

Governance Opinion

동우 기업 지배구조 2번째 이야기
- 본격적인 기업 지배구조 변화의 시작 -

네 비스탁은 지난 해 7월 발표한 보고서를 통해 코스닥 상장기업인 동우의 기업 지배구조에 대해 분석한 바 있다. 당시 보고서는 양계 및 축산물의 제조 가공 및 판매 등을 주요 사업으로 하고 있는 동우가 오너 일가의 개인 회사인, 그 중에서도 동우의 최대주주인 김동수 이사의 아들인 김재운 씨가 최대주주로 있는 나농과 밀접한 거래 관계를 맺고 있으며, 동우와의 거래를 통해 급성장한 나농에 대해 문제를 제기하였다.

그리고 최근 동우의 기업 지배구조에 중대한 변화가 감지되었다. 이에 나농을 지렛대로 하여 본격적으로 움직이기 시작한 동우의 기업 지배구조에 대해 다시 한 번 살펴보고자 한다.

나농에서 참프레로, 그리고 다음은?

지난 보고서를 통해 지적된 동우 기업 지배구조의 문제점은 동우와 나농의 밀접한 거래 관계, 그리고 이를 통한 나농의 급격한 성장이었다. 2014년 말 기준으로 동우의 최대주주는 김동수 등이며, 지분율은 약 47.9%이다. 그리고 나농은 최대주주인 김동수의 친족이 100% 지분을 보유한 오너 일가의 개인 회사이며, 그 중에서도 약 60%의 지분은 김동수의 아들인 김재운 씨가 보유하고 있는 것으로 파악된다.

동우는 양계 및 축산물의 제조 가공 및 판매업을 주된 사업으로 하고 있으며, 닭고기 관련 사업을 계열화하여 양계, 종란, 부화, 사육, 가공, 판매까지를 아우르고 있다. 그리고 나농은 배합사료를 제조하고 있다.

동우라는 든든한 뒷배를 둔 나농은 빠른 속도로 성장할 수 있었다. 2007년 자본금 1억원으로 설립된 나농은 매년 동우 등과의 거래를 통해 대규모 매출을 안정적으로 창출할 수 있었으며, 이를 기반으로 빠른 속도로 성장해 나갔다.

나농의 실적 추이 및 외형 성장 추이는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2014년	2013년	2012년	2011년	2010년	2009년
매출	194,021,521	178,787,836	127,267,423	116,922,089	114,346,324	129,602,822
영업이익	5,534,355	5,732,537	4,784,857	2,070,107	748,396	4,611,619
당기순이익	3,847,870	7,046,244	7,970,288	959,268	3,439,022	8,779,603
자산총계	124,045,491	79,021,055	55,850,858	86,136,693	91,046,222	65,885,875
자본총계	41,140,330	28,266,527	21,220,283	13,249,995	12,290,728	9,665,668

(※ 2014년부터 투자주식에 대한 지분법과 이연법인세효과를 반영한 법인세비용을 적용하였음)

위의 표에서와 같이 자본금 1억원으로 2007년에 설립된 나농은 약 7년이 지난 2014년 말 기준으로 총 자산 1,240억원으로 불어났으며, 자산에서 부채를 뺀 자본 총계는 약 411억원에 달한다. 단순히 계산하면 자본금 1억원을 투자해 설립한 나농은 약 7년 만에 411배 성장한 셈이다.

나농의 이러한 눈부신 성장 이면에는 동우의 전폭적인 지원이 있었다. 동우와 나농의 거래 추이는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2014년	2013년	2012년	2011년	2010년	2009년
매출	1,018,170	928,950	495,208	1,090,908	639,708	1,886
매입	16,852,337	80,150,690	105,150,219	95,616,872	81,590,451	81,878,158

(※ 매출 : 동우가 나농에 대해 발생시킨 매출, 매입 : 동우가 나농으로부터 매입한 금액)

위의 표에서와 같이 2014년을 제외하고 동우는 나농으로부터 매년 800억원에서 1천억원 규모의 매입 거래를 꾸준히 지속하였다. 동우와의 거래는 나농 전체 매출의 상당 부분을 책임져 왔다. 2013년부터 동우와 나농의 거래 비율이 감소하는 추세에 있지만 이것이 나농의 영업이 동우로부터 독립되어 가고 있음을 의미하지는 않는다. 이유는 나농이 동우의 자회사인 참프레와 거래 규모를 늘려가고 있기 때문이다. 2013년 참프레는 나농으로부터 약 350억원을 매입하였으며, 2014년에는 882억원 규모의 매입 거래를 하였다. 나농이 동우 뿐만 아니라 동우의 자회사인 참프레와 거래한 내역까지 더한다면, 나농은 여전히 매출의 상당 부분을 동우에 의존하고 있는 셈이다.

급속한 속도로 성장한 나농은 동우와의 거래 등을 통해 축적한 자금을 바탕으로 동우의 기업 지배구조 깊숙이 진입하였다. 2014년 말 기준으로 나농은 동우의 지분 2.98%를 보유하고 있으며, 참프레의 지분 3.39%를 보유하고 있다. 여기에 더해 나농은 군산도시가스의 지분 25.28%까지 보유하고 있다, 군산도시가스는 2014년 말 기준으로 동우의 지분 12.16%를 보유하고 있다. 자본금 1억원의 나농은

설립 7년 만에 동우에 대한 지배력을 직간접적으로 상당 부분 확보한 셈이다.

그런데 2015년 1월 1일을 기준으로 참프레는 나농을 흡수합병하였다. 참프레는 동우와 동우의 2대 주주인 군산도시가스가 각각 3백억원 이상을 투자하여 설립한 핵심 계열사이다. 동우의 위치하고 있는 시장 특성상 치열한 경쟁 구조에서 경쟁력을 확보하기 위해 축산물 가공 사업으로 진출한 것으로 판단된다.

동우는 참프레에 상당한 공력을 기울이고 있는 것으로 알려져 있다. 참프레 신공장을 통해 육가공업으로의 진출 뿐만 아니라 생산량을 대폭 상승시키고 공격적인 마케팅을 통해 닭가슴살캔, 소시지, 너겟 등 다양한 제품을 개발, 출시할 계획을 구상하고 참프레를 설립한 것이다. 참프레는 2010년 11월에 설립되었으며, 2014년 말 기준으로 자본금 679억원에 자산 총액은 약 2,221억원이며, 매출 규모는 2,431억원에 달한다. 동우의 자본금이 114억원, 자산총액이 1,581억원인 점을 감안하면 동우가 참프레에 얼마나 많은 투자를 단행한 것인가를 짐작해 볼 수 있다. 동우는 최근 몇 년간 계속 이익을 창출하였음에도 불구하고 배당에는 아주 인색한 모습을 보여왔다. 배당하지 않고 유보한 재원 상당 부분이 참프레 투자에 투입된 것으로 추정된다.

동우가 역량을 집중시키고 있는 참프레가 오너 일가의 개인 회사인 나농을 흡수합병한 것이다. 물론 최근 참프레와 나농의 거래 관계가 증가하고 있는 점을 고려한다면, 나농을 흡수하여 내부화함으로써 수익성을 개선하는 등의 효과를 기대해 볼 수도 있을 것이다. 하지만 정작 참프레가 나농을 흡수합병한 의도는 다른 데에 있는 것으로 보인다.

2014년 참프레 감사보고서에 따르면 참프레가 나농을 흡수합병하면서 산정된 합병 비율은 1:538.2388이다. 참프레와 나농의 액면가액이 1만원으로 동일하다는 점을 고려하면, 나농 1주가 참프레 538.2388주로 교환되는 것이다. 이 말은 달리 설명하면 나농의 기업가치가 참프레 기업 가치의 538배에 달한다는 것이다.

앞서 살펴본 바와 같이 나농은 동우의 오너 일가가 단돈 1억원을 투자해 설립한 회사이며, 동우의 전폭적인 지원 아래 7년 만에 4백배 이상이 성장한 회사이다. 그런 나농이 동우가 수백억원을 투자하고 심혈을 기울인 참프레보다 5백배 이상 가치 있는 회사로 평가된 것이다.

2014년 말 기준으로 나농의 총 자산은 약 1,240억원이며, 참프레는 2,221억원이다. 그리고 나농의 2014년 매출은 1,940억원이며, 참프레는 2,431억원이다. 기업 외형은 참프레가 나농보다 더 크다. 다만, 나농은 매년 이익을 달성하였지만, 참프레는 대규모 생산 설비를 갖춘 제조업 특성상 아직 설립 초기이므로 안정적인 수익성을 확보하지는 못한 상태이다. 2014년 말 기준으로 참프레의 누적 결손금은

약 85억원 수준이다.

참프레는 나농을 흡수합병 하는 대가로 약 5,382,388주의 신주를 발행하여 나농의 주주들에게 교부하였다. 2014년 말 기준으로 참프레의 주식 총수가 679만주인 점을 고려해 볼 때 신주 발행 규모는 적지 않은 수준이다.

참프레가 대규모 신주를 발행함으로써 동우의 참프레에 대한 지배력 역시 상당 부분 희석될 수 밖에 없는 상황이다. 2014년 말 기준 참프레의 지분 구조는 다음과 같다.

주주명	소유주식수(주)	지분율(%)
(주)동우	3,250,000	47.86
군산도시가스(주)	3,240,000	47.72
(주)나농	230,000	3.39
기타	70,000	1.03
합계	6,790,000	100.00

그러나 참프레와 나농 합병 이후 2015년 6월 말 기준으로 참프레의 지분구조는 다음과 같이 변화하였다.

주주명	지분율(%)
(주)동우	26.7%
군산도시가스(주)	26.6%
자사주	1.9%
김동수	0.4%
최대주주의 친족	44.4%

위의 표에서와 같이 동우의 참프레에 대한 지배력은 47.86%에서 26.70%로 급감하게 된다. 그리고 동우의 오너 일가로 구성된 나농의 기존 주주들의 지배력이 44.4%가 증가하였다. 오너 입장에서는 참프레가 동우의 지배를 받는 것이나 자신의 지배를 받는 것이나 큰 차이가 없을 수 있으나 동우의 주주들 입장에서는 매우 민감한 문제일 수 밖에 없다.

그리고 앞서 살펴본 바와 같이 기존 나농의 지분 가운데 60%는 동우의 최대주주인 김동수 이사의 아들인 김재윤 씨가 보유하고 있었다. 그러므로 참프레가 나농을 흡수합병하면서 김재윤 씨는 참프레가 발행한 합병 신주의 60%를 교부 받게 된다. 이를 통해 김재윤 씨는 참프레의 지분 약 27%를 보유하

게 된다. 이는 참프레에 3백억원 이상을 투자한 동우의 거의 동일한 지분율이다. 김재윤 씨는 나농 설립시 6천만원을 투자한 게 전부이다.

김재윤 씨를 비롯한 동우의 오너 일가는 참프레 합병 신주 외에도 부수입을 얻을 수 있었다. 바로 배당금이다. 2014년 말 현금흐름표에 따르면 나농은 배당금으로 7억원을 지출했다. 이는 고스란히 동우의 오너 일가의 몫이다. 동우는 매년 이익을 달성하였지만 신규 투자 등을 이유로 전혀 배당을 실시하지 않았음에도 불구하고 나농은 자본금의 7배에 달하는 배당금을 지급했다. 나농 주주 입장에서는 참프레와 합병하기 전에 거액에 배당금도 챙기고 참프레 신주까지 챙긴 셈이다.

더군다나 지난 4월 동우는 언론 보도를 통해 중국 BGX그룹과 참프레가 수출과 관련한 협의를 진행 중이라고 밝혔다. BGX그룹은 연간 매출액이 10조원이 넘는 중국 내에서 급성장하고 있는 회사이다. 참프레가 이 같은 중국 회사와 수출 협의 중이라는 뉴스가 전해지면서 동우의 주가도 경총 뛰어 올랐으며, 참프레를 통해 동우의 중국 시장 공략에 대한 기대감이 부풀고 있는 모습이다.

하지만 불과 몇 달 전인 2015년 1월 1일자로 참프레와 나농이 합병하면서 참프레 성장에 따른 동우의 이익은 상당 부분 감소할 수 밖에 없게 되었다. 반면 단돈 6천만원으로 참프레의 지분 27%를 확보한 김재윤 씨는 말 그대로 잭팟을 터트린 셈이다.

참프레가 나농을 흡수합병한 결정, 그리고 지분이 상당 부분 희석됨에도 불구하고 이에 동의한 동우. 어쩌면 이들의 선택이 경영상의 판단이고 법적으로 아무런 하자가 없을지도 모른다. 하지만 그 과정에서 동우 최대주주 일가는 막대한 이득을 얻을 수 있었으며, 그 만큼 동우의 주주들은 잠재적인 이득을 잃게 되었다.

참프레가 나농을 흡수합병하는 결정을 주도한 것은 합병 주체인 참프레 경영진일 것이다. 이번 흡수합병의 주체인 참프레의 등기임원은 이사 4명과 감사 1명으로 구성되어 있다. 대표이사는 동우의 최대주주인 김동수 이사이며, 감사는 그의 아내인 조 모씨이다. 그리고 김동수 이사의 아들이자 금번 흡수합병의 최대 수혜자인 김재윤 씨 역시 참프레의 이사로 등재되어 있다. 그리고 다른 1명의 이사는 김 모 씨인데, 79년생으로 78년생인 김재윤 씨보다 1살 어리다. 김 모 이사의 경우 동우 및 오너 일가와 분명한 관계를 확인하기는 어렵지만 친족 관계로 추정된다. 그리고 참프레와 나농의 합병이 이뤄진 이후인 2015년 5월에 박 모 이사가 신규로 선임되어 현재 대표이사직을 수행하고 있다. 김 모 이사를 제외하더라도 참프레의 의사결정은 사실상 동우의 오너 일가에 의해 전부 결정되고 있는 구조이다. 동우는 참프레에 3백억원 이상의 투자하였음에도 불구하고 참프레의 의사결정은 김동수 최대주주와 그의 아들, 그리고 그의 아내에 의해서 좌지우지 되었던 것이다. 그리고 참프레가 나농을 흡수합병하는 결정으로 인해 그의 아들 김재윤 씨는 막대한 이득을 얻을 수 있었다.

동우의 최대주주인 김동수 이사는 참프레의 대표이사인 동시에 동우의 이사로 재직 중에 있다. 참프레가 나농을 흡수합병한 결정이 회사를 위한 것이었는지는 대해서는 김동수 이사가 가장 잘 알고 있을 것이다. 아울러 참프레의 최대주주로서 지분이 희석되어 잠재적인 이익이 감소함에도 불구하고 금번 합병 결정에 동의한 동우의 경영진 역시 이 같은 결정의 결과로부터 자유롭기 어려울 것이다.