

Governance Opinion

< 80 > 32 >

지난 18일 일부 중견기업들이 비상장 개인회사를 이용한 막대한 배당을 챙겨 여론의 뭇매를 받았다. 그 중 위닉스는 윤희중 대표이사의 아들인 윤철민 씨가 100% 지분을 보유한 위니맥스가 대규모 배당을 실시해 비난을 받았다. 위니맥스는 위닉스가 제조하는 에어워셔 등 제품을 유통/판매하는 역할을 담당했는데, 2013년 당기순이익보다 많은 80억원을 윤철민 씨에게 배당해 문제가 되었다. 여러 언론들은 앞다투어 위닉스의 불편한 배당에 대해 비난 기사를 쏟아냈고, 윤희중 최대주주와 아들 윤철민 씨는 여론의 손가락질을 받아야만 했다.

그런데 지난 29일 위닉스는 전격적으로 위니맥스와의 합병을 발표했다. 위니맥스의 배당에 대해 지적을 받은 지 겨우 11일만에 내린 결정이었다. 합병 발표와 함께 위닉스는 앞서 위니맥스 배당과 관련해 여론의 비난에 대한 변명과 희망찬 미래에 대한 구상 등으로 등돌린 시장과 주주들을 달래기에 나섰다. 그리고 합병 발표 이후 위닉스 주가가 급등하면서 시장은 위닉스의 노력에 일단 신뢰를 보내는 제스처를 취했다.

합병의 명과 암

위닉스가 합병 과정에서 가장 강조한 것은 판매 기능을 위닉스 안으로 흡수함으로써 기업 가치가 증대될 것이라는 점과 절대 상속이나 가업 승계의 목적이 아니라는 것이었다.

실제로 위닉스가 위니맥스를 합병하여 제조와 판매가 일원화됨으로써 위닉스의 수익성은 월등히 제고될 것으로 보인다. 위니맥스가 위닉스 매출의 중간다리 역할을 했기 때문에 합병 자체만으로 매출 규모가 커지지는 않겠지만, 수익성 측면에서는 판매 마진까지를 흡수함에 따라 이익을 큰 폭으로 상승하는 효과를 보일 것으로 기대된다. 참고로 2013년 위닉스는 약 2,578억원 매출에 205억원의 영업이익을 달성해 약 7.98%의 영업이익률을 기록했다. 그리고 위니맥스는 1,720억원의 매출에 139억원의 영업이익을 달성해 약 8.11%의 영업이익률을 기록했다. 위니맥스는 제조 법인인 위닉스보다 더 높은 수준의 영업이익률을 달성했는데, 이를 통해 위니맥스의 판매 마진이 상당함을 엿볼 수 있다. 그러므로 합병으로 인해 위닉스의 영업이익률 개선에 도움이 될 수 있으며, 제조와 판매가 일원화 됨에 따라 중복 발생하는 비용과 투자들이 상쇄되어 실제로 개선되는 이익률은 더욱 클 수도 있을 것이다. 뿐만 아니라 제

조와 판매 기능이 더욱 유기적으로 작동되어 효율의 증대나 의사결정의 유연성 등 무형의 기대 효과까지 생각했을 때, 합병으로 인한 장기적인 기업 가치 제고는 분명 긍정적일 수 있을 것이다.

하지만 논란의 된 위니맥스의 배당과 위니맥스와의 합병 과정에서 보여준 위닉스 경영진의 기업 지배구조와 주주가치에 대한 잘못된 인식에 대해서는 상당히 아쉬움이 든다.

합병을 위한 위니맥스 가치 평가를 통해 위니맥스의 주당 가치는 약 624,631원으로 평가되었다. 상장 기업인 위닉스는 기준주가를 적용해 17,825원으로 평가되어 합병 비율은 1:35.0424123으로 산정되었으며, 합병을 통해 약 3,504,241주의 신주를 발행해 전량 윤철민 씨에게 배정되게 된다,

구분	합병법인 (위닉스)	피합병법인 (위니맥스)
기준주가	17,825	해당사항 없음
본질가치	해당사항 없음	624,631
- 자산가치	5,518	45,368
- 수익가치	해당사항 없음	1,010,806
상대가치	해당사항 없음	해당사항 없음
합병가액(1주당)	17,825	624,631
합병비율	1	35.0424123

합병으로 인해 윤희종 대표이사의 아들인 윤철민 씨는 약 3,504,241주의 합병 신주를 전량 배정 받아 일시에 약 21.42%의 지분을 보유하게 되며, 아버지에 이어 2대 주주의 지위를 확보하게 된다. 위닉스 발행주식이 총 12,854,400주임을 감안할 때, 새로 발행되는 합병 신주는 기존 주식 총수의 약 27%에 해당할 정도로 막대한 양이다. 위닉스는 절대 상속이나 가업 승계를 위한 목적이 아니라고 했으나, 결과적으로는 윤철민 씨의 위닉스에 대한 지배력은 한층 강화되었다.

우리가 위닉스와 위니맥스의 합병 과정에서 가장 주목해야 하는 부분은 2013년 말 기준으로 위니맥스가 2차예에 걸쳐 단행한 총 80억원의 배당에 대한 부분이다.

위닉스는 위니맥스 배당에 대한 비판 기사가 나온 지 약 11일 만에 위니맥스와 합병을 발표했다. 11일 만에 합병을 결정하고 가치 평가 등 일련의 과정들을 마무리했다고는 보기 어렵다. 그렇기 때문에 위닉스의 위니맥스 합병 결정이 시장의 비난으로 인해 급하게 결정된 것으로 판단하기는 어려울 것으로 보인다. 만약 비판 기사로 인해 급하게 합병이 결정된 것이라면 더욱 문제는 심각해진다. 위니맥스에 대한 가치 평가가 충분히 심사숙고해 평가된 것이지, 그리고 합병에 대한 경영진들이 충분히 숙고해 결정

한 것인지에 대해 확신하기 어렵기 때문이다. 비판을 잠재우기 위해 일련의 과정들이 줄속으로 진행되었을 가능성이 있기 때문이다. 뿐만 아니라 만약 비판 기사에 반응해 합병을 결정한 것이라면, 사실상 합병 발표가 시장이 지적한 문제를 스스로 인정하는 꼴이 되어버리기 때문이다. 따라서 위닉스 경영진들은 아마도 유니맥스와의 합병을 그 이전부터 준비해 왔을 가능성이 높다고 판단된다.

만약 합병을 그 이전부터 염두에 두고 있었다면, 사실상 유니맥스의 80억원 배당은 합리적인 경영상의 판단이라기보다는 오너 일가의 실속 챙기기에 불과한 셈이 된다. 유니맥스는 2013년에 약 76억원의 당기순이익을 달성했지만 중간 배당 20억원과 결산배당 60억원 등 총 80억원의 배당금을 윤철민 씨에게 지급했으며, 이로 인해 남은 이익잉여금은 고작 4.5억원에 불과했다. 즉, 영업을 통해 거둔 이익의 대부분을 배당으로 지급한 것이다. 보통 기업들은 이익의 상당 부분을 장기적인 성장을 위한 사내에 유보하거나 재투자하게 된다. 위닉스만해도 2013년에 약 135억원이 당기순이익을 기록했지만 실제 현금으로 배당한 금액은 총 12.8억원에 불과하다. 그리고 그 동안 누적해 온 미처분이익잉여금만 약 579억원에 달한다.

위닉스가 유니맥스와 합병을 발표하기 이전에는 이처럼 유니맥스가 이익의 대부분을 배당하고 내부에 유보하거나 재투자 하지 않은 이유가 향후 성장을 위한 사내 유보나 재투자의 필요가 크지 않아서라고 추측되었다. 즉, 위닉스와의 안정적인 거래로 지속적인 현금 창출이 가능하기 때문에 굳이 이익을 유보하거나 재투자할 필요가 크지 않기 때문이다. 하지만 금번 합병 발표로 인해 유니맥스의 80억원 배당이 합병을 앞두고 유니맥스에 축적된 이익 대부분을 윤철민 씨에게 분배한 것이 아닌가 하는 의구심이 든다. 윤철민 씨 입장에서는 합병 이후에는 상장 회사의 주주가 되기 때문에 100%의 지분을 보유한 비상장사에서 금번처럼 대규모 배당을 받는 것이 여러모로 편리하기 때문이다.

물론 배당하지 않고 사내에 현금을 유보했을 경우, 합병 가치 평가에서 이 부분이 추가로 평가에 포함되기 때문에 합병 신주를 추가로 받을 수 있어 윤철민 씨 입장에서는 배당 여부가 실질적인 부의 증대와 연관성이 크지 않다고 반박할 수도 있을 것이다. 하지만 실제로는 그렇지 않다. 유니맥스는 위닉스와는 달리 판매법인으로 자산가치보다 수익가치가 월등히 높다. 실제로 유니맥스 가치 평가 내역을 상세히 살펴보면, 유니맥스의 자본총계는 약 114.5억원이지만 배당 등을 차감하게 되면 실제 순자산가액은 약 45.4억원에 불과하다. 그나마 이것도 2013년 말 자본총계에서 매도가능증권평가이익이 반영된 결과로 보인다. 참고로 유니맥스는 위닉스 주식 약 3.72%를 매도가능증권으로 보유하고 있어 매도가능증권평가이익 역시 위닉스 주가 상승에 따라 발생한 것으로 보인다.

유니맥스의 순자산을 발행주식 총수인 10만주로 나누면 주당 자산가치는 약 45,368원이다. 반면 주당 수익가치는 1,010,086원으로 자산가치의 22배를 넘는다. 2014년과 2015년 각각 99억원과 104억원의 당기순이익을 달성할 수 있을 것으로 평가되었기 때문이다. 그리고 자본시장과 금융투자업에 관한

법률 시행령 제176조의5에 의하여 자산가치와 수익가치에 각각 1과 1.5의 가중치를 부여하여 위니맥스의 주당 합병가액 624,631원이 산정된 것이다.

그런데 만약 위니맥스가 80억원의 배당을 지급하지 않고 사내에 유보했을 경우 위니맥스의 주당 자산가치는 125,368원이 되며, 수익가치와 가중산술평균할 경우 주당 합병가액은 약 656,631원으로 증가한다. 그리고 합병 비율도 약 35.0424123에서 약 36.8376384로 증가한다. 만약 이처럼 합병 비율이 변경될 경우 실제 발행되는 합병 신주는 3,504,241주에서 3,683,764주로 약 179,523주가 증가하게 된다. 이를 합병 당시 위닉스 기준주가 17,825원으로 계산해보면 약 32억원에 해당된다. 정리해보면, 만약 위니맥스가 80억원을 배당하지 않고 사내에 유보했을 경우 윤철민 씨는 약 32억원의 위닉스 주식을 더 받게 되는 것이다. 현금 80억원과 주식 32억원은 단순히 계산하더라도 약 48억원이 차이가 난다. 더욱이 금번 합병을 통해 윤철민 씨의 합병 신주가 1년 동안 보호예수 될 예정이므로 그 동안의 시간비용까지 고려한다면, 합병 신주로 얻는 이익보다 배당을 통해 얻는 이익을 월등히 큰 것이다.

그러므로 위니맥스가 위닉스와의 합병을 염두에 두고 이익의 대부분을 현금으로 배당했다면, 이는 사실상 오너 일가의 이익을 위한 의사결정인 셈이다. 만약 배당하지 않고 합병했다면, 위니맥스가 위닉스와의 거래를 통해 축적한 이익이 다시 위닉스로 흡수시킴으로써 일감 몰아주거나 왜곡된 부의 분배와 같은 시장의 비난에 대해 어느 정도 변명할 수 있었을 것이다. 하지만 합병을 충분히 인지하고 있는 상황에서 합병 직전에 이익 대부분을 배당을 통해 오너 일가에게 유출한 결정에 대해서는 변명의 여지가 없을 것으로 보인다. 물론 배당가능범위 내에서 배당을 하는 것은 기업의 고유 의사결정 영역이므로 시장에서 잘잘못을 판단하거나 왈가왈부할 문제는 아니다. 그리고 금번 합병을 통해 위닉스의 기업가치 증대 역시 기대할 수 있을 것이다. 하지만 그 과정에서 위닉스나 위니맥스 경영진이 보여준 행태에 대해서는 긍정적으로 판단하기 어려울 것으로 보인다.

위니맥스를 품에 안은 위닉스가 제조에서부터 판매/유통까지를 담당하게 되면서 사업적 관점에서 위닉스는 분명 한층 업그레이드될 것으로 보인다. 하지만 지배구조의 관점에서 본다면, 위닉스는 더욱 위태로운 상황에 놓인 것으로 보인다. 위닉스와 위니맥스의 거래, 위니맥스의 배당, 그리고 위니맥스와의 합병 과정에서 드러난 위닉스 경영진의 지배구조에 대한 왜곡된 인식은 분명 위닉스의 장기적인 발전에 있어서 걸림돌이 될 수 있다. 그러므로 위닉스 경영진과 주주들은 위닉스의 올바른 기업 지배구조 구축을 위한 노력이 필요하다. 중립적인 사외이사과 감사를 보강하여 이사회와 주주들의 중립성을 증대해야 하며, 의사결정 과정의 투명성이 담보되어야 할 것이다. 뿐만 아니라 기관주주들과 개인주주들은 적극적인 의견 행사와 권 행사를 통해 기업 경영에 적극 참여하며 이사회를 견제해야 한다. 위닉스의 외형이 커진 만큼 감시와 견제 기능이 더욱 강화되어야 하는 것이다.

판매라는 날개를 단 위닉스는 앞으로 더 높이 날 수 있을지도 모른다. 하지만 지속적으로, 그리고 안정

적으로 성장해 위대한 기업으로 거듭나기 위해서는 기업 지배구조에 대한 경영진의 올바른 인식은 반드시 선결되어야 한다. 위니맥스 관련 논란은 이렇게 합병으로 사라지지만 여전히 위닉스 경영진은 위닉스 호의 선장이 되어 항해를 이어나갈 것이다. 위닉스 호의 안전한 순항을 위해 기업 지배구조에 대한 진지한 고민이 필요한 대목이 아닐까 생각한다.