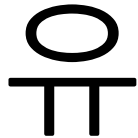


Governance Opinion

< 껌데기만 상장기업 >



가증권 시장 상장 새내기 토니모리의 성장 속도는 제법 빠른 편이다. 화장품 도소매업으로 2006년 설립된 토니모리는 화장품업종의 광풍 속에 설립 3년 만에 100호점을 돌파하고 홍콩과 뉴욕, 샌프란시스코의 매장을 오픈하는 등 가파른 성장세를 자랑했다. 더불어 토니모리를 창업한 최대주주 배해동 대표이사는 산업훈장을 수상하는 등 탁월한 경영자로 세간의 주목을 받았다.

그리고 설립 이후 9년만인 2015년 7월 토니모리는 화려하게 유가증권 시장에 상장했다. 상장 당시 시초가 역시 공모가의 2배 수준인 64,000원에 달했다. 그렇게 토니모리는 화장품처럼 눈부시게 반짝이며 증시에 데뷔했다. 2016년 5월 말 기준으로 토니모리의 시가총액은 약 4,230억원에 달하며, 2015년 말 기준으로 토니모리 지분 약 64%를 보유한 배해동 대표이사와 그의 가족들의 지분 평가액은 약 2,700억원에 달한다.

토니모리를 통해 부와 명예를 한꺼번에 거머쥔 배해동 대표이사와 마찬가지로 토니모리의 15,000여명의 주주들도 토니모리의 달콤한 과실을 나눠가질 수 있을까?

재주는 토니모리가, 돈은?

2015년 토니모리의 총 매출은 약 2,200억원이며, 영업이익은 181억원, 그리고 당기순이익은 141억원이었다. 2015년이 회계년도로 10기임을 고려해 볼 때, 토니모리의 성적표는 나무랄 데 없는 수준이다.

(단위 : 천원)

구분	2015년	2014년
매출	219,969,833	205,149,670
영업이익	18,135,124 (8.2%)	14,869,698 (7.2%)
당기순이익	14,079,518 (6.4%)	11,614,179 (5.7%)

(괄호 안은 매출 대비 이익률)

2천억원대 매출과 1백억원 이상의 순이익이라면 충분히 주주들을 만족시킬만한 수준이라고 평가할 수

있을 것이다. 하지만 좀 더 살펴보면 토니모리가 여전히 비상장기업의 모습을 갖고 있는 것은 아닌지 하는 의문을 갖게 하는 몇몇 징후들을 확인할 수 있다.

우선 특수관계자와의 거래 부분이다.

토니모리는 최대주주인 배해동 대표이사의 일가족들이 지배하고 있는 태성산업과 밀접한 거래 관계를 유지하고 있다. 태성산업은 1999년 설립된 화장품용기 제조업체로서 최대주주는 배해동 대표이사의 배우자인 정숙인으로 50%의 지분을 보유하고 있으며, 배해동 대표이사가 30%를, 그리고 나머지 잔여 지분은 배해동 대표이사의 자녀들이 보유하고 있는 가족기업이다. 즉, 태성산업을 통해 화장품 용기를 제조하던 배해동 대표이사가 직접 화장품 유통 사업에 뛰어들며 토니모리를 설립한 셈이다.

2015년 토니모리는 태성산업으로부터 약 242억원을 매입했으며, 2014년에는 약 254억원을 매입했다. 토니모리의 사업보고서에 따르면 토니모리는 화장품 용기와 같은 부자재의 거의 절반 정도를 태성산업으로부터 매입하고 있다.

(단위 : 백만원)

구분	주요 매입처	2015년	2014년	2013년
부자재	태성산업	24,168	25,450	20,783
	기타	24,411	23,361	17,040

토니모리는 사업보고서를 통해 태성산업과의 관계를 다음과 같이 언급하고 있다.

"미샤, 더페이스샵 등 선행 주자들의 사례를 학습하고, 시장 및 고객의 요구에 맞는 트렌디하고 독특한 디자인의 제품을 발빠르게 출시 할 수 있었던 것은 화장품용기 전문제조사인 (주)태성산업이 (주)토니모리의 모태이기 때문에 가능한 강점이라고 하겠습니다."

토니모리의 경쟁력이 태성산업에서 기인하고 있다는 것이 회사의 주장인 셈이다. 하지만 꼭 그렇지만은 않은 것으로 보인다.

태성산업의 최근 매출액은 500억원대로 비교적 안정적이다. 앞서 살펴본 바와 같이 토니모리가 매년 태성산업으로부터 250억원 안팎의 화장품 용기 등을 매입하고 있으며, 태성산업의 전체 매출 가운데 절반 가량을 토니모리가 책임지고 있는 셈이다.

태성산업의 최근 실적은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	2015년	2014년
매출	57,295,474	53,586,250
매출총이익	15,766,519 (27.5%)	14,231,380 (26.6%)
영업이익	7,893,304 (13.8%)	8,735,368 (16.3%)
당기순이익	7,076,995 (12.4%)	7,860,361 (14.7%)

(괄호 안은 매출 대비 이익률)

매출과 영업이익보다 더욱 눈에 띄는 점은 바로 이익률이다. 태성산업은 2015년에 14%에 가까운 영업이익률을 기록했으며, 2014년에는 16%가 넘는다. 토니모리 이익률의 약 2배 수준이다. 물론 화장품 업계가 최근 비약적으로 성장하면서 더불어 화장품 용기 제조업체들의 수익성 역시 개선되었을 수 있다. 화장품 용기를 제조하는 다른 업체들의 실적과 비교해 볼 필요가 있을 것으로 보인다.

화장품 용기 제조업체 가운데 시장점유율 1위 기업인 코스닥 상장기업 연우와 태성산업과 유사한 시장 점유율을 보이고 있는 펄텍코리아의 실적과 이익률은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

업체명	구분	2015년	2014년
연우	매출	199,099,179	168,758,645
	매출총이익	36,093,031 (18.1%)	26,349,050 (15.6%)
	영업이익	18,863,048 (9.5%)	12,149,444 (7.2%)
	당기순이익	15,281,995 (7.7%)	8,670,204 (5.1%)
펄텍코리아	매출	82,889,616	54,722,314
	매출총이익	14,317,437 (17.3%)	8,807,282 (16.1%)
	영업이익	8,770,857 (10.6%)	4,504,851 (8.2%)
	당기순이익	8,447,480 (10.2%)	3,960,537 (7.2%)

(괄호 안은 매출 대비 이익률)

연우와 펄텍코리아는 대략 비슷한 수준의 이익률을 보이고 있음을 확인할 수 있다. 그리고 태성산업은 이들 업체들보다 월등히 높은 수준의 이익률을 보이고 있다. 매출총이익률에서부터 태성산업은 연우, 펄텍코리아와는 비교가 되지 않는다. 단순히 보면 매출총이익률이 높다는 것은 원가를 싸게 낮출 수 있거나 제품을 더 비싸게 팔 수 있다는 것을 의미한다. 시장 지배력이 높은 연우와 펄텍코리아의 매출

총이익률이 거의 유사한 점을 토대로 사실상 화장품 용기 시장의 원가와 판매가격이 어느 정도 일정한 범위 내에서 결정되고 있음을 유추해 볼 수 있다. 그렇다면 태성산업의 놀라운 매출총이익률 비결에 태성산업 전체 매출의 절반 정도를 차지하고 있는 토니모리가 일정 부분 역할을 하고 있음을 조심스럽게 추정해 볼 수 있을 것이다.

토니모리가 비상장기업일 때는 토니모리와 태성산업의 주주구성이 배해동 및 그의 일가족으로 동일하기 때문에 이익의 귀속 여부가 그리 중요하지 않을 수 있지만 토니모리가 상장회사가 되었고 토니모리의 주주 구성이 다양한 일반 투자자로 확장된 만큼 토니모리의 경영진은 주주 전체의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 내려야 할 것이다.

또 다른 토니모리

토니모리의 상장이 진행되던 2015년 봄 토니모리가 새로운 브랜드를 런칭한다는 소식이 전해졌다. 바로 '헤리즈미'이다. 언론 보도에 따르면, 헤리즈미는 방문판매 브랜드로서 토니모리가 신규사업부를 통해 런칭한다는 것이었다. 뿐만 아니라 2015년 가을에는 중저가인 토니모리보다 가격이 높게 책정한 프리미엄 브랜드로 '라비오프'를 런칭한다는 보도까지 이어졌다. 실제로 2015년 8월 라비오프는 서울 이화여대길에 첫 번째 매장을 오픈했으며 기능성 자연주의 화장품 브랜드를 표방하며 시장 진출을 시작했다는 보도가 이어졌다.

언론이 앞다퉈 보도한 토니모리의 새로운 브랜드 헤리즈미와 라비오프. 하지만 실상은 조금 다른 것 같다.

우선 헤리즈미와 라비오프는 토니모리와 아무 상관이 없는 별도의 법인이다. 공시에 따르면 헤리즈미와 라비오프는 토니모리의 배해동 대표이사 외 특수관계자가 지분 100%를 보유하고 있는 개인회사이다. 즉, 헤리즈미와 라비오프는 토니모리의 새로운 브랜드가 아니라 별도의 새로운 화장품 회사인 셈이다.

그런데 헤리즈미와 라비오프는 상당 부분 닮아있다. 우선 두 회사는 모두 2014년 9월 24일 설립되었으며, 소재지는 동일하게 '서울특별시 서초구 방배로 183,3층(방배동)'이다. 그리고 대표이사는 정수찬으로 동일하며 배해동 대표이사의 배우자인 정숙인이 사내이사로 재직중이다. 그리고 감사는 똑같이 이상언이다. 헤리즈미와 라비오프의 대표이사를 겸하고 있는 정수찬은 과거 토니모리의 대표이사였으며, 2015년 12월말 기준으로 미등기임원으로 토니모리에 재직하고 있다.

시장과 소비자에게는 토니모리의 브랜드를 활용해 호소하고 있으나 정작 토니모리와 전혀 상관없는 헤리즈미와 라비오프는 분명 토니모리 주주들에게 민감한 문제일 수 있다. 만약 헤리즈미와 라비오프가

토니모리의 긍정적 이미지를 활용해 사업에 성공했을 때 토니모리의 주주들에게 귀속되는 이익이 전무하지만 대신 두 회사가 사업에 실패하거나 시장에 부정적 이미지를 전달했을 때, 토니모리가 그 피해를 고스란히 떠안아야 하기 때문이다. 즉, 헤리즈미와 라비오프가 성공하면 그 이익은 배해동 대표이사와 그의 일가족의 몫이 되고, 실패하면 그 피해는 토니모리 주주 전체에게 귀속되는 셈인 것이다. 결국 배해동 대표이사와 그 일가족은 위험 없이 사업 기회만을 누리게 되고 토니모리의 주주들은 그 기회에 뒤따르는 위험만을 부담해야 하는 불평등한 구조로 보인다.

게다가 앞서 일부 언론 보도를 통해 헤리즈미와 라비오프의 브랜드 런칭에 토니모리의 신규사업부 등 내부 자원이 상당 부분 활용되고 있는 것으로 추정된다. 뿐만 아니라 헤리즈미와 라비오프의 정수찬 대표이사는 토니모리의 이사로 재직하고 있기 때문에 그 자체만으로도 이미 토니모리의 내부 자원을 아무 상관이 없는 헤리즈미와 라비오프에 투입되고 있는 것이다. 게다가 두 회사의 실질적인 소유자인 배해동 대표이사 역시 헤리즈미와 라비오프 사업에 관여하게 될 수 밖에 없으므로 토니모리 입장에서는 헤리즈미와 라비오프를 위해 비용을 지불하고 있는 셈이 된다. 이는 명백하게 토니모리 주주들의 이익을 침해하는 것으로 볼 수 있다.

더욱이 토니모리 주주들이 헤리즈미와 라비오프 사업에 민감할 수 밖에 없는 이유는 과거 유사한 사례가 존재했기 때문이다.

토니모리가 상장하기 직전인 2015년 3월 31일 토니모리는 온라인 비즈니스 확대를 위해 이토니모리코리아를 영업양수 했다고 밝힌 바 있다. 이토니모리코리아는 토니모리 제품을 온라인으로 판매하는 홈페이지를 운영했던 법인으로 추정된다. 실제로 토니모리는 2014년과 2013년 이토니모리코리아에 각각 37억원과 18억원의 제품을 판매했다고 감사보고서에 기재했다. 그런데 정작 토니모리 제품을 인터넷으로 판매하던 이토니모리코리아는 토니모리와 아무 상관없는 별도의 법인으로 배해동 대표이사의 개인회사였다. 그리고 토니모리는 배해동 대표이사에게 5억원을 지불하고 이토니모리코리아를 사들인 것이다. 더욱이 감사보고서에 따르면 이토니모리코리아의 영업을 양수하면서 토니모리가 획득한 식별가능 순자산의 공정가치는 -10.3억원이었다. 즉, 5억원을 지불하고 10.3억원의 부채를 사들인 것이다.

2014년 5월 토니모리는 인터넷 홈페이지를 해킹 당해 고객 50만여 명의 개인정보가 유출되는 사건이 벌어지기도 했다. 당시는 토니모리가 배해동 대표이사로부터 이토니모리코리아의 영업을 양수하기 이전이기 때문에 엄격히 말하면 모든 책임은 이토니모리코리아와 이토니모리코리아의 소유자인 배해동 대표이사에게 귀속되어야 했음에도 불구하고 그 어디에도 이토니모리코리아는 언급되지 않았다. 당시 모든 책임은 토니모리에게 귀속되었으며, 토니모리는 토니모리 임직원 일동의 명의로 사과문을 게재하기도 했다. 이토니모리코리아를 통해 발생한 이익은 소유자인 배해동 대표이사에게 귀속되고, 이토니모리코리아가 유발한 피해와 비용은 토니모리에게 귀속되는 상황이 실제로 벌어졌던 것이다. 이러한 선례가

있기 때문에 헤리즈미와 라비오프 사업에 대한 토니모리 주주들의 우려가 깊어질 수 밖에 없는 셈이다.

여전히 비상장회사로 머무르고 있는 듯한 토니모리

토니모리와 같이 유행에 민감한 화장품 브랜드에게 있어서 네이밍과 상표는 핵심적인 경쟁력이 될 수 있을 것이다. 그런데 정작 토니모리는 단 하나도 상표권도 보유하고 있지 않은 것으로 확인되었다.

특허청에 따르면, '토니모리'라는 표현이 포함된 상표권은 약 500여개에 달한다. 그런데 이 모든 상표권은 토니모리가 아닌 배해동 대표이사가 출원해 보유하고 있는 상황이다. 토니모리가 주체가 되어 신청한 상표권은 2007년 6월에 단 2건에 불과한데 그나마도 출원이 거절되었다.

더욱이 문제가 되는 것은 토니모리가 상장한 이후에 등록된 상표권 역시 전부 배해동 대표이사가 출원한 것으로 드러났다. 토니모리 제품의 핵심 경쟁력 가운데 하나를 최대주주인 배해동 대표이사가 독점하고 있는 것이다. 그 만큼 토니모리의 무형가치를 최대주주가 독점하고 있으며, 일반 주주들은 철저히 배제되었다. 회사가 보유하고 있는 유무형의 모든 자산은 주주 전체의 몫이기 때문에 현재 토니모리 상표권을 배해동 대표이사가 독점하는 것은 그 만큼 배해동 대표이사가 주주들의 가치를 침탈하고 있는 것으로 볼 수 있다.

과거와 같이 토니모리가 비상장기업이라면 토니모리의 주주가 곧 배해동 대표이사와 그 일가족이기 때문에 상표권과 같은 무형자산을 개인이 소유하든 법인이 소유하든 크게 문제가 되지 않을 수 있다. 하지만 토니모리가 상장 법인으로 다시 태어난 만큼 상장법인으로서 주주 전체의 이익을 도모하는 방향으로의 새로운 경영 패러다임이 필요하다.

기회와 위험의 분리

토니모리는 최근 상장 이후 첫 주주총회를 개최한 바 있다. 해당 주주총회에서 가장 주목 받은 안건 중 하나는 바로 배해동 대표이사의 자녀인 배진형이 등기이사로 신규 선임된 부분이었다. 배진형은 1990년생으로 2016년 5월 기준으로 만 25세에 불과하다. 어린 나이에 최대주주의 자녀라는 이유는 상장기업의 등기임원으로 선임된 것을 두고 시장에서는 의견이 분분했다. 최대주주인 배해동 대표이사 입장에서는 자신의 뒤를 이어 가업을 승계할 수도 있는 자녀에게 경영 수업 기회를 제공한다는 입장에서 필요한 등기이사 선임일 수 있겠지만 토니모리의 일반 주주 입장에서는 사업에 대한 이해가 불확실하고 경륜이 부족한 젊은이의 선택에 따라 기업 가치가 급격하게 변할 수 있는 위험을 감수해야 하는 상황이 된 것이다.

이는 앞서 살펴본 헤리즈미, 라비오프, 그리고 이토니모리코리아에서와 동일한 상황이라고 볼 수 있는 상황이다. 배해동 대표이사는 자신에게 필요한 기회를 토니모리 전체 주주의 가치를 담보로 시험하고 있는 셈이다. 과연 이러한 선택들이 진정 전체 주주의 권익 입장에서 이루어진 판단인지에 대해 진지하게 고민해 볼 필요가 있을 것이다.

기업은 상장을 통해 대규모 자금을 유치할 수 있고 이를 바탕으로 한 단계 더 높이 도약할 수 있게 된다. 분명 상장은 회사와 경영자에게 좋은 기회를 제공해 준다. 하지만 세상에 공짜는 없듯이 기업 상장이 단순히 달콤한 기회만을 의미하지는 않는다. 기업과 경영자는 다수의 주주들의 이익을 극대화하기 위해 최선을 다해야 하고 시장의 신뢰를 얻기 위해 경영의 투명성을 보장해야 한다. 토니모리를 설립하고 성장시킨 배해동 대표이사는 분명 탁월한 경영자로 존경 받을 만한 인물이다. 하지만 지금의 달콤함에 취해 상장기업으로서의 의무와 역할에 소홀히 한다면 황금알을 낳는 거위의 배를 가르는 것과 같은 실수를 범하게 된다는 사실을 잊지 말아야 할 것이다.