

## 國民株方式 公企業民營化的 經濟的 效果分析

宋 大 熙  
宋 明 姬

優良公企業의 經營成果를 國民에게 환원하여 中·下位所得層의 財産形成을 지원하고, 株式의 광범위한 分散保有로 資本市場 底邊을 擴充시켜 나가기 위하여 政府는 1988년에 처음으로 浦項製鐵株式을 國民株로 보급하였고, 1989년에는 韓國電力의 株式도 國民株로 보급하였다. 그리고 단계적으로 國民銀行, 韓國通信 등 여러 公企業의 政府保有 株式을 國民株方式으로 中·下位 低所得階層에게 매각하는 계획을 구체적으로 세워 놓고 있으나, 1989년도 초반 이후 전반적으로 株價가 하락함에 따라 國民株 保有者들의 資產價値가 급격히 하락하자, 國民株方式에 의한 低所得階層의 財産形成政策은 더 이상 추진되지 못하고 있다.

그러므로 본고에서는 기왕에 이루어진 浦項製鐵과 韓國電力의 國民株 現況을 살펴보고, 國民株方式 民營化政策의 經濟的 效果和 問題點을 分析하여 향후에 단계적으로 지속될 國民株方式의 公企業民營化 政策執行에 도움이 되는 시사점을 찾고자 한다.

### I. 序 論

公企業民營化的 일반적 의미는 政府가 보유하고 있던 公企業의 所有權을 民間部門으로 넘기고 該當 公企業에 대한 일체의 政府 統轄權을 포기하는 것을 뜻하는 것이다. 그리고 民營化된 公企業의 經營은 당연히 民間 專門家가 담당하게 될 것으로 믿는다. 公企業民營化的 目的은 여러가지가 있겠으나 가장 중요

한 것은 該當 公企業의 企業經營 效率性的 증대라고 보아야 할 것이다.

公企業이 民營化되어야 한다는 論理는 時間과 空間을 초월하여 항상 옳은 것은 아니다. 다시 말하면 모든 公企業은 가능하면 民營化되어야 한다는 주장은 옳다고 볼 수 없다. 처음부터 公企業은 設立되지 말았어야 옳았다는 論理는 타당하지도 않을 뿐만 아니라 또 그것이 公企業民營化的 이론적 배경이 될 수도 없다. 당초 특정 기업 또는 산업이 民間企業으로 출발하지 아니하고 公企業의 형태로 출발하는 데는 나름대로의 이유가 있다. 하나의 企業이나 產業이 公企業의 형태로 출발되고

筆者: 宋大熙—本院 先任研究委員  
宋明姬—本院 主任研究員

운영되는 데는 여러가지 政治的·經濟的·社會的·文化的 動機가 거론되고 있다.

그러나 그와 같은 여러가지 設立動機가 企業經營環境의 변화 또는 特定設立目的의 달성 등을 통하여 더 이상 公企業의 존립 이유가 될 수 없을 때 公企業의 民營化가 거론되는 것이다. 經濟開發 초창기에 부족했던 民間部門의 資本과 經驗이 축적되어 事業遂行能力이 크게 확충되었거나 대내외 환경변화에 보다 탄력적으로 대응해야 할 필요성이 강력히 대두되는 經營與件의 변화를 지적할 수 있다. 이와 같이 급격한 技術變化나 經濟的 環境變化로 인한 公企業 設立動機의 감퇴 또는 公企業役割의 변화요구 등이 公企業民營化의 주요 검토요인으로 지적되고 있다.

우리나라에서 그동안 1960년대 후반 이후 꾸준히 진행되어 온 公企業民營化는 주로 隨意契約에 의한 株式賣却과 市中銀行에 대한 現物出資의 복합적 방법에 의하거나 또는 정부가 他公企業에 現物出資하는 방법으로 이루어져 왔었으나, 1980년대초 市中銀行의 民營化는 一般公開競争 入札方式에 따른 주식매각 방법으로 이루어지기도 했다. 그러나 1987년 당시 대통령선거 공약의 하나로 등장한 대규모의 國民株方式 公企業民營化計劃의 발표는 그 規模나 性格에 있어서 매우 색다른 民營化政策을 나타내고 있다고 해야 할 것이다.

政府가 밝히고 있는 優良公企業株式의 國民株 普及目的은 公企業의 經營成果를 國民에게 환원하여 中·下位所得層의 財産形成을 지원하고, 株式의 광범위한 分散保有로 資本市場 底邊을 擴充시켜 나가기 위함이다.

政府는 1988년에 처음으로 浦項製鐵株式을 國民株로 보급하였고, 1989년에는 韓國電力의

주식도 國民株로 보급하였다. 그리고 단계적으로 國民銀行, 通信公社 등 여러 公企業의 政府保有 株式을 國民株方式으로 中·下位 低所得階層에게 매각하는 계획을 구체적으로 세워 놓고 있다. 그러나 최근 이와 같이 대규모로 진행되고 있는 國民株方式 公企業民營化가 企業의 經營能率을 어느 정도 제고시키고 있는지 또는 저소득계층의 재산증식을 통한 所得分配效果가 어느 정도인지에 대한 경험적 내지 이론적인 分析은 전무한 실정이다.

이미 엄청난 규모로 진행되었고 또 앞으로 계속될 가능성이 있는 國民株 民營化政策의 經濟的 期待效果를 체계적으로 分析·調査할 필요가 있다. 民營化된 公企業의 經營效率 提高를 위한 經營環境의 변화, 특히 경쟁적 經營環境의 조성이나 또는 이로 인한 민간전문 경영기법의 도입 정도에 대한 검토나, 반대로 國民株方式 公企業民營化로 인한 역작용의 가능성 검토, 그리고 國民株 普及으로 인한 低所得階層의 재산증식에 대한 구체적 計測 등은 추후 진행될지도 모를 國民株方式 公企業民營化 政策樹立에 귀중한 참고가 될 것이다.

그러므로 본고에서는 기왕에 이루어진 浦項製鐵과 韓國電力의 國民株 現況을 살펴보고 民營化의 經濟的 效果와 問題點을 分析하여 향후에 단계적으로 지속될 國民株方式의 公企業民營化 政策執行에 도움이 되는 시사점을 찾고자 한다. 第2章에서는 國民株方式 民營化의 推進現況을 살펴보고, 第3章에서는 國民株方式 民營化의 國民經濟的 效果, 특히 國民株方式 民營化가 證券市場에 미친 效果와 民營化된 企業의 經營效率에 미친 영향을 分析하고, 第4章에서는 結論과 함께 향후 國民株方式의 民營化에 관한 政策提言을 제시코자 한다.

## II. 國民株方式 公企業의 民營化 推進現況

### 1. 國民株方式 民營化對象 公企業의 選定 및 國民株 普及現況

國民株方式 民營化對象 公企業은 企業規模가 크고 優良한 公企業이 선정되었다. 이러한 특징을 지닌 公企業으로 浦項綜合製鐵(株), 韓國電力公社, 韓國電氣通信公社, 담배인삼공사, 國民銀行, 中小企業銀行, 韓國外換銀行 등

〈表 1〉 國民株 普及對象 公企業別 普及計劃  
(단위: 億원)

對象機關	純資產價値	國民株普及計劃	
		賣却持分率 <sup>1)</sup> (%)	賣却規模 <sup>1)</sup>
浦項製鐵	15,800	49.0	7,740
韓國電力	46,707	30.0	14,010
國民銀行	1,097	21.6	240
韓國通信	35,168	49.0	17,230
企業銀行	2,497	49.0	1,220
外換銀行	6,445	49.0	3,160
담배인삼공사	16,000	49.0	7,840
總計	123,715		51,440

註：1) 賣却規模는 1986년말 自己資本基準이며, 賣却持分率이 모두 政府持分率을 나타내는 것은 아님. 왜냐하면 政府持분이 100%인 企業들은 韓國電力, 韓國通信, 담배인삼공사이며, 나머지 企業들은 政府直接持분이 100%는 아니기 때문임. 즉, 외환은행의 경우에는 韓國銀行과 產業銀行 所有持분이 포함되고, 浦項製鐵의 경우는 產業銀行, 一般市中銀行, 大韓重石 등의 所有持분이 포함됨.

資料：經濟企劃院, 『公企業民營化 現況 및 向後 推進計劃』, 1988. 6.

7개 公企業이 選定되었다. 이들 7개 公企業의 總發行株式 중에서 國民株로 보급하게 될 規模는 自己資本基準으로 5兆원을 상회하였으며, 同 株式을 1988년부터 1992년까지 5년간에 걸쳐서 단계적으로 賣却할 계획이었다.

〈表 1〉은 1988년부터 1992년간에 걸쳐 國民株로 보급할 該當公企業別 國民株 普及計劃을 나타내고 있다. 〈表 1〉에 나타난 7개 民營化對象 公企業의 純資產合計는 12兆 3,715億 원인데, 그 중 5兆 1,440億원 상당의 株式을 國民株로 1988년부터 1992년간에 공급할 계획이었다. 이들 企業은 國民經濟의으로 매우 중요한 역할을 하는 公企業이어서 政府는 안정적인 經營권을 확보할 필요가 있다고 생각하고 최소한 51% 이상의 政府持分을 확보하는 것을 원칙으로 하여 企業別 最大 賣却持分率은 49%로 계획하였다.

그러나 浦項綜合製鐵은 1986年末基準 純資產價値 중 71.4% 상당액의 株式을 政府와 產業銀行이 보유하고 있으며, 1988년부터 1992년간에 政府持分率(韓國產業銀行持分 포함)의 51%인 5,754億원을 포함한 7,740億원 상당의 株式을 國民株로 보급할 계획이어서 國民株 賣却持分率은 49%이나 賣却後 政府持分率은 35%가 되도록 계획되었다. 그러므로 國民株 賣却後의 政府持分率이 韓國電力의 경우 70%로 가장 많았고, 浦項綜合製鐵(株)은 35%로 가장 적었으며, 기타 5개 公企業의 政府持分率은 모두 51%로서 經營權은 政府가 계속 保有하는 것으로 계획하였다.

이상과 같은 國民株 普及計劃은 1988년 浦項製鐵 國民株 普及과 1989년의 韓國電力公社 國民株 普及으로 일부 실천되었다.

浦項製鐵 國民株 普及時期는 1988년 4월이

〈表 2〉 國民株 普及株式數 및 國民株販賣 總收益

	浦 項 製 鐵	韓 國 電 力
普 及 時 期	1988. 4	1989. 5
賣 却 株 式 數	3,128萬株	1億 2,775萬株
普 及 價 格 (株 當)	15,000원 〈長期保有者 10,500원〉	13,000원 〈長期保有者 9,100원〉
株 式 賣 却 總 額	4,133億원 〈政府持分 1,491億원〉 〈產銀持分 2,642億원〉	1兆 2,724億원 〈全額政府持分〉

資料：公企業民營化 推進委員會, 『公企業民營化 推進實績 및 向後計劃』, 1989. 7.

〈表 3〉 浦項製鐵 國民株 請約 및 配定現況

	合 計	中 · 下 位 所 得 階 層				一 般 請 約 者	우 리 社 株
		小 計	正 常 價 格	割 引 價 格	信 託 買 入		
請 約 者 數 (千 名)	3,222	3,101	2,575	265	261	101	20
平 均 配 定 株 式 數	9.7	7.8	7.0	7.0	16.6	7.0	312.9
總 配 定 株 式 數 (千 株)	31,283 (100.0)	24,319 (77.7)	17,979 (57.5)	1,849 (5.9)	4,491 (14.4)	707 (2.3)	6,257 (20.0)

註：( ) 안은 구성비를 나타냄.

資料：公企業民營化 推進委員會, 『公企業民營化 推進實績 및 向後計劃』, 1989. 7.

었으며, 韓國電力 國民株 普及時期는 1989년 5월이었다. 賣却株式數는 浦項製鐵이 3,128萬株였고, 韓國電力은 浦項製鐵의 4배가 넘는 1億 2,775萬株였다. 주당 실제보급가격은 정상가격으로는 浦項製鐵株價가 1萬 5,000원이었고, 韓國電力株價가 1萬 3,000원이었으며, 30% 할인가격으로는 浦項製鐵株價가 1萬 500원이었고, 韓國電力株價가 9,100원이었다.

政府는 浦項製鐵의 경우에는 政府 및 産業銀行 持分 中 34.1%를 320餘萬名의 국민에게 國民株로 보급하고 매각대금 4,133億원을 財政投融資特別會計로 전입시켰으며, 韓國電力

의 경우에는 정부지분 21%를 660餘萬名의 국민에게 國民株로 보급하고 매각대금 1兆 2,724億원을 역시 財政投融資特別會計로 전입시켰다. 그러나 韓國電氣通信公社, 國民銀行, 外換銀行, 담배인삼공사, 中小企業銀行 등의 國民株 普及計劃은 무기 연기되어 있는 상태이다.

## 2. 浦項綜合製鐵의 國民株 民營化 推進內容

浦項製鐵은 1987년 6월 民營化 推進計劃에

따라 民營化 對象企業으로 選定되자, 同年 12월에 國民株開發 普及推進委員會에서 國民株 普及 對象機關으로 確定되었다. 浦項製鐵은 또한 民營化를 위한 보완조치로서 1987년 11월 주식분산을 위한 증권거래관련법을 개정하여 공공적 법인의 경우 1인당 주식소유한도를 3/100으로 규정하였다. 1988년 2월 政府 所有株式 賣却價格算定諮問委員會에서 浦項製鐵株式의 賣却價格과 割引率이 결정되었고, 우리社株 組合員을 위한 총자본금의 3.2% 增資를 실시하여 全量을 우리社株 組合員에게 배정하였다. 이로써 浦項製鐵에 대한 政府의 持分率은 産業銀行持分을 포함하여 71.4%에서 69.1%로 감소하였다.

1988년 4월에는 浦項製鐵에 대한 産業銀行의 持分 36.8%를 포함한 政府와 産業銀行의 總持分 69.1% 중에서 産業銀行의 持分 21.8%를 포함한 政府와 産業銀行의 持分 34.1%를 國民株로 普及하여 民營化를 실시하였으며, 1988년 6월에는 浦項製鐵 國民株가 國民株로서는 처음으로 증권거래소에 상장되었다.

포항종합제철의 國民株 청약자는 中·下位 所得階層이 310萬 1千名, 一般請約買入者 10萬 1千名, 그리고 우리사주 조합원 2萬名 등 총 322萬 2千名에게 배정되었다. 1인당 평균 배정 주식수는 9.7株로 나타났다. 그 중 正常價格買入者와 割引價格買入者에게는 1인당 각각 7株씩 配分되었고, 信託買入加入者에게는 1인당 16.6株가 배정되었다. 그러나 우리社株 조합원에게는 312.9株라는 많은 물량이 배정되었다.

國民株의 配定比率은 中·下位所得階層에게 77.7%를 배정하고, 우리社株 組合에는 20%를, 그리고 一般請約買入者에게 2.3%를 배정

하였다. 中·下位所得階層 77.7% 중에는 정상가격매입자가 57.5%, 할인가격매입자가 5.9%, 國民株 信託加入을 통한 매입자가 14.4%를 각각 차지하게 되었다.

浦項製鐵 國民株方式 民營化 이후 出資持分 變動內譯을 살펴보면 民營化 以前에는 政府가 32.3%, 産業銀行이 36.8%, 其他가 30.9%의 持分을 각각 보유하고 있었으나, 民營化 以後에는 政府가 20.0%, 産業銀行이 15.0%로서 國民株 普及後 浦項製鐵의 政府持分率은 69.1%에서 35%로 낮아지게 되었다.

### 3. 韓國電力公社의 國民株 民營化 推進內容

韓國電力은 1987년 6월 民營化 推進計劃에 따라 民營化 對象企業으로 선정되자, 同年 12월에 1988년부터 5년간 매년 6%씩 총 30%의 政府持分을 國民株로 매각한다는 國民株開發 普及計劃을 수립하였다.

1989년 2월에는 年度別 國民株 普及規模를 조정하여 1989년에 21%를 매각하고 1990년에 11%를 추가로 매각하기로 결정하였다. 그리고 民營化의 제도적 보완조치로서 1989년 3월 韓國電力公社法을 개정하여 종전에 政府가 전액 출자한 資本金 5兆원을 6兆원으로 변경하고 정부가 51/100이상 출자하도록 民間出資의 根據를 설정하였다. 公社의 資本은 株式으로 分割한다는 주식관련 사항을 신설하였고, 또한 常勤任員의 선임, 利益金의 처리시에는 株主總會 의결을 거치도록 한다는 株主總會關聯 事項을 신설하였다.

同年 6월에는 韓國電力公社의 定款을 개정하여 政府 및 우리社株를 제외하고는 株式의

(表 4) 韓國電力 國民株 請約 및 配定現況

	合 計	中·下位所得階層				一般 請約者	우리 社株
		小 計	正常價格	割引價格	信託買入		
請約者數(千名)	6,605	6,411	4,493	745	1,173	162	32
平均配定 株式數	19.3	15.8	6.0	38.2	39.0	6.0	798.4
總配定 株式數(千株)	127,750 (100.0)	101,236 (79.2)	26,954 (21.1)	28,485 (22.3)	45,797 (35.8)	964 (0.8)	25,550 (20.0)

註：( ) 안은 구성비를 나타냄.

資料：公企業民營化 推進委員會, 『公企業民營化 推進實績 및 向後計劃』, 1989. 7.

대량소유를 제한하며, 외국인이나 외국법인은 주식을 취득할 수 없도록 제도적으로 보완 조치를 취하였다. 1989년 5월에 國民株 方式으로 보급된 韓國電力 주식은 同年 8월에 證券去來所에 상장되었다.

1989년 5월 韓國電力公社 政府持分 21%를 國民株로 배분하여 民營化를 실시하였다. 國民株는 총 660萬 5千名에게 배정되었다. 이 중 中·下位所得階層이 641萬 1千名으로 전체 청약자의 97.1%를 차지하였고, 일반청약 매입자가 16萬 2千名으로 2.45%의 구성비를 차지했으며, 우리社株 組合員이 3萬 2千名으로 0.45%의 구성비를 차지한 것으로 나타났다.

國民株로 보급된 韓國電力의 총주식은 1億 2,775萬株였으며 이들 중 79.2%에 상당하는 1億 123萬 6千株가 中·下位所得階層에게 배정되었고, 일반청약매입자에게는 0.8%에 상당하는 96萬 4千株가 배정되었다. 중·하위소득계층에게 배정된 79.2%는 다시 正常價格買入者에게 21.1%, 割引價格買入者에게 22.3%, 國民株 信託加入買入者에게 35.8%로 나누어졌다. 그리고 나머지 20%에 상당하는 2,555萬株는 모두 우리社株 조합원에게 배정되었다.

각 계층별 1인당 배급결과는 割引價格買入

者에게 1인당 38.2株, 信託加入買入者에게는 1인당 39株씩을, 그리고 正常價格買入者에게는 1인당 6株씩이 배분되었다. 그리고 우리社株 조합원에게는 1인당 798.4株라는 많은 물량이 배정되었다.

1株當 賣却價格은 정상가격매입자는 1萬 3,000원에, 장기보유 희망자는 할인율 30%인 9,100원에 매각되어 총주식매각대금은 1兆 2,724億원에 이르렀다. 1989년도 韓國電力의 民營化 以後 政府出資 配分比率는 民營化 以前의 100.0%에서 民營化 以後 79.0%로 낮아졌다. 1990년에 계획되었던 11.0%의 추가 國民株普及計劃은 證券市場 沈滯 등의 이유로 실시되지 못하였다.

### III. 國民株 民營化의 效果分析

#### 1. 證券市場에 미친 影響

##### 가. 綜合株價指數 變化에 미친 影響

##### 1) 綜合株價指數의 概念

綜合株價指數는 미래의 景氣展望을 판단하

는 기준이 될 뿐만 아니라 株式投資 成果 및 미래의 株價 自體를 예측하는 데 중요한 역할을 한다. 綜合株價指數는 작성방법의 차이에 따라 여러가지로 나누어질 수 있다. 作成方法의 차이란 표본으로 선출되는 株式의 種目, 加重方法, 平均值 計算方法의 세가지 면에서 생겨나는 것을 의미한다.

우리나라의 綜合株價指數 作成은 株式市場 規模가 점차 확대되기 시작한 1962년부터 주가의 움직임에 대한 종합적이고 연속적인 價格指標의 필요성이 대두되어 그동안 「다우존스」식 수정주가 평균지수 방식을 사용해 오다가, 1983년 1월 4일부터는 時價總額式 株價指數로 전환하여 지금까지 사용해 오고 있다.

우리나라의 時價總額式 株價指數의 기준시점은 1980년 1월 4일이고 補助指數로서 시장 부별지수, 산업별지수, 자본금 규모별지수로 구분하여 표시하고 있다. 時價總額式 株價指數는 일정시점에 있어서 채용된 전종목의 시가총액, 즉 개별종목의 주가에 當該株式의 上場株式數를 곱한 개별종목의 시가총액을 합한 금액을 100으로 하고 비교시점의 時價總額을 다음과 같이 지수화한 것이다.

$$\text{株價指數} = (\text{比較時點의 時價總額} / \text{基準時點의 時價總額}) \times 100$$

그러나 유상증자, 무상증자, 전환사채의 주식전환, 상장폐지, 신규상장, 합병, 채용종목의 교체 등 주가변동 이외의 要因에 의하여 時價總額이 변화하게 되는 경우에는 株價指數의 연속성을 유지하기 위하여 基準時價總額을 다음과 같이 수정한다.

$$\text{新基準時價總額} = \text{舊基準時價總額} \times (\text{修正H前日의 時價總額} / \text{修正H前日의 時價總額})$$

이와 같은 時價總額式 株價指數는 자본금 규모가 큰 종목의 등락에 많은 영향을 받게 되어 上場企業別 資本金 規模에 차이가 많이 나는 경우에는 시장 자체의 주가동향을 완벽하게 표시하지 못하는 단점을 안고 있다고 할 수 있을 것이다.

## 2) 韓國綜合株價指數의 推移

현재 우리나라에서 사용되고 있는 종합주가지수인 韓國綜合株價指數(KOSPI)의 추이를 살펴보면, 다음 <表 5>에서 볼 수 있듯이 1981년에서 1985년까지의 株價指數는 완만한 상승세를 나타내고 있으나, 1987년에서 1989년까지는 매우 급격한 상승세를 나타내다가 1990년 이후 하락세를 보이고 있다.

1988년과 1989년 資本金 規模가 매우 큰 浦項綜合製鐵과 韓國電力公社의 株式이 國民株로 證券市場에 상장되자, 國民株는 綜合株價指數 형성에 상당한 영향을 미치게 되었다.

1988년 6월 浦項綜合製鐵의 주식이 상장되자, 浦項製鐵의 時價總額은 2兆 9,281億원으로서 당시 證券市場 上場株式의 時價總額 41兆 9,118億원의 7.0%를 차지하여 上場會社別 時價總額順位 1위를 점하였다. 그러나 1989년 8월 韓國電力公社의 주식이 상장되었을 때 韓國電力의 時價總額은 13兆 9,917億원으로서 당시 上場株式 時價總額의 19.1%나 점하여 시가총액순위 1위를 차지하게 되었다. 그 당시 浦項製鐵은 時價總額 3兆 1,575億원으로 3.4%를 차지하여 韓國電力 다음의 2위를 점하여 國民株를 발행한 두 기업의 시가총액이 總上場株式 時價總額의 22.5%나 점하게 되었다.

浦項製鐵의 株價는 1988년 6월 상장후 證券市場이 호황이던 1989년도 말까지는 상장 가격 부근의 등락을 보였으나 1990년에 들어

〈表 5〉 綜合株價指數의 推移

	韓國綜合株價指數	製造業株價指數	日本株價指數 <sup>1)</sup>
1981	126.30	105.07	570.31
1982	122.03	105.58	593.72
1983	127.70	132.36	731.82
1984	131.88	167.80	913.37
1985	138.93	180.20	1,049.40
1986	227.78	332.90	1,556.37
1987	417.55	518.59	1,725.83
1988	693.14	686.57	2,357.03
1989	918.60	903.15	2,881.37
1990	747.00	802.03	1,733.83
1991	657.13	681.80	1,714.68

註 : 1) 東證株價指數(1부) (1968. 1. 4.=100)

資料 : 증권감독원, 『증권조사월보』, 1992. 1.

서면서 지속적인 하락세로 이어져 1991년말에는 上場價格의 65%에 이르고 있다.

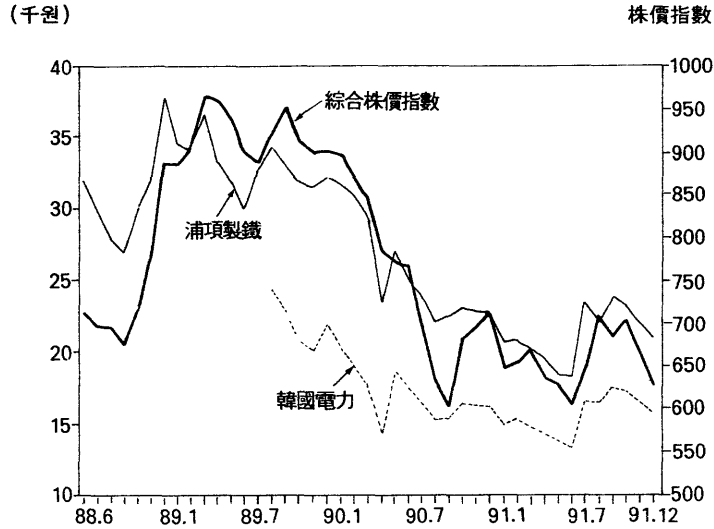
또한 韓國電力公社의 株價도 1989년 8월 상장후 거의 지속적인 하락세를 보여 1991년말 가격은 상장가격의 64%에 이르고 있어, 1991년말을 기준으로 韓國電力公社 상장주식의 時價總額은 9兆 4,900億원으로 총상장주식의 時價總額의 13%를 점하였다. 浦項製鐵 上場株式의 時價總額은 1兆 9,184億원으로 총상장주식의 時價總額의 2.6%를 점하고 있어, 國民株 時價總額이 總上場株式市場에서 차지하는 구성비는 15.6%로 크게 감소되어 있는 상태이나, 상장 이후 줄곧 이 두 대형 공기업은 上場會社別 時價總額 首位를 유지하였다. 韓國電力公社 및 浦項綜合製鐵의 株式이 이와 같은 대형 국민주로서 證券市場에 상장됨으로써 證券市場의 움직임을 종합적으로 나타내 주고 있는 綜合株價指數의 형성에도 큰 영향을 미치게 되었다.

### 3) 浦項製鐵 및 韓國電力 國民株의 上場과 綜合株價指數

상기한 바와 같이 浦項製鐵의 株價는 1988년 6월 상장 이후 證券市場이 호황이던 1989년말까지는 상장가격 부근의 등락을 보였으나 1990년에 들어서면서 지속적인 하락세로 이어지고, 韓國電力公社의 株價는 1989년 8월 상장 이후 거의 지속적인 하락세를 보이고 있다. 이는 결국 우리나라의 國民株 普及時期가 證券市場의 경기가 정점에 이르렀을 때 이루어졌음을 알 수 있다. 이를 좀더 자세히 살펴 보기 위하여 月別 綜合株價指數와 國民株 株價를 비교해 보면 [圖 1]에서 알 수 있듯이, 浦項製鐵이 國民株를 普及하고 韓國電力公社가 國民株請約을 실시하기 전인 1989년 3월에 月平均 綜合株價指數가 최고치를 나타내고 있다. 그러나 1989년 9월을 고비로 株價指數는 전반적인 하락세를 나타내고 있다.



[圖 1] 綜合株價指數와 韓國電力 및 浦項製鐵의 株價推移



〈表 6〉 證券市場의 年度別 新株物量 供給規模

(단위: 10億원)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
上場株式時價總額	3,490	5,148	6,570	11,994	26,172	64,544	95,477	79,020
新株供給	463	479	295	841	1,899	7,770	14,669	2,918
公  募	31	81	35	43	244	1,049	3,545	336
公募募集	21	81	34	33	198	554	1,962	316
公募賣出	10	0	1	10	46	495	1,582	20
有價增資	432	398	260	798	1,655	6,721	11,125	2,582
國民株供給	.	.	.	.	.	413	1,272	.
國民株/總新株(%)	.	.	.	.	.	5.32	8.67	.
國民株/新株賣出(%)	.	.	.	.	.	83.43	80.40	.

資料: 증권감독원, 『증권조사월보』, 1992. 1.

韓國證券去來所, 『株式』, 1992. 1.

1989년 9월 이후에 나타나기 시작한 綜合株價指數 下落趨勢의 原因은 經常收支 赤字의 격감 및 경제성장률 둔화 등 景氣展望의 불투명에도 있었지만 證券市場의 物量供給이 크게 늘어난 데에도 있었다.

〈表 6〉은 1983년 이후 우리나라 證券市場

의 年度別 物量供給規模를 나타내 주고 있다. 期間中 新株物量供給은 꾸준히 이루어져 왔으나 주로 有價增資에 의한 新株供給이었다. 1988년과 1989년 양연도에 공급된 株式物量은 총 22兆 4,393億원이었으며, 그 중 유상증자를 제외한 公募株式은 國民株 賣出로 인하여 4兆

5,940億원 규모의 급격한 新株賣出이 이루어졌다.

韓國電力公社와 浦項綜合製鐵의 國民株는 1兆 6,857億원으로서 전체 공모공급물량의 36.7%를 차지하고 있으나, 公募賣出로 비교하면 전체의 81.1%에 이르는 것으로 나타나고 있다. 비교적 짧은 기간에 대량으로 공급된 國民株는 국민주가 공급되지 아니했을 경우와 대비하여 株價指數를 다소 하락시키는 결과를 초래하였다고 할 수 있을 것이다.

#### 4) 國民株 價格支持와 綜合株價指數의 歪曲 可能性

國民株가 證券市場에 일단 상장된 이후에는, 특히 綜合株價指數가 계속 하향세를 시현하고 있는 1990년과 1991년의 기간중에는 國民株가 오히려 綜合株價指數를 떠받치는 역할을 하였다고 볼 수 있을 것이다.

國民株는 처음부터 低所得層의 資産增殖을 지원하기 위하여 普及되었기 때문에 종합주가가 계속 하향세를 보이고 國民株도 證券市場 전체 분위기에 영향을 받아 하향세를 보일 경우 政府로서는 國民株 價格을 지지하기 위한 조치를 취하려는 경향을 갖게 된다. 정부가 國民株 價格支持를 위하여 시중 證券會社에게 國民株 買入을 위한 여러가지 인센티브를 제공할 경우 市中 證券會社는 國民株 支持를 위한 여러가지 방도를 강구하게 될 것이고, 이것은 國民株 價格의 하락을 억제하게 된다. 이러한 國民株 價格의 하락억제는 國民株 時價總額이 全體上場株式 時價總額에서 차지하는 비중이 크기 때문에 綜合株價指數의 하락을 억제하는 효과를 가져올 것이다. 國民株에 대한 가격지지는 所得分配 改善 또는 低所得層 資産形成 支援과 같은 비경제적인 요인에

의하여 이루어지고 있으므로 國民株 가격변화에 영향을 받는 綜合株價指數도 비경제적인 요인에 의해 변화하게 된다.

政府에 의한 國民株 價格支持가 없다고 하더라도 浦項製鐵과 韓國電力公社는 아직 公企業의 形態로 운영되고 있기 때문에 주가형성 요인이 일반 민간기업과는 상당한 차이가 있다. 일반 민간기업의 주가는 企業의 경영전망이 좋으면 株價가 상승하고, 반대로 기업의 경영전망이 불투명하거나 재무상태의 압박으로 부도의 위험이 있으면 주가가 全體 綜合株價指數와는 관계없이 급격히 하락하게 된다. 그리고 個別企業의 經營環境은 전반적인 市場經濟의 경기변화에 따라 민감하게 움직이게 된다. 그러나 浦項製鐵이나 韓國電力公社와 같은 公企業은 政府가 보증하고 있기 때문에 재무상태가 악화되어 부도가 날 염려도 없을 뿐만 아니라 景氣好況 등으로 公企業 製品에 대한 需要增加가 급격히 일어난다고 하더라도 政府가 價格引下 등 조치를 취하여 公企業 利益이 증가하는 것을 억제하기 때문에 공기업의 주가는 상대적으로 둔감하게 움직이게 된다. 1980~85년 기간중에 원자력 발전가동으로 발전원가가 크게 절감되어 당기순이익이 크게 발생할 가능성이 있게 되자, 政府는 經常價格基準 電力料金を 용도별로 차이는 있으나 1982년부터 1990년까지 지속적으로 매년 한두 차례씩 電氣料金を 인하시켰던 것이다. 반대로 1991년 걸프전쟁으로 인하여 원유가격이 급등하자, 정부는 전력요금을 다시 인상시켜 기업의 원가상승 압박을 政府政策의 調整으로 해소시켜 주었던 것이다.

韓國電力公社와 같은 公企業은 企業의 經營內的 要因이 株價에 크게 반영되지 못하게 된

다. 왜냐하면 만일 韓國電力公社에서 생산성 향상 등으로 당기순이익 증대가 예상되면 정부는 전력요금인하 등 政府規制方法으로 당기순이익이 배당금으로 돌아가는 몫을 축소시키기 때문이다. 마찬가지로 經營外的 要因도 韓國電力公社의 株價 형성에 크게 영향을 미치지 못하게 된다. 경기의 활성화 등으로 전 업종에 걸쳐 성장이 예상되는 경우에도 韓國電力公社의 공기업적 특성 때문에 타업종에 비하여 영향이 작을 것이기 때문이다.

#### 나. 證券去來人口 底邊擴大에 미친 影響

우리나라 證券人口의 증가추이는 <表 7>에서 보는 바와 같이 1978년까지는 지속적인 증가추세를 보여 왔으나, 그후부터 1980년대 중반경 國民所得이 2,000달러 수준을 상회하여 생활의 여유가 생길 때까지는 오히려 證券人口가 감소하는 경향을 나타내고 있다. 1986년 證券人口가 百萬名을 상회하기까지는 1978년 이후 오히려 하락추세를 보여오다가 1988년 浦項綜合製鐵 및 1989년 韓國電力公社의 國民株 普及을 계기로 證券市場 參與人口가 급격히 증가하였다.

그러나 株式去來量은 1986년 證券人口가 百萬名을 상회하기까지는 지속적인 증가추세를 나타내고 있으나, 1987년부터 오히려 하락하여 國民株 普及이 證券市場의 거래규모를 확장시키지는 못하였음을 시사하고 있다.

1988년 4월 포항종합제철 國民株 普及에 참여한 中·下位所得階層의 請約者數는 322萬名이었다. 이는 당시 證券人口 300萬名을 상회하는 숫자로 證券市場 參與人口를 배증시켰다. 1989년 5월 韓國電力公社 國民株 普及時에 660萬名의 中·下位所得階層이 참여하

<表 7> 우리나라 證券市場의 年度別 株主數와 去來量

(단위 : 名, 千株)

	株 主 數	去 來 量
1970	76,276	79,174
1973	199,999	130,066
1975	290,678	310,547
1978	963,049	1,368,462
1980	753,290	1,645,337
1983	708,510	2,750,739
1985	772,471	5,563,809
1986	1,410,507	9,272,510
1987 <sup>1)</sup>	3,102,303	5,942,994
1988	8,541,253	3,037,603
1989	19,013,983	3,397,630
1990 <sup>2)</sup>	1,731,265	3,162,093

註 : 1) 실제거래량의 감소라기보다는 주식병합으로 인한 거래수치의 감소로 여겨짐.

2) 浦項製鐵과 韓國電力의 株式은 제외된 수치임.

資料 : 韓國證券去來所, 『株式』, 1992. 1.

여 또 한번 證券參與人口를 대폭 증대시켜 놓았다.

<表 8>에서도 알 수 있듯이 10株 미만의 株式을 소유한 소주주의 구성비가 1987년에는 14.52%를 접하였으나, 浦項製鐵 國民株가 普及된 1988년에는 35.12%로 급증하게 되었고, 韓國電力의 國民株가 普及된 1989년에는 37.45%를 접하였다. 그러나 이들 소주주가 소유한 株式의 구성비는 1987년 0.12%에서 1988년에는 0.76%로 증가하였고, 1989년에는 0.83%에 이르고 있다. 따라서 소액주주의 構成比는 상당히 높지만 株式 構成比 및 去來量이 낮아서 소액주주가 종합주가형성에 미치는 영향은 아주 미미하다고 해야 할 것이다.

또한 國民株普及時 장기보유 희망자에게 주

어진 株式數 10株에서 50株 사이의 株式을 소유한 소주주의 구성비는 1987년의 29.67%에서 浦項製鐵 國民株가 普及된 1988년에는 28.98%로 오히려 감소하였으나, 1989년에는 38.07%로 급증하였다. 이는 전술한 바와 같이 浦項製鐵 國民株 普及時에는 장기보유 희망자가 중·하위소득계층의 26.1% 수준이었으나, 韓國電力의 國民株 普及時에는 장기보유 희망자가 73.4%로 급증했기 때문으로 보이며, 이들이 소유한 株式의 구성비는 1987년의 1.12%에서 1988년에는 2.21%로, 그리고 1989년에는 4.58%로 증가하였다.

韓國電力 國民株 普及時 長期保有 希望者가 급증한 이유는 政府의 長期保有 勸誘制度에도 영향이 있었지만, 우리나라 證券市場에서의 株價變動에 큰 영향이 있음을 쉽게 짐작할 수 있다. 즉, 浦項製鐵 國民株 普及 이후 지속적인 株價上昇으로 長期保有 希望者가 증가된 것으로 사료된다.

그러나 이처럼 소주주의 證券人口는 급증하

였으나, 그들의 所有株式이 證券市場에서 차지하는 비중은 미미한 실정으로 證券市場의 거래규모를 확장시키지는 못하였음을 시사하고 있다.

즉, 國民株 普及을 계기로 證券人口가 양적으로 증대되었을 뿐만 아니라 질적인 면에서도 크게 변화되었다. 즉, 國民株普及 이전까지의 證券人口는 주로 대도시 중산층이상 所得階層을 중심으로 형성되어 있었으나, 國民株 普及對象이 주로 중하위 소득계층이었으므로 國民株普及을 계기로 證券人口는 低所得階層으로 확산되었다.

## 2. 公企業 經營效率 向上에 미친 影響

公企業民營化時 政府가 내세우는 가장 중요한 目標는 公企業의 經營效率 增進이었다. 政府는 “國民株 보급에 의해 國民多數가 公企業의 株主가 됨으로써 公企業에 대한 감시자

〈表 8〉 株式數別 株式分布 構成

(단위 : %)

	10株 미만	10~ 50株	50~ 100株	100~ 500株	500~ 1,000株	1,000~ 5,000株	5,000~ 10,000株	10,000株 이상
'87 株主數	14.52	29.67	20.07	26.37	4.34	4.00	0.49	0.54
株式數	0.12	1.12	2.23	10.92	5.73	15.03	6.54	58.31
'88 株主數	35.12	28.98	10.40	19.53	3.03	2.48	0.22	0.24
株式數	0.76	2.21	2.20	12.44	6.60	14.93	5.11	55.75
'89 株主數	37.45	38.07	8.22	12.60	1.92	1.50	0.12	0.12
株式數	0.83	4.58	2.40	10.60	5.43	11.27	3.43	61.47
'90 <sup>1)</sup> 株主數	—	16.31	13.86	42.56	12.00	12.27	1.68	1.32
株式數	—	0.17	0.41	4.20	3.48	10.60	4.87	75.09

註 : 1) 1990년의 경우에는 韓國電力과 浦項製鐵 주식은 제외되었음.

資料 : 증권감독원, 『증권조사월보』, 1992. 1; 韓國證券去來所, 『株式』, 1992. 1.

로서의 역할을 하게 되므로 公企業 經營에 있어서 일대 혁신이 있으리라고 기대된다”고 천명한 바 있다. 일부 公企業에 존재해 왔던 비능률이 제거되고, 公企業의 사회적 책임이 보다 강조됨으로써 公企業의 公共性和 收益性이 동시에 제고될 수 있을 것으로 기대하였다.

浦項製鐵과 韓國電力이 國民株方式으로 민영화된 이후에 경영효율이 어느 정도 개선되었는가를 검토하기 위하여 國民株方式 民營化 이전 3년간 經營實績과 민영화 이후 3년간 경영실적을 비교하여 보았다. 浦項製鐵의 경우는 1988년에 민영화되었으므로 1985~87년간 민영화 이전 3년의 經營實績과 1989~91년간 민영화 이후 3년의 經營實績을 비교하였으며, 韓國電力의 경우는 1989년에 민영화되었으므로 1986~88년간 민영화 이전 3년의 經營實績과 1990~91년간 民營化 이후 2년간의 經營實績을 비교하였다. 兩期間 간의 經營實績을 비교하는 指標로서는 經營資本과 관련한 利益率을 사용하였다. 1차로 經常價格基準 經營資本 利益率로 대비하여 경상 경영실적 개선 여부를 검토하였으며, 不變價格基準 經營資本 利益率을 사용하여 價格變動 등 經營外的 要因을 배제한 실질경영실적 개선여부를 분석하였다.

#### 가. 國民株方式 民營化가 浦項製鐵의 經營效率에 미친 影響

浦項製鐵이 國民株方式으로 民營化된 이후에 經營效率이 어느 정도 개선되었는가를 검토하기 위하여 國民株方式 民營化 以前 3년간의 經營實績과 民營化 以後 3년간의 經營實績을 비교해 보았다. 浦項製鐵의 경우는 1988년에 민영화하였으므로 1985~87년간 民

營化 以前 3년의 經營實績과 1989~91년간 民營化 以後 3년간의 경영실적을 비교하였다.

양기간 간의 經營實績을 비교하는 指標로는 經營資本 營業利益率을 사용하였다. 먼저 經常價格基準 經營資本營業利益率로서 經常經營實績의 개선여부를 검토하였으며, 다음에는 不變價格基準 經營資本營業利益率을 사용하여 價格變動 등 經營外的 要因을 배제한 實質經營實績 改善與否를 분석하였다.

浦項製鐵의 경영자본 영업이익률은 國民株 民營化 以後 1989~90년 기간중 오히려 國民株 民營化 以前에 비하여 크게 하락한 것으로 나타나고 있다.

이러한 자본영업이익률의 하락은 경상가격이나 불변가격에 있어서 똑같이 하락하고 있는 것으로 나타나고 있어 國民株 民營化가 浦項製鐵의 경영효율개선에 별로 도움을 주고 있지 못한 것처럼 보인다.

#### 나. 國民株方式 民營化가 韓國電力의 經營效率에 미친 影響

韓國電力이 國民株方式으로 민영화된 이후에 經營效率이 어느 정도 개선되었는가를 검토하기 위하여 국민주방식 民營化 以前 3년간 經營實績과 民營化 以後 2년간 經營實績을 비교하여 보았다. 韓國電力의 경우는 1989년에 民營化되었으므로 1986~88년간 民營化 以前 3년의 經營實績과 1990~91년간 民營化 以後 2년간의 經營實績을 비교하였다.

양기간 간의 經營實績을 비교하는 지표로는 순수한 經營效率을 살펴보기 위하여 이미 政府投資機關 經營評價에서 評價指標로 선정되어 있는 公共利益率指標를 사용하였다. 이는 經營資本 公共利益率로, 먼저 經常價格基準

〈表 9〉 浦項製鐵의 總資本營業利益率 推移

(단위 : %)

	1985	1986	1987	1985~87 平 均	1989	1990	1991	1990~91 平 均
經常價格	8.22	8.27	8.56	8.35	3.69	2.57	4.38	3.55
不變價格	8.22	8.19	8.74	8.38	3.72	2.86	5.06	3.88

註：總資本營業利益率로 營業利益은 製造業 GNP디플레이터를, 總資本은 우리나라 總固定資本形成디플레이터를 不變化指數로 사용하였음.

〈表 10〉 韓國電力公社의 公共利益率 推移

(단위 : %)

	1986	1987	1988	1986~88 平 均	1990	1991	1990~91 平 均
經常價格	26.4	23.9	20.9	23.7	16.3	17.7	17.5
不變價格	27.0	26.2	26.9	26.7	30.8	33.5	32.2

註：公共利益率이란 ‘公共利益/經營固定資本’을 말한다. 公共利益은 純賣出額에서 中間財 投入額, 人件費, 賃借料, 運轉資本의 機會費用을 공제하여 算定하며, 經營固定資本은 總資產에서 建設假計定, 投資資產, 其他資產, 流動資產, 移延資產을 차감하여 算定한다. 이 數値는 韓國電力公社에서 政府投資機關經營評價團에 제출하는 '91經營實績 報告書에서 인용하였음.

公共利益率로서 經常經營實績의 改善與否를 검토하였으며, 다음에는 不變價格基準 經營資本 公共利益率을 사용하여 가격변동 등 經營外的 要因을 배제한 實質經營實績 改善與否를 分析하였다.

韓國電力公社의 公共利益率은 경상가격 기준으로는 國民株 民營化 以前에 비하여 國民株 民營化 以後에 하락한 것으로 나타나고 있다. 그러나 價格변동 등 外部要因을 제거한 不變價格은 오히려 향상된 것으로 나타나고 있다. 즉, 民營化 이후 經營效率 改善度는 不變價格基準으로 본 경우에는 향상된 것으로 판단되나, 경상가격 기준으로는 그렇지 않은 것으로 나타나고 있다. 이것은 1990년까지 電力料금이 계속 인하여 경상가격기준 營業실

적이 상대적으로 저평가되었기 때문에 판단된다.

#### 다. 國民株方式 民營化와 企業經營效率 改善效果

民營化 措置에 의하여 經營 효율 개선효과가 발생할 것으로 기대되는 주된 이유로 알려진 것으로는 民營化에 의한 經營진의 교체를 들고 있다. 民營化 이전의 關료적 經營체제가 民營化 이후 民間 전문경영인에 의한 전문경영체제로 바뀌게 됨으로써 民營化 이후에 經營效率 改善效果가 나타나는 것으로 기대되고 있다.

그러나 韓國電力公社의 經營체제는 1989년 民營化 이후에도 民間 전문경영체제로 바뀌지

아니하였으며, 비록 21%의 政府所有 株式을 國民株로 매각하였으나 政府가 아직까지 79%의 株式을 소유하고 있기 때문에 韓國電力公社의 기업경영체제는 민영화 이후에 바뀌지 않았다. 最高經營陣도 그대로 유지되었고 組織構造도 바뀌지 않았다. 最高經營層의 개편이나 경영체제의 혁신이 민영화를 통하여 일어날 수 있다면 이는 새롭게 주식을 소유한 주주들의 결정에 의해서 일어나야 할 것이다. 韓國電力公社나 浦項製鐵의 경우 정부소유 주식을 새로이 소유한 주주들은 근로자, 농어민 등 低所得階層이어서 韓國電力이나 浦項製鐵의 경영에 커다란 영향력을 행사하지 못하고 있다.

國民株를 소유한 서민계층들이 國民株方式 民營化 以後 韓國電力公社나 浦項製鐵의 경영에 영향력을 행사하지 못하는 이유는 여러가지가 있을 수 있으나 가장 주요한 몇가지를 지적한다면, 첫째 그들 소액주주들이 소유한 주식수가 불과 10株 미만이라는 점, 둘째 이 사회의 理事 중에 少額株主들을 대표하는 이사가 없고 따라서 이사회에서 少額株主의 입장을 개진할 수 있는 기회가 없다는 점, 그리고 셋째 소액주주의 수가 300~600萬名에 이르러 그들의 의사를 수렴하는 것 자체가 거의 불가능하다는 점 등을 들 수 있을 것이다.

주식이 널리 국민에게 공개된 회사의 경영효율이 개선될 수 있는 이유 중의 하나는 경영효율이 떨어져 株價가 하락할 경우 소위 시장에서 주식매입을 통한 企業引受企圖(take over)의 위협이 존재하기 때문이다. 그러나 浦項製鐵이나 韓國電力의 경우는 政府가 전체 주식의 20%와 79%를 각각 소유하고 있어서 그러한 企業引受企圖의 위협도 존재하지 않

는다.

### 3. 所得分配 改善에 미친 影響

#### 가. 國民株 普及과 所得分配 改善

國民株 보급이 논의되던 1987~88년경에는 정치적 민주화과정을 겪으면서 國民所得 分配 改善이 가장 중요한 經濟政策課題로 부상하였다. 당초 國民株方式 公企業民營化의 對象公企業은 한국전력공사, 한국전기통신공사, 포함 종합제철, 한국전매공사, 국민은행, 중소기업은행, 외환은행 등 7개 기관으로서 이미 經營效率이 높고 수익성이 좋은 優良 公企業이었던 점을 보더라도 당초 國民株方式 民營化의 주목적은 經營效率提高보다는 國民所得 分配 改善에 있었던 것으로 보인다.

그렇다면 이미 1988년과 1989년에 실시된 浦項製鐵과 韓國電力의 국민주방식 민영화 조치가 우리나라 低所得階層의 財產增殖에 얼마나 도움이 되었으며 그것이 國民所得 分配 改善에 얼마나 기여하였는가. 國民株方式 民營化 措置는 두가지 측면에서 低所得階層의 재산증식에 도움을 줄 수 있다.

첫째는, 所有株式에 대한 配當金을 통하여 재산증식에 도움을 줄 수 있다. 그러나 매년 결산후에 주주총회의 의결을 거쳐 지급되는 배당률은 대체로 정기예금 이자율을 상회하지 못하고 있다. 그리고 배당률이 정기적금 이자율에 상응한다고 하더라도 액면가격 기준이기 때문에, 액면가격보다 2~3배나 높은 國民株의 경우에 있어서는 實質配當率은 정기적금 이자율의 1/2 혹은 1/3에 불과한 것으로 나타나고 있다. 그렇다면 配當金 자체로서는 오

히려 國民株 買入金額의 機會費用에도 미치지 못하고 있다는 의미가 되지만, 株式投資의 속성이 배당수익보다는 매매가격 차액에 의한 재산증식을 주목적으로 하고 있기 때문에 주식매입자에게는 配當金의 過多가 큰 문제가 되지 않는다고 보아야 할 것이다.

둘째는, 所有株式을 일정기간이 지난 후 매각했을 때 발생하는 자본이익을 통하여 國民株 所有株主들의 재산증식에 도움을 줄 수가 있다. 재산증식의 정도는 國民株가 상장되어 거래될 때의 매도가격과 당초 政府로부터 구입한 매입가격과의 차액에 달려 있다. 賣渡價格은 높을수록, 그리고 買入價格은 낮을수록 유리하다. 그러나 매도가격은 증권시장의 시장요인에 의하여 결정되므로 政府가 國民株 所有階層의 재산증식을 도와주는 확실한 방법은 政府의 販賣價格, 즉 國民株 株主들의 買入價格을 낮추는 것이지만 낮추는 데도 한계가 있을 것이다.

#### 나. 國民株 去來價格 變化와 國民株 保有者의 資本利益 推定

1988년 4월 浦項製鐵 國民株 請約時 浦項製鐵 國民株의 政府販賣價格은 정상가격 1萬 5,000원, 할인가격 1萬 500원이었다. 그 당시 國民株의 市場價格은 청약 2개월 이후 1988년 6월 10일 상장가격이 4萬 1,400원에 달했던 것으로 보아 政府의 판매가격에 비하여 2~3배나 높았던 것을 알 수 있다. 韓國電力公社 國民株의 政府판매가격은 1989년 5월 청약실시 당시 정상가격 1萬 3,000원, 할인가격 9,100원이었으나 1989년 8월 10일 상장시 가격은 2萬 3,000원이었고, 1989년 8월 14일에는 최고가격 2萬 6,000원에 이르렀던 점에 비

추어 볼 때, 政府의 販賣價格은 당시 市場價格의 약 1/2 수준에 불과하였다.

그러나 國民株의 거래가격은 상장당시 무렵의 최고가격 형성 이후 계속 하락하여 1991년 6월 24일에는 浦項製鐵 國民株의 거래가격은 1萬 7,600원, 韓國電力 國民株의 거래가격은 1萬 3,000원 수준으로 떨어져 자본이익이 거의 발생하지 아니하여 國民株를 보급한 政府로서는 상당히 어려운 국면에 직면하게 되었다. 물론 이와 같이 國民經濟가 계속 발전함에도 불구하고 종합주가지수가 1989년 초반 이후 1991년말까지 약 3년간 계속 하락하리라고는 아무도 예상하지 못하였던 바이다. 國民株를 정상가격으로 매입한 買入者들은 대부분 上場 直後 거래가격이 國民株 구입가격보다 아주 높았을 때 판매하여 상당한 자본이익을 취득했을 것으로 추정된다. 그러나 대부분의 장기보유를 권유받은 할인매입자나 신탁매입자들은 청약 이후 3년간 國民株를 의무적으로 보유하여야 했으므로, 의무보유기간이 지난 직후에 浦項製鐵 國民株를 판매한 소매주주들의 경우에는 자본이익이 크게 발생하기 어려울 정도로 증권시장이 침체되어 왔던 것이다.

우리사주 조합의 경우에도 總賣却株式 20%를 정상가격의 30%를 할인하여 할당받았다. 우리사주 조합원의 國民株는 매입한 지 3년이 경과하지 않으면 팔 수 없게 되어 있다. 浦項製鐵의 우리사주 조합원의 國民株 보유기간은 1988년 4월 國民株 매입 이후 1991년 4월로서 3년이 지나갔으므로 조합원은 원한다면 증권시장에서 판매하여 재산증식 효과를 볼 수 있을 것이다. 그러나 韓國電力公社 우리사주 조합원의 國民株 보유기간은 1989년



6월 國民株 買入 이후 1991년 12월말 현재 3년이 경과하지 못하였다.

國民株普及에 의한 所得分配 改善效果를 計測하기 위하여 1991년 12월 31일 현재 당초 國民株를 청약받은 각 계층의 財産증식 效果를 검토해 보고자 한다. 國民株 買入 이후 매년 실제로 지급받은 배당수익과, 청약시 買入 가격과 1991년 12월말 거래가격과의 차이를 가상 자본이익으로 간주하여 財産增殖效果를 계산하여 살펴보면 다음과 같다. 즉,

$$P(1+r)^t = C(\text{買入費用})$$

$$Pr = R(\text{販賣收益})$$

$$D(1+r)^t = DG(\text{配當利益})$$

$$R - C = KG(\text{資本利益})$$

$$DG + KG = TG(\text{總利益})$$

$$Pr + DG = P(1 + PR)^t$$

$P$  : 國民株 請約時 買入價格 (費用)

$r$  : 定期預金 利率

$C$  : 現在價格基準 買入價格 (費用)

$Pr$  : 國民株 時價

$R$  : 現在價格基準 販賣價格 (收益)

$D$  : 配當金

$DG$  : 現在價格基準 配當利益

$KG$  : 現在價格基準 資本利益

$TG$  : 現在價格基準 總利益

$PR$  : 國民株 收益率

1991년 12월말 國民株 所有株主의 總費用은 買入價格에 機會費用을 가산하여 산정하였으며, 假想 販賣收益은 1991년 12월중 平均去來價格으로 추정하였다. 따라서 國民株의 잠재적인 순수익은 가상 판매수익에서 總費用을 공제하여 산정하였다. 여기에 실제 배당수익을 1991년 現在價格으로 환산하여 합산함으로써 國民株 株當 總純收益을 추정하였다. 國民株 買入價格은 割引買入者(장기보유者의 일부, 우리사주 조합)와 信託買入者(장기보유者中 일부)가 같고, 一般請約買入者는 다르므로 주당수익률을 계산함에 있어서는 一般請約買入과 割引買入으로 구분하여 산정하기로 한다.

〈表 12〉는 浦項製鐵 國民株의 價格變化와 이에 따른 주당수익을 보여주고 있다. 浦項製鐵의 國民株 販賣價格( $Pr$ )이 4萬 1,400원이었던 1988년 6월 상장당시에는 國民株 買入價格( $P$ )과의 賣買差額인 資本利益이 일반청약의 경우에는 2萬 6,400원으로 買入價格의

〈表 11〉 國民株 普及價格 및 時價 推移

(단위 : 원)

	賣却價格	上場價格	最高價格	最低價格
浦項製鐵	15,000 〈할인가격 : 10,500〉	41,400 ( '88. 6. 10)	41,400 ( '88. 6. 10)	17,600 ( '91. 6. 24)
韓國電力	13,000 〈할인가격 : 9,100〉	23,000 ( '89. 8. 10)	26,000 ( '89. 8. 14)	13,000 ( '91. 6. 24)

註 : 1) 上場以後 1991년 12월말 이전까지의 價格基準임.

2) ( ) 안은 가격형성 연월일임.

1.76배, 할인매입의 경우에는 자본이익이 3萬 900원으로 매입가격의 2.94배에 달했던 것으로 나타났다.

그러나 國民株 去來價格( $Pr$ )이 1989년 초반 이후 계속 하락하고, 반대로 國民株 매입가격의 현재가치는 계속 상승함에 따라 매매차액인 자본이익은 일반청약의 경우 1988년 12월 2萬 1,500원에서 1990년 12월에는 2,935원으로 크게 감소하였으며, 1991년 12월말 현재에는 오히려 1,062원의 자본손실이 발생하는 것으로 나타나고 있다.

割引買入者의 경우에는 주당 매매차액이 1988년 12월의 2萬 6,450원에서 1991년 12월에는 5,527원으로 격감되었다. 浦項製鐵의 우리사주 조합원과 할인매입자의 國民株 保有期

間은 1988년 4월 國民株 매입 이후 1991년 4월로서 3년이 지나갔으므로, 그들이 원한다면 1991년 4월 이후에는 證券市場에서 판매하여 재산증식 효과를 볼 수 있을 것이다. 그러나 증권시장이 침체된 까닭에 할인매입자의 기대 이익은 상장시와 비교하면 1/3도 안되는 수준으로 하락했으므로 이들의 대부분은 1991년 12월말 현재 國民株를 그대로 보유하고 있는 것으로 보인다.

浦項製鐵 國民株의 販賣價格變化와 所有株主의 總費用을 買入價格에 機會費用을 加算하여 現在價値로 산정한 價格變化를 나타내는 [圖 2]를 살펴보면 할인매입자의 경우에는 아직 現在販賣價格이 費用을 초과하고 있으나, 일반청약자의 경우에는 1991년 중반 이후 오

〈表 12〉 浦項製鐵 國民株의 價格變化와 推定 總收益

(단위 : 원)

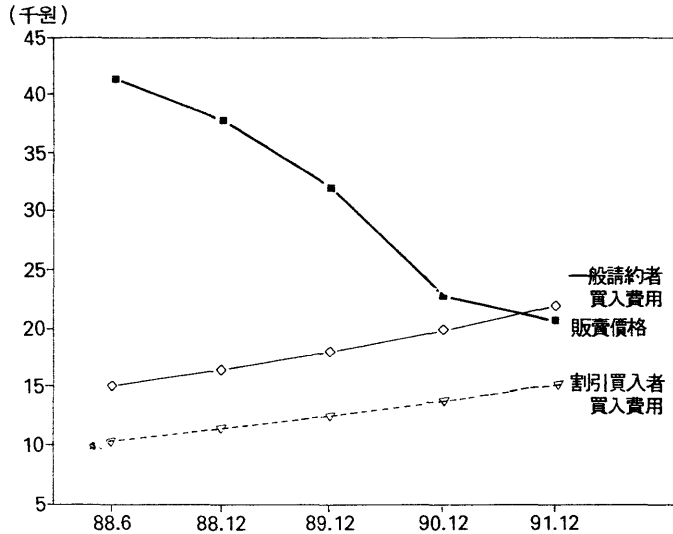
	88. 6 <sup>1)</sup>	88. 12	89. 12	90. 12	91. 12
I. 國民株 時價( $Pr$ )	41,400	38,000	32,200	22,900	20,900
II. 國民株買入價格( $C$ ) <sup>2)</sup>					
一般請約	15,000	16,500	18,150	19,965	21,962
割引買入	10,500	11,550	12,705	13,976	15,373
III. 資本利益( $KG$ ) <sup>2)</sup> ; { $Pr - C$ }					
一般請約	26,400	21,500	14,050	2,935	-1,062
割引買入	30,900	26,450	19,495	8,924	5,527
IV. 配當金( $D$ )					
年度別 配當率(%)	—	12	10	10	10
年度別 配當金( $D$ ) <sup>3)</sup>	—	600	500	500	500
累積配當金( $DG$ ) <sup>2)</sup>	—	600	1,160	1,776	2,454
V. 總收益( $TG$ ) <sup>2)</sup> ; { $KG + DG$ }					
一般請約	26,400	22,100	15,210	4,711	1,392
割引買入	30,900	27,050	20,655	10,700	7,981

註 : 1) 浦項製鐵 國民株 上場時인 1988년 6월 10일.

2) 定期預金金利 年 10%를 적용한 現在價値.

3) 配當 起算日은 1988년 1월 1일로 國民株 請約案內時 공고됨.

[圖 2] 浦項製鐵 國民株의 販賣價格 變化와 所有株主의 費用推移



히려 비용이 판매가격을 초과하고 있다.

浦項製鐵의 경우 國民株 配當率은 1988년 12월에는 12%였고, 1989~91년 기간은 매년 10%로 책정되었다. 따라서 액면가격 5,000원의 주당 배당금은 매년 600원 내지 500원이 배정되었으며, 1991년 12월말 現在價值基準 總累積配當金은 2,454원으로 추정되었다. 자본이익과 배당금을 합한 총수익은 일반청약의 경우 1988년 12월말 현재 2萬 2,100원이었으나 1991년 12월말에는 1,392원으로 크게 감소하였다. 할인매입의 경우 주당 총수익은 1988년 12월말 2萬 7,050원에서 1991년 12월말에는 7,981원으로 감소하였다.

〈表 13〉은 韓國電力 國民株의 가격변화와 이에 따른 주당수익의 변화를 보여주고 있다. 1989년 8월 상장당시 國民株 時價( $P_r$ )는 2萬 3,000원이었고, 매입가격( $P$ )은 일반청약의 경우 1萬 3,000원이어서 1萬원의 자본이익(매매

차액)이 발생하였다. 그러나 1991년 12월말 현재 韓國電力의 國民株 時價( $P_r$ )는 1萬 5,600원으로 하락하였고, 國民株 買入價格( $C$ )의 現在價值는 1萬 7,303원으로 상승하여 1,703원의 자본손실이 발생하였다.

할인매입의 경우 1991년 12월말 현재 자본이익은 3,488원으로 1989년 8월에 비하여 거의 1/4 수준으로 감소하였다. 韓國電力의 우리사주 조합원이나 할인매입자의 國民株 보유기간은 1988년 6월 國民株 매입 이후 1991년 12월말 현재까지는 3년이 경과하지 않아 이들은 아직 증권시장에서 거래를 통한 재산증식 효과를 볼 수 없는 상황이다.

韓國電力 國民株의 販賣價格變化와 所有株主의 總費用을 買入價格에 機會費用을 加算하여 現在價值로 산정한 價格變化를 나타내는 [圖 3]을 살펴보면, 일반청약자의 경우에는 1990년을 넘어서면서 오히려 비용이 판매가

〈表 13〉 韓國電力公社 國民株의 價格變化와 推定 總收益

(단위 : 원)

	89. 8 <sup>1)</sup>	89. 12	90. 12	91. 12
I. 國民株 時價( $Pr$ )	23,000	22,000	16,200	15,600
II. 國民株買入價格( $C$ ) <sup>2)</sup>				
一般請約	13,000	14,300	15,730	17,303
割引買入	9,100	10,010	11,011	12,112
III. 資本利益( $KG$ ) <sup>2)</sup> ; { $Pr - C$ }				
一般請約	10,000	7,700	470	-1,703
割引買入	13,900	11,990	5,189	3,488
IV. 配當金( $D$ )				
年度別 配當率(%)	—	11	10	10
年度別 配當金( $D$ ) <sup>3)</sup>	—	550	500	500
累積配當金( $DG$ ) <sup>2)</sup>	—	550	1,105	1,716
V. 總收益( $TG$ ) <sup>2)</sup> ; { $KG + DG$ }				
一般請約	10,000	8,250	1,575	13
割引買入	13,900	12,540	6,294	5,204

註 : 1) 韓國電力公社 國民株 上場時인 1989년 8월 10일.

2) 定期預金金利 年 10%를 적용한 現在價値.

3) 配當起算日은 1989년 1월 1일로 國民株 請約案內時 公고됨.

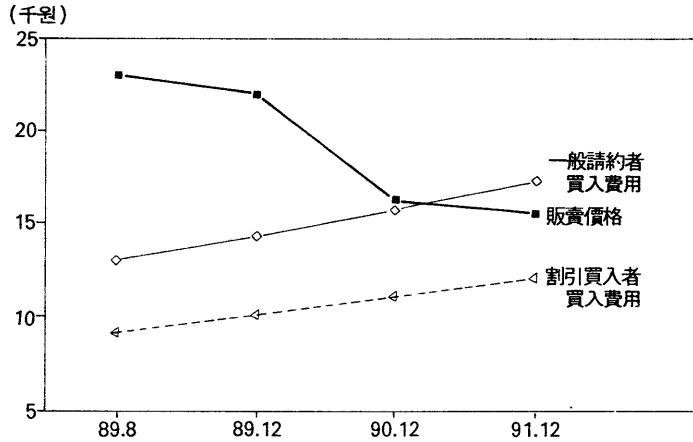
격을 초과하고 있으며, 할인매입자의 경우에는 現在販賣價格이 費用을 초과하고 있으나 아직은 거래할 수 없는 상황이다. 韓國電力의 경우 國民株 配當率은 1989년 12월에는 11%였고, 1990~91년 기간은 매년 10%로 책정되었다. 따라서 액면가격 5,000원의 주당 배당금은 매년 550원 내지 500원이 배정되었으며, 1991년 12월말 현재가치기준 총누적배당금은 1,716원으로 추정되었다.

자본이익과 배당금을 합한 총수익은 일반청약자의 경우 1989년 12월말 현재 8,250원이었으나 1991년 12월말에는 13원으로 크게 감소하였다. 할인매입의 경우 주당 총수익은 1989년 12월말 1萬 2,540원에서 1991년 12월말 현재는 5,204원으로 추정된다.

〈表 14〉와 〈表 15〉는 國民株 賣買價格 差額인 資本利益과 配當金を 합친 總收益을 投資費用으로 나눈 값을 國民株 收益率( $PR$ )로 표시하고 있다.

浦項製鐵 일반청약자의 國民株 投資收益率은 1988년 6월 상장당시 176%였으나, 1988년에서 1989년 사이에 급락하였으며, 1991년 12월말 현재는 11.7%로 시중은행 정기에금리를 약간 상회하는 수준에 그치고 있다. 그러나 韓國電力의 일반청약자의 國民株 投資收益率은 1989년 8월 상장당시 76.9%였고, 1991년 12월말 현재는 10% 수준으로 浦項製鐵에 비하여 더 낮은 것으로 추정되었다. 浦項製鐵과는 달리 韓國電力은 國民株 上場時期가 1989년이므로 投資收益率은 1989년에서

[圖 3] 韓國電力 國民株의 販賣價格 變化와 所有株主의 費用推移



〈表 14〉 浦項製鐵 國民株 收益率 推定<sup>1)</sup>

	88. 6 <sup>2)</sup>	88. 12	89. 12	90. 12	91. 12
國民株收益率(PR)					
一般請約	1.760	1.573	0.491	0.180	0.117
割引買入	2.943	2.676	0.782	0.329	0.221

註：1) 推定收益을 算定함에 있어서 우리사주나 국민주 보유자가 받을 수 있는 無償增資나 國民株에 대한 融資, 稅金 등 惠澤을 고려하여 그 부분도 收益에 計算되어야 하나, 무상증자가 정기적으로 있는 것도 아닐 뿐만 아니라 아직 그러한 實績도 計劃도 없어 分析에서 제외하였으며, 國民株에 대한 融資나 稅金惠澤도 分析에서는 제외하였음.

PR(國民株收益率; 現在價格基準)은 國民株 買入價格은 一般請約의 경우에는 1萬 5,000원이고, 割引買入의 경우에는 1萬 500원이므로 계산식  $Pr + DG = P(1 + PR)$ 에 의거하여 算定하였음.

2) 浦項製鐵 國民株 上場時인 1988년 6월 10일.

〈表 15〉 韓國電力公社 國民株 收益率 推定<sup>1)</sup>

	89. 8 <sup>2)</sup>	89. 12	90. 12	91. 12
國民株收益率(PR)				
一般請約	0.769	0.735	0.154	0.103
割引買入	1.527	1.478	0.379	0.239

註：1) 推定收益을 算定함에 있어서 浦項製鐵의 경우와 동일하게 산정함.

PR(國民株收益率; 現在價格基準)은 國民株 買入價格은 一般請約의 경우에는 1萬 3,000원이고, 割引買入의 경우에는 9,100원이므로 계산식  $Pr + DG = P(1 + PR)$ 에 의거하여 算定하였음.

2) 韓國電力公社 國民株 上場時인 1989년 8월 10일.

1990년 사이에 급락하였다.

그러므로 國民株方式 民營化 措置가 低所得階層의 財産增殖에 도움을 준 것은 浦項製鐵이나 韓國電力 공히 1990년 이전에 國民株를 販賣하였을 경우에 한하며, 그 이후에 보유하고 있는 국민주는 현재까지는 할인매입의 경우에는 收益率이 定期預金金利를 상회하고 있어 재산증식에 다소 도움이 되나 정상가격 매입의 경우에는 재산증식에 도움이 된다고 볼 수 없다.

#### IV. 結 論

國民株方式 公企業民營化의 주된 目的은 低所得階層에게 재산형성의 기회를 제공하는 데 있었으며, 이러한 低所得階層에 대한 優良 公企業株式의 임가공급은 당초 국민들로부터 상당한 지지를 받았던 것이 사실로 分析되었다. 처음 포항종합제철주식회사의 國民株 普及當時 약 400餘萬名이 國民株 買入申請을 하였고, 그 이듬해 한국전력공사의 國民株 普及當時에는 600餘萬名 이상이 國民株 買入을 신청하였다. 특히 한국전력공사 國民株 買入申請에는 상당한 무자격자가 적발되어 매입이 취소되기도 하였던 것이다. 이와 같이 전국의 해당가구가 거의 모두 포항종합제철주식회사와 한국전력공사의 國民株 배분에 참여하였던 것은 그만큼 國民株가 低所得階層에게 상당한 환영을 받았다는 것을 입증하는 것이라고 하겠다.

그러나 低所得階層 財産形成政策으로서의 國民株方式 民營化의 문제점은 國民株가 증권시장에 상장된 지 1년도 채 못되어 여러가지

형태로 露呈되기 시작하였다. 처음 國民株를 매입하고 상장시켰을 때 國民株 株價는 供給價格의 2~3배 가량 높은 가격으로 거래되어 國民株를 매입한 저소득계층에게 상당한 자본이익을 가능하게 해줌으로써 國民株方式 民營化는 크게 성공한 것으로 인식되었다. 30% 할인 매입한 장기보유자들과 우리사주 조합원들은 물론 정상가격으로 매입한 일반 청약자들도 투자자산의 가치가 갑자기 2~3배로 증대되어, 1992년까지 계획되어 있는 5兆원 상당의 國民株 供給物量에 대하여 많은 국민들이 기대를 가지고 대기하게 되었다. 그러나 1989년도 초반 이후 전반적으로 株價가 하락함에 따라 國民株 保有者들의 資産價値가 급격히 하락하자, 國民株에 의한 저소득층 재산형성정책은 더 이상 추진되지 못하게 되었다.

현재 잠정적으로 보류되고 있는 國民株方式 民營化에 대해서는 다음과 같은 몇가지 개선방안이 검토되어야 할 것이다.

첫째, 低所得階層의 재산형성을 國民株를 통하여 달성하려는 政策은 재검토되어야 할 것이다. 低所得層의 재산형성을 예측불가능한 증권시장 메커니즘을 통하여 달성하려고 한 것은 문제점으로 지적될 수 있다.

저소득계층에 대한 재산형성은, 많은 투자자들이 투기적 목적으로 거래에 참여하는 증권시장에서, 금융자산 변화의 위험부담을 감당하기 어려운 저소득계층의 證券市場 참여를 통해서가 아닌, 보다 확실한 방법을 통하여 이루어져야 할 것이다.

國民株 價格이 다행히 계속 상승한다면 별 문제가 없겠지만 國民株 價格이 기대 이하로 하락할 경우 저소득계층 투자자들은 불안감을 느끼게 될 것이다. 이러한 저소득계층의 불안

감을 해소시키기 위하여 政府가 國民株 價格 支持 措置를 취해야 한다면 이것 역시 문제로 지적될 수 있을 것이다.

둘째, 公企業의 민영화를 통하여 저소득층의 재산형성을 보다 확실하게 지원하기 위하여, 저소득층에게 위험부담이 높은 직접주식보유 방법보다는 간접주식보유 방법을 권유할 수도 있을 것이다. 國民株 買入選擇權(call option)을 활용하게 되면 國民株 請約者는 國民株를 할당받지만 매입할 수 있는 권리만 보유하고 있다가 시장시세가 유리하다고 판단되면 매입권리를 활용하여 자본이익을 현실화시킬 수 있을 것이다. 이러한 방법은 國民株 매입자에게 주식가격 폭락으로 인한 위험부담을 안겨주지 않을 뿐만 아니라 政府도 國民株 가격이 하락할 경우 가격지지를 해 주어야 하는 부담을 가질 필요가 없을 것이다.

셋째, 지난번 國民株民營化 경우와 같이 시장가격보다 월등히 낮은 가격으로 매입하게 함으로써 자본이익을 보장해 주려면 차라리 단기 매매차익이 확실히 발생하는 상장즉시매각처분 방법을 활용할 수 있게 해 주어야 할 것이다. 지난번 國民株 普及과 같이 3년간 장기보유를 의무화함으로써 國民株 거래가격이 매입가격보다 아주 높았던 國民株 상장 초기에는 매각처분을 못하도록 하고 國民株 거래가격이 상장 초기에 비하여 절반수준으로 떨어진 지금에 와서 매각처분을 허용하도록 제도화함으로써 결과적으로 저소득층의 재산형성 측면에서 불리하게 되었다고 할 수 있을 것이다.

넷째, 國民株方式 民營化對象 公企業을 선정함에 있어서 獨占公企業을 선정하기보다는 경쟁상태에 있는 公企業을 선정하거나 민영화

와 동시에 경쟁상태로 진입할 수 있는 公企業을 선정해야 할 것이다. 한국전력공사나 한국통신과 같이 독점적 시장구조하에 있는 公企業의 國民株方式 民營化는 該當 公企業의 경영효율제고에 별로 도움이 되지 아닐 것이다. 독점적 公企業의 민영화는 배당압력의 경우 독점력 행사를 오히려 더욱 강화시키는 계기가 될 수도 있기 때문이다. 포항종합제철이나 한국전력공사와 같은 公企業을 민영화시키려면 분할하여 민영화시켜야 할 것이다. 포항종합제철은 포항제철과 광양제철로 분리하여 민영화시킬 수 있을 것이며, 한국전력은 지역별로 분할하여 별도의 민영화 기업을 설립할 수도 있을 것이다. 물론 분할 민영화의 논의는 該當 公企業의 규모의 경제가 분할로 인하여 별로 영향을 받지 않아야 비로소 가능할 것이다.

다섯째, 일부 주식을 國民株方式로 민영화한 公企業의 주식이 증권시장에 상장되었으므로 전반적인 증시동향을 감지할 수 있는 새로운 유형의 종합적 지수개발이 다양하게 이루어져야 할 것이다. 非市場經濟的 要因에 의하여 크게 영향을 받는 公企業의 주식을 증권시장에 상장시켜 종합주가지수형성에 영향을 미치게 됨으로써 종래의 종합주가지수는 새로운 의미를 갖게 되었다고 볼 수 있다. 포항제철과 한국전력의 國民株만으로도 한때 우리나라 증시 시가총액의 22% 가량을 점유했는데, 통신공사나 담배인삼공사, 국민은행과 같은 초대형 公企業의 國民株가 계속 증권시장에 상장되면 종래의 종합주가지수는 이러한 초대형 公企業의 주가동향에 의하여 크게 영향을 받게 될 것이기 때문에 市場經濟的 증시동향을 별도로 계측할 수 있는 시가총액이 아닌

거래량에 가중치를 두는 방법 등 새로운 부문별 주가지수의 개발이 필요할 것이다.

여섯째, 國民株 價格支持를 위해서 政府가 증시에 개입하는 것은 개선되어야 한다. 國民株 民營化 이전에도 政府에 의한 증권시장개입은 증권시장의 건전한 발전을 위해서 배제되어야 한다는 주장이 제기되어 왔었으며, 政府도 증시는 시장원리에 의하여 운영되도록 하겠다고 수차례 걸쳐 밝힌 바 있다. 국민주 보급규정에는 國民株 거래가격이 당초 보급가격 이하로 떨어지면 政府가 환매하겠다는 약속을 담고 있다. 만약 그러한 사실이 발생할 경우 政府는 엄청난 재정적 부담을 갖게 될 것이다. 따라서 國民株 價格이 급격히 하락할 경우 政府는 기관투자자들을 동원하여 國民株 價格支持를 위한 조치를 권장할 가능성이 있

다. 따라서 국민주매입대상을 일본의 NTT의 경우와 같이 일반국민에게 확대시키고 주식매매의 위험부담은 원칙적으로 주주가 담당토록 하여 가급적 정부가 증권시장에 개입하게 되는 소지를 사전에 배제시키는 것이 장기적으로 증권시장 발전을 위하여 바람직할 것이다.

또한 優良公企業의 주식을 일반투자자들에게 최고가격으로 공개매각하여 풍부한 기금을 조성한 다음, 同 基金을 저소득층의 재산형성 목적으로 사용하는 것도 하나의 확실한 支援 方法일 것이다.

國民株의 장기보유는 증권인구의 저변확대에는 도움이 될 것이나 國民株 보유자의 재산 증식에는 반드시 유리한 방법이라고 보기 어렵다.

## ▷ 參 考 文 獻 ◁

經濟企劃院, 『公企業民營化 現況 및 向後 推  
進計劃』, 1988. 6.  
\_\_\_\_\_, 「公企業民營化와 主要政策課題」, 경제  
정책간담회자료, 1987. 5. 16.  
고성수, 「公企業의 民營化와 證券市場」, 『證  
券』, 1987. 9.  
公企業民營化推進委員會, 「90년도 公企業民營  
化 推進計劃」, 제6차 공기업민영화추진위  
원회 안건, 1990. 2.  
\_\_\_\_\_, 「公企業民營化 推進實績 및 向後計  
劃」, 제5차 공기업민영화추진위원회 회의  
자료, 1989. 7.  
\_\_\_\_\_, 「公企業民營化 推進現況 및 向後計

劃」, 제4차 공기업민영화추진위원회 회의  
자료, 1989. 2.  
\_\_\_\_\_, 「公企業民營化 現況 및 向後推進計  
劃」, 공기업민영화추진위원회실무작업반,  
1988. 6.  
공기업민영화추진위원회실무작업반, 「法令整  
備方案檢討」, 1987. 6. 2.  
郭秀一, 「公企業 및 政府出捐企業 民營化 推  
進方向에 관한 研究」, 한국경제연구원 세  
미나자료 7, 88-02, 1988. 2. 4.  
국민주보급실무취급단, 「국민주는 이렇게 보  
급됩니다」, 1988. 3.  
김경철, 「公企業民營化의 意義」, 『전경련』,



- 1987년 여름호, 1987. 5.
- 宋大熙, 「公企業民營化의 政策方向」, 『第6次 經濟社會發展 關聯課題研究』, 韓國開發研究院, 1986. 2, pp.327~342.
- 심형구, 「공기업의 민영화에 관한 소고」, 1987.
- 임익순, 「국민주 보급에 관한 연구」, 『증권학회지』, 제11집, 1988.
- 재무부, 「국민주보급 개선방안」, 1991. 7.
- 증권감독원, 「英國의 國營企業 民營化」, 『증권조사월보』, 1987. 8.
- \_\_\_\_\_, 「日本의 NTT公開와 證券市場에 미친 影響」, 증권조사월보 참고자료, 1987.
- \_\_\_\_\_, 『증권조사월보』, 1992. 1.
- 최중경, 「國民株普及의 政策的 課題」, 1987.
- 韓國證券去來所, 『株式』, 1992. 1.
- 한국전력공사, 「1991년도 經營實績報告書」, 1992.
- 한동익, 「公企業民營化와 國民株」, 1988.
- Eduardo, Borensxtein and Manmohan S. Kumar, *Proposals for Privatization in Eastern Europe*, International Monetary Fund, April 1991.
- Jenkinson, Tim and Colin Mayer, “The Privatization Process in France and the U.K.,” *European Economic Review*, 32, pp. 482~490.
- Lipton, David and Jeffrey Sachs, *Privatization in Eastern Europe : The Case of Poland*, Brookings Paper on Economic Activity, No.2, 1990, pp.293~341.