Федеральное государственное образовательное учреждение

высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

СОВЕТЫ ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЕ МОШЕННИЧЕСТВО: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Выпускная квалификационная работа студента 4 курса направление 38.03.02 – Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2014

ИГНАТЬЕВОЙ Полины Александровны

Научный руководитель: к.э.н., доцент ИЛЬИНА Юлия Борисовна

Санкт-Петербург

2018

# Заявление о самостоятельном выполнении выпускной квалификационной работы

Я, Игнатьева Полина Александровна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 38.03.02 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Советы директоров и финансовое мошенничество: эмпирическое исследование», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

# Оглавление

[Введение 4](#_Toc514702663)

[Глава 1. Теоретическое обоснование и постановка гипотез 7](#_Toc514702664)

[1.1. Корпоративное управление и Советы директоров 7](#_Toc514702665)

[1.2. Понятие финансового мошенничества внутри компании 23](#_Toc514702666)

[1.3 Постановка исследовательских гипотез 42](#_Toc514702667)

[Глава 2. Методология эмпирического исследования 48](#_Toc514702668)

[2.1 Эконометрическая модель 48](#_Toc514702669)

[2.2 Выборка и источники информации о компаниях и советах директоров 56](#_Toc514702670)

[2.3. Результаты эмпирического исследования 61](#_Toc514702671)

[Заключение 72](#_Toc514702672)

[Список литературы 75](#_Toc514702673)

[Приложение 1. Список компаний выборки 85](#_Toc514702674)

[Приложение 2. Корреляция между независимыми переменными и дополнительные тесты на значимость 88](#_Toc514702675)

# Введение

Значение корпоративного управления для эффективности работы компании сложно переоценить. Очередным подтверждением стала волна корпоративных скандалов, которая прокатилась по всему миру в конце XX – начале XXI веков. В случаях с компаниями Enron, Xerox акционеры теряли огромные деньги из-за плохого качества корпоративного управления, которое привело к возникновению в этих корпорациях случаев финансового мошенничества. Это, в свою очередь, привело к большому количеству нововведений (на законодательном уровне и на уровне бирж), призванных улучшить качество корпоративного управления.

В связи с огромными суммами потерь и быстрому темпу изменения требований, тема эффективности системы корпоративного управления не теряет популярности вот уже несколько десятилетий. Многие ученые изучают разные аспекты её внешних и внутренних механизмов, одним из важнейших из которых остается совет директоров. Совет директоров также изучается со всех сторон – с точки зрения его структуры и процессов, а также выполняемых им функций. Однако большинство исследований сосредоточены скорее на функции совета как консультанта для менеджмента, а не как контролирующего органа. Тема мониторинга поднимается реже, больше в контексте интерпретации результатов, которые также можно объяснить качеством исполнения других функций – ведь большинство исследований рассматривает эффективность работы совета скорее с точки зрения создания ценности, нежели её сохранения – в том числе и от финансового мошенничества.

Между тем, именно мониторинговая функция совета, может быть, наиболее важна с точки зрения защиты богатства акционеров от оппортунистического поведения менеджмента. Ведь, несмотря на все нововведения, ситуация с качеством корпоративного управления и защиты от финансового мошенничества в компании остается неудовлетворительной. Американская комиссия по ценным бумагам и рынкам (Securities and Exchange Commission – SEC) продолжает ежегодно публиковать более сотни релизов, в которых обвиняет компании, чьи акции торгуются на рынках США, в недобросовестности при раскрытии информации. Акционеры при этом продолжают терять миллионы долларов вследствие недостаточной эффективности внутренних механизмов корпоративного управления, призванных контролировать деятельность менеджмента и не допускать подобных случаев с некачественными отчетами.

Таким образом, становится очевидным наличие следующей проблемы. Почему менеджеры в одних компаниях более склонны к совершения финансового мошенничества, чем в других и насколько это связано с различиями в составе и структуре такого контролирующего органа как совет директоров? Ответ на этот вопрос постарается получить настоящее исследование.

В соответствии со сформулированной проблемой, в настоящей работе была определена следующая цель: исследование взаимосвязи структурных характеристик совета директоров и вероятности возникновения в компании финансового мошенничества.

Достижение цели было бы невозможно без определения четких исследовательских задач. Поставленные задачи разбивают достижение цели на шаги в соответствии с логикой проведения исследования. В настоящей работе были поставлены следующие задачи:

1. анализ совета директоров как важного внутреннего механизма корпоративного управления и изучение существующих исследований;
2. анализ такого корпоративного явления как финансовое мошенничество в компании и изучение существующих исследований;
3. сбор данных и проведение эконометрического исследования, направленного на выявление взаимосвязи между структурными характеристиками совета директоров компании и проявлением в ней ситуации мошенничества в отношении раскрытия информации и отчетности на примере американских компаний;
4. предоставление рекомендаций относительно факторов, которые могли бы улучшить качество мониторинга менеджмента со стороны совета директоров.

Как это следует из поставленных задач, основной инструментарий, с помощью которого было проведено исследование – это статистические и эконометрические модели, построенные на основании вторичных данных. Общая структура работы отражает логику проведения исследования и последовательность выполнения поставленных задач. В первой главе определяется важность проведения настоящего исследования и его актуальность. В первой части первой главы раскрывается понятие совета директоров как механизма корпоративного управления, его функции и основные характеристики, а также тематика основных существующих исследования на тему совета директоров. Во второй части первой главы вводится определение финансового мошенничества, основные связанные понятия, а также существующие исследования на тему случаев финансового мошенничества в корпорации. В третьей части первой главы ставятся основные исследовательские гипотезы. Во второй главе описываются результаты проведенного исследования. В первой части описывается процесс сбора данных, во второй – полученные оценки коэффициентов при исследовательских переменных, в третьей – интерпретация полученных результатов и их соответствие результатам предыдущих исследователей и делаются выводы.

Для проведения исследования необходимо было собрать данные, для чего использовался ряд вторичных источников. В соответствии с использованной информацией источники можно разделить на две группы.

1. Источники информации о наличии в компании случаев финансового мошенничества.

В первой группе два основных источника – это сайт Американской комиссии по ценным бумагам и рынкам (Securities and Exchange Commission – SEC) и депозитарий исков по ценным бумагам Стэнфордкого университета (Stanford Securities Class Action Clearinghouse – SSCAC).

1. Источники информации о компаниях и советах директоров.

Основными источниками информации о компаниях стали база данных Thomson Reuters Eikon, а также сайт Американской комиссии по ценным бумагам и рынкам (Securities and Exchange Commission – SEC) со встроенной системой Edgar, публикующей отчеты компаний, чьи акции обращаются на американских биржах.

Выбор источников связан с тем, что исследование проводилось на компаниях, зарегистрированных в США. Выбор страны обусловлен доступностью информации относительно совершенных корпоративных правонарушений и потенциально большей выборкой компаний, которую можно использовать для исследования.

# Глава 1. Теоретическое обоснование и постановка гипотез

## 1.1. Корпоративное управление и Советы директоров

Эффективность системы корпоративного управления – это один из главных вопросов, волнующих современное бизнес-сообщество. Как отмечают члены Института присяжных бухгалтеров Англии и Уэльса (Institute of Chartered Accountants in England and Wales – ICAEW), уровень качества системы корпоративного управления в компании тесно связан с её финансовыми результатами. Понятие «корпоративное управление» является довольно широким и включает в себя различные аспекты функционирования бизнеса. Чаще всего встречается определение корпоративного управления, приведенное в отчете Комитета по финансовым аспектам корпоративного управления, более известного как Комитет Кэдбери (The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, or the Cadbury Committee) от 1992 года. Звучит оно следующим образом:

* «Корпоративное управление – это система, посредством которой осуществляется управление компанией и контроль над её деятельностью.»[[1]](#footnote-1)

Более узкое и подробное определение корпоративного управления приводится в «Принципах корпоративного управления», определенных организацией экономического сотрудничества и развития в 2004 году (OECD Principles of Corporate governance, 2004). Согласно этому документу, корпоративное управление – это один из ключевых элементов усовершенствования экономической эффективности и экономического роста, а также повышения уровня уверенности среди инвесторов. Корпоративное управление включает в себя отношения между менеджментом компании, её советом директоров и акционерами, а также иными заинтересованными лицами. Согласно (Rezaee, 2005), среди прочих функций системы корпоративного управления указываются такие исключительно важные, как повышение качества и надежности финансовой отчетности компании за счёт более высокого уровня транспарентности и раскрытия информации, а также создание ценности для акционеров. В общем и целом, выверенная система корпоративного управления создает более благоприятные условия для существования и развития бизнеса, а также правильного и эффективного функционирования рынка.

С точки зрения современного бизнеса, отлаженная и эффективная система корпоративного управления в компании даёт дополнительные возможности для развития. Положительный опыт выстраивания общения с акционерами создает для бизнеса положительный имидж в глазах потенциальных инвесторов. В свою очередь это позволяет привлечь к финансированию значительно более широкий круг людей и организаций, готовых вложить деньги в развитие компании. Кроме того, действенная система корпоративного управления повышает репутацию бизнеса и на рынке долгового финансирования, что также позволяет привлекать необходимые денежные средства для развития.

Тем не менее не существует единого мнения относительно того, какой должна быть идеальная система корпоративного управления. В соответствии с классификацией, приведенной в (Hilb, 2016), основных подходов к пониманию этого вопроса два. В европейских странах хорошей считается та система, которая учитывает интерес всех заинтересованных сторон. В Англии и Америке (и других англо-саксонских странах) принят более узкий подход. Хорошей системой корпоративного управления в этих странах считается та, которая в наибольшей степени способна удовлетворить требования акционеров. Поэтому основным критерием качества управления в этой будет являться её рыночная стоимость.

Основная проблематика, которой занимается область корпоративного управления – эффективное использование денег одних людей (инвесторов или принципалов) другими (менеджерами или агентами). При этом в англо-американском подходе, эта проблема наиболее выражена: ведь, как это отмечалось выше, благосостояние инвесторов играет в этих странах ключевую роль. Предполагается, что агент, которому принципал передает в управление свои средства, будет действовать (и принимать решения) исключительно в его, принципала, интересах. Однако это не всегда так: у агента могут существовать и свои личные мотивы и интересы, что может придавать оппортунистический характер его деятельности. В связи с этим проблематика агентской теории является одной из ключевых для корпоративного управления.

В основе природы агентской теории лежит различие в ресурсах, которыми владеют люди. Инвесторы располагают временно свободными денежными средствами, которые им хотелось бы выгодно и безопасно вложить. Менеджеры и предприниматели обладают знаниями и навыками, которые позволяют им управлять вложенными в компанию средствами таким образом, чтобы они приносили доход. И зачастую каждая группа нуждается в специфических ресурсах второй. Менеджерам может не доставать денег для срочных вложений в выгодный проект или просто для расширения бизнеса. Тогда они обращаются к инвесторам, которые в свою очередь нуждаются в человеческом капитале, которым располагают менеджеры, - в умении управлять денежными средствами. Отдавая управленцам свои свободные денежные средства, инвесторы выступают в роли принципалов, которые нанимают менеджеров в качестве своих агентов, и, вообще говоря, надеются, что менеджеры по крайней мере вернут им вложенные средства. Таким образом, происходит разделение владения и управления, которое и лежит в основе агентской проблемы. Подробно вопрос агентской проблемы во всех её проявлениях изучается в работе (Shleifer & Vishny, 1997). В частности, при описании этой проблемы авторы указывают на невозможность составления идеального контракта, который бы регламентировал поведение менеджеров в любой ситуации, ввиду чего у менеджеров оказываются значительные остаточные права управления. Особенно эта проблема оказывается масштабной в англо-саксонских странах (и США в частности), где значительная распыленность мелких собственников делает каждого отдельного инвестора весьма слабо заинтересованным в том, чтобы вникать в суть деятельности менеджеров и порождает, с свою очередь, проблему "безбилетника", когда некоторые акционеры добровольно отказываются от своих прав управления, игнорируют собрания и голосования, чем обеспечивают менеджерам дополнительные права управления.

С понятием агентской проблемы также тесно связана проблема асимметрии информации. Отдавая бразды правления компанией в руки наемных менеджеров и не имея в своих руках контролирующего пакета, акционеры становятся фактически пассивными инвесторами. Складывается так называемая модель «Сильные менеджеры – слабые акционеры». Зачастую при этом последние получают весьма слабое представление о реальном положении дел в компании и эффективности принимаемых менеджментом решений, не имеют доступа к внутренней информации (помимо той, которую компании публикуют в официальных отчетах) – то есть, являются фактически аутсайдерами. Все это делает необходимым формирование внутри фирмы специальных механизмов, которые позволяли бы действительно контролировать деятельность агентов.

Одним из внутренних механизмов корпоративного управления, существующих в корпорации, который помогает бороться с менеджерским оппортунизмом, является совет директоров. Во многом именно благодаря совету директоров рынок получает сигналы об уровне качества корпоративного управления в компании, путем обеспечения определенной степени защиты интересов её акционеров (инвесторов). Для англо-саксонских стран с сильной размытостью собственности этот механизм корпоративного управления становится ключевым. В наиболее общем виде понятие «совет директоров» определяется[[2]](#footnote-2) как контролирующий орган внутри корпорации, ответственный за осуществление надзора за менеджментом и представление интересов акционеров. В компетенцию совета директоров входят разнообразные функции. Этот орган решает вопросы о назначениях, вознаграждениях и увольнениях исполнительных директоров, занимается проблемами дивидендной и опционной политик компании. Кроме того, совет оказывает помощь корпорации в вопросах определения целей деятельности, обеспечивает поддержку выполнения функций исполнительными директорами и проверяет адекватность ресурсов в расположении компании её целям и потребностям для нормальной деятельности.

Однако при этом совет директоров не занимается текущим управлением. На плечах совета директоров лежит принятие важных финансовых и других управленческих решений, перечень которых оговаривается в соответствующем законодательстве и уставных документах общества. Можно сказать, что на настоящем органе лежат крайне важные для существования компании следующие роли.

* Контролёр: мониторинг деятельности менеджмента и обеспечение отчетности. В частности, в США совет директоров обязан следить за отчетностью компании и заниматься мониторингом деятельности компании в целом[[3]](#footnote-3). В основном эта роль упоминается в связи с агентской теорией. Поскольку, согласно данной теории, конфликт интересов менеджмента и инвесторов неизбежен, эффективный мониторинг деятельности менеджеров, позволяющий уменьшить вероятность оппортунистического поведения с их стороны, становится критически важным.
* Стратег: утверждение и отслеживание стратегического направления, в котором двигается компания. Совет директоров помогает компании определять приоритетные направления развития, планировать достижение долгосрочных целей.
* Консультант: предоставление менеджменту советов и рекомендаций относительно вопросов, которые являются жизненно важными для компании. Также эту функцию могут связывать с доступом к ресурсам. В состав совета директоров входят люди с разными опытом и знаниями, из разных сфер деятельности и экономики. Компетенции директоров рассматриваются как важные источники информации, квалификаций и доступ к важным элементам внешней среды (таким как поставщики, клиенты и социальные сообщества) – (Hillman, Cannella & Paetzold, 2000) – для достижения целей фирмы, и потому совет директоров формируется в соответствии с ними.

При этом можно сказать, что мониторинг менеджмента и его решений является наиболее общей функцией совета директоров. Эта функция исполняется во всех без исключения компаний, и отмечается контролирующими органами как одна из наиболее важных[[4]](#footnote-4).

В разных странах существует различная степень закрепления на законодательном уровне функций совета директоров. Например, в Соединенных Штатах Америки его функции определяются законодательством штата, в котором оперирует компания, и не закреплены на федеральном уровне. Обычно выделяют две основные обязанности совета директоров.

1. Должная осторожность (duty of care).

В рамках обязанности действовать с должной осторожностью от совета директоров ожидается, что он будет:

* собирать и должным образом анализировать информацию;
* уделять достаточно времени обдумыванию своих решений;
* не пренебрегать советами экспертов;
* тестировать предположения и задавать правильные вопросы, чтобы убедиться в непротиворечивости и обоснованности этих предположений;
* понимать основные условия сделок, совершаемых компанией;
* принимать обоснованные и взвешенные решения после открытого и объективного обсуждения их сильных и слабых сторон;
* обладать способностью к чтению финансовой отчетности компании и должному её анализу, следить за деятельностью подразделений, отвечающих за контроль отчетности;
* обладать способностью к должному мониторингу деятельности высшего менеджмента компании;
* оставаться осведомленным о реальном положении дел в компании (с точки зрения её результативности, операций и трудностей), которые существует на текущий момент;
* обладать способностью к проверке соответствия деятельности компании существующим нормам и ограничениям путем эффективного использования информационной системы и системы отчетности внутри компании.

Таким образом, в целом обязанность должной осторожности подразумевает, что совет директоров будет действовать благоразумно, осуществляя надзор за деятельностью компании и принимая решения на основе всей доступной информации. При этом расходы на получение такой информации не должны превышать выгод, получаемых компанией от её применения. Случаи, когда обязанность должной осторожности не соблюдается должным образом, обычно возникают ввиду неаккуратного отношения совета директоров к собственности акционеров.

1. Лояльность (duty of loyalty).

Лояльным считается такой совет директоров, который подчиняет свои собственные интересы интересам компании. Особенно важность лояльности совета директоров проявляется в ситуациях:

* конфликта интересов – когда директор является заинтересованным лицом в одной или нескольких сделках компании;
* противостояния с компанией – когда директор является конкурентом корпорации в тех или иных сделках и не доводит до сведения незаинтересованных директоров и акционеров факта существования такой конкуренции;
* нерелевантного использования возможностей компании – когда директор единолично использует возможность, которая должна была быть предоставлена компании;
* нерелевантного использования активов компании или информации о ней для получения личной выгоды.

Таким образом, предполагается, что обязательство лояльности гарантирует, что интересы компании не будут принесены в жертву единоличным интересам кого-либо из директоров, менеджеров или акционеров.

Формирование совета директоров происходит таким образом, чтобы обеспечить эффективное выполнение его функций. При этом состав совета директоров чаще всего[[5]](#footnote-5) описывается следующими элементами дизайна.

1. Структура. Касается того, сколько человек входит в состав совета, какова структура его лидерства, какие комитеты, которые помогают совету директоров эффективно исполнять его функции, присутствуют в этом совете.
2. Композиция. Этот элемент отражает то, какие навыки, опыт и иные атрибуты, необходимые в работе совета, представлены директорами, входящими в его состав.
3. Процессы. Этот элемент описывает, каким образом совет директоров в компании собирает и обрабатывает информацию и формирует решения на её основании.

Для настоящего исследования интерес представляет структура совета директоров.

### 1.1.1 Структура совета директоров

Наиболее часто совет директоров существует в публично торгуемых компаниях (поскольку именно публичные компании на законодательном уровне обязаны иметь такой совет), однако может встречаться и в непубличных компаниях. Количественный состав совета директоров не зафиксирован на законодательном уровне. Компания самостоятельно задаёт необходимое для её целей количество, которое обычно прописано во внутренних нормативных документах. Относительно оптимальных размеров совета директоров нет единого мнения и в академической среде. Многие исследователи склонны полагать, что поскольку директора исполняют также и функции консультантов, б*о*льшее их количество позволит получить доступ к более широкому человеческому капиталу. Чем больше совет директоров, тем больше в нем специалистов с разным образованием и опытом из абсолютно разных сфер, что в целом может увеличить его эффективность. Больший совет также позволяет более рационально распределять выполнение функций, что делает его лучшим контролером относительно советов меньшего размера. С другой стороны, чем крупнее совет – тем труднее ему договариваться. Хотя отдельные эксперты и полагают, что советы небольших размеров могут быть эффективнее как группа, число директоров в совете должно быть о крайней мере достаточным для мониторинга. Иногда как оптимальный предлагается размер совета в 7-9 директоров (Bhagat & Black, 1999).

Относительно непосредственно структуры совета прежде всего важно отметить, что существует 2 основных типа его устройства: унитарные и двухпалатные. Двухпалатные советы директоров в основном встречаются в Германии и ряде других европейских государств. Особенностью таких советов директоров является наличие 2 уровней. Более высокий уровень называется наблюдательным советом, под ним находится правление, или исполнительный совет. Наблюдательный совет следит за деятельностью управленческого (исполнительного), который, в свою очередь, осуществляет ежедневное управление компанией. В США и других англоговорящих странах чаще встречается унитарный (или одноуровневый) совет директоров. В его состав входят как исполнительные, так и неисполнительные директора, причем вторые преобладают (и обычно являются исполнительными директорами в других компаниях).

Это подводит нас ко второму аспекту структуры совета директоров – а именно, к делению членов совета на внутренних (исполнительных) и внешних (неисполнительных). Первые, кроме того, что служат в совете директоров, являются также постоянными работниками компании и выполняют обычно обязанности высшего управленческого персонала. Ко второй группе относятся директора, не являющиеся работниками компании и занятые, как правило, на временной основе (part-time). Поскольку группа неисполнительных директоров является достаточно неоднородной, входящих в неё директоров принято подразделять на связанных (affiliated) и несвязанных (non-affiliated) с компанией. Связанными чаще всего являются бывшими работниками компании (обычно из высшего менеджмента) или представители ключевых заинтересованных сторон (стейкхолдеров) – то есть те, с кем существуют или существовали в прошлом какие-либо бизнес связи, но которые в настоящее время не являются работниками компании. К этой группе могут относиться, например, представители крупнейших акционеров (при наличии таковых), кредиторов, профсоюзов. Что касается не связанных с компанией неисполнительных директоров (их также принято называть независимыми) – они не связаны с компанией никаким контрактными отношениями и ничего от неё не получают, за исключением определенного вознаграждения за свою работу и, иногда, акций. В Соединенных Штатах Америки на сегодняшний день практически все неисполнительные директора, за редким исключением, являются также и независимыми. При этом фондовый рынок требует, чтобы большинство директоров в совете являлись независимыми. Критерии определения независимости директоров обычно устанавливается непосредственно самими биржами. Краткая схема типов директоров в составе совета приведена на рисунке 1.

Типы директоров в составе совета

Исполнительные

Неисполнительные

Связанные

Несвязанные

(Независимые)

1. Типы директоров в составе совета.

Возглавляет совет директоров назначенный председатель (chairman of the board). Разные источники по-разному определяют, что является важнейшим предназначением для председателя совета директоров в компании. Некоторые авторы связывают его роль с определенной гарантией эффективности работы всего совета в целом, как, например, (Hilb, 2016). Другие считают мониторинг топ-менеджмента компании центральной функцией председателя (Luo, 2007). Председатель также выступает в качестве лидера на собраниях совета, направляя течение обсуждения и следя за тем, чтобы оно коснулось всех важных запланированных вопросов и все директора имели возможность высказать свое мнение по рассматриваемой проблеме.

Считается, что председатель совета директоров и высший исполнительный директор (СЕО) должны способствовать эффективному выполнению функций друг друга, для чего между ними должно существовать полное доверие. Поэтому во многих компаниях, особенно с американским типом структуры корпоративного управления, эти две роли оказываются совмещены и поручены одному и тому же индивиду. В англоязычных источниках такое явление обычно называют «СЕО duality». Такая структура лидерства в совете вызывает много вопросов относительно своей релевантности, в первую очередь, потому что она значительно усиливает власть менеджмента и ставит под вопрос исполнение функции мониторинга высшего исполнительного состава компании со стороны совета директоров. (Luo, 2007) считает, что сочетание ролей СЕО и председателя способно нанести урон независимости всего совета и помешать эффективности его деятельности. Однако у совмещения ролей есть и свои преимущества. Их подробно рассматривают (Brickley, Coles & Jarrell, 1997). Среди положительных качеств такого совмещения указывается:

* определенное сокращение агентских издержек: хотя назначение внешнего директора председателем сокращает агентские издержки контроля за деятельностью высшего исполнительного лица, оно автоматически добавляет ещё один уровень контроля – встаёт вопрос о мотивации внешнего председателя и агентских издержек для контроля его самого;
* сокращение информационных издержек: мало кто так разбирается в деятельности компании и её потребностях, имеет такой опыт работы в индустрии, как высший исполнительный директор;
* отсутствие дополнительных затрат на компенсацию и вознаграждение: компании не приходится платить дополнительное вознаграждение ещё одному «высшему контролеру»;
* решение проблемы двух публичных представителей, которые могут противоречить друг другу (что, в свою очередь, порождает проблему оппортунистического поведения внешнего директора).

Таким образом, председатель совета директоров – это носитель важных для совета функций, который может одновременно являться высшим исполнительным директором.

Третий важный вопрос при рассмотрении структуры совета директоров касается распределения полномочий между его членами. Так, обычно в компании назначается ряд комитетов, призванных помогать совету эффективно исполнять свои функции. В частности, выделяют следующие комитеты:

1. комитет по аудиту,
2. комитет по назначениям,
3. комитет по вознаграждениям,

являющиеся подразделениями основного совета директоров, подотчетные ему. Соответственно, формирование комитетов происходит из действующих членов совета директоров.

#### Комитет по аудиту

Комитет по аудиту создается с целью подтверждения качества и адекватности системы внутреннего аудита (контроля) целям и задачам организации, а также повышения качества её финансовой отчетности. Грамотно организованный комитет по аудиту способен дать дополнительный инструмент контроля в руки неисполнительных членов совета директоров, помочь настроить диалог между советом директоров и внешними аудиторами, улучшить качество системы внутреннего контроля (за счёт снижения уровня зависимости этой функции от менеджмента), создать атмосферу контроля и дисциплинированности.

Основные роли и обязанности этого комитета компания обязана определять в письменном виде. Чаще всего говорят о следующих функциях комитета по аудиту.

* Слежение за целостностью финансовой отчетности компании, а также любых формальных уведомлений о финансовых результатах, обзор содержащихся в них существенных суждений по финансовой отчетности.
* Слежение за качеством финансового контроля компании, а также её внутреннего контроля и системы риск-менеджмента (в случае, если названная функция не отнесена к ведомству специального комитета по риску или не осуществляется непосредственно самим советом директоров).
* Регулярный пересмотр и повышение уровня качества функции внутреннего контроля (аудита) в компании.
* Предоставление помощи совету директоров в задаче подготовки к общему собранию акционеров вопросов в отношении назначения внешнего аудитора, а также в согласовании условий его найма и рекомендаций относительно величины вознаграждения за его услуги.
* Контроль соответствия внешнего аудитора ряду требования (таких, как независимость и отсутствие потенциального конфликта интересов), а также эффективности процесса аудита с учетом профессиональных и регуляторных требований.
* Разработка, применение и усовершенствование политики работы с внешними аудиторами компании (в частности, привлечение и заключение договора) для осуществления услуг, не относящихся к аудиту, с учетом всех этических норм предоставления таких услуг внешней аудиторской фирмой.

В соответствии с современными требованиями комиссии по ценным бумагам и рынкам, комитет по аудиту должен состоять полностью из независимых директоров с чем многие корпорации успешно справляются, как это указано в их отчетах, предоставляемых для Комиссии. На сегодняшний день комитет по аудиту существует практически во всех компаниях, чьи акции обращаются на американском фондовом рынке.

#### Комитет по вознаграждениям

Для членов комитета по вознаграждениям требования относительно независимости формулируются несколько иначе: в лучших практиках предусматривается по крайней мере 3 неисполнительных директора в составе комитета (в менее крупных компаниях – 2), в то время как размер самого комитета рекомендован на уровне 3-4 человек.

Основные функции, относящиеся к ведомству данного комитета, сводятся к перечисленным ниже.

* принятие решений по вопросам относительно размеров пенсионного обеспечения для каждого исполнительного директора, а также определение политики таких обеспечений;
* определение соответствия любых схем вознаграждения, которые применяются в компании, её целям.

Кроме того, в соответствии со своим предназначением, комитету по вознаграждениям надлежит определять и согласовывать с советом директоров схему или политику вознаграждения исполнительного (генерального) директора компании и иных представителей исполнительного менеджмента. По крайней мере, комитету следует делегировать ответственность по установлению размера вознаграждений для всех исполнительных директоров, председателя и (во избежание ситуаций, ставящих под сомнение его независимость) для секретаря компании. Размер вознаграждения неисполнительных директоров относится к ведомству председателя совета директоров и исполнительных директоров, входящих в состав Совета. При этом очень важно следить, чтобы ни один директор или менеджер не оказался вовлеченным в принятие решений по своему собственному вознаграждению;

#### Комитет по назначениям

Основная цель существования комитета по назначениям в большинстве компаний, чьи акции торгуются на бирже, состоит в том, чтобы убедиться в существовании формальной и прозрачной, понятной для инвесторов системы номинирования новых членов совета директоров. В качестве основных зон ответственности комитета по назначениям рассматривают:

* определение и выдвижение на рассмотрение совета директоров списка кандидатов на замещение вакансий в совете директоров по мере того, как они появляются;
* оценку баланса умений, навыков, знаний и опыта работы в директоров в составе совета, а также подготовку описания роли и способностей, наличие которых необходимо для определенного назначения;
* ежегодный пересмотр того, сколько времени у неисполнительного директора занимает работа в совете директоров. Это нужно, чтобы понять, достаточно ли времени тратит неисполнительный директор для выполнения своих обязанностей;
* расширение зоны поиска возможных кандидатов на назначение в совет директоров;
* контроль за наличием в компании необходимых для её развития лидерских качеств (как среди исполнительных, так и среди неисполнительных членов совета), что особенно важно для поддержания способности компании эффективно конкурировать на её основных рынках.

Конечно, номинирование директоров на места в совете происходит не только по мере необходимости и появления вакансий. Во многих компаниях избрание кандидатов в совет происходит на регулярной основе. Поскольку этот механизм корпоративного управления призван защищать собственность акционеров, выбор кандидатов происходит на общем собрании акционеров. Теоретически, кандидатов должны предлагать акционеры или их представители, что не всегда возможно, особенно в условиях широко распыленной собственности, характерной, например, для американских компаний. Это порождает проблему ограниченности: акционеры не выдвигают своих кандидатов, а лишь голосуют за предлагаемы список, который, к тому же, предлагает лишь одного кандидата на каждое место.

Чтобы более точно понять процесс назначений и роль комитета по назначениям в нем, следует обратиться непосредственно к документам компании. В американских компаниях роли комитетов довольно подробно расписаны в так называемых Proxy Statements – в основном это анкеты для голосования, рассылаемые акционерам по почте (в том числе посредством этих документов возможно проголосовать за определенный предлагаемый список кандидатов). Так, относительно подбора кандидатов в список на выбор, который позже отправляется акционерам для голосования, составители такой анкеты отмечают, что основными источниками кандидатур являются:

1. предложения от тех директоров, которые в настоящее время входят в состав совета;
2. предложения от высшего менеджмента компании;
3. рекомендации от держателей акций;
4. услуги, оказываемы специализированными фирмами по поиску кандидатов в совет директоров.

Наиболее часто предложения относительно кандидатов в челны совета директоров исходят из первых двух пунктов. Акционеры предлагают своих кандидатов относительно редко, поскольку собственность распылена, большая часть акционеров обладает лишь незначительным пакетом акций и диверсифицирует риски путем распределения средств между относительно большим количеством компаний. Всё это порождает уже упоминавшуюся ранее «проблему безбилетника», когда акционер не желает принимать участия в управлении компанией – и не предлагает своих кандидатов в совет. Кроме того, во многих компаниях состав совета директоров не меняется, переходя из года в год в новые бюллетени для голосования.

Приведенный в настоящей работе список комитетов, конечно, не является исчерпывающим. Различные компании могут добавлять в состав совета иные комитеты (как, например, исполнительный комитет, комитет по стратегии или по рискам). Однако здесь мы касаемся лишь тех, которые наиболее часто встречаются в компаниях.

### 1.1.2 Исследования взаимосвязи совета директоров и показателей деятельности компании

Качественная работа совета директоров – это залог успешно функционирующей компании. Вследствие этого тема эффективности совета директоров нередко становится предметом интереса исследователей из разных стран. Поскольку основная цель работы совета директоров – это благополучие компании в целом, нередко успехи компании используются авторами как показатель успешности работы совета. При этом наибольшей популярностью в качестве зависимой переменной в эконометрических исследованиях на тему совета директоров пользуются различные показатели ценности или рентабельности компании. И это разумно, ведь, в конечном счете, компания существует для того, чтобы приносить пользу различным заинтересованным в её деятельности сторонам, основными из которых являются держатели её акций. Например, в работах (Campbell & Minguez-Vera, 2008; Hermalin & Weibach, 1991) использован показатель Tobin’s Q. Другие исследователи в качестве переменной, характеризующей эффективность работы компании, рассматривают соотношение её рыночной и балансовой стоимости (Market-to-Book Value Ratio, MB) – (Barnhart, Marr & Rosenstein, 1994) – или доходность активов (Return on Assets, ROA) – (Jackling & Johl, 2009; Duchin, Matsusaks & Ozbas, 2010). Эти показатели характеризуют, в частности, сколько компания способна прибавить к вложенному в неё капиталу, насколько выгодной её считают инвесторы.

В основном исследователей интересует связь перечисленных показателей с различными характеристиками структуры совета директоров. Один из наиболее популярных – и до сих пор не решенных до конца вопросов – это связь между наличием в составе совета компании внешних или, ***у***же, независимых директоров и их процентной доли в совете с качеством его работы. Эту связь изучают, например, (Barnhart, Marr & Rosenstein, 1994; Duchin, Matsusaks & Ozbas, 2010). При этом авторы первого исследования не смогли обнаружить значимой связи между долей независимых директоров в составе совета с эффективностью работы компании и, соответственно, с качеством работы совета. Авторы второй работы, наоборот, приходят к выводу о наличии определенной связанности, но отмечают, что её направление может быть разным. Если затраты на получение информации внешними директорами низкие, то б***о***льшая доля независимых директоров ассоциируется с более высоким качеством работы совета – то есть, с большей эффективностью работы компании. При высоких затратах на получение такой информации наблюдается противоположное направление связи.

Не меньший интерес исследователей прикован к структуре лидерства внутри совета, а именно к вопросу совмещения функций председателя совета директоров и высшего исполнительного лица одним индивидом. Ряд исследователей, принимая в расчет дополнительные затраты, которые может нести для компании разделение этих двух ролей между разными двумя людьми, приходят к выводу о том, что доверить исполнение обеих функций одному человеку будет более релевантным с точки зрения интересов акционеров – (Brickley, Coles & Jarrell, 1997; Boyd, 1995). Некоторые исследователи – как, например, (Baligda, Mayer & Rao, 1996) – не смогли найти какой-либо значимой связи между результатами работы компании и структурой лидерства совета директоров внутри неё. С другой стороны, более ранние исследователи находили подтверждения отрицательной направленности связи между результатами компании и комбинированным исполнением функций председателя совета директоров и высшего исполнительного менеджера компании. Наблюдалось, что компании, в которых имело место совмещение должностей высшего исполнительного лица и председателя совета директоров показывали менее впечатляющие результаты работы, чем в компании, в которых такого совмещения не было (Rechner & Dalton, 1991).

Эти аспекты состава совета касаются скорее его функции как контролера деятельности менеджмента. Директора исполняют также ряд других, не менее важных функций – в частности, они могут предоставлять доступ к важным для деятельности компании ресурсам, быть поставщиками интеллектуального капитала и помогать менеджменту в качестве консультантов (важно отметить, что эту функцию они выполняют в рамках работы в совете, а не как независимые нанимаемые консультанты). С этой точки зрения многих исследователей также интересует, насколько широко разнообразие директоров в составе совета. В отношении этого показателя чаще всего рассматриваются различные демографические характеристики совета директоров – например, такие.

* Гендерное разнообразие.

В последние годы исследователей все чаще интересует, есть ли связь между присутствием женщин в составе совета директоров, их количеством или относительной представленностью (процентным отношением к количеству директоров в совете) и эффективностью работы компании. Так, (Adams & Ferreira, 2009) отмечают положительную связь гендерного разнообразия совета директоров с качеством управления компанией на примере американских фирм: они заметили, что компании, в совете директоров которых наблюдалась большая доля женщин, оказывались более эффективными. (Miller & del Carmen Triana, 2009) также отмечают, что гендерное разнообразие в совете директоров положительно сказывается на работе компании.

* Национальное разнообразие.

Обычно рассматривается как присутствие представителей национальных меньшинств в советах. В работе (Miller & del Carmen Triana, 2009) отмечается, что компании, в составе совета директоров которых присутствовали представители национальных меньшинств, показывали более высокую рентабельность.

* Возраст

Ряд исследователей (Ferris, Jagannathan and Pritchard, 2003), занимающихся исследованием советов директоров, отмечали, что возраст директоров, входящих в состав совета, с одной стороны, хорошо отражает опыт директора, а с другой – энергию, которую он готов потратить на служение в совете. Кроме того, предполагается, что возраст связан с отношением человека к риску и своей репутации. Некоторые исследователи отмечали, что советы с более возрастными директорами встречаются в компаниях с меньшей доходностью, причем как в Америке (Faley, 2007), так и в Азии (Bonn, Yoshikawa & Phan, 2004).

* Длительность пребывания в должности.

Срок пребывания в должности подробно изучается в работе (Vafeas, 2003). Автор рассматривает длительность пребывания директора в совете с точки зрения двух теорий: теории опытности и теории дружбы с менеджментом. Согласно первой теории, чем дольше директор работает в совете, тем лучше он понимает процессы внутри организации, тем больше у него опыта и, соответственно, тем более он эффективен. Вторая наоборот, утверждает, что чересчур длительное пребывание в должности говорит о том, что между директором и менеджментом могли сложиться дружественные отношения, и, следовательно, директор будет хуже исполнять свои обязанности, особенно в части мониторинга. Рассмотрев компании, попавшие в список Forbes в 1994 году, исследователь приходит к выводу, что слишком длительная (более двадцати лет) служба директора в совете связана с большими возможностями для окапывания менеджмента, а также с более высоким вознаграждением для высшего исполнительного лица.

Безусловно, этот список не является исчерпывающим. Однако то широкое разнообразие факторов, изучаемых в контексте эффективности советов директоров, не может быть рассмотрено полностью в рамках одной работы.

## 1.2. Понятие финансового мошенничества внутри компании

Совет директоров выполняет в компании ряд функций. Мониторинг деятельности менеджмента – одна из важнейших. В случае неэффективного мониторинга в компаниях могут возникать случаи финансового мошенничества. Рассмотрим подробнее этот феномен корпоративной жизни.

### 1.2.1 Что такое финансовое мошенничество

Понятие финансового мошенничества (financial fraud или просто fraud) – довольно широкое. Должностные преступления, которые могут быть классифицированы как финансовое мошенничество в компании, очень различны: от мелкого воровства и использования активов компании для своих нужд до незаконного присвоения и манипуляций с финансовой отчетностью (чаще всего направленных на сокрытие использования активов в своих целях и совершенных ранее краж). Они могут встречаться на абсолютно любом уровне в компании: от рядового сотрудника до представителей высшего менеджмента. По существу, большинство компаний (если не все) рано или поздно сталкиваются с мошенничеством в том или ином масштабе. Кроме непосредственного получения сиюминутных материальных выгод, лицами, совершающими данное должностное преступление, могут преследоваться и иные цели – такие как представление положения компании в более выгодном свете, чем оно есть в реальности, в том числе для:

* проведения в жизнь решений, выгодных для совершающего мошеннические действия лица,
* улучшения положения компании в глазах акционеров,
* повышения цены акций.

Природа финансового мошенничества в корпорации во многом зависит от:

* области бизнеса, в которой функционирует компания,
* личности должностного лица, решившегося отступить от норм корпоративного права,
* непосредственной причины, побудившей его это мошенничество совершить.

Обширная природа явления, обозначенного в настоящей работе понятием финансового мошенничества, настолько сложна и многогранна, что не существует единого общепринятого его определения. Международный стандарт аудиторской деятельности, регулирующий соответствующую область, дает следующее определение.

* Финансовое мошенничество (Fraud) – это умышленное деяние, совершенное одним или несколькими представителями менеджмента, ответственными за управление, работниками или представителями третьей стороны, вводящими в заблуждение или обман для извлечения несправедливых или незаконных выгод. [ISA 240]

Похожее, но уточненное определение дается в (Xu, Zhang & Chen, 2017), которые называют финансовым мошенничеством умышленные нарушения в раскрытии информации и в целом её искажение в отчетности компании. Другой автор, (Beasley, 1996), ограничивает свое определение искажением финансовой отчетности, предоставляемой внешним пользователям, и незаконным присвоением активов компании со стороны менеджмента.

Исходя из отчетов американской Комиссии по ценным бумагам и рынкам, также можно сделать вывод о большом количестве видов финансового мошенничества. На рисунке 2 отражено количество заведенных Комиссией независимых дел за 2016-2017 гг., относящихся к тому или иному аспекту работы корпорации. Как можно заметить, одной из самых больших проблем в последние годы оставалось манипулирование финансовой отчетностью, за ним следовали нарушения при предложении акций и при инвестировании. Манипулирование финансовой отчетностью не только является самой большой проблемой, но и часто

1. является «плодом творчества» менеджмента и
2. может и должно быть замечено советом директоров,

что делает его интересным с точки зрения исследования эффективности контролирующей функции совета директоров.

1. Количество независимых обвинений, выдвинутых SEC в 2016-2017 гг, в зависимости от области деятельности компании, в которой произошло финансовое мошенничество.

Таким образом, для целей настоящей работы под **финансовым мошенничеством** будем понимать умышленные манипуляции с финансовой отчетностью и иным раскрытием информации о деятельности компании с целью создания её положительного имиджа, повышения стоимости акций, сокрытия ошибок предыдущих периодов, а также достижения иных результатов, позволяющих лицам, принимавшим участие в совершении мошеннических действий извлекать личную выгоду. Под манипуляцией с финансовой отчетностью (или её искажением) имеется в виду категория, определенная в международном стандарте аудита №200, определяющем основные термины, связанные с состоянием и проверкой финансовой отчетности. В соответствии с этим стандартом, **искажением [финансовой отчетности]** называют расхождение между количеством, классификацией, представлением или раскрытием пункта поданной финансовой отчетности и количеством, классификацией, представлением или раскрытием, которое требуется для этого пункта в соответствии с применяемой формой финансовой отчетности [ISA 200]. Такие искажения могут появляться в результате совершения ошибки либо быть преднамеренными (финансовое мошенничество). Именно второй вариант интересен для настоящего исследования.

Тема финансового мошенничества не теряет своей актуальности вот уже несколько десятилетий, и этому есть причины. В конце XX – начале XXI веков корпоративный мир потрясла целая волна скандалов, связанных с мошенничеством в компаниях, которые до того казались кристально честными, невероятно успешными и незыблемыми. Пожалуй, наибольшую огласку в этой сфере получила ситуация с компанией Enron, которая потеряла более 60[[6]](#footnote-6) миллиардов долларов капитализации и обанкротилась в результате того, что долгое время вводила своих инвесторов в заблуждение относительно уровня своей доходности и величины долга. Однако этот случай – далеко не единственный. Не менее известным стало мошенничество в американской корпорации Xerox – всемирно известном производителе печатно-копировального оборудования, одном из мировых лидеров отрасли, чьё название давно стало нарицательным. Компания признала, что в течение ряда лет выручка, которую она указывала в своих отчетах, была значительно завышенной по сравнению с реальными цифрами. Последствия были не столь плачевными, как для Enron: Xerox и сегодня продолжает работать, да и дело удалось решить посредством досудебного урегулирования по обоюдному соглашению сторон (комиссия по ценным бумагам и биржам обязала компанию выплатить крупный штраф). Однако богатство акционеров пострадало значительно: акции компании мгновенно обрушились на 10%[[7]](#footnote-7). В результате этих событий в начале 2000-х годов вышли новые законы и требования, такие как закон Сарбейнза и Оксли 2002 года (Sarbanes-Oxley Act, SOX), ужесточивший требования к подготовке финансовой отчетности и порядку её раскрытия, и новые требования американских бирж к советам директоров. Все эти меры были призваны оптимизировать корпоративное управление и улучшить качество финансовой отчетности, чтобы обеспечить достоверность и адекватность раскрываемой информации реальной ситуации в компании и результатов её деятельности.

Однако, примеры истории, как известно, усваиваются плохо, а ужесточившиеся требования всё равно иногда можно обойти, и менеджеры компаний по сей день продолжают рисковать благосостоянием своих акционеров ради сомнительных сиюминутных выгод (чаще всего – личных). В 2011-2012 годах пострадали держатели акций компании Weatherford International – крупной транснациональной компании, поставщика нефти и природного газа и соответствующих услуг. В 2007 – 2012 годах компания выпускала финансовую отчетность с завышенными показателями выручки, чистой прибыли, прибыли на акцию и других важнейших финансовых показателей. Компании пришлось сделать ряд заявлений об исправлении данных по финансовым результатам в отчетности. Уже первое из этих исправлений, вышедшее в 2011 году, имело драматические последствия: цена акций компании упала на 11% в течение торгового дня, что в целом уменьшило её капитализацию на 1.7 миллиардов американских долларов[[8]](#footnote-8). И этот случай – не единичный: комиссия по ценным бумагам и биржам Соединенных Штатов Америки ежегодно инициирует большое количество разбирательств, связанных с нарушениями в финансовой отчетности компаний, в том числе с преднамеренным её искажением компаниями.

И этих обвинений не становится меньше. Если посмотреть на отчеты американской Комиссии по ценным бумагам и рынкам, можно заметить, что количество обвинений выросло с начала века (см. рисунок 3). Огромными остаются и убытки, которые несут компании от неправомерных действий их работников и менеджмента. За 2016-2017 гг. более 2 миллиардов долларов[[9]](#footnote-9) было затрачено компаниями, чьи акции торгуются на американских биржах, на выплату штрафов и почти 6 миллиардов[[10]](#footnote-10) – на различные восстановительные платежи, связанные в основном с возвратом незаконно полученных денег. Причем до 70% этих сумм приходилось на 5% крупнейших дел[[11]](#footnote-11).

1. Количество обвинений компаний в финансовом мошенничестве, выдвинутых SEC за 2005-2017 гг.

Между тем, финансовая отчетность, публикуемая компаниями, остается одним из основных источников, из которых акционеры компании и другие заинтересованные лица могут получить информацию о положении дел внутри неё. Предполагается, что информация достоверна – тем более, что она подтверждается аудиторскими проверками. И манипулирование отчетностью обрекает компанию не только на проблемы, связанные со штрафами и потерями в цене акций, но также оказывает значительное негативное влияние на репутацию данного предприятия на рынке. Об этом говорится, например, в исследовании причин и последствий финансового мошенничества в корпорации (Rezaee, 2002), автор которого считает своей целью обратить внимание органов корпоративного управления в компании на драматические последствия участия в мошеннических действиях с отчетностью компании и дополнительно подчеркивает неприемлемость и незаконность такого корпоративного поведения. Также это отмечают и (Ferris, Pritchard, 2001), которые обнаружили значимую негативную реакцию рынка (около 25%) на объявление о возможном (пока ещё даже не доказанном) появлении в компании ситуаций финансового мошенничества и чуть менее ярко выраженную реакцию на заведение дела. Примечательно, что авторы не обнаружили значительной связи с объявлением об окончательном решении суда, что они склонны трактовать либо как отсутствие заинтересованности участников рынка в информации о результатах проверок, либо как чрезмерную стоимость получения такой информации. Таким образом, проблема мошенничества в корпорациях, манипулирования отчетностью и сегодня не теряет своей актуальности.

Согласно последним отчетам, опубликованным некоторыми консалтинговыми компаниями, в портфель услуг которых включены услуги «Форензик» (заказное расследование случаев финансового мошенничества внутри компании) и Association of Certified Fraud Examiners (ACFE), в 2014-2016 года большинство преступлений, связанных с финансовым мошенничеством, было осуществлено управленческим и высшим управленческим составом (33% для Северной Америки). Как отмечают KPMG, в 61% случаев[[12]](#footnote-12) мошенничество произошло ввиду слабости системы внутреннего контроля. Примечательно, что исследователи отмечают, что женщины реже бывают замешаны в мошенничестве и скорее будут действовать так, лишь имея серьёзные личные финансовые трудности. Также в Америке более распространены индивидуальные случаи финансового мошенничества, чем в составе группы лиц.

Искажение отчетности может быть выгодно двум основным группам людей, связанных с её управлением: акционерам и менеджерам, поскольку благосостояние тех и других во многом зависит от цены на акции компании. Акционеры получают дивиденды, а также доход от прироста цены акции. Пакеты вознаграждений менеджмента зачастую привязаны к цене акций компании, которой они управляют (особенно в рамках ценностно-ориентированного менеджмента). Цена акций сильно зависит от ожидаемых результатов компании и падает, когда реальные результаты не оправдывают ожиданий. Согласно обзору компании KPMG 2016 года, около 35% искажений[[13]](#footnote-13) по всему миру совершаются именно в целях сокрытия разрыва между ожидаемыми и реальными результатами[[14]](#footnote-14).

Интересы собственников и менеджеров, хотя направленные на одну и ту же цель – максимизацию цены акций, могут иметь разный временной горизонт. Если акционер как собственник чаще ориентирован на долгосрочный рост, менеджер вполне может удовольствоваться краткосрочными результатами в расчёте, что отвечать за них будет его преемник. Ввиду такого потенциального конфликта интересов рассматривают три основных типа стратегических решений менеджера, которые могут идти вразрез с долгосрочными планами собственника.

1. Политика достижения хороших краткосрочных результатов в ущерб долгосрочным. Например, такой менеджер может урезать расходы на исследовательскую деятельность, поскольку в ближайшие пару лет компания и так сможет удерживать лидирующее положение. То, что после этого она может быть отброшена назад, такого менеджера не заботит.
2. Чересчур безопасная продуктовая стратегия. Компания предлагает только базовый, проверенный набор продуктов, который гарантированно будет прибыльным, полностью отказываясь от рискованных, но потенциально выгодных проектов. Однако такой подход значительно ограничивает прибыль.
3. Собственно оппортунистическое поведение, когда управленец фактически ворует у возглавляемой им компании и её акционеров. Способов такого воровства существует великое множество, и не все из них бывает возможно доказать в суде.

Однако одного только наличия мотива для совершения преступления недостаточно – здесь нужен комплекс условий. Согласно учебнику “Financial Accounting” (Libby, Libby & Hodge, 2017), существуют три основные предпосылки для того, чтобы возникло преднамеренное искажение финансовой отчетности, приведённые ниже.

1. Incentive – Мотивация (стимулирующий фактор или внешнее давление).
2. Opportunity – Возможность совершить преступление. Существование внешних относительно индивида (группы индивидов) условий, благоприятствующих
3. Rationalization – Рационализация или способность обдумать и совершить преступление. Под способностью совершить преступление понимают внутреннюю способность человека принять своё деяние, примирив его с личными убеждениями и этическим кодом.

В профессиональной среде совокупность названных условий имеет устоявшееся название – треугольник финансового мошенничества (The Fraud Triangle) (см. рисунок 4).



1. Треугольник финансового мошенничества (The Fraud Triangular)
[Источник: Libby, R. Financial Accounting : Ninth Edition / R. Libby, P. A. Libby, F. Hodge. – New York : McGraw-Hill Education, 2017. – 701 p.].

Эффективная система корпоративного управления сконструирована таким образом, чтобы уменьшить вероятность появления элементов «треугольника финансового мошенничества» в компании. С внутренними мотивами и моральными устоями успешно справляются четкие линии ответственности и сильная система корпоративной этики. Предотвращать же появление самой возможности для отклонения от законопослушного поведения и работы в интересах компании – задача совета директоров, системы внутреннего контроля и внешних аудиторов. Подробнее их функции в системе обнаружения и предотвращения случаев финансового мошенничества пояснены в следующей части.

### 1.2.2 Обнаружение финансового мошенничества: ответственность и основные роли

Как уже было отмечено выше, здоровое состояние рынков капитала в большой степени зависит от уверенности участников этих рынков в достоверности сведений, получаемых ими из финансовой отчетности компаний. Вообще, вся система передачи рынку (и, в частности инвесторам и акционерам) ключевой информации о деятельности компании зиждется на предположении, что раскрываемые сведения о положении дел в бизнесе являются полными, релевантными и заслуживающими доверия. Собственно доступность такой информации обеспечивает соблюдение одного из условий теории эффективности рынка в том, что помогает в оценке величины справедливого богатства акционеров.

Кроме обеспечения эффективного функционирования рынка, релевантность раскрываемой информации имеет критически важное значение и для самой компании. Само по себе существование финансового мошенничества в компании не позволяет максимизировать богатство акционеров, а обнародование факта существования такого мошенничества способно еще больше его подорвать. Кредитные рейтинги компании при этом тоже страдают, что ведет к сокращению для неё возможностей привлечения финансирования на выгодных условиях.

Таким образом, своевременное обнаружение возможных нарушений в отчетности компаний (до того, как об этих нарушениях станет известно рынку) является ключевым для нормального функционирования фондового рынка и эффективной работы компании. У современных компаний есть ряд внешних и внутренних агентов, которые имеют дело с отчетностью компании, и потому могут быть ответственны за своевременное обнаружение ошибок или искажений, так и служить вспомогательным фактором для этого. К таким агентам относятся служба внутреннего аудита (контроля) и внешние аудиторы, комитет по аудиту совета директоров и непосредственно сам совет директоров.

***Служба внутреннего аудита (контроля)*** призвана проверять отчетность компании на предмет её соответствия требованиям полноты и достоверности. Кроме того, к ведомству службы относится проверка качества операционной деятельности фирмы. Однако внутренние аудиторы не занимаются непосредственно разработкой и применением систем обнаружения и предотвращения финансового мошенничества. Это подразделение скорее выступает в роли консультанта, указывая управленческому персоналу на возможные узкие места и оценивая риски возникновения ошибок в отчетности. В зависимости от структуры компании, эта служба может быть подотчетна финансовому директору, старшему исполнительному менеджеру или непосредственно совету директоров. Кроме того, в рамках большой группы связанных компаний эта функция может быть вынесена на аутсорсинг.

***Внешние аудиторы.*** Вопреки распространенному мнению, внешние аудиторы не занимаются выявлением искажений в отчетности. Основная цель работы внешнего аудитора – проверка предоставленной компанией годовой отчетности на соответствие основным требованиям к её оформлению и на отсутствие грубых ошибок. Тем не менее, всегда остается вероятность, что в ходе основной проверки будут обнаружены серьезные расхождения описанных в отчетности фактов с реальностью. В этом случае внешний аудитор докладывает о таком факте совету директоров или комитету по аудиту совета директоров (в случае, если есть основания предполагать причастность директоров к искажению информации). Кроме того, в случае наличия у собственника или менеджера подозрений, что в компании происходят действия, носящие характер финансового мошенничества, они могут заказать более детальный и глубокий анализ деятельности и отчетности для проверки того, есть ли в ней искажения. Такой вид услуг называется «форензик». В целом, с точки зрения обнаружения и предотвращения мошенничества деятельность аудиторов также носит скорее вспомогательный характер.

***Комитет по аудиту совета директоров.*** Обычно его роль зависит от потребностей конкретной компании, но в целом можно выделить основную обязанность, которая есть у комитета по аудиту любой компании. Он следит за тем, чтобы совет директоров и служба внутреннего аудита (контроля) должным образом выполняли свои функции. Также комитет по аудиту взаимодействует с внешним аудитором. Само наличие такого комитета в совете директоров уже сигнализирует рынку об атмосфере дисциплины внутри компании, а также о наличии независимого от директоров и менеджеров органа, который имеет возможность поднимать на обсуждение вопросы релевантности отчетности в случае необходимости. Таким образом, и комитет по аудиту не несет ответственности непосредственно за обнаружение случаев финансового мошенничества в компании, он скорее является помощником в этом деле для совета директоров.

***Совет директоров.*** Как уже упоминалось в соответствующей подглаве, одной из главных функций его является мониторинг деятельности менеджмента. Эта функция столь важна, поскольку директора компании несут ответственность за сохранность активов компании. Поэтому именно от совета директоров ожидается разработка и применение на практике программ, позволяющих выявлять и предотвращать мошенничество и иные отклонения от нормальной деятельности.

Кроме того, как показали события начала XXI века, директорам, служившим в советах компаний, в которых произошло финансовое мошенничество, регулярно ставится в вину ненадлежащее качество выполнения порученных им функций. Например, после громкого скандала вокруг компании Enron, комитет по расследованиям американского правительства выпустил обширный отчет, в котором разбиралась роль совета директоров в произошедшем. В том числе документ указывает на ряд обязанностей совета директоров, связанных с защитой интересов акционеров. Так, в отчете обращается внимание: помимо прочих обязанностей, члены совета директоров должны обеспечивать соответствие финансовой отчетности, публикуемой компаниями для существующих и потенциальных инвесторов, реальному положению дел в компании. Для обеспечения выполнения этой обязанности, у совета директоров есть ряд полномочий, среди которых:

1. контроль за финансовой отчетностью компании. Членам совета директоров не столь важно знать все аспекты бухгалтерского учета, сколько понимать, сколько денег пришло и сколько ушло, и иметь способность контролировать использование фондов и направления траты средств.
2. осуществление общего мониторинга за деятельностью компании.

Также в отчете снова указывается, что первоочередной и непреложной обязанностью совета является защите интересов акционеров компании.

Кроме того, комиссары SEC отмечают: члены советов директоров наделены обширным кругом обязанностей и полномочий для их выполнения. В частности, обращается внимание на следующее. Акционеры и рынок в целом полагаются на членов совета директоров как на гарантов сохранности активов компании. В связи с этим даже известны несколько случаев, когда директора подвергались юридическому преследованию в результате того, что не смогли должным образом выполнить свои обязанности как попечителя имущества акционеров. Например, такая участь постигла Фрэнка Уэлша, одного из директоров компании Tyco – первого члена совета, обвиненного в связи с возникновением финансового мошенничества в компании, с начала череды корпоративных скандалов начала XXI века. Уэлш смог избежать тюрьмы, вернув незаконно полученные выплаты и заплатив крупный штраф.

Однако такие случаи встречаются относительно редко. Более распространенное явление – увольнение директоров, не справившихся со своей обязанностью защиты имущества компании и её собственников. Такая участь постигла часть членов совет директоров сети клиник HealthSouth. После скандала в 2003 году, когда прибыли компании были завышены почти на 1,5[[15]](#footnote-15) миллиарда долларов, те, кто являлся членом совета на момент возникновения в компании финансового мошенничества и, соответственно, должны были следить за действиями менеджмента для предотвращения подобных ситуаций, были вынуждены покинуть свой пост. Подобное решение было принять относительно совета директоров банка Wells Fargo, когда после ряда лет проблем, связанных с финансовым мошенничеством, весь совет директоров в составе 16 человек, который не сумел должным образом осуществлять надзор за деятельностью банка, был сменен. Также шесть членов совета директоров, допустивших появление финансового мошенничества в случае с компанией WorldCom, были смещены.

Однако после того, как о реальном положении дел в компании (и вместе с ним о наличии в компании финансового мошенничества) становится известным обществу, директора теряют места не только в компании, где произошли нарушения. Было замечено, что директора, в портфеле которых одна из компаний была уличена в мошенничестве, теряют около 25%[[16]](#footnote-16) мест в других компаниях. Особенно, если другие компании, в которых они служат в качестве членов советов директоров, относятся к категории особенно контролируемых различными рейтинговыми агентствами.

Обобщенная информация, описывающая роли указанных служб с точки зрения обнаружения искажений финансовой отчетности, представлена в таблице 1.

1. Основные роли службы внутреннего контроля, внешних аудиторов, комитета по аудиту и совета директоров с точки зрения ответственности за идентификацию случаев искажения финансовой отчетности.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Служба | Основная роль с точки зрения обнаружения случаев искажения финансовой отчетности компании | Наличие ответственности за обнаружение искажений в финансовой отчетности |
| Служба внутреннего контроля (аудита) | Консультирующая функция: проверка достоверности и точности отчетности, указание финансовой службе / менеджменту / совету директоров на возможные риски. | Нет |

1. Основные роли службы внутреннего контроля, внешних аудиторов, комитета по аудиту и совета директоров с точки зрения ответственности за идентификацию случаев искажения финансовой отчетности. (продолжение).

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Служба | Основная роль с точки зрения обнаружения случаев искажения финансовой отчетности компании | Наличие ответственности за обнаружение искажений в финансовой отчетности |
| Внешние аудиторы | Проверка отчетности на соответствие основным требованиям и отсутствие грубых ошибок. Может указывать совету директоров или комитету по аудиту о сомнительных случаях расхождения отчетности с реальностью Могут предоставлять отдельные (дополнительные) услуги «Форензик». | Нет |
| Комитет по аудиту | Следит, чтобы совет директоров и служба внутреннего контроля эффективно выполняли свои функции. | Нет |
| Совет директоров | Мониторинг деятельности менеджмента, разработка и применение программ для предотвращения возникновения случаев мошенничества. | Да |

[Составлено по: Morris, G. D. Finance Director’s Handbook : Fifth Edition / G. D. Morris, S. McKay, A. Oates. – Oxford : Elsevier Ltd., 2009. – 1013 стр.]

Иногда бывает удобно назначить ответственными за выявление подобных отклонений одного или нескольких конкретных директоров. Однако следует помнить, что совет директоров несет солидарную ответственность за обнаружение и предотвращение их проявлений. Это означает, что отвечать за нарушения и несвоевременное обнаружение таких отклонений директора будут все вместе.

### 1.2.3 Анализ исследований по финансовому мошенничеству

Условно все работы, занимающиеся изучением такого явления корпоративной жизни, как финансовое мошенничество, можно разделить на две большие группы:

1. изучающие условия возникновения финансового мошенничества;
2. изучающие последствия финансового мошенничества (штрафы, падение ценности, затраты на восстановление репутации).

#### Исследование условий возникновения ситуаций финансового мошенничества в компании

Хотя тема проявления финансового мошенничества в корпоративной жизни потенциально более интересна с точки зрения получения некого удобного и точного инструмента, который бы позволял с высокой долей вероятности обнаруживать потенциальные слабые места, исследований, которые бы пытались получить полную предсказательную модель не так много. В целом, это объясняется тем, что на вероятность появления в компании такого феномена корпоративной жизни как финансовое мошенничество может оказывать влияние слишком много факторов, не все из которых являются количественными и поддаются адекватному измерению.

Однако попытки всё-таки предпринимаются. На примере греческих компаний в работе (Spathis, 2002) автор рассматривает модель, которая бы позволила на основе публикуемой информации определять факторы, ассоциируемые с наличием в компании проблем с финансовой отчетностью («False Financial Statement»). В частности, автором рассматриваются показатели структуры капитала, рентабельности. Другое исследование, нацеленное на получение более или менее полноценной модели, позволяющей предсказать наличие случаев мошенничества с финансовой отчетностью, представлено (Dechow et al., 2011). Авторы строят исследование на большой выборке компаний, основанной на релизах американской Комиссии по ценным бумагам и рынкам за более, чем 20 лет. В качестве предикторов в этой работе использованы различные финансовые и нефинансовые показатели деятельности компании, связанные с рынком характеристики, показатели, характеризующие систему вознаграждения топ-менеджмента.

Гораздо чаще встречаются работы, которые стараются рассмотреть связь отдельных характеристик компании с наличием в ней финансового мошенничества.

Поскольку в настоящей работе изучается взаимосвязь возникновения в компании финансового мошенничества с характеристиками совета директоров этой компании, прежде всего для целей исследования было интересно обратить внимание на исследования с соответствующей тематикой. Было отмечено, что в основном исследователи пытаются связать появление финансового мошенничества с двумя основными группами показателей: структурными характеристиками совета директоров и личными качествами людей, входящих в его состав. К структурным характеристикам относятся такие, как наличие и процентная доля внешних или независимых директоров в совете, наличие и состав комитетов в составе совета, совмещение роли генерального директора и председателя совета директоров, демографическое разнообразие директоров в составе совета. К личностным качествам членов совета директоров относятся наличие профильного образования, опыта работы в соответствующих отраслях, количество занимаемых мест в советах других компаний. Некоторые исследователи также рассматривают в комплексе структурные характеристики и личные качества членов совета. В соответствии с этом рассмотрим две подгруппы исследований.

Одним из основополагающих работ, исследующих связь различных характеристик совета с появлением финансового мошенничества в компании, можно считать работу (Beasley, 1996), которая относится к таким «комплексным» исследованиям. Проводя исследование на примере американских фирм и сопоставляя 75 компаний, работники которых были уличены в мошеннических действиях, с 75 «чистыми» компаниями, сходными по размеру и виду деятельности, а также торгующимися на той же бирже (кроме того, вводилось требование наличия информации в «чистой» фирме за рассматриваемые для фирмы со случаями финансового мошенничества года), автор проверяет, как сказывается на способности совета к отысканию мошеннических явлений в компании наличие в его составе внешних директоров (которых дополнительно подразделяет на независимых и «серых» - внешних, но не являющихся независимыми), комитета по аудиту и представленности в нём внешних директоров («аутсайдеров»), числа других советов директоров, в которых эти «аутсайдеры» также являются внешними директорами. По результатам регрессионного анализа нескольких моделей исследователь делает ряд выводов. Прежде всего он отмечает, что б***о***льшая доля внешних директоров вообще (как независимых, так и «серых») делает совет более эффективным инструментом контроля над менеджментом с целью предотвращения случаев финансового мошенничества. Также автор отмечает, что состав совета играет в этом деле более важную роль, чем наличие комитета по аудиту (однако отмечает, что лишь небольшое количество компаний в выборке имело в составе совета директоров такой орган). Однако структурные характеристики совета директоров – не единственный фактор, влияющий на эффективность его работы в рассматриваемом контексте. Не менее важными автор находит и личностные характеристики внешних директоров: чем больше их опыт и количество акций компании во владении и чем меньше постов занимают внешние директора в советах директоров других компаний, тем ниже вероятность появления финансового мошенничества в компании.

Позже на моделях, которые изучались в работе (Beasley, 1996) основывались другие исследователи, в большей степени концентрируясь на некоторых описанных в ней аспектах. Например, исследование (Abbott, Park & Parker, 2000) более глубоко изучает вопрос комитета по аудиту в составе совета директоров. Авторы рассматривают не только независимость названного комитета (что они понимают как отсутствие внутри него исполнительных директоров), но и его активность (считают комитет активным в случае, если его встречи устраиваются не реже, чем два раза в год). С другой стороны, ими также был изучен вопрос взаимосвязи аффилированности членов комитета по аудиту. Как и предыдущий автор, данные исследователи проводили анализ на выборке американских фирм, в которых существовали проблемы финансового мошенничества, и соответствующих им по размеру и отрасли функционирования фирм с «незапятнанной репутацией». В ходе исследования авторы приходят к выводу, что фирмам, в которых не имели место случаи финансового мошенничества, скорее присуще иметь активный и состоящий из независимых директоров комитет по аудиту, чем фирмам, которые столкнулись с проблемой корпоративного мошенничества. Однако, в отличие от (Beasley, 1996), они не обнаружили связи наличия случаев финансового мошенничества в компании с долей неисполнительных директоров в составе её совета, вне зависимости от наличия у них связанности с компанией.

Не меньшего интереса заслуживает работа (Uzun, Szewczyk & Varma, 2004). Эти исследователи также во многом (особенно в части контрольных переменных) опирались на модель (Beasley, 1996), но углубились в рассмотрение работы различных комитетов в составе совета директоров: по аудиту, по назначениям и по вознаграждениям. В этом их отличие от двух предыдущих работ, которые сосредоточились исключительно на комитете по аудиту. Однако эти авторы также, как и их предшественники, сначала проверяют связь с внешними директорами. По результатам их наблюдений наличие и внешних, и независимых директоров оказывается важным фактором: у компаний, в которых были случаи корпоративного мошенничества, их доля оказалась ниже, чем в компаниях без подобных проблем. Кроме того, наличие в структуре совета директоров комитетов по аудиту и по вознаграждениям оказались значимыми с точки зрения связи с вероятностью возникновения случаев корпоративного мошенничества: комитет по аудиту, как и ожидалось, был отрицательно связан с вероятностью наличия случаев мошенничества; а вот комитет по вознаграждениям, показал положительную связь, что авторы предполагают следствием его неэффективной работы. Что касается их исследования отдельных характеристик комитетов, авторы рассматривали такие их характеристики, как наличие в компании, процент представленности внешних и серых директоров и частоту их встреч. Из этих переменных значимой оказалась лишь она – та, которая отражала долю «серых» директоров в составе комитетов: как и ожидалось авторами, связь оказалась положительной.

Не менее интересным показателем для исследователей оказывается диверсифицированность директоров в составе совета – в том числе, с точки зрения демографических признаков. Так, в работе (Xu, Zhang & Chen, 2017) авторы предполагают, что в китайских компаниях чем старше представители совета, тем лучше они способны следить за действиями менеджмента. Однако в том случае, когда генеральный директор оказывается в среднем старше членов совета директоров, результат может измениться, поскольку ему уже не столь важным будет мнение совета директоров. Исследование этих авторов подтверждает обе гипотезы. Они трактуют возраст членов совета директоров как одну из характеристик внешней среды, влияющих на возможность со стороны CEO совершать мошеннические действия, и связывают результат с особенностями китайской культуры, одной из основных черт которой является почитание старших.

В работах по западным (и, в частности, американским) компаниям такие личные качества, как возраст (или, например, пол) чаще связывают с эффективностью работы компании в целом, чем со способностью совета к предупреждению возникновения ситуаций мошенничества. В этом вопросе американские исследователи более важными полагают такие объективные характеристики, как степень занятости директора, выраженной количеством мест, занимаемых в советах директоров иных компаний. Именно эта характеристика совета подробно рассматривается в исследовании (Ferris, Jagannathan and Pritchard, 2003). Авторы рассматривают различные аспекты деятельности совета и компании в целом, которые могут быть связаны с этим показателем, и в том числе пытаются оценить, как увеличение занятости директоров сказывается на их способности следить за деятельностью менеджмента с целью предотвращения возникновения случаев корпоративного мошенничества. Авторы не смогли найти подтверждения тому, что увеличение количества мест, занимаемых директором в советах различных компаний, связано с наличием в этой компании случаев мошенничества с акциями. Стоит отметить, что последние авторы не ограничились проверкой связи вероятности возникновения в компании случаев финансового мошенничества со средней занятостью внешних директоров, но также рассмотрели связь со средней занятостью всех членов совета директоров.

#### Исследование последствий финансового мошенничества в компании

Само по себе существование в компании оппортунистического поведения со стороны менеджмента, которое в целях настоящей работы понимается как совершение финансового мошенничества, не всегда способно причинить значительный ущерб благосостоянию акционеров (особенно, если не происходит прямого хищения их имущества). Однако со временем, когда о наличии такой проблемы в корпоративном управлении становится известно рынку, компанию и её инвесторов ждут куда большие проблемы. Хотя исследователи не всегда находили значимую взаимосвязь между началом обвинительного процесса против компании и изменением цены её акций (Ferris, Pritchard, 2001), все понимают, что рыночная цена акций во многом формируется на основании ожиданий рынка относительно деятельности и будущих результатов компании. В случае обнародования информации о нарушениях в компании и тем более об искажении результатов её деятельности, о существовании в ней финансового мошенничества, такие ожидания должны корректироваться в худшую сторону. И это действительно можно наблюдать на практике, как было отмечено в начале раздела. Как указывают сами авторы, возможное расхождение интуитивных ожиданий относительно реакции рынка на начало расследования в отношении компании с эмпирическими данными может быть связано со слабой доступностью такой информации для рынка. С другой стороны, в более позднем исследовании (Karpoff, Lee & Martin, 2008) авторам удалось найти доказательства того, что объявление о начале дела в отношении компании приводит к падению цены её акций. Авторы, отмечают, что падение цены акций лишь в незначительной степени (порядка 10% от величины падения) объясняется потерями компании от судебного процесса – штрафами и судебными издержками. Гораздо более серьёзный урон ценности компании наносит корректировка ожиданий акционеров относительно состояния компании. Различия в результатах двух исследований может объясняться тем, что довольно сложно отследить, в какой момент рынок узнает о начале расследования или его результатах. Таким образом, несмотря на то, что прямые эмпирических доказательства того, что начало расследования против компании приводит к отрицательной реакции рынка, не всегда можно найти, падение цены акций после таких новостей о компании является весьма вероятным. это делает такой внешний инструмент корпоративного управления, как рынок корпоративного контроля, эффективным.

Однако куда более важными с точки зрения управления компанией являются негативные последствия для репутации компании и системы корпоративного управления в ней. Отрицательные характеристики последней особенно остро сказываются на менеджменте, поскольку состояние системы корпоративного управления в компании является сигналом рынку, что интересы акционеров буду учтены, что делает привлечение капитала компанией на рынке более простым и дешевым. Репутационные эффекты корпоративного мошенничества на компанию рассматриваются исследователями с разных точек зрения. Например, (Fich & Shivdasani, 2007) отмечают, что внешний директор в составе совета директоров компании, в которой произошло финансовое мошенничество, скорее всего, потеряет часть мест, занимаемых им в советах других компаний. При этом они обращают внимание, что вероятность потерять место возрастает, если другая компания, в которой служил директор «проштрафившейся» компании имеет сильную систему корпоративного управления.

Другие исследователи рассматривают репутационные эффекты относительно самой компании и её восприятия рынком. Так, в уже упоминавшейся в работе (Karpoff, Lee & Martin, 2008) авторы трактуют значительную часть потери компанией ценности от судебного разбирательства против неё как репутационные издержки. Более раннее исследование, (Karpoff & Lott, 1993), также обращает внимание читателей, что фирмы склонны терять ценность, когда их отклонения от требований к отчетности становятся явными, однако эффект зависит от того, насколько серьёзный ущерб понесли их контрагенты. Авторы также отмечают проявление негативного эффекта для репутации в снижении доходов фирмы в период после того, как рынку стало известно о существовании в ней финансового мошенничества. В другой работе, (Rezaee, 2005), внимание читателя обращается на то, что финансовое мошенничество со стороны менеджмента приводит не только к большим денежным потерям со стороны, но и серьезно подрывает доверие к публикуемой ею отчетности, в том числе аудированной. Нетрудно понять, к каким сложностям с точки зрения привлечения капитала в будущем это может привести.

## 1.3 Постановка исследовательских гипотез

Выше были рассмотрены основные исследования по вопросам, связанным с:

1. качеством работы советов директоров с точки зрения прибыльности (эффективности работы) компании;
2. условиями возникновения случаев финансового мошенничества в компании, основанных на различных экономических характеристиках;
3. взаимосвязью некоторых характеристик советов директоров и вероятностью возникновения в компании случаев финансового мошенничества;
4. последствиями существования в компании такого явления, как финансовое мошенничество.

Как отмечает (Brennan, 2006), использование различных показателей ценности компании для акционеров при изучении эффективности работы совета не является единственно возможным или самым релевантным вариантом. Этот автор рассмотрел и сравнил в своей работе различные вариации исследований на тему советов директоров в поиске несоответствий относительно ожиданий по поводу его работы. Согласно его выводам, роль совета директоров состоит скорее в том, чтобы защищать богатство акционеров, чем в том, чтобы его создавать. В связи с этим автор задаётся вопросом: возможно, было бы более правильным рассматривать эффективность деятельности совета директоров не с точки зрения создания ценности для акционеров, а с точки зрения предупреждения её разрушения? На этот вопрос пробует ответить настоящее исследование.

Как было показано в главе, посвященной описанию такого явления корпоративной жизни, как финансовое мошенничество, его наличие в компании является одним из существенных факторов, разрушающих ценность компании. Кроме того, факт наличия или отсутствия в компании ситуаций финансового мошенничества может служить характеристикой способности совета эффективно исполнять свою функцию как контролера топ-менеджмента компании. Таким образом, использование показателя, описывающего возможность возникновения в компании подобных явлений, позволяет проверить наличие связи между характеристиками совета директоров и его эффективностью с точки зрения способности защищать богатство акционеров.

В то же время, обзор существующих исследований на тему финансового мошенничества в корпорациях показал, что тема является не очень подробно изученной. Существуют определенные работы, предлагающие модели, которые бы помогали предсказать появление случаев финансового мошенничества. Существует также ряд работ, предлагающих изучение этого явления с точки зрения некоторых характеристик совета директоров. Однако в них рассматривается довольно ограниченное количество характеристик советов, обычно связанных с независимостью и мотивацией директоров. Многие личные характеристики (такие как пол, возраст, проведенное в совете время) при этом остаются неизученными. Даже относительно рассмотренных характеристик между исследователями нет полного взаимного согласия.

Тем не менее многие исследователи всё же сходятся на том, что совет директоров и его структура должны быть связаны с его способностью к мониторингу деятельности менеджмента и, соответственно, с вероятностью появления в компании возможностей для осуществления финансового мошенничества. Таким образом, проведенное изучение работ предыдущих исследователей по связанным темам и полученных ими результатов позволяет выдвинуть ряд исследовательских гипотез.

Несмотря на то, что вопрос независимых директоров уже давно волнует исследователей, точного ответа на него так и не было найдено. Выше уже отмечалось, что разные исследователи в разное время находили как положительную (Beasley, 1996; Uzun, Szewczyk & Varma, 2004), так и отрицательную (Abbott, Park & Parker, 2000) взаимосвязь с эффективностью работы совета, как с точки зрения результативности работы компании, так и с точки зрения вероятности возникновения в ней проблем финансового мошенничества. Некоторые исследователи не смогли подтвердить наличие связи (Abbott, Park & Parker, 2000). Поэтому в настоящем исследовании полагается важным еще раз проверить наличие такой связи на современных данных с учетом выдвинутого предположения об основной роли совета директоров. Ожидания относительно направления связи основаны на следующих соображениях. Независимые директора не имеют столь сильной прямой зависимости от компании, как исполнительные. Кроме того, они считаются незаинтересованными лицами, которым важна их репутация на рынке поскольку именно от неё в большей степени зависит их благополучие. В связи с этим предполагается, что они смогут быть лучшими контролерами и не допускать возникновения мошенничества со стороны управленческого состава компании.

* Н1: чем больше доля независимых директоров в составе совета, тем ниже вероятность возникновения в компании финансового мошенничества.

Вопрос поручения ролей председателя совета директоров и высшего менеджера одному и тому же индивиду также не раз становился предметом исследования различных аспектов того, является ли работа совета директоров эффективной (Brickley, Coles & Jarrell, 1997; Boyd, 1995; Baligda, Mayer & Rao, 1996; Rechner & Dalton, 1991). Однако общепринятого мнения о том, стоит ли разделять эти функции, так и не было найдено – каждый вариант имеет свои достоинства и недостатки. С одной стороны, высший исполнительный директор располагает более полным знанием деятельности компании, чем независимый директор, и, следовательно, обладает большей способностью к выявлению неточностей в отчетах или несоответствия их реальности. С другой, совмещение ролей дает в его руки практически неограниченную власть и ставит под вопрос беспристрастность совета при контроле деятельность высшего менеджмента в корпорации. Поскольку наличие финансового мошенничества в компании говорит, прежде всего, о неэффективном мониторинге деятельности управляющего звена со стороны совета директоров, в настоящем исследовании ожидается, что в компаниях с совмещением двух указанных ролей и возникновение случаев финансового мошенничества будет более вероятным.

* Н2: в компаниях, в которых имеет место совмещение позиций председателя совета директоров и высшего исполнительного лица вероятность возникновения финансового мошенничества выше, чем в компаниях, в которых такого совмещения нет.

Тема гендерного разнообразия в составе совета директоров набирает популярность в последние годы. Исследователи разных стран уже отмечали положительную связь наличия и числа женщин в составе совета директоров (Adams & Ferreira, 2009; Miller & del Carmen Triana, 2009), однако исследований, которые бы пытались выяснить эффективность женщин именно как контролеров, не так уж много. В общем и целом, предполагается, что более разнообразный состав совета связан с его лучшей эффективностью. Кроме того, согласно статистическим данным консалтинговых компаний, женщины реже оказываются вовлеченными в должностные преступления и реже действуют в сговоре. Это позволяет предполагать, что более гендерно диверсифицированный совет директоров будет лучше справляться с обязанностью мониторинга, не допуская возможностей для возникновения финансового мошенничества внутри компании.

* Н3.1: в компаниях, в которых в составе совета директоров присутствуют женщины, вероятность возникновения финансового мошенничества будет ниже, чем в компаниях, в советах директоров которых женщин нет.
* Н3.2: чем выше доля женщин в составе совета директоров, тем менее вероятно возникновение в ней финансового мошенничества.

Более ранние исследователи (Vafeas, 2003) предполагали неэффективность работы директора, слишком долго пребывающего в совете. Соответственно, в настоящем исследовании делается предположение о снижении качества мониторинга менеджмента директором с увеличением длительности времени, в течение которого он является членом совета. Предполагается, что, только начиная работать в совете, директор будет стремиться хорошо себя зарекомендовать, будет действовать, более внимательно и ревностно исполняя свои обязанности. В то же время, с увеличением срока его службы, директор может:

* более расслабленно относиться к своим обязанностям – ведь он уже успел создать себе определенную репутацию,
* завести дружбу с управленческим составом,
* желать удержать за собой место в совете: одним из наиболее частых источников кандидатов в совет директоров выступает именно менеджмент, и директор может постараться не портить отношения с ним, чтобы остаться в совете.

Всё это в конечном итоге может привести к его менее внимательному отношению к деятельности менеджмента.

* Н4: чем длиннее срок нахождения директора на его должности в совете, тем выше вероятность возникновения в компании случаев финансового мошенничества.

Исследователи (Faley, 2007; Nakano & Nguyen, 2011) отмечали отрицательную связь возраста совета директоров с результатами работы компании, предполагая, что более молодой совет сможет принести компании б***о***льшую ценность. Однако они связывают это скорее с отношением к риску членов совета: более старшие директора склонны придерживаться стабильных и безопасных стратеги, что в долгосрочной перспективе мешает компании развиваться и конкурировать с более смелыми игроками на рынке. С другой стороны, с возрастом люди приобретают житейский опыт и хорошую интуицию, что помогает им в анализе ситуаций и может помочь в мониторинге менеджмента компании. Такое предположение подтверждалось в работе (Xu. Zhang & Chen, 2017). Авторы отмечали, что в компаниях, в которых произошло финансовое мошенничество, совет директоров был более молодым. С другой стороны, логично предположить, что накопление опыта с возрастом может идти не бесконечно. Люди старшего возраста склонны быстрее уставать, их уже не так сильно волнует их будущая репутация. Поэтому в настоящей работе предполагается проверить наличие нелинейного характера связи между возрастом совета директоров и вероятностью возникновения финансового мошенничества. Ожидается, что связь будет являться квадратичной и иметь вид параболы (U-образную форму).

* Н5: связь возраста директоров в составе совета с вероятностью возникновения финансового мошенничества носит нелинейный характер.

# Глава 2. Методология эмпирического исследования

## 2.1 Эконометрическая модель

В настоящем исследовании в качестве показателя, характеризующего эффективность мониторинга менеджмента со стороны совета директоров, используется переменная FRAUD. Она отражает наличие или отсутствие в компании случаев финансового мошенничества. Значения, которые может принимать эта переменная, а также условия, при которых она принимает то или иное значение, описаны в таблице 2.

1. Значения переменной FRAUD.

|  |  |
| --- | --- |
| Значение переменной | Условия |
| FRAUD=1 | В компании в рассматриваемый период времени[[17]](#footnote-17) наблюдались события, классифицируемые как финансовое мошенничество. |
| FRAUD=0 | В компании в рассматриваемый период случаев финансового мошенничества зафиксировано не было. |

Для целей настоящего исследования данная переменная используется в качестве объясняемой (зависимой). В то же время, как это следует из таблицы, переменная FRAUD может принимать лишь два значения – то есть, является бинарной. Это определяет вид модели, которая будет использована в дальнейшем.

Существует два основных вида моделей, применяемых для изучения взаимосвязей, когда в качестве зависимой переменной использована бинарная переменная – это логит- и пробит-модели (так называемые «модели бинарного выбора»). Большого концептуального различия между этими моделями нет, и выбор между ними основан скорее на предпочтениях исследователя и существующей практике их применения. В большинстве исследований, посвященных проблематике корпоративного мошенничества, в качестве модели используется логит-регрессия. Например, она использована в работах (Beasley, 1996; Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; Abbot, Park & Parker, 2000). В связи с тем, что большинство исследователей при изучении вопросов, связанных с появлением случаев финансового мошенничества в компании, выбирают логит-модель, в настоящем исследовании было решено также использовать этот вид регрессии. Таким образом, все модели, рассматриваемые в исследовании, имеют вид

 $Λ(z)=\frac{e^{Z}}{1+e^{Z}}$ , (1)

где $Λ(z)$ обозначает вероятность, с которой зависимая бинарная FRAUD переменная принимает значение 1, ***е*** является математической константой, а Z – функцией, которая для каждого варианта модели специфицируется отдельно. Контрольные и исследовательские переменные, которые в каждом случае включаются в модель, описаны ниже. Связь зависимой переменной и функции Z: FRAUD= Z+ε, где ε – остаток.

### Контрольные переменные

Прежде, чем проверять взаимосвязь характеристик совета директоров с вероятностью проявления в ней такого явления корпоративного управления, как оппортунизм со стороны менеджеров, выраженный через наличие в компании случаев финансового мошенничества, необходимо было проконтролировать связь появления таких случаев в компании с характеристиками компании, которые, по мнению многих исследователей, связаны с появлением мошенничества. В качестве таких переменных были выбраны финансовые и иные характеристики компании, часто ассоциируемые с вероятностью того, что руководство компании решится на мошенничество. Контрольные переменные, включенные в модель настоящего исследования это (в скобках указано обозначение переменной в модели):

1. возраст компании (CoAge);
2. структура капитала (DA).

*Возраст компании.* Возраст компании рассматривается на момент возникновения в компании случая финансового мошенничества. В качестве точки отсчета, от которой компания начинает своё существование, выбрана дата официальной регистрации компании (Date of incorporation), как это используется, например, в (Jackling & Johl, 2009). В случае отсутствия информации о дате регистрации использовалась дата первой отчетности, зарегистрированной на сайте SEC. Для предупреждения возникновения проблемы мультиколлинеарности, переменная в модель вводится в логарифмированном виде. Предполагается, что между возрастом компании и возникновением случаев финансового мошенничества в компании будет наблюдаться отрицательная связь. Чем старше компания, тем больше она дорожит своим именем и хорошей репутацией, тогда как молодые компании, которые нуждаются в финансировании для развития, как ожидается, будут более склонны к риску и с большей вероятностью могут решиться на манипулирование отчетностью. Кроме того, менеджмент молодых компаний подвергается большему давлению, ведь им нужно оправдывать ожидания инвесторов, что также толкает молодые компании к финансовому мошенничеству. Подобная связь предполагается в (Beasley, 1996; Abbott, Park & Parker, 2000).

*Структура капитала.* Такая характеристика деятельности компании, как структура её капитала (уровень финансового левериджа) также часто становится контрольной переменной в исследованиях, посвященных вопросам эффективности советов директоров. В основном, используются 2 разновидности этого показателя: отношение долга к активам – как, например, в (Barnhart, Marr & Rosenstein, 1994) – и отношение долга к собственному капиталу – например, в (Spathis, 2002). При этом исследователи отмечают отрицательную связь между уровнем финансового левериджа с результативностью работы компании и её совета директоров. В настоящем исследовании финансовый леверидж выражен как отношение долгосрочного долга к активам компании, которое наблюдалось на конец календарного года, предшествовавшего появлению в компании случая финансового мошенничества. Предполагается, что связь уровня финансового левериджа с возникновением в компании финансового мошенничества будет положительной. Такое направление связи обусловлено тем, что сильно закредитованная компания, как ожидается, будет более склонна к искажению информации о своей прибыли, чтобы создать видимость устойчивости.

В некоторых исследованиях (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; Campbell & Minguez-Vera, 2008) в качестве контрольной переменой используется также размер совета директоров. Эта характеристика используется многими исследователями, изучающими эффективность совета директоров как с точки зрения эффективности компаний, так и с точки зрения защиты прав акционеров от менеджерского оппортунизма, проявляющегося в финансовом мошенничестве. Однако исследователи выдвигают различные предположения относительно связи размера совета директоров с качеством его работы. Строго говоря, среди исследователей также нет единого мнения о функциональной форме связи, которая может быть и нелинейной (Bhagat & Black, 1999). В связи с этим в настоящем исследовании было принято решение отказаться от размера совета директоров в качестве контрольного показателя.

Краткое описание контрольных переменных и ожидаемое направление связи отражены в таблице 3.

1. Обобщенная информация по контрольным переменным.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Обозначение в модели | Ожидаемое направление связи | Расчёт |
| Возраст компании | CoAge | - | Логарифмированная разность между годом возникновения финансового мошенничества и годом регистрации компании. |
| Структура капитала | DA | + | Отношение долга компании к её активам на конец календарного года перед возникновением случая финансового мошенничества. |

Чтобы проконтролировать возможность совместного использования этих трёх переменных в одной модели, была построена корреляционная матрица, отражающая наличие связей между ними (представлена в таблице 4). Как видно из таблицы, между переменными отсутствует значимая корреляционная взаимосвязь.

1. Коэффициенты корреляции между контрольными переменными.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Возраст компании | Структура капитала |
| Возраст компании | 1,000 |  |
| Структура капитала | 0,113 | 1,000 |

Следует заметить, что размер компании, используемый некоторыми исследователям в качестве контрольной переменной при изучении эффективности работы совета директоров, в настоящем исследовании не используется. Отказ от этой переменной оправдан спецификой методики составления выборки, которая обычно используется (Beasley, 1996; Ferris, Jagannathan & Pritchard) при изучении вопросов финансового мошенничества. Для подтверждения нерелевантности этого показателя при работе с данной методикой был проведен тест на равенство средних по размеру активов между компаниями первой и второй подвыборки. Результаты проведения теста приведены в таблице 5 (размеры средней величины активов даны в тысячах долларов). По результатам теста видно, что различия в величине активов компаний, в которых были случаи финансового мошенничества, и компаний, в которых таких случаев не было, не значимы.

1. Сравнение средних размеров компаний с финансовым мошенничеством и без финансового мошенничества.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Компании, в которых были случаи финансового мошенничества в рассматриваемый период | Компании, в которых не было случаев финансового мошенничества в рассматриваемый период |
| Величина среднего | 5 128 508 | 4 598 465 |
| Величина t-статистика | -0,184 |
| Величина p-value | 0,8544 |

Для проверки исследовательских гипотез был подобран ряд переменных, которые по очереди добавлялись к контрольной модели.

### Исследовательские переменные

Для проверки перовой гипотезы (Н1) в модель включался показатель, характеризующий представленность независимых директоров в составе совета. Чтобы учесть разные размеры самого совета и избежать возникновения проблемы мультиколлинеарности в модели, было использовано не абсолютное число независимых директоров в составе совета, а их доля, определенная как отношение числа независимых директоров к общему количеству директоров в составе совета. Критерием независимости директора служило определение его таковым самой компанией. В свою очередь, компании определяют независимость директоров в соответствии с критериями, определяемыми биржами, на которых торгуются их акции. Например, в отчете компании Marathon Oil Corporation приводятся[[18]](#footnote-18) такие критерии определения независимости директоров:

* не является работником компании и не был им в прошлом, а также не имеет близких родственников – членов управленческого состава компании и не имел таковых в течение последних трех лет;
* не получал лично никаких значительных вознаграждений от компании сверх обычных вознаграждений членам совета директоров в течение последних трех лет, а также не имел близких родственников, получающих от компании такие вознаграждения;
* не связан с внешним аудитором компании лично или посредством близких родственников;
* не является исполнительным директором (и не имеет родственников – исполнительных директоров) в любой другой компании, в которой исполнительные директора данной компании служат или служили в комитете по вознаграждениям;
* не является исполнительным директором (и не имеет близких родственников – исполнительных директоров) в компании, которая платит или получает выплаты от компании в значительном объеме (значительным считается платеж от $1 000 000 или составляющий более 2% от консолидированной бухгалтерской прибыли такой компании).

Для проверки второй гипотезы (Н2) в модель включалась переменная, характеризующая, является ли высший исполнительный директор компании одновременно и председателем совета директоров. Переменная, включаемая в модель для тестирования этой гипотезы, является бинарной и принимает следующие значения:

* 1 – когда в компании совмещены должности высшего исполнительного директора и председателя совета директоров и
* 0 – когда указанные должности в компании занимают разные индивиды.

Сведения о структуре лидерства в совете директоров в компании также определяются в соответствии с публикуемой компанией информацией.

Для проверки двух разновидностей третьей гипотезы (Н3.1 и Н3.2) в модель были включены две исследовательские переменные:

* бинарная переменная Female (принимает значение 1, если в составе совета директоров есть хотя бы одна женщина и значение 0, если все директора в составе совета – мужчины) и
* количественная переменная FemaleFraction, фиксирующая долю женщин в составе совета директоров.

Как и в случае с независимыми директорами, количество женщин представлено в виде отношения абсолютного числа их представительниц в составе совета к общему количеству директоров в совете. Поскольку между этими двумя переменными есть значимая положительная корреляция (точечно-бисериальный коэффициент корреляции составляет 0,747 и является значимым на уровне 1%), они будут использованы в модели раздельно: сначала будет проверено, связано ли наличие женщин в совете директоров с эффективностью его мониторинга. Затем, если такая связь окажется значимой, будет проверено наличие аналогичной связи для количества женщин в составе совета.

Для проверки четвертой (Н4) гипотезы в модель была включена переменная, описывающая длительность срока службы директоров в совете. В качестве показателя использовался средний срок пребывания директоров в совете: от года, когда они вошли в состав совета до года возникновения финансового мошенничества (в случае компаний, в которых финансового мошенничества не было, брался год, в котором возник случай финансового мошенничества в компании-аналоге[[19]](#footnote-19)). Данные о сроках службы получены из публикуемых компаниями сведений. Дополнительно было проверено наличие нелинейной взаимосвязи показателя с фактом возникновения в компании финансового мошенничества.

Чтобы проверить пятую гипотезу, в модель был включен показатель, характеризующий возраст членов совета директоров. Предварительно проводилась проверка на наличие линейной связи возраста с вероятностью возникновения финансового мошенничества. Для этого в модели использовался средний арифметический возраст директоров, входящих в состав совета. Возраст определялся на момент возникновения в компании финансового мошенничества. Для проверки нелинейной связи (непосредственно гипотезы Н5) в модель также был включен квадрат среднего арифметического возраста директоров, входящих в состав совета.

Краткое общее описание исследовательских переменных и ожидаемое направление связи отражены в таблице 6.

1. Описание исследовательских переменных.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Переменная и номер соответствующей формулы модели | Обозначение в модели | Ожидаемое направление связи | Расчёт |
| Доля независимых директоров (3) | Indep | ‑ | Отношение числа независимых директоров в составе совета к общему количеству директоров |
| Совмещение функций председателя совета директоров и высшего исполнительного менеджера (4) | CEOduality | + | Бинарная переменная (1 – совмещение должностей, 0 – разделение должностей) |
| Наличие женщин в составе совета директоров (5) | Female | ‑ | Бинарная (1 – в составе совета есть женщины, 0 – в составе совета нет женщин) |
| Доля женщин в составе совета директоров (6) | FemaleFraction | ‑ | Отношение числа женщин в составе совета к общему количеству директоров |
| Длительность срока службы директоров в совете (7-8) | BoardTenure | +;Дополнительно: квадратичная зависимость | Среднее по совету количество лет, которое прошло с момента включения директора в совет до года возникновения финансового мошенничества; используется также в квадратичном варианте |
| Возраст директоров в составе совета (9-10) | BoardAge | Квадратичная зависимость;предварительно: ‑ | Средний арифметический возраст членов совета директоров на момент возникновения финансового мошенничества; используется также в квадратичном варианте |

Таким образом, функция Z из формулы (1) имеет несколько вариантов:

* формула (2) используется для проверки работоспособности контрольной модели;

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*BSize$ (2)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*Indep$ (3)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*CEOduality$ (4)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*Female$ (5)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*FemaleFraction $ (6)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*BoardTenure$ (7)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*BoardTenure+β\_{4}\*BoardTenure\^2$ (8)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*BoardAge$ (9)

 $Z=β\_{0}+β\_{1}\*CoAge+β\_{2}\*DA+β\_{3}\*BoardAge+β\_{4}\*BoardAge\^2$ (10)

Параметры βi (i=1, …, 3) или βi (i=1, …, 4) в формулах (2) – (10) являются оцениваемыми коэффициентами регрессии и характеризуют направление связи между объясняющей и зависимой переменными. Параметр β0 во всех формулах характеризует оцениваемый параметр при константе.

## 2.2 Выборка и источники информации о компаниях и советах директоров

Для построения моделей и проверки гипотез требовалось собрать информацию о возникновении и существовании в компании финансового мошенничества, а также различные характеристики самой компании и её совета директоров.

### 2.2.1 Данные о компаниях

Выборка, на основании которой проводилось исследования, составила в общей сложности 94[[20]](#footnote-20) публично торгуемых американских (то есть имеющих штаб-квартиру в Соединенных Штатах Америки) компаний. В неё вошли компании, чьи акции обращаются на одной из трёх торговых площадок: NASDAQ, NYSE и OTC. Список компаний, использованных в работе, приведен в приложении 1.

Выборка разделена на две равные по размеру подвыборки. Первую составили те компании, в которых наблюдались ситуации мошенничества в период с 2010 по 2016 год. Вторая, контрольная, подвыборка включает компании, в которых в названный период мошенничества не наблюдалось. Выбор временного периода обусловлен двумя обстоятельствами. Во-первых, в работе предполагалось проверить выполнение исследовательских гипотез в условиях современного рынка – поэтому брались наиболее современные обвинения в мошенничестве. Во-вторых, в 2008-2009 гг. в мире, в том числе в Соединенных Штатах Америки, бушевал экономический кризис, что делает эти года нерелевантными для рассмотрения работы компаний и рынка в «нормальных» условиях. Кроме того, ограничение, наложенное на ближайший год обусловлено временным разрывом между возникновением в компании ситуаций финансового мошенничества и их обнаружением.

#### Подвыборка 1: компании, в которых в период с 2010 по 2014 гг. наблюдались ситуации мошенничества

Как уже упоминалось в соответствующей главе, в целях настоящей работы под ситуациями финансового мошенничества понимаются манипуляции с финансовой отчетностью и иным раскрытием информации с целью создания положительного имиджа компании, повышения стоимости её акций, сокрытия ошибок предыдущих периодов, а также достижения иных результатов, позволяющих лицам, принимавшим участие в совершении мошеннических действий извлекать личную выгоду. Данные о компаниях, в которых были замечены подобные ситуации, были получены из двух основных открытых источников.

1. Публикации о правоприменительных действиях в сфере учета и аудита (Accounting and Auditing Enforcement Releases – AAERs), выпускаемые американской комиссией по ценным бумагам и рынкам (Securities and Exchange Commission – SEC).

Этот источник информации используется также в таких работах, как (Beasley, 1996; Saksena, 2001; Troy, Smith, Domino, 2011). Предыдущие исследователи отмечают, что основным недостатком этого источника является недоказанность: не все дела, сведения о которых содержатся в настоящих релизах, уже завершены. Однако этот недостаток компенсируется высокой вероятностью появления по ним обвинительного приговора. Ввиду высоких судебных издержек, Комиссия доводит до судебного производства лишь те случаи, по которым имеется достаточная степень уверенности, что мошенничество действительно имело место. Настоящее исследования рассматривает те релизы, которые были опубликованы Комиссией на её сайте в период с 2011 по 2018 годы.

1. Публикации Стэнфордского депозитария исков по ценным бумагам (Stanford Securities Class Action Clearinghouse – SSCAC).

Этот источник использован в работе (Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003). Дела, информация о которых публикуется в этом источнике, зачастую основаны на обвинениях Комиссии по ценным бумагам и рынкам, поэтому случаю частично дублируются. Однако преимуществом данного источника является подразделение дел на текущие (ongoing), отмененные (dismissed – то есть, с компании были сняты обвинения в совершении мошенничества) и те, по которым было достигнуто решение о применении санкций (settled – в этой категории встречаются как обвинительные приговоры, так и ситуации досудебного урегулирования). В работе использовались случаи из категории settled.

Выборка компаний с зафиксированными случаями финансового мошенничества, использованная для проведения исследования в настоящей работе, основывалась сначала на выборке публикаций Стэндфордского депозитария, поскольку применяемая этим источником система деления дел даёт большую уверенность в действительном существовании ситуации мошенничества в компании, чем публикации Комиссии по ценным бумагам и рынкам. После формирования выборки на основе публикаций Стэнфорда, к ним были добавлены случаи, отмеченные Комиссией, но не попавшие в архив Депозитария. Для соответствия случаев, рассматриваемых в работе, принятому рабочему определению мошенничества, в выборку включались не все компании, в отношении которых были заведены дела, позже попавшие в архив Комиссии или Депозитария. Для более точного отбора зарегистрированных случаев мошенничества в выборку включались только те компании, топ-менеджмент которых (в основном – CEO, CFO) обвинялся в уклонении от исполнения требований Правила 10(b)-5 (Rule 10(b)-5) Закона о торговле ценными бумагами 1934 года (Securities Exchange Act (the 1934 Act)), как это делается в работе (Beasley, 1996), в которой использовано сходное определение финансового мошенничества в корпорации. В соответствии с этим правилом считается незаконным использование кем-либо любых средств для введения в обман, искажения финансовой отчетности, сокрытия существенной информации о деятельности компании или совершения любых иных действий, способных ввести в заблуждение иное лицо относительно проведения операций с акциями или любыми другими ценными бумагами компании. Из всех дел, подпадающих под действие настоящего правила, были исключены те, в которых:

* был обвинен только аудитор;
* шла речь о незаконном раскрытии инсайдерской информации для получения выгоды о покупки или продажи акций.

При определении даты финансового мошенничества, на которую рассматривались характеристики совета директоров, использовалась первая дата, относимая обвинителями к периоду его существования. Такой выбор обусловлен несколькими причинами.

1. Длительность событий, представляющих интерес для настоящей работы, может отличаться от компании к компании. Чтобы не создавать разных условий для советов директоров, было удобнее взять начальную дату возникновения финансового мошенничества. Таким образом, у советов оказывается примерно одинаковое время для обнаружения несоответствий между отчетами и действительностью.
2. Для целей настоящей работы интересны характеристики того совета директоров, который можно было бы считать неэффективным с точки зрения мониторинга менеджмента, в том числе с целью недопущения оппортунистического поведения. В связи с этим было более релевантным использовать характеристики того совета, который допустил возникновение финансового мошенничества. Именно состав совета директоров на момент возникновения финансового мошенничества в компании отвечает этому критерию.

#### Подвыборка 2: компании, в которых в период с 2010 по 2014 гг. не наблюдалось ситуаций мошенничества

В соответствии с методикой, применяемой в предыдущих исследованиях (Beasley, 1996; Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003; Uzun, Szewczyk & Varma, 2004), в пару каждой компании из первой подвыборки была подобрана контрольная компания, в которой не наблюдалось ситуаций мошенничества в период, в который такие ситуации наблюдались в компании первой подвыборки. Как и в исследовании (Beasley, 1996), подбор пар основывался на ряде показателей, характеризующих фирму. Информация о характеристиках фирмы была получена из базы данных Thomson Reuters. В качестве критериев выбора были использованы следующие показатели.

* Отрасль. В контрольную подвыборку включались те компании, которые занимались сходным видом деятельности с компаниями, в которых были зафиксированы случаи финансового мошенничества. Деятельность компании определялась в соответствии с классификацией, предложенной базой данных Thomson Reuters. Использование классификации этой базы оправдано тем, что оно позволило достичь требуемого уровня единообразия в определении деятельности компаний.
* Размер фирмы. В качестве показателя, характеризующего размер компании, была использована балансовая величина активов. Контрольная фирма добавлялась в выборку в том случае, если размер её активов был по крайней мере того же порядка, что и размер активов компании с зафиксированными случаями финансового мошенничества. В случае, когда таких компаний было несколько, выбиралась та, размер активов которой был ближе к компании первой группы. Была использована величина активов, которая наблюдалась на первый момент времени, в который было зарегистрировано наличие в компании мошенничества. Стоит отметить, что в академическом мире в качестве характеристик, характеризующих размер фирмы, принято использовать ряд показателей, среди которых наиболее популярны рыночная капитализация (используется в (Beasley, 1996; Uzun, Szewczyk & Varma, 2004)) и размер активов компании (используется в (Ferris, Jagannathan & Pritchard, 2003)). В данной работе был выбран второй вариант ввиду его большей доступности в использованной базе данных: ряд компаний, которые на момент возникновения в них мошенничества были публичными (Listed), на сегодняшний день не торгуются на бирже (Delisted), что делает невозможным получение по ним данных об исторической величине рыночной капитализации.
* Биржа. В контрольную подвыборку включались те компании, акции которых обращались на той же фондовой бирже, что и акции компаний с зафиксированными случаями финансового мошенничества. В случае, если компании соответствующей отрасли не были представлены на нужной фондовой бирже или существенно отличались по размеру, бралась компания, акции которой обращались на сходной бирже (например, при отсутствии парной фирмы на NASDAQ, бралась NYSE и наоборот, но не ОТС).

Также из базы данных Thomson Reuters была получена информация о годе регистрации компании, размере её активов и долговых обязательств, которые используются для расчета показателей, использованных в качестве контрольных переменных.

### 2.2.2 Данные о советах директоров

После определения компаний, в которых в рассматриваемый период имели место нарушения, классифицируемые в целях настоящей работы как финансовое мошенничество, и подбора к ним в пару компаний, в которых таких нарушений не было, были собраны данные о советах директоров, которые действовали в них на момент возникновения мошенничества.

Для американских компаний данные о советах директоров должны быть опубликованы в годовых отчетах (1-К или 10-К), которые компании регулярно подают в Комиссию по ценным бумагам и рынкам (SEC). Однако зачастую компании не указывают в них эту информацию, отсылая читателя к документам, с информацией о предстоящем ежегодном собрании акционеров или информационным письмам к ним для голосования по доверенности (так называемым «Proxy Statements»), которые также подлежат подаче в Комиссию по ценным бумагам и рынкам. Обычно информация о совете директоров публикуется в форме DEF 14A, предназначенной для голосования акционеров, в том числе за предложенный состав совета директоров. Именно из этой формы отчетности была получена информация о советах директоров, использованная для настоящего исследования. Как и в случае с величиной активов для подбора компании-пары к компании, в которой имело место мошенничество, данные собирались о том составе совета, который существовал на момент возникновения в компании случая финансового мошенничества.

## Результаты эмпирического исследования

После того, как были собраны данные о компаниях, можно было проводить само эмпирическое исследование.

### 2.3.1 Описание выборки

Как уже было упомянуто, после удаления выбросов в выборку вошло 94 компании, в половине из которых были замечены случаи финансового мошенничества. Вторую половину составили так называемые контрольные компании – то есть такие, в которых на рассматриваемый период времени случаев финансового мошенничества зафиксировано не было. Таким образом, зависимая переменная, отражающая наличие в компании финансового мошенничества, в 50% случаев принимает значение 1, и в 50% - 0. В таблице 7 представлена описательная статистика выборки.

1. Описательная статистика использованных количественных переменных.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Переменная | Среднее значение | Среднее квадратическое отклонение | Минимальное значение | Максимальное значение |
| CoAge | 18,394 | 13,062 | 2 | 67 |
| DA | 17,926% | 19,300% | 0,000% | 75,000% |
| Indep | 80,900% | 8,888% | 55,556% | 92,308% |
| FemaleFraction | 11,211% | 11,538% | 0 | 50% |
| BoardTenure | 7,281 | 3,134 | 1 | 17 |
| Board Age | 60,360 | 4,815 | 49,375 | 75,833 |

Как видно из таблицы, в выборке присутствуют компании довольно разного возраста – от 2 до 67 лет. В среднем на момент возникновения финансового мошенничества компании или её аналогу, в котором не было замечено случаев финансового мошенничества, было около 20 лет. В отношении долгов компании видно, что в среднем в компаниях долг составлял около 17% от величины активов компании и в случае самой закредитованной компании составлял около 75%. При этом некоторые компании совершенно не использовали заёмный капитал. Больше половины директоров в составе совета (в среднем – 81%) составляли независимые директора. Превалирование независимых директоров в составе совета отвечает требованиям основных американских бирж. Однако большинство советов всё же сложно назвать независимыми: более чем в половине компаний (64%) выборки имеет место совмещение позиций председателя совета директоров и высшего исполнительного лица (см. рисунок 5). В то же время, количество женщин в советах в компаниях, попавших в выборку, относительно невелико. В среднем женщины составляют около десяти процентов от всех директоров совета, при этом ни в одной компании выборки они не составили более половины совета. С другой стороны, представленность женщин в советах не так уж мала: более шестидесяти процентов (63%) компаний в некоторой степени диверсифицируют состав своих советов с точки зрения гендера (см. рисунок 6). Также можно заметить, что в среднем в рассматриваемых компаниях директора сидят в совете довольно долго: в среднем по семь-восемь лет, в некоторых случаях до 17 лет (в среднем среди директоров компании). И они не являются молодыми людьми: средний возраст директоров в компаниях выборки – 60 лет, причем средний возраст самого «молодого» совета – около 50 лет, а самого «возрастного» - почти 76.

1. Доля компаний в зависимости от структуры лидерства в совете директоров.
2. Доли компаний в зависимости от представленности женщин в совете директоров.

### 2.3.2 Проверка исследовательских гипотез посредством оценки коэффициентов логит-регресии

Чтобы удостовериться, что контрольная модель работает, сначала была проведена оценка коэффициентов логит-регрессии при контрольных переменных, а также значимости контрольной модели в целом. Корреляционные матрицы, проверяющие возможность совместного использования переменных в моделях и дополнительные тесты о значимости модели и переменных, а также результаты пост-оценок представлены в приложении 2.

После оценки работоспособности контрольной модели были оценены параметры в моделях, использованных при тестировании исследовательских гипотез. Оцененные коэффициенты регрессии приведены в таблицах 8 и 9. В таблице использованы следующие условные обозначения: \* - значимость на уровне 10%, \*\* - значимость на уровне 5%, \*\*\* - значимость на уровне 1%. Первая модель включает только контрольные переменные и соответствует функции Z из формулы (2), модели 2-4 и 5-8 относятся к функциям Z из формул (3)-(5) и (7)-(10) соответственно.

1. Оцененные коэффициенты регрессии.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|   | Предположение о направлении связи | Оцененные коэффициенты |
| Модель1 | Модель2 | Модель3 | Модель4 |
| Indep | ─ | - | 4,79\* | - | - |
| CEOduality | + | - | - | 0,94\*\* | - |
| Female | ─ | - | - | - | -0,28 |
| DA | + | 2,12\* | 2,16\* | 2,25\* | 2,18\* |
| CoAge | ─ | -1,10\*\*\* | -1,12\*\*\* | -1,17\*\*\* | -1,08\*\*\* |
| Const | Нет | 2,62\*\* | -1,23 | 2,43\*\* | 2,71\*\* |
| Chi2 | Нет | 13,29\*\*\* | 16,56\*\*\* | 17,32\*\*\* | 13,65\*\*\* |
| PseudoR2 | Нет | 0,10 | 0,13 | 0,13 | 0,11 |

1. Оцененные коэффициенты регрессии (2).

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|   | Предположение о направлении связи | Оцененные коэффициенты |
| Модель5 | Модель6 | Модель7 | Модель8 |
| BoardTenure | + / нелинейная | -0,02 | 0,19 | - | - |
| BoardTenure^2 | ─ | - | -0,13 | - | - |
| BoardAge | ─ / нелинейная | - | - | -0,05 | -1,83\* |
| BoardAge^2 | + | - | - | - | 0,02\* |
| DA | + | 2,11\* | 1,93\* | 2,11\* | 2,80\*\* |
| CoAge | ─ | -1,11\*\*\* | -1,18\*\*\* | -1,00\*\*\* | -1,03\*\*\* |
| Const | Нет | 2,61\*\* | 1,63 | 2,41\* | 59,04\* |
| Chi2 | Нет | 13,29\*\*\* | 14,41\*\*\* | 14,35\*\*\* | 18,34\*\*\* |
| PseudoR2 | Нет | 0,10 | 0,11 | 0,11 | 0,14 |

Прежде всего отметим, что контрольная модель оказалась значимой, что позволяет проводить дальнейший анализ и тестирование гипотез. Между исследовательскими и контрольными переменными в моделях отсутствует значимая корреляция, что позволяет совместно включать их в модель. Коэффициенты корреляции приведены в Приложении 2.

Рассмотрим результаты тестирования первой гипотезы. Согласно Н1 ожидалось, что более высокая доля независимых директоров в составе совета должна быть связана с меньшей вероятностью возникновения в компании случаев финансового мошенничества. Однако оцененные коэффициенты регрессии не позволяют принять эту гипотезу. Как видно из таблицы 8, б*о*льшая доля независимых директоров скорее ассоциируется с б*о*льшей вероятностью возникновения случаев финансового мошенничества. Значимость коэффициента была дополнительно проверена с использованием инструментов пост-оценки[[21]](#footnote-21). Тест показал значимость на уровне 10%.

Вторая гипотеза, напротив, нашла подтверждение. Согласно Н2 ожидалось, что в компаниях, в которых функции председателя совета директоров и высшего исполнительного лица исполняет один и тот же человек более склонны к возникновению финансового мошенничества. Как можно заметить из таблицы, оцененный регрессионный коэффициент при бинарной переменной, характеризующей структуру лидерства в совете, оказался положительным и значимым на уровне 10%. Дополнительный тест также показывает значимость этого параметра на тех же уровнях. Таким образом, исследовательская гипотеза Н2 может быть принята.

Что касается гендерного разнообразия, то проводимые тесты не позволили выявить значимой связи между присутствием женщин в советах директоров и вероятностью возникновения финансового мошенничества. Дополнительный тест также не выявил значимой связи между переменными. Таким образом, гипотеза Н3.1 об отрицательной связи присутствия женщин в совете директоров с вероятностью появления финансового мошенничества не может быть принята, поэтому дальнейшее изучение этого аспекта структуры совета директоров не проводилось. В связи с этим модель, соответствующая функции Z из формулы (6) не использовалась и анализ гипотезы Н3.2 в дальнейшем не проводился.

Гипотеза Н4 также не нашла подтверждения в ходе проверки: как это видно из таблицы, оцененный регрессионный коэффициент при переменной, характеризующей срок пребывания директоров в должности оказался незначимым, что подтверждается дополнительным тестом. Дополнительная проверка, предполагавшая нелинейный характер связи межу стажем работы директора в совете и вероятностью возникновения финансового мошенничества, так же не выявила значимой связи.

Проверка гипотезы Н5 также предполагала 2 этапа. Проверенная на предварительном этапе линейная связь не подтвердилась: коэффициент при переменной, характеризующей средний возраст директоров в составе совета, оказался незначимым. Однако нелинейная связь между возрастом и вероятностью возникновения финансового мошенничества подтвердилась: оба коэффициента (при среднем возрасте директоров и при квадрате среднего возраста директоров в компании) оказались значимыми на уровне 10%, что было подтверждено дополнительным тестом пост-оценки. Кроме того, для подтверждения вида зависимости были проведены дополнительные расчеты. Расчет абсциссы вершины параболы показал, что она находится в точка с координатой BoardAge=62,6. Анализ структуры выборки показал, что эта точка находится между пятидесятым и семьдесят пятым перцентилями (которые равны 60,5 и 64,2 соответственно), что обеспечивает примерно равное количество наблюдений на обеих ветвях параболы. Таким образом, можно заключить, что между средним возрастом директоров в составе совета и вероятностью возникновения финансового мошенничества в компании есть связь, и она не является линейной – она квадратичная и имеет форму параболы (U-образная форма связи).

### 2.3.3 Обсуждение результатов исследования

Анализ исследовательских переменных показал, что, хотя некоторые из рассмотренных структурных характеристик совета директоров имеют значимую связь с эффективностью его мониторинга действий менеджмента, в целом структура совета важна.

В первую очередь стоит отметить, что несмотря на то, что эффективность независимых директоров как контролеров менеджмента не подтвердилась, полученный результат всё же соотносится с результатами предыдущих исследователей. Так, в исследовании (Duchin, Matsusaks & Ozbas, 2010) отмечалось, что внешние директора могут быть эффективными лишь в том случае, когда затраты на получение ими информации невелики. В более ранних работах (Beasey,1996, Uzun, Szewczyk & Varma, 2004) было обнаружено противоположное направление связи – то, которое предполагалось гипотезой Н1 изначально. Различие полученных результатов может быть обусловлено рядом факторов. Наиболее важным из факторов является временной разрыв между работами. Как упоминалось в главе, посвященной природе финансового мошенничества, в начале века произошло довольно много громких скандалов, связанных с качеством корпоративного управления в компаниях. В связи с этим в первое десятилетие XXI века в США появилось довольно много требований к структуре управления компаниями, в том числе – требование, чтобы в совете директоров большинство составляли независимые директора. Однако независимость не всегда подразумевает под собой качество мониторинга: существует большое количество дополнительных факторов, потенциально способных оказывать влияние на способность директора контролировать менеджмент. Среди них могут быть наличие опыта работы в этой же или схожей сфере, личные и деловые качества директора – вопросы, которые в настоящей работе не рассматривались. Результат, полученный в результате проверки гипотезы Н1, позволяет предположить, что независимым директорам все же зачастую не хватает опыта и понимания специфики работы, особенностей отчетности и в целом процессов в компании, в совете которой они служат.

В то же время, структура лидерства в совете, которую некоторые авторы связывают с независимостью всего совета в целом, указывая, что совмещение должностей председателя совета директоров и высшего исполнительного лица даёт последнему чрезмерные полномочия и ставит под вопрос способность совета к эффективному контролю (Luo, 2007). Полученные результаты свидетельствуют в пользу такого мнения. Как и в исследованиях (Rechner & Dalton, 1991; Beasey,1996; Abbott, Park & Parker, 2000), в настоящей работе подтверждается гипотеза о том, что в компаниях, которые совмещают указанные должности, доверяя их одному индивиду, вероятность возникновения случаев финансового мошенничества выше, чем в компаниях, которые разделяют эти должности. С другой стороны, полученные результаты расходятся с (Brickley, Coles & Jarrell, 1997; Boyd, 1995), которые нашли совмещение должностей эффективным. Подобное расхождение может быть связано с разницей в рассматриваемых зависимых переменны. Авторы указанных исследований рассматривали эффективность работы директоров с точки зрения ценности компании для акционеров, и потому могли найти выгоды в экономии от совмещения должностей. Таким образом, в целом настоящее исследование соотносится с полученными ранее результатами в пользу уменьшения эффективности качества мониторинга менеджмента со стороны совета директоров при совмещении должностей высшего исполнительного лица и председателя совета директоров.

В отношении демографических характеристик структуры совета директоров не все гипотезы подтвердились. Так, согласно полученным результатам, невозможно говорить о связи между присутствие женщин в составе совета и вероятностью возникновения финансового мошенничества. Как показало исследование, в компаниях, в советах директоров которых не было женщин, вероятность возникновения финансового мошенничества не была выше, чем в компаниях, в советах директоров которых женщины были. Тема гендерного разнообразия уже поднималась в ряде исследований, посвященных эффективности работы совета. Однако большинство исследований – как, например, (Adams & Ferreira, 2009) – находили связь между присутствием и долей женщин в совете с эффективностью с точки зрения ценности для акционеров. Расхождение результатов позволяет предположить, что, хотя женщины в совете обычно представляют дополнительную ценность как консультанты и источники знаний и видения, с точки зрения способностей к мониторингу менеджмента они, по всей видимости, не могут предложить дополнительную ценность. Стоит отметить, что тема гендерного разнообразия лишь набирает популярность в последние годы, и особенно мало исследований с точки зрения случаев финансового мошенничества, и потому делать точные выводы здесь не представляется возможным. Возможно, было бы более правильным рассматривать не просто наличие женщин в совете, а те знания и опыт, которые они привносят в совет, и которые могли бы повысить их ценность с точки зрения мониторинга.

Следующий аспект исследования касался вопросов продолжительности работы директоров в совете. Предполагалось, что в компаниях, которые реже обновляют состав совета, вероятность возникновения случаев финансового мошенничества выше. Полученные результаты не позволили принять поставленную гипотезу. Дополнительное исследование на наличие нелинейной связи между сроком работы директора в совете и его эффективностью как контролера также не выявило значимой связи между показателями.

Наконец, последний аспект исследования относился к возрасту директоров, входящих в состав совета. Полученные результаты не подтвердили первый вариант соответствующей гипотезы, который был составлен в соответствии с полученными предыдущими исследователями результатами (Xu, Zhang & Chen, 2017). Возможно, это объясняется культурными различиями, поскольку указанное исследование проводилось на китайских компаниях – на компаниях страны, в которой люди очень уважительно относятся к старшему поколению, что могло дать дополнительную эффективность более возрастному совету директоров как сдерживающему фактору, удерживающему менеджмент от финансового мошенничества. С другой стороны, вторая часть гипотезы может быть принята: результаты проверки показали, что средний возраст директоров в составе совета имеет квадратичную связь U-образной формы с вероятностью возникновения финансового мошенничества. При этом наибольшей эффективности как с точки зрения мониторинга и предотвращения возникновения финансового мошенничества директора достигают примерно к 62-63 годам. Хотя подобные результаты не были обнаружены в предыдущих исследованиях, они отвечают здравому смыслу. Более молодые директора не имеют достаточного жизненного опыта и могут попросту не заметить несоответствий в деятельности компании и её отчетности. Со временем они добирают опыт. Однако с определенного момента опытность может перестать играть позитивную роль, так как могут вступать в действие другие факторы: утомляемость, снижение внимания, к которым склонны люди в возрасте. Кроме того, старшему поколению уже нет необходимости столь заботиться о своей репутации, и они могут менее внимательно относится к своим обязанностям, в том числе в том, что касается мониторинга менеджмента компании.

Обсуждение выше касалось скорее теоретического вклада проведенного исследования. С практической точки зрения полученные результаты тоже могут быть интересны. Прежде всего, стоит отметить, что компаниям не стоит бездумно гнаться за высокой долей независимых директоров в составе совета – сама по себе она не говорит о качестве выполнения советом функции мониторинга. Независимые директора при всей их беспристрастности, могут не понимать особенностей работы компании, а потому оказаться неспособными вовремя заметить нарушения в отчетности. С другой стороны, нельзя однозначно утверждать, что большая доля независимых директоров приведет к худшему качеству мониторингу. Для более точных рекомендаций в этой области необходимо провести дополнительные исследования, изучающие связь образования и предыдущего опыта работы независимых директоров, их мотивации, занятости и других факторов, способных оказать влияние на качество работы директора.

Более определенные рекомендации могут быть даны относительно структуры лидерства в совете. Полученные результаты показывают, что совмещение должностей председателя совета директоров и высшего исполнительного лица одним человеком повышают вероятность возникновения в компании финансового мошенничества. Иными словами, для поддержания качества мониторинга на более высоком уровне компаниям следует разделять эти роли между разными индивидами. В качестве дополнительных исследований здесь также можно изучить связь опыта, образования и личных качеств со способностью председателя к эффективному выполнению своих функций.

С точки зрения предпочтительного возраста директоров – результаты исследования говорят о том, что максимальной эффективности с точки зрения исполнения обязанностей по мониторингу директора достигают приблизительно в 62-63 года. Если компании более интересно следить, чтобы не возникало случаев финансового мошенничества, ей не стоит нанимать директоров, которые бы слишком отличались по возрасту от оптимального.

Теоретически можно было бы предположить, что полученные выводы интересны скорее акционерам, которые избирают совет директоров. Однако в реальности менеджмент компании оказывает гораздо больше влияния на то, кто будет присутствовать в совете. В условиях распыленности собственности, именно менеджеры предлагают кандидатов для избрания акционерами. При этом часто последние не имеют реального выбора: количество кандидатов в списке на избрание обычно четко соответствует количеству мест в совете. С другой стороны, эффективность системы корпоративного управления (и качество выполнения советом функции мониторинга в частности) чрезвычайно важна для менеджмента. Она посылает рынку сигналы о том, что компания внимательно относится к имуществу тех, кто вложил в неё деньги, а также способна повысить доверие кредиторов. Положительные сигналы (выраженные, в том числе, эффективным советом директоров, информация о котором часто публикуется компаниями на их официальных сайтах и доступна через подаваемую в SEC отчетность) позволят менеджменту быстрее и с меньшими затратами привлекать ресурсы для осуществления выгодных новых проектов.

Итак, по итогам проведенного исследования можно утверждать, что определенные структурные характеристики совета директоров действительно связаны с его способностью к эффективному мониторингу решений и действий менеджмента компании. Его результаты вносят не только теоретический вклад в изучение проблемы, но могут быть применены менеджерами при выстраивании эффективной системы корпоративного управления.

# Заключение

Исследование, проведенное в настоящей работе, рассматривало потенциальные факторы качества работы совета директоров как одного из внутренних механизмов корпоративного управления компанией. Одной из важнейших функций совета директоров является мониторинг действий менеджмента компании и, в конечном итоге, защита богатства акционеров – как одного из важнейших критериев эффективности работы компании в целом. Именно на качестве выполнения советом этой функции фокусируется исследование, проведенное в работе.

Качество мониторинга было рассмотрено с точки зрения способности совета директоров к сохранению богатства акционеров. В качестве критерия, позволяющего судить о качестве исполнения этой функции советом, было использовано наличие или отсутствие в рассматриваемой компании случаев финансового мошенничества со стороны высшего управляющего состава.

Прежде всего, были рассмотрены существующие исследования других авторов, изучающие различные аспекты эффективности работы советов директоров в зависимости от их состава и структуры. Изучение результатов исследований, полученных ранее, позволило сделать ряд предположений о связи структуры совета директоров с его способностью к мониторингу действий менеджмента. Эти предположения оформились в качестве ряда гипотез, поставленные в настоящем исследовании:

* Н1: чем больше доля независимых директоров в составе совета, тем ниже вероятность возникновения в компании финансового мошенничества.
* Н2: в компаниях, в которых имеет место совмещение позиций председателя совета директоров и высшего исполнительного лица вероятность возникновения финансового мошенничества выше, чем в компаниях, в которых такого совмещения нет.
* Н3.1: в компаниях, в которых в составе совета директоров присутствуют женщины, вероятность возникновения финансового мошенничества будет ниже, чем в компаниях, в советах директоров которых женщин нет.
* Н3.2: чем выше доля женщин в составе совета директоров, тем менее вероятно возникновение в ней финансового мошенничества.
* Н4: чем длиннее срок нахождения директора на его должности в совете, тем выше вероятность возникновения в компании финансового мошенничества.
* Н5: связь возраста директоров в составе совета с вероятностью возникновения финансового мошенничества носит нелинейный характер.

Полученные результаты позволили полностью принять гипотезу Н2: вероятность возникновения финансового мошенничества оказывается в компаниях, в которых имеет место совмещение должностей председателя совета директоров и высшего исполнительного лица. Также можно принят гипотезу Н5 о нелинейном характере связи между средним возрастом директоров в составе совета и вероятностью возникновения финансового мошенничества. В результате построения регрессии и дополнительных проверок была выявлена квадратичная связь U-образной формы. Гипотезу Н1 пришлось отклонить, так как полученные результаты свидетельствуют в пользу неэффективности независимых директоров как контролеров. Также была отклонена гипотеза Н3.1 – проведенное исследование не выявило повышенной вероятности возникновения финансового мошенничества в компаниях, составе совета директоров которых не было женщин. В связи с этим дальнейшее изучение связи женщин с эффективностью мониторинга в виде тестирования гипотезы Н3.2 не проводилось. Также не получила подтверждения гипотеза Н4 о связи стажа работы директора в совете с вероятностью возникновения финансового мошенничества.

Таким образом, была изучена взаимосвязь между рядом структурных характеристик совета директоров с вероятностью возникновения в компании финансового мошенничества. Часть гипотез подтвердилась, что позволяет сделать вывод, что в целом структурные характеристики совета имеют значение для качества исполнения советом функции мониторинга и предупреждения возникновения случаев финансового мошенничества.

Полученные результаты имеют ценность как с научной, так и с практической точки зрения. Теоретическая важность полученных результатов обуславливается рядом аспектов:

1. среди основных исследователей до сих пор нет единого мнения относительно наличия и направления связи между основными структурными характеристиками советов и эффективностью их работы;
2. основные исследования эффективности работы советов директоров рассматриваются с точки зрения генерирования ценности для акционеров – то есть, с точки зрения скорее советнической и стратегической функций советов – тогда как, возможно, гораздо более важно эту ценность сохранять – то есть, эффективно исполнять функцию мониторинга;
3. до сих пор, после введения большого количества новых требований и законов нередки случаи финансового мошенничества в компаниях. И эти случаи приводят к потерям огромных денег акционерами.

Полученные результаты предоставляют дополнительную информацию о наличии связей, их характере и направленности.

Практическая значимость проведенного исследования для менеджмента обусловлена реальным положением дел при формировании совета директоров. Конечно, избрание кандидатов в совет происходит путем голосования на общем собрании акционеров. Однако ввиду большой распыленности собственности в англо-саксонских странах, акционеры редко в действительности предлагают своих кандидатов. Куда чаще их предлагают действующие член советов и менеджмент компании. То есть, состав совета директоров – это то, что может и должно быть эффективно продумано, в том числе высшим управленческим составом компании. С другой стороны, совет директоров – это важный механизм корпоративного управления. Его состав – который публикуется публичными компаниями – способствует созданию положительного имиджа компании, и его структура, которая бы позволяла вести качественный мониторинг менеджмента, может позволить быстрее и с меньшими затратами привлекать необходимое финансирование.

В качестве дальнейшего исследования можно предложить более детальное изучение характеристик независимых директоров и директоров-женщин. В целом же можно заключить, что структурные характеристики советов директоров важны с точки зрения качества выполнения им функции мониторинга.

# Список литературы

1. Березинец, И. В. Структура Совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ [Электронный ресурс] /И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская // Вестник С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. – 2013. – Вып. 2. – СПб : Высшая школа менеджмента, 2005 - . – Режим доступа: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/727.pdf>. – Загл. с экрана.
2. Корпоративный менеджмент / И. И. Мазуров и др. – М. : Высшая школа, 2003. – 1077 с.
3. Abbot, L. J. The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud [Электронный ресурс] / L. J. Abbot, Y. Park, S. Parker // Managerial finance. – 2000. – Vol. 26, Issue 11. – Emerald Insight, 2018. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2156/doi/pdfplus/10.1108/03074350010766990>. – Загл. с экрана.
4. Adams, R. B. Women in the boardroom and their impact on governance and performance [Электронный ресурс] / R. B. Adams, D. Ferreira //Journal of Financial Economics. – 2009. – November, Vol. 94, Issue 2. - Elsevier B. V., 2005. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0304405X09001421?via%3Dihub>. – Загл. с экрана.
5. Barnhart, S. W. Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence [Электронный ресурс] / S. W. Barnhart, M. W. Marr, S. Rosenstein // Managerial and decision economics. – 1994. – Vol. 15, Issue 4. - EBSCO Publishing, 2005 - . – Режим доступа: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.gsom.spbu.ru:2048/bsi/detail/detail?vid=6&sid=09b8bc08-8825-4afd-ab84-60de17c2744a%40sessionmgr120&bdata=Jmxhbmc9cnUmc2l0ZT1ic2ktbGl2ZQ%3d%3d#AN=5997234&db=bsu>. – Загл. с экрана.
6. Beasley, M. S. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud [Электронный ресурс] / M. S. Beasley // The Accounting Review. – 1996. – October, Vol. 71, №4. - JSTOR, 1995 - . – Режим доступа: <http://www.jstor.org/stable/248566?seq=1&cid=pdf-reference#references_tab_contents>. – Загл. с экрана.
7. Berezinets, I. Board structure, board committees and corporate performance in Russia [Электронный ресурс] / I. Berezinets, Y. Ilina, A. Cherkasskaya // Managerial Finance. – 2017. – Vol. 43, Issue 10. - Emerald Insight, 2018. – Режим доступа: <https://www.emeraldinsight.com/doi/full/10.1108/MF-11-2015-0308>. – Загл. с экрана.
8. Bhagat, S. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance [Электронный ресурс] / S. Bhagat, B. Black // The Business lawyer. – 1999. – May, Vol. 54, № 3. – Elsevier B. V., 2005- . – Режим доступа: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=11417>. – Загл. с экрана.
9. Bonn, I. Effects of board structure on performance: A comparison between Japan and Australia [Электронный ресурс] / I. Bonn, T. Yoshikawa, P. H. Phan // Asian Business and management. – 2004. – March, Vol. 3, Issue 1. – Springer, 2017. – Режим доступа: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.abm.9200068>. – Загл. с экрана.
10. Boyd, B. K. CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model [Электронный ресурс] / B. K. Boyd // Strategic Management Journal. – 1995. May, Vol. 16, № 4. - JSTOR, 1995 - . – Режим доступа: <http://proxy.library.spbu.ru:2087/stable/2486959?seq=1#page_scan_tab_contents>. – Загл. с экрана.
11. Brennan, N. Boards of Directors and Firm Performance: is there an expectations gap? [Электронный ресурс] / N. Brennan // Corporate Governance : An International Review. – 2006. – November, Vol. 14, Issue 6. - Нью –Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-8683.2006.00534.x>. – Загл. с экрана.
12. Brickley, J. A. Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board [Электронный ресурс] / J. A. Brickley, J. L. Coles, G. Jarrell // Journal of corporate finance. – 1997. – June, Vol. 3, Issue 3. - Elsevier B. V., 2005 - . – Режим доступа: [https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0929119996000132](https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0929119996000132%D1%8E). – Заглю с экрана.
13. Campbell, K. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance [Электронный ресурс] / K. Camplbell, A. Minguez-Vera // Journal of business ethics. – 2008. – Vol. 83, Issue 3. – SpringerLink, 2017. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:4208/article/10.1007/s10551-007-9630-y>. – Загл. с экрана.
14. Clarke, T. International corporate governance: A comparative approach / T. Clarke. – Oxon : Routledge, 2007. – 518 p.
15. Duchin, R. When are outside directors effective? [Электронный ресурс] / R. Duchin, J. G. Matsusaka, O. Ozbas // Journal of Financial Economics. – 2010. – May, Vol. 96, Issue 2. - Elsevier B. V., 2005. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0304405X09002529>. – Загл. с экрана.
16. Enron sentences will be tied to investor losses [Электронный ресурс] // NBCNews.com. – 2006. – the 26th of May. – NBCNews.com, 2018. – Режим доступа: <http://www.nbcnews.com/id/12993408/ns/business-corporate_scandals/t/enron-sentences-will-be-tied-investor-losses/#.Wt8kOZq-m00>. – Загл. с экрана.
17. Faleye, O. Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment [Электронный ресурс] / O. Faleye // Journal of Financial Economics, Forthcoming. – 2007. – February, Vol. 83, Issue 2. – Elsevier B. V., 2005-. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0304405X06001942>. – Загл. с экрана.
18. Ferris, S. P. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments [Электронный ресурс] / S. P. Ferris, M. Jagannathan, A. C. Pritchard ///The Journal of finance. – 2003. –June, Vol. 58, № 3. - – Нью –Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1540-6261.00559>. – Загл. с экрана.
19. Ferris, S. P. Stock price reaction to securities class actions under the private securities litigation reform act [Электронный ресурс] / S. P. Ferris, A. C. Pritchard // Michigan Law and Economics Research Paper. – 2001. – 25th of October (No. 01-009). – Elsevier B. V., 2005-. – Режим доступа: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=288216>. – Загл. с экрана.
20. Fich, E. V. Financial fraud, director reputation and shareholder wealth [Электронный ресурс] / E. M. Fich, A. Shivdasani // Journal of Financial Economics. – 2007. – November, Vol.86, Issue 2. - Elsevier B. V., 2005 - . – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0304405X07001134>. – Загл. с экрана.
21. Flitter, E. Federal Reserve Shackles Wells Fargo After Fraud Scandal [Электронный ресурс] / E. Flitter, B. Appelbaum, S. Cowley // The New York Times. – 2018. – February, 2. – New York : The New York Times Company, 2018. – Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2018/02/02/business/wells-fargo-federal-reserve.html>. – Загл. с экрана.
22. Forrester, C. M. Fiduciary duties and other responsibilities of corporate directors and officers / C. M. Forrester, C. S. Ferber. – Chicago : RR Donnely, 2008. – 152 p.
23. Freudenheim, M. Some Agree to Quit HealthSouth's Board [Электронный ресурс] / M. Freudenheim // The New York Times. – 2003. – December, 2. – New York : The New York Times Company, 2018. – Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2003/12/02/business/some-agree-to-quit-healthsouth-s-board.html>. – Загл. с экрана.
24. Global Profile of the fraudster: Technology enables and weak controls fuel fraud : May 2016 [Электронный ресурс] // KPMG International. – 2016. – May. – Amsterdam : KPMG International Cooperative (“KPMG International”), 2018. – Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/mk/pdf/profiles-of-the-fraudster.pdf>. – Загл. с экрана.
25. Hermalin, B. E. The effects of board composition and direct incentives on firm performance [Электронный ресурс] / B. E. Hermalin, M. S. Weisbach // Financial Management. – 1991. – Vol. 201, № 4. – ITHAKA, 2000-. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2524/stable/pdf/3665716.pdf?refreqid=excelsior:304bbb535631e6f030d2157bc61083fa>. – Загл. с экрана.
26. Hilb, M. New corporate governance : Successful Board Management Tools : Fifth Edition / M. Hilb. – Берлин: Springer, 2016. – 191 c.
27. OECD Principles of Corporate Governance [Электронный ресурс] // OECD. – 2004. – Париж : Organisation for Economic Co-operation and Development, 2018. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>. – Загл. с экрана.
28. Hillman, A. J. The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation os board composition to environmental change / A. J. Hillman, A. A. Cannella Jr, R. L. Paetzold // Theories of corporate governance : The philosophical foundations of corporate governance / ed. By T. Clarke. – Oxon, 2004. – P.138-148.
29. International Standard of auditing 200 : Overall objectives of the independent auditor and the conduct of an audit in accordance with International standards on auditing [Электронный ресурс] // IFAC. – Режим доступа: <http://www.ifac.org/system/files/downloads/a008-2010-iaasb-handbook-isa-200.pdf>, свободный (дата обращения: 01.03.2018).
30. International Standard of auditing 240 : The auditor’s responsibilities relating to fraud in an audit of financial statements [Электронный ресурс] // IFAC. – Режим доступа: <http://www.ifac.org/system/files/downloads/a012-2010-iaasb-handbook-isa-240.pdf>, свободный (дата обращения: 05.03.2018).
31. Jackling, B. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India’s Top Companies [Электронный ресурс] / B. Jackling, S. Johl // Corporate Governance: An International Review. – 2009. – July, Vol. 17, Issue 4. - EBSCO Publishing, 2005 - . – Режим доступа: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.gsom.spbu.ru:2048/bsi/detail/detail?vid=8&sid=09b8bc08-8825-4afd-ab84-60de17c2744a%40sessionmgr120&bdata=Jmxhbmc9cnUmc2l0ZT1ic2ktbGl2ZQ%3d%3d#AN=43221313&db=buh>. – Загл. с экрана.
32. Karpoff, J. M. The cost to firm of cooking the books [Электронный ресурс] / J. M. Karpoff, D. S. Lee, G. S. Martin // [Journal of Financial and Quantitative Analysis](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=652121##). – 2008. – September, Vol.43. – SSRN. – Режим доступа: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=652121>. – Загл. с экрана.
33. Karpoff, J. M. The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud [Электронный ресурс] / J. M. Karpoff, J. R. Lott, Jr. // The Journal of Law & Economics. – 1993. – October, Vol. 36, № 2. - JSTOR, 1995 - . – Режим доступа: <https://www.jstor.org/stable/725807?seq=1#page_scan_tab_contents>. – Загл. с экрана.
34. Keasey, K. Corporate Governance : Accountability, Enterprise and international comparisons / K. Keasey, S. Thompson, M. Wright. – Chichester : John Wiley and sons Ltd, 2005. – 464.
35. Kim, K. A. Corporate governance : International edition / K. A. Kim, J. R. Nofsinger. – New Jersey : Pearson prentice hall, 2004. – 94 p.
36. Libby, R. Financial Accounting : Ninth Edition / R. Libby, P. A. Libby, F. Hodge. – New York : McGraw-Hill Education, 2017. – 701 p.
37. Luo, Y. Global dimensions of corporate governance / Y. Luo. – Malden : Blackwell Publishing Ltd, 2007. – X, 276 p.
38. Miller, T. Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship [Электронный ресурс] / T. Miller, M. del Carmen Triana // Journal of Management Studies. – 2009. – July, Vol 46, Issue 5. - Нью –Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2413/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>. – Загл. с экран.
39. Morris, G. D. Finance Director’s Handbook : Fifth Edition / G. D. Morris, S. McKay, A. Oates. – Оксфорд: Elsevier Ltd., 2009. – 1013 стр.
40. Order instituting public administrative and cease-and-desist proceedings pursuant to section 8a of the securities act of 1933, sections 4c and 21c of the securities exchange act of 1934, and rule 102(e) of the commission’s rules of practice, making findings, and imposing remedial sanctions and a cease-and-desist order (“order”) [Электронный ресурс] // U. S. Securities and exchange commission. – 2016. – Washington, 1934. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2016/33-10221.pdf>, свободный. – Загл. с экрана.
41. Pratley, N. Xerox in $2bn scandal : dollar plunges as firm admits exaggerating revenues [Электронный ресурс] / N. Pratley, J. Treanor // The Guardian. – 2002. – 29 June. – London : The guardian, 2018. – Режим доступа: <https://www.theguardian.com/business/2002/jun/29/2>, свободный. – Загл. с экрана.
42. Predicting material misstatement [Электронный ресурс] // P. M. Dechow [et al] // Contemporary Accounting Research. – 2011. – March, Vol. 28, Issue 1. - Нью-Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2413/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>. – Загл. с экрана.
43. Pritchard, Adam C. and Ferris, Stephen P., Stock Price Reactions to Securities Fraud Class Actions Under the Private Securities Litigation Reform Act (October 2001). Michigan Law and Economics Research Paper No. 01-009. Available at SSRN: [https://ssrn.com/abstract=288216](https://ssrn.com/abstract%3D288216) or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.288216>. – Загл. с экрана.
44. Profile of a Fraudster [Электронный ресурс] // ACFE : Association of Certified Fraud Examiners. – 2014. – Austin : Association of Certified Fraud Examiners, Inc., 2018. – Режим доступа: <http://www.acfe.com/rttn-profile-fraudster.aspx>. – Загл. с экрана.
45. Rechner, P. L. CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis [Электронный ресурс] / P. L. Rechner, D. R. Dalton // Strategic Management Journal. – 1991. – February, Vol. 12, № 2. - JSTOR, 1995 - . – Режим доступа: <http://proxy.library.spbu.ru:2087/stable/2486344?seq=1#page_scan_tab_contents>. – Загл. с экрана.
46. Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance [Электронный ресурс] // The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. – 1992. – December. – Лондон : University of Cambridge, 2014-. – Режим доступа: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>. – Загл. с экрана.
47. Rezaee, Z. Causes, consequences and deterrence of financial statement fraud [Электронный ресурс] / Z. Rezaee // Critical Perspectives on Accounting. – 2005. – April, Vol. 16, Issue 3. – Elsevier B. V., 2005 - . – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S1045235403000728>. – Загл. с экрана.
48. Saksena, P. The relationship between and environmental factors and management fraud: an empirical analysis [Электронный ресурс] / P. Saksena // International Journal of Commerce and Management. – 2001. – Vol. 11, Issue 1. - Emerald Insight, 2018. – Режим доступа: <https://doi.org/10.1108/eb047418>. – Загл. с экрана.
49. Schedule 14A [Электронный ресурс] // U. S. Securities and Exchange Commission. – 2010. – March. – Режим доступа: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101778/000119312510049842/ddef14a.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101778/000119312510049842/ddef14a.htm#tx67827_14) (дата обращения: 30.03.2018).
50. Securities exchange act of 1934 [Электронный ресурс] // U. S. Securities and exchange commission. – Washington, 1934. – Режим доступа: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>. – Загл. с экрана.
51. Shleifer, A. A survey of corporate governance [Электронный ресурс] / A. Shleifer, R. W. Vishny // The journal of Finance. – 1997. – Июнь. – Vol. LII, №2. – Нью –Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>. – Загл. с экрана.
52. Sorkin, A. R. Corporate conduct: the overview; Tyco Admits Using Accounting Tricks To Inflate Earnings [Электронный ресурс] / A. R. Sorkin, A. Berenson // The New York Times. – 2002. – December, 31. – New York : The New York Times Company, 2018. – Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2002/12/31/business/corporate-conduct-overview-tyco-admits-using-accounting-tricks-inflate-earnings.html>. – Загл. с экрана.
53. Spathis, C. T. Detecting false financial statements using published data: some evidence from Greece [Электронный ресурс] / C. T. Spathis // Managerial Auditing Journal. – 2002. – Vol. 17, Issue 4. - Emerald Insight, 2018. – Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2156/doi/full/10.1108/02686900210424321>. – Загл. с экрана.
54. Stern, C. 6 Resign From WorldCom Board [Электронный ресурс] / C. Stern // The Washington Post. – 2002. – December, 18 – Washington : The Washington Post, 1996-. – Режим доступа: [https://www.washingtonpost.com/archive/business/2002/12/18/6-resign-from-worldcom-board/](https://www.washingtonpost.com/archive/business/2002/12/18/6-resign-from-worldcom-board/0bcf48cd-3569-4985-ad3a-0bbf89a8ec84/?utm_term=.6fe169f39bf9). – Загл. с экрана.
55. The role of the board of directors in Enron collapse : Report [Электронный ресурс] // Permanent subcommittee on investigations of the committee on governmental affairs US senate. – 2002. – July. – Washington : U. S. Government Printing Office. – Режим доступа: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT80393/pdf/CPRT-107SPRT80393.pdf>, свободный (дата обращения: 01.05.2018).
56. Troy, C. CEO demographics and accounting fraud: Who is more likely to rationalize illegal acts? [Электронный ресурс] / C. Troy, K. G. Smith, M. A. Domino // Strategic Organization. – 2011. – November, Vol. 9, № 4. – SAGE Jourmals, 2018. – Режим доступа: <http://proxy.library.spbu.ru:2167/doi/full/10.1177/1476127011421534>. – Загл. с экрана.
57. U.S. Securities and Exchange Commission Division of Enforcement : Annual Report : A look back at fiscal year 2017 [Электронный ресурс] / U. S. Securities and exchange commission. – 2017. – Washington, 1934. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2017.pdf>. – Загл. с экрана.
58. Uzun, H. Board composition and corporate fraud [Электронный ресурс] / H. Uzun, S. H. Szewczyk, R. Varma // Financial Analysts Journal. – 2004. – Vol. 60, Issue 3. - EBSCO Publishing, 2005 - . – Режим доступа: <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.gsom.spbu.ru:2048/bsi/pdfviewer/pdfviewer?vid=2&sid=09b8bc08-8825-4afd-ab84-60de17c2744a%40sessionmgr120>. – Загл. с экрана.
59. Vafeas, N. Length of Board Tenure and Outside Director Independence [Электронный ресурс] / N. Vaeas // Journal of Businedss Finance and accounting. – 2003. – September, Vol. 30, Issue 7-8. – Нью-Йорк : John Wiley & Sons, Inc., 1999-. – Режим доступа: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1468-5957.05525>. – Загл. с экрана.
60. Vermeulen, F. Boards and fraud - who gets the sack and who gets to stay? [Электронный ресурс] / F. Vermeulen // Forbes. – 2011. – August, 29 – Jersey City : Forbes Media LLC, 2018. – Режим доступа: <https://www.forbes.com/sites/freekvermeulen/2011/08/29/boards-and-fraud-who-gets-the-sack-and-who-gets-to-stay/#6a8a9d3e1799>. – Загл. с экрана.
61. What is corporate governance? [Электронный ресурс] // ICAEW. – Лондон: ICAEW, 2018. – Режим доступа: <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/overview/does-corporate-governance-matter>. – Загл. с экрана.
62. Xu, Y. Board age and corporate financial fraud: an interactionist view [Электронный ресурс] / Y. Xu, L. Zhang, H. Chen // Long range planning. – 2017. – September, In Press, Corrected Proof. – p. 1-16. – Elsevier B. V., 2005 - .- Режим доступа: <https://proxy.library.spbu.ru:2069/science/article/pii/S0024630117303242>. – Загл. с экрана.
63. Year-by-Year SEC Enforcement Statistics [Электронный ресурс] // U. S. Securities and exchange commission. – 2014. – Washington, 1934. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/news/newsroom/images/enfstats.pdf/>. – Загл. с экрана.

Базы данных по обвинениям:

1. U. S. Securities and exchange commission [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.sec.gov>, свободный. – Загл. с экрана.
2. StanfordLawSchool : Securities class action clearinghouse : A collaboration with Cornerstone research [Электронный ресурс]. – Stanford : The Leland Stanford Junior University (Stanford University), 2016 - . – Режим доступа: <http://securities.stanford.edu/index.html>, свободный. – Загл. с экрана.

# Приложение 1. Список компаний выборки

Список компаний, включенных в выборку, представлен в таблице 10.

1. Список компаний, использованных в исследовании.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Компания, в которой в рассматриваемый период возникали ситуации финансового мошенничества | Компания-аналог | Год воз-никновения финансового мошен-ничества | Отрасль |
| Insulet Corporation | DexCom Inc | 2013 | Здравоохранение |
| Aveo Pharmaceuticals, Inc. | Merrimack Pharmaceuticals Inc | 2012 | Здравоохранение |
| Akorn, Inc. | AMAG Pharmaceuticals Inc | 2014 | Здравоохранение |
| Arena Pharmaceuticals, Inc. | Lexicon Pharmaceuticals Inc | 2010 | Здравоохранение |
| Ampio Pharmaceuticals, Inc. | Navidea Biopharmaceuticals Inc | 2014 | Здравоохранение |
| Salix Pharmaceuticals, Ltd. | Alexion Pharmaceuticals Inc | 2013 | Здравоохранение |
| Amedisys, Inc. | Tivity Health Inc | 2010 | Здравоохранение |
| The Medicines Company | OPKO Health Inc | 2013 | Здравоохранение |
| Retrophin, Inc. | Egalet Corp | 2014 | Здравоохранение |
| Chelsea Therapeutics International, Ltd. | Sarepta Therapeutics Inc | 2012 | Здравоохранение |
| Cytrx Corporation | Microbot Medical Inc | 2013 | Здравоохранение |
| Bioscrip, Inc. | Exelixis Inc | 2011 | Здравоохранение |
| Viropharma Incorporated | Regeneron Pharmaceuticals Inc | 2011 | Здравоохранение |
| Questcor Pharmaceuticals, Inc. | Depomed Inc | 2011 | Здравоохранение |
| NuVasive, Inc. | Integra LifeSciences Holdings Corp | 2013 | Здравоохранение |
| Hospira, Inc. | Biogen Inc | 2010 | Здравоохранение |
| Genoptix, Inc. | Luminex Corp | 2010 | Здравоохранение |
| Affymax, Inc. | Ligand Pharmaceuticals Inc | 2012 | Здравоохранение |
| American Superconductor Corporation | Electro Scientific Industries Inc | 2010 | Здравоохранение |
| Questcor Pharmaceuticals, Inc. | Depomed Inc | 2011 | Здравоохранение |

1. Список компаний, использованных в исследовании (продолжение).

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Компания, в которой в рассматриваемый период возникали ситуации финансового мошенничества | Компания-аналог | Год воз-никновения финансового мошен-ничества | Отрасль |
|  Lender Processing Services, Inc. | DPW Holdings Inc | 2010 | Здравоохранение |
| Dendreon Corporation | Regeneron Pharmaceuticals Inc | 2011 | Здравоохранение |
| Duke Energy Corporation | Southern Co | 2011 | Коммунальные услуги |
| Dynegy, Inc. | Alliant Energy Corp | 2010 | Коммунальные услуги |
| Rocket Fuel Inc. | Marchex Inc | 2013 | Потребительские товары и услуги |
| Penney Company, Inc. | Nordstrom Inc | 2013 | Потребительские товары и услуги |
| THQ Inc | Take-Two Interactive Software Inc | 2011 | Потребительские товары и услуги |
| Ruby Tuesday, Inc. | Biglari Holdings Inc | 2013 | Потребительские товары и услуги |
| Groupon, Inc. | Dollar Tree Inc | 2011 | Потребительские товары и услуги |
|  K12, Inc. | Carriage Services Inc | 2011 | Потребительские товары и услуги |
| Diamond Foods, Inc. | Hain Celestial Group Inc | 2011 | Потребительские товары и услуги |
| Exide Technologies | Itron Inc | 2012 | Промышленность |
| Navistar International Corporation | AGCO Corp | 2010 | Промышленность |
| Lime Energy Co | Arotech Corp | 2011 | Промышленность |
| KBR, Inc. | AECOM | 2013 | Промышленность |
| Molycorp, Inc. | Coeur Mining Inc | 2012 | Сырьевой сектор |
| NII Holdings, Inc.  | Iridium Communications Inc | 2010 | Телекоммуникации |

1. Список компаний, использованных в исследовании (продолжение).

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Компания, в которой в рассматриваемый период возникали ситуации финансового мошенничества | Компания-аналог | Год воз-никновения финансового мошен-ничества | Отрасль |
| Neustar, Inc. | Cincinnati Bell Inc | 2014 | Телекоммуникации |
| Imperva, Inc. | GTT Communications Inc | 2013 | Технологические компании |
| Advanced Micro Devices, Inc. | Vishay Intertechnology Inc | 2011 | Технологические компании |
| Polycom Inc. | Viavi Solutions Inc | 2010 | Технологические компании |
| Digi International, Inc. | Inseego Corp | 2010 | Технологические компании |
| Epocrates, Inc. | Computer Task Group Inc | 2011 | Технологические компании |
| Ebix, Inc. | SeaChange International Inc | 2011 | Технологические компании |
| FalconStor Software, Inc. | Callidus Software Inc | 2010 | Технологические компании |
| Avid Technology, Inc. | Harmonic Inc | 2016 | Технологические компании |
| Anadarko Petroleum Corporation | Marathon Oil Corp | 2010 | Энергетика |

# Приложение 2. Корреляция между независимыми переменными и дополнительные тесты на значимость

Чтобы дополнительно проверить качество базовой модели, были проведены тесты на спецификацию (рисунок 7) и тест Госмера-Лемешова (рисунок 8). Как видно из рисунков, на которых представлены выдержки из программы STATA с соответствующими тестами, модель можно считать верно специфицированной.



1. Результаты тест на верность спецификации модели.



1. Результаты теста Хосмера-Лемешова (Hosmer-Lemeshow).

Перед включением в базовую модель исследовательских переменных, были проверены уровни корреляции между переменными базовой модели и каждой из исследовательских переменных. Как видно из таблицы 11, между объясняющими переменными, использованными в модели, отсутствует значимая корреляция. Условное обозначение \* отражает значимость на уровне 5%.

1. Коэффициенты корреляции между независимыми переменными в моделях.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | DA | CoAge |
| Indep | 0,0143 | -0,0559 |
| CEOduality | -0,0163 | 0,0497 |
| Female | 0,0376 | 0,1799\* |
| BoardTenure | 0,0373 | 0,2577\* |
| BoardAge | -0,0418 | 0,2629\* |

Также были проведены тесты, чтобы проверить мультиколлинеарность в моделях. Из проведенных тестов видно (в таблице 12 представлены рассчитанные VIF-коэффициенты), что в моделях нет мультиколлинеарности.

1. VIF-коэффициенты в моделях.

|  |  |
| --- | --- |
|  | VIF-коэффициенты |
|  | Модель1 | Модель2 | Модель3 | Модель4 | Модель5 | Модель7 |
| CoAge | 1,00 | 1,01 | 1,00 | 1,05 | 1,20 | 1,11 |
| DA | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Indep | - | 1,01 | - | - | - | - |
| CEOduality | - | - | 1,00 | - | - | - |
| Female | - | - | - | 1,05 | - | - |
| BoardTenure | - | - | - | - | 1,20 | - |
| BoardAge | - | - | - | - | - | 1,11 |
| Средний VIF | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,03 | 1,13 | 1,07 |

Также для подтверждения значимости переменных проводились специальные Likelihood-Ratio tests, редультаты проведения которых приведены в таблице 13.

1. Результаты Likelihood-ratio test на значимость исследовательских переменных.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | LR chi2 | p-value |
| Indep | 3,27 | 0,0705 |
| CEOduality | 4,03 | 0,0447 |
| Female | 0,36 | 0,5490 |
| BoardTenure | 0,00 | 0,9585 |
| BoardTenure + BoardTenure^2 | 1,13 | 0,5695 |
| BoaedAge | 1,06 | 0,3021 |
| BoardAge + BoardAge^2 | 5,05 | 0,0799 |

1. Цитировано по: Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance [Электронный ресурс] // The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. – 1992. – December. – Лондон : University of Cambridge, 2014-. – P. 14. – Режим доступа: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-1)
2. Kim, K. A. Corporate governance : International edition / K. A. Kim, J. R. Nofsinger. – New Jersey : Pearson prentice hall, 2004. – 94 p. [↑](#footnote-ref-2)
3. The role of the board of directors in Enron collapse : Report [Электронный ресурс] // Permanent subcommittee on investigations of the committee on governmental affairs US senate. – 2002. – July. – Washington : U. S. Government Printing Office. – Режим доступа: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT80393/pdf/CPRT-107SPRT80393.pdf>, свободный (дата обращения: 01.05.2018). [↑](#footnote-ref-3)
4. Там же [↑](#footnote-ref-4)
5. Clarke, T. International corporate governance: A comparative approach / T. Clarke. – Oxon : Routledge, 2007. – 518 p. [↑](#footnote-ref-5)
6. Enron sentences will be tied to investor losses [Электронный ресурс] // NBCNews.com. – 2006. – the 26th of May. – NBCNews.com, 2018. – Режим доступа: <http://www.nbcnews.com/id/12993408/ns/business-corporate_scandals/t/enron-sentences-will-be-tied-investor-losses/#.Wt8kOZq-m00>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-6)
7. Pratley, N. Xerox in $2bn scandal : dollar plunges as firm admits exaggerating revenues [Электронный ресурс] / N. Pratley, J. Treanor // The Guardian. – 2002. – 29 June. – London : The guardian, 2018. – Режим доступа: <https://www.theguardian.com/business/2002/jun/29/2>, свободный. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-7)
8. Order instituting public administrative and cease-and-desist proceedings pursuant to section 8a of the securities act of 1933, sections 4c and 21c of the securities exchange act of 1934, and rule 102(e) of the commission’s rules of practice, making findings, and imposing remedial sanctions and a cease-and-desist order (“order”) [Электронный ресурс] // U. S. Securities and exchange commission. – 2016. – Washington, 1934. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2016/33-10221.pdf>, свободный. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-8)
9. U.S. Securities and Exchange Commission Division of Enforcement : Annual Report : A look back at fiscal year 2017 [Электронный ресурс] / U. S. Securities and exchange commission. – Washington, 1934. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2017.pdf>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-9)
10. Там же. [↑](#footnote-ref-10)
11. Там же. [↑](#footnote-ref-11)
12. Global Profile of the fraudster: Technology enables and weak controls fuel fraud : May 2016 [Электронный ресурс] // KPMG International. – 2016. – May. – Amsterdam : KPMG International Cooperative (“KPMG International”), 2018. – Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/mk/pdf/profiles-of-the-fraudster.pdf>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-12)
13. Там же. [↑](#footnote-ref-13)
14. 12% - с целью получить бонусы за достижение целей, 12% - с целью сохранить рабочее место, 11% - с целью защитить компанию. [↑](#footnote-ref-14)
15. Freudenheim, M. Some Agree to Quit HealthSouth's Board [Электронный ресурс] / M. Freudenheim // The New York Times. – 2003. – December, 2. – New York : The New York Times Company, 2018. – Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2003/12/02/business/some-agree-to-quit-healthsouth-s-board.html>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-15)
16. Vermeulen, F. Boards and fraud - who gets the sack and who gets to stay? [Электронный ресурс] / F. Vermeulen // Forbes. – 2011. – August, 29 – Jersey City : Forbes Media LLC, 2018. – Режим доступа: <https://www.forbes.com/sites/freekvermeulen/2011/08/29/boards-and-fraud-who-gets-the-sack-and-who-gets-to-stay/#6a8a9d3e1799>. – Загл. с экрана. [↑](#footnote-ref-16)
17. Информация о рассматриваемом периоде времени и источниках информации приведена в следующем разделе (2.2). [↑](#footnote-ref-17)
18. Schedule 14A [Электронный ресурс] // U. S. Securities and Exchange Commission. – 2010. – March. – Режим доступа: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101778/000119312510049842/ddef14a.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/101778/000119312510049842/ddef14a.htm#tx67827_14) (дата обращения: 30.03.2018). [↑](#footnote-ref-18)
19. Более подробно процесс подбора компаний-аналогов описан в разделе, посвященном сбору данных (2.2). [↑](#footnote-ref-19)
20. Показано общее число компаний после удаления выбросов. Эти компании будут использоваться в дальнейшем в исследовании. [↑](#footnote-ref-20)
21. Здесь и далее в качестве инструмента оценки использовался тест «Likelihood-ratio test», который больше подходит для моделей бинарного выбора, чем обычный тест Вальда. [↑](#footnote-ref-21)