

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Требования к эмитентам по корпоративному управлению: защита инвесторов от мошенничества с финансовой отчетностью

Грув Хью¹, Альджуфри Халед², Викторавич Лиза³
Перевод Кокорева Д.А.⁴

В данной статье анализируются требования к эмитентам по корпоративному управлению на основных биржах для оценки степени защищенности инвесторов от таких явлений, как мошенничество с финансовой отчетностью (например, Enron или Parmalat) и текущего кризиса ипотечного кредитования. Данное исследование особенно критично рассматривает биржи растущих рынков капитала (таких, как Объединенных Арабских Эмиратов (ОАЭ) и Россия), которые стараются привлечь международных инвесторов. Исследование основано на сравнении требований различных биржевых площадок к корпоративному управлению котируемых компаний. Рассматриваются как площадки с хорошо организованной системой контроля: биржи Соединенных Штатов Америки (Нью-Йоркская биржа (NYSE) и Система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ)), Великобритании (Лондонская биржа (LSE)) и Сингапура, так и биржи растущих рынков капитала (России (PTC) и ОАЭ). Эффективность требований бирж к корпоративному управлению компаний оценивается посредством рассмотрения того, как биржи стараются перекрыть лазейки по десяти наиболее часто встречающимся факторам мошенничества. Данные требования представляют собой уроки, которые система извлекла из недавних скандалов с мошенничеством при написании отчетности и кризиса высокорисковых ипотечных кредитов. Проведенное исследование показало, что требования бирж помогают защитить инвесторов от некоторых, но не всех возможных мошенничеств с отчетностью. Статья завершается описанием стратегий, направленных на защиту инвесторов от наиболее часто встречающихся видов мошенничества, которые в настоящее время не покрываются требованиями бирж.

JEL: G21; G34

Ключевые слова: мошенничество с финансовой отчетностью, кризис высокорисковых ипотечных кредитов, требования бирж к корпоративному управлению, закон Сарбейнса—Оксли о борьбе с корпоративным и бухгалтерским мошенничеством

Введение

Главный урок, который можно извлечь из недавних скандалов, связанных с мошенничествами в финансовой отчетности и коллапсом высокорисковых ипотечных долгов, — это то, что эффективная реформа корпоративного управления нужна сейчас, как

¹ Профессор, Университет Денвера, США.

² Профессор, Университет Объединенных Арабских Эмиратов, ОАЭ.

³ Ассистент профессора, Университет Денвера, США.

⁴ Аспирант факультета экономики, кафедры экономики и финансов фирмы ГУ ВШЭ.

никогда. Данная статья анализирует требования ключевых бирж к корпоративному управлению, для того чтобы защитить инвесторов от возможных нарушений. Данное исследование особенно критично к требованиям бирж развивающихся рынков, таких как Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ) и Россия, так как эти страны стараются привлечь на свои рынки международных инвесторов. С целью анализа уровня защищенности инвесторов на различных рынках требования к корпоративному управлению хорошо организованных площадок в США (NYSE и NASDAQ), Великобритании (LSE) и Сингапуре были сравнены с требованиями бирж растущих рынков капитала в ОАЭ и России. Эффективность данных требований к защите инвесторов определялась тем, насколько данные правила помогают защитить инвестора от десяти основных ошибок корпоративного управления, которые были выявлены при анализе недавних скандалов с подделкой финансовых отчетностей и кризисом рынка высокорисковой ипотеки. Таким образом, данная статья состоит из следующих основных частей: описание требований бирж к корпоративному управлению; анализ дополнительных требований в США и Европе; рассмотрение десяти факторов корпоративного управления, ведущих к фальсификации финансовой отчетности и приведших к кризису на рынке высокорисковой ипотеки; описание текущих тенденций и заключение.

Требования бирж к корпоративному управлению

В целях сравнения в Приложении 1 приведены требования упомянутых выше бирж, которые учитывают 10 факторов фальсификации финансовой отчетности. Например, в ОАЭ требования Государственной биржи Дубая (установленные Комиссией по биржам и товарам и вступающие в силу в 2010 году) были переписаны с требований американских и лондонской бирж. Ввиду того что биржа Дубая стремится стать одной из основных бирж, цель которой обеспечить систему «24/7» (непрерывная круглосуточная работа биржевых площадок) и заполнить промежуток в торгах, возникающий между открытием торгов в Лондоне и закрытием в Сингапуре, требования к корпоративному управлению Сингапурской биржи также были учтены. Кроме того, были включены и требования закона Сарбейнса—Оксли⁵ (SOX), так как данный закон был создан для регулирования некоторых из десяти возможных видов нарушений. Требования же Российской биржи РТС фокусируются на десяти правилах, необходимых лидирующим компаниям РФ для того, чтобы быть включенными в основной котировальный список («Лист А») а не в менее престижный «Лист Б» [Derisheva, 2007].

Десять наиболее частых факторов корпоративного управления, выявленных в махинациях с финансовой отчетностью, были исследованы еще в начале 1980-х годов [Grove et al., 1982], и работа в данном направлении продолжалась все эти годы [Basilico and Grove, 2008]. Пять из этих десяти факторов были охвачены требованиями различных бирж к корпоративному управлению: всеисильные исполнительные директора (СЕО), слабая система контроля менеджмента, фокусировка на краткосрочных целях, слабые либо несуществующие стандарты этики и спорная стратегия бизнеса с непрозрачным раскрытием информации. Другие же пять факторов пока еще не отражены в требованиях бирж соответствующим образом: частая смена высшего менеджмента, торговля акциями инсайдеров, нетерпимость исполнительных директоров к критике, проблемы с независимостью внешних аудиторов, а также проблемы, связанные с независимостью инвестиционных банкиров. Основная часть данной статьи посвящена описанию данных десяти факторов с точки зрения защиты прав инвестора посредством анализа требований различных бирж к корпоративному управлению.

⁵ Закон о борьбе с корпоративным и бухгалтерским мошенничеством, принятый в США.

Дополнительное регулирование в США и Европе

История показывает, что большинство реформ в сфере финансового регулирования провоцируются кризисами. Например, следуя краху американских бирж в 1929 году, в США был принят закон о торговле ценными бумагами (США, 1934 год), который узаконил основание Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, далее SEC). Закон о коррупционных действиях за границей 1977 года, практическая часть SEC, а также Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Boards, далее FASB) были созданы лишь после классических мошенничеств с отчетностью в США в 1960-х и 1970-х годах, например, таких фирм, как National Student Marketing, Stirling Homex, Equity Funding, W.T. Grant и Penn Centra. История снова повторилась, когда в июле 2002 года, после коллапса таких компаний, как Enron, WorldCom и других, в США был принят закон по борьбе с корпоративным и бухгалтерским мошенничеством (Sarbanes—Oxley Act, далее SOX). SOX создал также и Совет по надзору за бухгалтерской отчетностью публичных компаний (Public Company Accounting Oversight Board, далее PCAOB), который устанавливает стандарты качества аудиторской отчетности о деятельности компаний, а также осуществляет контроль над аудиторскими компаниями и их клиентами. Данный совет состоит из пяти членов, только двое из которых могут иметь степень CPA⁶; при этом члены данного совета должны работать в нем на постоянной основе и не получать от публичных бухгалтерских компаний никаких других вознаграждений, кроме пенсии [Felo and Solieri, 2003].

История также повторяется в Европе — с введением нескольких новых регуляционных мер, которые последовали за крахом таких компаний, как Parmalat и Cirio. В Европейском Союзе (ЕС) основным приоритетом после указанных скандалов стало использование международных стандартов бухгалтерской отчетности. Начиная с января 2005 года международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) стали обязательными для публичных европейских компаний. При этом оба стандарта, как МСФО, так и американские общепринятые принципы бухгалтерского учета (GAAP), рассматриваются как формы корпоративного управления. В Великобритании и Швеции было введено требование регулярной смены основной аудиторской компании, в то время как в Италии требование носит более четкий характер: аудиторскую компанию необходимо менять каждые пять лет [Plender, 2004]. Также целый ряд законов Великобритании имеют схожие с SOX требования. Например, согласно закону 2004 года об общественных учреждениях, юридических и аудиторских компаниях, компаниям, их служащим и руководству следует предоставлять информацию, необходимую для анализа отчетности на предмет нарушений.

Десять наиболее значимых факторов корпоративного управления, ведущих к махинациям с отчетностью и к дефолтам по высокорисковому ипотечным долгам

Многие управляющие фонды, инвесторы и финансовые аналитики используют факторы корпоративного управления при принятии инвестиционных решений [Anders, 2002; Bryan-Low and Opdyke, 2002; Mulford and Comiskey, 2002; Schilit, 2003; Willis, 2002]. Менеджмент компании, члены советов директоров, внешние и внутренние аудиторы также нуждаются в анализе корпоративного управления, особенно в случаях реализации стратегии по определению и предотвращению махинаций с финансовой отчетностью и рискованных инвестиций. В недавних событиях с большинством из уже упомянутых компаний именно факторы корпоративного управления были ключевыми индикаторами, которые указывали на махинации с финансовой отчетностью, причем задолго до того, как цены акций упали почти до нуля [Grove and Cook, 2004; Cook and Grove, 2007]. Более того, как было замечено главой

⁶ CPA — certified public accountants (дипломированный бухгалтер-аудитор).

базирующегося в Лондоне правления комитета по международным стандартам финансовой отчетности (правление КМСФО) сэром Давидом Твиди, «скандалы, которые мы наблюдаем в последние годы, часто связаны с методами бухгалтерского учета, хотя по факту я считаю, что случаи американских компаний представляют собой скандалы корпоративного управления, включающие в себя махинации». Например, многие факторы корпоративного управления компании Enron наблюдались еще в начале сентября 2001 года, когда акции компании все еще торговались в диапазоне \$30—35 (против \$90, наблюдавшихся летом 2000 года). К 30 ноября 2001 года, после того как были раскрыты факты махинаций с финансовой отчетностью компании, акции упали практически до нуля. Многие факторы корпоративного управления также были видны, когда цена акций компании Parmalat составляла 3,09 евро (3 сентября 2003 года), до того, как цена за акцию упала до 0,11 евро (к 22 декабря 2003 года, после раскрытия махинаций с отчетностью).

Факторы корпоративного управления также указывали на крах высокорисковой ипотеки. Первые три из десяти факторов, всесильность исполнительных директоров, слабая система контроля менеджмента и фокусировка на краткосрочных целях были отмечены во многих инвестиционных банках в связи с проблемами высокорисковой ипотеки. Например, компания CtW Investment Group, инвестиционный советник пенсионных фондов, имеющая под управлением порядка \$1,4 трлн активов, угрожала принять меры против Citigroup и Merrill Lynch, что стоило акционерам \$126 млрд и \$35 млрд в 2007 году соответственно. CtW объявила, что комитеты по аудиту обоих банков не смогли предотвратить избыточных рисков, которые сопутствовали инвестициям в высокорисковую ипотеку, равно как не смогли контролировать бывших (уволненных впоследствии) CEO данных банков, которые разработали и ввели в исполнение данные высокорисковые стратегии [Reuters, 2008].

Величина потерь, которые связаны с крахом рынка высокорисковой ипотеки, описывается размером списаний на текущую дату: \$18 млрд у Citigroup, \$15 млрд у Merrill Lynch, \$15 млрд у UBS, \$11 млрд у Morgan Stanley и \$2 млрд у Bear Stearns. Общие списания по высокорисковой ипотеке к концу 2007 года составили \$100 млрд, и при этом списание еще \$100 млрд возможно в ближайшем будущем. Все CEO Citigroup, Merrill Lynch, UBS, и Bear Stearns потеряли свою работу из-за указанных списаний, но при этом первые двое CEO получили компенсационные пакеты в размере \$95 млн и \$161,5 млн соответственно! Указанные инвестиционные банки в поисках дополнительного капитала обратились к инвестиционным фондам иностранных государств, а также богатым иностранным инвесторам с Ближнего Востока и Азии для спасительного финансирования:

- Citigroup: \$22 млрд, из которых \$7,5 млрд от фондов принца Абу-Даби, \$6,8 млрд — от государственной инвестиционной корпорации Сингапура и \$7,5 млрд — от Кувейтских фондов и средств Алвалида бин Талала (саудовского принца).

- Merrill Lynch: \$12,2 млрд, из которых \$6,6 млрд — от Корейской инвестиционной корпорации, кувейтских фондов и японской финансовой группы Mizuho и \$5,6 млрд — от холдинга Temasek (контролируемого правительством Сингапура).

- UBS: \$11,5 млрд, из которых \$9,7 млрд — от государственной инвестиционной корпорации Сингапура и \$1,8 млрд — от неизвестного инвестора с Ближнего Востока.

- Barclays: \$5 млрд, из которых \$3 млрд — от Китайского банка развития и \$2 млрд — от холдинга Temasek.

Единственным крупным инвестиционным банком, которому удалось избежать потерь, стал Goldman Sachs, чей финансовый директор ввел строгую систему внутреннего контроля рисков. Также Goldman Sachs вовремя либо распродал со скидкой, либо застраховал свои вложения в высокорисковые ипотечные долги, тем самым избежав списаний. Банк, используя производные финансовые инструменты, находился в короткой позиции по отношению к высокорисковым долгам и смог заработать при снижении цен на рынке недвижимости. Таким образом, в 2007 году банк заработал рекордные для него \$11,6 млрд и был единственным крупным инвестиционным банком, который заплатил годовые бонусы в размере \$20,2 млрд, в том числе рекордный бонус для CEO в размере \$67,9 млн. Продолжая

анализ данного вопроса, стоит указать на мнение UBS, согласно которому кризис ипотеки, который стал центром кризиса долгов, является «крупнейшим провалом системы рейтингования и оценки рисков за всю историю» [Grant, 2008]. Десять факторов фальсификации являются красными флагами, которые были ключевыми индикаторами в большинстве случаев махинаций и при вложениях в высокорисковые ипотечные долги. Эти десять факторов были тщательно разработаны на основе исследования целого ряда примеров специфических компаний, а также наблюдений о корпоративном управлении Уоррена Баффетта, CEO компании Berkshire Hathaway, обладателя более чем \$40-миллиардного состояния и второго по богатству человека в США, после Билла Гейтса. Баффет [2003—2007] включал в свои ежегодные письма CEO секции, посвященные корпоративному управлению. Он был в 20 советах директоров публичных компаний и взаимодействовал более чем с 250 директорами за 40 лет своей деятельности. При этом его только один раз попросили быть в комитете по компенсациям, так как у него довольно строгие и жесткие взгляды на компенсацию менеджмента, прямо противоположные тем, что были в Citigroup и Merrill Lynch.

Корректирующие рекомендации для преодоления провалов в корпоративном управлении были получены из требований к корпоративному управлению основных биржевых площадок на развитых и развивающихся рынках по всему миру: в США, Великобритании, России, ОАЭ и Сингапуре. Например, схожие требования бирж NYSE и NASDAQ к корпоративному управлению были приняты SEC 4 ноября 2003 года. Обе эти площадки требуют от своих эмитентов принятия данных стандартов. Более того, все иностранные компании, котирующиеся на данных биржах, должны раскрывать все существенные отклонения от данных стандартов в своих моделях корпоративного управления.

Описываемые ниже 10 ключевых факторов нарушения финансовой отчетности также были отмечены регулируемыми нормами SOX, в которых изложены методы защиты с неэффективностями корпоративного управления и внешнего аудита [Felo and Solieri, 2003]. SOX применяется и более чем для трехсот европейских компаний, которые представлены на американских биржах, так как SEC рекомендует для обращения их акций на биржах США следовать правилам SOX. Также на текущий момент около 1300 иностранных компаний зарегистрировались в SEC (в сравнении с 500 компаниями в 1992 году), а количество иностранных компаний, котирующихся только на NYSE, выросло с 332 до 424 за последние 5 лет. SEC решила применить нормы SOX для данных иностранных компаний, что было вызвано недавними случаями в Европе, такими как Parmalat, Cirio, Ahold и Adecco.

1. Всесильные исполнительные директора (CEO)

CEO также являются председателями совета директоров. Инсайдеры (высший менеджмент компании) в совете директоров контролируют большинство решений компании, что является недостатком корпоративного управления.

Куллинан и Саттон [Cullinan и Sutton, 2002] обнаружили, что CEO и высший менеджмент были вовлечены в 90% всех случаев (всего их было 276) махинаций с отчетностью и в отчетах по обязательным правилам учета и аудирования (Accounting and Auditing Enforcement Releases, далее AAERs) с 1987-го по 1999 год. Бислей [Beasley et al., 1999] пришел к аналогичным выводам в своем исследовании AAERs с 1987-го по 1997 год. Базилико [Basilico et al., 2005] также обнаружил статистически значимую разницу для тех случаев, когда инсайдеры имеют существенный контроль над компанией (по выборке из 100 компаний с махинациями в AAERs с 1986-го по 2001 год) по сравнению с теми случаями, где инсайдеры не обладают такой властью. Например, зачастую CEO является и основателем компании, а также председателем совета директоров, как это было в Enron, WorldCom и Global Crossing. Председатель совета директоров компании Qwest при этом являлся крупнейшим акционером этой компании, и назначил своего CEO. В Европе примечателен

пример компании Parmalat, которая начала свою деятельность как семейная компания и в итоге выросла в глобального пищевого гиганта. CEO этой компании (который был при этом ее основателем), главный финансовый директор (CFO) и юрист компании продолжали контролировать совет директоров даже тогда, когда компания стала котирующейся.

По вопросу эффективной структуры совета директоров Баффетт [2005] заметил: «Настоящая независимость означает возможность оспаривать какие-либо действия CEO, которые некорректны или глупы, и это невероятно ценный признак директора. При этом данный факт можно встретить крайне редко». Баффетт наблюдал за людьми, чьи интересы в значительной степени соответствовали интересам акционеров. Каждый из 11 его директоров является собственником акций компании Berkshire на сумму более \$4 млн. Они получают незначительную зарплату. При этом нет никаких дополнительных привилегий, страховок или любых других факторов, которые могли бы стимулировать их на мошенничество с отчетностью. Баффетт [2007] сформулировал задачу независимости: «Члены совета директоров должны быть по-настоящему независимыми, так как многие директора, которые сейчас считаются независимыми, на самом деле таковыми не являются, так как они очень зависимы от вознаграждения (которое может оставлять от \$100 тыс. до \$250 тыс. в год) для поддержания привычного уровня жизни». Баффетт хотел бы, чтобы «поведение директоров в компании было стимулировано воздействием результатов их решений на их богатство, а не размером компенсации». Он назвал данный подход капитализмом собственника и утверждает, что не знает лучшего пути для достижения истинной независимости совета директоров.

Требования большинства основных бирж к корпоративному управлению подчеркивают важность независимости совета директоров для противостояния всемогущим CEO с целью защиты инвесторов. Например, требования NYSE включают в себя обязательство для компании иметь в совете директоров большинство независимых членов, при этом независимость определяется отсутствием материальных отношений между членом совета директоров и компанией на протяжении последних лет. Для того чтобы стимулировать советы директоров к большей независимости, секция 402 SOX запрещает корпорациям предоставлять корпоративные кредиты служащим и директорам компании. Секция 1105 SOX также дает возможность SEC ввести запрет (постоянный или временный) на присутствие тех или иных лиц в совете директоров публичных компаний, как это произошло с Мартой Стюард или Фрэнком Куаттроном: было доказано их участие в финансовом мошенничестве. Также несколько крупных компаний, таких как Disney и MCI, недавно разделили обязанности CEO и председателя совета директоров между двумя людьми.

2. Слабая система контроля менеджмента

Система внутреннего контроля (проверок, распределения обязанностей, внутреннего аудита и т.п.) настолько слаба, что высшее руководство может переключать управление на себя в любой момент времени. Это провал корпоративного управления.

Слабая система внутреннего контроля обнаруживалась почти всегда, как сейчас, так и ранее, в случаях выявления мошенничества с отчетностью. Высшее руководство компании поощряло подобную систему, в которой оно в любой момент может принять необходимое ему (руководству) решение для достижения желаемых финансовых результатов, зачастую за счет подчиненных, не обладающих специфичными знаниями том-менеджмента. Например, хотя компания Parmalat в своих ежегодных отчетах показывала прибыль, на самом деле отчет, подготовленный независимыми аудиторами для следователей в Милане, показал, что у нее был только один прибыльный год за период с 1990-го по 2002 год. Также CEO Parmalat признал вывод более чем 500 млн. евро из компании в другие бизнесы. При этом независимый аудитор выявил еще больший вывод средств из компании: около 1 млрд евро, обвинив в данном расхождении CEO. Суд города Милана сделал следующее замечание по

делу компании Parmalat: «Нам необходимы люди и культура для осуществления контроля» [Barber, 2004]. Другой пример связан с деятельностью швейцарской компании Adesso, крупнейшего в мире агентства по найму временного персонала. В компании был совет директоров, а также комитет по аудиту, состоящий из трех человек (только европейцев). В то же время более 20% выручки компании приходилось на США, при этом в американском подразделении наблюдались случаи фальсификации отчетности (раздувалась выручка, были ошибки учета, недостаток внутреннего контроля и слабая защита информации).

Таким образом, Adesso не смогла должным образом проконтролировать свою иностранную «дочку». Подобные проблемы контроля были освещены в исследовании компании KPMG 2007 года (опрос 138 топ-менеджеров), в ходе которого было выявлено, что неадекватный внутренний контроль является основным фактором инцидентов, связанных с подделкой отчетности. Исследование обнаружило, что в большой степени данные махинации были обусловлены возможностью менеджмента управлять ситуацией. Управляющий партнер KPMG заключил: «Полученный из попыток менеджмента контролировать махинации с отчетностью урок может помочь советам директоров и руководству компании определять подобные случаи на ранних стадиях и предотвращать их» [KPMG, 2008].

Рассуждая о возможностях систем корпоративного управления контролировать менеджмент компании, Баффетт [2004] заметил, что многие интеллигентные и порядочные директора терпели неудачу во время заседаний совета директоров ввиду главенствующей роли на них CEO. Развивая эту мысль, Баффетт замечает: «Поднять во время совета директоров вопрос о смещении CEO практически невозможно, особенно если совет директоров состоит из благовоспитанных людей. Также невероятной выглядит попытка усомниться в целесообразности слияния с другой компаний, которое было инициировано CEO, особенно если данное предложение поддерживается присутствующим на заседании советником компании». Во избежание подобных «социальных трудностей» Баффетт поддерживает рекомендации NYSE независимым директорам: регулярно встречаться без участия CEO. Также одним из требований NYSE к каждой котирующейся компании является наличие комитета по аудиту, который должен состоять как минимум из трех членов (все – независимые директора со знанием финансов). Более того, есть дополнительное требование о том, что каждая котирующаяся на данной бирже компания должна иметь внутренний аудиторский контроль.

Для того чтобы защитить инвестора, все крупнейшие биржи требуют от котирующихся компаний строгой системы внутреннего контроля. Различные площадки, например NYSE, отдельно выдвигают требования о наличии независимого комитета по аудиту и внутреннему аудиту. С тех пор как внутреннему контролю уделяется особое внимание (с целью избежать махинаций с отчетностью), часть 404 SOX требует от CEO и CFO обсуждение внутренних процессов контроля. Компании также должны отчитываться о выполнении всех правил и процедур контроля, для того чтобы предотвращать возможные махинации в годовых отчетах. Также есть требования к CEO и CFO определять, что создание и соблюдение процедур внутреннего контроля является их ответственностью, и проводить ежегодную оценку эффективности данных процедур аудита. Одно из недавних правил, разработанных Комитетом по надзору за отчетностью публичных компаний (Public Companies Accounting Oversight Board — PCAOB), созданным SOX в США, требует от внешнего аудитора отражения мнения не только о чистоте и честности финансовой отчетности компании, но также об эффективности ее систем внутреннего контроля.

3. Фокус на краткосрочные цели

Зачастую компании ежеквартально и ежегодно ставят перед собой запредельные цели по достижению высоких финансовых показателей деятельности. При этом большее внимание уделяется показателю выручки, а не показателям рентабельности.

СЕО компании Qwest неоднократно критиковали за фокусирование на достижении краткосрочных целей, особенно за попытки регулярно увеличивать темпы роста выручки, выраженные двузначным числом. Например, в компании Qwest для достижения целевых показателей роста выручки в конце кварталов проводились взаимопоставки оптоволоконных решений с такими компаниями, как Global Crossing и Enron. Более того, с целью увеличения выручки в одном из годовых отчетов компании Qwest была указана выручка за оказание услуг рекламы за тринадцать месяцев вместо двенадцати. Ни одна из этих особенностей формирования выручки не раскрывалась инвесторам. Другой пример — голландская компания Ahold, которая с целью достижения целевых показателей учитывала бонусы, получаемые от поставщиков, как выручку. Две германские компании отвергли предложение о слиянии от Enron и Qwest из-за агрессивной политики менеджмента в достижении показателей выручки и чрезмерных, забалансовых показателей долга у этих компаний.

Защитной мерой от фокусирования на достижениях только краткосрочных целей для получения бонусов является разделение компенсационного пакета менеджмента на фиксированную и переменную части. Например, переменная часть вознаграждения может зависеть от различных показателей [Hilb, 2004]:

1. Достижение целевых финансовых показателей в течение трехлетнего периода.
2. Сравнительный ценностной индекс (например, 50% — добавленная экономическая стоимость (Economic Value Added, EVA), 20% — лояльность потребителей, 20% — удовлетворенность сотрудников компании и 10% — публичный имидж компании).
3. Функциональная оценка производительности (20% — показатели эффективности совета директоров, 30% — индивидуальная эффективность членов совета директоров, 50% — корпоративные показатели эффективности).

Подобным образом Эпштейн [Epstein и Roy, 2002] установили, что система сбалансированных показателей (BSC), разработанная Нортонем и Капланом [Kaplan и Norton's, 2000], может быть использована не только для измерения эффективности работы компании, но и для совета директоров. Одна из четырех стратегических категорий системы сбалансированных показателей может быть переделана: вместо анализа восприятия потребителей можно анализировать совет директоров с точки зрения стейкхолдеров компании. Остальные три категории данной системы остаются такими же: финансовая часть, внутренние процессы и развитие/рост.

Баффетт, в свою очередь, рассуждая о компенсации для менеджмента компании [2006], утверждает: «Если корпоративная Америка твердо настроена на внутреннюю реформу, СЕО должны пройти серьезную проверку. На текущий момент результаты неудовлетворительные». Он замечает, что зачастую при встречах СЕО и компенсационного комитета, одна из сторон (СЕО) заботится о компенсационном пакете значительно больше, чем вторая. Эта разница чаще всего казалась несущественной компенсационному комитету, особенно когда опционные программы не влияли на заработок, до введения в 2006 году в США правил бухгалтерского учета. Баффетт заметил, что данные переговоры зачастую принимают форму «игры на деньги» и утверждает, что директора не должны входить в компенсационный комитет, за исключением тех случаев, когда они способны действовать от лица акционеров компании. Баффетт заметил, что «СЕО зачастую становятся богаче, когда акционеры испытывают финансовые трудности. Директора должны остановить подобную практику. Это смешно, когда раздутые платежи менеджменту в одном году становятся базой для последующего увеличения компенсационного пакета». Кризис высокорисковой ипотеки, сопровождающийся огромными компенсациями увольняющимся СЕО, еще раз подтвердило правильность данного наблюдения. Также Баффетт утверждает, что ситуация, когда компания всегда достигает своих квартальных и годовых целей, как это было, например, с Enron, должна стать красным флагом для инвестора, ввиду того что подобные достижения показателей игнорируют реальную конкурентную среду и бизнес-циклы.

Все ключевые биржевые площадки требуют независимости комитета по вознаграждениям, для того чтобы защитить инвесторов от упомянутых проблем. Например,

NYSE требует от всех котирующихся на этой бирже компаний наличия компенсационного комитета, состоящего только из независимых директоров. Данный комитет должен иметь право изменять систему мотивации CEO и механизм измерения эффективности их деятельности. Требуется ежегодное определение эффективности работы совета директоров и комитета по компенсациям. Также SEC требует наличия ежегодного отчета компенсационного комитета в документах, содержащих существенные сведения о компании.

Часть 302 SOX требует, чтобы CEO и CFO подтверждали в отчетности, что они изучили годовые и квартальные отчеты компании, заполненные в соответствии с требованиями SEC. Они должны гарантировать (с точностью их знаний о компании), что отчеты наиболее реалистично отражают финансовые и операционные условия работы компании и не упускают никакой материально важной информации. На частных лиц может быть наложен штраф в размере до \$5 млн, а также они могут быть осуждены на срок до 20 лет за нарушение данных требований. Подобное требование помогает предотвращать манипулирование данными в квартальных и годовых отчетностях. Также часть 401 (b) SOX позволила SEC сделать обязательным раскрытие финансовой информации в формате GAAP для всех американских компаний, особенно для высокотехнологичных, которые до этого при разглашении своих данных по выручке и прибыли в своих пресс-релизах и во время проведения телефонных конференций могли сообщать данные, не соответствующие формату GAAP. Теперь эти компании обязаны перед разглашением информации переводить ее в формат GAAP по форме 8-K, утвержденной SEC.

4. Неадекватная реакция CEO на критику

Когда CEO отвечают на вопросы сторонних наблюдателей, например финансовых аналитиков, во время телефонных конференций, они занимают ярко выраженную оборонительную позицию или начинают вести себя оскорбительно по отношению к задающему вопрос. CEO или другой высший менеджмент, например CFO, могут в подобных случаях даже лгать.

Джеффри Скиллинг, CEO компании Enron, неадекватно реагировал на критику. Во время телефонной конференции с финансовыми аналитиками, когда ему был задан вопрос о результатах деятельности компании Enron, он назвал одного из них «жопой с ручками». Джим Ханос, который первым из управляющих хедж-фондов стал задаваться вопросом о результатах деятельности компании Enron, назвал данное заявление Скиллинга катастрофой и последним кусочком мозаики. Он занял короткую позицию по акциям Enron сразу после данной конференции, когда акции еще торговались около \$70. Также CEO и CFO компании Enron постоянно твердили аналитикам, что их компания никогда не будет использовать для банковских займов свои компании специального назначения (Special Purpose Entities, SPE). Однако условия некоторых кредитных договоров позволяли компании Enron стать поручителем по подобным займам, что в итоге и произошло.

CEO компании Qwest раскритиковал аналитика инвестиционного банка Morgan Stanley, который засомневался в результатах деятельности компании Qwest и понизил рекомендацию по ее акциям с «покупать» до «нейтральной». CEO сказал, что у них «нет карт в рукаве», и назвал отчет аналитика низкокачественной писаниной. Он пообещал больше не общаться с данным аналитиком и разорвал всяческие отношения между компанией Qwest и Morgan Stanley. CEO компании Parmalat также неадекватно реагировал на критику своих аудиторов и итальянских банкиров. Итальянские законы обязывают менять фирму-аудитора каждые пять лет. Для того чтобы не подчиняться данному закону, CEO компании Parmalat переместил 51% операционной деятельности компании, а также те виды деятельности, которые могли вызывать вопросы сторонних наблюдателей, на Каймановы острова, где в качестве основного аудитора компании была выбрана прежняя компания-аудитор. Также CEO компании Parmalat переместил средства компании из итальянских банков на счет банка Bank of America на Каймановых островах.

Баффетт [2006], делая рекомендации относительно эффективного совета директоров, заметил: «Когда CEO компании заботится об эффективности компании, а члены совета директоров — нет, в компании нарушается баланс корпоративного управления. Злоупотребление CEO своим служебным положением требует соответствующих действий от крупных собственников компании. Двадцать, и даже меньшее количество институциональных инвесторов, действуя сообща, могут эффективно реформировать систему корпоративного управления в любой отдельно взятой компании, просто не голосуя за директоров, которые демонстрируют терпимость к подобному отвратительному положению вещей».

Подобным образом для усиления институциональных основ защиты инвесторов могут быть использованы требования биржи LSE. Правило E1 гласит, что институциональные инвесторы должны быть в активном диалоге с компанией, базируясь на взаимопонимании целей. Правило E2 говорит о том, что институциональные инвесторы при установлении корпоративного управления должны избегать подхода, основанного на тайном голосовании. Таким образом, если институциональные инвесторы задают острые вопросы менеджменту компании, и в особенности CEO, данный высший менеджмент будет чувствовать себя гораздо более комфортно при общении с финансовыми аналитиками и менеджментом фондов, получая подобные вопросы от них и других инвесторов.

Также в ОАЭ статья 12.2 говорит о том, что права акционеров должны включать следующее: право активно участвовать в общем собрании акционеров и право обсуждать повестку дня и задавать вопросы директорам и внешним аудиторам, которые должны на них ответить, кроме тех случаев, когда ответ может повлечь ущерб для компании. Более независимый совет директоров, востребуемый всеми биржевыми площадками, также поможет защитить инвесторов.

5. Ротация высшего менеджмента

CEO и/или другой высший менеджмент, особенно CFO, покидают «работу своей мечты» ради того, чтобы «проводить больше времени с семьей».

CEO компании Enron, Джеффри Скиллинг, ушел со своего поста всего через шесть месяцев после того, как достиг «работы своей мечты», назвав такой шаг «полностью личным решением» и связав его с необходимостью уделять больше времени семье. Менеджер одного из инвестиционных фондов, Джон Гаммершмидт, сказал: «Это было худшее объяснение, которое я когда-либо слышал. Как только я это услышал, я сразу продал мои акции». Другие, в том числе и Шеррон Уоткинс, обвинитель компании Enron, утверждали, что Скиллинг знал, что падение акций компании Enron может причиной быть следствием ситуации, когда гарантии по долгам SPE будут обязательны к исполнению, что, в свою очередь, приведет к банкротству Enron. Подобным образом CFO компании Qwest покинул компанию за год до того, как у нее начались проблемы с отчетностью, а CFO компании Parmalat — за девять месяцев до ее банкротства.

Для того чтобы уменьшить ротацию высшего менеджмента, независимый комитет совета директоров по назначениям должен помочь выбрать тот высший менеджмент, который заинтересован в долгосрочном успехе компании и ее акционеров. Баффетт [2005] говорит на данную тему следующее: «В дополнение к тому, чтобы быть независимыми, директора должны проявлять здравый смысл, ориентированность на акционеров и подлинную заинтересованность в компании. Мой сорокалетний опыт пребывания в советах директоров убедил меня в том, что у большинства директоров нет как минимум одного из указанных трех качеств. Как результат, их вклад для акционеров был минимальным, если не отрицательным. Они просто-напросто не знали достаточно о бизнесе и/или недостаточно заботились об акционерах, чтобы противодействовать глупым слияниям или раздуванию компенсаций менеджменту».

Подобным образом к проблеме создания комитета при совете директоров по

назначению высшего менеджмента подходит NYSE, требуя, чтобы каждая компания имела данный комитет, полностью состоящий из независимых директоров. Такой комитет должен иметь четкие правила работы, включая основные требования, которые должны предъявляться к претендентам на места в совете директоров. В дополнение в статье 3.4. требований биржи ОАЭ говорится, что директора должны продолжать работать до тех пор, пока они либо не достигнут успеха, либо не будут уволены, либо их уход не одобрит решение совета директоров. Действующие требования, похожие на требования SOX по инсайдерской торговле, направлены на увеличение защиты инвесторов. Информация о ротации высшего менеджмента компании должна раскрываться на интернет-сайте компании в течение двух дней, за тот же период должна быть проинформирована и SEC.

6. Инсайдерская торговля акциями

Высший менеджмент, особенно CEO и CFO, продают свои собственные акции компании по текущим ценам, вместо того чтобы держать их длительный период времени. В то же время они говорят о том, что акции компании недооценены и имеют большое будущее.

Существенные случаи инсайдерской торговли акциями компании Enron наблюдались во второй половине 2000-го и первой половине 2001 года, до того как цены на акции этой компании обвалились во второй половине 2001 года и она стала банкротом. Бывший CEO (Кен Лэй) и последующий CEO (Джеффри Скиллинг), главный юрист, CFO, и другие члены высшего менеджмента компании продавали большие пакеты акций, на сумму более \$1,1 млрд. В 2000 году Лэй и Скиллинг заработали \$66,3 и \$60,7 млн соответственно от исполнения своих опционов на акции и продажи ценных бумаг — то есть в два раза больше, чем годом ранее. После их продаж цены на акции существенно падали в течение всего 2001 года, и один финансовый аналитик компании Thomson Financial, Пол Эллиот, назвал данную инсайдерскую продажу «кричащим красным флагом» и задался вопросом: «Если Лэй и Скиллинг верили в то, что акции были недооценены и должны были стоить \$120, о чем они постоянно твердили инвесторам, почему они продавали их в таких количествах?»

Лэй и Скиллинг были обвинены в многочисленных нарушениях и мошенничестве. Схожие случаи инсайдерской торговли происходили в крупных американских телекоммуникационных компаниях. Например, девять высших менеджеров компании Qwest заработали \$2,2 млрд на продаже акций, одновременно продолжая рекламировать их перспективы. Впоследствии CEO компании Qwest был обвинен в целом ряде преступлений, связанных с инсайдерской торговлей. Также CFO компании WorldCom реализовал опцион и продал акции так скоро, как только смог это сделать, за что впоследствии также был обвинен в инсайдерской торговле.

Как российская биржа, так и биржа ОАЭ требуют адекватной защиты инвесторов в данном направлении. Согласно правилу 8 биржи РТС, совет директоров эмитента должен издать документ об использовании конфиденциальной информации о действиях эмитента, акциях компании и операциях с данными акциями, ввиду того что раскрытие подобной информации существенным образом может повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг эмитента. Статья 14 биржевых правил ОАЭ (см. Приложение, часть 2) требует, чтобы в отчете о корпоративном управлении присутствовала информация об операциях с акциями директоров и их родственников.

В США инсайдерскую торговлю акциями стало легко отследить после введения SOX, согласно секции 403 которого, SEC требует публикации информации о подобных продажах в течение двух дней, информация также должна разглашаться на сайте компании. Согласно предыдущему требованию, данный срок составлял 45 дней. Менеджмент компании также имеет мотивы по подтверждению сфабрикованной отчетности тогда, когда получает бонусы, привязанные к ценам акций. Для того чтобы ослабить данный стимул, секция 304 SOX требует, чтобы все бонусы, а также прибыль от продаж акций CEO и CFO были возвращены

обратно в том случае, если компания переиздает финансовую отчетность из-за ее недостоверности. Секция 306 SOX запрещает покупку и продажу акций менеджментом компании и членами совета директоров в течение «тихого» периода; пунктом 401 (к) пенсионных правил работникам компании запрещено продавать свои акции, когда меняются руководители пенсионных программ, как это было в случае компании Enron. Также правило 10 (b) 5-1 SEC разрешает высшему менеджменту продажу акций компании только в очень редких случаях.

7. Слабый или вообще отсутствующий кодекс этики

Работников компании стимулируют нарушать этические и профессиональные нормы как в повседневной жизни, так в ведении финансовой отчетности. Корпоративный кодекс этики (если такой вообще существует) не воспринимается всерьез.

Случай с компанией Parmalat показателен: компания была раскрыта сразу после того, как не смогла выплатить обычный процентный платеж по облигациям, что показало халатное отношение итальянских регулирующих органов и собственных аудиторов компании к ее отчетности. Последовавшая за этим аудиторская проверка выявила нехватку 4 млрд евро на счету компании на Каймановых островах в банке Bank of America. Аудиторы послали запрос банку через внутреннюю почту компании Parmalat, но он был перехвачен. Затем письменное подтверждение от банка аудиторам было потеряно, как и другая сопроводительная документация: 4 млрд евро были просто-напросто сфабрикованы, чтобы помочь CEO грабить компанию. Более того, работники компании Parmalat после подобных махинаций были обязаны уничтожить всю информацию, однако один из сотрудников вместо этого передал ее следователям. Более пятидесяти работников компании Parmalat, две аудиторские компании и семь банков попали под следствие.

Первым, кто задал в прессе вопрос о справедливой стоимости компании Enron, был репортер журнала Fortune, Бентани Маклин [2001]. Он заметил, что использование компанией Enron метода переоценки портфеля ценных бумаг на основе текущих цен, при неликвидном рынке и отсутствии сравнимых по показателям ориентиров было «красным флагом», свидетельством того, что компания манипулирует отчетностью. Маклин сказал: «В Enron часто полагаются на внутренние модели, которые создают серьезный потенциал для злоупотреблений». Согласно утверждениям бывших сотрудников Enron, продавцы при оценке контрактов на продажу имели чересчур оптимистичные взгляды на будущие цены товаров, что вело к увеличению прибылей и бонусов. Один из консультантов по энергетической отрасли сказал: «Эти оценки основаны на слухах. Невероятно, чтобы данные цифры принимались всерьез». В домашней видеозаписи с вечеринки, посвященной уходу на пенсию одного из менеджеров Enron, ее CEO Скиллинг хвалился, что может «добавить \$100 тыс. млрд к чистой прибыли в любой момент», используя метод переоценки портфеля ценных бумаг на основе текущих цен. Также 75 работников Enron, включая секретарей и торговых представителей, были помещены в пустой торговый зал биржи, чтобы изображать попытки продаж коммерческим потребителям контрактов на электроэнергию по телефону. Затем в этом помещении был проведен тур для аналитиков с Уолл-стрит, но они не могли задавать вопросов работникам Enron. Другой пример: CFO компании Тусо говорит, что просто забыл включить в налоговую декларацию \$12 млн, которые он одолжил у компании, так как компания ему этот долг простила.

Чтобы защитить инвесторов, в требованиях всех крупнейших бирж к котирующимся компаниям учитываются подобные этические проблемы: в них от компаний требуется принятие кодекса этики и обеспечение необходимых процессов контроля. Например, NYSE требует от всех котирующихся компаний наличия кодекса этики и раскрытия любых отклонений от данного кодекса. Также ежегодно CEO компании должны подтверждать, что они не знают о нарушениях руководимыми ими компаниями требований NYSE к корпоративному управлению. В случае если CEO узнает о каком-либо существенном

отклонении от стандартов ведения корпоративного управления, он должен незамедлительно в письменном виде уведомить об этом NYSE.

Секция 406 SOX требует, чтобы компании раскрывали факты принятия кодекса этики их CEO, CFO и другим высшим менеджментом. Также в случае каких-либо изменений в кодексе этики они должны заполнять форму 8-K. Данное правило было введено в качестве реакции на поступок совета директоров компании Enron, когда было дважды допущено отклонение от стандартов, чтобы облегчить создание SPE под руководством CFO компании. Секция 407 SOX требует от комитета по аудиту организовывать процедуры получения анонимных сообщений, поощряющие осведомление о нарушениях ведения бухгалтерского учета, аудита и внутреннего контроля в компании. Данная секция приравнивала расправу с обличителями к криминальному действию.

8. Проблема независимости внешнего аудитора компании

Часто вознаграждение, получаемое аудиторскими компаниями, может превышать стандартные нормы оплаты аудиторских услуг, так как включает еще оплату консультационных услуг. Использование аудиторской компании и для других услуг зачастую является условием продолжения работы с аудиторами.

Согласно итальянскому законодательству, компания должна проводить смену внешнего аудитора не реже чем раз в 5 лет [Barber, 2004]. Компании Parmalat удалось избежать этого двумя путями: 1) она первоначально заставляла своего основного аудитора менять аудиторские фирмы и 2) она перевела 51% своего бизнеса на Каймановы острова, где бизнес стала обслуживать прежняя аудиторская компания. Таким образом, один и тот же партнер по аудиту участвовал в аудите Parmalat на протяжении последних двадцати лет. Также были проблемы с независимостью аудитора Enron — компанией Arthur Andersen (AA). Вознаграждение, которое получила AA за консультационные услуги, составляло \$27 млн, что больше вознаграждения за аудиторские услуги (\$25 млн). Многие бывшие аудиторы AA работали в компании Enron, и компания Enron передала AA всю работу по внутреннему аудиту. AA также была аудитором таких компаний, как Qwest, Global Crossing и WorldCom, получив от этих компаний существенное вознаграждение за консультационные услуги. Аудитор компании HealthSouth получал ежегодно около \$1 млн за консультантские услуги, и в то же время — существенно меньшие деньги за аудиторское обслуживание 1800 подразделений компании HealthSouth.

Все исследуемые биржи имеют правила, согласно которым компании должны создавать комитет по аудиту, для того чтобы удостовериться в независимости внешнего аудитора. Например, правило 11 биржи Сингапура говорит о необходимости создания при совете директоров комитета по аудиту, состоящего из трех независимых директоров, не являющихся исполнительными лицами компании. Также необходимо, чтобы обязанности и условия работы комитета были четко специфицированы и включали в себя обзор независимости и объективности внешних аудиторов. Но ни одна из бирж, включая американские, не специфицирует понятие независимости аудитора или необходимый срок хранения аудиторской документации, как это делает SOX.

Секция 508 SOX требует от ведущего партнера по аудиту (но не от аудиторской компании), изменять аудиторские обязательства каждые 5 лет. Также компаниям запрещено нанимать персонал из числа тех, кто работал на аудиторскую компанию (аудировавшую компанию-нанимателя) менее чем за год до найма. К списку запрещенных позиций относятся CEO, CFO, главный бухгалтер и подобные позиции. Секция 508 также запрещает аудиторским компаниям улучшать или видоизменять финансовые информационные системы во время оказания внутренних аудиторских услуг, проведение оценки стоимости бизнеса для аудируемых клиентов. Таким образом, аудиторские компании могут оказывать только услуги аудита и подготовки налоговой документации по налогу на прибыль. Секция 802 SOX требует от аудиторов сохранять документы, связанные с проверкой публичных

компаний, как минимум 7 лет.

9. Проблемы с независимостью инвестиционных банкиров

Для того чтобы выстроить бизнес с той или иной компанией, аналитик инвестиционного банка может выставить рекомендацию «покупать». Таким образом, заключение инвестиционного банка не обязательно является результатом независимого анализа инвестиционного потенциала компании.

Финансовые аналитики, работавшие на инвестиционные банки, которые получали существенное вознаграждение от компаний Enron и Parmalat, имели такие же проблемы с независимостью, как и аудиторские компании. Зачастую вознаграждение инвестиционных банков за привлечение капитала существенно выше, чем за аналитику по акциям. Как пример проблемы зависимости инвестбанков, можно привести компанию Enron: 17 из 18 аналитиков на следующий день после объявления об увольнении CEO Скиллинга все еще сохраняли рекомендацию «покупать», игнорируя опасный сигнал. Также одна крупная инвестиционно-банковская компания уволила своего аналитика за то, что тот установил рекомендацию «продавать» на акции Enron при цене \$38 за акцию. Другая крупная инвестиционная компания сообщила своим аналитикам о необходимости сохранять рекомендации «покупать» по акциям Enron, несмотря ни на что. Один из инвестиционных банков, обслуживающий компанию Parmalat, изменил рекомендацию с «держат» до «покупать» непосредственно перед тем, как компания стала банкротом, мотивируя это тем, что цена 2,2 евро была выгодна для покупки, так как план реструктуризация компании был очень привлекателен.

Ни одна из крупнейших биржевых площадок не имеет правил, направленных на предотвращение упомянутой проблемы. Однако секция 501 SOX уполномочивает SEC создать правила, позволяющие предотвращать конфликт интересов аналитиков, и SEC работает в этом направлении совместно с регулятором финансового сектора (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) для защиты инвесторов. FINRA обладает полномочиями для ограничения деятельности тех компаний, работающих на рынке ценных бумаг (и их работников), которые нарушают правила FINRA и федеральное законодательство. FINRA наблюдает и регулирует торги на биржах США, контролируя 5100 брокерских компаний, в которых оперируют около 670 000 человек, имеющих право работать на рынках ценных бумаг. Но выполнение правил не столь эффективно, пока это не контролируется SEC. После скандалов с мошенничеством в финансовой отчетности 2004 года FINRA разработала несколько правил о независимости финансовых аналитиков. Например, правило 1050 требует от всех, кто выполняет функции аналитика, быть зарегистрированными в FINRA и иметь сертификат о прохождении квалификационного экзамена, а правило 1022 требует от инспекторов-аналитиков прохождения дополнительных экзаменов. Правилем 2711 финансовым аналитикам запрещается участвовать в выездных презентациях для инвесторов, связанных с оказанием инвестиционно-банковских услуг, либо общаться с текущими или потенциальными клиентами по поводу предоставления подобных услуг.

10. Сомнительные стратегии развития бизнеса с недостаточным раскрытием информации

Недостаточное раскрытие информации может касаться финансовой отчетности компании и ее бизнес-модели. Известные инвесторы, такие как Уоррен Баффетт и Питер Линч, дают следующий совет: «Если ты не понимаешь, чем занимается компания, – не инвестируй. Если менеджмент не предоставляет достаточно информации и держит инвесторов в неведении, – беги!».

Инвесторы рынка акций стали задаваться вопросами о стратегии компании Enron и раскрытии ею информации, когда цена акций упала с \$80 в феврале 2001-го до \$1 в ноябре 2001-го. Короткие продажи по акциям увеличились с 2 млн акций в августе 2000-го до 8 млн к концу 2000 года, 33 млн в октябре 2001-го и 88 млн в ноябре 2001 года. Подобным же образом с конца 1999-го до конца 2001 года акции трех основных телекоммуникационных компаний, деятельность которых расследовал SEC, существенно потеряли в цене (WorldCom: с \$55 до \$14; Qwest: с \$43 до \$14; Global Crossing: с \$50 до \$1). Также цена акций компании Parmalat упала с 3,09 евро (максимальной цены за 52 недели) в сентябре 2003-го до 0,11 евро в декабре того же года.

Сомнительные стратегии развития бизнеса упомянутых компаний сопровождалось недостаточным раскрытием информации. Например, репортер журнала Fortune Маклин [2001] был первым, кто засомневался в компании Enron и задался вопросами: «Как именно Enron зарабатывает деньги? Детали узнать практически невозможно, так как многие из них компания Enron держит в секрете, объясняя это противоборством коммерческому шпионажу. Результаты, которые показывает компания Enron, зачастую слишком сложны для детализации... Невозможность понять суть того, что скрыто за цифрами, в комбинации с очень высокими ожиданиями компанией будущих результатов увеличивает вероятность неприятного сюрприза. Такие вопросы, как влияние низких цен на газ или низкой волатильности энергетических рынков на прибыль компании Enron, все еще остаются без ответа. Схожий пример и с компанией Qwest, которая плохо раскрывала методы учета доходов от продаж оптоволоконных проводов и оборудования.

Яркий пример умышленного усложнения финансовой информации можно наблюдать в случае Enron, когда она осуществляла часть внутрихолдинговых операций через свои компании специального назначения (SPE). Как сказал один из продавцов, играющих на понижение, Ханос: «Мы перечитывали раскрываемую информацию снова и снова и не могли понять ее, и только объясняющие записки помогли немного уловить суть». Уоррен Баффетт сделал схожий комментарий в своем письме акционерам 2003 года. Майкл Хелм, аналитик по энергетике компании A.G. Edwards, сказал: «Я никогда не видел столь запутанного раскрытия информации. Очень сложно отследить движение денег». Когда же делались попытки уточнить информацию, менеджмент компании Enron отказывался сотрудничать, объясняя такую позицию соображениями конфиденциальности. Когда скандал стал достоянием общественности, компания Enron была вынуждена добавить к своему долгу более \$600 млн с забалансовых счетов SPE. Компания Parmalat за использование схожей стратегии SPE получила название «европейская Enron». В компании была создана взаимосвязанная сеть денежных переводов, в которой использовались дочерние подразделения компании в офшорных зонах (например, на Каймановых островах или в Люксембурге), чтобы скрыть ее ухудшающееся финансовое состояние. Одна из таких компаний была названа Visonego, что в переводе с итальянского означает «черная дыра». И Enron, и Parmalat имели ненужные подразделения с сотнями взаимосвязанных SPE, дочерними подразделениями, компаниями-пустышками и офшорными компаниями. Согласно заключению независимого аудитора, подобным образом компания Parmalat скрывала около \$13 млрд забалансовых долгов. Один из инвестиционных банков сменил рекомендацию на «продавать» по акциям Parmalat в ноябре 2002 года (за год до банкротства), так как аналитики не смогли понять необходимость в столь сложной и запутанной финансовой системе.

Подобная же стратегия использовалась для сокрытия оценки настоящих объемов списаний в случае высокорисковых ипотечных кредитов, когда они выводились за баланс с использованием структурных инвестиционных компаний (SIV). Инвестиционные банки неправильно использовали краткосрочные заимствования для покупки долгосрочных активов, таких как ипотечные кредиты, которые упали в цене. Как показало недавнее исследование, таким образом институциональные игроки использовали порядка \$400 млрд долларов, вложив их в данные инструменты через SIV.

Для защиты инвесторов от подобных проблем с раскрытием информации ведущие биржевые площадки ввели требования по раскрытию результатов деятельности и необходимой проверке независимыми директорами. NYSE собирается пойти дальше и перед применением карательных мер либо перед выводом акций с биржи при нарушении любого из правил корпоративного управления, сначала делать публичное предупреждение. Секция 401 (a) SOX позволяет SEC использовать данное правило относительно раскрытия информации обо всех значимых забалансовых операциях, а секция 409 требует от компаний незамедлительного уведомления обо всех существенных изменениях их финансового состояния. Также для более своевременного и полезного раскрытия информации SEC анонсировала, что в ближайшее время все компании, котирующиеся на американских биржевых площадках, должны будут сообщать о своих финансовых результатах в специальных онлайн-формах, используя гибкий язык бизнес-отчетности (extensible business reporting language, XBRL).

Текущие тенденции

Один из путей оценивания эффективности требований к корпоративному управлению публичных компаний крупнейших биржевых площадок, например SOX, — это отслеживание текущих тенденций в повторных выпусках отчетности публичными компаниями. Например, несмотря на то что прошло уже почти пять лет после скандалов с Enron, WorldCom, Qwest и т.п., в отчетах компаний все еще содержится большое количество ошибок. В 2007 году 1172 американские компании выпустили повторные версии отчетностей — на 15% меньше, чем в 2006 году; в нем же перевыпусков было на 6,5% больше, чем в 2005-м. В 2004 и 2003 годах было соответственно только 600 и 500 подобных перевыпусков отчетности. Однако тенденции изменились после того, как посредством SOX были зафиксированы требования к финансовой отчетности.

Впервые за десятилетие компании всех размеров выпустили в 2007 году меньше повторных отчетов для корректировки ошибок, чем в 2006. Также перевыпуск отчетностей крупными американскими компаниями (с капитализацией более \$750 млн) уменьшился в 2006-м по сравнению с 2005 годом на 26%. Количество компаний со средней капитализацией (с рыночной стоимостью от \$75 млн до \$750 млн), перевыпустивших отчетность, также сократилось на 13%. Однако был существенный рост по компаниям с малым уровнем капитализации (менее \$75 млн) — на 45% в 2006 году по сравнению с 2005-м, так как SEC при регулировании уделяет им гораздо меньше внимания, как и SOX [Glass Lewis & Co., 2008]. SEC обычно анализирует управление доходами и фальсификацию отчетности только по крупным компаниям и компаниям со средним уровнем капитализации, чья доля в подобных скандалах сократилась до 50% с пика в 77% в 2003 году.

После введения требований SOX в США существенно увеличилось количество первоначальных публичных размещений акций (IPO) в Великобритании, особенно акций российских и китайских компаний. При этом количество IPO в США сократилось. В то же время количество случаев махинаций с финансовой отчетностью увеличилось в Великобритании при уже отмеченном выше сокращении в США. Также растущее количество исследований в данном направлении показывает, что затраты на собственный капитал зависят от региона и особенностей раскрытия информации. Когда иностранные компании имеют также котировки в США, это существенно сокращает для них затраты на капитал и дополнительно увеличивает стоимость (на 30% и более) по сравнению с аналогичными компаниями из данной страны, которые не имеют листинга в США. Напротив, когда иностранная компания имеет котировки на LSE, она не получает премии в стоимости и сокращения затрат на капитал.

Данная тенденция сохранялась более 15 лет. Объективным ее объяснением было то, что более строгие ограничения в США позволяли инвесторам при анализе финансовой отчетности компаний быть более уверенными в их правдивости и качестве, т.е.

устрашающие требования работали. К тому же в Великобритании сложно оценить криминальное давление на рынок ценных бумаг, и случаи обнаружения гражданами инсайдерских торгов акций остаются очень редкими. Учитывая скрытые издержки инсайдерской торговли, возможно, со временем Великобритания введет более жесткие ограничения [Coffee, 2008].

В 2005 году Российским институтом директоров был основан национальный рейтинг корпоративного управления, который включает в себя 150 компаний, т.е. большинство компаний, акции которых котируются на российской бирже. В течение первой половины 2004 года только одна компания имела класс А (высший уровень корпоративного управления), в то время как большинство компаний (116) получили класс В (средний уровень риска, с позитивными изменениями в корпоративном управлении). Тем не менее корпоративное управление данных компаний улучшалось. В конце января 2005 года была сделана вторая редакция рейтинга. Количество компаний класса А увеличилось до пяти, так же как и увеличилось количество компаний, получивших класс В по сравнению с компаниями классов С и D (низкий или неудовлетворительный уровень корпоративного управления соответственно).

В 2007 году азиатская ассоциация по корпоративному управлению (Asian Corporate Governance Association, АССА) совместно с брокерской компанией CLSA выпустила четвертое исследование корпоративного управления в Азии. Таким образом, 582 компании, котирующиеся на 11 рынках Азиатско-Тихоокеанского региона, были прорейтингованы по уровню корпоративного управления по шкале от 1 до 100, а затем был рассчитан средний рейтинг по каждой стране. Скандалы с торговлей производными инструментами китайской государственной компании – импортера авиатоплива China Aviation Oil, а также фальсификация отчетности несколькими маленькими компаниями, котирующимися на бирже в Сингапуре, сократили рейтинг данных стран, выведя на первое место Гонконг. Индия оказалась на третьем месте, а Китай – на девятом.

Данное исследование подняло вопрос о необходимости хорошего корпоративного управления в данном регионе. Например, многие сингапурские компании существенно улучшили уровень корпоративного управления, особенно в направлении увеличения независимости совета директоров и лучшего взаимодействия с акционерами. Также финансовая отчетность и ее раскрытие в регионе улучшились, в то время как независимость комитетов по аудиту и политическое воздействие все еще остаются нерешенными проблемами. Указанные улучшения корпоративного управления помогли перекрыть нежелание инвесторов вкладывать в акции в данном регионе. Также прямые инвесторы помогли улучшить корпоративное управление котирующихся компаний, так как они имеют достаточно опыта совместной с менеджментом разработки возможных стратегий выхода из бизнеса.

Заключение

Данная статья акцентирует внимание на требованиях крупнейших бирж мира к корпоративному управлению для защиты инвесторов от десяти факторов махинаций с финансовой отчетностью, а также краха высокорисковой ипотеки. Статья показала, каким образом могут быть осуществлены махинации с финансовой отчетностью при отсутствии сильного корпоративного управления. Инвесторы, вкладывающие средства на крупнейших биржах, выглядят защищенными от пяти из десяти факторов наличия махинаций):

1. Всесильные исполнительные директора (СЕО).
2. Слабая система контроля менеджмента.
3. Фокус на краткосрочные цели.
4. Слабый кодекс этики или его отсутствие.
5. Сомнительная бизнес-стратегия с недостаточным раскрытием информации.

В то же время инвесторы не выглядят защищенными от следующих пяти факторов:

1. Неадекватная реакция CEO на критику.
2. Ротация высшего менеджмента.
3. Инсайдерская торговля акциями.
4. Проблема независимости внешних аудиторов.
5. Проблема независимости инвестиционных банкиров.

Применяя подход, при котором используются лучшие практики корпоративного управления ключевых площадок США и Великобритании, в ОАЭ были созданы требования к котирующимся компаниям. Подобный подход может быть использован для большей защищенности инвесторов и в других странах. Соответственно, использование требований ключевых бирж к корпоративному управлению и требований SOX помогли разработать защиту от каждого из пяти факторов нарушений в корпоративной отчетности, о чем мы и расскажем далее.

Рассматривая фактор неадекватной реакции на критику, можно использовать требования LSE для усиления защиты инвесторов. Правило E1 говорит о том, что институциональные инвесторы должны находиться с компаниями в диалоге, основанном на взаимопонимании целей. Правило E2 гласит, что институциональные инвесторы должны избегать метода закрытого голосования при установлении корпоративного управления в компании. Таким образом, если институциональные инвесторы будут задавать острые вопросы менеджменту компании, особенно CEO, руководство компании будет более устойчиво к критике финансовых аналитиков, управляющих фондов и других инвесторов во время телефонных конференций и других встреч с инвесторами. Также помочь может правило 12.2 биржи ОАЭ, которое гласит, что права акционеров должны включать (в той степени, которая не повредит интересам компании) возможность эффективно участвовать и голосовать на общем собрании директоров, а также право обсуждать повестку дня и ее актуальность, задавать вопросы директорам и внешним аудиторам, которые должны ответить на них. Большая независимость совета директоров, требуемая большинством бирж, также поможет в данном направлении.

Говоря о факторе высокой ротации высшего руководства компании, нормативные требования, схожие с рекомендациями SOX по инсайдерской торговле, могут быть использованы в данном направлении для увеличения защиты инвесторов. Любые изменения в составе высшего руководства должны раскрываться на сайте компании в течение двух дней и в этот же период времени доведены до SEC. Также может помочь усиление требований NYSE и NASDAQ к комитету по назначениям: он должен целиком состоять из независимых директоров. Также для решения данного вопроса могут быть использованы требования биржи ОАЭ. Статья 3.4 гласит, что директора должны работать до тех пор, пока не достигнут успеха, не умрут, не будут сокращены или уволены по решению совета директоров.

С учетом наличия фактов инсайдерской торговли, различные рекомендации SOX могут быть использованы всеми биржами для усиления защиты инвесторов. Секция 403 SOX требует раскрытия фактов торговли акциями высшим руководством в течение двух дней, а также появления информации об этом на сайте компании. Секция 304 SOX требует раскрытия информации о потере бонусов и прибыли, полученной CEO и CFO от продажи акций, когда компания переделывает финансовую отчетность из-за несоответствия требованиям. Также в данном вопросе могут быть использованы требования биржи РТС. Правило 8 говорит о том, что совет директоров должен ознакомиться с конфиденциальной документацией о деятельности эмитента, выпущенными компанией ценными бумагами и операциями с данными ценными бумагами, когда таковые операции могут воздействовать на цену бумаг. Также правило 14 (см. Приложение, часть 2) биржи ОАЭ требует, чтобы в отчете о корпоративном управлении раскрывалась информация обо всех транзакциях с акциями компании, совершаемых директорами и их родственниками.

Для решения проблемы независимости внешних аудиторов всеми биржами могут быть использованы различные части SOX. Секция 508 SOX требует, чтобы основной партнер по

аудиту менялся каждые пять лет и чтобы ни один из сотрудников аудиторской компании не мог быть нанят в компанию-клиент в течение года после проведения аудита. Более строгие итальянские законы требуют, чтобы каждые пять лет менялся не только партнер по аудиту, но и основная аудиторская компания. Секция 508 SOX также запрещает аудиторским компаниям создавать и вводить финансовые информационные системы, позволяющие делать внутренний аудит, а также оказывать клиентам услуги по оценке стоимости. Секция 802 SOX требует от внешних аудиторов сохранения всех записей по проекту как минимум в течение семи лет. Все биржи, расположенные за пределами США, требуют создания комитета по аудиту, который должен получать подтверждения независимости внешних аудиторов. Например, правило 11 Сингапурской биржи требует от совета директоров создания комитета по аудиту, состоящего из трех неисполнительных, независимых директоров, с четко прописанными правилами их обязанностей и зон ответственности, включающими анализ независимости и объективности внешних аудиторов. Однако ни одна из указанных биржевых площадок (включая США) не ввела правил, четко определяющих независимость аудитора (как это прописано в секции 508 SOX) или сроки хранения аудиторами документации (как это указано в секции 802 SOX).

Учитывая последний из названных факторов, независимость инвестиционных банков, секция 501 SOX позволяет SEC создавать правила для разрешения конфликтов интересов аналитиков, выпускающих исследования по компании. Также SEC активно взаимодействует с FINRA в вопросах усиления независимости финансовых аналитиков. Однако ни одна из ключевых биржевых площадок не имеет каких-либо правил в данном направлении. Одно из указаний на подобное регулирование можно наблюдать в секции 508 SOX, запрещающей аудиторским компаниям оказывать неаудиторские услуги (кроме налоговых) своим клиентам по аудиту. Подобное правило могло бы запретить инвестиционным банкам осуществлять рекомендации по акциям своим клиентам, как это прописано, например, в правиле 2711 FINRA. Таким образом, все аналитики, которые заинтересованы в продаже услуг инвестиционного банка, были бы отстранены от оказания исследовательских услуг и посещения презентаций для инвесторов с целью продвижения выпуска ценных бумаг. В сущности аналитика по данным компаниям проводилась бы аналитиками банков, которые приобретают данные бумаги; указанные специалисты делали бы независимый отчет непосредственно для институциональных инвесторов, подобно тому, как это происходит между New York Attorney General (министр юстиции) и ведущими инвестиционными банками.

Наблюдения о корпоративном управлении успешных инвесторов, таких как Уоррен Баффетт, были использованы для пояснения важности различных факторов, приводящих к махинациям с отчетностью. Данная статья показала дальнейший потенциал развития требований мировых биржевых площадок к корпоративному управлению для предотвращения махинаций с отчетностью и, таким образом, для защиты инвесторов. Менеджмент компании, члены совета директоров, внутренние и внешние аудиторы, а также государственные регулирующие органы должны учесть данные требования к корпоративному управлению и связанные с ними исследования для помощи в сокращении случаев махинации с финансовой отчетностью и других случаев провалов инвестиций, как, например, это было в случае с инвестиционными кредитами.

Стратегия, помогающая определить и предотвратить махинации с отчетностью и прочие факторы, ведущие к потере инвестиций, а также направленная на усиление риск-менеджмента в компаниях, сформулирована Хилбом [Hilb, 2004]:

Задача совета директоров и высшего менеджмента — определить концепцию риск-менеджмента. Она должна быть связана с текущей системой планирования и лидерскими процессами, но не должна сдерживать свободу предпринимательства. Данная концепция риск-менеджмента должна дать менеджменту возможность обходить ежедневные риски операционных бизнес-процессов, а совету директоров — определять и контролировать отсутствие возможных нарушений. Совет директоров должен ежегодно отчитываться перед

собственниками о процедурах принятия решений и оценке рисков. На уровне совета директоров риск-менеджмент включает в себя раннее определение, предотвращение и управление опасностями, так же как идентификация оптимальных путей реализации предпринимательской активности. Таким образом, необходимо понимание возникновения рисков, а также реализации возможностей с сокращением риска, когда ожидаемый риск превышает выгоды. Риск-менеджмент ведет напрямую к большей уверенности при планировании и повышению вероятности достижения целей компании.

Десять факторов нарушений в финансовой отчетности должны контролироваться путем усиления риск-менеджмента, и при этом частные области высокого риска должны контролироваться особенно тщательно. Например, SEC в своем отчете отметила, что более 50% нарушений в финансовой отчетности и управлении доходами среди тех, что удалось обнаружить, включали в себя практики признания отчетности. Подобные нормы риск-менеджмента должны быть раскрыты инвесторам в отчете о корпоративном управлении, как это рекомендовано в требованиях к котирующимся компаниям биржи в ОАЭ (часть 14).

Отчет о корпоративном управлении является ежегодным, он должен быть подписан председателем совета директоров и одобрен руководством биржи за каждый год (либо за отчетный период). Отчет должен включать всю необходимую информацию, в частности:

1. Требования, принципы и методы применения, как этого требует корпоративное управление.

2. Нарушения, обнаруженные за год, вместе с причинами их возникновения и методами избежать подобного в будущем.

3. Состав совета директоров, согласно категориям и условиям их деятельности, информацию о вознаграждении генерального директора, исполнительного директора или CEO, назначенного советом директоров.

Отчет о корпоративном управлении, требуемый в ОАЭ, должен состоять из шести частей: практика корпоративного управления; операции директоров с ценными бумагами; состав совета директоров; вознаграждение внешних аудиторов; состав комитета по аудиту и общая информация. Часть, рассказывающая о практиках корпоративного управления, должна содержать краткие выводы о том, как стратегия компании в риск-менеджменте позволяет бороться с десятью факторами нарушения финансовой отчетности; как любое из нарушений корпоративного управления связано с десятью факторами; какие защитные действия могут быть предприняты для защиты инвесторов. Подобные действия на уровне компаний и тренды на микроуровне могут быть затем сравнены с действиями корпоративного управления на макро-уровне для определения их эффективности.

Список литературы

1. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) (2007), Simplifying Global Accounting, Journal of Accountancy (Online), 204, 1 (2007).
2. Anders, G. (2002), How to Spot the Next Enron, Fast Company, 24 April 2002.
3. Asian Corporate Governance Association (ACGA), Corporate Governance Watch, 2007. Available at <http://www.acga-asia.org>.
4. Barber, T. (2004), Italy Approves Bill to Create New Regulator, Financial Times, 3 February 2004.
5. Basilico, E., Grove, H. and Cook, T. (2005), Detection of Fraudulent Financial Reporting: An Empirical Analysis', Oil, Gas and Energy Journal, 54, 1 (2005).
6. Basilico, E. and Grove, H., Fraudulent Financial Reporting Detection: Key Ratios Plus Corporate Governance Factors', International Studies of Management and Organization, 2008 (forthcoming).
7. Beasley, M.S., Carcello, J.V. and Hermanson, D.R., Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997, An Analysis of U.S. Public Companies, The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 1999.

8. Bryan-Low, C. and Opdyke, J., How to Predict the Next Fiasco in Accounting and Bail Early, Wall Street Journal, 24 January 2002.
9. Buffett, W., CEO Letter: Corporate Governance Sections, Berkshire Hathaway Inc., 2003-2007.
10. Coffee, J. (2008), Regulation-lite Belongs to a Different Age, Financial Times, 2008.
11. Cook, T. and Grove, H., Stock Market Reaction to Allegations of Earnings Management, Second International Conference: Corporate Governance and Sustainable Business Development, 28-29 November 2007, Moscow, Russia.
12. Cullinan, C. and Sutton, S., Defrauding the Public Interest: A Critical Examination of Reengineered Audit Processes and the Likelihood of Detecting Fraud, Critical Perspectives in Accounting, June 2002.
13. Derisheva, O., Obligatory Corporate Behavior Required for Listing in Russian Stock Exchange, Second International Conference: Corporate Governance and Sustainable Business Development, 28-29 November 2007, Moscow, Russia.
14. Epstein, M. and Roy, M., Measuring and Improving the Performance of Corporate Boards, Strategic Management Series, The Society of Management Accountants of Canada, 2002.
15. Felo, A. and Solieri, S., New Laws, New Challenges: Implications of Sarbanes-Oxley, Strategic Finance, February 2003.
16. Glass Lewis and Co., The Tide is Turning: Yellow Card Trend Alert, 2008.
17. Grant, J., Paying for the Price of the Fed's Success, The New York Times, 27 January 2008.
18. Grove, H. and Cook, T. (2004), Lessons for Auditors: Quantitative and Qualitative Red flags, Journal of Forensic Accounting, 5, 1 (2004).
19. Grove, H., Selto, F. and Sorensen, J., Detecting Management Fraud: Combining an Empirical and Probabilistic Approach, Symposium on Auditing Research V, University of Illinois, 1982.
20. Hilb, M., New Corporate Governance, Springer, 2004
21. Kaplan, R. and Norton, D., The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment, Cambridge, 2000.
22. London Stock Exchange, Corporate Governance Listing Requirements, 2005. Available at <http://www.londonstockexchange.com>.
23. McLean, B., Is Enron Overpriced?, Fortune, March 2001.
24. KPMG, Poor Controls Contribute Most to Fraud, Institute of Management Accountants Industry News, 8 January 2008.
25. Mulford, C. and Comiskey, E. (2002), The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices, John Wiley.
26. New York Stock Exchange and NASDAQ, Corporate Governance Listing Standards, 2003. Available at <http://www.sec.gov>.
27. Plender, J., Problems at Ahold, Parmalat, and Adecco Raise New Questions About How Global Accounting Firms Should Work with Multinationals, Financial Times, 22 January 2004.
28. RTS (Russia) Stock Exchange, Corporate Governance Listing Requirements, 2007. Available at <http://www.rts.ru>.
29. Reuters, Citigroup and Merrill Face Proxy Pressure from Union Group, 15 January 2008.
30. Russian Institute of Directors, National Ratings of Corporate Governance, 2005. Available at <http://www.rid.ru>.
31. Sarbanes-Oxley Act, U.S. Congress, 2002.
32. Securities and Commodities Authority, United Arab Emirates, Corporate Governance Listing Requirements, 2007.
33. Schilit, H., Financial Shenanigans, Center for Financial Research and Analysis, 2003.
34. Singapore Stock Exchange, Corporate Governance Listing Requirements, 2005. Available at <http://www.ses.com.sg>.
35. Willis, G, What Evil Lurks in the Heart of Corporate America?, SmartMoney, April 2002.

Приложение 1

ТРЕБОВАНИЯ РАЗВИТЫХ БИРЖЕВЫХ ПЛОЩАДОК В СОПОСТАВЛЕНИИ С ДЕСЯТЬЮ ФАКТОРАМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, АССОЦИИРУЕМЫМИ С НАРУШЕНИЯМИ В ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ

	Рассматриваемый фактор	Подходящий пункт требований биржевых площадок			
		NYSE и NASDAQ (схожие требования)	SOX	Великобритания (Лондон)	Сингапур
1	Всесильные исполнительные директора (CEO).	Большинство директоров должны быть независимыми (отсутствие существенной связи в последние годы, после введения стандартов по корпоративному управлению к эмитентам).	Ст. 402: менеджменту и членам совета директоров запрещено занимать средства у компании. Ст. 1105: у SEC есть возможность запретить частным лицам принимать какое-либо участие в деятельности публичных компаний, если они совершили нарушение, связанное с махинациями в отчетности.	Правило A1: каждая компания должна управляться эффективным советом директоров, который целиком и полностью отвечает за успех компании. Правило A2: четкое распределение обязанностей руководства компании между правлением совета директоров (председатель) и исполнительскими функциями (CEO) при управлении компанией. Ни одно лицо не должно иметь полной власти в принятии решений. Правило A3: в состав совета директоров должны входить как исполнительные, так и не исполнительные директора (независимые), таким образом, чтобы никакое отдельное лицо или группа лиц не могли доминировать при принятии решений.	Правило 1: эффективный совет управляет компанией и контролирует ее. Правило 2: Независимость совета директоров (как минимум на 1/3 должен состоять из независимых директоров). Правило 3: четкое распределение обязанностей по управлению компанией между советом директоров и менеджментом – баланс власти и авторитета должен соблюдаться таким образом, чтобы ни одно отдельное лицо не могло концентрировать власть (роли председателя правления и CEO разделены и четко прописаны разграничения обязанностей между ними). Правило 4: четкая и ясная процедура назначения нового совета директоров (комитет по назначениям).
2	Слабая система контроля менеджмента компании	Внешние директора постоянно встречаются без участия CEO. Наличие комитета по аудиту, состоящего как минимум из трех независимых директоров с финансовым образованием. Необходим внутренний аудит.	Ст. 404: CFO и CEO должны обсуждать работу внутреннего контроля компании. Компании должны раскрывать внутренние процессы и процедуры учета, чтобы избежать махинаций с отчетностью. CFO и CEO должны отвечать за установление и поддержание внутреннего контроля и проводить ежегодную оценку его эффективности. Внешний аудит должен давать оценку эффективности корпоративного контроля.	Правило C2: совет директоров должен поддерживать качественную систему внутреннего контроля для защиты вложений инвесторов и активов компании. Правило C3: совет директоров должен создать официальную и прозрачную систему (комитет по аудиту) для решения о принятии финансовой отчетности и внутренних процедур контроля, которая будет независима от внутренних аудиторов.	Правило 12: совет директоров должен гарантировать, что менеджмент обеспечивает качественную систему внутреннего контроля для защиты вложений инвесторов и активов компании. Правило 13: компания должна создать систему внутреннего аудита, независимую от основных аудиторов компании.
3	Фокус на краткосрочных целях	Комитет по вознаграждениям должен состоять только из независимых директоров. Комитет по вознаграждениям	Ст. 302: CEO и CFO должны подтверждать, что они проверили (в рамках своей компетенции) ежегодную отчетность на	Правило 4: совет директоров формирует внутренние управленческие ресурсы и комитет по вознаграждениям. Формируются принципы и критерии вознаграждения. Раскрывается	Правило 5: анализ совета директоров и его членов на соответствие требованиям. Правило 7: четкая и прозрачная политика вознаграждения высшего руководства. Директора не участвуют в решениях о

		должен оценивать результаты CEO и параметры вознаграждения. Необходима ежегодная оценка совета директоров и различных комитетов при совете директоров.	соответствие требованиям SEC (отчет представляет реалистичную информацию, отражает текущее финансовое состояние и не имеет существенных упущений). CEO и CFO могут быть оштрафованы на сумму до \$5 млн и заключены под стражу на срок до 20 лет за нарушение правил проверки отчетности.	необходимость тех или иных пунктов трудовых контрактов менеджмента. Комитет по вознаграждениям должен состоять только из независимых неисполнительных директоров.	собственном вознаграждении (комитете по вознаграждениям). Правило 8: уровень вознаграждения должен быть привлекательным, но не завышенным. Большая часть вознаграждения высшего руководства должна быть связана личными и корпоративными достижениями (особенно поощряется нацеленность на долгосрочные результаты). Правило 9: четкое раскрытие политики по вознаграждениям в ежегодном отчете.
4	Неадекватная реакция CEO на критику	Неприменимо.	Неприменимо.	Правило E1: институциональные акционеры должны быть в постоянном диалоге с руководством компании, основанном на взаимопонимании целей. Институциональные инвесторы должны избегать процедур закрытого голосования при принятии корпоративного управления в компании. Правило E2: институциональные инвесторы отвечают за процедуры голосования.	Неприменимо.
5	Ротация высшего менеджмента	Комитет по назначениям и/или корпоративному управлению должен состоять только из независимых директоров. Комитет по назначениям должен создать письменный документ, используемый для описания критериев выбора членов совета директоров.	Неприменимо.	Должны быть разработаны формальные, строгие и прозрачные процедуры назначения новых директоров в совет директоров (комитет по назначениям).	Неприменимо.
6	Инсайдерская торговля акциями	Неприменимо.	Ст. 403: продажа ценных бумаг менеджментом компании должна быть раскрыта в течение двух дней, также информация должна быть помещена на сайте компании. Ст. 304: конфискация бонусов, полученных CEO и CFO (а также прибыли от продаж акций), когда компания переиздает отчетность из-за существенных несовпадений. Ст. 306: менеджмент и члены совета директоров не имеют права торговать акциями в течение	Неприменимо.	Неприменимо.

			тихого периода, в то время как сотрудники не вправе продавать акции компании по плану 401 (k) во время смены руководства по пенсионным схемам.		
7	Слабый кодекс этики или его отсутствие	Требуется наличие кода этики и раскрытие любых причин отказов от его использования. CEO должны проходить ежегодную сертификацию на предмет нарушения требований NYSE. О любых существенных нарушениях стандартов CEO должны незамедлительно в письменной форме информировать NYSE.	Ст. 406: необходимо раскрывать информацию о принятии кодекса этики CEO, CFO и ключевым аудиторским персоналом. Заполнять отчет 8k при изменении или отмене кодекса. Ст. 407: комитет по аудиту должен организовывать получение анонимной информации о нарушениях аудита, учета и внутреннего контроля компании. Любые репрессии доносчиков являются уголовно наказуемыми.	Правило A5 – Совет директоров должен получать всю информацию своевременно, чтобы иметь возможность принимать действия. Каждый из директоров должен пройти ознакомление во время вступления в совет директоров, и в дальнейшем улучшать свои знания и способности. Правило D1 – Диалог с акционерами, основанный на взаимопонимании целей. Правило D2 – На ежегодном собрании акционеров совет директоров должен взаимодействовать с инвесторами и поощрять их участие.	Правило 6 – Члены совета директоров должны получать информацию своевременно, чтобы иметь возможность принимать решения во время советов директоров.
8	Проблемы с независимостью внешнего аудитора	Неприменимо.	Ст. 508: Партнер по аудиту должен меняться каждые 5 лет. Запрет на найм сотрудников, работавших в обслуживавших аудиторских компаниях, в течение года после проведения процедур аудита (на позиции CEO, CFO, CAO и схожие позиции). Аудиторским компаниям запрещено разрабатывать и вводить информационные финансовые системы, осуществлять услуги по оценке, внутреннему аудиту. Ст. 802: публичные компании должны сохранять документацию об аудите как минимум 7 лет.	Правило C3: совет директоров создает комитет по аудиту для рассмотрения финансовой отчетности и внутреннего контроля и для соблюдения независимости аудитора компании.	Правило 11: совет директоров создает комитет по аудиту (состоящий из трех независимых директоров), который занимается анализом независимости и объективности внешних аудиторов.
9	Проблемы с независимостью инвестиционных банков	Неприменимо.	Ст. 501: SEC имеет возможность создавать нормы регулирования конфликтов интересов аналитиков (в настоящий момент SEC в данном направлении не работает).	Правило E1: институциональные инвесторы должны избегать процедур закрытого голосования при принятии корпоративного управления в компании. Правило 2: институциональные инвесторы отвечают за процедуры голосования.	Неприменимо.

10	Сомнительная стратегия развития бизнеса с недостаточным раскрытием информации	NYSE может выпускать письма с замечаниями, ставить «красный флаг» напротив тиккера компании или даже выводить акции с биржи за нарушения стандартов корпоративного управления.	Ст. 401 (а) позволяет SEC требовать раскрытия всей существенной сбалансированной информации (операции и задолженность). Ст. 409 требует от компании сообщать о существенных изменениях финансовых условий в кратчайшие сроки.	Правило С1: совет директоров презентует взвешенную и понятную оценку позиций и перспектив компании.	Правило 10: совет директоров презентует взвешенную и понятную оценку позиций и перспектив компании. Правило 14: совет директоров взаимодействует с акционерами. Правило 15: поддержка участия акционеров в ежегодном собрании и предоставление им возможности выразить свою точку зрения по различным вопросам.
----	---	--	---	---	---

**ТРЕБОВАНИЯ БИРЖЕВЫХ ПЛОЩАДОК РЫНКОВ РАСТУЩЕГО КАПИТАЛА В
СОПОСТАВЛЕНИИ С ДЕСЯТЬЮ ФАКТОРАМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ,
АССОЦИИРУЕМЫМИ С НАРУШЕНИЯМИ В ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ**

	Рассматриваемый фактор	Подходящий пункт требований биржевых площадок	
		Россия	Объединенные Арабские Эмираты
1	Всесильные исполнительные директора (СЕО).	Правила 1 и 2: в компании должен быть совет директоров, включающий в себя как минимум трех независимых директоров. Правило 5: должен быть сформирован совет менеджмента (дирекция).	Статья 3.1: менеджмент должен подчиняться совету директоров. Статья 3.1: независимость совета директоров (как минимум на 1/3 должен состоять из независимых, неисполнительных директоров, которые обладают необходимым опытом для того, чтобы наилучшим образом действовать в интересах компании). Статья 3.3: позиции председателя правления совета директоров и СЕО компании не могут быть заняты одним и тем же человеком.
2	Слабая система контроля менеджмента компании	Правило 3: в совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет, исключительными функциями которого являются оценка кандидатов в аудиторы акционерного общества, оценка заключения аудитора, оценка эффективности процедур внутреннего контроля эмитента и подготовка предложений по их совершенствованию (комитет по аудиту). Комитет по аудиту может состоять как из членов совета директоров, не являющихся исполнительными, так и иных лиц, уполномоченных советом директоров. Правило 6: во внутренних документах эмитента должны быть предусмотрены обязанности членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа управления, лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, в том числе управляющей организации и ее должностных лиц, раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и (или) покупке ценных бумаг эмитента. Правило 9: совет директоров эмитента должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента, контроль за соблюдением которых осуществляет отдельное структурное подразделение эмитента, сообщающее о выявленных нарушениях комитету по аудиту.	Статья 8: совет директоров должен создать и поддерживать качественную систему внутреннего контроля, проводить ежегодные проверки данной системы и раскрывать результаты подобных проверок. Статья 11: совет директоров может делегировать часть своих полномочий менеджменту компании при четкой спецификации работы (в том числе необходимости получения одобрения совета директоров по тем или иным вопросам). При этом совет директоров издает (а менеджмент подтверждает) письменный перечень делегируемых полномочий.
3	Фокус на краткосрочных целях	Правило 4: в совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по кадрам и вознаграждениям. Должны быть выработаны принципы и критерии определения размера вознаграждения членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа и СЕО, а также критерии их регулярной оценки. Комитет по кадрам и вознаграждениям должен состоять только из независимых директоров или, если это необходимо, из неисполнительных директоров.	Статья 6.1b: совет директоров формирует комитет по вознаграждениям. Статья 7: комитет по вознаграждениям должен создать систему компенсации членов совета директоров.
4	Неадекватная реакция СЕО на критику	Неприменимо.	Статья 12.2b: права акционеров включают возможность активно участвовать и голосовать на общем собрании акционеров, а также право обсуждать вопросы, поставленные на повестку дня, задавать вопросы директорам и внешним аудиторам.
5	Ротация высшего менеджмента	Неприменимо.	Статья 3.4: директора должны осуществлять свои полномочия до тех пор, пока они не достигнут поставленной цели, не будут уволены или сокращены решением совета директоров.

6	Инсайдерская торговля акциями	Правило 8: совет директоров должен утвердить документ по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость ценных бумаг эмитента.	Статья 14: отчет о корпоративном управлении должен содержать информацию обо всех операциях с ценными бумагами компании, осуществленных директорами и их родственниками.
7	Слабый кодекс этики или его отсутствие	Правило 9: совет директоров должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента, контроль за соблюдением которых осуществляет отдельное структурное подразделение эмитента, сообщающее о выявленных нарушениях комитету по аудиту.	Статья 5.1: директор сразу после назначения должен быть проинформирован о компании и ее деятельности, а также о сфере своей ответственности. Менеджмент компании должен обеспечивать совет директоров всей необходимой для принятия решений информацией. Статья 5.3: большинство директоров в ходе работы могут воспользоваться помощью сторонних консультантов. Статья 4.4: директор должен быть лояльным к интересам компании и акционеров, подчиняясь требованиям законов, регуляторов рынка, решениям компании и ее уставу. Статья 5.7: совет директоров устанавливает правила, по которым операции с акциями компании могут совершать ее директор и сотрудники. Статья 5.8: сразу после утверждения директор должен сообщить компании о том, как он распределяет свое время и усилия, о позициях в публичных компаниях и любых других значимых обязательствах. Статья 13: правила управления (поведения) компанией адаптируются под ее цели и под существующие нормы и законы. Директора, менеджмент, сотрудники и внешние аудиторы обязаны им подчиняться.
8	Проблемы с независимостью внешнего аудитора	Правило 3: в совете директоров должен быть сформирован комитет, исключительными функциями которого являются оценка кандидатов в аудиторы акционерного общества, оценка заключения аудитора, оценка эффективности процедур внутреннего контроля эмитента и подготовка предложений по их совершенствованию (комитет по аудиту).	Статья 6.1а: совет директоров должен включать как минимум двух независимых членов, при этом председатель совета директоров не является его членом. Правило 9: комитет по аудиту должен состоять как минимум из трех неисполнительных директоров, двое из которых должны быть независимыми, и одного финансового эксперта. Партнер внешней аудиторской компании не может стать членом комитета по аудиту в течение года после ухода из аудиторской компании. Комитет по аудиту рекомендует внешнюю аудиторскую компанию и отслеживает ее независимость. Статья 10: внешний аудитор должен быть назначен исходя из его компетенции, репутации и опыта. При этом данная компания не должна иметь связей с компанией или с любым из ее директоров.
9	Проблемы с независимостью инвестиционных банков	Неприменимо.	Неприменимо.
10	Сомнительная стратегия развития бизнеса с недостаточным раскрытием информации	Правило 7: совет директоров должен утвердить документ, определяющий правила и подходы к раскрытию информации об эмитенте. Правило 10: в уставе эмитента должно быть предусмотрено, что сообщение о проведении годового общего собрания акционеров должно делаться не менее чем за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок.	Статья 8.6: совет директоров гарантирует, что раскрываемая компанией информация полезна, актуальна, не содержит неточностей и ошибок и полностью соответствует правилам раскрытия. Статья 12.2а: акционер имеет право на предоставление необходимой ему информации без какой-либо дискриминации. Предоставление данной информации, включая любую информацию о планах компании до того, как они утверждены, должно быть исчерпывающим, точным, регулярным и постоянно обновляться.