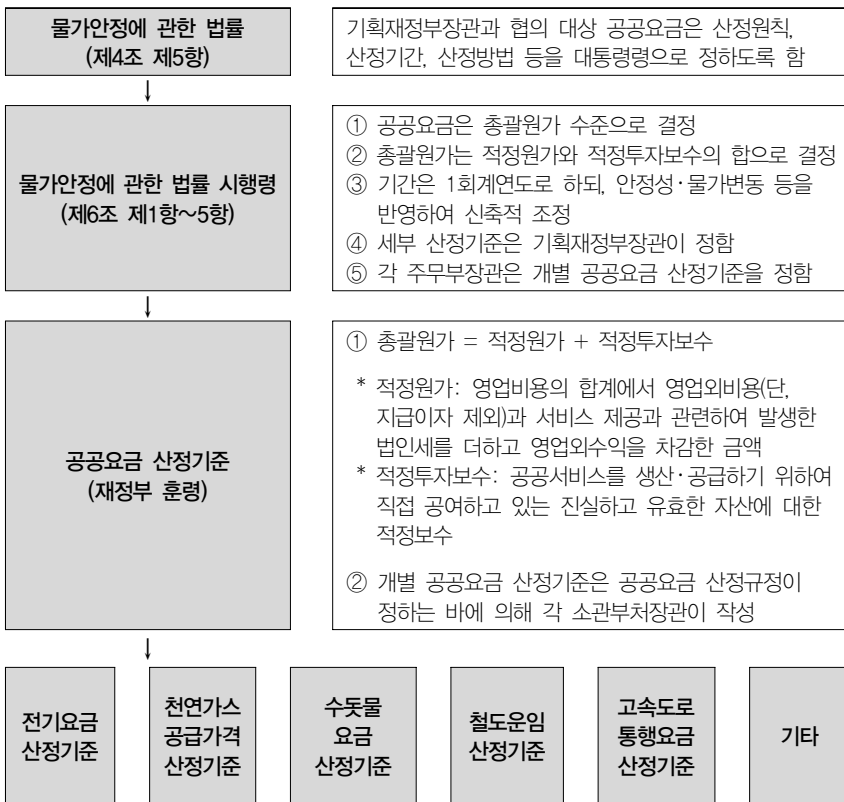
자료: 한국조세재정연구원, 2013, p. 1.

공공요금 규제는 「물가안정에 관한 법률」 제4조 제5항에 근거하고 있으며 공공요금 산정의 원칙과 방법은 「물가안정에 관한 법률」 시행령, 공공요

소개하는 내용으로 한국조세재정연구원 공공기관연구센터(2013) 「공공요금 산정기준 및 결정절차」와 기획재정부(2013) 「공공요금 산정기준」을 발췌하여 요약·정리한 것임

금 산정기준(재정부 훈령)에 구체화 되어 있다. 또한 각 요금별로 산정기준이 존재하는데 전기요금 산정기준, 천연가스 공급가격 산정기준, 수도물요금 산정기준, 철도운임 산정기준, 고속도로 통행요금 산정기준 등이 있다. 개별 공공요금 산정기준은 공공요금 산정규정이 정하는 바에 의해 각 소관부처장관이 작성하도록 하고 있다(기획재정부 보도자료(2012.12.18.), 「공공요금 산정기준 개선 T/F 구성 및 1차 회의 개최」, p. 4 참조).

[그림 III-2] 공공요금 산정기준 관련 법체계



자료: 기획재정부 보도자료, 「공공요금 산정기준 개정 T/F 구성 및 1차 회의 개최」 2012.12.18, p. 4.

공공요금을 결정하는 원칙은 공공서비스를 제공하는 데 소요된 취득원가 기준에 의한 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정되도록 하고 있다.⁴³⁾ 총괄

원가는 적정원가와 적정투자보수의 합으로 결정되며 적정원가는 영업비용의 합계에서 영업외비용(단, 지급이자 제외)과 서비스 제공과 관련하여 발생한 법인세를 더하고 영업외수익을 차감한 금액이며 적정투자보수는 공공서비스를 생산·공급하기 위하여 직접 공여하고 있는 진실하고 유효한 자산에 대한 적정보수를 의미한다.

상장공기업이 제공하는 공공서비스에 대해서도 이러한 공공요금 규제가 적용되는데 한국전력공사의 전기요금, 한국가스공사의 가스요금, 한국지역난방공사의 열요금이 중앙 공공요금에 해당한다. 즉 정부가 직접 지분을 가지고 있는 4개 상장기관 모두 공공요금 규제의 대상인 것이다.

2) 전기요금

전기요금을 산정하는 기본 원칙은 전기공급에 소요된 취득원가 기준에 의한 총괄원가를 보상하는 수준에서 결정하는 것이다. 전기요금 산정을 위한 총괄원가 산정방법은 「전기사업법 시행령」 제7조 제2항에 의거하여 「전기요금 산정을 위한 적정원가 및 적정이윤의 기준 등에 관한 세부사항을 규정한 발전사업 세부허가 기준, 전기요금 산정기준, 전력량계 허용오차 및 전력계통 운영업무에 관한 고시」(산업통상자원부 고시 제2014-82호, 2014.5.21)에 따라 산정하고 있다. 이상의 고시 내용을 정리하면 다음과 같이 요약할 수 있다.

총괄원가는 적정원가와 적정투자보수로 이루어지며 적정원가는 영업비용, 법인세, 영업 외 손익을 포함하고 있다. 이 중에서 영업비용은 매출원가와 판매비, 관리비로 이루어지며 전력구입비용이 매출원가에 포함된다. 따라서 유연탄과 원자력에 과세하는 경우 세금으로 인한 추가비용이 100% 전가된다면 이는 전력구입 비용을 통해 매출원가에 반영되고 결과적으로 총괄원가에 반영된다고 가정할 수 있다.

현재 전기요금은 원가의 변동을 반영하여 총괄원가를 보상하는 수준에서

43) 기획재정부, 「공공요금 산정기준」(2013.5.14. 개정), 2-가.

이루어지는 것을 원칙으로 하고 있으나 전기요금의 변동은 정부와 협의과정을 거쳐 이루어지고, 실제 요금의 변동 시기와 요금의 수준은 상당히 경직되어 있어 총괄원가를 적시에 충분히 반영하고 있다고 보기 어렵기 때문이다.

3) 가스 요금⁴⁴⁾

가스를 공급하기 위한 총괄원가는 재료비와 도매공급비용으로 구성된다. 재료비는 유가와 환율에 따라 변동하기 때문에 원료비 연동제를 시행하고 있으며 「원료비 연동제 시행지침」에 따라 도시가스용은 2개월, 발전용은 1개월마다 산업통상자원부장관의 승인을 거쳐 조정하도록 하고 있다. 도매공급비용은 「천연가스 공급가격 산정기준」에 따라 산정하며 산업통상부장관에게 승인을 신청한다. 산업통상자원부장관은 기획재정부장관과 협의하여 도매공급비용을 승인하도록 하고 있다.

4) 열요금⁴⁵⁾

한국지역난방공사의 지역난방 열요금은 「열요금상한산정기준」(정부고시)에 따라 총괄원가를 근거로 산정하고 있으며 총괄원가는 변동비와 고정비로 구성되며 열요금상한제와 연료비연동제의 적용을 받는다. 산정된 총괄원가는 「집단에너지사업법」에 따라 정부의 신고 수리를 거쳐 시행되도록 하고 있다. 열요금은 자율신고제에 해당하여 총괄원가를 공개할 의무가 없다.

다. 기관의 조직 운영환경

소유권 부처인 기획재정부는 경영 효율성 강화와 낭비를 방지하기 위해 매년 「공기업 및 준정부기관 예산편성지침」을 작성하여 공공기관운영위원회(이하 공운위)의 심의, 의결을 거쳐 확정하고 있다. 「예산편성지침」은 「공운법」 제50조에 근거하여 공운위에서 확정하고 있으며, 이는 공기업, 준정부기

44) 『천연가스 공급가격 산정기준』(2014.6.19. 개정) 발췌요약

45) 『지역난방 열요금 산정기준 및 상한 지정』(2012.7.31. 개정) 발췌요약

관에 직접 적용하고, 기타공공기관은 준용할 수 있도록 하고 있다. 지침에는 인건비, 경비 등 주요 경비의 편성방향, 경상경비의 인상률, 직원의 인건비 인상률 등을 제시하고 있다. 이와 함께 정부는 인력규모와 증원수요에 대한 심사도 수행하고 있다. 이러한 정부의 인력, 조직, 예산 등에 대한 지침은 상장공공기관을 포함한 공기업, 준정부기관에 직접 적용되고 있다.

1) 공공기관 조직 및 인력관리 제도

정부는 공공기관의 효율적인 인력 운영을 위해 정책기제로 정규직 인원을 통제하고 있다. 이러한 인원 점검과 통제도 역시 「공운법」에 근거하여 적용하고 있는 것이다. 매년 기재부는 증원 심의를 통해 공공기관의 인력규모를 관리하고 있다. 「공운법」 제15조(공공기관의 혁신)와 함께 「공기업·준정부기관 경영 및 혁신에 관한 지침」 제16조(조직 및 인력운영의 기본원칙), 그리고 「기타공공기관 혁신에 관한」 지침 제16조(조직 및 인력운영의 기본원칙)는 경영합리화를 위해 조직과 인력을 필요한 최소한도로 운영하도록 명시하고 있으며, 이를 위해 인력증원 협의 및 산정의 기본방향을 규정하고 있다.

〈공공기관의 운영에 관한 법률〉

제15조(공공기관의 혁신) ① 공공기관은 경영효율성 제고 및 공공서비스 품질 개선을 위하여 지속적인 경영혁신을 추진하여야 한다.
 ② 기획재정부장관은 제1항의 규정에 따른 경영혁신을 지원하기 위하여 운영위원회의 심의·의결을 거쳐 관련 지침의 제정, 혁신수준의 진단 등 필요한 조치를 할 수 있다.

〈공기업·준정부기관 경영 및 혁신에 관한 지침〉

제16조(조직·인력운영의 기본원칙) 공기업·준정부기관은 조직·인력 운영에 있어서 다음 각 호의 원칙을 준수하여야 한다.
 1. 경영합리화를 위해 조직과 인력을 필요한 최소한도로 운영
 2. 조직과 인력은 그 업무의 성질과 업무량을 정확히 분석하여 적정규모를 유지하고 원칙적으로 정원과 현원은 일치시켜 운영
 3. 당해 기관의 인적자원이 대국민 서비스 및 핵심 사업 분야에 중점 배분되도록 내부

경영지원 기능을 최대한 효율적으로 운영(예, 자문·고문 인력은 법률·세무 등 전문적 지식이나 경험이 필요한 경우에 한하여 최소한도로 운영)

4. 업무폐지, 자산매각 등의 경우에는 관련 인력을 감축하고, 업무량 변동에 따른 기구인 설이나 확대, 인력증원 소요가 발생하는 경우 원칙적으로 일하는 방식 개선, 업무 프로세스 개선, 정보화, 업무효율화 등을 통한 자체 기능조정 또는 인력의 재배치로 해소
5. 기구 확대와 인력증원은 불가피한 경우를 제외하고는 그 소요를 미리 예측하여 다음 연도 예산에 먼저 반영한 후 예산의 범위 내에서 추진
6. 임금인상 등 처우개선이나 상위직 증원을 목적으로 하는 새로운 직급의 신설이나 유사직급의 운영은 원칙적으로 금지하고, 조직·인력을 확대하고자 하는 경우에는 반드시 이사회의 의결을 거친 후 시행
7. 군입대 휴직자 및 6개월 이상 육아휴직자에 대해서는 현원 계상 시 제외하고 결원 보충이 가능하며, 산전후휴가에 이어 3개월 이상의 육아휴직 시에도 결원보충이 가능(산전후휴가와 육아휴직을 연속하여 사용하는 경우에는 산전후휴가일부터 후임자 보충 가능)

제17조(인력증원 협의 등) ① 공기업은 조직 확대나 인력증원을 하고자 하는 경우(공공기관인 자회사의 조직 확대나 인력증원을 포함한다.) 주무기관의 장을 거쳐 기획재정부장관과 사전협의를 하여야 한다. 다만, 시장형 공기업이 당해연도 기관의 예산에 반영된 총인건비 내에서 추진하는 경우에는 그러하지 아니하다.

② 준정부기관은 조직 확대나 인력증원을 하고자 하는 경우(공공기관인 자회사의 조직 확대나 인력증원을 포함한다.) 주무기관의 장과 사전협의를 하여야 한다. 다만, 정부가 재정을 지원하는 기관으로서 당해연도 기관의 예산에 반영되지 않은 조직 확대나 인력증원의 경우에는 주무기관의 장을 거쳐 기획재정부장관과 사전에 협의하여야 한다.(개정 2008.6.12)

③ 공기업·준정부기관은 조직이나 인력의 변동이 있는 경우 지체 없이 그 변동내역을 별표 서식에 따라 기획재정부에 통보하여야 한다.

제19조(중기인력운영계획의 수립) 공기업·준정부기관은 법 제46조의 규정에 따른 중장기 경영목표, 업무소요의 변화, 대국민서비스 증진 등을 고려하여 매년 3개년 단위의 중기 인력 운영계획을 수립하여야 한다.

제20조(조직 및 경영진단) ① 공기업·준정부기관은 당해 기관의 조직구조·기능·인력에 대해 과학적이고 전문적인 경영 진단을 실시하는 등 조직과 기능의 합리적 운영을 위해 노력하여야 한다.

② 공기업·준정부기관은 경영 진단 결과에 따라 기능개편, 업무프로세스 개선 등을 위해 적극적으로 노력하여야 하며, 불필요한 인력을 감축하는 등 조직·인력 운영을 효율화하여야 한다.

③ 기획재정부장관은 공공기관에 적합한 경영 진단기법을 개발하여 각 기관에 보급하고, 전문인력을 지원할 수 있다.

④ 기획재정부장관은 법 제14조의 규정에 따른 공공기관의 기능조정 등을 위해 주무기관의 장과 협의한 후 공공기관운영위원회의 심의·의결을 거쳐 공공기관에 대한 기능적 정성 점검 및 조치계획을 수립하고 시행한다.

2) 공공기관 인건비 관리제도

조직과 인력에 대한 정부의 통제는 공공기관 근로자들의 인건비 통제와 연계되어 있다. 「공운법」의 「경영지침」에서 공공기관에 대한 정부의 일반적 관리범위에 대해 규정하고 있다. 인력 및 조직에 관한 사항과 마찬가지로 「예산편성지침」에서 총인건비 편성에 대한 가이드라인을 제시하고 있어, 이를 원칙으로 인건비를 지출하고 있다. 구체적으로 매년 기획재정부 공공정책국에서 「예산편성지침」을 마련하고, 지침에서 제시한 가이드라인보다 인건비를 인상하는 것은 금지하고 있다. 재무건전성을 확보하고, 공공요금의 과도한 인상을 예방하고자하는 정책적 함의를 가지고 있으나, 대부분 공공기관에 거의 동일한 수준에서 적용되고 있다.

〈공공기관의 운영에 관한 법률〉

제50조(경영지침) ① 기획재정부장관은 공기업·준정부기관의 운영에 관한 일상적 사항과 관련하여 운영위원회의 심의·의결을 거쳐 다음 각 호의 사항에 관한 지침(이하 "경영지침"이라 한다)을 정하고, 이를 공기업·준정부기관 및 주무기관의 장에게 통보하여야 한다.

1. 조직 운영과 정원·인사 관리에 관한 사항
2. 예산과 자금 운영에 관한 사항
3. 그밖에 공기업·준정부기관의 재무건전성 확보를 위하여 기획재정부장관이 필요하다고 인정하는 사항

② 공기업·준정부기관의 투명하고 공정한 인사운영과 윤리경영 등을 위하여 필요한 경우 소관 정책을 관장하는 관계 행정기관의 장은 제1항의 규정에 따른 경영지침에 관한 의견을 기획재정부장관에게 제시할 수 있다.

〈공기업·준정부기관 경영 및 혁신에 관한 지침〉

제28조(예산 세부지침) 기획재정부장관은 공공기관운영위원회의 심의·의결을 거쳐 공기업·준정부기관의 각 연도 예산의 편성 및 집행, 자금 운영, 재무건전성에 관한 세부지침을 수립하여 시행할 수 있다.

〈공기업·준정부기관 예산편성 지침〉

□ 총인건비의 편성

- 2013년도 총인건비 예산은 2012년도 총인건비 예산의 2.8% 이내에서 증액하여 편성

한다. 다만, 2012년도 1인당 평균임금이 4천 7백만원 이하인 기관은 3.8% 이내, 4천 2백만원 이하인 기관은 4.3% 이내에서 증액하여 편성한다.

- 총인건비 예산은 원칙적으로 2012년 말 정원을 기준으로 편성한다.
- ‘1인당 평균임금’이란 정규직의 총인건비 집행액을 연간 근무 인원(무급 휴직자 등을 제외하고 일할 계산한 인원)으로 나누어 구한 금액을 말한다.
- 총인건비 인상을 적용 시 호봉별 인원변동에 따른 자연증가액은 총인건비에서 제외하여 산정하고 자연감소액은 총인건비에 포함하여 산정한다.
- 공공기관 선진화계획에 의해 기관이 통합되었으나, 통합된 기관 간의 현격한 임금 격차로 통합 이후에도 보수체계를 구분하여 운영하고 있는 경우, 2012년도 1인당 평균임금이 4천 7백만원 이하인 조직*에 대하여는 위 규정의 단서 조항을 적용할 수 있다.
 - * 통합 전 기관에 해당하는 조직이 별도로 구분되는 경우에 한함
- 경영실적 평가 시, 총인건비 인상을 위반한 기관은 인건비 예산 편성 시 인상을 위반 금액만큼 감액하여 편성한다.
- 관계기관과 협의된 2013년도 정원 증원에 해당하는 소요 인건비는 예비비에 계상한다.
- 정-현원 차이에 해당하는 인건비는 예비비에 계상한다.

인건비의 산정이 상장된 기업의 사업성과가 아닌 일반 공공기관에 적용되고 있는 일반적인 기준으로 삼고 있다는 것은 시장에서 활동하고 있는 기업의 사업 동기 및 경영 효율화 동기를 왜곡시킬 수 있는 여지가 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

상장공공기관에 대한 정부의 통제가 지나치게 되면 사업 수행과 경영 효율에 대한 내부적 동기를 왜곡시켜 오히려 기관의 수익성과 효율화 의지를 훼손할 우려도 있기 때문이다.

Ⅳ. 공공기관 상장 사례 분석

: 상장의 쟁점과 변화 분석

정부가 직접 배당받는 공공기관으로는 (1) 한국전력공사, (2) 한국가스공사, (3) 한국지역난방공사, (4)중소기업은행이 있다.

1. 한국전력공사

가. 상장의 배경과 목적

최초의 전력회사는 한성전기회사로 1898년 1월에 설립되었다. 한국전력공사의 전신인 한국전력주식회사는 1961년 발전회사인 조선전업과 배전회사인 경성전기와 남성전기 등 전기 3사의 통합으로 탄생하였다. 1982년 1월 정부가 민간의 주식을 매입하여 한국전력공사로 개편하였고, 그 이후 수익성과 재무구조가 호전되어 매각 대상 기관으로 선정되어 1989년 8월에 상장이 이루어졌다. 한국전력공사는 전력자원의 개발, 발전, 송전, 변전, 배전 및 이와 관련되는 사업을 수행하고 있다.

한국전력공사는 정부의 민영화 정책에 따라 국민주로 상장이 진행되었다. 정부의 민영화 정책은 1968년 1차 민영화, 1980년 2차 민영화, 1987년부터 3차 민영화가 추진되었다. 전두환 정부에서 추진한 3차 민영화는 정부투자기업 중 공공성이 크고 경영실적이 좋아 안정적인 배당이 가능한 한국전력공사, 포항제철, 한국통신, 증권거래소 등 11개 기관을 대상으로 추진되었으며 국민주, 공모방식, 수의계약방식 및 경쟁입찰방식 등 다양한 형태로 추진되었다. 특히 우량 공기업의 주식을 일반 국민에게 매각해 주식투자 인구의 저변을 넓히고 자본시장을 발전시킨다는 목적에서 국민주로 공모가 이루어졌으며⁴⁶⁾ 포항제철이 국민주 1호, 한국전력공사가 국민주 2호로 진행이 되었다. 포항제철은 1988년 정부 지분 34.1%를 공모가 15,000원(할인가

10,500원⁴⁷⁾에 매각하였고, 한전은 1989년 정부 지분 21%인 1억 2천 775만 주를 공모가 13,000원(할인가 9,100원)에 매각하였다. 매각대금은 포항제철이 4,133억원, 한국전력공사가 1만 2,724억원에 해당하였다.

한국전력공사는 정부의 전력산업 구조 개편 계획에 따라 2001년 4월 2일 발전부문을 분할하여 6개 발전 자회사(한국남동발전(주), 한국중부발전(주), 한국서부발전(주), 한국남부발전(주) 한국동서발전(주), 한국수력원자력(주))을 설립하였다.

〈표 IV-1〉 한국전력공사 연혁

시기구분	연도	주요 사건
3사 통합 이전	1898	한성전기회사 설립
	1904	한성전기 콜브란과 합작회사인 한미전기로 체제 전환
	1908	일한와사(주) 설립
	1909	일한와사(주) 콜브란과 한미전기 매수 계약
	1915	일한와사 경성전기(주)로 개칭
	1927	남선전기 설립
	1943	조선전업(주) 설립(조선송전, 부령수력전기, 조선수력전기 1차 통합)
한국전력 주식회사	1961	조선전업, 경성전기, 남선전기 3사 통합으로 한국전력주식회사 발족
	1961	전기사업법 공포
	1981	한국전력주식회사 해산 등기 및 한국전력공사 설립 등기
한국전력 공사	1982	한국전력공사 발족
	1983	정부투자기관관리법 공포
	1989	한전주 국민주 2호로 주식시장 상장 (1989. 8.10.)
	1990	전기사업법 개정 공포
	1994	한전주식, 뉴욕증권거래소에 3억 달러로 최초 상장(1994.10.27.)
독립사업부 분사 시기	2001	발전부문 6개 자회사 분리
	2006	독립사업부 발족
	2009	최초 해외 원전수출(UAE)

자료: 한국전력 홈페이지(<http://cyber.kepco.co.kr/kepco/main.do>) 참고

46) 연합뉴스 2011.7.20.일자 기사, 「20여 년 만에 관심 끄는 포스코·한전 국민주」
<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2011/07/20/0200000000AKR20110720173600008.HTML>

47) 할인가는 우리사주조합원과 저소득 계층에 적용됨

나. 상장 진행과정과 쟁점

1987년 전두환 정부에서 추진한 공기업 민영화 계획의 특징은 분배 형평성 제고 등을 위하여 국민주 방식이 적용되었다는 점이다. 과거 포항제철, 한국전력공사, 국민은행, 외환은행 등 7개 공공기관에 대해 정부가 보유하고 있는 주식 가운데 자기자본 기준 5조원에 해당하는 주식을 5년간 국민주 방식으로 국민들에게 보급하여 지배구조가 특정인에게 집중되지 않게 하여 국민기업으로 육성하고 저소득층에 대한 소득 재분배를 통한 재산 형성을 견인하고자 하였다. 즉, 한국전력공사를 포함한 당시 민영화의 정책방향은 우량 공기업을 국민기업으로 전환하는 것을 강조하고 있었다.⁴⁸⁾

그러나 당시 국민주가 대량으로 시장에 공급된 탓에 주가가 급락해 주가 상승을 통한 소득 재분배의 목표를 달성하지 못했다. 포항제철과 한국전력공사 두 기업의 민영화 및 상장으로 전체 주식시장의 25%가 넘는 물량이 일시적으로 늘어나는 효과로 인해 공급과잉에 따른 주가 하락 뿐만 아니라 주식시장의 전반적인 침체라는 결과가 발생하였다.

국민주 형태의 상장은 지배주주의 형성을 방해하고 정부의 지배권을 유지하는 형태이기 때문에, 정부는 이전보다 상대적으로 소량의 주식을 보유하고도 회사의 지배권을 동일하게 행사하게 하는 문제점이 발생⁴⁹⁾할 수 있다. 그러나 정부소유 기업의 지분을 특정 대기업에 매각하는 것보다는 다수의 국민에게 나누어 매각하는 것에 대한 정치적 수용도는 더 높다고 할 수 있다.

1994년 10월에는 1,500백만주의 증권예탁증서(ADR)를 뉴욕증권거래소에 주식예탁증서(ADR) 방식으로 상장하였다. 포항제철과 한국전력공사는 각각 3억달러씩 모두 6억달러어치의 신주를 발행하여 국내 최초로 미국 뉴욕 증시에 상장된 것이다. 한전 ADR은 2013년 12월 말 기준 6천 4백만ADR(1주는 2ADR에 해당)이 유통되고 있으며 이는 한전 총유통주식 수의 5% 수준에 해당된다.

48) 박정수·박석희(2011), 『공기업 민영화 성과평가 및 향후 과제』, 한국조세연구원, p. 82.

49) 오수근(2008), 『공기업 매각방식의 사례분석과 시사점』, 자유경제원, p. 24.

한국전력공사는 외환위기 이후 추진된 김대중 정부의 공기업 민영화 계획에 다시 단계적 민영화 대상 기관으로 분류되어 포함되었다. 이 계획에서는 발전과 송배전을 분리하여 발전부문부터 조기 민영화를 하도록 추진하고 있다. 구체적으로는 1988년 하반기 중 정부 지분 5% 매각, 전력 직거래 허용 등 전력산업 구조개편안의 확정과 일부 발전설비의 매각 추진 등이 포함된다(박정수, 박석희, 2011).⁵⁰⁾ IMF 경제적 구조조정기에 김대중 정부는 주요 공공기관의 민영화를 통해 정부가 소유하고 있는 지분을 매각하여 발생한 자금으로 금융권 구조조정 과정에서 발생하는 실업대책 대응비용으로 활용하고, 중소기업의 수출 지원을 확대하여 외환위기를 극복하고자 하였다(박정수, 박석희, 2011, p. 98). 한국전력공사의 단계적 민영화 추진실적으로는 1999년 3월에 정부지분에 해당하는 전체 주식의 5%를 해외DR로 발행하였으며, 안양·부천 열병합 발전소를 경쟁입찰로 LG-Caltex에 매각하였다. 2000년 12월에는 전력산업 구조개편과 관련한 법률의 제·개정이 이루어졌고 2001년 4월에는 한전의 발전부문을 6개 발전 자회사를 분할하고 전력거래소와 전기위원회를 설치하였다.

2006년 한국전력공사는 11월 정부 소유 자사 주식 1,890만주를 매입하였다. 자사주 매입자금 마련을 위해 엔화 대 유로화를 50대 50의 비율로 만기 5년, 총 9,627억원 규모의 해외교환사채를 발행하였다.

상장 당시의 쟁점으로는 주주권 행사를 동력자원부와 재무부 중에서 어느 부처에서 할지에 대한 이슈가 있었으며 동력자원부가 재무부 협의로 주주권을 행사하기로 결정되었다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

가) 주주구성

매각 이전에는 정부가 100% 소유하고 있었지만 1989년 상장에서 지분의

50) 박정수·박석희, 『공기업 민영화 성과평가 및 향후과제』, 한국조세연구원, 2011

21%를 국민주 형태로 매각하였다. 1989년 말 주주의 구성은 정부가 77.8%, 농협중앙협동조합이 8.0%, 한국산업은행이 1.2%를 차지하고 있다. 이후 2004년 12월 30일 정부 지분을 산업은행에 매각하여 최대주주가 대한민국 정부에서 산업은행으로 변동되었다. 2009년 10월 28일에 산업은행의 분할로 인한 지분이전으로 최대주주가 산업은행에서 정책금융공사로 변동되었다. 2013년 말 기준 한국전력공사의 주주구성은 최대주주가 한국정책금융공사로 전체 지분의 29.94%, 정부가 21.17%, 국민연금공단이 6.61%, JP 모건이 5.0%, 한국전력공사의 자사주가 2.95%로 구성되어 있다. 한전의 주식 수는 현재 6억 4,196주에 달하며 주주의 수는 29만명에 이른다. 그러나 장기보유 주식의 비율이 높고 1일 거래량이 160만주로 유통량이 적은 특징을 가지고 있다.

〈표 IV-2〉 한국전력공사의 주주구성 변화

(단위: 백만원, 주, %)

	주주명	법정자본금	납입 자본금	주식 수	지분율
상장 이전 (1988)	정부	-	3,041,673	-	100.0
	합계	5,000,000	3,041,673	-	100.0
상장 직후 (1989)	정부	-	2,402,922	480,584,363	79.0
	법인	-	228,984	45,796,735	7.53
	개인	-	282,017	56,403,484	9.27
	우리사주	-	127,750	25,550,055	4.20
	합계	6,000,000	3,041,673	608,334,637	100.0
현재 (2014.9.5)	정부	-	679,586	135,917,118	21.17
	한국정책금융공사	-	960,800	192,159,940	29.94
	국민연금공단	-	199,230	39,845,923	6.21
	자기주식	-	94,650	18,929,995	2.95
	외국인	-	889,235	177,846,965	27.70
	기타	-	386,321	77,264,136	12.03
	합계	6,000,000	3,209,820	641,964,077	100.0

자료 : 한국전력공사 내부자료(2014)

「한국전력공사법」 제4조는 정부가 한국전력공사에 100분의 51 이상을 출자해야 한다고 명시하고 있다. 현재 정부의 직접지분은 21.17%이지만 한국정책금융공사 지분 29.94%가 정부우호지분이므로 두 개를 합하면 51.11%이며, 정부의 지배력을 계속 유지할 수 있는 근거가 되고 있다. 주주총회는 최고의 의사결정기구이며 재무제표의 승인, 이사보수한도 승인, 임원(상임이사, 비상임감사위원) 선임의 승인을 담당하고 있다.

〈표 IV-3〉 한국전력공사의 정부와 공공기관 지분 변동

(단위:%)

	정부지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분	외국인 지분
상장 이전(1988)	100.00	0	0	0	0
상장 직후(1989)	79.00	0	0	21.00	0
현재(2014. 9. 5)	21.17	29.94	0	48.89	27.7

자료: 한국전력공사 내부자료(2014)

나) 이사회

한국전력공사의 이사회는 상장 이전에는 「정부투자관리기본법」에 따라 이사장 및 사장을 포함하여 10명 이내로 구성하도록 되어 있었다. 감사는 의결권은 없으나 이사회에 참석하여 의견을 진술하는 것이 가능하였으며, 이사회는 사장과 감사를 제외하고는 전원 비상임으로 구성되었다. 상장 이후 1999년 「정부투자기관관리기본법」 제정에 따라 상임/비상임 이사 병존체제로 전환하였으며 현재는 이사회가 15명으로 증가하였다. 기관장과 감사를 포함한 상임이사가 7명, 비상임 이사는 비상임 감사위원 2명을 포함하여 총 8명으로 구성되어 있다. 한국전력공사 이사회에서 관료 출신은 기관장을 포함하여 2명이며 정치인 출신은 2명이 포함되어 있다.

감사위원회는 3명으로 상임 감사 1명과 비상임 감사위원 2명으로 구성된다. 상장 이후 한국전력공사의 이사회는 감사위원회 설치, 이사회의 사장 해임 건의권 등으로 이사회의 독립성이 강화되었다고 볼 수 있다.

〈표 IV-4〉 한국전력공사의 이사회 구성 변동

(단위: 명)

	기관장	감사(감사위원회)	상임이사	비상임이사
상장 이전	1	1	2	8
현재(2014. 3)	1	1(3)	7	8

자료: 한국전력공사 내부자료(2014)

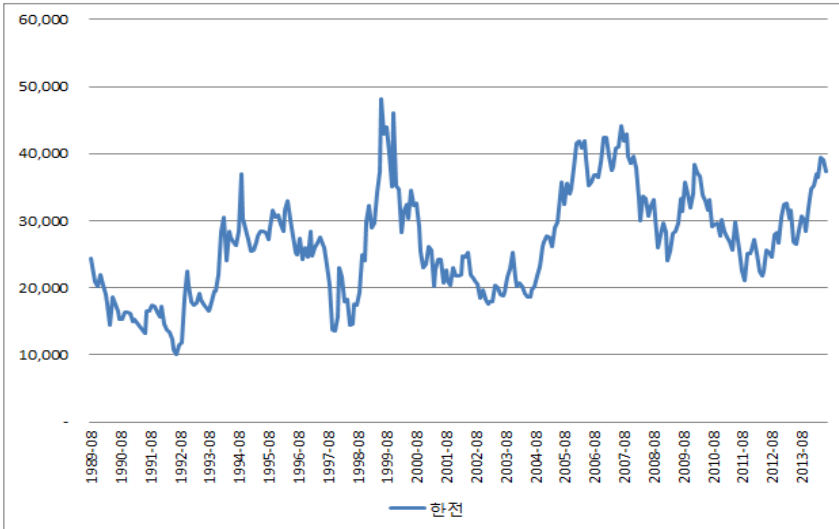
2) 기업 가치와 재무효과

한국전력공사의 1989년 8월 10일 상장당시 공모가는 13,000원이었다. 8월 말 종가는 24,400원으로 상승하였으나 이후 점차 낮아져 1992년 7월 말 종가는 10,100원으로 상장 당시의 공모가보다도 낮게 나타났다. 이후 뉴욕증시 상장이 이루어진 1994년 8월 말 직후인 9월 말에는 37,000원까지 주가가격이 상승하였다. 그러나 이후 주가가격이 하락하였다가 1998년 8월 이후 급등하여 1999년 6월 말 종가는 48,100원까지 상승하여 사상 최고가를 기록하였다. 이후 주가가격은 급락하였다가 2004년 이후 상승세로 변화하여 2006년 12월에서 2007년 1월까지 42,400원까지 상승하였다가 이후 점차 감소와 상승을 반복하여 2014년 6월 말 현재 37,300원으로 가격이 형성되어 있다. 이후 주가가격이 급등하여 2014년 11월 6일 현재 주가가격은 47,700원으로 마감되었다. 시가총액은 상장 당시 1989년에는 공모가 13,000원 기준으로 약 7.9조원, 시초가 23,000원 기준으로 14조원이었으나 2014년 11월 기준 시가총액은 30조 3,328억원으로 두배 이상으로 증가하였다. 한국전력공사는 현재 시가총액 규모로는 유가증권 상장기관 중에서 4위에 해당한다.

한국전력공사의 주가가격 변동을 KOSPI지수의 변동과 비교하여 보면 2008년 이전에는 KOSPI지수의 변동과 비슷한 추세로 한국전력공사의 주가가격이 상승과 하락을 하고 있음을 알 수 있다. 1993년 하반기 이후부터 2002년까지는 한국전력공사의 주가가격이 좀더 높게 형성되어 있었고 2008년 이후에는 KOSPI지수와 상관없이 큰 폭의 하락이 발생하였다가 다시 회복하는 추세를 보이고 있다.

[그림 IV-1] 한국전력공사의 상장 이후 주가변동

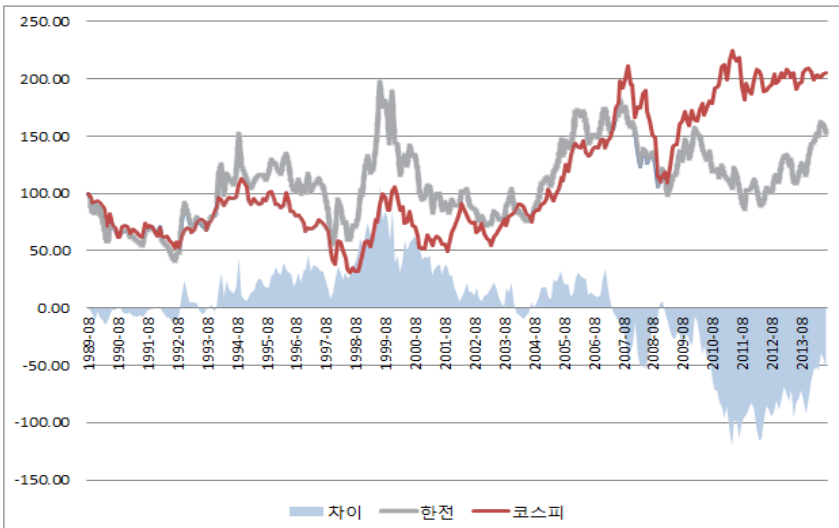
(단위: 원)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

[그림 IV-2] 한국전력공사와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)

(단위: %)

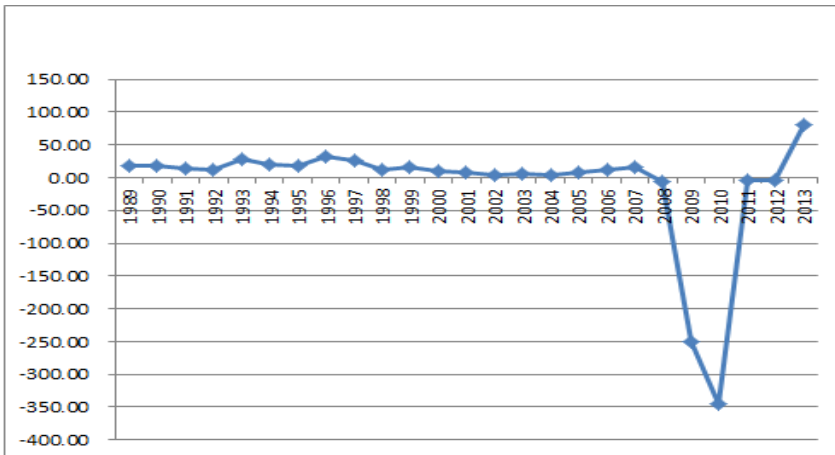


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주가수익비율(Price Earning Ratio: PER)⁵¹⁾은 현재의 주가를 주당 순이익으로 나눈 것으로 주가가 주당 순이익의 몇 배인지를 나타내며 특정 기업이 얻은 순이익 1원을 증권시장이 얼마의 가격으로 평가하고 있는가를 나타낸다. 투자자들은 PER을 사용하여 투자판단의 지표로 많이 사용한다. PER이 높으면 기업이 영업활동을 통해 벌어들인 이익에 비해 주가가 높게 평가되고 있는 것이며, PER이 낮으면 이익에 비해 주가가 낮은 것으로 주가가 시장에서 낮게 평가되고 있음을 의미하며, 이러한 주식의 경우 향후 주가가 상승할 가능성이 크다고 볼 수 있다. 업종별로 차이는 있지만 일반적으로 PER이 10 이하인 경우 저PER주로 분류된다.

한국전력공사의 PER은 증시에 상장된 1989년 17.39로 시작하여 수익성이 안 좋았던 몇 해를 제외하고는 주로 10에서 20사이에 분포한다. 2001년에는 2005년까지는 PER이 10 미만으로 시장에서 낮게 평가되기도 하였다. 적자를 기록했던 2008년부터 2012년까지는 PER이 음의 값을 가지며 2013년에는 81.38을 기록하였다. 상장 이후의 PER값의 변화는 한국전력공사의 주가가 기업의 이익에 비해 시장에 비교적 높게 평가받고 있다고 판단할 수 있다.

[그림 IV-3] 한국전력공사의 주가수익비율(PER)

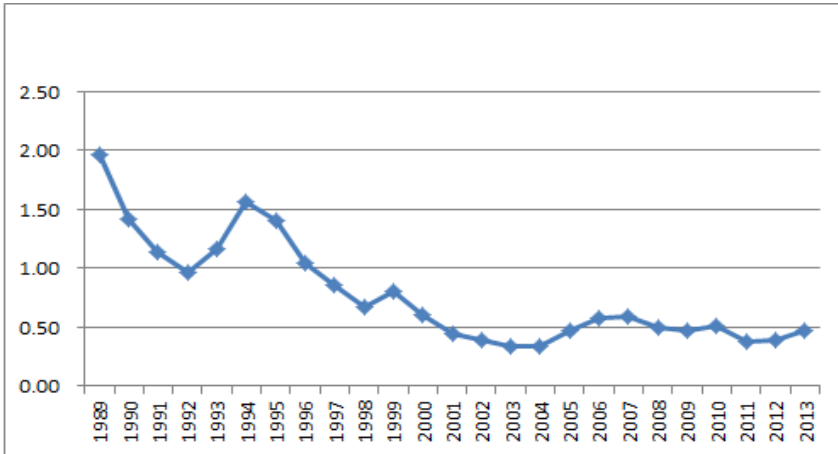


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

51) PER(Price Earning Ratio)=주가/1주당 당기순이익(납세 후)

주가순자산비율(Price Book-value Ratio: PBR)은 주가를 주당 순자산가치로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교하는 수치이다. PBR은 장부상의 가치로 회사가 청산 시 주주가 배당받을 수 있는 자산의 가치를 의미하여, PBR은 재무 내용면에서 주가를 판단하는 척도이다. PBR이 1보다 낮을 경우 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. 한전의 PBR 추이를 살펴보면 상장 직후 1.96이었으나 점차 낮아져 1996년 이후 계속 1 이하로 유지되고 있어 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다.

[그림 IV-4] 한국전력공사의 주가순자산비율(PBR)

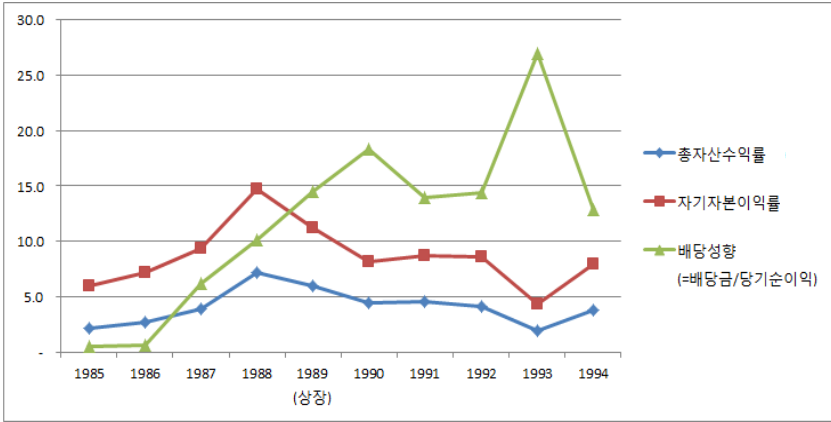


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

상장을 전후한 한국전력공사의 재무상태를 살펴보면 상장 직전 연도인 1988년은 한국전력공사의 재무실적이 당기순익 8,986.5억원, 부채비율 105.4%, 총자산수익률 7.1%, 자기자본수익률 14.7%로 상장 전후 10여 년 중 가장 높은 재무성과를 발생시켰다. 상장 이후에도 재무성과는 높은 수준으로 유지되었으며 이는 상장 직전 연도 1988년을 제외한 그 이전 연도의 재무성과보다 상대적으로 비슷하거나 높은 편이다.

[그림 IV-5] 한국전력공사 수익성과 배당성향 변화

(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

그러나 한국전력공사는 2008년부터 2012년까지 5년 연속 적자를 기록함으로써 총 11조 2,491원의 적자가 발생하였고 5년간 배당을 실시하지 않았다. 이는 이 기간동안 연료비가 급등하였으나 요금인상이 억제되어 연료비 인상분을 따라가지 못함으로 인해 발생한 적자이다. 이 기간동안 주가도 계속 하락하여 2007년 40,789원이던 주가는 2012년에는 25,354원까지 하락하였다. 이는 2007년대비 37.9%가 하락한 것이며 상장 당시 시초가 23,000원과 거의 비슷한 수준이라고 할 수 있다. 한국전력공사는 2013년에는 흑자를 기록하여 2,383억원의 당기순이익을 기록하였으며 배당을 다시 실시하였다.

〈표 IV-5〉 한국전력공사 손실 발생액(2008~2012년)

(단위: 억원, 원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008~2012년 손실합계
당기 순이익	15,568	△ 29,525	△ 777	△ 14,782	△ 3,5141	△ 32,266	95,793
평균 주가	40,789	31,332	30,375	32,983	25,915	25,334	

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주주에 대한 배당은 상장 이후 많이 향상된 것을 확인할 수 있는데 상장 이전에는 공사로 전환한 1981년 이후 배당성향이 0~10.2% 수준이었으나 상장 이후에는 1989년 15.4%를 시작으로 적자발생 이전인 2007년에는 30% 수준에 달했다.

한국전력공사는 국민주 형태로 상장을 하였기 때문에 상장 직후 배당에 있어서 특이한 형태를 유지하였는데 이는 정부 배당보다 정부 이외의 주주에게 더 높은 배당을 지급한 것이다. 배당 직후부터 이러한 배당 형태가 유지되다가 2001년부터는 정부와 정부 이외의 주주에게 동일한 배당을 지급하였다.

〈표 IV-6〉 한국전력공사의 상장 이후 주주별 배당

(단위: %, 억원)

		'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02
액면 배당률	정부	2	2	2	3	1.15	3	7	7	9	11	16
	주주	10	10	10	10	9	9	12	12	12		
배당성향		14.7	26.7	12.8	15.7	16.1	24.8	25.3	20.4	18.6	19.8	16.7
당기순익		7,636	4,194	8,818	9,100	5,975	5,606	11,017	14,679	17,926	17,783	30,598
배당금		1,119	1,119	1,131	1,430	962	1,391	2,786	2,996	3,333	3,514	5,114

자료: 한국전력공사 내부자료를 정리함

〈표 IV-7〉 한국전력공사의 상장 전후의 재무상태 변동

(단위: 억원, %)

	1985	1986	1987	1988	1989 (상장)	1990	1991	1992	1993	1994
자산총계	122,491.8	125,697.8	125,664.9	125,840.3	130,217.7	138,435.2	159,693.2	188,380.7	212,226.5	236,262.0
부채총계	79,829.4	79,010.5	73,536.7	64,560.2	61,493.5	63,877.8	77,261.8	97,558.8	115,169.4	125,740.3
자본총계	42,662.4	46,687.2	52,128.3	61,280.1	68,724.2	74,557.3	82,431.3	90,822.0	97,057.1	110,521.7
지분금	19,926.7	30,416.7	30,416.7	30,416.7	30,416.7	30,416.7	30,416.7	30,416.7	30,416.9	30,789.6
매출액	34,253.4	36,491.7	40,064.0	44,212.3	45,682.5	50,319.4	57,021.6	67,174.9	75,259.8	88,646.0
당기순이익(손실)	2,568.6	3,333.1	4,882.9	8,986.5	7,729.2	6,095.3	7,173.4	7,758.4	4,149.6	8,829.2
평균시가총액 (보통주+우선주)	-	-	-	-	134,414.6	105,465.6	93,975.2	87,286.5	113,403.0	172,381.6
평균 주가	-	-	-	-	22,095	17,337	15,448	14,348	18,642	28,336
배당금	12.9	20.0	304.2	912.5	1,119.3	1,119.3	999.2	1,119.3	1,119.3	1,130.5
현금배당금	12.9	20.0	304.2	912.5	1,119.3	1,119.3	999.2	1,119.3	1,119.3	1,130.5
부채비율	187.1	169.2	141.1	105.4	89.5	85.7	93.7	107.4	118.7	113.8
총자산수익률	2.1	2.7	3.9	7.1	5.9	4.4	4.5	4.1	2.0	3.7
자기자본이익률	6.0	7.1	9.4	14.7	11.2	8.2	8.7	8.5	4.3	8.0
배당성향 (=배당금/당기순이익)	0.5	0.6	6.2	10.2	14.5	18.4	13.9	14.4	27.0	12.8

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

3) 상장 성과 종합

한국전력공사의 상장 목표는 크게 국민주 형태의 상장을 통해 국민에게 기업의 지분을 취득하도록 하고 공기업이 창출한 부를 국민에게 분배한다는 것이었고, 민영화 단계의 일환으로 추진되었기 때문에 시장원리 도입을 통한 성과의 향상을 기대했다고 볼 수 있다. 또한 대형 공기업을 상장시킴으로써 자본시장의 발달과 주식시장의 활성화를 추구했다고 볼 수 있다.

한국전력공사의 상장 이후 제도와 실제 운영의 변화를 살펴보면 이러한 목표가 일부 달성되었으나 일부 달성되지 못한 점도 있다는 것을 알 수 있다. 우선 자금 유치에 있어서 교환사채 등 조달재원의 다양화와 투자자 모집이 용이해졌으며 시장에 의한 기업 감시의 강화로 투명성이 강화되었다. 한국전력공사는 상장 후 거래소 및 금융위원회 감독에 일반 상장기업과 동일하게 공시제도를 운영하고 있으며 기획재정부의 알리오 공시 등을 통한 기업정보 공개로 민간기업보다 추가적인 공시를 실시하고 있어 이전보다 높은 수준의 투명성을 유지할 수 있게 되었다.

자본시장 발달과 주식시장의 활성화는 비슷한 시기에 포항제철과 국민주 형태로 상장을 하게 됨으로써 단기적으로 증권시장에 혼란을 가져오게 되고 주식의 가격도 상장 이후 점차 낮아져 1992년 7월 말 종가는 10,100원으로 상장 당시의 공모가보다도 낮게 나타났다. 이후 장기적으로는 주식 가격이 회복되었으나 상장 초기에는 자본시장의 활성화보다는, 충격으로 다가오는 결과를 가져왔다. 따라서 국민주 형태로 배분하여 국민에게 공기업 운영의 수익을 나누려 하였으나 주식가치의 급락으로 인해 큰 혜택을 나누지는 못하였다. 그러나 장기적으로는 주식 가격이 상승하고 배당도 지급함으로써 자본시장의 발달과 공기업 수익을 주주에게 나누려는 초기의 목적이 일정정도 달성되었다고는 볼 수 있다. 그러나 한국전력공사가 2008년부터 2012년까지 5년 연속 적자를 기록함으로써 주식가치의 하락과 무배당이라는 결과를 가져오게 되어 초기의 목적과는 다른 결과를 가져오기도 하였다.

〈표 IV-8〉 한국전력공사 상장의 목표와 달성 여부

한국전력공사	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	+
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		
4. 공기업의 자금 유치		
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려	++	++
9. 기타(공기업 수익의 분배)	++	+

한국전력공사의 상장으로 인해 변화가 일어난 영역을 OECD의 분류기준을 적용하여 살펴보면 아래 표와 같다. 상장으로 인한 변화가 가장 큰 부분은 기관 운영에 있어 상업성 지향이 제고되었다는 점이며 자금 및 투자 접근성의 향상, 투명성 및 정보공개의 향상으로 볼 수 있다. 증권시장을 통해 새로운 자금 조달이 가능해지고 조달원이 다양해졌으며 상장기관에 요구되는 금융감독원과 한국거래소의 경영공시를 실시하게 됨에 따라 기업의 투명성 및 정보공개 향상이 매우 크다고 할 수 있다. 또한 상업성 지향에 대한 중요도가 커지고 있다는 점도 큰 변화라고 할 수 있으나 이는 이전부터 수행하던 공익성 목표 추구하고 충돌을 가져오기도 한다.

전력산업은 국가기간산업으로서 투자결정과 관련하여 공익성을 우선시하는 정부의 정책에 따라 사업을 이행하고 있기 때문에 공익성 측면에서 큰 변화는 없으나, 상장 이후 상업적 이윤추구 등 투자자의 요구도 동시에 고려해야 하는 측면이 발생하였다. 즉 주주권을 우선시할 경우 공공성이 약화될 우려가 있는 것이다. 반면 국민주로 상장한 만큼 주주가치의 극대화를 위해 노력해야 한다는 의무도 존재하기 때문에 공익목표를 수행하면서 적정 수익을 추구해야 한다는 두 개의 목표를 동시에 추구해야 한다는 변화가 발생하였다.

그러나 한국전력공사는 공익성을 동시에 고려해야 하는 공기업으로서 적정 수익성을 담보하는 요금결정에 대한 제약이 있어 한국전력공사가 자체적으로 요금을 조정할 수 있는 권한이 없고 이는 주주가치를 중시하는 소액주주로부터 불만 등이 제기되는 원인이 되고 있다. 한국전력공사는 2008년부터 2012년까지 5년 연속 적자를 기록하였고 이는 연료비와 전력구입비가 급등한 반면 정부의 공공요금 규제로 원가보상이 충분히 이루어질만큼 인상폭이 충분하지 않았기 때문이다. 이 결과로 한국전력공사는 2011년 8월 상장공기업 최초로 소액주주로부터 피해보상소송을 당하였다.

이사회 독립성 측면에서는 큰 변화가 없는 것으로 보이며 임원의 선임, 임면, 평가 및 이사회 운영 등이 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따라 이루어지고 정부의 영향력이 여전히 크게 작용하고 있어서 이사회 운영의 독립성이 크게 향상되었다고 보기는 어렵다. 정부의 영향력 역시 기관의 운영에 대한 규제와 감독이 상강하지 않은 공기업과 동일하게 이루어지고 있어 정부 영향력의 차이가 발생했다고 보기는 어렵다.

〈표 IV-9〉 한국전력공사의 상장으로 인한 변화

한국전력공사	변화	설 명
1. 상업성 지향	++	보편적 전력공급 의무와 요금규제 등으로 인하여 상업성 지향하는 사업 운영 어려움 소액주주 소송 등으로 인해 수익성과 주주가치 제고에 대한 중요성이 커짐
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	국내 유가증권 시장 뉴욕증시에 상장하여 자금 조달 및 투자 접근성 향상
3. 이사회 독립성 제고		이사의회의 선임은 「공운법」에 따라 하고 있으며 임원의 선임 주요 의사 결정 등에 정부의 영향이 큼
4. 공익성 목표 축소		보편적 전력공급 의무, 저소득층 등에 대한 요금 할인 등 상장 이전에 수행하던 공익성 목표 사업을 여전히 실시
5. 투명성 및 정보공개 확대	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임 제고		상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력 감소		경영 목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼 공기업, 기관장, 상임감사에 대한 경영평가를 정부가 시행하고 있어 정부의 영향력이 여전히 매우 큼

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 수익성 목표와 공익성 목표의 충돌

공기업은 정부의 공익성 목표 달성을 위해 설립되고 운영되는 기관이지만 일단 공기업이 상장되고 소유권이 확대되면 기업의 주주가치의 극대화를 위해 노력할 의무가 발생한다. 특히 한국전력공사와 같이 국민주 형태로 상장되어 공기업의 과실을 국민에게 나누어 줄 목적으로 상장이 된 기관이라면 더더욱 주주가치 제고를 위해 노력을 기울여야 한다. 이를 위해서는 자본이득의 실현과 배당이 적정수준에서 이루어져야 하고 기관의 주시가격은 기관의 재무성과를 직접적으로 반영하고 있기 때문에 일정 수익률 수준을 만족시켜야 한다. 그러나 한국전력공사는 상장 이후에도 대부분의 투자결정이 공익성 목적을 우선시하여 산업부의 협의하에 이루어지고 있으며 공익성 목표의 사업이 상장 이전과 변함 없이 수행되고 있다. 특히 보편적 전력공급 의무와 물가안정 및 산업진흥을 위한 전기요금 규제는 한국전력공사의 수익성을 저해하는 커다란 요인이라고 할 수 있다. 따라서 상장 이전과 같이 상장기업이 수익성을 저해할 만큼 공익성 추구 사업을 수행할 경우 주주가치 극대화라는 상장기업 본연의 목표를 달성하기 어려워진다. 이러한 갈등이 대표적으로 드러난 것이 한전의 소액주주 소송이다.

2) 적자 발생과 소액 주주 소송

한국전력공사는 2008년에서 2012년까지 5년 연속 적자가 발생하여 총 11조 2,491억원의 손실이 발생하였고 주가는 2007년 40,789에서 2012년에는 25,354원으로 37.9%가 하락하였다. 이는 상장 당시 시초가 23,000원과 거의 비슷한 수준이라고 할 수 있으며 이러한 손실은 연료비가 급등하였으나 요금 인상이 공공요금 규제로 인하여 이를 따라잡지 못함으로 인해 발생한 것이다. 5년 연속 대규모 적자의 발생으로 기업 가치는 하락하였고 배당이 실시되지 않아 주주가치는 심하게 훼손되었다. 이러한 배경하에 상장공기업 최초로 소액주주의 손해배상소송이 일어나게 된다.

2011년 8월 한국전력공사의 소액주주 14명은 한국전력공사 전 사장을 상대로 요금을 제때 인상하지 못하였다며 2조 8천억원 상당의 손해배상소송을 청구하였다. 또한 2012년 1월 한국전력공사 소액주주 28명이 정부를 상대로 7조 2천28억원 규모의 손해배상을 청구했다. 소액주주들은 정부가 한전에 전기값을 원가 이하로 유지하도록 해 회사에 손실은 안기면서 주주들의 이익이 훼손됐다는 이유로 소송을 제기했다. 이 외에도 2011년 10월에는 일반 주주의 권리확보를 위해 30명으로 구성된 한전소액주주협의회가 9·15정전 사태와 관련해 한전이 보상금을 지급할 경우, 소송⁵²⁾을 검토하겠다고며 적극적으로 경영진의 의사결정에 의견을 제시하였으며, 이후 소액주주의 주주권 보호에 나서고 있다.

전기요금과 관련된 두 개의 소송은 2012년 10월 소액주주들의 패소로 결론이 났는데 전기요금을 인상하지 않은 데 대하여 한국전력공사 전 사장과 국가의 법적책임을 물을 수 없다는 이유였다.⁵³⁾ 이는 지식경제부가 물가 등을 고려해 정책적 판단으로 전기요금을 산정할 수 있는 권한이 있음을 인정해준 판결이었다.⁵⁴⁾ 그러나 소송이 패소로 판결이 나긴 하였으나 이 소액주주 소송이 남긴 파장은 매우 크다. 상장공기업이 주주권에 대해 고려하지 않고 손해 보는 공익사업을 지속적으로 추구하거나 정부의 영향력 때문에 대규모 손실이 나는 의사결정을 계속할 수는 어렵다는 점이다. 한국전력공사의 전기요금은 2011년 이후 3년간 5차례에 걸쳐 인상되었는데, 2011년 8월 평균 4.9% 인상, 2011년 12월 평균 4.5% 인상, 2012년 8월 평균 4.9% 인상, 2013년 1월 평균 4.0% 인상, 2013년 11월 평균 5.4% 인상이 실시되었다. 이러한 지속적인 요금 조정으로 인하여 한국전력공사는 2013년 결산에서 6년

52) 미디어다음, 2011.10.26. 기사, 「한전 소액주주 빨났다」,
<http://media.daum.net/economic/industry/view.html?cateid=1038&newsid=20111026053715641&p=newsis>.

53) 뉴스핌, 2012.10.5. 기사, 「한전 소액주주, 7조원대 '전기료 소송' 모두 패소」,
<http://newspim.com/view.jsp?newsId=20121005000746>.

54) 머니투데이 방송, 2012.10.5., 「한전 소액주주, 국가 상대 7조원 소송 패소」,
http://news.mtn.co.kr/newscenter/news_viewer.mtn?gidx=2012100516000118511#sthash.iSq8DcbB.dpuf.

만에 흑자로 전환될 수 있었다.

3) 경직된 수익구조

한국전력공사의 수익구조는 비용과 수입구조가 매우 경직되어 있어 기관의 재무성과에 대한 기관의 영향력이 미미하다. 비용 측면에서 살펴보면 비용은 연료비와 전력 구입비가 전체 원가의 80~85%를 차지하고 있어 매우 경직되어 있다. 매출의 대부분은 전기 판매 수입이며 이는 전기 판매량과 전기요금의 수준에 따라 정해진다. 그러나 전기 판매량을 한국전력공사에서 인위적으로 조절할 수 없으며 전기요금 역시 공공요금으로 규제되고 있다. 따라서 경영진의 의사결정을 통해 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 범위가 매우 좁으며 투자결정 역시 정부와 협의하에 이루어지고 있어 기관의 재무성과에 대한 기관의 재량권은 매우 적다고 할 수 있다.

한국전력공사가 연료과 전력을 구매하는 도매시장은 경쟁시장이고 한국전력공사가 전력을 판매하는 소매시장은 규제시장이기 때문에, 연료비가 급상승하거나 원가 상승요인이 발생하면 그대로 도매시장의 전력거래단가에 반영되지만, 소매시장은 전기요금 규제시장이므로 도매시장 가격상승을 전기요금 상승에 제때 적절한 수준으로 반영하기 어렵다는 이슈가 있다.

4) 경영의 자율성 부족

한국전력공사는 상장공기업이지만 기관의 운영과 감독에 대해서는 상법보다 특별법인 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따르고 있다. 「공운법」에 지정된 공공기관은 임원 선임, 예산 편성 및 집행, 인력 및 조직, 경영평가 등을 「공운법」에 따라 실시하게 된다. 특히 예산에 대한 칸막이가 쳐져 있어 예산 간 전용이 어렵고, 인력 증원이나 조직변경에 정부의 승인이 필요하기 때문에 경영환경의 변화에 따라 예산, 인력, 조직을 적시에 전략적으로 활용하기 어렵다. 「공운법」 지정 공공기관에는 시가총액 4위의 상장기업인 한국전력공사와 같은 대규모 공기업에서부터 인원이 10명 이내인 소규모 공공기관까지 다양한 기관이 존재하고 있지만 공공기관의 관리에 있어서는 상

장 여부, 규모, 산업 특성과 같은 기업의 특성이 충분히 반영되지 않고 동일한 방식으로 관리되고 있다. 정부의 공공기관 관리 외에도 공공기관은 국회의 국정감사와 감사원의 감사를 받도록 되어 있고, 주무부처의 감독을 받도록 되어 있어 경영의 자율성이 제한될 여지가 매우 많다.

5) 성과 인센티브의 부족

해외의 경우 상장공기업에서는 임원에게 스톡옵션을 부여하여 기관의 재무성과와 임원의 보수를 연동하도록 하는 경우가 많이 있다. 그러나 우리나라 상장공기업의 경우 기업가치 상승이나 재무성과 향상에 따른 인센티브를 임원의 보수에 직접적으로 연결하지 않고 있어 임원이 기관의 재무성과 향상에 대해 적극적으로 임할 수 있는 동기부여가 크지 않다. 공기업 임원의 보수는 정부의 경영평가 결과에 따라 성과급을 받도록 되어 있으나 정부의 경영평가는 기업의 재무성과 외에 공익성 사업의 이행, 각종 정부 방침 준수 등 다른 요소가 많이 포함되어 있기 때문에 기업가치 제고를 위한 직접적인 인센티브라고 보기는 어렵다. 직원들의 경우에도 우리사주를 보유하고 있긴 하나 상장 당시 우리사주를 일괄 발행한 이후 이를 적극적으로 활용하지 않고 있어 직원들 역시 기업가치의 상승이나 재무성과 제고에 대해 적극적인 인센티브가 활용되지 않고 있다.

2. 한국가스공사

가. 상장의 배경과 목적

1970년대 석유파동 이후 에너지의 안정적인 공급을 위한 에너지 다원화의 일환으로 정부는 LNG(천연액화가스)의 도입을 추진하였고, LNG의 도입 및 판매를 전담하기 위하여 1983년에 「한국가스공사법」(1982)을 근거로 한국가스공사를 설립하였다. 한국가스공사는 해외의 천연가스 생산지로부터 LNG를 도입하여 국내의 발전사 및 도시가스사에 도매로 공급하고 있으며

이에 대한 독점적 지위를 보장받고 있다.

김영삼 정부의 1993년 민영화 계획의 하나로 한국가스공사의 민영화 추진되었으나 민간 지배주주에게 경제력이 집중되는 것에 대한 우려로 인해 김영삼 정부에서는 민영화가 무산되었다(이민정 외, 2009).⁵⁵⁾ 1997년 외환 위기를 계기로 김대중 정부는 공공부문 개혁의 일환으로 공기업의 민영화를 대대적으로 추진하였다. 김대중 정부의 공기업 민영화는 시장경제의 확대와 비효율을 제거한다는 목적 외에도 외환위기와 관련하여 '단기적으로는 대외 신인도를 회복하고 경제위기 극복에 기여하기 위하여 보다 적극적으로 추진' 되었다.⁵⁶⁾ 당시 공기업 26개 중에서 기업적 특성이 강한 포항종합제철, 한국중공업, 한국종합화학, 한국종합기술금융, 국정교과서는 완전하게 민영화하기로 하고, 이밖에 한국전기통신공사, 한국담배인삼공사, 한국전력공사, 한국가스공사 대한송유관공사, 한국지역난방공사는 단계적 민영화를 기본 정책방향으로 결정하였다.⁵⁷⁾ 민영화는 그 정도와 범위에 따라 완전 민영화 대상기관 5개, 단계적 민영화 대상기관 6개로 구분되었으며 한국가스공사는 단계적 민영화 대상에 포함되었다.

〈표 IV-10〉 한국가스공사 연혁

시기 구분	연도	주요 사건
1980년대	1983	한국가스공사 설립
	1987	수도권 도시가스 공급개시
1990년대	1992	전국공급사업 기본계획 수립
	1993	한국가스기술공업(주) 설립
	1995	한국가스해운(주) 설립
	1997	KOLNG 설립
	1997	정부출자기관으로 전환
	1998	한국가스엔지니어링 설립
	1999	증권거래소 상장 (1999. 12. 15.)
	1999	KORAS 설립

55) 이민정·이수연·이호영, 「공기업의 부분 민영화 및 완전 민영화에 관한 사례연구: 한국 가스공사와 KT&G를 중심으로」, 『연세경영연구』, 제46권 제2호, 2009, pp. 245~277.

56) 박정수·박석희(2011), 『공기업 민영화 성과평가 및 향후 과제』, 한국조세연구원, p. 90.

57) 오수근(2008), 『공기업 매각방식의 사례분석과 시사점』, 자유기업원, p. 17.

〈표 IV-10〉의 계속

시기 구분	연도	주요 사건
2000년대 이후	2000	한국가스해운(주) 매각
	2001	한국가스기술공업, 한국가스엔지니어링 합병
	2007	공기관의 운영에 관한 법률에 따라 「시장형 공기업」 지정
	2013	유상증자 실시(7,101억원)

자료: 한국가스공사(KOGAS) 홈페이지(<http://www.kogas.or.kr/>) 참고

나. 상장 진행과정과 쟁점

한국가스공사의 민영화는 1993년 경제개혁정책의 일환으로 추진되었다가 무산되고, 1997년 김대중 정부의 새로운 민영화 계획의 도입과 「공기업의 경영구조개선 및 민영화에 관한 법률」이라는 법적 근거 마련에 따라 한국가스공사의 단계적 민영화가 추진되었다. 초기의 민영화 계획에 의하면 ‘한국가스공사는 전국 배관망이 2002년에 완료되므로 증자 후 단계적 민영화를 추진하기로 결정’되었다.⁵⁸⁾ 구체적으로는 1998년에서 1999년에 2,500억원 규모의 증자를 실시하고 국내외 기업에게 한국가스공사의 지분을 매각하고, 지분의 일부는 국민주 방식으로 매각하는 것이다. ‘1998년에서 2000년 사이에는 배관망 공동이용제 등 경쟁체제 도입 및 민영화 기반을 구축’하여 2002년까지 민영화를 완료하는 것이 초기의 한국가스공사에 대한 민영화 계획이었다.⁵⁹⁾ 그러나 한국가스공사의 상장은 1999년 일반 공모 방식으로 신주 1,200억원과 정부주식 300억원을 매각하여 공적 지분을 61%로 축소하였고 나머지 1,300억원의 증자와 상장은 주식시장의 침체로 인해 연기되었다가 결국에는 유보하기로 결정되었다(이민정 외, 2009).⁶⁰⁾ 51.3%에 달하는 정부와 한국전력공사에 대한 지분 매각 방안을 추가로 마련하여 2002년까지

58) 기획예산위원회 보도자료(1998.7.4.), 「1차 공기업 민영화 계획」; 박정수·박석희(2011), 『공기업 민영화 성과평가 및 향후 과제』, 한국조세연구원, p. 97에서 재인용.

59) 기획예산위원회 보도자료(1998.7.4.), 「1차 공기업 민영화 계획」; 박정수·박석희(2011), 『공기업 민영화 성과평가 및 향후 과제』, 한국조세연구원, p. 97에서 재인용.

60) 이민정·이수연·이호영, 「공기업의 부분 민영화 및 완전 민영화에 관한 사례연구: 한국가스공사와 KT&G를 중심으로」, 『연세경영연구』, 제4권 제2호, 2009, pp. 245-277.

추가로 민영화를 본격적으로 진행하기로 하였다. LNG의 도입과 판매는 한국가스공사에서 독점적으로 이루어지고 있었으나 상장 이전에 가스산업에 대한 경쟁체제를 도입하는 것이 필요하다고 판단하여 1999년에 가스산업 구조개편 기본계획이 발표되었다. 이 계획은 독점적으로 운영되는 가스산업에서 최대한으로 경쟁을 제한하는 요소를 줄이는 구조개편을 우선 실시한 후 민영화를 추진하는 것을 목표로 하고 있다. 특히 도입·판매부분과 설비부분을 분리하여 설비공동이용제를 도입하고 소매부분은 경쟁체제를 구축하도록 하는 것이 구체적인 목표이다. 이후 가스 산업구조 개편 관련 3법의 제정과 개정이 2001년에 이루어졌다.

그러나 이러한 경쟁 도입과 민영화 계획은 노조의 격렬한 반대에 부딪혔다. 2002년 2월 공공부문 구조개편에 대해 반대하는 가스, 철도, 전력노조의 연합파업이 일어났다. 이후 공청회 등을 통해 각종 문제점이 지속적으로 지적됨에 따라 입법이 지연되었고 결국 가스산업 구조개편은 추진이 중지되었다. 이후 이명박 정부의 공공기관 선진화 계획에서도 한국가스공사의 경쟁 도입이 추진되었으나 여전히 이루어지지 못하고 있다.

1999년 상장 당시 한국가스공사는 유가증권 상장규정상 상장조건을 충족하지 못한 상태⁶¹⁾였는데, 유가증권 상장규정은 상장요건으로 최근 3사업 연도에 영업이익 및 당기순이익이 발생해야하며, 최근 3사업 연도의 납입자본이익을 합계가 50% 이상일 것을 규정하고 있었다. 그러나 당시 한국가스공사는 1997년 적자가 발생한 상태였으며, 납입자본이익율도 11%로 기준인 50%에 미달하였다. 그러나 공기업의 원활한 민영화 추진을 위해, 「공기업의 경영구조개편 및 민영화에 관한 법률」의 적용 대상 기업은 상장조건을 충족하지 못하더라도 상장할 수 있다는 개정된 규정(1999. 8. 7.)을 적용받아 상장이 이루어지게 되었다. 1999년 12월 한국가스공사의 정부 보유지분과 신주 38.8%를 국내 증시에 상장하였다.

61) 산업통상자원부, 1999.8.31.일자 보도자료, 「한국가스공사, 금년 말 증자 및 상장추진」

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

가) 주주구성

상장 이전 한국가스공사의 주주는 정부가 50.22%, 한국전력공사가 35.47%, 지자체가 14.31%를 보유하고 있었다. 상장으로 정부의 지분 300억원 매각과 신주발행 1,200억원이 이루어지면서 정부의 지분은 26.86%로 축소되었고 한국전력공사의 지분은 24.46%, 지자체의 지분은 9.86%으로 희석되었다. 발행주식의 20%인 전체 주식의 5.52%가 우리사주였으며 이외의 지분을 공개 모집을 통해 증권시장에 상장하였다.

〈표 IV-11〉 한국가스공사의 주주구성 변화

(단위: 백만원, 주, %)

	주주명	법정자본금	납입 자본금	주식수	지분율
상장 이전	정부		133,791	26,758,110	50.22
	한전		94,500	18,900,000	35.47
	지자체		38,132	7,626,400	14.31
	합계	1,000,000	266,423	53,284,510	100
상장 직후	정부		103,791	20,758,110	26.86
	한전		94,500	18,900,000	24.46
	지자체		38,132	7,626,400	9.87
	우리사주		21,339	4,267,851	5.52
	자사주			-	-
	외국인		5,515	1,103,065	1.43
	기타		123,145	24,629,084	31.86
합계	1,000,000	386,423	77,284,510	100	
현재 (2014. 11)	정부 기획재정부		103,791	20,758,110	22.48
	정부 산업통상자원부		16,931	3,386,243	3.67
	한전		94,500	18,900,000	20.47
	지자체		36,606	7,321,122	7.94
	우리사주		21,982	4,396,303	4.76
	자사주		23,379	4,675,760	5.07
	외국인		38,722	7,744,402	8.39
	국민연금		35,161	7,032,289	7.62
	일반주주		90,494	18,098,771	19.6
합계	1,000,000	461,565	92,313,000	100	

자료: 한국가스공사 내부자료를 정리하여 작성

상장 이전에는 정부 지분, 한전 지분, 지자체 지분이 100%였으나 상장 이후에는 정부의 지배력 확보를 위해 정부의 지분과 한전의 지분을 합산하여 51.32%가 되도록 하였다. 2013년 10월에는 운영자금 용도로 최초로 7,101억 원의 유상증자를 실시하였으며 2013년 11월에 신주권을 상장하였다. 2014년 7월 현재 한국가스공사의 공공 지분은 기획재정부 지분 22.48%, 산업통상자원부 지분 3.67%, 한전 20.47%, 지자체 7.94%로 전체의 54.56%를 유지하고 있어 정부 지배력 행사의 근거가 되고 있다.

〈표 IV-12〉 한국가스공사의 정부와 공공기관 지분 변동

(단위:%)

	정부 지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분	외국인 지분
상장 이전	50.22	35.47	14.31	0.0	0.0
상장 직후(99.12.31)	26.86	24.46	9.87	38.81	1.43
현재(14.05.09)	26.15	20.47	7.94	45.44	8.46

자료: 한국가스공사 내부자료(2014)

나) 이사회

상장 이후 이사회 구성에 큰 차이는 발생하지 않고 있다. 기관장, 감사, 상임이사의 수는 동일하고 비상임이사가 7명에서 8명으로 증가하였다. 8명의 비상임이사에는 2명의 비상임 감사위원이 포함된다.

〈표 IV-13〉 한국가스공사의 이사회 구성 변동

	기관장	감사(감사위원회)	상임이사	비상임이사
상장 이전	1명	1명	5명	7명
현재	1명	1명 (상임이사인 감사위원)	5명	8명 (비상임 감사위원 2인 포함)

자료: 한국가스공사 내부자료(2014)

2) 기업가치와 재무효과

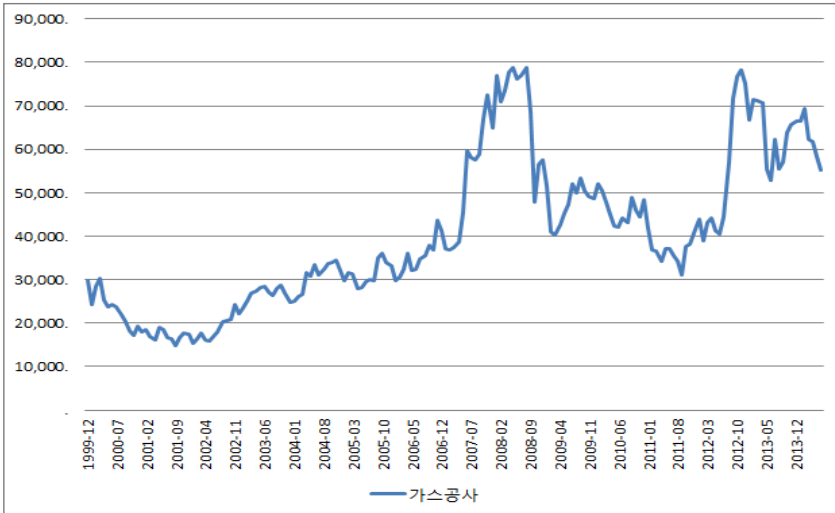
한국가스공사의 1999년 12월 30일 상장 당시 공모가는 33,000원이었으나 시초가는 32,500원이었으며 이후 주가가 급락하였다. 상장 이후 주가 가격은 2001년 9월까지 꾸준히 하락하여 상장 후 최저가이자 공모가의 절반 이하인 13,500원을 기록했다. 상장을 주관한 주관사에서는 상장 이후 1달 이내에 10% 이상 주가가 하락하면 매입을 통해 시장을 조성할 의무가 있다. 2개의 상장 주관 증권사는 3,500억원씩 주식을 매입하였으나 시장을 조성한 이후에도 주가 가격은 13,500원까지 하락하였다. 한국가스공사에서도 1,000억원의 자사주를 매입하여 주가를 안정화시키려 하였으나 자사주를 20,000원에 매입한 이후에도 주가 가격은 하락하여 18,000원으로 하락하였다.

2002년 이후 한국가스공사의 주가 가격은 조금씩 상승세를 보이며 2004년 중순부터는 공모가 수준으로 회복되었으며 2007년에는 4만원대까지 근접하였다. 2007년 중순부터 해외 자원개발에 대한 기대치로 인해 주가가 급등하여 2008년 5월 상장 후 최고가인 87,300원까지 상승하였다. 주가 가격은 2009년부터 2012년까지 등락을 반복하며 4만원에서 5만원 사이에 형성되었다. 2012년 중순부터 해외 자원개발에 대한 기대치로 인하여 다시 급등하여 그해 11월 86,000원의 고점을 보인 이후로 꾸준히 다시 하락하여 2014년 6월 말 현재 55,200원에 가격이 형성되어 있다. 이후 주가가 유지되다 최근 소폭 하락하여 2014년 11월 6일 현재 53,700원으로 마감되었다. 시가총액은 상장당시 1999년에는 2조 3,386억원이었으나 2014년 11월 기준 시가총액은 2배 가량 증가한 4조 9,295억원으로 시가총액 규모로 유가증권 상장기관 중에서 49위에 해당한다.

한국가스공사의 주가 가격 변동을 KOSPI지수의 변동과 비교하여 보면 2007년까지는 KOSPI지수의 변동과 비슷한 방향으로 한국가스공사의 주가 가격이 움직이고 있음을 알 수 있다. 2008년부터는 상승과 하락을 반복하며 KOSPI지수보다 훨씬 더 큰 변동폭을 보이고 있다. 상장 당시인 1999년과 최근인 2013년 주가 가격만을 비교해보면 KOSPI지수와 거의 같은 수준인 200%대로 상승했음을 알 수 있다.

[그림 IV-6] 한국가스공사의 상장 이후 주가변동

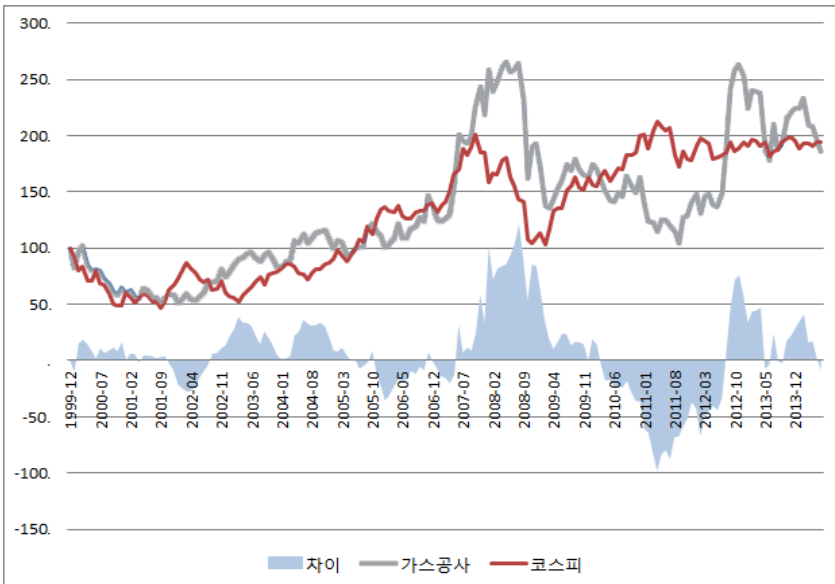
(단위: 원)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

[그림 IV-7] 한국가스공사와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)

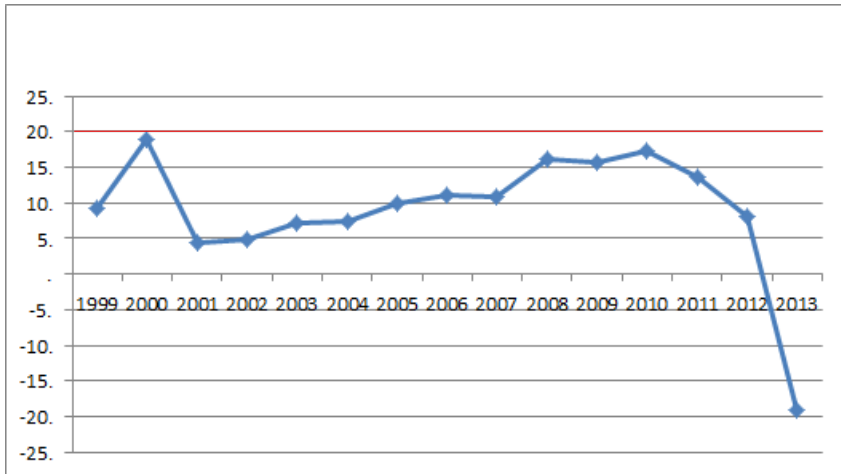
(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주가수익비율(Price Earning Ratio: PER)⁶²⁾은 현재의 주가를 주당 순이익으로 나눈 것으로 주가가 주당 순이익의 몇 배인지를 나타내며 특정 기업이 얻은 순이익 1원을 증권시장이 얼마의 가격으로 평가하고 있는가를 나타낸다. 업종별로 차이는 있지만 일반적으로 PER이 10 이하인 경우 이익보다 시장의 평가가 낮은 저PER주로 분류된다. 한국가스공사의 PER은 증시에 상장된 1999년 9.34로 시작하여 2000년에는 19.02까지 급상승하였으나 그 다음해인 2001년에는 4.5로 낮아졌다. 이러한 PER의 급격한 변동은 주식가격의 변화보다는 2000년 당기순이익이 평년의 절반 이하인 945억원으로 급감하였기 때문으로 보인다. 한국가스공사의 PER은 2001년부터 10년간 꾸준히 올라가서 2006년에는 11.18로 10을 넘었으며 2010년 최고점인 17.26에 도달한 후 조금씩 하락하였다. 2013년에 당기순손실이 발생하면서 PER이 -18.98로 음의 값을 기록하였다. 상장 이후 PER값의 변화는 한국가스공사의 주가가 기업의 이익에 비해 시장에서 비교적 저평가되어있었으나 2010년까지 시장의 평가가 점차 상승해왔음을 보여준다.

[그림 IV-8] 한국가스공사의 주가수익비율(PER)

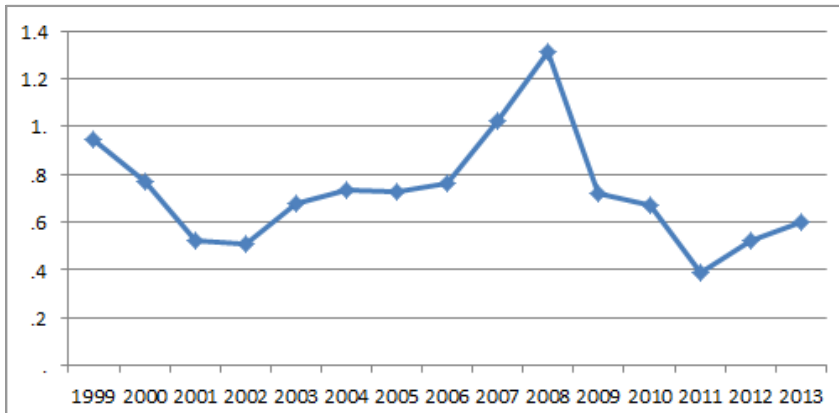


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

62) PER(Price Earning Ratio)=주가/1주당 당기순이익(납세 후)

주가순자산비율(Price Book-value Ratio: PBR)은 주가를 주당 순자산가치로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교하는 수치이다. PBR은 재무내용면에서 주가를 판단하는 척도이며 PBR이 1보다 낮을 경우 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. 한국가스공사의 PBR 추이를 살펴보면 상장 직후 1999년에는 0.95로 1에 가까웠으나 이후 2007년의 1.02와 2008년의 1.32를 제외하고는 0.4에서 0.8 사이에서 움직이고 있는 것을 볼 수 있다. 즉, 주가가 급등했던 2008년 당시를 제외하고는 주식시장에서 가스공사가 자산가치에 비해 저평가되어 있다고 볼 수 있다.

[그림 IV-9] 한국가스공사의 주가순자산비율(PBR)



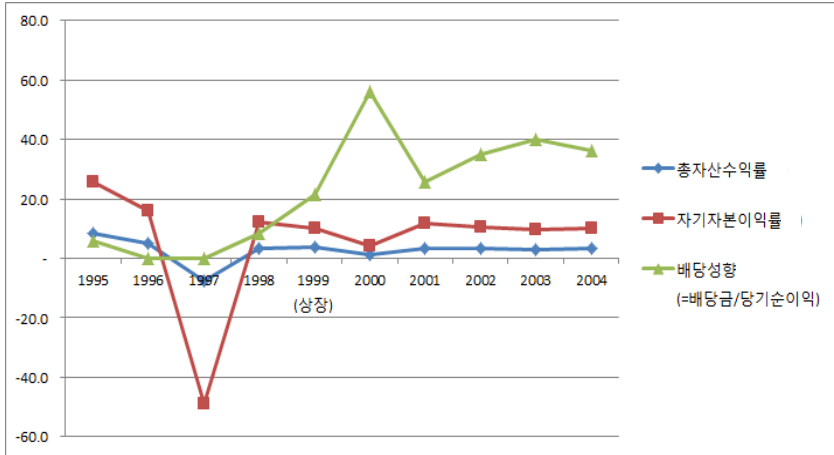
자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

상장 전후 한국가스공사의 재무상태를 살펴보면 상장 전인 1997년에 당기순손실 -3,354.6억원이 발생하여 원래 상장요건을 만족시키지 못하는 상황이었으나 특례를 적용받아 상장할 수 있었다. 한국가스공사의 경우 상장을 기점으로 이전보다 이후에 재무상태가 안정적인 것으로 보인다. 당기순이익은 상장 이전 5년보다 상장 이후 5년동안 평균적으로 더 높게 유지되고 있다. 또한 자산, 자본, 부채의 규모가 상장 이후 꾸준히 커지는 양상을 보이며 부채비율은 200%대, 총자산수익률은 3%대, 자기자본이익률은 10%대를 보이고 있다. 주주에 대한 배당에서 가장 큰 변화를 보였으며 배당성향은

상장 이전에는 10% 미만이었으나 이후에는 20~50%를 나타내고 있고 전체 배당금은 꾸준히 상승하고 있다.

[그림 IV-10] 한국가스공사 수익성과 배당성향 변화

(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

한국가스공사는 상장 직전인 1997년과 1998년에 연속으로 당기순손실이 발생하였으나 상장 이후에는 지속적으로 수익을 발생시켜왔다. 그러나 2013년 상장 이후 처음으로 267억원의 당기순손실이 발생하였다. 이는 국제유가 하락으로 캐나다 혼리버 셰일가스 광구에 대한 투자지분 가치가 떨어졌기 때문이다.⁶³⁾ 한국가스공사의 평균 주가는 2012년 53,381원이었으나 손실 발생 이후인 2014년 11월 현재 53,700원으로 비슷한 수준을 보이고 있다. 그러나 이 기간 중 신주권 상장이 이루어져 주가 상승 요인이 컸다는 점을 고려한다면 주식가치의 증가가 기관의 손실발생으로 인해 충분히 이루어지지 못했다고 볼 수 있다.

최근의 재무성과를 살펴보면 한국가스공사의 부채 역시 급증하고 있고 수익률 역시 낮아지고 있음을 알 수 있다. 2007년 8조 7,435억원이던 부채는

63) 미디어다음, 2014.2.13. 기사, 「한국가스공사 지난해 순손실 2천억...적자전환」, <http://media.daum.net/economic/others/newsview?newsid=20140213163513967>.

2013년 33조 7,760억원으로 3배 이상 급증하였고 부채비율도 2007년 227.9%에서 2013년 397.6%으로 급증하였다. 이와 같이 단기간에 부채가 급증한 이유는 지난 정부에서 정책적으로 해외 자원개발을 단기간에 급속히 확장하면서 이를 에너지 공기업이 담당하도록 하였고 사업을 위한 재원은 부채를 통해 조달하도록 하였기 때문이다.

〈표 IV-14〉 한국가스공사 최근 재무상태(2013년)

(단위: 억원, %, 원)

	2007	2008	2009	2010	2011년	2012년	2013
자산	125,805	219,430	229,335	242,924	342,392	393,565	422,718
부채	87,436	178,645	177,723	189,955	268,656	313,905	337,760
자본	38,369	40,785	51,612	52,969	73,736	79,660	84,958
당기순이익	3,648	3,308	2,380	2,062	2,084	5,057	-2,672
총자산수익률	2.9	1.51	1.04	0	0.61	1.28	-0.63
부채비율	227.9	438.0	344.4	358.6	364.4	394.1	397.6
평균 주가	50,763	69,444	48,125	46,062	37,006	53,581	63,764

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

〈표 IV-15〉 한국가스공사 상장 전후의 재무상태 변화

	1995	1996	1997	1998	1999 (상장)	2000	2001	2002	2003	2004
자산총계	24,477.2	33,004.9	44,840.1	57,936.8	70,120.7	84,021.3	90,990.5	93,213.5	96,581.2	100,904.5
부채총계	16,427.4	22,925.6	38,002.5	42,433.1	45,449.7	60,618.5	65,515.5	64,969.7	66,310.2	68,688.6
자본총계	8,049.8	10,079.2	6,837.5	15,503.6	24,670.9	23,402.7	25,475.0	28,243.8	30,271.0	32,215.9
자본금	2,070.4	2,466.5	2,664.2	2,664.2	3,864.2	3,864.2	3,864.2	3,864.2	3,864.2	3,864.2
매출액	15,474.9	21,798.9	29,265.6	36,585.2	41,498.5	61,119.0	72,248.0	72,709.8	74,574.1	91,513.3
당기순이익(순실)	2,057.7	1,610.7	-3,354.6	1,882.1	2,502.6	944.5	2,968.7	2,983.3	2,883.2	3,230.6
평균 시가총액 (보통주우선주)	-	-	-	-	23,386.3	17,965.8	13,368.0	14,396.9	20,547.7	23,735.7
평균 추가	-	-	-	-	30,260	23,245	17,303	18,628	26,587	30,712
배당금	124.2	-	-	159.9	540.5	529.7	768.1	1,043.9	1,158.1	1,167.8
현금배당금	124.2	-	-	159.9	540.5	529.7	768.1	1,043.9	1,158.1	1,167.8
부채비율	204.1	227.5	555.8	273.7	184.2	259.0	257.2	230.0	219.1	213.2
총자산수익률	8.4	4.9	-7.5	3.2	3.6	1.1	3.3	3.2	3.0	3.2
자기자본이익률	25.6	16.0	-49.1	12.1	10.1	4.0	11.7	10.6	9.5	10.0
배당성향 (=배당금/당기순이익)	6.0	-	-	8.5	21.6	56.1	25.9	35.0	40.2	36.1

(단위: 억원, 원 %)

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

3) 상장 성과 종합

한국가스공사의 상장은 단계적 민영화의 일환으로 추진되었다. 초기에는 매각이 고려되었으나 전략적 산업인 에너지 공기업을 민간에 매각하는 데 따른 반발과 부담으로 인해 상장을 통해 단계적으로 민영화를 추진하기로 방향이 설정되었다. 또한 구주매출뿐만 아니라 신주발행도 동시에 이루어져 자본 확대와 민영화의 수익을 제고할 수 있는 기반을 마련하였다. 즉 시장 원리 도입을 통한 성과 향상이라는 민영화의 목표와, 공기업의 자금 유치, 정부 지분 매각으로 인한 정부 수입의 확대가 주된 상장의 목표였다.

그러나 실제 이러한 목표가 달성되었는지를 살펴보면 시장원리 도입을 통한 성과 향상이 크게 이루어지고 있다고 보기는 어려우며 우수 공기업의 상장으로 자본시장의 발달과 주식시장의 활성화는 어느 정도 기여를 한 것으로 볼 수 있다. 또한 신주발행과 유상증자 등을 통해 공기업에 필요한 자금을 자본시장을 통해 조달하는 것이 가능해졌다. 또한 직접적인 상장의 목표는 아니었지만 상장기업의 의무사항인 금융감독원과 한국거래소의 기업공시를 실시하게 됨으로써 기업의 투명성 및 효율성은 개선되었다고 볼 수 있다. 또한 상장 이후 배당이 증가함으로써 공기업의 수익을 다수의 일반주주에게 분배하는 것이 가능해졌다.

〈표 IV-16〉 한국가스공사 상장의 목표와 달성 여부

한국가스공사	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	+
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대	++	++
4. 공기업의 자금 유치	++	++
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		++

한국가스공사의 상장으로 인해 변화가 일어난 영역을 OECD의 분류기준을 적용하여 살펴보면 아래 표와 같다. 상장으로 인한 변화가 가장 큰 부분은 자금 및 투자 접근성의 향상과 투명성 및 정보공개의 향상으로 볼 수 있다. 한국가스공사는 상장 시 신주발행을 통해 신규 자금을 조달할 수 있었고, 이후 2013년 유상증자를 통해 시장의 자본을 조달하여 기관 운영자금으로 활용할 수 있었다. 투명성과 관련해서는 상장 이후 상장기관에 요구되는 금융감독원과 한국거래소의 경영공시를 실시하게 됨에 따라 기업의 투명성 및 정보공개 향상이 매우 크다고 할 수 있다.

상업성 지향과 관련해서는 기업의 성과가 주식가치에 바로 반영되기 때문에 기업의 재무성과 제고를 위한 노력이 필요한 것으로 인식되었다는 점은 바람직하다고 볼 수 있다. 그러나 기관의 사업 특성상 국내 가스 도입사업은 공공요금 규제사업이며 해외 자원개발사업은 수익성 사업이지만 최근 해외 자원개발사업의 확대는 기관 고유의 투자결정이라기 보다 정부의 정책을 집행하기 위한 성격이 더 컸으며 결과적으로 기관의 재무성과가 급격이 낮아지는 결과를 초래하고 있다.

〈표 IV-17〉 한국가스공사의 상장으로 인한 변화

한국가스공사	변화	설 명
1. 상업성 지향	+	가스 공급 의무와 공공요금(도시가스 도매요금) 규제 해외사업 확대로 수익성 사업 진출
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	자본시장을 통해 신규 자금조달 가능성 열림
3. 이사회 독립성 제고		이사회 선임은 공운법에 따라 하고 있으며 임원의 선임, 주요 의사 결정 등에 정부의 영향이 큼
4. 공익성 목표 축소		가스 공급 의무와 공공요금(도시가스 도매요금) 규제가 지속됨 해외 자원개발 등 공익성 목표 사업 추가됨
5. 투명성 및 정보공개 확대	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임 제고		상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력 감소		경영 목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 공기업, 기관장, 상임감사에 대한 경영평가를 정부가 시행하고 있어 정부의 영향력이 여전히 매우 큼

상장으로 인한 기대효과 중에서 이사회 독립성 제고라든가 공익성 목표의 변화, 기업의 사회적 책임 제고, 정부의 영향력 감소 등은 큰 효과를 찾아보기 어려웠다. 오히려 상장 이후에도 다른 공공기관과 마찬가지로 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따라 대부분의 관리감독이 이루어지고, 가스 도매요금 산정방식이나 요금구조에 변화 없이 공공요금의 규제하에서 기관의 운영이 이루어지고 있어 상장으로 인한 독립성이나 자율성의 향상을 찾아보기 어려웠다.

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 수익성 목표와 공익성 목표의 충돌

한국가스공사는 국내 천연가스 도입 및 공급이라는 독점 사업과 해외자원 개발이라는 수익성 사업을 수행하고 있다. 상장 이후에도 기관의 공익성 목표에 따라 천연가스의 공급이 동일하게 이루어지고 있으며 최근 들어서는 오히려 정책적 목표에 따라 단기간에 해외자원사업을 확대하여 재무성과가 더욱 악화된 결과를 가져왔다. 한국전력공사의 경우처럼 소액주주가 소송을 하는 경우는 아직 없지만 주주권을 극대화하고자 하는 소액주주 입장에서는 한국가스공사의 공익성 목표를 가진 사업의 확대와 지속적인 재무성과의 하락에 대해 동의하지 않을 수 있어 잠재적 갈등의 여지가 있다. 또한 공공요금으로 규제되는 가스 도매요금이 물가안정을 위해 원가를 충분히 보상하지 못하는 수준으로 유지되어왔기 때문에 가스공사 재무성과의 악화를 더욱 가속시켰다.

2) 적자 발생과 소액주주 소송

상장을 통해 소유주가 다양해짐에 따라 공익성을 우선시하는 최대주주인 정부의 투자결정에 대한 잠재적 충돌 가능성이 커지고 있다. 특히 그동안은 재무성과가 악화되긴 하였지만 자본이득의 실현과 배당이 지속적으로 유지되고 있었다. 그러나 2013년 당기손실의 발생으로 향후 가스공사 역시 한국

전력공사와 같이 최대주주와 소액주주의 잠재적 충돌이 표면화될 계기로 작용할 수도 있다.

3) 경직된 수익구조

한국가스공사 역시 한국전력공사와 비슷한 경직된 수익구조를 가지고 있다. 수입의 대부분이 가스 판매로 이루어져 있으며 가스 도매요금의 수준이 기관의 재무성과를 좌우하고 있지만 공공요금으로 규제되고 있어 원가 상승 요인을 적시에 적절한 수준으로 반영하기 어려운 구조이다. 또한 가스 공급 계약은 20~25년 장기계약이 대부분이어서 매년 구매물량이나 가격 등이 유연하게 시장환경에 맞추어 변화하기 어렵다. 다만 최근 해외사업이 확대되면서 해외사업으로 인한 수익성 개선을 기대할 수 있으나 아직까지는 해외 자원사업이 기관 재무상태 개선에 긍정적으로 작용하지는 못하고 있다.

4) 경영의 자율성 부족

상장된 공기업에 대해서 외부의 투자자들은 상장 이후 공기업 역시 민간 기업처럼 시장 환경에 유연하게 반응하며 효율적으로 운영되기를 기대할 수 있지만, 상장으로 인해 공기업의 운영방식이 크게 바뀌지는 않는 것으로 나타났다. 상장 이후에도 「공운법」상의 공기업은 「공운법」에 따라 임원선임, 이사회 구성, 경영평가, 감독, 예산편성 및 집행, 인력 및 조직에 대한 규제를 동일하게 받는다. 「공운법」상에 상장공기업에 대한 예외를 두거나 차이를 발생시키는 부분은 찾아보기 어렵기 때문이다. 또한 주무부처와의 관계 역시도 상장 전후로 큰 차이가 발생하지 않고 있어 여전히 정부의 영향력이 크게 유지되고 있다.

한국가스공사는 2010년과 2011년 정부의 ‘공공기관 경영자율권 확대 시범사업’ 대상 기업으로 선정되어 인력과 조직에 대한 소폭의 자율성 부여, 성과인센티브 운영 등을 실시한 적이 있으나 현재 공공기관 경영자율권 확대 시범사업은 종료 이후 더 이상 확대되지 않고 있다.

5) 성과 인센티브의 부족

한국가스공사는 기업가치의 변동에 따른 재무성과를 임원이나 직원의 보수에 직접적으로 연동하지 않고 있다. 따라서 임원이나 직원이 기업가치의 제고나 수익성 향상을 위해 최선을 다하려는 인센티브가 적극적으로 작동하지 않는 구조를 유지하고 있다.

3. 한국지역난방공사

가. 상장의 배경과 목적

1985년 설립된 한국지역난방공사는 「집단에너지사업법」 제29조를 근거로,⁶⁴⁾ 열병합발전을 통한 열과 전기를 공급하는 집단에너지사업을 수행하고 있다. 이명박 정부의 공공기관 선진화 추진계획(2008.10.10.)에 따라 상장되었다.⁶⁵⁾ 투자비 조달 및 재무구조개선, 민간의 경영감시 및 민간경영기법 도입을 통한 경영 투명성과 효율성 제고를 위해 상장이 추진되었다. 집단에너지사업은 당시 에너지기업, 도시가스업자 등 28개 민간 사업자가 이미 참여하여 경쟁 중이어서 상장에 무리가 없다고 판단하였으며, 상장 이후 염려되는 실질적 독점을 막고 경쟁 여건을 조성하기 위해 지역난방공사의 향후 신규 사업 참여 제한도 함께 검토되었다.

〈표 IV-18〉 한국지역난방공사 주요 연혁

시기 구분	연도	주요 연혁
2000년대 이전	1985	(주)한국지역난방공사 설립
	1987	여의도, 동부이촌동, 반포지구 열공급 개시
	1991	핀란드 에너지 그룹사와 합작법인 한국지역난방기술(주)을 설립
	1992	「집단에너지사업법」에 의거 공공법인으로
	1993	전환(명칭: 한국지역난방공사 ¹⁾)
	1997	수도권 신도시 지역난방 공급시설 준공 대구, 수원 지역난방 공급시설 준공

64) 별도의 설립법은 없음

65) 기획재정부 2008.10.10.일자 보도자료, 「공공기관 선진화 추진계획(3차)」, p. 4

〈표 IV-18〉의 계속

시기 구분	연도	주요 연혁
2000년대 이후	2004	(주)삼천리 등과 합작법인 인천종합에너지(주)를 설립
	2006	(주)삼천리와 합작법인 (주)휴세스 설립
	2007	경남기업(주) 등과 합작해 수완에너지(주) 설립
	2010	유가증권시장 상장 (2010. 1. 29.)

주: 1) 상법상 주식회사로 설립(1985년)되었다가 「집단에너지사업법」에 따라 특수법인으로 전환
 자료: 한국지역난방공사 홈페이지(<http://www.kdnhc.co.kr/index.do?sgrp=S10>):
 굿모닝미디어 기업사전(<http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=650697&cid=2054&categoryId=2058>) 참고.

나. 상장 진행과정과 쟁점

한국지역난방공사의 상장은 2008년 3차 공공기관 선진화 추진계획 발표(2008.10.10.)에 따라 진행되었다. 민영화와 요금인상에 대한 우려로 상장에 반대하는 주민들을 설득하기 위한 설명회를 개최하는 등 지속적으로 주민 설득 작업을 진행하였으며, 당초 주민들이 주장하던 ‘공공지분 51% 이상’을 근거법에 명시하는 주장을 받아들이는 대신 주민들과 약속사항을 정부 협의를 거쳐 문서로 요약하는 방식으로 증시상장의 기반을 마련하였다. 상장 이후에도 특정인의 경영권 독점위험 방지, 일반소비자의 권익보호, 그리고 공공성이 훼손되는 것을 예방하기 위해 동일인이 소유할 수 있는 주식보유 규모를 7% 수준 이내로 제한하는 규정을 지역난방공사의 설립 및 상장근거인 「집단에너지사업법」에 반영하여 개정·공포하였다(2010. 1. 18.). 실제 정관에도 동일인 주식소유 한도를 3% 이내로 제한하고, 이를 위반할 경우에는 의결권을 제한하고 시정 명령하도록 하였으며, 시정 명령을 위반할 시에는 처벌할 수 있도록 규정하였다.

실제로 정부는 지역난방공사의 상장을 1998년과 2007년에도 시도하였으나 민영화에 따른 열요금 인상 등을 우려한 주민들의 반대로 상장이 무산되었던 경험이 있었다. 역시 유가증권시장 상장을 정부보유지분의 일부 매각으로 인식하지 않고 민영화의 사전 단계로 열요금 인상을 수반할 것으로 우려한 주민들의 반대가 가장 큰 쟁점이었다.⁶⁶⁾ 2010년 상장 시에는 주민들의

66) 실제 2000년 경기 안양 및 부천 일대 지역난방시설이 민간 기업에 매각된 이후 열요금

우려를 해소하기 위한 대책으로 1인 소유한도 제한과 열요금 규제방식을 유지하는 방안을 제시하였다. 즉, 1인 소유한도 제한만으로도 공공성을 충분히 확보할 수 있으며, 열요금은 정부승인사항으로 상장에 따라 지배구조가 변경될지라도 사업자 임의로 인상이 불가능하다는 점을 들어 주민들을 설득할 수 있었다.

이와 함께 지역난방공급시설 건설비의 절반가량을 주민들이 납부한 분담금으로 충당하고 있는 상황에서 정부가 증시 상장을 할 권리가 있는지도 쟁점이 되었다.⁶⁷⁾ 주민이 부담한 분담금을 수선충당금의 성격으로 본다면, 지역난방공사의 상장이 이루어질 경우 주민의 분담금이 주주재산으로 귀착되어 재산권 침해의 소지가 발생할 수 있었기 때문이다. 이에 대해 정부지분의 매각방식을 재산권 침해의 소지가 있을 수 있는 구주매출이 아닌 신주발행을 추진하였다. 발행주식 총수(11,529천주)의 25%인 2,895천주를 신주발행 형태로 공모가 45,000원에 증권거래소에 상장(2010. 1. 29.)하였으며, 시초가는 90,000원을 기록하였다. 결과적으로 신주발행에 따라 1,303억원의 자금이 유입되었으며, 부채비율은 248.3%에서 206.6%로 41.7%p 감소하였다.⁶⁸⁾

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

상장하기 이전 한국지역난방공사의 소유구조는 정부, 한국전력공사, 에너지관리공단, 서울시로 구성되어 있었다. 2010년 신주발행 상장하여 지분율의 조정 이후에는 공공부문 75%, 일반주주 25% 지분구조로 양분되어 공공부문 주주들의 지배력의 변화 없이 지속되어 오고 있다.

38.8% 인상요구가 있었으며, 주민반대와 부담을 해소하기 위해 정부가 전력산업기반기금으로 210억원을 지원하면서 인상률 23.5% 선에서 마무리하였던 경험이 있음

67) 서초구의회, 「한국지역난방공사증시상장계획반대촉구결의안」, 2007. 10. 22., p. 3

68) 한국지역난방공사 담당자 인터뷰(2014.5.21) 보충자료 참고

〈표 IV-19〉 한국지역난방공사의 주식규모와 지분율의 변화

(단위: 백만원, 주, %)

시 기	주주명	법정자본금	납입자본금	주식 수	지분율
상장 이전 (1994)	정부(산업부)		10,000	2,000,000	46.1
	한국전력공사		5,660	1,132,034	26.1
	에너지관리공단		3,049	609,838	14.0
	서울시		3,000	600,000	13.8
	합계	200,000	21,709	4,341,872	100.0
상장 이전 (2001)	정부(산업부)		20,000	4,000,000	46.1
	한국전력공사		11,320	2,264,068	26.1
	에너지관리공단		6,098	1,219,676	14.0
	서울시		6,000	1,200,000	13.8
	합계	200,000	43,419	8,683,744	100.0
상장 직후 (2010)	정부(산업부)		20,000	4,000,000	34.5
	한국전력공사		11,320	2,264,068	19.6
	에너지관리공단		6,098	1,219,676	10.5
	서울시		6,000	1,200,000	10.4
	일반주주		14,475	2,895,000	25.0
	합계	200,000	57,894	11,578,744	100.0
현재 (2014.8.)	정부(산업부)		20,000	4,000,000	34.5
	한국전력공사		11,320	2,264,068	19.6
	에너지관리공단		6,098	1,219,676	10.5
	서울시		6,000	1,200,000	10.4
	일반주주		14,475	2,895,000	25.0
	합계	200,000	57,894	11,578,744	100.0

주: 2001년 무상증자가 시행되었음
 자료: 한국지역난방공사 담당자 요청 자료.

상장 이후 감사위원회를 설치하고 있으며, 상임이사 규모는 상장 이전과 동일하게 3명을 유지하고 있으나, 비상임이사는 6명으로 1명 증가하였다. 임원에 대한 규정은 「공공기관 운영에 관한 법률」 제25조 및 정관 제29조에

따라 임원추천위원회에서 복수로 추천하여 대통령(사장, 상임감사) 또는 기획재정부장관(비상임이사)이 임명하고 있다.

〈표 IV-20〉 상장 전후 한국지역난방공사 부문별 소유구조(지분율) 변화

(단위: %)

	정부 지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분
상장 이전	46.06	40.12	13.82	
상장 직후	34.55	30.08	10.36	25.0(4.09) ¹⁾
현재	34.55	30.08	10.36	25.0

주: 공공기관 지분은 한국전력과 에너지관리공단의 지분을 합한 수치이며, 현재 지분구성은 2013년 말의 기준으로 함

1) 괄호 안은 우리사주지분율

자료: 한국지역난방공사 담당자 요청 자료.

다만, 상장 이후에는 사외이사 수, 감사위원회 의무설치 사항 등 「상법」을 적용하고 있다. 최근 사업연도 말 기준으로 자산총액이 2조원 이상인 상장회사는 사외이사를 3명 이상, 이사 총수의 과반수가 되어야 한다는 의무 사항(「상법」 제542조 8의 1항의 단서조항 및 동법 시행령 제34조 2항)을 따르고 있다. 감사위원회 역시 자산총액 2조원 이상인 상장회사에서는 감사 대신 감사위원회 설치를 의무로 하고 있는 것을 따르고 있는 것이다.

〈표 IV-21〉 상장 이후 한국지역난방공사 내부지배구조의 변화

	기관장	감사 (감사위원회)	상임이사	비상임이사
상장 이전	1명	1명	3명	5명
현재	1명	3명	4명	6명

주: 상장 이전은 2009년 결산 기준, 현재는 2013년 결산 기준

자료: 한국지역난방공사 담당자 요청 자료.

주주총회는 「상법」⁶⁹⁾ 및 「공공기관 운영에 관한 법률」 제25조(공기업 임원의 임면)에 따라 상장 여부와 상관없이 주주총회는 기관장을 포함한 상임

(비상임)이사의 선임 및 해임 의결권을 가지고 있다. 다만, 상장 이후 기존 4대 주주(정부, 한전, 에관공, 서울시)이외에도 일반주주의 의결권이 반영되어야 하므로, 주주총회의 형식적 절차를 따르고 있으나, 주주의 지배력의 큰 변화가 있는 것은 아니므로 실질적인 주주총회의 역할이나 의사결정에는 큰 변화가 없는 것으로 판단된다. 주주총회는 이외에도 이사 및 감사의 보수한도 승인, 자본감소, 주식배당 및 분할, 재무제표의 승인, 기타 정관의 변경에 대한 의결사항을 다룬다.

2) 기업가치와 재무효과

지역난방공사 상장 이후 코스피 대비 주가변동이 상대적으로 큰 것으로 나타나고 있으며, 이에 대해 유통물량의 증대 필요성에 대한 의견도 제기되고 있다. 주가는 상장 이후 2013년 말 최고 10만 500원까지 상승하였으나, 이후 급락하여 정체되어 있다.

상장 이후 열요금은 매년 5~10% 내외로 상승하였다. 2010년 이후 2011년도 11.8% 인상되었으며, 2012년도에는 6.5%, 2013년도 4.9% 인상된 결과 상장이후 3년간 약 23% 인상된 효과가 있었다. 동기간동안 총매출은 2010년 약 1조 4천 4백억원 수준에서 2013년 2조 6천 6백억원까지 약 85% 증가하였다. 매출액 증가와 함께 당기순익도 2010년대 확대되었으나 2009년 당기순익규모와 비교해서는 감소한 것으로 나타나고 있다. 상장 이후 매출규모는 약 2배 가까이 확대되었으나 당기순익 규모는 이에 못 미치고 있었다. 주목할 것은 동일 기간 동안 지역난방공사의 총자산수익률과 자기자본이익률은 증가하기보다는 감소하고 있는 것으로 관찰되고 있다. 상장 직전 총자산 수익률은 5.16% 수준이었으나, 상장 이듬해인 2010년 총자산수익률은 2.87%로 전년도 대비 55% 수준에 그쳤다. 이후에도 총자산수익률은 급감하였다가 2~3% 수준에 머물러 있는 것으로 관찰되고 있다. 자기자본이익률도 역시 상장 이전 17.20%로 최근 5년간 가장 높은 성과를 보여주었으나, 상장

69) 「상법」 제382조 1항 및 동법 제385조 1항에 따르면, 이사는 주주총회에서 선임하며, 언 제든지 제434조의 규정에 의한 주주총회의 결의로 이를 해임할 수 있다.

이후 8.80%로 급감하였으며, 2011년 1.12%까지 떨어졌다가 10% 미만에서 정체되어 있다. 상장 이후 매출은 증가하고 있음에도 불구하고 일반적인 재무성과 지표는 양호한 편은 아닌 것으로 관찰되었다.

〈표 IV-22〉 한국지역난방공사 재무현황 변화 추이

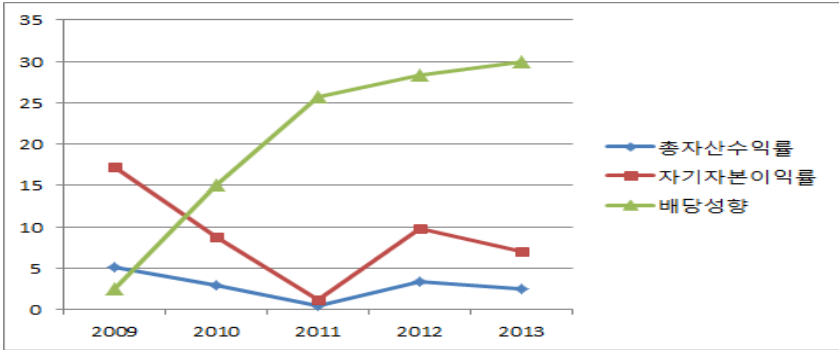
(단위: 백만원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013
자산	2,902,686	3,339,356	4,198,285	4,512,013	4,646,823
부채	2,032,852	2,250,314	2,797,581	2,960,259	3,018,802
자본총계	869,834	1,089,043	1,400,704	1,551,754	1,628,021
자본금	43,419	57,894	57,894	57,894	57,894
매출	1,248,195	1,437,464	1,988,982	2,600,000	2,657,794
당기순익	149,646	95,845	15,746	153,056	115,410
시가총액	-	782,214	789,077	704,228	1,047,965
주식가격	-	67,556	68,149	60,821	90,508
배당금	3,691	14,473	4,053	43,420	34,620
현금배당금	3,691	14,473	4,053	43,420	34,620
부채비율	223.71	206.63	199.73	190.77	185.43
총자산수익률	5.16	2.87	0.38	3.39	2.48
자기자본이익률	17.20	8.80	1.12	9.86	7.09
배당성향	2.47	15.1	25.74	28.37	30.00

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

이러한 재무성과에도 불구하고, 상장 이전인 2009년도 2.47%에 불과하였던 배당성향은 상장 이듬해인 2011년도에는 배당성향이 25.74%로 10배 이상 증가하였다. 이후 2012년 28.37%, 2013년 30.0% 수준에서 배당성향이 결정되고 있다. 배당액 규모도 역시 2009년도 36억원 수준에서 2012년 434억여원, 2013년 346억여원으로 약 10배 가까이 늘어난 것으로 확인된다.

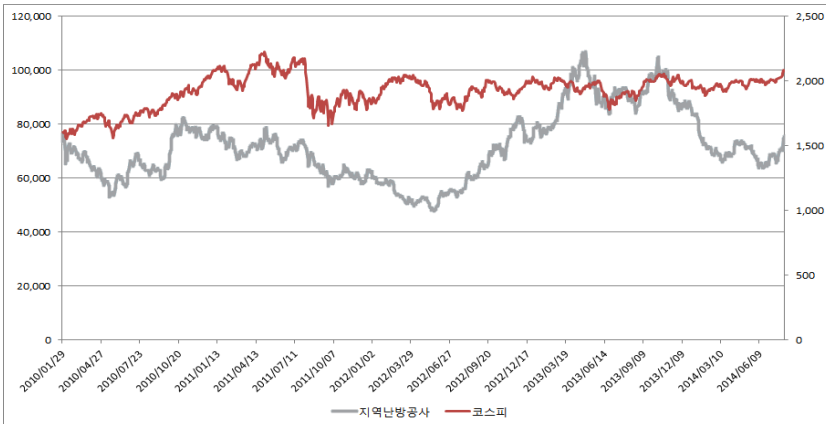
[그림 IV-11] 한국지역난방공사 수익성과 배당성향 변화



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

상기 그래프는 총자산수익률, 자기자본이익률, 배당성향을 기준으로 상장 이후 지역난방공사의 재무 성과와 경영 방향을 보여주고 있다. 상장 이후 일반주주들로부터 배당압력이 크게 증가하고 있음을 보여주고 있다.

[그림 IV-12] 상장 이후 지수 대비 한국지역난방공사 주가 변동 추이

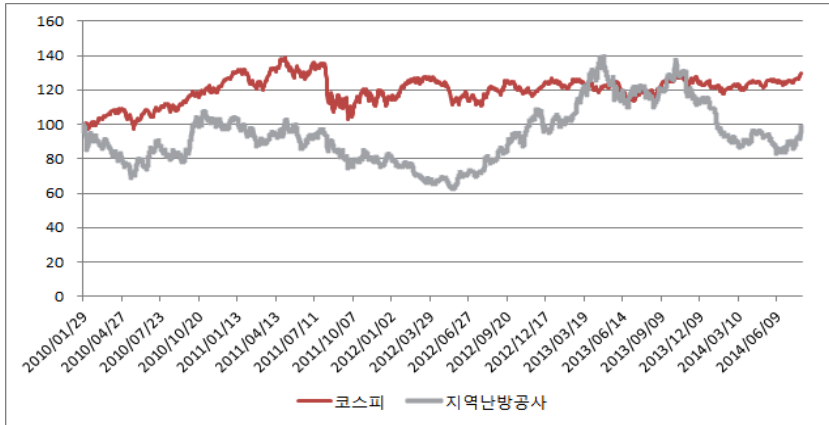


주: 데이터 범위는 지역난방공사 상장일인 2010년 1월 29일 부터 2014년 7월 31일까지임
 자료: 거래소 홈페이지로부터 data 추출(http://www.krx.co.kr/m2/m2_1/m2_1_4/JHPKOR02001_04.jsp)

최근 정제되어 있는 지역난방공사 주가와 상대적으로 불확실성이 높은 주가 변동성으로 인해 주가상승을 통한 일반 투자자들의 이익실현 가능성이 높지

않은 데 반해, 투자자들에게는 정기적이고 안정적인 배당을 제공하였다.

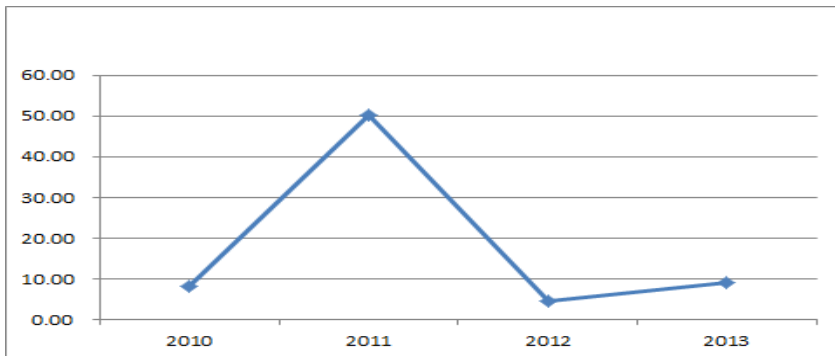
[그림 IV-13] 한국지역난방공사, 코스피 변동 추이



주: 지역난방공사 상장일=100
 자료: 거래소 홈페이지로부터 data 추출(http://www.krx.co.kr/m2/m2_1/m2_1_4/JHPKOR02001_04.jsp)

주당 시가를 주당 이익으로 나눈 주가수익비율(PER)의 변화에서 나타난 주가변동을 추적하면 상장 이듬해인 2011년에 주당 이익에 비해 주가가격이 상대적으로 높게 나타나고 있으며, 이외 기간에는 주당 이익에 비해 주가가격이 저평가되어 있는 것으로 나타나고 있다.

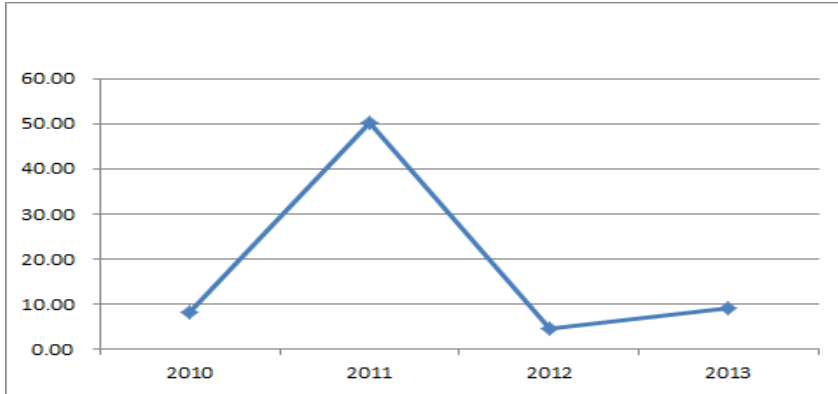
[그림 IV-14] 한국지역난방공사의 주가수익비율(PER)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

지역난방공사의 주가순자산비율(PBR)도 역시 상장 이후 지속적으로 1 미만으로 관찰되고 있어 기업가치가 저평가되고 있는 것을 보여주고 있다.

[그림 IV-15] 한국지역난방공사의 주가순자산비율(PBR)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

3) 상장 성과 요약

2007년 7월 경제정책조정회의 공기업 상장 추진방안 안건에 따르면, 정부 입장에서는 지역난방공사의 상장목표를 우량 공공기관의 상장으로 증시기반을 확충하고, 성장 과실을 투자자가 공유하도록 기회를 제공한다는 점에 두고 있다(경제정책조정회의, 2007). 이와 더불어 지역난방공사 관점에서는 신규사업 추진을 위한 투자재원을 확보하고 자본금 확충을 통한 부채비율을 감축하고, 이와 함께 재무 건전성과 경영 투명성 및 효율성 제고하는 데 초점을 맞추었다. 이러한 목표를 위해 신주모집 방식을 통해 상장을 추진하여 지분율의 변동은 있었으나, 공공부문 지분율을 54.1%로 51% 이상 유지하면서 투자재원을 확보할 수 있었다. 결과적으로 상장을 통해 약 1,300억원의 자금을 조달할 수 있었으며, 이는 당시 건설 중이었던 지역 열병합발전소 건설재원으로 활용되었다. 일반 공모방식으로 신주모집을 하여 최종 공모경쟁률은 127.3:1 이었으며, 실질 매각규모인 1,300억원의 20배에 가까운 2.5조원의 청약증거금을 들어온 것도 지역난방 상장에 대한 관련 지역 주민들

의 반대에도 불구하고 기업가치가 높게 인정받고 있었던 것을 암시한다. 하지만, 전체주식 대비 일반에게 매각된 상장 비중이 크지 않아 한국지역난방공사의 주가가 주식시장 활성화를 적극적으로 주도하였다고 평가하기에는 한계가 있다.

〈표 IV-23〉 한국지역난방공사 상장의 목표와 달성 여부

한국지역난방공사	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	+
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	+
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대	++	++
4. 공기업의 자금 유치		
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		

한국지역난방공사는 신주모집 방식⁷⁰⁾으로 총발행주식의 25%를 상장하여 약 1,300억원 수준의 투자재원을 마련할 수 있었으며, 자본금 확충으로 부채 비율을 감소시키는 효과를 가져왔다. 자금 확보와 투자접근성 관점에서는 상장에 따른 성과를 거두었으나, 제도적으로는 실질적인 수익성 제고와 상업성 강화를 위한 변화는 없었다. 상장 이후 연료비연동제와 열요금 상한지정을 유지하였다. 즉, 한국지역난방공사의 요금제도는 상한제로 규제되고 있어, 총괄원가 가운데 고정비는 상한지정에 따라 산정하고 있다. 다만, 연료비 변동에 따라 발생하는 요금 증감요인은 소비자 요금에 반영하는 연료비 연동제를 적용하고 있다. 상기한 바와 같이, 민영화와 열요금 인상 우려에 따른 주민들의 반대를 해소하기 위해 상장 후에도 기존의 열요금 제도를

70) 한국지역난방공사 보도자료(2010. 1. 29) 「한국지역난방공사 증시시장 성공리에 출발」, p. 1

그대로 유지하였기 때문이다.⁷¹⁾ 제도적으로 상업성을 강화하는 변화는 없었지만, 상기한 바와 같이 상장 이후 최근까지 열 요금이 지속적으로 인상되는 동안 매출규모가 2배 가까이 확대되었으며, 영업이익도 개선된 것으로 나타났다.

〈표 IV-24〉 한국지역난방공사의 상장으로 인한 변화

	성과	설 명
1. 상업성 지향	+	집단에너지법 제17조 규정에 따른 지역난방 열요금 산정 기준 및 지정에 따라 총괄월가는 연료비를 제외한 고정비는 열요금 상한제로 규제하였음(상장이전의 요금제를 그대로 유지하는 것으로 주민들의 반대 극복)
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	신주모집방식으로 추진하여 투자자금 확보 및 자본금 확충으로 부채비율 감소(재무구조 건실화)
3. 이사회 독립성		이사회의 선임은 공운법에 따라 하고 있으며 임원의 선임, 주요 의사 결정 등에 정부의 영향이 큼
4. 공공성 목표 축소		저소득층 등에 대한 요금감면 환급제도 실시(지역난방 에너지 복지요금 제도)
5. 투명성 및 정보공개	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임		상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력		경영목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 공기업, 기관장, 상임감사에 대한 경영평가를 정부가 시행하고 있어 정부의 영향력이 매우 큼

상장 이후에도 에너지 공공성 보호를 위해 저소득층 에너지효율개선 사업 및 저소득층을 포함한 사회적 배려 대상자에 대한 요금감면 및 환급제도 등 에너지 복지 사업을 지속적으로 수행하고 있다. 금융감독원 상장기관 공시(DART)와 기획재정부가 관리하고 있는 경영정보시스템(Alio)의 규정에 따라 지역난방공사의 경영정보를 공시하고 있다.

현재 지역난방공사 사장의 선임은 「공공기관의운영에관한법률(공운법)」

71) 최근까지 상장과 민영화에 대한 혼란은 계속되고 있다.

제25조 1항, 정관 제29조 4항에 따라, 상임감사위원 선임은 「공운법」 제25조 2항과 4항, 그리고 정관 제29조 7항에 따라서 이루어지고 있다. 부사장을 포함한 상임이사는 공운법 제25조 2항과 정관 제29조 5항, 비상임이사의 경우는 「공운법」 제25조 3항과 정관 제29조 6항에 따르고 있다. 즉, 임원선 임절차는 공운법에 따라 진행되고 있기 때문에 정부를 포함한 공공부문의 영향력이 결정적이다. 종국적으로 사장과 상임감사위원, 그리고 비상임이사의 임명은 대통령(사장, 상임감사위원)과 기획재정부장관(비상임이사)에게 있다. 공공기관 경영평가 결과에 따라 인센티브가 정해진다는 점도 정부의 영향력을 보여주고 있다.

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 공공요금 인상 우려와 상장에 대한 반대

지역난방공사의 상장은 민영화의 부작용을 우려하는 일반 소비자들의 반대가 일차적인 쟁점으로 부각되었다. 이러한 반대의 배경에는 상장은 민영화의 초기단계로 궁극적으로 민영화가 되어 결과적으로 요금 인상으로 이어질 것이라는 우려가 크게 작용하였다. 즉, 상장과 민영화를 구분하는 정책적 기준이나 방향이 명확하게 제시되지 않은 상태에서 상장은 일반 국민들과 소비자들에게는 민영화 초기국면으로 밖에 인식되지 않았음을 보여주고 있다.

2) 경영의 자율성 부족

상장된 공기업에 대해서 외부의 투자자들은 상장 이후 공기업 역시 민간 기업처럼 시장 환경에 유연하게 반응하며 효율적으로 운영되기를 기대할 수 있지만, 상장으로 인해 공기업의 운영방식이 크게 바뀌지는 않는 것으로 나타났다. 상장 이후에도 「공운법」상의 공기업은 「공운법」에 따라 임원선임, 이사회 구성, 경영평가, 감독, 예산편성 및 집행, 인력 및 조직에 대한 규제를 동일하게 받는다. 「공운법」상에 상장공기업에 대한 예외를 두거나 차이

를 발생시키는 부분은 찾아보기 어렵기 때문이다. 또한 주무부처와의 관계 역시도 상장 전후로 큰 차이가 발생하지 않고 있어 여전히 정부의 영향력이 크게 유지되고 있다.

3) 성과 인센티브의 부족

지역난방공사 상장 당시 우리사주를 발행하였으나, 기업가치 변동 및 재무 성과의 변화가 임직원의 보수나 임기에 직접적으로 연동되어 있지 않아 수익성 및 기업가치를 제고하기 위한 내부적인 인센티브를 확보하지 못하고 있다.

4. 중소기업은행

가. 상장의 배경과 목적

중소기업은행은 「중소기업은행법」을 설립근거로 ‘중소기업자의 경제활동을 원활히 하고 그 경제적 지위의 향상을 도모’하기 위해 1961년 설립된 금융기관(「중소기업은행법」 제1조)이다.⁷²⁾ 일반적인 은행 업무(예대업무)와 함께 중소기업자의 주식과 사채의 응모·인수 및 어음할인, 정부나 공공단체로부터의 위탁업무, 기타 부대업무 등을 수행하고 있다.

「중소기업은행법 시행령」 31조(의무대출비율)에 따라 조달자금의 70% 이상을 중소기업 금융 지원에 대출하고 있으며, 시중은행과 동일하게 금융감독원의 건전성 감독을 받고 있다. 정부는 ‘공기업 민영화 및 기능조정 세부 추진계획(1994.02)’에 따라 기업은행의 민영화를 추진하였으며, 그 전 단계로 코스닥 상장을 하였다.

72) 당시 총자산규모는 40억원이었으며, 점포 31개, 임직원 규모는 904명이었음

〈표 IV-25〉 중소기업은행 주요 연혁

시기 구분	연도	주요 사건
2000년대 이전	1961	중소기업은행설립(자본금 2억원 납입)
	1982	중소기업금융채권발행
	1988	신탁업무 취급개시
	1993	일반공모에 의한 자본금 증액
	1997	정부투자기관에서 정부출자기관으로 전환
	1999	자회사 (주)기은캐피탈 설립
2000년대 이후	2003	코스닥에서 증권거래소로 이전 상장(2003. 12. 24.)
	2003	룩셈부르크 증권거래소 GDR 상장
	2009	통합인터넷뱅킹시스템 가동
	2013	IBK저축은행 출범

자료: IBK 홈페이지(http://www.ibk.co.kr/common/navigation/ibk?linkUrl=/intro/sub_main.jsp)

설립 이후 유가증권시장까지 약 42년 이상의 시간이 소요되었으며, 이는 국내 기업들이 설립 이후 유가증권 시장까지 평균 14년 7개월 정도 소요되는 것에 비해 거의 3배 이상 시간이 소요된 것으로 나타났다.⁷³⁾

나. 상장 진행과정과 쟁점

중소기업은행 민영화의 전 단계로 1994년 11월 코스닥 등록하여 민자 참여를 확대하고 1996~1997년 민영화를 계획하였으나, IMF 외환위기 이후 민영화 계획은 전면 중단되었다. 코스닥 상장 약 10년이 지난 이후 2003년 12월 거래소로 이전하여 상장하게 되었다. 기업은행의 거래소 이전상장 움직임과 관련하여 코스닥 우량기업들의 거래소 이전상장으로 코스닥 위축에 대한 우려가 컸으나, 당시 기업은행을 제외한 모든 은행은 거래소에 상장되어 있는 상태였으며, 기업은행만이 코스닥에 등록되어 있어 가치대비 저평가되고 있었다. 이러한 문제점 해소를 위해 기업은행은 거래소 이전상장을 추진하였으며, 이전상장을 위해 소액주주 지분을 확대할 필요가 있었다. 이전 직

73) 증권선물거래소 설립일과 상장일을 비교한 결과 유가증권시장 상장은 평균 14년 7개월 25일, 코스닥 상장은 11년 2개월 18일이 소요되는 것으로 조사하였음(머니투데이, 2006. 4. 17, 머니투데이, 2006. 4. 17. 일자 기사 참고, <http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2006041709314245513&type=1>)

전 당시 5.7%였던 소액주주 지분 비중 확대를 위해 한국투자신탁과 수출입은행 보유 주식을 일반투자자들에게 매각함으로써 이전상장요건을 충족시켰다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

거래소 이전상장 이전의 지분구조는 정부 지분 51%, 산업은행 12.5%, 수출입은행 15.2%, 한국투신 15.6%, 기타 5.7% 규모로 구성되어 있었으나, 이전상장 후 수출입은행과 한국투신 지분매각으로 정부와 산업은행 지분변동은 없었으나, 수출입은행 지분은 10.2%, 기타 26.3%로 재구성되었다.

〈표 IV-26〉 상장 전후 중소기업은행 소유구조(지분율) 변화

(단위: %)

	정부 지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분
상장 이전	51.0	27.7	-	21.3
상장 직후	51.0	22.7	-	26.3
현재	53.6	11.1	-	35.3

주: 1. 지분율은 우선주를 포함한 전체주식 수를 기준으로 산출함

2. 공공기관 지분은 산업은행(정책금융공사)과 수출입은행의 지분을 합한 수치임

자료: 기업은행 담당자 요청 자료

거래소 이전상장 직후 공공기관 지분이 감소하면서 일반주주들의 지분은 5%p 증가하였고, 최근에는 공공기관 지분이 상장 직후 대비 약 1/2수준으로 감소하였고, 일반주주 지분은 10%p 가까이 증가하였다. 정부지분은 약 2.6%p 증가한 것으로 관찰되고 있다.

중소기업은행의 임원의 임면은 특별법인 「중소기업은행법」 제25조(임원), 26조(임면)의 규정을 따르고 있다. 임원으로 은행장, 전문이사, 이사 및 감사를 둘 수 있도록 하고 있으며, 정관에 따라 전문이사 1인, 상임이사 1인을 두고 있다. 특이한 것은 은행장 및 감사를 포함한 임원의 임면은 금융위원

회의 제청으로 대통령(은행장)이 임명하거나 금융위원회(전문이사, 이사, 감사)가 직접 임명하도록 하고 있다. 주총을 개최하고 있으나 이에 대한 동의 절차가 따로 규정되어 있지 않다. 「중소기업법」에 규정 이외의 사항은 「은행법」을 준용하고 있다.

〈표 IV-27〉 상장 이후 중소기업은행 내부지배구조의 변화

(단위: 명)

	기관장	감사 (감사위원회)	상임이사	비상임이사
상장 이전	1	1	2	4
현재	1	1	2	4

자료: 기업은행 담당자 요청 자료

2) 기업가치와 재무효과

최근 5년간 기업은행의 매출은 점차적으로 감소하는 것으로 관찰되고 있다. 2009년 20조원을 넘었으나, 지속적으로 감소되면서 2013년 기준 13.3조원 수준까지 약 33% 줄어들었다. 반면 당기순익은 7.1천억에서 2011년 1조 5천억원 수준으로 약 2배 가까이 성장하였으나, 이후 다시 감소하여 2013년 8.1천억원 수준까지 급감하였다. 매출은 지속적으로 감소하는 가운데 당기순익은 2011년까지 증가하다가 다시 감소하였으며, 매년 차이를 크게 보이고 있다. 주식이격도 다른 재무성과 지표와 유사한 패턴으로 2011년까지 상승하였다가 2011~2012년 하락한 것으로 파악된다.

〈표 IV-28〉 중소기업은행 재무현황 변화 추이

(단위: 백만원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013
자산	150,916,964	165,475,825	179,945,867	190,762,068	203,680,796
부채	141,701,357	154,986,474	166,870,301	177,015,104	189,486,380
자본총계	9,215,607	10,489,351	13,075,566	13,746,964	14,194,416
자본금	3,207,944	3,219,869	3,219,869	3,219,869	3,240,837
매출	20,763,777	18,459,684	15,011,935	14,995,734	13,328,598

〈표 IV-28〉의 계속

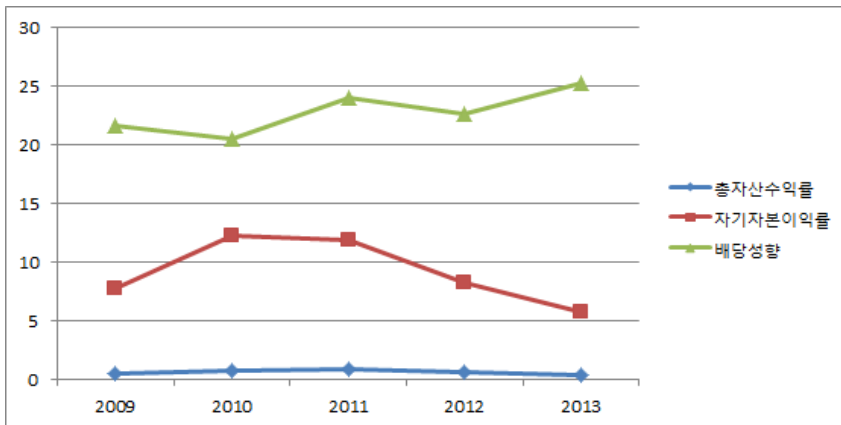
	2009	2010	2011	2012	2013
당기순익	710,476	1,290,112	1,552,216	1,134,528	812,022
시가총액	5,988,874	8,251,184	9,028,508	6,793,425	6,584,340
주식가격	11,244	15,119	16,536	12,442	11,996
배당금	153,962	264,029	373,505	257,590	205,249
부채비율	1,537.62	1,477.56	1,276.20	1,287.67	1,334.94
총자산수익률	0.47	0.78	0.86	0.59	0.40
자기자본이익률	7.71	12.30	11.87	8.25	5.72
배당성향	21.67	20.47	24.06	22.7	25.28

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

최근 5년간 부채비율은 연도별로 다소 차이가 있으나 1,537.62%에서 1,334.94%로 대체로 점감하고 있어 재무건전성은 다소 개선되는 것으로 나타났다. 반면, 총자산 수익과 자기자본이익율은 모두 2009년부터 2011년까지 점증하다가 이후 하락하는 것으로 관찰되고 있다. 이는 당기순익의 변화 추이와 유사한 패턴을 보이는 것이다.

[그림 IV-16] 중소기업은행의 수익성과 배당성향 변화

(단위: %)

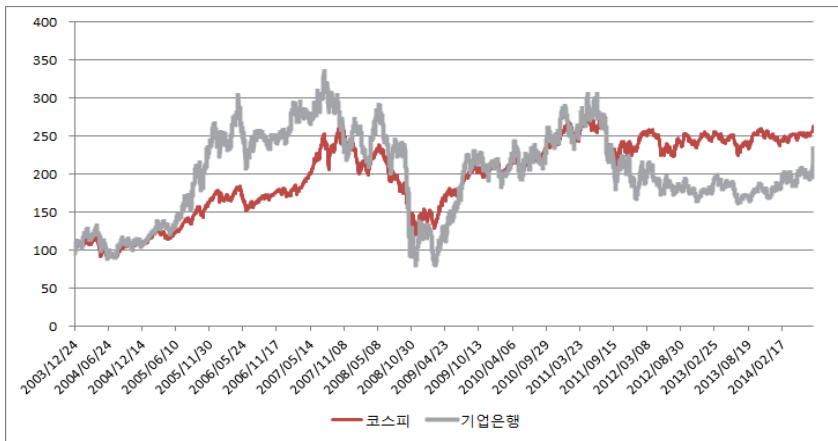


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

매출과 당기순익 등 재무 성과를 안정적으로 예측하기 어려운 가운데, 배당성향의 변동 폭은 크지 않지만 점진적으로 증가하는 것으로 관찰되고 있다. 상기 그래프에서 볼 수 있듯이 최근 5년간 배당성향은 2009년 21% 수준에서 2013년 25% 수준까지 점증적으로 높아지는 우상향 패턴을 보여주고 있다. 한국전력 등 에너지 공기업의 실적악화로 배당이 중단되었을 때에도 안정적으로 지속적인 배당을 실시하여 정부재정에 기여하고 있으며, 일반투자자들에게도 예측가능한 배당을 유지하고 있다.

거래소 이전상장 이후 중소기업은행 주식의 매매가격 변동은 2003년 이후 2011년 초까지 코스피 지수와 유사한 변화 추이를 보였으나, 이후 코스피 변동성에 비해 정체·하락하고 있다. 즉, 거래소 이전상장 이후 5년간은 코스피 주가지수 변동성에 비해 주가가치가 높게 평가되었으나, 이후 코스피 주가지수 변동성보다도 상대적으로 낮게 평가되고 있는 것으로 관찰되고 있다.

[그림 IV-17] 상장 이후 기업은행, 코스피 변동 추이



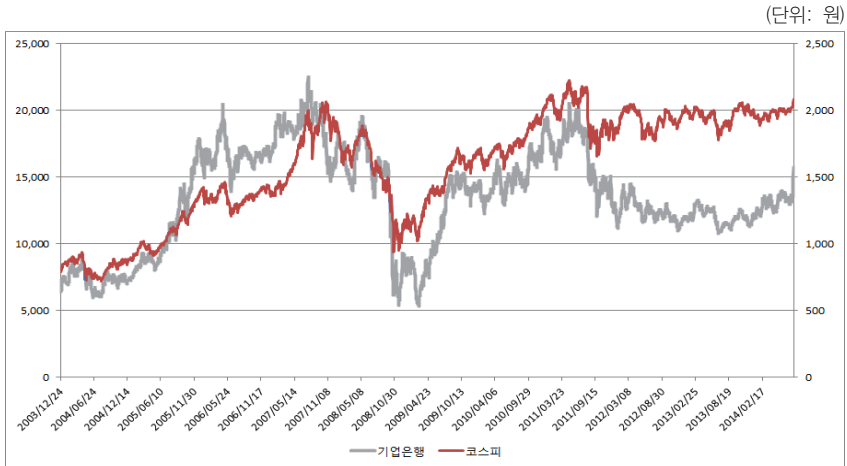
주: 1. 기업은행 상장일 =100
 2. 범위는 기업은행 상장일인 2003. 12. 24.부터 2014. 7. 31.까지임
 자료: 거래소 홈페이지로부터 data 추출(http://www.krx.co.kr/m2/m2_1/m2_1_4/JHPKOR02001_04.jsp)

이전상장을 추진할 당시 코스닥에 상장되어 있던 중소기업은행 주가가 저평가되어 있었으나, 거래소 이전으로 주가할인(discount) 요인이 해소될 수

있을 것이라는 것이 시장의 일반적인 평가였다(한화증권, 「기업분석」 2003. 10. 13). 이전상장 초기 기업은행 주가가 전체 코스피 평균 대비 성과가 좋았던 점도 이를 반영한 것으로 볼 수 있다.

이러한 매출액과 당기순익, 그리고 주가의 변동성에 비해 배당성향도 매년 다소 차이를 보이고 있으나 20% 이상 수준에서 유지되고 있는 점에 유의할 필요가 있다. 상장 이후 시간이 지남에 따라 주식매매를 통한 이익실현의 어려움이 커졌으나, 일반주주들에게 안정적인 배당을 제공하고 있는 것으로 판단된다.

[그림 IV-18] 상장 이후 지수 대비 기업은행 주가변동 추이

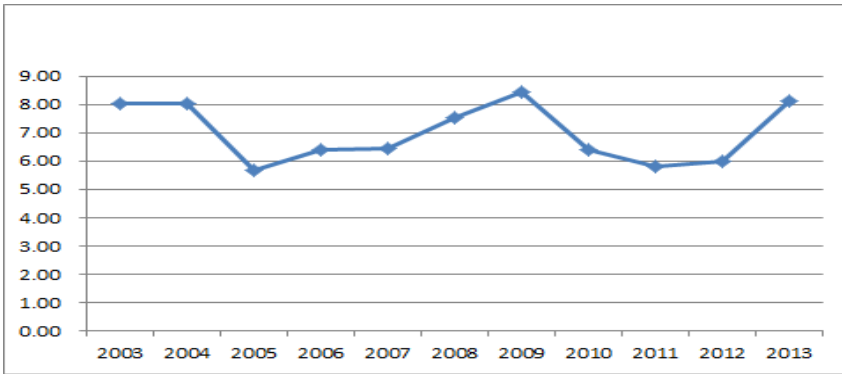


자료: 거래소 홈페이지로부터 data 추출(http://www.krx.co.kr/m2/m2_1/m2_1_4/JHPKOR02001_04.jsp)

주당 시가를 주당 이익으로 나눈 주가수익비율(PER)의 변화는 유가증권 시장 이전상장 이후 10 미만에서 변화하고 있는 것으로 관찰되고 있다.

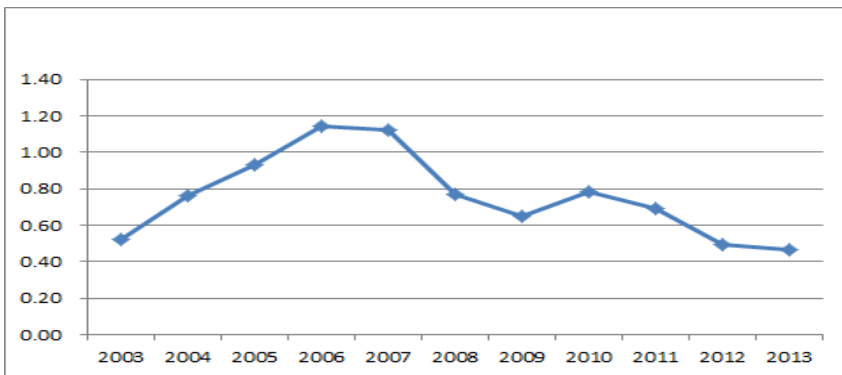
이는 기업은행의 주당이익보다 주가가격이 저평가되고 있는 것을 의미하며, 기업가치가 주가에 충분히 반영되어 있지 않다는 점을 암시하고 있다. 중소기업은행의 주가순자산비율(PBR)도 역시 이전상장 이후 2006년도 2007년을 제외하고 대부분 1 미만으로 관찰되고 있어 기업가치가 저평가되고 있는 것을 보여주고 있다. 특히, 최근 PBR이 하락하고 있는 것으로 나타난다.

[그림 IV-19] 기업은행의 주가수익비율(PER)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

[그림 IV-20] 기업은행의 주가순자산비율(PBR)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

3) 상장 성과 요약

중소기업은행의 상장은 처음에는 민영화를 위한 전 단계로 추진되었으나, 경제 및 금융 환경의 불확실성 증가와 중소기업 지원 금융에 특화된 업무특성으로 중단되었으며, 거래소 이전은 중소기업의 규모와 수익에 맞는 시장에서 기관투자자나 외국인들의 관심을 제고하여 유동성을 높이기 위한 목적으로 중소기업의 이니셔티브로 시작되었다.⁷⁴⁾ 해외펀드들은 벤처나 신생기업 중심으로 구성된 코스닥 종목을 투자펀드에 편입하지 않는 점을 고려하

면 거래소 이전상장이 코스닥보다 기업가치 제고에 도움이 되기 때문이다.

거래소 이전상장을 통해 일반주주들의 비중을 확대하고 공공부문의 소유권을 낮추었다. 코스닥 디스카운트에서 벗어날 수 있었다는 것이 기업은행 입장에서 기업가치 제고라는 긍정적 성과를 이룬 것으로 평가할 수 있다.

거래소 이전상장 당시 소유권을 분산시키기 위해 공공부문 지분을 구주매출하였기 때문에 바로 실질적인 투자재원을 마련한 것은 아니었으나 2014년 4월 외국투자자들로부터 자금을 유치하기 위해 글로벌 주식예탁증서(GDR) 발행한 것에 주목할 필요가 있다. 글로벌 주식예탁증서를 성공적으로 발행하여 약 3억달러 수준의 중소기업 지원 사업을 수행하기 위한 자금여력을 확보하였다는 점에 의의를 갖는다.

〈표 IV-29〉 중소기업은행의 상장 목표와 달성 여부

중소기업은행	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	++
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		
4. 공기업의 자금 유치	++	++
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		

하지만, 상기한 바와 같이 「중소기업은행법」에 따라 조달자금의 70% 이상을 중소기업 금융 지원을 위한 대출자금으로 활용하도록 되어 있어 타 은행에 비해 사업 다변화가 제한적이었고, 상장 이후에도 이를 준수하고 있다. 중소기업 금융 지원을 주력사업으로 하고 있으나, 가계금융사업도 수행하고

74) 이코노미스트(2004), 「국책은행도 개혁 김종창 기업은행장 납작 앞드린 조직 바꾸기」.

있으며 일반은행들의 사업영역이 중복되고 있다. 코스닥 상장, 거래소 이전 상장 과정을 거치면서 정부를 포함한 공공부문의 소유주식 비중이 낮아지고 있으며, 2006년부터 지속적으로 정부의 기업은행 지분 매각을 추진하고 있다. 최근에도 정부의 정책사업 수행재원을 마련하기 위해 2013년 4.2%를 매각한 데 이어 2014년 5.0%를 매각하였다.

중소기업은행의 경우 특징적인 것은 소유권은 기획재정부가 가지고 있으나, 임원은 「중소기업법」에 따라 금융위원회가 임명하며, 은행장은 금융위원회 제청으로 대통령이 임명하도록 되어 있다. 실질적인 관리감독 권한은 소유권 부처인 기획재정부가 아닌 금융위에서 행사하고 있는 것이다. 또한, 현재 중소기업은행은 기타공공기관으로 분류되어 있어, 공기업과 준정부기관을 대상으로 실시되고 있는 공공기관 경영평가 대상이 아니다. 하지만 인력과 예산의 관리감독은 기획재정부가 통제하고 있다.

〈표 IV-30〉 중소기업은행의 상장으로 인한 변화

중소기업은행	성과	설 명
1. 상업성 지향	++	「중소기업법」에 따라 조달자금의 70% 이상을 중소기업 지원 자금으로 대출하고 있으나, 상장에 따른 기업가치 제고 및 주가관리 공감대 강화
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	약 3억달러 수준의 글로벌 주식예탁증서 발행
3. 이사회 독립성		소유권은 기획재정부가 가지고 있으나, 중소기업법에 따라 금융위가 임명하거나, 금융위 제청으로 대통령이 임명
4. 공공성 목표 축소		중소기업법에 따라 조달자금의 70% 이상을 중소기업 지원자금 대출로 활용(계속)
5. 투명성 및 정보공개	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임	+	상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력		경영목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 기타공공기관으로 분류되어 기획재정부의 공공기관 경영평가를 받지 않으나 금융위원회의 감독과 건전성 평가를 받고 있음

중소기업은행은 2013년 산업은행과 함께 공공기관 지정에서 해제되었다가 2014년 다시 기타공공기관으로 지정되었는데, 2012년 공공기관 지정이 해제되기 이전까지는 민간과 경쟁하거나 글로벌 역량을 강화하여야 하는 기관들을 대상으로 시행한 경영 자율권 확대사업⁷⁵⁾의 대상 기관이었다는 점도 상장공공기관이지만 수익성이 중요한 경영기준임을 암시하고 있다.

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 경영의 자율성 부족

상장된 공공기관에 대해서 외부의 투자자들은 상장 이후 공기업 역시 민간 기업처럼 시장 환경에 유연하게 반응하며 효율적으로 운영되기를 기대할 수 있지만, 상장으로 인해 공기업의 운영방식이 크게 바뀌지는 않는 것으로 나타났다. 상장 이후에도 「중소기업은행법」과 정관에 따라 임원선임, 이사회 구성, 관리감독을 받으며, 공공기관 예산편성지침과 관련 규정에 따라 예산편성 및 집행, 인력 및 조직에 대한 규제를 동일하게 받는다. 자율권 확대를 위한 경영 자율권 시범사업의 대상이었으나, 사업이 종료되었다. 최근에는 공공기관 해제 이후 다시 지정되어 정부의 통제를 받고 있다.

2) 성과 인센티브의 부족

기업가치 변동 및 재무성과의 변화가 임직원의 보수나 임기에 직접적으로 연동되어 있지 않아 수익성 및 기업가치를 제고하기 위한 내부적인 인센티브를 확보하지 못하고 있다.

75) 경영 자율권 확대사업은 2010년부터 시행되었고, 매년 공모를 통해 선정하며, 처음에는 인천공항공사, 중소기업은행, 한국가스공사, 한국지역난방공사를 선정하였다. 2011년 한국공항공사와 한국산업은행을 추가로 선정하였으나, 2012년 중소기업과 한국산업은행의 지정해제로 경영 자율권 사업에서 제외되었으며, 2013년 부산항만공사가 새롭게 선정되었다.

5. 강원랜드

가. 상장의 배경과 목적

강원랜드는 석탄산업 사양화에 따른 폐광지역 경제 활성화를 위해 만들어진 「폐광지역개발지원에관한특별법」에 근거하여 1998년 설립된 기관으로, 오락 및 숙박·레저분야를 주요사업으로 수행하고 있다. 카지노 이외에도 호텔, 레저, 게임 및 애니메이션 사업을 수행하고 있으나, 총매출에서 카지노가 차지하는 비율이 94.78%로 절대적이며, 호텔(1.38%), 콘도(1.59%), 골프장(0.17%), 스키장(1.85%), 게임 등(0.23%)은 미미한 수준에 그치고 있다(강원랜드, 「반기보고서」, 2014).

상장은 우량한 영업실적과 높은 기업 가치로 침체된 주식시장의 활성화를 주도하기 위해 2001년 코스닥에 등록하였으나, 다음 해인 2002년 10월 당시 소액주주들의 요구에 따라 이사회를 개최하고 임시주총을 소집하여 거래소 이전을 추진하였다.

〈표 IV-31〉 강원랜드 주요 연혁

시기 구분	연도	주요 사건
2000년대 이전	1995	폐광지역 개발지원에 관한 특별법 제정 공포(내국인 카지노 근거) (주)강원랜드 설립(공공부문 510억원) 민간부문 주식공모 완료(자본금 1,000억원)
	1998	
	1999	
2000년대 이후	2001	코스닥 등록(2001. 10. 25.)
	2003	강원랜드 호텔&카지노 및 테마파크 개장
	2003	증권거래소 상장(2003. 9. 4.)
	2005	하이원 골프장 공식 개장
	2007	하이원 스키장 개장
	2013	다우존스 지속가능 경영지수(DJSI) 월드지수 편입

자료: 강원랜드 홈페이지(<http://kangwonland.high1.com/kangwonland-history/html.high1>).

나. 상장 진행과정과 쟁점

강원랜드는 1998년 설립당시 정부와 지방정부의 출자분 510억원으로 출

범하였으며, 1999년 민간주주 모집을 통해 49%의 지분을 약 3만여명 주주에게 분산시켜 사업을 진행하였다. 최근 2012년 강원도개발공사가 보유주식 중 일부를 매각하고, 연차적으로 상당 수준의 지분 매각을 통해 부채상환 자금으로 활용하고자하여 쟁점이 되었다. 당시 행안부가 강원도개발공사의 지방공사채 상환 연장을 조건부로 승인하며 제시한 자구노력 이행방안으로 제시한 강원랜드 지분 매각방안에 대한 지역반발이 논란이 되었다. 폐광지역 주민단체와 지역정치인들은 기존의 소유구조의 변화에 대해 매우 부정적으로 인식하여 반발하였으며, 부채부담으로 인해 강원개발공사의 지분매각은 최대주주인 광해관리공단이 54만 7,786주를, 강원도청이 새롭게 50만 7,024주를 장외거래를 통해 매입하였다. 폐광지역 주민들과 이해관계자들은 공공부문의 지분매각에 대해 부정적이며, 오히려 중앙정부 지분을 지역 공공부문으로 양도 또는 매각해야 한다는 주장도 있다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

현재 상장 직후 공공부문 지분 51% 수준은 그대로 유지하고 있으며, 그 중에서 광해관리공단이 36.27%로 최대지분을 소유하고 있다. 강원도 개발공사가 지분 매각으로 6.11%로 소유 지분이 조금 감소하였으며, 정선군(4.9%), 태백시(1.25%), 삼척시(1.25%), 영월군(1.0%) 등은 지분 변동이 없었으며, 강원도청이 새롭게 0.23% 지분을 소유하게 되었다. 민간지분에는 외국인 지분이 약 30% 수준에 이르고 있는 것으로 보인다.

〈표 IV-32〉 강원랜드의 주식규모와 지분율의 변화

(단위: 억원, 천주, %)

시 기	주주명	법정자본금	납입자본금	지분율
상장 이전 (1999)	한국광해관리공단 ¹⁾		360	36.00
	강 원 도 개발공사		66	6.60
	정 선 군		49	4.90

〈표 IV-32〉의 계속

시 기	주주명	법정자본금	납입자본금	지분율
상장 이전 (1999)	태 백 시		12.5	1.25
	삼 척 시		12.5	1.25
	영 월 군		10	1.00
	민간주주(일반공모)		490	49.00
	합 계	500	1,000	100
상장 직후 (2001)	한국광해관리공단 ¹⁾		360	36.00
	강 원 도 개발공사		66	6.60
	정 선 군		49	4.90
	태 백 시		12.5	1.25
	삼 척 시		12.5	1.25
	영 월 군		10	1.00
	민 간 주 주		490	49.00
	합 계	500	1,000	100
현재 (2014. 8.)	한국광해관리공단		387.9	36.27
	강 원 도 개발공사		65.4	6.11
	정 선 군		52.4	4.90
	태 백 시		13.4	1.25
	삼 척 시		13.4	1.25
	영 월 군		10.7	1.00
	강 원 도 청		2.5	0.23
	민 간 주 주		468	43.75
	자 사 주		56	5.24
	합 계	500	1,000	100

주: 1) 2001년 무상증자가 시행되었음(구 석탄산업 합리화사업단)
 자료: 강원랜드 담당자 요청자료.

강원랜드는 그랜드코리아레저와 같은 중앙정부가 대주주는 아니나, 그랜드코리아레저와 달리 공공기관과 지방자치단체들로 주주들이 구성되어 있

다. 상장 이전 내부지배구조는 기관장과 상임이사 4명, 비상임이사 8명, 그리고 감사 1명으로 구성되어 있었으나, 상장 이후 「상법」에 따라 사외이사 제도를 도입하였다. 다른 기관과 달리 특이한 것은 비상임이사와 사외이사가 모두 존재하고 있다는 점이다. 「상법」을 준용함으로써 사외이사⁷⁶⁾를 8명을 새로 포함시켰다. 상장회사는 사외이사를 선임하는 것이 의무사항이며, 자산총액이 2조원 이상인 경우에 3명 이상이면서 이사총수의 과반수를 사외이사로 선임토록 하고 있다. 강원랜드는 자산총액이 2조원이 넘어 상장 이전 비상임이사를 포함하여 임원규모가 10여 명이 조금 넘었으나, 상장이후 상법규정을 준수하기 위해 기관장을 제외한 상임이사 수를 4명에서 1명으로 줄였으며, 반면 사외이사를 8명을 포함시켰다. 이와 함께 비상임이사는 8명에서 5명으로 줄었다. 현재 20여 명이 가까운 이사가 있는데, 이는 우리나라 최대 상장회사인 삼성전자와 비교 13명에 비해 상당히 많은 규모라는 지적도 있다(김선웅, 2005). 공공부문의 주주구성이 다수의 지방자치단체를 포함하고 있어, 내부 상임이사를 견제하여야 할 사외이사가 지방자치단체의 이해관계를 대변할 인사들로 구성될 경우 견제하기보다는 지역이기주의에 매몰되어 전략적인 의사결정을 방해할 위험이 존재한다.

〈표 IV-33〉 상장 이후 강원랜드 내부지배구조의 변화

(단위: 명)

	기관장	감사 (감사위원회)	상임이사	비상임이사	사외이사
상장 이전	1	1	4	8	
현재	1	3	1	5	8

주: 상장 이전은 2009년 결산 기준, 현재는 2013년 결산 기준
 자료: 강원랜드 담당자 요청 자료.

76) 우리나라는 1998년 처음으로 사외이사를 도입하였으며, 「상법」이 규정하고 있는 사외이사의 권한과 책임은 일반이사에 준한다. 1997년 외환위기를 극복하고 기업의 경쟁력을 제고하기 위해서 정부는 기업 구조조정을 추진하였으며, 기업지배구조 개선을 위한 다양한 개선제도들이 도입되었고, 그 중의 하나가 사외이사제도이다.

2) 기업가치와 재무효과

최근 5년간 강원랜드 주가는 지속적으로 상승하고 있다. 2009년 1만 5,539원에서 2013년 3만 631원으로 최근 5년간 약 2배 가까이 증가하였으며, 카지노부문을 중심으로 동 기간 동안 연간 약 1.2~1.3조원 규모의 매출을 하고 있는 것으로 나타나고 있다. 배당성향도 지속적으로 매년 50% 내외 수준에서 안정적으로 이루어지고 있는 것으로 관찰되고 있다. 대주주뿐만 아니라 일반 투자자들이 투자이익 실현을 위한 우호적인 환경을 유지하고 있다고 평가할 수 있으나, 종합리조트사업을 담당하고 있으나 카지노 매출에 지나치게 의존하고 있는 것으로 나타나고 있다.

〈표 IV-34〉 강원랜드 재무현황 변화 추이

(단위: 백만원, %)

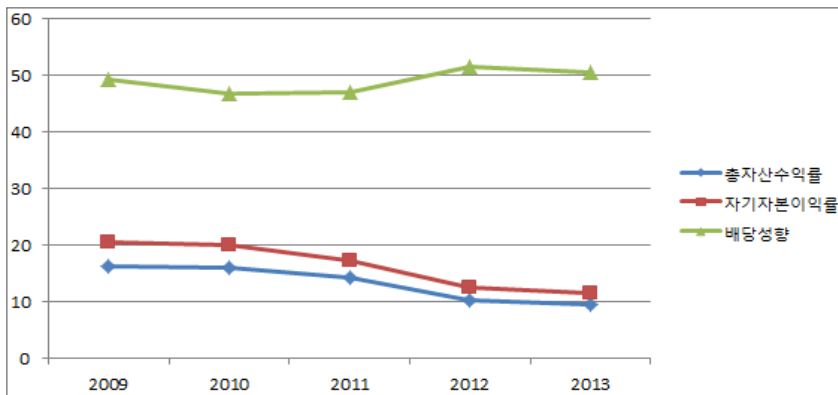
	2009	2010	2011	2012	2013
자산	2,386,535	2,609,745	2,730,284	2,915,386	3,105,430
부채	496,821	508,617	452,082	532,225	581,467
자본총계	1,889,715	2,101,127	2,278,202	2,383,161	2,523,963
자본금	106,970	106,970	106,970	106,970	106,970
매출	1,206,659	1,313,683	1,263,651	1,292,896	1,356,906
당기순익	390,000	421,785	393,401	296,504	293,129
시가총액	3,286,016	4,399,801	5,837,643	5,447,029	6,553,119
주식가격	15,539	20,566	27,286	25,460	30,631
배당금	192,684	197,686	184,734	153,068	147,999
현금배당금	192,684	197,686	184,734	153,068	147,999
부채비율	26.29	24.21	19.84	22.33	23.04
총자산수익률	16.34	16.16	14.41	10.17	9.44
자기자본이익률	20.64	20.07	17.27	12.44	11.61
배당성향	49.41	46.87	46.96	51.62	50.49

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

분기별로 3,000억~3,500억원 수준의 매출실적을 올리고 있으며, 영업이익은 1,000억원 내외로 관찰되고 있다(강원랜드, 「제17 반기 보고서」). 최근 5년간 연도별 매출규모는 비슷한 수준에서 차이를 보이고 있으나, 당기순익은 최근 2년간 다소 감소하는 것으로 나타난다. 총자산수익률은 2009년 16.34%에서 매년 감소하고 있으며, 자기자본이익률도 역시 2009년 20.64%에서 2013년 11.61%로 점감하였다. 당기순익과 수익률은 2010년 이후 줄어들고 있으나, 배당성향은 50% 내외 수준을 유지하고 있는 것으로 나타났다. 약 10년 전 배당성향은 35.4%(2004년)수준이었으며, 몇 년 소폭으로 꾸준히 증가하면서 2006년 42.7%로 40%대에 진입하였다.

[그림 IV-21] 강원랜드의 수익성과 배당성향 변화

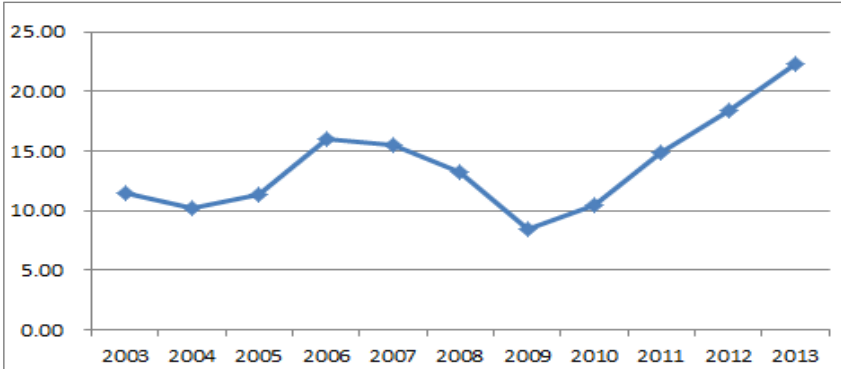
(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주당 시가를 주당 이익으로 나눈 강원랜드의 주가수익비율(PER)의 변화는 유가증권시장 이전시장 이후 2009년을 제외하고는 10 이상을 유지하고 있으며, 2009년 이후 주당 이익이 주가가격이 반영되는 수준이 높아지고 있는 것으로 관찰되고 있다.

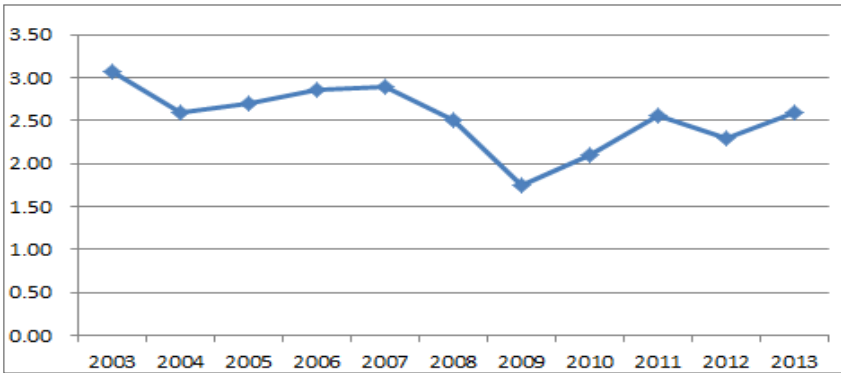
[그림 IV-22] 강원랜드의 주가수익비율(PER)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

이와 같은 경향은 강원랜드의 주가순자산비율(PBR)에서도 확인할 수 있다. 2003년 이전상장 이후 지속적으로 중앙정부가 주주로 있는 상장공공기관에 비해 주가에 대해 기업가치의 반영수준이 높다는 것을 보여주고 있다.

[그림 IV-23] 강원랜드의 주가순자산비율(PBR)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

3) 상장 성과 요약

강원랜드 상장의 목적은 침체된 자본시장 활성화에 있었으며 코스닥 등록 이후 바로 다시 거래소로 이전하여 상장하였다. 공공부문 주주들의 지분을

51%로 유지하고 있으나, 주식시장에서 내국인보다는 외국인 주주 비중이 매우 높은 것으로 나타나고 있다. 2014년 현재 공공부문 지분 51%를 제외한 49% 중에서 약 26~27%가 외국인 주주인 것으로 파악되고 있다. 강원랜드의 경우 소액주주협회의의 대표자가 사외이사로 참여하고 있는 것으로 긍정적으로 평가할 수 있다.

〈표 IV-35〉 강원랜드 상장의 목표와 달성 여부

강원랜드	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상		
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대	++	++
4. 공기업의 자금 유치		
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선	++	++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		

강원랜드 상장으로 인해 민간부문의 거래가 가능해졌으나, 국내 카지노 산업에 대한 독점권에 대응하여 영업규제가 존재하고 있어 상업적 활동을 적극적으로 전개할 수 없다. 매출총량제, 영업규모, 영업장 운영, 영업시간을 규제하고 있으며, 강원랜드의 직접적인 광고홍보를 제한하고 있다. 유가증권 상장을 통해 자금확보 경로와 투자접근성의 기회를 열어 놓았으나, 내부 현금유보 수준이 높아 실질적인 활용 가능성은 높지 않은 편이다. 기타 공공기관으로 분류되어 있으나 인력과 예산집행과 관련하여 기획재정부의 통제를 받고 있으며, 사업 및 운영과 관련하여서는 주무부처인 산업부의 평가를 받고 있다. 이사회는 주요 주주인 지방정부 등의 참여하고 있어 의사결정에 영향력을 가지고 있다.

〈표 IV-36〉 강원랜드의 상장으로 인한 변화

강원랜드	성과	설 명
1. 상업성 지향		국내카지노 독점권에 대응하여 영업규제(매출총량제, 영업규모 제한, 영업장 운영 제한, 영업시간 제한, 광고홍보 제한) 등
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	국내 유가증권시장에 상장하여 투자접근성이 확대되었으며, 내국인 외 외국인 및 기관투자자들의 접근성이 향상되었음
3. 이사회 독립성		중앙정부가 지분을 보유하고 있지는 않으나, 주무부처인 산업부와 광해관리공단 및 지역 정부기관의 영향력 존재
4. 공공성 목표 축소		상장 이후 큰 변화를 찾기 어려움
5. 투명성 및 정보공개	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임		지속적 도박중독예방 및 치유 지원사업 운영 (계속)
7. 정부 영향력		경영목표와 방법, 의사결정 등에 정부의 영향력이 큼. 기타공공기관으로 분류되어 기획재정부 경영평가 대상은 아니나 주무부처 평가를 받음

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 상장과 지배구조의 복잡성

폐광지역 경제활성화를 위한 정책목표를 위해 설립되었으며, 투자재원 마련을 위해 상장하였으나, 결과적으로 상장 이후 기관의 배당성향 등을 고려한다면 상장을 통해 경영의 투명성 제고 및 경영 효율화의 발판을 마련하였다는 점에서 의의를 찾을 수 있다. 그러나 상장을 통한 자원 확충보다는 중장기적인 배당수입을 통한 재정수입 확대의 효과가 더 컸을 것으로도 예측할 수 있다. 다만, 공공부문의 주요 주주들이 해당지역 다수 지방자치단체들로 구성되어 있어 일반주주의 권리와 상충되는 문제들이 지적되고 있다.

2) 경영의 자율성 부족

상장된 공기업에 대해서 외부의 투자자들은 상장 이후 공기업 역시 민간

기업처럼 시장 환경에 유연하게 반응하며 효율적으로 운영되기를 기대할 수 있지만, 상장으로 인해 공기업의 운영방식이 크게 바뀌지는 않는 것으로 나타났다. 상장 이후에도 「공운법」상의 공기업은 「공운법」에 따라 임원선임, 이사회 구성, 경영평가, 감독, 예산편성 및 집행, 인력 및 조직에 대한 규제를 동일하게 받는다. 「공운법」상에 상장공기업에 대한 예외를 두거나 차이를 발생시키는 부분은 찾아보기 어렵기 때문이다. 또한 주무부처와의 관계 역시도 상장 전후로 큰 차이가 발생하지 않고 있어 여전히 정부의 영향력이 크게 유지되고 있다.

특히, 상장 이후 이사회 규모가 크게 확대되어 비효율적으로 운영될 소지가 매우 크다. 또한, 독립성을 갖춘 전문경영보다는 지역정부의 이해관계를 반영할 개연성이 더욱 커졌다는 점도 주목하여야 한다.

3) 성과 인센티브의 부족

정부의 규제를 받고 있으나 사업수익의 대부분이 독점사업의 성격이 강한 카지노 등 특정부문에서 발생하고 있다. 따라서 내부적으로 기업가치 제고 및 재무성과 변화에 대한 직접적인 인센티브가 약하다.

6. 그랜드코리아레저

가. 상장의 배경과 목적

그랜드코리아레저(GKL)는 2005년 「관광진흥법」에 근거하여 한국관광공사의 자회사로 설립된 기관으로 외국인전용 카지노업을 비롯하여 관광, 숙박업 및 면세품 판매업 등을 수행하고 있다. 2004년 11월 한국관광공사가 문화관광부에 외국인 전용 카지노 허가 신청을 낸 뒤 1년 후인 2005년 1월 문화관광부가 서울 2개소, 부산 1개소에 영업허가를 내줬다. 이를 근거로 2005년 9월 한국관광공사가 GKL(주)을 설립했다. 이로써 그동안 (주)파라디이스가 독점해오던 외국인 카지노 시장이 경쟁 체제로 바뀌었다. 제3차 공공기관 선진화 계획에 따라 2010년까지 49% 지분을 우선 매각하고, 소유구

조 및 운영상황을 점검한 후 추가적인 매각을 계획하였다. 이러한 상장을 통한 지분매각의 배경은 이미 민간부문이 활성화되어 있는 점을 감안하여 한전KPS 등을 포함한 민영화 대상 38개 기관에 포함되었으며, 1인당 지분 매수한도를 부여하여 소유구조를 분산시켰다. 지분 매각은 2009년 30%, 2011년 19%를 두 차례 나누어서 상장이 이루어졌다.

〈표 IV-37〉 그랜드코리아레저 주요 연혁

연도	주요 사건
2004	외국인 전용 카지노 신규허가 공고
2005	GKL(주) 법인 설립
2006	SEVEN LUCK 서울 강남점 등 3개점 오픈
2009	유가증권시장(KOSPI) 상장

자료: 그랜드코리아레저 홈페이지(<http://www.grandkorea.com/kr/gkl/history.aspx>).

나. 상장 진행과정과 쟁점

초기에는 민영화 계획에 따라 상장이 추진되었으나, 신분보장에 대한 직원들의 불안과 우려가 있었으며, 카지노산업의 특수성, 관광산업에서의 위상 등을 고려하여 2011년 말까지 시장상황에 따라 차후에 결정하기로 하고, 1차적으로 30%를 매각하였으며, 2011년 19%를 매각함으로써 공공지분 51%를 유지하는 것으로 결정되었다.

또한 상장이 진행되면서 처음에는 내부 직원들에게 우리사주를 허용하도록 결정하였으나, 우리사주를 허용하지 않았던 강원랜드 선례를 고려하여 우리사주를 포함시키지 않았다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

2005년 한국관광공사가 100% 출자하여 설립하였으며, 2009년 거래소 상장을 통해 49% 지분을 매각하였다. 상장 이후 주주 가운데 외국인 투자자

비중이 약 20% 내외로 유통물량의 40% 이상을 차지하고 있다. 기업설명과 홍보를 통한 해외 투자자 유치를 위한 IR(Investor Relations)활동을 적극적으로 수행하고 있으며, 주가관리를 위한 모니터링을 하고 있다.

〈표 IV-38〉 그랜드코리아레저의 주식규모와 지분율의 변화

(단위: 억원, 주, %)

시 기	주주명	납입자본금	주식 수	지분율
상장 이전 (2005)	한국관광공사	300	3,000,000	100.00
		300	3,000,000	100.00
상장 직후 (2009)	한국관광공사	300	43,298,969	70.00
	기 타 주 주		18,556,701	30.00
	합 계	300	61,855,670	100.00
현재 (기준날짜)	한국관광공사	300	31,546,392	51.00
	기 타 주 주		30,309,278	49.00
		300	61,855,670	100.00

자료: 그랜드코리아레저 담당자 요청 자료

상장 이전 이사회 구성은 기관장 1명, 상임이사 4명, 비상임이사 4명 및 감사 1명 규모로 구성되어 있었으며, 상장 이후에도 유사한 수준을 유지하고 있다. 경영성과에 대해 주무부처인 문화체육부의 평가를 받고 있다.

2) 기업가치와 재무효과

그랜드코리아레저의 최근 5년간 매출은 점감하고 있으며, 자산과 부채규모는 점진적으로 증가하고 있다. 반면, 그랜드코리아레저(GKL) 당기순익은 2011년을 정점으로 지속적으로 감소하고 있으며, 주가도 2009년 상장 이후 다소 상승하였다가 2011년을 정점으로 하락하고 있다. 다만, 배당성향은 연도별 차이가 있으나 대체로 상승하고 있는 추세이다.

〈표 IV-39〉 그랜드코리아레저 재무현황 변화 추이

(단위: 백만원, %)

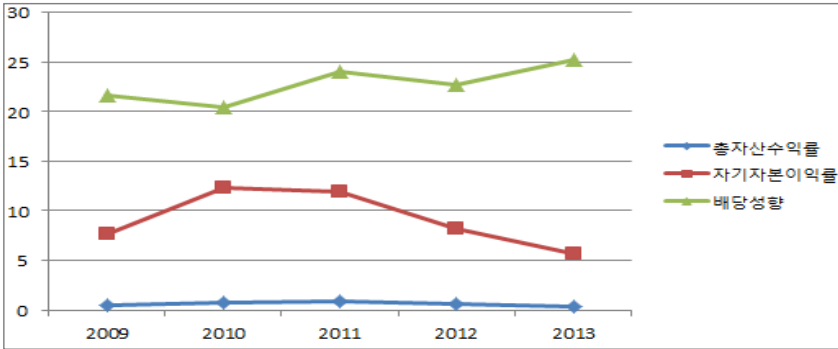
	2009	2010	2011	2012	2013
자산	150,916,964	165,475,825	179,945,867	190,762,068	203,680,796
부채	141,701,357	154,986,474	166,870,301	177,015,104	189,486,380
자본총계	9,215,607	10,489,351	13,075,566	13,746,964	14,194,416
자본금	3,207,944	3,219,869	3,219,869	3,219,869	3,240,837
매출	20,763,777	18,459,684	15,011,935	14,995,734	13,328,598
당기순익	710,476	1,290,112	1,552,216	1,134,528	812,022
시가총액	5,988,874	8,251,184	9,028,508	6,793,425	6,584,340
주식가격	11,244	15,119	16,536	12,442	11,996
배당금	153,962	264,029	373,505	257,590	205,249
현금배당금	-	-	-	-	-
부채비율	1,537.62	1,477.56	1,276.20	1,287.67	1,334.94
총자산수익률	0.47	0.78	0.86	0.59	0.40
자기자본이익률	7.71	12.30	11.87	8.25	5.72
배당성향	21.67	20.47	24.06	22.7	25.28

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

총자산수익률과 자기자본이익률은 상장 이후 증가하였으나, 최근 다시 감소하는 경향을 유사하게 보여주고 있다. 하지만, 부채비율은 지속적으로 감소하는 추세를 보여주고 있다. 당기순익 등 재무성과 지표의 변화와 달리 배당성향은 연도별 다소 증감이 있으나 2009년 21.67%에서 2013년 25.28%로 대체로 증가하는 추세를 보여주고 있다. 상장 이후 주식거래를 통한 이익 실현 기회보다는 지속적으로 안정적인 수입을 제공하는 배당주로서의 가치가 크다.

[그림 IV-24] 그랜드코리아레저의 수익성과 배당성향 변화

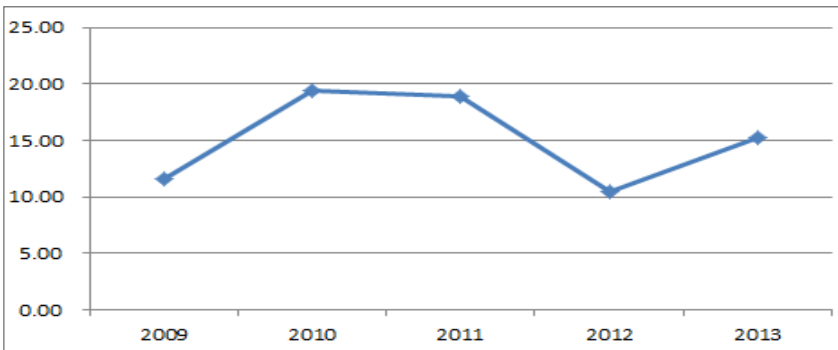
(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주당 시가를 주당 이익으로 나눈 주가수익비율(PER)의 변화에서 나타난 주가변동을 추적하면 상장이후 지속적으로 10 이상으로 관찰되고 있다. 일반적으로 주당 이익이 주가에 어느 정도 반영되어 있음을 알 수 있다.

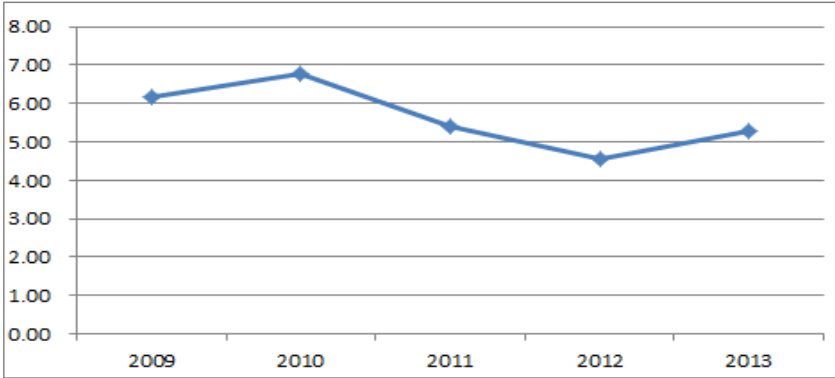
[그림 IV-25] 그랜드코리아레저의 주가수익비율(PER)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

그랜드코리아레저의 주가순자산비율(PBR)도 역시 상장이후 지속적으로 1 이상으로 관찰되고 있어 기업가치가 주가에 상당 수준 반영되어 있다는 것을 알 수 있다. 즉, 중앙정부가 주주로 있는 상장공공기관에 비해 기업 가치가 실질적으로 평가되고 있다고 하겠다.

[그림 IV-26] 그랜드코리아레저의 주가순자산비율(PBR)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.) 후 자체 계산

3) 상장 성과 요약

그랜드코리아레저의 상장은 민영화 계획에 따라 진행되었으나 공공지분을 과반 이상 유지하는 것으로 정리되었으며, 상장에 따라 외국인 전용 카지노산업에 경쟁체제가 도입되는 결과를 가져왔으며, 대주주였던 관광공사 는 자본이득을 실현할 수 있었다.

〈표 IV-40〉 그랜드코리아레저 상장의 목표와 달성 여부

그랜드코리아레저	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	++
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		
4. 공기업의 자금 유치		
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선	++	++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		

파라다이스 독점체제였던 외국인전용 카지노산업에 그랜드코리아레저가 참여함으로써 경쟁체제가 도입되었다. 산업의 특성상 다른 분야에 비해 투명성이 떨어지는 구조적인 문제가 있는 분야(grey industry)에 공공기관이 참여하여 투명경영을 통한 산업문화의 변화를 견인하고 있는 것도 긍정적인 측면으로 평가할 수 있다. 민간기업과 해외 관광객 유치경쟁에서 한국관광공사의 우호적 혜택을 제공하는 것은 특혜시비 등의 문제로 대두될 우려가 있다. 경쟁도입의 의의는 크나, 경쟁이 공정한 경쟁이 되도록 담보하는 것이 더욱 중요하다.

〈표 IV-41〉 그랜드코리아레저의 상장으로 인한 변화

그랜드코리아레저	성과	설 명
1. 상업성 지향	++	파라다이스 독점시장에 참여하여 경쟁 도입
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	국내 유가증권시장에 상장하여 투자접근성이 확대되었으며, 내국인 외 외국인 및 기관투자자들의 접근성 향상 되었음
3. 이사회 독립성		중앙정부가 지분을 보유하고 있지는 않으나, 주무부처인 문체부와 최대주주인 한국관광공사의 영향력
4. 공공성 목표 축소		상장 이후 큰 변화를 찾기 어려움
5. 투명성 및 정보공개	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임		다문화가정의 의료비 지원사업 등(계속)
7. 정부 영향력		경영목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 기타공공기관으로 분류되어 기획재정부 경영평가 대상은 아니나 주무부처 평가를 받음

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 경영의 자율성 부족

상장된 공기업에 대해서 외부의 투자자들은 상장 이후 공기업 역시 민간 기업처럼 시장 환경에 유연하게 반응하며 효율적으로 운영되기를 기대할 수 있지만, 상장으로 인해 공기업의 운영방식이 크게 바뀌지는 않는 것으로 나

타났다. 상장 이후에도 「공운법」상의 공기업은 「공운법」에 따라 임원선임, 이사회 구성, 경영평가, 감독, 예산편성 및 집행, 인력 및 조직에 대한 규제를 동일하게 받는다. 「공운법」상에 상장공기업에 대한 예외를 두거나 차이를 발생시키는 부분은 찾아보기 어렵기 때문이다. 또한 주무부처와의 관계 역시도 상장 전후로 큰 차이가 발생하지 않고 있어 여전히 정부의 영향력이 크게 유지되고 있다.

2) 성과 인센티브의 부족

그랜드코리아레저의 상장 시 우리시주가 배정되지 않았으며, 기업가치 변동 및 재무성과의 변화가 임직원의 보수나 임기에 직접적으로 연동되어 있지 않아 수익성 및 기업 가치를 제고하기 위한 내부적인 인센티브를 확보하지 못하고 있다.

7. 한전KPS

가. 상장의 배경과 목적

한전KPS는 1974년 최초의 전문정비업체 (주)한아공영으로 설립되었으며 1977년 한국전력이 전액 출자하여 보수전담회사로 재출범하였다. 한전KPS는 전력설비의 유지·보수 업무를 담당하고 있으며, 원자력, 화력, 수력, 양수발전, 송변전 시설 등의 업무를 하고 있다. 해외 17개와 국내 50여 개 사업장이 있다. 한전KPS는 계열사 거래가 거의 대부분이며 80% 정도가 관계사 거래에 속한다.

한전KPS는 2007년 공공기관 선진화 계획에 따라 우수공기업 상장을 통한 자본시장 활성화를 목적으로 하여 민영화를 전제로 하지 않은 일부 지분 매각의 형태로 기은캐피탈, 지역난방공사와 함께 상장이 추진되었고 2007년 12월 14일 상장되었다. 한국전력공사가 100% 소유하고 있던 한전KPS의 상장은 한전 지분의 20%을 공모함으로써 모기업인 한국전력공사가 대주주 지위를 유지하도록 하여 공공성을 확보하고자 하였다. 즉 정부나 한전이 최대

주주로서 영향력을 계속 유지함으로써 공공성을 훼손하지 않는 범위 내에서 경영 효율성 향상 및 자금 조달수단의 다양화를 목표로 하였다.⁷⁷⁾

한전KPS의 상장은 우량 공기업의 상장을 통해 증시를 활성화 하고자 하는 정부의 정책에 따라 추진이 이루어졌다. 2007년 당시 시장에서는 풍부한 유동성을 바탕으로 주식형 펀드 등 기관 투자자의 수요가 계속해서 증가했지만 기업은 풍부한 여유자금을 보유하고 있어 우량기업의 주식시장 공급은 감소 추세였다.⁷⁸⁾ 특히 자사주 매입 증가 등으로 발행주식 대비 유통주식 비율도 감소하는 추세였다.⁷⁹⁾ 따라서 증시에 유입되는 시중자금에 비해 기업공개 물량이 적은 수급 불일치 현상을 해소하고 증시를 활성화하기 위하여 우량 공기업의 상장이 추진되었다. 한전KPS는 한국전력만큼 안정적이고 독점성을 지닌 우량 공기업으로서 증시 투자자금 유입에 도움이 될 것이라 예측되었지만 한국전력이나 KT 등에 비해 규모가 작아 증시에 긍정적인 파급효과는 크지 않을 것이라는 예상이 지배적이었다.⁸⁰⁾ 게다가 당시(2007년) 상장이 논의된 3개 공기업(한전KPS, 기은캐피탈, 지역난방공사)은 지분의 일부(10~20%)만을 공개하는 것이어서 그 효과는 더욱 제한적일 것으로 예측되었다.

〈표 IV-42〉 한전KPS 연혁

시기 구분	연도	주요 사건
2000년대 이전	1974	최초의 전문정비업체 (주)한아공영 설립
	1977	한국전력 전액출자 보수전담회사로 재출범
	1981	한국중공업으로 합병 및 최초의 해외사업
	1984	한국전력보수주식회사 설립
	1990	기술연구원 개원(수화력/원자력)

77) 경제정책조정회의(2007. 7. 30.), 「공기업 상장 추진방안」, p. 5.

78) 경제정책조정회의(2007. 7. 30.), 「공기업 상장 추진방안」, p. 1.

79) 한전 KPS 내부자료, 2014.

80) 전자신문, 2007.12.04.일자 기사, 「정부, 공기업 상장 카드 첫선」,
(http://www.etnews.com/news/economy/public/2026908_2576.html).

〈표 IV-42〉의 계속

시기 구분	연도	주요 사건
	1992	한국기공주식회사로 사명 변경
	1994	정비기술연구소 설립
	1997	원자력정비기술센터 설립
	1999	분당 신사옥 준공과 입주
2000년대 이후	2005	최초로 민간발전소 시운전공사 수주
	2007	한전KPS로 사명 변경
	2007	주식 상장 (2007. 12. 14.)
	2009	다우존스 지속가능 경영지수(DJSI Korea) 편입
	2010	회사 영문사명을 KEPCO KPS로 변경하고 회사 CI 변경

자료: 한국전력기술 홈페이지(<http://www.kepco-enc.com/Korea/>) 참고.

나. 상장 진행과정과 쟁점

한전KPS 상장에 대해서는 노조를 중심으로 반대 입장이 형성되었으나 2007년 상장이 이루어졌다. 한전KPS는 2008년 이명박 정부 출범 이후 추진된 공공기관 선진화 계획에 따라 2010년 12월에 지분의 일부를 추가 상장하여 매각하였다. 공공기관 선진화 계획은 공공부문을 축소하고 효율화하기 위해 추진되었으며 2008년 8월에 확정된 1차 선진화 추진 계획 이후 2009년 3월까지 총 6차례에 걸쳐 추진되었다. 이중 민영화 대상 27개 기관에 한전KPS와 한전기술이 포함되었으며 지분의 일부를 매각하는 방식으로 민영화가 추진되었다.

2007년 상장에서는 한국전력공사가 보유하고 있던 지분의 20%를 매각하였으며 2010년 12월에 지분 5%를 추가 매각하였다. 2012년 한전KPS 민영화 계획에 따라 한전 지분 5%를 추가 매각하여 한전 지분이 75%에서 70%로 변동하였으며 2013년 한국전력공사가 자사의 재무구조 개선을 위해 추가로 7% 지분 매각을 실시하여 지분이 70%에서 63%로 줄어들었으며 2014년 블록세일 방식으로 315만주를 매각하여 한국전력공사의 지분율이 63%에서 56%로 변동되었다. 모회사인 한국전력공사의 부채감축을 위하여 향후 추가 지분 매각을 실시할 계획이며 한국전력공사의 지분율을 2017년까지 51%로 줄여나갈 계획이다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

가) 주주구성

상장 이전에 한전KPS는 한국전력공사가 전체 지분을 100% 소유하고 있었다. 2007년 상장에서는 한국전력공사가 보유하고 있던 지분의 20%를 매각하여 최대주주인 한전의 지분은 80%가 되었으며 우리사주조합이 3.92%, 기관투자자가 12.8%, 일반투자자가 4%를 보유하게 되었다. 이후 지속적으로 한전의 지분을 추가 매각하여 2014년 4월 현재 한전의 지분은 63%, 국민연금관리공단이 5.69%, 우리사주조합 0.54% 및 기관투자자와 소액주주의 주주 구성을 가지고 있다. 이후 추가적인 매각을 통해 한전의 지분을 51%로 줄여나갈 예정이므로 이에 따라 주주의 구성도 변동될 것으로 보인다.

〈표 IV-43〉 한전KPS의 주주구성 변화

(단위: 억원 주, %)

	주주명	법정자본금	납입 자본금	주식 수	지분율
상장 이전 (2007)	한국전력공사			45,000,000	100
	합 계	600	90	45,000,000	100
상장 직후 (2007)	한국전력공사			36,000,000	80
	우리사주조합			1,766,060	3.92
	기관투자자			5,433,940	12.08
	일반투자자			1,800,000	4
	합 계	600	90	45,000,000	100
현재 (2014. 4.)	한국전력공사			28,352,000	63
	국민연금관리공단			2,559,000	5.69
	미래에셋자산운용			950,000	2.11
	Norges bank			696,000	1.55
	Saudi중앙은행			643,000	1.43
	삼성자산운용			492,000	1.09
	우리사주조합			241,000	0.54
	기타소액주주			11,067,000	24.59
	합 계	600	90	45,000,000	100.00

자료: 한전KPS 내부자료, 2014.

한전KPS는 상장 이전에는 정부 지분이 전혀 없고 한전이 100% 소유하고 있던 기관이었으나 상장 당시 20% 지분을 매각하고 이후 추가 지분 매각을 실시하여 현재 한전의 지분은 63%(2014. 4. 기준)에 해당한다. 한전이 51% 이상의 지분을 소유함으로써 정부와 한전의 지배력 행사의 근거로 작용하고 있다. 2014년 4월 기준 우리사주조합을 주주 1명으로 산정 시 총주주 수는 6,876명이다.

〈표 IV-44〉 한전KPS의 정부와 공공기관 지분 변동

(단위: %)

	정부 지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분	외국인 지분
상장 이전	-	100	-	-	-
상장 직후	-	80.0	-	20.0	0.71
현재(2014. 4. 30.)	-	63.0	-	37.0	20.45

자료: 한전KPS 내부자료, 2014.

나) 이사회

상장 이후 이사회 구성에는 큰 변동이 없으나 이사회 정원이 7명에서 8명으로 확대되었고 상임이사가 3명에서 4명으로 늘어났다. 이사회 구조는 상임이사 4명, 비상임이사 2명, 사외이사 2명으로 되어 있으며 비상임 이사는 관행적으로 한국전력공사와 산업부에서 오도록 되어 있다.

〈표 IV-45〉 상장 전후 한전KPS의 이사회 구성 변동

(단위: 명)

	기관장	감사 (감사위원회)	상임이사 (기관장, 감사 포함)	비상임이사	합계
상장 이전	1	1	3	4	7
현재	1	1	4	4	8

자료: 한전KPS 내부자료, 2014.

상장 이후 임원 및 이사회의 선임, 해임, 평가와 관련하여 절차 및 기준, 결정과정에서 변동된 사항은 다음과 같다. 상장 이전에는 주총개최를 위한

이사회 결의 후 주총소집 통지서 발송, 임시주총개최, 임원선임 등기가 이루어졌으며 임원 후보자 변경 및 미선임의 경우가 없었다. 상장 이후에는 주총개최 이사회결의, 주총개최 결의내용 공시 및 예탁원통지, 주주명부 폐쇄 기준일 및 명의개서 공고, 권리주주 확정 및 주주명부 인수, 주주총회 안건 통지공시 및 공고, 임시주주총회 개최, 결과공시, 임원선임 등기의 순으로 진행된다. 감사선임에 있어서는 각 주주별 최대 3% 의결권 행사 제한이 있다. 상장 이후에는 이전과 달리 임원선임을 위한 주총소집 이사회 결의 이후 임원후보자 변경 및 인사검증 등 절차지연에 따른 미선임, 주총안건 부결 사례 등이 발생하였다.

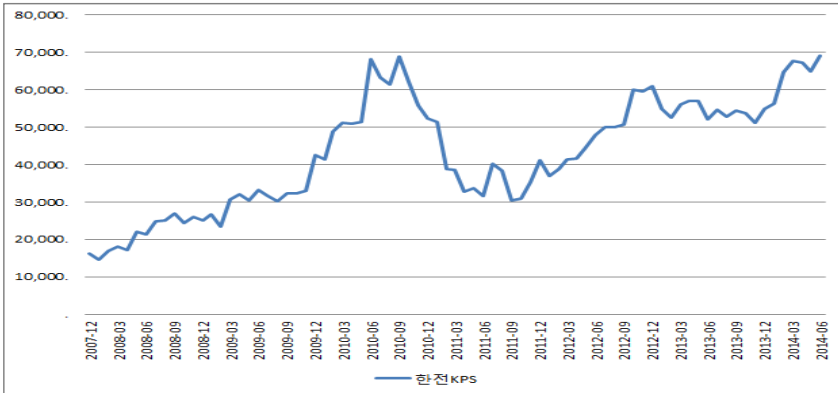
임원의 선임 및 해임은 주주총회에서 결정하나 정부 및 최대주주(한국전력공사)의 의결권 보유(63%)에 따라 사실상 주총 이전에 내정된다고 볼 수 있다. 상장 이후 주총에서 결정/의결해야 하는 주요 사항은 재무제표 승인, 배당결정, 정관개정, 임원 선임 및 해임, 임원보수한도 승인 등이 있으며 상장 이전에도 주주총회에서 이에 대한 결정을 내렸다.

2) 기업가치와 재무효과

한전KPS는 2007년 12월 14일 상장 당시 공모가는 13,300원이었으며 시초가는 17,100원이었다. 상장 이후 주식가격은 공모가 이상으로 꾸준히 상승하여 2010년 9월 말 종가가 69,000원까지 상승하였다. 상장한 지 3년 만에 공모가의 약 5.2배에 달하는 최고가격에 도달한 이후 약 5개월만인 2011년 2월 말에는 종가 38,750원까지 다시 급격히 하락하였다. 한전KPS의 주식가격은 몇 개월간 등락을 반복하다 다시 또 꾸준히 상승하여 2012년 12월 말 종가가 60,900원까지 올라갔다. 이후 2013년 1년 여간 보합세를 나타내다가 2014년 이후 다시 상승세를 보이며 2014년 6월 말 현재 69,200원으로 과거 최고가를 경신하였다. 이후 주식가격이 대폭 상승하여 11월 6일 현재 96,200원에 마감되었다. 시가총액은 상장 당시 2007년에는 7,480억원이었으나 2014년 11월 9일 기준 시가총액은 4조 2,975억원으로 시가총액 규모로는 유가증권 상장기관 중에서 56위에 해당한다.

[그림 IV-27] 한전KPS의 상장 이후 주가변동

(단위: 원)

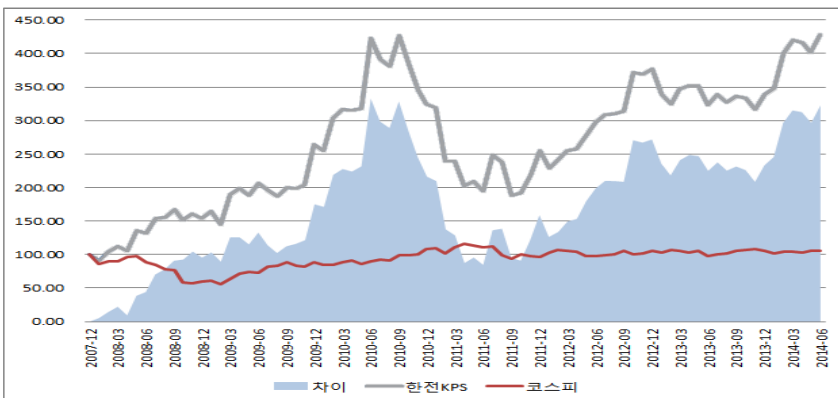


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

한전KPS의 주가가격 변동을 KOSPI지수의 변동과 비교하여 보면 KOSPI지수의 추세와 거의 상관 없이 움직이고 있음을 알 수 있다. KOSPI지수는 2007년 말 이후부터 2014년 6월까지 변동의 폭이 작았던 것이 비해서 한전KPS의 주가가격은 매우 큰 폭의 상승과 하락을 반복하며 전체적으로 상승하고 있다. 2007년과 2014년 6월 현재 시점을 비교해 볼 때, KOSPI지수가 거의 그대로인 데 비해 한전KPS의 주가가격은 약 4배 가량 상승하였다.

[그림 IV-28] 한전KPS와 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)

(단위: %)

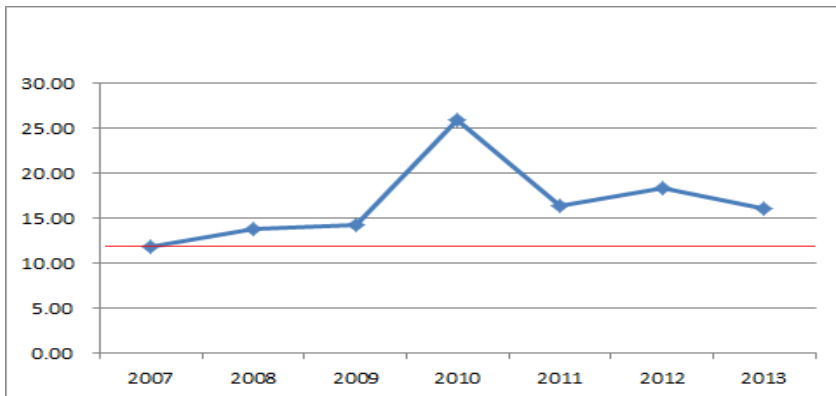


자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주가수익비율(Price Earning Ratio: PER)⁸¹⁾은 현재의 주가를 주당 순이익으로 나눈 것으로 주가가 주당 순이익의 몇 배 인지를 나타내며 특정 기업이 얻은 순이익 1원을 증권시장이 얼마의 가격으로 평가하고 있는가를 나타낸다. 업종별로 차이는 있지만 일반적으로 PER이 10 이하인 경우 이익보다 시장의 평가가 낮은 저PER주로 분류된다.

한전KPS의 PER은 상장된 2007년 11.73으로 시작하여 주가가 급등했다 급락한 2010년 25.90을 제외하고는 매년 조금씩 상승하는 모습을 보인다. 한전KPS의 PER은 2012년 18.27까지 올라갔다가 2013년에는 다소 하락한 16.03이었다. 2014년 6월 이후 주가가 급등하여 2014년 11월 6일 기준으로 추정 PER이 28.22로 상장 이후 최고로 높게 나타나고 있다. 이러한 PER의 상승세로 한전KPS의 주가가 기업의 당기순이익에 비해 증권시장에서 평가가 꾸준히 높아지고 있다고 판단할 수 있다.

[그림 IV-29] 한전KPS의 주가수익비율(PER)



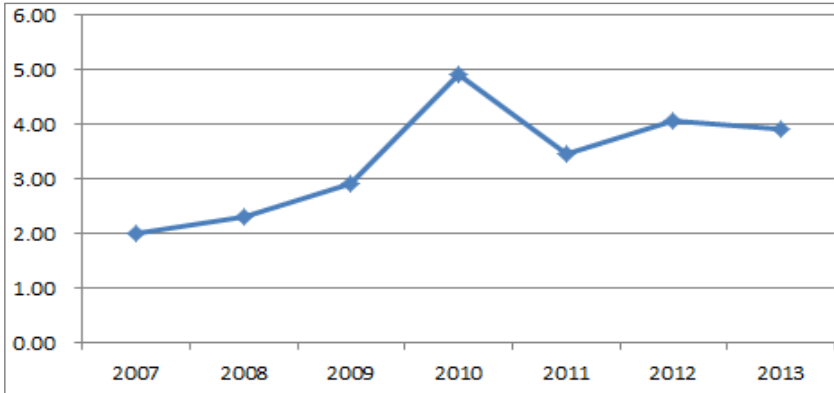
자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

주가순자산비율(Price Book-value Ratio: PBR)은 주가를 주당 순자산가치로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교하는 수치이다. PBR은 재무

81) PER(Price Earning Ratio)=주가/1주당 당기순이익(납세 후)

내용면에서 주가를 판단하는 척도이며 PBR이 1보다 낮을 경우 해당 기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다.

[그림 IV-30] 한전KPS의 주기순자산비율(PBR)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

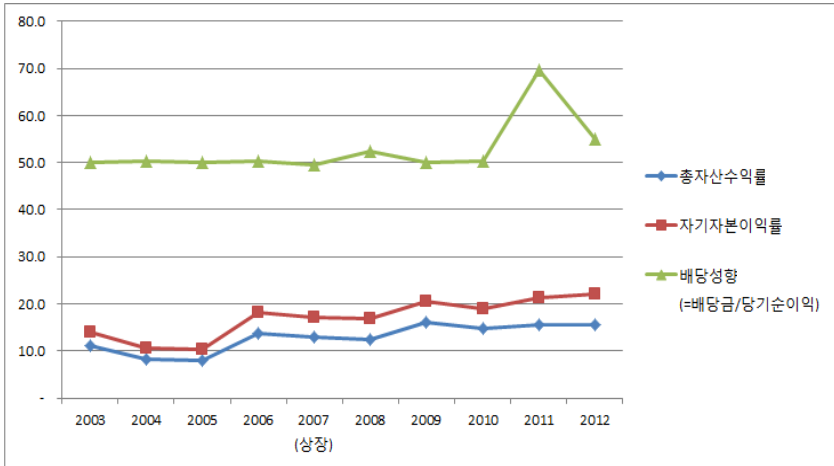
한전KPS의 PBR은 PER과 마찬가지로 주가가격이 급등하였다가 급락한 2010년을 제외하고는 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 자산의 규모도 커지고 있지만 그보다 주가가격의 상승폭이 더 크기 때문으로 보인다. 한전KPS의 PBR은 상장 당시 이미 2.0으로 시작하여 2010년에는 4.89로 올랐으며 이후 하락했다가 2012년과 2013년에는 4 안팎에 머무르고 있다. 2014년 6월 이후 주가가격의 급등으로 2014년 11월 6일 기준으로 PBR은 최고치인 6.91을 나타냈다. 해당 기업의 자산가치에 비해서 증권시장에서 높게 평가되고 있다고 볼 수 있다.

한전KPS의 재무상태를 살펴보면 매출액, 자산, 자본, 부채, 당기순이익의 경우 꾸준히 증가하고 있으며 상장 이후 조금 더 증가폭이 커졌음을 알 수 있다. 특히 매출액이 2004년 4,711.4억원에서 2012년 1조 66.1억원까지 매년 상승해 증가세가 두드러지게 나타나고 있다. 총자산수익률과 자기자본이익률은 상장 전보다 이후에 평균적으로 더 높아진 것을 알 수 있다. 부채비율은 상장 직전과 직후 그리고 최근에 조금 높게 나타나고는 있으나 큰 차이

가 없으며 27.5~42.3%로 매우 낮은 수치를 보이고 있다. 한전KPS의 배당성향은 상장 이전이나 이후 거의 50%대로 큰 변화는 없으나 매우 높은 수준을 유지하고 있으며 배당금은 거의 매년 증가하고 있다.

[그림 IV-31] 한전KPS의 수익성과 배당성향 변화

(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

〈표 IV-46〉 한전KPS 상장 전후의 재무상태 변화

(단위: 억원, 원 %)

	2003	2004	2005	2006	2007 (상장)	2008	2009	2010	2011	2012
자산총계	3,409.9	3,554.6	3,799.5	4,481.1	4,970.2	5,519.4	6,028.6	6,623.1	6,724.3	7,562.1
부채총계	735.2	775.3	859.9	1,076.5	1,239.0	1,416.5	1,322.3	1,414.5	1,782.8	2,246.7
자본총계	2,674.7	2,779.3	2,939.6	3,404.6	3,731.2	4,102.9	4,706.3	5,208.6	4,941.5	5,315.4
자본금	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
매출액	4,711.4	5,207.2	5,451.9	6,109.5	6,814.0	7,638.7	8,052.4	8,425.4	9,255.0	10,066.1
당기순이익(순실)	375.3	292.6	307.3	619.0	637.7	686.6	963.5	983.8	1,046.6	1,178.9
평균 시가총액 (보통주+우선주)					7,480.0	9,409.2	13,710.3	25,480.4	17,110.3	21,533.7
평균 추가(원)					16,622	20,909	30,467	56,623	38,023	47,853
배당금	188.0	147.0	154.0	311.0	315.0	360.0	481.5	495.0	729.0	648.0
현금배당금	188.0	147.0	154.0	311.0	315.0	360.0	481.5	495.0	729.0	648.0
부채비율	27.5	27.9	29.3	31.6	33.2	34.5	28.1	27.2	36.1	42.3
총자산수익률	11.0	8.2	8.1	13.8	12.8	12.4	16.0	14.9	15.6	15.6
자기자본이익률	14.0	10.5	10.5	18.2	17.1	16.7	20.5	18.9	21.2	22.2
배당성향 (=배당금/당기순이익)	50.1	50.2	50.1	50.2	49.4	52.4	50.0	50.3	69.7	55.0

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

3) 상장 성과 종합

한전KPS의 상장 목표는 우수 공기업을 상장함으로써 증권시장에 활력을 불어 넣는 것이 가장 주된 목표였다. 따라서 민영화를 전제로 하지 않은 일부 지분 매각의 형태로 추진되었으며 구주 매출만이 이루어 졌다. 이를 통해 최대주주의 지분 매각에 따른 수익창출에 기여할 수 있었다. 따라서 기관의 효율성을 제고한다던가 지배구조 수준을 향상시킨다는 목적은 상장의 큰 배경으로 작용하지 않았다고 볼 수 있다. 또 하나의 상장 동기는 재무성과가 우수한 공기업의 성과를 직원을 비롯한 주주와 나누는 것이라고 할 수 있다.

한전KPS의 상장은 실제 이러한 상장의 동기를 상당 부분 만족시킨 것으로 판단된다. 한전KPS의 매각지분의 규모가 크지 않아 시장 활성화에 큰 영향을 주지는 못하였지만 지속적으로 우수한 성과를 내고 높은 배당을 지불하는 공기업을 상장함으로써 민간의 자본이 활발하게 유입될 수 있는 계기가 되었다. 또한 지속적으로 자본이득과 배당을 높은 수준에서 유지함으로써 공기업의 수익을 다양해진 주주에게 배분할 수 있었다. 한전KPS는 상장 후 거래소 및 금융위원회 감독하에 일반 상장기업과 동일하게 공시제도를 운영하고 있으며 기획재정부의 알리오 공시 등을 통한 기업정보 공개로 민간기업보다 추가적인 공시를 실시하고 있어 이전보다 높은 수준의 투명성을 유지할 수 있게 되었다.

〈표 IV-47〉 한전KPS 상장의 목표와 달성 여부

한전KPS	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상		
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		
4. 공기업의 자금 유치		
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)	++	++

한전KPS의 상장으로 인해 변화가 일어난 영역을 OECD의 분류 기준을 적용하여 살펴보면 아래 표와 같다. 상장으로 인한 변화가 가장 큰 부분은 기관 운영에 있어 상업성 지향이 제고되었다는 점이다. 적정 주가관리가 기관 운영 목적의 하나가 되었으며 이를 위해 우수한 재무성과를 유지하는 것에 대한 압력이 더욱 커졌다고 볼 수 있다.

자금 및 투자 접근성도 향상되었는데 모기업인 한전은 한전KPS 지분의 상장과 지속적인 매각을 통해 민간의 우수한 자금을 조달할 수 있게 되었으며 최근 한전의 부채를 개선하기 위해 추가적인 지분 매각을 진행하고 있다. 그러나 한전KPS의 경우 상장에서도 구주 매출이었고 이후 추가 지분 매각에서도 한전에게 조달 재원이 가게 되므로 한전KPS는 직접적인 자금 유입 측면에서는 큰 차이가 발생하지 않고 있다. 다른 상장공기업과 마찬가지로 상장 이후에 한전KPS도 투명성과 정보공개에 큰 변화가 일어났으며 이는 국제회계기준의 도입과 상장기관에 요구되는 금융감독원과 한국거래소의 경영공시를 실시하게 됨에 따라 기업 운영의 투명성이 크게 향상되었기 때문이다.

전력산업은 국가기간산업으로서 투자결정과 관련하여 공익성을 우선시하는 정부의 정책에 따라 사업을 이행하고 있기 때문에 공익성 측면에서 큰 변화는 없으나, 상장 이후 상업적 이윤추구 등 투자자의 요구도 동시에 고려해야 하는 측면이 발생하였다. 즉 주주권을 우선시할 경우 공공성이 약화될 우려가 있는 것이다. 반면 국민주로 상장한 만큼 주주 가치의 극대화를 위해 노력해야 한다는 의무도 존재하기 때문에 공익목표를 수행하면서 적정 수익의 추구라는 두 개의 목표를 동시에 추구해야 한다는 변화가 발생하였다.

한전KPS의 경우 공공요금 규제에 해당되지 않고 정부의 공공서비스 의무에도 해당되지 않기 때문에 다른 상장공기업에 비해 상대적으로 공익성 목표가 많지 않다고 볼 수 있다. 상장 이후에도 공익성 목표와 관련된 이행은 큰 변동이 발생하지 않았다. 이사회 독립성 측면에서는 큰 변화가 없는 것으로 보이며 임원의 선임, 임면, 평가 및 이사회 운영 등이 「공공기관의 운

영에 관한 법률」에 따라 이루어지고 정부의 영향력이 여전히 크게 작용하고 있어서 이사회 운영의 독립성이 크게 향상되었다고 보기는 어렵다. 정부의 영향력 역시 기관의 운영에 대한 규제와 감독이 상장하지 않은 공기업과 동일하게 이루어지고 있어 정부 영향력의 차이가 발생했다고 보기는 어렵다.

〈표 IV-48〉 한전KPS의 상장으로 인한 변화

한전KPS	변화	설 명
1. 상업성 지향	++	주가 관리에 대한 압력이 커지고 있음
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	상장 이후 모기업인 한전의 재무개선을 위해 추가 지분 매각을 통해 우수한 민간의 자금을 조달하고 있음
3. 이사회 독립성 제고		이사의 선임은 공운법에 따라 하고 있으며 임원의 선임, 주요 의사 결정 등에 정부의 영향이 큼
4. 공익성 목표 축소		한전KPS는 공익성 목표가 그렇게 크지 않은 기업에 해당함. 발전과 송배전의 유지보수를 충실히 수행하여 국민의 안전을 보장하는 것이 공익성 목표이며 이는 상장 이후에도 계속 유지되고 있음
5. 투명성 및 정보공개 확대	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임 제고		상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력 감소		경영 목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 공기업, 기관장, 상임감사에 대한 경영평가를 정부가 시행하고 있어 정부의 영향력이 여전히 매우 큼

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 경영의 자율성 부족

한전KPS는 상장공기업이지만 기관의 운영과 감독에 대해서는 「상법」 보다 특별법인 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따르고 있다. 공공기관 분류상 한전KPS는 기타공공기관으로 분류되어 있어 「공공기관의 운영에 관한 법률」을 비롯한 각종 예산, 인사, 조직 관련 지침의 직접적인 대상이 아니므로 공기업이나 준정부기관에 비해 상대적으로 규제의 수준이 높지 않다고

말할 수 있다. 그러나 직접 적용 대상은 아니더라도 해당 법과 지침을 준용하도록 되어 있어 경영상의 자율성은 아주 높지 않은 편이다.

2) 임원 선임에 대한 불만

상장공기업은 임원선임과 관련하여 임시 주주총회의 개최가 빈번하다. 한전KPS는 임원선임을 위해 임시주주총회가 열리는 경우에 새로 선임되는 임원의 전문성에 대한 논란이 일어나고 있으며, 현재 정부의 영향력하에 선임되는 임원인사에 대하여 불만이 지속적으로 제기되고 있는 것으로 나타났다.

3) 주식관리 전문인력 확보 등 상장공기업 관리역량 강화 필요

상장 이후 주주총회가 빈번하게 열리고 외국인 등 투자자 증가에 따른 정보 요구가 증가하고 있으며 금융감독원과 한국거래소의 상장기업 공시를 비롯하여 기획재정부 알리오 공시 등 각종 공시제도의 부담 등으로 인해 이를 수행할 전문인력의 확충이 요구되고 있다.

4) 성과 인센티브의 부족

한전KPS의 경우에도 스톡옵션은 없으나 우리사주제도를 활용하여 자본이득 및 배당소득으로 회사의 성장을 공유하고 있다. 한전KPS는 최초 상장 당시 지분의 3.92%를 우리사주조합으로 배정하였는데 이는 매각 지분(한전 지분의 20%)의 20%에 해당하는 분량이다. 그러나 최초 우리사주 배정 이후 지속적인 추가 지분 매각 시에는 우리사주 배정이 일어나지 않고 있다. 「자본시장법」 제165조 7항에서는 주식을 모집하거나 매출하려는 경우 우리사주에 20%를 배정할 것을 명시하고 있다.

최근 직원의 성과 보상에 대한 요구가 커지고 있고 직원의 성과 인센티브 제고를 위해 향후 추가 지분 매각이나 유상증자 등에서 우리사주조합에 대한 배정을 상시적으로 배정하는 방안에 대한 고려가 필요할 것으로 보인다.

8. 한국전력기술

가. 상장의 배경과 목적

한국전력기술은 원자력 발전소, 화력, 수력발전소의 기술용역을 담당하기 위하여 1975년 (주)코리아 아토믹 번즈앤로우(KABAR)로 설립되었으며 1976년 한국원자력기술주식회사(KNE)로 개편되었다가 1982년 한국전력공사가 지분을 인수하면서 현재의 한국전력기술주식회사로 개편되었다. 한국전력기술은 발전소 및 플랜트 관련 엔지니어링 업체로서 원자력발전소의 설계, 수화력 발전소의 설계, 발전설비 운영, 플랜트 건설사업 등을 수행하고 있다.⁸²⁾ 국내시장에서 원자력발전소 설계는 한국전력기술이 독점하고 있으며 수력과 화력발전소는 일반 엔지니어링 회사와 경쟁관계이나 국내 발전소 건설 계획이 많지 않아 시장규모가 작다. 전체 매출 가운데 원자력발전소와 원자로 설계 및 공사분야가 매출의 80%를 차지하고 있으며 주요 발주처는 한국수력원자력이다. 원자력 발전소 및 수화력 발전 플랜트 설계 사업이 매출의 대부분을 차지하고 있기 때문에 한국전력기술의 매출은 전력산업의 원자력 산업의 영향을 직접적으로 받고 있다.⁸³⁾

한국전력기술은 공공기관 선진화 계획에 따라 민영화 대상 24개 기관 중에서 그랜드코리아레저, 한국지역난방공사와 더불어 상장 대상 기관으로 선정되어 2009년 12월 14일에 증권거래소에 상장되었다. 한전 지분 98% 중에서 40%를 공모하였으며 20%는 2009년에 상장하고 2012년 12월 31일까지 추가 20%를 공개하는 단계적 매각을 추진하였다. 2009년 상장 당시 공모 지분의 60%는 기관 투자자에게 배정하였고 20%는 일반, 20%는 우리사주 조합에 배정하였다. 그러나 실제로는 2009년 한전 지분 20% 매각 이후 3.08%의 추가 지분 매각만이 이루어 졌으며 박근혜 정부에서는 모회사인 한전의 부채 감축을 위해 2013년 11월 한전 지분 4%를 추가 상장하도록 하였다.

82) 한국전력기술 홈페이지(<http://www.kepco-enc.com/Korea/>), 2014.

83) 한국전력기술, 「주주총회 소집공고(2013. 7. 3.)」, p. 6.

〈표 IV-49〉 한국전력기술 연혁

시기 구분	연도	주요 사건
2000년대 이전	1975	(주)코리아 아토믹 번즈앤로우(KABAR) 설립
	1976	한국원자력기술주식회사(KNE)로 개편
	1982	한국전력기술주식회사로 개편
	1982	전력기술연구개발센터(R&D) 설립
	1984	표준석탄화력 개발용역 수주
	1986	다목적 연구로(MRR) 설계기술용역 수주
	1995	용인 신사옥 준공 및 이전
2000년대 이후	2000	저온탈질촉매기술 특허 취득
	2009	증권거래소 상장(2009. 12. 14.)
	2010	회사 명문사명 교체(KOPEC→KEPCO E&C)

자료: 한국전력기술 홈페이지(<http://www.kepco-enc.com/Korea/>) 참고.

나. 상장 진행과정과 쟁점

2008년 발표된 3차 공공기관 선진화 계획에 따라 한국전력기술은 민영화 대상 24개 기관 중에 포함되었으며 한국전력이 소유한 지분 98% 중에서 40%를 매각하는 것으로 결정되었다. 한전 지분의 20%는 2009년에 상장하고 2012년 12월 31일까지 추가 20%를 공개하는 단계적 매각을 추진하려는 계획이었으나 실제로는 2009년 20%에 이어 추가적으로 3.08%의 공개만이 진행되었을 뿐이다. 이는 공공기관 선진화 계획의 초기에는 정부의 의지로 상장과 지분 매각이 강력히 추진되었으나 이후 점차 약해졌기 때문이다.

상장 당시의 이슈로는 기관 내부적으로 상장의 목적과 동기에 수긍하지 못했기 때문에 내부적 반발이 있었다는 점이다. 구주 매출의 형태로만 이루어지기 때문에 상장을 하는 한국전력기술의 입장에서는 지금의 직접조달 효과가 전혀 없기 때문이다.

다. 상장 이후 변화와 효과

1) 지배구조

가) 주주 구성

상장 이전 한국전력기술의 주주는 한국전력공사가 97.9%의 지분율이 있

있고 한국원자력연구원이 2.1%의 지분율이 있었다. 상장 직후에는 한전 지분을 20% 매각하였기 때문에 한국전력공사 지분이 77.9%로 내려가고 대신 일반주주의 지분이 20%가 되었다. 2014년 7월 기준 한국전력공사의 주주 구성은 한국전력공사가 70.9%, 한국원자력연구원이 2.1%, 일반주주 27.1%로 이루어져 있다.

〈표 IV-50〉 한국전력기술의 주주구성 변화

(단위: 억원, 주, %)

	주주명	법정자본금	납입자본금	주식 수	지분율
상장 이전 (2009. 12. 13)	한 국 전 력 공 사	-	74.9	37,432,500	97.9
	한국원자력연구원	-	1.6	787,500	2.1
	합 계	-	76.4	38,220,000	100.0
상장 직후 (2009. 12 말)	한 국 전 력 공 사	-	59.6	29,788,500	77.9
	한국원자력연구원	-	1.6	787,500	2.1
	일 반 주 주	-	15.3	7,644,000	20.0
	합 계	-	76.4	38,220,000	100.0
현재 (2014. 7. 30)	한 국 전 력 공 사	-	54.2	27,083,940	70.9
	한국원자력연구원	-	1.6	787,500	2.1
	일 반 주 주	-	20.7	10,348,560	27.1
	합 계	-	76.4	38,220,000	100.0

자료: 한국전력기술 내부자료

2014년 7월 현재 공공기관이 소유한 지분은 한전 70.9%와 한국원자력연구원 2.1%를 합하여 73%이며 이는 과반수가 넘는 지분으로 한국전력기술이 정부와 한국전력공사의 지배주주 영향력하에 운영되고 있음을 확인할 수 있다.

〈표 IV-51〉 한국전력기술의 정부와 공공기관 지분 변동

(단위: %)

	정부 지분	공공기관 지분	지자체 지분	일반주주 지분	외국인 지분
상장 이전	-	100	-	-	-
상장 직후	-	80	-	20	0.12
현재(2014. 7. 30.)	-	73	-	27.1	2.22

자료: 한국전력기술 내부자료

나) 이사회

상장 이후 이사회 구성 변동은 「상법」 542조의 8 준수를 위해 사외이사 1인을 추가로 선임하였고 그외의 다른 변화는 없다. 그러나 상장과 관계 없이 준정부기관의 상임이사 추천위원회 절차폐지(「공공기관운영에관한법률」 개정, 2009. 12. 29.)에 따라 정관에서 상임이사 추천위원회 및 사장추천위원회 관련 정관을 폐지하였다.

〈표 IV-52〉 한국전력기술의 이사회 구성 변동

(단위: 명)

	기관장	상임감사	상임이사(기관장포함)	비상임이사
상장 이전	1	1	4	5
현재	1	1	4	6

자료: 한국전력기술 내부자료

상장 이후 임원 및 이사회의 선임, 해임, 평가와 관련하여 절차 및 기준, 결정과정에서 변동된 사항은 크게 눈에 띄지 않는다. 임원의 선임, 해임에 있어 주주총회의 역할도 마찬가지로 「상법」에 의거 다른 상장회사와 동일하게 주주총회에서 임원의 선임, 해임이 이루어지도록 되어 있다. 상장 이후 주총에서 결정/의결해야 하는 주요 사항은 이사·감사 선임 및 해임, 재무제표 승인, 이사·감사 보수한도 승인, 주주총회 결정 등으로 상장 이전에도 동일하게 주주총회에서 결정하도록 하고 있다.

〈표 IV-53〉 한국전력기술의 주주총회 결정 사항

	주주총회 결정/의결사항	상장 이전에 결정권한이 어디에 있었는지?
1	이사, 감사선임 및 해임, 재무제표승인, 이사, 감사보수 한도 승인,	주주총회 결정

자료: 한국전력기술 내부자료

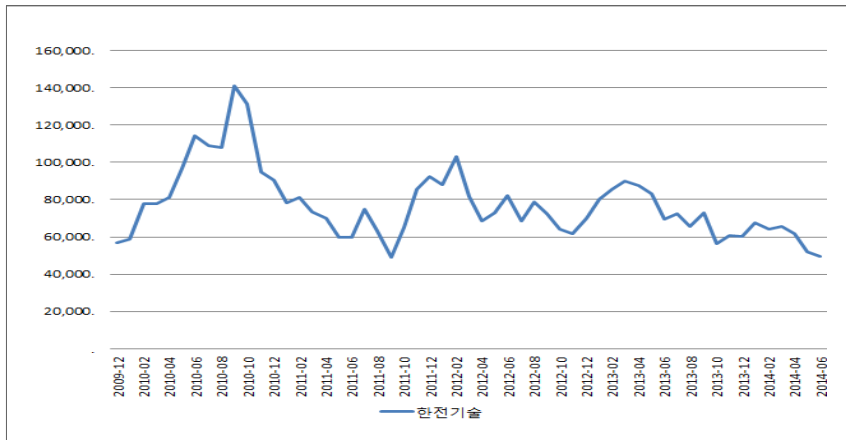
2) 기업가치와 재무효과

한국전력기술의 2009년 12월 14일 상장 당시 액면가는 200원, 공모가는

21,600원이었고 시초가부터 27,000원으로 높게 거래되었다. 상장한지 2주 만인 2009년 12월 말 종가가 57,100원으로 공모가 대비 약 2.64배로 급상승하였다. UAE 원전 수주 등으로 인해 한국전력기술의 주시가격은 약 1년간 급등하여 2010년 9월 말 종가 기준으로 정점인 14만 1,000원에 달하나 1년간 급락하여 2011년 9월 말의 종가가 상장 첫 달의 종가보다 더 낮은 49,300원까지 하락했다. 이후 주시가격이 상승과 하락을 반복하며 최고와 최저 가격 사이에서 움직이고 있고 그 등락폭은 점차 작아지고 있다. 2014년 6월 말 현재 주시가격은 상장이후 두 번째로 5만원대 이하인 49,600원으로 마감되었다. 이후 주시가격이 다시 계속 상승하여 2014년 11월 6일 현재 주시가격은 64,800원에 마감되었다. 시가총액은 상장당시 2009년에는 1조 6,286.5억 원이었고 2014년 11월 기준 시가총액은 2조 4,460억원으로 시가총액 규모로는 유가증권 상장기관 중에서 83위에 해당한다.

[그림 IV-32] 한국전력기술의 상장 이후 주가변동

(단위: 원)



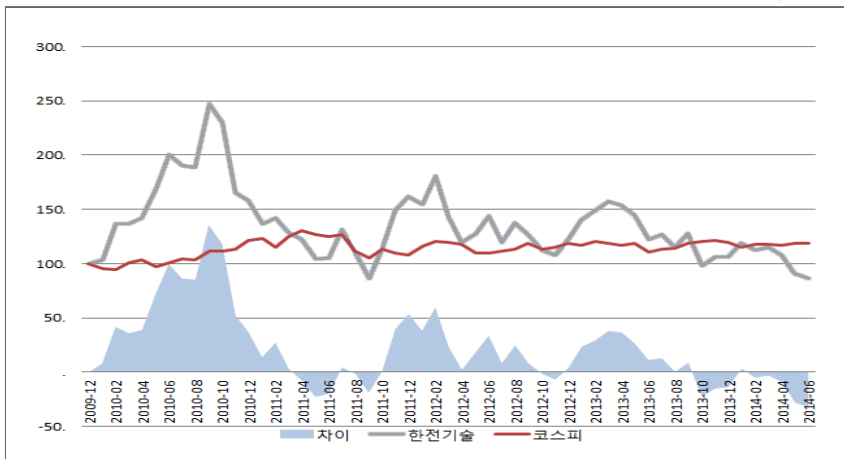
자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

한국전력기술의 주시가격이 초기에는 KOSPI지수와 완전히 다른 움직임을 보이나 시간이 흐를수록 변동 폭이 작아져 KOSPI지수 변동과의 차이가 좁혀지는 것을 알 수 있다. 특히 상장 초기인 2009년 12월 상장 후 1년간은

KOSPI지수의 변동과 차이가 가장 크게 나타났으며 최근 1년간은 KOSPI지수와 비슷하거나 더 낮게 나타나고 있다. 2009년 12월과 현재 2014년 6월의 한국전력기술 주가가격과 KOSPI지수를 비교해보면 지수 간 큰 차이가 없음을 알 수 있다.

[그림 IV-33] 한국전력기술의 KOSPI지수의 변동 추이(상장시점 기준 변동)

(단위: %)



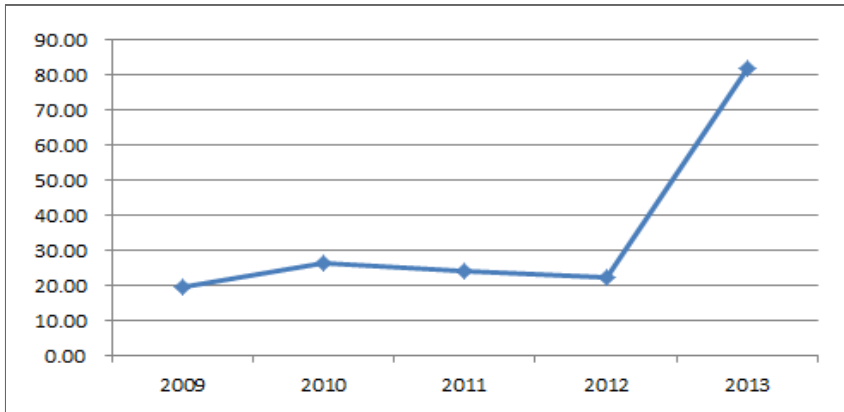
자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

한국전력기술의 PER⁸⁴⁾은 상장 당시인 2009년 19.71로 시작하여 주가가격이 급등했던 2010년 26.56으로 상승했다가 이후 소폭 하락해 22~23사이에서 유지되다 2013년 81.71로 약 4배 가량 높아진다. 전 기간에 걸쳐 PER이 10보다 크기 때문에 한국전력기술의 주가는 주당 당기순이익에 비해 시장에서 높게 평가받고 있음을 알 수 있다.

2013년 한국전력기술의 PER이 급등한 이유는 주가가격의 변화 때문이 아니라 당기순이익이 2012년 1,343.1억원에서 2013년 344.1억원으로 약 4분의 1 수준으로 급감했기 때문이다. 따라서 이번 PER의 상승은 당기순이익의 급감에도 주식시장에서의 평가가 크게 변화하지 않았기 때문으로 보인다.

84) PER(Price Earning Ratio)=주가/1주당 당기순이익(납세 후)

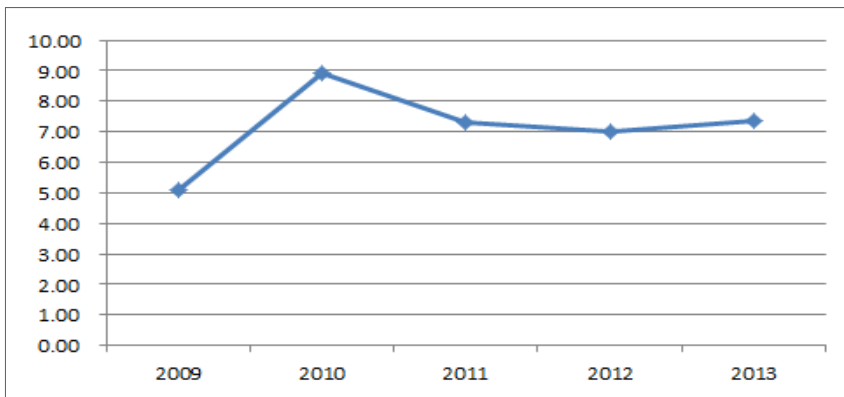
[그림 IV-34] 한국전력기술의 주가수익비율(PER)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

한국전력기술의 PBR⁸⁵⁾은 상장 직후 2009년 5.10에서 그 다음해인 2010년 최고 8.94까지 상승했다가 이후 7정도 수준을 유지하고 있어 전 구간에 걸쳐 1보다 높은 값을 보이고 있다. 이는 한국전력기술이 순자산가치에 비하여 시장에서 높은 평가를 받고 있음을 보여준다.

[그림 IV-35] 한국전력기술의 주가순자산비율(PBR)



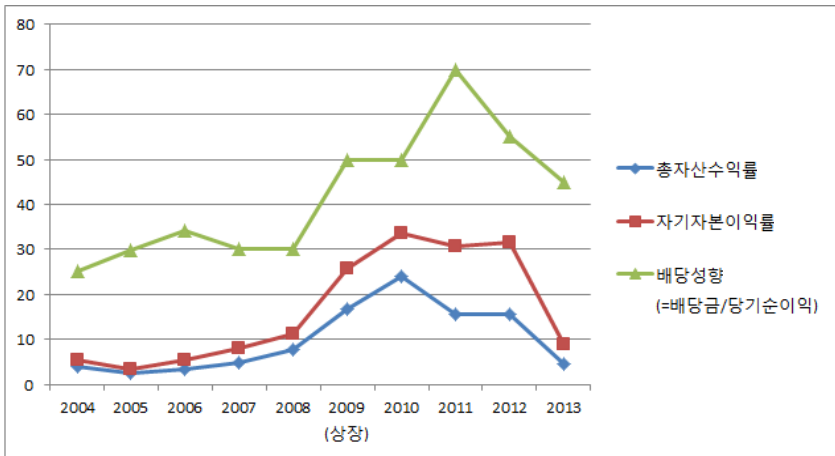
자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

85) PBR(Price Book-value Ratio)=주가/1주당 순자산가치

한국전력기술의 상장 전후 재무 상태를 살펴보면 자산과 매출액이 원래 증가세에 있었으나 상장을 기점으로 더 급격해짐을 알 수 있다. 당기순이익과 자본은 상장 전보다 이후에 평균적으로 규모가 더 커졌다. 당기순이익이 상장 전 68.8억~274.6억원에서 상장 후 344.1억~1,412.6억원으로 증가하면서 총자산수익률이나 자기자본이익률도 상장 전보다 이후에 더 높은 수준을 보이고 있다. 특히 상장 바로 다음해인 2010년은 10년 중 가장 높은 당기순이익 1,412.6억원, 총자산수익률 24.0%, 자기자본이익률 33.7%를 보이고 있다. 이후에도 2013년 당기순이익이 344.1억원으로 급감하기 전까지 비슷한 수준의 수익률을 유지하고 있다. 한국전력기술의 배당성향은 상장 이전과 이후로 완전히 나뉘는데 상장 이전 29.9~34%에서 상장 이후 45~75%로 평균 약 35%정도의 차이를 보인다. 배당금도 상장 이전에는 20.6억~82.4억원에서 상장이후 154.8억~812.6억원으로 평균 약 11.6배정도 증가하였다.

[그림 IV-36] 한국전력기술의 수익성과 배당성향 변화

(단위: %)



자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

〈표 IV-54〉 한국전력기술 상장 전후의 재무상태 변화

(단위: 억원, 원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009 (상장)	2010	2011	2012	2013
자산총계	2,763.1	3,201.0	3,660.2	3,531.5	4,957.8	5,878.0	7,398.9	8,618.8	7,605.0
부채총계	761.0	1,108.9	1,429.4	1,079.0	1,761.2	1,682.0	3,602.6	4,359.1	3,784.5
자본총계	2,002.1	2,092.1	2,230.8	2,452.5	3,196.6	4,196.0	3,796.3	4,259.7	3,820.5
자본금	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4	76.4
매출액	2,724.0	3,307.1	3,088.3	3,472.9	4,423.2	5,801.5	6,633.3	7,855.9	7,554.8
당기순이익(순실)	68.8	110.6	176.5	274.6	826.5	1,412.6	1,161.0	1,343.1	344.1
평균 시가총액 (보통주+우선주)					16,286.5	37,518.2	27,711.3	29,849.7	28,112.9
평균 주가(원)					42,613	98,164	72,505	78,100	73,555
배당금	20.6	37.8	53.0	82.4	413.2	705.9	812.6	738.4	154.8
한금배당금	20.6	37.8	53.0	82.4	413.2	705.9	812.6	738.4	154.8
부채비율	38.0	53.0	64.1	44.0	55.1	40.1	94.9	102.3	99.1
총자산수익률	2.5	3.5	4.8	7.8	16.7	24.0	15.7	15.6	4.5
자기자본이익률	3.4	5.3	7.9	11.2	25.9	33.7	30.6	31.5	9.0
배당성향 (=배당금/당기순이익)	29.9	34.2	30.0	30.0	50.0	50.0	70.0	55.0	45.0

자료: KisValue DB로부터 추출(2014. 7.)

3) 상장 성과 종합

한국전력기술의 상장 목표는 무엇보다도 우량 공기업의 상장을 통해서 자본시장의 발달과 주식시장을 활성화하고자 하는 동기가 컸다. 한국전력공사 이외에 그랜드코리아레저, 한국지역난방공사가 이러한 배경하에 상장이 추진되었다. 또한 공공기관 선진화 3차 계획 민영화 대상에 포함되어 추진되었기 때문에 시장원리를 도입하여 경영 효율성을 제고하는 것 역시 주요한 상장의 동기였을 것으로 판단된다.

한국전력기술의 상장 이후 제도와 실제 운영의 변화를 살펴보면 이러한 목표가 일부 달성되지 못한 점도 있다는 것을 알 수 있다. 오히려 의도하지 않았던 목표가 달성되기도 하였다. 우선 지속적으로 우수한 재무성과를 내는 공기업을 상장함으로써 자본시장의 발달과 주식시장의 활성화에 기여했다고 볼 수 있다. 그러나 목적했던 시장원리 도입을 통한 경영효율 제고는 상장 이전과 비교하여 큰 차이를 발견하기는 어려운 것으로 보인다. 그러나 한국전력공사와 원자력연구원의 지분만으로 운영되던 상장 이전과 비교하여 상장 이후 주주가 많아지게 됨으로써 기관 운영의 투명성은 제고되었다. 또한 모회사인 한국전력공사의 경우 지분을 증권시장에서 매각함으로써 민간의 우수 자금을 조달할 수 있게 되었다. 한국전력공사는 최근 부채 개선을 위해 한국전력기술 지분을 일부 매각하였다. 상장 후 거래소 및 금융위원회의 상장기업 공시와 기획재정부의 알리오 공시 등을 통한 기업정보 공개로 민간기업보다 추가적인 공시를 실시하고 있어 이전보다 높은 수준의 투명성을 유지할 수 있게 되었다. 상장 이후 주식가격이 상승하고 상장 이전보다 높은 배당을 지급함으로써 공기업 수익을 주주에게 돌려주었다는 부가적인 목표 달성도 이루게 되었다.

한국전력기술의 상장으로 인해 변화가 일어난 영역을 OECD의 분류 기준을 적용하여 살펴보면 아래 표와 같다. 상장으로 인한 변화가 가장 큰 부분은 기관 운영에 있어 상업성 지향이 제고되었다는 점이며 자금 및 투자 접근성의 향상, 투명성 및 정보공개의 향상으로 볼 수 있다. 증권시장을 통해 새로운 자금 조달이 가능해지고 조달원이 다양해 졌으며 상장기관에 요구되

는 금융감독원과 한국거래소의 경영공시를 실시하게 됨에 따라 기업의 투명성 및 정보공개 향상이 매우 크다고 할 수 있다.

〈표 IV-55〉 한국전력기술 상장의 목표와 달성 여부

한국전력기술	목표	달성 여부
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++
3. 민영화 수익 극대화/자본 확대		
4. 공기업의 자금 유치		++
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선		++
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외		
7. 지배구조 수준 향상		
8. 주식시장에서 시민 투자 장려		
9. 기타(공기업 수익의 분배)		++

상장 이후 경영진이 주가에 민감해졌고 이전보다 사업수주 노력이 커졌는데 이는 상장 이전의 기업 운영보다 경영진의 상업성 지향이 커졌기 때문이다. 주가 하락 시 주주들의 불만이 제기됨에 따라 경영진이 기업가치의 변동에 더 주의를 기울이게 되기 때문이다. 그러나 업무의 특성상 발전소 설계 등에서 안전을 담보할 수 있어야 하기 때문에 여전히 공익성(안전)에 대한 강조는 크게 변하지 않고 있다.

이사회 독립성 측면에서는 큰 변화가 없는 것으로 보이며 임원의 선임, 임면, 이사회 운영 등이 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따라 이루어지고 정부의 영향력이 여전히 크게 작용하고 있어서 이사회 운영의 독립성이 크게 향상되었다고 보기는 어렵다. 정부의 영향력 역시 기관의 운영에 대한 규제와 감독이 상장하지 않은 공기업과 동일하게 이루어지고 있어 정부 영향력의 차이가 발생했다고 보기는 어렵다.

〈표 IV-56〉 한국전력기술의 상장으로 인한 변화

한국전력기술	변화	설 명
1. 상업성 지향	++	주가 관리에 대한 압력이 커지고 있음
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	상장 이후 모기업인 한전의 재무개선을 위해 추가 지분 매각을 통해 우수한 민간의 자금을 조달하고 있음
3. 이사회 독립성 제고		이사회는 선임은 「공운법」에 따라 하고 있으며 임원의 선임, 주요 의사 결정 등에 정부의 영향이 큼
4. 공익성 목표 축소		원자력, 화력 등 발전소 설계를 충실히 수행하여 국민의 안전을 보장하는 것이 공익성 목표이며 이는 상장 이후에도 계속 유지되고 있음
5. 투명성 및 정보공개 확대	++	금융감독원의 상장기관 공시와 기획재정부의 알리오 공시를 통해 기업 정보 공개
6. 기업의 사회적 책임 제고		상장 이후 CSR에 대한 큰 변화 찾기 어려움
7. 정부 영향력 감소		경영 목표와 방법, 의사 결정 등에 정부의 영향력이 큼. 공기업, 기관장, 상임감사에 대한 경영평가를 정부가 시행하고 있어 정부의 영향력이 여전히 매우 큼.

라. 상장기관 운영상의 이슈

1) 수익성 목표와 공익성 목표의 충돌

주식 상장 이후 주가 하락 시 주주들이 불만을 제기하면서 경영진의 주식 가격 변동에 대한 민감성이 높아지게 되고 사업수주 노력의 경진 등이 제고되고 있다. 그러나 원자력, 화력 발전소 등의 설계가 주된 업무이므로 발전소의 설계가 충분히 안전을 담보해야 하기 때문에 지나친 경영 효율화는 업무상 안전 이슈를 야기할 수 있다는 가능성이 있다.

2) 경영의 자율성 부족

한국전력기술은 상장공기업이지만 기관의 운영과 감독에 대해서는 「상법」보다 특별법인 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 따르고 있다. 기타공공기관으로 분류되어 있어 공기업이나 준정부에 비해서는 정부의 관리와 감독이

비교적 덜한 편이지만, 공기업과 준정부에 적용되는 임원 선임, 예산 편성 및 집행, 인력 및 조직 규제 등을 기타 공공기관에서도 준용하도록 하고 있어 기관 운영에 있어 자율성에 대한 제약이 높은 편이다. 또한 국정감사, 감사원 감사, 주무부처의 감독과 평가 등을 동일하게 받고 있기 때문에 업무 이외의 로드가 많이 발생하고 있다.

9. 소결

대부분의 기관들의 상장은 처음에는 장기적인 관점에서 민영화 계획에 따라 출발하였으나, 상황 변화에 따라 일부 지분만을 상장하여 운영되고 있다. 민영화가 중단된 상태에서 「공운법」이 담고 있는 정책방향에 따라 관리되고 있다. 분석대상인 8개 상장공공기관 주식의 시가총액은 한국지역난방공사를 제외하고 대부분 상장 이후 크게 늘어난 것으로 확인되었다. 대부분 20~49% 수준에서 일반주주들의 투자 및 거래가 되고 있어, 이들 기관의 소유구조가 다원화되었으나, 특별법인 「공운법」과 개별 기관법에 따라 지배구조의 제도적 프레임은 크게 변화되지 않은 것으로 나타나고 있다. 일반주주들의 투자 이익 주식거래보다는 배당을 통해 실현되는 것으로 관찰되고 있으며, 중앙정부가 직접 소유지분을 가지고 있는 기관들보다는 공공기관이나 지방자치단체가 공공부문의 절대 지분을 구성하고 있는 기관들의 배당성향이 더 높은 것으로 관찰되고 있다.

즉, 주가 상승에 따른 이익실현보다는 배당을 통해 이익을 분배하고 있으며, 배당성향은 소유구조의 특성에 따라 다소 차이를 보이고 있는 것이 특징적이다. OECD 지배구조 가이드라인에 따라 소유권 부처인 기획재정부에 권한이 집중된 기관들과 그렇지 않은 기관들의 차이로 볼 수도 있다. 특히, 중소기업은행의 경우 지분은 기획재정부가 소유하고 있으나, 지배구조는 금융위원회의 영향을 받고 있는 것도 주목할 필요가 있다.

〈표 IV-57〉 상장공공기관의 가치변화

(단위: 원, 백만원)

기관명	상장일	공모가	시초가	2013년 말 증가	상장당시 시가총액	2013년 말 시가총액
한국전력공사	1989.08.10.	13,000	23,000	34,500	14,000,000	22,308,252
한국가스공사	1999.12.15.	33,000	32,500	66,600	2,511,747	6,148,046
강원랜드	2003.09.04.	이전상장	137,500	30,950	2,620,000	6,621,458
기업은행	2003.12.24.	이전상장	6,750	12,150	2,714,516	6,684,869
한전KPS	2007.12.14.	13,300	17,100	54,800	884,250	2,466,000
그랜드코리아레저	2009.11.19.	12,000	15,000	40,400	980,412	2,498,969
한국전력기술	2009.12.14.	21,600	27,000	60,500	1,186,731	2,312,310
지역난방공사	2010.01.29.	45,000	90,000	86,000	885,774	995,772

주: 1. 시초가, 시가총액은 상장일 당시 기준, 2013년 증가 및 시가총액은 2013년 12월 30일 기준임
 2. 한국전력의 상장 당시 시가총액은 어림치로 세계파이낸스 2011. 7. 21일자 기사 참고
 (<http://fn.segye.com/articles/article.asp?aid=20110721003009&cid=0503010000000>)
 3. 강원랜드는 공모일(1999. 7.)과 실제 증권거래소 상장일과는 약 4년 정도 갭이 존재할 뿐 아니라 이후 주권 액면분할(1/10)로 인해 공모가와 시초가, 2013년 증가 간 차이가 크게 발생함
 자료: 한국거래소 홈페이지(<http://www.krx.co.kr>).

본 장에서 분석한 8개 상장공기업들의 상장방식은 다음과 같이 정리할 수 있다. 한국전력공사는 정부 지분의 21%를 구주 매출 방식으로 국민주 2호로 상장하였으며, 한국가스공사는 구주 매출과 함께 자본조달의 목적으로 신주발행을 동시에 활용하였다. 지역난방공사의 경우에도 총주식의 25% 규모를 일반 공모를 통해 신주를 발행하였다. 중소기업은행은 거래소로 이전 상장하면서 소유권 분산조건을 충족시키기 위해 한국투신과 수출입은행 지분을 구주매출 방식으로 매각하였으며, 중소기업은행 사례와 같이 코스닥시장에서 거래소로 이전상장한 강원랜드는 이사회 의결과 거래소 공시를 통해 전환 상장하였다. 그랜드코리아레저는 관광공사 지분 30%를 구주매출 방식으로 2009년과 2011년도 2차에 걸쳐 분리매각하였으며, 한전KPS와 한국전력기술은 한전 지분 20%를 구주 매출 방식으로 블록세일하였다.

〈표 IV-58〉 상장공기업의 매출 및 모집 유형

	구주매출	신주발행	우리사주	유상증자
한국전력공사	○ (정부 지분 21% 매각, 공모)	X	4.2%	
한국가스공사	○ (정부 지분 300억 매각)	○ (일반공모, 1,200억원)	5.52%	2013년 7101억원
지역난방	X	○ (일반공모, 1,300억원)	4.09%	
기업은행	○ (한국투신과 수출입은행 지분 매각, 10%)	X	2.0%	
강원랜드	이전상장	X	X	
GKL	○ (관광공사 지분 30%)	X	X	
한전 KPS	○ (한전 지분 20%, Block Sale)	X	3.92%	
한국전력기술	○ (한전 지분 20%, Block Sale)	X	3.2%	

자료: 해당기관 내부자료 및 담당자 인터뷰 참고

상장공공기관들 중 대다수가 상장주식의 20% 이내의 범위에서 우리사주로 배정할 수 있었으며, 강원랜드와 그랜드코리아레저를 제외한 6개 기관은 직원들에게 우리사주제도를 활용하였다. 자본금 확충을 위해 신주발행을 활용한 한국가스공사와 한국지역난방공사를 제외한 기관들은 기존의 구주매출을 통해 이익을 실현하거나 소유구조 분산을 확대하였다.

우리나라 공공기관들의 상장은 대체적으로 자본시장의 발달, 주식시장 활성화를 견인하는 역할을 담당하였다. 코스닥시장 활성화를 위해서도 강원랜드와 중소기업은행이 등록되었으며, 이후 거래소로 이전상장되었다. 특히, 중소기업은행은 거래소로 이전하여 상장되기 전까지 코스닥의 유일한 은행이었다. 이와 함께 대체적으로 시장원리를 통한 성과향상을 강조하게 되었으며, 그랜드레저코리아의 경우는 민간이 독점하였던 외국인전용 카지노산업에 진출하여 경쟁을 도입하였다. 도박 산업의 특성상 투명하지 않은 산업

부문에 진출하여 공공기관으로 투명한 경영과 관리방식을 적용하여 산업문화 개선을 도모하고 있는 점도 주목할 필요가 있다.

〈표 IV-59〉 상장공기업의 상장 목표 종합

	한전	가스	지역 난방	기업 은행	강원 랜드	GKL	한전 KPS	한전 기술
1. 시장원리 도입을 통한 성과 향상	++	++	++	++		++		++
2. 자본시장 발달/주식시장 활성화	++	++	++	++	++	++	++	++
3. 민영화 수익 극대화/ 자본확대		++	++					
4. 공기업의 자금 유치		++		++				
5. 공기업의 투명성 및 효율성 개선					++	++		
6. 공공지출 한도에서 공기업 제외								
7. 지배구조 수준 향상								
8. 주식시장에서 시민 투자 장려	++							
9. 기타(공기업 수익의 분배)	++						++	

상장을 통해 자금 및 투자재원에 대한 접근성이 용이해졌으며, 금융위원회의 공시를 준수하여야 하는 의무도 발생하였다. 공공기관은 상장유무와 관계 없이 경영공시의 의무가 있어 기관의 투명성은 한층 더 강화되었다고 판단할 수 있다. 다만 이사회 구성과 기관의 성과평가는 「공운법」체계에 따라 진행되고 있으며, 기획재정부의 공공기관 경영평가를 받지 않는 중소기업은행, 강원랜드 및 한전 자회사들은 주무부처의 평가나 금융감독위원회의 감독을 받고 있어 정부의 영향력은 그대로 유지되고 있다고 판단할 수 있다.

〈표 IV-60〉 상장으로 인해 변화가 발생한 분야

변화 발생 분야	한전	가스	지역 난방	기업 은행	강원랜드	GKL	한전 KPS	한전 기술
1. 상업성 지향	++	+	+	++		++	++	++
2. 자금 및 투자 접근성 향상	++	++	++	++	++	++	++	++
3. 이사회 독립성 제고								
4. 공익성 목표 축소								
5. 투명성 및 정보공개 확대	++	++	++	++	++	++	++	++
6. 기업의 사회적 책임 제고				+				
7. 정부 영향력 감소								

V. 상장공공기관 관리 및 운영체계 개선방향

1. 상장공공기관 운영상의 쟁점과 한계

상장공공기관 사례에서 관찰된 문제점들은 크게 (1) 양면적 사업목표의 긴장관계, (2) 상장기준의 부재와 환경의 미성숙, (3) 소액주주 권리보호 확산, (4) 이사회 독립성과 전문성 부족, 그리고 (4) 획일적 통제의 한계로 구분할 수 있다.

가. 양면적 사업목표의 상충관계: 수익성 vs. 공익성

정부는 공익적 정책목표를 달성하기 위하여 공공기관을 설립하고 있으며, 시장실패의 영역의 문제점을 해결하기 위하여 공공기관을 운영하고 있다. 하지만 상장공공기관의 경우 소유권이 다원화되면서 주주들의 재산권과 같은 사적 권리와 기관의 수행하는 사업 속에 내재되어 있는 공익성 간의 충돌이 관찰되고 있다. 즉, 기관이 일반주주들의 주주가치를 극대화하기 위하여 수익을 창출하여야 하는 의무와 정부의 정책적 가치실현요구 간의 갈등이 상장을 통해서 구체적인 충돌을 발생시키게 된다. 민영화를 하지 않았더라도, 정부가 50%를 초과하는 지배력을 보유하고 있는 경우라도 주식시장을 통해 거래되는 주권의 재산적 가치를 외면할 수 없는 것이다. OECD 공기업 지배구조 가이드라인에서도 공기업이 공익적 정책 활동과 경쟁시장에서 수익사업을 병행할 경우 공익적 활동비용과 수입구조에 대해서 정보공개를 하여 고도의 투명성을 확보하여야 하며, 구조적으로 구분하여 그 비용은 정부예산으로 수행토록 하고 있다.

한국전력공사의 경우에도 2008년부터 2012년까지 물가안정과 산업진흥을 위해 요금인상을 제한하여 발생한 적자가 5년간 계속됨으로써 정부뿐만 아

나라 일반 주주들에게도 배당을 하지 못한 것도 수익성과 공익적 가치의 충돌에서 일반 주주들의 이익보다 최대주주인 정부의 정책적 이해관계에 따라 기관 내부의 의사결정이 이루어졌기 때문이다. 이러한 수익성과 공익성의 충돌은 8개 상장기관 가운데 중앙정부가 직접 지배적 주주자격을 유지하고 있는 기관에서 더욱 쟁점이 되고 있다. 한국전력공사(지분율 21.17%), 한국가스공사(지분율 26.15%), 한국지역난방공사(지분율 34.5%)와 같이 공공요금을 부과하는 기관에서 쉽게 관찰되고 있다는 점에 주목하여야 한다.

아래 표에서 정리된 것과 같이 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 중소기업은행과 같이 중앙정부가 지분을 소유하고 있는 상장공공기관의 경영성과를 재무적 성과나 주주가치 극대화 측면에서 그 밖의 상장기관 4곳과 비교하면 현저한 차이가 있음을 발견할 수 있다.

〈표 V-1〉 상장공기업과 유가증권 평균 재무성과 비교

	주주가치 극대화		재무성과			
	주가 상승률	배당성향	총자산 수익률	자기자본 수익률	부채비율	매출 상승률
유가증권 ¹⁾	19.5	15.74 ²⁾	3.9	7.8	90.0	44.1
한전	-0.5	4.7	-1.4	-3.1	106.8	59.4
가스	32.5	19.1	0.6	2.9	371.8	93.1
지역난방	34.0 ³⁾	20.3	2.9	8.8	203.3	112.9
기업은행	6.7	22.8	0.6	9.2	1382.8	-35.8
강원랜드	99.4	49.1	13.3	16.4	23.1	12.5
GKL	78.3	41.2	24.2	38.9	61.0	14.8
한전 KPS	77.2	54.0	16.0	21.4	33.7	39.3
한전기술	72.6	54.0	15.3	26.1	78.3	70.8

주: 1) 5개년 자료 산술평균(2009~2013년) 약 600개 회사. 금융 및 보험업, 신규상장사, 결산기 변경사, 상장폐지사, 관리종목, 감사의견 거절 또는 부적정 및 사업보고서미제출사 제외

2) 배당성향 = 전체 기업 현금배당금 합/전체 기업 당기순이익. 계산할 때 배당하지 않은 기관도 모두 포함해서 낮게 나옴

3) 지역난방공사 주가 상승률은 2010~2013년 기준 계산

자료: KISVALUE, 한국거래소(http://www.krx.co.kr/m2/m2_1/m2_1_4/JHPKOR02001_04.jsp)

재무성과의 경우 거래소 상장 약 600여 개 기관의 5년간 총자산수익률은 평균적으로 3.9% 수준인 데 비해 한국전력공사(-1.4%)는 이와 상당한 차이를 보이고 있으며 한국가스공사는 0.6%, 그리고 한국지역난방공사도 2.9% 수준에 머문 것으로 관찰되었다. 반면, 중앙정부가 지분을 소유하지 않은 상장기관인 GKL은 총자산수익률이 24.2%수준이었으며, 한전KPS는 16.0%, 한전기술은 15.3%로 유가증권 상장기업 평균보다도 3~6배 수준으로 더 높은 것으로 분석되었다. 이러한 현상은 강력한 요금통제를 받고 있는 에너지 공기업과는 달리 시장에서 이들 기관의 독점적 지위와 정부통제에서 상대적으로 자유로운 특성을 보여주는 것이라고 할 수 있다.

자기자본수익률도 유가증권시장 상장기업 평균 7.8% 대비 한국전력공사는 -3.1%, 한국가스공사는 2.9%, 지역난방공사는 8.8%, 기업은행은 9.2% 수준으로 유사하거나 낮다. 반면 GKL은 38.9%, 한전KPS는 21.4%, 한전기술은 26.1%로 유가증권 거래소 상장기관의 산술평균이나 에너지 공기업들과 현격한 차이를 보이고 있다.

주주가치의 극대화 측면에서도 요금통제를 받고 있는 에너지 공기업에 비해 공공기관이나 지방자치단체가 지배주주로 있는 기관들의 성과가 더 나은 것으로 관찰되었다. 한국전력공사는 적자발생으로 배당을 실시하지 못했던 기간 동안 주가가 하락하였다(-0.5). 한국가스공사와 지역난방공사의 경우는 한국전력공사와 달리 각각 32.5%, 34.0% 상승하였다. 이는 유가증권 평균 19.5%보다는 높은 수준이나 강원랜드(99.4%)나 GKL(78.3%), 그리고 한전KPS(77.2%), 한전기술(72.6%)에 비교하면 상대적으로 주가상승률이 낮은 편이 된다. 지난 5년간 배당을 실현하지 못한 한국전력공사를 제외한 한국가스공사는 19.1%, 한국지역난방공사는 20.3%, 기업은행은 22.8% 수준이다. 이는 거래소 평균 배당성향 15.74%보다 높은 수준이다. 하지만 비교그룹인 GKL, 강원랜드, 한전KPS, 한전기술은 모두 40%가 넘는 수준에서 배당을 하였으며, 한전KPS와 한전기술의 배당성향은 54%인 것으로 관찰되었다. 중소기업은행과 함께 20%를 넘는 배당성향을 보인 한국지역난방공사도 상장 이전이었던 2009년에는 배당성향이 2.47% 수준에 그쳤다는 점도 주목할 필요가 있다.

재무성과와 주주가치 극대화 측면의 비교 내용을 정리하면 다음과 같다. 정부의 물가안정정책의 프레임 안에서 연료비 상한제 등과 같은 요금통제를 받고 있는 기관들의 재무성과는 민간 상장기업들이나 요금통제를 받지 않고 있는 다른 상장기관에 비해 현저히 떨어지며, 이러한 재무적 성과는 대체적으로 주가상승률에 반영되고 있는 것으로 판단된다. 흥미로운 것은 재무성과가 주가상승률에 반영되는 것으로 보이나, 배당성향은 이러한 논리로 해석하기가 쉽지 않다. 왜냐하면, 한국가스공사와 한국지역난방공사의 경우도 거래소 평균 배당성향보다 높은 20% 내외 수준에서 배당을 하는 것으로 나타났다. 이는 재무성과와 건전성의 논리보다는 상장에 따라 발생하는 시장에서의 외부적 배당압력이 더 강하게 작용한 것으로 추측할 수 있다. 주가 상승으로 인한 투자자들의 이익 실현이 어려울 경우, 배당에 대한 요구가 강화되기 때문이다.

즉, <표 V-1>은 4개 기관(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사, 중소기업은행)의 상장 사례는 수익성과 공익성의 상충수준이 다른 4개 기관(강원랜드, GKL, 한전KPS, 한전기술)보다 더 높다는 것을 암시하고 있다. 환언하면, 이는 중앙정부가 지배적 지위를 유지하고 있는 기관들은 정책 집행의 수단으로서 활용가능성이 더 높다는 것을 의미할 수도 있다.

나. 상장기준의 부재

정부의 정책집행수단으로서의 유용성이 높은 기관이 상장되어 수익성 제고압력과 공익성 보호압력 사이에 충돌이 발생하거나 사적 이익을 침해하게 되는 경우가 발생하고 있는 것은 공공기관 상장기준이 무엇인지 논의할 필요성을 보여준다. 지금까지 국민주 방식이나 일반 공모방식의 공공기관의 상장 계기를 역추적하면 대부분 민영화 계획에서 출발하였다. 포항제철, 한국통신, KT&G 등 민영화가 완성된 사례도 있으나 2000년대 상장된 공공기관들은 대부분은 정부나 공공부문 지분을 51% 이상 유지하면서 소유권을 유지하고 있다. 즉, 지금시점에서 회고적으로 상장의 기준을 추적하면 결국 민영화 대상 여부가 상장의 기준이었던 것으로 보인다. 과거 우리나라 공공

기관의 상장은 중장기적인 민영화 계획의 일환으로 진행되는 과정에서 중단된 사례들이 대부분이다. 만약 민영화를 전제하지 않고 정부가 지배주주로서 소유권을 유지하면서 상장하는 경우에는 상장은 기관의 공공성과 상업성이 충돌하지 않는 정책 환경을 조성하고 상장을 진행할 필요가 있다. 정부가 해당 산업분야에 대한 일관성이 있는 정책방향에 대한 고민을 전제해야 하는 이유이다.

우리나라 공공기관 상장에 대한 기준은 2007년 재정경제부, 산업자원부, 기획예산처, 금융감독위원회 등 경제부처 합동으로 진행했던 경제정책조정회의 안건 「공기업 상장 추진방안」(2007. 7. 30.)⁸⁶⁾에서 찾을 수 있다. 이를 살펴보면 간략하게 상장 검토 대상 공기업 선정기준을 담고 있다.

첫째, 준정부기관, 교육·연구기관 등 비영리적 법인이 아닐 것, 둘째, 상장추진 시 법률개정이 필요하지 않을 것, 셋째, 공모가가 장부가보다 높거나, 낮더라도 그 차이가 크지 않을 것을 선정기준으로 담고 있다. 이와 함께 공기업의 주식시장 상장규정을 함께 소개하고 있다. 하지만, 상장심사 과정에서 기관규모와 경영성과 요건에 대한 심사를 면제받을 수 있도록 하고 있다.

첫 번째 기준은 대상 기관의 선정기준으로 사업의 성격을 판단기준으로 삼고 있다. 사업의 성격이 공공성이 강한 경우에는 상장 대상으로 적합하지 않는다는 것을 의미한다. 두 번째 조건은 법·제도적으로 상장에 대한 공식적인 제한이 없어야 한다는 것을 의미한다. 세 번째의 시장에서 기관의 기업가치가 적절하게 평가받을 수 있어야 한다는 점을 강조하고 있다. 이 선정기준은 효과적인 공기업 상장을 진행시키기 위해 필요한 조건이라고 할 수 있다. 하지만, 이 기준을 충족시켰다고 하여도 성공적인 상장을 보장하기 어렵다.

성공적인 상장이 되기 위해서는 이러한 세 가지 기준보다 상장기업으로서 수익성과 수익성의 충돌발생 가능성이 없거나 방지할 수 있어야 한다는 점이 선제적으로 고려되어야 한다. 즉, 상장공공기관이 활동할 산업분야에 대

86) 이 안건을 통해 한국지역난방공사, 한전KPS, 중소기업은행의 자회사인 기은캐피탈의 상장방안이 논의되었음

한 정부의 정책방향이 명확하게 정해지고, 그 정책방향이 상장될 기관의 수익구조를 무리하게 왜곡시켜야 할 개연성이 크거나, 이에 따라서 일반주주들의 사적 이익을 침해할 가능성이 크다면 상장은 신중하게 판단하여야 한다. 대부분 에너지 공기업과 같이 공공요금체계에 따라 서비스요금을 부과하는 공공기관의 경우가 상장에 대한 논란의 소지가 가장 크다. 물가안정을 위해 공공요금에 대한 통제 필요성이 크다면, 상장에 앞서 적정요금을 부과할 수 있는 환경조성이 전제되어야 할 것이다.

다. 일반주주의 투자이익 제약 우려

OECD 공기업 지배구조 가이드라인은 주주들과 다른 투자자들에게 동등한 대접과 권한을 줄 것을 강조하고 있다(equitable treatment of shareholders and other investors). 공공기관이 상장되었거나(listed), 주주들 가운데 비정부 투자자(non-state investors)를 포함하고 있다면, 지배적 주주인 정부와 기업은 그들의 권리를 공평하게 인정하고 기업정보에 대한 동일한 접근권을 허용할 것을 강조하는 것이다.

하지만, 상장 이후에도 공공기관들이 정부의 정책이나 지배주주들의 독단으로 소액주주들의 의견이 반영되지 않는 경우나 피해를 받는 경우가 발생하고 있다. 가장 대표적인 사례는 2011년 8월 한국전력공사의 소액주주 14명이 적기에 요금인상을 하지 못하였다고 하여 당시 한국전력공사 사장을 상대로 2조 8천억원 상당의 손해배상 소송을 제기하였으며, 이듬해인 2012년 1월에는 한국전력공사 소액주주 28명이 정부를 상대로 7조 2천 28억원 규모의 손해배상을 청구하였다. 이는 연료비의 구입원가가 상승하였음에도 불구하고 정부가 연료비 상승분을 연동하여 가격산정에 반영하지 못하도록 해서 전기요금을 원가 이하로 통제하여 회사의 손실로 이어졌으며, 종국적으로 주주들의 이익을 훼손하였다는 이유로 소송을 제기한 것이다. 요금뿐만 아니라, 소액주주들의 이익을 보호하기 위한 움직임이 점차 확산되고 있다.

강원랜드와 한전KPS 등은 소액주주들이 투자목적으로 주식을 매입한 외국인 투자자들과 연대하여 이사회와 임원선임과 의사결정에 목소리를 내기

시작하였다. 강원랜드는 폐광지역 개발이라는 특별법에 의해 설립되었으며, 이사회는 내부적 지배구조가 매우 독특하게 구성되어 있다. 강원랜드가 위치한 인근 지역의 지방자치단체들이 참여하고 있는 독특한 구조이다. 상장 이후 자산규모 2조원 이상 기업은 3명 이상으로 전체 이사회를 과반을 넘는 규모로 사외이사로 구성토록 하고 있는 「상법」 규정에 따라 사외이사 8명을 새로 포함시켰다. 규정을 충족시키기 위해 상임이사를 기관장 외 1명으로 축소하였고, 비상임이사의 규모도 축소하였다. 기존의 비상임이사를 사외이사화하여 이사회를 구성하는 방안을 강구하기보다 사외이사직을 확대하여 지방자치단체의 부단체장이나 지역단체 인사들이 참여할 수 있는 기회를 확대한 것이다. 기관장 1인과 상임이사 1인 이외에는 모두 지방자치단체나 지역단체 출신의 사외이사로 구성된 이사회는 구조적 특징을 단지 상임이사의 전횡을 견제하겠다는 의미로 해석하기에는 지나친 감이 있다. 강원랜드의 사업과 투자결정이 지역이기주의에 매몰되어 거래소를 통해 투자하고 있는 일반주주와 소액주주들의 이익이 훼손될 리스크가 잠재되어 있기 때문이다.⁸⁷⁾

요약하면 최근 관찰되고 있는 일반 소액주주들의 권리구제를 위한 적극적인 활동 및 사례들은 기관의 수익성을 저하시킬 수 있는 정부의 정책적 규제에 대한 반발과 이사회 임원의 전문적 경영역량과 의사결정에 대한 불신임을 배경으로 하고 있다. 정부의 규제수준과 임원의 전문성이 궁극적으로 일반투자자들의 주식가치와 배당수준에 직접적인 영향을 미치기 때문에 이들의 관심과 주주활동은 더욱 확대·강화될 것으로 예상할 수 있다. 일반 소액주주의 투자이익 실현을 위해서는 직접적인 문제 제기가 되고 있는 사업수행 과정의 규제완화와 전문적인 역량을 갖춘 임원 선임에 대한 요구가 단기적으로는 확대되겠지만, 상장기관이 준수하여야 할 공공성의 내용과 범위, 그리고 사업수행의 기본적 자율권의 내용과 범위에 대한 명확한 기준과 방향에 대해서 기관, 정부, 일반투자자들 간 합의가 선행되어야 한다.

87) 현재 강원랜드 이사회에는 소액주주협의회 대표 1인이 참여하고 있음

라. 이사회와 독립성과 전문성 부족

- ① 소액주주들의 자구적 권리보호 노력이 확산되기 시작한 것은 직접적으로는 이들의 사적 이익이 부당하게 왜곡되고 있다는 인식에서 출발한다.
- ② 이사회와 역할과 전문성을 강조하는 것도 이러한 점을 반영하고 있다.
- ③ 상장공공기관의 경영진의 의사결정을 감시하고 견제할 이사회와 독립성과 전문성이 확보되지 못한다면 궁극적으로는 주주들의 이익 제고를 위한 의사결정이 이루어지도록 이사회가 기여하지 못할 수 있기 때문이다.

강원랜드와 같이 태생적으로 복잡한 지배구조를 가지고 있는 공공기관의 경우 이사회와 독립성과 전문성 확보가 더욱 절실하다. 지난 2012년 감사원은 강원랜드 이사회에서 통과시킨 '태백시 오투리조트 150억원 지원' 안건에 찬성 혹은 기권한 9명의 이사에 대해 해임 및 손해배상을 청구할 것을 요구하였다. 오투리조트는 태백시가 최대주주로 있는 회생이 불가능한 리조트였으나, 강원랜드 주주이기도 한 태백시의 시장 추천에 의해 사외이사로 지명된 임원 발의로 상정되어 통과한 사례이다. 이는 이사회와 독립성과 전문성과 함께 사외이사제도가 지역적 이해관계가 아닌 기관의 건전한 의사결정을 감시하는 제도로써 실질적으로 작동하도록 운용해야 함을 시사한다.

마. 획일적·중복적 관리 및 평가의 부담과 한계

상장공공기관은 전형적인 공공기관에 비해 규모뿐만 아니라, 사업의 성격, 지배구조 등 다양한 측면에서 차이를 가지고 있다. 하지만 「공운법」의 적용을 받거나 준용을 권고받고 있으며, 공공성이 강한 준정부기관 등과 동일한 평가프레임으로 관리되고 있는 것이 현실이다. 지배적 주주인 정부의 가이드라인에 따라 동일하게 인력과 예산운영지침을 적용받고 있다. 이와 함께 상장된 기관들은 기관의 주가와 기업 가치를 제고해야 할 책임도 있어 시장의 평가에서 자유롭지 못하다. 지배적 주주의 관리와 평가, 그리고 시장의 평가기준과 시각 사이에 존재하는 차이가 상장 여부와 관계없이 동일한 기준으로 기관에는 부담이 될 수 있다.

상장공공기관에 대한 상기 정책적 쟁점들이 발생하는 이유는 서론에서 제시한 것과 같이 기존 정책프레임에는 유가증권시장에 상장되어 있는 기관들의 특수성을 반영하고 있지 않기 때문이다. 즉, 현재 공운법이 제시하고 있는 지정분류체계나 통제시스템은 상장 여부와 소유 및 지배구조의 다원화로 발생할 수 있는 잠재적인 문제점에 대한 인식과 고려가 충분히 성숙하지 못한 상태이다. 상장기관에 대한 차별화된 정책방향 부재가 결과적으로는 유가증권시장에서 투자자들의 조직적 행동을 미리 방지하지 못한 원인이라고 할 수 있다.

2. 개선방향과 정책적 시사점

가. 상장공공기관에 대한 정책방향 마련

현재 「공공기관 운영에 관한 법률」은 상장공공기관에 대한 별도의 정책 방향을 담고 있지 않다. 수익성을 가지고 있는 공공기관들을 일정 기준에 따라 시장형 및 준시장형 공공기관으로 구분하여 지정하고 있으나, 상장공공기관들은 이들과도 규모와 특성에서 차이를 가지고 있다. 인력규모의 격차, 사업규모의 차이 등이 존재하고 있는데 동일한 기준으로 관리하는 것은 실효성이 떨어질 수밖에 없다. 상장공공기관은 별도로 구분하여 자율성을 부여하고 책임을 강화하는 방향으로 정책을 고민할 필요가 있다. 중소기업은행이나 한국가스공사가 경험한 적이 있는 경영자율권 확대사업 등이 정책 방향 설정의 출발점을 제공할 수 있다.

나. 상장공공기관의 사업환경의 안정성 확보

공공기관 소유권은 기획재정부가 보유하고 있으나, 상장공공기관은 주무 부처뿐만 아니라 부서 내의 다양한 정책단위와 협의를 하면서 사업을 수행하고 있다. 예를 들어, 상장공기업의 조직과 인력, 제도 및 평가를 담당하는 관리부서와 소유권 부처로서 배당을 담당하는 부서, 물가 및 요금을 담당하는 경제정책부서 등 다양한 단위 정책조직들이 존재하고 있다. 이들 부서들

이 추구하는 정책적 가치에 따라 이해관계가 상충할 수 있다는 점에 주목하여야 한다.

환언하면, 주무부처와 소유권부처 간의 정책목표의 차이뿐만 아니라, 소유권 부처인 재정담당 부처 안에서도 경제 정책적 목적으로 물가안정을 위해 요금인상을 통제하는 조직과 기관의 부채규모 및 재무건전성 확보를 강조하는 조직, 그리고 재정수입을 위해 배당을 확대의 인센티브를 가지고 있는 관리조직 간의 이해관계가 상충한다는 것이다. 결국 상이한 정책목표를 가진 단위조직들로 구성된 정부가 영향력을 가지고 통제를 강화한다면 이들 공공기관들에게 일관된 정책방향을 제시하지 못하는 한계를 노출할 수밖에 없게 되는 것이다. 소유권이 다원화된 상장공공기관에 대해서는 자율성을 제공하고, 그에 따른 책임을 묻는 것이 상충되는 정책적 통제 및 규제에서 발생하는 혼란과 왜곡현상을 피할 수 있다. 정부 내부에서도 단위 정책조직 간 통일되고 일관성이 있는 정책방향을 제시하기 불가능한 환경에서는 상장공공기관 운영을 위한 정책개발의 핵심은 자율성을 제공하고, 이에 따르는 책임을 강화하는 방식에서 출발해야 하기 때문이다.

다. 임원의 전문성과 독립성 강화

현재 「공운법」에서는 임원 선임의 독립성과 전문역량을 선언적으로 규정하고 있으나, 상장공공기관의 임원 선임 과정에서 정실적 결정을 실제로 배제하는 방안을 강구하여야 한다. 일부 상장공공기관에서 임원선임이 부결되는 사례도 발생하고 있으며, 상임이사의 전횡이나 독단적 의사결정을 견제하기 위해 도입된 사외이사제도가 오히려 지배주주의 이해관계를 실현하기 위한 수단으로 악용되는 경우도 발생하고 있다. 특히, 소액주주운동이 진전되면서 전문성이 결여된 임원 인사에 대한 제동은 앞으로 더욱 자주 발생할 것으로 예상할 수 있다. 임원추천위원회에 일반주주들의 참여를 강화하거나, 선임 이전에 임원후보자에 대한 검증기회를 제공하는 방안도 고려할 수 있을 것이다.

라. 평가의 간소화와 성과중심의 인센티브 강화

상장기관의 경우 시장에서 기업의 가치를 제고하는 것이 가장 중요한 업무 중에 하나이나, 현재 성과평가시스템 아래에서는 일반주주들의 이익과 직결되는 주가관리나 기업가치 제고를 위한 자발적인 인센티브를 제공하지 못하고 있다. 일반 직원들 뿐만 아니라 짧은 임기를 마치고 퇴임이 예정된 기관장들에게는 주가관리나 기업가치 제고에 대한 자발적인 유인을 제공하기 매우 어렵다. 상장공공기관에 대해서는 주가 등과 연동된 인센티브를 개발하는 것을 고려하여야 하며, 경영실적이 좋은 기관장에 대해서는 임기규정도 다른 기관에 비해 유연하게 적용할 필요가 있다. 즉, 상장기관의 기관장과 임원의 임기는 공운법에서 획일적으로 정하고 있는 임기와는 구별하고, 이들의 경영성과에 따라 주주총회에서 연임과 해임을 결정하도록 하여, 임기 연장을 성과 제고의 인센티브로써 작동하도록 하여야 한다. 이와 함께 과거 시법적으로 실시하였던 경영자율권 확대 사업의 기본취지를 확대·반영하여 상장공공기관에는 실적 평가결과가 우수한 경우 인력과 예산의 10% 수준에서 경영자율권을 제공한다면, 기관장과 기관의 성과 제고를 위한 유인책이 될 것이다.

공기업과 준정부기관으로 지정된 공공기관들과 동일한 기준으로 평가하는 방식을 유지하기보다는 시장에서의 평가, 회계감사를 중심으로 기관장의 실적을 평가하고, 기존의 경영평가는 간이평가 수준에서 모니터링하는 방안도 고려할 필요가 있다. 이는 기관의 경영평가를 간소화함으로써 중복적인 평가부담을 덜어주고 유가증권 시장에서 평가받는 핵심 평가지표로 주가지표의 중요성을 강조하기 위해서이다. 또 다른 문제는 상장공공기관의 성과평가시스템에서는 기관의 수익이나 실적보다는 포괄적 경영평가 결과에 따라 보상이 이루어지고 있다는 점이다. 즉, 시장에서 기업가치를 높이기 위한 동기를 균형적으로 고려하기보다는 오히려 단위정책 간의 상충적 요구가 존재하는 정부 정책에 대한 대응에 집중함으로써 기업가치 제고를 위한 유인이 없다는 점이다. 이를 극복하기 위한 방안으로 주가지표와 연동된 인센티브를 개발하고, 경영실적이 좋은 기관장이나 기관의 직원들에게는 스톡옵션

션을 제공하는 등과 같은 유인체계 도입도 논의해 볼 수 있다. 이러한 대안들의 요지는 현재의 임기제도와 경영권한 범위에서는 부임 이후 주기관리나 기업가치 제고에 대한 관심보다는 만기 퇴임에 대한 관심이 더 클 수 밖에 없기 때문이다.

마. 소액주주들의 주주권 보호 및 강화

중앙정부가 지배주주로 있는 상장 에너지 공기업은 우선적으로는 경영효율화를 통해 가격인상 요인을 극복하기 위해 노력하여야 하며, 이를 전제로 요금인상 규제방식에 대한 재검토를 할 필요가 있다. 특히 요금규제를 받고 있는 에너지 공기업의 경우 배당성향이 지방정부와 공공기관이 지배주주로 있는 기관들에 비해 현저하게 떨어지고 있는 점에 주목해야 한다. 반면 지방정부와 공공기관이 지배주주로 있는 상장기관의 경우, 기관의 사업운영이 지역 이해관계에 의해 포획될 우려가 있으며, 특수 이해관계에 따른 시장의 공정경쟁을 훼손할 개연성이 높다. 이를 해결하기 위해서는 일반 투자자들의 정당한 주주이익의 희생을 공공성만으로 요구하기에는 보다 적극적인 해결책을 모색할 필요가 있다. 1차적으로는 배당이 낮은 기관들의 배당수준을 적정수준까지 강화하는 것이 소액주주들의 투자이익을 직접적으로 보호하는 방법이 될 수도 있다. 하지만 일반주주의 투자이익을 보호하는 것은 단순히 배당수준을 강화하는 것보다는 앞서 제시한 상장공공기관의 사업 환경의 안정성 확보와 전문역량을 갖춘 임원의 독립적 경영활동이 실현될 때 가능할 것이다.

바. 「공운법」 개정을 통한 상장공공기관 운영의 실효성 제고

이러한 개선방향의 실효성을 확보하기 위해서는 궁극적으로 「공공기관운영에 관한 법률」의 개정을 통해 상장공공기관 운영에 대한 정책방향을 기타 기관들과 구분할 필요가 있다. 현재 공기업으로 분류되고 있는 상장공공기관과 비상장공공기관 간에도 인력, 조직, 예산의 규모뿐만 아니라 사업의 성

격과 규모, 산업적 중요성에서도 큰 차이가 있다. 이러한 차이를 고려하지 않고, 유가증권시장에 상장된 기관들을 사업의 성격이나 규모에서 차이를 가지고 있는 공기업, 준정부기관 및 기타공공기관과 동일한 법·제도적 프레임 안에서 통제하는 것은 상장의 의미를 퇴색시킬 우려가 크다.

공공기관의 지정과 분류에서부터 일반적인 공공기관의 관리정책과 차별화시킬 수 있도록 다원화된 지배구조의 특수성을 반영한 「공운법」 개정을 통해 상장공공기관 관리정책 방향의 제도화 작업이 무엇보다 우선되어야 할 것이다.

참고문헌

- 경제정책조정회의, 「공기업 상장 추진방안」, 2007. 7. 30.
- 곽채기, 「정부투자기관 지배구조에 대한 평가와 개선방안」, 『공기업논총』, 제14권 제1호, 2002.
- 기획예산위원회 보도자료, 「1차 공기업 민영화 계획」, 1998. 7. 4.
- 기획재정부 보도자료, 「4월 중 전기가스 등 공공요금 산정기준 개정」, 2013. 3. 29.
- 기획재정부 보도자료, 「공공기관 산정기준 7년 만에 대폭 개정」, 2012. 12. 18.
- 기획재정부 보도자료, 「공공기관 선진화 추진계획(3차)」, 2008. 10. 10.
- 기획재정부 보도자료, 「공공요금 산정기준 개선 T/F 구성 및 1차 회의 개최」, 2012. 12. 18.
- 김선웅, 「파라다이스가 되길 원하는 주주들과 강원랜드의 태생적 한계」, 『기업지배구조연구』 Vol. 5, 2005.
- 김영기, 「우리 금융에서의 Boom & Bust 사례」, 『조사연구 review 2003』, 여름호, 금융감독원, 2003.
- 김현, 「정부투자기관 관리제도 변화에 따른 사장 임용유형별 경영성과 차이 분석」, 한국행정학회 2007년도 동계학술대회 발표논문집, 2007.
- 민희철, 「정치적 연결이 공기업 보조금에 미친 효과에 대한 분석」, 『재정포럼』, 한국조세연구원, 2008.
- 박기백·박상원, 『민영화 지표 연구』, 한국조세연구원, 2010.
- 박정수 편, 「공기업 상장과 다양한 정부지분율에 따른 경영성과 비교연구」, 『2010 공공기관과 국가정책』, 한국조세연구원, 2010.
- 박정수·박석희, 『공기업 민영화 성과평가 및 향후과제』, 한국조세연구원, 2011.

- 산업통상자원부 보도자료, 「한국가스공사, 금년 말 증자 및 상장추진」, 1999.
8. 31.
- 산업통상자원부, 「원료비 연동제 시행지침」.
- 서초구의회, 「한국지역난방공사 증시 상장계획 반대 촉구 결의안」, 2007.
10. 22.
- 설광언 외, 『정부산하기관 관리정책에 관한 연구』, 연구보고서 2005-02, KDI, 2005.
- 송대회, 송명희, 「국민주방식 공기업민영화의 경제적 효과분석」, 『한국개발 연구』, 제14권 제2호, 1992.
- 오수근, 「공기업 매각방식의 사례분석과 시사점」, 『CFE Report』, No.54, 자 유기업원, 2008.
- 유민수, 「공기업 지배구조의 특성과 개선 방안에 관한 법적 고찰」, 『기업법 연구』, 제24권 제2호, 2010. 6.
- 유승원, 「공기업 CEO의 정치적 독립성, 이사회 의장 분리, 임원의 전문성과 성과」, 『한국개발연구』 35-2, KDI, 2013.
- _____, 「공기업 지배구조와 경영성과: CEO와 내부감사인을 중심으로」, 『한 국개발연구』 31-1, KDI, 2009.
- 이달곤, 『공기업 자율 경영을 위한 정부-기업 관계 재구조화 방향』, 대한상 공회의소, 1997.
- 이명석, 「정부투자기관 임원의 정치적 임용과 경영실적」, 『한국행정학보』, 제35권 제4호, 2001.
- 이민정 · 이수연 · 이호영, 「공기업의 부분민영화 및 완전민영화에 관한 사례 연구 - 한국가스공사와 KT&G를 중심으로」, 『연세경영연구』 제46권 제2호, 2009.
- 임경목, 『상장기업의 공시위반 현황과 관련 제재의 개선 방향』, 정책연구 시 리즈, 2010-02, KDI, 2010.
- 조영현, 전용식, 이혜은, 「국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점」, 보험연구원, 2012.
- 증권거래소, 「2002년 신규상장요건 및 상장업무 해설」, 2002.

- 한국거래소 담당자 인터뷰 보충자료, 2014. 4.
- 한국거래소, 「유가증권시장 상장규정」, 2014.
- 한국거래소, 『2013년 KRX 상장심사 가이드북』, 2013.
- 한국전력기술, 「주주총회 소집공고(2013. 7. 3.)」.
- 한국조세재정연구원 공공기관연구센터, 「공공요금 산정 기준 및 결정절차」,
『공공기관 정책동향』, 2013년 4월.
- 한국지역난방공사 보도자료, 「한국지역난방공사 증시상장 성공리에 출발」,
2010. 1. 29.
- 한국지역난방공사, 「한국지역난방공사 증시상장 성공리에 출발」, 한국지역
난방공사 보도자료, 2010.
- 허경선 외, 『공공기관 성과향상을 위한 공공기관 지배구조의 연구』, 한국조
세연구원, 2011.
- 한국가스공사, 한국전력공사, 강원랜드, 기업은행, 한전KPS, 그랜드코리아레저,
한국전력기술, 한국지역난방공사 내부자료 및 인터뷰 자료, 2014.
- 『공공기관 운영에 관한 법률』, 2014. 5. 28. 개정.
- 『공공요금 산정기준』, 2013. 5. 14. 개정.
- 『공기업 및 준정부기관 예산편성지침』, 2013. 12. 11. 개정.
- 『공기업·준정부기관 경영 및 혁신에 관한 지침』, 2012. 12. 31. 개정.
- 『공기업의 경영구조 개선 및 민영화에 관한 법률』, 1997. 8. 28. 개정.
- 『물가안정에 관한 법률』, 2011. 5. 2. 개정.
- 『산업통상자원부 고시 제2014-82호』, 2014. 5. 21.
- 『상법』, 2014. 3. 11. 개정.
- 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』, 2013. 5. 28. 개정.
- 『전기사업법 시행령』, 2009. 11. 20. 개정.
- 『지역난방 열요금 산정기준 및 상한 지정』, 2012. 7. 31. 개정.
- 『집단에너지사업법』, 2014. 1. 14. 개정.
- 『천연가스 공급가격 산정기준』, 2014. 6. 19. 개정.

OECD, *Revised Draft of the Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, 2014.

OECD Working Party on State Ownership and Privatisation Practices, 「Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparative Report」, 2014.

Pargendler, M., Musacchio, A. M. and Lazzarini, S. G. In *Strange Company: The Puzzle of Private Investment in State-Controlled Firms*, Harvard Business School Working Paper, No. 13-071, February 2013.

강원랜드 홈페이지, www.kangwonland.high1.com

경향신문 기사, 1999. 12. 14.

그랜드코리아레저 홈페이지, www.grandkorea.com

기업은행 홈페이지, www.ibk.co.kr

뉴스핌 기사, www.newspim.com

머니투데이 기사, www.mt.co.kr

미디어다음 기사, media.daum.net.

연합뉴스 기사, <http://www.yonhapnews.co.kr/>

전자신문 기사, 2007. 12. 4.

한국가스공사 홈페이지, www.kogas.or.kr

한국거래소 홈페이지, www.krx.co.kr/index.jsp

한국전력공사 홈페이지, www.kepco.co.kr

한국전력기술 홈페이지, www.kepco-enc.com

한국지역난방공사 홈페이지, www.kdhc.co.kr

한전KPS 홈페이지, www.kps.co.kr

상장공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구

박한준 · 허경선

지금까지 공공기관에 대한 연구는 공공기관 이사회 및 감사제도 관련 지배구조 개혁, 그리고 경영평가제도와 경영성과 제고방안, 민간과 공공부문의 생산성 비교분석, 정책고용 및 인력운영 방안, 공공기관의 기능조정, 그리고 민영화 정책 등 다양한 주제를 중심으로 수행되고 있다. 지배구조나 경영성과 개선을 위한 법·제도적 고찰이나 정책연구들은 궁극적으로 공공기관의 다층적인 대리인 관계, 기업성과 공공성이 혼재된 사업성격으로 인해 발생하는 구조적 한계에 대한 문제의식을 연구배경으로 공유하고 있다. 하지만 공공기관의 지배구조의 다원화에 대한 축적된 연구 결과는 미비하다. 일부 특정 분석 대상을 중심으로 연구가 수행되기도 하였으나, 지배구조가 다원화된 상장공공기관을 대상으로 전반적인 정책의 필요성과 방향제시를 위한 연구는 아직 진행되지 않았다.

상장공공기관 관리 및 운영체계 개선을 위한 정책방향에 대한 연구 필요성은 상장공공기관의 산업적 중요성과 함께 「현행 공공기관 운영에 관한 법률(공운법)」에 기반한 공공기관 관리시스템의 한계에서 찾을 수 있다.

현행 「공운법」 체계에 따르면, 2014년 기준으로 상장공공기관은 전체 302개 기관 가운데 8개 기관에 불과하다. 전체 기관 수는 공기업 3개(한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사), 기타공공기관 5개(중소기업은행, 강원랜드, 그랜드코리아레저, 한전KPS, 한국전력기술)에 불과하지만 그 중요성

과 산업적 비중을 고려한다면 상장공공기관의 관리와 운영에 대한 정책적 논의가 필요하다. 최근 OECD를 중심으로 기업성이 강한 공기업 및 공공기관에 대한 지배구조 다원화에 대한 논의가 진행되고 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

이보다 본질적인 문제점은 「공운법」에 따른 공공기관 운영과 관리제도가 상장기관과 일반 공공기관을 구별하지 않고 있다는 점이다. 시장에서 활동하고 있는 상장공공기관의 특수성보다는 일관된 기준에 따른 관리를 강조하고 있는 것이다. 8개의 상장공공기관이 동일한 유형으로 분류되지 않고, 공기업과 기타공공기관으로 분리되어 지정되고 있는 것도 이러한 문제점을 내포하고 있다. 공기업으로 분류되고 있는 30개 기관들 사이에도 상장된 3개 기관들과 비교하여 규모와 주요 사업의 특성 차이가 다양하게 나타나고 있다. 이러한 특수성과 차이에도 불구하고, 인력과 예산에 대한 정부의 통제와 경영성과에 대한 평가는 동일하게 받고 있다는 점에 주목할 필요성이 있다.

본 연구는 이러한 상장공공기관에 대한 구체적인 정책방향의 부재, 다른 공공기관과 동일한 운영관리체계의 일괄적 적용의 문제점과 잠재적 쟁점들을 점검하고 분석하여, 향후 발전적 정책방향을 모색하는 것을 목적으로 하고 있다. 이를 위해 각장에서는 우리나라의 상장제도, 공공기관에 대한 정부의 관리제도의 특성, 상장공공기관의 상장배경, 상장의 효과, 상장에 따른 쟁점 등을 분석하였다.

공공기관 상장의 정책적 필요성은 국가경제적 측면, 자본시장적 측면, 공공기관 운영 측면 등으로 구분할 수 있다. 첫째, 우량공기업 민영화 및 상장을 통해 정부재정을 확충할 수 있으며, 국민과 경제적 과실을 공유한다는 점에서 의의를 가진다. 둘째, 자본시장 활성화를 위한 수단으로 공기업 상장의 의의가 있다. 주식시장 견인을 위해 우량 공기업의 가치를 반영하는 것이다. 셋째, 공공기관 상장은 경영 효율화 및 경영의 투명성 제고를 위한 정책적 가치도 가지고 있다. 공공기관 상장과 민영화 과정에서 실제로는 이러한 요인들이 복합적으로 반영되고 있다고 하겠다.

현재 상장 8개 기관들 중 다수는 처음에는 민영화 계획에 따라 상장되었

으며, 공공부문이 주식의 51% 이상 소유권을 유지하면서 다른 공공기관들과 동일한 운영관리체계를 적용하고 있다. 가장 기본적으로는 인력증원과 예산편성에 대한 정부지침과 가이드라인을 따르도록 되어 있어, 인력 및 예산운용에 자율권이 제한적이다. 다른 기관들과 마찬가지로 인력 및 예산운용상 통제를 받고 있는 것이다. 상장기관의 경영성과를 주식시장에서의 기업 가치와 주가를 통해 평가받는 것이 아니라, 공공기관 경영평가를 통해 성격이 다른 기관들도 동일한 시스템으로 경영성과를 평가받고 있다. 문제점은 방만경영을 방지하고 재무건전성 확보를 위한 통제기제들이 자칫 상장기관 내부의 실적 제고를 위한 인센티브를 왜곡시킬 수 있다는 점이다.

상장 8개 기관사례 분석을 통해 (1) 수익성과 공익성의 상충, (2) 상장기준과 제도적 환경의 미성숙, (3) 경영 자율성과 전문성 부족, (4) 획일적 관리와 통제의 한계, (5) 성과 인센티브의 부재, (6) 일반 소액주주의 권리보호 등이 잠재적 정책이슈로 분석되었다. 이러한 문제점은 공공요금의 통제, 인력 및 예산편성의 통제, 획일적 경영성과 평가제도 등을 규정하고 있는 「공공기관 운영에 관한 법률」이 상장공공기관의 특수성을 반영하지 못하는 한계에서 비롯되고 있다. 상장기관임에도 불구하고 주가를 통해 관찰된 기업가치는 유가증권시장에서 상대적으로 저평가되고 있는 것으로 나타났다. 특히, 중앙정부가 직접적으로 지배적 지위를 가지고 있는 에너지 공기업의 가치가 공공기관이나 지방정부가 지배적 지위를 가지는 기타 상장공공기관보다 저평가되는 경향이 강한 것으로 관찰되고 있다. 중앙정부가 지배적 주주인 기관이 공공기관 및 지방정부가 지배주주인 기관보다 정책적 기능수행 수준이 더 높기 때문이라고 할 수 있다. 예를 들면, 공공요금 관련 에너지 공기업에 대한 정부의 통제수준이 기타 상장공공기관보다 더욱 높기 때문이다. 문제는 이러한 쟁점들이 궁극적으로 일반 주주들의 권리를 훼손할 우려가 크다는 점을 암시한다는 점에 주목해야 한다.

상장공공기관의 운영과 관리체계의 개선을 위해서는 첫째, 공공기관 상장에 대한 기준과 상장기관 관리를 위한 정책방향을 마련할 필요가 있다. 대부분 문제점들이 상장기관들이 민영화를 위해 상장하였으나, 중단되었기 때

문에 나타나는 쟁점이기 때문이다. 민영화와 상장을 구분할 수 있는 명확한 정책관을 수립할 필요가 있는 것이다. ‘민영화 대신 상장’이 아닌 정부가 지배적 지위를 유지하면서 상장의 효과를 실현할 수 있는 차별화된 정책방향을 수립할 필요가 있다. 상장의 특수성을 고려하여 일반 소액주주들의 권리를 보호하면서 정부의 재정확충과 시장경쟁을 훼손하지 않는 제도적 환경이 구축된다면, 향후 우량 공기업의 상장 활성화의 기반을 마련할 수 있다. 둘째, 정부의 상층적 정책 목표에 따른 혼란을 최소화시켜야 한다. 현재 상장 공공기관들은 소유권 부처인 기재부와 주요 사업을 감독하고 있는 주무부처의 다양한 정책적 수요에 대응하고 있다. 문제는 이러한 정책목표들이 상충하는 데 있다. 물가정책을 담당하고 있는 정책부서는 상장기업의 수익성보다는 공공요금 인상억제를 강조하는 반면, 출자기관을 담당하는 정책부서는 배당확대에 대한 강한 인센티브를 가지고 있다. 기관입장에서 배당확대를 위해서는 수익을 확대해야 하나, 공공요금 인상억제는 이와 상충적인 것이다. 이와 유사하게, 공공요금 인상억제, 배당확대의 정책목표는 공공기관의 경영성과와 재무건전성을 모니터링하는 정책부서와도 상충하게 된다. 공공요금 인상억제와 배당확대는 공공기관 재무건전성에 부정적 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 궁극적으로, 다양한 정책부서에 존재하고 있는 상충적인 정책목표가 야기하는 혼란은 궁극적으로 실적 제고를 위한 기관 내부의 성과동기를 저하시키게 된다. 이를 해결하기 위해서는 정부의 영향력을 최소화할 필요가 있다. 인력과 예산운영에 대한 자율권을 확대할 필요가 있다. 과거 시범사업으로 10% 범위에서 자율권을 제공하여 진행되었던 경영 자율권 사업의 확대하여 재개하는 방안도 검토할 수 있다. 소유권 부처로서 정부의 견과 요청의 일관성을 유지하고 협의할 수 있도록 커뮤니케이션 채널을 일원화하여야 한다.

셋째, 임원의 전문성과 독립성을 강화하여야 한다. 전문경영인이 기관장과 임원으로 선임될 수 있도록 선임과정에서 독립성을 확보하고 더욱 투명하게 관리하여야 한다. 전문경영인이 선임되면, 이들의 자율적인 경영이 가능하도록 이들에 대한 평가를 시장에서의 성과로 가늠하는 것을 고려하여야

한다. 부정행위나 심대한 결격사유가 없는 한, 성과가 뛰어난 기관장과 임원의 연임은 유연하게 결정할 수 있도록 일반주주의 의견이 반영되어야 한다. 현재의 「공운법」에 따른 선임은 전문경영인으로서 역량을 이끌어내기보다 임기 내 현상유지적 관리행태를 유도할 가능성이 더 크기 때문이다.

넷째, 상장공공기관에 대한 국정감사, 감사원감사, 경영평가 등 다수의 감사 및 평가부담을 조정할 필요가 있다. 기관평가의 핵심지표로서 주가지표 등을 활용하여 평가를 간소화하는 것이 오히려 상장기관의 특수성을 반영한 평가방식이기 때문이다. 임원의 전문성과 독립성 강화를 위해 임원의 선임의 독립성과 임기의 유연성을 강조하였다면, 실적 제고를 위해서는 평가의 간소화와 실제적 실적에 상응하는 보상체계를 구축하여야 한다. 예를 들면, 기업의 수익과 주가가치 변화에 따른 성과급이나 스톡옵션을 고려할 수 있다.

이러한 관리 및 운영 체계를 마련하기 위해서는 상장의 특수성을 반영할 수 있도록 공공기관 분류체계를 좀 더 정교하게 개선하는 「공운법」 개정작업이 선행되어야 할 것이다.

A Study on the Policy Improvement of Managing Listed State-Owned Entities

Park, Hanjun · Heo, Kyoungsun

There are 302 public institutions presently designated as public institutions which are operated under the Act on the Management of Public Institutions, the eight listed State-Owned Entities (SOEs) are also classified as public institutions. Such eight SOEs include Korea Electricity Power Co., Korea Gas Co, Korea District Heating Corporation, Grand Korea Leisure Co., Korea Plant Service & Engineering (KPS), Korea Electronic Power Data Network Co., Industrial Bank of Korea (IBK) and Kangwon Land Casino and Resort.

In regards to their ownership, the public sector institutions own more than 50% of shares and thus maintain the majority. As the ownership structure of listed SOEs has been broadened, however, the pressure for higher dividend income has been also reinforced from multiple street investors along with their active participation in the business decision process.

Although the ownership structure has been diversified, there has been a concern that the government regulation may harm the interests of street investors. The Ministry of Strategy and Finance has responsibility to monitor and assess their management and performance based on the Act

on the Management of Public Institutions. Since the Act is applied to all public institutions, the Act does not reflect the distinct characteristics of listed SOEs. By differentiating management principles between listed SOEs and others based on their nature of business, the government can provide a stable business environment to protect the interests of street investors. In order to do so, the public institution classification system, defined in the Act on the Management of Public Institutions, has to be revised at the beginning. Furthermore, in order to enhance the organizational performance of the listed SOEs, the management autonomy needs to be provided to CEOs and board of directors while a system to secure the accountability for their decisions and performance is institutionally secured.

■ 저자약력

박한준

한국외국어대학교 행정학과 졸업
미국 Indiana University 행정학 석·박사
현, 한국조세재정연구원 연구위원

허경선

서울대학교 생물교육학과 졸업
미국 Indiana University 행정학 박사
현, 한국조세재정연구원 연구위원

자료 수집 및 정리

장광남 한국조세재정연구원 연구원
이 슐 한국조세재정연구원 연구원

연구보고서 14-18

상장공공기관 관리 및 운영체계에 대한 연구

발행	행	2014년 12월 31일
저자	자	박한준·허경선
발행인	인	옥동석
발행처	처	한국조세재정연구원
주소	소	339-007 세종특별자치시 한누리대로 1924
전화	화	(044)414-2114(代)
홈페이지	지	www.kipf.re.kr
등록	록	1993. 7. 15. 제21-466호
정가	가	9,000원
조판 및 인쇄	인쇄	일지사 (02)503-6971
I S B N		978-89-8191-748-7 93320

© 한국조세재정연구원 2014 * 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.