

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой
_____ И.С. Ферова
подпись
« ____ » _____ 2018 г.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

специальность **38.05.01 «Экономическая безопасность»**

**ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНО ВОЗМОЖНЫХ УГРОЗ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ КОМПАНИИ В РЕЗУЛЬТАТЕ
ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ**

Научный руководитель	_____— подпись, дата	<u>к.э.н., доцент</u> должность, ученая степень	Е.А. Шнюкова
Выпускник	_____— подпись, дата		Д.А. Слюняев
Рецензент	_____— подпись, дата	_____— должность	Д.Д. Боровиков
Нормоконтролер	_____— подпись, дата		Е.В. Шкарпетина

Красноярск 2018

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические аспекты влияния использования инсайдерской информации на экономическую безопасность компаний	6
1.1 Понятие инсайдерской информации и инсайдерской торговли, законодательное регулирование.....	6
1.2 Причины и последствия инсайдерской торговли для инсайдеров	18
1.3 Динамика изменения котировок на рынке как реакция на разглашение инсайдерской информации	29
2 Методические подходы к выявлению инсайдерской торговли	37
2.1 Обоснование выборки анализируемых компаний.....	37
2.2 Финансовые показатели, используемые в анализе	39
2.3 Построение модели выявления инсайдерской торговли	43
3 Выявление инсайдерской торговли на примере сделок публичных компаний	51
3.1 Причины инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина».....	51
3.2 Выявление инсайдерской торговли с использованием разработанной логит-модели	58
3.3 Последствия инсайдерской торговли на примере рассматриваемой сделки.....	65
Заключение	70
Список литературы	73
Приложения А-В	78-85

ВВЕДЕНИЕ

Основу экономики любого государства в первую очередь составляют предприятия. Они производят различные товары, оказывают услуги, стимулируют процесс развития и укрепления экономики.

Учитывая вышесказанное, экономическая безопасность организации является одной из наиболее приоритетных задач как самой организации, вне зависимости от сферы деятельности, так и государства.

Существует множество различных угроз экономической безопасности. Однако в рамках данной работы мы остановимся на угрозах торговли инсайдерской информацией. Иначе ее называют инсайдерская торговля.

Инсайдерская торговля – торговля акциями или другими ценными бумагами (например, облигациями или опционами на акции) лицами, имеющими доступ к конфиденциальной информации об эмитенте указанных ценных бумаг (инсайдерами).

Актуальность темы данной работы обусловлена двумя факторами. Прежде всего, постоянной необходимостью мониторинга угроз и принятия решений в вопросах обеспечения экономической безопасности предприятия. Главным образом это связано с наличием внутренних и внешних угроз экономической безопасности предприятия, подробнее о которых мы поговорим позднее. Второй причиной является слабое законодательное регулирование инсайдерской торговли в России и, как следствие, ее повсеместное распространение. В наибольшей степени инсайдерская торговля встречается перед сделками слияний и поглощений, поэтому в рамках данной работы мы сконцентрируемся именно на этих случаях.

Существует ряд работ, посвященных отслеживанию инсайдерской торговли на основе финансовых показателей компании перед сделками слияний и поглощений. Один из наиболее информативных показателей – это кумулятивная аномальная доходность, обозначаемая как CAR (cumulate

abnormal return). Подробная методика расчета данного показателя будет рассмотрена ниже, сейчас достаточно будет только дать определение.

Кумулятивная аномальная доходность означает, что в момент объявления сделки о слиянии или поглощении, владельцы акций компании получают аномальную доходность по сравнению с рынком в целом.

Данный показатель является основой для определения инсайдерской торговли во множестве работ как зарубежных ученых (Джефф, Шейн, Линн, Хови и другие), так и российских (Аграмян, Чиркова и другие).

Тем не менее, на данный момент существует мало работ, посвященных доказательству фактов инсайдерской торговли с использованием показателя CAR именно на российском рынке.

Целью данной работы является разработка логит-модели, которая позволит с высокой долей вероятности предвидеть наличие инсайдерской торговли перед сделками слияний и поглощений.

Исходя из названной цели, сформулируем ряд задач:

- изучение понятия инсайдерской информации и инсайдерской торговли, законодательное регулирование;
- изучение причин и последствий инсайдерской торговли для инсайдеров;
- рассмотрение динамики изменения котировок на рынке как реакции на разглашение инсайдерской информации;
- обоснование выборки анализируемых компаний;
- рассмотрение финансовых показателей, используемых в анализе;
- построение модели выявления инсайдерской торговли;
- выбор российской компании для проверки работоспособности разработанной модели;
- рассмотрение причин инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина»;
- выявление инсайдерской торговли на примере концерна «Калина»;
- рассмотрение последствий инсайдерской торговли на примере продажи концерна «Калина».

Объектом исследования в данной работе является концерн «Калина». Предметом исследования являются методические подходы к выявлению инсайдерской торговли.

При написании данной дипломной работы использовались следующие методы: аналитические, информационные, экономико-математические, сравнения, классификации и обобщения, анализа и синтеза.

Информационной базой для выполнения дипломной работы являются научная литература, учебники и учебные пособия, статьи периодических изданий, законодательные акты, электронные ресурсы, а также бухгалтерская отчетность и внутренние документы концерна «Калина», база данных Thomson Reuters Eikon.

Дипломная работа состоит из введения, трех глав, первая из которых теоретическая, вторая носит методический характер, третья практический, а также заключения, списка использованной литературы и приложений.

1 Теоретические аспекты влияния использования инсайдерской информации на экономическую безопасность компаний

1.1 Понятие инсайдерской информации и инсайдерской торговли, законодательное регулирование

Одним из аспектов, влияющих на экономическую безопасность предприятия, является сохранность инсайдерской информации.

Однако прежде чем мы перейдем к инсайдерской торговле (то есть, торговле инсайдерской информацией), целесообразно более подробно рассмотреть такую категорию, как экономическая безопасность.

Проблема экономической безопасности организации набирает свою актуальность год от года.

Экономическую безопасность можно понимать в разрезе двух аспектов: как безопасность государства, либо как безопасность физического или юридического лица. Существует множество методов обеспечения экономической безопасности, но все их можно подразделить на две большие группы: экономические методы и неэкономические (например, политические или военные).

Изначально понятие экономической безопасности организации рассматривалось как, в первую очередь, обеспечение сохранения коммерческой тайны компании. Исходя из этого, существовала двухсторонняя система защиты информации. Первый уровень заключался в том, что секреты фирмы сохранялись силами отделов экономической безопасности компании, а второй предусматривал формирование при помощи менеджеров среднего звена такой атмосферы в фирме, которая бы создавала видимость «тотальной бдительности». Тем не менее, не смотря на важность коммерческой тайны, представляется нецелесообразным сводить сущность экономической безопасности к одной лишь защите коммерческой тайны [11].

Существует другой подход к трактовке экономической безопасности компании – он заключается в том, что экономическая безопасность обуславливается факторами внешней среды. Соответственно защищенность компании – это возможность противостоять неблагоприятным внешним воздействиям.

Теперь дадим полное определение данному понятию.

Экономическая безопасность организации – это состояние наиболее эффективного использования ресурсов для предотвращения угроз и обеспечения стабильного ее функционирования.

Базисом для экономической безопасности организации служит то, насколько эффективно служба безопасности данной организации предотвращает угрозы и ликвидирует последствия ущербов. Источниками таких ущербов могут быть как осознанные, так и неосознанные действия физических, юридических лиц и органов государственной власти, зарубежных компаний, либо компаний-конкурентов. Более того, это может быть состояние финансовой конъюнктуры на рынке, научные открытия и технологические разработки, форс-мажорные обстоятельства и так далее [11].

Крайне важно при оценке экономической безопасности организации учитывать риски конкретной предпринимательской деятельности, в рамках которой функционирует организация.

Существует ряд источников информации, необходимых для оценки экономической безопасности организации:

- бухгалтерская отчетность;
- статистические данные;
- материалы маркетинговых исследований о состоянии рынка;
- личный опыт руководителей предприятия и специалистов;
- прогнозная информация;
- сведения о конкурентах, поставщиках и потребителях и др. [19]

Итак, подытожим, под экономической безопасностью предприятия понимается экономическая защищенность предприятия, его акционеров,

клиентов и персонала от внешних и внутренних угроз, влияния деструктивных факторов, что позволяет предприятию сохранить и эффективно использовать весь потенциал.

Существуют внутренние и внешние угрозы экономической безопасности предприятия [15].

Внешние угрозы можно разделить на три подгруппы:

- макроэкономические (уровень развития экономики, стадия, на которой в данный момент находится экономика, инфляция, устойчивость национальной валюты и так далее);
- рыночные (конкуренция, спрос, уровень цен, стадия развития отрасли, рынка);
- другие (политические факторы, криминализация экономики, климатические факторы, темпы научно-технического прогресса) [11], [16].

Внутренние угрозы экономической безопасности, в свою очередь, можно классифицировать следующим образом:

- финансовые (структура капитала, структура и ликвидность активов, структура пассивов, уровень рентабельности, дивидендная политика, и так далее);
- материально-технического обеспечения (сырье, качество и частота поставок сырья и т.д.);
- производственные (использование основных и оборотных средств, структура и состояние основных средств, структура собственности, система контроля качества);
- инвестиционно-технологические (наличие инвестиционных ресурсов, наличие НИОКР, уровень инновационной активности);
- интеллектуально-кадровые (мотивация персонала, организационная структура управления, наличие стратегии развития, квалификация и структура персонала);

- сбытовые (ценовая политика, ассортимент продукции, портфель заказов на продукцию, степень диверсификации потребителей, маркетинговые исследования рынка);
- экологические (осуществление природоохранных мероприятий, внедрение новых экологически безопасных технологий) [11], [16].

Итак, внесли ясность в то, что такое экономическая безопасность предприятия и с тем, как она связана с торговлей инсайдерской информацией.

Теперь перейдем к инсайдерской торговле.

Прежде всего, стоит определиться с источником риска инсайдерской торговли.

Данный риск является комплексным и может быть как внешним, то есть возникшим под влиянием недобросовестной конкуренции и т.д., так и внутренним, например, финансовый риск – ведь торговля инсайдерской информацией способна влиять на цену акций компании.

Тема выполняемой инсайдерской торговли на современных фондовых рынках, а также её различные аспекты в течение многих десятилетий вызывают большой интерес у многих исследователей. При этом изучаются такие важные вопросы, как влияние распространённости осуществляемой инсайдерской торговли на уровень деловой активности современного фондового рынка, существующую взаимосвязь между преследованием осуществляемой инсайдерской торговли, включая активность инсайдеров, уровень торгов с применением инсайдерской информации на только развивающихся и уже достаточно развитых рынках.

Во многих странах инсайдерская торговля находится под запретом. Но у этого явления присутствуют и положительные стороны (ускоренное установление нормальной цены актива) несмотря на то, что негативные последствия от инсайдерской все же торговли перевешивают преимущества [41].

Существует множество определений понятия инсайдерской информации.

Согласно определению Федерального Закона 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и

манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», «инсайдерская информация – точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров (в том числе сведения, касающиеся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг, одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, одного или нескольких хозяйствующих субъектов, указанных в пункте 2 статьи 4 настоящего Федерального закона, либо одного или нескольких финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров) и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации, указанный в статье 3 настоящего Федерального закона» [4].

В статье 3 Федерального закона приведен полный перечень того, что относится к инсайдерской информации:

- 1) информация о принятых ими решениях об итогах торгов (тендеров);
- 2) информация, полученная ими в ходе проводимых проверок, а также информация о результатах таких проверок;
- 3) информация о принятых ими решениях в отношении лиц-инсайдеров, о выдаче, приостановлении действия или об аннулировании (отзыве) лицензий (разрешений, аккредитаций) на осуществление определенных видов деятельности, а также иных разрешений;
- 4) информация о принятых ими решениях о привлечении к административной ответственности лиц-инсайдеров, а также о применении к указанным лицам иных санкций;
- 5) иная инсайдерская информация, определенная их нормативными актами [4].

В свою очередь, к инсайдерской информации не относятся:

1) сведения, ставшие доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения;

2) осуществленные на основе общедоступной информации исследования, прогнозы и оценки в отношении финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, а также рекомендации и (или) предложения об осуществлении операций с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами [26].

Итак, из всего вышесказанного становится понятно, что инсайдерская информация это важная конфиденциальная информация о состоянии дел или планах группы, общества или организации, которая недоступна широкой общественности и разглашение которой может существенно повлиять на состояние дел организации и цену ее акций [26].

К негативным последствиям осуществляемого распространения торговли с применением инсайдерской информации имеет отношение падение привлекательности современного фондового рынка для потенциальных инвесторов. Так, если на действующем рынке присутствуют игроки, имеющие недоступную для остальных информацию, их торговые операции обязательно будут прибыльными, причем в ущерб другим рыночным игрокам. Из-за этого «честные» инвесторы, которые не имеют доступа к инсайдерской информации, могут уйти с рынка.

В различных странах инсайдерская торговля регулируется по-разному, однако заметна общая тенденция к ужесточению регулирования данного правонарушения. Рассмотрим примеры некоторых стран. На рисунке 1 «мелким» пунктиром отмечено количество стран с фондовым рынком, «крупным» количество стран, регулирующих инсайдерскую торговлю, сплошной линией – количество стран, которые вводят законы для регулирования инсайдерской торговли [8].

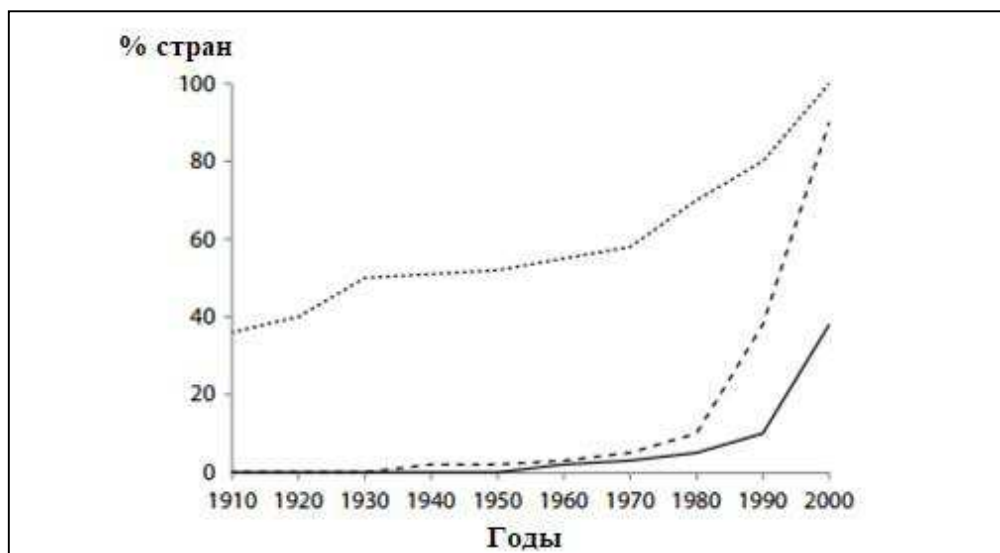


Рисунок 1 – Регулирование инсайдерской торговли в различных странах

США можно назвать главным и наиболее активным борцом с инсайдерской торговлей в мире.

Это объясняется бурным развитием экономики в 1920-х годах после первой мировой войны. К концу десятилетия популярность биржевой торговли привела к необоснованному росту капитала компаний, торгующихся на бирже и отрыву курсовой стоимости их акций от реальной стоимости. В результате, наступила Великая депрессия. Таким образом, власти осознали важность регулирования финансового рынка и уже в 1930-х годах вступил в силу ряд нормативно-правовых актов, что положительно сказалось на самом рынке.

Впервые уголовная ответственность за инсайдерскую торговлю в США была введена в 1934 году с принятием «Закона о ценных бумагах и действующих биржах». Закон ограничивал торговлю ценными бумагами для лиц, имеющих недоступную информацию об этих бумагах [5].

Данный закон обладал серьезным плюсом – он предусматривал поощрение лиц, которые способствовали раскрытию инсайдерской торговли

Тем не менее, закон не был совершенен – лица, имеющие прямой доступ к важной инсайдерской информации, не могли самостоятельно заниматься торговыми операциями, но в этом случае не подлежала регулированию ситуация,

когда потенциальный инсайдер давал ценные советы какому-либо третьему лицу.

Как можно заметить, закон нуждался в доработке или замене, поэтому в 1984 году начал действовать закон «О санкциях за ведение инсайдерской торговли», а в 1988 году закон «О наказании за проводимую инсайдерскую торговлю и мошеннические действия с ценными бумагами», определяющие поведение потенциального инсайдера и были более актуальны [8].

Перейдем к регулированию инсайдерской торговли в европейских странах.

Если в США упор делается на суровость наказания, то в Европе применяется иная тактика: создание таких условий, которые бы способствовали добровольному отказу трейдеров и иных участников рынка от инсайдерской торговли.

Первые правила, регулирующие инсайдерскую торговлю в Европейских странах, были отражены в Директиве 1989 года [5].

Позднее, в 2003 году была принята новая директива «Об инсайдерской торговле и манипулировании на фондовых рынках», которая была признана более полной и актуальной. К примеру, в рамках данной директивы объектами регулирования стали выступать все финансовые инструменты, в отличие от предыдущей редакции, где регулировались только ликвидные ценные бумаги [8].

Теперь перейдем к российскому рынку. Многочисленные исследования подтверждают тезис о том, что в России финансовый рынок еще недостаточно развит, что в первую очередь обусловлено его сравнительно малым сроком функционирования, около 30 лет, начиная с 1990-х годов. Из-за этого и законодательная база регулирования инсайдерской торговли начала формироваться недавно [5].

Впервые регулирование инсайдерской торговли было введено в Законе 1996 года «О рынке ценных бумаг», данный закон был составлен в соответствии с международными стандартами, однако обладал значительным недостатком –

степень ответственности за инсайдерскую торговлю была размыта и, как следствие, борьба с инсайдерской торговлей практически не велась

В последующие годы ситуация особо не менялась: за время своего существования Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг не налагала штрафы за использование инсайдерской информации в личных целях на физических и должностных лиц, т.к. не обладала достаточной властью. В качестве наказания использовалось лишение нарушителей лицензии, да и то в единичных случаях. Очевидно, что действующее в то время законодательство не могло способствовать решению проблемы инсайдерской торговли [6].

Сегодня в России инсайдерская торговля регулируется в рамках двух отраслей права – административным и уголовным кодексом. Кроме того, существует Федеральный закон от 27 июля 2010 года № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и внесению изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Проанализируем каждый из этих нормативно-правовых актов.

Озвученный ранее Федеральный закон устанавливает компетенции, цели и функции органа, осуществляющего контроль за инсайдерской торговлей в Российской Федерации. Таковым органом является Банк России, который регулярно публикует отчеты о выявлении сделок с использованием инсайдерской информации [6].

Кроме того, Федеральный закон устанавливает перечень инсайдеров, в предыдущих параграфах мы уже озвучивали этот перечень. Однако его нельзя назвать исчерпывающим. Приведем несколько примеров, доказывающих это.

Во-первых, законом никак не регулируется раскрытие инсайдерской информации лицами, имевшими доступ к ней будучи работниками компании и на данный момент не работающими в ней. Однако такое явление встречается довольно часто. И пострадавшей от раскрытия инсайдерской информации бывшим работником компании придется доказывать, что данный работник имел доступ к данной информации и причастность к ее раскрытию. При этом,

перечень доказательств никак не определен законодательно, вследствие чего компании терпят значительный ущерб как от судебных издержек, так и от действий инсайдеров.

Кроме того, законодательство не регулирует случаи утечки инсайдерской информации не из-за злого умысла работника, а из-за его халатности. К примеру, аудитор, работая на дому загрузил часть конфиденциальной информации на собственный компьютер, который не был защищен антивирусом. Компьютер был взломан и информация попала в руки злоумышленников.

Наконец, данный закон был принят с большим запозданием. Уровень развития технологий и общественных отношений в области инсайдерской информации уже давно требовал нормативной регламентации. Более того, Стратегия развития финансовых рынков 2006-2008 годов Российской Федерации озвучивала необходимость возникновения механизмов, направленных на предотвращение распространения инсайдерской информации. Однако данные механизмы не были реализованы вплоть до 2011 года. Поэтому на сегодняшний день судебная практика по данному вопросу не до конца сформирована и количество судебных прецедентов недостаточно велико [6].

Теперь перейдем регулированию инсайдерской торговли в рамках административного и уголовного права.

Административный кодекс устанавливает наказание за «неправомерное использование инсайдерской информации» статьей 15.21, за «манипулирование рынком» статьей 15.30 и, наконец, за «Нарушение требований законодательства о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» статьей 15.35 [1].

Максимальные санкции за нарушение законодательства – это дисквалификация должностных лиц на срок до двух лет, либо наложение штрафа в размере суммы излишнего дохода или суммы убытков, которые лицо, осуществляющее инсайдерскую торговлю избежала из-за своих действий, но не менее 700 тыс. руб. [1].

В тех случаях, когда инсайдерская торговля причинила тяжкие последствия, а именно нанесло крупный ущерб государству, участникам рынка или компании, чья инсайдерская информация была раскрыта, в силу вступает уголовный кодекс.

Статья 185.3 уголовного кодекса РФ регулирует случаи «манипулирования рынком», а статья 185.6 случаи «неправомерного использования инсайдерской информации» [2].

Само собой, наказание в рамках уголовного кодекса более жесткое – лишение свободы на срок до 7 лет, штраф в размере до 1 млн. рублей или в размере дохода осужденного за период до пяти лет, лишение права занимать определенные должности на срок до четырех лет, либо принудительные работы на срок до пяти лет [2].

На данный момент не было еще ни одного прецедента, чтобы инсайдерами был компенсирован нанесенный ущерб. Только в 2013 г. Федеральная служба по действующим финансовым рынкам впервые смогла доказать факт применения инсайдерской информации. Тогда обнаружилось, что некоторые лица, которые непосредственно участвовали в сделке, неправомерно использовали имеющиеся в их распоряжении сведения и приобрели ценные бумаги известного концерна «Калина» [27].

В следующем параграфе мы вернемся к данному прецеденту и попробуем самостоятельно, при помощи нашей модели доказать или опровергнуть факт инсайдерской торговли в отношении концерна Калина.

А сейчас рассмотрим некоторые подходы к профилактике инсайдерской торговли.

Выше мы назвали запретные методы, использующиеся в различных странах, в том числе и в России. Конечно, они являются достаточно действенными, однако существуют способы не «наказать» и «напугать» инсайдеров, а предотвратить само правонарушение.

Пожалуй, самым простым и действенным способом является раскрытие информации до того, как она попала в руки злоумышленников и стала способом

их заработка. Мы можем заметить тенденцию в законодательстве как Российской Федерации, так и зарубежных стран к тому, чтобы обязать компании раскрывать инсайдерскую информацию как можно более рано.

Само собой, некоторые факты о, например, сделке слияния или поглощения могут поставить под угрозу компанию, обнародовавшую данную информацию. Но держать факт грядущей сделки слишком долго в тайне тоже опасно, поэтому нужно обнародовать информацию о переговорах как только вероятность заключения сделки будет высокой.

Еще одной достаточно эффективной мерой является обязывание топ менеджмента компании регулярно раскрывать данные о своем владении ценными бумагами. Все совершенные или грядущие сделки по приобретению или продаже ценных бумаг должны быть известны регулятору [21].

Другая мера по пресечению инсайдерской торговли похожа на предыдущую. Все финансовые посредники должны сообщать обо всех случаях продажи или покупки ценных бумаг, которые вызывают у них подозрение. В противном случае, финансовые посредники будут приравнены к соучастникам [14].

Можно также озвучить различные внутриорганизационные правила и кодексы этики, корпоративные порталы, которые призваны контролировать деятельность сотрудников [19], [24].

Итак, до 2010 года в России инсайдерская торговля признавалась административным правонарушением. Но нельзя сказать, что введение нового Федерального закона эффективно сказалось на борьбе с инсайдерской торговлей – например, в период с 2010 года по 2017 год Центробанк России смог выявить только три случая ведения инсайдерской торговли, в то время как в соответствии с результатами различных проведенных исследований, которые посвящены выявлению инсайдерской торговли, объёмы проведенных незаконных операций с применением недоступной общественности информации на современном российском рынке достаточно высокие.

1.2 Причины и последствия инсайдерской торговли для инсайдеров

Прежде чем говорить о последствиях инсайдерской торговли, стоит остановиться на мотивах, которые побуждают участников рынка к данному противозаконному деянию. Иначе говоря, выяснить причины инсайдерской торговли.

Чтобы понять мотивы, нужно назвать основных игроков рынка, которые могут быть инсайдерами. Итак, согласно статье 4, 224-ФЗ инсайдерами могут быть:

- 1) эмитенты и управляющие компании;
- 2) хозяйствующие субъекты, включенные в предусмотренный статьей 23 Федерального закона от 26 июля 2006 года N 135-ФЗ "О защите конкуренции" реестр и занимающие доминирующее положение на рынке определенного товара в географических границах Российской Федерации;
- 3) организаторы торговли, клиринговые организации, а также депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли;
- 4) профессиональные участники рынка ценных бумаг и иные лица, осуществляющие в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, получившие инсайдерскую информацию от клиентов;
- 5) лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 - 4 настоящей статьи, на основании договоров, заключенных с соответствующими лицами, в том числе аудиторы (аудиторские организации), оценщики (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры), профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, страховые организации;
- 6) лица, которые владеют не менее чем 25 процентами голосов в высшем органе управления лиц, указанных в пунктах 1 - 4 настоящей статьи, а также лица, которые в силу владения акциями (долями) в уставном капитале указанных

лиц имеют доступ к инсайдерской информации на основании федеральных законов или учредительных документов;

7) члены совета директоров (наблюдательного совета), члены коллегиального исполнительного органа, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа (в том числе управляющая организация, управляющий либо временный единоличный исполнительный орган), члены ревизионной комиссии юридических лиц, управляющих организаций;

8) лица, имеющие доступ к информации о направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении акций в соответствии с законодательством Российской Федерации об акционерных обществах, в том числе лица, направившие в акционерное общество добровольные или конкурирующие предложения, кредитная организация, предоставившая банковскую гарантию, оценщик (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры);

9) федеральные органы исполнительной власти, исполнительные органы государственной власти субъектов Российской Федерации, органы местного самоуправления, иные осуществляющие функции указанных органов органы или организации, органы управления государственных внебюджетных фондов, имеющих в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации право размещать временно свободные средства в финансовые инструменты (далее - органы управления государственных внебюджетных фондов), Банк России;

10) имеющие доступ к инсайдерской информации руководители федеральных органов исполнительной власти, имеющие доступ к инсайдерской информации руководители исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации, имеющие доступ к инсайдерской информации выборные должностные лица местного самоуправления, имеющие доступ к инсайдерской информации государственные служащие и муниципальные служащие органов, указанных в пункте 9 настоящей статьи, имеющие доступ к инсайдерской информации работники органов и организаций, осуществляющих

функции органов, указанных в пункте 9 настоящей статьи, имеющие доступ к инсайдерской информации работники органов управления государственных внебюджетных фондов, имеющие доступ к инсайдерской информации служащие (работники) Банка России, члены Национального банковского совета;

11) информационные агентства, осуществляющие раскрытие или предоставление информации лиц, указанных в пунктах 1 - 4 настоящей статьи, органов и организаций, указанных в пункте 9 настоящей статьи, Банка России;

12) лица, осуществляющие присвоение рейтингов лицам, указанным в пунктах 1 - 4 настоящей статьи, а также ценным бумагам (далее - рейтинговые агентства);

13) физические лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 - 8, 11 и 12 настоящей статьи, на основании трудовых и (или) гражданско-правовых договоров, заключенных с соответствующими лицами [4].

Как видно, список довольно обширный, более того, инсайдерами могут выступать и иные лица, не указанные в данном перечне, но имеющие доступ к инсайдерской информации.

Возникает закономерный вопрос, каковы мотивы инсайдеров? Что побуждает их к торговле инсайдерской информацией.

Пожалуй, главный и самый очевидный мотив – получение прибыли. Во-первых, существует рынок украденных данных: там хранятся данные из всевозможных отраслей – медицина, финансы, интеллектуальная собственность и прочее. За размещение инсайдерской информации на подобных рынках, можно получить немалые деньги.

Во-вторых, знание инсайдерской информации позволяет вовремя продавать и покупать акции компаний, чья закрытая информация стала известна злоумышленнику, что приводит к получению большей прибыли, чем у других трейдеров.

Наконец, информация может быть украдена для продажи конкурентам или для открытия собственного дела.

Торговля инсайдерской информацией может осуществляться в связи с личными мотивами – обида из-за увольнения, как самый яркий пример [26].

Другой причиной можно назвать несовершенство законодательства. Безнаказанность и повсеместное распространение инсайдерской торговли, подталкивает участников рынка к нарушению закона и использованию инсайдерской информации в корыстных целях [20].

Наконец, менее очевидная причина – рейдерская атака или иное негативное воздействие на компанию, чья инсайдерская информация попала в руки злоумышленников. В рамках данной работы мы сфокусируемся именно на этом случае – инсайдерская торговля перед сделками слияний и поглощений.

Учитывая нацеленность данной работы на инсайдерскую торговлю при сделках слияний и поглощений, остановимся подробнее на том, что же такое слияния и поглощения и зачем компании прибегают к ним.

Вся деятельность корпораций направлена на повышение экономической эффективности и развитие конкурентных преимуществ. Главными целями корпораций выступают поиск возможностей для поставки более дорогой продукции, совершенствование технологий, повышение прибыльности бизнеса и географическое расширение, в том числе поиск новых каналов сбыта.

Расширение компании может быть осуществлено двумя путями: первый вариант – расширение за счет внутренних ресурсов и второй – за счет внешних, то есть путем слияний и поглощений [7].

Стратегия расширения за счет внутренних ресурсов предполагает инвестирование в инновации, в создание новых видов продуктов и услуг, а также новых предприятий и отделений.

Стратегия расширения за счет слияний и поглощений это совокупность целей, которых стремится достичь корпорация в рамках корпоративной стратегии за счет объединений с другими компаниями. То есть: получение эффекта масштаба, расширение рынка сбыта продукции, привлечение финансовых и производственных ресурсов, инноваций и так далее [18].

Само собой, это далеко не единственные цели. Важно заметить, что всем коммерческим организациям, а в особенности крупным компаниям, нужно всегда быть готовыми к изменениям внешней среды и выбирать стратегию расширения за счет слияний и поглощений, так, чтобы увеличить денежные потоки и минимизировать риски по сравнению с достижением тех же целей, но за счет внутренних ресурсов [13].

Прежде чем далее рассуждать на тему слияний и поглощений следует разъяснить эти понятия и дать им определения.

На практике в отношении данных категорий применяют связку M&A, что в переводе с английских слов acquisition и merger означает приобретение/сбор/овладение и слияние/объединение соответственно.

Прежде всего, остановимся на слияниях. Слияния – это, как уже отмечалось выше, один из возможных путей развития компании. Как правило, слияние представляет собой добровольное объединение активов двух компаний, с дальнейшим созданием одной, но более крупной. В некоторых источниках этот метод отмечается как один из наиболее популярных. И действительно, сегодня большинство крупных компаний, так или иначе, прибегают к слияниям.

В Российском законодательстве присутствует определение понятия «слияния». Так в ФЗ от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» сказано, что слияние – это «возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних» [3].

Что касается поглощений, то здесь все не так просто. Такое понятие как поглощение отсутствует в юридической практике России. Тем не менее, близкому к нему понятию «присоединение» дано четкое определение.

В том же ФЗ от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» сказано, что присоединение - это «прекращение одного или нескольких общества с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу» [3].

Исходя из определений, может сложиться впечатление, что слияния и поглощения – это одно и то же. Данная точка зрения присутствует на обывательском уровне. Однако в рамках юридической науки и бухгалтерского учета требуется дробление данных категорий.

Исходя из этого, следует отразить определенные различия данных понятий.

Итак, слияние. В результате слияния две и более компании соединяются вместе, образуя одну. При этом обычно одна из компаний является инициатором подобной сделки. Такую компанию называют «приобретающей». Главной отличительной чертой слияний является то, что акционеры «приобретаемой» компании сохраняют свои права на акции.

Также важно сказать, что на практике слияние двух одинаковых по размеру компаний происходит довольно редко. Как правило, одна компания все-таки приобретает другую, но по договоренности позволяет продавцу оставить себе часть акций новой компании и, как следствие, считать, что произошла не покупка, а объединение.

Главным отличием процедуры поглощения является то, что в этом случае поглощающая компания выкупает у поглощаемой все акции, либо большую их часть. При этом акционеры поглощаемой компании теряют все свои права на долю в капитале новой компании.

В современном корпоративном менеджменте выделяется множество типов слияний и поглощений, остановимся на наиболее часто встречающихся.

Так, например, в зависимости от характера слияния выделяют следующие виды:

- горизонтальное слияние компаний – в этом случае объединяются две или более компании, работающие в одной отрасли;
- вертикальное слияние компаний – слияние двух или более компаний, которые связаны между собой технологическим процессом производства продукции;

- родовые слияния компаний – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. К примеру, объединение фирмы, производящей напитки с фирмой, производящей тару для этих напитков;

- конгломератные слияния компаний – объединение компаний, не связанных между собой какими-либо производственными или сбытовыми отношениями.

По географическому признаку сделки слияния можно разделить на:

- локальные;
- региональные;
- национальные;
- международные;
- транснациональные (с участием в сделках транснациональных корпораций).

По национальной принадлежности можно выделить сделки:

- национальные слияния компаний – то есть объединение компаний одного государства;
- транснациональные – объединение компаний разных государств.

Разобравшись в том, что же такое, слияния и поглощения, дав им конкретные определения и выяснив, какие бывают виды слияний и поглощений, перейдем к более детальному исследованию причин, побуждающих компании прибегать к стратегии слияний и поглощений. По этому вопросу существует ряд исследований.

Так, например, в 1978г. Консалтинговая компания Arthur D.Little назвала следующие мотивы слияний и поглощений:

- увеличение масштаба деятельности для получения синергетического эффекта;
- диверсификация бизнеса через запуск новых продуктов и выход на новые рынки;
- увеличение рыночной доли;

- стратегическая перегруппировка под воздействием изменений в технологиях и законодательстве;
- покупка недооцененных активов;
- налоговые выгоды;
- стремление менеджеров компании самоутвердиться через совершение более крупных и успешных сделок;
- стратегия выхода из бизнеса [25].

Другое исследование аудиторской компании KPMG выделило следующие причины слияний и поглощений:

- необходимость увеличения рыночной доли;
- выход на новые рынки;
- диверсификация бизнеса;
- экономия на масштабе деятельности [25].

Таким образом, можно видеть, что во втором случае мотивы слияний и поглощений названы в более узком аспекте.

И это не удивительно, существуют разные взгляды на данный дискуссионный вопрос.

Так, С.В.Савчук выделяет три большие группы причин слияний и поглощений [17]:

- мотивы уменьшения оттока ресурсов (эффект масштаба, объединение НИОКР, более дешевый доступ к информации);
- мотивы увеличения и стабилизации притока ресурсов (диверсификация производства, мотив монополии, повышение кредитоспособности, крупные контракты, взаимодополняющие ресурсы);
- нейтральные по отношению к движению ресурсов мотивы (разница рыночной и балансовой стоимости компании, эгоистические мотивы, защита от поглощения).

Существует еще одна более популярная на сегодняшний день классификация мотивов слияний и поглощений. Она была разработана Ю.В. Игнатишиным [12].

Согласно данной теории, существует четыре мотива слияний и поглощений:

- операционные мотивы (экономия на масштабе, наращивание ресурсов и доли на рынке, комбинирование взаимодополняющих ресурсов);
- финансовые мотивы (мобилизация финансовых ресурсов, использование избыточных ресурсов);
- инвестиционные мотивы (размещение временно свободных средств, высвобождение дублирующихся активов, дивиденды);
- стратегические мотивы (расширение клиентской базы, давление на конкурентов, выход на новые рынки).

Главное преимущество и особенность этого подхода заключается в том, что в его основу была положена теория об эффекте синергии. Ее суть заключается в возникновении особого эффекта добавленной стоимости, иначе говоря, в увеличении стоимости объединяющихся компаний [10].

Перейдем к последствиям, к которым приводит инсайдерская торговля не только в случае с компаниями, в отношении которых осуществляются сделки слияний или поглощений, но и в общем случае.

Существует ряд работ, посвященных инсайдерской торговле.

Одним из используемых методов для изучения проблемы проводимой инсайдерской торговли считается измерение доходности выполняемых сделок инсайдеров – лиц, обладающих доступом к конфиденциальной важной корпоративной информации. Главным преимуществом такой используемой методологии стала доступность, которая требуется для информационного исследования – в США есть список инсайдеров, информация о выполняемых рыночных операциях которых обновляется в реальном времени.

Например, в статье Шейна от 1968 года проводится анализ избыточной доходности совершенных сделок инсайдеров с 1975 года по 1981 год. В соответствии с полученными выводами, инсайдерские торговые операции показывают доходность, которая превышает показатели рынка. Похожие

выводы были сделаны в работе Джеффи от 1974 года – в среднем инсайдерские сделки с 1962-1968 годов показывали аномальную доходность в 2% [44].

Такие результаты заставляют сделать предположение о возможности построения уникальной инвестиционной стратегии, которая основана на проведении наблюдений за сделками лиц, имеющих доступ к инсайдерской информации.

Так как в среднем сделки таких лиц приносят положительную аномальную доходность, возможно разумное предположение о том, что основанная на их поведении стратегия непременно окажется прибыльной.

Но в работе Лаконишока и Лии от 2001 года обнаружено, что инсайдеры могут получать доходность, серьезно превышающую среднюю доходность на рынке. Но при этом рынок не проявляет реакции на инсайдерские сигналы, то есть он не перенимает их используемые торговые стратегии [39].

Поэтому используемые инвестиционные стратегии на основе информации о находящихся в полностью открытом доступе инсайдерских сделках являются не очень успешными.

Авторами такой факт объясняется тем, что получение необходимых сигналов от успешных инсайдеров для построения грамотной стратегии торговли приобретенными акциями крупнейших компаний серьезно затруднено из-за большого количества транзакций, выполняемых с участием таких бумаг. В случае же небольших по капитализации действующих компаний каждая выполняемая операция является очень рискованной.

Исследователи также занимались рассмотрением вопроса о прибыльности инсайдерских операций на – внебиржевой системе «OTC-market», созданной для выполнения торговли акциями в США, которая характеризуется уменьшенным контролем со стороны регуляторов, а также отсутствием особо строгих требований, которые предъявляются к торгующим там компаниям, в отличие от простых бирж, например, таких, как NASDAQ или NYSE. В осуществляемой работе Лина и Хови от 1990 года был подвергнут анализу ряд выполненных сделок, что позволило авторам сделать важный вывод о том, что доходность

инсайдерских операций на таком рынке не сильно отличается от доходности от инсайдерских сделок на обычных торговых биржах. Также подтвержден факт, что подражание торговым инсайдерским стратегиям не может принести особую прибыль на OTC market, как и на остальных организованных современных торговых площадках [40].

В выполненной работе Хангеса, Хаддарта и Браннирмира от 2006 года была исследована активность инсайдерской торговли перед объявлением о полученных финансовых результатах компаний, а также связи активности действующих инсайдеров перед объявлением об уровне полученной доходности, о котором должно быть сделано заявление в отчёте о полученных финансовых результатах. На основе такой информации появляется вывод, что инсайдеры всё же пользуются имеющейся информацией для успешного получения прибыли [35].

Также упоминаются исследования, которые посвящены изменению уровня доходности инсайдерских сделок из-за ужесточения контроля регуляторами. В работе Джеффи от 1974 года была подвергнута анализу доходность ряда выполненных сделок за время 1961-1966, в результате чего авторы сделали вывод о том, что инсайдерская активность на рынке не сильно изменилась из-за ужесточения контроля за проводимой незаконной торговлей [34].

В другой подготовленной статье (Фернандес и Ферриера, 2009 год), которая также посвящена оказываемому влиянию законодательства, которое направлено против ведения инсайдерской торговли на разные характеристики современного фондового рынка, был выполнен анализа полученного опыта 48 стран в 1980-2003 гг. В соответствии с полученными выводами, после введения такого законодательства на многих развитых рынках отмечен некоторый рост цен на акции, но для развивающихся современных рынков этого совершенно не происходит [42].

1.3 Динамика изменения котировок на рынке как реакция на разглашение инсайдерской информации

Отмечается, что измерение доходности инсайдерских сделок навряд ли может предоставить какую-либо корректную информацию о прибыльности нелегальных операций с применением инсайдерской информации – ведь в России (а также в США) такие сделки подлежат уголовному наказанию, поэтому рациональный агент, который понимает, что важная информация обо всех его проведенных сделках открыта и может быть подвержена проверке, не станет пользоваться имеющейся у него инсайдерской информацией для получения нелегальных прибылей.

Соответственно, будет вполне разумным переход к рассмотрению работ на основе несколько другой методологии. Главная суть её состоит в измерении полученной аномальной доходности на акции действующих компаний, на которые оказывается серьезное влияние после оглашения важной инсайдерской информации. При этом, чем больше и серьезнее кумулятивная доходность, которая накоплена за период перед объявлением о предстоящей сделке, тем больше будет вероятность того, что различные лица использовали полученную инсайдерскую информацию в собственных целях, скупая акции для последующей продажи и получения доходности в размере накопленной премии.

В качестве примера такой работы может быть приведена статья Уэсли, 2017 год, в которой выполняемая инсайдерская торговля подвергается рассмотрению в разрезе проводимой высокочастотной торговли [48].

Главная суть работы заключается в следующем – в США инсайдеры предоставляют отчет о своих сделках Комиссии по ценным бумагам и торговым биржам (Security Exchange Commission, SEC). При этом важная информация об их выполненных торговых операциях в реальном времени обязательно выкладывается в открытый доступ. Но иногда (в 57% случаев из проанализированной выборки) доступ к таким данным, поступившим со стороны SEC, предоставляется примерно на 30-40 секунд раньше именно для

«подписчиков первого уровня». Непосредственными авторами такой работы был выполнен анализ накопленной доходности на приобретаемые такими отчитывающимися инсайдерами торговые активы для тех случаев, когда привилегированные подписчики пользовались информацией гораздо раньше и для тех случаев, когда разницы именно во времени получения важной информации для всех действующих подписчиков не было.

Полученные выводы выглядят достаточно любопытно: за 40 секунд, которые проходят с момента предоставления важной информации об инсайдерских сделках привилегированным подписчикам, доходность на активы росла – в то время как при одновременном предоставлении важной информации такого явления не было. На основании таких фактов можно сделать вывод о том, что, во-первых ряд присутствующих на рынке лиц использует такие 40 секунд как преимущество, способствующее получению дополнительного дохода. Во-вторых – на рынке есть весьма любопытная практика повторения инсайдерских сделок, ведь в работах было показано, что стратегия не приносит особых высоких прибылей.

Но отмечается, что в такой работе методология проведения расчёта полученной избыточной доходности от актива перед озвучиванием какой-либо серьезной информации не была применена для точного определения уровня торговой активности с применением инсайдерской информации. Поэтому навряд ли было бы корректным соотнесение к инсайду информации, прямой доступ к которой может быть получен любым лицом, оплатившим специальную премиальную подписку.

Примером проведенного исследования, в границах которого такая методология используется для определения уровня активности незаконной проводимой инсайдерской торговли, может стать работа Джарела и Пульсена от 1989 года – в ней авторами выполнен анализ динамики полученной аномальной доходности на акции действующих компаний, являющихся целью в сделках слияний и поглощений, перед выдвижением особого тендерного предложения, и пришли к полученному выводу о том, что определённая часть кумулятивной

аномальной доходности, которая является рыночной реакцией на объявление о предстоящей сделке, приходится на период до момента объявления о важном тендерном предложении. При этом авторами выдвинуто серьезное предположение, что такое явление объясняется не только действиями различных нелегальных инсайдеров, но и существующими в современной рыночной среде слухами о предстоящем поглощении. Например, согласно полученным результатам, возрастание цен на акции действующих компаний-целей становится статистически важным и значимым примерно за 17 дней до объявления о предстоящей сделке и только одна треть накопленной при поглощении ценовой премии объясняется слухами о будущей сделке M&A в СМИ [38].

В статье Кеовна и Пинкертона от 1981 года также выполнен анализ ценовой динамики некоторых акций компаний-целей за 1975-1978 гг., на основании которого авторами получены похожие результаты – примерно за 25 дней до объявления о предстоящей сделке цены на акции начинают потихоньку расти, что может быть интерпретировано как рыночная реакция на приближающуюся сделку M&A [39].

В статье Агарвала и Сайна 2006 года, был выполнен анализ цен акций 42 действующих компаний-целей перед объявлением о процессе поглощения на действующем индийском рынке за 1996-1999 гг. В целом полученные авторами выводы оказались не очень неожиданными – существенная доля аномальной доходности, которая стала реакцией рынка на поглощение, накапливается до объявления о предстоящей сделке, что указывает на активность нелегальных инсайдеров. Также по результатам исследования авторами были выделены из выборки 6 действующих компаний, в отношении которых рекомендовано проведение более тщательного необходимого расследования [46].

При рассмотрении ряда работ, которые посвящены инсайдерской торговле на рынке США, мы решили обратиться к исследованиям, широко освещающим такую проблему развивающихся рынков.

На наш взгляд, было бы вполне разумным упоминание работы Агармяна и Чиркова, от 2015 года. В ней были подвергнуты анализу 36 сделок в России за период 2006-2013 гг. Результаты такого исследования показали, что средняя анонсированная премия к рыночной цене до момента объявления о сделке составила 22% [5].

Кумулятивная избыточная доходность акций компаний-поглотителей за день до объявления о сделке (или до появления первого слуха о ней) составила в среднем 10,5%. На период до объявления о сделке пришлось две трети кумулятивной избыточной доходности. Объемы торгов перед сделкой также были аномальными: за день до объявления они составили в среднем по выборке 382% от объема базового дня. Такое поведение курса акций и объемов торгов – индикатор возможной инсайдерской торговли.

Авторами был выполнен анализ динамики акций знаменитого концерна «Калина» перед непосредственным объявлением о процессе его поглощения в 2013 году международной компанией «Unilever», причем такое дело стало самым первым случаем реального уголовного наказания за проводимую инсайдерскую торговлю в российской истории. Топ-менеджер концерна «Калина» пользовался инсайдерской информацией о грядущем поглощении концерна действующей компанией «Unilever» для заработка на росте цен на акции, но Федеральная Служба по Финансовым Рынкам (ФСФР) выявила его незаконные действия.

В соответствии с полученными результатами исследования, цены акций «Калины» некоторое время демонстрировали аномальную доходность до объявления о предстоящей сделке. Самые серьезные значения отмечены в период, который начался за 17 дней до объявления о предстоящей сделке и завершился примерно за 5 дней до объявления.

Во втором исследовании авторами подготовленной статьи, упомянутой выше, было продиагностировано ведение инсайдерской торговли при конфликте между акционерами ОАО «Вымпелком». Один из двух акционеров действующей компании – норвежская Telenor – обвинила в проведении инсайдерской торговли другого ее крупного акционера, компанию Altim, которая входила в состав

«Альфа-Групп». В иске, который подан в Федеральный суд южного округа Нью-Йорка, Telenor сделал утверждение, что Altimo не один раз нарушала действующее законодательство США об используемых ценных бумагах. Авторы проанализировали динамику цен акций «Вымпелкома», котирующегося на NYSE, вокруг 80 основных новостных событий, связанных с конфликтом, в 2005–2013 годах. В выборку таких событий вошли не только объявления самой компании и ее акционеров, но и судебные решения в России и США.

Выяснилось, что если положительное для «Вымпелкома» решение выносил российский суд, то избыточная доходность была существенно выше, чем если иностранный.

Также существенная избыточная доходность обнаружилась при новостях, исходящих от российских акционеров. А при новостях от норвежских акционеров избыточной доходности не было. Наконец, значительная избыточная доходность обнаружилась в период перед публикацией новостей о произошедшем государственном вмешательстве в начавшийся акционерный конфликт между «Альфа-Групп» и Telenor.

На основе полученных при исследовании выводов появляется заключение, что в среднем и на развитых, и на только развивающихся рынках есть свидетельства наличия незаконной проводимой инсайдерской торговли, но на развивающихся рынках свидетельства активности инсайдеров выражены более сильно.

Отмечается, что все вышеприведённые исследования в разной мере являются основанными на методологии, которая связана с проведением замеров кумулятивной аномальной доходности (CAR).

Теперь было бы уместным упоминание статей, основанных на другой методологии.

Например, в работе исследовательской группы из университета Джорджии (в состав группы входили Тэмерсой, Кхалил, Хайе, Линкий, Раутледж, Чау и Наватэ, 2014 год) были подвергнуты анализу 12 миллионов транзакций, которые совершены инсайдерами, предоставляющими отчет о своих сделках, за 1986-

2012 г. Для обработки всего массива предоставленных данных авторы пользовались техникой “data mining” [47].

С применением специальных алгоритмов специалистами были проверены все инсайдеры, выполняющие транзакции из выборки, на наличие у их сделок статистически значимых растущих доходностей.

В случае обнаружения таких доходностей может быть сделан вывод, что инсайдер ведет торговлю на основании какой-то информации, предоставляющей ему рыночное преимущество. После обработки полученных данных обо всех проведенных транзакциях, из 370 тысяч инсайдеров отобрано 29, отраженная доходность сделок которых вызвала подозрительность.

Также авторы занимались выявлением схожих стратегий при совершении торговых операций, если определенная группа трейдеров в течение некоторого периода времени выполняла похожие транзакции, они объединялись в особую отдельную группу. Изучение статистики по таким группам привело к любопытным выводам – в таких «инсайдерских группах» топ-менеджмент компаний предпочитает взаимодействовать с менее высокопоставленными действующими инсайдерами, в то время как сами такие инсайдеры совершенно свободно связываются в «сети» друг с другом.

В целом такое исследование стало примечательным благодаря большим объёмам данных, а также выявлением общих паттернов в инсайдерском поведении, но стоит отметить тот факт, что вряд ли можно делать на таком основании какие-либо важные выводы о поведении лиц, пользующихся инсайдерской информацией для получения нелегальных высоких прибылей. Показательным может стать тот факт, что из общей массы инсайдеров только 29 получали высокую доходность в результате своих проведенных сделок.

Также целесообразно упоминание следующей статьи – Милброк, 1992 год. Автор статьи сделал анализ выборки из 320 случаев доказанной инсайдерской торговли за период 1980-1989 гг. для ответа на вопрос о том, как влияют незаконные операции инсайдеров на существующие цены акций. Так как информация, выкладываемая Комиссией по ценным бумагам и биржам в общий

доступ, в определённой степени является ограниченной и не содержит тех же конкретных дат совершения нелегальных операций инсайдерами, автор воспользовался данными, которые были предоставлены ему офицером Комиссии по ценным бумагам и биржам [43].

В соответствии с полученными результатами в среднем в дни активности инсайдеров аномальная доходность акций возрастает на величину, равную 40% от аномальной доходности, которая наблюдается в день объявления о предстоящей сделке.

Также данные результаты были сохранены даже после выполнения корректировок на влияние остальных факторов, серьезно затронувших цены.

После рассмотрения работ, которые посвящены проблематике инсайдерской торговли, мы перейдём к обзору работ, которые относятся к гипотезе о том факте, что вероятность наличия проводимой инсайдерской торговли является положительно зависящей от степени недооценённости действующей компании. Такое предположение появляется из существующей теории о том, что премия контроля является тем больше, чем больше компания недооценена, что объясняется тем важным фактом, что некомпетентные действия со стороны менеджмента привели к определенной недооценке компании, из-за чего дисциплинирующего влияния современного рынка корпоративного контроля компания стала поглощенной. Рынок проявляет реакцию на известие о процессе поглощения повышением цен на акции, причем чем больше акции были недооценены, тем больше составляет премия контроля, ведь цена, которую поглотитель обязан уплатить за свою покупку, тем больше, чем больше составляют потенциальные денежные потоки, генерируемые приобретаемым активом.

В качестве прокси-параметра для измерения уровня недооценённости компании исследователями предлагается использовать отношение рыночной стоимости компании к её балансовой стоимости. Например, такой подход применялся в работе Пагано, Фабио и Зингалеса в 1998 году, авторы которой выполняли анализ причин, которые могут стать побуждением компании к

выпуску акций, и обнаружили тот факт, что вероятность выхода компании на IPO имеет положительную связь с отраслевым показателем отношения рыночной стоимости к так называемой балансовой стоимости. Выполненное наблюдение было интерпретировано следующим образом: чем больше современный рынок склонен к переоценке акций компаний такой отрасли, тем большей является вероятность того, что компания выпустит акции, так как это поспособствует привлечению большого объема капитала [45].

Итак, мы разобрались в том, что же такое инсайдерская торговля. Незаконная инсайдерская торговля серьезно нарушает принципы корпоративного управления – равные существующие права всех акционеров, принадлежащих к одной категории, полный запрет на операции отдельных акционеров и менеджеров для обеспечения собственных интересах, а также с использованием своего служебного положения.

Мы проанализировали ряд работ, посвященных инсайдерской торговле как на зарубежных, так и на российских рынках, обобщив полученную информацию, постараемся в следующей главе продемонстрировать собственный подход к обнаружению инсайдерской торговли.

2 Методические подходы к выявлению инсайдерской торговли

2.1 Обоснование выборки анализируемых компаний

Для дальнейшего анализ нам необходимо проанализировать некоторое количество компаний, которые были бы целями в сделках слияний и поглощений и в отношении которых отсутствовали и были бы доказаны случаи инсайдерской торговли.

Учитывая малое количество данных об инсайдерской торговле на российском рынке и, как следствие, опасность не репрезентативности выборки, мы рассмотрим американский рынок, а затем, в дальнейшем, перенесем полученные результаты на российский рынок.

Все данные о доказанных случаях инсайдерской торговли были собраны с сайта Комиссии по ценным бумагам и биржам США [28].

Все данные о финансовом состоянии отобранных компаний выгружались с базы данных Thomson Reuters Eikon [29].

Итак, мы получили данные по 100 компаниям, торгующимся на американском фондовом рынке. Из них, в 40 компаниях были доказаны случаи инсайдерской торговли акциями данных компаний перед объявлением о сделке слияния или поглощения. А в оставшихся 60 компаниях случаи инсайдерской торговли отсутствовали.

Компании с доказанными случаями инсайдерской торговли:

– Часть компаний была исключена из выборки. К примеру, в нее не попали компании, являющиеся непубличными и не торгующимися на фондовом рынке.

– Кроме того, в случае если был обнаружен факт инсайдерской торговли в отношении компании, но информации о ней в базе данных Thomson Reuters Eikon обнаружено не было, она тоже исключалась из выборки.

– Что касается объявления о сделке слияний и поглощений, то это должно быть объявление о приобретении контрольно доли компании-цели.

Компании, в отношении которых факт инсайдерской торговли отсутствовал:

- Данные компании подбирались по аналогии с предыдущими – непубличные компании исключались из выборки, также из выборки исключались компании, чьи акции не торгуются на фондовом рынке США.
- Компании также должны были являться целью слияний или поглощений.
- Отрасли деятельности данных компаний должны совпадать с отраслями предыдущих.

Эти компании необходимы для того, чтобы сравнить цены акций компаний в отношении которых был доказан факт совершения инсайдерской торговли и компаний, в отношении которых инсайдерской торговли не осуществлялось.

Прежде чем перейти к финансовым показателям, которые мы будем использовать для анализа, посмотрим на структуру отобранных компаний по различным группам.

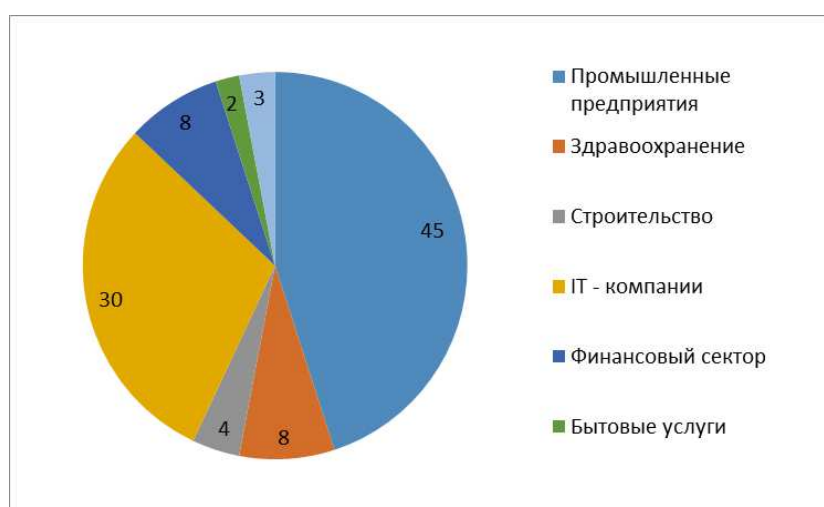


Рисунок 2 – Группировка компаний выборки по отраслям, %

Исходя из рисунка, наиболее часто встречаются компании из сферы промышленности и IT – технологий.

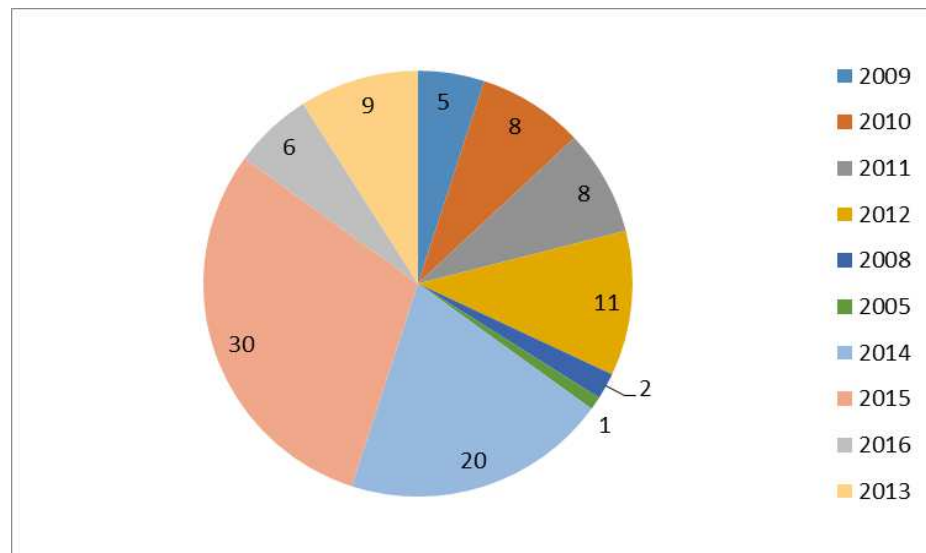


Рисунок 3 – Группировка компаний выборки по годам, в которых была совершена сделка слияния или поглощений, %

Исходя из рисунка, наибольшее количество сделок приходится на 2014 и 2015 год.

2.2 Финансовые показатели, используемые в анализе

Теперь целесообразно показать, какие финансовые показатели мы взяли для анализа и раскрыть значение каждого из них.

Данные показатели были выбраны не случайно, т.к. они позволяют всесторонне оценить компанию, что существенно улучшает качество модели, предсказывающей инсайдерскую торговлю.

1) EV/EBITDA

EV – стоимость компании (enterprise value) представляет собой оценку стоимости компании, учитывая величину всех ее источников финансирования, а именно, кредитов, всех видов акций, а также долей участия владельцев компании.

Этот показатель обладает существенными достоинствами, т.к. учитывает обязательства компании как по краткосрочным, так и по долгосрочным долгам.

Расчет EV:

Стоимость компании (Enterprise Value) = Рыночная капитализация (Market Capitalization) + Чистый долг (Net Debt) + Доля меньшинства (Minority Interest)

Где Чистый долг (Net Debt) = Краткосрочные долги (Short Term Debt) + Долгосрочные долги (Long Term Debt) — Денежные средства и их эквиваленты (Cash & Cash Equivalents)

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — представляет собой прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации.

EBITDA используется, чтобы показать финансовый результат компании, за исключением процентов, которые уплачиваются по займам, а также налоговых выплат и амортизации.

Данный показатель часто используется для сравнения финансовых результатов предприятий из одной отрасли, но с разной структурой капитала.

Расчет EBITDA:

$$EBITDA = \text{Прибыль (убыток) до налогообложения} + (\text{Проценты к уплате} + \text{Амортизация основных средств и нематериальных активов}).$$

Сам показатель EV/EBITDA — используется для сравнения стоимости предприятия с его EBITDA [22].

2) P/E

P/E или рыночная цена, деленная на прибыль. Данный показатель сравнивает цены на акции компании и ее историческую прибыль на одну акцию (EPS).

При помощи этого показателя можно судить о том, насколько акция дешевле или дороже по сравнению с прибылью компании.

Главная трудность заключается в том, чтобы рассчитать EPS.

$$EPS = (\text{Прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}) / \text{количество обыкновенных акций}.$$

Как можно заметить, исходя из приведенного выше способа расчета EPS, показатель является абсолютным. Это создает определенные трудности, если нам необходимо сравнить EPS различных компаний. И для того, чтобы

определить компанию, которая имеет наибольшую доходность на одну акцию необходимо относительный показатель. Таким показателем является P/E [22].

3) EV/Market Cap

Мы уже разобрали такой показатель как EV, что касается Market Cap или рыночной капитализации, то – это общая рыночная стоимость всех выпущенных публичной компанией акций.

Рыночную капитализацию можно рассчитать, как произведение цены на одну акцию и количества находящихся в обращении акций компании.

Необходимо сказать, что рыночная капитализация является мерой чистой стоимости компании, которая определяется рынком. Также нельзя забывать, рыночная капитализация - это скорее стоимость собственного капитала компании. Стоимость же бизнеса зависит от структуры капитала компании и чаще всего для ее измерения используется показатель EV [22].

4) P/B

В данном показателе P – это по-прежнему рыночная цена акции.

B – это Book Value или балансовая стоимость компании.

Таким образом, данный показатель представляет собой финансовый коэффициент, который равен отношению текущей рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости.

Данный финансовый показатель, как и другие финансовые коэффициенты возможно использовать для сопоставления компаний только в рамках одного сектора. Поэтому, к примеру, компании, которые осуществляют крупные капиталовложения в инфраструктуру имеют больший коэффициент, чем, к примеру, консалтинговые.

Данный показатель, обычно, используется для того, чтобы сравнивать между собой компании из банковского сектора. Это происходит из-за того, что активы и пассивы банков чаще всего равны их рыночной стоимости. Однако, важно помнить то, что показатель не дает информации о том, насколько компания способна приносить прибыль своим акционерам, в то же время, он дает

возможность инвестору понять, не переплачивает ли он за то, что останется от компании, если она внезапно станет банкротом [22].

5) CAR или кумулятивная аномальная доходность

Как мы могли заметить, большинство исследований, направленных на изучение данного вопроса, рассматривают изменение благосостояния акционеров через кумулятивную аномальную доходность акций компании (CAR).

Целесообразно будет показать, как мы будем рассчитывать данный показатель для нашей выборки:

Выбирается период, по которому будет рассчитана средняя нормальная доходность. Это должен быть период, не включающий в себя момент, в котором произошло событие, влияние которого на цену акций (или других активов) изучается. Для этого периода рассчитывается средняя нормальная доходность, которая может быть измерена тремя методами: построением уравнения тренда с помощью МНК, вычислением среднего арифметического доходности для рассматриваемого нами пакета активов, вычислением среднего арифметического доходности для активов, с помощью которых измеряется фондовый индекс.

Таким образом, получаем среднюю нормальную доходность i -того актива (\widehat{R}_I).

Затем выбирается так называемое «окно», временная окрестность вокруг дня, в который произошло событие, влияние которого на цену акций рассматривается. Для каждого актива считается остаточная доходность каждого дня (r_{it}), входящего в период наблюдения, равная разности между реальной доходностью (R_{it}) в этот день и средней нормальной доходностью (\widehat{R}_{it}):

$$r_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it}. \quad (1)$$

На данном этапе для каждого дня t из временного окна считается средняя остаточная доходность по всем активам из изучаемого пакета активов:

$$AR_t = \frac{\sum_i r_{it}}{N}, \quad (2)$$

где AR_t – средняя остаточная доходность по всем активам из изучаемого пакета активов;

N – количество активов в пакете;

(r_{it}) – остаточная доходность каждого дня.

Далее рассчитывается сам показатель кумулятивной аномальной доходности (CAR). Если принять первый день временного окна за «d», а последний за «s», то формула расчёта будет выглядеть следующим образом:

$$CAR = \sum_d^s AR_t, \quad (3)$$

Таким образом, CAR позволяет оценить влияние рынка на изменение цены акций [23].

Итак, мы рассмотрели выборку, а также финансовые показатели, необходимые для дальнейшего исследования. Теперь перейдем к обоснованию методики исследования.

2.3 Построение модели выявления инсайдерской торговли

В предыдущем параграфе мы озвучили факт того, что в нашем распоряжении имеется выборка из 100 американских компаний, торгующихся на фондовом рынке США, которые участвовали в сделках слияний и поглощений. Далее эту выборку будем называть «главной выборкой»

Как уже было сказано ранее, в отношении части компаний из выборки (40 компаний) был доказан факт инсайдерской торговли.

На основе имеющихся данных построим Логит-модель в программе Gretl и проверим ее способность предсказать факт наличия инсайдерской торговли в отношении той или иной компании.

Прежде всего, нам необходимо случайным образом разбить выборку на две части:

1) Первую часть выборки будет составлять 70 компаний – 30 компаний с доказанными случаями инсайдерской торговли, 40 компаний без инсайдерской торговли. На основе данной выборки мы будем получать коэффициенты для построения модели предсказания инсайдерской торговли.

2) Вторая часть выборки будет состоять из 30 компаний – 10 компаний с доказанными случаями инсайдерской торговли и 20 компаний без инсайдерской торговли. В данную выборку будут подставляться полученные ранее коэффициенты, чтобы продемонстрировать способность модели предсказать факт наличия инсайдерской торговли.

Прежде чем приступить к описанию модели, стоит объяснить, почему выборки были поделены описанным выше способом.

На это есть несколько причин:

1) Количество компаний, в отношении которых был доказан факт инсайдерской торговли сравнительно невелико, поэтому, как в первой, так и во второй выборке преобладает число компаний без инсайдерской торговли.

2) Для большей точности полученных коэффициентов первая выборка насчитывает максимально возможное количество компаний – 70 компаний. Данное значение является максимальным, так как нельзя забывать о репрезентативности второй выборки – количество компаний в ней не должно быть меньше 30 (что равняется минимальному количеству наблюдений для репрезентативной выборки).

Итак, мы разделили главную выборку на две части, объяснив, по какому принципу мы это сделали.

Теперь необходимо описать модель, которую мы используем.

Как уже говорилось ранее, мы построим логит-регрессию для предсказания факта или отсутствия инсайдерской торговли в отношении той или иной компании.

Прежде чем переходить к описанию модели и полученных результатов, следует более подробно остановиться на том, что же такое логит-регрессия.

Логит-модель является одной из разновидностей моделей двоичного выбора.

Идея данной модели в 1950-х зарождалась в работах разных авторов, в нынешнем виде сформулирована в середине 1960х в работе Д.Р. Кокса.

Логит-модель используется во множестве отраслей:

- Медицина (определение вероятности успешного лечения и т.п.).
- Социология.
- Маркетинговые исследования (предсказание склонности к покупке).
- Задачи классификации (скоринг в банках, маркетинг и прочее).

Согласно данной модели, вероятность события определяется следующим образом:

$$p_i = F(Z_i) = \frac{1}{1+e^{-Z_i}}, \quad (4)$$

где p_i – вероятность события;

Z_i – линейная комбинация независимых факторов;

e – основание натурального логарифма.

В свою очередь, показатель Z – Линейная комбинация независимых факторов, определяется так:

$$Z_i = \beta_1 + \frac{\beta_2 EV}{EBITDA} + \frac{\beta_3 P}{E} + \frac{\beta_4 EV}{Market} Cap + \frac{\beta_5 P}{B} + \beta_6 CAR, \quad (5)$$

где β – значение полученного в программе коэффициента регрессии;

$EV/EBITDA$, P/E , $EV/Market$ Cap, P/B , CAR – финансовые показатели различных компаний.

Логит-модель применяется в несколько шагов:

- 1) Определение зависимой переменной и факторов.

2) Построение переменной Z , как линейной комбинации независимых переменных.

3) Построение уравнения для искомой вероятности события и нахождение производных (для оценки кумулятивного и предельного воздействия факторов).

4) Интерпретация результатов.

Итак, мы рассмотрели, что такое логит-модель, теперь перейдем к ее практическому применению.

В качестве объясняемой переменной будет бинарная переменная, равная единице, если в отношении компании была осуществлена инсайдерская торговля или нулю, если нет.

В качестве объясняющих переменных мы возьмем показатели:

1) $EV/EBITDA$

2) P/E

3) $EV/Market Cap$

4) P/B

5) CAR

Мы уже озвучили ранее тот факт, что все показатели с первого по четвертый были выгружены со специализированной базы данных.

Что касается пятого показателя, остановимся на нем чуть более подробно.

В рамках нашего исследования мы вычислили кумулятивную аномальную доходность всех компаний из главной выборки. Был выбран период 150 дней до объявления о сделке и 24 дня после объявления.

Само собой, мы не можем включить в качестве объясняющей переменной все 174 значения. Поэтому нам необходимо понять, в какой из дней кумулятивная аномальная доходность значительно отличается от нуля. Для этого используем t -статистику. Результаты расчетов представлены на рисунке 4 ниже:

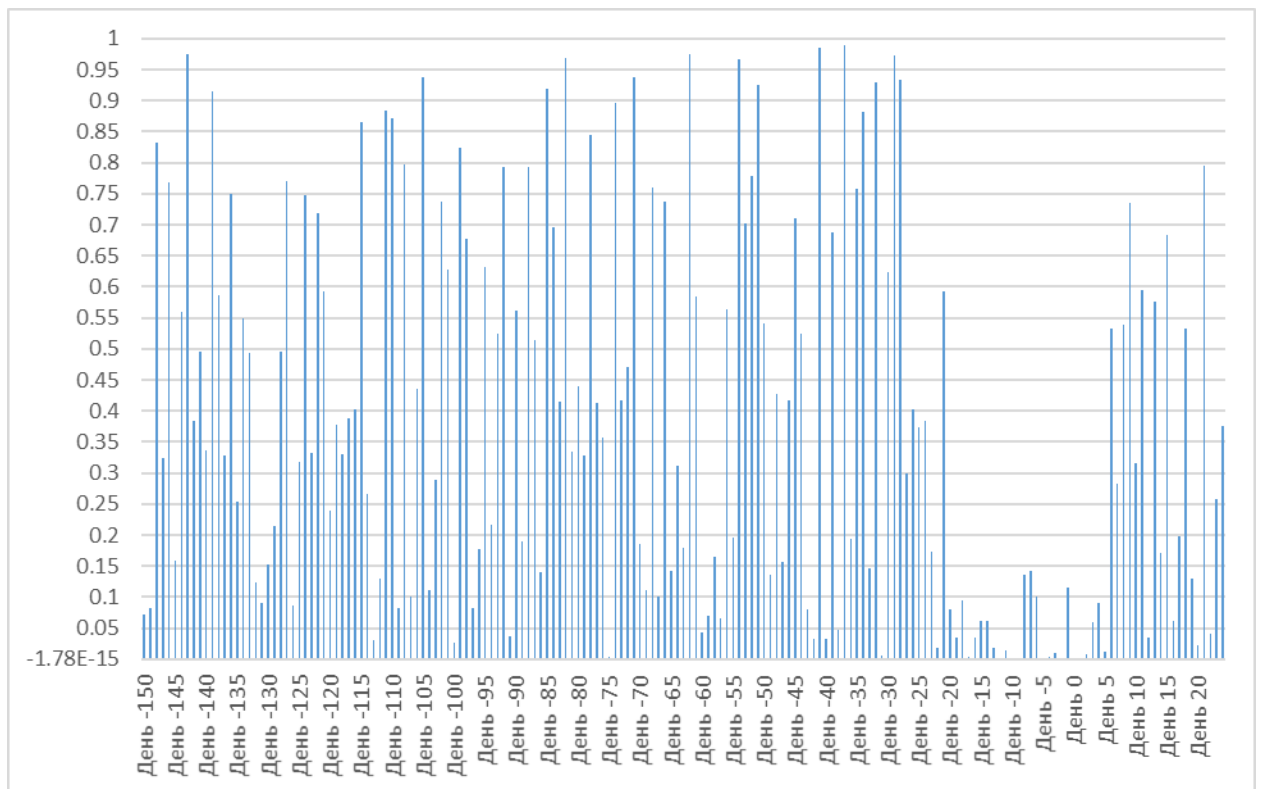


Рисунок 4 – P-value для каждого дня

P-значение или p-value представляет собой величину, которая используется для того, чтобы протестировать различные статистические гипотезы. Говоря простым языком, p-value это вероятность ошибки при отклонении нулевой гипотезы (ошибки первого рода). P-value представляет собой альтернативный классической процедуре способ проверки гипотез (то есть через критическое значение распределения).

Используя критерий p-value мы выбрали окно с первого по двадцатый день до объявления о сделке для расчета CAR.

В указанных окнах p-value имеет наименьшее значение, поэтому именно эти окна будут использованы для нашей модели.

Итак, выбрав временное окно для CAR, перейдем к результатам, полученным при применении нашей модели в Gretl.

Ниже в таблице 1 представлены коэффициенты по первой выборке.

Таблица 1 – Коэффициенты по первой выборке

Показатели	Коэффициент	Ст. ошибка	Z	Угл. коэф.
Const	0,143914	0,480152	0,2997	x
EV/EBITDA	0,0111363	0,0144703	0,7696	0,00263252
P/E	-0,00536379	0,00571491	-0,9386	-0,00126795
EV/Market Cap	-0,355511	0,411950	-0,8630	-0,0840399
P/B	-0,0398084	0,0434870	-0,9154	-0,00941036
CAR	-1,45809	10,3657	-0,1407	-0,344680

Полученные коэффициенты мы подставили во вторую выборку.

Таблица 2 – Предсказание инсайдерской торговли для второй выборки

Компания	Линейная комбинация независимых факторов (Z_i)	Вероятность события (p_i)	Инсайд предсказан	Инсайд фактически	Diff
AUTH.O^J1 2	-0,257	0,436103	0	1	-1
SHAW.K^B1 3	-0,34143	0,415463	0	1	-1
IDIX.O^H14	-0,50965	0,375275	0	1	-1
NTY.N^J10	0,079319	0,519819	1	1	0
APKT.O^D1 3	0,96344	0,72381	1	1	0
TIE^A13	-0,31019	0,423068	0	1	-1
KG^C11	0,1404	0,535042	1	1	0
SFD^I13	0,128631	0,532113	1	1	0
TIBX.O^L14	-0,46473	0,385865	0	0	0
CPWR.O^L1 4	-0,40616	0,399833	0	0	0
MCRS.O^I14	-0,30777	0,423659	0	0	0

Окончание таблицы 2

Компания	Линейная комбинация независимых факторов (Z_i)	Вероятность события (p_i)	Инсайд предсказан	Инсайд фактически	Diff
POT	-0,49524	0,378661	0	1	-1
COMS.O^D10	0,143007	0,535691	1	1	0
VTAE.O^J16	-0,52042	0,372755	0	0	0
ICOC.O^E10	0,044399	0,511098	1	0	1
SWI^B16	-0,58847	0,356986	0	0	0
KDN^J13	-7,78159	0,000417	0	0	0
PWER.O^G13	-0,16753	0,458215	0	0	0
BEZ^A11	-0,67225	0,337992	0	0	0
TNB^E12	-0,32173	0,420255	0	0	0
SNDK.O^E16	-0,38705	0,404428	0	0	0
PMCS.O^A16	-152,535	5,69E-67	0	0	0
ADEP.O^J15	-0,25747	0,435985	0	0	0
PLNR.O^K15	-0,28069	0,430284	0	0	0
ALTR.O^L15	-0,47155	0,38425	0	0	0
BRCM.O^B16	-0,38056	0,405992	0	0	0
MERU.O^G15	-0,65794	0,341204	0	0	0
INFA.O^H15	-0,40558	0,399973	0	0	0
VTSS.O^D15	-0,64656	0,343765	0	0	0
BIRT.O^A15	-0,25576	0,436407	0	0	0
SAPE.O^B15	-0,44148	0,391389	0	0	0

Как можно заметить исходя из приведенной таблицы 2, наша модель делает прогноз инсайдерской торговли в 25 случаях из 31 или в 80,65% случаях.

Данный результат является довольно высоким, поэтому в следующей главе мы можем ее использовать для осуществления прогноза факта инсайдерской торговли в отношении выбранной нами для исследования российской компании.

3 Выявление инсайдерской торговли на примере сделок публичных компаний

3.1 Причины инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина»

Итак, в предыдущем параграфе мы несколько раз упоминали правонарушение, связанное с продажей концерна «Калина» корпорации Unilever.

Данное нарушение было выбрано нами не случайно:

Во-первых, оно было совершено сравнительно недавно, что облегчает деятельность по поиску информации необходимой для написания данной работы.

Во-вторых, данное правонарушение является доказанным, поэтому, оно позволит протестировать нашу модель на российском рынке с возможностью проверить ее реальную эффективность.

В-третьих, правонарушение было совершено как раз перед сделкой слияния, что согласуется с нашей выборкой, использованной для создания модели в предыдущей главе.

Однако прежде чем анализировать причины и последствия инсайдерской торговли в данной сделке и сами причины заключения сделки, посмотрим на то, что это за компания.

Unilever – это европейская компания, одна из крупнейших на рынке FMCG (fast moving consumer goods) продукции или на русском языке, товары с быстрой оборачиваемостью – потребительские товары, пищевые продукты, бытовая химия и парфюмерия.

Главные офисы компании расположены в Лондоне и Роттердаме.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации с 1991 года [30].

Свою историю Unilever начинает с 1930 года, когда были объединены две компании – британская Lever Brothers, занимавшаяся мыловаренной

промышленностью и нидерландская Margarine Unie, занимающаяся производством маргарина. Объединение произошло из-за желания достичь компаниями эффекта синергии и сэкономить на закупке импортного пальмового масла, необходимого для производства обоим компаниям.

На сегодняшний день спектр предоставляемой компанией продукции очень широк – мороженое Magnum и Breyers, сыр Boursin, мыло Lux и Dove, чай Lipton, средства для ухода за полостью рта Pepsodent и Close Up. До слияния Gillette и Procter & Gamble компания считалась крупнейшим в мире производителем потребительских товаров.

В 2000 году компания стала владельцем предприятия Ben & Jerry's Homemade Holdings, Inc, которое производит мороженое Ben & Jerry's.

Подразделение предприятия по производству косметической продукции Unilever Cosmetics International, занимавшееся выпуском парфюмерии под такими торговыми марками, как Cerruti, Calvin Klein, Chloe, Lagerfeld, Vera Wang, в 2005 году было куплено американской компанией Coty за 800 млн. USD.

В ноябре 2007 года компания продала за 400 млн. евро свой бренд Boursin производителю молочных продуктов из Франции Le Groupe Bel.

Итак, мы уже говорили, что компания Unilverge вышла на Российский рынок в 1991 году. В 1992 году был открыт офис в Москве. Изначально офис осуществлял свою деятельность, импортируя такую продукцию как чай Lipton, туалетное мыло Lux, стиральный порошок ОМО, дезодоранты Impulse и зубную пасту Signal.

В январе 1994 г. в Санкт-Петербурге было основано головное подразделение, а к июлю 1995 г. парфюмерно-косметическая фабрика «Северное Сияние» объединилась с «Юнирусом». В РФ стартовало производство таких торговых марок как Timotei, Denim и Sunsilk, а также широкого спектра продукции под марками «Северного сияния»: одеколоны Club и For men, туалетная вода «Цветы России».

В середине 1990-х гг. производство стирального порошка ОМО было организовано по контракту в Санкт-Петербурге на заводе «Аист». После

компания Henkel занималась производством этого продукта для компании Unilever. В 2004 году Unilever перестал продавать стиральный порошок в РФ.

Продолжая инвестировать в РФ, в апреле 1996 г. Unilever основал представительский офис «Ван ден Берген Юргенс Б. В.» в целях развития бизнеса в сфере продуктов питания. В результате на рынке появились торговые марки Rama, Calvé и Delmy, а также чай «Беседа» и Brooke Bond, поддержавший традиции чай Lipton – марка, к тому времени уже широко представленная и завоевавшая доверие потребителя.

В начале весны 1998 года компания стала собственником Московского маргаринового завода (ММЗ). В октябре 2000 года Unilever приобрела в собственность компанию Bestfoods (которая ранее называлась CPC Foods и владела торговыми марками Hellmann's и Knorr). После такого объединения у Unilever в РФ появилось очередное производство – Тульский завод. В марте 2002 года была официально открыта чаеразвесочная фабрика, построенная в Санкт-Петербурге недалеко от фабрики «Северное сияние» [30].

В 2005 году Unilever начала выпуск на российском рынке нового бренда «Crème Bonjour», созданного в 2001 году в Чешской республике, под которым производится крем-сыр на основе растительных масел, в приготовлении которого используется натуральный творог с пониженным содержанием жира. С 2005 по 2009 года на российском рынке постоянно расширяется ассортимент Crème Bonjour – появляются как классические вкусы (с натуральным творогом или зеленью), так и изысканные (к примеру, первый в РФ сладкий крем-сыр – Crème Bonjour «Джульетта» с инжиром).

Осенью 2006 года в компании Unilever было занято около 1500 человек в Киеве, Санкт-Петербурге и Москве, а также более чем в 100 крупных городах Украины и России.

В мае 2008 года фирма Unilever приняла решение о консолидации 100 % акций ОАО «Инмарко».

В конце апреля 2009 года Unilever объявила о приобретении производства соусов у российского предприятия «Балтимор». Частью сделки стали заводы

в Колпино (под Санкт-Петербургом), а также торговые марки «Балтимор», «Восточный гурман» и Pomo d'Oro.

Unilever является собственником 8 предприятий в стране, учитывая парфюмерно-косметическую фабрику «Северное сияние» в Санкт-Петербурге, чаеразвесочную фабрику, построенную компанией на территории «Северного сияния», ММЗ и др. РФ входит в число 20 крупнейших рынков для Unilever; на 2009 год компания занимает первое место на российском рынке продуктов питания по продажам мороженого и второе по продажам чая.

С 2011 года на рынок России вышел новый бренд компании Unilever – Glorix – торговая марка чистящих средств для пола и малых поверхностей. В РФ бренд был представлен известной телеведущей – Юлией Бордовских, а прародителем Glorix является чистящее средство итальянской компании Brioschi, выпускавшееся в Европе с 1902 года.

В конце 2011 года Unilever приобрела 82 % акций концерна «Калина», производившего косметику и бытовую химию под торговыми марками «Сто рецептов красоты», «Чёрный жемчуг», «Чистая линия» и т. д.

На сегодняшний день Unilever является одним из мировых лидеров по производству товаров повседневного спроса. Каждый год потребители покупают 170 млрд. единиц продукции Unilever по всему миру. Число сотрудников Unilever во всем мире насчитывает около 200 тыс. человек, а оборот за 2012 год составил 51,3 млрд. евро. Ассортимент компании (а это продукты питания, чай и мороженое, прохладительные напитки, косметика и бытовая химия) включает в себя наиболее известные и популярные торговые марки, среди которых как минимум 14 брендов стоимостью свыше 1 млрд. евро каждый [30].

Итак, компания Unilever заинтересовалась в покупке концерна «Калина». Прежде чем ознакомиться с причинами, которые заставили ее это сделать, посмотрим, что из себя представляет «Калина».

Концерн «Калина» (ранее – фабрика «Уральские самоцветы») российская парфюмерно-косметическая компания. Штаб-квартира – в Екатеринбурге. Владелец – компания «Unilever».

Фабрика была основана в 1942 г. на базе фабрики «Новая Заря», эвакуированной из Москвы. В 1970 г. после реконструкции она стала называться Свердловская парфюмерно-косметическая фабрика «Уральские Самоцветы».

В 1992 г. компанию приватизировали; с 1999 г. стало применяться ее нынешнее наименование. Директором компании стал Тимур Горяев.

В 2010 году «Калина» состоялась сделка по приобретению немецкого производителя косметики Dr. Scheller Cosmetics, однако в 2011 году он был продан группе компаний Coty Inc из-за высокой долговой нагрузки.

В портфель торговых марок «Калины» входят такие хорошо известные и многими любимые бренды, как "Черный жемчуг", "Бархатные ручки", "Чистая линия", "Лесной бальзам", "Маленькая фея", "100 рецептов красоты" и многие другие.

Согласно данным самой компании, в 2011 году перед самой продажей, она являлась в России лидером в сегменте средств по уходу за кожей (около 1/3 рынка) и одним из лидеров в сегменте средств по уходу за полостью рта (более 45% рынка). Компания также имеет свою долю в сегментах косметики для мужчин и средств по уходу за волосами. До 2007 года Тимур Горяев напрямую контролировал компанию, сейчас формально он является собственником лишь 0,05% акций. Крупнейшим акционером «Калины» является кипрская компания Prego Holdings Ltd (30,6%), казначейский пакет в размере 18,65% был недавно переведен в пользу Rychkon Ltd. Renaissance Securities имеет на своем балансе 6,8% акций, ЗАО «ВТБ Капитал» — 13,5%. За первый квартал 2011 года выручка «Калины» составляла 2,6 млрд руб. (+3% к аналогичному периоду прошлого года), чистая прибыль — 240 млн руб. (+60%).

Ассортимент продукции представлял собой более 1 000 наименований — это средства по уходу за лицом, руками и телом, по уходу за полостью рта, волосами, а также косметика для детей. Каждый год компания предлагает своим потребителям более 300 инноваций, а производство насчитывает до 1,8 млн. единиц продукции ежедневно.

С 2011 года "Калина" является частью международной компании Unilever. В 2012 году концерну исполнилось 70 лет [30].

Итак, мы ознакомились с анализируемыми компаниями, с их структурой, деятельностью, историей, ассортиментом и объемами продаж.

14 октября 2011 года В 11.00 Мск Unilever подтвердил сделку: он выкупает 82% ОАО «Концерн «Калина»» за 390 млн. евро, то есть всю «Калину» он оценил в 500 млн. евро за вычетом долга (21,5 млрд рублей). Это примерно на 45% дороже, чем стоила компания вчера на ММВБ (11,8 млрд руб). В тот же день 14 октября, к 12.00 Мск акции «Калины» взлетели на 40%, капитализация составляла уже 19,8 млрд. руб.

После осуществления сделки Unilever планирует выставить оферту миноритариям «Калины» на выкуп оставшихся у них 18% акций.

Сделка дает возможность Unilever расширить свое присутствие на одном из самых многообещающих мировых косметических рынков.

По словам представителя компании, главы Unilever Пола Полмана, покупка концерна «Калина» позволит бизнесу косметической продукции Unilever в России занять ведущие позиции в сегментах средств по уходу за кожей и средств по уходу за волосами, а также войти в новый для них сегмент средств по уходу за полостью рта. Компания считает, что косметическая продукция - стратегическая и быстрорастущая категория для Unilever: десять лет назад на нее приходилось 20% оборота группы, в настоящее время ее доля выросла до более чем 30%.

«Калина» за последние годы демонстрировала уверенный рост по финансовым показателям. В списке крупнейших компаний по рыночной стоимости на 1 сентября 2011 года, составленном РА «Эксперт», концерн поднялся за год с 144-го до 124-го места. В 2011 году по итогам первого полугодия выручка выросла на 8,9%, что является хорошим показателем для сектора, поскольку здесь компании развиваются не очень активно. Также компания имеет хорошие показатели по рентабельности: по EBITDA она выросла до 14,6%, а по чистой прибыли – до 6,6% [31].

В отчете о консолидированных финансовых результатах компании за первый квартал 2011 года говорится о том, что выручка и валовая прибыль «Калины» составили 2591 и 1372 млн. рублей соответственно.

В числе причин, по которым концерн с хорошими финансовыми показателями принял решение о продаже, называют крайне выгодную цену сделки, достижение «потолка» развития и поиск новых возможностей. По сути, у «Калины» стоял выбор – либо продолжать самостоятельно бодаться с другими крупными брендами-конкурентами, либо получить хорошую сумму от выгодной сделки и положиться на Unilever в вопросах развития. Они выбрали второе.

Мы поговорили о причинах, которые побудили компании к слиянию. Однако остается открытым вопрос, что же послужило причиной инсайдерской торговли перед заключением сделки.

Причины довольно просты – один из топ-менеджеров «Калина» узнал о грядущей продаже концерна компании Unilever и решил заработать, скупив заранее большой пакте акции «Калина», а затем продав его по более высокой цене. Интересен тот факт, что по оценкам ФСФР о грядущей сделке знали порядка трехсот человек еще задолго до объявления. Некоторые из инсайдеров скупали акции.

На лицо юридическая неграмотность работников компании – люди даже не знали, что нарушают закон.

Для них скупка акций перед продажей компании была абсолютно нормальной. Это объясняется тем, что регулирование инсайдерской торговли оформилось в нашей стране сравнительно недавно и еще не выросло до масштабов борьбы с инсайдерской торговлей в США или в Европе.

В последующих параграфах мы проанализируем более подробно последствия инсайдерской торговли, как для компании Unilever и концерна «Калина», так и для нарушителей закона.

А теперь перейдем к выявлению инсайдерской торговли при помощи модели, построенной в п. 2.3.

3.2 Выявление инсайдерской торговли с использованием разработанной логит-модели

В данном параграфе мы проанализируем нашу мевшую сделку по покупке акций ОАО «Концерн "Калина"» британо-нидерландским производителем продуктов питания и бытовой химии Unilever Plc. стоимостью 390 млн. евро, в ходе которой приобреталось 82% акций.

Как указывалось выше, - это единственная сделка, по которой существование инсайдерской торговли было доказано ФСФР. Сделка была анонсирована 14 ноября 2011 г., накануне акции закрылись на отметке в 2198 руб., цена выкупа составила 4098 руб. Таким образом, премия к рыночной цене составляла 82% [32].

Прежде чем воспользоваться предложенной нами во второй главе моделью выявления инсайдерской торговли, постараемся самостоятельно взглянуть на положение акций концерна «Калины» на российском рынке до объявления сделки с Unilever.

Это представляется целесообразным, так как для большего понимания специфики борьбы с инсайдерской торговлей в России, нужно понять, что заинтересовало регулятора в данной сделке.

Мы понимаем, что методы, используемые регулятором отличны от предложенной нами модели, поэтому мы постараемся доказать факт инсайдерской торговли, основываясь на анализе рынка акций.

Наиболее разумным на наш взгляд кажется предположение о том, что цены на акции концерна «Калина» вырастут в цене во время инсайдерской торговли.

Кроме того, вероятно, объемы продажи акций также вырастут.

Поэтому обратимся к сайту Investfunds и проанализируем динамику интересующих нас показателей [33].

Для большей наглядности представим интересующие нас показатели на рисунке.

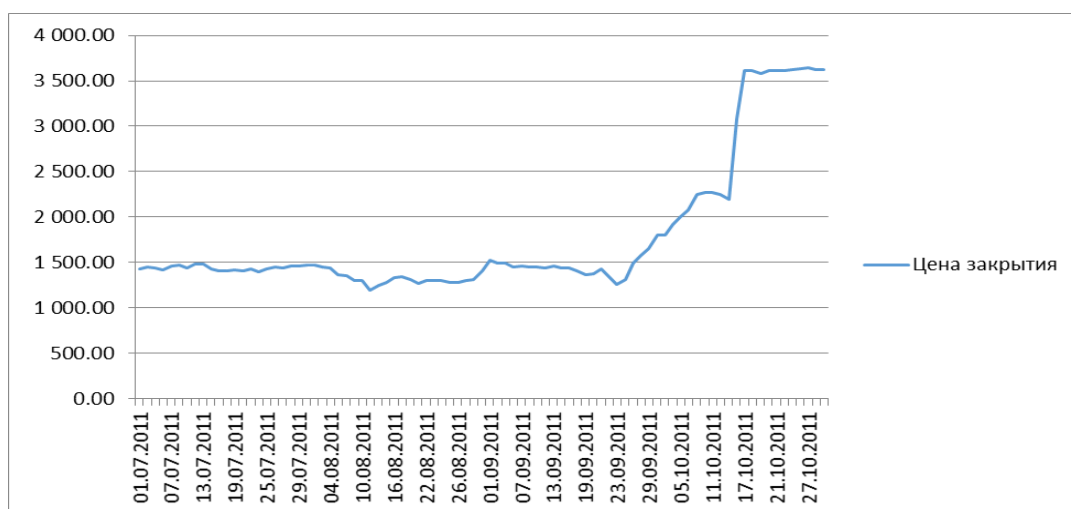


Рисунок 5 – Цена закрытия акций, руб.

На данном графике видно, что есть два периода, когда цена, находящаяся обычно в стабильном положении и колеблющаяся с отклонением не более 100-200 рублей резко пошла вверх. Один из таких скачков приходится на 14 октября, когда цена за день выросла на 900 рублей, т.е. практически на 50% от первоначальной цены акции. Однако это объясняется тем, что в этот день было объявлено о совершении сделки.

Другой период, когда цена также сильно выросла – это период с 27 сентября по 7 октября, когда цена акций стабильно росла и прибавала порядка 750 рублей, т.е. тоже 50% от первоначальной цены акции. Исходя из этого, можно сделать предположение, о том, что именно в этот период были проведены инсайдерские сделки.

Далее мы проверим данное предположение с помощью анализа объемов торговли акциями и рассмотрим формирование цены акций с помощью корреляционного анализа в привязке к фондовому индексу, в состав которого входят акции данной компании. Рассмотрим динамику объема торговли акциями, а также количество сделок с данными акциями на рисунке 6.

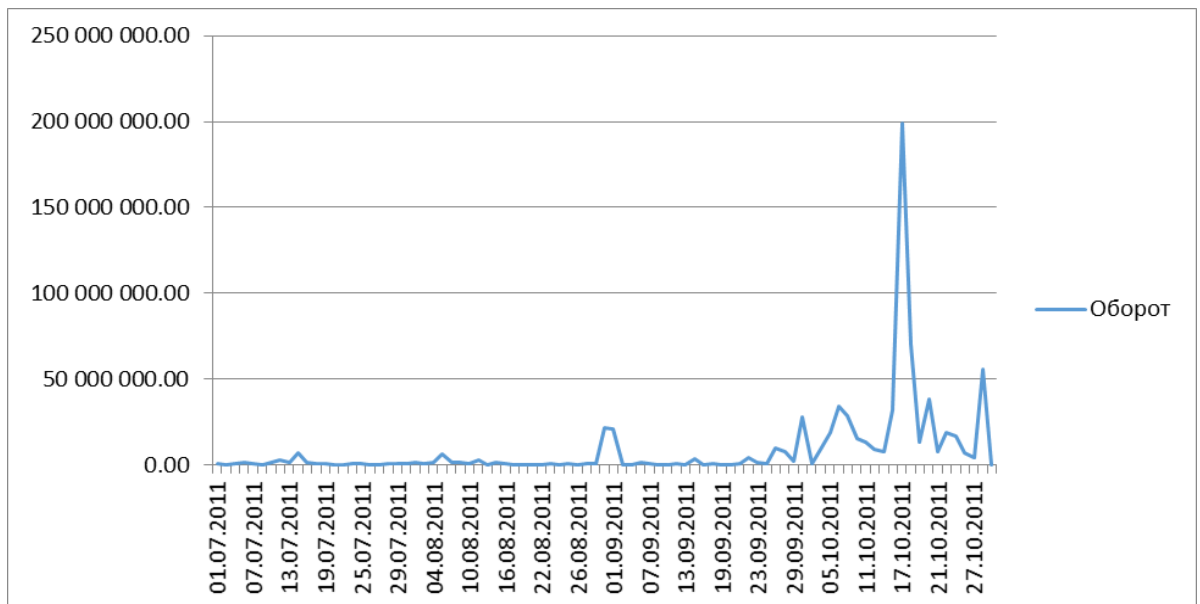


Рисунок 6 – Оборот акций, шт.

Также стоит отметить, что в отличие от американских бирж, биржа ММВБ-РТС публикует в свободном доступе информацию о количестве совершенных с акциями сделок, что может помочь в анализе. Представим данные о количестве сделок в виде графика в соответствии с приведенным рисунком 7.

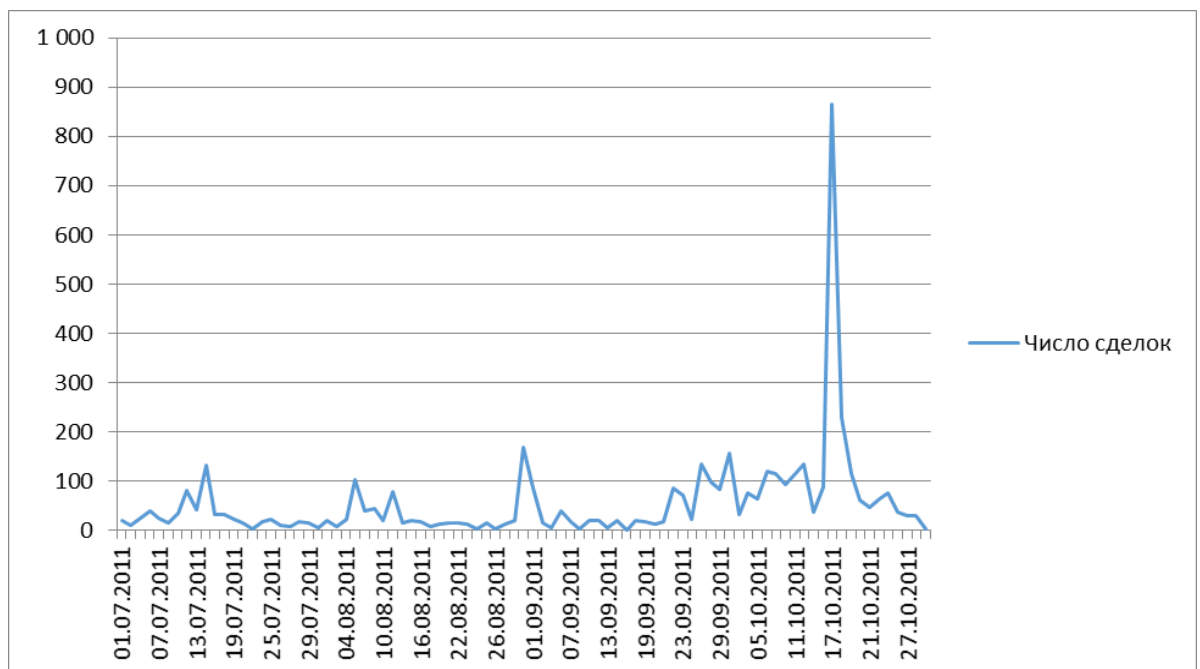


Рисунок 7 – Число сделок, шт.

Первая точка, которая видна на графике объема торгов, - это 31 августа и 1 сентября, когда объем торгов увеличился в 20 раз по сравнению с предыдущими днями. Данная точка не была отмечена нами при анализе роста цены акций, однако, если рассмотреть таблицу с ценой акций, то можно увидеть, что за эти 2 дня цена акции выросла более чем на 200 рублей, тогда как до этого в течение 3 недель практически всегда колебалась в пределах 30 рублей.

Исходя из этого, можно сделать предположение о том, что в этот день также могла быть осуществлена инсайдерская торговля. Второй период повышенных объемов торгов начинается 27 сентября и длится фактически вплоть до 14 октября, когда начинается третий период роста длиной в 3 дня, вызванной новостью о грядущей сделке.

Как видно, второй период по времени включает в себя интервал с 27 сентября по 7 октября, выявленный нами при анализе динамики цены акций. Более того, они синхронно начинаются в одно время, что еще больше подтверждают теорию о том, что именно в этот момент проводилась инсайдерская торговля.

И, наконец, последний аргумент в пользу данной версии состоит в том, что, если проанализировать динамику объема торговли акциями и динамику цены акций в связке, то можно увидеть, что на данном промежутке наблюдается сильная взаимосвязь между двумя данными показателями, т.е. когда сильно возрастали объемы торгов, тогда же сильно возрастала цена, и наоборот.

Что касается графика количества сделок, то он практически идентично повторяет график динамика объемов торгов.

Данная информация о количестве сделок могла бы быть полезна для анализа, если бы в предполагаемые моменты сделок на основе инсайдерской информации количество сделок росло не слишком сильно, тогда можно было бы сделать однозначный вывод о том, что кто-то один целенаправленно скупил акции компании, чтобы, скорее всего, после на основе имеющейся у этого индивида инсайдерской информации получить прибыль.

В нашем случае было объявлено о том, что инсайдом занимались несколько лиц, готовивших сделку между «Калиной» и Unilever, в том числе один из менеджеров российского концерна, а также иностранное юридическое лиц, поэтому такой ситуации, которая была описана выше, в нашем случае быть не могло.

Итак, озвучим некоторые выводы по проведенному нами анализу. Российские службы государственного контроля обратили внимание на данную сделку в первую очередь из-за роста цены акций компании, тогда как на основе изученного ранее зарубежного опыта можно сделать вывод о том, что инсайдерская торговля не обязательно вызывает резкие скачки цен, и куда больше информации можно получить при анализе динамики объемов торгов. Однако, российская специфика такова, что объемы торговли акциями, особенно не очень крупных региональных компаний не слишком велики, поэтому здесь инсайдерская торговля обязательно вызовет сильное колебание цены акций. При этом российские биржи публикуют также данные о количестве совершенных сделок, что при определенных условиях также может помочь в выявлении фактов инсайдерской торговли

На основе анализа динамики цены акций нами был выделен временной промежуток с 27 сентября по 7 октября, когда предположительно велась инсайдерская торговля. В эти дни произошел резкий рост цены акций. Второй временной интервал, выявленный при анализе динамики объемов торговли акциями, включает промежуток, выявленный при анализе динамики цены акций, поэтому в данном случае можно с большой долей вероятности утверждать, что, начиная с 27 сентября, велась инсайдерская торговля.

Вопросы возникают лишь относительно даты конца данной торговли.

Итак, мы отметили тот факт, что в предположительные даты, когда осуществлялась инсайдерская торговля цены на акции компании, а также объемы заключенных сделок действительно имели некоторые отклонения.

Теперь перейдем к более детальному анализу и воспользуемся показателем CAR, о котором мы упоминали во второй главе, чтобы определить факт инсайдерской торговли перед сделкой о продаже «Калина».

Значения CAR наглядно представлены на рисунке 8. Положительные значения CAR свидетельствует о наличии инсайдерской торговли. Кроме того, эти значения растут по мере приближения дня сообщения о сделке: чем ближе сделка, тем больше информации «просачивается» на рынок.

В результате значения CAR достигают своего максимума в 76,0% в день 1 после объявления о сделке и далее остаются на сравнительно постоянном уровне: рынок учел всю информацию о сделке ко дню сообщения о ней, т.е. можно заключить, что присутствует средняя форма эффективности рынка. CAR практически совпадает с премией к рыночной цене при выкупе акций, смотри рисунок 8.

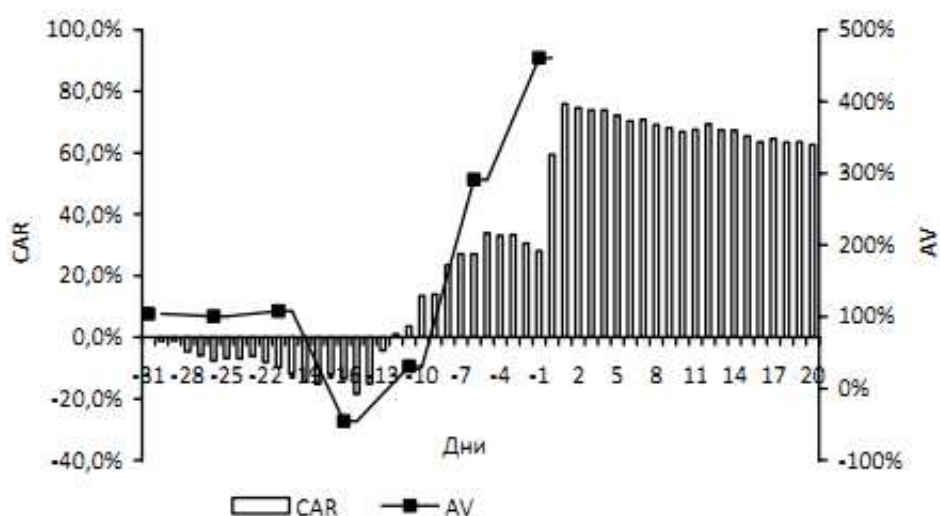


Рисунок 8 – Динамика показателей доходности по акциям «Калина»

На представленном рисунке также можно увидеть результаты анализа объема торгов акциями. Так, в точках -26, -11 и -1 (двадцать шесть, одиннадцать, один день до объявления о сделке соответственно) значения AV средней доходности (average value) положительны, что свидетельствует о наличии инсайдерской торговли. Также, значения AV увеличиваются с приближением дня анонсирования сделки, достигая своего максимума в 461% в предыдущий

день перед днем сообщения о ней, т.е. чем ближе день анонсирования сделки, тем больше информации о сделке «просачивается» на рынок. И наконец, на данном рисунке, аналогично случаю со всей выборкой сделок, отмечается синхронность изменения значений CAR и AV.

Наконец, проверим факт наличия инсайдерской торговли при продаже «Калины» с помощью разработанной в п.2.3 модели.

Мы уже рассчитали значения показателя CAR, учитывая, что в нашей модели берется значение CAR за 20 дней до объявления сделки, возьмем соответствующее значение по концерну «Калина».

Кроме того, воспользовавшись данными по мультипликаторам из инвестиционного заключения «КапиталЪ», построим логит-модель [34].

Таблица 3 – Предсказание инсайдерской торговли для концерна «Калина»

Компания	Линейная комбинация независимых факторов (Z_i)	Вероятность события (p_i)	Инсайд предсказан	Инсайд фактически	Diff
Kalina	0,034494	0,508623	1	1	0

Таким образом, видим, что наша модель доказала факт наличия инсайдерской торговли при продаже «Калины», что, в свою очередь, соответствует гипотезам, которые мы ранее обозначили.

3.3 Последствия инсайдерской торговли на примере рассматриваемой сделки

Итак, мы доказали факт инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина» компании Unilever.

Теперь целесообразно будет выяснить, к каким последствиям привело данное правонарушение.

Последствия мы будем анализировать для трех сторон.

Во-первых, для государства и законодательства. Ведь этот случай является первым доказанным случаем инсайдерской торговли. Разумно предположить, что он возымел некоторые последствия на Российское законодательство в области регулирования инсайдерской торговли.

Во-вторых, для самих нарушителей. Ранее мы озвучивали, какие существуют меры законодательного регулирования торговли инсайдерской информацией и наказания за данное правонарушение.

В-третьих, для компаний. Следует проверить гипотезу о том, что инсайдерская торговля при продаже «Калины» негативно сказалась на финансовом состоянии компании, а Unilever уплатил более высокую цену за компанию, чем намеревался.

Начнем с последствия для законодательства

Напомним, что инсайдерская информация – это непубличная служебная информация компании, обнародование которой может повлиять на котировки ее ценных бумаг. Незаконная инсайдерская торговля нарушает важнейшие принципы корпоративного управления – равные права всех акционеров одной категории, запрет на операции отдельных акционеров и менеджеров в собственных интересах с использованием служебного положения. Нелегальная инсайдерская торговля подрывает доверие к фондовому рынку в целом, создает неравные условия игры и может привести к уходу с рынка инвесторов, не имеющих к ней доступа.

Как правило, методика отслеживания незаконных инсайдерских сделок основывается на выявлении существенных изменений в динамике цены и изменений объема торгов и значительного превышения средних исторических объемов.

При обнаружении аномалий регулятор рынка начинает расследование, чтобы установить, кто отдавал распоряжения на совершение крупных сделок с ценными бумагами, и пытается связать его с проведенной операцией. Не является ли распорядитель директором компании? Не принимал ли он участие в

переговорах, предшествовавших сделке? На возможную принадлежность к сделке проверяются члены семьи подозреваемого и другие люди, с которыми он связан, например, члены советов директоров, в которые входит подозреваемый, партнеры по гольфу и так далее.

В предыдущем параграфе мы попытались использовать этот подход и обнаружили некие аномалии в ценах и объемах торгов акциями концерна «Калина» в момент перед оглашением сделки о продаже.

Те немногочисленные исследования, которые посвящены российскому рынку показывают, что кумулятивная аномальная доходность перед объявлением большинства российских сделок слияния или поглощения демонстрирует высокие значения. Это свидетельствует о низкой эффективности регулирования инсайдерской торговли в России.

В отличие от развитых стран, где незаконная инсайдерская торговля карается большими штрафами и лишением свободы и где возбуждается много уголовных дел по обвинению в инсайде, в России до последнего времени за это было предусмотрено только административное наказание.

Хотя с недавних пор в законодательстве был совершен ряд поправок, которые привели к тому, что инсайдерская торговля в отдельных случаях карается уголовным наказанием, а не административным.

Уточним вышесказанное. В 2011 году вступил в силу закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации», который предусматривает административную и уголовную ответственность за незаконную инсайдерскую торговлю. В 2013 году в УК РФ была введена статья 185.6, где за неправомерное использование инсайдерской информации предусматривается или крупный штраф (до трехкратного годового дохода), или тюремный срок от двух до четырех лет с лишением права занимать определенные должности на срок до трех лет.

Сложно сказать, связано ли это с рассматриваемым нами случаем инсайдерской торговли акциями концерна «Калина». Однако мы можем допустить вероятность того, что он оказал некоторое влияние.

В конце концов, правонарушители, рассматривающие инсайдерскую торговлю как способ заработка осознали, что теперь они могут понести реальное наказание.

Что касается последствия для нарушителей.

В конце 2011 г. участники рынка, средства массовой информации и представители деловой общественности отметили значительный рост котировок акций «Калины» перед сделкой по продаже концерна компании Unilever.

Регулятор потребовал предоставить большое количество различных документов, в частности, ФСФР России получила и проанализировала сведения в отношении более чем 300 физических лиц и около 50 юридических лиц, которые участвовали в подготовке сделки.

Регулятор установил, что ряд лиц, которые имели непосредственное отношение к сделке, злонамеренно использовали имеющуюся у них на руках инсайдерскую информацию и скупили акции «Калины».

В частности, среди правонарушителей был один из топ-менеджеров концерна «Калина».

Изначально он осуществлял сделки с акциями от своего имени, позже — через брокерские счета, которые были оформлены на других лиц.

Помимо данного сотрудника, инсайдерскую торговлю на внебиржевом рынке осуществляло некое юридическое лицо, которое было зарегистрировано в иностранной юрисдикции.

Объем операций (в денежном выражении) совершенных указанными выше лицами, насчитывает более ста млн. руб.

Однако поправки в законодательство, о которых мы говорили ранее, не имеют обратной силы, поэтому никто из правонарушителей не понес уголовной ответственности, ведь она была введена позже.

Теперь обратимся к последствиям для концерна «Калина» и компании Unilever.

Компания «Калина» понесла судебные издержки. Дело в том, что она не смогла предоставить регулятору требуемый объем документов в указанные им

сроки и в итоге служба по финансовым рынкам вынесла решение оштрафовать предприятие на 500 тыс. рублей.

Согласно материалам дела, предписание о предоставлении данных было выпущено ФСФР 28 января 2013 года, но по данным на 12 марта (когда составлялся протокол нарушения), информация и документы от «Калины» все ещё не поступили. «Калина» оспорила это предписание, но в конце июня проиграла иск в первой инстанции. По данным Unilever, ФСФР несколько раз обращалась в ООО «Юнилевер Русь» и «Калину» с вопросами о сделке по приобретению концерна, начиная с ноября 2012 года. И во всех случаях компания «в полной мере сотрудничала с ведомством и предоставляла необходимую информацию» [32].

Как видим, инсайдерская торговля при продаже концерна «Калина» имела некоторые негативные последствия для компаний. С оговорками их можно было бы назвать несущественными, ведь судебные издержки понесенные «Калиной» невысоки, если сопоставлять их с выручкой компании. Тем не менее, вкупе с негативными последствиями для имиджа «Калины», инсайдерская торговля оказалась ощутимой.

Итак, мы рассмотрели последствия инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина» для законодательства, правонарушителей и самих компаний Unilever и «Калина».

Сам по себе данный случай не является уникальным или необычным, однако удручает тот факт, что он является далеко не единственным случаем инсайдерской торговли на Российском рынке. И то, что регулятор сумел доказать наличие инсайдерской торговли, в перспективе положительно скажется на российском фондовом рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках данной работы мы рассмотрели инсайдерскую торговлю как одну из угроз экономической безопасности компании.

Само собой, мы не смогли бы охватить все возможные случаи инсайдерской торговли, поэтому выбрали один из наиболее частых, инсайдерскую торговлю перед сделками слияний и поглощений.

Как любая угроза, инсайдерская торговля может быть предотвращена при помощи эффективных мер защиты.

Для рассмотрения данных мер, мы изучили литературу, которая касается регулирования и предотвращения инсайдерской торговли.

Одним из наиболее эффективных и сложных методов является выявление инсайдерской торговли при помощи анализа данных, касающихся акций компании.

Итак, мы проанализировали существующие подходы к выявлению инсайдерской торговли перед сделками слияний и поглощений, как на российском, так и на зарубежном рынке.

В зарубежной литературе большое внимание уделяется такому показателю как кумулятивная аномальная доходность, при помощи него авторы предлагают находить аномалии в доходности акций, торгующихся на фондовой бирже.

В России разработка моделей выявления инсайдерской торговли на основе данного показателя не столь популярна, существует всего несколько работ, наиболее известной из которых является работа Агамяна и Чиркова. Более популярным подходом, используемым, в частности, регулятором, является отслеживание аномалий в объемах торгов и ценах на акции компаний.

В данной работе мы попытались самостоятельно разработать логит-модель для выявления факта инсайдерской торговли. Для этого нам понадобилась выборка из ста зарубежных компаний, которые подходили бы нам по структуре, осуществляли сделки по слиянию и поглощению и были бы вовлечены или не вовлечены в инсайдерскую торговлю.

Далее мы рассмотрели и включили в нашу модель в качестве объясняющих переменных ряд финансовых показателей, таких как:

- 1) EV/EBITDA
- 2) P/E
- 3) EV/Marcat Cap
- 4) P/B
- 5) CAR

Зависимой переменной в нашей модели был факт или отсутствие инсайдерской торговли перед сделкой слияния или поглощения компании. Зависимая переменная является бинарной. Единица означает наличие и ноль отсутствие инсайдерской торговли акциями компании.

Получив работоспособную модель, которая способна предугадать факт инсайдерской торговли с вероятностью 80,65%, мы применили ее к первому в России доказанному случаю инсайдерской торговли, то есть к случаю с инсайдерской торговлей при продаже концерна «Калина» компании Unilever.

Мы получили положительный результат, что согласуется с гипотезой о наличии инсайдерской торговли при указанной выше сделке.

Далее мы проанализировали причины и последствия инсайдерской торговли при продаже концерна «Калина» компании Unilever.

Главными причинами, послужившими импульсом для данного нарушения явились высокая доходность при продаже акций – лица, осуществлявшие инсайдерскую торговлю, совершили сделок на несколько сотен миллионов рублей. Второй причиной можно назвать несовершенство российского законодательства в области регулирования инсайдерской торговли – уголовная ответственность за данное правонарушение была введена только в 2011 году, не смотря на то, что весь остальной мир очень жестко подходит к вопросу законодательного регулирования торговли акциями с использованием инсайдерских сведений.

Последствия мы рассматривали для трех сторон: для государства и законодательства в области регулирования инсайдерской торговли, для нарушителей и для самих компаний.

С некоторой долей скептицизма, можно сказать, что данное нарушение все-таки повлияло на законодательство в области регулирования инсайдерской торговли, ведь практически сразу после выявления факта инсайдерской торговли при осуществлении данной сделки, был внесен ряд поправок в законодательстве.

Что касается нарушителей, то было выявлено, что самыми крупными являлись один из топ-менеджеров концерна «Калина» и некое зарубежное юридическое лицо. В средствах массовой информации отсутствуют какие-либо данные о наказании нарушителей, но мы можем предположить, что они не попали под статью уголовного кодекса, так как она была введена позднее, а закон обратной силы не имеет.

Последствиями инсайдерской торговли для самих компаний Unilvere и «Калина» явилась потеря части денежных средств из-за штрафов и аномально высоких цен на акции концерна «Калина».

Подводя итог данной работе, хотелось бы сказать о том, что существует большое поле деятельности в области научных изысканий методов выявления инсайдерской торговли. К примеру, мы рассмотрели только частный случай инсайдерской торговли перед сделками слияний и поглощений, однако в первой главе было перечислено значительно больше возможных случаев, когда инсайдерская торговля может осуществляться.

Данная тема, безусловно, является крайне важной, так как оказывает влияние не только на имидж рынка акций и финансовое положение его участников, но и на экономическую безопасность компаний, чьи акции торгуются на бирже.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1 Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях [Электронный ресурс] : федер. закон от 30.12.2001 N 195-ФЗ (ред. От 23.04.2018). // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

2 Уголовный кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс] : федер. закон от 13.06.1996 N 63-ФЗ (ред. От 23.04.2018, с изм. от 25.04.2018) // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

3 Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. От 29.06.2015) // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

4 О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс] : федер. закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ // Справочная правовая система «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

5 Агамян Г.Р. Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям / Г. Р. Агамян, Е. В. Чиркова // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – Т. 19. № 3. – С. 395–422.

6 Березка О. И. Инсайдерская информация и конфликт интересов как угрозы экономической безопасности предприятий / О. И. Березка // Экономика. – 2017. – №4. – С. 1–4.

7 Бурнашева И. Д. Финансы: Слияние = выживание? / И. Д. Бурнашева // Консультант – 2015. – № 5. – С. 10–14.

8 Володин С. Н. Борьба с инсайдерской торговлей на российском рынке: использование опыта развитых и развивающихся стран / С. Н. Володин, Е. И. Черных // Управленческий учет и финансы. – 2017 – № 1 – С. 55–59.

9 Гамза В.А. Безопасность банковской деятельности : учеб. пособие / В.А. Гамза, И.Б.Ткачук ; под общ. ред. Т. В. Волченко. – Москва : Изд-во Маркет ДС Корпорейшн, 2016. – 541 с.

10 Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт : учебн. Пособ. / С. В. Гвардин – Москва : Эксмо 2016. – 83 с.

11 Дворядкина Е. Б. Экономическая безопасность : учеб. пособие / Е. Б. Дворядкина, Н. В.Новикова ; под общ. ред. С. Н. Дроздовой ; М-во образования и науки РФ, Урал. Гос. Экон. Ун-т, Центр дистанционного образования. – Екатеринбург : Изд-во Урал. Гос. Экон. Ун-та, 2017 – 410 с.

12 Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы : учебн. Пособ. / Ю. В. Игнатишин – СПб.: Питер, 2015. – 208 с.

13 Ивашковская И. Д. Слияния и поглощения: ловушки роста / И. Д. Ивашковская // Управление компанией – 2015. – №7. – С. 23–28.

14 Медведева Е. И. Инсайдер как внутренний враг бизнеса: социальные особенности работы с персоналом в период кризиса / Е. И. Медведева, С. В. Крошилилин // Национальные интересы: приоритеты и безопасность, 2015. – № 21. – С.85.

15 Мусатаева М. О. Источники, виды и факторы угроз экономической безопасности, создание службы экономической безопасности / М. О. Мусатаева // Научно-методический электронный журнал «Концепт». – 2015. – Т. 23. – С. 26–30.

16 Олейников Е. А. Основы экономической безопасности. (Государство, регион, предприятие, личность) / Е. А. Олейников : учеб. пособ. под. ред. Е.А. Олейникова. – Москва : Академик, 2017 – 497 с.

17 Савчук С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений / С. В. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. – 2016. – № 5. – С. 30–35.

18 Соколов М. А. Слияния и поглощения как механизм стратегического развития компании / М. А. Соколов // Экономика и управление. – 2015. – № 6. – С. 249–253.

19 Сорбат И. В. Корпоративный информационный портал – инструмент борьбы с инсайдерской деятельностью в системе экономической безопасности предприятия / И. В. Сорбат, С. В. Кавун // Финансово-кредитная деятельность: проблемы теории и практики. – 2015. – № 1. – С. 25–31.

20 Старшинин С. А. Совершенствование регулирования российского рынка ценных бумаг как фактор обеспечения его экономической безопасности: дис. ... канд. экон. Наук : 08.00.10. / Старшинин Серафим Александрович. – Москва, 2017. – 44 с.

21 Супис И. П. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в российской федерации / И. П. Супис // Бизнес. Образование. Право. Вестник волгоградского института бизнеса. – 2016. – № 3. – С. 18–25.

22 Теплова Т. В. Инвестиции : учебн. пособ. / Т. В. Теплова – Москва. : ЮРАЙТ, 2011. – 155 с.

23 Тихомиров Д. В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях : учебн. пособ. / Д. В. Тихомиров – СПб. : спбгуэф, 2009. – 132 с.

24 Шаповалов А. Г. Китайские стены, конфликт интересов и инсайдерская торговля / А. Г. Шаповалов // Юридический мир. – 2015. – № 8. – С. 45–49.

25 Шура П. Е. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг : Бизнес Бук / П. Е. Шура – Альпина Паблишер, 2017. – 192 с.

26 Электронный словарь экономических терминов [Электронный ресурс] : база данных содержит определения к различным экономическим терминам. – Москва, [2010–]. Режим доступа: http://economic-definition.com/Exchange_Terminology/Insayderskaya_informaciya_Insider_information_eto.html

27 Электронный сайт как ФСФР впервые нашла инсайд на рынке РФ [Электронный ресурс] : Новостное агентство Reuters – Москва [2013–]. Режим доступа: <https://ru.reutersmedia.net/article/businessnews/idrumse96102020130702>

28 Электронный сайт комиссии по ценным бумагам и биржам США [Электронный ресурс] : база данных содержит информацию обо всех доказанных случаях инсайдерской торговли в США. – США, [2010–]. – Режим доступа: <https://www.sec.gov/>

29 Электронный каталог международных публичных компаний [Электронный ресурс] : база данных содержит информацию касательно финансовых показателей международных публичных компаний. – США, [2010–]. Режим доступа: <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>

30 Электронный сайт компании Unilever [Электронный ресурс] : сайт содержит всю информацию о компании и ее подразделениях. – США, [2000–]. Режим доступа: <https://www.unilever.ru/>

31 Электронный сайт рейтингового агентства RAEX [Электронный ресурс] : база данных содержит рейтинги, исследования, обзоры, конференции – США, [2017–]. Режим доступа: <https://raexpert.ru/>

32 Электронный журнал Forbes [Электронный ресурс] : журнал содержит информацию об актуальных новостях в области бизнеса. – Россия, [2011–]. Режим доступа: <http://www.forbes.ru/>

33 Электронный портал посвященный инвестициям [Электронный ресурс] : база данных содержит информацию об инструментах фондового рынка – Россия, [2011–]. Режим доступа: <http://investfunds.ru/>

34 Электронный портал ООО «КапиталЪ» [Электронный ресурс] : электронный ресурс содержит рейтинги, исследования, обзоры. – Россия, [2009–]. Режим доступа: <http://www.kapital-pif.ru/>

35 Huddart S. Disclosure requirements and stock exchange listing choice in an international context / S. Huddart, J. S. Hughes, M. Brunnermeier // Journal of Accounting and Economics – 1974. – № 26 (1-3). – p. 237–269.

36 Jaffe J. F. Special Information and Insider Trading / J. F. Jaffe // The Journal of Business – 1974 – № 47. – p. 41–55.

37 Jarrel G. Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation / G. Jarrel, A. Pulsen // Journal of Law, Economics and Organization. – 1989. – № 5(2). – p. 225–248.

38 Keown A. Merger Announcement and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation / A. Keown, J. Pinkerton // The Journal of Finance. – 1981. – № 36(4) – p. 855–869.

39 Lakonishok J. Are Insider Trades Informative? / J. Lakonishok, I. Lee // The Review of Financial Studies. – 2001. – № 14 – p. 79–111.

40 Lin J. C. Insider Trading in the OTC Market / J. C. Lin, J. S. Howe // The American Finance Association September – 1990.

41 Manne Insider Trading and the Stock Market / Manne // The Free Press, New York. – 1966.

42 Miguel A. Ferreira, Nuno Fernandes Insider Trading Laws and Stock Price Informativeness / Miguel A. Ferreira, Nuno Fernandes // The Review of Financial Studies – 2009. – № 22. – p. 1845–1887.

43 Muelbroek L. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading / L. Muelbroek // The Journal of Finance – 1992. – № 47(5). – p. 1661–1699.

44 Nejat Seyhun H. Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency / H. Nejat Seyhun // Journal of Financial Economics – 1986. – № 16 – p. 189–212.

45 Pagano M. Why do companies go public? An empirical analysis / M. Pagano, P. Fabio, L. Zingales // Journal of Finance. – 1998. – № 53(1). – p. 27–64.

46 Singh H. Merger Announcement and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation / H. Singh, M. Agarwal, // Investment Management and Financial Innovations. – 2006. – № 3. 3. – p. 140–154.

47 Tamersoy A. Large Scale Insider Trading Analysis: Patterns and Discoveries / A. Tamersoy, E. Khalil, B. Xie, S. L. Lenkey, B. R. Routledge, D. H. Chau, S. B. Navathe // Social Network Analysis and Mining. – 2014. – T. 4. – №. 1. – C. 1–17.

48 Wesley R. Run EDGAR Run: SEC Dissemination in a High-Frequency World / Wesley R. // Alphaarchitect – 2017. – № 22. – p. 12–18.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Выгрузка с сайта Investfunds

Таблица А.1 – Выгрузка с сайта Investfunds по показателям акций концерна «Калина»

Дата	Цена открытия, рублей	Min, рублей	Max, рублей	Цена закрытия, рублей	Цена средняя, рублей	Оборот, штук	Число сделок, штук
01.07.2011	1 467,10	1 423,10	1 468,00	1 425,00	1 448,50	782 197,00	20
04.07.2011	1 449,50	1 425,20	1 451,00	1 451,00	1 444,40	245 551,00	11
05.07.2011	1 451,00	1 435,00	1 460,00	1 435,00	1 454,60	814 560,00	24
06.07.2011	1 427,20	1 417,40	1 440,00	1 422,60	1 433,60	1 734 606,00	39
07.07.2011	1 424,00	1 418,50	1 464,00	1 464,00	1 439,00	748 263,00	25
08.07.2011	1 467,90	1 454,00	1 469,20	1 469,20	1 460,20	365 057,00	15
11.07.2011	1 468,00	1 430,00	1 497,90	1 440,00	1 440,90	1 585 014,00	35
12.07.2011	1 459,90	1 440,00	1 484,80	1 484,80	1 451,70	3 251 820,00	81
13.07.2011	1 450,00	1 430,00	1 482,40	1 482,40	1 451,80	1 248 518,00	41
14.07.2011	1 437,70	1 212,00	1 437,70	1 429,60	1 382,20	6 980 178,00	132
15.07.2011	1 407,00	1 400,00	1 408,90	1 405,00	1 405,40	1 517 839,00	32
18.07.2011	1 424,10	1 405,00	1 449,20	1 405,00	1 429,40	814 744,00	32
19.07.2011	1 425,60	1 405,00	1 435,00	1 416,20	1 422,10	1 123 488,00	23
20.07.2011	1 405,10	1 405,10	1 430,00	1 410,60	1 414,40	424 323,00	16
21.07.2011	1 407,50	1 407,50	1 427,20	1 427,20	1 422,20	56 886,00	4
22.07.2011	1 408,70	1 380,00	1 408,70	1 400,90	1 389,70	861 604,00	18
25.07.2011	1 390,00	1 384,80	1 430,00	1 430,00	1 411,90	592 980,00	22
26.07.2011	1 439,90	1 439,90	1 448,00	1 447,90	1 445,50	419 197,00	11
27.07.2011	1 455,00	1 440,00	1 455,00	1 440,00	1 446,30	173 556,00	7
28.07.2011	1 456,80	1 421,90	1 475,00	1 459,90	1 449,10	1 101 320,00	18
29.07.2011	1 430,80	1 430,80	1 474,80	1 465,00	1 467,60	924 592,00	15
01.08.2011	1 465,00	1 465,00	1 475,00	1 475,00	1 470,50	1 073 450,00	5
02.08.2011	1 475,00	1 466,00	1 480,00	1 475,00	1 476,80	1 683 607,00	20
03.08.2011	1 480,00	1 453,20	1 480,00	1 453,20	1 479,20	606 459,00	7
04.08.2011	1 484,70	1 437,20	1 488,00	1 437,20	1 464,80	1 494 099,00	22
05.08.2011	1 362,40	1 260,00	1 362,40	1 358,90	1 304,10	6 324 866,00	103
08.08.2011	1 324,40	1 280,00	1 388,30	1 353,90	1 350,70	1 863 941,00	39
09.08.2011	1 360,20	1 210,20	1 360,20	1 300,00	1 312,20	1 640 194,00	44
10.08.2011	1 406,00	1 296,00	1 406,00	1 300,00	1 335,50	1 081 723,00	19
11.08.2011	1 250,00	1 063,00	1 280,10	1 198,00	1 211,90	3 078 236,00	79
12.08.2011	1 200,00	1 200,00	1 249,90	1 249,90	1 223,70	354 863,00	14
15.08.2011	1 268,00	1 268,00	1 285,00	1 275,00	1 282,00	1 192 303,00	21
16.08.2011	1 290,00	1 288,60	1 375,00	1 330,00	1 337,70	949 750,00	18
17.08.2011	1 358,00	1 344,50	1 375,00	1 344,50	1 353,00	351 791,00	9
18.08.2011	1 375,00	1 310,10	1 375,00	1 311,00	1 319,70	277 145,00	12

Продолжение таблицы А.1

Дата	Цена открытия, рублей	Min, рублей	Max, рублей	Цена закрытия, рублей	Цена средняя, рублей	Оборот, штук	Число сделок, штук
19.08.2011	1 310,00	1 163,70	1 310,00	1 273,10	1 226,00	245 199,00	15
22.08.2011	1 180,10	1 180,10	1 301,20	1 300,70	1 271,90	470 593,00	15
23.08.2011	1 300,10	1 300,00	1 310,00	1 300,10	1 301,80	689 939,00	13
24.08.2011	1 299,90	1 299,90	1 300,00	1 300,00	1 300,00	324 999,00	3
25.08.2011	1 302,00	1 280,00	1 305,00	1 280,00	1 293,60	672 692,00	14
26.08.2011	1 280,10	1 280,00	1 280,10	1 280,00	1 280,00	64 002,00	2
29.08.2011	1 317,40	1 300,00	1 328,90	1 300,10	1 313,80	551 785,00	12
30.08.2011	1 328,80	1 300,00	1 370,00	1 309,90	1 311,50	799 986,00	20
31.08.2011	1 310,00	1 290,40	1 444,00	1 410,20	1 400,40	21 398 562,00	169
01.09.2011	1 350,10	1 350,10	1 580,00	1 527,00	1 515,30	20 881 092,00	86
02.09.2011	1 500,10	1 469,90	1 505,10	1 492,90	1 495,60	269 216,00	16
05.09.2011	1 530,00	1 484,00	1 530,00	1 490,00	1 499,00	164 887,00	5
06.09.2011	1 450,10	1 373,10	1 450,10	1 448,00	1 406,60	1 308 158,00	40
07.09.2011	1 444,90	1 444,90	1 500,00	1 461,60	1 487,60	654 531,00	17
08.09.2011	1 450,00	1 450,00	1 461,00	1 451,10	1 453,90	87 233,00	4
09.09.2011	1 482,40	1 447,30	1 499,90	1 447,30	1 470,80	352 980,00	19
12.09.2011	1 449,10	1 419,40	1 450,10	1 440,00	1 445,80	592 767,00	21
13.09.2011	1 458,00	1 457,90	1 461,00	1 460,00	1 459,70	102 181,00	6
14.09.2011	1 425,10	1 420,10	1 450,00	1 440,00	1 425,90	3 407 851,00	20
15.09.2011	1 440,10	1 440,10	1 440,10	1 440,10	1 440,10	14 401,00	1
16.09.2011	1 440,60	1 403,10	1 440,70	1 410,00	1 410,60	606 544,00	19
19.09.2011	1 415,00	1 365,10	1 415,00	1 367,90	1 399,40	461 816,00	18
20.09.2011	1 375,80	1 375,10	1 405,90	1 375,10	1 383,40	193 680,00	13
21.09.2011	1 389,90	1 387,40	1 425,00	1 425,00	1 405,10	632 309,00	18
22.09.2011	1 400,00	1 300,60	1 400,00	1 348,10	1 339,20	3 977 554,00	85
23.09.2011	1 273,80	1 200,00	1 372,00	1 253,60	1 257,10	1 294 763,00	72
26.09.2011	1 198,10	1 150,90	1 315,00	1 315,00	1 253,90	551 695,00	23
27.09.2011	1 350,00	1 350,00	1 600,10	1 495,00	1 471,20	9 584 225,00	135
28.09.2011	1 508,70	1 500,00	1 600,10	1 580,00	1 579,90	7 899 440,00	99
29.09.2011	1 693,10	1 600,10	1 698,90	1 650,00	1 628,70	2 540 828,00	84
30.09.2011	1 699,00	1 699,00	2 000,00	1 800,00	1 829,70	27 811 801,00	157
03.10.2011	1 760,10	1 760,10	1 856,80	1 800,30	1 810,20	1 049 918,00	33
04.10.2011	1 800,50	1 800,50	1 988,60	1 920,00	1 930,20	8 898 375,00	76
05.10.2011	1 950,00	1 950,00	2 003,00	2 000,00	1 989,20	19 139 159,00	63
06.10.2011	1 964,10	1 961,00	2 100,00	2 079,90	2 080,00	34 250 243,00	121
07.10.2011	1 731,80	1 731,80	2 350,00	2 250,00	2 256,10	28 622 034,00	116
10.10.2011	2 248,20	2 248,20	2 299,00	2 270,20	2 276,10	15 750 859,00	94
11.10.2011	2 298,90	2 250,20	2 329,40	2 270,00	2 272,00	13 291 047,00	116
12.10.2011	2 250,10	2 250,00	2 320,00	2 250,10	0,00	9 027 368,00	135
13.10.2011	2 250,10	2 100,00	2 250,20	2 198,00	2 217,00	7 582 122,00	38
14.10.2011	2 516,50	2 516,50	3 077,20	3 077,20	0,00	32 160 856,00	89
17.10.2011	3 600,00	3 490,00	3 775,00	3 609,00	3 595,80	198 740 176,00	866

Окончание таблицы А.1

Дата	Цена открытия, рублей	Min, рублей	Max, рублей	Цена закрытия, рублей	Цена средняя, рублей	Оборот, штук	Число сделок, штук
18.10.2011	3 610,00	3 555,00	3 610,00	3 609,00	3 580,70	70 110 066,00	229
19.10.2011	3 589,30	3 551,00	3 603,90	3 575,40	3 579,90	13 460 291,00	114
20.10.2011	3 575,40	3 575,40	3 609,90	3 609,70	3 603,80	38 598 570,00	61
21.10.2011	3 605,00	3 594,60	3 636,90	3 608,00	3 602,50	7 817 347,00	48
24.10.2011	3 599,00	3 599,00	3 635,00	3 609,90	3 608,90	18 766 111,00	65
25.10.2011	3 610,00	3 600,00	3 620,00	3 620,00	3 607,10	16 592 520,00	77

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Выборка компаний для определения вероятности наличия инсайдерской торговли

Таблица Б.2 – Компании в выборке, для которых наличествовал доказанный случай незаконной инсайдерской торговли

Название компании	Доказанный случай инсайдерской торговли перед сделкой слияния и поглощения	Дата объявления о сделке
GenTek	https://www.sec.gov/news/press-release/2014-264	28.09.2009
Concur Technologies	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-121.html	18.09.2014
Emulex	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	25.02.2015
Pharmasset	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-44.html	21.11.2011
Entropic Communication	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	03.02.2015
Omnivision	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-115.html	30.04.2015
Avenue Financial Holdings	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-222.html	28.01.2016
Rentrak Corporation	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-267.html	29.09.2015
Zulily Inc	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	17.08.2015
P.F. Chang	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-205.html	01.05.2012
ExactTarget	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-174.html	04.06.2013
Harleysville Group, Inc	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-149.html	29.09.2011
Cooper Tire	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-56.html	12.06.2013
Radiant System	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-29.html	11.07.2011
Harleysville Group, Inc.	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-149.html	29.09.2011
AuthenTec Inc.	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-119.html	27.07.2012
The Shaw Group	https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-37.html	30.07.2012
Idenix Pharmaceuticals	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370543280408	09.06.2014
SPSS	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171487284	28.07.2009
Omnicare, Inc	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	21.05.2015

Продолжение таблицы Б.2

Название компании	Доказанный случай инсайдерской торговли перед сделкой слияния и поглощения	Дата объявления о сделке
Acme Packet Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370541344904	04.02.2013
King Pharmaceuticals	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539823992	12.10.2010
Smithfield Foods	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539798614	29.05.2013
Potash Corporation	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539737461	17.08.2010
3Com Corporation	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539732673	11.10.2009
Wind River Systems Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171575296	04.06.2009
RSC Holdings Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171514600	16.12.2011
ATC Technology Corporation	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171486614	19.07.2010
K-Sea Transportation Partners	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171486614	13.03.2011
The Shaw Group	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171486614	30.07.2012
Philadelphia Consolidated Holding Corp.	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171487690	23.07.2008
Amylin Pharmaceuticals Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171483600	29.06.2012
ZymoGenetics Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171483600	07.09.2010
Comsys IT Partners Inc	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171483454	02.02.2010
Safeco Corporation	https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-160.htm	23.04.2008
Retek Inc	https://www.sec.gov/news/press/2007/2007-94.htm	22.03.2005
Pepco Holdings, Inc	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	30.04.2014
Titanium Metals Corporation	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540831992	09.11.2012

Окончание таблицы Б.2

Название компании	Доказанный случай инсайдерской торговли перед сделкой слияния и поглощения	Дата объявления о сделке
Forest Oil Corp	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	18.06.2014
Petsmart, Inc	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	14.12.2014
Questcor Pharmaceuticals, Inc	https://www.sec.gov/litigation/complaints/2016/comp-pr2016-96.pdf	07.04.2014
NBTY Inc.	https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370541879100	14.07.2010

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Выборка компаний для определения вероятности наличия инсайдерской торговли

Таблица В.3 – Компании в выборке, для которых не было доказано случаев незаконной инсайдерской торговли

Название компании	Год сделки M&A
Vitae Pharmaceuticals Inc	2016
Raptor Pharmaceuticals Corp	2016
Medivation Inc	2016
XenoPort Inc	2016
Anacor Pharmaceuticals Inc	2016
Receptos LLC	2015
Kythera Biopharmaceuticals Inc	2015
Pharmacyclics Inc	2015
Precision Castparts Corp	2015
Hospira Inc	2015
Cubist Pharmaceuticals LLC	2014
Avanir Pharmaceuticals Inc	2014
Allergan Inc	2014
Durata Therapeutics Inc	2014
Magnetek Inc	2014
Idenix Pharmaceuticals LLC	2014
LoJack Corp	2014
Furiex Pharmaceuticals LLC	2014
Fairchild Semiconductor International Inc	2015
Forest Laboratories Inc	2014
Delphi Financial Group Inc	2011
Polypore International LP	2015
Hutchinson Technology Inc	2015
Alpha Appalachia Holdings Inc	2011
Cellular Dynamics International Inc	2015
Cascade Corp	2012
Omron Adept Technologies Inc	2015
TEL FSI Inc	2012
HomeAway Inc	2015
ZOLL Medical Corp	2012
Zoltek Companies Inc	2013
Edgen Group Inc	2013
Hi-Tech Pharmacal Co Inc	2013
Chelsea Therapeutics International Ltd	2014
Ceradyne Inc	2012
AirvaNA Inc	2009

Окончание таблицы В.3

Название компании	Год сделки М&А
HCC Insurance Holdings Inc	2015
Fujifilm Sonosite Inc	2011
Constant Contact Inc	2015
Power-One Inc	2013
Baldor Electric Co	2010
Thomas & Betts Corp	2012
Sandisk LLC	2015
Microsemi Storage Solutions Inc	2015
Omron Adept Technologies Inc	2015
Planar Systems Inc	2015
Altera Corp	2015
Broadcom Corp	2015
Meru Networks Inc	2006
Informatica LLC	2015
Microsemi Communications Inc	2015
Actuate Corp	2014
Sapient Corp	2014
TIBCO Software Inc	2014
SolarWinds Inc	2015
Kaydon Corp	2013

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

 И.С. Ферова
подпись
« 8 » июни 2018 г.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

специальность 38.05.01 «Экономическая безопасность»

**ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНО ВОЗМОЖНЫХ УГРОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
БЕЗОПАСНОСТИ КОМПАНИИ В РЕЗУЛЬТАТЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ**

Научный
руководитель


подпись, дата

к.э.н., доцент
должность, ученая степень

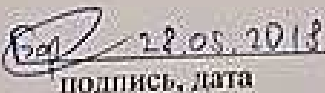
Е.А. Шюкова

Выпускник


подпись, дата

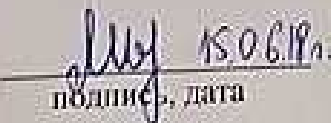
Д.А. Слоняев

Рецензент

 28.05.2018
подпись, дата

руководитель, к.э.н. Д.Д. Боровиков
должность

Нормоконтролер

 15.06.18
подпись, дата

Е.В. Шкарпетина

Красноярск 2018