

## Enron의 재무회계와 기업지배구조에 관한 사례연구\*

### A Case Study on the Financial Accounting and the Corporate Governance of Enron\*

박 종 찬 Jongchan Park\*\*

#### < 개 요 >

최근 10년간 회계업계에 가장 큰 영향을 끼친 사건으로는 단연 Enron의 회계부정을 들 수 있다. 본 사례연구의 목적은 Enron의 파산이후 드러난 Enron의 재무회계와 기업지배구조에서의 문제점을 상세히 기술하여 Enron 사례수업을 위한 자료를 제공하는 것이다. Enron의 재무회계에서 드러난 핵심적인 문제점은 Mark-To-Market(공정가액법, MTM)의 공격적인 사용과 특수목적회사(Special Purpose Entity, SPE)에 관한 회계기준을 위반 또는 악용했다는 것이다. 에너지 매매계약에 MTM을 적용하여 수익을 부풀렸고, SPE를 이용하여 부외부채에 의한 자금조달, 비유동자산의 매각, 자산의 위험회피거래의 체결 등을 성사시켜 부채를 과소 계상, 이익을 과대 계상하였다. 또한 외부감사인이었던 Arthur Andersen은 감사수임보다 많은 컨설팅수임을 받았고, Enron의 SPE 설립에도 직접 관여하는 등 외부감사인의 독립성을 확보하지 못하였고, 주요 감사문건을 고의로 파괴하여 기소되기도 하였다. 한편, Enron의 CEO와 CFO를 비롯한 주요 경영진은 과다한 주식보상을 부여받았음에도 자신들의 이익을 극대화하는 도덕적 해이를 보여주었고, 이들을 감독해야 할 감사위원회도 제 기능을 다하지 못하여 기업지배구조에 있어서도 결함이 있었음을 보여 주었다. Enron의 파산에 대한 깊이 있는 이해는 앞으로 국제회계기준의 도입으로 기업의 재량권이 증가하는 상황에서 발생 가능한 문제점을 예방하는데도 도움이 될 것이다.

한글색인어: 엔론, 회계부정, 특수목적회사, 공정가액법, 기업지배구조

논문접수: 2009. 1      게재확정: 2009. 3

\* 본 사례연구의 심사과정에서 유익한 의견을 제시해주신 익명의 심사자에게 깊은 감사를 드립니다. 본 사례에 대한 강의지침은 강의하시는 교수님께서 회계학회(kaa363@chol.com)에 요청하시면 제공하여 드리겠습니다.

2008년도 한국회계학회 동계학술대회에서 좋은 의견을 주신 김갑순 교수님(동국대)과 참석자 여러분께도 감사드립니다.

\*\* 서울시립대학교 경영학부 부교수 Associate Professor, Department of Business Administration, University of Seoul(E-mail: jcpark@uos.ac.kr)

## &lt;ABSTRACT&gt;

The accounting scandal of Enron is the event that has most affected the accounting and the business industries for the past ten years. The purpose of this paper is to provide in detail the problems of Enron in its financial reporting and corporate governance for a case study. The key issues in financial reporting of Enron include the aggressive use of Mark-To-Market (MTM) and abuses or violations of the accounting standards for a special purpose entity(SPE). Enron inflated revenues by applying MTM to energy trading contracts, and hid liabilities and overstated earnings using SPEs for off-balance-sheet-financing, sales of non-current assets, and hedging of its investment assets. Also, the external auditor of Enron, Arthur Andersen, received more consulting fees than audit fees, assisted Enron to establish SPEs exposing the problems of audit independence, and shredded Enron-related documents on purpose leading to Anderson's indictment. Moreover, the CEO and the CFO of Enron maximized their own interests despite of excessive stock compensation, which showed the moral hazard of the management, and the audit committee did not function as a monitor of the management, betraying its weakness in corporate governance. The in-depth understanding of Enron scandal will be helpful to prevent potential problems when the adoption of the International Financial Reporting Standards increases discretion of companies in accounting treatment.

Key Words: Enron, accounting fraud, special purpose entity, mark-to-market, corporate governance

## I. 서론

지난 10년간 국내외로 크고 작은 회계부정사건이 발생하였으나 Enron의 파산만큼 회계산업뿐만 아니라 경영, 경제, 사회 전 분야에 영향을 끼친 사건은 없었다. 2000년 매출액 기준으로 미국에서 7번째로 큰 기업이었고, Fortune지에 의해 1997년부터 5년 연속으로 가장 혁신적인 기업으로 선정되었던 Enron은 2001년 10월 16일 3분기 실적발표에서 10억달러의 세후특별손실을 발표한 후 두 달도 안 된 12월 2일에 파산신청을 하기에 이르렀다(Healy and Palepu 2003; Batson 2003).<sup>1)</sup> Enron의 파산이 던져준 회계 관련 주요 문제점으로는 에너지 매매계약에 대한 공정가액법(Mark-To-Market)의 공격적인 사용과 수익의 조기

1) 세후특별손실은 “after-tax non-recurring charges”를 뜻하는 것으로 미국기업은 특별손익 항목을 손익 계산서상에 세후금액으로 별도로 표기한다.

인식, 특수목적회사(Special Purpose Entity, 이하 SPE로 칭함) 회계처리의 위반 또는 악용, 특수관계자 공시의 부실을 들 수 있고, 기업지배구조 관련 주요 쟁점으로는 경영진의 도덕적 해이, 감사위원회의 감독기능 부재, 외부감사인의 독립성 결여를 들 수 있다.

경영학 또는 회계학 전공자가 Enron이 파산에 이르게 된 과정과 Enron의 회계와 기업지배구조에 있어서의 문제점을 제대로 이해한다면 이는 이와 유사한 사건의 재발을 방지하기 위해서도 유익한 사례교육이 될 것이다. 지금까지 Enron에 관한 여러 가지 책과 기사가 국내에서 발간되었으나 회계문제를 정확하게 설명하는데 부족한 점이 있고, 강의시간의 사례학습(case study)으로 사용하기에는 양적으로나 질적으로 미흡한 바가 없지 않았다. 본 논문은 학부생을 대상으로 하는 중급회계 또는 회계이론 시간에, 그리고 경영대학원생을 대상으로 하는 회계원리 또는 재무회계 시간에서 사례로 사용할 수 있도록 자세한 사건의 배경과 내용을 제공하는 것을 목적으로 한다.

## II. Enron의 성장과 붕괴

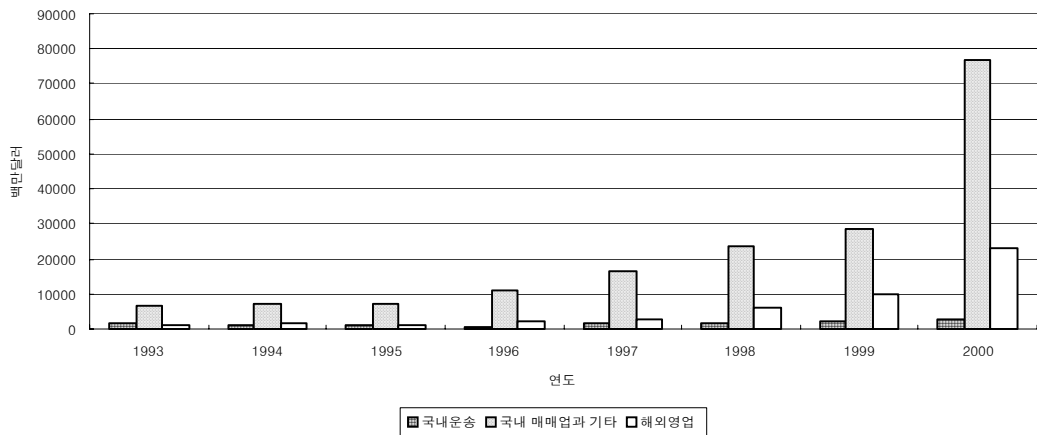
### 2.1 Enron의 시작

1985년 미국 Nebraska주 Omaha에 소재한 Internorth라는 천연가스 운송회사(pipe-line company)는 적대적 인수위협을 받게 되자 이를 방어하려는 시도로서 거액의 부채를 발생시켜 Texas주 Houston에 소재한 Houston Natural Gas를 높은 가격으로 인수하는 합병계약을 체결하였다(McLean and Elkind 2004, 11). 두 회사는 합병 이후 미국 최대 천연가스 운송회사가 되었고, 이후 회사명을 Enron으로 변경하게 된다. 당시 Houston Natural Gas의 CEO이던 Ken Lay는 합병 이후 유리한 합병조건에 따라 Enron의 경영권을 획득하게 되고 본사를 Omaha에서 Houston으로 옮기는데 성공하였다(Stice et al. 2004, 3). 당시 Enron은 천연가스를 매설된 수송관을 통하여 생산지로부터 지역발전소, 기업체가 있는 소비지역으로 운송하는 사업을 통하여 수익을 창출하고 있었다.

### 2.2 Enron의 성장과 위기

1970년대 후반 에너지 위기를 경험한 미국 정부는 천연가스의 개발과 생산을 촉진시키고자 가격과 지역간 이동에 대한 정부의 규제를 완화하기 시작하였고, 이는 천연가스 가격의 변동성을 크게 증가시켰다(Stice et al. 2004, 3). 이러한 규제완화를 새로운 사업기회로 본 CEO Ken Lay는 1988년 McKinsey에 사업 컨설팅을 의뢰하였고, 책임자로서 참여한

Jeff Skilling은 기존의 단순한 천연가스 운송업을 지양하고, 생산자와 구매계약을 통해 천연가스를 확보하고 소비자와는 매각계약을 통해 천연가스를 판매하여 중간이윤을 획득하는 ‘가스은행’(Gas Bank)을 지향하는 천연가스 매매사업을 제안하였다(McLean and Elkind 2004, 33; Healy and Palepu 2003, 6). 1990년 6월 Enron은 결국 이 사업을 위하여 Jeff Skilling을 영입하였고, Skilling은 자신이 제안한 ‘가스은행’을 표방하며 본격적으로 천연가스 매매사업에 착수하였다. 당시 천연가스 소비업체들은 고정가격으로 장기 계약을 체결하는 것을 선호하였던 반면 생산업체들은 급격한 가격의 변동으로 장기 계약을 꺼리기 때문에 생산자와는 장기 계약이 성립되지 않는 문제가 있었으나 Skilling은 생산업체에게 미리 현금을 지급하는 방법으로 생산자와도 장기 계약을 체결하는 것을 성사시켰다. 1992년에는 Enron이 북미 최대 천연가스 매매업체로 등극하여 전통적인 천연가스 운송업체에서 천연가스 거래업체로의 변신에 성공하였다.



(자료출처: Healy and Palepu 2003, 6)

<그림 1> 1993년부터 2000년까지 Enron의 부문별 매출액 추이

1990년 중반이후 Enron은 천연가스 매매사업의 성공을 발판으로 하여 거래품목도 전기, 원유, 석탄, 물, 펄프 더 나아가서는 날씨파생상품, 광대역통신망(broadband)을 거래하게 되었다.<sup>2)</sup> 또한 Enron은 무대를 해외로 넓혀 영국에서 Teeside발전소를 인수하여 성공적인 영업성과를 거두었고, 이를 토대로 인도, 중국, 남미 등으로 사업의 확장을 꾀하였다. <그림 1>을 보면 1993년부터 2000년까지 Enron의 전통적인 국내 천연가스 운송사업과 새롭게

2) 광대역통신은 Broadband를 번역한 것으로 주파수 분할 다중화 기법을 이용해 하나의 전송매체에 여러 개의 데이터 채널을 제공하는 정보통신 용어이다. 광대역통신을 통하여 초고속 인터넷접속 서비스, 인터넷 통화서비스, 양방향 텔레비전 서비스 등이 가능하다(두산백과사전 Encyber & Encyber.com).

진출한 에너지 매매업, 해외영업에서의 연도별 매출추이를 알 수 있다. 전통적인 국내 천연가스 수송에서의 매출에 비해 에너지 매매업과 해외영업에서 괄목할 만한 성장세를 보이고 있다. 이러한 매출액 추이는 2000년 매출액 기준 Fortune 500기업 중 7위로 선정될 정도로 급속 성장을 하였고, 1998년에서 2000년까지의 주식수익률에 있어서도 주식시장의 평균 상승률을 크게 앞서고 있다. 한편, 1999년에는 업계에서 Enron이 최초로 “Enron Online”이라는 에너지 온라인거래를 도입하여 혁신적인 산업, 새로운 거래기법을 선도하는 기업의 이미지를 더욱 부각시켰다.

그러나 Enron의 천연가스 매매업의 성공은 다른 에너지 품목의 매매업과 해외무대에서의 성공까지 보장해주지는 못하였다. 천연가스와는 달리 전기는 저장할 수 없고, 물의 경우는 품질이 공급자에 따라 다르다는 문제가 있었으며 매매업은 경쟁사의 진입이 쉬워 초기에 획득할 수 있었던 이윤은 시간이 지남에 따라 경쟁심화로 크게 축소되었다(Healy and Palepu 2003, 8). 또한 해외 에너지사업도 개발도상국인 인도, 중국에서는 예상하기 힘든 정치, 경제적인 문제로 인하여 상당한 어려움을 겪게 되었고, 결국 엄청난 손실을 입는 결과를 낳게 되었다.

1998년 이후 Enron의 눈부신 매출액 신장, 주가상승에 대해 공식적으로 의문을 제기한 사람은 Fortune의 기자 Bethaney McLean이었다. 그녀는 2001년 3월 Fortune지에 “Is Enron Overpriced?”라는 기사를 게재하여 Enron의 기업정보 공시에서의 문제점과 수익창출방법에 있어서의 불확실성이 존재함에도 불구하고 Enron의 주가가 고평가되어 있음을 지적하였다. 한편, 2001년 2월부터 Enron의 CEO가 되었던 Skilling은 2001년 8월 돌연 사임을 발표하였고, 그 해 10월에 Enron은 물(수도)사업, 광대역통신사업, 투자주식, SPE와의 거래에서 10억달러에 이르는 세후특별손실을 발표하였고, 직후 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)의 조사, 과거 재무제표에 대한 재작성 발표로 인하여 Enron의 주가는 수직 하락하게 되었다. 마지막으로 Dynergy라는 경쟁사와 합병논의를 시도하였으나 실패로 돌아가 결국 12월 2일 파산신청을 함으로써 미국 역사상 최대의 파산이라는 오명을 남기게 되었다. 2000년 한때 90달러에 이르렀던 Enron의 주가는 파산신청 당일 0.26달러로 하락하여 투자자들은 수십억 달러의 손실을 보았고, Enron직원 약 20,000명이 직업을 잃었으며, 직원들의 퇴직연금도 절반이상이 Enron주식에 투자되어 있어 상당한 손실을 피할 수 없게 되었다.

### 2.3 Enron 재무회계에서의 문제점

Enron이 회계부정을 통하여 이익을 부풀리고 부채를 숨긴 근본적인 원인은 크게 두 가지로 볼 수 있다(Batson 2003, 15). 첫째, 전통적인 천연가스 운송업에서 에너지 매매업, 광대역통신사업, 해외 발전소 운영 등으로 사업영역을 확장함에 따라 급격히 증가하는 현금을

확보하기 위해서는 부진한 성과를 감추기 위한 분식회계가 필요했다. 둘째, 에너지 매매계약을 계속해서 체결하기 위해서는 Enron의 안정적인 신용등급 유지가 필수적인데 이를 위해서는 성과를 부풀리고 부채비율을 낮게 유지할 수 있는 불법적인 회계처리가 필요했다. 여기에 부채비율을 유지하면서 현금을 확보하기 위해 주식을 새롭게 발행하는 것은 주가에 부정적인 영향을 주게 되고, 이는 곧 Enron 주식과 주식선택권(stock option)을 다량 보유한 경영진의 부의 감소와 함께 경영진에 대한 교체 압력을 높이게 되므로 경영진이 선택하기는 현실적으로 어려운 방안이었다. 결국 Enron은 다음 절에서 설명하는 위법적인 회계처리를 통하여 이익을 조작하고 부채비율을 숨긴 것이다.

### 2.3.1 에너지 매매계약의 수익인식

1990년 6월 McKinsey의 컨설턴트였던 Skilling은 본인이 제안한 천연가스 매매사업을 Enron에서 직접 맡기 위해 영입되면서 천연가스 매매계약에 대하여 Mark-To-Market(공정가액법, 이하 MTM으로 칭함)을 적용할 것을 회사측에 요청하였다(McLean and Elkind 2004, 39). 이에 1990년 5월 17일에 Enron의 감사위원회는 천연가스 매매계약에 대한 MTM의 사용을 승인하였고, SEC와의 긴 논의 끝에 1992년 1월 30일 SEC로부터 Enron의 MTM의 사용에 대해 반대하지 않는다는 소극적 승인을 얻었다(Batson 2003, 23; McLean and Elkind 2004, 42). 이때부터 사용된 MTM은 2000년말 Enron 소유 자산의 35%에 대해서 적용되고 있을 정도로 그 사용이 확대되었다(Batson 2003, 23).

MTM은 당시 뉴욕(New York)의 월가(Wall street)에 위치한 금융회사들이 유가증권이나 파생상품을 사고파는 거래를 할 때 주로 사용하는 것으로서, 예를 들어 위험회피용이 아닌 단순 매매목적으로 10,000유로를 6개월 후에 파는 선도계약(forward contract)을 맺는 경우, 매분기 이 계약의 가치를 공정가액으로 평가하여 여기서 발생한 미실현 평가손익을 손익계산서에 인식하는 회계처리 방법이다. 선도계약과 같은 파생상품의 체결 당시에는 일반적으로 계약 상대방 중 어느 편도 손실이나 이익을 보지 않으므로 손익이 순액(net amount)으로 0이 되어 기록되는 손익은 없다. 그러나 매분기말 이 파생상품의 가치를 재평가하여 손익이 발생하면 그 만큼을 평가손익으로 손익계산서에 반영하는 것이다.

한편, MTM을 천연가스의 매매계약에 적용하기 위해서는 신뢰할 수 있는 미래 천연가스 가격이 필요하다. 단기 매매계약의 경우는 거래가 활발하게 이루어지는 선물시장의 가격을 참조할 수 있으나 장기 매매계약의 경우에는 공식적으로 형성되는 시장가격이 없기 때문에 이론적 모형(model)을 이용하여 가격을 추정하고 매매계약의 공정가액을 추정하게 된다.<sup>3)</sup>

3) 선물시장에서의 가격도 Bid가격을 사용할 것인지 아니면 Ask가격을 사용할 것인지의 문제가 여전히 남아있다. 또한, 미래 에너지 가격에 대한 예측의 어려움을 보여주는 사례로 그 당시 단기 전기 공급계약에 Bid와 Ask 가격의 차이가 20%정도 나는 것이 흔했다는 점을 들 수 있다. 특히, 단기 광대역 공급계약에 대한 Bid와 Ask 가격의 차이는 8배에 이르렀다(Weil 2001). 한편, 국내 상장기업이 2011년부터 도입할 한국채택국제회계기준 제1039호(K-IFRS 1039)는 이와 같은 문제점을 해결하기 위해 AG 72에서

그러나 이 때 추정을 하는 주체는 매매계약을 맺은 Enron이 되고, Enron은 자체적으로 개발한 모형을 사용하여 추정하게 되는데, 항상 애널리스트의 이익목표치를 달성해야 하고 좋은 신용등급을 유지해야 한다는 부담을 안고 있는 상황하에서는 자사에 유리한 쪽으로 가격을 추정하여 매매계약을 평가함으로써 원하던 이익을 달성하려는 유인에 빠지기 쉽다.<sup>4)</sup> Enron은 이러한 MTM을 업계에서 처음으로 천연가스 매매계약에 적용하였고(Weil 2001), 다른 에너지 및 비에너지 상품의 매매계약에도 똑같이 적용하여 매매계약의 공정가액을 추정함으로써 상당한 미실현 평가이익을 인식하였다.<sup>5)</sup> Enron의 1999년과 2000년 당기순이익 중 MTM에 의한 미실현 평가이익이 차지하는 비율은 각각 1/3과 1/2이상에 달할 정도였고(Weil 2001; Thomas 2002), 2000년말 총자산의 35%에까지 MTM이 적용되었다(Batson 2003, 23).

에너지 매매계약에 MTM을 공격적으로 적용한 것 이외에도 Enron은 에너지 매매계약 체결시점에 그 계약으로부터 앞으로 발생할 수익과 비용의 현재가치를 순액(net)이 아닌 총액(gross)으로 기록하여 기업의 총수익(총매출)을 높이는 회계처리를 하였다. 예를 들어, 천연가스를 3년간 공급하는 계약을 맺는 경우 3년에 걸쳐 공급하여 획득할 수익과 비용의 현재가치를 계약 체결시점에 총액(gross)으로 기록하였다. 만약 계약체결 시점에 앞으로 발생할 수익과 비용이 같다면 서로 상쇄되어 순이익에 미치는 영향은 0이 되고, 이러한 회계처리는 월가의 금융회사가 파생상품 계약을 체결할 때 적용하는 회계처리와 같은 결과가 된다(Loomis 2002). 그러나 월가의 금융회사와는 달리, 계약 체결시점에 수익과 비용의 현재가치를 총액으로 기록하는 방법은 순이익에 미치는 영향은 0으로 같아하더라도 Enron의 총수익을 과대 계상하게 되므로 이러한 회계처리를 모르는 투자자를 오도할 수 있다. Enron은 1990년대부터 천연가스 매매계약 체결시점에 수익과 비용의 현재가치를 총액으로 기록하기 시작하였고, 이후 다른 대부분의 에너지회사들도 에너지 매매계약 체결시점에 총액으로 수익을 인식하는 방법을 적용하였다.

미국의 재무회계기준위원회(Financial Accounting Standard Board, FASB)는 1998년 Emerging Issues Task Force(EITF)에서 에너지 매매계약에 대한 총액 또는 순액 인

구체적인 지침을 제시하고 있다.

- 4) 당시 EITF의 의장이었던 Timothy Lukas는 어떤 기업도 모형을 이용하여 10년 후와 같은 먼 미래의 가격을 추정하여 이익으로 인식할 것이라고는 생각지 못했다고 밝혔다(Norris and Eichenwald 2002).
- 5) K-IFRS 1039 문단5에 따르면 기업이 예상하는 매입, 매도 또는 사용 필요에 따라 비금융항목을 수취하거나 인도할 목적으로 체결되어 계속 유지되고 있는 경우는 K-IFRS 1039의 적용범위에 해당하지 않으므로 공정가액으로 평가할 수 없다. Enron의 기본영업이 에너지 사업이므로 장기에너지 매매계약은 자기사업을 위한 채고자산 매매계약일 가능성이 매우 높기 때문에 K-IFRS 1039하에서는 공정가액으로 평가할 수 없을 것으로 판단된다. 또한 천연가스 장기 매매계약에 대한 공식적인 시장가격이 없다는 것은 K-IFRS 1039 문단 6에서 기술한 비금융항목을 매입하거나 매도하는 계약이 현금 등 금융상품으로 차액 결제될 수 있는 경우에 해당되지 않으므로 K-IFRS 1039의 적용대상이 아니라고 볼 수 있다. K-IFRS 1039와 관련된 주석내용은 익명의 심사위원의 의견을 참고로 한 것입니다. 상세한 의견을 주신 심사위원께 감사드립니다.

식에 대한 논의를 하였으나 결론을 내지 못하고 결국 기업이 총액과 순액 중에 하나를 선택할 수 있는 것으로 결정하였다(EITF Issue No. 98-10).<sup>6)</sup> 2001년 기준으로 Fortune 500대 기업 중 에너지 거래기업의 상위 4개사가 모두 상위 20위 안에 등극하고, Enron이 2000년 기준으로 7위로 선정된 것도 에너지 매매계약의 경우 체결시점에 총액으로 수익을 기록하는 것이 허용된 덕택이었다(Loomis 2002). 이러한 회계처리는 계약체결 시점에 미래에 발생할 수익이 비용을 초과하는 것으로 추정할 경우에는 이익을 계약체결 시점에 바로 인식할 수 있다는 문제점에 노출되어 있다. Enron의 파산이후 2002년에 발표된 EITF 02-03은 에너지 매매계약의 경우 순액으로만 MTM을 적용하도록 회계기준을 변경하였다.

### 2.3.2 특수목적회사의 설립과 이용

특수목적회사(Special Purpose Entity, SPE)는 미리 정해진 구체적인 사업 또는 거래만을 위해 설립되는 기업형태를 일컫는 것으로 특정사업의 자금조달, 리스계약의 체결, 자산의 유동화 등의 용도로 설립된다(Wolk et al. 2004, 634). Enron과 같은 에너지 업체는 특정 지역의 가스관(pipe-line)의 매설사업과 같은 많은 자본을 필요로 하는 사업을 위하여 SPE를 이용하였다(Raghavan et al. 2002). SPE를 설립할 경우 일정한 조건을 만족하면 모회사와는 독립적인 기업으로 인정받아 SPE가 조달한 차입금이 모회사의 연결재무제표로부터 제외되는 이점이 있고, 투자자의 입장에서든 구체적으로 밝힌 특정 사업만을 위해 자금이 사용되고 그로부터 창출되는 이익을 SPE의 투자자가 독점적으로 획득할 수 있다는 장점이 있다.

천연가스의 운송이 주요 사업이었던 Enron은 에너지 및 비에너지 매매업, 해외사업, 광대역통신사업<sup>7)</sup> 등 새로운 영역으로 사업을 확대함에 따라 현금에 대한 수요가 크게 증가하였다. 그러나 주식의 발행을 통한 현금유입은 주가와 주당순이익에 대한 부정적인 영향을 미치고, 차입을 통한 자금조달은 에너지 거래계약을 체결하는데 있어 필수적인 우량 신용등급을 유지하는데 악영향을 끼치게 되는 문제점이 있다(Batson 2003, 15-22). 여기에 MTM의 사용은 당기순이익과 영업활동현금흐름 사이에 상당한 차이를 발생시켜 '이익의 질(Earnings Quality)'의 문제를 야기할 수 있는 상황이었다. 따라서 Enron은 SPE를 통해 부외부채로 자금을 조달하는 재무거래가 필요하였고, Enron의 영업활동현금흐름을 개선시키기 위해서도 서류상 제3자에 해당하는 SPE를 설립하여 Enron의 자산을 매각하는 거래가 필요하게 되었다.

6) 에너지업체들은 에너지 매매계약이 계약기간 종료시점에 현금에 의한 순액결제(net cash settlement)가 이루어지는 일반적인 파생상품과는 달리, 실제로 에너지의 물리적 공급에 의해 결제되는 경우에는 총액으로 기록하는 것이 타당하다고 주장하였다(EITF Issue No. 02-03). 그러나 만약 에너지 매매계약을 파생상품으로 본다면 그 계약은 파생상품의 공정가치에 해당하는 순액으로 기록되어야 할 것이므로 타당한 주장으로 보기 어렵다. 한편, K-IFRS 1039 문단9에서는 파생상품이 되기 위한 세 번째 조건으로 미국 회계기준에 들어있는 순액결제가능조건 대신에 미래결제조건이 들어있다. 즉, 순액결제나 총액결제나 파생상품의 정의를 결정하지는 않으나 일단 파생상품으로 인정되면 공정가치인 순액으로 기록되어야 한다.

7) Enron이 광대역통신사업에 진출한 것은 당시 인터넷회사들의 주식이 급등하고 있었다는 점과 천연가스와 전기를 미국 전역에 공급하는 Enron의 전통적 사업과 인터넷 정보를 광대역통신망을 통하여 미국 전역에 공급하는 것이 유사하다는 측면이 있었기 때문이다(McLean and Elkind 2004, 185).



Enron은 파산 당시까지 3,500개 이상의 SPE를 운영하고 있었고 이로 인하여 Enron 자산의 50%에 해당하는 금액만큼을 부외자산으로 두고 있었다(Hill and Fidler 2002; Wolk et al. 2004, 639). 2001년 10월 Enron이 3분기 실적을 발표하면서 밝혀진 10억달러의 세후특별손실 중 5.44억달러는 LJM2 Co-Investment(이하 LJM2라 칭함)와 Raptor라 불리는 SPE와의 거래에서 발생한 것이었다.<sup>8)</sup> 그 후, 2001년 11월에는 1997년부터 이미 작성된 재무제표를 재작성한다는 발표를 하게 되는데 이때는 LJM Cayman(이하 LJM1로 칭함)과 Chewco라는 SPE와의 거래가 애초부터 연결재무제표 제외대상이 아니라 포함대상이었다는 과오를 수정하기 위한 것이었다. 재무제표의 재작성으로 인하여 1997년부터 2000년까지 누적으로 당기순손익은 5.08억달러가 감소하였고, 자본은 2000년에 7.54억달러 감소하였으며 부채는 2000년에 6.28억달러가 증가하였다(Powers et al. 2002, 3).

당시 SPE가 연결재무제표 대상에서 제외되기 위해서는 독립된 외부투자자가 총자산의 3% 이상의 금액을 SPE에 투자하여 상당한 위험을 부담해야 하고, SPE에 대한 통제권을 보유하고 있어야 했다(Wolk et al. 2004, 636-638; Healy and Palepu 2003, 10).<sup>9)</sup> 예를 들어, 외부투자자가 SPE의 지분 100%를 3,000달러를 투자하여 소유하고, SPE가 설립 주 도기업의 보증하에 은행을 통하여 97,000달러의 대출을 받는 경우, 외부투자자가 의결권 100%를 갖고, 총자산의 3%를 투자하게 되어 모회사와 독립된 SPE로 인정받을 수 있다(Stice et al. 2004, 599). Enron은 자신이 설립한 SPE가 모회사로부터 독립된 실체로 인정받기 위한 조건을 만족시키지 못했거나 형식적으로만 충족시키는 방법으로 많은 SPE를 Enron의 연결재무제표에서 제외하였고, 이들과의 거래를 통하여 거액의 수익을 인식하고 현금을 확보할 수 있었다. SPE의 설립시 독립적인 제3의 외부투자자를 확보하기가 어렵고 시간이 많이 지체되기에 Enron은 자사 직원(Fastow, Kopper 등)으로 하여금 SPE에 투자하여 운영하는 방법을 사용하였고, 이 와중에 CFO인 Fastow를 비롯한 참여직원들은 수백만 달러의 부당이익을 취득하였던 것으로 밝혀졌다(Emshwiller and Smith 2002; Raghavan et al. 2002).

Enron이 SPE를 사용한 용도는 주로 세 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째, Enron이 직접 자금을 차입할 경우 부채비율 상승으로 신용등급에 악영향을 미치므로 자금을 부외부채로 조달하고자 SPE를 설립하였다. 대표적인 사례로 Chewco의 설립을 들 수 있다. 1993년 Enron은 캘리포니아주 공무원퇴직연금기금(California Public Employees' Retirement System, 이하 CalPERS)와 공동으로 Joint Venture 투자회사인 Joint Energy Development Investment Limited Partnership(이하 JEDI라 칭함)을 설립하였다(Powers et al. 2002, 6). Enron은 1997년 CalPERS와의 새로운 사업을 진행하기 위하여 CalPERS가 갖고 있던 JEDI의 50% 지분을 제3자에게 매각하고자 새로운 투자자를 찾았으나 여의치 못

8) LJM이라는 이름은 CFO인 Fastow의 배우자와 두 자녀 이름의 이니셜(Lea, Jeffrey, Matthew)에서 따온 것이다(Emshwiller and Smith 2002; McLean and Elkind 2004, 189).

9) SPE의 회계기준에 대한 상세 내용은 <부록>에서 다루고 있다.

하였다. 만약 Enron이 직접 자금을 차입하여 JEDI의 50% 지분을 획득할 경우 Enron의 부채비율이 증가하고 기존의 50%지분에 나머지 50%까지 매수하게 되어 지분 100%를 모두 소유하게 됨으로써 JEDI를 연결재무제표에 포함시켜야 한다는 부담이 있었다. 이에 Enron은 CFO이던 Fastow의 직속임원이던 Kopper로 하여금 Chewco라는 새로운 SPE를 설립하게 하고, Chewco는 대부분 Enron의 보증하에 은행차입으로 마련한 자금으로 CalPERS의 지분을 매수하게 된다.<sup>10)</sup> 그러나 Kopper는 Enron의 임원으로서 독립된 제3자에 해당하지 않고 이사회에 승인도 얻지 못했으며 Kopper를 제외하면 외부투자자에 의한 총자산 3%의 투자조건도 만족시키지 못한 상태였다.<sup>11)</sup> 그러므로 당시인 1997년부터 Chewco는 Enron의 연결재무제표에 포함되어야 했고, Chewco가 연결대상이 될 경우 JEDI도 결국 Enron과 Enron 자회사가 소유하게 되므로 연결대상에 포함되어야 했다. 결국 2001년 11월에서야 재무제표의 재작성을 발표하면서 두 회사가 Enron의 연결재무제표에 포함되었다.

둘째, Enron의 비유동자산을 매각하여 이익을 인식하고 현금을 확보하고자, 즉 자산유동화를 목적으로 SPE를 설립하였다. 특히, Enron은 보유한 에너지 매매계약, 다른 기업의 주식, 다른 조합기업(partnership)의 지분, 해외 발전소 등과 같은 투자자산을 자신이 설립한 SPE에 매각하여 상당한 투자자산처분이익을 인식하였는데(McLean and Elkind 2004, 158), Enron이 유동화를 통하여 매각한 자산은 1997년부터 2001년 3/4분기까지 순이익의 28%를 차지할 정도였다(박상수 2002). 구체적인 방법을 설명하면, Enron은 SPE를 총자산의 97%를 금융기관 차입으로, 나머지 3%를 외부투자자에게 지분의 발행으로 설립하고, Enron이 매각하고자 하는 비유동자산을 SPE에 매각하여 처분이익을 인식한다. Enron은 SPE와 Total Return Swap<sup>12)</sup>이라는 파생상품계약을 체결하여 Enron이 SPE의 차입금의 이자와 원금을 연쇄적으로 지불하고 대신에 매각된 자산에서 발생하는 모든 수익(어떤 경우는 3% 지분투자자 몫은 제외)을 Enron에게 귀속시킨다. 따라서 Enron의 자산을 SPE에게 양도한 것은 실질적으로는 Enron이 SPE의 차입금에 대한 원금과 이자지급을 부담한 것이므로 매각거래가 아닌 담보차입거래로 처리해야 옳을 것이다. 이러한 거래를 실질적인 매각거래로 인정받기 위해 외부감사인인 Arthur Andersen과 법무법인으로부터 조언을 받기도

10) Enron은 Chewco의 은행차입금 2.4억달러에 대한 보증에 대한 대가로 Chewco로부터 1,740만달러를 수령하였다. 한편, CFO였던 Fastow는 영화 'Star Wars'의 열성팬으로 Chewco라는 SPE의 이름은 'Star Wars'의 등장인물인 'Chewbacca'에서 따온 것이고 'JEDI'라는 이름도 영화에 나오는 조직의 이름에 연유한다(McLean and Elkind 2004, 67; Powers et al. 2002, 43).

11) Enron은 영국의 Barclays은행이 지분증서(equity certificates)라는 이름으로 투자한 것을 외부투자자의 3%투자에 포함하였으나 이는 사실상 차입금에 해당하였다(McLean and Elkind 2004, 168).

12) Total Return Swap(TRS)란 자산 A로부터 얻을 수 있는 수익과 자산 B로부터 획득할 수 있는 수익을 만기일에 서로 맞바꾸는 계약을 일컫는다. 주식을 갖고 있는 거래자와 채권을 갖고 있는 거래자는 서로 일정 기간 후 주식수익과 채권수익을 맞바꾸는 TRS를 맺을 수 있고, 금융기관은 보유하고 있는 자산과 관련된 위험과 수익을 상대방에게 인도하고 계약상대방은 일정형태의 금리 및 시장가격 하락분을 지불하는 계약을 체결할 수 있다(한국의환은행 국제금융용어사전, www.keb.co.kr).

하였다(Batson 2003, 38-39).

SPE를 이용한 자산유동화의 사례로서 Enron이 미국의 최대 비디오 대여업체인 Blockbuster와 공동으로 진행하기로 합의한 사업권을 SPE에 매각하여 거액의 처분이익을 인식한 것을 들 수 있다. 2000년 7월 Enron은 광대역(broadband) 통신사업의 일환으로 Blockbuster와 향후 20년간 광대역통신망을 이용한 주문형비디어사업(Video On Demand, VOD)사업을 진행하는데 상호 합의하였다(Smith 2002; Healy and Palepu 2003, 10). 이 사업은 고객이 가정에서 최신 영화를 온라인으로 요청하여 시청하는 사업을 표방하였으나 사업발표 당시 Enron은 상업적으로 VOD사업을 진행할 수 있는 기술력을 확보하지 못하였고, Blockbuster도 최신 영화를 인터넷망으로 제공할 권리를 획득하지 못한 상태였다. Enron은 아직 이행하지도 않았고 사업진행이 불확실한 상황에서 VOD사업권을 매각하기 위해 Braveheart(대외 공식적인 회사명은 EBS Content Systems)라는 SPE를 설립하였다.<sup>13)</sup> Braveheart는 외부투자자로부터 총자산 3%에 해당하는 자금을 유치하였고 나머지 총자산의 97%는 Canadian Imperial Bank of Commerce(CIBC)로부터의 차입금으로 자금을 조달하였다. 그러나 Enron은 CIBC에게 Braveheart가 파산할 경우 대출금의 상환을 보증하였고, 외부투자자로 참여한 두 회사도 하나는 VOD사업에 장비를 공급할 회사로 Enron이 미리 이익을 보장하였고, 나머지 하나는 사실상 Enron의 자회사였기에 Braveheart는 독립된 제3자로 볼 수 없었다(Smith 2002).<sup>14)</sup> 따라서 Enron과 Braveheart간 VOD사업권의 양도거래에서 발생한 처분이익은 독립적인 제3자와의 거래가 아니므로 Enron의 연결재무제표 작성시 제거되어야 옳다.

Enron은 Braveheart에 VOD사업권을 매각하여 2000년 4분기와 2001년 1분기에 각각 5천3백만달러와 5천8백만달러씩 총 1억천백만달러를 처분이익으로 인식하였다(Smith 2002; Wolk et al. 2004, 641). 그러나 이후 Enron은 Blockbuster와의 VOD사업 파기를 발표하였고, 결국 2001년 10월 3분기 실적발표시 포함된 10억달러의 특별손실에는 과거 인식한 VOD사업권 처분이익을 포함한 총 1억8천만달러의 광대역통신사업 구조조정손실을 인식하였다. 한편, Enron이 매각한 VOD사업은 본격적으로 시작하지도 않은 상태였기 때문에 향후 VOD사업의 성장률, 광대역통신망의 공급전망, 시장점유율 등 불확실한 요인을 외부감사인인 Arthur Andersen의 자문을 통해 그 가치를 추정하였고, 이를 바탕으로 산출한 가격으로 매각하여 처분이익을 인식한 것이다(Smith 2002; Batson 2003, 30-31). 이는 회계기준에 명시된 수익인식기준의 두 가지 조건 중 가득조건을 충족하지 못한 것이므로 수익인식기

13) Braveheart는 1995년 Mel Gibson 주연의 영화 'Braveheart'의 제목에서 따온 것이다(Smith 2002; McLean and Elkind 2004, 293).

14) K-IFRS하에서는 금융보증의 경우 SPE가 연결대상이 아니더라도 최초인식시 K-IFRS 1039 AG4에 의하여 공정가액으로 측정하여 금융부채로 인식하고, 금융보증의 후속측정은 K-IFRS 1039 문단 47에 의하여 측정해야 한다. K-IFRS를 적용한다면 Enron의 금융부채 측정금액은 당시와 현재하게 차이가 났을 것으로 판단된다.

준을 위반한 것이다.

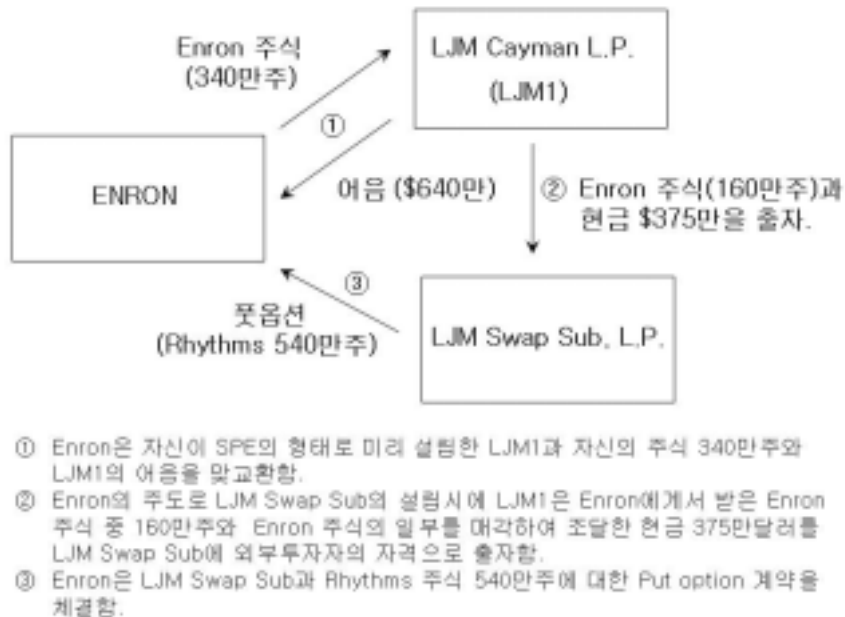
셋째, Enron은 스스로 “Merchant Investment”라고 칭한 타 기업에 대한 주식투자에서 발생하는 주가변동 위험을 회피(hedge)하는 계약을 체결할 목적으로 SPE를 이용하였다.<sup>15)</sup> 대표적인 예로, Enron은 보유하고 있던 인터넷 관련기업인 Rhythms NetConnections, Inc.(이하 Rhythms이라 칭함)의 주식에 대한 가격변동 위험을 회피하는 계약을 맺기 위하여 <그림 2>와 같이 LJM Swap Sub이라는 SPE를 이용하였다(Powers et al. 2002, 81-84).<sup>16)</sup> Enron은 미리 정해진 가격에 Rhythms의 주식 540만주를 LJM Swap Sub에게 매각할 수 있는 put option을 체결함으로써 Rhythms 주가의 하락으로 인한 손실을 put option의 이익으로 상계하고자 하였다. 그러나 LJM Swap Sub의 외부투자자는 Enron이 사전에 설립한 다른 SPE인 LJM1로서 LJM1은 Enron에게서 어음(note)을 지급하고 받은 Enron 주식의 일부와 현금을 LJM Swap Sub에게 출자하였기 때문에 LJM Swap Sub의 자산은 주로 Enron의 주식으로 구성되어 있었다. 만일 option의 만기일에 Enron이 put option을 행사한다면 LJM Swap Sub는 option계약 이행을 위해 필요한 현금을 보유중인 Enron의 주식을 처분하여 마련해야 한다. 즉, Enron이 put option을 행사하여 LJM Swap Sub로부터 받게 되는 현금은 Enron이 간접적으로 LJM Swap Sub에 제공한 자기 주식을 매각한 금액으로 조달되는데 위험회피가 완전히 이루어지기 위해서는 Rhythms의 주가가 하락할 때 Enron의 주가는 반드시 상승해야 했다. 따라서 형식적으로만 LJM Swap Sub이라는 제3자와 put option 계약을 통해 위험회피계약을 맺은 것이지 실질적으로 독립적인 제3자가 위험을 부담한 것은 아니었고, 위험회피도 Rhythms주가가 하락하고 Enron 주가가 상승할 경우에만 가능한 것이었다.

한편, Enron은 이와 유사하게 1999년부터 Raptor I, II, III, IV라는 일련의 SPE를 설립하고, 이들 SPE와 미리 정해진 가격에 Enron이 보유한 투자주식을 매각하는 put option 계약을 체결하여 주가변동위험을 회피하려 하였다. 그러나 Raptor SPE의 대부분의 자산은 <그림 2>의 경우와 마찬가지로 Enron이 미리 설립한 다른 SPE를 통하여 제공한 Enron 자신의 주식으로 구성되어 있어 Enron의 주가하락시에는 option 이행을 위한 현금이 충분히 마련될 수 없는 구조적 결함을 갖고 있었다. 2001년 3월 두 개의 Raptor SPE는 option 계약을 이행할 수 없는 처지에 이르러 1분기말 직전 Enron의 주식을 추가로 받는 새로운 계약을 체결함으로써 일시적으로 위기를 넘겼으나 결국 2001년 9월에 Enron 주식의 지속적 하락으로 Raptor SPE는 Enron과의 option 계약을 이행할 능력을 상실하여 청산되었고, 이로 말미암아 Enron은 2001년 3분기 손익계산서에 5.44억달러의 세후특별손실을 인식하기에 이르렀다(Powers et al. 2002, 14-15). Enron이 2000년 3분기부터 2001년 3

15) Enron은 다른 기업에 대한 주식투자(equity investments), 에너지 관련 파생상품계약, 에너지 공급 계약 등을 merchant investments라고 불렀다(Wolk et al. 2004, 640). 이들 merchant investments는 MTM을 적용하여 매분기 평가손익을 인식하였다.

16) Enron의 SPE를 이용한 위험회피거래에 대한 내용은 Powers et al.(2002)을 주로 참조하였다.

분기까지 Raptor SPE와의 위험회피거래를 통하여 투자주식에서 발생한 약 10억달러의 손실을 put option에서 발생한 이익과 상계시켜 당기순이익의 하락을 막을 수 있었고, 이는 같은 기간의 전체 당기순이익 규모의 72%에 달하는 금액이다(Powers et al. 2002, 99).



<그림 2> LJM Swap Sub의 구조

### 2.3.3 SPE 관련 거래에 대한 공시

Enron의 1999년과 2000년도 연차보고서(annual report)에 나타난 특수관계자 거래(related-party transaction)에 관한 공시는 Enron의 고위관리자(a senior officer)가 LJM1과 LJM2에 관여하고 있다는 사실과 이들과 관계된 거래사실을 밝히고 있다. 그러나 아래에서 나타난 2000년도 Enron의 연차보고서의 주석에서 제공된 공시내용처럼 SPE와의 거래는 독립된 제3자와의 거래조건과 비교할 때 정당하다고 주장하고 있다:

In 2000 and 1999, Enron entered into transactions with limited partnerships (the Related Party) whose general partner's managing member is a senior officer of Enron. The limited partners of the Related Party are unrelated to Enron. Management believes that the terms of the transactions with Related Party are reasonable compared to those which could have been negotiated with unrelated third parties.

표면적으로는 특수관계자와의 거래사실과 Enron 임원의 개입을 공시하고 있으나 거래에 대한 본질(substance)에 해당하는 SPE와 관련된 지급보증, Enron 관계자의 신분과 참여

정도에 대해서는 제대로 알리지 않았다. 그리고 대부분의 내용은 겉으로 드러난 사실의 나열로서 외부투자자가 그 본질을 이해한다는 것은 거의 불가능하다. Enron 임원의 적극적인 개입을 숨기고 SPE와의 거래를 고의로 경시(downplay)하려는 의도에서 SPE와의 거래의 핵심내용과 같은 정보는 제공되지 않았다(Powers et al. 2002, 17).

Enron의 난해한 사업내용과 이해하기 어려운 공시에 대해 2001년 3월에 Fortune의 기자 Bethany McLean은 Enron의 주가가 과대평가되었을 가능성을 제기하는 기사를 게재하였다. McLean은 Enron의 주가가 과대평가되었다는 근거로서 주가가 주당이익의 55배로 유사한 에너지기업의 2.5배가 넘는 데 비해 Enron의 사업의 본질과 위험, 그리고 수익창출방법에 대해서 제대로 이해하는 투자자가 드물고, 수익성은 낮으며 재무제표에서 제공된 공시내용이 빈약하다는 사실을 들었다(McLean 2001). 또한 2001년 4월 기업설명회(conference call)에서는 당시 CEO였던 Skilling은 Enron의 불투명한 공시내용에 대해 의문을 제기한 투자자에게 오히려 거만한 자세로 경멸적인 언사를 거침없이 사용하여 투자자의 Enron에 대한 의문을 더욱 증폭시키기도 하였다(Thomas 2002, 44).

## 2.4 Enron의 기업지배구조에서의 문제점

### 2.4.1 외부감사인 Arthur Anderson의 독립성 결여와 감사서류의 파기

외부감사인의 기본적인 자격으로 가장 중요하게 간주되는 것은 감사인의 독립성이다. 즉, 중립적인 제3자의 전문가가 피감사인에 대한 외부감사를 수행해야 공정하고 신뢰할 수 있는 감사의견을 제시할 수가 있는 것이다. Arthur Andersen(이하 Andersen)은 Enron에게 외부감사 용역뿐만 아니라 다양한 비감사용역을 제공하였다. Enron은 1993년 내부감사 용역을 Andersen에게 외주(outsourcing)를 주었고, 1998년까지 지속되었다(Aldhizer III et al. 2003; Nusspickel 2002; Thomas 2002, 47). 또한 위에서 SPE와 관련하여 언급한 LJM과 Chewco와의 거래와 관련하여 Andersen은 5,700만달러의 자문비를 수수하였다(Powers et al. 2002, 5). 그 밖에도 과거 Andersen에서 근무하였던 86명의 직원들이 Enron에서 근무하였으며(Thomas 2002, 47), 파산 당시 최고회계책임자였던 Richard Causey도 Andersen에서 9년간 근무하여 Andersen의 Enron 감사책임자였던 Duncan과는 친한 사이였다(Emshwiller and Smith 2002; McLean and Elkind 2004, 146). 한편, Enron이 Andersen Houston지사 총감사수임의 27%를 차지할 정도로 중요한 고객이라는 점과 2000년도 Andersen이 Enron에 대한 감사수임으로 2,500만달러를 받은 반면 컨설팅 수임으로는 2,700만달러를 받았다는 점은 이해충돌(conflict of interest)로 인하여 감사인으로서의 독립성에 중대한 부정적인 영향이 있었을 것으로 판단된다(Healy and Palepu 2003, 15).

Enron의 회계부정 이후 외부감사인이었던 Andersen마저도 해체될 수밖에 없었던 가장

큰 이유는 Andersen이 Enron과 관련된 수천 건의 감사서류와 전자문서를 파괴함으로써 Enron 회계부정의 공모에 대한 일반대중의 의심을 증폭시켰고, 사법방해죄(obstruction of justice charges)로 형사소송이 제기되었다는 점이다. 이러한 문서파기는 Andersen의 문서 보관 및 파괴 정책에 따른 것으로 자체 규정을 위반한 것은 아니다. 그러나 2001년 10월 22일 SEC의 Enron에 대한 비공식 조사를 공시하기 전인 2001년 10월 12일 Andersen의 변호사는 내부 문서를 통하여 Andersen의 직원들에게 보관기한이 완료된 Enron 관련 감사 문건 및 전자문서를 파괴할 것을 지시하였고, 문서파기는 11월 9일 Enron 관련 문건에 대한 소환장이 발부되기 전까지 계속되었다(Stice et al. 2004, 11; Thomas 2002, 47).

결국 Andersen은 2002년 6월 15일 휴스턴 연방지법 배심원단에 의해 사법방해죄로 유죄를 선고받았고, Andersen은 Enron의 파산이후 실추된 이미지로 인하여 2,300여개에 이르던 고객 중 800여개의 고객을 잃었고 유죄판결과 주정부들의 사업면허 취소로 해체가 사실상 결정되었으며 컨설팅사업은 KPMG 컨설팅에 6,300만달러에 매각되었다.<sup>17)</sup> 2005년 5월 31일 대법원은 하급법원의 유죄판결이 불법행위의 범위를 지나치게 넓게 잡고 있다는 이유로 최종적으로 무죄를 선고하였으나 Andersen은 이미 해체되어 직원 28,000여명이 떠난 상태였다.<sup>18)</sup>

#### 2.4.2 Enron의 경영진의 도덕적 해이

Enron이 경영진에 부여한 스톡옵션은 2000년말을 기준으로 9,600만주에 달하였는데 이는 당시 Enron의 유통주식수의 13%를 차지할 정도로 과다한 것이었다(Healy and Palepu 2003, 13). 특히 CEO였던 Ken Lay는 Enron이 파산한 2001년에 1억달러어치의 자신이 보유한 Enron 주식을 Enron에 매각하였다. 당시 임원이 보유한 자사주식의 매각은 매각한 다음 달의 10일 이내로 공시하도록 되어 있으나, 자사주식을 자사에 매각한 경우는 다음 연도까지는 공시할 의무가 없기 때문에 CEO의 주식 매각은 Enron의 파산 전에는 외부에 알려지지 않았다(Norris and Barboza 2002). 특히, Ken Lay는 부사장인 Sharen Watkins가 Enron의 회계 문제점을 직접 그에게 알린 후 3주 이내에 2,000만달러의 주식을 매각하였고, SEC의 Enron에 대한 비공식 조사를 공시한 10월 23일 이후에도 4일에 걸쳐서 600만달러의 주식을 자사에 매각하였다(Norris and Barboza 2002). 한편, CFO인 Fastow는 Enron이 원하는 자산을 매각하고 투자자산의 가치변동 위험을 회피한다는 목적으로 LJM1과 LJM2와 같은 SPE의 설립과 운영에 참여하였고, 외부투자자들을 끌어들이는 역할을 담당하였으며 그 과정에서 Enron으로부터 받는 연봉보다도 많은 3,000만달러 이상의 부당이익을 취득하였다(Powers et al. 2002, 3). 또한 Fastow의 직속임원인 Kopper는

17) “아서앤더슨 유죄평결로 ‘해체위기’” 한겨레신문. 2002. 6. 16, “KPMG, 아서 앤더슨 미국내 컨설팅사업 6천300만달러에 인수” 연합뉴스. 2002. 6. 27.

18) “아더앤더슨 유죄 판결” 한국경제신문. 2002. 6. 16, “美 대법, 엔론관련 아서 앤더슨 판결 파기” 동아일보. 2005. 6. 1.

Chewco의 설립과 운영에 관여하여 200만달러를 보수로 받았고, 1997년 Chewco의 설립시 125,000달러를 투자하였으나 2001년 Enron에 매각할 때는 1,000만달러 이상을 받은 것으로 밝혀졌다(Powers et al. 2002, 8).

#### 2.4.3 Enron 감사위원회의 감독기능 부재

Enron의 감사위원회에 소속된 감사위원들 중에는 회계와 재무분야의 전문가를 포함하고 있었다. 예를 들면, Robert Jaedicke는 전 Stanford 대학의 회계학교수를 역임했고, Paulo Pereira는 브라질 소재 리오데자네이로 국립은행의 CEO였으며, Wendy Gramm은 전 미국 상품선물거래위원회의 의장을 역임했다(Healy and Palepu 2003, 14). 그러나 1년에 서너 차례 회의를 열고, 회의시간도 충분히 길지 않았으며 대부분 경영진의 설명에 이의를 제기하지 않았다. 한편, 일부 이사회 소속 사외이사는 Enron과 컨설팅 계약을 맺고 있었고, Enron이 기부한 재단의 책임자도 포함되어 있어 사외이사의 독립성에 문제가 있는 것으로 판단된다(박상수 2002). 또한 이사회는 경영진의 제안을 가감 없이 그대로 수용하여 SPE의 설립을 허용하였고, CFO Fastow의 SPE 설립과 운영에 대해서도 Enron의 이익에 해를 끼치지 않는다고 판단하여 사후에 적절히 감독하는 조건으로 그의 관여를 승인하였으나 이후 그의 SPE 운영에 대한 필요한 정보를 요청하지도 않았고, 그의 운영에 대한 감독을 이행하지도 않았다.

### 2.5 Enron 전 임원에 대한 형사재판 결과

Enron의 회계부정과 관련한 형사소송에서 제일 먼저 유죄를 인정한 사람은 CFO Fastow의 직속임원인 Michael Kopper였다(Lozano 2006). Chewco의 설립과 운영을 담당한 Kopper는 2002년 유죄를 인정하여 Fastow를 기소하는데 협력했음을 인정받아 3년 1개월형을 선고 받았으나 총 1,200만달러를 반납해야 했다. 2004년 유죄를 인정한 Enron의 전 IR 담당임원인 Mark Koenig에게는 증권사기죄로 1년 6개월형이 선고되었다. Enron의 최고 회계담당 임원이었던 Rick Causey도 유죄를 인정하였고 2006년 11월 16일 5년 6개월형을 선고 받았다. 또한 2004년에 유죄를 인정한 전 CFO Fastow에게는 결국 6년형이 선고되었고, 2,380만달러를 몰수당하였으며 600만달러에 대한 소유권을 포기해야 했다. 함께 범행에 가담한 그의 아내도 세금관련 허위신고죄로 1년형을 연도 받았다(McLean and Elkind 2004, 414-415).

전 CEO이며 Enron이 파산한 2001년 8월에 돌연 사임했던 Skilling은 다른 피고인과는 달리 불리한 증언을 거부할 권리를 행사하지 않고, 자신은 무죄임을 주장하였다. 그는 Enron 관련 재판이 일종의 마녀사냥이며, 파산원인은 Enron의 2001년 3분기 실적발표와 재무제표 재작성 발표 이후 쏟아진 무책임한 언론기사에 의해 야기된 비이성적 패닉현상으로 인한



것이라고 주장하였다(McLean and Elkind 2004, 420). 그러나 검찰측은 Skilling이 Enron의 주식매각으로 8,900만달러를 획득하였음을 주장하였고, 2006년 5월 25일 배심원은 19개 항목에서 유죄 판결을 내렸으며, 2006년 10월 23일 Skilling은 4,500만달러의 추징과 24년 6개월형을 선고 받았다.

한편, Enron의 오랜 CEO였던 Ken Lay도 끝까지 자신은 죄가 없음을 주장하였으나 검찰측은 적어도 그가 모든 중요한 문제에 대해서 알고 있었음을 밝혔고, 2006년 5월 25일 배심원은 6개 항목에 유죄 판결을 내렸다. 그는 판결 41일 후 심장마비로 인하여 생을 마감하였다.

### III. 요약 및 Enron 파산 이후 개혁방안

Enron의 파산으로 드러난 재무회계와 기업지배구조 관련 주요 쟁점사항으로는 에너지 매매계약에 대한 MTM 적용시 공정가액의 재량적인 추정, 에너지 매매계약 체결시점에 미래 발생수익의 총액 인식, SPE와 관련한 회계기준의 허점, 외부감사인의 독립성 훼손, 경영진의 과대 보상과 도덕적 해이, 이사회와 감사위원회의 감독기능 부재 등을 들 수 있다. Enron의 파산 이후 이어진 Worldcom의 회계부정사건은 회계정보에 대한 불신을 야기하여 자본시장의 신뢰성을 크게 떨어뜨렸다. 이에 미국의회는 Enron 회계부정과 유사한 사건의 재발을 막고자 회계개혁법안(Sarbanes-Oxley Act)을 통과시켜 현재 발효 중에 있다.

회계개혁법안의 주요 내용을 보면 CEO와 CFO의 재무제표에 대한 인증의무 부과, 회계부정에 대한 처벌 강화, 공시의무의 강화, 회계법인 감독을 위한 상장기업회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board)의 설립, 외부감사인의 일부 비감사용역 제공에 대한 제한, 내부통제 시행에 대한 외부감사인의 감사, 경영진의 자사주 거래시 2일 이내 공시, 이사회나 경영진에 대한 사내 대출금지 등이다. 우리나라도 미국의 회계개혁법안 내용 중 CEO와 CFO의 재무제표에 대한 인증의무 부과, 외부감사인의 일부 비감사용역 제공에 대한 제한, 내부회계관리제도의 시행과 이에 대한 외부감사인의 검토, 허위공시 및 중요한 사항의 누락에 대한 처벌 강화 등을 1997년 금융위기 이후 도입하였다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함”

## 참 고 문 헌

- 박상수. 2002. 엔론사 파산이 던져준 교훈. LG주간경제(2002.1.30.): 4-11.
- Aldhizer III. G., J. Cashell, and D. Martin. 2003. Internal Audit Outsourcing. *The CPA Journal*, Aug.
- Batson Neal. 2003. The second interim report of Neal Batson, court-appointed examiner. Jan. 21.
- Emerging Issue Task Force(EITF) of the Financial Accounting Standard Board. 2008. EITF Abstracts, updated as of March 12, 2008. <http://www.fasb.org/st>
- Emshwiller J. and R. Smith. 2002. Joint Venture: A 1997 Enron Meeting Belies Officers' Claims They Were in the Dark. *The Wall Street Journal*, Feb. 1.
- Enron. 2000. Enron Annual Report 1999.
- Enron. 2001. Enron Annual Report 2000.
- Hartgraves A. and G. Benston. 2002. The evolving accounting standards for special purpose entities and consolidations. *Accounting Horizons* 16(3): 245-258.
- Healy P. and K. Palepu. 2003. Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives* 17(2): 3-26.
- Hill A. and S. Fidler. 2002. Enron ties itself up in knots, then falls over. *The Financial Times*, Jan. 29.
- Loomis C. 2002. The Revenue Games People(Like Enron) Play. *Fortune*, Apr. 15.
- Lozano Juan. 2006. 2 Enron Execs' Sentences Reduced, Michael Kopper and Mark Koenig cooperated with prosecutors. *The Associated Press*, Nov. 18.
- McLean B. 2001. Is Enron overpriced? *Fortune*, Mar. 5.
- McLean B. and P. Elkind. 2004. *The smartest guys in the room*. The Penguin Company.
- Norris F. and D. Barboza. 2002. Lay Sold Shares for \$100 Million. *The New York Times*, Feb. 16.
- Norris F. and K. Eichenwald. 2002. Fuzzy Rules of Accounting and Enron. *The New York Times*, Jan. 30.
- Nusspickel F. 2002. Testimony of Andersen, LLP before the New York State Senate Higher Education Committee Kenneth P. LaValle, Chairman.

- Powers W., R. Toubh, and H. Winokor Jr. 2002. *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.*
- Raghavan A., K. Kranhold, and A. Barrionuevo. 2002. Full Speed Ahead: How Enron Bosses Created a Culture of Pushing Limits. *The Wall Street Journal*, Aug. 26.
- Smith Rebecca. 2002. Show Business: A Blockbuster Deal Shows How Enron Overplayed Its Hand, Company Booked Big Profit From Pilot Video Project That Soon Fizzled Out, "I Just Couldn't Believe It." *The Wall Street Journal*, Jan 17. p. A1
- Stice E., J. Stice, and K. Skousen. 2004. *Intermediate Accounting* 15th Ed. South-Western.
- Thomas C. W. 2002. Rise and Fall of Enron, *Journal of Accountancy*(April): 41-48.
- United State District Court. 2003. Civil Action No. H-03-0905 (Harmon) US SEC vs. K. Howard and M. Krautz. Southern District of Texas, Houston Division.
- Weil J. 2001. After Enron, 'Mark to Market' Accounting Gets Scrutiny. *The Wall Street Journal*, Dec. 4.
- Wolk W., J. Dodd, and M. Tearney. 2004. *Accounting Theory* 6th Ed. South-Western.

## 〈부 록〉

### SPE에 대한 미국 회계기준의 변천과 국제회계기준과의 차이점

미국에서 최초로 SPE가 연결재무제표 대상회사에서 제외될 수 있는 근거를 마련해 준 규정은 1989년 발행된 EITF Topic D-14이다(Hartgraves and Benston 2002).<sup>19)</sup> 이 규정에 따르면 연결대상에서 제외되기 위해서는 SPE의 최대 지분소유자가 다음 세 가지 조건을 만족시켜야 한다. 첫째, 독립된 제3자로서 상당한 자본투자를 해야 하고, 둘째, SPE에 대한 통제권을 가져야 하며, 마지막으로 SPE의 소유에 따른 실질적인 위험과 효익을 부담해야 한다. 이후 발행된 EITF 90-15는 리스계약을 위해 설립된 SPE에 대한 규정을 담고 있는데 다음 세 가지 조건을 모두 만족시키면 SPE는 연결재무제표에 포함되어야 한다. 첫째, 리스제공자인 SPE가 오직 하나의 리스이용자를 가지고, 둘째, 리스이용자가 리스자산의 모든 중요한 위험과 효익을 부담하며, 셋째, SPE의 소유자(외부투자자)는 SPE에 중요한(significant) 잔여지분투자(residual equity investment)를 하고 있지 않다.

이후 SEC는 EITF 90-15의 세 번째 조건에 나오는 중요한 잔여지분투자의 의미를 SPE 총자산의 3%라고 해석하였는데 여기서 비롯된 3%기준이 SPE의 연결대상 제외를 판단하는 중요한 요인이 되었다. 한편, SPE를 설립한 회사(sponsor)에 의한 SPE 차입금에 대한 보증 그 자체는 연결대상 여부를 결정하는 요인은 되지 않았고, Enron은 이를 악용하여 자신이 설립하여 연결제외 조건을 갖춘 많은 SPE에 대한 차입금 보증과 SPE에 대한 자금지원을 할 수 있었다.

Enron의 파산이후 FASB는 SPE에 대한 회계기준을 개선하기 위하여 2003년 FIN 46과 FIN 46R을 발행하였다. FIN 46은 SPE를 variable interest entity(변동지분실체, VIE)로 새롭게 정의하고, VIE의 경제적 효익(위험) 과반을 획득할 권리(의무)를 가진 기업은 VIE의 주수익자(Primary beneficiary)로서 의결권여부와 관계없이 지배력을 가진 것으로 인정되어 VIE를 연결대상에 포함하도록 규정하고 있다. 구체적으로 VIE의 외부투자자가 다음 중 하나에 해당할 경우 VIE의 개설자(sponsor)는 VIE의 주수익자로서 VIE를 연결재무제표에 포함시켜야 한다.

- 외부투자자의 투자금액이 개설자 및 타 이해관계자에 의한 추가적인 재정지원 없이는 VIE의 활동에 대한 자금을 공급하기에 충분하지 않는 경우
- 외부투자자가 의결권 또는 유사한 권리를 통하여 VIE의 중요한 의사결정을 직접적 또는 간접적으로 할 수 있는 능력이 부족한 경우
- 외부투자자가 VIE의 미래 손실을 부담할 의무가 부족한 경우

19) 미국의 SPE 회계기준과 관련된 내용은 Hartgraves and Benston(2002)을 토대로 하여 작성하였다.

- 외부투자자가 VIE의 미래 잔여이익(residual returns)을 가질 권리가 부족한 경우
- 외부투자자의 의결권 비율이 미래 손실을 부담할 의무의 비율과 다르고, VIE의 활동이 의결권이 극히 낮은 한 투자자를 위해서 이루어지는 경우

한편, VIE의 주주익자로서 VIE를 연결재무제표에 포함하는 기업은 다음을 주석에 공시해야 한다.

- VIE의 성격, 목적, 규모, 활동
- VIE의 부채에 대해 담보로 잡힌 자산과 그 장부가액
- VIE 채권자가 주주익자에게 갖는 상환청구권(recourse) 여부

또한 VIE의 주주익자는 아니지만 VIE에 상당한 지분을 갖고 있는 기업은 다음을 주석에 공시해야 한다.

- VIE의 성격, 목적, 규모, 활동
- VIE에 참여한 결과로 VIE의 미래 손실에 대해서 부담할 수 있는 정도
- VIE 참여에 대한 성격과 참여를 시작한 날짜

한편, 국제회계기준해석 제12호(Standard Interpretations Committee No. 12, SIC 12) ‘연결: 특수목적기업(Consolidation-Special Purpose Entities)’에서 규정하는 SPE에 대한 회계기준은 기업과 SPE 간의 관계의 실질이 당해 기업이 SPE를 지배하는 것을 나타낼 경우 SPE를 연결하도록 규정하고 있다.<sup>20)</sup> SIC 12는 기업이 SPE의 지분을 극히 일부만 소유하거나 전혀 소유하지 않는 경우에도 지배력이 존재할 수 있기 때문에 SPE의 연결대상을 판단하는 지표로서 SPE에 대한 의결권뿐만 아니라 경제적 효익이나 위험 등을 종합적으로 검토하도록 규정한다. 따라서 국제회계기준은 미국회계기준과 SPE의 연결대상 포함 결정에서 단순히 의결권만을 고려하지는 않는다는 점에서 유사한 측면이 있으나 규칙중심회계기준인 미국회계기준과는 달리 VIE의 개념은 도입되지 않고 회계기준 본문에 연결대상에 포함될 수 있는 구체적인 경우를 열거하지 않고 있다는 점에서는 차이가 있다.

현행 한국회계기준 기업회계기준서 제25호 ‘연결재무제표’는 SPE에 대한 연결기준을 의결권 있는 주식 등의 소유지분을, 이사회나 이에 준하는 의사결정기구 구성원 과반수의 임면권한 등과 같이 의사결정능력 위주로 지배 여부를 판단하고 있으나 국제회계기준에서는 의사결정능력뿐만 아니라 활동, 효익, 위험을 종합적으로 검토하도록 규정하고 있다는 점에 차이가 있다.<sup>21)</sup> 또한 현행 규정에서는 총자산 100억원 이상의 외감법대상 기업만을 연결대상에 포함하고 있으나 국제회계기준에서는 규모의 제한 없이 모든 종속회사를 연결범위로 정하고

20) SIC 12는 한국채택국제회계기준의 기업회계기준해석서 제2012호 “연결: 특수목적기업”에 해당한다.

21) 기업회계기준해석서 제2012호 19쪽 “기업회계기준해석서 제2012호와 ‘현행의 기업회계기준’과의 비교” 참조.

있다. 더욱이 현행 기준하에서는 실무적으로 SPE를 연결하는 기업은 거의 없다는 점을 고려한다면 국제회계기준 도입이후 상장사들의 연결재무제표에 상당한 변화가 있을 것으로 예상된다.<sup>22)</sup>

---

22) “(기업재무 언어가 바뀐다) ③主재무제표 ‘연결’로 전환” 이데일리. 2008. 2. 12 (신성우 기자).