

“엔론”의 교훈

조엘 셀리그만(위싱턴대 법대 교수)

김광록 역 (경주대 법학과 교수)

【초 록】

최근 미국에서 발생한 소위 “엔론사건”은 전통적인 기업지배 및 의무공시제도에 관한 문제를 포함하여 기업의 회계업무에 대한 불신을 야기하기에 충분하였다. 따라서 엔론사건을 계기로 “중요정보의 완전공시” 및 “회계결과의 공정공시” 라는 근본원칙의 회복을 위하여 많은 노력들이 나타났다. 특히 “엔론특별조사위원회”는 소위 “파워보고서”를 통하여 엔론사건의 원인을 이익충돌문제, 재무회계문제, 부실경영문제, 그리고 부실정보공시의 관행 문제들을 지적하고 있다. 그러나 이러한 지적 이외에도 엔론사건은 그간 미국 회사법과 증권법 분야의 근본적인 정책적 법률적 문제들을 제기하기도 하였다. 본 논문은 문제 해결을 위하여 우선 엔론사가 보여준 재무회계관행의 사실 관계를 분석하고, 또 다른 새로운 입법이나 규제수단을 마련하지 않고, 현재의 법규적 범위 내에서 기업들이 자율적으로 문제해결방안을 강구해 나갈 수 있는 합리적인 해결방법을 찾고자 한다. 이를 위하여 재무회계 및 회계감사에 대한 개혁 방안들을 살펴보고, 기존의 소송제도 및 의무공시제도를 보다 효과적으로 활용하는 등의 간접적인 개혁을 위해 필요한 방안들을 구체적으로 살펴 보았다.

What We Can Learn From “Enron”

Joel Seligman

ABSTRACT

Since 1934 when the SEC began operations, the U.S. securities markets have experienced an extraordinary growth and vitality. However, when the stock market began its collapse in September 1929, the aggregate value of all shares on the New York Stock Exchange (NYSE) was approximately \$90 billion. By 2000 NYSE capitalization had grown to nearly \$12.4 trillion. Perhaps most remarkably in 2000 over \$2.3 trillion in new securities was sold in some 16,481 corporate underwritings and 3,540 private placements. Underlying these remarkable numbers was the longest sustained bull market in United States history. With this unprecedented success there also appears to have come a lulling of our institutional sensibilities. A widespread belief appears to have evolved in the United States financial community that time honored rules such as those that discourage conflicts of interest are quaint and easily circumvented. Too frequently, in recent years, sharp practitioners in business, investment banking, accounting or law appear to have challenged the fundamental tenets of “full disclosure of material information” or “fair presentation of accounting results.” As a result, recently, we met the “Enron Deterioration.” In 2001 Enron was seventh on the Fortune 500 list, with revenues in 2000 of \$100.8 billion. Then, abruptly, essentially without warning, Enron melted down. This Article examines the Enron debacle that raised fundamental policy and regulatory questions in corporate and securities laws. The Article also analyzes some indirect reforms related to the dysfunction in Enron management, based on the more effective use of the mandatory disclosure system and litigation. However, there are and will be other proposals, both within the framework of corporate and securities law and without, no doubt, that should receive serious consideration. At its core Enron was a triumph of aggressive and financial chicanery over time-honored concepts such as “fair presentation” of financial information and “full disclosure” of material information. After thoughtful and diligent investigation, I anticipate at least one inevitable result. Our

traditional commitment to avoiding or fully disclosing conflicts of interest will be systematically reinvigorated.

【차 례】

I. 들어가는 말

II. 전통적 책임원칙에 대한 도전

1. 엔론사의 예고없는 붕괴
2. 파워보고서

III. “엔론사”로부터 도출된 정책적, 법률적 문제점 및 해결방안

1. 경험적 문제
2. 자율규제기관의 문제
3. 구조적인 재무회계 및 감사기능의 개혁
4. 연방차원의 개혁 가능성
5. 투자 자문인의 책임부담

IV. 맺음말

V. 부 록

1. Regulation S-K item 303(a)
2. Securities Exchange Act of 1934 §15(b)(4)(E)
3. Securities Exchange Act of 1934 Rule §10b-5

I. 들어가는 말

지금으로부터 거의 70여 년 전, 미국 연방 대법원의 할란 스톤(Harlan Stone) 판사는 미시간 주립대학교 법과대학의 정원(Michigan Law School Quadrangle)을 봉헌하는 자리에서 다음과 같은 중요한 예측을 한 바 있다.¹⁾

“저는 이제 막 재무회계의 역사가 쓰여지기 시작하는 지금, 장래에 “한 사람은 두 주인을 섬길 수 없다”라고 하는 전통적인 신탁원칙을 유지하는데 실패함으로써 대부분의 재무회계상의 오류와 중대한 결함이 야기될 수 있음을 감히 말씀드립니다. 형평법은 이미 한 세기 이전에 전통적인 신탁원칙을 수용하였으며, 보통법도 곧이어 그 개념을 인식하게 되었습니다. 그리고 모든 사람이 실무에 기반하는 경제는 일정 정도 그 원칙을 준수하지 않으면 항구적으로 유지될 수 없음을 알고 있습니다. 특히, 기업구조의 개선책인 소유와 경영의 분리는 대다수의 소규모 일반 투자자산에 대한 지배력을 소수 그룹에게 부여토록 하였으며, 현대사회의 기업이 순기능을 유지하는 한, 전통적인 신탁원칙에 신선하고 활기찬 공헌을 하리라는 것은 자명한 사실이라고 하겠습니다. 명석한 법률장치에 의한 수탁자로서, 그러나 위탁자인 회사의 이익보호의무를 부담하지 않은 채 주주의 동의 또는 주주의 아무런 인식조차 없이 거금의 보너스를 자신들에게 부여한 회사 간부와 이사들, 자신이 지배하는 주식 이외의 수익을 위해 탄생한 개편위원회들(reorganization committees), 그리고, 자신에게 부여된 기능이 무한정으로 다양하고, 자신이 책임지고 있는 기금의 이익에 대하여서는 무심한 재무회계 단체들은 지금까지 우리가 얼마나 그 원칙의 중요성을 무시하여 왔는지를 여실히 보여주고 있습니다. 결국 이로 인하여 개인과 완전한 기업사회질서에 가해진 손해는 예상할 수 없을 정도로 막대한 것이 사실입니다.”²⁾

이상과 같은 스톤 판사의 예측이 있었던 1934년, 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)가 설립되었고, 1940년에 이르기까지 SEC는 6개의 연방 증권법을 시행하였다.³⁾ SEC 설립 이후, 미국 증권시장은 그야말로 상상할 수 없을 정도의 활기와 성장을 경험하였다. 미국 내 주식 보유자수는 대공황 시기인 1929년 150만(전체인구의 1.2%)에서 1998년 현재 8,400백만(전체 인구의 43.6%)으로 증가하였다.⁴⁾ 이미 오래 전이기는 하지만, 1980년에는 무려 1억 3천 3백만이나 되는 미국 시민이 뮤추얼펀드 또는 연기금 등을 통하여 간접적으로 주식을 보유하기도 하였다.⁵⁾

미국 증권시장이 붕괴하기 시작한 1929년 10월 뉴욕증권거래소(New York Securities Exchange: NYSE)에 상장된 총 주식가치는 불과 900억 달러 정도에 지나지 않았다.⁶⁾ 그러나 지

1) 48 Harv. L. Rev. 1, 8 (1934).

2) Id.

3) 이제 연방증권법은 7개가 존재한다. 이들을 살펴보면 다음과 같다. ① 1933년 증권법 (Securities Act of 1933, 15 U.S.C. §7a); ② 1934년 증권거래법 (Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. §78a); ③ 1935년 공익사업지주회사법 (Public Utility Holding Company Act of 1935, 15 U.S.C. §79); ④ 1939년 신탁증서법 (Trust Indenture Act of 1939, 15 U.S.C. §7aaa); ⑤ 1940년 투자회사법 (Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. §80a-1); ⑥ 1940년 투자자문업법 (Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. §80b-1); 그리고 ⑦ 1970년 증권투자자보호법 (Securities Investor Protection Act of 1970, 15 U.S.C. §8aaa). 보다 일반적인 설명을 위해서는 1 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 224-273 (3d ed. rev. 1998) 참고.

4) Cf. Joel Seligman, The Obsolescence of Wall Street: A Contextual Approach to the Evolving Structure of Federal Securities Regulation, 93 Mich. L. Rev. 649, 654 (1995); N.Y. Stock Exch., Fact Book, 55-56 (2000).

5) Seligman, supra n.4, at 658.

6) Joel Seligman, The Transformation of Wall Street 1 (rev. ed. 1995).

난 2000년에 이르러 NYSE의 총 투자액은 거의 12조 4천억 달러에 이르기까지 성장하였다.⁷⁾ 2000년도에 있어 특히 주목할 만한 사실은 2조 3천억 달러 이상이 16,481건의 주식인수 및 3,540건의 사모 등과 같은 신주발행에 의하여 매각되었다는 사실이다.⁸⁾

이러한 범상치 않은 수치의 상승은 미국 역사상 최장기간 지속되어 온 기형적인 시장형태를 보여주었다. 즉, 매 결산기에 나타난 인덱스 수치를 중심으로 살펴보면, 다우존스공업지수는 1981년 875 이던 것이 1999년 11,497로 상승하였고, 다른 주도적인 혼합인덱스들도 이와 같이 급격한 변화를 나타내었다.⁹⁾ 다른 수치를 보더라도, 같은 기간 NYSE의 주식시장 총자본액은 1조 1천억 달러에서 12조 3천억 달러로 무려 11배나 증가한 수치를 보여주고 있다.¹⁰⁾

이러한 미증유의 성공은 까다로운 제도적 규제를 완화하는 결과로 나타났다. 이익충돌을 규제하는 오래된 규칙들은 매우 까다롭기는 하지만 쉽게 우회하여 범망을 피해 갈 수 있다는 믿음은 미국 재무회계 사회에 널리 알려진 사실이 되어 버렸다. 최근에는 기업이나, 투자은행, 회계 또는 법무에 종사하게 된 신입자들 사이에서 “중요정보의 완전공시” 또는 “회계결과의 공정공시”라는 근본적인 원칙을 무시하는 사례가 너무나도 빈번하게 나타나기에 이르렀다. 그러나 우리가 이러한 근본적인 원칙을 무시하였다고 하더라도 아무런 부작용이 나타나지 않았기 때문에, 근본적인 원칙인 완전공시와 기업의 회계책임을 그토록 오랫동안 필수 불가결한 원칙으로 여겨왔는지에 대한 이유를 망각하기 시작하였고, 바로 그때부터 전통적인 책임원칙에 대한 도전현상이 나타나게 되었다.

II. 전통적 책임원칙3에 대한 도전

1. 엔론사의 예고없는 붕괴

최근 발생한 엔론사건은 이러한 기업지배와 의무공시제도 같은 근본원칙의 타락현상을 잘 설명해 주고 있는 유일한 사례이다. 엔론사는 천연가스, 전기, 그리고 통신제품 및 서비스업에 종사하며,¹¹⁾ 회사의 총자산액이 1996년 약 160억 달러에서 2000년 약 660억 달러로 무려 4배나 증가하는 등 최근 급성장세를 나타낸 회사이다.¹²⁾ 엔론사가 SEC에 제출한 2000년도 연차보고서(Form 10-K)는 엔론사와 관련한 많은 소송사건들이 성공적으로 종결되었다는 희망적인 보고내용으로 일관하고 있으며, 유독 49페이지에 달하는 자회사의 제정증명서류에 관한 Exhibit 21만이 일상적이지 않아 보였다. 엔론사는 2001년의 포춘 500 목록에서 7위를 차지하였으며, 그 근거가 되는 2000년도 회계 수입은 무려 1천억 달러를 상회하였다.¹³⁾

그러나 엔론사는 아무런 사전징후조차 없이 갑자기 붕괴하고 말았다. 2001년 8월에 제출된 엔론사의 수시보고서(Form 8-K)는 다음과 같은 놀랄만한 사실을 포함하고 있다. 즉, 엔론사는 지

7) Securities Indus. Assoc., 2001 Securities Industry Fact Book at 48.

8) Id. at 12.

9) Id. at 54.

10) Id. at 48.

11) Enron Corp. Form 10-K Item 1 - Business General.

12) Id., Item 6 - Selected Financial Data.

13) Fortune, Apr. 16, 2001 at F-1.

난 1999년 12월 31일에 종결한 1999년도 재정보고서를 비롯하여 2000년도 재정보고서, 그리고 2001년 3월 31일과 6월 30일에 제출한 분기별 재정보고서를 재작성할 계획이라고 발표하였고, 더욱이 같은 기간동안 발표한 재정보고서에 대한 신뢰는 물론이거니와 1992년부터 2000년도까지의 재정보고서 및 감사보고서 또한 신뢰할 수 없음을 발표하였던 것이다.¹⁴⁾

2. 파워보고서

지금까지 미국 텍사스 주립대학교 법과대학 학장 윌리엄 파워(William Powers)가 위원장인 엔론특별조사위원회(Enron Special Investigative Committee)는 엔론사의 갑작스러운 붕괴를 조사하여 소위 “파워 보고서(Power Report)”라고 불리는 “엔론특별조사위원회보고서(Enron Special Investigative Committee Report)”를 작성하였다. 파워보고서는 엔론사와 관련하여 ① 이익충돌; ② 채무회계; ③ 부실경영; 그리고 ④ 부실정보공시의 관행 등을 포함하는 몇몇 문제점들을 지적하고 있다. 그 중에서도 파워보고서는 마땅히 공시되었어야 하는 엔론사의 특정한 부외거래(簿外去來: off balance sheet transaction)에 대해서는 체계적으로 부적절한 것으로 인식하면서 대단히 비판적인 입장을 취하고 있다.¹⁵⁾ 엔론사의 2000년도 연차보고서(Form 10-K)의 Note 16은 관련당사자거래를 다음과 같이 묘사하고 있다.

“1999년과 2000년, 엔론사는 관련당사자(the Related Party)의 유한책임사와 거래 계약을 체결하였는데, 관련당사자의 일반 경영진은 엔론사의 선임사원이다. 그러나 관련당사자의 유한 책임사원은 엔론사와는 아무런 관계가 없다. 엔론사의 경영진은 관련당사자와 체결한 본 계약의 조건에 대하여, 만약에 관련당사자가 아닌 제3자와 협상을 통하여 체결하였을 계약과 비교한다면, 매우 합리적이라고 판단하고 있다.”

엔론사의 수사보고서 상의 본 문장은 그 의미를 이해하는데 있어 매우 혼란스러울 뿐만 아니라 불명확한 내용들로 이루어져 있음을 알 수 있다. 그러니까 수사보고서 상의 본 문장에는 거래의 실체는 무엇인지, 당해 거래와 관련하여 얼마나 많은 예산이 소요되었는지, 당해 거래계약을 체결함으로써 엔론사가 받는 영향은 무엇인지, 본 문장에서 표현하고 있는 “엔론사의 선임사원”은 누구인지, 또 유한책임사원은 누구인지, 그리고 엔론사의 경영진이 “관련당사자와 체결한 본 계약의 조건에 대하여, 만약에 관련당사자가 아닌 제3자와 협상을 통하여 체결하였을 계약과 비교한다면, 매우 합리적”이라고 판단하게 된 근거는 무엇인지에 대하여 구체적으로 어떠한 언급도 하지 않고 있기 때문이다.¹⁶⁾

14) Item 5, Enron Corp. Form 8-K (Nov. 8, 2001).

15) 파워보고서는 엔론사의 공시내용을 전체적으로 구체적이지 못할 뿐만 아니라 거래의 본질에 대하여 완벽하게 또는 명백하게 기술하지 못하고 있으며, 특히 엔론사와 주요간부들 간에 무슨 일이 일어나고 있는지에 대하여 설명하지 못하고 있다고 지적하고 있다. 더욱이 보고서는 엔론사에는 선임사원과 고용변호인(in-house counsel), 그리고 객관적이고 비판적인 전문 자문가에 의한 효과적인 감독이 실시되지 않았음을 지적하고 있다. Id. at 17.

16) 파워보고서는 엔론사는 거래의 본질을 이해하는데 중요한 사실들을 공시하는데 실패하였으며, 이러한 엔론사의 부실공시에는 엔론사의 경영진, 이사회, 감사 및 협력위원회(Audit and Compliance Committee of the Board), 엔론의 내부 변호인, 그리고 채무회계담당법인들의 공통된 책임이 있다고 결론 내렸다. Id. at 178.

이와 더불어 공시상의 중요한 문제들도 존재하는데, 이러한 문제는 관련당사자와의 거래와는 달리 파워보고서가 자세하게 지적하고 있지는 않다. 예를 들어, 엔론사는 명확하게 공시하지 않았지만, 파워보고서는 아메리칸 홈 어슈어런스(American Home Assurance Co.), 아칸사주 교직원 퇴직제도(Arkansas Teachers Retirement System), 맥아더 재단(the MacArthur Foundation)의 유한책임사원과 메릴 린치(Merrill Lynch), 제이피 모건(J.P. Morgan), 시티그룹(Citicorp), 퍼스트 유니온(First Union), 독일은행(Deutsche Bank), 지.이. 금융(G.E. Capital), 그리고 드레스드너 클라인볼스 벤슨(Dresdner Kleinworth Benson) 등의 계열회사의 유한 책임사원 50여명이 엔론사의 사원들로 구성되어 있음을 지적하였다.¹⁷⁾ 그리고, 각종 언론매체도 이들 유한책임사원 중 최소한 몇몇은 공식적으로 공시된 내용과는 다른 재정적 견해를 가지고 있으며, 결국 이를 근거로 엔론사의 재정상태에 대한 신뢰에 대한 의문가능성을 계속적으로 제기하여 왔다.¹⁸⁾

III. “엔론사”로부터 도출된 정책적, 법률적 문제점 및 해결방안

엔론사의 갑작스러운 붕괴는 기존의 미국 회사법 및 증권법 분야의 근본적인 정책적 및 법률적 문제들을 제기하였는데, 그 주요내용은 다음에서 살펴보기로 한다.

1. 경험적 문제

엔론사의 갑작스러운 붕괴와 관련하여 가장 중요한 문제로서 다음과 같은 경험적인 문제가 제기될 수 있다. 즉, 엔론사는 재정적으로 고립된 상태에 있었는지, 아니면 재정적으로 매우 어려운 상태 또는 도산 상태에 있었는지, 또는 많은 문제점들이 더욱 광범위하게 노출되어 있었는지의 문제들로서, 현실적 또는 경험적인 실증으로 해결가능한 문제이다. 2002년 2월 초까지 신문매체 등은 엔론사의 재무회계, 회계감사, 그리고 지배구조와 관련한 문제들에 대하여 보다 폭 넓은 해결책을 제시할 수 있을지에 대한 불안으로 인하여 엔론사의 주가가 일반적으로 약세를 보이고 있음을 지적한 바 있다.¹⁹⁾ 그 중 뉴욕 타임즈의 한 기사는 다음과 같이 적고 있다. 즉 “지난 해, 기업의 인수합병업무를 주로 하는 FEI그룹(Financial Executives International)의 연구에 따르면 공기업들은 지난 2년간, 그러니까 1998년부터 2000년에 이르기까지 그들의 재무회계결과를 무려 464번에 걸쳐 수정하였다. 이러한 수치는 지난 20년간 전체 공공기업들에 의하여 이루어진 재무회계결과의 수정횟수와 거의 같은 정도이다. 특히, 문제는 이러한 재무회계결과의 수정행위가 지난 해, 즉 2001년에 집중적으로 이루어졌다는 것이다.”²⁰⁾

그러나 최근에 엔론사 또는 일반 기업의 재무회계관행에서 나타난 현상을 대규모 기능장애라고 판단하고, 이러한 기능장애문제를 경험적 방법에 의하여 해결하려고 한 노력의 그 성과는 매우 미

17) Id. at 73.

18) “A Fog Over Enron, and the Legal Landscape,” N.Y. Times, January 27, 2002. Cf. “McGeehan, Enron's Deals Were Marketed to Companies by Wall Street,” N.Y. Times, Feb. 14, 2002 at C1.

19) Berenson, The Biggest Casualty of Enron's Collapse of Confidence, New York Times Feb. 10, 2002 at 4 at 1.

20) Ibid.

흡한 것이 사실이다. 사실 우리는 기업에 대한 기능장애의 발생원인과 그 형태 등에 관하여 연구하면 할수록 더욱 더 합리적인 해결방안을 강구하게 된다. 그럼에도 불구하고 우리는 아직까지도 엔론사의 갑작스런 붕괴에 대한 원인을 포괄적으로 분석하지 못하고 있는 실정이다. 물론 SEC에 등록되어 있는 다른 기업들을 대상으로 하는 체계적인 연구가 현재 기업들이 보여주고 있는 기능장애에 관한 유사형태를 분석하는 것을 가능하게 해 준다는 것도 사실이나, 이것이 모든 경우에 일반적으로 적용될 수 있는 것은 아니다. 특히 엔론사와 같은 경우에 있어 심각한 문제는 이러한 기능장애를 분석하기 위한 기초자료가 존재하지 않는다는 데 있다. 즉 엔론사는 회계장부 상에 기록하지 않은 부외거래(簿外去來: off balance sheet transactions)에 관한 자료는 SEC에 제출하지 않았던 것이다.

따라서 엔론사의 갑작스런 붕괴로부터 엔론사를 재건하기 위하여 최우선적으로 필요한 것은 문제해결을 위한 어떠한 대책이 아니라, 바로 엔론사가 보여준 재무회계관행의 사실관계를 먼저 인식하는데 있다고 할 것이다.

2. 자율규제기관의 문제

엔론사의 붕괴를 계기로 나타난 기업의 기능장애에 관한 문제유형은 최소한 예견가능한 미래에 있어 자율수정(self-correcting)을 통하여 해결될 수 있을 것인가? 이미 SEC, 사법부, 그리고 비공식적인 연구 및 논의 등을 통하여 엔론사의 문제를 해결하기 위한 다양한 노력들이 진행 중에 있다.

SEC의 경우에는 수시보고서(Form 8-K)에 최근공시의무를 부담하는 중요사건들의 범위를 확대하는 기업공시규칙에 대한 수정을 포함하는 일련의 규제장치 발의작업에 착수하였다.²¹⁾ 그러나,

21) SEC to Propose New Corporate Disclosure Rules, Press Rel. 2002-22 (February 13, 2002).

SEC가 새로이 발의한 본 규칙을 보면, 위원회는 증권시장과 투자자는 기존의 보고제도에 의하여 무엇이 요구되는지 보다는 공기업과 관련하여 중요정보의 범위를 상당한 수준까지 확대하고, 이를 수시보고서 상에 표시하는 것을 강제하여야 한다고 한다. 따라서 이를 통하여 투자자는 적시에 중요 정보에 접근할 수 있다는 것이다. 위원회는 수시보고서상에 확대하여 공시하여야 하는 내용들로 다음과 같이 지적하고 있다. 즉,

① Changes in rating agency decisions and other rating agency contacts; ② Transactions in the company's securities, including derivative securities, with executive officers and directors; ③ Defaults and other events that could trigger acceleration of direct or contingent obligations; ④ Transactions that result in material direct or contingent obligations not included in a prospectus filed by the company with the Commission; ⑤ Offerings of equity securities not included in a prospectus filed by the company with the Commission; ⑥ Waivers of corporate ethics and conduct rules for officers, directors and other key employees; ⑦ Material modifications to rights of security holders; ⑧ Departure of the company's CEO, CFO, COO or president (or persons in equivalent positions); ⑨ Notices that reliance on a prior audit is no longer permissible, or that the auditor will not consent to use of its report in a Securities Act filing; ⑩ Definitive agreement that is material to the company . . .; ⑪ Any loss or gain of a material customer or contract; ⑫ Any material write-offs, restructurings or impairments; ⑬ Any material change in accounting policy or estimate; ⑭ Movement or de-listing of the company's securities from one quotation system or exchange to another; 그리고, ⑮ Any material events, including the beginning and end of lock-out periods, regarding the company's employee benefit, retirement and stock ownership plans 등이다. 특히, 위원회

엔론사의 붕괴와 관련한 문제들을 해결하기 위하여 또 다른 새로운 입법이나 규제수단을 마련하지 않고, 현재의 법규적 범위 내에서 기업들이 자율적으로 문제해결 방안을 강구하는 것이야말로 합리적인 해결방법이라고 본다. 즉, 보다 강화된 이사회와 거래관계에 대한 재심, SEC에 제출하는 공시서류의 보다 정확하고 상세한 작성, 더욱 엄격한 내부 회계규칙준수 및 외부감사에 대한 요건 강화, 그리고 보다 날카로운 투자분석보고서 등의 요구야말로 문제해결을 위하여 반드시 실현되어야 할 것이다.

그러나 이러한 기업의 자발적인 참여방법이 문제해결을 위하여 충분한 방안이 될 수 있을지의 여부는 당장 판단할 수 있는 것은 아니다. 따라서 우선적으로 이미 발생한 문제점들을 충분히 이해하고, 그 것을 바탕으로 문제해결을 위한 자발적인 참여방법을 신중하게 선택할 필요가 있다. 이러한 기업의 자발적인 참여방법 이외의 또 다른 형태의 자발적인 참여방법으로는 우리가 특별히 고려하여야 할 필요가 있는 것은 뉴욕증권거래소(NYSE)와 같은 자율규제기관이 시행하고 있는 다양한 방법들을 포함하게 될 것이다.²²⁾

한편, 자율규제에 의한 문제해결 방법이 충분한 방안이 될 것인지에 대하여 당장 판단할 수는 없다 할지라도 그 유효성에 대하여 예견하는 것은 가능하다. 즉, 기업의 자발적인 참여는 자신에게 위기가 도래할 것이라는 분위기가 형성되거나, 또는 자발적인 참여가 없을 시에는 보다 강력한 입법 또는 규제수단이 탄생하여 보다 가혹한 제재가 이루어질 것이라는 위협이 느껴질 때에는 충분히 제 역할을 수행하여 왔다. 그러나 이러한 위기나 입법의 위협이 사라진 후에도 자발적 참여방법이 계속적으로 유효할지의 여부는 여전히 불확실한 것이 사실이다.

3. 구조적인 재무회계 및 감사기능의 개혁

(1) 개혁의 필요성

구조적이거나 기본적인 개혁이 필요하다면, 회계표준설정과 회계감사규칙에 역점을 두는 개혁에 대한 지원이 폭 넓게 나타날 것이다. 2002년 1월 중순 SEC의 위원장인 하비 피트(Harvey Pitt)는 감사 규율(auditor discipline)을 감독하는 새로운 산업 구조를 상정한 바 있다.²³⁾ 그리고 얼마 지나지 않아 하비 피트가 제안한 새로운 산업구조에 대한 응답으로서 POB(Public Oversight Board: 공공감시기구)는 자신들이 곧 “쫓겨날(shunted aside)” 것에 대한 두려움으로 자체 해산을 결의하였다.²⁴⁾ 결국 POB가 자체해산을 결의한 운명과는 상관없이 이제는 재무회계 및 회계감사에 대한 개혁이 어느 정도 논의 될 만한 시기가 도래한 듯 하다. 즉, FASB (Financial Accounting Standards Board: 미국 재무회계기준회)에 의한 회계표준설정과 POB를 비롯하여 사설 및 정부기관, 그리고 독립 회계사에 의한 회계감사의 감독에 대한 체계적인 재검토의 필요성이

는 이상의 사건들이 발생하는 경우에는 사건 발생일로부터 2일 이내에 공시토록 할 것을 의도하였으나, 사건 발생일 다음 날 업무개시 시에 공시하도록 하는 방안도 고려하고 있다. Id.

22) See, e.g., SEC Review of Corporate Governance, Conduct Rules, SEC Press Rel. 2002-23 (February 13, 2002).

23) See Schroeder, SEC Proposes Accounting Disciplinary Body, Wall St. J., Jan. 17, 2002 at C1; Pitt Elaborates on Proposal for New Board to Govern Accountants, Asks for Dialogue, 34 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 153 (2002).

24) In Protest, POB Votes to Disband; Panel to Consider SEC Chief's Urging Reversal, 34 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 154 (2002).

점차 인식되고 있다.²⁵⁾ 특히, 회계직에 대한 중요한 개혁요구는 최근 미 의회의 청문회에서 강조되고 있는 실정이다.²⁶⁾ 다음에는 구조적 또는 기본적인 개혁의 필요성을 야기하게 되는 문제들에 대하여 살펴보기로 하겠다.

(2) 회계기준제정기구 (F.A.S.B.)

엔론사의 부외거래가 일반적으로 채택된 회계기준에 따라 이루어졌다는 사실은 자연스럽게 기존의 회계기준제정기구인 FASB의 질적인 문제를 야기하였다. 엔론사가 붕괴하기 이미 오래 전부터 FASB의 행정상, 그리고 재무상의 결함에 대하여 많은 논의가 있었던 것이 사실이다. 그 중에서도 SEC의 전 위원장인 데이비드 루더(David Ruder)는 다음과 같이 지적하고 있다.

“기업사회의 목표달성을 위한 FASB의 노력에도 불구하고, FASB는 기업이익에 영향을 미치는 FASB의 회계기준에 반대하는 기업들로부터 자신의 예산을 확보하는데 많은 어려움을 겪고 있습니다. FASB는 자신들의 전문업무 판매수익과 회계법인이나 회계기업의 기부금을 통하여 재정을 마련하고 있습니다. 따라서, 기부금을 출현하는 회계법인이나 기업이 FASB의 회계기준 또는 FASB의 회계기준 제정절차에 대하여 호감을 갖지 않는 때에는, 기업은 가끔씩 그들의 FASB에 대한 재정적 지원을 철회하거나, 재정적 지원을 우선적으로 중단하기도 합니다. 결국, FASB는 자신의 고유한 업무집행을 위한 재정마련에도 지속적인 어려움을 겪고 있는 현실입니다. 전문 회계직은 FASB에 대한 재정적 도움에 그다지 부정적이지 않으나, 일반적으로 회계기업전반은 그렇지 않습니다. 재정보고서공시의 최대 수혜자인 기관투자자와 투자은행가들은 FASB에 대하여 재정적 지원을 전혀 하지 않으며, 또한 그 외의 기여도 크게 하지 않음으로써 전통적인 무임승차문제를 야기하기도 합니다. 결과적으로 저는 FASB가 겪고 있는 재정부담 문제를 해결하기 위하여 재정보호에 관한 제도를 만들어야 한다고 믿고 있습니다. ... 즉, FASB의 회계기준에 따라 재정보고서를 작성하는 자와, 이렇게 작성된 재정보고서를 사용하는 자는 FASB에 대하여 일정정도의 비용을 납부하여야 하고, FASB의 재정은 이들 비용으로 충당되어야 한다는 것입니다. 만약에 이러한 비용지불을 위한 자발적인 체계가 마련되지 않으면, 의회는 FASB의 재정지원을 담보하는 법안을 제정하여야만

25) See, e.g., Former SEC Chairman Levitt Renews Call for Additional Restrictions on Auditing Firms, 34 *id.* 155; Accounting Debacles Spark Calls for Change: Here 's the Rundown, *Wall St. J.*, Feb. 6, 2002 at C1; Leonhardt, How Will Washington Read the Signs? *N.Y. Times*, Feb. 10, 2002 at 3 at 1.

26) 예를 들어, 전 SEC 위원장인 로데릭 힐스(Roderick M. Hills)는 지난 2002년 2월 12일 상원의 은행, 주택, 도시문제 위원회(Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs)에서 다음과 같이 증언한 바 있다. 즉 그는 재무회계의 체계 자체에 관한 대수술의 필요성을 강조하면서, “이것은 F.A.S.B. 규칙에 대한 오래된 격언이 되었다. 즉, 규칙 제정에는 4년이 걸렸으나, 약속빠른 투자은행가가 이를 악용하는 데에는 4분밖에 걸리지 않았다” 라고 하는 뉴욕대학교 회계학과장의 말을 인용하였다. 특히 로데릭 힐스는 현재의 회계전문가는 경영진이 잘못된 재정보고서를 작성하도록 하는 압력으로부터 자유롭지 못하며, 결국은 절대적으로 필요한 최고수준의 전문가를 유지관리하기에는 많은 문제점들이 있다고 지적하고 있다. Senate Comm. on Banking, Housing & Urban Affairs, Hearing on Accounting and Investor Protection Issues Raised in Enron and Other Public Companies, Feb. 12, 2002 (Testimony of Roderick M. Hills) at 1-2.

할 것입니다.“²⁷⁾

현 미국 국제회계기준위원회재단(International Accounting Standards Committee Foundation)의 회장인 폴 볼커(Paul A. Volcker) 또한 SEC의 전 위원장인 데이비드 루더(David Ruder)가 제시한 견해와 유사한 의견을 다음과 같이 제시한 바 있다.

“... 여러 해가 지나면서 형성된 문제들은 이제 우리로 하여금 위기감을 느끼도록 하고 있습니다. 그러한 위기는 엔론사의 붕괴에 의하여 구체적으로 나타났습니다. 그러나 오직 엔론사만이 우리가 느끼는 위기의 징후로 나타난 것은 아닙니다. 우리는 너무나 많은 수입정정 및 형식상(pro forma) 수입에 관한 의혹, 그리고 영업권(goodwill)에 대하여 수십억 달러의 급작스러운 비용을 지출하는 사례를 접수하였으며, 또한 기업의 도산을 초래하는 너무나 많은 감사업무의 실패사례 등을 감지하고 있습니다. 결국은 현재 우리의 재정보고제도가 정확하고, 투명하며, 보다 의미있게 변화할 수 있도록 근본적인 개혁이 요구된다고 할 것입니다.“²⁸⁾

결국, 의회나 SEC에 의한 회계기준 제정절차 및 내용의 체계적 검증이 필요하다고 할 것이다. 이를 통하여, SEC에 제출되는 재정보고서는 해당 기업의 재정상태를 공정하고, 명백하게 표현하고 있다는 근본적인 전제를 강화하고, 그에 대한 신뢰를 회복하는 것이 무엇보다도 시급한 과제이다. 따라서 재정보고서는 일반적인 재정보고내용은 물론이거니와 특정한 공시내용, 즉 부외거래, 스탭 옵션, 그리고 파생상품 등을 설명하고, 또한 회계기준제정의 독립성을 강화하여야 한다. 다른 경우에도 마찬가지이지만, 이러한 경우에 있어서 핵심은 결국 재정을 어떻게 확보하느냐가 문제이다. 그 어떠한 정부기구나 개인기업이라고 할지라도 재정적 문제를 해결하지 않고서는 실질적인 독립을 기대할 수 없는 것이다. 따라서 의회는 회계기준제정기구의 독립을 담보하고, 결국 재정보고서에 대한 근본적인 신뢰를 확보하기 위하여 재정보고서 사용자 또는 회계법인에 대한 요금납부제도를 입법화하는 수단을 강구하여야 할 것이다.

(3) 의무공시제도

일반적으로 채택된 회계원칙들은 SEC의 의무공시제도에 의해 담보되어 진다. 이러한 측면에서 SEC의 의무공시제도는 다음과 같은 날카로운 질문들에 대해 수궁이 갈 만한 답변을 마련하여야

27) Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of David S. Ruder) at 5-6. 2001년 12월, 엔론사의 파산 이후에, SEC 위원장인 하비 피트(Harvey Pitt)는 “어떻게 하면 미래의 엔론사태를 예방할 수 있을 것인가? (How to Prevent Future Enrons, Wall St. J., Dec. 11, 2001, at A18)” 라는 저널을 발표하였다. 본 저널은 부분적으로 “현재의 시급한 요구에 신속, 간결하고, 명백한 사적부분의 표준설정(private-sector standard setting that responds expeditiously, concisely and clearly to current and immediate needs)” 과 “우리의 엄격하지만, 이중적이지 않은 감독체계에 따르는 회계직에 대한 효과적이고 투명한 자율규제제도(an effective and transparent system of self-regulation for the accounting profession, subject to our rigorous, but non-duplicative, oversight)” 에 관하여 언급하고 있다. See also Pitt Renews Call for Modernization of Disclosure, Regulatory Processes, 33 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 1630 (2001).

28) Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of Paul A. Volcker Feb. 14, 2002) at 1.

할 것이다. 즉, 어떻게 국내 7위의 거대기업이 도산하기까지 재무회계보고사항을 공시하지 않을 수 있었는가? 이러한 미공시 상태의 유지가 가능하였던 것은 단순히 부실공시관행의 고착화 현상으로 볼 것인지, 또는 엔론사의 갑작스런 붕괴에 대한 보다 제도적인 실패의 암시로 볼 것인가?

이상의 질문 중에서 SEC는 현실적으로 더욱 어려운 후자의 질문에 대한 답을 찾기 위한 노력을 시도하기에 이르렀다. SEC의 이러한 노력의 일환으로서, 지난 2001년 12월 위원회(Commission)는 비판적 회계정책과 관행에 관한 공시와 선택이라는 문제에 관한 발표를 한 직후,²⁹⁾ 이와 유사한 “형식상(pro forma)” 재무정보에 대한 경고서한(Release)을 발표하였다.³⁰⁾ 그리고 지난 2002년 1월에는 중추적인 경영토의와 분석공시사항에 대하여 중요하고도 광범위한 새로운 해석을 마련하기도 하였다.³¹⁾ 이러한 위원회의 발표는 추가공시사항에 대하여 자세한 설명을 포함하는데, 추가공시는 다음과 같은 사안이 발생하는 경우 반드시 이루어져야 한다. 즉 추가공시는 ① 부외(簿外)채무정리계약, ② 기상관측지수, 상품가격, 또는 전기 및 통신대역용적계약과 같은 서비스 능력의 인용가격을 포함하는 상품계약, 그리고 ③ 관련 당사자 거래계약 등을 반드시 고려하여야 한다. 위원회의 이와 같은 발표는 Regulation S-K의 Item 303(a)³²⁾의 규정이 제대로 준수되고 있다는 가정을 전제하고 있는데, 본 규정은 SEC에 이미 등록한 자에 대하여 자본의 유동성이나 중요한 방법으로 인한 자본의 증감을 야기할 수 있는 “알려진 불명확(known uncertainties)” 또는 “알려진 동향(known trends)” 등에 관한 사항을 공시하도록 규정하고 있다.

재무회계공시를 담보하기 위하여 SEC는 더 많은 노력들을 필요로 한다. 특히, 위원회는 물론이고 미 의회는 일반적으로 채택된 회계원칙들에 대한 SEC의 감독과 의무공시제도 내용이 얼마만큼이나 타락하여 왔는지에 대한 여부를 신중하게 검토하여야 할 것이다. 이와 더불어 위원회는 오늘날 우리가 공시사안별 공시진행절차가 제대로 수행될 수 있도록 공시요건을 올바르게 구성하고 있는지, 그리고 현재의 계시(計時)와 정보전달체계가 급속하게 발전하는 기술과 다양하게 변화하면서 발전하는 국제 증권거래의 현실을 적절하게 반영하고 있는지의 여부를 신중하게 검토하여야 할 것이다.

(4) 감사실패의 원인 및 방안

엔론사의 갑작스런 붕괴원인 중에서 가장 중요한 것으로 재무회계에 대한 감사의 실패를 꼽을 수 있다. 엔론사의 외부감사는 막대한 이익충돌(conflicts of interest) 상태에서 감사업무를 담당하였음은 물론이거니와 대단히 적극적인 기업경영진에게는 많은 신세를 지고 있었던 것으로 나타났다. 엔론사에 대한 감사실패를 계기로 일반적 회계감사와 관련하여 특별히 주의를 요하는 사안들을 살펴보면 다음과 같다.

1) POB와 자율규제기관

SEC 감사들을 감시하는 데에 본질적인 책임이 있는 POB(Public Oversight Board)는 그 고유 업무수행과 관련하여 많은 비판을 받아 왔다. 예를 들어, 전직 SEC 위원장인 해롤드 윌리엄

29) Sec. Act Rel. 8040, 76 SEC Dock. 983 (2001).

30) Sec. Act Rel. 8039, 76 SEC Dock. 896 (2001).

31) Sec. Act Rel. 8056, ___ SEC Dock. ____ (2002).

32) 역자 주, infra part V. 부록 1. 참조.

(Harold Williams)은 최근 다음과 같이 지적한 바 있다.

“POB는 제가 SEC 위원장으로 재직하던 시절에 동업자들(profession)에 의한 자율규제노력의 일환으로 설립되었습니다. 당시 저희는 같은 동업자들에 의하여 운영되어지는 “동료재심절차(peer review process)가” 적절한지의 여부에 대하여 우려를 표명한 바 있습니다. 그러나 자율규제원칙을 신봉하던 저희는 POB 스스로가 “동료재심절차”에 대한 정당성을 입증할 기회를 가져야 한다고 결론짓게 되었습니다. 그러한 저희들의 결론에 대한 저의 개인적인 견해에 따르면, 여러 해가 지나는 동안, 당시 저희들의 결론은 필요를 충족하지 못하였으며, 또한 적절하지도 못하였다는 것이 밝혀졌다는 것입니다. 1977년에 채택이 된 동료재심제도 아래에서 각각의 회사들은 정기적으로 서로를 심사하여 왔습니다. 제가 알기로는 동료재심제도가 채택된 후 지금까지 주요기업에 대한 부정적인 심사결과는 단 한번도 나타나지 않았습니다. 그러나 동료재심은 소송대상이 되는 회계감사 건에 대한 심사는 허용하지 않고 있습니다. 동료재심은 질적감독절차의 적절성에 중점을 두고 실시되었으며, 만약에 심사를 마친 동료가 다른 결론을 도출해 낼 수 있었음에도 현재의 결론에 도달하였는지를 확인하기 위하여 기업의 회계감사를 심사하지는 않습니다. 이러한 점에서 동료재심은 그 자체로도 많은 결점이 있음이 밝혀진 것입니다. 특히 빅 에잇(Big Eight)이 겨우 빅 파이브(Big Five)로 감소한 결과를 보더라도 현재 상태에서의 동료재심은 각 동업자간의 심사에 있어 너무나도 부도덕한 모습을 보여주고 있음을 알 수 있습니다. 결국 회계동업자로부터 독립하고, 투명하면서도 효과적인 질적감독 및 징벌적 기능을 수행할 수 있는 새로운 제도의 설립이 필요하다고 하겠습니까.

더 나아가서, POB의 자금은 적절하게 조달되지 않았으며, 오히려 POB가 감시하여야 하는 바로 그런 부류의 사람들로 부터 재정을 확보함으로써 그들에게 너무나 많은 신세를 지게 되었습니다. 따라서 저는 다음과 같은 것을 제안하는 바입니다. 즉, SEC는 공공기업에 대한 회계감사비용의 일정부분을 POB가 되었던지 아니면 그 후속 기구가 되었던지 독립한 감독기구에 의한 감사비용으로 지급하도록 강제함으로써 회계감독기구가 재정적으로 독립할 수 있도록 하여야 할 것입니다.³³⁾

전직 SEC 위원장인 데이비드 루더(David Ruder)는 POB와 관련하여 해롤드 윌리엄(Harold Williams)이 지적한 것보다도 더욱 진보적인 입장에서 대안을 제시하고 있다. 즉, 그에 따르면 POB를 AICPA와는 명백히 분리하여 회계업무와 상관없는 전적으로 공공의 임원으로만 구성되는 새로운 형태의 단체로 대체하여야 한다는 것이다.³⁴⁾

33) Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of Harold M. Williams) at 3.

34) Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of Ruder) at 4. 이상에서 루더는 다음과 같이 지적하고 있다. 즉 POB는 과거에는 그 기능을 잘 수행하였으며, 그 조직이나 업무수행 면에서 배울 것이 많았다. 그러나 비록 POB의 권한이 강화되었다고 할지라도 그 기능을 효과적으로 수행할 만한 예산이 편성되지 못하였다. 더욱이 루더는 POB가 회계감사법인으로부터 보다 완벽한 조사를 위하여 관련자료를 제출할 것을 명하는 권한이 없었으며, 설사 관련자료를 제출받았다고 하더라도 그러한 자료에 대하여 발생할 수 있는 사적 소송으로부터의 아무런 보호장치를 못하였고, 무엇보다도 POB의 AICPA에 대한 관계는 POB가 AICPA에 의하여 통제받을 수밖에 없음을 지적하고 있다. Id.

이상의 지적이 아니라고 하더라도 현재의 상황에서는 새로운 형태의 자율적 회계감사 기관의 설립은 필요하다. 특히, 새롭게 탄생하게 되는 자율적 회계감사기관은 단지 형식적으로 POB 만을 대체하는 것이 아니라, 실질적인 측면에서도 적절한 재정확보 장치가 결여된 구조적 결함과 무분별한 감사책임, 그리고 SEC 감독에 대한 효과적인 제도까지도 보완하여야 할 것이다.

새로이 탄생하게 될 자율규제기관의 성공을 위해서는 매우 세부적인 부분까지도 신중하게 다루어야 할 것이다. 이를 위하여 다음과 같은 문제들을 충분히 고려할 것을 제안하고자 한다.

첫째, 새로운 자율규제기관은 증권업협회를 비롯하여 기타의 증권산업 전반에 걸친 자율규제기관에 적용되는 미국 증권거래법 제15A조³⁵⁾와 제19조³⁶⁾의 규정을 준수하는 법적 구조를 가져야 할 것이고, 또한 유사한 목적, 권한, 그리고 규칙 등과 같은 주제를 표방하여야 할 것이다.³⁷⁾

둘째, 회계감사관은 새로운 자율규제기관에 종속되어야 한다는 것과 또한 그들이 자율규제기관에 따르도록 자율규제기관에 권한을 부여하는 명확한 한계규정이 필요하다.

셋째, 다른 행정 및 민사소송에 계류 중인 사안에 대해서도 회계감사 규제를 촉진하기 위하여 조사자료나 관계사실을 발표할 수 있는 특권을 부여하는 것도 고려하여야 할 것이다.

넷째, 이는 매우 중요한 것으로서, 새로운 자율규제기관은 SEC 감독 하에 종속한다고 할지라도, 시간이 지남에 따라 발전하게 되는 새로운 회계표준을 스스로 채택할 수 있어야 한다. 그러나 이러한 새로운 자율규제기관의 규칙제정권한은 SEC의 규칙제정 범위가 허락하는 경우에만 가능하고, 당연한 것이지만 의회의 제정권한에 의하여 제한되어야 할 것이다.

다섯째, 중요한 문제의 해결방안으로 회계기준제정기구에 대한 자금조달 문제를 언급하지 않을 수가 없다. 어떠한 형태의 새로운 자율규제기관이라고 하더라도 계속적으로 효과적인 회계감사업무를 수행하기 위해서는 확실한 자금조달재원을 확보하여야만 한다. 새로운 자율규제기관에 대한 재정확보의 가장 논리적인 기초는 회계감사법인에 대한 의무비용부과방안을 의회차원에서 결정하는 것이라고 할 것이다.

여섯째, 새로운 자율규제기관은 기술적으로 매우 능숙하게 회계감사업무를 수행하기 위하여 회계직무에 대한 전문성을 확보할 필요가 있을 것이다. 이를 위하여 소수의 산업 대표자와 다수의 공공 대표자를 포함하는 감독 위원회가 적절한 균형을 이루면서 운영되어야 할 것이다. 그러나 이상의 감독 위원회 위원장은 반드시 공공 대표자 중에서 선출되어야 한다.

일곱째, 회계감사업무와 관련하여 대단히 중요한 문제는 바로 과연 누가 정기적인 심사와 조사 업무를 수행할 것인가 하는 것이다. 즉 고전적인 표현으로 바꾸어 말하면, “누가 감사를 감사할 것인가”의 문제이다. 본 질문에 대한 해답으로서 기존의 동료재심제도를 새로운 자율규제기관 내에 존재하는 “전문검사단(professional examination staff)”으로 시급히 대체하여야 할 것이다. 기존의 동료재심제도 아래에서는 아무리 최선의 경우라고 하더라도 한 동료의 경쟁상대가 또 다른 동료인 경쟁상대를 심사하도록 되어있다. 따라서 동료재심에 의한 심사자는 언젠가 있을 자기 자신에 대한 동료의 심사가 너무나 비판적이지 않도록 하기 위하여 현재의 심사를 무난하게 마치고 자 하는 유혹에서 벗어날 수가 없는 것이다. 이러한 점을 고려해 본다면 뉴욕증권거래소(NYSE)

35) 역자주, 본조는 “Registered Securities Associations”이라는 제목으로 증권업협회에 관한 규정을 다루고 있다. 15 U.S.C. §80-3 참조.

36) 역자주, 본조는 “Registration, Responsibilities, and Oversight of Self-Regulatory Organizations”이라는 제목으로 자율규제기관의 등록, 책임문제 등 자율규제기관 전반에 관한 문제를 다루고 있다. 15 U.S.C. §8s 참조.

37) 6 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 2692-2723, 2787-2830 (3d ed. 1990).

와 전미증권업협회(NASD)의 심사방법은 비록 완벽하지는 않다고 하더라도 어느 정도 문제해결을 위한 개선점을 찾아내는데 사사하는 바가 크다고 할 것이다.

마지막으로, “합리적으로 감독하는 데 실패한” 브로커 딜러의 책임규정인 미국 증권거래법 제 15(b)(4)(E)조³⁸⁾를 새로운 자율규제기관의 책임에 대한 근거규정으로 활용하는 방안도 매우 현명한 방법이라고 생각한다. 특히, 분명하게 기술되어 있는 감독기준은 주요 회계감사법인들이 효과적으로 규정을 준수하도록 유도하는 중요한 기능을 수행하고 있다는 사실에 주목하여야 할 것이다.

2) 감사의 교체

색다른 접근방법으로서, 감사의 업무 재직기간을 5년 또는 7년으로 정하고, 그 기간 후에는 의무적으로 감사를 교체하도록 강제하는 방법도 고려할 만한 사항이다.³⁹⁾

3) 회계법인의 감사업무와 자문업무의 분리

회계감사법인의 감사업무와 자문업무를 분리하는 방안도 회계감사업무의 정상화를 위하여 특별히 관심가질 만한 방법이 될 수 있다. 엔론사의 갑작스런 붕괴가 발생한 직후 빅 파이브 회계법인이 자발적으로 보여준 모습이 바로 이러한 절차를 촉진하는 것으로 나타났다.⁴⁰⁾ 따라서 의회 또는 SEC는 법률이나 규칙이 회계감사법인의 회계감사업무와 자문업무 등 비회계감사업무를 분리하는 것이 바람직한지를 우선적으로 검토하여야 할 것이다. 그리고 그러한 업무의 분리가 법률이나 규칙에 의해서 강제될 수 있다면, 비회계감사업무인 자문업무와 회계감사업무를 담당하게 될 회계법인의 범위를 명확하게 규정하기 위한 최선의 방법을 강구하여야 할 것이다.

4) 감사위원회제도의 개선

38) 역자주, 브로커 딜러의 등록 등에 관한 규정으로서 *infra part V*. 부록 2. 참조.

39) 전직 SEC 위원장인 해롤드 윌리엄스(Harold Williams)는 본 접근방법에 대하여 다음과 같이 지지하고 있다. 즉 그는 위원회는 공공 기업으로 하여금 감사역의 재임기간을 5년 또는 7년으로 규정하고, 그 기간 내에는 업무를 종결할 수 없도록 하여야 한다고 주장하였다. 재임기간 후에야 기업은 감사의 교체를 할 수 있게 되는데, 이러한 제도는 감사로 하여금 독립한 감사업무를 수행토록 하는 것을 가능하게 해준다는 것이다. Senate Comm., *supra n.* 26 (Testimony of Williams) at 2. 보다 자세한 내용을 위해서는 원문 n.34 참조.

40) 전직 SEC 위원장인 (David Ruder)는 이와 관련하여 신중하게 다음과 같이 설명하였다. 즉 엔론사에 대한 회계감사를 실시하였던 앤더슨사(Anderson)와 관련하여 매우 걱정스러웠던 부분은 바로 앤더슨사가 엔론사의 회계감사업무만을 담당하였던 것이 아니라, 회계감사업무 이외의 자문업무를 통해서도 거의 같은 정도의 수입을 챙겼다고 지적하였다. 구체적으로 그는 앤더슨사는 회계감사비용으로 2,500만 달러를 엔론사로부터 받았으나, 비회계감사업무에 대한 비용으로는 2,700만 달러의 수입을 올렸다고 지적하면서, 회계감사 이외의 업무로 수입을 얻는 입장에서는 고유한 회계감사업무의 목적과 실효성에 의문이 생길 수밖에 없음을 강조하였다. 따라서 빅 파이브 회계법인 중에서 3개사, 즉 Andersen, Ernst & Young, and KPMG 등은 이미 회계감사업무와 자문업무를 분리하였으며, 나머지 회계법인들도 그렇게 하여야 한다고 강조하고 있다. Wall Street Journal, p3, January 31, 2002; Senate Comm., *supra n.* 26 (Testimony of Ruder) at 2.

1970년대에 있어 SEC가 실시한 여러 가지 개혁 중에서 가장 핵심적인 개혁이었던 이사회와 감사위원회제도 또한 그 효과 면에서 만족할 만한 성과가 나타나지 않은 것에 대하여 매우 신랄한 비판을 받아왔다. 전직 SEC 위원장인 로데릭 힐스(Roderick Hills)의 재임기간 중이던 1977년, 독립 감사위원회 제도를 채택한 뉴욕증권거래소는 그가 제안한 해결책과 그가 묘사한 결점들에 대하여 다음과 같이 자세한 설명을 보여주고 있다. 따라서 새로이 탄생하게 될 자율규제기관의 회계감사업무를 규정하는데 있어 다음의 지적사항들이 충분히 반영되어야 함은 당연하다고 할 것이다.

- ① 감사위원회의 감사위원은 독립성이 보장되어야 하나, 많은 경우 그들을 우선 이사로 선출하는 과정에서부터 누가 감사위원회의 위원과 위원장이 될 것인지를 최고경영진(CEO)이 결정하게 된다.
- ② 감사위원회는 그 질적 수준개선편안을 모색하기 보다는 오히려 회계감사비용을 절감하는 방법만을 찾으려고 노력하고 있다. 따라서 감사위원회는 공정한 회계감사비용을 산정하는 데에는 충분한 역할을 수행하지 못하고 있다.
- ③ 감사위원회는 감사들에게 회사의 재정국면을 보다 잘, 그리고 보다 공정하게 나타낼 수 있는 방법을 강구할 것을 좀처럼 요구하지 않는다.
- ④ 감사위원회는 여간해서는 새로운 회계감사법인의 선택 또는 회계감사업무 담당 파트너에 대한 변경을 승인하지 않고 있다. 그들은 새로운 팀에 대한 계약이나 고용 문제 등은 잘 승인해 주지만, 그 절차에 있어 중요한 역할을 수행하는 지는 잘 나타나지 않고 있다.
- ⑤ 감사위원회는 좀처럼 자신들을 회계감사업무의 책임당사자로 규정하지 않고 있다.
- ⑥ 의회는 다음과 같이 . . . 요구하기를 희망할 것이다:
 - i. 공개적으로 주식거래가 이루어지는 일정 규모의 기업은 내부 통제에 대한 중대한 약점을 방지하기 위하여 효과적이고, 독립한 감사위원회를 둔다;
 - ii. 일정한 규모의 회사는 독립지명위원회(independent nominating committee)를 두고, 본 위원회로 하여금 모든 감사위원회 위원을 지명하고, 새로운 이사에 대한 신분보장을 담보하는 권한을 보유토록 한다;
 - iii. 감사위원회는 회계감사법인의 유지에 대하여 독자적인 책임을 부담하고, 그들에게 지불한 비용에 대한 책임을 진다.⁴¹⁾

4. 연방차원의 개혁 가능성

엔론사의 갑작스런 붕괴에 직접적으로 책임 있는 자는 그 기능을 상실한 경영진이었으며, 이러한 경영진은 수석 경영자, 이사회, 이사회와 위원회, 내부 회계감사시스템, 외부감사인, 그리고 내부 및 외부 법률자문가 등을 포괄적으로 포함하고 있다.⁴²⁾ 미국 회사법에 어떠한 특성이 존재한

41) Senate Comm., *supra* n. 26 (Testimony of Hills) at 5, 8.

42) 전직 SEC 위원장인 데이비드 루더(David Ruder)는 엔론사가 실패한 원인 중에서 가장 중요한 원인은 바로 엔론사의 부실한 경영진에 있다고 증언하고 있다. 또한 그는 엔론사의 문제는 엔론사의 실제 재정상태를 공시하는 것을 회피하고자 등의 모습으로 나타나는 기업지배의 실패로 대표된다고 설명하기도 하였다.

다고 한다면, 그 것은 바로 기업의 회계책임에 대하여 대단히 장황한 체계를 갖추고 있고, 이사회 제도는 회사의 주요 경영감시를 위한 여러 가지 제도 중의 하나라는 것이다. 그리고 외부 회계사와 외부 법률자문가는 회사법상 이러한 기업의 회계책임제도를 강화하기 위한 것으로서, 기업의 회계책임제도는 주 회사법의 과실책임과 사기 및 부실등기에 대한 이사회와 경영진의 중대한 책임을 포함하는 일련의 법률 장치를 의미한다.

각각의 업무에 중복되는 회계책임제도는 개별적인 사안에 따라 실패를 할 가능성이 매우 높다. 엔론사의 갑작스런 붕괴에 있어서 매우 독특한 특징이 바로 엔론사와 관련한 회계책임이 각각 동시에 실패한 결과를 나타내었다는 것이다.

그러나 이렇듯 엔론사의 갑작스런 붕괴원인 중의 하나인 동시다발적인 기능장애가 폭 넓게 재발하리라고는 생각하지 않는다. 반면에 엔론사의 갑작스런 붕괴문제를 해결하기 위하여 부실하게 계획된 새로운 법규적 해법이 미 산업생산개혁의 모형을 무효화시킬 수 있고, 또한 최근 다시 성장하기 시작한 미국경제에 악영향을 미칠 수 있다는 사실은 우려된다고 할 것이다.

최근 주 회사법 차원에서 기업의 지배구조 개선작업이 광범위하게 실시되고 있다. 그리고 엔론사의 갑작스런 붕괴로 나타난 경영상의 기능장애를 개혁하기 위한 연방차원의 노력은 직접적으로 등록법인이나 감사들에 대한 회계감사의 시행을 위하여 새로운 법안을 제정하기 보다는 기존의 소송제도 및 의무공시제도를 보다 효과적으로 활용하는 등의 간접적인 개혁이 될 것으로 예상된다. 이러한 간접적인 개혁의 성공을 위해서는 다음과 같은 방안들을 신중하게 고려하여야 할 것이다.

첫째, 등록서류에 대한 심사 및 조사의 횡수를 늘리기 위하여 SEC 운영진의 규모를 확대하는 방안.⁴³⁾

둘째, 1955년의 사적증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1955)이 오히려 불필요한 소송지연 등을 야기하였는지를 제고함으로써, 연방 증권법상의 사적 집행강화를 고려하는 방안.⁴⁴⁾

셋째, 변호사와 감사 이외의 개인적인 조력 및 자문행위를 허용하고, 이러한 행위가 사기금지 조항인 증권거래법 Rule 10b-5⁴⁵⁾에 위반한다고 결정한 1994년 “Central Bank” 사건⁴⁶⁾에서의 미 연방대법원의 결정을 입법으로서 파기하는 것이 현명한지를 고려하는 방안.⁴⁷⁾

5. 투자 자문인의 책임부담

엔론사건과는 직접적인 관계가 없지만, 그로 인하여 발생한 투자분석전문가의 성실성에 관하여 심각한 문제가 제기되었다. 지난 2002년 2월, 전직 SEC위원장인 아서 레비트 주니어(Arthur

Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of Ruder) at 6-7.

이와 마찬가지로 전직 SEC 위원장인 힐스(Hills)도 경영진의 부실경영과 기업지배의 문제점을 지적하고 있다. Senate Comm., supra n. 26 (Testimony of Hills) at 3. 보다 자세한 힐스(Hills)의 증언 내용은 원문 n.37 참조.

43) Cf. Norris, Will SEC's Needs Be Met? Not by Bush, N.Y. Times, Feb. 8, 2002 at C1.

44) See 10 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 4636-4669 (3d ed. rev. 1996).

45) 역자주, 미국 연방 증권법상 사기금지조항의 대표적인 조항으로 본조 내용은, infra part V. 부록 3. 참조.

46) Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164 (1994).

47) 9 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 4479-4488 (3d ed. 1992 & 2001 Ann. Supp.).

Levitt, Jr.)는 이와 관련하여 다음과 같이 강조하고 있다.

“... 여러 해 동안, 저희는 투자분석전문가들이 받는 보수는 투자은행에 대한 거래 지원이나 수입유발능력에 따라 결정된다는 사실을 발견하게 되었습니다. 지난 12월 초, 엔론사를 담당하던 투자분석전문가 17명 중에서 12명이 당시 한 주당 75센트하던 엔론사의 주식을 매수하거나 보유하는 것이 유리하다는 분석을 하였습니다.

2년 전, 저는 뉴욕증권거래소와 전미증권업협회에 대하여 투자은행들과 그들의 투자분석전문가들로 하여금 그들이 평가하는 기업과의 모든 재정관계를 명백하게 공시할 것을 요구하도록 요청한 적이 있습니다. 지난 주, 마침내 저희는 제가 2년 전에 요청한 것에 대한 반응을 자율규제기관으로부터 확인하게 되었습니다. 그러나 그 정도의 반응으로는 충분하다고 할 수가 없습니다. 월가의, 거래그룹이 아닌, 주요 법인들은 투자분석전문가들의 보상방법을 개혁하기 위한 즉각적인 조치가 필요합니다. 투자분석전문가들은 그들의 업무에 따라 발생한 은행거래에 근거하여 보상을 받는 한, 그들은 언제나 그들의 분석사실을 분명하게 밝히지 못할 것입니다.”⁴⁸⁾

의회는 투자은행이 증권의 소매거래와 주식인수의 구별을 적절하게 운용하여 왔는지, 그리고 보다 근본적으로 주식인수를 담당하는 증권회사가 주식의 소매거래를 분리하여 왔는지를 폭 넓게 조사하여야 할 것이다.⁴⁹⁾ 물론 이러한 요구가 전혀 새로운 것들은 아니며,⁵⁰⁾ 단지 엔론사건에 의하여 다시 한번 확인하여야 하는 문제로 상기된 것들일 뿐이다. 한편, 주식인수와 소매거래를 분리하는 것이 반드시 현명한 판단인 지는 분명하지 않다. 그러나 문제를 대략적으로 살펴보다도 투자분석업무의 속성이 근본적인 문제를 초래하였다는 것이 밝혀졌다. 따라서 합리적인 근거없는 추천에 대한 새로운 형태의 투자분석가의 책임을 구성하는 것도 고려해 볼만한 가치가 있는 대안적 접근방법이라고 본다. 그리고 투자분석가의 추천을 심사하는 SEC 심사주기를 늘리는 것 또한 현재로서의 적절한 대안이 될 것이다.

IV. 맺음말

당연한 말이지만, 이상에서 설명한 것과는 별도로 회사법과 증권법의 양대 구조 속에서, 또 그 구조 밖에서 매우 진지하게 고려하여야 할 사안이 있을 수 있다. 그러나 가장 핵심적인 문제는 엔론사가 보여준 모습에서 찾을 수 있다. 즉 엔론사는 중요정보의 “완전공시”와 재무회계정보의 “공정공개”와 같은 전통적인 원칙을 준수하지 않은 채 문제를 이리저리 회피하는데 전문적인 모습을 보여 주었던 것이다.

48) Senate Comm., supra n. 56 (Testimony of Arthur Levitt, Jr.) at 2.

49) Wayne, Congress's Scrutiny Shifts to Wall Street and Its Enron Role, N.Y. Times, Feb. 19, 2002 at A1.

50) See, e.g., 6 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 2977-2980 (3d ed. 1990). (Proposed segregation of brokerage and underwriting in 1930s), 8 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 3618-3631 (3d ed. 1991) (Chinese Wall).

결론적으로, 엔론사에 대한 신중한 조사결과를 보면 최소한 다음과 같은 필연적인 결과를 예상할 수 있게 된다. 즉, 이익충돌의 완전공시 또는 회피라는 우리의 전통적인 의무가 체계적으로 다시 살아날 것이 확실하다는 것이다.

IV. 부 록

1. Regulation S-K Item 303: Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations

(a) Full fiscal years. Discuss registrant's financial condition, changes in financial condition and results of operations. The discussion shall provide information as specified in paragraphs (a) (1), (2) and (3) with respect to liquidity, capital resources and results of operations and also shall provide such other information that the registrant believes to be necessary to an understanding of its financial condition, changes in financial condition and results of operations. Discussions of liquidity and capital resources may be combined whenever the two topics are interrelated. Where in the registrant's judgment a discussion of segment information or of other subdivisions of the registrant's business would be appropriate to an understanding of such business, the discussion shall focus on each relevant, reportable segment or other subdivision of the business and on the registrant as a whole.

(1) Liquidity. Identify any known trends or any known demands, commitments, events or uncertainties that will result in or that are reasonably likely to result in the registrant's liquidity increasing or decreasing in any material way. If a material deficiency is identified, indicate the course of action that the registrant has taken or proposes to take to remedy the deficiency. Also identify and separately describe internal and external sources of liquidity, and briefly discuss any material unused sources of liquid assets.

(2) Capital resources.

(i) Describe the registrant's material commitments for capital expenditures as of the end of the latest fiscal period, and indicate the general purpose of such commitments and the anticipated source of funds needed to fulfill such commitments.

(ii) Describe any known material trends, favorable or unfavorable, in the registrant's capital resources. Indicate any expected material changes in the mix and relative cost of such resources. The discussion shall consider changes between equity, debt and any off-balance sheet financing arrangements.

(3) Results of operations.

(i) Describe any unusual or infrequent events or transactions or any significant economic changes that materially affected the amount of reported income from continuing operations and, in each case, indicate the extent to which income was so affected. In addition, describe

any other significant components of revenues or expenses that, in the registrant's judgment, should be described in order to understand the registrant's results of operations.

(ii) Describe any known trends or uncertainties that have had or that the registrant reasonably expects will have a material favorable or unfavorable impact on net sales or revenues or income from continuing operations. If the registrant knows of events that will cause a material change in the relationship between costs and revenues (such as known future increases in costs of labor or materials or price increases or inventory adjustments), the change in the relationship shall be disclosed.

(iii) To the extent that the financial statements disclose material increases in net sales or revenues, provide a narrative discussion of the extent to which such increases are attributable to increases in prices or to increases in the volume or amount of goods or services being sold or to the introduction of new products or services.

(iv) For the three most recent fiscal years of the registrant, or for those fiscal years beginning after December 25, 1979, or for those fiscal years in which the registrant has been engaged in business, whichever period is shortest, discuss the impact of inflation and changing prices on the registrant's net sales and revenues and on income from continuing operations.

2. Securities Exchange Act §15(b)(4)(E): Registration and Regulation of Brokers and Dealers

(E) has willfully aided, abetted, counseled, commanded, induced, or procured the violation by any other person of any provision of the Securities Act of 1933, the Investment Advisers Act of 1940, the Investment Company Act of 1940, the Commodity Exchange Act, this chapter, the rules or regulations under any of such statutes, or the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, or has failed reasonably to supervise, with a view to preventing violations of the provisions of such statutes, rules, and regulations, another person who commits such a violation, if such other person is subject to his supervision. For the purposes of this subparagraph

(E) no person shall be deemed to have failed reasonably to supervise any other person, if—

(i) there have been established procedures, and a system for applying such procedures, which would reasonably be expected to prevent and detect, insofar as practicable, any such violation by such other person, and

(ii) such person has reasonably discharged the duties and obligations incumbent upon him by reason of such procedures and system without reasonable cause to believe that such procedures and system were not being complied with.

3. Securities Exchange Act Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(1) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(3) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.