

## Governance Opinion

< 노른자는 누구에게로? >

**새**로운 기업이 설립되어 영업을 통해 스스로 이익을 창출하여 생존하고 발전하기란 여간 쉬운 일이 아니다. 수많은 경쟁자들과의 경쟁 구도 속에서 이겨 살아 남아야 하고 급변하는 환경에 적절하게 대응해 적응해야만 한다. 최적의 전략을 실행하여 최소의 비용으로 최대의 이익을 창출해야 하며, 끊임없이 변화와 혁신을 통해 스스로의 경쟁력을 키워나가야 한다. 기업의 본질이자 목적은 이윤 창출이지만, 요즘은 그 보다 더 중요한 것이 바로 생존이다. 치열한 경쟁 환경과 급변하는 사업 환경 속에서 생존해야만 이윤을 창출할 수 있는 것이다.

하지만 모두에게 기업 환경이 이렇게 척박한 것은 아니다. 누군가에게는 생존하기 위해 낙타가 바늘 구멍을 통과하듯 고되고 험난한 길이지만, 또 다른 누군가에게는 성공을 향해 질주하는 아우토반이 펼쳐지기도 한다.

### 든든한 뒷배

코스닥 상장기업인 동우는 양계 및 축산물의 제조 가공 및 판매업을 주된 사업으로 하고 있으며, 1993년에 설립되어 2006년에 코스닥 시장에 상장했다. 닭고기 관련 사업을 계열화하여 양계, 종란, 부화, 사육, 가공, 판매까지 아우르고 있으며, 총 자산 규모는 약 1523억원, 그리고 연 매출은 2천 5백억원이 넘는 만큼 제법 탄탄하고 안정적인 기업이다. 최대주주는 김동수와 김동수가 최대주주로 있는 군산도시가스 등이며 지분율은 약 55.55%로 안정적인 경영권을 유지하고 있다. 동우는 최근 군산도시가스 와 함께 축산물 가공 기업인 참프레에 대규모 투자를 단행해 공격적인 행보를 보여주고 있다.

동우의 요약 재무 정보는 다음과 같다.

(단위 : 원)

구분	2013년	2012년	2011년
유동자산	71,723,175,450	96,888,688,321	87,010,745,578
현금및현금성자산	22,556,628,455	7,774,295,323	2,167,850,538
비유동자산	80,587,491,182	52,671,363,838	47,800,040,584
관계기업투자	46,357,912,034	16,105,453,908	14,757,849,713
유형자산	23,738,181,644	24,296,435,268	24,768,150,622
<b>자산총계</b>	<b>152,310,666,632</b>	<b>149,560,052,159</b>	<b>134,810,786,162</b>
유동부채	18,002,292,824	35,920,467,561	21,819,974,143
단기차입금	1,176,630,857	11,231,290,000	3,472,550,000
비유동부채	12,832,705,502	3,927,057,714	4,357,393,996
<b>부채총계</b>	<b>30,834,998,326</b>	<b>39,847,525,275</b>	<b>26,177,368,139</b>
자본금	11,430,000,000	11,430,000,000	11,430,000,000
이익잉여금	92,698,397,668	82,218,108,533	79,830,218,336
<b>자본총계</b>	<b>121,475,668,306</b>	<b>109,712,526,884</b>	<b>108,633,418,023</b>
매출	251,708,531,204	214,253,245,460	218,666,058,937
영업이익	12,491,352,672	-1,284,667,373	8,865,618,975
당기순이익	10,480,289,135	2,387,890,197	9,239,174,811

위의 표에서와 같이 약 1,500억원의 자산 규모에 부채는 약 308억원으로 매우 안정적인 재무구조를 확보하고 있으며, 누적 이익잉여금이 927억원에 달할 정도로 안정적으로 수익을 창출하고 있는 것으로 보인다. 매출 규모 역시 2천억원 이상을 유지하고 있으며, 영업이익과 당기순이익이 다소 급격하게 변동하나 지속적으로 흑자 기조를 유지하고 있다.

다만 닭고기 사업은 조류인플루엔자 등 대단위 질병 등 돌발적 환경 요인에 따라 매출 및 소비가 영향을 받을 수 있는 불확실성을 갖고 있으며, 관련 사업이 점차 성장하면서 영세업체들은 도태되고 관련 사업을 계열화한 중대형 업체들간의 경쟁이 심화되고 있어 절대 낙록하게 볼 수 없는 힘든 시장에 포지션하고 있는 것으로 보인다.

최근 야심차게 3백억원의 대규모 자금을 투자한 참프레 역시 축산물 가공 사업까지 확고하게 계열화함으로써 경쟁력을 강화하기 위한 조치로 보인다. 다만 최근 3년간 3백억원 이상의 당기순이익을 달성했음에도 불구하고 전혀 현금 배당을 결정하지 않은 것으로 보아, 이러한 치열한 경쟁 구도 속에서 살아남기 위해 꾸준한 이익의 재투자가 필요했던 것으로 판단된다. 물론 배당을 통해 기업의 이익을 주주

전체와 공유하는 것도 중요하지만, 장기적인 관점에서 기업이 생존하고 경쟁력을 확보해 기업 가치를 상승시키는 것 역시 주주의 권익을 보호하는 또 다른 길일 것이다.

그런데 최근 동우의 최대주주 그룹에 나농이라는 법인이 새로 추가되었다. 나농은 김동수 최대주주의 친인척인 김동환으로부터 지분 약 3%를 시간외매매 방식으로 취득해 최대주주 그룹에 포함되었다. 지분공시를 통해 밝힌 나농에 대한 정보는 자본금 1억원에 총자산은 796억원이며, 최대주주이자 대표이사는 김재윤이며 지분율은 60%라는 점이다.

나농은 최근에 최대주주 그룹에 포함되었으나 사실 그 이전부터 동우와의 거래를 통해 등장해 왔다. 2013년에도 동우는 배합사로 제조기업인 나농으로부터 약 802억원을 매입한 바 있으며, 2012년에는 1,052억원을 매입했다. 동우와 나농의 거래 관계는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

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

※ 매출과 매입은 동우를 기준으로 하여 매출은 동우가 나농에 대해 발생시킨 매출이며, 매입은 동우가 나농으로부터 매입한 금액을 의미한다.

위의 표에서 확인할 수 있는 것처럼 동우와 나농의 관계는 동우가 나농으로부터 거의 일방적으로 매입하는 구조이며, 나농 입장에서는 매년 8백억원에서 1천억원 규모의 꾸준한 매출을 보장해주는 안정적인 매출처를 확보하고 있는 셈이다.

나농은 2007년 배합사로 제조 및 매매업 등을 주된 사업으로 설립되었다. 설립 당시 주당 1만원 주식을 1만주 발행해 자본금은 고작 1억원에 불과했다. 겨우 1억원의 자본금으로 설립했지만 설립과 동시에 동우 등 안정적인 매출처를 대상으로 폭발적으로 매출을 발생시키며 급격하게 성장했으며, 약 7년이 지난 2013년 말 기준으로 총 자산은 790억원, 부채는 약 508억원이며, 자본금 1억원에 누적 이익잉여금이 282억원에 달하는 알짜 회사로 성장했다. 나농의 최근 손익 구조는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2013년	2012년	2011년	2010년	2009년
매출	178,787,836	127,267,423	116,922,089	114,346,324	129,602,822
영업이익	5,732,537	4,784,857	2,070,107	748,396	4,611,619
당기순이익	7,046,244	7,970,288	959,268	2,625,059	8,779,603

위의 표에서처럼 나농은 매년 1천억원 이상의 매출을 꾸준히 기록하고 있으며, 단 한 차례도 적자를 기

록하지 않고 흑자 행진을 이어가고 있다. 뿐만 아니라 당기순이익도 최근 70~80억원씩 발생하는 등 매년 상당한 이익을 쌓아가고 있다. 이 모든 시작은 바로 7년 전 자본금 1억원으로 시작한 작은 회사의 경이로운 실적이다. 이렇게만 놓고 본다면, 나농의 최대주주이자 대표이사인 김재윤은 놀라운 경영 능력을 보여주고 있는 셈이다.

나농의 현 대표이사는 최대주주인 김재윤이지만 전 대표이사는 황금석이었다. 황금석은 현재 동우의 대표이사로 재직하고 있는 인물이다. 동우와 나농이 단순히 거래 관계로 엮인 사이는 아닌 것으로 보인다. 그렇다면 자본금 1억원의 나농을 설립해 몇 년 만에 수백 억원의 회사로 키워낸 김재윤은 과연 누구인가?

김재윤에 대한 정보는 거의 공개된 것이 없다. 다만 나농의 전 대표이사인 황금석이 현재 동우의 대표이사인 점, 그리고 김동수와 함께 나농이 동우의 최대주주 그룹에 포함되어 있는 점을 통해 김동수와 나농, 그리고 나농의 최대주주인 김재윤의 관계를 미루어 짐작해 볼 수 있다. 뿐만 아니라 김재윤은 동우가 핵심 계열사로 투자하고 있는 참프레의 등기임원이기도 하다. 55년생인 김동수와 78년생인 김재윤의 관계는 더욱 명확해지는 듯 보인다. 공시에 따르면 나농은 동우의 최대주주와 특수관계에 있는 계열회사라고 언급하고 있어 어느 정도 나농의 김재윤과 동우의 김동수 사이의 관계에 대해 추정해 볼 수 있다. 아울러 이러한 나농과 동우의 관계를 통해 나농의 급격한 성장 배경이 단순히 최대주주인 김재윤의 역량에 의한 것은 아닐 것으로 추정된다.

## 나농의 다음 구상

나농은 자본금 1억원으로 설립해 매년 수십억원의 이익을 달성하고 있지만 전혀 배당은 하지 않고 있다. 동우라는 든든하고 안정적인 매출처를 확보하고 있으므로 이익을 유보해 재투자할 필요성이 크지 않음에도 이익을 배당의 형태로 사용하고 있지는 않은 것이다. 그렇다면 그렇게 많은 이익은 다 어디에 사용되고 있는 것일까?

2013년 말 기준으로 나농의 총 자산은 약 790억원이며, 그 중 약 91억원은 투자자산으로 보유하고 있다. 투자자산은 참프레 23억원과 군산도시가스 65억원 등이다. 나농은 동우와 군산도시가스에 이어 참프레의 3대주주이며 약 3.4%의 지분을 보유하고 있다. 그리고 군산도시가스의 경우 나농은 김동수에 이어 2대 주주이며, 지분율은 약 25.3%이다. 그리고 앞서 살펴본 바와 같이 나농은 최근 약 16억원을 투자해 동우의 지분을 약 3% 취득했다.

참프레는 동우와 군산도시가스가 각각 3백억원씩 총 6백억원을 투자한 핵심 계열사이며, 군산도시가스는 동우의 2대주주이자 참프레의 2대 주주인 기업이다. 나농은 동우와의 거래를 통해 축적한 이익을

바탕으로 동우의 핵심 계열사인 참프레의 지분을, 그리고 동우와 참프레의 2대주주인 군산도시가스에 대한 지배력을 확보해 나가고 있는 것이다. 그리고 이제는 본격적으로 동우에 대한 직접 지배력까지 강화하기 시작한 셈이다.

앞서 김동수와 김재윤의 관계는 충분히 짐작해 볼 수 있었지만, 김재윤은 직접 동우의 지분을 취득하거나 동우의 경영 전면에 등장하지 않았다. 하지만 동우로부터 전폭적인 지원을 받고 있는 나농을 통해 조금씩 동우와 그 외 계열사들에 대한 지배력을 확보해 나가고 있는 것이다. 하지만 이러한 거대한 지분의 움직임에 김재윤이 사용한 금액은 고작 6천만원에 불과하다. 2007년 나농은 1억원의 자본금으로 설립되었으며, 김재윤의 지분율이 60%인 점을 감안해 보면, 김재윤은 겨우 6천만원으로 참프레의 3대주주, 그리고 군산도시가스의 2대주주 지위를 확보한 것이다.

하지만 김재윤과 나농의 움직임은 이제 시작으로 보인다. 나농은 지속적으로 동우와의 거래 관계를 유지하고 있으며, 2013년에는 참프레에 대해서도 약 350억원의 매출을 발생시키기 시작했다. 참프레와의 거래가 이제 시작인 점을 고려해 본다면, 앞으로 나농의 매출액은 더욱 폭발적으로 증가할 것으로 추정된다. 그리고 매출 증가에 따라 나농의 이익 역시 지금보다 훨씬 더 빠르게 증가할 것이다. 그렇다면 나농이 참프레와 동우, 그리고 군산도시가스 등에 대한 지배력을 확보해 나가는 속도는 한층 빨라질 것이다. 하지만 김재윤이 7년 전 처음 투자한 6천만원보다 자금을 더 투입할 필요는 없다. 동우가 건재하는 한 나농의 탄탄대로는 계속 이어질 것이기 때문이다.

2009년 동우와 김동수 회장은 투명 경영을 위해 소유와 경영을 철저히 분리하여 전문 경영인과 이사회 간 견제와 균형이 조화를 이루는 선진형 기업 지배구조를 실천해 왔다는 취지로 언론의 극찬을 받으며, 관련해서 상을 받기도 했다. 시장과 주주들은 이러한 동우의 독심과 고집, 철학을 믿어 의심치 않았으며, 그랬기 때문에 배당 한 푼 받지 못하더라도 기업의 장기적인 성장과 발전을 기대해 왔다. 하지만 다수의 주주에게는 오랜 시간 양보와 인내, 신뢰를 바라면서 동시에 소수의 특수관계자에게는 아낌없이 베풀고 나눠 왔던 것이다. 그 동안 다수의 주주들이 지불해야 했던 기회비용도 문제지만, 믿는 도끼에 발등 찍힌 배신감은 과연 무슨 수로 치유할 수 있을 것인가?

**거대 그룹의 꼭대기에는..**

닭고기 하면 가장 먼저 떠오르는 이름, 아마도 하림이 아닐까 생각한다. 하림은 2013년 말 기준으로 시장점유율 20% 수준으로 업계 1위 기업이다. 2위 기업인 동우나 체리부르가 7% 수준인 점을 감안해 볼 때 압도적인 1위 기업이라고 할 수 있을 것이다. 하림그룹은 가금사업을 영위하는 하림과 양돈사업의 서진, 홈쇼핑 회사인 NS쇼핑, 사료기업인 제일사료 등 닭과 오리, 양돈 등 수많은 계열사를 거느리고 있으며, 국내외 계열사가 78개에 달할 정도로 거대 그룹으로 성장했다.

하림그룹의 간판 역할을 하고 있는 하림은 2013년말 기준 자산총액이 4,800억원에 달하며 매출액은 7,890억원에 이른다. 게다가 2013년 155억원의 당기순이익을 기록하는 등 상당한 알짜기업이다.

하림그룹은 그 동안 다소 특이한 지배구조로 관심을 받아왔는데 현재 하림그룹의 사실상 지주회사는 제일홀딩스이며, 제일홀딩스는 하림, 팜스코, 선진 등의 주요 계열사를 지배하고 있다. 그리고 중간 지주회사격인 하림홀딩스를 통해 NS쇼핑, 그린바이텍 등의 계열사를 지배하고 있다.

하림그룹은 그 동안 M&A와 기업 분할과 합병 등 복잡하고 어지러운 지배구조 정비 작업을 지속적으로 하고 있다. 워낙 계열사도 많고 분할과 합병으로 끊임없이 회사들이 생겨나고 있어 겉보기에는 다소 어지러워 보일 수 있으나 정작 지배구조의 상단은 조금씩 더 분명해지고 있다.

하림그룹은 김홍국 회장이 이끌고 있다. 김홍국 회장이 병아리 몇 마리로 시작해 지금의 하림그룹을 일구었다는 이야기는 여러 언론을 통해 많이 알려져 있다. 그런데 김홍국 회장이 보유하고 있는 하림 지분은 겨우 2013년 말 기준으로 1.5%에 불과하다. 하림의 최대주주는 앞서 언급한 그룹의 지주사 역할을 하고 있는 제일홀딩스이다. 제일홀딩스는 하림의 지분 47.83%를 보유하고 있다.

그렇다면 제일홀딩스는 누가 지배하고 있는가? 하림의 사업보고서에 따르면 2013년 말 기준 제일홀딩스의 최대주주는 김홍국 회장이다. 하지만 지분율은 겨우 7.3% 수준에 불과하다. 그리고 김홍국 회장에 이어 한국섬벤이라는 계열사가 약 6.9%를 보유하고 있다. 제일홀딩스의 지분을 가장 많이 보유하고 있는 것은 다름아닌 제일홀딩스 자신이다. 자사주가 81.1%에 달하기 때문이다. 그렇기 때문에 자사주를 제외한 나머지 약 19%의 지분을 김홍국 회장 등이 나눠서 가지고 있는 셈이다. 참고로 제일홀딩스의 3대주주는 올품이라는 계열사로 약 1.34%의 지분을 보유하고 있으며 4대주주는 김홍국 회장의 배우자로 알려진 오수정 씨가 약 1.12%를 보유하고 있다.

그렇다면 김홍국 회장에 이어 그룹의 지주회사인 제일홀딩스의 2대 주주인 한국섬벤은 과연 누구인가?

한국섬벤은 동물약품제조를 주 목적으로 설립된 회사로 2013년 말 기준으로 자산총액은 약 2,341억원이다. 그 중 제일홀딩스 지분 가치가 약 2,167억원을 차지하고 있어 사실상 제일홀딩스 보유 주식자산 대부분을 차지하고 있는 셈이다. 한국섬벤의 자본금은 고작 10억원에 불과한데 반해 자산총액은 2,341억원으로 자본금의 234배에 달하는 셈이다. 매출은 3백억원 수준에 불과하지만 2013년에 영업이익이 65억원에 달할 정도로 상당히 실속이 있는 기업이다. 그런데 매출의 대부분을 모회사인 올품과의 거래를 통해 발생시키고 있다. 2013년 한국섬벤은 올품과의 거래를 통해 약 308억원의 매출을 기록했으며, 같은 해 한국섬벤의 총 매출은 308억원이었다.

이제 한국섬벤의 지분 100%를 보유하고 있는 올품에 대해 알아보아야 할 차례이다. 올품은 원래 한국섬벤판매라는 이름의 회사였다. 앞서 살펴본 한국섬벤은 2010년 물적분할을 통해 한국섬벤과 한국섬벤판매로 나뉘었으며 한국섬벤판매가 제일홀딩스의 100% 자회사였던 올품을 매입해 2013년 올품과 합병한 것이다.

한국섬벤판매는 올품과 합병하면서 매출 규모가 상당히 커졌으나 합병 이전에는 약 7~8백억원 수준의 매출을 기록해 왔다. 그리고 매출의 대부분을 하림그룹 계열사들과의 거래를 통해 발생시켰다. 앞서 한국섬벤은 한국섬벤판매와의 거래를 통해 매출 대부분을 달성했는데, 한국섬벤판매는 다시 하림그룹 계열사들과의 거래에 전적으로 의존하고 있었던 것이다. 한국섬벤판매는 이러한 하림그룹 계열사와의 거래, 그리고 하림그룹 주요 자회사에 대한 지분 매각 등을 통해 자본금 20억원에 2012년 말 자산총액 1,065억원으로 50배 이상 성장할 수 있었다. 그리고 이렇게 조성된 부를 통해 제일홀딩스로부터 올품 지분 100%를 700억원 이상을 지불하고 매입해 와 합병하여 2013년말 기준 자산총액은 2,067억원에 달한다.

그런데 중요한 것은 한국섬벤을 통해 제일홀딩스의 2대주주 지위를 확보하고 있는 올품의 주인이 김홍국 회장이 아니라 김준영이라는 사람인 것이다. 김준영은 올품의 지분 100%를 보유하고 있다. 하림그룹 지배구조 정점에 등장한 김준영에 대해 시장은 김홍국 회장의 특수관계인으로 추정을 했고, 얼마 전 한 신용평가회사는 김준영에 대해 김홍국 회장의 자녀라고 언급했다. 결국 하림그룹의 정점에는 김홍국 회장과 그의 자녀로 추정되는 김준영이 있는 것이다.

앞서 제일홀딩스의 최대주주가 김홍국 회장이며, 2대주주는 한국섬벤, 그리고 3대주주는 올품인 것을 확인했다. 그런데 김홍국 회장의 제일홀딩스 보유주식은 365,430주인데 반해, 한국섬벤은 346,200주, 그리고 올품은 69,509주를 보유하고 있다. 올품이 한국섬벤을 100% 지배하고 있는 점을 고려해 보면 올품은 415,709주를 보유하고 있어 사실상 김홍국 회장보다 더 많은 지분을 보유하고 있는 셈이 된다. 그리고 이는 결국 올품의 지분을 100% 보유하고 있는 김준영이 실질적인 제일홀딩스의 최대주주임을 의미한다.

2011년 말까지만 해도 올품의 대주주는 김홍국이었던 것으로 보인다. 그리고 당시 올품은 하림이나 팜스코, 제일사료 등 하림그룹의 계열사들과 거래를 통해 매출의 상당 부분을 해결하고 있었다. 그리고 주요 자산으로 엔에스쇼핑의 전신인 농수산홀딩스와 농수산홈쇼핑 지분을 약 17%씩 보유하고 있었다. 그러다가 갑자기 2012년 올품의 최대주주는 김준영으로 변경되었으며, 농수산홀딩스가 제일홀딩스에 흡수합병 되면서 제일홀딩스의 지분을 보유하게 된다. 김준영의 등장과 함께 올품이 그룹의 지주사인 제일홀딩스의 3대 주주로 올라서게 된 것이다.

그리고 2010년 올품으로부터 물적분할된 한국섬벤은 분할 당시 명보쇼핑, 하림유통, 천하제일, 제일곡산 등의 매도가능증권 약 250억원어치의 지분을 보유하고 있었는데, 2011년 중에 제일홀딩스가 이 회사들을 흡수합병하면서 한국섬벤은 제일홀딩스 주식을 보유하게 된다. 결과적으로 2011년과 12년 올품의 주인이 김홍국에서 김준영으로 변경되면서 올품과 한국섬벤이 보유하고 있던 여러 회사들의 주식 이 그룹의 지주회사인 제일홀딩스 주식으로 바뀌면서 자연스럽게 김준영은 그룹의 정점에 위치하게 된 것이다. 올품과 한국섬벤은 하림그룹 계열사들과 거래를 하며 차근차근 몸집을 불려나갔고, 김준영은 올품의 지분을 취득했을 뿐인데 하림그룹 전체를 지배하게 된 것이다.

### 속 빼담은 양계업계 원투펀치

농림수산식품부 발표에 따르면 2013년 국내 양계업계 도계 실적은 다음과 같다.

업체명	도계 점유율	비고
<b>하림</b>	<b>20.0%</b>	
<b>동우</b>	<b>7.4%</b>	
<b>참프레</b>	<b>4.3%</b>	동우의 자회사
<b>올품</b>	<b>8.8%</b>	하림의 관계회사
체리부로	7.9%	
마니커	5.4%	
사조	3.6%	
기타 약 30개 업체	42.6%	
합계	100%	

하림과 동우, 그리고 두 회사의 관계회사인 참프레와 올품까지 더하면 전체 도계 점유율의 약 40.5%를 차지하고 있다. 국내 양계업계는 사실상 이 두 회사에 의해 지배되고 있다고 봐도 무방할 것이다. 그런데 양계업계의 이 두 선두 기업들의 기업 지배구조 변화 양상이 어쩐지 많이 닮아있다.

동우의 기업 지배구조 변화의 핵심적인 역할을 하고 있는 나농은 배합사료 사업을 하고 있고, 하림의 한국섬벤은 동물약품 제조 사업을 영위하고 있다. 배합사료나 동물약품 모두 양계사업에 있어서 필수불가결한 관련 사업이고, 동우와 하림 같이 든든한 수요처가 있을 경우 땅 짚고 헤엄치기 격의 손쉬운 사업 모델이 될 수 있다. 그리고 나농과 한국섬벤 모두 자본금은 크지 않으나 동우와 하림의 전폭적인 지원으로 안정적으로 수익을 창출해 부를 축적해 왔으며, 이를 바탕으로 거래 그룹의 지배구조 정점으로



한 발씩 다가가고 있다. 그리고 이 모든 과정의 끝에는 오너의 젊은 특수관계자들이 자리하고 있다.

이제 가장 처음 했던 질문의 답이 조금 엇보이는 듯 하다. 노른자의 주인이 누구인지 말이다.