

경영진의 분석논의와 부외거래 공시\*

양 명 석

(미국 뉴욕주 변호사, 법무법인 우현)

**【초 록】**

엔론사의 파산신청 사건은 세계적인 규모의 대기업이 저지른 대규모 회계사기사건의 전조에 불과한 것으로 밝혀졌다. 엔론사의 회계사기행위는 부외거래, 엔론사와 통합되었어야 할 특수목적법인, 소액주주로 보고되었어야 할 제3자의 투자를 포함하는 거래 및 진정한 매매 아닌 자산의 이전에 집중되었다. 엔론사가 채택한 분식회계방식과 대표적인 탈법적인 거래유형을 설명하고자 한다. 나아가 최근 SEC가 공표한 부외거래공시규칙에 관하여 논하고자 한다. 대한민국의 회계 및 공시 기준을 엔론사 사례와 유사한 행위로의 악용 가능성과 관련하여 검토하고자 한다. 최근 대한민국에서 놀라운 속도로 성장하고 있는 ABS 및 기타 증권발행시장은 대한민국의 가장 눈에 띄는 부외거래 양식의 하나로 보여진다. 위와 같은 거래에 관련된 현재의 공시 및 회계 방식의 취약점에 관하여 논하고자 한다.

주제어: 엔론 / 회계사기 / 사기 / 진정한 매매 / 공시서류 / 분석논의 / 부외거래

**【차 례】**

I. Introduction

II. Enron 사건의 개요 및 분석

1. Enron사의 분식회계 규모 및 조작의 필요성
2. Enron사의 분식회계 방법에 적용되었던 주요 회계기준
3. 중요한 법적 개념
4. Enron사의 특별 거래 유형

III. MD&A 공시기준

1. Rule과 Principle 위주의 회계원칙
2. MD&A
3. Enron사의 공시 내용
4. New Rule
5. Off-Balance Sheet Arrangement의 개념
6. Disclosure Threshold
7. Disclosure about Off-Balance Sheet Arrangements
8. Tabular Disclosure of Contractual Obligations
9. Foreign Private Issuers
10. Enron 사건의 재발 가능성

IV. 국내 회계기준 및 사업보고서

1. 회계기준
2. 국내 사업보고서의 내용

양 명 석

(미국 뉴욕주 변호사, 법무법인 우현)

## I. Introduction

2001년 Enron사의 분식회계 및 파산신청은 전세계를 경악에 빠뜨린 사건이었다. 1997년 아시아의 외환위기로부터 촉발되었던 IMF 구제금융 사태보다도 더욱 놀랄 만한 이 소식은 곧 이어 WorldCom,1) Global Crossing,2) Health South,3) Xerox,4) Tyco,5) Adelphia6) 등 우수 기업들의 계속되는 분식회계 소식으로 이어졌다. 상장회사의 공시와 사업보고서 등에 대한 엄격한 검토 및 감시로 최고의 투명성을 자랑하던 미국에서 발생한 이러한 일련의 사건들은 미국 사회를 뒤흔들었고, 이에 대한 대책 마련의 필요성이 제기되면서 결국 미국 연방의회는 지난 2002년 여름 Sarbanes-Oxley Act를 제정, 공포하기에 이르렀다.7) 1933년 Securities Act와 1934년 Securities Exchange Act 이후 가장 중요한 금융법률로 보도되기도 한 Sarbanes-Oxley Act는 상장회사의 외부감사 업무를 수행하는 회계법인의 독립성을 강화하고, 감사업무의 독립성을 저해할 수 있는 기타 업무 관계를 제한하며, 상장회사 내부의 감사기능과 기업지배구조의 투명성을 향상시키기 위한 제도의 수립 등의 내용을 담고 있다. 이 중, Enron사가 분식회계에 이용한 거래 형태가 off-balance sheet arrangement였던 점에 초점이 맞추어져, Sarbanes-Oxley Act 제401조는 Securities and Exchange Commission(SEC)로 하여금 위 off-balance sheet arrangement에 대한 보고의무 규정을 채택할 의무를 부과하고 있다.

이에 따라 지난 2003년 1월, SEC는 off-balance sheet arrangement에 관련된 내용을 사업보고서상의 경영진의 분석논의 부분(Management? Discussion and Analysis: MD&A)에 별도의 섹션으로 종합 보고하는 것을 의무화하는 규정을 공표하였다.

이하 II.에서는 Enron사가 분식회계 거래에 사용하였던 회계기준, 관련 법률 및 거래 유형을 살펴보고, III.에서는 SEC가 최근에 발표한 경영진의 off-balance sheet arrangement에 대한 보고 의무 규정을 소개하며, 마지막 IV.에서는 Enron사가 이용하였던 거래가 국내에서 이루어졌을 때를 가정하여, 그러한 경우 어떻게 보고가 이루어질 것인가에 대하여 살펴보도록 한다.

## II. Enron 사건의 개요 및 분석8)

### 1. Enron사의 분식회계 규모 및 조작의 필요성

2001년 당시 세계 제7위의 매출 규모를 자랑하던 Enron사의 역사상 최대 규모의 분식회계 및 파산사건은 미국뿐만 아니라 전세계 경제에 막대한 타격을 가하였고, 그로 인한 여파는 아직까지도 남아 있는 상태이다. 1985년 Houston Natural Gas와 InterNorth의 합병으로 설립된 Enron사는 미국 최초로 전국적 파이프라인을 소유한 가스회사로, 가스 및 전기 선물거래 등을 통하여 1989년의 \$46.3억에 불과하던 매출이 1994년에는 \$89.8억, 1999년에는 \$401.1억,9) 2000년에는 \$1,000억에 달하는 초고속 성장을 거듭하였다.

이러한 기하학적인 급성장을 달성하기 위하여 Enron사는 그에 상응하는 규모의 자금을 필요로 하였고,10) 그 투자적격의 신용평가등급을 유지하기 위하여 신용평가기관이 회사의 신용평가 과정에서 주로 고려하는 ① 영업 현금흐름, ② 대차대조표상의 부채, ③ 총 채무, ④ 주주의 지분, ⑤ 특정 조정된 수입 및 ⑥ 이자비용 등의 재무수치를 중점적으로 관리하였다.11) 또한, Enron사는 위 재무수치의 관리와 함께 통상적인 자금조달 방식인 신주발행, 사채발행 및 차입을 최소화하는 노력을 병행하였는데, 이는 신주발행은 주당 이익을 낮추는 효과가 있고 사채의 발행 및 차입은 재무제표상의 부채 규모를 증가시키기 때문이다. Enron

사는 전통적인 energy 생산 회사에서 각종 형태의 energy를 거래하는 trading 회사로 탈바꿈하는 과정에서 매출 규모에 대비하여 적은 규모의 자산을 유지함으로써 주주의 자산을 최대한 효율적으로 사용하는 회사가 되겠다는 asset light 경영방침을 정하고 이를 위하여 새로운 financial management 방식을 도입하려 하였으나, 그 과정에서 여러 방식의 탈법적 분식회계를 시도하였고, 결국 2001년 가을 파산신청을 하기에 이른 것이다.

아래에서는 Enron사가 주로 사용한 분식회계의 방식, 그와 관련된 법적 issue 및 주요 거래 형태에 대하여 간략하게 살펴보기로 하겠다.

## 2. Enron사의 분식회계 방법에 적용되었던 주요 회계기준

### (1) 자회사에 대한 연결재무제표 보고의무 기준

GAAP상 자회사의 지분을 과반수 이상 보유하거나 자회사에 대한 경영권을 행사하는 모회사는 자회사를 모회사의 재무제표에 연결하여 보고하여야 한다.<sup>12)</sup>

그러나 자회사의 소액주주에게 일정 수준 이상의 경영참여 권한(거부권 또는 승인권)이 부여되어 있는 경우에는 모회사는 그 자회사에 대한 연결재무제표 작성의무로부터 면제되므로,<sup>13)</sup> 대주주인 모회사가 자회사에 대한 연결재무제표를 작성하여야 하는지의 판단은 모회사, 자회사 및 소액주주간의 관계에 대한 사실을 종합적으로 고려하여 판단하여야 한다. 이때 '일정 수준 이상의 경영참여 권한'이라 함은 ① 경영진의 선임, 해임 및 보수에 관한 결정, ② 자회사의 투자 및 예산 결정 등에 대한 권한을 의미하며, ① 정관의 변경, ② 자회사와 모회사간의 거래 조건 승인, ③ 청산 또는 파산 결정, ④ 자회사 총 자산의 20% 이상 규모에 해당되는 자산의 취득 또는 처분의 결정 및 ⑤ 추가 지분 발행의 결정 등의 권한만으로는 연결재무제표의 작성의무가 면제되지 않는다. 또한 소액주주가 모회사와 특수관계에 14) 있거나 소액주주의 투자 지분이 일정 기준 이하일 경우에는 소액주주의 경영참여 권한은 축소 해석되어야 한다.

또한, 자회사가 partnership인 경우, partnership의 소액주주가 general partner를 임의로 해임할 수 있고(다만 그러한 해임행위가 partnership에게 별다른 배상책임을 발생하지 않을 경우에 한한다), limited partner들의 일정 수준 이상의 지분 보유<sup>15)</sup> 등의 조건이 충족되면, general partner는 해당 partnership에 대한 경영권을 보유하고 있지 아니한 것으로 인정되어, 모회사는 partnership에 대한 연결보고의무를 부담하지 아니한다.<sup>16)</sup>

### (2) 특정 SPE와 연결재무제표

언론을 통해 널리 알려진 바와 같이, Enron사는 특수목적회사(Special Purpose Entities,<sup>17)</sup> SPE)를 설립하고, 그 SPE의 명의로 용자를 받거나 사채를 발행하여 조달된 자금을 대출 또는 자산양도의 방식으로 취득하였다. Enron사는 이와 같은 SPE를 Enron사의 재무제표에 연결하여 보고하지 않고, SPE가 제공하는 자금을 영업활동을 통한 수익 또는 소액 지분으로 보고함으로써, 재무제표상으로는 실제보다 건전하게 보이는 재무수치를 유지할 수 있었다.

이러한 SPE는 그의 sponsor나 자산양도인(이하 sponsor라고 통칭한다)의 재무제표에 연결 보고되어야 하는 것이 원칙이나, 그 SPE의 대주주가 sponsor와 특수관계에 있지 않고, 경영권을 행사하며, SPE의 경영실적에 따라 상당한 이익 또는 손실을 받는 것으로 인정되는 경우에는, sponsor는 SPE에 대한 연결보고의무로부터 면제된다.<sup>18)</sup>

이와 관련하여, SEC는 SPE의 대주주가 sponsor와 특수관계에 있지 아니한 제3자로서, SPE에 대한 경영권을 행사하고, SPE의 총 투자액의 3% 이상<sup>19)</sup>을 지분으로 출자하는 경우에는, sponsor는 SPE에 대한 연결보고의무로부터 면제된다는 구체적인 기준을 비공식적

으로 발표하였고,20) 이는 발표 이후 곧 업계의 기준이 되었다.

#### 1) SPE의 대주주와 Enron사의 특수관계로 인한 재무제표상 연결보고의무

Enron사는 해당 SPE에의 총 투자액의 3% 이상을 Enron사와 관계없는 제3자가 출자하도록 하고 나머지 97%의 자금은 금융기관으로 하여금 용자 또는 SPE 발행 사채의 매입 방식으로 투자하도록 하였다. 이 중 일부 SPE의 경우에는, 3% 이상의 지분을 보유한 SPE의 대주주이자 경영권자가 Enron사의 임원으로서 Enron사의 특수관계인(21)의 지위에 있었기 때문에, Enron사의 재무제표에 연결되어 보고되어야 하는 경우가 발생하였으나, Enron사는 이를 무시하고 해당 SPE에 대한 연결재무제표를 작성하지 아니하였다.

Enron사는 그 논거로서 SPE의 대주주가 partnership 형태의 법인인 경우에는, 단순히 그 partnership과 Enron사와의 관계가 아닌 partnership의 주주와 Enron사와의 관계에 의하여 특수관계인 여부 및 연결보고의무의 유무를 판단하여야 한다고 주장하였다. 즉, 대주주인 partnership의 general partner가 Enron사의 임원이어서 대주주가 Enron사의 특수관계인으로 인정되는 경우에도,22) 그 partnership의 limited partner들이 general partner를 임의로 해임할 수 있으므로, partnership의 경영권은 limited partner에게 주어져 있으며, limited partner는 Enron과 특수관계에 있지 아니하므로, SPE의 대주주도 Enron사의 특수관계인이 아니라는 것이다. 그러나 이와 같이 주식회사의 형태를 무시하는 일종의 piercing of corporate veil은 해당 SPE의 채무에 대한 책임을 대주주에게 추궁할 수 있는지를 판단하는 경우에 적용되는 논리이지 연결재무제표 작성의무의 판단에 적용할 수 있는 논리가 아니다. Enron사가 SPE를 Enron사의 재무제표에 연결하여 보고하지 않은 것은 GAAP을 위반한 것이다.

#### 2) 대주주에게 투자금에 대한 손실 위험이 없었음

앞서 SEC가 발표한 비공식적 기준이 문제가 되었던 SPE의 경우,23) SPE의 대주주가 sponsor와 특별한 관계에 있지 아니하고, SPE에 대한 총 투자금액의 3% 이상을 투자하였음에도 불구하고 SPE의 sponsor는 SPE에 대한 연결재무제표를 작성하여야만 하였다. Sponsor가 SPE와의 사이에서 total return swap(TRS)이라는 파생상품거래 계약을 체결함으로써, SPE의 자산에 대한 실질적인 경제적 위험을 대주주가 아닌 sponsor가 스스로 부담하였기 때문이다. Enron사의 경우에도, 해당 SPE가 자산 손실의 97% 및 대주주 투자금 대비 15% 이상에 대한 이익 전부를 sponsor 또는 Enron사에 이전하는 TRS 파생상품거래 계약을 체결함으로써, 사실상 대주주는 투자금에 대한 경제적 손실 위험을 거의 모두 sponsor나 Enron사에 이전하였기에, Examiner는 위 SPE가 연결재무제표 작성의무로부터 면제되기 위한 SEC의 guideline을 충족하지 못한 것으로 판단하였다. 그러나 Enron사는 대주주의 투자금에 대한 수익률을 15%로 제한하는 내용을 은폐함으로써, SEC로부터 Enron사가 관련 SPE를 연결보고할 의무를 부담하지 아니한다는 내용의 답변을 받아냈다.24) SEC는 Enron사가 양도된 자산에 대한 경제적 위험의 97%만 TRS를 통하여 계속 유보함으로써 SPE에 손실이 있는 경우 대주주의 3% 투자금이 위험에 노출되어 있다고 판단한 것으로 여겨진다. SEC 관계자는 당시 이러한 판단이 확정적인 것은 아니며 변경될 가능성이 있음을 밝혔으나, 이후 그러한 판단의 변경은 없었던 것으로 보여진다. 이에 대해 Examiner는 15% 수익률 제한 사실이 SEC에 공개되었다면 SEC가 다른 의견을 표명하였을 가능성이 있다고 언급하였으나, 그 이상의 구체적인 내용은 확인할 수 없는 상황이다.

위 SEC의 accounting office의 관계자가 Andersen과의 회의석상에서 Enron사의 거래구조를 검토하고 Enron사가 SPE를 연결하여 보고할 의무가 없다고 판단한 것은 SEC가 Enron

사의 구조와 TRS에 대한 이해를 충분히 하지 못한 상태에서 성급히 의견을 제시하였던 결과라고 판단된다. 제3자가 SPE 총 지분의 3% 이상을 보유할 것을 Sponsor의 SPE에 대한 연결재무제표 작성의무의 면제요건으로 정한 것은 ① 그 투자 규모에 대한 내용과 ② 주주인 제3자가 SPE의 손실로 인한 1차적 위험을 부담하여야 한다는 의미가 있다. 그런데 Enron사가 SPE 손실의 97%에 관한 TRS를 체결함으로써, SPE의 대주주의 지분 투자금은 1차적인 위험이 아니라, SPE의 나머지 97%의 자금과 동일하게 SPE의 손실 위험에 노출되는 결과가 발생되었다. 따라서, Enron사가 제시한 TRS 거래구조는 SEC가 1997년 제시한 기준과 EITF Topic D-14의 기준을 충족시키지 못한다고 판단된다. Examiner의 결론도 이를 감안한 것으로 판단된다.

### (3) MTM 회계기준

1980년대 후반부터 가스의 forward trading이 활성화되면서, 가스거래계약은 가스의 직접 수급을 대금지급 요건으로 하지 아니하는 선결제 형태로 이루어지는 경우가 더 많아졌고, 그 결과 현물거래라기보다 금융상품거래 성격을 더 많이 가지게 되었다. 이러한 가스거래계약 형태의 변화에 조응하여, Enron사는 1991년 SEC의 승인을 얻어 Enron사가 체결한 가스거래계약의 자산가치를 체결 당시 또는 현재가 중 낮은 가격으로 장부에 기재하는 통상적인 방식에서 mark-to-market (MTM: 공정가격) 방식으로 전환하였고,<sup>25)</sup> 그 결과 가스 시가의 변동은 곧바로 Enron사의 대차대조표와 손익계산서에 영향을 미치게 되었다.

그 이후 Enron사는 SEC와 별도의 추가협의 내지 승인 없이, 가스 trading에만 적용하던 MTM 평가방식을 전기, 펄프 및 석탄 등의 기타 commodity 거래 자산에도 적용하였고, 1996년에는 투자은행에게만 허용되는 투자자산에 대한 MTM 평가방식을 Enron사가 설립하여 운영하는 투자 partnership에도 적용하였다. 더 나아가, Enron사는 1997년에는 Enron사의 merchant banking 사업부의 자산에, 1999년과 2000년에는 energy 이외의 commodity 사업에도 MTM 평가방식을 적용하였다.

FASB는 1998년 energy trading이 금융상품 거래와 동일한 성격을 가지고 있다고 보아 그에 대한 MTM 평가기준을 채택하였다.<sup>26)</sup> 따라서, 최소한 1998년 FASB의 새로운 규정이 발표된 이후부터는 Enron사의 energy commodity 거래에 대한 MTM 평가방식은 GAAP을 위반하지 않은 것이다. 그러나 1998년까지 가스트레이딩을 제외한 energy commodity를 MTM 방식으로 평가하여 보고한 것과 기타 자산을 MTM 방식으로 평가한 것은 여전히 GAAP 위반이라 할 것이다. 2000년 말 Enron사가 보고한 총 자산 \$655억 중 MTM 평가 방식으로 보고된 자산은 약 \$228억으로, 이는 총 자산의 약 35%를 차지하는 규모로서, 약 5% 수준의 시가 변동은 손익계산서상 약 \$11억 규모의 변동을 초래하는 것이었다.

물론, MTM 방식으로 평가되는 자산의 비중이 늘어나는 것 자체가 Enron사에 항상 유리한 결과를 안겨주는 것만은 아니었다. 시가의 변동으로 인한 손익계산서상의 타격은 오히려 부담이 되었을 것으로 생각된다.<sup>27)</sup> 그러나 Enron사가 이러한 부담에도 불구하고 MTM 평가 방식을 merchant banking 사업의 자산으로까지 확대 적용하게 된 것은, 실제 시장이 조성되지 아니하여 객관적인 가치평가를 할 수 없는 자산에 MTM 방식을 적용함으로써 장래 소득에 대한 과장된 예측의견을 현재의 이익으로 전환하기 위함이었다. 예를 들면, Enron사는 제3자로부터 인수한 종이공장을 merchant banking 자산으로 분리하고 장래가치를 높게 평가한 후, 이를 Enron사가 설립한 SPE에 위와 같이 부풀린 평가금액으로 매각함으로써 제3자로부터 매입한 금액과의 차액을 영업이익으로 계산할 수 있었다. 그 외에도 Enron사는 internet 붐이 고조되던 당시 시청자가 원하는 시점에 영상물을 on-line으로 제공하여 주는

VOD 사업에 투자함으로써 예상되는 장래 수익을 MTM 방식으로 평가한 후, 그 투자지분을 시세보다 높은 가격으로 SPE에 양도하기도 하였다. 물론 SPE는 매입가격을 기준으로 금융 기관으로부터 자금을 조달하였고, Enron사는 그 자금에 대한 원리금 상환을 보증하였다.

#### (4) Mezzanine 지분

SEC는 기업의 주식을 ① 발행사 이외의 제3자가 그 상환시기를 결정하는 상환우선주, ② 발행사가 그 상환시기를 결정하는 상환우선주 및 ③ 보통주 3가지로 구분하고 있다.<sup>28)</sup> 자회사가 상환우선주를 발행함에 있어, 모회사가 상환자금의 직접 지급의무를 부담하지 아니하는 상환우선주는 소액지분(minority interest)으로, 모회사가 상환자금의 직접 지급의무를 부담하는 경우의 자회사의 상환우선주는 회사에 지급의무가 있는 상환우선주(company obligated preferred stock: COPS)로, 각각 모회사의 재무제표에 보고된다.

COPS는 1990년대 미국에서 많이 이용되던 자금조달방식의 일종으로, 자회사가 상환우선주를 발행하여 조달한 자금을 모회사에 대여하면, 모회사는 그 대여금에 대한 이자를 영업비용으로 처리할 수 있고, 연결재무제표에는 모회사-자회사간의 채무관계는 나타나지 않고, 자회사의 상환우선주는 주주의 지분으로 보고되어 재무제표의 부채에 포함되지 않아, 모회사의 부채비율을 낮출 수 있었다.<sup>29)</sup>

재무제표의 손익계산서상, minority interest와 COPS로 분리된 우선주에 대하여 지급하여야 하는 이자/배당금은 모회사의 영업이익에 영향을 주지 않고, 영업이익 아래, 보통주의 주주 배당금 수익 위에 기재된다. 그러나 신용평가회사는 위 2가지 상환우선주 지분을 다르게 취급한다. 신용평가회사가 모회사의 신용평가를 검토함에 있어, COPS는 모회사의 총 채무에 포함되나 minority interest는 포함되지 않는다. 이러한 차이점을 이용하기 위하여, Enron사는 많은 경우 SPE가 발행한 상환우선주 관련 상환금의 지급에 대하여 직접적인 보증을 하지는 않았지만, 그 상환금의 지급이 가능하도록 Enron사의 우선주를 발행하거나, 만약 Enron사의 주식을 매각하여 지급금을 준비하기 어려운 경우에는 지급보증을 제공한 후 관련 SPE가 발행한 상환우선주를 minority interest로 분리하여 보고하였다. 그러나 Enron사의 거래구조에서는 SPE가 발행하는 상환주에 대한 상환 여부의 결정은 SPE에 있지 않기 때문에 그러한 우선주는 COPS로 보고되었어야 한다고 Examiner는 판단하였다.

SEC는 자회사인 SPE가 별도의 영업활동을 하지 않고 단순하게 모회사에 자금을 조달하기 위한 목적으로 설립되었으며, 자회사의 자산이 모회사의 증권만으로 구성되어 있고, 모회사가 자회사의 채무지급을 보증하는 경우, 자회사가 발행한 증권에 대한 채무를 모회사의 재무제표에 별도의 line item인 Company obligated mandatorily redeemable security of subsidiary holding solely parent debentures로 보고하고 각주에 그 채무에 관련된 내용을 설명하도록 의무화하고 있다.<sup>30)</sup>

Enron사는 위 회계기준을 위반하고 COPS로 분리보고하여야 하는 SPE 증권 관련 채무를 minority interest로 보고함으로써 우발채무에 관한 자료의 공시의무를 회피하였고, 이러한 부적절한 방법을 통해 신용평가등급을 유지하고자 하였다.

#### (5) 자산매각대금을 영업 현금흐름으로 보고

GAAP은 현금흐름을 그 출처 및 사용 목적에 따라 ① 자금의 용자와 회수, 증권의 거래, 생산설비의 투자 등의 투자활동, ② 차입 및 차입금의 상환 등의 재무활동 및 ③ 투자나 재무활동 이외의 사업 운영과 관련된 영업활동<sup>31)</sup>의 3가지로 구분한다. 일반적으로 현금흐름을 위 3가지 활동 중 한 활동으로 구분하는 것에 대하여는 특별한 이견이 없으나, GAAP은 위와 같이 구분하기 어려운 부분에 대하여는 회사에 일정한 선택의 자유를 인정하고 있다. 예

를 들어, 부동산에 대한 투자는 대부분의 경우 투자활동으로 구분되지만, 부동산개발업자의 부동산에 대한 투자는 영업활동으로 구분될 수도 있다. 따라서, 일정 자산의 거래가 투자활동인지 또는 영업활동인지의 판단은 회사의 의도 및 실제 사업의 성격에 의하여 결정되어야 한다. Enron사의 경우, 1980년대 말부터 통상적인 가스 파이프라인 사업 외에 각종 energy trading 및 통신까지 그 업무의 영역을 넓히고, 제조업체가 재고물량을 사고팔듯이 여러 자산을 매입, 매도하였기 때문에, SPE에 자산을 매각한 경우의 매각대금을 영업활동으로부터 발생한 현금흐름으로 보고하는 것을 GAAP 위반이라고 단정적으로 판단하기에는 어려운 측면이 있다.

물론, Enron사의 사안에서는, Enron사가 주축이 되어 설립한 SPE에 Enron사의 각종 자산을 양도하는 행위를 매각행위로 볼 수는 없으므로, 이러한 경우 SPE로부터 수령한 자금을 매각대금으로 보고하는 것 자체는 GAAP의 위반이라고 할 수 있어, 위 자산매각 행위가 투자활동인지 또는 영업활동인지의 판단이 현실적으로는 그다지 중요하지 않을 수도 있다. Enron사가 SPE에 자산을 매각한 행위가 실제 매각행위로 인정되지 않는 것은, Enron사가 자산을 매각하였다고 한 이후에도 그 자산에 대한 관리 및 경제적 위험과 이익을 계속 유지하였고, Enron사와 연결되어 보고되어야 하는 SPE가 많이 있었기 때문이다.

#### (6) 매 각

회계기준상 회사는 지배권(control)을 보유하고 있는 자산을 재무제표에 기재하여야 하며, 그에 대한 지배권을 상실하거나 양도(surrender of control)한 경우에만 그 자산을 재무제표에서 제외할 수 있다.<sup>32)</sup>

지배권을 양도한 사실이 인정되기 위하여서는 다음 3가지 요건이 충족되어야 한다. (i) 양도된 자산이 양도인으로부터 분리되어야 한다. 분리되었다는 것은 파산법 등이 적용되는 경우에도 양도인의 재산으로 다시 환원되지 않아야 한다는 점을 의미한다. (ii) 양수인이 해당 자산을 처분하거나 담보로 제공할 수 있는 권한을 보유하여야 한다. (iii) 양도인이 해당 자산에 대한 환매권 등의 권리를 보유하지 않아야 한다.

자산을 소유한다는 것은 ① 해당 자산에 대한 경제적 이익에 대한 권한, ② 자산의 사용 권한 및 ③ 제3자를 배제할 수 있는 권한 모두를 의미한다.<sup>33)</sup>

Enron사는 SPE에 자산을 양도한 이후에도 TRS 거래를 통하여 그 자산에 대한 경제적 이익의 소유권한을 계속 유지하고, 당해 자산을 사용하였으므로, 그러한 양도는 위 양도의 세 가지 요건 중 (i)의 요건을 충족시키지 못하였다고 할 것이다.

#### 3. 중요한 법적 개념

Enron사는 보유자산을 자신이 설립한 SPE에 매각하고, 그 SPE는 그 자산과 Enron사의 보증을 담보로 제공하여 금융기관으로부터 용자를 받거나 증권을 발행함으로써 자금을 조달한 후, 다시 그 자금을 Enron사에 매각대금으로 지급하는 자산유동화 방식을 주로 사용하였다. 이 과정에서 양도된 자산 중에는 실질적인 제3양수인을 쉽게 찾을 수 없는 자산이 많이 포함되었다. 형식적으로는 SPE에 양도되어 Enron사와는 연관이 없는 듯하였지만, 실질적으로 Enron사는 관련 자산을 양도한 이후에도 계속 사용하였고, Enron사는 그에 대한 경영권을 행사하였다.

또한, 금융기관으로부터 조달하는 자금에 대한 원리금을 지급하기 위하여, Enron사는 SPE와 TRS의 파생상품거래 계약을 체결하였다. TRS 거래란 SPE가 금융기관에 지급하여야 하는 원리금을 Enron사가 SPE에 지급하는 대신, SPE는 해당 자산의 운영으로 발생하는 모든 이익을 Enron사에 지급하는 계약이다. 경제적 관점에서 보았을 때, Enron사가 SPE에 해당

자산을 매각하는 형식을 거쳤음에도 불구하고, 해당 자산의 경제적 이익 및 위험은 Enron사에 계속 남아 있었다. 이렇듯 Enron사가 SPE에 그 자산을 형식적으로 양도한 이후에도 그에 대한 경영권을 계속 행사하고 경제적 이해관계를 가지는 것은 앞서 본 규정에 비추어 볼 때 양도라고 할 수 없으므로 파산법원에서 그 양도가 부인될 가능성이 높을 것으로 보여진다.

#### (1) True Sale

Enron사 또는 Enron사의 관계사와 SPE 사이의 각종 자산 매매거래가 그 실질에 있어 매매가 아닌 단순 차입거래인 것으로 판단될 경우에는, SPE에 양도된 자산은 Enron사의 소유로 인정되며, SPE에 자금을 제공한 금융기관은 SPE의 채권자에서 파산법인인 Enron사의 채권자로 그 지위가 변경된다. 이 경우, 파산법인인 Enron사의 채권자로 그 지위가 변경된 채권자는 SPE에 양도되었던 자산에 대하여 담보권을 행사할 수 없고, Enron사의 무담보 일반채권자로서의 권리만을 보유하므로 채권원금 중 일부만을 상환받게 될 가능성이 매우 높다. 매매거래가 진정한 매매거래(True Sale)인지의 판단은 각 주법에 의하여 이루어진다. Enron사와 SPE 기타 제3자 사이의 매매거래가 true sale인지 여부에 대한 판단은 연방 파산법원에서 이루어지나, 연방 파산법은<sup>34)</sup> true sale에 대하여 별도로 정의하고 있지 아니하기 때문에 파산법원은 관련 주법상의 true sale의 정의를 적용하고 있다. 그러나 관련 법령상 true sale에 관한 정의 조항을 두고 있는 주는 소수에 불과하여, 대부분의 경우에는 법원의 판례에 의하여 해당 매매거래마다 case by case로 true sale인지 여부를 판단하고 있다.<sup>35)</sup>

당사자간의 자산양도거래가 true sale인지의 판단은 그 거래의 형식보다는 전반적인 사실관계를 고려한 실질적인 내용을 기준으로 이루어진다. 그 판단을 위하여, 법원은 ① 양도인이 양도자산에 대한 경제적 이익과 손실을 부담하는지, ② 양도 이후 당사자들의 행위, 양도인이 양도자산에 관련된 경영권을 실질적으로 행사하는지, ③ 당사자들의 진정한 의사, ④ 그 대금의 합의기준, ⑤ 양도거래에 관한 세무처리, ⑥ 양도거래의 회계처리 상황 및 ⑦ 당사자들이 양도거래를 어떻게 호칭하는지 등을 종합적으로 고려한다.<sup>36)</sup>

Enron사는 많은 경우에, Enron사 또는 그의 계열사가 특정 자산을 SPE에 양도하고, 양도인 이외의 Enron 계열사로 하여금 SPE와의 사이에서 TRS 거래계약을 체결하도록 하였다. 그러나 자산의 양도인과 TRS 계약 당사자가 별개의 법인이라도, 양도인과 TRS 당사자 모두가 Enron사의 지배(common control)하에 있어 별도의 법인 형태가 무의미하다면, TRS 계약은 Enron사가 해당 자산에 대한 경제적 이익 및 손실 등이 귀속되는 자산의 소유권자의 지위를 계속 유지하였다고 판단될 가능성이 높다.

법률적 관점에서 주식회사 등의 회사 법인은 자연인과는 별개의 법적 주체로서, 회사 법인의 주주, limited partner, 수익자 등은 각각 회사 법인에 투자한 금액의 한도 또는 회사 법인이 보유하고 있는 자산의 한도 내에서 유한책임을 부담한다. 이와 같은 유한책임주의의 이점 때문에, 자연인 또는 법인은 신규사업을 전개함에 있어 직접 그 사업의 주체가 되지 아니하고 새로운 법인을 설립하곤 한다.

이와 같은 유한책임의 특혜를 인정하는 것은 사업의 성공 여부에 대한 위험을 감안하더라도 그 사업을 통하여 사회적으로 이익이 창출되기 때문이며, 이러한 특혜가 남용된 것으로 판정되는 경우에는, 유한책임의 원리는 배제될 수 있다.<sup>37)</sup> 이를 piercing the corporate veil 또는 alter ego doctrine이라고도 하는데, 법인에 대한 경영권 행사가 이사회 또는 그와 상응하는 조직을 통하여 이루어지지 아니하고 주주가 직접 경영권을 행사하거나, 법인의 자본

또는 자산의 규모가 법인의 사업규모에 비하여 현저하게 부족한 것으로 인정되는 경우에는, 법원은 그러한 법인이 독립된 법적 주체로서 존재한다기보다 대주주의 한 사업부서로 존재하는 것으로 보아, 위와 같은 법인의 채무를 대주주 또는 모회사의<sup>38)</sup> 채무로 간주한다.<sup>39)</sup> Enron사는 투자, 위험관리, 재무 등에 관련된 공통의 회계기준 및 정책을 그룹 전체에 적용하였고, SPE 등의 거래에 대한 모든 결정권은 Enron사의 임직원이 직접 행사하였다. 그뿐만 아니라, Enron사 또는 그의 계열사인 양도인은 SPE에 양도한 자산에 대한 지배권을 계속적으로 행사하였던바, 그러한 자산에 관하여 회계상으로는 true sale이 있었던 것처럼 보고하였으나, 실질적으로는 Enron사의 자산으로 계속 보유하고 있던 것으로 파산법원의 Examiner는 판단을 하였다.

형식적인 자산양도가 true sale이 아닌 것으로 판단되면, 양도인이 파산하는 경우 당해 양도 자산은 양도인의 자산으로 간주되며, 양수인은 양도인의 채권자가 된다. Enron사의 경우와 같이 true sale로 인정되지 않는 양도자산의 양수인은 양도자산에 대하여 별도의 담보권을 보유하지 아니하는 한 일반채권자의 지위가 인정될 뿐이다.

## (2) Substantive Consolidation

판례법상 piercing the corporate veil과 alter ego doctrine이 적용되는 경우 파산법원은 파산자 이외의 제3자의 자산과 채무를 파산자의 자산과 채무와 통합할 수 있는데, 이를 substantive consolidation이라 한다. 파산법원의 이러한 권한은 영미법상 개념인 법원의 equity 권한의 일종으로 최소한 1905년부터 적용되었다.<sup>40)</sup> 1978년 개정 파산법상 substantive consolidation이 공식적으로 규정되지는 않았으나, 대다수의 파산법원은 법원은 파산법의 집행에 필요하거나 적절한 명령, 판결, 지시 등을 정할 수 있다는 파산법 제105조 41)를 equity 권한의 근거조항으로 이해하고 있다.

법원은 substantive consolidation의 적용 여부를 결정함에 있어 앞서 언급된 piercing the corporate veil과 alter ego doctrine과 실질적으로 동일한 요건을 고려한다. 그러나 법원은 substantive consolidation을 적용하기 위하여, ① 파산자와 consolidation의 대상 당사자가 동일인이거나 주주의 구성이 거의 동일하다는 사실을 확인하고, ② consolidation을 통하여 일정한 이익의 발생 또는 손해의 방지가 가능하고, ③ consolidation의 대상 당사자의 채권자가 그 당사자의 채무상태를 검토한 연후에 독립한 사업체로 보아 그 채권에 대한 결정을 하였으며, ④ consolidation이 오히려 채권자에게 불이익이 된다는 점이 입증되는 경우에는, 법원은 consolidation으로 인한 이익과 불이익간의 비교형량의 판단 과정을 거친 후에 consolidation을 명한다는 점에서 piercing the corporate veil과 차이가 있다.<sup>42)</sup>

뉴욕주를 포함한 Second Circuit 법원<sup>43)</sup>은 몇몇 사례에서 substantive consolidation을 적용하여 판단을 내린 바 있다. 최근의 판례에서 법원은 substantive consolidation의 기본적인 목적은 모든 채권자를 동등하게 대하기 위한 것이며, 그 적용 여부의 결정은 ① 채권자들이 관련된 파산자와 consolidation 대상 당사자를 하나의 경제적 단위로 간주하여 채권채무관계에 관한 결정을 내렸는지 및 ② 채무자인 파산자와 consolidation 대상 당사자의 영업이 서로 연관되어 있어 채무자 전체를 하나의 법인으로 간주하여 채무사항을 정리하는 것이 모든 채권자에 대한 이익으로 인정될 것인지의 판단에 따르게 된다고 판시하였다.<sup>44)</sup>

파산자와 관계인을 consolidate할 것인지의 판단은 배후의 사실관계를 종합적으로 고려하여 이루어지기 때문에 판단기준을 일반화하여 제시하는 것은 쉽지 않다. 구체적인 사례를 살펴보면, 파산자를 대리하여 용자를 받거나, 자신의 신용으로는 용자를 받을 수 없었던 자회사, 용자자금을 모회사의 계좌에 입금한 자회사, 용자자금이 유일한 영업자산인 자회사, 세금보

고서에 연결보고된 자회사, 임직원이 없는 자회사, 모회사가 자회사의 손실을 부담하는 경우 등의 경우에 substantive consolidation을 결정한 바 있다. 이에 반하여, 독자적인 이사회와 자문변호사 등을 두고 독립된 사업체로 운영되는 자회사, 영위하는 사업에 통상적으로 필요한 규모의 자산을 유지하고 있는 자회사, 모회사와 자회사의 재무가 각기 독립적으로 운영되는 경우 등에는 consolidation 결정이 이루어지지 않았다.45)

Enron사의 경우, 앞서 언급된 바와 같이, SPE에 대한 자산양도가 그 실질에 있어서는 true sale이 아닌 것으로 판단될 뿐만 아니라, SPE에 자금을 제공한 금융기관들이 SPE의 신용과 Enron사의 보증을 함께 확보한 후 자금을 제공하였고, SPE는 단순한 자금조달 목적으로 설립 운영되어 별도의 영업활동이 없는 paper company였기 때문에, substantive consolidation의 요건을 충족하고 있다. 따라서, 대부분의 경우, Enron사와 SPE들은 substantive consolidation에 의하여 동일한 법인으로 취급될 가능성이 높다.

#### 4. Enron사의 특별 거래 유형

2001년 10월 16일, Enron사의 당시 회장이며 사장이었던 Kenneth Lay는 3/4분기의 세후 비경상비용으로 \$10.1억을 보고하면서, Enron사는 계속 우량한 경영실적을 유지할 것으로 예상된다고 주장하였다. 그러나 11월 8일에는 1997년부터 2000년 사이의 재무제표를 수정하여 새로이 발표할 계획임을 공표하였고, 2001년 2/4분기 수입이 \$5.86억 과대 보고되었음을 인정하였다.

2001년 11월 19일, Enron사는 은행 채권단에 Enron사의 부채에 대한 새로운 자료를 제공하였다. 2001년 3/4분기의 재무제표에 기재된 \$129.7억의 부채 이외에 \$251.16억 가량의 부외부채가 있다는 것이 제공된 자료의 주요 골자였다.

Enron사의 파산법원 Examiner는 Enron사의 2000년 재무제표를 Enron사의 각종 부외거래를 GAAP기준으로 보고할 경우의 재무제표와 Enron사가 애초에 보고하였던 재무제표로 나누어 그 내용을 비교하였다. 그 비교 자료에 의하면, Enron사가 보고한 \$9.79억의 이익 중 실제 이익은 \$42.3백만에 불과하며, 보고된 이익의 95.7%인 \$9.37억이 허위 보고된 것이었다. 또한, 영업활동으로부터 창출된 현금은 애초에 \$30.1억으로 보고되었으나, 이 중 실제 영업활동으로부터 창출된 현금은 \$1.54억 적자였고, \$31.6억이 과대 보고된 것이었다. 또한 Enron사는 총 차입금(debt)을 \$102.3억으로 보고하였으나, 실제 금액은 \$220.6억으로 보고된 금액의 215.7%에 달하였다. Enron사가 처음 발표한 2000년의 재무제표에 보고된 각종 자료를 위 off-balance sheet arrangement를 회계기준에 맞게 보고하여 수정한 결과는 <표 1>과 같다.46)

Enron사는 결국 2001년 12월 2일 파산신청을 하였고, 파산법원의 Examiner는 Enron사의 off-balance sheet arrangement를 유형에 따라 ① Pre-Pay거래, ② Share Trust거래, ③ Minority Interest거래, ④ Tax거래, ⑤ Related Party거래와 ⑥ FAS 140거래로 정리하였다. 위 6가지 유형의 부외거래에 관하여 간략히 설명하자면 다음과 같다.

##### (1) Pre-Pay

1992년부터 2001년 사이에 Enron사는 일종의 circular forward 거래를 통하여 약 \$86억의 자금을 조달하였다. Enron사가 행한 circular forward 거래는 그 세부적인 내용에 있어 각 거래마다 약간의 차이를 보이지만, 기본적으로는 Enron사가 가스나 오일 같은 공산품을 장래의 일정 기간 동안 제공하고 계약의 체결 당시 확정된 자금을 지급받는 구조였다. 이러한 거래를 통하여 1997년부터 2001년까지 Enron사는 약 \$50억의 자금을 조달하였고, 이는 1999년의 경상이익의 약 100%와 2000년 경상이익의 약 32%에 해당하는 금액이었는데,

같은 기간 동안 Enron사는 약 \$1억4,800만을 부채로 보고하였다.

Pre-Pay 거래의 형태를 그림으로 설명하면 <그림 1>과 같다.47)

Pre-Pay 거래를 위하여 설립된 SPE는 금융기관과의 사이에서 계약 체결 당시 일정 금액을 지급받고 그 후 일정기간 동안 확정된 물량의 commodity를 금융기관에 제공하는 forward 계약을 체결한다. SPE는 Enron사와의 사이에서 위와 동일한 forward 계약을 체결하여 금융기관으로부터 조달한 자금을 Enron사에 지급한다. Enron사는 SPE와 forward 계약을 체결한 금융기관과의 사이에서 금융기관이 위 forward 계약의 commodity를 Enron사에 전달하면, Enron사는 금융기관이 SPE에 지급한 금액에 대한 원리금을 금융기관에 지급하는 내용의 일종의 헤지 파생상품거래 계약을 체결한다. 위 3 당사자 사이의 계약을 종합하면 그 경제적 효과는 금융기관과 Enron사 사이의 단순 용자 계약과 다름이 없다.

만약의 경우를 대비하여 Enron사는 SPE의 지급을 직접 보증하거나 보험회사 기타 금융기관의 신용장이나 보증을 통하여 SPE의 신용을 보장하였다. 이와 같은 Pre-Pay 거래는 주로 J.P. Morgan 또는 Citibank와의 사이에서 이루어졌으며, SPE의 신용을 보장하기 위한 보험회사의 보증이 J.P. Morgan과 Citibank에 제공되었다. Enron사가 파산을 신청하고 SPE가 관련 forward계약을 이행할 수 없게 되자, 보험회사는 J.P. Morgan과 Citibank가 실질적인 용자거래임을 알고 있으면서 보험사에게는 단순한 commodity forward 계약의 이행 지급보증인 듯이 그 내용을 설명하면서 보험사의 지급보증을 요청하는 사기행위를 행하였다고 주장하면서 지급보증을 이행할 것을 거부하였고,48) 결국 J.P. Morgan과 Citibank는 관련 보험회사를 상대로 소송을 제기하였다.49) J.P. Morgan은 애초에 약 \$10억 상당의 지급보증을 받았으나, 2003년 1월 2일 약 \$6억의 수준에서 보험회사와 합의를 하였다. Citibank와 보험사간의 소송은 아직 진행중인 것으로 보인다. Citibank는 Enron사의 Pre-Pay 거래 등에 참여한 관계로 예상되는 소송 등을 대비하여 \$15억의 충당금을 설정하였다.50)

Enron사는 위와 같은 Pre-Pay 거래를 commodity의 가격 변동에 대비한 위험관리업무로 보아 그 거래로부터 조달되는 자금을 영업활동에 기한 수입으로 보고하였으며, forward 계약상 장래 commodity 제공의무나 파생상품거래상의 지급의무에 관하여는 일반 영업활동에 의한 의무로 보아 부채로 보고하지 아니하였다.

그러나 GAAP을 기준으로 Pre-Pay 형태의 3각 거래를 종합적으로 고려하면, Pre-Pay 거래는 단순한 용자거래에 불과하며, 그로부터 조달된 자금은 영업활동이 아닌 재무활동으로 조달된 부채로 보고되었어야 한다.51)

## (2) Share Trust

Enron사는 Share Trust 거래를 통하여 \$38억의 자금을 조달하였고, 영업활동으로부터의 수입을 최소 \$11억 이상 과대 보고하였으며, 재무활동으로부터의 자금조달을 약 \$21억 가량 축소하여 보고하였다. Enron사는 Share Trust 거래를 통하여 연결보고하지 않는 법인에 자산을 양도하는 방식으로 영업수익을 증가시키고, 그로부터 조달한 자금을 부채항목에서 제외하는 방식으로 각종 재무수치를 조작하였다.

Share Trust 거래의 기본구조는 <그림 2>와 같다.52)

발행인(Issuer)은 증권(Notes와 Certificates)을 발행하여 자금을 조달하고, 그 자금을 신탁회사(Holding Entity)에 투자한다. Enron사는 보유자산의 현물출자를 통하여 신탁회사의 지분을 취득한다. 신탁회사는 자산의 일부를 발행인의 증권의 원리금을 상환하기 위한 충당금 목적으로 펀드(Reserve Fund)에 적립하고, 나머지 자금을 각종 자산(Investments)에 투자한다. 물론, 신탁회사는 투자자산의 전부 또는 대부분을 Enron사의 자산 또는 증권에 투자

하였다.

Enron사는 신탁회사(Share Trust)에 우선주 발행을 통한 현물출자를 한다. 신탁회사는 영업활동이 없는 trust로서 발행인이 발행한 사채의 원리금을 지급하지 못하면, trust의 자산인 Enron사의 우선주 또는 우선주를 보통주로 전환한 경우에는 그 보통주를 매각하여 지급금을 조달하도록 한다. 그래도 자금이 부족한 경우에는 Enron사는 추가적으로 주식을 발행하여 자금을 조달하고, 나머지 부족분은 현금으로 지급한다.

이러한 Share Trust거래는 그 형태에 있어 대표적으로 Whitewing거래와 Marlin거래로 나누어 볼 수 있다. Marlin거래는 Enron사가 인수한 영국의 상수도회사를 재무제표에서 제외하고 그 자산을 현금화할 목적으로 이루어진 거래로, Marlin거래의 발행인은 증권을 발행하여 확보한 약 \$11.5억의 자금 중 약 \$9억으로 Enron사가 상수도회사를 인수하기 위하여 용자한 자금을 상환하였고, 약 \$2.5억으로는 Enron사가 발행한 사채에 투자하였다. Enron사는 관련 상수도회사를 Marlin의 신탁회사(Holding Entity)에 양도한 이후에도 계속 그 회사에 대한 경영권을 행사하였고, Marlin거래 관련 법인들은 그 자산의 보유 및 자금조달 이외의 어떠한 사업활동도 하지 않았기 때문에, Enron 파산법원의 Examiner는 Marlin거래를 Enron사와 실질적으로 연결된 것(substantive consolidation)으로 보아 독자적인 거래 형태로 인정할 수 없다고 판단한다.<sup>53)</sup>

Enron사는 오직 한 가지 자산의 유동화를 위하여 설립된 Marlin거래와는 달리, Whitewing거래를 통하여서는 다종의 자산을 유동화하였다. Marlin거래와 달리, Whitewing거래는 신용보강수단의 일종인 revolving credit facility와 동일한 용도로 이용된 것으로서, 이러한 거래를 통하여 1999년에는 \$15억 상당, 2000년에는 추가로 \$10.8억 상당의 자금이 확보되었다. 파산법원의 Examiner는 Enron사가 양도 이후에도 계속하여 실질적인 통제권한을 보유하고 있었기 때문에 Whitewing거래가 true sale의 요건을 충족시키지 못하였다고 판단하였다.<sup>54)</sup> Examiner는 Whitewing거래의 신탁회사(Holding Entity)는 Enron사와 연결되어 보고되었어야 하며, 그러한 경우 Whitewing거래를 통하여 조달된 자금은 영업활동이 아닌 재무활동을 통하여 조달된 자금으로 보고되었어야 한다고 보았다.

즉, Enron사는 Whitewing거래나 Marlin거래를 통하여 자금을 조달하기 위하여 증권의 상환을 보증하였으므로, 이를 우발채무로 공시하였어야 하나, 이를 보고하지 아니하였으므로 이는 GAAP을 위반한 것이다.<sup>55)</sup>

### (3) Minority Interest

Minority Interest거래를 통하여 Enron사는 용자거래 또는 주식과 부채의 성격을 동시에 지니고 있는 hybrid 증권으로 기재하여야 하는 거래를 소액주주의 지분참여로 기재하여 신용평가의 기준인 재무수치를 향상하고자 하였다. 이와 같은 거래를 통하여 Enron사는 \$27.5억의 자금을 조달하였고, 그 중 \$5억을 영업활동으로부터의 수입으로 보고하였으며, \$7.5억의 부채를 누락하였다.

Minority Interest거래의 기본형태는 <그림 3>과 같다.<sup>56)</sup>

원칙적으로, Enron사는 자산의 현물출자를 통하여 설립한 자회사(Subsidiary)에 대한 연결보고의무를 부담하지만, 그 자회사의 소액주주(Minority Shareholder)에 대하여는 (그 소액주주에 대하여 3% 지분을 보유한 제3의 지분투자자가 Enron사의 특수관계인이 아님을 전제로 하여) 연결보고의무를 부담하지 않는다. 한편, 자회사는 소액주주가 투자한 자금을 Enron사에 대여하였는데, 그 소액주주의 투자자금은 제3의 지분투자자로부터 투자받은 금액(3%)과 금융기관의 Loan(97%)을 통하여 조달된 것이었다. 이 과정에서 Enron사는 소액

주주의 금융기관에 대한 Loan의 지급을 보증하였다.

Enron사 파산법원의 Examiner는 자회사의 경영권 행사, 소액주주의 용자 원리금의 반환과 정확하게 일치하는 Enron사의 자금 지급 및 보증 등을 고려하면, 자회사에 대한 현물출자 방식의 자산양도는 true sale이 아니었고, 소액주주의 지분투자는 금융기관의 용자 또는 지분/부채 hybrid의 자금조달 형태이었다고 판단하였다. 또한, Minority Interest거래 중 큰 규모의 거래였던 Rawhide거래(57)의 3% 자금을 투자한 제3자의 투자자는 실제로 Enron사의 임원이 경영권을 행사하는 partnership이어서 Enron사와 특수관계에 있었고, 소액주주도 Enron사에 연결되어 보고되었어야 했다.

#### (4) Tax

Enron사는 소득세법과 GAAP에 의한 소득과 세금 인식 시점의 차이를 교묘하게 이용하여 1995년과 2001년 사이에 \$8억에 달하는 서류상의 이익을 창출하였다.<sup>58)</sup> 그 내용을 간략히 정리하면 다음과 같다.<sup>59)</sup>

Enron사는 GAAP상의 소득 및 그 소득에 대하여 부과될 것으로 예상되는 세금과 실제 국세청<sup>60)</sup>에 보고하는 소득과 세금액수의 시간상 간격을 이용한 일종의 서류상의 세금 credit 등을 GAAP상의 소득으로 보고하여 마치 영업활동으로 인한 소득이 발생한 듯이 보고하였다. 예를 들어, 부동산투자회사(Real Estate Mortgage Investment Conduit: REMIC)가 발행하는 증권은 채권의 성격을 가진 증권과 주식의 성격을 가진 증권이 있다. 이러한 REMIC은 증권을 발행한 초창기에는 채권 성격의 증권에 대하여 이자로 지급하는 금액이 수입보다 적기 때문에 이익이 많이 발생하고, 후반기에는 그 반대 상황이 발생하기 때문에 손실이 많이 발생한다. 후반기에 처해 있는 이러한 REMIC의 주식 성격의 증권을 매입하면, 서류상의 손실을 입게 되는데, REMIC은 세법상 partnership과 마찬가지로 이중과세 대상이 아니어서 주식 성격의 증권 소지자는 그 이익과 손실을 직접 부담한다. 따라서, REMIC은 초반기의 이익이 유보되어 있기 때문에 실제의 현금 지출은 없으나 주식 성격의 증권 소지자는 서류상의 손실을 가지게 된다. 그러나 그러한 증권의 매입가격은 서류상의 손실이 아닌 실제로의 가치에 의하여 그 가격이 정해졌을 것이고, 결국 GAAP과 세법상의 이익과 세금 인식의 시간적 차이가 생기고, Enron사는 이러한 차이를 GAAP상의 소득으로 보고하였다.<sup>61)</sup>

#### (5) Related Party

1997년부터 2001년 중순까지 Enron사는 Enron사의 임직원이 투자하고 경영권을 행사하는 법인들과의 사이에서 유동화 목적의 자산양도 거래를 하는 방식으로 수입을 \$15억 과대 보고하였고, 2000년 말의 자산을 \$15억, 2001년 6월말의 자산을 \$19억 과대 보고하였으며, 1999년 말 부채를 \$8.9억, 2000년말 부채를 \$8.3억 축소 보고하였다.<sup>62)</sup>

Enron사는 MTM 평가방식을 도입함으로써 시가의 변동이 Enron사의 재무제표상의 수익에 직접적 영향을 미치는 것을 방지하고 연말 수익목표를 달성하기 위하여, 자산을 유동화하고자 이러한 Related Party거래를 체결하였다.<sup>63)</sup>

Related Party거래 중 일부는 Enron사의 MTM 평가방식으로 인한 시가 변동의 위험을 헤지할 목적의 Enron사와 Enron사의 특수관계인이 설립한 SPE 사이의 파생상품거래였다. 그러나 이러한 헤지거래를 하기 위해서는 거래 상대방이 헤지 결제자금을 확보하고 있거나 조달할 능력을 구비하여야 하는데, Enron의 거래 상대방인 SPE에는 그러한 독자적인 자금조달 능력이 없었다. 이를 해결하기 위하여 Enron사는 SPE에 Enron사의 주식을 시가보다 저렴한 가격으로 매각하거나 시가가 상승할 것이 거의 확실한 주식을 매각함으로써 SPE의 자

금조달을 지원하였다. 그리고 SPE에 대한 지분을 보유하고 있는 소액주주인 Enron사의 특수관계인이 SPE와 Enron사의 헤지거래가 완료되기 전에 투자금액을 환수할 수 있도록 함으로써, Enron사가 SPE로부터 헤지거래 대금을 지급받는 것은 사실 Enron사가 자기 자신과 헤지거래를 한 것과 달리 볼 바 없는 헤지거래의 이익이 전혀 발생되지 아니한 거래였다. 단, Enron사는 서류상 시가의 변동과 상관없이 보유하고 있는 자산을 현금화한 것과 유사한 결과를 이룬 것뿐이었다.

이러한 헤지거래에서 Enron사는 SPE에 제공하는 주식도 재무제표상 좋지 아니한 영향을 미칠 것을 고려하여 다른 거래관계로 제3의 SPE에 제공한 우선주 등을 본 거래의 SPE가 빌려서 사용할 수 있도록 그 거래구조를 조작하였다.

또한 Enron사는 보유하고 있는 자산을 특수관계인의 SPE에 매각하는 형태를 취하여 자산의 양도로 인한 수입을 기록할 수 있었다. 많은 경우, Enron사는 회계연도 말에 이르러 이러한 거래를 체결하여 재무제표상의 목적인 결과를 달성한 이후, 양도가격보다 높은 가격에 재매입함으로써, 사실상 특수관계인에게 부당한 이익을 제공하기도 하였다.

그러나 Enron사가 이러한 Related Party거래에 사용한 SPE 중 상당수는 제3자의 3% 투자요건을 충족하지 못하였고, 그러한 SPE와의 거래는 Enron사의 연결보고대상에서 제외되었을 것이며, SPE의 용자자금이 Enron사의 용자자금으로 보고되었어야 한다.<sup>64)</sup> 또한 헤지거래는 재무제표상의 수익규모를 조정하는 것 이외의 정당한 사업목적이 없었기 때문에 그 거래를 인정할 수 없고, 관련 SPE와의 헤지거래로 인하여 기록된 수입을 인정할 수 없다.<sup>65)</sup>

#### (6) FAS 140

Enron사는 FAS 140거래를<sup>66)</sup> 통하여 자산계산서를 관리하고자 하였다. Enron사는 FAS 140거래를 통하여 \$3.5억의 양도이익을 부당하게 보고하고, \$12억의 자금을 조달하였으며 그 중 \$11억을 영업활동으로부터의 수입이라고 잘못 보고하였고, \$8.6억의 우발채무 및 \$8.9억의 부채를 보고하지 않았다.<sup>67)</sup>

FAS 140 거래의 기본구조는 <그림 4>와 같다.<sup>68)</sup>

Trust(신탁회사)인 SPE는 금융기관으로부터 조달한 자금과 3%에 해당하는 지분을 Enron사와 특수관계에 있지 않는 제3자에게 매각하여 조달한 자금을 자산을 보유하고 있는 SPE(Asset LLC)에 투자한다. Asset LLC는 Trust로부터 투자받은 자금으로 Enron사의 계열사인 Sponsor로부터 자산을 매입한다. 이 과정에서 Trust의 신용을 향상하기 위하여 Enron사는 Trust인 SPE가 금융기관으로부터 조달한 자금 및 지분투자자의 투자자금에 대하여 일정 이익을 지급하기 위한 자금을 지급하고 양도한 자산의 경제적 이익 및 손실을 Enron사에 되돌리는 TRS계약을 체결하였다.

이러한 거래과정에서, Enron사는 자산을 양도한 이후에도 그에 대한 지배권을 계속적으로 행사하였을 뿐만 아니라, TRS계약을 통하여 그에 대한 경제적 이익 및 손실을 계속 보유하고 있었기 때문에, 그 자산양도는 true sale에 해당되지 아니하며 단순한 용자거래로 간주된다.

그렇다면, Enron사가 보고한 양도소득 및 매각으로 인하여 보고된 영업활동을 통한 소득은 재무활동을 통한 자금으로 보고되었어야 한다.<sup>69)</sup>

### III. MD&A 공시기준

#### 1. Rule과 Principle 위주의 회계원칙

일부 GAAP 규정에 대한 비판자는 GAAP이 규칙(rule) 위주로 성립되어 있기 때문에 그러한 규정만으로는 모든 재무상황에 대하여 정확하게 대처할 수 없다고 주장하고 있다. 이들은 GAAP을 규정 위주가 아닌 원칙(principle) 위주로 구성하는 것이 바람직하다고 주장한

다. 실제로 Enron사는 GAAP 규정을 준수하기 위하여 상당한 노력을 하였지만, 원칙 위주의 회계기준을 준수하고자 하는 노력을 별로 하지 않았다.70)

미국 증권거래법상 Enron사와 같은 상장회사는 SEC 규정에 따라 정기 및 수시 공시의무를 이행하여야 하며, 분기보고서 및 연말보고서에는 재무제표와 경영진의 논의 및 분석보고서 (management? discussion and analysis: MD&A)가 포함되어야 한다. 재무제표는 GAAP 규정에 의한 공시방식이고, MD&A는 재무제표만으로는 설명되지 아니하는 경영내용을 공시하게 하고자 채택된 principle 위주의 공시방식이라고 할 수 있다.

## 2. MD&A

Enron사와 같은 상장회사의 사업보고서의 형식과 내용은 SEC의 Regulation S-K에 의하여 규율된다. MD&A에 관한 규정으로는 Regulation S-K의 Item 303이 있으며, 이는 회사의 재무상태, 경영실적에 대한 과거와 미래에 대한 정보를 투자자에게 제공하도록 하고 있다.71)

SEC는 MD&A 공시의 목적을 다음과 같이 설명하였다.

재무제표상의 수치와 간단한 주석의 내용만으로는 투자자들이 법인의 소득의 quality나 미래의 실적에 대한 예측에 대한 판단기준으로 삼기에는 어려움이 있기 때문에, SEC는 사업보고서에 서술식의 설명(narrative)의 필요성을 오랫동안 인식하고 있었다. MD&A는 투자자에게 경영진의 관점에서의 회사에 대한 장단기 사업분석 자료를 제공하는 것을 그 목적으로 하고 있다. 경영진은 MD&A를 통하여 사업의 역동성(dynamics)을 논의하고 재무상태를 분석하여야 한다.72)

Regulation S-K는 MD&A에 아래 내용에 대한 정보를 공시할 것을 의무화하고 있다. SEC는 예측정보의 공시를 의무화하고 있지 않지만, 이를 권장하고 있으며, 예측정보의 공시에 대하여는 그에 대한 liability로부터 보호하는 safe harbor rule73)을 제공하고 있다.

쥬자금 및 유동성:

- 영업활동으로부터 조달되는 자금과 외부에서 조달되는 자금의 규모와 출처 및 그에 대한 평가

- 자금 유동성을 이해하기 위하여 고려하여야 할 대차대조표, 손익계산서와 현금흐름표의 특정 사항

- 장단기 자금 출처 및 필요 자기에 대한 정보

- 자금 지출을 포함한 확정된 자금사용 계획 및 자금조달 계획 등

- 지분, 부채와 off-balance sheet 방식 등의 자금조달 계획, 각 자금조달 방식의 비용 및 비중의 변화에 대한 정보

쥬경영실적

- 재무제표의 각 기재사항(line item)별로 전년도 대비 변동원인에 대한 논의

- 경영실적의 변동 및 그 원인에 대한 논의

- 계속된 영업(continuing operation)의 실적의 변화 및 경제 등 변화의 원인

쥬예측정보

- 인지하고 있는 동향, 수요 등이 회사 자금 유동성에 미칠 수 있는 영향에 대한 정보

- 자금자원에 대한 동향 및 자금비용 등에 대한 예측정보

- 예측되는 수입 등 영업활동의 변동사항

## 3. Enron사의 공시내용

Enron사는 앞서 언급된 거래의 이행 시점의 MD&A 보고의무를 성실히 준수하지 아니하였

다. 각종 우회적·편법적 거래를 통하여 상당한 규모의 수입(때로는 재무제표에 보고된 단기 순이익의 100%에 해당하는 금액)을 조달하면서, 그 거래의 실질 및 그러한 거래를 통하여 Enron사가 부담하게 될 우발채무 등에 대하여는 전혀 언급하지 아니하거나, 매우 간략한 수준의 언급을 하였을 뿐이다. Enron사는 GAAP 기준을 형식적으로나마 충족하기 위하여 상당한 노력을 하였으나, MD&A 같은 보고의무에 대해서는 형식적인 노력도 한 기록이 없다.74)

#### 4. New Rule

SEC는 Sarbanes-Oxley Act 제401조에 따라 2003년 1월 27일 off-balance sheet arrangement와 계약상의 채무에 대한 정보를 MD&A에 포함하여 보고하는 것을 의무화하는 규정(본 규정)을 새로 채택하였다.75) 본 규정은 분기보고서와 사업보고서에 적용되며, SEC에 사업보고서를 제출하는 외국기업의76) 사업보고서에도 적용된다.77)

본 규정은 사업보고서의 MD&A에 별도의 제목을 첨부한 섹션에 중요한 off-balance sheet 거래내용을 보고하고 계약상의 주요 의무를 도표형태로 보고하는 것을 의무화하고 있다.

#### 5. Off-Balance Sheet Arrangement의 개념

Off-Balance sheet arrangement란 재무제표에 보고되지 않는 거래 또는 연결되지 않는 제3자와의 관계로,78) ① 보증의무를 부담하는 거래, ② 연결되지 아니하는 제3자에게 양도한 자산에 대하여 이익을 계속 보유하거나 그러한 제3자의 자금 유동성, 신용평가를 보조하기 위한 관계, ③ 지분으로 보고 되는 특정 파생상품거래상의 채무, ④ 연결되지 아니하는 제3자가 법인에 자금을 조달하여 주거나 자금조달을 지원하거나 임대, 헤지 등의 서비스를 제공하는 경우, 그러한 제3자의 variable interest(지분과 유사한 권한)를 포함한다.

##### (1) Guarantees

본 규정에 적용되는 보증은 미국 GAAP에 의하여 정의된다. 외국법인 역시 미국 GAAP가 적용된다. 따라서, 보고법인의 재무제표에 일반적으로 적용되는 GAAP과 관계없이 본 규정에 따라 이루어지는 MD&A의 보증으로 인한 Off-Balance Sheet Arrangement에 관하여는 미국 GAAP이 적용되어야 한다.79) 본 규정에 적용되는 보증의무란, FASB Interpretation 45, Guarantor? Accounting and Disclosure Requirements for Guarantees, Including Indirect Guarantees of Indebtedness of Others(November, 2002)(FIN 45)80) 제3문단에서 정하는 요건을 충족하는 보증의무로서, 제6문단이나 제7문단에 의하여 제외되지 않는 의무를 모두 포함한다.

FIN 45의 제3문단의 보증의무는 다음 4가지 조항 중 1가지 이상을 충족하는 보증의무를 의미한다.

쫄피보증인의 자산, 부채 또는 주식(Equity securities)과 관련하여 Underlying의 상황에 따라 보증인에게 지급의무가 확정되는 계약상의 의무. 여기서 Underlying이란 지정된 이자율, 증권시가, commodity 가격, 환율, 지수 또는 다른 수치를 말한다.81) 이 정의에 해당되는 보증의무로는 stand-by L/C, 시가 보증, 증권가격의 보증 또는 SPE가 보유하고 있는 자산으로부터의 현금흐름의 일정 수준의 보증 등이 있다. 은행이 정상적인 은행업무와 관련하여 발행하는 L/C는 FIN 45의 보증에 해당되지 아니한다.82)

쫄제3자가 일정 의무를 불이행하는 경우 제3자를 대신하여 이행 지급하는 일반인 보증의무(예를 들어, performance 보증).

쫄피보증인의 자산, 부채 또는 주식(Equity securities)과 관련하여 Underlying의 상황에 따라 보증인이 계약상 손실을 보상할 의무(indemnification). 소송에 패소하거나 세법이 변경

되어 새로운 세금이 부과되는 경우 등이 포함된다. 보증인이 당사자인 계약에서 계약 상대방에게 보증인의 계약위반 행위와 관련하여 제공하는 손실보상책임(indemnification)은 포함되지 아니한다.83)

쭉간접적으로 제3자의 부채를 보증하는 경우를 포함한다. 예를 들어, 제3자에게 부채를 상환할 자력이 없는 경우, 보증인이 제3자에게 그 부채를 상환하는 데 필요한 자금을 제공하는 경우를 포함한다.

FIN 45의 제6문단과 제7문단에서 규정하고 있는 FIN 45의 적용대상에서 제외되는 보증에는 ① 생산 판매하는 제품에 대한 보증, ② 파생상품으로 분류되는 보증,84) ③ 합병시 조건부로 지급되는 매각대금의 보증,85) ④ 지분으로 분류되는 보증, ⑤ 임차인이 임차인의 지위를 제3자에게 양도하는 등의 과정에서 임차인에게 계속 유보되는 책임86) 또는 임대기간 완료 시점의 임대자산의 가치에 대한 임차인의 보증,87) ⑥ 모회사와 자회사간의 보증, ⑦ 모회사의 자회사의 채무에 대한 보증 ⑧ 별도의 기준이나 규정에 의하여 보고되는 보험회사의 보증 등이 포함된다.88)

#### (2) Retained or Contingent Interests

일반적인 형태의 보증을 제공하지는 않으나 후순위사채를 취득하여 선순위채의 신용도를 향상하는 방식으로 보증과 동일한 목적을 달성하는 경우가 있다. 이러한 경우, 사채를 발행한 법인의 실적 또는 법인이 소유하는 자산 가치나 소득이 감소하면, 후순위채의 가치 역시 상실된다. 이와 같이 제3의 법인의 신용도를 향상하거나, 유동성 또는 시장의 위험에 대한 보조를 제공하기 위하여 제3의 법인이나 재산에 관한 권한, 지분 또는 증권을 유보하거나 투자하는 경우를 말한다.

#### (3) Certain Derivative Instruments

일부 off-balance sheet arrangement는 파생상품거래를 이용하는데, 파생상품거래에 대한 보고기준에89) 의하면 파생상품거래가 발행인의 주식에 연결되어 그 가치가 결정되는 경우 발행인은 그 가치를 주주의 지분으로 분리하여 보고하고 일반적인 파생상품거래의 보고대상에서 제외하도록 하고 있다. SEC는 법인이 이러한 파생상품거래계약을 체결하면, 법인의 주가 변동에 의하여 주주의 지분도 변동되므로, 투자자에게 좀더 정확한 정보를 제공할 필요에서 위와 같은 내용을 본 규정에 추가하였다.

외국법인의 경우에는, 이러한 파생상품거래가 주주의 지분으로 보고되는 경우와 보고되지 않는 경우 모두 본 규정에 의하여 MD&A에서 논의되어야 한다.90)

#### (4) Variable Interests

보고법인이 당해 법인에 자금, 유동성 또는 시장이나 신용 위험의 보조를 제공하거나 당해 법인과 함께 임대, 헤지 또는 연구개발서비스를 제공하는 제3의 법인에 대한 variable interest를 보유하는 경우를 의미한다. Variable interest는 제3의 법인에91) 손실이 발생하면 일차적으로 그 손실을 부담하고, 이익이 발생하면 기타 채무를 지급한 잔여 이익을 받을 수 있는 계약상 권한, 지분, 기타 경제적 권한 등을 의미한다.92)

### 6. Disclosure Threshold

본 규정은 보고법인의 경영진이 장래 예상하는 동향, 수요, 의무, 상황 등 off-balance sheet arrangement에 영향을 주어 법인의 재무상태, 재무조건, 수입, 지출, 실적, 유동성, 투자자금의 지출 및 자금 조달 등 투자자에게 중대한 영향을 줄 수 있는 off-balance sheet arrangement에 대하여 보고할 의무를 규정하고 있다. 보고의무의 발생시점은 경영진이 위

법인의 재무상태에 영향을 미칠 상황이 ‘발생할 것이라는’ 판단(reasonably likely to occur)을 하는 시점이다. 만약 경영진이 off-balance sheet arrangement에 영향을 줄 수 있는 시장의 동향 등의 발생 가능성에 대한 판단을 할 수 없다면, 경영진은 인지하고 있는 동향 등의 상황이 off-balance sheet arrangement에 미치는 영향을 판단하고, 그 결과가 법인의 재무상태에 주는 영향이 중대한(material) 것으로 판단되면 그 내용을 공시하여야 한다. 경영진은 위 판단을 함에 있어 객관적으로 합리적인(reasonable) 기준을 적용하여야 한다.93) 참고로, 미국법에서 자주 사용되는 reasonable의 기준은 이해관계가 없는 평균 수준의 제3자의 입장에서 예측되는 객관적 기준을 의미한다.

#### 7. Disclosure about Off-Balance Sheet Arrangements

본 규정은 보고법인의 off-balance sheet arrangement를 투자자가 쉽게 이해할 수 있도록 하는 데에 그 목적이 있다. 보고법인은 사소한 거래내용까지 공개할 필요는 없으며, off-balance sheet arrangement가 법인의 재무상태, 자금사정, 수입과 비용, 경영실적, 유동성, 투자자금, 자금조달 등에 미칠 것으로 판단되는 중요한 영향에 관하여 보고하여야 한다. Off-balance sheet arrangement는 보고서 작성일 현재 회계연도에 대하여 정보를 제공하면 되나, 투자자가 법인의 관련 사항을 이해하는 데 그 전 회계연도의 자료를 같이 보고하는 것이 도움이 된다면, 과거 자료도 공시하여야 한다. 법인이 보고하는 내용에는 off-balance sheet arrangement의 ① 성격 및 목적, ② 중요도, ③ 규모, ④ arrangement에 영향을 줄 수 있는 상황 및 ⑤ 기타 관련 중요 정보가 포함된다.

##### (1) Off-Balance Sheet Arrangement의 성격 및 목적

보고법인은 off-balance sheet arrangement의 성격과 사업의 목적에 대하여 논의하여야 한다. 법인은 이러한 arrangement를 이행하는 사업상의 목적을 설명하고 arrangement의 이행을 통하여 법인이 취득하게 될 이익을 투자자가 쉽게 이해할 수 있도록 설명하여야 한다. 예를 들어, off-balance sheet arrangement를 통하여 일정 자산을 매입하지 않고 임대하여 법인의 사업에 사용하거나 또는 재무제표에 부채로 보고하지 않고 자금을 조달할 수 있게 하는 경우에는 그 사실을 명시하여야 한다.94)

##### (2) Arrangement의 중요도

보고법인은 off-balance sheet arrangement가 법인의 유동성, 자금조달 능력, 시장위험 해지 등 기타 법인에 제공하는 이익이 얼마나 중요한지에 대한 정보를 보고하여야 한다. 법인은 이러한 arrangement가 법인의 재무상황에 어느 정도 중요한 역할을 하는지를 공시하여야 한다. 예를 들어, 법인이 이러한 arrangement를 통하여 상당한 자금을 조달하고 있다면, 법인은 이러한 방식의 자산 유동화거래를 얼마나 자주 행하는지, 법인의 유동성에 얼마나 중요한 비중을 차지하는지, 유동화 규모가 증가하는지 등을 포함하여 유동화거래 이후 법인에 유보되는 위험 등의 내용을 보고하여야 한다.95)

##### (3) Arrangement의 규모

법인은 off-balance sheet arrangement의 전체 규모에 대한 정보를 제공하여야 한다. 법인의 수익(revenues), 비용(expenses), 자금흐름 등과 관련하여 off-balance sheet arrangement가 차지하는 비중, arrangement를 이행하고 유보되는 권한 및 채무, arrangement와 관련하여 법인이 부담하게 될 우발채무, 그러한 우발채무가 발생할 것으로 예상되는 상황 등에 관련된 내용을 보고하여야 한다.96)

##### (4) Arrangement에 영향을 줄 수 있는 사항

보고법인은 그 법인에 이익을 제공하는 off-balance sheet arrangement를 해지하거나 그

이익을 상실하게 할 수 있는 (법인이 알고 있는 범위에서의) 상황, 수요, 의무, 동향 기타 불확실한 사항 등을 보고하여야 한다. 예를 들어, arrangement 관련 계약상 헤지조항이 있는 경우에는 그 헤지사유를 보고하여야 하며, 법인의 자금 조달목적의 특정 arrangement가 법인의 신용평가에 이용되는 재무수치에 영향을 준다면, 그러한 arrangement를 지속할 수 없는 상황에 대한 내용과 그러한 상황이 발생하였을 때 법인에 발생할 수 있는 결과의 내용을 보고하여야 한다.97)

#### (5) 기타 중요한 정보

본 규정은 GAAP의 규칙 기준이 아닌 원칙 기준이다. 따라서, 위에서 언급된 사항 이외에도 투자자들이 법인의 사업을 이해하는 데 도움이 되는 내용이 있다면, 그 내용 역시 보고되어야 한다.

또한, 각종 arrangement에 대한 개별적 논의가 법인의 사업 전체의 이해를 어렵게 하는 경우에는, 이해에 도움이 되는 수준에서 각종 arrangement를 통합한 자료를 공시하여야 한다. 단, 본 규정상 공개가 요구되는 off-balance sheet arrangement는 계약의 체결 등을 통하여 확정된 arrangement만을 의미하며, 향후 계획 중이거나 협상단계에 있는 arrangement를 보고할 필요는 없다.98)

#### 8. Tabular Disclosure of Contractual Obligations

본 규정에서는 보고법인의 1년 이하, 1-3년, 3-5년 및 5년 이상의 계약상 지급의무를 도표 형태로 보고하도록 하고 있다. 해당 계약관계는 장기채무, capital lease 의무, operating lease 의무, 구매계약 및 대차대조표에 기재된 기타 장기부채를 포함한다.99)

외국법인의 경우에는, 위 도표로 보고될 계약상의 지급의무에 관하여 미국 GAAP에 정한 바에 따라 별도로 준비 작성하여야 한다.

#### 9. Foreign Private Issuers

Sarbanes-Oxley Act 제401조는 SEC에 정기적으로 보고서를 제출하는 발행인 모두에게 본 규정의 내용을 적용하고 있으므로 외국법인 역시 SEC에 제출하는 연말 사업보고서는 본 규정에 따라 작성하여야 한다. 그러나 외국법인의 분기보고서의 제출은 의무가 아니므로, 본 규정 역시 적용되지 않는다.

본 규정이 적용되는 경우의 보증, off-balance sheet arrangement 등의 개념은 미국 GAAP에 정해진 바에 따른다. 그러나 SEC는 미국 GAAP의 적용이 외국법인에 대하여 재무제표와 보고서 준비과정상의 별도의 추가 의무를 부과하지는 않는다고 판단하고 있다. 이는 이미 외국법인이 연말 사업보고서를 작성하는 과정에서 적용하는 GAAP과 미국 GAAP에 대한 조정업무를 이행하고 있기 때문이다.100)

#### 10. Enron 사건의 재발 가능성

본 규정은 GAAP상의 off-balance sheet arrangement에 관한 기존의 보고기준을 변경하거나 새로운 보고의무를 채택하고 있지는 않다. 단, 재무제표의 각주에 간략하게 보고되던 off-balance sheet arrangement에 대한 내용을 MD&A의 별도의 섹션으로 모아, 경영진의 관점에서 그 내용을 이해하기 쉽게 서술방식으로 설명하고 보고하도록 하고 있다.

Enron사는 GAAP의 각종 규칙을 형식적으로 충족시키기 위하여 상당한 노력을 하였고, 그로 인하여 회계분식 목적의 거래구조는 더욱 복잡해졌다. 그러나 Enron사는 기존의 MD&A에도 투자자가 법인의 경영에 대한 중요한 내용을 쉽게 이행할 수 있도록 숫자 이외의 서술방식의 설명을 요하는 규정을 무시하고 각종 사업보고서를 작성하여 SEC에 제출하였다는 점에서, 본 규정이 시행되고 있는 현 시점에도 Enron사와 동일한 사건을 방지할 수는 없다

고 판단할 수도 있다.

그러나 본 규정은 기존 MD&A의 원칙 기준(principle based)에 의하여 off-balance sheet arrangement에 대한 새로운 내용의 보고의무를 제시하지는 않지만, 그에 대한 공시보고의무를 규정화한 것으로 볼 수 있다. 따라서, Enron사와 같은 법인들이 명시적인 규칙에 대해서는 형식적이거나 그를 준수하려는 많은 노력을 이행한다면, 본 규정에서 요구하는 off-balance sheet arrangement에 대한 공시도 그만큼 충실하게 이루어질 수 있을 것으로 예상된다.

#### IV. 국내 회계기준 및 사업보고서

##### 1. 회계기준

###### (1) SPE의 연결보고의무

한국회계기준위원회의 기업회계기준 제6조에 의하면, 타 회사를 지배하고 있는 지배회사는 그 종속회사와의 연결재무제표를 작성하여야 한다. 여기서 지배라 함은 특정회사가 경제적 효익을 얻기 위하여 다른 회사의 영업투자재무정책 등을 결정할 수 있는 능력을 의미하므로, 101) 기업회계기준상 연결재무제표 작성의무를 부담하는 지배회사인지 여부의 판단은 지분율과 같은 수치가 아닌 실질적인 경영권의 보유 여부를 그 기준으로 하고 있다.

주식회사의외부감사에관한법률시행령 제1조의3에 의하면 연결재무제표 작성의무는 지배회사가 ① 종속회사의 과반수 이상의 지분을 소유하거나, ② 30% 이상의 지분을 보유하는 최대출자자인 경우, ③ 이사회 50% 이상의 이사의 임명권을 보유하는 경우, ④ 주총에서 50% 이상의 의결권을 보유하는 경우, 또는 ⑤ 재무, 영업에 관한 중요한 사항의 결정권을 보유하는 경우에 인정된다.

위 기업회계기준 및 주식회사의외부감사에관한법률에 의한 연결재무제표 작성의무 기준은 미국의 GAAP과 거의 동일하나, 미국의 GAAP에서 인정하고 있는 특례, 즉 소액주주가 일정수준 이상의 경영참여 권한을 보유하는 경우의 연결보고의무의 면제 및 SPE가 partnership인 경우, limited partner가 general partner를 해임할 수 있는 경우에도 general partner는 partnership에 대한 경영권이 없다는 해석 기준에 관하여는 규정하고 있지 않다.

미국의 회계기준은, 지배회사가 SPE인 경우, SPE에 자산을 양도하는 sponsor에게 SPE의 연결보고의무가 부여되나 이와 동일한 국내 GAAP 기준은 없는 것으로 보인다. 따라서, 국내에서 Enron사가 이용한 거래와 유사한 형태의 거래가 이루어지는 경우, SPE는 sponsor인 Enron사가 아닌 3%의 지분을 취득한 제3의 대주주와 연결하여 보고하여야 할 것으로 보인다.

###### (2) MTM

국내에서는 유가증권에 대해서만 MTM 평가 보고방식을 허용하고 있다. 102) 따라서, Enron사의 사례와 같이 energy commodity 또는 기타 Enron사가 인수한 사업들을 merchant banking investment라고 구분하여 MTM 평가방식을 적용할 수는 없다.

###### (3) Sale of financial asset; 매각; true sale

한국회계연구원의 기업회계기준서 제4호 수익인식 중 제12문단에 의하면, 다음의 조건이 모두 충족되는 시점에 재무제표상 재화의 판매를 인식할 수 있다.

(가) 재화의 소유에 따른 위험과 효익의 대부분이 구매자에게 이전된다.

(나) 판매자는 판매한 재화에 대하여 소유권이 있을 때 통상적으로 행사되는 정도의 관리나 효과적인 통제를 할 수 없다.

(다) 수익금액을 신뢰성 있게 측정할 수 있다.

(라) 경제적 효익의 유입 가능성이 매우 높다.

(마) 거래와 관련하여 발생했거나 발생할 거래원가와 관련 비용을 신뢰성 있게 측정할 수 있다.103)

소유에 따른 위험과 효익의 이전 여부 판단은 전체 거래상황을 분석하여 결정한다.104) 재화의 양도와 회사의 양도 또는 회사의 자산의 양도가 동일한 기준에 의하여 결정되는지에 대한 추가 논의가 있을 수 있으나, 재화의 양도시점에 관한 위 판단기준 중 (가), (나) 및 (라)가 모두 동일하게 적용될 가능성이 높다고 생각된다. 이러한 원칙은 미국 GAAP 기준의 매각행위의 정의에서도 적용되는 요건이다.

Enron사의 형식적인 자산양도, 양도된 자산의 사용과 경제적 효익의 유보는 위 재화의 양도 기준 조건을 충족하지 아니하므로, 국내의 회계기준으로도 Enron사의 사례에서 보여진 형식적인 자산양도 거래는 진실한 양도로 인정되지 않을 가능성이 높다고 판단된다.

국내법상 true sale에 관하여는 자산유동화에관한법률(자산유동화법)에서만 간접적으로 언급되고 있다.

유동화자산의 양도는 다음 각호의 방식에 의하여야 한다. 이 경우 이를 담보권의 설정으로 보지 아니한다.

1. 매매 또는 교환에 의할 것

2. 유동화자산에 대한 수익권 및 처분권은 양수인이 가질 것. 이 경우, 양수인이 당해 자산을 처분하는 때에 양도인이 이를 우선적으로 매수할 수 있는 권리를 가지는 경우에도 수익권 및 처분권은 양수인이 가진 것으로 본다.

3. 양도인은 유동화자산에 대한 반환청구권을 가지지 아니하고, 양수인은 유동화자산에 대한 대가의 반환청구권을 가지지 아니할 것.

4. 양수인이 양도된 자산에 관한 위험을 인수할 것. 다만, 당해 유동화자산에 대하여 양도인이 일정기간 그 위험을 부담하거나 하자담보책임(채권의 양도인이 채무자의 자력을 담보한 경우에는 이를 포함한다)을 지는 경우에는 그러하지 아니하다.105)

자산유동화법은 true sale을 정의함에 있어 미국의 true sale 판단기준의 핵심인 경제적 이익과 위험의 양도를 요건으로 하고 있는 듯하나, 실질적으로 자산유동화거래의 실례에서는 SPE의 sponsor가 양도된 자산의 손실에 대한 위험의 상당 부분을106) 계속적으로 부담하고 있다.107) 이러한 위험의 부담은 위 제4호의 하자담보책임의 형태 또는 제3금융기관의 보증 등을 통하여 이루어지고 있다고 이해한다.

지금까지 국내에서 이루어진 자산유동화거래 유형 중에는 Enron사가 사용하였던 TRS와 같은 파생상품거래의 유형은 없었던 것으로 보여지며, 만약 그러한 TRS 거래가 자산양도와 동시에 이루어진다면, 이는 위 자산유동화법 조항 제4호의 위반으로 판단된다.

자산유동화거래는 국내에서 가장 많이 이용되고 있는 대표적인 off-balance sheet arrangement라 할 수 있다. 아직까지 TRS 방식의 유동화거래가 이루어진 적은 없었던 것으로 보여지나, 자산양도인(sponsor)이 연결보고 대상에서 제외되는 SPE 구조의 남용 가능성은 상존하며, 그로 인한 재무제표의 투명성의 저하 역시 우려된다. 유동화전문회사의 실질적인 투자자(주주), 자산양도인(sponsor) 및 후순위사채 투자자가 모두 동일인으로 구성되는 현재의 상황에서는 유동화된 자산의 경제적 위험이 sponsor에게 계속 유지된다고 할 수 있으며, 이러한 자산유동화거래는 sponsor가 담보부사채를 발행하는 것과 실질적으로는 매우 유사한 것으로 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 현행과 같이 외형적인 지분소유 관계만

을 기준으로 자산유동화전문회사를 sponsor의 연결보고 대상에서 제외할 경우, Enron사의 사례와 같이 국내에서도 off-balance sheet 거래를 통한 분식회계가 시도될 위험은 충분하다고 할 수 있다.

따라서, 미국의 SPE의 연결보고의무에 관한 회계기준 sponsor의 연결보고원칙과 sponsor와 관계없는 제3자가 SPE에 대한 10% 이상의 지분을 보유하는 경우의 연결보고의무 면제의 예외 및 primary beneficiary의 연결보고기준을 고려하여 국내 회계기준을 재검토할 필요가 있다고 생각된다.

#### (4) Mezzanine

국내 기업이 상환우선주를 발행하는 경우는 그리 많지 않고, 회계기준상으로도 자회사의 상환우선주에 대한 모회사의 지급의무에 따른 minority interest와 COPS 등에 대한 규정은 없다.

#### (5) 국내에서의 Enron사 유형 거래

국내 기업이 Enron사가 시도하였던 유형의 거래를 목적으로 국내에 SPE를 설립하고 SPE의 대주주를 그 기업과 관계가 없는 제3자로 할 경우, 그 기업은 SPE를 재무제표에 연결하여 보고할 의무가 없다. 단, 그 기업이 SPE에 대한 경영권을 행사한다면, 국내 연결재무제표 작성기준에 의하여 SPE를 연결하여 보고하여야 할 것으로 판단되나, SPE의 지분을 소유하고 있지 않기 때문에 그 기업이 SPE를 연결하여 재무제표를 작성하지 않는다 하여도 회계기준 위반 사실을 인지하는 것은 어려울 수 있다.

동 기업이 SPE에 양도한 자산에 대하여 실질적인 지배권을 행사하는 경우, 회계기준상 양도행위를 무시하고 실질적인 경제적 관계를 우선시하여 그 거래 전부를 용자나 담보의 제공행위로 간주할 수 있을 것으로 보인다.

그러나 Enron사가 유가증권 이외의 commodity와 merchant investment 자산에 적용한 MTM 평가방식과 minority interest를 COPS로 분리하는 등의 방식은 국내 회계기준에서 허용되지 아니하므로, 그러한 방식을 이용한 분식회계 가능성은 적어 보인다.

## 2. 국내 사업보고서의 내용

국내 사업보고서 및 유가증권신고서는 투자자 등 이용자가 이해하기 쉽도록 알기 쉬운 용어를 사용하여 간단명료하게 서술식으로 기재하되, 이해를 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 도표, 그림 또는 사진 등을 이용하여 작성되어야 하며, 투자자 등 이용자의 의사결정에 필요한 중요한 사항을 모두 기재하되, 특히 회사에 대하여 불리한 사항 또는 불리한 결과를 초래할 수 있는 내용 등의 기재를 생략하거나 누락시켜서는 아니 된다.108) 사업보고서와 유가증권신고서의 서술식 보고는 점차 증가하고 있는 것으로 보여진다. 최근 금감원에 제출된 사업보고서들을 살펴보면, 법인의 사업, 업계 및 시장의 흐름에 대한 정보가 포함되어 있으나, 미국 사업보고서상의 MD&A와 같이 재무제표의 각 line item과 특히 자금출처를 포함한 현금흐름 등에 대하여 principle 기준에서의 경영진의 논의를 요구하는 구체적인 내용은 없다.

또한, 현재의 사업보고서 작성기준은 별도의 섹션에서 off-balance sheet arrangement와 같이 재무제표상 수치화된 정보만으로는 이해하기 어려운 거래에 대한 서술식 정보를 요구하고 있지 않다. 따라서, 국내 기업이 Enron사가 이용하였던 각종 off-balance sheet 거래를 시도한다고 가정할 경우, 그 기업은 SPE에 대한 연결보고의무는 물론 그러한 거래에 대한 별도의 보고의무를 부담하지 아니하며, SPE를 위하여 금융기관에 제공하는 보증으로 인한 우발채무에 관하여 보고하지 않아도 될 것으로 보인다. 국내 기업회계기준상 우발채무를

확정하는 상황이 발생되거나 그 발생 가능성이 확실한 경우에만 그 우발채무에 대한 공시의 무가 발생되기 때문이다.109)

따라서, 국내 기업이 Enron사가 행한 것과 유사한 SPE거래를 시도한다면 사업보고서의 기재만으로는 그러한 업체의 정확한 재무상황을 이해하기는 어려울 것으로 보여진다. 물론 이러한 위험은 미국에서도 마찬가지로 존재하며, 본 규정의 채택만으로 그러한 위험이 모두 예방되리라 보여지지는 않는다. 다만, 기업이 금융감독당국의 구체적인 규정을 위반하지 않으려는 노력을 하는 한도 내에서라도 그러한 법인의 사업보고서의 내용은 더욱 충실해질 것이므로, 국내에서도 사업보고서의 내용에 MD&A 부분과 본 규정의 성격을 가진 보고규정을 포함하는 것이 바람직하다고 생각한다.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 4, No. 2, 2003

Enron & MD&A Off-Balance Sheet Arrangement Disclosure

Yang, Myung-Suk

#### ABSTRACT

The bankruptcy filing by Enron turned out to be just a harbinger of mega-sized accounting frauds perpetrated by largest public companies in the world. The accounting frauds of Enron centered around off balance sheet arrangements and involved special purpose entities which should have been consolidated with Enron, and transactions involving third party investments which should have been reported as minority interest and transfers of assets which were not true sales.

Accounting schemes and representative transactions employed by Enron in its fraud are explained. In addition, the recent SEC disclosures rule of off-balance sheet arrangement is discussed.

Accounting and disclosure standards in Korea are examined for Enron-like abuses. ABS and other securitization which has grown dramatically recently in Korea is seen to be the most noticeable off balance sheet arrangements in Korea. Weaknesses in current disclosure and accounting treatment of such transactions in Korea are discussed.

\* 본 paper의 내용은 저자의 개인적 의견이며 법무법인 우현의 공식적인 의견이 아닙니다. 본 paper를 읽고 의견을 주고 edit하는 데 도움을 주신 우현소속 김성용 변호사님과, 특히 이소영 변호사님께 감사드립니다.

- 1) 2002년 6월 25일 약 \$38억의 분식회계 사실이 적발된 WorldCom, Inc.는 동년 7월 21일에 파산신청을 하였다. 그 이후, 분식회계 규모는 약 \$110억으로 늘어났고, WorldCom의 대표였던 Mr. Ebberts가 분식회계 과정에 관여하였다는 의혹이 제기되고 있다. 구체적인 내용은 First Interim Report of Dick Thornburgh, Bankruptcy Court Examiner, November 4, 2002, In re WorldCom, Inc. 참조(위 보고서는 <http://www.elaw4enron.com>에 공시된 WorldCom의 자료 중 2002년 11월 4일자 공시자료에 포함되어 있으며, Second Interim Report of the Examiner는 2003년 6월 9일자 공시자료에 포함되어 있다).
- 2) 2002년 1월 28일 파산신청을 한 Global Crossing은 인터넷 관련 업체로서 사용하지 않는 통신선의 사용용량을 다른 통신사와 맞교환(barter)하면서 이를 수입으로 보고하는 등의 수법에 의한 분식회계를 한 사실이 언론에 보도되었다. 이 기사는 <http://www.nwfusion.com/news/2002/0208globalx.html>에서 볼 수 있다.
- 3) SEC는 2003년 3월 19일 HealthSouth Corp.과 Richard Scrushy 회장을 \$14억 분식회계와 관련한 사기혐의로 고발하였다. 이 기사는 [http://www.cbsnews.com/stories/2003/03/19/health/main\\_544606.shtml](http://www.cbsnews.com/stories/2003/03/19/health/main_544606.shtml)에서 볼 수 있다.
- 4) SEC는 Xerox사의 외부감사인인 KPMG가 Xerox의 3년간 수익 \$60억 상당을 과다계상하였다는 이유로 2003년 2월에 KPMG를 상대로 하는 소송을 제기하였다. 자세한 내용은 <http://finance.pro2net.com/x36945.xml> 참조.
- 5) Tyco International Ltd.는 현재 SEC의 조사를 받고 있으며, 2002년 10월 이후 현재까지 밝혀진 Tyco의 분식회계 규모는 약 \$20억 상당에 이르고 있다. 최근 Tyco의 소액주주들은 위 회사와 회사의 경영진을 상대로 \$60억 상당의 손해배상 청구소송을 제기하였다. <http://news.corporate.findlaw.com/business/s/20030606/manufacturingtycoshareholdersdc.html>에 보도된 내용임(2003. 6. 16. 접속).
- 6) Adelphia는 대주주와 대주주의 가족에게 \$23억을 대여하고 이를 공시하지 않았다는 혐의가 인정되었으며, 2002년 6월 파산을 신청하였다. [http://www.latimes.com/business/la-fi-adelphia25jul25\\_story](http://www.latimes.com/business/la-fi-adelphia25jul25_story)에 보도된 자료임(2003. 6. 16. 접속).
- 7) Sarbanes-Oxley Act of 2002(미 연방정부가 2002. 7. 30. 선포한 상장법인의 공시내용의 정확성과 신뢰도를 강화하여 투자자를 보호하기 위한 법)를 요약 정리한 paper를 원하시는 분은 저자에게 연락주시기 바랍니다.
- 8) Enron사에 대한 자료는 Enron사의 파산사건을 관장하고 있는 미국 파산법원에 대한 사실 조사 보고인인 Neal Batson, Court Appointed Examiner가 작성한 Second Interim Report of Neal Batson(Second Interim Report), January 21, 2003. In re Enron Corp., et al., US Bankruptcy Court, Southern District of New York, Chapter 11 Case No. 01-16034(AJG)에서 주로 인용하였다. Second Interim Report는 <http://www.elaw4enron.com>에 공시된 Enron사 자료 중, 2003년 3월 5일 공시된 자료에 포함되어 있다.
- 9) John Thompson, Vice President, Office of the Chairman, Enron, Europe이 2000년 6월 29일, Zurich에서 발표한 presentation 자료, Enron? Evolution from a U.S. Gas Pipeline Monopolist to a Global Internet based Commodity Market Maker, [http://www.actienbank.com/newsfiles/eic\\_inv\\_may00\\_enr.pdf](http://www.actienbank.com/newsfiles/eic_inv_may00_enr.pdf) 참조(2003. 5. 26. 접속).

10) Enron사의 Chief Operating Officer였던 Jeff Skilling은 지난 2000년 analysts와의 conference call에서 Enron사는 매년 약 \$25억의 설비투자를 하고 있으며, 동일한 수준의 투자를 계속 유지할 것이라고 언급하였다. Second Interim Report, at 17.

11) Id., at 20.

12) Consolidated Financial Statements, Accounting Principles Bd. Opinion No. 51(Financial Accounting Standards Bd. 1959)(APB 51), superseded by Consolidation of All Majority-Owned Subsidiaries, Statement of Financial Accounting Standards No. 94(Financial Accounting Standards Bd. 1987)(FAS 94), amended by Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets, Statement of Financial Accounting Standards No. 144(Financial Accounting Standards Bd. 2001)(FAS 144). FAS 144는 경영권을 일방적으로만 행사하는 자회사의 연결보고의무를 면제하는 내용을 삭제하였다. Second Interim Report의 Appendix B(Accounting Standards)의 note 39 참조.

13) Investor? Accounting for an Investee when the Investor Has a Majority of the Voting Interest but the Minority Shareholder of Shareholders Have Certain Approval or Veto Rights, 2 EITF Abstracts (FASB) 96-16(July 23, 1998)(EITF 96-16). Second Interim Report, Appendix B, n. 42, p. 14 참조.

14) 아래 각주 22) 참조.

15) EITF 96-16.

16) Partnership의 경영권은 general partner에게 있고, limited partner들은 대부분의 경우 (limited partnership의 경우) 주식회사의 주주와 같이 partnership에 투자한 금액을 한도로 partnership의 채무에 대하여 책임을 부담한다. 이와 같이 general partner를 해임할 권한이 limited partner에게 있는 경우, general partner가 partnership에 대한 경영권을 보유하지 아니하는 것으로 간주되는 기준은 부동산 partnership에 처음 적용되었으나(Accounting for Investments in Real Estate Ventures, Statement of Position 78-9(American Institute of Certified Public Accountants, 1978)), 1998년 EITF의 working group이 SOP 78-9와 EITF 96-16(substantive participating rights)을 전반적으로 확대 적용할 것을 제안하였고, EITF 본회의에서 이를 받아들였다. Enron사는 1998년 이를 Share Trust Transaction의 구조에 적용하였다. Second Interim Report, Appendix B, pp. 21-24 참조.

17) SPE는 많이 사용되고 있지만, 공식적으로 사용되는 정의는 없다. 한정된 용도를 위하여 설립하여 사용되는 법인을 말하며, 그 형태에 대한 제한이 없다. "SPEs typically are defined as entities created for a limited purpose, with a limited life and limited activities, and designed to benefit a single company. They may take the legal form of a partnership, corporation, trust, or joint venture. SPEs began appearing in the portfolio of financing vehicles that investment banks and financial institutions offered their business customers in the late 1970s to early 1980s, primarily to help banks and other companies monetize, through off-balance-sheet securitizations, the substantial amounts of consumer receivables on their balance sheets." Al L. Hartgraves & George J. Benston, "The evolving accounting standards for special purpose entities and consolidations(Commentary)," Accounting Horizons, Sept. 2002, v. 16, i. 3, pp. 245-258, [http://www.bus.iastate.edu/cjeffrey/495/Accounting\\_Horizons-SPE-Clem.doc](http://www.bus.iastate.edu/cjeffrey/495/Accounting_Horizons-SPE-Clem.doc) 참조. 위 자료에는 SPE의 회계기준의 발전사항과 관련 회계기준에 대한 설명이 있다. SPE

관련 회계기준으로는 Accounting Research Bulletin No. 51(1959), APB Opinion No. 18(1971), FASB Statement No. 94 (1987), FASB Statement Nos. 76 & 77(1983), EITF Issue No. 84-30(1984), EITF Topic D-14(1989), EITF Issue No. 90-15(1990), FASB Statement No. 125(1996), FASB Statement No. 140(2000) 등이 있다. SPE에 대한 여러 참고할 만한 자료가 있는 다음 사이트를 소개한다: <http://www.trinity.edu/rjensen/theory/00overview/speOverview.htm>.

18) Transactions involving Special-Purpose Entities, 2 EITF Abstracts(FASB) D-14(May 31, 1990) (EITF Topic D-14). Second Interim Report, Appendix B, n. 82, p. 26 참조.

19) FIN 46에서 정하는 variable interest entity의 경우, 3%가 10%로 조정되었다. 이는 2003. 2. 1.부터 적용된다. FIN 46 §§9-10. 아래 각주 91) 참조.

20) 1997년 12월, SEC의 Chief Accountant 사무실의 Professional Accounting Fellow인 Armando Pimenta가 AICPA Annual Conference에서 연설한 내용에 포함됨.

21) Related Party Disclosures, Statement of Financial Accounting Standards No. 57(Financial Accounting Standards Bd. 1982)(FAS 57), Second Interim Report, Appendix B, p. 17, n. 50 참조. 소액주주가 대주주와 특수관계에 있으면, 소액주주의 경영권은 EITF 96-16에 의한 대주주의 연결보고의무를 면제할 수 없다.

22) FAS 57. 법인의 특수관계인이란 모든 관계자와 ① 그들의 경영진과 직계가족, ② 대주주(principal owners)와 그들의 직계가족, ③ 경영진이 관리하는 직원을 위한 신탁과 ④ 기타 법인과 관계가 있으며 경영에 영향력이 있어 법인과의 거래가 제3자간의 거래(arm's length transaction)로 이루어지기 어려운 관계자를 말한다.

23) 위 각주 20 참조.

24) SEC Accounting staff와 Andersen이 1999년 10월 14일 만남. Second Interim Report, Appendix B, p. 36, n. 115 참조.

25) Letter from Jack L. Tompkins, Senior Vice President and Chief Financial Officer, Enron Corp., and George W. Posey, Vice President, Finance & Accounting, Enron Gas Services, to George H. Diacont, Acting Chief Accountant, SEC, and Robert Bayless, Associate Director, Office of Chief Accountant, SEC, June 11, 1991. Second Interim Report, p. 23, at n. 59 참조.

26) EITF 98-10, Accounting for Contracts Involved in Energy Trading and Risk Management Activities. Second Interim Report, p. 25 참조.

27) 사실, 단순한 시가의 상승으로 발생하는 이익이 많이 발생하는 경우 이익(earnings)과 현금흐름이 일치하지 않아 투자자들이 이익의 quality에 대한 의문을 제기할 수 있다. Enron사는 이러한 상황의 발생을 방지하기 위하여서도 MTM의 사용 이후 각종 자산을 유통화하고 여러 off-balance sheet 거래로 조달한 자금을 영업활동으로부터의 수입으로 보고하는 방법을 추구하였다.

28) Redeemable Preferred Stock, SEC Accounting Series Release No. 268, 44 Fed. Reg. 45,610 (July 27, 1979). Second Interim Report, Appendix B, p. 49, n. 139 참조.

29) Second Interim Report, Appendix B, pp. 50-1.

30) SEC Div. of Corp. Finance, Current Issues and Rulemaking Projects, at 85(November 14, 2000), available at <http://www.sec.gov/pdf/cfcr112k.pdf>, Second

Interim Report, Appendix B, p. 53 참조.

31) Statement of Cash Flows, Statement of Financial Accounting Standards No. 95(Financial Accounting Standards Bd. 1987), Statement of Cash Flows Exemptions of Certain Enterprises and Classification of Cash Flows from Certain Securities Acquired for Resale, Statement of Financial Accounting Standards No. 102(Financial Accounting Standards Bd. 1989). Second Interim Reports, Appendix B, p. 66, n. 180 & n. 181 참조.

32) Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities, Statement of Financial Accounting Standards No. 125(Financial Accounting Standards Bd. 1996)(FAS 125), Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishment of Liabilities, Statement of Financial Accounting Standards No. 140(Financial Accounting Standards Bd. 2000)(FAS 140). Second Interim Report, Appendix B, p. 57, n. 161 참조.

33) Elements of Financial Statements, Statement of Financial Accounting Concepts No. 6(Financial Accounting Standards Bd. 1985)(FAC 6). Second Interim Report, Appendix B, pp. 61-2 참조.

34) 미국에는 연방법과 주법이 병행하여 존재한다. 미국 연방정부는 독립국가로 출발한 각 주들이 연합하여 그 권한의 일부를 연방정부에 제공한 것으로 해석하고 있다. 따라서, 연방법은 미국 헌법이 인정하는 외교, 국방 및 여러 주 사이의 상업 등을 그 규율대상으로 하고 있고, 나머지 부분에 대하여는 주법이 적용된다. 미국 헌법상 파산법은 연방정부의 고유권한 대상으로 인정되어 있어, 미국 전 지역에서 연방 파산법이 적용된다.

35) Second Interim Report, Appendix C(Legal Standards), p. 4. 파산법이 연방법이기 때문에 미국 전 지역에 동일하게 적용되는 법임에도 불구하고, 위와 같이 파산법을 적용하기 위하여 근본적으로 진정한 매매거래인지의 판단, 거주지역의 판단 등의 관계법은 주법을 적용하여야 하는 경우가 있다.

36) Second Interim Report, Appendix C, pp. 8-9.

37) Delaware의 회사법 제102(b)(6)조는 정관에 주주들에게 주식회사의 채무에 대한 개인적 책임이 없으나 주주의 행위에 따라 개인적 책임이 있을 수 있다는 내용을 첨부할 수 있다고 하고 있다. 미국의 경우, 이러한 유한책임 형태의 주식회사가 허용된 것은 19세기 중이며, California주의 경우, 1931년까지 주 헌법에서 주주에게 지분에 비례하여 무한책임을 의무화하기도 하였다 (Blumberg, "Limited Liability and Corporate Groups," 11 J. Corp. Law 573(1986), in William Cary & Melvin Aron Eisenberg, Corporations, Cases and Materials, 6th ed., The Foundation Press, Inc., 1988).

38) 모회사가 자회사의 지분을 100% 보유하는 것이 절대적 요건은 아니지만, 법원은 모회사와 자회사의 주주가 동일하거나 모회사가 자회사의 100% 지분을 소유하는 경우 corporate veil piercing에 해당되는 것으로 좀더 용이하게 판단하는 경향이 있다.

39) 택시회사가 각 택시를 별도의 법인으로 운영하면서 손해보험을 가입하지 않고 해당 보험료를 비용에서 절감하는 경우에, 법인의 형태를 무시하고 전체 사업을 한 사업체로 인정할 바 있고 (Walkovszky v. Carlton, 18 N.Y. 2d 414, 276 N.Y. S. 2d 585, 223 N.E. 2d 6(Ct of App. N.Y., 1966)), 별도의 사업을 영위함이 없이 자금조달만을 목적으로 하여 설립된 금융자회사를 별도 법인으로 인정하지 않았다(In re Best Prods. Co., 157 B.R.

222(Bankr. S.D.N.Y., 1993), Second Interim Report, Appendix C, p. 20 참조). 자회사가 단순 paper 회사가 아닌, 모회사의 한 사업부로 운영되는 경우에도 별개의 법인격을 인정하지 않을 수 있다(Nat? Dairy Prods. Corp. v. United States, 350 F. 2d 321 (8th Cir., 1965), vacated on other grounds, 384 U.S. 883(1966), Second Interim Report, Appendix C, p. 20 참조).

40) In re Muncie Pulp Co., 139 F. 546(2d Cir., 1905), Second Interim Report, Appendix C, p. 34 참조.

41) 11 U.S.C. Sec. 105.

42) Drabkin v. Midland-Ross Corp.(In re Auto-Train Corp., Inc.), 810 F. 2d 270(D.C. Cir., 1987), Second Interim Report, Appendix C, p. 36 참조.

43) 연방법원은 지방법원(District Court), 항소법원(Court of Appeals)과 대법원(Supreme Court)으로 구분되어 있다. 이 중에서 항소법원의 관할은 12지역으로 나누어져 있는데, 2번째 지역(Second Circuit)은 뉴욕주, 커네티컷주와 버몬트주를 포함한다. 뉴욕시는 금융회사가 집중되어 미국의 상업의 중심가라고도 할 수 있으며, 그로 인하여 Second Circuit 법원은 항소법원 중 가장 큰 영향력을 보유하고 있다고 할 수 있다.

44) Second Interim Report, Appendix C., p. 53-4, Union Savings Bank v. Augie/Restivo Baking Co. (In re Augie/Restivo Baking Co.), 860 F. 2d 515(2d Cir., 1988) 참조.

45) Second Interim Report, Appendix C, pp. 57-64.

46) Second Interim Report, Appendix Q(Schedules Depicting Impact of Enron? Six Accounting Techniques), p. 1.

47) Second Interim Report, p. 63.

48) Citibank, J.P. Morgan Chase와 기타 은행들은 Enron사 및 그의 임원들이 여러 방법으로 분식회계를 범하는 위법행위를 aid & abet(방조)하는 위법행위를 범하였다고 Examiner는 판단하였다. Examiner는 이로 인하여 금융기관이 Enron을 상대로 보유하고 있는 약 \$55억의 채권을 타 채권자의 채권보다 우선순위를 낮게 하는 equitable subordination이 가능하다고 결론을 내렸다. Third Interim Report of Neal Batson, Court Appointed Examiner, June 30, 2003, available at <http://www.elaw4enron.com> with other documents released on July 28, 2003. Equitable subordination이란 부적절한 행위로 채권을 확보한 채권자의 순위를 파산법인의 타 채권자의 채권보다 후순위로 하는 것이다. 은행의 채권에 대한 우선순위가 하향조정된다면, Citibank, Morgan Chase 등의 은행은 현재 파산법원에 신고한 채권을 전혀 상환받지 못할 가능성이 높다.

49) SEC는 J.P. Morgan Chase와 및 Citigroup과 Enron사와 Dynegy사의 거래건에 관련한 민사소송과 행정소송을 settle하는 합의내용을 2003. 7. 28. 발표하였다. 각 settlement에는 SEC가 Chase와 Citigroup이 Enron사와 Dynegy사의 거래내용이 관련 법규를 위반한다는 사실을 인지하면서도 자금을 제공한 것이 Enron사와 Dynegy사가 증권법을 위반한 행위를 aiding and abetting(방조)한 것이라는 내용이 포함되어 있다. Chase와 Citigroup 모두 위법행위를 인정하지는 않았지만, Chase는 향후 증권관계법을 위반하지 않겠다는 서약을 하고, Citigroup은 앞으로 그러한 행위를 다시 범하지 않을 것을 서약하였다. Chase는 이와 더불어 \$1.35억을, Citigroup은 \$1.01억을 지급하기로 합의하였다. In the Matter of Citigroup, Inc., SEC Release No. 34-48230, Accounting and Auditing Enforcement Release No.

1821, Administrative Proceeding File No. 3-11192(July 28, 2003) available on <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-48230.htm>; SEC Charges J.P. Morgan Chase In Connection with Enron? Accounting Fraud, Litigation Release No. 18252, Accounting and Auditing Enforcement Release No. 1820, Securities and Exchange Commission v. J.P. Morgan Chase & Co., Case No. H-03-28-77(MH) (S.D. Tx.)(July 28, 2003) available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18252.htm> 및 Banks to Settle Fraud Claims in Enron-Related Case, New York Law Journal, by Tom Perrotta(July 30, 2003) available at <http://www.law.com/jsp/article.jsp?id=1058416435845>(2003. 6. 30. 접속) 참조.

50) Morgan and Insurers Settle Enron Dispute for \$600 Million, The New York Times, January 3, 2003, [http://snde.rutgers.edu/Rutgers/Econ394/jpmorgan\\_enron\\_settlement.html](http://snde.rutgers.edu/Rutgers/Econ394/jpmorgan_enron_settlement.html)(2003. 6. 8. 접속).

51) Second Interim Report, p. 66.

52) Second Interim Report, p. 70.

53) Second Interim Report, p. 71.

54) Second Interim Report, p. 75.

55) Second Interim Report, p. 77.

56) Second Interim Report, p. 80.

57) \$7.5억을 조달한 자산유동화 거래이다. Second Interim Report, p. 83.

58) Second Interim Report, p. 87.

59) 이에 관한 상세한 설명은 Second Interim Report, Appendix J(Tax Transactions) 참조.

60) Internal Revenue Services는 미국 연방정부의 국세청이다. 미국은 법인세법과 소득세법이 하나의 법에 통합되어 있다.

61) 물론, 이와 같이 GAAP과 세법상의 차이를 사용한 서류상의 소득은 실제 소득이 아니다. GAAP과 세법상의 소득 및 세금의 차이는 시간이 지나면 항상 동일하게 된다. Enron사는 이러한 서류상의 소득을 창출하기 위하여 지급할 소득세가 없는 연도에 상당한 금액(\$1.3억)을 소득세로 정부에 지급하기도 하였다. 이와 같이 지급한 소득세는 지급 이후 연도의 소득세를 미리 내는 것과 같은 효과가 있었을 것으로 보이지만, 먼저 지급하는 세금에 대한 이자는 실제 손실이 된다.

62) Second Interim Report, p. 104.

63) Second Interim Report, Appendix L(Related Party Transactions), p. 7 & p. 15.

64) Second Interim Report, Appendix L, pp. 23-27.

65) Second Interim Report, pp. 105-6.

66) 이 거래는 재무제표에 기재되지 아니하는 일정 자산에 대한 소유권을 계속 유지하기 위한 것으로 보여진다. Enron사는 특히 FAS 125와 그를 대체하는 FAS 140의 요건을 충족시키려고 노력하였다. FAS 125는 Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities, Statement of Financial Accounting Standards No. 125(Financial Accounting Standards Bd. 1996)(FAS 125)를, FAS 140은 Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities,

Statement of Financial Accounting Standards No. 140(Financial Accounting Standards Bd. 2000)(FAS 140)을 각 의미하며, FAS 140은 2001년 4월 1일부터 FAS 125를 대체하였다. Second Interim Report, p. 107, n. 196 참조.

67) Second Interim Report, p. 108.

68) Second Interim Report, p. 110.

69) Second Interim Report, p. 111.

70) Second Interim Report, pp. 51-2.

71) SEC Interpretation: Management? Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation; Certain Investment Company Disclosures, Reg. Nos. 33-6835, 34-26831, IC-16961, FR-36 (May 18, 1989) at §III.A, available at <http://www.sec.gov/rules/interp/33-6835.htm>(1989 Interpretative Release), Second Interim Report, Annex 1(Disclosure Standards Applicable to Enron? SPE Transactions) to Appendix D(Enron? Disclosure of Its SPEs), p. 4 참조.

The MD&A requirements are intended to provide, in one section of a filing, material historical and prospective textual disclosure enabling investors and other users to assess the financial condition and results of operations of the registrant, with particular emphasis on the registrant? prospects for the future.

72) 1989 Interpretative Release, III.A, Second Interim Report, Appendix D, Annex 1, p. 10 참조. 본 문안 내용은 아래와 같다.

The Commission has long recognized the need for a narrative explanation of the financial statements, because a numerical presentation and brief accompanying footnotes alone may be insufficient for an investor to judge the quality of earnings and the likelihood that past performance is indicative of future performance. MD&A is intended to give the investor an opportunity to look at the company through the eyes of management by providing both a short and long-term analysis of the business of the company. The Item asks management to discuss the dynamics of the business and to analyze the financials.

73) 현재 알려져 있는 것으로서 장래의 실적에 영향을 주는 사실에 대하여는 이를 공시하여야 할 의무가 있으나, 순수한 장래의 예측정보는 그러하지 아니하다. 다만, SEC는 투자자가 장래의 실적 등을 이해하는 데 도움이 될 예측정보의 공시를 권장하고 있다. Item 7 of the Instructions to Paragraph 303(a) of Reg S-K 참조. Safe harbor rule에서 보호하는 예측정보는 법인의 수입, 수익, 주당 수익, 자본적 지출, 배당, 자본구조 등의 재무사항, 경영계획, 경제전망에 대한 정보로 제한되어 있으며, 공시하는 예측정보가 적절한 근거(reasonable basis)가 있고 공시인이 그 자료를 신뢰하면(disclosed in good faith) 그 내용을 허위공시로 간주하지 않는다. Rule 175 under the Securities Act [17 CFR 230.175], Rule 3b-6 under the Exchange Act [17 DFR 240.3b-6] and Securities Act Release No. 6084(June 25, 1979)(44 FR 33810) 참조. 위 SEC의 safe harbor rule은 국내의 증권거래법 제14조 제2항의 내용과 비슷하다. 증권거래법에 의하면 예측정보가 합리적인 근거에 의하여 성실하게 행하여져야 될 뿐만 아니라, 공시에 관련 정보가 예측정보이며, 그 근거, 예측정보와 실제 결과치가 다를 수 있음을 같이 명시하여야만 미국의 경우와 같은 safe harbor 보호가 적용된다.

74) Second Interim Report, Appendix D, pp. 115-7.

75) Final Rule: Disclosure in Management? Discussion and Analysis about Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, Release Nos. 33-8182, 34-47264, FR-67(January 27, 2003), <http://www.sec.gov/rules/final/33-8182.htm>.(Release No. 33-8182)

76) 외국기업이란 외국법인을 말하나, 외국법인이라도 ① 지분의 과반수를 미국 투자자들이 소유하고 있고 ② 임원과 이사의 과반수가 미국시민이거나, 회사가 소유하고 있는 자산의 과반수가 미국에 있거나 주요 사업이 미국에 있는 경우는 제외한다. Exchange Act Rule 3b-4(17 CFR 240.3b-4), Release No. 33-8182 n. 131 참조.

77) 외국법인은 분기보고서를 SEC에 제출할 수 있으나, 의무사항이 아니다. Sarbanes-Oxley Act 제401(a)조는 SEC에 의무적으로 제출되는 분기보고서에 적용하여야 한다고 명시되어 있어 외국법인의 분기보고서에게는 적용되지 않는다. Release No. 33-8182 III.G.

78) Regulation S-K, item 303(a)(4)(ii)에 Off-Balance Sheet Arrangement는 다음과 같이 정의되어 있다.

(ii) As used in this paragraph (a)(4), the term off-balance sheet arrangement means any transaction, agreement or other contractual arrangement to which an entity unconsolidated with the registrant is a party, under which the registrant has:

(A) Any obligation under a guarantee contract that has any of the characteristics identified in paragraph 3 of FASB Interpretation No. 45, Guarantor? Accounting and Disclosure Requirements for Guarantees, Including Indirect Guarantees of Indebtedness of Others(November 2002)(FIN 45), as may be modified or supplemented, and that is not excluded from the initial recognition and measurement provisions of FIN 45 pursuant to paragraphs 6 or 7 of that Interpretation;

(B) A retained or contingent interest in assets transferred to an unconsolidated entity or similar arrangement that serves as credit, liquidity or market risk support to such entity for such assets;

(C) Any obligation, including a contingent obligation, under a contract that would be accounted for as a derivative instrument, except that it is both indexed to the registrant's own stock and classified in stockholders' equity in the registrant's statement of financial position, and therefore excluded from the scope of FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities(June 1998), pursuant to paragraph 11(a) of that Statement, as may be modified or supplemented; or

(D) Any obligation, including a contingent obligation, arising out of a variable interest(as referenced in FASB Interpretation No. 46, Consolidation of Variable Interest Entities(January 2003), as may be modified or supplemented) in an unconsolidated entity that is held by, and material to, the registrant, where such entity provides financing, liquidity, market risk or credit risk support to, or engages in leasing, hedging or research and development services with, the registrant.

79) Release No. 33-8182, III.A.1.

80) 2003년 1월 1일 이후 발행하거나 일부 조건을 수정하여 재 발행하는 보증에 적용된다. FIN 45에 의하여 공시하여야 하는 보증에 관한 내용은 ① 보증기간, 보증을 행하게 된 동기, 보증에 의하여 지급이 확정되는 조건 등 보증에 관련된 기본 내용, ② 장래 보증에 의하여 지급할 수 있는 최대 금액, ③ 보증으로 인하여 보증인이 보고하여야 하는 부채, ④ 보증에 의하여 지급을 하는 경우, 주채무자에 대한 구상권 및 담보 등이 있다. 보증을 행하는 시점에 보증으로 인하여 예상되는 지급금의 현재가치를 보고하여야 한다. 제품보증에 대해서는 보증으로 인하여 발생하는 지출에 대한 계산방식과 그 방식을 수정하는 경우 그에 관한 내용을 공시하여야 한다.

81) Release No. 33-8182, n. 83, FIN 45 at fn. 2 참조.

82) FIN 45, ¶4.

83) FIN 45, ¶4.

84) FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities(June 1998)에 의하여 파생상품으로 분리 보고되는 보증을 말한다.

85) FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 141, Business Combinations.

86) FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 13, as amended by FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 145.

87) FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 13, Accounting for Leases.

88) FIN 45, Summary & ¶¶6 & 7.

89) SFAS No. 133.

90) Item 5.E.2(c) of Form 20-F(17 CFR 249.220f), Release No. 33-8182, §III.A.3 참조.

91) 이에 적용되는 제3의 법인은 FIN 46에서 정하는 variable interest entity를 말한다. Variable interest entity란 ① 관련 법인의 지분이 법인의 사업을 이행하기에 부족한 경우와 ② 법인의 지분을 소유하고 있는 주주가 법인의 경영권을 보유하고 있지 않거나, 법인의 손실에 대한 책임이 없거나 법인의 잔여 이익을 배당받을 권한이 없는 경우에 속하는 법인을 말한다. FIN 46, ¶5.

92) FASB Interpretation No. 46, Consolidation of Variable Interest Entities(January 2003)(FIN 46), at ¶2c. FIN 46은 기존 연결보고의무 기준으로는 투자자들에게 적절한 정보를 제공하지 못하고 있다는 판단에 의하여 채택되었다. 연결보고의무에 대한 기존의 기준은 Accounting Research Bulletin No. 51, Consolidated Financial Statements(ARB 51)에 의하여 과반수 이상의 의결권 또는 경영권을 행사하는 경우에 적용된다. 그러나 많은 off-balance sheet arrangement의 경우, 그러한 의결권 또는 경영권이 표면적으로 드러나지 않는 구조로 이루어져 APB 51에 의한 연결의무를 회피하면서도 실제적인 경영권을 행사하고 있는 실정을 감안하여, Variable Interest Entities로 판단되는 법인에 대해서는 지분 과반수 보유 요건을 적용하지 않고 primary beneficiary는 variable interest entity를 자회사인 경우와 동일하게 연결보고하여야 한다. FIN 46은 2003년 2월 1일 이후 설립되는 variable interest entity에 대하여 적용되며, 그 이전에 설립되어 취득한 variable interest에 대해서는 2003년 6월 15일 이후 시작하는 보고기간에 적용된다. 따라서 2003년 7월 1일 시작하는 3/4분기에 대한 보고서부터 적용된다. SPE를 이용하는 많은 거래구조에 primary

beneficiary가 은행으로 판정되어, FIN 46의 적용에 대하여 은행들이 불만을 표시하고 있으며 FIN 46을 수정하여야 한다는 의견이 제시되고 있다. Industry prepares for consolidation bombshell, Michael Evans, Legal Media Group, Euromoney, June 8, 2003, <http://www.legalmediagroup.com/news/print.asp?SID=12678&CH=> 참조(2003. 6. 10. 접속).

Primary beneficiary는 ① variable interest entity의 목적, 규모, 활동 등 관련 정보, ② 보고되는 자산가치와 variable interest entity의 부채에 담보로 제공된 자산, ③ variable interest entity의 채권자들이 primary beneficiary에게 청구할 수 있는 권한 등을 보고하여야 한다.

Primary beneficiary가 아닌 경우에도 상당규모(significant)의 variable interest를 소유하고 있는 자는 ① variable interest entity의 목적, 규모, 활동 등 관련 정보, ② 보고법인에 발생할 수 있는 손실의 규모, ③ variable interest entity와의 관계 및 관계 발생시점 등을 보고하여야 한다. FIN 46, Summary.

93) Release No. 33-8182, §III.B.

94) Release No. 33-8182, §III.C.

95) Id.

96) Id.

97) Id.

98) Id.

99) Release No. 33-8182, §III.D.

100) Release No. 33-8182, §III.G.

101) 연결재무제표 준칙, 제3조 제나항.

102) 기업회계기준서 제8호, 유가증권(한국회계연구원 회계기준위원회, 2002. 1. 25). 단기 매매증권과 매도가능증권은 공정가액으로 평가한다. 다만, 매도가능증권 중 시장성이 없는 지분증권의 공정가액을 신뢰성 있게 측정할 수 없는 경우에는 취득원가로 평가한다. 제20문단. 시장성 있는 유가증권은 시장가격을 공정가액으로 보며 시장가격은 대차대조표일 현재의 종가로 한다. 제21문단. 공정가액은 유가증권을 보유하는 기업이 계속 존재한다는 가정하에 성립하는 가격이다. 따라서 청산이나 주요 사업의 중단에 따라 강요되거나 불리한 조건의 매각거래에서 형성되는 가격은 공정가액으로 볼 수 없다. 제25문단.

103) 기업회계기준서 제4호, 수익인식(한국회계연구원 회계기준위원회, 2002. 12. 19)(회계기준서 제4호), 제12문단. <http://www.kasb.or.kr>에서 다운로드 가능함.

104) 기업회계기준서 제4호, 제 13문단.

105) 자산유동화에관한법률, 제13조.

106) 최근 자산유동화거래는 관례적으로 sponsor가 후순위사채를 포함하여 약 30% 정도의 위험을 계속 보유하고 있는 것으로 보여지며, 일부 거래에서는 실질적으로 위험 유보의 규모가 100%인 경우도 있었다.

107) Sponsor는 자산유동화전문회사가 발행하는 후순위사채를 인수하고, 이를 액면가로 평가하여 재무제표에 기재하고 있다. 그러나 후순위사채가 시장성 없는 유가증권이라 하여도, 공정가액으로 평가하여야 할 것이라고 생각한다. 위 각주 102) 참조.

108) 사업보고서, 상장법인 등의 주요 경영사항 신고 및 사업보고서 서식에 관한 건, 금융감독원, 전자공시시스템, 통합전자문서편집기 버전 3.6, III. 일반원칙.

109) 기업회계기준등에관한해석 [31-74], 제2(1)①조.