

Экономический журнал ВШЭ. 2015. Т. 19. № 3. С. 395–422.  
*HSE Economic Journal*, 2015, vol. 19, no 3, pp. 395–422.

## **Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлениями о сделках по слияниям и поглощениям**

**Чиркова Е.В., Агамян Г.Р.**

В России до последнего времени было предусмотрено только административное наказание за незаконную инсайдерскую торговлю, применявшееся крайне редко, и инсайдерская торговля на нашем рынке была широко распространена. В 2010 г. вступил в силу закон об инсайдерской торговле (Федеральный закон от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»), который предусматривает уголовную ответственность за ее незаконное ведение. Выявление случаев, в которых можно подозревать наличие инсайдерской торговли на российском фондовом рынке, и сравнение ее масштабов с другими странами являются актуальными, в том числе и для оценки эффективности действия принятого закона.

Исследования инсайдерской торговли на развитых и развивающихся рынках показывают, что, в среднем, инсайдеры зарабатывают положительную избыточную доходность на сделках с акциями, предшествующих важным корпоративным событиям, и на развивающихся рынках эта доходность выше. Одной из разновидностей таких событий являются сделки слияний и поглощений. Прослеживается связь между жесткостью законодательства и масштабами инсайдерской торговли.

Исследование проводилось на 36 сделках по слияниям и поглощениям на российском фондовом рынке, осуществленных в 2006–2013 гг. Было установлено, что в период до анонсирования сделки имеют место положительные значения средней кумулятивной избыточной доходности (ACAR), которые достигают 15,0% в день объявления о сделке. Эти значения статистически значимы со дня –12 на однопроцентном уровне значимости. На

---

**Чиркова Елена Владимировна** – к.э.н., доцент кафедры экономики и финансов фирмы экономического факультета НИУ ВШЭ. E-mail: elenachirkova@hotmail.com

**Агамян Гурген Рафаелович** – выпускник магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» экономического факультета НИУ ВШЭ, финансовый аналитик ООО «Адванс Капитал». E-mail: gurgen.agamian@gmail.com

Статья получена: октябрь 2014 г./ Статья принята: июнь 2015 г.

период до объявления (появления слухов) о сделке приходится две трети роста ACAR, тогда как в США – только треть. Средние избыточные объемы торгов акциями (AAV) также положительны. Резкое увеличение AAV наблюдается за последние пять дней перед сделкой. По мере приближения дня сообщения о сделке величина AAV увеличивается, достигая своего максимума (382% от уровня базового дня) за день до сообщения о сделке. Наличие положительных значений ACAR и AAV свидетельствуют о том, что на рынок поступала информация о предстоящих сделках до официального сообщения о них и даже до публичного появления слухов, т.е. о наличии инсайдерской торговли.

**Ключевые слова:** избыточная доходность; инсайдерская торговля; слияния и поглощения; фондовый рынок.

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 было предусмотрено только административное наказание за незаконную инсайдерскую торговлю, да и оно применялось крайне редко. В результате, как отмечают участники рынка, инсайдерская торговля на нашем рынке была широко распространена. В июле 2010 г. вступил в силу Федеральный закон от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который предусматривает административную и уголовную ответственность за незаконную инсайдерскую торговлю. В связи с этим актуальны как выявление случаев, в которых можно подозревать наличие инсайдерской торговли на российском фондовом рынке, так и сравнение ее масштабов с другими странами.

## **1. Отношение к инсайдерской торговле и ее регулирование в мире и России**

Инсайдерская информация – это существенная публично не раскрытая служебная информация компании, обнаружение которой способно повлиять на стоимость ее ценных бумаг. Она может включать информацию о готовящейся смене руководства, новой стратегии, подготовке к выпуску нового продукта, внедрению новой технологии, об успешных переговорах о слиянии компаний, продаже контрольного пакета акций, о финансовых результатах, о готовящемся тендерном предложении и т.д. Инсайдерами, как правило, являются руководство и другие сотрудники компании, лица, с которыми компания может в процессе работы обмениваться соответствующими сведениями, например, адвокаты, финансовые консультанты, аудиторы, банкиры и пр.

Незаконная инсайдерская торговля нарушает важнейшие принципы корпоративного управления – равные права всех акционеров одной категории, запрет на операции отдельных акционеров и менеджеров в собственных интересах, базирующиеся на использовании служебного положения. У крупных акционеров возникает стимул зарабаты-

вать на «подсказках» (*tips*) со стороны менеджеров, а не на затратном мониторинге их действий. Кроме того, нелегальная инсайдерская торговля подрывает доверие к фондовому рынку в целом, так как создает на нем неравные условия игры, и может привести к уходу с рынка категорий инвесторов, не имеющих к ней доступа. Это, в свою очередь, приводит к низким объемам торгов и низкой ликвидности на рынке. Плохой мониторинг действий менеджеров и низкая ликвидность являются причинами высокой стоимости привлечения капитала. Тем не менее позитивное влияние инсайдерской торговли на фондовый рынок состоит в том, что она способствует более быстрому выявлению справедливой стоимости акций.

Ужесточение законодательства по инсайдерской торговле и контроля над его соблюдением – относительно недавняя тенденция. Вплоть до конца 1980-х даже в большинстве европейских стран инсайдерская торговля регулировалась крайне слабо [Posen, 1991]. В настоящее время в большинстве стран действуют законы, направленные против использования инсайдерской информации в целях извлечения несправедливой прибыли (см. табл. 1). Запреты устанавливаются не только на уровне законов, но и при помощи кодексов корпоративного управления и других документов рекомендательного характера. Исследование, проведенное в 103 странах, показало, что количество стран, в которых инсайдерская торговля регулируется, выросло с 34 в 1990 г. до 87 в 1998 г., а контроль за соблюдением законодательства (его наличие оценивалось по наличию судебных дел) в эти годы существовал в 9 и 38 странах соответственно [Bhattacharya, Daouk, 2002].

Таблица 1.

#### Противодействие инсайдерской торговле на ведущих фондовых биржах

Лондон	Запрет на инсайдерскую торговлю и манипулирование ценами зафиксирован в Акте о финансовых услугах и рынках (The Financial Services and Markets Act, 2000), его нарушение подпадает под действие закона об уголовных нарушениях
Нью-Йорк	Наиболее передовое законодательство по борьбе с инсайдом. Ряд прецедентов, ограничивающих возможности членов совета директоров и крупных акционеров. Договор между NYSE, FINRA и еще 10 биржами о борьбе с инсайдом
Гонконг	Более жесткие требования к инсайдерской торговле (торговля акциями менеджментом), чем в США
Сингапур	Одно из самых строгих законодательств против инсайдерской торговли (в рамках Закона о ценных бумагах и фьючерсах)
Франкфурт	Строгое законодательство против инсайдерской торговли (с 1994 г.), вопрос находится в ведении прокуратуры, нет биржевого органа
Мумбаи	Закон о Запрещении инсайдерской торговли, введенный в 1992 г., использование специальной системы проверки биржевой динамики
Шанхай	С 2008 г. вступило в силу новое дополнение к законодательству, регулирующему ответственность на финансовых рынках, которое ужесточает требования к проверке торговых операций с акциями

Источник: [МЭР РФ, 2009].

В Соединенных Штатах первое дело об инсайдерской торговле было рассмотрено судом в 1903 г., однако достаточно полной законодательной базы для борьбы с такими правонарушениями не существовало вплоть до введения «Закона о ценных бумагах и биржах» 1934 г., раздел 16 которого регулирует инсайдерскую торговлю. По мнению автора работы [Jaffe, 1974a], в США инсайдерская торговля на практике практически не наказывалась до конца 1961 г., когда государство возбудило дело против компании Cadu, Roberts & Co и Роберта Гинтела, которого компания снабжала инсайдерской информацией до ее обнародования. В 1980 г. в Закон о ценных бумагах была внесена поправка, которая отменила ранее обязательное для предъявления обвинения требование о наличии фидуциарных обязательств между продавцом и покупателем: до этого члены советов директоров разных компаний могли обмениваться инсайдерской информацией друг с другом и легально торговать акциями чужих компаний.

Запрет на осуществление инсайдерских сделок в США распространяется на продажу и покупку ценных бумаг, зарегистрированных на национальных фондовых биржах, как на официальном и внебиржевом рынках, так и напрямую между частными лицами. Запрет распространяется на существенную и не раскрываемую публично информацию. Под существенной понимается информация, раскрытие которой имеет первостепенное значение для принятия инвестиционных решений с точки зрения разумного инвестора. Под инсайдерами понимаются субъекты, располагающие такой закрытой информацией, субъекты, связанные фидуциарными обязательствами с владельцем информации, и субъекты, получающие доступ к публично не раскрываемой информации. Инсайдерам запрещается заключать финансовые сделки на основе закрытой информации; раскрывать такую информацию третьим лицам; предлагать третьим лицам заключать сделки на основе такой информации; побуждать третьих лиц к совершению сделок.

В ЕС регулирование инсайдерской торговли на европейском уровне было введено с принятием Директивы ЕС 89/592 в ноябре 1989 г. (Directive 89/592/EEC of the Council coordinating regulations on insider dealing, 1989). Данная директива касалась только инсайдерских сделок, но не манипулирования рынком, была признана ограниченной и неполной, и 28 января 2003 г. была заменена на новую – 2003/6, предусматривающую регулирование в отношении обоих типов злоупотреблений на рынке (Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), 2003). Согласно Директиве 2003/6, ответственность распространяется на лиц, использующих инсайдерскую информацию для совершения операций с соответствующими ценными бумагами. Помимо совершения сделок директива запрещает фактическую передачу информации и предоставление рекомендаций на ее основе без ее раскрытия. Запрет торговать акциями распространяется на лиц, получающих информацию о целесообразности покупки ценных бумаг, они представляют собой не прямых инсайдеров. Инсайдерами признаются не только физические, но и юридические лица (пенсионные, инвестиционные фонды и т.п.).

Кроме запретных механизмов используются также превентивные, направленные на предотвращение инсайдерской торговли. Наиболее радикальным инструментом для борьбы с инсайдерской торговлей является раскрытие информации. Все большее число законодательных актов склоняется в пользу максимально раннего раскрытия информации. Часто решение о раскрытии или нераскрытии информации является довольно трудным: слишком раннее раскрытие информации может поставить под угрозу саму сделку.

Однако информация о переговорах по вопросу возможного поглощения должна раскрываться, как только заключение сделки приобретает вероятный характер.

Другим превентивным механизмом является обязательство для членов органов управления компаний раскрывать информацию о своих операциях с ценными бумагами компании. Регулятор должен получать отчет обо всех сделках, совершенных членами наблюдательного совета или правления, кроме того, такая информация должна также раскрываться публично. Такое раскрытие практикуется в США с 1930-х годов. Сделки инсайдеров дают представление о том, какого мнения придерживаются инсайдеры о будущем компании.

Еще одним механизмом, который также может способствовать предотвращению злоупотреблений на рынке в целом, является введение обязанности для финансовых посредников сообщать регулятору обо всех случаях, когда у них есть основания подозревать клиентов в совершении инсайдерских сделок. Типичным случаем может быть ситуация, когда бизнесмен, который никогда не был активным инвестором, вдруг отдает приказ о покупке или продаже существенного числа ценных бумаг. Другие необычные обстоятельства – очень срочное исполнение большого по объему приказа.

Все большее число компаний также принимают добровольные внутренние правила, направленные на предотвращение или, по меньшей мере, ограничение риска инсайдерской торговли. Эти правила обычно включаются во внутренний «кодекс этики» и применяются к членам совета директоров и высшего руководства. Добровольными кодексами могут предусматриваться различные санкции: увольнение без предупреждения, штраф, публичный выговор.

Традиционная методика отслеживания инсайдерских сделок основана на выявлении резких изменений в динамике цены и/или изменений объема торгов и существенного превышения средних объемов за данный период времени. Это не позволит выявить осторожного инсайдера, который отдает небольшие приказы, но обычно инсайдеры не отличаются умеренностью и редко могут удержаться от размещения крупных приказов, часто ведущих к скачку цен. При обнаружении аномалий регулятор рынка начинает расследование с целью установить, кто отдавал крупные приказы на совершение сделок с бумагой. Брокеры, проводившие активные торги в данный период, должны предоставить ему информацию по всем или по самым крупным приказам. Получив информацию о лице, отдавшем приказ, регулятор пытается связать его с проведенной операцией: не является ли он директором компании, не принимал ли он участие в переговорах, предшествовавших сделке, не является ли он сотрудником банка, входившим в переговорную группу? На возможную принадлежность к сделке проверяются также члены семьи подозреваемого и другие люди, с которыми он связан, например, члены советов директоров или члены гольф-клуба, в которые входит подозреваемый...

Меры, принимаемые по результатам этих расследований, в значительной степени зависят от национального законодательства. В некоторых странах может последовать уголовное наказание. В США нелегальная инсайдерская торговля трактуется как тяжкое преступление. Например, согласно данным юридической компании Morrison & Foerster, в 2013 г. в США имели место 43 обвинения в нелегальной торговле, в результате которых в отношении 20 лиц и/или компаний было применено уголовное наказание [Morrison & Foerster LLP, 2013]. Другая форма санкций – административные санкции типа штрафов. При этом не требуется доказывание определенных элементов состава преступления, осо-

бенно «преднамеренности» действий. Обычно размер штрафа установлен на уровне трех- или пятикратного размера незаконной прибыли, полученной инсайдером.

Итак, законодательство США относительно инсайдерской торговли является одним из наиболее жестких в мире, для США характерно большое число судебных дел, законы ЕС по-прежнему более лояльны, но мировым трендом является ужесточение законодательства, регулирующего инсайдерскую торговлю.

До последнего времени российское законодательство вместо термина «инсайдерская информация» использовало понятие «служебная информация», а основным правовым актом, регулировавшим данную сферу, был Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». В определении служебной информации отсутствует очень важный признак инсайдерской информации, который и является основанием введения государством запрета на совершение сделок с ее использованием, а именно ее материальность, существенность для принятия инвесторами решения в отношении цены ценных бумаг эмитента. Кроме того, поскольку данный закон определяет исчерпывающий перечень лиц, располагающих служебной информацией, то он делает невозможным привлечение к ответственности третьих лиц, получивших служебную информацию от инсайдеров и использовавших ее для заключения сделок на рынке ценных бумаг. Согласно данному закону, к правонарушителям возможно применение только дисциплинарных, административных и гражданско-правовых санкций.

Участники рынка отмечали, что инсайдерская торговля в России была широко распространена. Например, летом 2011 г. управляющий директор УК «БКС» Владимир Солдухин заявил газете «Ведомости», что «...каждое крупное событие на рынке предвращается движениями по тому или иному эмитенту, и инсайд откровенно используется...» (Цит. по: [Трифонов, 2011]).

Согласно мнению авторов работы [Ваулин, Федотов, Емельянов, 2010], под подозрение в инсайдерской торговле попадают, например, такие масштабные эпизоды, как массовая скупка акций «ЮКОСа», вызвавшая рост их цены на 24% в течение двух недель до объявления (22 апреля 2003 г.) о его слиянии с «Сибнефтью», рост на 12% цен акций «Росбанка» в июне 2006 г. накануне объявления о сделке о покупке 10% его акций банком Societe Generale, рост на 5,7% цены акций «Полус Золота» в середине сентября 2006 г. – незадолго до объявления о выкупе компанией своих ценных бумаг на 1 млрд долл. Аналитики также относят к инсайдерской торговле на фондовом рынке России резкий (на 2%) рост многих акций российских эмитентов и фондовых индексов бирж РТС и ММВБ непосредственно перед обнародованием информации о повышении кредитного рейтинга России агентством Standard&Poors в 2004 г.

Норвежская компания «Telenor», крупный акционер компании «Вымпелком», обвинила в инсайдерской торговле другого ее крупного акционера – компанию «Altimo», входящую в «Альфа-Груп» [Дзядко, 2007]. В работе [Чиркова, Петров, 2015] наличие инсайдерской торговли на новостях в отношении конфликта «Altimo» и «Telenor» было подтверждено.

2 декабря 2010 г. была анонсирована сделка по покупке 66% акций компании «Вимм-Билль-Данн» (ВБД) компанией «PepsiCo» за 3,8 млрд долл. С учетом казначейских акций и без учета долга компания была оценена в 5,8 млрд долл., т.е. со значительной премией к рыночной капитализации, которая (с учетом казначейских акций) на 1 декабря 2010 г. составляла 4,3 млрд долл. по цене АДР и 3,2 млрд долл. по цене акций, котирую-

щихся в России. Соответственно, премия составила 35% к цене АДР и 80% к цене на российских биржах. 8 декабря 2010 г. SEC подала в суд Южного округа Нью-Йорка иск против неопределенных лиц, которые, по ее утверждению, получили 2,7 млн долл. незаконной прибыли, купив на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) 400 000 депозитарных расписок ВБД до того, как «PepsiCo» объявила о покупке акций российской компании. Объявление состоялось 2 декабря, а бумаги скупались 29 ноября – 1 декабря. Операции велись со счета в SG Private Banking в Женеве (входит в группу Societe Generale) и в указанный период времени составили от 13 до 23% совокупного объема торгов бумагами ВБД на NYSE [Резник, Оверченко, 2011]. В работе [Агамян, 2013] были обнаружены статистически значимые (на уровне значимости 1%, 5% или 10%) положительные значения AR в 12-дневном периоде перед сделкой, что сигнализирует о наличии инсайдерской торговли. Однако положительные значения CAR наблюдались лишь со дня (-4), причем на незначительном уровне (не более 6%), и лишь в день 0 наблюдался резкий рост значений CAR до 47,4%.

В конце 2009 г. Министерством экономического развития Российской Федерации была принята «Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации», а в июле 2009 г. распоряжением Правительства Российской Федерации был утвержден «План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации». Одним из необходимых шагов указанного плана стало принятие в июле 2010 г. Федерального закона от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который вступил в силу 27 января 2011 г.

Документ дает определение инсайдерской информации, определяет круг лиц, относящихся к инсайдерам, вводит механизмы контроля за использованием инсайдерской информации, устанавливает требования к ее раскрытию и связанные с ним права и обязанности эмитентов и организаторов торговли. В частности, эмитенты обязываются вести списки инсайдеров. Закон уточняет требования к внутреннему контролю участников финансового рынка и нормам работы сотрудников регулирующих органов. Согласно определению инсайдерской информации, принятому в законе, – это точная и конкретная информация, которая не была ранее известна и распространение которой сможет оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и товаров.

Закон предусматривает административную и уголовную ответственность за умышленное неправомерное использование инсайдерской информации. Административная ответственность была введена с 27 июля 2011 г., уголовная – с 27 июля 2013 г. В Уголовный кодекс РФ была введена ст. 185.6 «Неправомерное использование инсайдерской информации», предусматривающая ответственность либо в виде крупного штрафа, доходящего до трехкратного годового дохода признанного виновным, либо лишение свободы на срок от двух до четырех лет с меньшим штрафом, а также лишение права занимать определенные должности либо заниматься определенной деятельностью на срок до трех лет.

Введение закона, по всей видимости, не остановило инсайдеров. Так, 30 июля 2013 г. «Уралкалий» принял решение отказаться от общего экспорта с «Беларуськалием» (БКК), т.е. фактически объявил о начале демпинга на рынке, и в день появления новости

подешевели как акции «Уралкалия» (почти на 20%), так и других мировых производителей калия, которые в совокупности потеряли 18,7 млрд долл. Незадолго до этих событий крупные миноритарии «Уралкалия» совершили крупные сделки по продаже акций компании: Александр Несис продал 5,1% акций на сумму около 850 млн долл., Зелимхан Муцоев продал свой пакет (6,43% акций) самой компании примерно за 1,3 млрд долл. Продав акции до обнародования материальной новости, бизнесмены избежали потерь в размере около 400 млн долл. [Ковалева, 2013].

На сентябрь 2013 г. регулятором был выявлен единственный случай инсайдерской торговли: в начале июля 2013 г. ФСФР доказала, что один из топ-менеджеров концерна «Калина» приобретал его акции накануне сделки с «Unilever», причем в первое время акции покупались непосредственно на бирже на его имя. Кроме того, бумаги покупались и на внебиржевом рынке посредством иностранной компании. Инсайдеры начали их скупку еще задолго до объявления о продаже 82% акций «Калины» иностранному концерну, когда они торговались примерно по 1400 руб. К моменту объявления о сделке они подорожали до 3600 руб., а затем до 4170 [Ковалева, 2013].

Надо отметить, что обнаружение каких-либо количественных аномалий в поведении акций при сделках M&A – это лишь предварительная стадия начала работ по выявлению инсайдерских сделок. Данные аномалии должны превышать установленные нормативные значения. Самым же сложным является вопрос о доказательстве вины лиц, участвовавших в совершении подобных сделок. Добывание доказательной базы требует наличия полномочий силовых структур в сфере дознания. Отсутствие таких полномочий у мегарегулятора в России существенно снижает эффективность борьбы с инсайдерской торговлей.

## **2. Результаты зарубежных исследований инсайдерской торговли**

### **2.1. Результаты исследований сообщаемых инсайдерами операций с ценными бумагами и случаев инсайдерской торговли, доказанных SEC в целом**

Ряд работ, в которых для выявления избыточной доходности (abnormal return – AR) для рынка США был применен анализ сделок публично отчитывающихся лиц, которые потенциально могли иметь инсайдерскую информацию (далее – инсайдеры), показал, что эти лица могут получать избыточную доходность. В одной из первых таких работ анализируются сделки купли и продажи инсайдеров, публикуемые Федеральной комиссией по ценным бумагам США (Security and Exchange Commission – SEC), за период 1962–1968 гг. [Jaffe, 1974b]. Ее автор оценивает избыточную доходность инсайдеров после транзакционных издержек в 2% на двухмесячном интервале интенсивной торговли и в 5% в последующие восемь месяцев после этого периода (т.е. всего 7%). В другой работе того же автора исследовалось влияние усиления контроля над инсайдерской торговлей в 1961–1966 гг. на поведение инсайдеров [Jaffe, 1974a] и было установлено, что начавшееся «закручивание гаек» поначалу мало повлияло на их поведение: избыточная доходность и объемы торгов после громких дел почти не менялись. В другой статье того же периода на данных по рынку США за 1969–1972 гг. было показано, что инсайдеры могут получать избыточную доходность (до издержек) в размере от 4,8 до 8,4% на интервале в 11 месяцев, следующих за датой покупки [Finnerty, 1976].



В работе [Seyhun, 1986] показано, что в 1975–1981 гг. на американском рынке инсайдеры продолжали зарабатывать избыточную доходность (до транзакционных издержек), однако она ниже, чем по вышеприведенным данным за более ранние годы (3% и 1,7% в случае нетто-покупок и нетто-продаж соответственно на 100-дневном интервале после сделки). В данной работе задокументировано, что инсайдеры стараются совершать покупки до обнародования положительных новостей или после обнародования негативных, а продажи, наоборот – после обнародования положительных новостей и до объявления негативной информации.

Авторы исследования [Rozeff, Zaman, 1988] оценили избыточную доходность инсайдеров на годовом интервале после периода интенсивной инсайдерской торговли в период с 1973 по 1982 гг. до транзакционных издержек в примерно 8,64%, издержки отнимают около 2% (авторы ссылаются на [Jaffe, 1974b]). Кроме того, в данной работе вместо рыночной модели (*market model*), применявшейся в предыдущих статьях, была использована также скорректированная рыночная модель (*adjusted market model*, корректировки на размер компании и показатель E/P – прибыль на одну акцию/цена акции). В этом случае, с учетом транзакционных издержек AR инсайдеров близка к нулю, а «подражатели» зарабатывают ноль или минус.

Авторы статьи [Lakonishok, Lee, 2001], исследовавшие все сделки инсайдеров на американских биржах NYSE, Amex и NASDAQ в период 1975–1995 гг., пришли к выводу, что инсайдеры обладают способностями предсказывать движение цен акций, но делают это гораздо лучше в случае маленьких компаний, а в них более удачными являются покупки, нежели продажи.

В исследовании норвежского фондового рынка в 1985–1992 гг. была выявлена положительная избыточная доходность сделок инсайдеров при помощи традиционной рыночной модели, но применение методик измерения доходности с учетом волатильности вложений, выработанных для взаимных фондов (альфы Йенсена), показало ее отсутствие, несмотря на то, что законодательство Норвегии в тот период считалось довольно нестрогим [Eckbo, Smith, 1998]. Исследование испанского фондового рынка за период 1992–1996 гг., когда инсайдерская торговля была нелегальной, но на практике не преследовалась, обнаружило положительные избыточные доходности, которые были выше в случае сделок по продаже акций [Del Brio, Miguel, Perote, 2002].

Согласно исследованию [Wong, Chung, Wu, 2000], анализирующему инсайдерскую торговлю в период с сентября 1991 по июнь 1993 г. на Гонконгском фондовом рынке, где законы против инсайда были введены в 1991 г., положительные AR (2,63% в течение 15 дней после сделки) наблюдались только в случае покупки акций инсайдерами небольших компаний, которые, как правило, являлись семейными.

К схожему результату пришли авторы статьи, исследовавшей инсайдерскую торговлю на швейцарском фондовом рынке, где понятие материальной инсайдерской информации трактуется очень узко (к ней, например, не относятся объявления о прибыли), раскрытие сделок инсайдеров было введено только с июля 2005 г. и касается только топ-менеджмента публичных компаний [Zingg, Lang, Wyttenbach, 2007]. Авторы исследовали полугодовой период с момента введения требования о раскрытии сделок инсайдеров и обнаружили избыточную доходность (на 30-дневном интервале после сделки) только для сделок покупки, причем в основном она была характерна для небольших компаний.

Авторы исследования инсайдерской торговли на новозеландском фондовом рынке в 1995–2001 гг. [Etebari, Tuirani-Rad, Gilbert, 2004] пришли к выводу, что в течение года после сделки инсайдеры зарабатывают высокую избыточную доходность как на покупках, так и продажах акций: 6,5 и 6,0 процентных пункта соответственно. Особенно высокие AR наблюдались в случае небольших компаний и компаний, не входящих в индекс биржи.

Инсайдерская торговля может анализироваться также при помощи информации о доказанных или предполагаемых случаях нелегальной инсайдерской торговли. В работе [Meulbroek, 1992] исследовались случаи нелегальной инсайдерской торговли в США, доказанные SEC в период 1980–1989 гг. (см. табл. 2). Результаты свидетельствовали о наличии избыточной доходности в дни торговли инсайдеров в размере 3%, если в эти дни не было новостей, и кумулятивной избыточной доходности (CAR – cumulative abnormal return) в 6,85%. Накопленная избыточная доходность составила 40–50% от избыточной доходности в день публикации новости. Объемы торгов также превышали ожидаемый уровень в дни нелегальной торговли инсайдеров.

Таблица 2.

**Статистика по нелегальной инсайдерской торговле в США, 1980–1989 гг.**

Год	Количество	
	осужденных	эпизодов
1980	23	13
1981	27	22
1982	42	29
1983	79	19
1984	30	27
1985	32	23
1986	73	15
1987	79	9
1988	59	7
1989	20	–
Всего	464	164

Источник: [Meulbroek, 1992].

**2.2. Результаты исследований инсайдерской торговли перед сделками по слияниям и поглощениям**

Обычно в исследованиях инсайдерской торговли рассматриваются четыре вида корпоративных событий: сделки по слияниям и поглощениям (mergers and acquisitions –

M&A), выкуп акций, выплата промежуточных (внеочередных) дивидендов, «сюрприз» в отношении прибыли (разница между фактической и ожидаемой прибылью по консенсусному мнению аналитиков). В рамках целей данного исследования особый интерес вызывают работы, анализирующие инсайдерскую торговлю перед сделками M&A.

Одним из первых избыточную доходность акций перед анонсированием сделок по слияниям и поглощениям обнаружил автор работы [Mandelker, 1974], исследовав сделки поглощений компаний, котировавшихся на NYSE, в период с 1948 по 1967 гг. Однако в работе используются месячные данные, и, кроме того, точкой отсчета является месяц сделки, а не дата новости, что делает невозможным точный подсчет избыточной доходности, полученной инсайдерами, торгующими на основе информации, еще не ставшей публичной.

В статье [Keown, Pinkerton, 1981], где анализировались сделки на американском рынке в 1975–1978 гг., использовалась методология, более подходящая для исследования именно инсайдерской торговли: дневные данные и анализ цен непосредственно перед объявлением о сделке M&A. В среднем накопленная избыточная доходность (CAR) становится положительной за 25 дней до анонсирования сделки, ко дню объявления достигает 13%, в день анонсирования – 25%, иными словами на период до анонсирования приходилось около половины CAR. Объемы торгов перед объявлением о сделке растут.

Авторы исследования [Jarrell, Pulsen, 1989], используя обычную рыночную модель, получили, что в 1981–1985 гг. в США для сделок, совершенных путем тендерного предложения, накопленная избыточная доходность составляет 11% до дня сообщения о сделке и 25% – в день сообщения, т.е. подтвердили результаты работы [Keown, Pinkerton, 1981]. Однако учет спекуляций в прессе и ожиданий рынка относительно сделок показал, что именно они являются важнейшим фактором, объясняющим рост цены акций, и инсайдерская торговля, которая, по данным авторов, все же имеет место, является не единственным объяснением динамики цен.

Авторы исследования [Clements, Singh, 2011] на сделках 2001–2006 гг. на рынке США выполнили его по методологии, схожей с методологией, использованной в работе [Keown, Pinkerton, 1981], чтобы проверить гипотезу о том, что ужесточение регулирования за последние 30 лет привело к снижению размеров инсайдерской торговли. Гипотеза подтвердилась: за день до дня анонсирования наблюдалась избыточная доходность в 6,8%, а в день анонсирования – 19,9%. Кроме того, авторы подтвердили наличие зависимости между масштабами инсайдерской торговли и размером компании: в случае небольших компаний наблюдается более интенсивная инсайдерская торговля. Исследователи заключают, что инсайдерская торговля все еще существует на фондовом рынке США, но в меньших объемах по сравнению с тем, что было 30 лет назад, и полагают, что это снижение – результат более совершенного законодательства.

В статье [Jabbour, Jalilvand, Switzer, 2000] была выявлена кумулятивная избыточная доходность (7,3%) в период до дня объявления о сделке, на который она составила 12,3%, для сделок 1985–1995 гг. на фондовом рынке Канады. Авторы также задокументировали существенное увеличение объемов торгов перед сделками. Они связывают рост цены акций не только с активностью инсайдеров, но и с активностью участников рынка, которые копируют действия инсайдеров.

Авторы статьи [Agarwal, Singh, 2006] установили, что на фондом рынке Индии для сделок 1996–1999 гг. положительная накопленная избыточная доходность наблюдается

за месяц до объявления о сделке. На данном рынке новость о сделке практически полностью «отыграна» до объявления о сделке: 80% CAR, связанной со сделкой, реализуется до анонса, что может свидетельствовать о слабом преследовании за инсайдерскую торговлю. За 10 дней до события существенно увеличивается объем торгов. Помимо роста CAR, наблюдалось также значительное увеличение объема торгов, особенно за 10 дней до события.

В работе [Kavussanos, Tsounia, 2007], где исследуется поведение цен акций перед объявлением о сделках по слияниям и поглощениям на афинской бирже в 2000–2005 гг., доказываются существование инсайдерской торговли «под прикрытием» в период, предшествующий объявлению о сделке. Рост CAR наблюдался примерно за 7 дней до анонса сделки, и примерно половина роста CAR имела место до анонса сделки. Рост CAR сопровождался значительным ростом объема торгов. Авторы считают, что такой рост объема связан с тем, что инсайдеры сообщают информацию третьим лицам, которые также используют эту информацию для получения выгоды. Исследователи приходят к выводу, что наличие интенсивной инсайдерской торговли на греческом рынке – результат слабого регулирования. Исследование греческого фондового рынка проводилось в сравнении с британским, где инсайдерской торговли за аналогичный период обнаружено не было.

Таким образом, большая часть исследований, анализирующих сообщаемую инсайдерскую торговлю, показала, что инсайдеры могут получать положительную избыточную доходность и на развитых, и тем более на развивающихся рынках. Особенно часто диагностируют инсайдерскую торговлю в случае небольших компаний. По мнению авторов данной статьи, это может быть следствием более низкой ликвидности акций и более резкого роста цен даже в случае небольших покупок инсайдеров. Единственное широко известное исследование доказанных случаев инсайдерской торговли в США [Meulbroeck, 1992] также показало наличие избыточной доходности у инсайдеров. Его автор подсчитал, что примерно половина CAR реализовалась до дня объявления о сделке. Практически все исследования обнаружили инсайдерскую торговлю перед объявлением о таком значимом корпоративном событии, как сделка M&A. Прослеживается связь между жесткостью законодательства и ее масштабами, которые можно измерить в процентах кумулятивной избыточной доходности, зафиксированной за день до объявления о сделке, по отношению к доходности в день объявления о сделке. Эта связь прослеживается как для отдельных стран, которые ужесточали законодательство, так и в межстрановом разрезе. Так, за последние 30 лет в США она значительно снизилась. Или, например, она также гораздо сильнее присутствует в Индии, чем в развитых странах.

### **3. Исследование наличия инсайдерской торговли на российском рынке в сделках типа слияний и поглощений**

#### **3.1. Описание выборки**

В исследовании диагностируется наличие инсайдерской торговли в периоды, предшествующие объявлению о сделках M&A. Основная часть данных была взята из базы данных Bloomberg. Дата анонса сделки сверялась с данными из базы Zephyr (Bureau van Dijk), где указывается дата первого упоминания о сделке, т.е. появления слухов. Если

слухи появлялись, использовалась дата первого слуха о сделке. Анонсированная премия относительно рыночной стоимости бралась из базы Bloomberg, а также из новостной ленты сайта mergers.ru и других сайтов финансовых новостей (finam.ru, rbc.ru и т.д.).

Первоначальная выборка объявленных сделок, классифицированных в базе Bloomberg как сделки по слияниям и поглощениям, состоявшая из 355 сделок с торгуемыми компаниями-целями за период 1999–2013 гг., была очищена от сделок с привилегированными акциями, сделок с оплатой акциями, несостоявшихся сделок, сделок, для анализа которых не имелось биржевых котировок, и сделок, в которых приобреталась доля менее 30%. В итоге осталось 36 сделок, а период исследования сузился до 2006–2013 гг. Наибольшее количество сделок в финальной выборке состоялось в предкризисных 2007 г. (8 сделок) и 2008 г. (13 сделок). Средняя приобретаемая доля по выборке составила 46%, средняя анонсированная премия к рыночной цене до объявления о сделке – 22%. Надо заметить, что акции некоторых компаний-целей низколиквидны, и это накладывает определенные ограничения на результаты исследования. Полный список сделок, с названием компаний, датой анонсирования, приобретаемой долей и анонсированной премией, приведен в Приложении.

### 3.2. Методология исследования

Исследование проводилось двумя методами – событийного анализа (*event study*) и методом анализа избыточного объема. Событийный метод, примененный в работе, используется SEC для выявления случаев инсайдерской торговли и описан в статье [Minenna, 2003]. Датой события ( $T$ ) считается дата анонсирования сделки, учитываются также слухи о сделке. В данном исследовании окно оценивания (*estimation window*,  $\alpha$ ) составляло 100 дней, а окно события включало 30 дней до и 20 дней после анонсирования события. Доходность акций компаний-целей рассчитывается по формуле

$$(1) \quad R_{it} = (S_t + D_t) / S_{t-1} - 1,$$

где  $R_{it}$  – доходность акции;  $S_t$  и  $S_{t-1}$  – цена акции в момент  $t$  и  $t - 1$  соответственно;  $D_t$  – анонсированные дивиденды, если дата отсечения приходится на момент  $t$ . Необходимость учета дивидендов связана с резким изменением цены акций в день отсечения. Цены акций базы данных Bloomberg скорректированы с учетом дивидендов и сплитов в самой базе<sup>1</sup>.

В качестве модели для бенчмарка была выбрана рыночная модель (*market model*):

$$(2) \quad R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}R_{mt} + \varepsilon_{it},$$

где  $R_{mt}$  – доходность рынка (в нашем случае индекс ММВБ);  $\beta_{0i}$  и  $\beta_{1i}$  – коэффициенты.

<sup>1</sup> В работе используется бездивидендный бенчмарк. Формально было бы правильнее использовать дивидендный бенчмарк, но в данном случае это не повлияло бы на точность расчетов: 1) для российского рынка характерна низкая доля дивидендных выплат в чистой прибыли по сравнению с развитыми рынками; 2) в бенчмарке (индексе ММВБ) много акций, каждая из которых начинает торговаться без дивидендов в разные дни, т.е. эффект дивидендов на бенчмарк гасится; 3) лишь около 15% событий в выборке приходятся на период, в который попадали объявления дивидендов.

Далее производилась оценка коэффициентов в окне оценивания для расчета показателей нормальной доходности. Расчет ожидаемой избыточной доходности (AR) в окне события производился с использованием коэффициентов из окна оценивания:

$$(3) \quad AR_{it} = \varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt} \hat{\beta}_{1i} - \hat{\beta}_{0i}.$$

Причем AR имеют нормальное распределение со средней ноль и дисперсией  $V$ . Далее рассчитывается стандартизированный AR (standardized potential AR – SAR), который имеет  $t$ -распределение. При этом вектор стандартных отклонений AR задается как

$$(4) \quad S'_i(\theta) = (\sigma_{i_{t+1}} \sigma_{i_{t+2}} \dots \sigma_{i_{t-1}} \sigma_{i_t}),$$

где каждый элемент определяется по формуле

$$(5) \quad \hat{\sigma}_{i_{t+1}} = \sqrt{\left[ \frac{\sum_{\alpha} (AR_{i(\alpha)} - \overline{AR}_{i(\alpha)})^2}{n-2} \right] \left[ 1 + \frac{1}{n} + \frac{(R_{m_{t+1}} - \overline{R}_{m(\alpha)})^2}{\sum_{\alpha} (R_{im(\alpha)} - \overline{R}_{m(\alpha)})^2} \right]},$$

где  $n$  – количество доходностей  $i$ -й акции.

Если рассматривается одно событие, то на этом этапе проверяется гипотеза о том, что SAR равен, меньше или больше нуля.

Для анализа группы событий надо получить средний SAR по  $N$  событиям (Average SAR – ASAR), который тоже имеет  $t$ -распределение. Далее тестируются гипотезы о том, что ASAR равен, меньше или больше нуля.

Кумулятивный AR (Cumulated AR – CAR) рассчитывается по формуле

$$(6) \quad CAR_i = \sum_{j \in \theta} AR_{ij}, \quad CAR_i(\theta) \sim N(0, \theta \cdot V)_i.$$

Далее получается средний CAR по  $N$  событиям (Average CAR – ACAR):

$$(7) \quad ACAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i, \quad ACAR(\theta) \sim (0, \bar{V}),$$

где средняя дисперсия по  $N$  событиям задается как

$$(8) \quad \bar{V} = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \theta \cdot V_i.$$

После этого рассчитываются  $t$ -статистики ACAR и тестируются гипотезы о том, что ACAR равен, меньше или больше нуля.

Анализ избыточного объема (Abnormal volume – AV) тестировался методом, аналогичным предложенному в работе [Keon, Pinkerton, 1981], где исследовалась инсайдерская торговля при сделках слияния и поглощения в США. В данной работе использовались

значения объема торгов акций на конец дня, которые сглаживались при помощи скользящего среднего с интервалом 15 дней. Расчет процентного изменения скользящего среднего объема торгов (в штуках акций) в день  $t$  по отношению к скользящему среднему в базовый день, день  $-46$ , производился по формуле

$$(9) \quad AV_t = V_t / V_b - 1,$$

где  $V_t$  – скользящее среднее объема торгов в день  $t$ ;  $V_b$  – скользящее среднее объема торгов в базовый день.

$AV$  рассчитывался через каждые 5 торговых дней до дня  $-1$ , т.е. в итоге получалось 9 значений (точек)  $AV$ . Выбор дня  $-46$  в качестве базового дня был обусловлен тем, что окно события при анализе сделок слияния и поглощения составляло 30 дней, а интервал сглаживания объема торгов составлял 15 дней. Следовательно, логично было определить базовый день не ближе чем 45 дней до события. В случае рассмотрения отдельных событий анализировался график изменения  $AV$  по мере приближения дня события. Увеличение  $AV$  до дня события свидетельствует о наличии инсайдерской торговли. Для анализа группы событий рассчитывался средний  $AV$  (Average  $AV$  –  $AAV$ ) по  $N$  событиям:

$$(10) \quad AAV = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AV_i.$$

Далее производился расчет  $t$ -статистики по стандартной формуле.

### 3.3. Гипотезы исследования

Мы полагаем, что можно говорить о наличии инсайдерской торговли в связи со сделками по слияниям и поглощениям, если одновременно подтверждаются следующие гипотезы.

*Гипотеза 1.* Вокруг сделки наблюдаются типичные для инсайдерской торговли изменения накопленной избыточной доходности  $CAR$ , а именно, согласно работе [Minenna, 2003], они должны возникать до дня анонсирования события,  $CAR$  должна быть положительна, расти и достигать максимума в день анонсирования.

*Гипотеза 2.* В силу того, что в России почти нет практики преследований инсайдерской торговли, до дня объявления (слуха) о совершении сделки реализуется большая часть роста накопленной избыточной доходности, чем в странах, где преследования серьезные, например, в США.

*Гипотеза 3.* До дня анонсирования события должны наблюдаться положительные значения избыточного объема торгов  $AV$ , т.е. его увеличение по сравнению с базовым днем. По мере приближения к дате анонсирования сделки  $AV$  должен расти. Этот эффект был обнаружен в западных исследованиях, в частности, он описан в работе [Keop, Pinkerton, 1981].

### 3.4. Результаты исследования

В табл. 3 представлены результаты расчетов избыточной доходности акций поглощаемых компаний вокруг даты объявления о сделке по всей выборке сделок слияний и поглощений. В ней приведены средняя по сделкам стандартизированная избыточная доходность (ASAR), средняя по сделкам кумулятивная избыточная доходность (ACAR), их Т-статистика и Р-значения правостороннего (Р-знач. ПХ) t-распределения. В таблице можно видеть, что в период между днями -17 и 0 наблюдаются статистически значимые положительные (на уровне значимости 1%, 5% или 10%) значения избыточной доходности (ASAR). Это является признаком наличия инсайдерской торговли в этот период.

**Таблица 3.**  
**Результаты событийного анализа всей выборки сделок M&A, 2006–2013 гг.**

День	ASAR, %	Т-статистика ASAR	Р-значение ПХ ASAR	ACAR, %	Т-статистика ACAR	Р- значение ПХ ACAR
-20	-52,0	-3,12	1,00	0,5	0,92	0,18
-19	-21,5	-1,29	0,90	0,4	0,77	0,22
-18	-23,1	-1,39	0,92	0,0	-0,01	0,50
-17	33,0	1,98	0,03**	0,3	0,44	0,33
-16	26,5	1,59	0,06*	1,1	1,95	0,03**
-15	1,0	0,06	0,48	1,5	2,61	0,01***
-14	-34,6	-2,07	0,98	0,4	0,69	0,25
-13	10,1	0,61	0,27	0,7	1,13	0,13
-12	46,8	2,81	0,00***	1,9	3,36	0,00***
-11	20,7	1,24	0,11	3,0	5,25	0,00***
-10	18,0	1,08	0,14	3,6	6,19	0,00***
-9	20,4	1,23	0,11	4,6	8,04	0,00***
-8	1,8	0,11	0,46	4,8	8,34	0,00***
-7	-9,3	-0,56	0,71	4,9	8,39	0,00***
-6	2,9	0,18	0,43	4,9	8,45	0,00***
-5	56,7	3,40	0,00***	6,9	11,92	0,00***
-4	20,4	1,22	0,11	7,2	12,10	0,00***
-3	66,6	4,00	0,00***	7,9	13,72	0,00***
-2	99,4	5,96	0,00***	9,7	16,83	0,00***
-1	30,1	1,80	0,04**	10,5	18,20	0,00***



Окончание табл. 3.

День	ASAR, %	T-статистика ASAR	P-значение ПХ ASAR	ACAR, %	T-статистика ACAR	P-значение ПХ ACAR
0	228,2	13,69	0,00***	15,0	25,98	0,00***
1	44,2	2,65	0,00***	15,8	27,34	0,00***
2	26,3	1,58	0,06*	16,4	28,48	0,00***
3	-16,2	-0,97	0,83	16,2	28,09	0,00***
4	-28,1	-1,69	0,95	15,4	26,72	0,00***
5	-21,4	-1,28	0,90	15,9	27,58	0,00***
6	-59,3	-3,56	1,00	14,9	25,89	0,00***
7	-5,1	-0,31	0,62	14,9	25,22	0,00***
8	11,0	0,66	0,26	15,0	25,99	0,00***
9	-7,6	-0,46	0,68	14,6	25,02	0,00***
10	-35,8	-2,15	0,98	14,4	24,85	0,00***

Здесь и далее: \* – уровень значимости 10%; \*\* – уровень значимости 5%; \*\*\* – уровень значимости 1%.

Наличие положительных значений избыточной доходности можно увидеть также при зрительном анализе значений ASAR из табл. 3, представленных в виде точечной диаграммы (рис. 1). На ней видно, что в интервале между днями -17 и 0 большая часть значений избыточной доходности находится выше горизонтально оси, т.е. положительна, в то время как до дня -17 и после дня 0 точки распределены практически симметрично относительно горизонтальной оси.

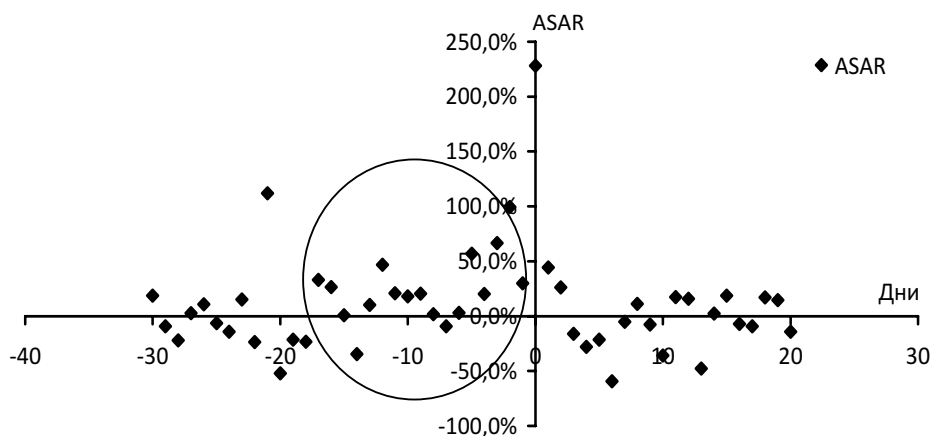


Рис. 1. Значения ASAR событийного анализа всех сделок M&A выборки

Наличие положительных значений избыточной доходности в период до анонсирования сделки приводит к положительным значениям CAR. Из табл. 3 и на рис. 2, где представлены усредненные по сделкам значения CAR, видно, что в период до анонсирования сделки имеют место положительные значения ACAR, которые достигают 15,0% в день 0. Эти значения статистически значимы со дня -12 на уровне значимости 1%. Наличие таких положительных значений ACAR в период до момента сделки также свидетельствует о наличии инсайдерской торговли. Две трети роста ACAR приходится на период до объявления (слухов) о сделке, тогда как в США только треть. Таким образом, гипотеза 2 подтверждается. ACAR перестают расти на третий день после объявления (слухов) о сделке, а после наблюдается даже некоторый рост.

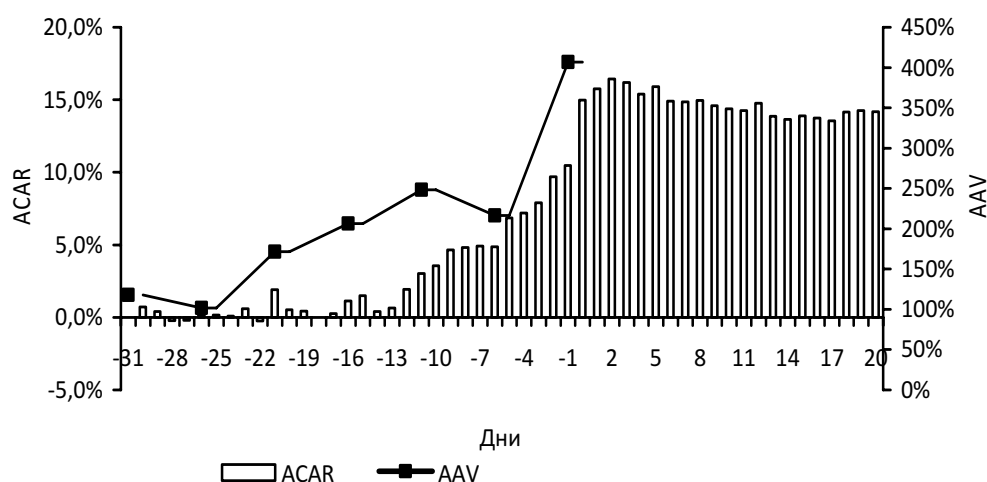


Рис. 2. Динамика ACAR и AAV событийного анализа всех сделок M&A

На рис. 2 представлены средние избыточные объемы торгов акциями AAV. Можно видеть, что значения AAV положительны. Это также свидетельствует о том, что на рынок поступала информация о предстоящих сделках до официального сообщения о них, т.е. о наличии инсайдерской торговли. Наиболее резкое увеличение значения AAV наблюдается за последние 5 дней перед сделкой. По мере приближения дня сообщения о сделке величина AAV увеличивается, достигая своего максимума (382% от уровня базового дня) за день до сообщения о сделке. Изменения ACAR и AAV практически синхронны до дня 0. Кривая значений AAV как будто вычерчивает внешний контур гистограммы значений ACAR (с учетом разных масштабов).

AAV не рассчитывался после дня 0, поскольку скользящая средняя после дня 0 включает данные до дня 0, и, следовательно, AAV после дня 0 будет продолжать расти, создавая впечатление о наличии инсайдерской торговли.

Результаты анализа изменения объема торгов более детально представлены в табл. 4. В данной таблице приводятся AAV, Т-статистика этого показателя, Р-значение правостороннего (Р-знач. ПХ) t-распределения. Можно увидеть, что значения AAV во всех

рассмотренных точках, кроме точки -41, положительны на статистически значимом уровне, а с точки -11 значимы на уровне значимости 1%.

**Таблица 4.**  
**Результаты анализа объема торгов всех сделок M&A, 2006–2013 гг.**

День	AAV, %	T-статистика	P-значение ПХ
-46	0	-	-
-41	23	1,10	0,14
-36	53	1,88	0,03**
-31	102	2,37	0,01**
-26	90	2,65	0,01***
-21	141	2,07	0,02**
-16	163	2,16	0,02**
-11	206	2,53	0,01***
-6	204	3,10	0,00***
-1	382	2,85	0,00***

Отдельно проанализируем нашумевшую сделку по покупке 82% акций ОАО «Концерн "Калина"» британско-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%.

В табл. 5 можно видеть, что в период до сообщения о сделке наблюдаются статистически значимо положительные (на уровне значимости 1%, 5% или 10%) значения AR. Большинство этих значений приходится на период между днями -17 и -5. Важно подчеркнуть, что в случае данной сделки публичных слухов до дня о ее объявлении на рынке нами обнаружено не было. Наличие таких положительных значений CAR свидетельствует о том, что на рынке имела место инсайдерская торговля. В данной таблице можно также видеть, что положительные значения CAR наблюдаются начиная с дня -12, а статистически значимые – со дня -7.

Значения CAR из табл. 5 более наглядно представлены на рис. 3. 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 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.

**Таблица 5.**

**Результаты событийного анализа сделки M&A по продаже ОАО  
«Концерн "Калина"» компании «Unilever» в 2011 г.**

День	AR, %	T-статистика AR	P-значение ПХ AR	CAR, %	T-статистика CAR	P-значение ПХ CAR
-20	-2,1	-0,85	0,80	-11,8	-0,68	0,75
-19	-2,8	-1,15	0,87	-14,6	-0,84	0,80
-18	-0,7	-0,29	0,61	-15,3	-0,88	0,81
-17	3,2	1,33	0,09*	-12,1	-0,70	0,76
-16	-1,5	-0,54	0,71	-13,5	-0,70	0,76
-15	-4,9	-1,93	0,97	-18,4	-1,03	0,85
-14	3,3	1,36	0,09*	-15,1	-0,87	0,81
-13	10,8	4,36	0,00***	-4,3	-0,25	0,60
-12	5,3	2,18	0,02**	1,0	0,06	0,48
-11	2,6	1,05	0,15	3,6	0,21	0,42
-10	9,9	4,01	0,00***	13,5	0,77	0,22
-9	0,5	0,19	0,43	14,0	0,81	0,21
-8	9,4	3,62	0,00***	23,4	1,27	0,10
-7	3,7	1,50	0,07*	27,0	1,57	0,06*
-6	0,1	0,03	0,49	27,1	1,52	0,07*
-5	6,7	2,72	0,00***	33,9	1,93	0,03**
-4	-0,7	-0,30	0,62	33,1	1,90	0,03**
-3	0,2	0,08	0,47	33,3	1,93	0,03**
-2	-2,8	-1,12	0,87	30,6	1,75	0,04**
-1	-2,5	-1,03	0,85	28,1	1,62	0,05*
0	31,4	12,58	0,00***	59,4	3,37	0,00***
1	16,6	6,74	0,00***	76,0	4,37	0,00***
2	-1,4	-0,56	0,71	74,6	4,30	0,00***
3	-0,7	-0,29	0,61	73,9	4,28	0,00***
4	0,0	0,01	0,50	73,9	4,28	0,00***
5	-1,7	-0,69	0,75	72,2	4,15	0,00***
6	-1,9	-0,76	0,78	70,3	4,02	0,00***
7	0,5	0,19	0,42	70,8	4,09	0,00***
8	-1,6	-0,65	0,74	69,2	3,95	0,00***
9	-1,0	-0,41	0,66	68,2	3,92	0,00***
10	-1,3	-0,52	0,70	66,9	3,88	0,00***

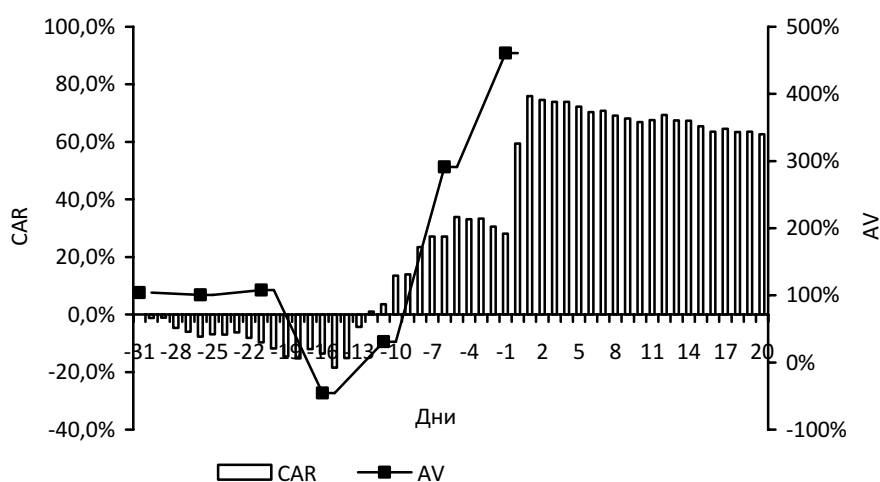


Рис. 3. Динамика CAR и AV событийного анализа сделки M&A по продаже концерна «Калина»

На рис. 3 также представлены результаты анализа объема торгов акций. На нем можно видеть, что в точках  $-26$ ,  $-11$  и  $-1$  значения AV положительны, что является сигналом о наличии инсайдерской торговли. Помимо этого, значения AV увеличиваются по мере приближения дня анонсирования сделки, достигая своего максимума в 461% в предыдущий день перед днем сообщения о сделке, т.е. по мере приближения дня анонсирования сделки на рынок «просачивается» все больше информации о сделке. Наконец, на данном рисунке, как и в случае со всей выборкой сделок, можно заметить синхронность изменения значений AV и CAR.

#### 4. Заключение

В данном исследовании показано, что на российском фондовом рынке имеют место признаки инсайдерской торговли перед анонсированием сделок по слияниям и поглощениям публичных компаний. Перед данными сделками наблюдаются положительные значения дневной избыточной доходности, накопленной избыточной доходности и дневного избыточного объема торгов. Накопленная избыточная доходность и объем торгов растут по мере приближения дня анонсирования сделок и достигают максимума в день события, до анонсирования сделки значения кумулятивной избыточной доходности и объема торгов изменяются практически синхронно. Это означает, что по мере приближения этого дня инсайдерская информация становится доступной большему количеству участников рынка. Две трети роста ACR приходится на период до объявления (слухов) о сделке, тогда как в США только треть.

## Приложение

Таблица П1.

### Выборка сделок по слияниям и поглощениям

Название компании-цели	Тикер компании-цели	Дата анонсирования	Компания-покупатель	Приобретаемая доля, %	Анонсированная премия, %
Rosbank	ROSB RM	28.09.2006	Societe Generale SA	30	14
TGK-5	TGKE RM	28.05.2007	Integrated Energy Systems ZAO	21	2
E.ON Russia JSC	EONR RM	15.09.2007	E.ON SE	69	40
Voronezh Energy Retail Co OAO	VRSB RM	19.09.2007	KT Proekt OOO	49	0
Lipetsk Energy Retail Co OAO	LPSB RM	27.11.2007	Private Investor	49	101
Tomsk Distribution Co OJSC	TORS RM	28.11.2007	Regional Co Rezerv OOO	52	1
Kirovenergosbyt	KISB RM	04.12.2007	Integrated Energy Systems ZAO	48	1
TGK-9 OAO	TGKI RM	11.12.2007	Integrated Energy Systems ZAO	34	11
Rosbank	ROSB RM	20.12.2007	Societe Generale SA	30	14
Astrakhan Energy Retail Co OJSC	ASSB RM	05.03.2008	Khimpromptorg OOO	49	0
Mordovia Energy Retail Co OAO	MRSB RM	05.03.2008	Energoinvest OOO	53	52
Ryazan Energy Distributing Co	RZSB RM	05.03.2008	Federal Hydrogenerating Co JSC	49	50
Irkut Corp	IRKT RM	07.03.2008	United Aircraft Corp JSC	43	1
TGC-2	TGKB RM	14.03.2008	RWE AG, Sintez Group	33	2
Kaluga Retail OJSC	KLSB RM	07.05.2008	Kaluga City Power Co OAO	52	17
Volga Territorial Generating Co	VTGK RM	15.05.2008	Integrated Energy Systems ZAO	32	27

Продолжение табл. П1.

Название компании-цели	Тикер компании-цели	Дата анонсирования	Компания-покупатель	Приобретаемая доля, %	Анонсированная премия, %
Volgograd Energosbyt OJSC	VGSB RM	16.05.2008	Khimpromptorg OOO	49	0
Chelyabenergosbyt OAO	CLSB RM	20.05.2008	Chelyabinskoe Upravlenie Energotreydinga ZAO	49	-15
Mosenergosbyt JSC	MSSB RM	28.05.2008	Korporativno-Trastovye Proekty Investment Co OOO	51	28
Energosbyt Rostovenergo OAO	RTSB RM	16.06.2008	Selskohozyajstvennyy Torgoviy Dom OOO	48	5
TGK-14	TGKN RM	23.06.2008	Russian Railways	33	1
Polyus Gold OJSC	PLZL RM	25.09.2008	Polyus Gold International Ltd	37	1
HALS-Development JSC	HALS RM	07.04.2009	VTB Bank OJSC	32	-91
Rostelecom OJSC	RTKM RM	01.07.2009	Rostelecom OJSC	30	42
Uralkali OJSC	URKA RM	15.06.2010	Kaliha Finance Ltd, Aerellia Investments Ltd, Becounioco Holdings Ltd	53	25
TransCreditBank OAO	TCBN RM	05.10.2010	VTB Bank OJSC	43	69
Wimm-Bill-Dann Foods OJSC	WBDF RM	02.12.2010	PepsiCo Inc	66	104
Bank of Moscow OJSC	MMBM RM	22.02.2011	VTB Bank OJSC	46	-2
Bashinformsvyaz	BISV RM	03.06.2011	Rostelecom OJSC	40	-23
Kalina	KLNA RM	14.10.2011	Unilever NV	82	86
Kubanenergo OAO	KUBE RM	12.04.2012	IDGC Holding JSC	30	100
AvtoVAZ OAO	AVAZ RM	03.05.2012	Renault-Nissan BV	56	100

Окончание табл. П1.

Название компании-цели	Тикер компании-цели	Дата анонсирования	Компания-покупатель	Приобретаемая доля, %	Анонсированная премия, %
Far Eastern Shipping Co	FESH RM	19.06.2012	Summa Group	56	50
NOMOS-BANK	NMOS RM	22.11.2012	Otkritie Financial Corp JSC	95	-48
VSMPO-AVISMA Corp	VSMO RM	27.11.2012	Management Group	45	16
TGK-5	TGKE RM	27.03.2013	Merol Trading Limited	25	6

\* \*

\*

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

*Агамян Г.* Диагностирование инсайдерской торговли на российском фондовом рынке: Магистерская диссертация. Экономический факультет НИУ ВШЭ, 2013.

*Вавулин Д., Федотов В., Емельянов А.* Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ». М.: Юстицинформ, 2010.

*Дядко Т.* Telenor обвинила «Альфу» в инсайте // РБК Daily. 2007. 8 июня. (<http://rbcdaily.ru/media/562949979051579>)

*Ковалева Е.* Узнал, выдал – в тюрьму // Коммерсантъ Деньги. 2013. 5 августа. (<http://www.kommersant.ru/doc/2244645>)

*Министерство экономического развития РФ (МЭР РФ).* Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации. 30.12.2009.

*Резник И., Аверченко М.* Какие сложности несет закон об инсайдерской торговле // Ведомости. 2011. 16 января. ([http://www.vedomosti.ru/library/articles/2011/01/17/ischite\\_insajdera](http://www.vedomosti.ru/library/articles/2011/01/17/ischite_insajdera))

*Трифонов А.* Инсайдеры окажутся под колпаком // Ведомости. 2011. 27 июля. ([http://www.vedomosti.ru/finance/news/1327016/s\\_27\\_iyulya\\_insajdery\\_okazhutsya\\_pod\\_kolpakom](http://www.vedomosti.ru/finance/news/1327016/s_27_iyulya_insajdery_okazhutsya_pod_kolpakom))

*Чиркова Е., Петров В.* Диагностирование инсайдерской торговли в период конфликта акционеров ОАО «ВымпелКом» в 2005–2013 годы // Экономическая политика. 2015. № 2.

*Agarwal M., Singh H.* Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation // Investment Management and Financial Innovations. 2006. 3. 3. P. 140–154.

*Bettis C., Vickrey D., Vickrey D.* Mimickers of Corporate Insiders Who Make Large-volume Trades // Financial Analysts Journal. 1997. September/October. P. 57–66.

*Bhattacharya U., Daouk H.* The World Price of Insider Trading // The Journal of Finance. 2002. 57. 1. P. 75–108.

*Clements M., Singh H.* An Analysis of Trading in Target Stocks Before Successful Takeover Announcements // Journal of Multinational Financial Management. 2011. 21. 1. P. 1–17.

*Del Brio E., Miguel A., Perote J.* An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market // The Quarterly Review of Economics and Finance. 2002. 42. 1. P. 73–94.



- Eckbo E., Smith D.C.* The Conditional Performance of Insider Trades // *The Journal of Finance*. 1998. 53. 2. P. 467–497.
- Elliot J., Morse D., Richardson G.* The Association between Insider Trading and Information Announcements // *RAND Journal of Economics*. 1984. 15. 4. P. 521–536.
- Etebari A., Tourani-Rad A., Gilbert A.* Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2004. 12. 5. P. 479–502.
- Fidrmuc J., Renneboog L., Goergen M.* Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration // *Journal of Finance*. 2006. 61. 6. P. 2931–2973.
- Finnerty J.* Insiders and Market Efficiency // *Journal of Finance*. 1976. 31. 4. P. 1141–1148.
- Harlow W.V., Howe J.S.* Leveraged Buyouts and Insider Nontrading // *Financial Management*. 1993. 22. 1. P. 109–118.
- Hauser S., Elli K., Dahan R.* Price Behavior and Insider Trading Around Seasoned Equity Offerings: the Case of Majority-Owned Firms // *Journal of Corporate Finance*. 2003. 9. 2. P. 183–199.
- Jabbour A., Jalilvand A., Switzer J.* Pre-bid Price Run-ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions // *International Review of Financial Analysis*. 2000. 9. 1. P. 21–43.
- Jaffe J.* Special Information and Insider Trading // *The Journal of Business*. 1974. 47. 3. P. 410–428.
- Jaffe J.* The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // *The Bell Journal of Economics and Management Science*. 1974. 5. P. 93–121.
- Jarrell G., Poulsen A.* Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation? // *Journal of Law, Economics, & Organization*. 1989. 5. 2. P. 225–248.
- John K., Lang L.* Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence // *The Journal of Finance*. 1991. 46. 4. P. 1361–1389.
- Kavussanos M., Tsounia A.* Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Comparative Investigation in LSE and ASE. 4<sup>th</sup> Applied Finance and Economics Conference (AFE), 2007.
- Keown A., Pinkerton J.* Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation // *The Journal of Finance*. 1981. 36. 4. P. 855–869.
- Lakonishok J., Lee I.* Are Insider Trades Informative? // *The Review of Financial Studies*. 2001. 14. 1. P. 79–111.
- Mandelker G.* Risk and Return: The Case of Merging Firms // *Journal of Financial Economics*. 1974. 1. 4. P. 303–335.
- Manne H.* *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press, 1966.
- Meulbroeck L.* An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading // *The Journal of Finance*. 1992. 47. 5. P. 1661–1699.
- Minenna M.* Insider Trading, Abnormal Return and Referential Information: Supervising Through a Probabilistic Model // *Journal of Banking & Finance*. 2003. 27. 1. P. 59–86.
- Morrison & Foerster LLP.* *Insider Trading Annual Review*. 2013.
- Netter J., Mitchell M.* Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions after the October 1987 Stock Market Crash // *Financial Management*. 1989. 18. 3. P. 84–96.
- Posen N.* *International Securities Regulation*. Boston: Little, Brown and Company, 1991.
- Rozeff M., Zaman M.* Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence // *The Journal of Business*. 1988. 61. P. 25–44.
- Seyhun N.* Insiders Profits, Costs of Trading and Market Efficiency // *Journal of Financial Economics*. 1986. 16. P. 189–212.
- Sivakumar K., Waymire G.* Insider Trading Following Material News Events – Evidence from Earnings // *Financial Management*. 1994. 23. 1. P. 23–32.
- Wong M., Cheung Y.-L., Wu L.* Insider Trading in the Hong Kong Stock Market // *Asia-Pacific Financial Markets*. 2000. 7. 3. P. 275–288.
- Zingg A., Lang S., Wyttenbach D.* Insider Trading in the Swiss Stock Market // *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*. 2007. 143. 3. P. 333–364.

## Insider Trading in the Russian Stock Market before the Announcements of Mergers and Acquisitions Deals

Chirkova Elena<sup>1</sup>, Agamian Gurgen<sup>2</sup>

<sup>1</sup> National Research University Higher School of Economics,  
26, Shabolovka st., Moscow, 119049, Russian Federation.  
E-mail: elenachirkova@hotmail.com

<sup>2</sup> OOO «Advance Capital»,  
6/2, Presnenskaya Naberezhnaya, Moscow, 123317, Russian Federation.  
E-mail: gurgen.agamian@gmail.com

Until recently in Russia there were only administrative penalties for illegal insider trading, those were rarely used and insider trading was wide-spread. In 2010 the law on insider trading was introduced. It stipulated criminal penalties for illegal insider trading. An identification of cases of suspected insider trading and a comparison of its scale with other markets is a pertinent issue, including for an evaluation of the effectiveness of the adopted law.

The research of insider trading on developed and emerging markets shows that insiders earn positive abnormal return by trading shares before the announcements of important corporate events on average. This abnormal return is higher in emerging markets. Mergers and acquisitions are such type of corporate events. There is a correlations between severity of the law on insider trading and the size of insider trading.

Our research covered 36 M&A deals in the Russian market in 2006–2013. We have found positive average abnormal returns (ACAR) before the announcement of the deals. They reach 15% at the date of an announcement or a first rumor. These numbers are statistically significant starting from date -12 at the 1% confidence level. Two thirds of the ACAR is realized before the announcement of the deal while in the USA only one third is realized before the announcement. Average abnormal trading volume is also positive. A sharp increase of AVV takes place five days before the announcement. AVV grows up to the date of announcement and reaches 382% of the standard volume one day before the announcement. The existence of positive ACAR and AAV is an indication of the fact that the market learned about the deals before the an official announcement and even before public rumors, that is it hints at the existence of the insider trading in the Russian stock market.

**Key words:** abnormal return; insider trading; mergers and acquisitions; stock market.

**JEL Classification:** G14.

\* \*  
\*

## References

- Agamian G.R. (2013) *Diagnostirovaniye insayderskoy trgovli na rossiyskom fondovom rynke* [Testing for Insider Trading on the Russian Stock Market]. Master's thesis. Moscow: HSE Faculty of Economics.
- Vavulin D., Fedotov V., Yemelyanov A. (2010) *Kommentariy k Federal'nomu zakonu o protivodeystvii nepravomernomu ispol'zovaniyu insayderskoy informatsii i manipulirovaniyu rynkom i o vnesenii izmeneniy v otchel'nyye zakonodatel'nyye akty RF* [The Comments on the Federal Law of Preventing the Misuse of Insider Information and Market Manipulation, and of Introduction of Amendments Into Certain Legislative Acts]. Moscow: Yustitsinform.
- Dzyadko T. (2007) Telenor obvinila Al'fu v insayde [Telenor Accused Alfa of «Inside»]. *RBC Daily*. Available at: <http://rbcdaily.ru/media/562949979051579>
- Kovaleva E. (2013) Uznal, vydal – v tyur'mu [Learn, spill – jailed]. *Kommersant Money*. Available at: <http://www.kommersant.ru/doc/2244645>
- Ministry of Economic Development of the Russian Federation (2009) *Kontseptsiya sozdaniya mezhdunarodnogo finansovogo tsentra v Rossiyskoy Federatsii* [The Concept of the Establishment of an International Financial Center in the Russian Federation].
- Reznik I., Averchenko M. (2011) Kakiye slozhnosti neset zakon ob insayderskoy trgovle [What Difficulties Bring the Law of Insider Trading]. *Vedomosti*. Available at: [http://www.vedomosti.ru/library/articles/2011/01/17/ischite\\_insajdera](http://www.vedomosti.ru/library/articles/2011/01/17/ischite_insajdera)
- Trifonov A. (2011) Insaydery okazhutsya pod kolpakom [Insiders will End up under Surveillance]. *Vedomosti*. Available at: [http://www.vedomosti.ru/finance/news/1327016/s\\_27\\_ityulya\\_insajdery\\_okazhutsya\\_pod\\_kolpakom](http://www.vedomosti.ru/finance/news/1327016/s_27_ityulya_insajdery_okazhutsya_pod_kolpakom)
- Chirkova E., Petrov V. (2015) Diagnostirovaniye insayderskoy trgovli v period konflikta aktsionerov OAO VympelKom v 2005–2013 gody [Testing for Insider Trading During the Conflict of VimpelCom's Shareholders in 2005–2013]. *Economic Policy*, 2.
- Agarwal M., Singh H. (2006) Merger Announcements and Insider Trading Activity in India: An Empirical Investigation. *Investment Management and Financial Innovations*, 3, 3, pp. 140–154.
- Bettis C., Vickrey D., Vickrey D. (1997) Mimickers of Corporate Insiders Who Make Large-volume Trades. *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 57–66.
- Bhattacharya U., Daouk H. (2002) The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, 57, 1, pp. 75–108.
- Clements M., Singh H. (2011) An Analysis of Trading in Target Stocks Before Successful Takeover Announcements. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 1, pp. 1–17.
- Del Brio E., Miguel A., Perote J. (2002) An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42, 1, pp. 73–94.
- Eckbo E., Smith D.C. (1998) The Conditional Performance of Insider Trades. *The Journal of Finance*, 53, 2, pp. 467–497.
- Elliot J., Morse D., Richardson G. (1984) The Association between Insider Trading and Information Announcements. *RAND Journal of Economics*, 15, 4, pp. 521–536.
- Etebari A., Tourani-Rad A., Gilbert A. (2004) Disclosure Regulation and the Profitability of Insider Trading: Evidence from New Zealand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 5, pp. 479–502.
- Fidrmuc J., Renneboog L., Goergen M. (2006) Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration. *Journal of Finance*, 61, 6, pp. 2931–2973.
- Finnerty J. (1976) Insiders and Market Efficiency. *Journal of Finance*, 31, 4, pp. 1141–1148.
- Harlow W.V., Howe J.S. (1993) Leveraged Buyouts and Insider Nontrading. *Financial Management*, 22, 1, pp. 109–118.

- Hauser S., Elli K., Dahan R. (2003) Price Behavior and Insider Trading Around Seasoned Equity Offerings: the Case of Majority-Owned Firms. *Journal of Corporate Finance*, 9, 2, pp. 183–199.
- Jabbour A., Jalilvand A., Switzer J. (2000) Pre-bid Price Run-ups and Insider Trading Activity: Evidence from Canadian Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 9, 1, pp. 21–43.
- Jaffe J. (1974) Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business*, 47, 3, pp. 410–428.
- Jaffe J. (1974) The Effect of Regulation Changes on Insider Trading. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 5, pp. 93–121.
- Jarrell G., Poulsen A. (1989) Stock Trading Before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation? *Journal of Law, Economics, & Organization*, 5, 2, pp. 225–248.
- John K., Lang L. (1991) Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 46, 4, pp. 1361–1389.
- Kavussanos M., Tsounia A. (2007) *Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Comparative Investigation in LSE and ASE*. 4<sup>th</sup> Applied Finance and Economics Conference (AFE).
- Keown A., Pinkerton J. (1981) Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36, 4, pp. 855–869.
- Lakonishok J., Lee I. (2001) Are Insider Trades Informative? *The Review of Financial Studies*, 14, 1, pp. 79–111.
- Mandelker G. (1974) Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 4, pp. 303–335.
- Manne H. (1966) *Insider Trading and the Stock Market*. New York: Free Press.
- Meulbroek L. (1992) An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *The Journal of Finance*, 47, 5, pp. 1661–1699.
- Minenna M. (2003) Insider Trading, Abnormal Return and Referential Information: Supervising Through a Probabilistic Model. *Journal of Banking & Finance*, 27, 1, pp. 59–86.
- Morrison & Foerster LLP (2013) *Insider Trading Annual Review*.
- Netter J., Mitchell M. (1989) Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions after the October 1987 Stock Market Crash. *Financial Management*, 18, 3, pp. 84–96.
- Posen N. (1991) *International Securities Regulation*. Boston: Little, Brown and Company.
- Rozeff M., Zaman M. (1988) Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence. *The Journal of Business*, 61, pp. 25–44.
- Seyhun N. (1986) Insiders Profits, Costs of Trading and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 16, pp. 189–212.
- Sivakumar K., Waymire G. (1994) Insider Trading Following Material News Events – Evidence from Earnings. *Financial Management*, 23, 1, pp. 23–32.
- Wong M., Cheung Y.-L., Wu L. (2000) Insider Trading in the Hong Kong Stock Market. *Asia-Pacific Financial Markets*, 7, 3, pp. 275–288.
- Zingg A., Lang S., Wyttenbach D. (2007) Insider Trading in the Swiss Stock Market. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 143, 3, pp. 333–364.