

# 정부소유 금융기관의 민영화 전략\*

이건호\*\*

## <요 약>

본 연구는 정부소유 금융기관에 대한 효율적 민영화 추진전략을 모색한다. 특히 우리금융의 사례는 경영권 매각이 현실적으로 불가능한 환경 하에서 은행지주회사의 소유구조, 외국인 점유 확대 등의 정책적 측면, 공적자금 회수 극대화와 매각시한이라는 상충된 법적 제한, 민영화 추진 의사결정체제 및 우리금융의 지배구조 불투명성 등 다양한 문제가 민영화의 효율적 추진의 장애가 되고 있다는 점에서 이를 중심으로 적절한 방법론을 모색한다.

본 연구가 제안하는 처방은 법적 매각시한의 철폐, 민영화 추진의사결정체제의 개편, 분할매각을 통한 유동성 확대, 우리금융의 지배구조 투명화 및 사업포트폴리오의 재편이다. 소유구조와 관련된 제약의 완화는 단기적으로 기대하기 어렵기 때문에 이것이 우리금융의 민영화를 지연시키는 근본 요인으로 작용하는 것은 바람직하지 못하며, 필요하다면 완전 민영화를 포기하고 부분적인 민영화를 가속시키는 것을 고려해 볼 수 있다. 이러한 측면에서 국민주방식이 과거의 실패를 되풀이하지 않도록 주의한다면 매력적인 민영화의 방법론이 될 수 있을 것이다.

핵심주제어 : 민영화, 우리금융지주, 공적자금관리위원회, 국민주제도

JEL 분류기준 : G18, L33

## I. 서론

정부는 1970년대 상업은행을 시작으로 1980년대에는 본격적으로 시중은행을 민영화하기 시작하였다. 이후 특수은행이었던 외환, 국민, 주택은행까지 추가적으로 민영화함으로써 1990년대 중반에는 기업, 산업 및 수출입의 3대 국책은행을 제외

\* 본 논문은 “2006년도 한국금융학회 금융정책 심포지엄”에서 발표한 자료를 보완하여 정리한 것이다.

\*\* KDI국제정책대학원 교수 및 부설 금융교육연구소장(Tel: 02-3299-1022, E-mail: khlee@kdischool.ac.kr)

한 모든 은행을 민간이 소유하게 되었다. 그러나 1997년의 금융위기 이후 금융시스템 안정을 추구하는 과정에서 부실화된 민간 금융기관에 대한 공적자금 투입을 통해 다수의 금융기관을 다시 정부가 소유하게 되었다. 이후 정부는 특수한 정책 목표의 달성을 위해 필요한 경우를 제외하고는 금융기관을 직접 소유하지 않는다는 원칙에 따라 다양한 방법으로 이들 금융기관의 재민영화를 추진해 왔으며, 현재 3대 국책은행 이외에 정부가 지배적 지분을 소유하고 있는 금융기관은 우리금융지주회사(이하 우리금융)와 서울보증보험(이하 서울보증) 정도에 불과하다.

금융위기 이후의 금융기관 국유화 및 재민영화 추진과정에 대해서는 상반되는 평가가 존재한다. 특히 일부 은행을 외국계 사모펀드에 매각한 결정의 타당성이나, 이른바 해외 선진금융그룹에 매각된 일부 은행의 성과 등에 대해서도 긍정적인 의견과 부정적인 의견이 교차하고 있다는 점에서 과거의 금융기관 민영화 추진과정을 돌이켜보는 것은 그 자체로 의미가 있는 일일 것이다. 그러나 현시점에서 보다 시급한 과제는 계획된 일정에 비해 현저하게 지연되고 있는 우리금융의 민영화를 조속히 마무리하는 문제이다. 특히 민영화의 지연 원인이 단순한 절차적, 기법적 차원에 있기보다는 정책적 측면에서의 다양한 근본적 문제들을 망라하고 있다는 점에서 보다 큰 관심을 가질 필요가 있다.

우리금융의 민영화는 공적자금의 투입을 기반으로 한 금융구조조정 과정을 사실상 마무리한다는 점에서도 중요한 의미가 있지만, 특히 대형 시중은행의 소유 및 지배구조에 관한 정책의 기본방향을 좌우한다는 점에서 큰 의미가 있다. 무엇보다도 우리금융의 경영권을 행사할 수 있는 민간 지배주주를 탄생시켜야 하는가의 문제에 대해 명확한 방향의 수립이 필요하다. 우리금융은 정부가 절대적인 지배주주로서 법률에 의해 공식적으로 경영상태를 관리하는 상황에 있다. 따라서 민영화를 추진하더라도 정부를 대체하는 지배주주의 탄생을 원치 않는다면 소유의 분산상태에서 어떠한 방식으로 적절한 지배구조를 구축하고 유지할 것인가의 문제가 제기된다. 반면에 정부가 지배주주 혹은 영향력 있는 주주를 선택하는 방식으로 우리금융을 민영화하는 경우 과연 그 대상이 누가 될 것인가의 문제를 진지하게 검토해야 한다. 산업자본의 은행지배가 법적으로 봉쇄되어 있는 상황에서 외국자본을 제외하고는 우리금융의 지배주주가 될 수 있는 자본력을 갖춘 매각 상대방이 현실적으로 존재하지 않기 때문이다. 특히 외국자본의 국내은행에 대한 소유

확대를 우려하는 목소리가 증대되는 상황이기 때문에 정부의 선택이 매우 제한될 수밖에 없다. 국민연금 등 기관투자자를 활용하는 방안이나, 금산분리의 원칙에 대한 재검토 혹은 사모펀드 등을 통해 우회경로를 개방하는 문제 등이 제기되는 이유가 여기에 있다.

우리금융의 소유 및 지배구조에 대한 모범답안을 구하는 것이 본고의 목적은 아니다. 단지 민영화의 원활한 추진을 제약하는 주요 요인들을 분석하고 채택 가능한 제한적 최적 방법론(constrained optimal methodology)을 도출하고자 한다. 이를 위해 공적자금 회수 극대화의 원칙, 지배주주의 필요성, 소유구조에 대한 법적 및 현실적 제약요인, 그리고 민영화 추진기구 등의 문제들이 우리금융의 민영화 추진과정에서 가지는 의미를 분석하고, 지켜져야 할 원칙과 포기 혹은 완화 가능한 원칙을 구분한 다음 최적의 민영화 추진방안을 모색한다. 이러한 과정에서 지배주주가 없이 소유의 분산화만을 추구하는 국민주방식이 하나의 대안으로 자연스럽게 부각되는 바, 동 방식의 타당성과 한계를 분석하고 그 적용을 위한 시사점을 모색한다.

본고의 의의는 단순히 우리금융이라는 특정한 금융기관의 민영화를 위한 방법론을 모색한다는 측면보다는, 자본시장의 개방에 따라 외국자본의 국내금융산업 소유가 상당한 수준에 이른 상황에서 국가소유 대형금융기관의 민영화를 위한 합리적인 전략을 찾는 데에 있다. 특히 이미 민영화가 부분적으로 진행 중인 기업은행 및 향후 민영화를 추진해야 할 서울보증보험 등의 경우에 본고의 논의가 도움이 되기를 기대한다. 물론 현재 그 정체성에 대한 논란의 제기와 역할의 재검토가 추진 중인 산업 및 수출입은행과 같은 국책은행의 경우에도 향후 민영화의 필요성이 제기된다면 본고의 논의가 도움이 될 수 있을 것으로 기대한다.

## II. 금융구조조정과 우리금융

### 1. 공적자금 지원 및 회수현황

정부가 상업은행을 재국유화하게 된 계기는 1997년 말의 금융위기로 인해 부실 금융기관에 공적자금을 투입하였기 때문이다. <표 1>에 의하면 1997년 이후 현재

까지 금융권에 투입된 공적자금의 총액은 168.3조원에 달하며, 이 중 63.5조원이 출자 형태로 지원되었다. 공적자금의 출자는 대부분 예금보험공사(이하 예보)를 통해 이루어졌고, 대상별로는 은행이 약 54%의 금액을 차지한다.<sup>1)</sup>

〈표 1〉 공적자금지원현황

가. 지원대상별

(1997. 11월~2006. 3월말, 단위 : 조원)

금 용 권	출 자	출 연	예금대지급	자산매입등	부실채권매입	계	
은행	<b>34.0</b>	<b>13.9</b>	-	<b>14.4</b>	<b>24.6</b>	<b>86.9</b>	
제 2 금 용 권	종 금	2.7	0.7	18.3	-	1.5	23.2
	증권·투신	10.9	0.3	0.01	1.7	8.5	21.3
	보 험	15.9	3.1	-	0.3	1.8	21.2
	신 협	-	-	4.8	-	-	4.8
	저 축 은행	-	0.3	7.3	0.6	0.2	8.4
	소 계	<b>29.5</b>	<b>4.5</b>	<b>30.3</b>	<b>2.7</b>	<b>12.0</b>	<b>79.0</b>
해외금융기관 등	-	-	-	-	2.4	2.4	
<b>계</b>	<b>63.5</b>	<b>18.4</b>	<b>30.3</b>	<b>17.1</b>	<b>39.0</b>	<b>168.3</b>	

나. 지원기관별

기 관	출자	출연	예금대지급	자산매입 등	부실채권매입	계
예금보험공사	50.8	18.4	30.3	10.8	-	<b>110.3</b>
자산관리공사	-	-	-	-	39.0	<b>39.0</b>
정 부	11.8	-	-	6.3	-	<b>18.1</b>
한 국 은행	0.9	-	-	-	-	<b>0.9</b>
<b>계</b>	<b>63.5</b>	<b>18.4</b>	<b>30.3</b>	<b>17.1</b>	<b>39.0</b>	<b>168.3</b>

자료 : 「2006년 3월말 현재 공적자금 운용현황」, 재경부 보도자료, 2006.4

1) 공적자금을 통해 국유화된 비은행금융기관의 다수가 은행중심의 금융지주회사에 다시 편입되었기 때문에 실제로는 은행 및 금융지주회사에 출자된 공적자금이 총 출자액의 대부분을 차지하는 것으로 보아야 한다.

당초 부실금융기관에 대한 정부의 출자목적은 소유 및 지배가 아닌 금융시스템 안정에 있었으며, 따라서 금융구조조정의 진전과 함께 출자금융기관의 재민영화가 적극적으로 추진되었다. 정부는 제일은행 지분을 미국계 사모펀드인 뉴브릿지 캐피탈에 매각하였으며, 당초 해외매각을 추진하던 서울은행은 하나은행에, 그리고 제주은행과 조흥은행은 신한금융지주에 매각하는 등의 방식으로 일반은행에 대한 정부의 소유와 지배를 축소하였다. 마찬가지로 대한생명은 한화그룹에, 현대투신증권은 프루덴셜그룹에, 그리고 대한 및 한국투신증권은 하나금융지주 및 동원금융지주에 각각 매각함으로써 현재 정부는 우리금융 및 서울보증을 제외하고는 상업금융기관에 대한 지배주주의 지위를 탈피하였다.

〈표 2〉 예금보험공사의 출자금융기관 지분율 현황

(2006.2.28 현재, 단위 : 억원)

기 관 명	총 출 자 액	회 수 액	지 분 율
우 리 금 용 지 주	94,422	6,912	77.97%
신 한 금 용 지 주	4,044 <sup>1)</sup>	0	6.22%
제 주 은 행	531	228	31.96%
대 한 생 명	35,500	8,236	49.00%
서 울 보 증 보 험	102,500 <sup>2)</sup>	0	93.85%
프루덴셜투자증권	21,604 <sup>3)</sup>	3,555 <sup>3)</sup>	20.00%
합 계	258,601	18,931	

주 : 1) 조흥은행 매각시 취득한 상환전환우선주를 보통주로 전환  
 2) 서울보증보험 총출자액 102,500억원에 우선주 90,000억원 포함  
 3) 교환사채 2,488억원 포함  
 자료 : 예금보험공사

공적자금 투입에 의해 국유화된 금융기관을 재민영화하는 과정에서 가장 두드러진 방법론상의 특징은 정부가 특정 금융기관 혹은 기업집단을 선택하여 경영권을 행사할 수 있는 지분, 즉 지배주주의 지위를 매각하였다는 점이다. 정부가 경영권 매각을 금융기관 민영화의 기본적인 방법론으로 채택한 표면적인 이유는 매각 가격에 대한 협상력을 높여 공적자금의 회수 극대화라는 정책목표의 달성에 도움이 된다는 것이었다. 그러나 사후적으로 매각가격의 적정성 및 매입자의 적격성 등과 관련하여 비판적인 문제 제기가 잇따르고 있는 작금의 상황은 과연 이러한 방법론이 타당한 것이었는지에 대해 다시 한번 생각해볼 필요가 있음을 시사한다. 외국자본에 대한 경영권 매각과 관련된 또 하나의 정책목표는 “선진금융기법의 도입”이었지만, 이 또한 사후적으로 그 달성 여부에 대한 평가가 매우 비판적이라는 점에서 정부가 이러한 정책목표의 현실성을 얼마나 진지하게 믿고 있었는지 의심하지 않을 수 없다.<sup>2)</sup>

금융기관에 투입된 공적자금의 회수는 매우 더디게 진행되어 왔다. 2006년 3월 말 현재까지의 공적자금 회수실적은 투입금액의 45%선에 불과한 실정이며, 아직까지 예보가 보유하고 있는 금융기관 지분이 약 24조원에 달한다. 예보 소유 금융기관 지분의 대부분이 우리금융과 서울보증의 지분이므로 공적자금의 조속한 회수를 위해서는 이들 기관의 민영화를 가속화할 필요가 있다. 그러나 현실적으로 서울보증의 경우 최근의 실적 개선에도 불구하고 과도한 누적결손금의 존재 등으로 인해 민영화의 여건이 조성되었다고 보기 어렵기 때문에 결국 민영화 대상 금융기관은 우리금융 1개사에 국한되는 것으로 보아야 한다.<sup>3)</sup> 한편으로 이미 정부가 지배주주의 지위를 탈피한 금융기관에 대해서도 정부의 잔여지분을 추가적으로 매각하여 공적자금의 회수를 완료하는 문제 또한 매우 중요한 과제로 남아 있다.

2) 실제로 경영권 매각이 중심이 되었던 데에는 외환위기가 발생하기 훨씬 이전부터 추진되어 오던 “은행의 주인 찾아주기”와 같은 부차적인 정책목표가 상당한 이유가 되었던 것으로 보인다.

3) 2005년 3/4분기 현재 서울보증보험의 자본금은 10.3조원이나 누적결손이 8.6조에 달한다.

〈표 3〉 기관별 공적자금 회수현황

(1997. 11월~2006. 3월말, 단위 : 조원)

구 분	회 수 방 법						소 계
	예 금 보 험 공 사	출자금 회 수	파 산 배당 등	자 산 매각 등	-		
	11.5	16.2	5.1	-			<b>32.8</b>
자 산 관 리 공 사	국제 입찰	ABS 발행	AMC, CRC, CRV매각	개별매각, 법원경매, 직접회수	대우채권 변제회수	환매, 해제	소 계
	1.6	5.0	2.1	12.1	5.0	10.3	<b>36.1</b>
정 부	출자금 회 수	후순위채권 회 수		-			소 계
	1.6	6.6		-			<b>8.2</b>
<b>계</b>							<b>77.1</b>

자료 : 「2006년 3월말 현재 공적자금 운용현황」, 제경부 보도자료, 2006.4

## 2. 우리금융 민영화 추진현황

우리금융그룹은 2001년 4월 우리금융을 지주회사로 하여 공적자금투입 금융기관인 5개 자회사(한빛, 평화, 광주, 경남의 4개 은행과 하나로종합금융) 및 9개 손자회사를 통합함으로써 형성되었다. 금융구조조정 과정에서 그룹 계열사 및 그 전신이 되는 금융기관들에 투입된 공적자금의 규모는 총 12조원에 달한다. 그러나 이 금액은 그룹의 출범 이전에 그 전신이 되는 기관들에 투입되었다가 이미 감자를 통해 소멸된 금액까지를 포함하기 때문에 우리금융에 직접 관련된 공적자금은 8.5조원이라는 견해도 존재한다.<sup>4)</sup> 우리금융은 그룹 출범 이후 수차례에 걸친 계열사 재편과정을 거쳐 2006년 4월말 현재 우리, 광주, 경남의 3개 은행을 포함하여 투자증권, 자산운용, 금융정보시스템, 에프앤아이, 프라이빗에쿼티 등 8개 자회사와 10개 손자회사를 소유하고 있으며, 8개 자회사 중 우리투자증권을 제외하고는 우리금융이 사실상 100% 소유하고 있다. 한편 우리금융에 투입된 공적자금 중 지

4) 1998년과 1999년중 상업, 한일 및 평화은행에 대한 예보의 출자금 3.5조원은 우리금융그룹의 설립 이전인 2000년말에 이미 감자로 인해 완전히 소멸하였다. 더 나아가 하나로종합에 투입된 2.5조원의 경우는 이미 발생한 부실을 보전하기 위한 자금이었기 때문에 투입시부터 회수가능성이 거의 없는 상태였으므로 우리금융에 실제로 투입된 금액은 6조원에 불과하다는 주장도 있다.

금까지 주식매각 및 배당 등의 형식으로 회수된 금액은 0.9조원에 불과하다. 즉 투입 공적자금을 12조원으로 인식할 경우 현재 미회수 금액은 11.1조원이며, 우리금융에 직접 관련된 공적자금만 포함하더라도 7.7조원에 달한다.<sup>5)</sup>

〈표 4〉 우리금융 관련 금융기관의 공적자금 투입 현황

(단위 : 억원)

구 분	우리은행		평화은행	광주은행	경남은행	하나로 종금	총 계	
	상업/한일	한빛						
1차지원 <sup>1)</sup>	출 자	32,642 (1998.9)	0	2,200 (1999.4)	0	0	0	34,842
2차지원 (2000.12)	출 자	0	27,644	2,730	1,704	2,590	24,912	59,580
	출 연	0	18,772	3,386	2,714	938	0	25,810
	소 계	0	46,416	6,116	4,418	3,528	24,912	85,390
총 계		32,642	46,416	8,316	4,418	3,528	24,912	120,232

주 : 1) 2000.12월 금감위 감사명령에 따라 상업/한일은행 32,642억, 평화은행 2,200억 감사 자료 : 우리금융지주

〈표 5〉 우리금융 관련기관 공적자금 회수 및 잔액 현황

(단위 : 조원)

구 분	금융권 전체 (A)	우리금융그룹		비 중 (B/A)
		출범전 포함(B)	출범 관련분	
지원 금액	168.0	12.0	8.5	7.1%
회수 금액	76.1	0.9 (주식매각 6,832억 + 배당금 <sup>1)</sup> 1,954억)		1.2%
잔 액	91.9	11.1	7.7	12.1%

주 : 1) 2004년 배당금 943억 포함(2005.4월 지급)  
자료 : 우리금융지주

5) 11.1조원은 이는 외환위기 이후 금융권에 지원된 공적자금 총액의 7.1%, 미회수공적자금 총액의 12.1%에 달하는 금액이다.

우리금융은 완전 국유상태로 출범하였으며, 2006년 4월말 현재까지도 예보의 지분율은 77.97%의 높은 수준이 유지되고 있다. 지금까지 정부는 경영권을 포함한 50% 이상의 우리금융 지분을 단일 기업 혹은 그룹에 매각하는 것보다는 제한적인 영향력을 행사할 전략적 투자자에게 20~30% 정도의 지분을 매각하는 것을 궁극적인 목표로 점진적인 민영화를 추진해 왔다. 이에 따라 2002년 이후 공모상장, BW행사, 신주발행, 블록세일 및 CB전환 등 다양한 방식으로 수차례에 걸쳐 부분적인 민영화를 추진하는 한편 전략적 투자자를 모색하는 작업을 병행하였다. 이러한 점에서 우리금융의 민영화는 이전의 금융기관 재민영화와 그 방법론에 있어서 근본적인 차이가 있다(<표 6> 참조).

이와 같은 방법론의 전환은 우리금융의 지배주주 지위를 확보하려는 매각 상대방을 찾는 것이 쉽지 않았다는 현실적인 고려도 이유가 되었겠지만, 헐값매각에 대한 논란의 재연이나 대형 은행지주회사에 민간의 지배주주가 생기는 것이 바람직한가에 대한 우려 또한 어느 정도 감안이 되었던 것으로 보인다. 방법론의 변경이 우리금융의 민영화 추진에 어떠한 영향을 미쳤는지를 현재 시점에서 명확하게 파악하기는 어렵다. 그러나 아직까지도 예보의 지분율이 78%에 달하고 있다는 것은 민영화 추진의 방법론이나 의사결정체제에 중대한 결함이 있음을 시사한다.

<표 6> 우리금융의 예보지분율 변동내역

일자	변동사유	변동내역	지분변동			
			총주식수	보유주식수	매각지분	보유지분
2001.3	지주사설립	5개 금융기관 주식 이전	727백만	727백만	-	100%
2002.6	공모상장	구주 54백만주, 신주 36백만주 (3,616억원)	763백만	673백만	11.8%	88.2%
2003.6	BW행사	4개 은행 과거 소액주주 BW 행사 12백만주	776백만		1.4%	86.8%
2004.6	신주발행	8.5백만주	784백만		0.9%	85.9%
2004.9	블록세일	45백만주(3,216억원)	806백만	628백만	5.7%	80.2%
2004.11- 2005.3	CB전환	Lehman Brothers 보유 CB (92백만불+200억원) 전환			2.23%	77.97%

자료 : 우리금융

2000년에 제정된 금융지주회사법은 정부의 보유주식을 3년 이내에 처분하도록 부칙에 명시하였기 때문에 원칙적으로 우리금융의 민영화는 2004년까지 완료되어야 한다. 그러나 지분 매각이 지연되면서 정부는 법 위반 상황을 타개하기 위하여 2005년 1월 17일 금융지주회사법 개정을 통해 정부보유 주식의 처분기한을 3년에서 5년으로 연장하고, 처분범위 또한 “지배주주의 지위를 벗어날 수 있는 수준”으로 변경하였다.<sup>6)</sup> 이에 따라 예보는 우리금융에 대한 보유지분을 2007년 3월 27일까지 50% 이하로 낮추는 것으로 민영화 추진일정에 여유를 가질 수 있게 되었다. 그러나 이와 같은 법 개정은 단순히 민영화의 지연을 합리화시킨 것에 지나지 않으며, 향후 정해진 기한 내에 우리금융의 실질적인 민영화가 이루어질 것인지는 여전히 불투명한 상태이다. 민영화 추진 계획이 실행 단계에서 좌절된 바가 이미 수 차례 있었기 때문이다.

우선 우리금융의 출범 당시부터 국내외 전략적 투자자를 유치하려는 계획이 수립되었지만, 2002년 하반기로 예정되었던 전략적 투자자에 대한 10~20% 내외의 지분매각은 아직도 현실화되지 못하고 있는 실정이다. 또한 2001년 12월에 4년 만기로 발행되었던 교환사채(EB, Opera Bond)는 QPO를 충족하지 못하여 교환이 이루어지지 않았으며, 뉴욕증시 상장 및 ADR 발행계획(15% 내외)은 2003년 9월 29일 NYSE Level II 상장만을 이루었을 뿐, ADR의 발행은 계속 지연되다가 2004년 8월 제64차 매각소위가 그 대안으로 2004년 9월의 블록세일을 추진하였다. 한편 2005년 1월에는 매각소위가 2차 블록세일을 결정하였으나, 법 개정으로 인한 민영화 시한의 연장에 따라 명확한 사유가 명시되지 않은 채 실행되지 않은 바도 있다.<sup>7)</sup> 특히 2006년 4월말 현재 우리금융의 주가가 21,000원대에 달하여 우리금융 설립 이전에 투입된 공적자금을 포함한 12조원을 모두 회수할 수 있는 주가(17,733원)에 비해서도 현저히 높은 수준임을 감안하면, 지금부터라도 구체적인 계획을 수립하여 추진하지 않는 한 상당 기간 민영화 지연의 가능성이 상존함을 알 수 있다.

6) 동 법의 국회통과는 2004년 12월 29일에 이루어졌다.

7) 2005년 1월 예보는 “2005년도 정부 보유자산 처리 방안”을 매각소위(1월 7일) 및 공자위에 보고(1월 11일)하였으며, 매각소위에서는 매각가격 9,000원 이상 및 할인율 5% 이하라는 단서를 달아 우리금융의 지분의 블록세일을 의결하고 구체적인 매각의 시기 결정은 예보에 위임하였다.

### Ⅲ. 우리금융 민영화 지연의 주요 요인

#### 1. 민영화의 지연 요인

우리금융의 민영화가 지지부진한 주된 이유가 본질적으로 정부의 민영화 의지가 없기 때문은 아닌 것으로 판단된다. 적어도 정부가 은행 중심 금융그룹을 직접 소유하고자 하는 강한 의지가 있다고 보기는 어렵기 때문이다. 따라서 정부의 진지한 노력에도 불구하고 우리금융의 민영화가 순조롭게 진행되지 못하는 이유를 보다 명확히 밝힐 필요가 있다. 객관적인 수치로 근거를 제시하거나 증명하기는 상당히 어려운 문제이지만 지금까지 우리금융의 민영화가 지연되고 있는 주된 이유는 다음과 같이 정리될 수 있다.

##### 1) 민영화 추진목표의 상충

현재 우리금융의 민영화에 적용되는 명시적인 원칙은 법에 규정된 (1) 공적자금 회수 극대화과 (2) 2007년 3월말까지 지배주주의 지위 탈피의 두 가지이다. 그러나 전자는 매각가격에 대해, 그리고 후자는 매각시한에 대해 제약요인으로 작용한다는 점에서 본질적인 상충의 소지를 가지고 있다. 또한 원론적으로 볼 때 선언적 의미를 가지는 전자에 비해 형식적 요건인 후자가 보다 강한 구속력을 가진다고 볼 수 있지만, 실제로는 법률의 개정을 통한 매각시한의 무한한 연장이 가능하다는 점에서 실효성이 없다.<sup>8)</sup> 마찬가지로 공적자금은 국민의 세금을 기반으로 조성된 자금이기 때문에 가능한 한 최대의 금액을 회수해야 한다는 당위성을 누구도 부인할 수 없지만, 과연 어떠한 방식으로 정부지분을 매각하는 것이 공적자금 회수를 극대화하는 것인가를 객관적으로 입증할 수단이 존재하지 않는다는 점에서

8) 2007년 3월이라는 시한 자체가 금융지주회사법 제정 당시에 설정된 민영화 시한을 지키지 못하였기 때문에 2005년 부칙 개정을 통해 새롭게 설정된 시한이기 때문에 앞으로도 이 시한이 엄격히 준수될 것이라고 기대하기 어렵다. 실제로 공적자금관리위원회 동의를 얻어 1년의 시한 연장이 가능하며, 이 또한 충족이 불가능한 경우 다시 동 조항의 개정을 통해 시한을 연장하면 되기 때문이다.

전자 또한 실질적인 구속력이 없는 원칙이라고 볼 수 있다. 이러한 원칙의 실효성 미비 및 상충은 우리금융 민영화를 지연시키는 주요한 요인으로 작용한다. 가격조건이 유리한 시점에는 매각시한의 여유를 이유로, 또 매각시한이 압박한 시점에는 가격을 이유로 민영화 지연의 책임을 회피하는 구실이 될 수 있기 때문이다.

민영화 목표의 상충은 우리금융에 대한 관리체제에서도 찾을 수 있다. 현재 우리금융은 정부가 절대적인 지배주주임에도 불구하고 지배구조의 구축에 정부가 직접 참여하지 않을 뿐 아니라, 상업금융기관으로서의 효율성을 해치지 않도록 민간경영진의 자율 경영을 원칙으로 운영되고 있다. 그러나 한편으로 우리금융은 “부실금융기관의 지위”를 전제로 공적자금관리 특별법(이하 공자법)과 예금자보호법(이하 예보법) 등에 의거해 국가의 관리를 받고 있다. 즉 공자법 17조 및 예보법 35조는 예보로 하여금 우리금융 및 계열사들과 경영정상화 이행 약정서(이하 MOU)를 체결하고 분기별 점검을 통해 경영실태를 확인하도록 하고 있으며, 공자법 16조는 우리금융에 대한 감사원의 감사를 규정하고 있다.<sup>9)10)</sup> 이러한 이원적인 원칙의 적용은 우리금융의 경영효율성 제고에 의한 기업가치 극대화에 상당한 장애요인으로 작용하는 것으로 판단된다.

## 2) 의사결정체제의 비효율성

공자법 제19조는 우리금융 민영화의 실질적인 최고의사결정기구를 공적자금관 리위원회(이하 공자위) 내의 매각심사소위원회(이하 매각소위)로 규정하고 있다. 그러나 공자위 및 매각소위는 결정사항의 집행에 대한 책임을 부담하지 않는 민간

9) 공자법 제17조(경영정상화이행약정서의 체결) ① 정부 등이 공적자금을 지원하고자 할 때에는 당해 금융기관과 대통령이 정하는 바에 따라 경영정상화 계획의 이행을 위한 서면약정(이하 이 조에서 “약정서”라 한다)을 체결하여야 한다. ④ 정부 등은 제1항의 약정서에 의한 이행실적을 분기별로 점검하여 위원회에 보고하여야 한다. 예금자보호법 제38조의5(공평한 손실분담의 원칙 등) ② 공사가 자금지원을 하는 경우에는 당해 부보금융기관과 대통령이 정하는 바에 따라 경영정상화계획의 이행을 위한 서면약정(이하 “약정”이라 한다)을 체결하여야 한다. 이 경우 약정에는 당해 부보금융기관의 경영정상화를 위한 다음 각호의 사항을 포함하여야 한다. ④ 공사는 약정에 의한 이행실적을 분기별로 점검하여 위원회에 보고하여야 한다.

10) 공자법 제16조(감사원의 감사 등) 감사원은 감사원법의 규정에 따라 공적자금과 관련하여 감사를 실시하여 감사보고서를 국회에 제출하여야 한다.

위원들 중심으로 이루어져 있으며, 공자법 또한 결정사항에 대한 불이행의 책임을 묻는 조항이 존재하지 않기 때문에 집행력을 결여하고 있다.<sup>11)</sup>

물론 우리금융의 민영화는 구체적 추진계획을 예보가 수립하고 매각소위가 이를 승인하는 형태로 의사결정이 이루어지므로 결정사항의 이행에 대한 책임은 예보에 있는 것으로 해석하는 것이 타당할 것이다. 그러나 2005년 중 매각소위의 블록세일 방식 지분 매각의 결의에도 불구하고 예보가 이를 이행하지 못한 상황이 발생하였다. 표면적인 이유는 최저가격 9,000원을 지키기 힘들다는 예보의 판단이었지만, 2005년 9월에 이미 우리금융의 주가가 12,000원을 넘어서고 12월말에는 20,000원대를 돌파하는 등 매각소위가 정한 최소가격의 두 배 이상으로 상승하는 과정에서 시장상황을 이유로 지분매각을 지연한 것은 쉽게 납득하기 어렵다. 이처럼 의사결정 자체나 그 이행에 대한 책임을 누구도 부담하지 않는 상황이 지속되는 한 우리금융의 민영화 계획을 효율적으로 수립하고 추진하는 것이 사실상 불가능하다.

### 3) 소유구조의 제약

산업자본의 은행지배를 금지하는 금융지주회사법은 국내 및 해외에서 금융기관 혹은 금융그룹을 제외하고는 우리금융에 대한 지배주주의 지위획득은 물론 전략적 투자를 목적으로 한 투자자를 찾는 것이 불가능한 상황을 조성하고 있다.<sup>12)13)</sup> 그러나 최근의 상황은 이들 금융자본에 의한 우리금융의 지분매입 또한 수월치 않게 변해가고 있다. 무엇보다도 최근의 국민정서가 해외의 우수 금융그룹에 대해서조차 정부가 선뜻 우리금융의 경영에 영향력 행사가 가능한 수준의 지분매각을 결정하기 어렵게 변해가고 있다. 시티 및 SCB제일은행과 같이 외국자본이 100% 소유한 은행 이외에도 국민은행, 신한금융지주, 하나금융지주 등 주요 은행 및 은행

11) 공자위는 민간위원 5인과 정부위원 3인으로 구성되며, 매각소위는 민간위원 6인과 정부위원 1인으로 구성된다. 즉 법적으로 볼 때 절대다수를 차지하고 있는 민간위원들이 의사결정권한을 가지고 있다.

12) 금융지주회사법 제8조 제2항

13) 부실금융기관의 경우 해외 사모펀드 등이 인수하는 것이 가능하지만 우리금융의 경우 이미 완전 정상화가 이루어져 있는 상태이므로 사모펀드의 경영권 획득은 허용되지 않는다.

지주회사의 외국인 지분율이 이미 60%를 넘게 된 상황에 대한 우려가 커지고 있기 때문이다.<sup>14)</sup> 더구나 최근에는 미국계 사모펀드인 론스타의 외환은행 인수와 관련된 행태에 대한 비난 여론의 형성 등으로 우리금융과 같이 국내금융시장에서 큰 비중을 차지하고 있는 금융기관의 경영권을 외국자본에 매각한다는 발상 자체가 현실적으로 쉽지 않은 상황이다.<sup>15)</sup> 더 나아가 경영권의 전면적인 매각이 아닌 10%~20% 정도의 영향력 있는 지분을 해외의 전략적 투자자에게 매각하는 전략 또한 현재로서는 실현가능성이 거의 없는 것으로 보는 것이 타당할 것이다. 고작 10% 남짓한 우리금융 지분을 취득하기 위해 2006년 4월 하순의 주가를 기준으로 할 때 2조원 정도에 달하는 대규모의 자금을 투입하면서 정부를 상대로 협상태이 불에 앉을 전략적 투자자를 찾는다는 것이 현실성이 없어 보이기 때문이다.<sup>16)</sup>

국내 금융기관 혹은 금융그룹의 경우 우리금융에 대한 전략적 투자의 유인이 더욱 희박하다. 직접적인 경쟁관계에 있는 우리금융에 대해 전략적인 투자라는 것

〈표 7〉 2006년 4월말 주요 금융그룹 외국인 지분율 현황

금 용 그 룹	주 가 수 준	시 가 총 액	외국인지분율
우리금융지주	21,000원대	약 18조원	10.4%
신한금융지주	47,000원대	약 17조원	79.0%
하나금융지주	47,000원대	약 10조원	63.5%
국민은행	85,000원대	약 30조원	84.5%

- 14) 현재 일반은행 시장에서 외국은행이 차지하는 시장점유율은 25%에 달하며 우리금융의 시장점유율이 20%에 달하기 때문에 우리금융의 경영권까지 외국자본에 넘어가면 국내 일반은행 시장의 절반 정도가 외국자본의 통제 하에 들어가는 결과가 오게 된다.
- 15) 반드시 이와 관련된 것으로 보기 어려울 수도 있겠지만 론스타의 외환은행 매각 과정에서 외국계 은행인 DBS에 대해 사모펀드인 테마섹이 대주주인 주주구성을 이유로 금융감독원이 명시적으로 인수자격에 문제가 있음을 지적한 것 또한 이러한 분위기의 한 단면으로 보인다.
- 16) 제일은행, 외환은행 및 한미은행의 사례에서 볼 수 있듯이 실제로 이 정도 혹은 이보다 훨씬 적은 규모의 자금을 투입한 해외자본의 경우 국내은행의 경영권을 완전히 장악할 수 있었다. 현실적으로 경영권의 완전 장악을 전제로 하지 않고 이 정도 규모의 자금을 투입할 해외 전략적 투자자는 존재하지 않는 것으로 보인다. 물론 국내에 이 정도 자본의 동원이 가능한 전략적 투자자는 더욱 찾기 어려울 것이다.

자체가 모순되기 때문이다. 따라서 이들은 경영권 장악을 목표로 하는 경우에만 우리금융에 대한 투자가 합리성을 가질 수 있는바, 자금조달 능력을 논외로 하더라도 독과점의 문제를 정부가 어떻게 판단하는가에 따라 투자가 가능할 수도 그렇지 않을 수도 있다. 한편 국민연금이나 기타 기관투자자가 관리하는 연기금이 우리금융에 대해 상당한 수준의 지분을 보유하도록 하는 것은 법적으로 강제하는 것이 불가능할 뿐만 아니라, 이들 기관이 순수하게 상업적 원리에 의해서 우리금융에 대한 영향력 있는 지분을 보유할 유인이 존재하는지에 대해 회의적인 시각이 우세하다는 점에서 현실성이 떨어지는 것으로 보인다.<sup>17)</sup>

최근에는 재정경제부를 중심으로 사모펀드를 이용하여 산업자본이 금융지주회사법의 소유제한을 부분적으로 우회할 수 있도록 하는 방안이 추진되고 있지만, 이러한 방안 또한 현실적으로 우리금융의 민영화에 큰 도움이 될 수 있을지는 여전히 의문이다. 무엇보다도 이러한 형태의 우회적인 금산분리 원칙 완화에 대한 반대의 목소리가 매우 클 뿐만 아니라, 현실적으로 이러한 방법을 통하더라도 우리금융의 실질적인 경영권 장악이 불가능한 상황에서 수조원에 달하는 자금을 우리금융에 투자하기 위해 조달할 수 있는 사모펀드를 구성하는 것 자체가 현실성이 크게 떨어지기 때문이다.

#### 4) 시장가격의 왜곡

2006년 4월말 우리금융의 시가총액은 18조원 정도에 달하며, 이 중 정부지분 78%에 해당하는 금액은 13조원을 상회한다. 그러나 정부가 보유지분의 상당부분을 장내에서 일시에 매각하는 경우 대폭적인 가격하락의 개연성이 매우 크다. 즉, 현재 시장에서 유통되는 우리금융의 주식이 전체의 22%에 불과하기 때문에 유동성 부족으로 인한 가격의 왜곡이 내재되어 있다. 따라서 시가에 의한 장내매각은 소규모 물량을 단계적으로 매각하는 방법 이외에는 대안이 없으며, 결과적으로 법이 정한 시한 내에 공적자금의 회수 극대화라는 정책목표를 장내매각을 통해 달성

17) 이미 국민연금 등의 주식투자 비중이 꾸준히 상승하고 있는 상황이지만, 철저한 분산투자 원칙을 유지해야 할 국민연금과 같은 기관이 정책적 목표에 의해 독자적으로 혹은 기타 연기금들과 연합하여 단일 금융그룹에 대해 경영권 행사가 가능할 정도의 지분을 보유하게 하는 것은 바람직하지 못하다.

하는 것은 사실상 불가능하다.

정부의 민영화 계획이 당초부터 블록세일, 해외 DR 발행, 전략적 투자자에 대한 영향력 있는 지분의 매각 등과 같이 한번에 5%에서 20% 정도까지의 지분을 장외에서 소화시키는 방법을 중심으로 수립될 수밖에 없었던 근본적인 이유가 이러한 오버행(overhang)의 문제를 회피하기 위한 것이라고 볼 수 있다. 그러나 오버행 문제는 어떠한 매각방식이나 어떠한 주가수준에서도 발생할 수 있기 때문에 이를 무한히 회피하기보다는 조속히 해소하는 방법을 찾아야 한다. 주가의 왜곡이 해소되지 않는 한 지분매각의 효율적인 추진이 불가능하기 때문이다. 특히 앞에 열거된 방법론 중 실제로 성사된 것이 2004년 9월의 블록세일(5.7%)이 유일하며, 2005년의 2차 블록세일 시도가 가격의 불확실성을 이유로 지연된 것은 이 문제를 더 이상 회피하기만 할 수 없음을 시사한다. 공적자금 회수의 극대화를 추구하는 공자위 및 매각소위의 속성상 주가가 상승할수록 최저 가격 또한 상승하는 것이 불가피할 것이기 때문이다.

## 2. 우리금융 민영화 지연의 문제점

### 1) 국가적 관리비용의 소모

당초 우리금융에 공적자금이 투입된 가장 큰 이유는 그 전신이 된 금융기관들이 모두 부실금융기관이었기 때문이다. 따라서 공자법 및 예보법은 부실금융기관으로서의 우리금융이 더욱 부실화되는 것을 방지하고 조속히 경영이 정상화되도록 하기 위한 정부의 관리를 규정하고 있다. 이러한 정부의 관리체제는 국가적으로 상당한 규모의 관리비용을 발생시킨다. 정부의 인적, 물적 자원이 상업적 이윤을 추구하는 특정 금융기관의 경영지도 및 감시에 소모되기 때문이다. 이러한 관리비용은 우리금융이 부실금융기관인 상태에 있는 한 금융시스템의 안정성 확보 차원에서 정당화될 수도 있다. 그러나 현재 시점에도 이러한 국가의 자원 소모가 정당화되는 것으로 보기는 어렵다.

물론 우리금융의 정부보유지분은 공적자금으로 취득한 정부의 자산이며, 그 가치의 보전을 위해 일정 수준의 관리비용을 지불하는 것이 불가피하다고 주장할 수

도 있다. 그러나 현재 우리금융에 적용되는 MOU는 “경영정상화”라는 이름이 시사하는 바와 같이 적극적인 기업가치 제고와 목표의 상충이 발생할 개연성이 존재한다. 따라서 우리금융의 관리에 소모되는 국가적 자원이 실제로 공적자금 회수 극대화에 도움이 될 것인지에 대한 의문이 제기되는 것은 당연하다.

## 2) 규제부담에 의한 기업가치의 훼손

부실의 방지에 초점을 맞춘 MOU는 상업적 원리에 의한 우리금융의 기업가치 극대화에 상당한 제약요인으로 작용할 수 있다. 예를 들어 이윤추구를 목적으로 운영되는 금융기관에 대해 이익목표에 추가하여 비용요인에 대해서까지 일일이 정부가 목표를 제시하고 그 이행 상황을 관리하는 것은 기업가치의 보호보다는 훼손의 요인으로 작용할 개연성이 매우 크다. 더구나 우리금융이 통상적인 감독기구의 검사 이외에 예보 및 감사원의 추가적인 감사를 받아야 하는 점은 상당한 업무 부담을 발생시키고, 효율성을 저하시키는 요인으로 작용한다. 또한 그룹 내의 은행들은 예보 및 지주회사와 각각 이종으로 MOU를 체결해야 하기 때문에 중복관리에 따른 비효율성이 추가적인 부담으로 작용한다.

## 3) 지배구조의 불투명성

MOU가 명시적인 제약이라면 지배구조의 불투명성은 암묵적인 의사결정 왜곡요인으로 작용한다. 현재 우리금융의 지배구조는 외형적으로 정부 및 정치권의 개입이 배제되어 있다. 그러나 현실적으로 공적자금이 투입된 이후 현재까지 우리금융의 계열사 및 그 전신이 되는 금융기관들의 경영진이 정부의 절대적 영향력 하에서 선임된 것으로 인식되고 있는 등 대주주인 정부가 직·간접적으로 이사회에 영향력을 행사할 개연성이 매우 큰 상황이다.<sup>18)</sup> 따라서 직접적인 정부의 경영간섭이 발생하지 않더라도 지배구조의 불투명성만으로도 기업가치의 훼손을 초래할 수 있다.

실제로 예보가 MOU를 이유로 혹은 주주의 권리를 내세워 우리금융의 경영진

18) 실제로 우리금융지주 및 계열사 경영진 및 이사회에 예보, 재경부, 감사원 및 금감위 출신 혹은 추천인사가 다수 참여하고 있으며, 예보의 경우 현직부장이 이사회 구성원으로 참여하고 있다.

및 이사회 결정에 제동을 건 대표적 사례로 (1) 임직원에게 대한 과도한 상여금 지급을 문제 삼았던 것과 (2) 경영진에게 스톡옵션을 부여한 이사회 결정을 주주총회에서 부결시킨 것을 들 수 있다. 양자의 경우 모두 문제가 되는 것은 예외의 판단이 상업적 관점에서 옳은가의 여부이기보다 시장이 이러한 사례를 경영진의 의사결정이 존중되지 않는다는 신호(signal)로 받아들임으로써 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 명시적이든 암묵적이든 정부에 의한 경영간섭은 곧 대주주인 정부와 소액주주 사이에 이해상충이 발생하는 경우 후자의 손실로 직결될 수 있기 때문이다.

## IV. 효율적인 우리금융의 민영화 추진방안

### 1. 민영화 추진원칙의 재검토

우리금융의 민영화를 보다 효율적으로 추진하기 위해서는 우선적으로 다음과 같은 원칙을 정립할 필요가 있다.

#### 1) 법적 민영화 시한의 폐지

우선 우리금융의 민영화와 관련해서 상충되는 원칙인 “공적자금 회수의 극대화”와 “2007년 3월 27일까지 지배주주 지위의 탈피” 중 무엇이 보다 중요한 것인지를 명확히 할 필요가 있다. 특히 법적인 매각시한이 정부지분을 적정가격 이하로 매각하거나 부적격자에게 매각하는 구실로 작용할 소지가 있다는 점에서 이를 철폐하는 것이 보다 합리적인 민영화 전략의 수립과 추진에 도움이 될 것이다.

#### 2) 소유구조 목표의 재검토

우리금융의 민영화는 적절한 소유구조 구축이라는 시각에서 추진되어야 한다. 특히 민영화의 명확한 로드맵이 밝혀지지 않았기 때문에 주식시장에서 78%의 정

부지분 전체에 대한 오버행 문제가 상존하고 있다는 점에서 민영화의 궁극적인 목표에 대한 시장의 불확실성을 해소하는 것이 시급하다. 경영권 매각은 사실상 포기된 상황이지만, “전략적 투자자에게 20% 정도의 지분 매각”이라는 기본방향 또한 그 현실성을 재검토해 볼 필요가 있다. 특히 국내은행에 지배주주 혹은 전략적 투자자로서의 영향력을 가진 주주의 존재가 반드시 필요한지에 대해 보다 근본적인 검토가 우선적으로 필요하다.

금융위기 이전 정부의 입장은 책임경영을 위해 은행에 실질적으로 경영권을 행사할 수 있는 주주의 존재가 필요하다는 것이었다.<sup>19)</sup> 그러나 현실적으로 이러한 주주가 존재하지 않는 국민은행 및 하나금융그룹이 오늘날 국내 금융시장에서 차지하고 있는 위상이나 그간의 성과를 볼 때, 이러한 정부의 입장은 더 이상 유효하지 않은 것으로 보아야 할 것이다. 따라서 M&A 방식에 의한 경영권 매각이나 전략적 투자자에 대한 블록세일은 그것이 매각가격을 극대화하는 수단임을 입증할 수 없는 한 더 이상 민영화의 기본방향으로 당연시되지 말아야 한다. 따라서 우리 금융의 민영화를 촉진하기 위한 수단으로서 금산분리 원칙의 완화를 거론하는 것은 바람직하지 못하다.

한편 단일 외국자본의 명시적인 지배가 아니더라도 담합에 의한 경영권 행사가 가능한 상황을 허용할 것인가의 문제에 대해서는 보다 분명한 정부의 입장 표명이 필요하다. 현재 국내은행의 외국인 주주비율 현황에 비추어 볼 때 우리금융의 소유권이 분산되는 경우 궁극적으로 외국인 주주비율이 절대 우위를 점하는 상황을 피하기 어려울 것으로 보이기 때문이다. 따라서 필요하다면 경영권 안정을 위한 지분(예를 들어 33%)을 예보가 지속적으로 보유하되, 이를 초과하는 부분은 장내 매각이나 블록세일 방식에 의해 소유의 분산을 추구함으로써 공적자금 조기 회수를 도모한다는 방침을 천명하는 것이 하나의 대안이 될 수도 있다.<sup>20)</sup>

19) 이른바 금융전업제 제도의 도입 등은 은행의 주인 만들기 차원에서 추진되었으며, 비록 실패로 돌아갔지만 산업자본의 은행소유 확대를 위한 법 개정 시도 또한 동일한 맥락으로 해석될 수 있다.

20) 노르웨이의 경우 국유화된 은행의 재민영화 과정에서 33%의 정부지분 유지를 명시적인 목표의 하나로 추구하였으며, 이러한 정책의 천명이 민영화에 장애가 되지는 않았던 것으로 나타났다.

## 2. 구체적 추진과제

### 1) 민영화 추진 의사결정체제 개선

지금까지 예보가 우리금융의 민영화에 관련된 구체적 계획을 수립하고 그 시행도 담당해 왔다는 점에서 매각소위가 정부지분 매각의 방법론에 대한 의사결정권을 행사하는 현재의 체제는 예보의 직접책임을 희석하는 용도 이외에 실질적인 의미를 찾기 어렵다. 따라서 예보 및 관련 정부기관이 명시적으로 민영화의 책임을 부담하며, 공자위나 매각소위는 가격의 적정성만을 검증하는 형태로 민영화 추진의 책임분담이 이루어져야 한다. 민영화 지연 혹은 추진과정의 문제점에 대한 투명한 책임규명이 가능하도록 함으로써 효율성을 크게 향상시킬 수 있을 것으로 기대되기 때문이다.

이러한 의사결정체제 하에서 공적자금 회수의 극대화라는 원칙은 실질적인 행동지침이라기보다 매각가격이 합리적인 수준임을 검증하는 객관적이고 투명한 검증과정을 확립하는 것으로 그 구속력을 제한하는 것이 바람직하다. 단, 이 경우 우리금융의 민영화를 위한 구체적 계획의 수립과 시행이 전적으로 예보의 독단적인 판단으로 이루어지기 어려운 현실적인 측면을 감안할 필요가 있다. 따라서 우리금융의 민영화와 관련하여 예보와 재경부 및 감사원 등 정부기관 사이에 민영화전략 수립, 매각시기와 방법에 관한 결정 및 시행과 감시에 관련된 책임과 권한을 명확히 해야 할 필요가 있다.<sup>21)</sup>

### 2) 분할매각을 통한 유동성의 확대

우리금융 주식의 유통물량이 전체지분의 22%에 불과하여 유동성 부족에 의한 주가의 왜곡이 발생하는 현재의 상황을 마냥 방치할 수 없다는 점도 중요한 고려사항이 되어야 한다.<sup>22)</sup> 따라서 정부지분의 일정 부분을 분할하여 수 차례에 걸쳐

21) 책임소재의 명확화를 위하여는 예보지분을 정부가 인수하여 기획예산처가 직접 이를 관리하는 방안도 생각해 볼 수 있으나, 이 경우 정부투자기관 관리기본법 등의 적용을 받게 되어 우리금융의 경영자율성이 더욱 침해될 수 있으므로 이는 정부가 지배주주 지위를 벗어난 이후에 추진하는 것이 바람직하다.

시장가격으로 매각함으로써 우선적으로 주식의 유동성을 증대시킬 필요가 있다. 이는 시장가격의 왜곡을 희석시킬 뿐 아니라 오버행 문제를 크게 완화시켜 향후의 민영화 속도를 향상시키는 효과를 거둘 수도 있기 때문이다. 따라서 가급적 금년 내에 정부보유지분의 상당부분을 국내외 기관투자가 및 개인투자자에게 공개 매각하는 것이 바람직하다.<sup>23)</sup> 이 경우 정부지분의 상당부분을 이른바 국민주 방식에 의해 매각하는 것이 유동성 증대를 위한 방법론의 하나가 될 수 있다.<sup>24)</sup>

한편 이와 같은 방식은 궁극적으로 외국자본의 우리금융에 대한 지분율을 상당히 증대시킬 수 있음을 염두에 두어야 한다. 따라서 은행산업의 소유에 대한 정책의 기본방향이 확정되기 이전에 우리금융의 지분을 지나치게 많이 매각하는 것은 바람직하지 않다. 즉 단기적으로는 외국자본이 단독 혹은 담합에 의한 지분점유로 우리금융의 경영권을 장악하지 못하도록 동 방식에 의한 매각규모를 제한할 필요가 있다.

### 3) 우리금융의 지배구조 투명화

현실적으로 우리금융의 경영에 대한 정부의 영향력을 완전히 배제할 수 있을 정도의 지분매각은 상당기간 지연이 불가피할 수도 있기 때문에 국유 - 민영 상태의 지배구조를 보다 투명하게 확립하는 것이 시급하다. 이를 위해서는 MOU를 통한

22) 실제로 Dow Jones Index, S&P Index, MSCI Korea Index 등에 가입하기 위해서는 유통물량이 전체 주식수의 30~40%를 유지하는 것이 선결조건이지만 우리금융의 경우 이를 충족하지 못하기 때문에 18조원에 달하는 시가총액에도 불구하고 유동성 부족으로 세계적인 주식 Index에 편입되지 못하고 있는 상황이 지속되고 있다. 특히 현재 국내주식시장을 지배하고 있는 외국인 투자자들의 투자 가이드라인이 이러한 주요 Index 구성을 바탕으로 하고 있으며, 외국계 대형 기관들은 유동성이 일정 수준 확보되지 않으면 투자 자체를 금하고 있는 경우도 많다.

23) 일반적으로 한번의 블록거래를 통해 10% 내외의 물량소화가 가능하므로 2차례 정도에 걸쳐 15~25%를 국내외 기관투자가 대상으로 공개입찰 매각하는 것은 충분한 현실성이 있다. 즉 매각대상 물량을 몇 개의 트랜치(tranche)로 나누어 일부를 기관투자자를 대상으로 공개입찰 절차를 거쳐 배분한 후, 나머지 지분에 대해서 개인투자자들을 대상으로 일반공모를 실시하는 방식을 채택하는 경우 상당한 물량의 소화가 가능할 것으로 보인다.

24) 국민주 방식에 의한 우리금융의 민영화는 비공식적으로 일부 거론된 바 있으나 정부에 의한 본격적인 타당성 검토는 이루어지지 않았다. 본고에서는 장을 달리하여 이 문제를 좀더 깊이 살펴본다.

예보의 경영지도 및 감사원 감사 등 공식적인 개입뿐 아니라, 인적지배를 통한 비 공식적인 경영간섭이나 주주권의 남용에 의한 경영간섭을 명시적으로 배제하여야 한다. 특히 공자법 및 예보법은 우리금융의 완전한 민유화가 이루어지지 않는 한 정부의 관리 및 감시를 불가피하게 한다는 점에서, 졸업조항을 명시하는 법 개정이 반드시 필요하다.<sup>25)</sup>

한편 지배구조의 투명성을 확립하기 위해서는 대주주로서의 정부의 권리를 일정 부분 제한할 필요가 있다. 무엇보다도 정부의 간섭을 배제한 이사회 구성이 가능하도록 하기 위해 대표 또는 상임이사의 임기보장을 정관에 명문화하고 경영진의 선임절차, 자격요건 및 임기보장에 관한 사항을 보다 명확히 규정할 필요가 있다.<sup>26)</sup> 또한 이사회가 전문경영인을 실질적으로 감시·감독 및 평가할 수 있도록 성과보상 및 해임 권의권 등의 권한을 명시적으로 부여하고 정부는 합병, 차등배당, 증자, 감자 등 특별한 사안에 대해서만 제한적으로 의결권을 행사하는 것이 바람직하다. 이사회와 경영진의 결탁에 의한 참호구축을 방지하는 문제는 중대하게 잘못된 경영상의 의사결정에 대해 배임 등의 책임을 묻는 방식의 견제만으로도 충분한 목적달성이 가능할 것이기 때문이다.

#### 4) 우리금융의 사업포트폴리오 재편

금융그룹의 사업포트폴리오가 지주회사의 기업가치에 미치는 영향이 지대하기 때문에 공적자금 회수의 극대화는 경영 효율성 제고뿐 아니라 적절한 사업포트폴리오의 구축을 통해서도 추구되어야 한다. 그러나 우리금융은 지배구조의 불투명성과 이에 편승한 정부의 직·간접적 영향력 행사로 인해 최적의 사업포트폴리오를 구축하지 못하고 있는 것으로 보인다. 물론 최적 사업포트폴리오에 대해서는 논란의 여지가 있겠지만, 2006년초 최고경영진이 LG카드 인수에 대한 의지를 표명한

25) 즉 “공모상장 후 3년” 혹은 “감독원 평가에서 3등급 이상을 2년 이상 유지” 등과 같이 경영정상화의 객관적 요건 충족시 공자법 제17조 및 예보법 제38조의5 적용을 배제하는 특례조항 등을 마련할 필요가 있다. 동일한 맥락에서 공자법 제16호의 적용범위를 명확히 규정하여 우리금융의 경영관련 의사결정사항을 감사원 감사의 대상에서 배제할 필요가 있다.

26) 상법상 주주는 언제든지 대표이사 또는 상임이사를 주주총회를 통해 해임할 수 있다. 이는 주주의 권리를 확보하고 경영진의 참호구축(entrenchment)을 방지하기 위한 것이지만, 정부소유 금융기관의 경우 상업적 원리에 따른 자율경영을 크게 위축시키는 요인으로 작용할 수 있다.

후 관료들의 부정적 견해 표명이 잇따르자 이를 철회한 사례는 적어도 우리금융의 경영진이 구상하는 최적사업포트폴리오의 추구가 크게 제약받고 있음을 단적으로 시사한다. 따라서 향후 경영진의 자율적 판단에 의해 M&A 등을 통한 사업포트폴리오의 재편을 적극적으로 추구할 수 있도록 하는 여건의 조성이 필요하다.

또한 우리금융의 합리적 사업포트폴리오 구축을 위해서 경남은행과 광주은행을 그룹에서 분할하여 매각하는 방안을 심각하게 고려해 볼 필요가 있다. 이들 지방은행의 존재는 시너지를 창출하기보다는 사업의 중복으로 인한 비효율을 야기하고 있는 것으로 보이는 바, 이들을 분리하여 매각하는 것이 오히려 우리금융의 기업가치 증대에 도움이 될 것이기 때문이다.<sup>27)28)</sup>

〈표 8〉 광주 및 경남은행 주식 현황

(2005년 12월말 현재)

구 분	광 주 은 행		경 남 은 행	
	발행주식수	지주사 보유주식수	발행주식수	지주사 보유주식수
	44,080,517주	44,080,000주	51,800,043주	51,800,000주

〈표 9〉 광주 및 경남은행 매각가 추정

(2005년 12월말 현재)

기 관 명	추정 BPS <sup>1)</sup>	매각시 적용 PBR <sup>2)</sup>	추정 Valuation
광 주 은 행	@12,268원	1.8	<b>9,734억원 (@22,083원)</b>
경 남 은 행	@13,058원	1.8	<b>12,175억원 (@23,504원)</b>

주 : 1) Book Value는 실제 매각시 Due Diligence를 통해 순자산의 공정가액으로 결정됨.  
 2) 제일은행 및 한미은행 매각시 적용된 PBR을 사용

- 27) 2005년 말 기준으로 경남은행은 약 1.2조원, 광주은행은 약 1조원 정도의 가치를 가진 것으로 판단되는바, 이는 당시 우리금융 전체 기업가치의 15% 정도에 해당한다.
- 28) 최근 정부 고위관료가 “광주 및 경남은행이 일반투자자에게 되돌아가는 경우는 절대 없을 것”이라고 공식상에서 천명한 것과 같은 상황은 우리금융의 경영진이 이들 지방은행의 지속적인 보유와 관련하여 자율적인 의사결정권한을 갖고 있지 못하다는 또 하나의 증거로 볼 수 있다.

## V. 국민주제도의 활용 가능성

### 1. 국민주제도의 연혁과 성과

국민주는 당초 저소득계층의 재산형성을 목표로 도입된 제도이다. 최초의 국민주방식 공기업 민영화계획은 1987년 대통령 선거공약의 하나로 발표되었으며, 이후 1988년 포항제철(이하 포철) 및 1989년 한국전력(이하 한전)의 부분 민영화에 동 방식이 실제로 적용되었다.<sup>29)</sup> 민영화 자체가 제도의 도입목적이 아니었기 때문에 (1) 정부가 대상 공기업의 경영권을 계속 유지하였으며, (2) 국민주 보급대상을 우리사주조합원(20%), 청약관련 저축가입자(2%) 및 중하위소득계층(78%)으로 한정하고, (3) 매각가격을 적정가치에 비해 큰 폭으로 저평가된 수준으로 결정하였을 뿐 아니라, (4) 중하위소득계층에 대해서는 장기보유를 전제로 추가적으로 30%가 할인된 가격으로 매각하는 방식을 채택하였다.

〈표 10〉 1988년의 국민주 보급계획

(단위 : 억원)

대 상 기 관	순 자 산 가 치	국 민 주 보 급 계 획	
		매 각 지 분 율 (%)	매 각 규 모
포 항 제 철	15,800	49.0	7,740
한 국 전 력	46,707	30.0	14,010
국 민 은 행	1,097	21.9	240
한 국 통 신	35,168	49.0	17,230
기 업 은 행	2,497	49.0	1,220
외 환 은 행	6,445	49.0	3,160
담 배 인 삼 공 사	16,000		7,840
총 계	123,715		51,440

자료 : 경제기획원, 공기업민영화 현황 및 향후 추진계획, 1988.6

29) 포철은 1988년 4월 정부 및 산업은행 지분 34.1%(매각대금 4,133억원)를 국민주로 보급하고, 한전은 1989년 6월 정부지분 21%(매각대금 12,724억원)를 국민주로 보급하였다. 국민은행이 민영화 이전에 국민주 방식으로 증자를 실시한 바 있지만 본격적인 민영화 수단으로 국민주 방식을 채택하지는 않았다.

그러나 포철과 한전 이외에 추가적으로 계획되었던 전기통신공사, 국민은행, 외환은행, 담배인삼공사, 중소기업은행 등에 대한 국민주방식 민영화는 논란 끝에 모두 포기되었으며, 이후 공기업 민영화의 방법론에서 국민주방식은 완전히 배제되었다. 정부가 국민주방식에 의한 공기업 민영화를 포기하게 된 가장 큰 이유는 최초 보급된 국민주가 주가하락으로 인하여 저소득층의 재산형성이라는 본래의 목표를 달성하지 못하였다는 점에서 찾을 수 있다. 포철의 경우 1988년 6월의 상장가격 41,400원을 정점으로 지속적으로 하락하여 3년 후인 1991년 6월에는 주가가 17,000원대에 불과하였으며, 한전의 경우에도 1989년 8월의 상장가격은 23,000원이었지만 상장직후의 26,000원을 정점으로 다시 하락하여 1991년 6월에는 13,000원대에 머물렀다.<sup>30)</sup>

한편으로 국민주의 대규모 상장으로 인한 물량 효과가 주식시장의 침체를 부채질했다는 주장이 제기된 것도 정부가 국민주방식의 민영화를 포기하게 된 중요한 이유로 작용하였다. 포철의 경우 상장시점 시가총액이 9,281억원으로 당시 주식시장 시가총액의 7.0%에 달하였으며, 한전의 경우에는 상장시가총액이 14조에 가까워 전체시장규모의 19.1%에 해당하였다. 결국 포철과 한전 두 공기업의 민영화만으로 주식시장 전체의 25%를 넘는 물량이 일시에 늘어난 결과를 가져왔기 때문에 공급과잉으로 인한 주식시장의 침체가 불가피하였다는 주장이 제기된 것은 당연한 현상으로 볼 수 있다.<sup>31)</sup> 물론 국민주의 청약자 수가 포철 322만명, 한전 665만명에 달하여 증시의 저변을 확대한 효과가 있었다고 볼 수도 있겠지만, 청약자의 대부분이 극히 적은 수량의 국민주를 보유하는 결과를 가져왔기 때문에 실제로 주식시장 참여자 확대에 따른 거래의 활성화를 가져오지는 못한 것으로 보인다.<sup>32)</sup>

30) 물론 이들 주식의 당초 보급가격은 상장가격에 비해 현저히 낮았기 때문에 국민주 매입으로 실제 투자손실을 보았다고 할 수는 없지만 적어도 자산증대라는 목적은 달성하였다고 보기 어려운 상황이었던 것이다.

31) 국민주 보급에 따른 물량의 증대가 증시침체의 직접원인이 되었는지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 그러나 무슨 이유에서건 국민주 보급 이후 증시의 침체가 나타났고, 그 결과로 저소득층의 재산형성이라는 목표의 달성이 차질을 빚었을 뿐만 아니라 일반투자자들 또한 증시침체에 따른 재산이 감소하였다는 국민주에 대한 비난이 제기되었다는 것만으로도 동 제도의 지속이 어려운 이유가 되었던 것으로 이해된다.

32) 실제로 이러한 소주주는 자신의 보유주식에 대한 관심이 거의 없었던 것으로 추정된다. 일례로 1999년 및 2001년 금융감독원은 “휴면 국민주 찾아주기 운동”을 실시하였는바, 자신이 10여년 전

국민주 방식에 의한 공기업 주식매각의 또 다른 부작용은 실제가치에 비해 보급 가격이 현저하게 낮았기 때문에 매입자격의 위장 등 투기목적 거래의 기승으로 인한 극심한 제도의 혼란이 초래된 것이었다. 포철의 경우 청약가격을 15,000원(할인 가격 10,500원)으로 책정하였지만, 실제 상장이 이루어진 시점에는 청약가격의 3배에 달하는 시가가 형성되었다. 한전의 경우에도 마찬가지로 보급가격 13,000원(할인가격 9,100원)에 비하여 상장가격은 그 2배에 근접하였다. 결국 국민주의 청약시점에 이미 상장으로 인한 상당한 자본이득이 기대되는 상황이었기 때문에 보급대상가구의 거의 전부가 매입신청을 하는 등 청약이 과열양상을 띠게 되었다. 그러나 실제 청약자 중 상당수는 자격위장에 의한 매입신청으로 드러났고, 한전의 경우에는 사후적으로 부적격자에 대한 주식배정이 대규모로 취소되는 상황도 발생하였다.

송대희와 송명희(1992)는 초기의 국민주 제도에 대한 경제적 평가를 통해 저소득층의 재산형성을 국민주 방식의 민영화를 통해 달성하려는 정책에 문제가 있음을 지적하고, 저소득층을 지원하려면 간접주식보유 방식을 채택하거나 공기업주식을 일반투자자에게 최고가격으로 공개매각하고 그 수입으로 기금을 조성하여 저소득층을 지원하는 것이 오히려 낫다고 주장하였다.<sup>33)</sup> 이들은 또한 포철과 한전의 경우 모두 독점기업으로 국민주 발행 목적이 민영화를 통한 자율경영의 달성과는 차이가 있었음을 지적하며, 이후 굳이 국민주방식으로 공기업 민영화를 추진하는 경우 정부개입에 의한 시장의 왜곡을 방지하기 위하여 독점 공기업이 아닌 경쟁상태에 있는 공기업을 선택하는 것이 보다 바람직하다고 주장하였다.

이러한 실패의 경험으로 인해 국민주는 더 이상 공기업 민영화의 수단으로 활용되지 않았으며, 이후로는 오히려 소유구조가 취약하거나 자금난에 봉착한 사기업들이 경영권 방어를 위한 우호 지분 확보의 수단으로 이를 활용하려는 시도가 빈번하였다. 예를 들어 1990년대 중반 기아자동차(이하 기아차)가 경영위기에 봉착하였을 때 “기아차 살리기 운동”의 일환으로 다수의 국민이 동사의 주식을 매입하자

---

에 국민주를 청약하였다는 사실조차 인식하지 못하는 소주주들이 다수 있었으며, 동 운동의 성과 또한 전체대상의 20% 미만에 그치는 것으로 나타났다.

33) 이들은 취득자의 자본이익을 보장하기 위해서는 단기매매차익의 달성이 가능하도록 장기보유를 의무화하지 말아야 한다고 주장하였다.

는 캠페인이 벌어지기도 하였으며, 비교적 최근에는 대북사업과 관련한 현대그룹의 자금난 타개의 필요성이 제기되었을 때 및 이후 현대그룹 내부의 경영권 분쟁과 관련하여 다시 국민주라는 용어가 대두되기도 하였다. 이러한 시도는 국민주라는 방식이 지분의 분산을 통해 주인 없는 회사를 만드는 유용한 수단이 되기 때문에 일정 이상의 지분을 소유하고 있는 대주주가 비교적 저렴한 비용으로 달성할 수 있는 경영권 방어의 수단쯤으로 인식되었기 때문인 것으로 보인다.

## 2. 우리금융 민영화를 위한 국민주제도 활용방안

국민주에 대한 부정적인 경험에도 불구하고 우리금융의 민영화에 이 방식을 고려해야 한다는 주장이 심심찮게 제기된다.<sup>34)</sup> 우리금융의 민영화가 제대로 진척되지 않고 있는 상황에서, 일시에 대량의 정부지분을 매각하기 위해서 경영권에 직접적인 관심이 없는 국민 다수의 여유자금을 활용하자는 유혹을 뿌리치기 어렵기 때문인 것으로 보인다. 또한 “저소득층의 재산형성”을 명분으로 내세우는 경우 “공적자금 회수 극대화”라는 정책목표의 구속력을 희석시킴으로써 매각가격의 적정성과 관련된 논란을 피할 수 있다는 점도 국민주방식의 매력도를 높이는 요인으로 작용한 것으로 생각된다.

사실 국민주 방식이 우리금융 민영화의 긍정적인 수단이 될 것으로 기대할 만한 근거는 충분히 있는 것으로 보인다. 무엇보다도 일반국민을 대상으로 함으로써 매각대상의 적격성 논란을 회피할 수 있으며, 다소의 할인발행이 불가피하더라도 그 정도가 지나치게 크지 않은 한 저가매각의 문제를 크게 의식하지 않을 명분이 마련된다는 점에 국민주방식의 매력이 있기 때문이다. 또한 금년 들어 주식시장의 견조한 상승세가 지속되고 있을 뿐 아니라, 주식시장의 규모 또한 1990년대 초에 비해 현저히 확대된 상태이기 때문에 매각물량을 적절히 조정하는 경우 시장충격 또한 별로 크지 않을 것으로 보인다. 더구나 우리금융은 독점기업이 아니며, 오히려 치열한 경쟁에 직면해 있는 상업적 금융기관이라는 점에서 송대희와 송명희

34) 머니투데이는 금융기관 CEO의 발언을 인용하면서 동 방식을 제기한 바 있으며(2004년 6월 25일), 비슷한 시기에 금융연구원 또한 주간 간행물의 논단을 빌어 동 방식을 검토해 볼 필요성을 언급하였다.

(1992)가 제시한 조건에도 부합한다. 특히 당분간 정부지분의 분할매각에 의한 유동성 증대가 절실히 필요한 상황이기 때문에 기관투자자 상대의 블록세일보다는 국민주방식이 명분 면에서 더욱 바람직하다는 점도 하나의 이유가 될 것이다. 그러나 실제로 정부가 보유하고 있는 우리금융의 주식을 국민주 방식에 의해 매각하는 경우에는 과거와 같은 실책을 되풀이 하지 않기 위해서 다음의 원칙이 유지되어야 할 필요가 있다.

첫째, 공적자금 회수의 극대화를 추구하고, 국민주 발행이 주식시장의 투기를 부채질하여 결과적으로 저소득층을 과도한 위협에 노출시키는 상황에 이르는 것을 미연에 방지하기 위해서는 저가발행보다 경쟁 입찰에 의한 최고가 매각을 추구하는 것이 바람직하다. 이는 곧 우리금융의 민영화에 국민주방식을 적용하는 경우 저소득층의 지원이 아닌 우리금융 주식의 유동성 확보를 목표로 해야 함을 시사한다. 이 방식에 의해 10%~20% 내외의 정부 보유지분을 일반투자자에게 우선적으로 매각하는 경우 유동성 부족으로 인한 시장가격의 왜곡을 상당부분 완화시킴으로써 향후 추가적인 정부 지분 매각에 적용될 가격책정의 투명성을 제고시킬 수 있다는 점에서 매우 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것이다.

둘째, 국민주 방식에 의한 우리금융의 전면적인 민영화의 추구는 바람직하지 못하며, 은행지주회사의 소유에 대한 정책 방향이 정립되는 시점까지는 정부지분의 매각규모를 조절하는 것이 필요하다. 이는 국민주제도를 통해 지배주주 혹은 경영권에 대한 제한적 영향력 행사가 가능한 대주주가 출현하는 것을 방지하기 위해 필요한 조치이다. 그러나 국민주의 재매각에 대한 금지기간을 설정하는 것은 가격의 왜곡을 불가피하게 할 것이므로 바람직하지 않다. 따라서 시장을 통한 지배 혹은 과점주주의 출현이 바람직하지 않다면 정부가 일정한 지분을 유지하는 선으로 매각규모를 조절하는 것이 보다 현실적이고 효율적이다. 즉 국민주방식에 의한 지분의 매각에 있어서는 민영화 이후의 소유구조에 대한 명확한 정책방향이 정립되는 시점까지 적어도 33% 이상의 정부 지분을 유지가 필요하다.

셋째, 국민주방식이 우리금융의 경영에 대한 정부의 암묵적 영향력을 유지하는 수단으로 변질되지 않도록 독립적이고 투명한 지배구조의 구축을 위한 노력을 지속하여야 한다. 따라서 정부의 지분규모에 관계없이 독립된 이사회에 의한 자율경영이 가능하도록 우리금융에 대한 직, 간접적 경영간섭을 배제하기 위한 명시적인

장치를 마련하는 것이 필요하다. 마찬가지로 국민주 방식이 무능한 경영진의 참호 구축을 통한 기업가치 훼손으로 이어질 가능성을 견제할 필요가 있다.<sup>35)</sup> 따라서 일단 선임된 이사에 대해서는 임기를 확고히 보장하되, 그 재선임 여부에 대한 결정과정을 투명하게 하는 방안을 모색하여야 한다.

## VI. 요약 및 결론

우리금융 민영화가 지연되고 있는 가장 큰 이유가 시장상황이 아닌 의사결정체제의 비효율과 관련 원칙의 내적 상충 및 은행소유구조에 대한 정책방향의 미정립 등에 기인한다는 점에서 이러한 문제점들을 진지하게 검토해 보고 보다 효율적인 방법론을 정립하는 것은 매우 중요하다. 무엇보다도 우리금융의 민영화가 은행지주회사의 소유구조, 특히 국내은행산업에 대한 외국인 소유의 확대에 관련된 정책방향의 정립이라는 문제와 분리가 불가능하다는 점에서 관련 원칙의 확립이 선행되지 않는 한 우리금융의 완전 민영화를 추진하는 것이 바람직하지도, 가능하지도 않을 것이다. 따라서 정부는 상당기간 우리금융에 대한 지분보유가 불가피하다는 것을 전제로 민영화의 목표, 시한 및 방법론을 재정립할 필요가 있다. 그러나 한편으로 정부의 과도한 지분 보유와 유동성 부족으로 인한 주가의 왜곡을 조속히 해소하기 위해서는 가능한 빠른 시일 내에 보유지분의 일정 부분을 분할매각 방식으로 시장에서 매각하는 것이 바람직하다. 이러한 맥락에서 국민주 제도를 비롯하여 다양한 매각방식에 대한 검토가 필요하다.

정부의 지분보유가 지속되고 있는 상황에서 경영왜곡에 의한 기업가치의 훼손을 막기 위해서는 정부의 직·간접적 경영간섭을 명시적으로 배제하고, 이사회 중심의 자율경영체제가 확립될 수 있는 여건의 조성이 필수적이다. 이를 위해서 졸업조항이 미비된 공자법 등의 관련조항을 개정하여 우리금융에 대한 국가의 직접관리체제를 해소하고, 공자위 및 예보는 민간 경영진에 의한 자율경영을 지원하면서 적극적인 민영화 추진과정의 관리에 그 역량을 집중할 필요가 있다. 또한 민간

35) 실제 일부 관료 및 공자위 위원들이 이러한 참호구축의 문제를 이유로 어느 정도의 정부관리가 필요함을 주장한 바 있다.

위원 중심의 의사결정체제로 인한 책임소재의 불투명성을 타개하기 위해 예보 및 관련 정부부처가 민영화의 직접 책임을 부담하고, 매각소위는 가격의 적정성만을 판단하는 방향으로 의사결정체제를 개편할 필요가 있다.

한편 우리금융의 민영화 과정에 국민주 제도를 활용하는 방안은 소유구조 및 매각가격과 관련된 논란을 우회하면서 정부의 보유지분을 매각하는 유효한 수단이 된다는 점에서 과거의 실패를 되풀이하지 않기 위한 적절한 원칙만 확립되면 시도해 볼 가치가 있는 것으로 보인다. 즉 저가발행보다는 공개입찰에 의한 최고가 매각, 외국자본의 우리금융에 대한 우회적 소유 확대를 제한하기 위한 매각규모의 제한 등의 원칙이 지켜진다면 국민주 방식에 의한 지분 매각이 유동성 부족으로 인한 시장의 왜곡을 해소하는 유효한 수단이 될 수 있을 것이다. 그러나 이러한 방식이 정부의 우리금융에 대한 영향력을 지속하기 위한 방안으로 악용되는 것을 방지하기 위한 지배구조의 투명화 노력이 반드시 병행될 필요가 있다.

## 참고문헌

- 강선구·박병관·심재웅, 「선진국의 사례로 본 기업과 금융기관의 구조조정 전략」, LG경제연구원, 1998.
- 강종구·김현의, 「외국 금융기관의 진입이 국내 은행산업에 미친 영향」, 한국은행, 2005.
- 김선영, 「개도국의 은행 민영화 사례와 시사점」, 『KDIC 금융연구』 제3권 제1호, 예금보험공사, 2002.
- 구본성, 「국내 금융자본 육성을 위한 선결과제」, 『주간금융동향』 제13권 13호, 한국금융연구원, 2004.
- 김현욱, 「은행 민영화와 은행소유규제의 재정립」, 『2001년 하반기 정책심포지엄 논문집』, 한국금융학회-한국개발연구원 공동주최, 2001.
- 나동민·함상문·김현욱, 「출자금융기관의 민영화 전략 : 외국의 사례분석을 중심으로 한 은행민영화의 원칙과 정책제언」, 『연구보고서』 2002-10, 한국개발연구원, 2002.
- 박형근·김준기·최인방·배병호·강득록, 「외환위기 이후 금융시스템의 변화와 향후 과제」, 한국은행, 2005.
- 송대희·송명희, 「국민주방식 공기업 민영화의 경제적 효과분석」, 『정책연구시리즈』 92-17, 한국개발연구원, 1992.
- 오정근, 「우리나라 은행민영화의 경험과 시사점」, 『금융경제연구』, 한국은행 특별연구실, 1999.
- 오호인·권영선, 「외국자본의 국내금융업 진출확대의 영향과 향후 정책과제」, 『금융시스템리뷰』 제5호, 한국은행, 2001.
- 이건호, 「효율적인 공적자금 회수방안 : 우리금융 사례를 중심으로」, 국회 디지털경제연구회 정책토론회 발표자료, 2006.
- 전성인, 「민영화 시대의 은행 지배구조와 감독정책」, 『2001년 하반기 정책심포지엄 논문집』, 한국금융학회-한국개발연구원 공동주최, 2001.
- 주상영, 「금융, 자본자유화에 따른 금융위기 사례와 정책시사점」, 대외경제연구원, 1996.

최성환, 「외국자본과 글로벌화」, 2006 언론인 금융아카데미 강의자료, KDI국제 정책대학원, 2006.

공자위 사무국, 「2006년 3월말 현재 공적자금 운용현황」, 보도자료, 2006.

한국금융연구원, 「금융기관(은행) 소유구조 개선방안 : 금융전업자본 도입방안을 중심으로」, 공청회 자료, 1994.

한국은행, 「북유럽 금융위기 경험국의 경제개혁과 그 성과」, 『조사통계월보』 2000년 9월, 2000.

## **Privatization Strategies for Government-Owned Financial Institutions in Korea**

Kun-Ho Lee

### **Abstract**

During the financial crisis in the late 1990s, the Korean government repossessed several financial institutions, most of which were re-privatized after the crisis. Privatization of Woori Financial Group has been delayed for a number of reasons. This paper analyses WFG case, and identifies four major obstacles for prompt privatization of large financial institutions in Korea: conflicting legislations on the privatization of repossessed financial institutions, inefficiency in the decision making processes of the Public Fund Oversight Committee, restrictions on the ownership of financial institutions, and the large market capitalization of WFG whose equity lacks liquidity in the stock market.

This paper suggests several measures that would help to accelerate privatization of WFG. Removal of the legal time table for the sale of government ownership, transfer of the decision making authority from PFOC to KDIC, improving liquidity via a series of small-scale, open-market sale of shares owned by the government. The paper suggests that establishing civil ownership for WFG while the government maintains critical voting rights instead of attempting to sell the management right might become a reasonable alternative. The paper also finds that preserving the corporate value of WFG while privatization is delayed is a very important issue, and recommends measures to prevent indirect influence of the government on the management decision making processes of WFG.

Keywords: Privatization, Woori Financial Group, Public Fund Oversight Committee,  
Civil Ownership

JEL Classification: G18, L33