

# 정권따라 바뀌는 회계 이중잣대, 삼성 흡집내기 차원?

## 삼성바이오로직스 분식 논란 확산

금감원, 5조 평가 '분식회계' 판단  
시가총액은 장기적 미래가치일 뿐  
바이오젠, 콜옵션 행사 의사 밝혀

'이번엔 분식회계'. 삼성 흡집 내기의 칼 끝이 삼성바이오로직스로 향했다. 회계장부의 '예술(분식회계)'을 동원해 기업가치를 부풀리는 '얼굴 화장'을 했다는 것이다.

금융당국과 정치권, 시민단체가 문제 삼는 것은 삼성바이오에피스가 설립 이후 4번째 영업적자를 내고 있는데 5조원대 가치를 매긴 부분이다. 삼성바이오로직스는 지난 2015년 1조9000억원의 순이익을 얻는다. 삼성바이오에피스는 삼성바이오로직스가 미국 바이오젠과 손잡고 2900억원을 투자해 설립한 회사다. 당시 안전회계법인인 엔브렐과 레미케이드 등 생산제품이 한국과 유럽에서 승인을 받았다는 근거로 이 회사의 시장 가치가 5조원대에 달한다고 평가했다. 앞으로 돈을 벌 수 있는지를 평가한 것.

회계업계, 재계는 금감원의 '분식' 판단에 고개를 가우뚱한다.

삼성바이오로직스의 흡자전환은 분식이 아니라 회계상 자회사 바이오에피스의 기업가치를 장부가액에서 공정시가액으로 변경해서 나온 결과라는 것이다.

2일 회계 업계 관계자는 "삼성바이오로



2일 오후 서울 중구 대한상공회의소에서 열린 삼성바이오로직스 긴급 기자회견에서 윤호열 삼성바이오로직스 상무(오른쪽 첫번째)가 취재진 질문에 답하고 있다. 왼쪽부터 심병화 상무, 김동중 전무, 윤 상무. /연합뉴스

직스의 회계처리는 보는 관점에 따라 정상적일 수도 분식으로 내 몰릴 수 있다"고 지적했다. 실제 삼성바이오로직스 외부 감사인들도 '적정' 의견을 냈다.

금융감독원의 판단이 오락가락한 점도 이를 잘 말해 준다. 문재인 정부가 들어선 이후 금융감독원은 삼성바이오로직스에 대한 특별감리 결과 분식회계가 인정된다는 결론을 내렸다. 하지만 진웅섭 전 금감원장은 "바이오에피스에 대한 회계처리는 2015년, 2016년 반기보고서에 대한 감사나 한국공인회계사회의 감리에서도 문제가 없는 것으로 나타났다"고 강조했다.

제약·바이오 회사는 의약품 개발할

때 10년이 넘는 연구개발 투자가 이뤄지는 게 보통이다. 장기적인 미래가치를 보고 가치를 평가하는 게 당연한 것.

재계 한 관계자도 "바이오로직스 현재 시가총액은 그 회사의 미래를 보여주는 것"이라며 "비상장사에 대한 가격 평가에서 현금흐름 등은 공정한 가치가 없을 때 회계적 평가일뿐, 가장 우선되는 것은 현재의 시장가치(주가)"고 지적했다.

재무적 투자자가 된 것도 당연하다는 지적이다. 삼성바이오로직스는 2015년 감사보고서에서 "2015년 중 삼성바이오에피스에 대한 지배력을 상실해 이 기업을 연결대상 종속기업에서 제외하고 이 회사 주식의 공정가치 금액을 관계기업

투자주식으로 분류했다"고 밝혔다. 미래의 위험 등에 대해선 울타리를 친 대신 이익을 누릴 수 있는 구조를 만든 것.

삼성바이오에피스에 지분을 투자한 미국 바이오젠은 삼성바이오로직스가 가진 지분을 사들여 지분율을 절반까지 끌어 올릴 수 있는 권리(콜옵션)가 있다. 3500억원만 내면 5조원대(KPMG삼정회계법인 2015년) 기업의 반을 가질 수 있는 셈이다. 이 콜옵션은 회계상 바이오로직스에 약 1조9335억원(2017년 사업보고서 기준, 투자원금과 누적이자 포함)의 파생상품 부채로 기록돼 있다. 실제로 바이오젠은 지난 4월 24일 2018년 1분기 실적 발표 컨퍼런스콜에서 콜옵션 행사 의사

를 직접 밝힌 바 있다.

상장 특혜 의혹도 앞뒤가 맞지 않는다. 삼성바이오로직스의 상장 과정을 보면 잘 알 수 있다. 삼성은 나스닥 상장을 생각하고 있었다. 하지만 당시 삼성바이오로직스의 상장은 국민적 열망이 컸다. 이를 유지하기 위해 최경수 전 이사장 등 한 국거래소는 삼고초려도 마다하지 않았다. 특혜의혹은 '한국판 테슬라를 키우겠다'는 기술 특례취지도 무시하는 것이다.

세계적인 전기자동차 메이커로 성장한 테슬라는 2010년 적자(1억5000만 달러) 상태에서 나스닥(NASDAQ)에 상장해 공모 자금을 기반으로 성장했다. 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)와 나스닥의 경우 신규 상장 기업의 평균 총자산수익률(ROA)이 -10.6%에 달하는 등 적자 기업도 어렵지 않게 상장하고 있다.

KB증권 이지수 연구원은 "삼성바이오로직스가 흡자전환해 상장이 가능했던 것은 아니다. 2016년에 도입된 성장유망기업 요건(미래 성장성이 있는 적자기업도 상장 가능)에 적합해 상장한 것이다"고 말했다.

이어 "현재까지 바이오젠 콜옵션 행사는 미실현 상태이기 때문에 가능성을 고려해 회계 기준을 변경한 것은 회계 처리 기준을 위반했다 볼 수 있다. 삼성바이오로직스 측에서는 12월 내로(빠르면 6월 내로) 바이오젠이 콜옵션을 행사할 것으로 예상하고 있으며, 콜옵션 행사에 따라 회계 처리 문제는 다소 해소될 수 있다"고 지적했다. /김문호 기자 kmh@metroseoul.co.kr

## '딥체인지' 핵심은 체질변화

# SKT 물적분할로 현금흐름 개선·규제 완화 기대

## 2018 기업 지배구조 개편

### SK

SKT 투자사 전환·중간지주사로  
인적분할 근본적 약점 제거 가능

지난 2003년 4월 소비자자산운용과 경영권 다툼을 벌인 SK. 2007년 7월 지주회사로 그룹 체제를 강화한다. 오너의 경영권을 안정시키고 투명한 지배구조를 다지기 위한 조치였다.

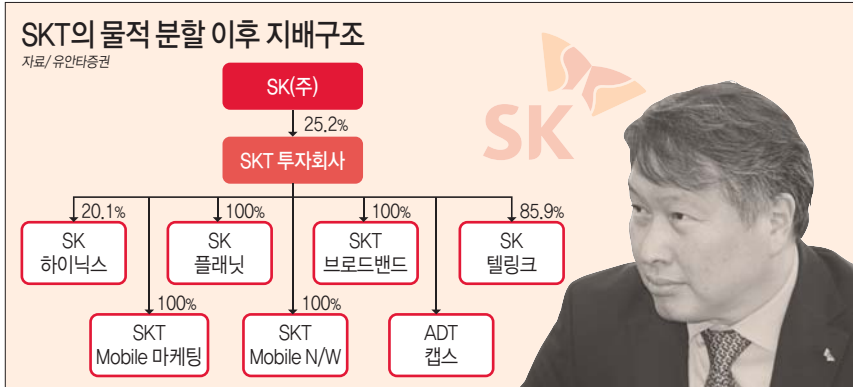
그러나 정제된 그룹의 현주소는 최태원 SK 회장에 늘 고민을 던졌다. 답은 '체질'을 바꾸는 것이었다. 최태원 회장은 신년사를 통해 "기존의 껍질을 깨는 파격적 수준의 비즈니스 모델 혁신이 '딥 체인지(Deep Change·근원적 변화)'의 핵심이다"며 '변화와 혁신'을 강조했다.

2015년 경영에 복귀한 최 회장은 지난해에 이어 굵직한 인수합병(M&A)을 통해 사업 재편을 꾀하고 있다. 특히 반도체 사업을 그룹의 성장축으로 삼고 있다.

당장 한 이슈는 SK텔레콤의 지배구조 개편이다. 시장에서는 물적분할을 통해 투자회사로 변신하고, 중간지주사로 만들 것으로 본다.

### ◆최 회장, SKT 물적 분할까지?

사업구조의 틀은 상당부분 만들어졌다. IBK투자증권 김장원 연구원은 "4차 산업혁명은 통신, 반도체, IT, 화



학, 자동차, 시스템통합(SI) 등 많은 산업의 융합을 의미하는 것으로 SK는 필수 인프라인 반도체와 통신을 계열사가 지원하고, SI와 통신이 서비스와 상품을 설계하는 등 주도적인 역할을 담당하게 될 전망이다"며 4차 산업에 가장 많은 준비와 역량을 갖췄다고 평가했다.

다만 추가 성장 과정에서 인수합병(M&A) 등에 필요한 지배구조가 아쉽다.

SK그룹은 지난 2014년 SK C&C가 SK(주)를 흡수합병하면서 지배구조에 변화를 줬다. 하지만 그룹의 IT사업 부문을 따로 떼놓고 보면 'SK(주)→SK텔레콤→SK하이닉스, SK플래닛, SK브로드밴드'의 지분구조다. SK텔레콤이 사실상 중간지주사에 위치하고 SK하이닉스 등이 손자회사가 되는 셈이다.

현행 공정거래법은 손자회사가 자회사(중손회사)를 거느릴 경우 지분을 100% 보유하도록 규정하고 있다. SK하이닉스가 특정 기업을 인수합병(M&A)

하려면 부분적인 지분 투자는 불가능하며 지분을 모조리 사들여야 하는 것.

SK가 SK텔레콤 중간지주회사 카드를 만지작 했던 이유도 이 때문이다.

박정호 사장은 올해 초 세계 최대 IT·가전 전시회 'CES 2018'에 참석해 삼성 전자 부스를 방문하고 기자들과의 질의응답을 통해 올해 중간지주사 전환 가능성에 대해 "거시 경제가(여건이) 좋은 점을 고려할 때(중간지주사 전환 여부를) 고려할 만한 여건은 된다고 본다"라고 밝혔다. 대외적인 여건을 고려할 때 올해 지주사 전환에 따른 여파가 크지 않을 것이라는 얘기다.

박 사장은 이어 "실제로(관계사들이) 좀 더 한 가족 처럼 움직이도록 조직의 협업 구조를 강화하기 위한 방안의 하나로 생각해 볼 수 있다"라고 말했다.

시장에서는 SK가 물적분할 카드를 쓸 것으로 본다.

하나금융투자 김홍식 연구원은 "일부에서는 SK텔레콤이 물적분할한다고 해

도 주가 상승을 기대하기 어렵다는 의견을 제시하는데 설득력이 떨어진다"면서 "현재 SK텔레콤 주가가 기업분할 기대감으로 상승한 상태가 아니고 당초 투자자들이 예상했던 인적분할보다 물적분할이 훨씬 더 소액주주에게 유리하기 때문"이라고 분석했다.

그는 또 "인적분할의 근본적인 약점인 SK(주)와 중간지주회사와의 합병 가능성을 원천 제거할 수 있고, SK하이닉스와 SK플래닛의 가치를 드러내기가 원활해진다"며 "통신부문의 비상장사로 내려가고 중간지주사가 사업회사로 전환할 경우 정부 규제 완화가 기대된다"고 말했다. 그는 "자회사 배당금 유입분과 신규 사업 영위를 통한 현금흐름 창출을 바탕으로 중간지주회사가 신규 ICT 사업 발굴에 적극적으로 나설 것으로 보여 성장성이 부각될 것"이라고 부연했다.

유안타증권 최남근 연구원은 "물적분할 시 중간지주회사의 역할이 분명해지고, 포트폴리오 매니지먼트 관점에서 탁월한 장점을 지닌다. 이동전화 사업부가 100% 비상장 회사로 전환, 규제 가능성을 낮출 수도 있다"고 말했다. 이어 그는 "물적 분할은 통신회사에서 투자회사로의 변신을 의미한다. 이는 선인적 의미 이상으로 SK텔레콤에서 SK투모로우(가칭)로 바뀐다면 투자 대상으로서의 성격이 바뀐다. 배당 보다는 M&A쪽이 현금 흐름이 투입될 것"고 분석했다.

### ◆지배구조 개편은 사회적 가치 측면에서도 중요

지배구조 개편은 플랫폼과 M&A에 대한 반성의 의미도 있다.

SK텔레콤의 M&A는 대부분 실패했다. 그 배경에는 시너지에 집중하지 못한 탓이 하나이다. 하나 SK카드가 대표적이다. 중국 분자진단기기 벤처기업 티엔롱(TIANLONG) 등 해외 M&A도 재미를 보지 못했다. 아이리버, 나노엔텍 등 소액투자 M&A에서도 쓴 잔을 마셨다.

재계 한 관계자는 "SK텔레콤 기업문화의 영향이 있다. 본질적으로 조직 구성원이 리스크 테이킹(위험감수)을 꺼린다. 이러한 현상은 M&A 외에 플랫폼 사업의 실패를 통해서도 드러난다"고 지적했다.

실제 이런 악순환을 없애기 위해 SK플래닛을 물적 분할(2011년)했지만, SK플래닛 분할 만으로는 플랫폼 사업에 제대로 대응하지 못했다는 평이다. 실제 SK플래닛은 영업적자 규모를 좀처럼 줄이지 못했고, 지분투자에서도 손실 차손을 기록했다. 따라서 SK텔레콤의 물적분할도 과거의 반성에서 시작돼야 한다는 지적이다.

사회적가치·공유·협업. 최 회장이 올해 부쩍 강조하는 말들이다. 지배구조 개편은 사회적 가치 측면에서도 중요하다.

최 회장은 지난 2월 연세대 100주년 기념관에서 진행된 '2018 글로벌 지속가능발전포럼(GEEF)'에서 "기업들이 혁신적이고 효율적인 방법으로 사회문제 해결에 적극적으로 동참해 지속가능한 미래를 만들어 나가야 한다"면서 "사회적 가치를 기업 경영에 반영, 사회 문제 해결에 나서야 하는 것이 대안이 될 수 있을 것"이라고 말했다. /김문호 기자