

УДК 339.192: 336.761.4

ПЕТРОВ ВЛАДИСЛАВ ВЛАДИМИРОВИЧ
соискатель ФГБУН «Институт проблем рынка РАН»,
e-mail: petrovv41091@gmail.com

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ДИАГНОСТИРОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ТОРГОВЛИ В ЦЕЛЯХ ПОВЫШЕНИЯ УРОВНЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Аннотация. Предмет. В работе рассматриваются проблемы совершенствования методов диагностирования инсайдерской торговли в целях повышения уровня экономической безопасности российского фондового рынка. **Цель работы.** Основная цель настоящей работы заключается в обобщении и систематизации результатов российских и зарубежных эмпирических исследований, посвященных диагностированию инсайдерской торговли. **Методология проведения работы.** В процессе исследования использованы методы эволюционно-институциональной теории, эконометрического моделирования и аналитической оценки. **Результаты работы.** Предложен концептуальный подход по адаптации передового зарубежного опыта для обеспечения экономической безопасности российского фондового рынка на основе диагностирования инсайдерской торговли. В последнее время было проведено несколько исследований недекларируемой инсайдерской торговли на российском фондовом рынке, при этом авторы всех исследований пришли к выводу о наличии инсайдерской торговли. Полученные авторами результаты говорят о том, что законодательство в сфере регулирования и методов диагностирования инсайдерской торговли необходимо улучшать, в особенности на фондовых рынках развивающихся стран. **Выводы.** Существует широкий пласт работ, посвященных анализу доходности декларируемой инсайдерской торговли, совершаемой лицами, имеющими доступ к важной корпоративной информации. Помимо доходности декларируемой торговли различными исследователями анализируется ее интенсивность в зависимости от жесткости регулирования инсайдерской торговли, удаленности инсайдера от компании и размера компании. Основным методом, при помощи которого диагностируется наличие инсайдерской торговли, является метод события (event study).. **Область применения результатов.** Результаты работы могут быть использованы для оценки эффективности принимаемых мер по противодействию нелегальной инсайдерской торговле. Основными пользователями данного исследования могут стать российские фондовые биржи, заинтересованные в борьбе с нелегальной инсайдерской торговлей, а также Центральный банк России, отвечающий за борьбу с инсайдерской торговлей и манипулированием на российском фондовом рынке. **Ключевые слова:** совершенствование методов диагностирования, инсайдерская торговля; совокупная избыточная доходность; вторичное размещение акций; слияния и поглощения; специальные дивиденды; делистинг; кросс-листинг; депозитарные расписки.

PETROV VLADISLAV VLADIMIROVICH
the competitor of the Institute of Market Problems of the RAS,
e-mail: petrovv41091@gmail.com

IMPROVEMENT OF INSIDER TRADING DIAGNOSTICS TO INCREASE THE LEVEL OF ECONOMIC SAFETY OF THE RUSSIAN STOCK MARKET

Abstract. Subject. The paper considers the problems of improving the methods of diagnosing insider trading in order to improve the level of economic security of the Russian stock market. **Objective.** The main goal of this work is to summarize and systematize the results of Russian and foreign empirical studies on the diagnosis of insider trading. **Methodology of work.** In the process of research methods of evolutionary-institutional theory, econometric modeling and analytical estimation were used. **Results of the work.** A conceptual approach is proposed to adapt the best foreign experience to ensure the economic security of the Russian stock market based on the diagnosis of insider trading. Recently, several studies of undeclared insider trading on the Russian

stock market have been conducted, while the authors of all studies have concluded that there is insider trading. The results obtained by the authors indicate that the legislation in the field of regulation and methods for diagnosing insider trading needs to be improved, especially in the stock markets of developing countries. **Conclusions.** There is a wide range of works devoted to the analysis of the profitability of the declared insider trading carried out by individuals who have access to important corporate information. In addition to the profitability of the declared trade by various researchers, its intensity is analyzed depending on the rigidity of insider trading regulation, the distance of the insider from the company and the size of the company. The main method by which to diagnose the presence of insider trading is the method of event (event study). **Scope of application of the results.** The results of the work can be used to assess the effectiveness of measures taken to counteract illegal insider trading. The main users of this study could be Russian stock exchanges that are interested in fighting illegal insider trading, as well as the Central Bank of Russia, which is responsible for fighting insider trading and manipulating the Russian stock market.

Keywords: improvement of diagnostic methods, insider trading; aggregate excess return; secondary placement of shares; mergers and acquisitions; special dividends; delisting; cross-listing; depositary receipts.

Введение. В настоящее время в академической литературе, посвященной изучению инсайдерской торговли, выделяется несколько основных направлений.

Существует широкий пласт работ, посвященных анализу доходности декларируемой инсайдерской торговли, совершаемой лицами, имеющими доступ к важной корпоративной информации. Помимо доходности декларируемой торговли различными исследователями анализируется ее интенсивность в зависимости от жесткости регулирования инсайдерской торговли, удаленности инсайдера от компании и размера компании. Основным методом, при помощи которого диагностируется наличие инсайдерской торговли, является метод события (event study).

1. Анализ избыточной доходности, получаемой инсайдерами при декларируемой торговле

Одной из первых работ, посвященных анализу инсайдерской торговли, является [27]. В ней автор анализирует покупки и продажи, совершенные корпоративными инсайдерами, публикуемые Федеральной комиссией по ценным бумагам США (Security and Exchange Commission – SEC). Автор, применяя рыночную модель оценки ожидаемой доходности (market model), приходит к выводу о высокой интенсивности инсайдерской торговли: избыточная доходность инсайдерских сделок после вычета транзакционных издержек составила 2,0% на двухмесячном интервале и 5,0% – в последующие восемь месяцев (7,0% в совокупности за восемь месяцев). Также им было обнаружено, что избыточная доходность участников фондового рынка, подражающих инсайдерам, составила пять процентных пунктов.

Автор еще одной статьи [23] того же периода, анализируя данные на американском фондовом рынке за 1969–1972 гг., обнаружил, что инсайдеры получали избыточную доходность в размере 4,7–8,4% с учетом транзакционных издержек в течение 11 месяцев после совершения покупки/продажи акций.

Авторы работы [41] обнаружили избыточную доходность в размере 8,6% (6,6% при учете транзакционных издержек), получаемую инсайдерами на годовом интервале после инсайдерских сделок на американском фондовом рынке в 1973–1982 гг. Доходность участников фондового рынка, подражающих инсайдерам, составила 6%. При этом, как и в большинстве ранних работ, авторами использовалась рыночная модель оценки ожидаемой доходности. При применении скорректированной рыночной модели (market adjusted model) с дополнительной корректировкой на размер и показатель E/P – прибыль на одну акцию/цена акции – и учета транзакционных издержек (в соответствии с работой [27] и [26] они составляют 2,0%) избыточная доходность инсайдеров была близка к нулю, а доходность подражателей (участников рынка, подражающих инсайдерам) равнялась нулю или была отрицательной. Еще одно наблюдение авторов состояло в том, что инсайдеры предпочитают покупать «акции стоимости» (value

stocks) и продавать «акции роста» (growth stocks).

В статье [12] авторы исследовали декларируемую инсайдерскую торговлю на фондовом рынке США в 1985–1990 гг. и обнаружили статистически значимую избыточную доходность, как в случае покупок, так и в случае продаж акций (11,67% и 8,52% без учета транзакционных издержек соответственно). Также авторами была обнаружена положительная избыточная доходность в размере 11,0% (8,2% без учета транзакционных издержек) при покупке и продаже акций соответственно, получаемую участниками рынка, подражающими инсайдерам. С учетом транзакционных издержек данная избыточная доходность равнялась 6,9% и 4,8% соответственно.

В работе [36] авторы исследовали очень ограниченную выборку инсайдерских сделок на фондовом рынке Великобритании и нашли существенную аномальную доходность при сделках по покупке акций. При сделках по продаже избыточной доходности обнаружено не было.

Авторы [42] на более широкой выборке инсайдерских сделок на фондовом рынке Великобритании в 1977–1984 гг. обнаружили положительную аномальную доходность при сделках по покупке и негативную аномальную доходность при сделках по продаже.

В работе [38] авторы проанализировали доходность инсайдерской торговли акциями компаний, обращавшихся на внебиржевом рынке NASDAQ в 1975–1983 гг., и получили подтверждение получения инсайдерами избыточной доходности в размере 2,5%.

Экбо и Смит в своей работе [22], используя рыночную модель оценки ожидаемой доходности при анализе фондового рынка Норвегии, обнаружили избыточную доходность, получаемую корпоративными инсайдерами при совершении сделок в 1985–1992 гг. Результаты, полученные при анализе данной выборки путем оценки ожидаемой доходности с учетом волатильности вложений, выработанных для взаимных фондов (Jensen's Alpha), говорят о том, что корпоративные инсайдеры не получают избыточной доходности, несмотря на то, что регулирование инсайдерской торговли в Норвегии относительно нестрогое.

В работе [21] авторы исследовали испанский фондовый рынок в 1992–1996 гг., когда инсайдерская торговля была полностью запрещена, но на практике не преследовалась. Авторы обнаружили положительную избыточную доходность. При анализе сделок по покупке и продаже акций инсайдерами отдельно было выявлено, что большая (по модулю) избыточная доходность наблюдается в случае сделок по продаже акций (1,5% против 2,7% при сделках по покупке). При этом избыточная доходность оставалась положительной лишь в течение короткого промежутка после покупки/продажи акций инсайдером, что может говорить о том, что участники рынка «подражают» инсайдерам. Значение избыточной доходности снижается с течением времени по мере того, как все большее число участников рынка начинает «подражать» корпоративным инсайдерам. Это говорит о том, что невозможно зарабатывать избыточную доходность в долгосрочной перспективе, используя данную стратегию.

Баджо и Петраччи в своей работе [11] на данных итальянского фондового рынка в 1998–2002 гг. показали, что инсайдерские сделки сопровождаются высокой избыточной доходностью (3,18% – в случае покупок и 3,67% – в случае продаж) на 10-дневном интервале, следующим за датой совершения сделки.

При анализе декларируемой инсайдерской торговли на фондовом рынке Великобритании в 1991–1998 гг. авторы [24] обнаружили более высокую избыточную доходность, получаемую корпоративными директорами компаний в случае покупок акций (1,16%) по сравнению со сделками по продаже ценных бумаг (0,26%).

Вишневский и Бойль проанализировали декларируемую инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Польши в 2000–2002 гг. [47]. Авторы обнаружили избыточную доходность, зарабатываемую инсайдерами в течение 100 дней после совершения сделки: ее размер составил 12,6%. При этом доходность сделок по продаже акций была выше (-15,4%) по сравнению со сделками по покупке (9,9%). Также авторы обратили внимание на то, что рыночные участники, «подражающие» инсайдерам, получали сравнимую с инсайдерами доходность: зарабатываемая ими доходность была лишь на 1,1% меньше доходности инсайдеров.

Еще в одной работе [26], в рамках которой проводится исследование инсайдерской торговли на фондовом рынке Польши в 1998–2004 гг., авторы также обнаружили избыточную доходность как инсайдерских покупок, так и инсайдерских продаж, но значительно меньшего раз-

мера по сравнению с доходностью, обнаруженной авторами работы [47] (2,3% и -2,7% соответственно).

В работе [17] авторами также была обнаружена избыточная доходность, зарабатываемая инсайдерами на фондовом рынке Гонконга в 1993–1998 гг. как при сделках по покупке (0,58%), так и при сделках по продаже акций (-0,41%). При этом избыточная доходность, в противоположность результатам большинства исследований, была выше в случае сделок по продаже акций.

Биеста, Доежвик и Донкер [14] при анализе данных по инсайдерским сделкам на фондовом рынке Дании в 1999–2003 гг. обнаружили избыточную доходность в размере 2,2% в случае сделок по покупке акций на 21-дневном горизонте после совершения сделки. Избыточной доходности при сделках по продаже акций на данном окне события авторами обнаружено не было.

Зингг, Ланг и Виттенбах в своей работе [49] приходят к аналогичному результату. Авторы исследовали инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Швейцарии в 2005–2006 гг., где регулирование инсайдерской торговли было введено в июле 2005 г. (при этом оно касалось лишь топ-менеджмента компаний) и где трактовка понятия инсайдерской информации достаточно узкая по сравнению с другими странами. Так, в соответствии с законодательством Швейцарии, к инсайдерской информации не относятся объявления о финансовых результатах. Авторами была обнаружена избыточная доходность инсайдеров на тридцатидневном интервале после совершения сделки только для сделок по покупке акций.

Авторы [20], применяя стандартный метод анализа события, исследовали краткосрочную рыночную реакцию на декларируемую инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Нидерландов в 1999–2008 гг. Они обнаружили значительную избыточную доходность, получаемую инсайдерами, особенно в случае сделок по покупке акций (1,97%).

В работе [46] автор, исследуя американский фондовый рынок, проанализировал доходность, получаемую участниками рынка, «подражающими» инсайдерам. В США корпоративные инсайдеры обязаны отчитываться о своих торгах перед SEC. В свою очередь, данная информация в реальном времени публикуется в открытом доступе. По итогам проведенного автором анализа автор обнаружил, что доступ к данной информации для подписчиков первого уровня в 57% случаев предоставлялся на 40 секунд быстрее. При этом привилегированные пользователи зарабатывали аномальную доходность. В случае одновременного предоставления информации аномальной доходности не наблюдалось.

2. Анализ интенсивности декларируемой инсайдерской торговли в зависимости от жесткости регулирования

При анализе результатов исследований декларируемой инсайдерской торговли на фондовом рынке США, Великобритании и Гонконга обнаруживается снижение зарабатываемой инсайдерами избыточной доходности с течением времени, что является косвенным признаком уменьшения масштабов инсайдерской торговли по мере ужесточения законодательства в данной сфере. Ниже представлен обзор исследований, анализирующих данный вопрос напрямую.

В работе [28] было проанализировано влияние ужесточения законодательства в сфере регулирования инсайдерской деятельности в США в 1961–1966 гг. на поведение инсайдеров. Им было установлено, что изменение законодательства не привело к снижению интенсивности инсайдерской торговли: после его ужесточения законодательства размер избыточной доходности, получаемый инсайдерами, и объемы торгов не сократились.

Подобно [28], Сейхун в своей работе [44], исследуя инсайдерскую торговлю на американском фондовом рынке в 1975–1981 гг., пришел к выводу, что инсайдеры зарабатывали избыточную доходность, но значительно более низкую по сравнению с более ранним периодом. Так, избыточная доходность инсайдеров в течение 100 дней, следующих за совершением покупки/продажи, составила 3,0% в случае сделок по покупке акций и 1,7% в случае сделок по продаже акций. Также автор обнаружил, что инсайдеры имеют тенденцию к совершению покупок перед обнародованием положительных новостей и продаж перед анонсированием отрицательных новостей.

3. Анализ интенсивности декларируемой инсайдерской торговли в зависимости от удаленности инсайдера от компании

В работе [44] автор, исследовав инсайдерскую торговлю на американском фондовом рынке в 1975–1981 гг. и проанализировав зависимость доходности, получаемой инсайдером от его близости компании, обнаружил следующую закономерность: чем ближе инсайдер был к управлению компанией, тем большую избыточную доходность он мог заработать.

В работе 1990 г. [38] Лин и Хоув проанализировали доходность инсайдерской торговли акциями компаний, обращающихся на внебиржевом рынке NASDAQ, и подтвердили результаты, полученные в работе [44] о том, что чем ближе инсайдер к компании, тем больше прибыль он получает от своих сделок. То есть избыточная доходность корпоративных директоров от совершения сделок с акциями компаний значительно превышает доходность остальных корпоративных инсайдеров.

Авторы [20] исследовали декларируемую инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Нидерландов в 1999–2008 гг. Они обнаружили значительную избыточную доходность, получаемую инсайдерами, при этом избыточная доходность была выше в тех случаях, когда инсайдеры были представители топ-менеджмента компаний (1,2–2,0% против 0,8–2,0%).

4. Анализ интенсивности декларируемой инсайдерской торговли в зависимости от размера компании

Авторы работы [37] при исследовании инсайдерских сделок на американских биржах NYSE, Amex и NASDAQ в период 1975–1995 гг. не обнаружили избыточной доходности в случае компаний большого и среднего размера. При этом они учитывали транзакционные издержки.

При анализе инсайдерской торговли на фондовом рынке Гонконга в сентябре 1991 – июне 1993 г. (регулирование инсайдерской торговли в Гонкоге появилось в 1991 г.) авторы [48] обнаружили положительную избыточную доходность в размере 2,63%. При этом данная избыточная доходность наблюдалась только в случае покупки акций небольших и, как правило, семейных компаний.

В работе [23] авторы исследовали инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Новой Зеландии в 1995–2001 гг. Ими была обнаружена избыточная доходность, зарабатываемая инсайдерами как в случае сделок по покупке, так и в случае сделок по продаже акций. Избыточная доходность составила 6,5% и 6,0% соответственно. При этом избыточная доходность была выше в случае небольших компаний, не входивших в индекс биржи. Также было обнаружено, что избыточная доходность не наблюдалась при немедленном раскрытии информации о торговле и, наоборот, была значительной при отложенном раскрытии (-7,7% – при сделках по продажам и 8,92% – при покупках акций инсайдерами).

Зингг, Ланг и Виттенбах в своей работе [49], анализируя инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Швейцарии в 2005–2006 гг., обнаружили избыточную доходность инсайдеров на тридцатидневном интервале после совершения сделки только для сделок по покупке акций, причем она была выше в случае небольших компаний.

Авторы [20] исследовали декларируемую инсайдерскую торговлю на фондовом рынке Нидерландов в 1999–2008 гг. и обнаружили значительную избыточную доходность, получаемую инсайдерами, при этом избыточная доходность была выше в случае небольших компаний (8,0%) по сравнению с крупными компаниями (0,3–1,4%) (табл. 1).

5. Исследование недеклалируемой инсайдерской торговли

Второй основной темой в рамках исследований инсайдерской торговли является анализ инсайдерской торговли вокруг специфических информационных событий, а также взаимосвязь между инсайдерской торговлей и объявлениями об этих событиях. При этом проводится анализ информации о доказанных или предполагаемых случаях инсайдерской торговли. Сигнальная теория финансов предполагает, что информированная торговля перед раскрытием информации, значимой для цен акций, информирует рынок об ошибке в оценке, и рынок реагирует соответственно. Примерами событий, значимых для цены акций, могут выступать сделки M&A, сообщения о выплате дивидендов, дополнительные размещения акций, выкуп

Таблица 1

Обзор зарубежных исследований декларируемой инсайдерской торговли (event study)

№	Статья	Рынок	Период	Окно события	CAR, %	Учет издержек
1)	Jaffe, 1974a	США	1962–1968	(0; +10)"	7,0%	Да
2)	Finnerty, 1976	США	1969–1972	(0; +6)"	4,7 – 8,4%	Да
3)	Seyhun, 1986	США	1975–1981	(0; +100)'	1,7 – 3,0%	Нет
4)	Rozeff, Zaman, 1988	США	1973–1982	(0; +12)"	6,6%	Да
5)	Lin, Howe, 1990	США	1975–1983	(+1; +12)"	2,5%	Нет
6)	Bettis et al, 1997	США	1985–1990	(0; +12)"	4,8 – 6,9%	Да
7)	Lakonishok, Lee, 2001	США	1975–1995	(0; +12)"	0%	Да
8)	Cheng, Nagar, Rajan, 2007	США	1998–2001	(0; +100)'	-0,2% – 0,4%	Нет
9)	Pope, Morris, Peel, 1990	Великобритания	1977–1984	(+1; +6)"	7,2%	Нет
10)	Eckbo, Smith, 1998	Норвегия	1985–1992	-	0%	Нет
№	Статья	Рынок	Период	Окно события	CAR, %	Учет издержек
11)	Wong, Chung, Wu, 2000	Гонконг	1991–1993	(-15; +15)'	2,63%	Нет
12)	Del Brio, Miguel, Perote, 2002	Испания	1992–1996	(+1; +2)"	2,1%	Нет
13)	Etebari, Tuirani-Rad, Gilbert 2004	Новая Зеландия	1995–2001	(-60; +250)'	6,0% – 6,5%	Нет
14)	Bajo, Petracchi, 2006	Италия	1998–2002	(+1; +10)'	3,4%	Нет
15)	Fidrmuk, Goergen, Renneboog, 2006	Великобритания	1991–1998	(0; +4)'	0,3% – 1,2%	Нет
16)	Wisniewski, Bohl, 2005	Польша	2000–2002	(0; +100)'	12,6%	Нет
17)	Gurgul, Majdosz, 2007	Польша	1998–2004	(+1; +5)'	2,3% – 2,7%	Нет
18)	Cheuk et. al., 2006	Гонконг	1993–1998	(0; +20)'	0,4% – 0,6%	Нет
19)	Biesta, Doeswijk, Donker, 2006	Дания	1999–2003	(0; +21)'	2,2%	Нет
20)	Derguse, Jong, Lefebre, 2014	Нидерланды	1999–2008	(0; +21)'	1,2% – 2,0%	Нет

' – в днях; " – в месяцах. Источник: анализ автора.

акций, объявления о финансовых результатах и прочие. При этом работы, в рамках которых проводится анализ инсайдерской торговли перед объявлением о сделках M&A, превалирует в общем объеме работ.

6. Исследование недеклаируемой инсайдерской торговли перед сделками M&A

Одной из первых работ, в которой был применен данный подход, является работа Манделкера [39]. В ней автор, исследуя сделки поглощений компаний, котировавшихся на NYSE, в период с 1948 по 1967 г., обнаружил избыточную доходность до их анонсирования. При этом Манделкер использовал месячные данные, и, кроме того в качестве точки отсчета использовал месяц сделки, а не дату, что не позволяет произвести точный подсчет избыточной доходности, зарабатываемой инсайдерами.

Кеон и Пинкертон в своей работе [35] использовали более корректную методологию для анализа инсайдерской торговли на американском фондовом рынке (биржи NYSE и AMEX) в 1975–1978 гг.: они анализировали дневные данные непосредственно перед анонсированием сделки. Авторы обнаружили, что избыточная доходность становится положительной в среднем за 25 дней до объявления о сделке, достигает 13,3% за день до анонсирования и 25,3% – в день объявления. Таким образом, около половины избыточной доходности приходилось на

период до дня объявления о сделке M&A. Также авторы обнаружили, что объемы торгов росли перед объявлением о сделке.

В своей работе Джарелл и Пульсен [31] исследовали инсайдерскую торговлю перед сделками M&A, совершенными путем тендерного предложения, на фондовом рынке США в 1981–1985 гг., применяя рыночную модель оценки ожидаемой доходности. Авторы оценили избыточную доходность, получаемую инсайдерами, в 14,2%. В день анонсирования сделки избыточная доходность принимала значение в 31,0%, что говорит о том, что практически половина роста доходности приходилось на период, предшествующий объявлению о сделке, что соответствует результатам, полученным в работе [35]. Однако, при учете спекуляций в прессе и рыночных ожиданий относительно потенциальных сделок M&A было выявлено, что именно они являются важнейшим фактором, объясняющим рост цен акций. Авторы делают вывод, что инсайдерская торговля все же имеет место, но является далеко не единственным объяснением динамики цен акций перед объявлением о сделке.

Помимо американского фондового рынка, подобные исследования проводились для фондовых рынков других стран, где регулирование инсайдерской торговли, в большинстве случаев, более слабое.

Так, авторы работы [27], провели анализ инсайдерской торговли на фондовом рынке Канады в 1985–1995 гг. и обнаружили избыточную доходность в размере 12,3%, получаемую инсайдерами перед объявлением о сделках M&A. В день анонсирования сделки избыточная доходность составляла 18%. Таким образом, на период, предшествующий анонсу, приходилось 68% избыточной доходности.

Аналогичное исследование было проведено Агарвалом и Сингхом на данных индийского фондового рынка за 1996–1999 гг. в работе [10]. Авторы исследования обнаружили наличие избыточной доходности за месяц до объявлений о сделках M&A. При этом, более 80% избыточной доходности приходилось на период до анонсирования сделки, что может говорить об очень слабом регулировании инсайдерской торговли. Кроме того, значение избыточной доходности оставалось на стабильном уровне, что может говорить о средней форме эффективности рынка на фондовом рынке Индии. Также авторы обнаружили резкое увеличение объема торгов за 10 дней до объявления о сделке.

Авторы [30] исследовали индийский фондовый рынок и также нашли признаки инсайдерской торговли перед анонсированием сделок M&A в 1996 – 2010 гг.: совокупная избыточная доходность за день до анонсирования сделки M&A составила 20,5% или 85% от избыточной доходности в день события.

Наиболее известной работой, в рамках которой исследуются доказанные случаи инсайдерской торговли, является [40]. Мельброек в своей работе исследовал случаи нелегальной инсайдерской торговли в США, доказанные SEC в период 1980–1989 гг. Полученные Мельброеком результаты свидетельствуют о наличии избыточной доходности, получаемой инсайдерами, в размере 6,85%. Причем накопленная избыточная доходность инсайдеров за период, предшествующий событию, составила 40–50% от накопленной доходности в день публикации новости. Также автор проанализировал объемы торгов в дни инсайдерской торговли и пришел к выводу о том, что они превышают ожидаемый уровень.

Еще одной работой этого автора по данной тематике является работа [41]. В ней авторы, анализируя инсайдерскую торговлю при сделках M&A, приходят к выводу о том, что премии за контроль бумаг компаний-целей, в среднем, на 10% выше в случаях, когда имеет место незаконная инсайдерская торговля. Авторы провели дополнительные тесты для подтверждения верности направления причинно-следственной связи. По итогам результатов этих тестов они пришли к выводу, что инсайдеры не руководствуются критерием премии за контроль при выборе объекта сделки. Также они не получили подтверждения гипотезы о том, что сделка M&A с высокой премией за контроль с большей вероятностью сопровождается инсайдерской торговлей.

Также существует пласт работ, авторы которых используют метод кейса. Например, в работе [15] авторы проанализировали инсайдерскую торговлю Ивана Бозэски акциями Carnation во время ее поглощения компанией Nestle в 1984 г. Авторы исследовали влияние информированной торговли Ивана Бозэски на цену и объем торгов акций Carnation и пришли к выводу,

что она являлась основным фактором, воздействовавшим на цену и объем торгов.

7. Исследований недекларируемой инсайдерской торговли перед прочими корпоративными событиями

Джон и Ланг [32] обнаружили избыточную доходность, получаемую инсайдерами, в период, предшествующий изменению уровня дивидендных выплат и объявлений о финансовых результатах. При этом они отметили более сильную взаимосвязь между интенсивностью инсайдерской торговли и изменением дивидендов, по сравнению с объявлением о финансовых результатах компаний.

Кабир и Вермален в своей работе [33], исследуя влияние введения ограничений на инсайдерскую торговлю в 1987 г. на Амстердамской фондовой бирже (введение запрета на торговлю в течение двух месяцев, предшествующих публикации финансовых результатов), пришли к выводу, что ценные бумаги стали менее ликвидными (исходя из объема торгов) после введения запрета на инсайдерскую торговлю. Также авторы пришли к выводу, что эффективность рынка была нарушена, ссылаясь при этом на то, что корректировка цен акций после публикации положительных финансовых результатов стала занимать больше времени, чем до ужесточения регулирования.

В работе [16] авторы, проанализировав данные фондового рынка Гонконга за 1993–2003 гг., пришли к схожим выводам.

Авторы [19] исследовали широкую выборку выкупов акций и вторичных предложений акций на американском фондовом рынке в 1986–2011 гг. и пришли к выводу о наличии инсайдерской торговли перед данными типами событий.

8. Исследование взаимосвязи интенсивности инсайдерской торговли и жесткости ее регулирования

В свою очередь, существует целый пласт работ, посвященных непосредственно изучению влияния жесткости регулирования инсайдерской торговли на ее интенсивность. В работе [34] авторы изучили сделки M&A в 2000–2005 гг. в Великобритании и Греции и пришли к выводу о большей распространенности инсайдерской торговли на греческом рынке в силу более слабого регулирования: В Великобритании с 1985 г. действует закон, запрещающий корпоративным инсайдерам совершать сделки с акциями компании в течение двух месяцев, предшествующих событию, значительно влияющему на стоимость акций компании. Директиву ЕС, вводящую жесткие требования по раскрытию информации о торгах инсайдеров, обязательную для всех стран-членов ЕС, Греция ввела значительно позднее, в 2005 г., а действовавший до этого президентский указ от 1992 г. предусматривал значительно менее жесткие требования по раскрытию. На фондовом рынке Великобритании авторы обнаружили лишь незначительные избыточные доходности, зарабатываемые инсайдерами. Между тем, на фондовом рынке Греции рост избыточной доходности наблюдался, начиная с 7 дня до объявления о сделке, причем более половины роста совокупной избыточной доходности (65%) приходилось на период до анонсирования сделки. Авторы также обнаружили, что рост избыточной доходности сопровождался резким увеличением объема торгов.

Во еще одной работе [13] авторы исследовали 103 страны (87 из которых имели законодательство в сфере противодействия инсайдерской торговле) и обнаружили, что среднерыночные затраты на капитал (cost of equity) не изменяется после вступления законодательства в силу, а лишь после начала судебного преследования инсайдеров.

В одной из последних работ [18] авторы проанализировали инсайдерскую торговлю перед объявлением о сделках M&A на фондовом рынке США в 2001–2006 гг., используя методологию, схожую с той, что применялась в работе [35]. Авторы пришли к выводу, что ужесточение регулирования, начатое в начале 2000-х годов, привело к снижению интенсивности инсайдерской торговли. Так, за день до анонсирования сделки M&A избыточная доходность составляла 6,8%, после чего в день объявления о сделке происходил ее рост до 19,9% (13,3% и 25,3% в в работе [35] соответственно). Проанализировав объем торгов акциями, авторы обнаружили, что начиная с 5 дня до объявления о сделке объем превышал среднеисторический уровень в полтора – два раза. Также авторы обнаружили зависимость между интенсивностью нелегальной

инсайдерской торговли и размером компании. Таким образом, авторы делают вывод о том, что инсайдерская торговля все еще присутствует на американском фондовом рынке, но ее интенсивность уменьшилась по сравнению с американским рынком тридцатилетней давности, и в качестве причины называют введение более совершенного законодательства (табл. 2).

Таблица 2

Обзор зарубежных исследований недеклалируемой инсайдерской торговли перед сделками M&A (event study)

№	Статья	Рынок	Период	Окно события	CAR, % (Доля CAR)	Избыточный объем
1)	Mandelker, 1974	США	1948–1967	-	-	-
№	Статья	Рынок	Период	Окно события	CAR, % (Доля CAR)	Избыточный объем
2)	Keown, Pinkerton, 1981	США	1975–1978	(-125; -1)	13,3% (48%)	Рост объемов
3)	Jarrell, Poulsen, 1989	США	1981–1985	(-20; -1)	14,2% (44%)	-
4)	Meulbroek, 1992	США	1980–1989	-	6,9% (44%)	Превышение нормального уровня
5)	Clements, Singh, 2011	США	2001–2006	(-50; -1)	6,8% (34%)	Превышение нормального уровня в 1,5– 2 раза с 5 дня
6)	Jabbour, Jalilvand, Switzer, 2000	Канада	1985–1995	(-60; -1)	12,3% (68%)	Рост объемов
7)	Kavussanos, Tsounia, 2007	UK / Греция	2000–2005	(-60; -1)	-0,2% / 3,2% (7% / 65%)	Рост объемов за 2 недели
8)	Agarwal, Singh, 2006	Индия	1996–1999	(-50; -1)	39,5% (80%)	Рост объемов за 10 дней
9)	Jain, Sunderman, 2014	Индия	1996–2010	(-50; -1)	20,5% (85%)	-

Источник: анализ автора.

При анализе результатов обзора зарубежных исследований недеклалируемой инсайдерской торговли перед сделками M&A, приведенных выше в табл. 2, можно проследить постепенное снижение гроху-показателя интенсивности инсайдерской торговли, а именно доли совокупной избыточной доходности, реализованной до события, на рынке США с течением времени с 48% до 34%, что может быть связано с ужесточением регулирования. Также обращает на себя внимание значительное превышение данного показателя у Индии – страны, характеризующейся не самым строгим регулированием инсайдерской торговли (см. табл. 2). Затем результаты анализа декларируемой и недеклалируемой инсайдерской торговли из (табл. 1 и табл. 2) были нами проранжированы в зависимости от жесткости законодательства в стране в соответствии с данными из табл. 3. При этом в качестве показателя совокупной избыточной доходности мы использовали данные из наиболее последнего исследования. Результаты полученного анализа представлены в таблице ниже.

Таким образом, на основе анализа данных, представленных в табл. 3, можно говорить о том, что тренд на снижение интенсивности инсайдерской торговли по мере ужесточения регулирования в межстрановом разрезе прослеживается в результатах исследований как декларируемой, так и недеклалируемой инсайдерской торговли.

Ранжирование результатов исследований инсайдерской торговли в соответствии с жесткостью законодательства в сфере противодействия инсайдерской торговле (в порядке снижения жесткости регулирования)

№	Рынок	Интенсивность инсайдерской торговли (CAR, %)	
		Декларируемая	Недекларируемая
1)	США	0,0%	6,8%
2)	Южная Корея	-	-
3)	Китай	-	-
4)	Канада	-	12,3%
5)	Гонконг	0,5%	-
6)	Великобритания	0,8%	-0,2%
7)	Индия	-	20,5%
8)	Испания	2,1%	-
9)	Польша	2,7%	-
10)	Италия	3,4%	-

Источник: анализ автора.

9. Обзор российских исследований инсайдерской торговли

В последнее время было проведено несколько исследований инсайдерской торговли на российском рынке акций. При этом авторы этих работ исследовали недеклалируемую инсайдерскую торговлю. Анализ декларируемой инсайдерской торговли на российском фондовом рынке крайне затруднен в связи с тем, что в законодательстве РФ до последнего времени не было обязательного требования о публикации корпоративным инсайдерам сведений об операциях с ценными бумагами. Так, Сильва и Волкова в своей работе [45] применили индикатор информированной торговли (Volume Synchronized Probability of Informed Trading, VPIN) для анализа объема сделок, совершенного информированными трейдерами, перед приведением российских войск в боевую готовность 3 марта 2014 г., после которого индекс РТС упал на 14%, а падение индекса ММВБ составило 11%, что является самым большим падением индекса за последние пять лет. В рамках данного подхода на основе исторических данных оценивается тренд в динамике цены актива, на основе которого позднее рассчитывается процент участников рынка, желающих продать и купить данный актив. Затем вычисляется дисбаланс приказов как разница между количеством заказов на покупку и на продажу. Показатель VPIN представляет собой разницу между ожидаемым и фактическим дисбалансом, то есть показывает процент от общего объема торгов активом, который был совершен информированными трейдерами. Высокое значение данного показателя говорит о том, что рыночным игрокам известна инсайдерская информация. Авторы подсчитали, что средний объем информированных сделок с фьючерсами на индекс РТС в январе-марте 2014 г. составил 34%. Показатель VPIN для фьючерсов на индекс РТС достигал своего максимума в размере 54% за два торговых дня до приведения российских войск в боевую готовность. При этом аналогичный показатель по фьючерсам на индекс S&P 500 в 2008–2011 гг. составил 22,5%. Авторы обнаружили, что резкое увеличение информированной торговли за несколько дней до обвала наблюдалось в акциях, стоимость которых наиболее сильно упала 3 марта. Авторы проследили схожую тенденцию у многих отдельных акций из индекса: индикатор информированной торговли тоже достигал максимума перед падением акций. Чем сильнее входящая в индекс РТС акция упала 3 марта, тем сильнее был всплеск информированной торговли ею парой дней раньше. Также авторами статьи было проведено сравнение информированной торговли акциями и депозитарными расписками российских компаний. Они пришли к выводу, что показатель VPIN депозитарных расписок достигал своего максимума гораздо позже VPIN акций, что может говорить о концентрации информированной торговли в торгах российских ценных бумаг. Чиркова и Агамян

в своей работе [6] приходят к выводу о наличии инсайдерской торговли на российском фондовом рынке в период до объявления о сделках M&A в 2006–2013 гг. (средний CAR = 10,5% в день, предшествующий событию). При этом доля совокупной избыточной доходности, реализованная до события, составила 70%. Авторы также обнаружили, что объем торгов в 3-5 раз превышал нормальный уровень в течение 10 дней, предшествующих сделке M&A. Еще одной работой, посвященной изучению инсайдерской торговли на российском фондовом рынке, является [5]. В ней автор исследовал изменение стоимости компаний вокруг объявлений о наличии претензий со стороны ФАС и ФНС в 2004–2015 гг. Цебекова обнаружила совокупную избыточную доходность за 20 дней до даты предъявления претензии со стороны ФАС в размере -3,2%, при этом основная доля роста ACAR приходилась на 3-4 дня перед датой события и сделала вывод о наличии инсайдерских торгов в эти дни. Объем торгов акциями также был аномальным в эти дни. В свою очередь, совокупная аномальная доходность за 20 дней до предъявления налоговой претензии со стороны ФНС составила -2,6%. Большая доля роста ACAR при этом была реализована за 4–5 дней, предшествующих событию. Объем торгов акциями также начинал повышаться за 5 дней до предъявления налоговой претензии. На основе полученных результатов автор делает вывод о возможности утечек со стороны проверяющих органов на российском фондовом рынке (табл. 4).

Таблица 4

**Обзор исследований недеклалируемой инсайдерской торговли
 (event study) на российском фондовом рынке**

Статья	Период	Тип события	Окно события	CAR, % (Доля CAR)	Избыточный объем
Чиркова, Агамян, 2015	2006 – 2013	M&A	(-30; 0)	10,5% (70%)	Превышение норм. уровня в 3–5 раз начиная с 10 дня
Цебекова, 2016	2004 – 2015	Претензии ФАС/ ФНС	(-20; 0)	3,4% / 2,6% (95% / 87%)	Рост за 3 – 5 дней

Источник: анализ автора.

Заключение. Инсайдерская торговля изучалась в основном в работах зарубежных исследователей. В академической литературе существует два подхода к ее анализу: анализ декларируемой и недеклалируемой (нелегальной) инсайдерской торговли, в последнем используется информация о доказанных или предполагаемых случаях нелегальной инсайдерской торговли. Большинство авторов приходят к выводу о существовании инсайдерской торговли в период перед важными для компаний событиями, как на американском рынке, так и на рынках других развитых и развивающихся стран. Лишь авторы нескольких работ пришли к выводу об отсутствии признаков инсайдерской торговли (на таких развитых фондовых рынках, как рынки США, Великобритании, Норвегии и Гонконга). При анализе результатов эмпирических исследований инсайдерской торговли на американском фондовом рынке (как декларируемой, так и недеклалируемой) прослеживается падение показателя совокупной избыточной доходности/доли совокупной избыточной доходности, реализованной до события с течением времени, что является косвенным признаком снижения масштабов инсайдерской торговли по мере ужесточения регулирования в данной сфере. Ряд работ, исследующих данную взаимосвязь напрямую, приходят к выводу о наличии данной взаимосвязи, тем не менее, интенсивность инсайдерской торговли зависит не столько от наличия законодательства, сколько от его применения.

В российских академических исследованиях до недавнего времени вопрос наличия нелегальной инсайдерской торговли не изучался. Лишь в последнее время было проведено несколько исследований недеклалируемой инсайдерской торговли. Авторы всех исследований подтвердили наличие инсайдерской торговли на российском фондовом рынке.

Инсайдерская информация – это существенная, публично не раскрытая, служебная информация о компании, которая в случае ее обнародования, способна привести к значительному изменению рыночной стоимости ценных бумаг компании. Инсайдерская торговля – это тор-

говля акциями или другими ценными бумагами на основе инсайдерской информации. Торговля с использованием незаконной инсайдерской информацией подрывает доверие к фондовому рынку, ведет к падению объемов торгов и, в конечном итоге, к снижению общей ликвидности на рынке. Инсайдерская торговля является одним из основных рисков, влияющих на уровень экономической безопасности фондового рынка.

Пионером по борьбе с инсайдерской торговлей являются США: первое дело о нелегальной инсайдерской торговле было рассмотрено американским судом в 1903 г. В последнее время наблюдается мировая тенденция к ужесточению регулирования инсайдерской торговли: на настоящий момент законодательство по противодействию нелегальной инсайдерской торговле имеется в подавляющем большинстве развитых стран.

Законодательное регулирование инсайдерской торговли в РФ было введено значительно позднее по сравнению с развитыми странами: оно вводилось поэтапно начиная с 2010 г. При разработке данного законодательства российские законодатели опирались на директиву Европейского парламента и Совета Европейского Союза №2003/6/ЕС.

В академической литературе, посвященной изучению инсайдерской торговли, существует три основных блока изучаемых вопросов, а именно, анализ декларируемой инсайдерской торговли, анализ недеклаируемой (нелегальной) инсайдерской торговли и анализ влияния регулирования на интенсивность инсайдерской торговли. При этом большинство работ посвящено анализу американского фондового рынка.

Большинство авторов, исследующих декларируемую инсайдерскую торговлю, приходят к выводу, что инсайдеры могут получать положительную избыточную доходность как на развитых, так и на развивающихся рынках. Ряд исследователей обнаруживает отрицательную взаимосвязь между доходностью инсайдерской торговли и размером компании. Немногочисленные исследования доказанных случаев инсайдерской торговли также показали наличие избыточной доходности у инсайдеров. Их авторы подсчитали, что примерно половина совокупной избыточной доходности была реализована до дня объявления о событии. Авторы практически всех исследований недеклаируемой инсайдерской торговли обнаружили инсайдерскую торговлю перед объявлением о сделках M&A. При этом авторы отмечают, что в США в последнее время в среднем лишь треть роста избыточной доходности приходится на период до дня объявления о сделке.

Авторы всего лишь нескольких работ приходят к выводу об отсутствии признаков инсайдерской торговли. Так, авторы работы [31] не обнаружили признаков инсайдерской торговли на американском фондовом рынке, авторы [22] – на фондовом рынке Норвегии, а Кавусаннос и Тсуния в своей работе [34] – на фондовом рынке Великобритании. В свою очередь, авторы [48] не обнаружили признаков инсайдерской торговли акциями крупных компаний на фондовом рынке Гонконга, а авторы [37] – на американском фондовом рынке.

В некоторых работах была обнаружена взаимосвязь между интенсивностью инсайдерской торговли и жесткостью законодательства в сфере противодействия инсайдерской торговле. В работе [34] авторы, исследуя фондовые рынки Греции и Великобритании, пришли к выводу о том, что наличие интенсивной инсайдерской торговли на фондовом рынке Греции – это результат слабого регулирования инсайдерской торговли по сравнению с Великобританией. В свою очередь авторы [13] выявили, что интенсивности инсайдерской торговли зависит не столько от наличия законодательства, сколько от его применения. Аналогичная взаимосвязь прослеживается при анализе результатов эмпирических исследований как декларируемой, так и недеклаируемой инсайдерской торговли, причем как на уровне отдельных стран, ужесточивших регулирование (США, Гонконг), так и в межстрановом разрезе (интенсивность инсайдерской торговли в Индии значительно превосходит показатель США).

В последнее время было проведено несколько исследований недеклаируемой инсайдерской торговли на российском фондовом рынке, при этом авторы всех исследований пришли к выводу о наличии инсайдерской торговли. Полученные авторами результаты говорят о том, что законодательство в сфере регулирования инсайдерской торговли необходимо улучшать, в особенности на фондовых рынках развивающихся стран.

Литература

1. Зоилов К.Х. *Экономическая эволюция и эволюционная экономика*. – М.: ИПР РАН, 2003. – 156 с.

2. Петров В.В. Диагностирование инсайдерской торговли на российском фондовом рынке перед важными корпоративными событиями // *Корпоративные финансы*. 2016. Т. 10. № 4. С. 46-74.
3. Стратегия регионального развития в условиях инновационных преобразований экономики / В.З. Петросяни, С.В. Дохолян, Д.В. Петросяни, А.А. Баширова; под общ. Ред. д.э.н., проф. В.З. Петросяни; РАН; Дагестан. Науч. Центр; Ин-т соц.-экон. исследований. – Москва: Экономика, 2011. – 302 с.
4. Цветков В.А., Аносов А.В., Зоидов К.Х. Цикличность динамики финансового рынка в странах мирового экономического пространства в условиях нестабильности // *Региональные проблемы преобразования экономики*, 2014. - № 11(49). – С. 173-183.
5. Цебекова Л. Оценка влияния претензий налоговых и антимонопольных органов на рыночную стоимость компаний. Магистерская диссертация. НИУ ВШЭ. 2016.
6. Чиркова Е., Агамян Г. Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям «Экономический журнал ВШЭ». 2015. Т. 19. № 3. С. 395–422.
7. Чиркова Е.В., Петров В.В. Диагностирование инсайдерской торговли в период перед случаями административного давления на бизнес // *Корпоративные финансы*. 2015. Т. 36. № 4. С. 51-71.
8. Чиркова Е.В., Петров В.В. Диагностирование инсайдерской торговли в период конфликта акционеров ОАО «ВымпелКом» в 2005–2013 годах // *Экономическая политика*. 2015. Т. 10. № 2. С. 151-173.
9. Чиркова Е.В., Петров В.В. Диагностирование инсайдерской торговли акциями и депозитарными расписками российских компаний // *Экономический журнал ВШЭ*. 2017. Т. 21. № 3. С. 283–311.
10. Agarwal M., Singh H. Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation, *Investment Management and Financial Innovations*. 2006. Vol. 3. No 1. pp. 140–154.
11. Bajo E., Petracci B. Do what insiders do: Abnormal performances after the release of insiders' relevant transactions. *Studies in Economics and Finance*. 2006. Vol. 23. №2 pp. 94–118.
12. Bhattacharya U., Dauk H. The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. No 1. pp. 75–180.
13. Biesta A., Doeswijk Q., Donker A. The profitability of insider trades in the Dutch stock market. *VBA Journal*. 2004. Vol 19. №4. pp. 15–23.
14. Chakravarty S., McConnell J. An analysis of prices, bid/ask spreads, and bid and ask depths surrounding Ivan Boesky's illegal trading in Carnation's stock. *Financial Management*. 1997. Vol. 26. № 2. pp. 18-34.
15. Cheng L., Davidson W., Leung T. Insider trading returns and dividend signals. *International Review of Economics & Finance*. 2011. Vol. 20. No 3. pp. 421–429.
16. Cheuk M.-Y., Fan D. K., So R. W. Insider Trading in Hong Kong: Some Stylized Facts. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2006. Vol. 14. No 1. pp. 73–90.
17. Clements M., Singh H. An Analysis of Trading in Large Stocks before Successful Takeover Announcements. *Journal of Multinational Financial Management*. 2011. Vol. 21. No 1. pp. 1–17.
18. Cziraki P., Lyandres E., Michaely R. What do insiders know? Evidence from insider trading around share repurchases and SEOs. SSRN Working Paper. 2017 URL: https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2732969.
19. Degrupe H., Jong F., Lefebvre J. An Empirical Analysis of Legal Insider Trading in the Netherlands. *De Economist*. 2014. Vol. 162. No 1. pp. 71–103.
20. Del Brio E. B., Miguel A., Perote J. An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2002. Vol. 42. No 1. pp. 73–94.
21. Eckbo E. B., Smith D. The Conditional Performance of Insider Trades. *The Journal of Finance*. 1999. Vol. 53. No 2. pp. 467–498.
22. Etebari A., Tuirani-Rad A., Gilbert A. Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2004. Vol. 12. No 5. pp. 479–502.
23. Fidrmuc J., Goergen M., Renneboog L. Insider Trading, News Releases and Ownership Concentration. *Journal of Finance*. 2006. Vol. 61. No 6. pp. 2931–2973.
24. Finnerty J. Insiders and Market Efficiency. *Journal of Finance*. 1976. Vol. 31. No 4. pp. 1141–1148.
25. Gurgul H., Majdosz P. The Informational Content of Insider Trading Disclosures: Empirical Results for the Polish Stock Market. *Central European Journal of Operations Research*. 2007. Vol. 15. No 1. pp. 1–19.
26. Jabbour A. R., Jalilvand F., Switzer J. Pre-Bid Price Run-Ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*. 2000. Vol. 9. No 1. pp. 404–422.
27. Jaffe J. F. Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business*. 1974b. Vol. 47. No 3. pp. 410–428.
28. Jaffe J. F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science*. 1974a. Vol. 5. No 1. pp. 93–121.
29. Jain P., Sunderman A. Stock price movement around the merger announcements: insider trading or market anticipation? *Managerial Finance*. 2014. Vol. 40. No 8. pp. 821–843.
30. Jarrell A. G., Poulsen A. 1989. Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation. *Journal of Law, Economics, & Organization*. 1989. Vol. 5. No 2. pp. 225–248.
31. John K., Lang L. Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. No 4. pp. 1361–1389.
32. Kabir R., Vermaelen T. Insider trading restrictions and the stock market: evidence from the Amsterdam Stock Exchange. *European Economic Review*. 1996. Vol. 40 №8. pp. 1591-1603.
33. Kavussanos, M., Tsounia A. Merger announcements and insider trading activity: An empirical comparative investigation in LSE and ASE, in 4th Applied Finance and Economics Conference (AFE). 2007. URL: http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2006-Madrid/papers/604241_full.pdf.
34. Keown A., Pinkerton J. Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation.

- The Journal of Finance*. 1981. Vol. XXXVI, No 4. pp. 140–154.
35. King M., Roell. A. *Insider Trading, Economic Policy*. 1988. Vol. 6. pp. 855–869.
36. Lakonishok J., Lee I. *Are Insider Trades Informative? The Review of Financial Studies*. 2001. Vol. 14. No 1. pp. 79–111.
37. Lin J., Howe J. *Insider trading in the OTC market. Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. №45. pp.1273-1284.
38. Mandelker G., *Risk and return: The case of merging firms. Journal of Financial Economics*. 1974. Vol. 1. No 4. pp. 303–335.
39. Meulbroek L. *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. The Journal of Finance*. 1992. Vol. XLVII, No 5. pp. 1661–1699.
40. Meulbroek L., Hart C. *The Effect of Illegal Insider Trading on Takeover Premia. Review of Finance*. 1997. Vol. 1. No 1. pp. 51–80.
41. Pope P. F., Morris R. C., Peel D. A. *Insider Trading, Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain. Journal of Business Finance and Accounting*. 1990. Vol. 17. No 3. pp. 359–380.
42. Rozeff M., Zaman M. *Market Efficiency and Insider Trading. The Journal of Business*. 1988. Vol. 61. No 1. pp. 25–44.
43. Seyhun N. H. *Insiders' Profits, Costs of Trading and Market Efficiency. Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 16. No 2. pp. 189–212.
44. Silva F., Volkova E. *Can VPIN Forecast Geopolitical Events? An Application to the Crimean Crisis. Working Paper*. 2014. Available at: http://www.quantresearch.info/VPIN_Geopolitical.pdf.
45. Wesley R. *Run EDGAR Run: SEC Dissemination in a High-Frequency World. URL: http://blog.alphaarchitect.com/*.
46. Wisniewski T.P., Bohl M. *The Information Content of Registered Insider Trading under Lax Law Enforcement, International Review of Law and Economics*. 2005. Vol. 25. No 2. pp. 169–185.
47. Wong M., Chung Y. L., Wu L. F. *Insider Trading in the Hong Kong Stock Market. Asia-Pacific Financial Markets*. 2000. Vol. 7. No 3. pp. 275–288.
48. Zingg A., Lang S., Wytenbach D. *Insider Trading in the Swiss Stock Market, Schweizerische Zeitschrift fur Volkswirtschaft und Statistik*. 2007. Vol. 143. No 1. pp. 333–364.

References:

- Zoidov K.Kh. *Economic evolution and evolutionary economy*. - Moscow: IPR RAS, 2003. - 156 p.
- Petrov V.V. *Diagnostics of insider trading on the Russian stock market before important corporate events // Corporate Finance*. 2016. T. 10. № 4. P. 46-74.
- Strategy of regional development in conditions of innovative economic transformations / V.Z. Petrosyants, S.V. Doholian, D.V. Petrosyants, A.A. Bashirova; under the Society. Ed. Doctor of economic sciences, prof. V.Z. Petrosyants; RAS; Dagestan. Scientific. Centr; Institute of Soc.-Econ. research. - Moscow: The Economy, 2011. - 302 p.
- Tsvetkov V.A., Anosov A.V., Zoidov K.Kh. *Cyclicality of financial market dynamics in countries of the world economic space under conditions of instability // Regional problems of economic transformation, 2014. - № 11 (49). - C. 173-183.*
- Tsebekova L. *Evaluation of the impact of claims of tax and antimonopoly bodies on the market value of companies. Master's dissertation. HSE. 2016.*
- Chirkova E., Aghamyan G. *Insider trading on the Russian stock market before announcements on mergers and acquisitions transactions Economic Journal of the Higher School of Economics"2015. T. 19. № 3. P. 395-422.*
- Chirkova E.V., Petrov V.V. *Diagnostics of insider trading in the period before the cases of administrative pressure on business // Corporate Finance*. 2015. P. 36. № 4. P. 51-71.
- Chirkova E.V., Petrov V.V. *Diagnostics of insider trading during the conflict of shareholders of OJSC VimpelCom in 2005-2013 // Economic Policy*. 2015. T. 10. № 2. P. 151-173.
- Chirkova E.V., Petrov V.V. *Diagnostics of insider trading in shares and depository receipts of Russian companies // Economic Journal of the Higher School of Economics*. 2017. Vol. 21. No. 3. P. 283-311.
- Agarwal M., Singh H. *Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation, Investment Management and Financial Innovations*. 2006. Vol. 3. No 1. pp. 140–154.
- Bajo E., Petracci B. *Do what insiders do: Abnormal performances after the release of insiders' relevant transactions. Studies in Economics and Finance*. 2006. Vol. 23. №2 pp. 94–118.
- Bhattacharya U., Dauk H. *The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. No 1. pp. 75–180.
- Biesta A., Doeswijk Q., Donker A. *The profitability of insider trades in the Dutch stock market. VBA Journaal*. 2004. Vol 19. №4. pp. 15–23.
- Chakravarty S., McConnell J. *An analysis of prices, bid/ask spreads, and bid and ask depths surrounding Ivan Boesky's illegal trading in Carnation's stock. Financial Management*. 1997. Vol. 26. № 2. pp. 18-34.
- Cheng L., Davidson W., Leung T. *Insider trading returns and dividend signals. International Review of Economics & Finance*. 2011. Vol. 20. No 3. pp. 421–429.
- Cheuk M.-Y., Fan D. K., So R. W. *Insider Trading in Hong Kong: Some Stylized Facts. Pacific-Basin Finance Journal*. 2006. Vol. 14. No 1. pp. 73–90.
- Clements M., Singh H. *An Analysis of Trading in Large Stocks before Successful Takeover Announcements. Journal of Multinational Financial Management*. 2011. Vol. 21. No 1. pp. 1–17.
- Cziraki P., Lyandres E., Michaely R. *What do insiders know? Evidence from insider trading around share repurchases and SEOs. SSRN Working Paper*. 2017 URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?>

abstract_id=2732969.

19. Degruse H., Jong F., Lefebvre J. *An Empirical Analysis of Legal Insider Trading in the Netherlands*. *De Economist*. 2014. Vol. 162. No 1. pp. 71–103.
20. Del Brio E. B., Miguel A., Perote J. *An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2002. Vol. 42. No 1. pp. 73–94.
21. Eckbo E. B., Smith D. *The Conditional Performance of Insider Trades*. *The Journal of Finance*. 1999. Vol. 53. No 2. pp. 467–498.
22. Etebari A., Tuirani-Rad A., Gilbert A. *Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand*. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2004. Vol. 12. No 5. pp. 479–502.
23. Fidrmuc J., Goergen M., Renneboog L. *Insider Trading, News Releases and Ownership Concentration*. *Journal of Finance*. 2006. Vol. 61. No 6. pp. 2931–2973.
24. Finnerty J. *Insiders and Market Efficiency*. *Journal of Finance*. 1976. Vol. 31. No 4. pp. 1141–1148.
25. Gurgul H., Majdosz P. *The Informational Content of Insider Trading Disclosures: Empirical Results for the Polish Stock Market*. *Central European Journal of Operations Research*. 2007. Vol. 15. No 1. pp. 1–19.
26. Jabbour A. R., Jalilvand F., Switzer J. *Pre-Bid Price Run-Ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions*. *International Review of Financial Analysis*. 2000. Vol. 9. No 1. pp. 404–422.
27. Jaffe J. F. *Special Information and Insider Trading*. *The Journal of Business*. 1974b. Vol. 47. No 3. pp. 410–428.
28. Jaffe J. F. *The Effect of Regulation Changes on Insider Trading*. *The Bell Journal of Economics and Management Science*. 1974a. Vol. 5. No 1. pp. 93–121.
29. Jain P., Sunderman A. *Stock price movement around the merger announcements: insider trading or market anticipation?* *Managerial Finance*. 2014. Vol. 40. No 8. pp. 821–843.
30. Jarrell A. G., Poulsen A. *1989, Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation*. *Journal of Law, Economics, & Organization*. 1989. Vol. 5. No 2. pp. 225–248.
31. John K., Lang L. *Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. No 4. pp. 1361–1389.
32. Kabir R., Vermaelen T. *Insider trading restrictions and the stock market: evidence from the Amsterdam Stock Exchange*. *European Economic Review*. 1996. Vol. 40 №8. pp. 1591-1603.
33. Kavussanos, M., Tsounia A. *Merger announcements and insider trading activity: An empirical comparative investigation in LSE and ASE, in 4th Applied Finance and Economics Conference (AFE)*. 2007. URL: http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2006-Madrid/papers/604241_full.pdf.
34. Keown A., Pinkerton J. *Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*. *The Journal of Finance*. 1981. Vol. XXXVI, No 4. pp. 140–154.
35. King M., Roell. A. *Insider Trading, Economic Policy*. 1988. Vol. 6. pp. 855–869.
36. Lakonishok J., Lee I. *Are Insider Trades Informative?* *The Review of Financial Studies*. 2001. Vol. 14. No 1. pp. 79–111.
37. Lin J., Howe J. *Insider trading in the OTC market*. *Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. №45. pp.1273-1284.
38. Mandelker G., *Risk and return: The case of merging firms*. *Journal of Financial Economics*. 1974. Vol. 1. No 4. pp. 303–335.
39. Meulbroek L. *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*. *The Journal of Finance*. 1992. Vol. XLVII, No 5. pp. 1661–1699.
40. Meulbroek L., Hart C. *The Effect of Illegal Insider Trading on Takeover Premia*. *Review of Finance*. 1997. Vol. 1. No 1. pp. 51–80.
41. Pope P. F., Morris R. C., Peel D. A. *Insider Trading, Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain*. *Journal of Business Finance and Accounting*. 1990. Vol. 17. No 3. pp. 359–380.
42. Rozeff M., Zaman M. *Market Efficiency and Insider Trading*. *The Journal of Business*. 1988. Vol. 61. No 1. pp. 25–44.
43. Seyhun N. H. *Insiders' Profits, Costs of Trading and Market Efficiency*. *Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 16. No 2. pp. 189–212.
44. Silva F., Volkova E. *Can VPIN Forecast Geopolitical Events? An Application to the Crimean Crisis*. *Working Paper*. 2014. Available at: http://www.quantresearch.info/VPIN_Geopolitical.pdf.
45. Wesley R. *Run EDGAR Run: SEC Dissemination in a High-Frequency World*. URL: <http://blog.alphaarchitect.com/>.
46. Wisniewski T.P., Bohl M. *The Information Content of Registered Insider Trading under Lax Law Enforcement*, *International Review of Law and Economics*. 2005. Vol. 25. No 2. pp. 169–185.
47. Wong M., Chung Y. L., Wu L. F. *Insider Trading in the Hong Kong Stock Market*. *Asia-Pacific Financial Markets*. 2000. Vol. 7. No 3. pp. 275–288.
48. Zingg A., Lang S., Wyttenbach D. *Insider Trading in the Swiss Stock Market*, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*. 2007. Vol. 143. No 1. pp. 333–364.