

АВТОНОМНАЯ НЕКОММЕРЧЕСКАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ
ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНКОВСКИЙ ИНСТИТУТ
ИМЕНИ АНАТОЛИЯ СОБЧАКА»

На правах рукописи

МАЛЫШЕНКО Марина Викторовна

**МЕХАНИЗМ ФИНАНСОВОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ НА
НЕДОБРОСОВЕСТНЫЕ ПРАКТИКИ УЧАСТНИКОВ
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 5.2.4 – Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
доктор экономических наук, доцент
Посная Елена Анатольевна

Санкт-Петербург-2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ НЕДОБРОСОВЕСТНЫХ ПРАКТИК НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	12
1.1. Инсайдерство и манипулирование как факторы, воздействующие на функционирование рынка ценных бумаг	12
1.2. Проблемы государственного противодействия недобросовестным практикам на российском рынке и пути их решения	28
1.3. Роль и значение механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг	40
ГЛАВА 2. МЕХАНИЗМ ВЫЯВЛЕНИЯ НЕДОБРОСОВЕСТНЫХ ПРАКТИК НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	54
2.1. Системы и механизмы противодействия инсайдерской деятельности и манипулированию на отечественном и зарубежных рынках ценных бумаг	54
2.2. Методики выявления недобросовестных практик.....	68
2.3. Методический подход к выявлению инсайдерства и манипулирования с использованием технологий Big Data	78
ГЛАВА 3. МЕХАНИЗМ ФИНАНСОВОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ НА НЕДОБРОСОВЕСТНЫЕ ПРАКТИКИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	92
3.1. Порядок функционирования и внедрения механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг	92
3.2. Обоснование размеров штрафов и компенсаций как инструментов воздействия на недобросовестные практики.....	113
3.3. Обоснование размеров штрафов и компенсаций как инструментов воздействия на финансовые потоки недобросовестных участников.....	123
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	135
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	140
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	156

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Рынок ценных бумаг представляет собой совокупность субъектов и их взаимоотношений, возникающих в процессе аккумуляции и перераспределения свободных финансовых ресурсов различных экономических субъектов с целью обеспечения развития экономической системы страны. Он существует в условиях влияния различных факторов, среди которых – недобросовестные практики, что требует тщательного анализа и контроля со стороны регулирующих органов, поскольку искусственное воздействие на цены активов приводит к нарушению рыночного механизма. Под недобросовестными практиками в рамках данного исследования понимается инсайдерская деятельность и манипулирование, в результате реализации которых нарушается информационная эффективность рынка, что ведёт к формированию ложного курса ценных бумаг, увеличению волатильности рынка, возникновению убытков либо недополучению прибыли добросовестными участниками. При этом под добросовестными следует понимать участников рынка ценных бумаг, совершающих операции в рамках установленных законодательством норм и правил. Недобросовестные участники – это лица, использующие для получения прибыли от операций с ценными бумагами инсайдерскую информацию, реализующие тактики, вводящие в заблуждение иных участников и оказывающие влияние на курс ценных бумаг, а также совершающие иные, запрещённые законодательством действия.

Научная проблема, требующая решения, заключается в том, что лица, совершающие инсайдерскую деятельность и манипулирование рынком, получают прибыль за счёт ущерба, наносимого иным участникам, что происходит в результате нарушения справедливого формирования курса ценных бумаг и повышения волатильности. Это требует внедрения механизма финансового воздействия, позволяющего предупреждать возникновение таких практик путём сокращения мотивации к их реализации. При этом важным условием для выработанных решений является обеспечение сохранения интереса к рынку со

стороны добросовестных участников, что необходимо для его дальнейшего расширения и развития.

Существующие на сегодняшний день инструменты воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг России представлены штрафами и компенсациями, однако они не позволяют оказывать комплексное воздействие в связи с отсутствием экономического обоснования и взаимосвязи с объёмами наносимого ущерба. Кроме того, данные инструменты применимы только в случаях, когда факт манипулирования или инсайдерской деятельности выявлен и доказан, что также затрудняет реализацию превентивной функции. Таким образом, механизм финансового противодействия данным видам недобросовестных практик на отечественном рынке фактически не сформирован.

Необходимость модернизации систем и механизмов регулирования рынка ценных бумаг закреплена Распоряжением правительства РФ от 29.12.2022 №4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года», Указе Президента Российской Федерации от 07.05.2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года». Важнейшим документом, обуславливающим актуальность выбранной темы исследования, является также Перечень поручений по вопросу противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, утверждённым Президентом Российской Федерации 06.12.2024 г. № Пр-2579. Представленное исследование имеет высокую степень актуальности и отвечает задачам, поставленным перед государственными органами власти на современном этапе социально-экономического развития.

Степень научной разработанности проблемы. Теоретические основы исследования фондового рынка нашли отражение в научных трудах Ю. Фамы, Б. Мандельброта, П. Самуэльсона, Б.Л. Болдта, Х.Л. Арбита, Е.Д. Элтона, М.Д. Грубера, В.Х. Бивера, С. Гроссмана, Дж. Стиглица, А. Ло, К. Френча, Р. Шиллера, А. Шлейфера. Исследованию инсайдерской деятельности на фондовом рынке, посвящены работы таких авторов, как Тамбовская Д.В. и Пшиканоква Н.И., Поляничко М.А., Михайленко Ю.В., Дыхова А.Л.,

Володин С.Н., Петров В.В., Соловьёв О.Г. и Переломова И.Г., Арестова Е.Н. и Борбат А.В., Лифшиц И.М. и Яни П.С., Адиньяев С.И., Курносов А.В., Искандяров Р.Р., Цвижба М.Б., Кондратова С.В., Буйневич М.В. и Власова Д.С., Зарипов И.А., Углицких О.Н., Клишина Ю.Е., Зуева А.С., Сысоев А.П., Федоров В.А., Клепицкий И.А., Мирошниченко А.Г., Куликова Е.И., Загоруйко И.Ю., Заборовский В.Е., Беломытцева О.С., и др. Исследованию проблем регулирования и развития российского рынка ценных бумаг на современном этапе посвящены работы Лебедевой М.Е., Шашиной И.А., Кабановской Ю.И., Ключникова И.К., Ключникова О.И., Ключниковой А.И., Никоновой И.А., и др. Исследованию механизмов налогообложения, в том числе, на рынке ценных бумаг, посвящены работы Пинской М.Р., Пономаревой К.А.

Среди зарубежных исследований значимыми для данного исследования являются работы Биггерстафа (Biggerstaff L.), Д. Кима (Kim D.), Д. Камминга (Cumming D.), Р. Ли (Li R.), М.Ф. Эсена (Esen M.F.), С. Зениткала (Thanitcul S.), Маргинсон Д. и Хи Г. (He, G., Marginson, D.), Ф Дэвиса, Б. Тагипура и Е. Уолкера (Davis, F., Taghipour, B., Walker, T.J.), Че-Яха, Абдул-Рахиба и Мод-Рашида (Che-Yahya, N., Abdul-Rahim, R., Mohd-Rashid), Диссанеик Г., Лим К., А. Гоэла, В. Трипази и М. Агаруала (Goel, A., Tripathi, V., Agarwal, M.).

Исследованию проблем регулирования рынка и посвящены работы таких авторов как Д. Кима (Kim, D., Ng, L., Wang, Q., Wang, X.), Цоу Д. и В. Ванг (Zhou, D., Wang, W.), Росси А. и Салстрём П. (Rossi, A., Sahlström, P.), Дж. Люо, (Luo, J., Ni, X., Tian, G.G.), И. Жаббури (Jabbouri, I.), А. Ли (Li, A., Feng, M., Li, Y., Liu, Z.), П. Бисваса (Biswas, P.K.), М. Канкла (Kuncl, M.), А. Жаголинзера (Jagolinzer, A.D. Larcker, D.F. Ormazabal, G. Taylor, D.J.), П. Хабла (Hable, P., Launhardt, P.) и др.

Несмотря на значительный интерес к данной проблематике не решенными являются такие задачи:

- обеспечения своевременного реагирования на инсайдерскую деятельность и манипулирование с целью предупреждения и сокращения объемов возникающего ущерба;

- разработки механизмов финансового воздействия, позволяющих снизить интерес к их реализации;
- разработки экономически обоснованного инструментария, позволяющего определять меры финансового воздействия в соответствии с объёмом наносимого ущерба.

Целью диссертационного исследования является разработка механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг и методических подходов к инструментам, обеспечивающим его функционирование.

Достижение поставленной цели обусловило необходимость постановки и решения следующих **задач**:

- 1) разработать основные элементы механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников для внедрения в систему регулирования рынка ценных бумаг;
- 2) выявить применяющиеся в зарубежной практике ключевые инструменты финансового воздействия на лиц, совершающих недобросовестные практики и определить взаимосвязи, функции и полномочия регулирующих субъектов с целью адаптации и внедрения в систему противодействия инсайдерству и манипулированию на российском рынке ценных бумаг;
- 3) обосновать методический подход к выявлению инсайдерских и манипулятивных сделок, основанный на использовании современных технологий (BigData), проверить его соответствие условиям среды и возможность реализации в практической деятельности;
- 4) разработать механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг и определить его место в структуре современной системы регулирования рынка;
- 5) разработать методические подходы к определению специальных налоговых ставок, размеров штрафов и компенсационных сумм, как инструментов, формирующих составляющую механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг.

Объектом исследования является рынок ценных бумаг.

Предметом выступают организационные и финансовые отношения, складывающиеся между участниками рынка ценных бумаг, функционирующего в условиях воздействия инсайдерской деятельности и манипулирования.

Соответствие Паспорту научной специальности ВАК. Область исследования соответствует требованиям паспорта специальности 5.2.4 – Финансы: 24. Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков; 13. Налоги и налогообложение. Налоговая политика. Налоговое администрирование. Обеспечение бюджетной устойчивости.

Теоретико-методологическую основу исследования составили научные труды отечественных и зарубежных авторов, занимающихся исследованием влияния инсайдерской и манипулятивной деятельности на рынки ценных бумаг; законодательные и нормативно-правовые акты, в том числе изданные Банком России, организаторами торгов.

Методы исследования. В основе исследования лежат методы теоретического обобщения и сравнения при раскрытии сущности инсайдерства и манипулирования; статистические методы в части расчета дисперсии (при определении размаха флюктуаций, расчете бета коэффициента скользящей средней); графический анализ при сопоставлении динамики бета коэффициента (волатильности) и событий, представленных как всплески суммарного сентимента (эмоциональной окраски сообщений о них в СМИ), который рассчитан по стандартной методике исследователей

Ху М. и Лю Б. с использованием соответствующего программного обеспечения («Оранж»).

Информационной базой исследования выступили справочно-правовые системы, статистические данные Банка России (<https://cbr.ru/>), Московской биржи (<https://www.moex.com/>), а также другие материалы. Обработка полученных данных и расчёты проводились с использованием программы «Microsoft Excel», статистического пакета «SPSS Statistics» и программного пакета «Orange».

Научная новизна полученных результатов заключается в решении научной задачи необходимости разработки механизма финансового воздействия на участников, реализующих недобросовестные практики, на основе формальных признаков данного факта, позволяющего не затрагивать деятельность добросовестных участников, что обеспечит сохранение интереса к рынку.

Конкретные результаты, выносимые на защиту, содержащие научную новизну и полученные лично автором, состоят в следующем:

1. Разработаны в части развития теории финансов основные элементы механизма финансового воздействия на недобросовестных участников рынка ценных бумаг, что позволяет в отличие от имеющихся подходов оказывать воздействие в результате внедрения налоговой ставки, и обеспечивать объективную оценку размера ущерба и его компенсации (пункт 24 Паспорта научной специальности ВАК).

2. Выявлены применяющиеся в зарубежной практике ключевые инструменты финансового воздействия на лиц, замеченных в реализации недобросовестных практик, определены субъекты, их функции, полномочия и взаимосвязи, что, в отличие от существующих исследований позволило выделить механизмы, входящие в систему регулирования исследуемых рынков и послужило основой для определения возможности их адаптации и внедрения в российскую систему с учётом её особенностей (пункт 24 Паспорта научной специальности ВАК).

3. Предложен методический подход к выявлению инсайдерских сделок на основе комбинирования оценки волатильности рынка (бэта-коэффициент) и событийного анализа (оценка совокупного сентимента сообщений в СМИ) на основе использования технологий искусственного интеллекта, что, в отличие от применяемых подходов, позволит обеспечить непрерывный мониторинг рынка ценных бумаг с учётом информационного потока и позволит сократить ущерб от реализации инсайдерской деятельности и манипулирования за счёт своевременной реализации инструментов финансового воздействия (пункт 24 Паспорта научной специальности ВАК).

4. Разработан механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, что в отличие от существующих механизмов обеспечивает решение проблемы отсутствия комплексного финансового воздействия, направленного на противодействие инсайдерской деятельности и манипулированию; он позволяет оказывать финансовое воздействие на лиц, совершающих противоправные действия независимо от наличия их фактического подтверждения, при сохранении интереса к инвестированию со стороны добросовестных участников (пункт 24 Паспорта научной специальности ВАК).

5. Сформированы методические подходы к определению инструментов, формирующих механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, что, в отличие от существующих инструментов, обеспечит выполнение превентивной функции и снижение мотивации к осуществлению инсайдерской деятельности и манипулирования (пункт 13 Паспорта научной специальности ВАК пункт; пункт 24 Паспорта научной специальности ВАК).

Теоретическая значимость результатов диссертационного исследования заключается в разработке основных элементов механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, методических подходов к определению специальных налоговых ставок, обоснованию сумм штрафов и компенсаций с учётом объёмов наносимого в результате недобросовестной практики ущерба, обеспечивающих его реализацию.

Практическая значимость результатов диссертационного исследования. Результаты диссертационного исследования могут быть применены в практической деятельности Банка России, как основного регулятора рынка ценных бумаг, а именно, в деятельности Департамента инфраструктуры финансового рынка. Внедрение результатов исследования позволит минимизировать негативное воздействие недобросовестных практик, заключающееся в возникновении убытков или недополучении прибыли добросовестными участниками, а также снизить

ущерб, наносимый рынку в целом и связанный с реализацией мероприятий, направленных на его стабилизацию.

Обоснованность и достоверность результатов исследования обеспечиваются в результате разработки и развития теоретических и методических основ механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, а также эмпирической проверкой представленных в исследовании инструментов, обеспечивающих его реализацию.

Апробация результатов диссертационного исследования. Основные результаты исследования изложены в научных публикациях, а также в ходе участия в научных конференциях: Ростов-на-Дону; Международная научно-практическая онлайн конференция «Развитие российской экономики и ее безопасность в условиях современных вызовов и угроз», 21-22 апреля 2021 г., Ростов-на-Дону; VI Международная научно-практическая конференция «Дистанционные образовательные технологии», 20-22 сентября 2021 года, Ялта; Всероссийская научно-практическая конференция «Национальная безопасность России: актуальные аспекты», 30 мая 2022 г., Санкт-Петербург; X Международная научно-практическая конференция «Экономика устойчивого развития региона: инновации, финансовые аспекты, технологические драйверы развития в сфере туризма и гостеприимства», 28-31 марта 2023 г., Ялта; XXIII Международная научно-практическая конференция «Развитие науки и практики в глобальном меняющемся мире в условиях рисков», 20 ноября 2023 г., Москва; Международная научная конференция «Экономика и социум в современных исследованиях», май, 2024 г., Великий Новгород; III Международная научно-практическая конференция «НЭП 2.0: Национальный вектор», 8 ноября 2024 г., Севастополь; XII Международная научно-практическая конференция, посвященная празднованию 80-летия победы «Экономика устойчивого развития региона: инновации, финансовые аспекты, технологические драйверы развития в сфере туризма и гостеприимства», Симферополь, 2025; IV Международная научно-практическая конференция «НЭП 2.0: национальный вектор», Севастополь, 11 ноября 2025 г.

Основные публикации автора по теме исследования. Основные результаты исследования опубликованы в 17 научных работах общим объёмом 11,27 п.л. (авторских 9,49 п.л.), в том числе 2 статьи в журнале, индексируемом в Scopus, 7 статей в изданиях, рекомендованных ВАК РФ, 5 статей в сборниках, входящих в РИНЦ, 3 свидетельства о регистрации базы данных.

Структура диссертации. Диссертация включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы и приложения. Работа изложена на 205 страницах машинописного текста, включает 10 рисунков, 23 таблицы, 17 формул, 17 приложений.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ НЕДОБРОСОВЕСТНЫХ ПРАКТИК НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

1.1. Инсайдерство и манипулирование как факторы, воздействующие на функционирование рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг на современном этапе развития социально-экономической формации является одним из важнейших элементов аккумуляции и перераспределения капитала, обеспечивая рост и развитие экономики. В основе функционирования рынка ценных бумаг лежит информация и её перераспределение между участниками. Информационные потоки выступают главным фактором, влияющим на формирование рыночных трендов. Их характер определяет интерес и настроение участников и как следствие – направленность тренда.

Неотъемлемой составляющей функционирования рынка является информационная асимметрия, возникающая в результате неравномерного распределения информации между участниками. Впервые существование информационной асимметрии было отмечено в 1963 году в работе К. Эрроу «Неопределённость и экономика благосостояния в здравоохранении» [68]. Однако сама теория информационной эффективности была разработана позже Дж. Акерлофом, М. Спенсом и Дж. Стиглицом в 1967 году и отражена в работе «Рынок «лимонов»: неопределённость качества и рыночный механизм», вышедшей в 1970 году [69]. Асимметричность рынка непосредственно связана с инсайдерской информацией и инсайдерской деятельностью. Впервые данное понятие было введено в 1934 году в США. Сегодня данный термин исследуется множеством учёных, однако единое определение до сих пор не выработано. Это связано с различием мнений относительно природы и основных признаков инсайдерской информации. Наряду с деятельностью, основанной на недоступной большинству участников информации сегодня активно исследуется манипулирование. Данные

виды практики относятся к числу недобросовестных и требуют внимания со стороны научного сообщества.

Активным исследованием инсайдерства и манипулирования на рынке ценных бумаг занимались такие зарубежные учёные, как Бггерстаф Л. (Biggerstaff L.) [96], Ким Д. (Kim D.) [97], Камминг Д. (Cumming D.) [98], Ли Р. (Li R.) [100], Эссен М.Ф. (Esen M.F.), Зениткала С. (Thanitcul S.) [102], Маргинсон Д. и Хи Г. (He, G., Marginson, D.) [103], Ф Дэвис, Б. Тагипур и Е. Уолкер (Davis, F., Taghipour, B., Walker, T.J.) [104], Че-Яха, Абдул-Рахиб и Мод-Рашид (Che-Yahya, N., Abdul-Rahim, R., Mohd-Rashid, R.) [105], А. Гоэл, В. Трипази и М. Агаруал (Goel, A., Tripathi, V., Agarwal, M.) [107], Д. Ким (Kim, D., Ng, L., Wang, Q., Wang, X.) [108], Цоу Д. и В. Ванг (Zhou, D., Wang, W.) [109], Росси и Салстрём (Rossi, A., Sahlström, P.) [110], Дж. Люо, (Luo, J., Ni, X., Tian, G.G.) [111], И. Жаббури (Jabbouri, I.) [112], А. Ли (Li, A., Feng, M., Li, Y., Liu, Z.) [99], П. Бисвас (Biswas, P.K.) [113], М. Канкл (Kuncl, M.) [114], А. Жаголинзер (Jagolinzer, A.D. Larcker, D.F. Ormazabal, G. Taylor, D.J.) [115], П. Хабл (Hable, P., Launhardt, P.) [116] и др.

Развитие общества и технологий требует актуализации теоретических основ, что, в частности, необходимо также для усовершенствования законодательной и нормативной базы. Исследуя понятия инсайдерства и манипулирования, необходимо определить их сущность и признаки.

Игнорирование проблемы распространения недобросовестных практик, по мнению Сыроева А.П. [93] может привести к ряду негативных последствий, которые автор объединяет в две крупные группы. По его мнению, инсайдерская деятельность и манипулирование приводит к возникновению прямых и косвенных убытков. Однако обе группы ведут к снижению интереса участников рынка, сокращению инвестиционных потоков. Автор анализирует существующие методы противодействия, их формы, выделяя ряд недостатков.

Определение эффективных механизмов борьбы с нарушителями законодательства в области противодействия инсайдерству и манипулированию невозможно без изучения теоретических основ данной проблемы. Необходимо понимание сущности данных видов недобросовестных практик. Однако на

сегодняшний день исследователи не пришли к единому мнению относительно их признаков, классификации и т.д. Инсайдерская деятельность и манипулирования имеют разную природу и требуют различных подходов к их выявлению и противодействию. Для понимания сущности первого вида недобросовестной практики следует изучить понятие инсайдерской информации, на которое находится в её основе. Большинство исследователей среди признаков инсайдерской информации, выделяют конкретность и точность, в то время как ряд авторов, таких как Фёдоров В.А. [94] и Клепицкий И.А. [95] отвергают их значимость. Авторы утверждают, что для реализации недобросовестной практики в ряде случаев достаточно искажённой информации, либо её фрагмента. По утверждению Фёдорова В.А. стремление исследователей сделать определения инсайдерства и манипулирования наиболее точным приводит к противоположному эффекту. В результате ряд действий недобросовестных участников могут избежать наказания, поскольку формально используемая ими информация не подходит под установленные критерии. Клепицкий И.А. также считает выделение признака точности излишним. По мнению автора инсайдерская информация может не обладать данным признаком, но оказывать существенное влияние на рынок ценных бумаг.

Обобщая анализ работ отечественных авторов, следует отметить, что инсайдерская деятельность заключается в использовании определённой информации с целью получения незаконной прибыли, значительно превышающей среднерыночный объём. Однако для отнесения к данной категории информация должна обладать определёнными признаками. На сегодняшний день их перечень не закреплён законодательством РФ. Среди характерных признаков выделяют: конфиденциальность; существенность; способность влиять на курс ценных бумаг и товаров; возможность получения дополнительной прибыли или избегания убытков при её применении; конкретность; достоверность; точность.

Ряд авторов считает три последних признака наиболее значимыми при определении возможности отнесения информации к инсайдерской, однако в определении, данным законодательством, они не закреплены. Это связано также с

тем, что такое ограничение исследуемого определения позволило бы заинтересованным лицам распространять необходимую информацию по определённым информационным каналам, при этом действуя в рамках закона, поскольку она была бы определена как «слухи». Под слухами понимаются естественно образованные информационные потоки, характеризующиеся неточностью, отсутствием прямых подтверждающих фактов, искажением части распространяемых данных, при этом данная категория может оказывать значительное влияние на рынок. Возвращаясь к изучению инсайдерской информации, стоит отметить, что она может использоваться инсайдерами и другими участниками рынка с целью манипулирования.

Рассмотрим определения понятия инсайдерской деятельности, которые дают ведущие отечественные исследователи в этой области (таблица А.1, приложение А). Как видно из рассмотренных определений, изучение инсайдерской деятельности имеет несколько подходов, среди которых рассмотрение понятия с точки зрения лишь использования инсайдерской информации, или же более детальное определение, включающее в себя также иные признаки, которыми такая деятельность должна сопровождаться.

Манипулирование рынком наравне с инсайдерской деятельностью является незаконной практикой, требующей изучения и выработки эффективных путей противодействия ему. Современные зарубежные и отечественные исследователи дают различные определения понятию манипулирования (таблица А.2, приложение А).

Анализ представленных определений позволяет выделить несколько подходов к рассмотрению трактовки понятия «манипулирования». Первый подход заключается в определении манипулирования как установления контроля над основными показателями ценных бумаг, такими как цена, спрос, предложение и объём. Второй подход определяет данную недобросовестную практику как воздействие с помощью ложной информации на основные показатели. Также в ряде определений не уточняется, какие именно действия могут использоваться для манипулирования. Оба подхода согласовываются на том, что манипулирование

рынком существенно искажает текущий уровень цен и негативно отражается на участниках рынка.

Изучая данные понятия, следует уточнить, кто относится к категории «недобросовестные участники рынка ценных бумаг» (таблица 1.1).

Таблица 1.1 – Определение категорий недобросовестных участников рынка ценных бумаг

Категория недобросовестных участников	Определение	Перечень лиц
Инсайдеры	Лица, которые в силу служебного положения обладают информацией, обладающей особыми признаками и способной влиять на показатели рынка ценных бумаг после обнародования, и совершающие на основе такой информации сделки, позволяющие получить прибыль, значительно превышающую среднерыночное значение, либо избежать убытков	– эмитенты; – организаторы торгов; – клиринговые организации, депозитарии, кредитные организации; – брокеры, дилеры, управляющие; – аудиторы, юристы, оценщики эмитента; – информационные агенты, имеющие право на раскрытие официальной информации; – регуляторы (ЦБ, Минфин) и их сотрудники; – иные лица, косвенно имеющие доступ к любой информации, обладающей признаками инсайдерской
Лица, манипулирующие рынком	Лица, осуществляющие воздействие на основные показатели рынка ценных бумаг путём технических манипуляций или введения в информационные каналы рынка новостных сообщений (как ложных, так и истинных), в том числе, использующие для такого воздействия инсайдерскую информацию с целью получения прибыли, значительно превышающей среднерыночное значение, либо избегания убытков	– любые лица, оказывающие техническое воздействие на основные показатели ценных бумаг путём реализации недобросовестных стратегий – любые лица, оказывающие воздействие на основные показатели ценных бумаг в результате использования информации (ложной, частично искажённой, истинной), в том числе, инсайдерской

Как можно увидеть, понятие «недобросовестные участники рынка ценных бумаг» включают в себя две категории – инсайдеров и лиц, манипулирующих рынком.

На основе проведённого нами анализа определений изучаемых недобросовестных практик, а также лежащих в их основе понятий инсайдерской и манипулятивной информации, можно дать следующие определения:

– инсайдерская деятельность – это совершение действий на рынке ценных бумаг на основе информации, обладающей особыми признаками и способной влиять на показатели рынка ценных бумаг после обнародования, до наступления такого момента, с целью получения прибыли, значительно превышающей среднерыночное значение, либо избегания убытков за счёт получения ущерба либо недополучения прибыли иными участниками;

– манипулирование рынком – это воздействие на показатели рынка ценных бумаг и/или отдельные инструменты путём технических манипуляций или введения в информационные каналы рынка новостных сообщений (как ложных, так и истинных, не предназначенных для обнародования в данный момент времени) с целью получения прибыли, значительно превышающей среднерыночное значение, либо избегания убытков за счёт получения ущерба либо недополучения прибыли иными участниками.

Манипулирование рынком и инсайдерская деятельность являются практиками, негативно отражающимися на функционировании рынка ценных бумаг, в связи с чем относятся к незаконным. Представим влияние недобросовестных практик на рынок ценных бумаг на рисунке 1.1.

Получение прибыли либо избегание убытков лицами, совершающими их, происходит за счёт иных участников, что, в конечном счёте, снижает интерес последних к участию в сделках. С целью разработки эффективных методов противодействия необходимо понимать природу инсайдерской и манипулятивной деятельности.

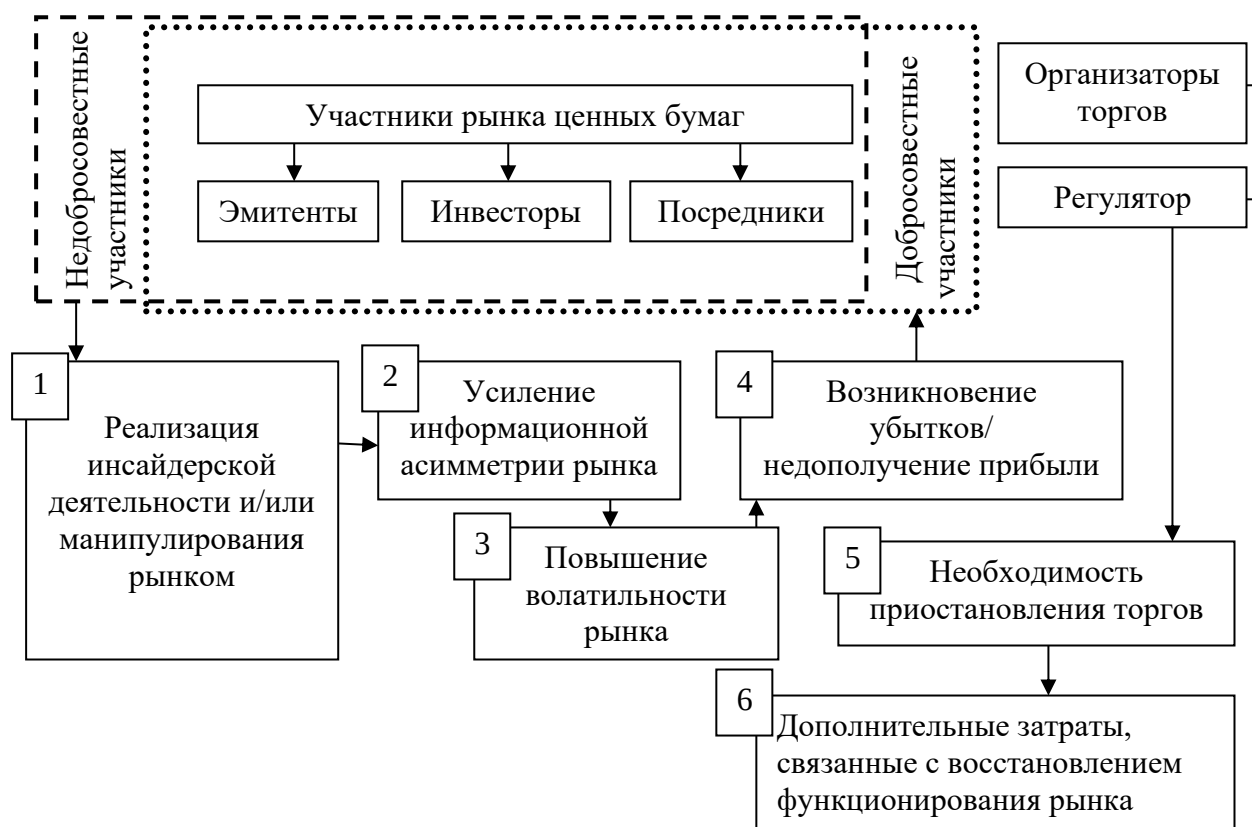


Рисунок 1.1 – Структура рынка ценных бумаг и влияние на него инсайдерской деятельности и манипулирования

В основе манипулирования и инсайдерской деятельности находятся информационные потоки рынка. Поступая в информационные каналы, они выступают одним из главных факторов, влияющих на принятие решений и совершение операций участниками торгов и формирование цены финансовых инструментов. Следует дать определения данным терминам, поскольку они будут являться основой для дальнейших теоретических разработок:

- информационный поток рынка ценных бумаг – это поток информации всех форм, поступающий на рынок через публикацию в различных информационных каналах;

- информационный канал рынка ценных бумаг – представляет собой совокупность способов распространения информации всех форм, предназначенная для использования участниками при принятии решений о необходимости, характере, объёмах и времени совершения тех или иных операций.

В большинстве исследований информационные каналы рынка ценных бумаг подразделяются на официальные и неофициальные. Однако, при изучении недобросовестных практик целесообразно использование такой классификации, которая позволит отбирать источники по степени их достоверности. Это необходимо для выявления недобросовестных практик в общем объёме сделок, а также для исследования реакции участников рынка на те, или иные события, что будет отражено в следующем разделе. В связи с этим в рамках данной работы предлагается следующая классификация информационных каналов рынка ценных бумаг (рис.Б.1, приложение Б).

Как можно увидеть на рисунке, по степени достоверности можно выделить три вида информационных каналов:

1) официальные новости – представляют собой новости, сообщения, заявления, высказывания, информацию об изменении технических показателей и т.д., опубликованные в зарегистрированных официальных средствах массовой информации; основным признаком данного информационного канала является наличие подтверждающих ту или иную опубликованную информацию фактов;

2) аналитика и экспертные мнения – к ним относятся обзоры рынка, анализ, мнения экспертов, прогнозы и прочая информация, предполагающая наличие субъективной составляющей с опорой на различные источники; признаком данного информационного канала является наличие субъективного мнения, которое может отличаться от объективной оценки тех или иных событий, трендов и т.д.;

3) слухи – это информация, возникающая в неофициальных источниках, таких как чаты, группы, сообщества и т.д., основным признаком которой является отсутствие подтверждающих фактов.

Разделение информационных каналов по отличительному признаку позволило сформировать вышеуказанные три группы по степени достоверности. Так канал «Официальные новости» является наиболее достоверным, поскольку перед публикацией информация проходит проверку. Новости, не имеющие достаточного подтверждения, не публикуются в зарегистрированных изданиях,

поскольку они могут быть ложными. Публикация подобного рода информации негативно отражается на репутации изданий.

Группа «Аналитика и экспертные мнения» представляет собой информационный канал со средней степенью достоверности. Поскольку анализ, прогнозы и обзоры обычно строятся на официальной исторической информации, которая ранее была зафиксирована в официальных СМИ. Однако при этом эксперты и аналитики могут использовать иные, менее надёжные информационные источники, в том числе, неопубликованные данные, а также опираться на ожидаемые события, вероятность свершения которых неопределенна. Кроме того, подобные публикации имеют субъективную оценку, которая может не совпадать с фактическими событиями. Канал «Слухи» является неотъемлемой частью информационного поля рынка ценных бумаг и активно используется многими инвесторами наравне с предыдущими рассмотренными. Однако степень его достоверности можно охарактеризовать как низкую, поскольку в нём публикуется информация, не имеющая подтверждения. При этом именно на основе такой информации инвесторы могут осуществлять сделки, стремясь опередить рынок.

Следует отметить, что независимо от степени достоверности выделенных информационных каналов рынка в современных условиях всё выше становится риск попадания в них ложной информации (фейковой информации, фейка). Фейки представляют собой отдельную группу информации, которая не может быть отнесена ни к одной из вышеперечисленных. Её главной отличительной особенностью является заведомо ложный характер, а её публикация преследует определённые цели – получение выгоды отдельными лицами, что отличает фейк от информации, относящейся к категории слухов. Фейковые новости оказывают сильное отрицательное воздействие на работу рынка, поскольку воспринимаются его участниками как официальные, проверенные и достоверные данные, что активно используется недобросовестными участниками с целью манипулирования. Фейк может возникать в любом из представленных информационных каналов рынка. Чаще всего он имеет краткосрочное воздействие и после выявления удаляется из источника. Однако, несмотря на непродолжительность его

нахождения в свободном доступе, влияние на рынок ценных бумаг может оказаться достаточно обширным, что ведёт к возникновению крупных убытков участников торгов.

Распространение такого понятия как «фейк», динамичное развитие технологий, увеличение объёмов информации, поступающей на рынок, а также скорости её обращения привело к трансформации самих недобросовестных практик, а также методов их осуществления. На сегодняшний день в научном сообществе мнения относительно классификации недобросовестных практик существенно расходятся. Так, например, Д.В. Пряничников предлагает две группы манипулятивных практик: основанные исключительно на информации и иное манипулирование [119]. Е.А. Емельянова выделяет информационное манипулирование и «манипулирование, наряду с информационным воздействием предусматривающее совершение операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром» [27].

При составлении классификации следует обратить внимание на основу недобросовестных практик. Согласно этому, представлять её следует исходя из базовых признаков, которые проистекают из этих основных отличительных характеристик. Рассмотрим их в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Отличительные признаки инсайдерства и манипулирования на рынке ценных бумаг (разработано автором)

Признаки	Вид недобросовестной практики	
	Инсайдерская деятельность	Манипулирование
Участники недобросовестной практики (лица, затронутые в процессе непосредственной реализации)	Инсайдеры, а также ограниченный круг лиц, которым может быть передана инсайдерская информация (лица, не являющиеся инсайдерами по определению) с целью совершения соответствующих операций и получения прибыли (лица-получатели инсайдерской информации)	Участники рынка ценных бумаг, действующие единолично, либо группа лиц-участников, состоящих в сговоре, инсайдеры, получатели инсайдерской информации
Объекты воздействия	-	Курс ценных бумаг
Инструменты	Инсайдерская информация	Информация; цена, объём и т.д.
Характер воздействия	Совершение сделок с ценными бумагами до разглашения инсайдерской информации, способной повлиять на их курс	Изменение курса ценных бумаг техническим путём, либо в результате публикации информации

Как видно из данной таблицы, инсайдерство и манипулирование имеют отличия по количеству участников, вовлечённых в процесс непосредственной реализации недобросовестной практики. Реализация инсайдерства возможна ограниченным кругом лиц – непосредственно инсайдерами, либо лицами, которым такая информация была передана в целях её дальнейшего использования. В свою очередь манипулирование может осуществляться любым участником рынка, а также группой участников, состоящих в сговоре.

Манипулирование является более «доступной» недобросовестной практикой, в том числе с развитием технологий и их внедрением на рынках ценных бумаг. В качестве объекта воздействия при манипулировании выступает курс ценных бумаг, в то время как в результате воздействия он не меняется. Воздействие при манипулировании может осуществляться с помощью информации (информационное манипулирование), либо путём изменения технических показателей, таких как цена, объём продаж, и интерес (спрос и предложение). Инструментом реализации инсайдерства является непосредственно инсайдерская информация. Оба вида недобросовестной деятельности имеют своей основной целью получение прибыли или избежание убытков, а их негативные последствия затрагивают всех участников рынка ценных бумаг. Исходя из представленной выше таблицы (табл. 1.1) можно выделить следующие базовые признаки недобросовестных практик: численность участников реализации, объект воздействия, инструмент воздействия, характер воздействия.

Изучив существующие на момент проведения данного исследования недобросовестные практики, а также на основе обобщения вышеизложенного материала, нами была разработана следующая классификация (рис. В.1, приложение В). Исходя из данных на рисунке В.1 (приложение В), недобросовестные практики следует разделить на два основных вида: инсайдерскую деятельность и манипулирование, в рамках которых существует несколько подвидов, в зависимости от характера реализации и инструментов, находящихся в основе. Инсайдерская деятельность представлена двумя группами. Группа «текущее инсайдерство» предполагает регулярное, на протяжении

определённого времени, использование закрытой информации, не предназначенной для разглашения для получения выгоды в результате совершения на её основе операций с ценными бумагами и иными инструментами. Это может быть как использование такой информации владеющим ею лицом, так и её передача третьим лицам для совершения аналогичных действий. Группа «опережающее инсайдерство» предполагает совершение сделок на основе инсайдерской информации до момента её публикации в СМИ непосредственно инсайдером, либо, после передачи – третьими лицами. Отличительным признаком этих двух групп является факт публикации информации в СМИ, поскольку в первом случае речь идёт об использовании внутренней, не подлежащей раскрытию информации о об уже свершившихся или планируемых фактах деятельности компании. Примером такой информации могут быть объёмы и условия планируемых закупок иностранной валюты, об объёмах выпуска продукции, планируемых к закупке или продаже ценных бумаг сторонних компаний и т.д.

Во втором случае сделки совершаются перед публикацией значимой информации, которая окажет влияние на сформировавшийся курс ценных бумаг. Примерами такой информации является публикации финансовых отчётов, объявления о слиянии или поглощении, о смене руководства компании, о расширении производства, соглашениях о сотрудничестве со значимыми партнёрами, и т.д. Манипулирование можно разделить на четыре группы. Торговое манипулирование основывается на действиях участника (или группы участников), реализуемых в ходе торгов, которые направлены на изменение определённых показателей (таких как объём продаж, количество поданных заявок, и т.д.), которые в конечном итоге приводят к отклонению курса ценных бумаг. Это могут быть как реальные покупки и продажи по предварительному сговору, так и выставление фиктивных заявок без их дальнейшего движения. Вторая группа основана на использовании информации в качестве инструмента изменения курса ценных бумаг. В данном случае в информационные каналы рынка делается вброс частично или полностью ложной (фейковой) информации, провоцирующей участников

рынка совершать на её основе сделки, которые после выявления её недостоверности ведут к возникновению убытков у большинства из них.

Третья группа – инсайдерское манипулирование. Она отличается от информационного манипулирования использованием инсайдерской информации и заключается в её умышленном досрочном распространении с целью изменения сформировавшегося курса ценных бумаг. На основе такой информации могут быть осуществлены торговые действия, также направленные на изменение курса. Манипулирование без обеспечения, представленное в четвёртой группе, предполагает совершение действий, по выводу на рынок фиктивных ценных бумаг, которые не имеет под собой финансового обеспечения.

Важным отличием инсайдерской деятельности от манипулирования является факт отклонения курса ценных бумаг. Если действия участника рынка приводят к его изменению, такой вид нарушения относится к манипулированию, а в противоположном случае – к инсайдерству. Представленная выше классификация будет в дальнейшем необходима для определения методов выявления недобросовестных практик и определения мер наказания. Информация является важным компонентом, обеспечивающим на современном этапе развития рынка ценных бумаг его функционирование. От достоверности и полноты информации зависит эффективность его функционирования. Чем более полными данными обладают участники рынка, тем более оптимальным является распределение имеющихся ресурсов, поскольку на основе имеющихся данных инвесторы могут сделать рациональный выбор. Асимметричность всегда присутствует на рынке, однако, её усиление позволяет лицам, владеющим большим объёмом данных, совершать недобросовестные действия. Усиление асимметрии информации в результате действий недобросовестных участников ведёт к возникновению существенных убытков у основной массы, нарушает функционирование и ведёт к затормаживанию развития рынка. Представим несколько типов равновесия, которые могут наблюдаться на рынке на рисунке 1.2.

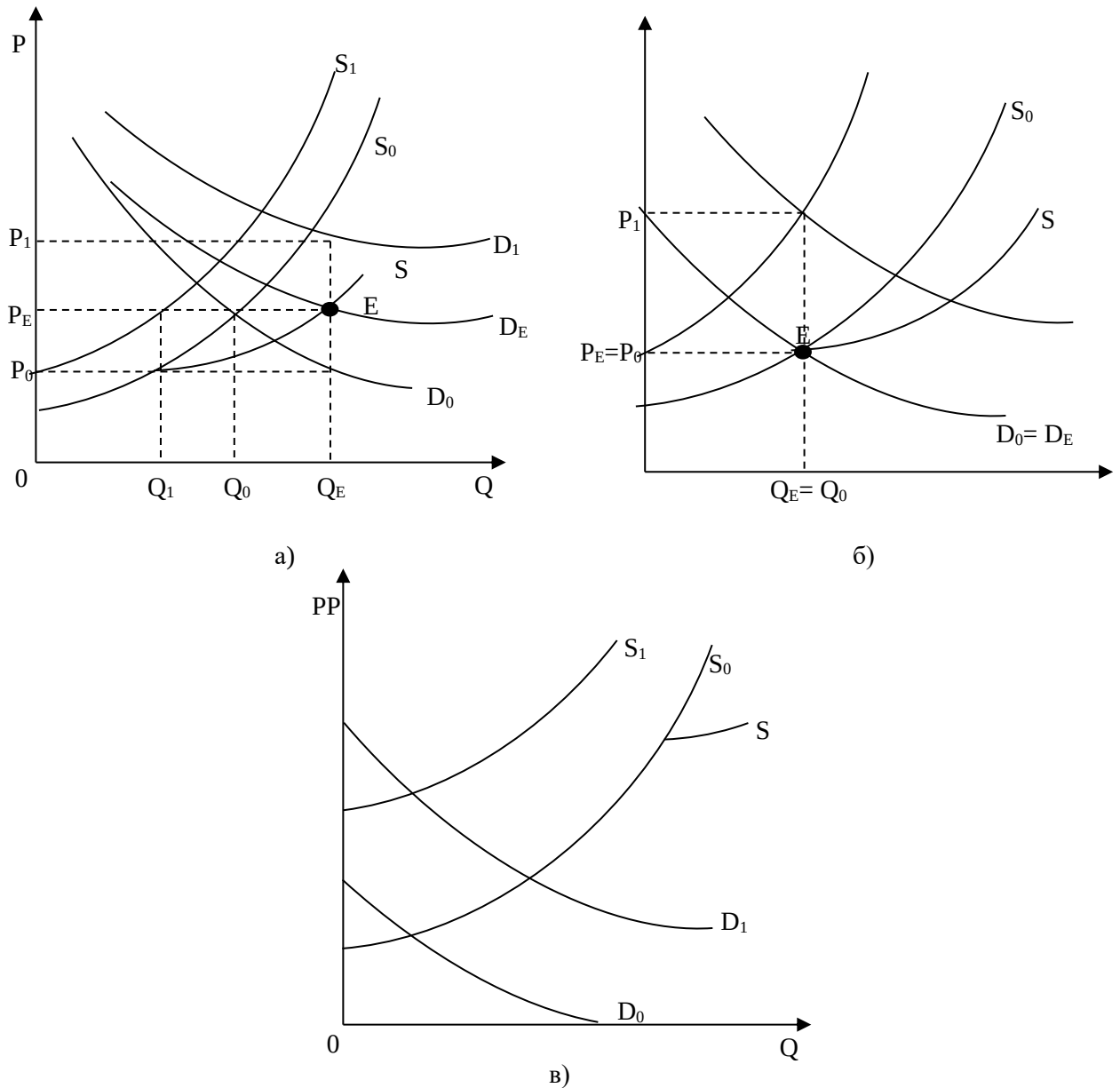


Рисунок 1.2 – Равновесие на рынке ценных бумаг с наличием асимметричной информации: основные типы [28]

Качество на рынке ценных бумаг характеризуется полнотой поступающей в рыночные каналы информацией и её доступности всем участникам торгов. Соответственно, в отношении ценных бумаг качественными будут считаться те, цена которых сформирована на основе максимально возможного объёма информации, включая конфиденциальные, не предназначенные для публикации данные, относящиеся к инсайдерской информации. Чем меньше данных

относительно той или иной ценной бумаги находится в доступе у участников, тем ниже её качество. Качество ценной бумаги, выраженное в доступности информации о ней, отражается на её спросе.

Если между градациями различие в качестве имеет невысокие значения, то на рынке устанавливается такой тип равновесия, при котором существует оба её вида (рис. 1.2.а). При этом усиление различия между градациями влияет на установившееся равновесие (рис. 1.2.б): в этом случае рыночное равновесие устанавливается в точке пересечения спроса и предложения (Е), что означает, что качественные информационные потоки вытеснены некачественными. Ещё большее снижение полноты потока входящей рыночной информации приводит к ситуации, когда независимо от объёма предложения цена спроса будет ниже цены предложения (рис. 1.2.в), что означает, что совершение сделок на таком рынке будет невозможно.

Рассмотренный пример позволяет продемонстрировать результат воздействия на рынок чрезмерного объёма инсайдерской информации. В результате его преобладания спрос на ценные бумаги будет сокращаться, что постепенно приведёт к нарушению функционирования рынка. Высокая степень асимметрии информации позволяет отдельным участникам получать большие объёмы прибыли, поскольку на основе имеющихся данных они могут сделать рациональный выбор. При этом основная масса участников несёт повышенные риски потери вложенных средств. На рынке возникает информационная монополия, ведущая к непропорциональному распределению прибыли между участниками.

Рассмотрим данное утверждение, опираясь на теорию предельного дохода монополиста. Монополист стремится к максимизации прибыли, выбирая при этом такой объём производства, при котором предельные издержки равны предельному доходу ($MC = MR$), что наблюдается в точке Курно на рисунке 1.3. Как можно увидеть, его прибыль на единицу продукции при этом будет выражена длиной отрезка FN (см. рис. 1.3.а).

При этом суммарная прибыль представляет собой площадь PFNL. При этом монопольное обладание информацией имеет и обратную сторону, поскольку в ряде случаев в результате завышения цен спрос становится недостаточным для получения прибыли. Это отражено на рисунке 1.3.б. В данном случае монополист несёт убытки, поскольку установленная цена оказывается неспособной покрыть средние издержки.

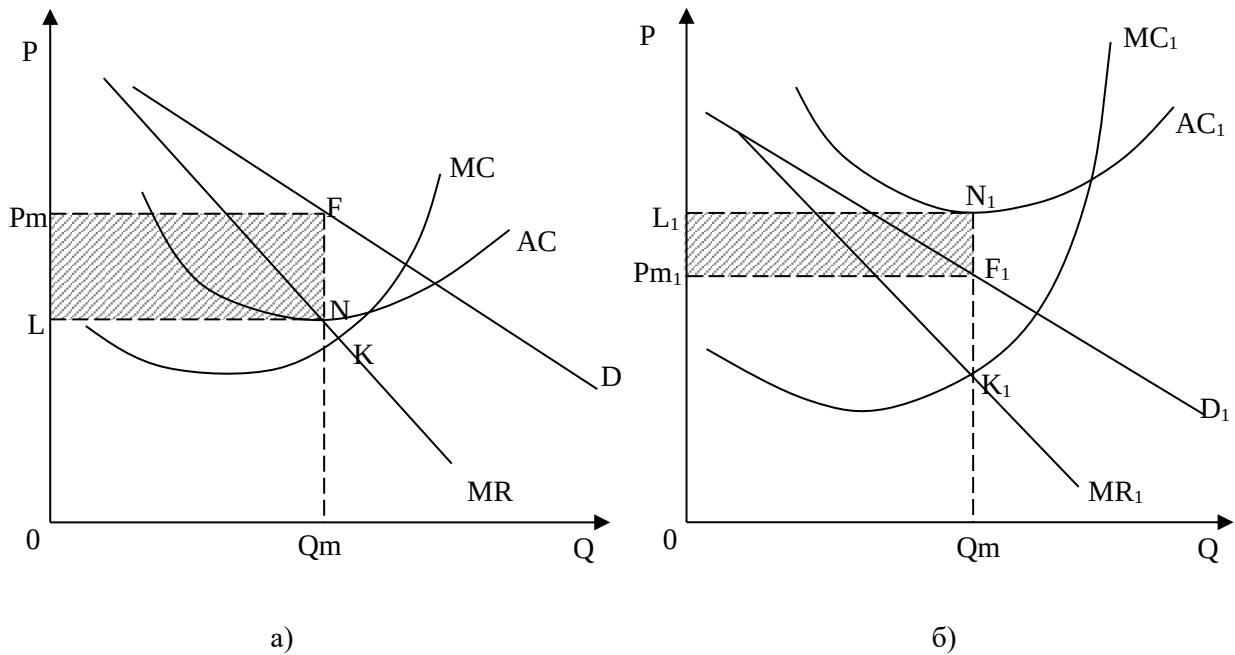


Рисунок 1.3 – Максимизация прибыли и возникновение убытков монополии

В разрезе инсайдерства и манипулирования, монополистическая деятельность рассматривается как деятельность по монополизации доходов рынка путём снижения качества информационного потока. Тогда установим следующие интерпретации обозначений на графиках: P – цена инструментов, находящихся в обращении; Q – объём торгов инструментами в периоде n;

MR – уровень предельного дохода; D – уровень предельного дохода при реализации недобросовестных практик; MC – уровень предельных издержек участников рынка (постоянная величина); AC – уровень средних издержек участников рынка.

Деятельность участников предполагает возникновение предельных и постоянных затрат, при этом получение дохода ограничено предельным уровнем,

имеющим зависимость от ряда факторов, среди которых эффективность рынка. Если информация в каналах рынка распределяется равномерно, рынок имеет сильную форму эффективности, что означает, что отдельные участники торгов не смогут получить сверхприбыль. Однако большинству рынков характерны средняя и слабая эффективность, что связано с неравномерным распределением информации. Это способствует возникновению недобросовестных практик.

Обладание инсайдерской информацией позволяет существенно увеличить объём получаемой прибыли, при этом величина затрат остаётся неизменной, либо повышается незначительно. Прибыль, существенно превышающая среднерыночные значения, полученная в результате недобросовестных практик – это монополизированная прибыль. Выработка решений, направленных на противодействие инсайдерской деятельности и манипулированию должно учитывать данный факт. Следовательно, они должны основываться на механизме, позволяющем снизить возможный объём такой прибыли за счёт повышения издержек недобросовестных участников рынка.

1.2. Проблемы государственного противодействия недобросовестным практикам на российском рынке и пути их решения

В российской практике долгое время не существовало законодательной базы, ограничивающей инсайдерскую деятельность и манипулирование на рынке ценных бумаг. Первый закон, призванный решить проблему их распространения, появился в 2010 году. Это связано с рядом факторов, среди которых – позднее зарождение рынка и сложный путь его развития. До 1991 года рынок ценных бумаг в современном его понимании не существовал. Функционировавшие в период Российской империи товарные и фондовые биржи, утратили своё назначение после публикации Декрета правительства Советской России от 23 декабря 1917 года. Операции с ценными бумагами были запрещены до 1922 года, когда государство приняло решение о выпуске облигаций хлебных и сахарного займов. В дальнейшем

фондовый рынок получил государственную форму. Толчком к его возрождению стало принятие в 1991 году Постановления Совета Министров РСФСР «Об утверждении Положения об акционерных обществах» [10].

22 апреля 1996 года был принят Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ [31]. Документ определял структуру рынка, а также основные положения его функционирования. Становление системы противодействия недобросовестным практикам на отечественном фондовом рынке началось относительно недавно – в 2010 году, с момента вступления в силу Федерального закона № 224-ФЗ [5]. Его основными целями являлись: обеспечение справедливого формирования цен на финансовые инструменты, обеспечение равенства участников рынка ценных бумаг, укрепление доверия инвесторов [9]. Постепенное вступление в силу отдельных статей и пунктов закона должно было обеспечить формирование системы противодействия недобросовестным практикам, которой до этого момента не существовало [66]. Однако длительное отсутствие понимания природы инсайдерской деятельности и манипулирования стали ещё одним фактором, затормаживающим её формирование и развитие. В результате, несмотря на наличие закона, длительное время его соблюдение не обеспечивалось.

С момента принятия Федерального закона № 224-ФЗ законодательная и нормативная база в области противодействия инсайдерству и манипулированию претерпела существенные изменения. На текущий момент нормативную базу, регулирующую данную сферу, формирует ряд ключевых документов. Среди них следует выделить Гражданский кодекс, Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ [31], а также профильный закон № 224-ФЗ от 27.07.2010 [5], направленный на противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Кроме того, в эту систему входят Федеральный закон № 115-ФЗ от 07.08.2001 (о легализации доходов, полученных преступным путем) [6] и Уголовный кодекс РФ [2]. Административная ответственность регулируется КоАП РФ [1], а разъяснения по вопросам судебной практики дает Постановление Пленума Верховного Суда РФ № 48 от 15.11.2016 [8].

Эффективность существующей в российской практике системы противодействия инсайдерству и манипулированию, а также используемых инструментов и методов неоднократно поднималась в работах различных авторов. Так, исследованию данного вопроса посвящены работы Зарипова И.А. [90], Углицких О.Н., Клишиной Ю.Е. [91], Зуевой А.С. [92], Михайленко (Калининой) Ю.В. [32], Соловьёва О.Г. и Переломова И.Г. [81], Арестовой Е.Н. и Борбат А.В. [73], Лифшиц И.М. и Яни П.С. [82]. Адиньяева С.И. [83, 84], Курносова А.В. [85], Цвижбы М.Б. [87], Кондратова С.В. [88].

В целом работы большинства российских исследователей в части выработки решений по устранению проблемы инсайдерства и манипулирования касаются внесения изменений в законодательную базу, либо направлены на микроуровень, то есть касаются изменений в контроле над утечкой информации на уровне отдельных предприятий-участников рынка ценных бумаг. При этом уточнение определений и выработка наиболее полного перечня признаков недобросовестных практик являются лишь основой для выработки эффективных путей противодействия им, однако не являются непосредственным решением. Проблема улучшения качества контроля над передачей информации между сотрудниками компаний и разработка эффективных барьеров, не допускающих её утечку, является отдельной темой исследования. Данные факторы оказывают лишь косвенное влияние на рынок ценных бумаг. Основной же проблемой является отсутствие эффективных механизмов противодействия недобросовестным практикам, позволяющих сократить их число и покрывать наносимый ущерб.

Рассмотрим подробнее систему основных документов, направленных на противодействие недобросовестным практикам (рис. Г.1, приложение Г). Первый уровень представлен Федеральным законом № 224-ФЗ от 27.07.2010 г., в котором установлены понятия инсайдерской деятельности и манипулирования, определены полномочия регулятора в отношении лиц, реализующих такие практики и этапы их выявления. Следующим уровнем являются Уголовный кодекс РФ и Кодекс об административных правонарушениях РФ, содержащие меры ответственности за совершение недобросовестных практик. Рассматривая второй уровень

законодательных и нормативных актов, следует обозначить границы ответственности за рассматриваемые правонарушения. Так, ранее, в соответствии с административным кодексом, максимальный уровень штрафа составлял один миллион рублей как для инсайдерской деятельности, так и для манипулирования рынком, а максимальный срок уголовной ответственности, установленный УК РФ отличался: для инсайдеров он составлял шесть лет, для лиц, осуществлявших манипулирование рынком – семь лет. Однако Федеральным законом от 11.06.2021 № 161-ФЗ были внесены изменения как в КоАП РФ, так и в УК РФ, а также ряд других актов.

Эти изменения были вызваны необходимостью повышения установленных мер ответственности в связи с их низкой эффективностью. В соответствии с действующими нормами, размер административных санкций за нарушение законодательства об инсайдерстве и манипулировании варьируется в зависимости от статуса нарушителя. Для физических лиц штраф составляет от трех до пяти тысяч рублей, для должностных лиц – от тридцати до пятидесяти тысяч рублей, при этом возможна дисквалификация на срок от одного до двух лет. Юридические лица могут быть оштрафованы на сумму, эквивалентную полученному незаконному доходу, либо на величину избегнутого убытка, но не менее семисот тысяч рублей [9]. Предпринята попытка решить одну из проблем, характерных российской практике противодействия, а именно – несоответствия установленных сумм штрафов объемам наносимого рынку и отдельным участникам ущерба.

Вновь установленные границы для юридических лиц предусматривают негативное влияние незаконных действий на рынок, однако штрафы для физических и должностных лиц всё ещё требуют экономического обоснования. Кроме того, одновременно с изменением размеров административного штрафа, Федеральным законом от 11.06.2021 г. № 11-ФЗ предусмотрена возможность заключения соглашения с Банком России в процессе расследования дела о нарушении законодательства о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию, предполагающая освобождение от административной ответственности. При этом соглашение имеет определённые законодательством

условия, одним из которых является уплата в государственный бюджет денежной суммы, соответствующей верхней границе административного штрафа для физических и должностных лиц, и нижней установленной границы – для юридических лиц. Данная мера направлена на решение ещё одной проблемы – низкой статистике привлечения к ответственности за нарушение законодательства, наблюдаемой с момента вступления в силу Федерального закона от 27.07.2010 №224-ФЗ. Как можно увидеть на рисунке 1.4, на протяжении 2010-2024 гг. официально было доказано 179 случаев реализации незаконных практик.

Доказательство факта совершения инсайдерских действий является ещё более затруднительным, что мешает привлечению к ответственности – за рассматриваемый период было выявлено всего восемь случаев. Заключение соглашения должно стимулировать виновных лиц не только содействовать следствию, но и минимизировать и устранять последствия недобросовестных практик на рынке ценных бумаг.



Рисунок 1.4 – Доказанные факты совершения недобросовестных практик на рынке ценных бумаг за период 2010-2024 гг.

(Составлено автором на основе данных Банка России [46])

Следующий уровень системы законодательных и нормативных актов, направленных на противодействие недобросовестным практикам представлен

Постановлением Пленума Верховного суда РФ от 15.11.2016 г. № 48 [8]. Данный документ имеет особое значение, поскольку даёт пояснения относительно применения установленных на предыдущем уровне норм. Постановление регламентирует порядок ведения судебных разбирательств, касающихся экономических преступлений, к которым относятся также практика инсайдерства и манипулирования. Для данных видов нарушений предусмотрен особый порядок ведения уголовного судопроизводства. Также Постановление Пленума Верховного суда устанавливает порядок рассмотрения сообщения о преступлении и возбуждения уголовного дела, а также дальнейшего определения меры наказания. Пункт 6 Постановления даёт разъяснения судам относительно возможности применения такой меры пресечения, как заключение под стражу – для лиц, нарушивших законодательство о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию, она может быть выбрана только при наличии ряда обстоятельств. К ним относятся нарушение ранее избранной меры пресечения или сокрытие от расследования или суда.

Документ устанавливает также и порядок взыскания сумм возмещения ущерба, причинённого в результате недобросовестной практики. При этом даётся определение понятия дохода, необходимого для определения размера такого ущерба. В отличие от пояснений, представленных в Кодексе об административных правонарушениях, в Постановлении под доходом понимается сумма незаконного обогащения, полученная в результате совершения недобросовестной практики. При этом есть важное уточнение – для его расчёта вычет произведённых расходов не осуществляется.

Стоит отметить, что в законодательных и нормативных актах рассмотренных уровней нет единого мнения относительно понятий незаконно полученного дохода. Федеральным законом и кодексами даны разные определения данному понятию, что не позволяет установить единый подход относительно расчёта их сумм, и, соответственно, определения штрафов. Кроме того, документы не регламентируют расчёт компенсации нанесённого ущерба, что не позволяет привлекать к данному

виду ответственности в каждом из установленных случаев правонарушения, а также устанавливать соразмерные суммы выплат.

Перейдём к рассмотрению четвёртого уровня. Банк России является основным регулирующим органом, осуществляющим надзор за деятельностью участников внутреннего фондового рынка. Одной из его основных функций является осуществление регулярного мониторинга и обеспечение соблюдения положений Федерального закона № 224-ФЗ. Банк имеет право запрашивать необходимую документацию для проверок, включая утвержденные списки инсайдеров у организаций, подробные записи об обмене данными, а также вправе вызывать для допроса подозреваемых лиц, когда есть основания полагать, что они являются участниками недобросовестных практик. Помимо законодательных актов, значительную роль в регулировании играют нормативные документы Банка России. Они образуют четвертый уровень системы актов, обеспечивающих надзор за инсайдерской деятельностью и манипулированием. При этом указанные меры затрагивают не только непосредственно борьбу с этими практиками, но и регулируют общие отношения между участниками рынка ценных бумаг. В совокупности это формирует целостную систему регулирования российского фондового рынка (рис. 1.5, блок А) [9]. Важно отметить, что полномочия Банка России по обеспечению соблюдения значительно более ограничены по сравнению с полномочиями регулирующих органов в ряде иностранных юрисдикций. Например, несмотря на то что Банк России может выдавать обязательные для соблюдения предписания субъектам, которые были замечены в нарушении, он также может лишь рекомендовать действия органам исполнительной власти по устранению этих правовых нарушений. Кроме того, Банк имеет право приостанавливать или отзывать лицензии на профессиональную деятельность, находящуюся под его надзором.

В случаях, когда существующие нарушения затрагивают большое количество участников рынка, а также могут привести к нарушению его работы или получению существенных убытков, Банк имеет право приостанавливать или аннулировать лицензии. Следовательно, Банк России в первую очередь выступает

в качестве проверяющего, а не упреждающего исполнителя, что ограничивает его возможности по оперативному решению и устранению выявленных нарушений. Это в конечном итоге влияет на его возможности контроля и профилактики нарушений. Анализируя полномочия Банка России, установленные Федеральными законами № 39-ФЗ от 22.04.1996 г. [31] и № 224-ФЗ от 27.07.2010 г. [5], стоит отметить, что среди них нет такого важного пункта, как определение размера штрафа, его назначения и взыскания. В последние годы основные меры, принятые в отношении лиц, причастных к нарушениям, связанным с инсайдерской торговлей и манипулированием рынком в России, включали предписания, выданные Банком России, а также аннулирование лицензий и сертификатов. Административные наказания, такие как штрафы, применялись только в одной трети выявленных случаев, а привлечения к уголовной ответственности за весь период действия законодательства о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию зафиксировано не было. Это подчёркивает необходимость внесения изменений в существующую систему противодействия недобросовестным практикам в связи с низким уровнем её эффективности.

Пятый уровень представлен локальными документами биржи (рис Г.1, приложение Г). Они описывают конкретные обязательства, процедурные правила, ответственность и права как участников рынка, так и биржи, как организатора торгов. Кроме того, в этих документах подробно описаны методы предоставления, запроса и хранения соответствующей информации, а также процедуры проверки соблюдения установленных требований всеми участниками. Важно подчеркнуть, что, несмотря на наличие этих положений, фондовые биржи в настоящее время не взаимодействуют с Банком России в достаточной степени – они осуществляют косвенный надзор за исполнением законодательства в области противодействия инсайдерству и манипулированию.

Анализ законодательной и нормативной базы противодействия инсайдерским сделкам и манипулированию на рынке ценных бумаг России позволил выявить ряд следующих недостатков, требующих устранения:

1) полномочия регулятора ограничены, что не позволяет Банку России реализовывать ряд превентивных мер, а именно – расчёт, назначение и взимание штрафов с лиц, реализующих недобросовестные практики; такое ограничение не позволяет своевременно реагировать на случаи нарушения законодательства, что ведёт к снижению эффективности всей системы противодействия;

2) преобладающая стратегия регулирования заключается в проведении мероприятий по проверке, что приводит к реактивному, а не проактивному подходу к предотвращению инсайдерской торговли; это не позволяет сфокусироваться на разработке и реализации мер, позволяющих не допустить совершение инсайдерских или манипулятивных действий;

3) действующими законодательными актами установлены необоснованные размеры штрафов, которые не соответствуют размерам наносимого ущерба; существующие штрафы не могут восприниматься нарушителями как мера наказания, поскольку получаемая в результате незаконных действий выгода значительно превышает их;

4) базовые понятия, лежащие в основе определения сумм штрафов не имеют единого определения и имеют отличия, что не позволяет установить единую методику их расчёта.

В результате анализа нормативно-законодательной базы противодействия инсайдерству и манипулированию на рынке ценных бумаг можно выделить основные элементы, предусмотренные её различными уровнями. Представим их на рисунке Г.2 (приложение Г). Как можно увидеть, каждый из уровней относится к одному из элементов существующей системы, которая сложилась в отечественной практике на сегодняшний день. Так, основным документом, регламентирующим работу регулятора в лице Банка России, является Федеральный закон от 27.07.2010 г. №224-ФЗ. В соответствии с ним, основной функцией данного элемента является осуществление мониторинга и контроля над деятельностью участников рынка, а также издание собственных нормативных актов, позволяющих реализовать её в полной мере.

Уголовный кодекс и Кодекс об административных правонарушениях используются в работе органов внутренних дел, а также судебных органов, что позволяет первым осуществлять расследование дел, связанных с нарушением установленного законодательства в исследуемой области, а вторым – определять меры пресечения такой деятельности. В реализации установленных функций судебные органы ориентируются также на Постановление Пленума. Организаторы торгов находятся в подчинении у регулятора и обязаны исполнять требования, предусмотренные Федеральным законом, однако для осуществления функции мониторинга рынка в своей деятельности они используют внутренние документы, которые не противоречат всем вышеперечисленным нормативным актам.

Каждый из элементов системы в соответствии с установленными нормативно-законодательными актами имеет возможность реализовывать закреплённые за ними функции, что способствует достижению общей цели – противодействию недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг.

Перечисленные нормативно-правовые акты содержат в себе сведения о мерах и инструментах, находящихся в распоряжении у каждого из установленных элементов, а также алгоритмы их реализации. При этом, они касаются не только противодействия таким практикам как инсайдерство и манипулирование, но и регулирования отношений между участниками и отдельных процессов. На основании проведённого анализа, в её составе следует выделить систему противодействия недобросовестным практикам (рис. 1.5, блок В), поскольку она имеет отдельную цель и функции, а также располагает специфическими мерами и инструментами для их достижения.

Система противодействия недобросовестным практикам, в свою очередь, состоит из механизмов, образованных в результате взаимодействия определённых элементов, мер и инструментов:

- уголовно-правовой и административно-правовой – также присутствуют во всех системах регулирования, обеспечивая исполнение законов;

- механизм мониторинга и контроля – ключевой механизм в регулировании рынка ценных бумаг и системе противодействия недобросовестным практикам; его основная функция - выявление нарушений и принятие мер с целью их пресечения;
- механизм сбора и анализа информации – является вспомогательным, обеспечивающим функционирование механизма мониторинга и контроля, а также необходимым для совершенствования уголовно-правового и административно-правового механизмов и законодательной базы; наиболее всего данный механизм важен для осуществления функций регулятора, поскольку обеспечивает оперативное реагирование на процессы рынка и позволяет повышать его эффективность.



Рисунок 1.5 – Механизмы системы противодействия инсайдерской деятельности и манипулированию на российском рынке ценных бумаг

(Разработано автором)

Совокупность вышеуказанных механизмов имеет своей целью обеспечение реализации законов и норм, установленных на законодательном уровне (рис.1.5, блок С). За реализацию каждого из рассмотренных составляющих системы противодействия отвечает соответствующий орган. Так, первый уровень представлен судебными органами и органами внутренних дел, которые в совокупности обеспечивают функционирование первого и второго механизмов. Банк России, как главный регулятор наделён полномочиями частичной реализации административно-правового механизма (выдача предписаний, приостановление и аннулирование лицензий участников) и в большей степени – третьего механизма. Третий уровень, представленный организаторами торгов и саморегулирующими организациями, отвечает за механизм сбора и анализа информации и имеет полномочия на частичную реализацию функционирования механизма мониторинга и контроля (СРО не участвуют в этих процессах).

На сегодняшний день описанная система имеет ряд недостатков, требующих разработки эффективных решений. Среди них следует выделить следующие:

- низкая статистика выявления инсайдерских сделок в общем числе операций на рынке;
- несоответствие установленных законодательством объёмов штрафов реально наносимому ущербу;
- отсутствие экономического обоснования штрафов и компенсационных сумм;
- отсутствие практики вынесения в качестве наказания выплаты компенсаций;
- сосредоточение наиболее значимых инструментов воздействия в руках у судебных органов и отсутствие соответствующих полномочий у регулятора;
- несбалансированность алгоритма привлечения к проверке в результате неравномерного распределения полномочий между элементами системы, что ведёт к увеличению сроков проверки и затрудняет привлечение к ответственности;
- низкая эффективность существующих механизмов и мер противодействия недобросовестным практикам.

Противодействие недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг требует создания эффективных механизмов, предполагающих активное взаимодействие всех участников, а также перераспределение полномочий с целью повышения оперативности реагирования. Такой механизм должен быть направлен на оказание финансового воздействия на виновных лиц, поскольку изучение отечественной практики показывает неэффективность иных административных мер. Ужесточение требований надзора на различных уровнях может иметь эффективность только при изменении всей структуры надзорных органов и их функций.

Принимая во внимание вышеперечисленные недостатки, можно сделать вывод о том, что существующие меры не создают эффективной основы для противодействия недобросовестным практикам. На сегодняшний день существует необходимость повышения эффективности действующей системы регулирования путём внедрения новых механизмов, позволяющих оказывать финансовое воздействие на лиц, совершающих инсайдерские и манипулятивные действия на рынке ценных бумаг.

1.3. Роль и значение механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг

Изучение сущности и влияния инсайдерской деятельности и манипулирования на рынок ценных бумаг связано, в первую очередь, с функциями, которые он выполняет. Законодательство развитых стран предусматривает активную борьбу с распространением данных видов недобросовестной практики [133-135; 137]. Развивающиеся страны, по мере расширения и увеличения роли фондовых рынков в развитии и укреплении экономики, также стремятся перенять практику эффективного противодействия в данной области.

Вместе с тем в научных кругах мнения различных авторов относительно характера их влияния расходятся. Отрицательный результат воздействия

манипулирования на рынок не вызывает сомнений. Однако инсайдерство рассматривается некоторыми авторами как одна из естественных составляющих, без которой процесс его функционирования может быть нарушен. Затрагивая данный вопрос, необходимо снова обратиться к теориям эффективности рынка и информационной асимметрии. Согласно теории, информационная асимметрия в том или ином объёме присутствует на любом рынке. Она проявляется в различной степени информированности разных сторон сделок о качестве предмета сделки и условиях её выполнения, в результате чего каждая из них несёт потенциальные риски.

Согласно гипотезе эффективности рынка, сформулированной Ю. Фамой [120], рынок отражает информацию, поступающую в его каналы, что находит выражение в изменении его цен. Участникам рынка доступна равная информация, поступающая в каналы рынка. Однако она распределяется между ними неравномерно, что связано с действием различных факторов, таких как различия информационных источников, используемых для её получения, алгоритмов поиска такой информации каждым отдельным участником и т.д. В условиях естественной информационной асимметрии возможно получение сверхприбыли теми игроками, которые используют наиболее эффективные алгоритмы поиска информации, добывают её быстрее остальных, используют надёжные источники, своевременно публикующие новости.

Они получают преимущество перед другими игроками и получают возможность обыграть рынок, своевременно приняв решение. Однако в таких условиях общая сумма сверхприбыли, которую возможно получить до того, как действия успешных участников рынка станут сигналом для остальных, делится между ними согласно сумме средств, которыми они располагают при совершении таких сделок. В случае совершения инсайдерских сделок информацией владеет отдельная группа участников – инсайдеры.

Располагая этой информацией и предполагая характер её влияния на рынок, они совершают сделки до момента её обнародования, получая возможность избежать убытков или получить сверхприбыль. В результате возникает асимметрия

информации – основная часть рынка не подозревает о том, что в ближайшее время в информационные каналы поступит информация, в результате которой рыночная ситуация будет изменена. Сверхприбыль в таком случае не распределяется между участниками рынка, а концентрируется у инсайдера.

Недобросовестное использование инсайдерской информации, а также манипулирование рынком не позволяет реализовать его функции, в частности, стимулирующую и информационную. Всю совокупность функций рынка можно разделить на три укрупнённые группы:

1. Базовые представляют собой главенствующие функции, обеспечивающие достижение основной цели рынка. К ним относятся функции аккумуляции и перераспределения средств, обеспечивающие их распределение по отраслям и развитие экономической системы.

2. Общерыночные функции включают в себя информационную, ценообразующую, коммерческую, регулируемую и стимулирующую. Эта группа обеспечивает работу механизмов рынка.

3. Специфические – функции, присущие исключительно рынку ценных бумаг. К ним относится перераспределение рисков, финансирование бюджетов и привлечение иностранного капитала. Данные функции являются дополнительными, их невыполнение, в отличие от двух предыдущих групп, влечёт лишь снижение эффективности рынка в развитии экономической системы. Их невыполнение, либо частичное выполнение не окажет существенного влияния на рынок.

С позиции изучения инсайдерства и манипулирования, именно информационная функция является наиболее значимой, поскольку эти два вида недобросовестных практик чаще всего предполагают информационное воздействие. Информирование участников о ходе торгов, изменении котировок, заключаемых сделках, финансово-хозяйственном состоянии эмитентов и т.д. является основой для формирования цены инструментов. Коммерческая функция заключается в возможности участников получить доход, в том числе, за счёт изменений цены. В свою очередь, сам процесс торговли требует его регулирования

со стороны организаторов, что обеспечивает безопасность заключения сделок. Гарантия безопасности вложений и возможность получения прибыли, стимулируют к увеличению инвестиций в различные инструменты рынка. В результате достигается выполнение главных функций – свободные денежные средства аккумулируются на рынке и перераспределяются в виде инвестиций в различные отрасли, обеспечивая их развитие.

Инсайдерская деятельность основана на информации – её недобросовестное использование ведёт к нарушению информационной функции рынка. В свою очередь манипулирование, даже если оно целиком основано на информации, имеет целью своего влияния непосредственно на основные показатели ценных бумаг, вмешиваясь в естественный процесс их образования. Рассмотрим подробнее механизм влияния инсайдерской деятельности и манипулирования на рынок. Недобросовестные практики ведут к дезориентации инвесторов относительно рыночной ситуации. В результате манипулирования создаются ложные ценовые уровни. Эти факторы ведут к повышению волатильности рынка, в результате чего риск потери вложений для инвесторов увеличивается, а доходы сокращаются. Продолжительность таких ситуаций на рынке снижает уровень доверия к системе в целом, часть участников уходит с рынка, а другая пытается заработать, совершая в основном спекулятивные сделки. В результате воздействие на уровне рынка (локальное) переходит на уровни компаний-эмитентов, а затем и на макроуровень: сокращение участников рынка ведёт к сокращению инвестиций, что требует увеличения затрат со стороны предприятий на поиск и привлечение новых потоков. В случае манипуляции рынком возможны формирование так называемых пузырей, а также снижение ликвидности отдельных ценных бумаг. Отток инвестиций из отраслей и недоверие к рынку ценных бумаг. В таких условиях возможно увеличение доли частных сбережений в экономике, что ведёт к замедлению её развития.

Анализ законодательной и нормативно-правовой базы, проведённый в предыдущем разделе, показывает, что на сегодняшний день в России существуют административные и уголовные меры наказания за осуществление инсайдерской

деятельности и манипулирования на рынке ценных бумаг. Изучение процедуры и практики реализации представленных в законе мер позволило выделить уголовно-правовой и административно-правовой механизмы противодействия инсайдерской деятельности. Однако наличие самостоятельно функционирующего финансового механизма не представляется возможным. В то же время, описанные выше результаты влияния незаконной деятельности на рынок, экономику в целом и отдельных участников, свидетельствует о необходимости внедрения эффективных мер противодействия, в частности, путём воздействия на нарушителей через финансы. На сегодняшний день среди финансовых мер противодействия в России применяются только штрафы. При этом их сумма не имеет обоснования и определяется судом для каждого отдельного случая. На сегодняшний день механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг не сформирован. Предусмотренные законодательством финансовые меры входят в систему противодействия недобросовестным практикам и относятся к числу уголовных либо административных, имея при этом фрагментарный характер – в ряде случаев штрафы не взимаются, а присуждение сумм компенсаций на практике представлено единичными случаями. Отсутствие механизма финансового воздействия как самостоятельной составляющей не позволяет существующей системе противодействия демонстрировать высокую эффективность. Кроме того, на сегодняшний день само понятие в исследованиях не выделяется, полностью отсутствует теоретическая база, что также является препятствием к его формированию. Для определения теоретических основ данной категории необходимо изучить понятие финансового механизма.

Понятие «финансовый механизм» в экономической литературе не находит однозначной трактовки. Существует несколько основных подходов к определению данного понятия – с одной стороны он рассматривается учёными как функционирование финансов в рамках отдельных экономических субъектов и их объединений, с другой – как совокупность элементов, оказывающих воздействие на них, а также на развитие экономики. Кроме того, существует ряд определений, характеризующих его как систему управления, организации и регулирования.

На сегодняшний день финансовый механизм рассматривается не только в разрезе деятельности предприятия или государственного регулирования, но и как важная составляющая различных систем в структуре финансового рынка. Отсутствие единого определения, позволяющего наиболее ёмко отразить сущность данного понятия, связано с разнообразием сфер его функционирования. В рамках данной работы механизм финансового воздействия на недобросовестные практики рассматривается как составляющая системы регулирования рынка ценных бумаг, позволяющая осуществлять противодействие недобросовестным практикам. В отечественной и зарубежной литературе данное понятие с этой позиции не рассматривается, в связи с чем возникает необходимость в формулировании определения, а также выделении его элементов, принципов и функций. С этой целью нами проведён анализ работ отечественных авторов (таблица Д.1, приложение Д). Как можно увидеть, определения отечественных авторов относительно сущности финансового механизма разнятся в зависимости от того, в какой сфере деятельности рассматривается его функционирование. У авторов нет единого подхода к его пониманию, а мнения относительно масштабности данного понятия расходятся. Ряд авторов под финансовым механизмом понимает совокупность методов, форм и видов, входящих в состав более крупных систем – другие считают его всеобъемлющим понятием, состоящим из таких систем системы. Однако во всех рассмотренных нами работах финансовый механизм имеет определённую структуру, в которой выделяются основные элементы. Рассмотрим таблицу (таблица Д.2, приложение Д).

Изучая природу инсайдерской деятельности и манипулирования, приходим к выводу, что понятие механизма финансового воздействия будет существенно отличаться от представленных выше. Как видно из таблицы, основной целью финансовых механизмов является обеспечение эффективного распределения и использования финансовых ресурсов на соответствующем уровне экономических субъектов для достижения поставленных целей. Рассматриваемое нами понятие является одной из составляющих системы регулирования рынка ценных бумаг, что будет детально рассмотрено в следующих разделах.

Основной целью данной системы является обеспечение эффективного функционирования рынка, что реализуется с помощью различных механизмов, инструментов, методик и т.д. Соответственно, цель механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг можно сформулировать следующим образом – это сокращение количества недобросовестных практик и поддержания здоровой конкуренции на рынке ценных бумаг. Исходя из сформулированных определения и цели, выделим элементы механизма финансового воздействия на недобросовестные практики, которые должны быть выделены при его разработке (рис. 1.6). Рассмотрим выделенные элементы подробнее:

1. Субъекты и органы – данный элемент включает собой арбитражный суд и суды низших инстанций, налоговые органы, Банк России, как главного регулятора рынка ценных бумаг, организаторов торгов. В результате их взаимоотношений реализуется главная цель функционирования механизма.

2. Обеспечение – к данному элементу относятся законодательные и нормативные акты, методическое обеспечение контроля и регулирования, а также данные результатов мониторингов и проверок.

3. Инструменты – представляют собой нефинансовые и инструменты воздействия на финансовые потоки, к которым можно отнести следующие:

3.1) специальный налог - позволит оказывать финансовое воздействие до выявления факта совершения недобросовестных сделок, выступает в роли первой ступени реализации (внедрение данного инструмента потребует внесение изменений в Налоговый кодекс РФ);

3.2) штрафы – применяются после выявления факта реализации инсайдерской деятельности или манипулирования; требуется формирование экономического обоснования для обеспечения комплексного финансового воздействия и реализации превентивной функции механизма финансового воздействия;

3.3) компенсации ущерба – инструмент применяется в случае обращения участников, получивших ущерб в результате инсайдерской деятельности или

манипулирования, либо в случаях, когда такая деятельность повлекла за собой существенное нарушение работы рынка ценных бумаг.

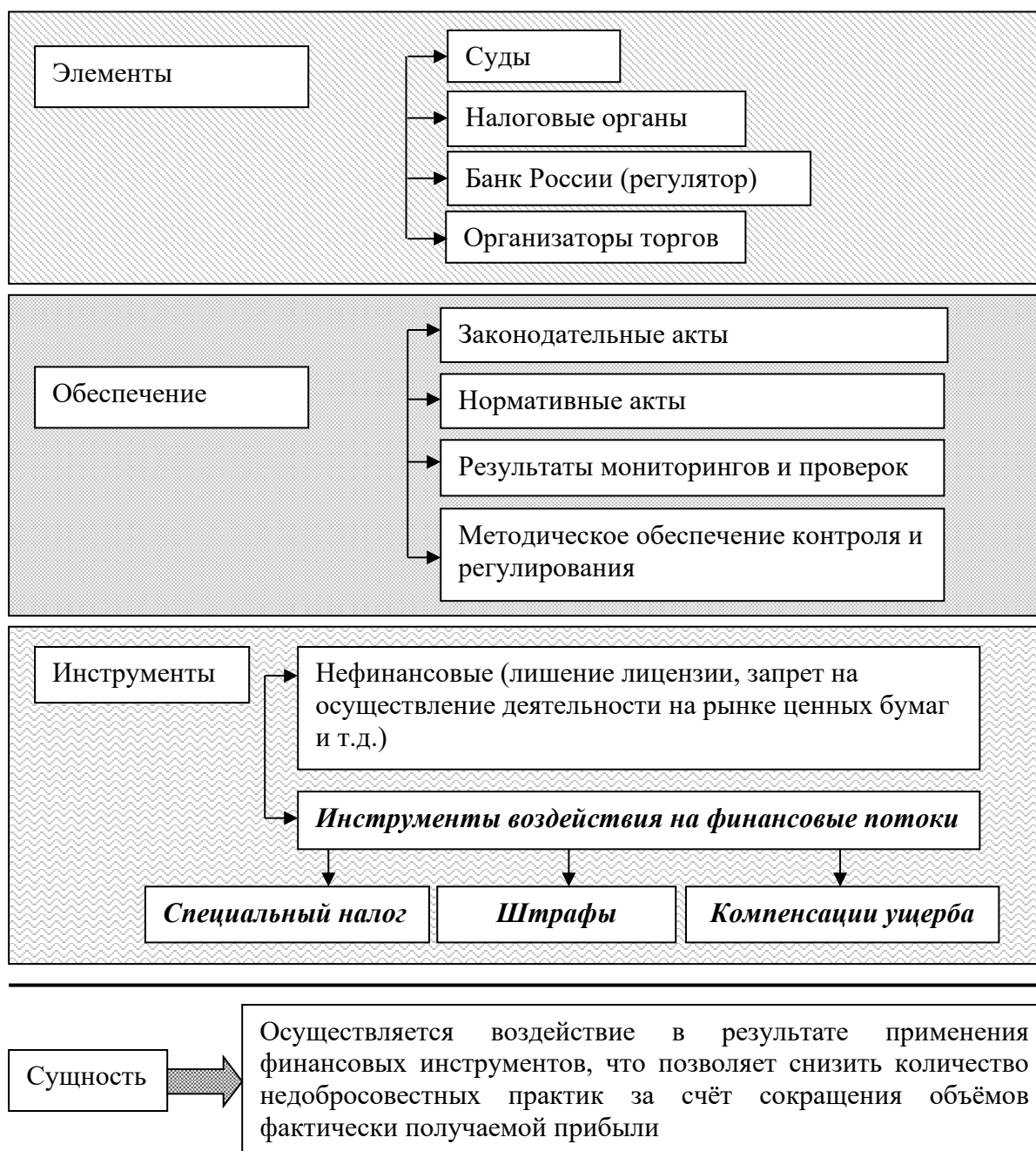


Рисунок 1.6 – Элементы механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг
(Разработано автором)

Сущность финансового механизма для целей регулирования рынка ценных бумаг заключается в воздействии через применение финансовых инструментов, что

позволяет снизить количество недобросовестных практик за счёт сокращения объёмов фактически получаемой прибыли

Исходя из представленной цели, элементов и основной идеи, можно дать следующее определение: механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг – это совокупность элементов, обеспечивающих добросовестную конкуренцию и снижение мотивации к реализации инсайдерской деятельности и манипулирования в результате воздействия на финансовые потоки участников, реализующих недобросовестные практики. Его цель заключается в сокращении количества недобросовестных сделок и поддержании здоровой конкуренции на рынке ценных бумаг. Стоит отметить, что на сегодняшний день в российской и зарубежной практике отсутствует такое понятие как механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг.

Механизм финансового воздействия формируется в процессе взаимосвязи выделенных ранее элементов, а именно:

- алгоритма мониторинга рынка, который позволяет осуществлять постоянный контроль над операциями, осуществляющимися на рынке;
- методики выявления недобросовестных практик – на основе данных мониторинга позволяет выявлять подозрительные сделки и определять случаи нарушения законодательства в области инсайдерства и манипулирования;
- методики оценки ущерба и определения сумм компенсационных выплат – на основе выявленных в процессе реализации предыдущей методики фактов нарушения законодательства определяется финансовый ущерб, нанесённый рынку или отдельным участникам, что позволяет обосновать размер штрафа и суммы компенсации.

В результате мониторинга рынка, организаторы торгов получают данные, позволяющие реализовывать методику выявления недобросовестных практик. Сделки, вызывающие подозрения, подлежат дополнительной проверке со стороны регулятора. В случае подтверждения факта нарушения, регулятор передаёт материалы в соответствующие органы для возбуждения уголовного дела, а также

путём реализации соответствующей методики определяет объём ущерба, нанесённого участникам рынка. Результаты расчётов являются основанием для определения суммы штрафа и компенсации.

Полномочия по взысканию указанных сумм должны находиться у Банка России, как главного регулятора рынка ценных бумаг. Это обеспечит оперативную реализацию механизма, избегая дополнительных временных затрат, а также позволит снять часть обязанностей с правоохранительных органов.

Механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг должен выполнять следующие функции:

1. Формирование фондов – в процессе реализации механизма с виновных лиц взыскиваются суммы штрафов и компенсаций, за счёт которых формируются денежные фонды, позволяющие покрыть ущерб, нанесённый рынку и отдельным участникам.

2. Информационная – данные, полученные в результате реализации алгоритма мониторинг и методик выявления недобросовестных практик, позволяют оценивать эффективность функционирования самого механизма, а также рынка в целом.

3. Пресечения – предусмотренные меры позволяют сокращать количество новых нарушений благодаря высокой финансовой нагрузке, лежащей на нарушителей.

4. Обеспечения прозрачности – взимаемые суммы штрафов и компенсаций, их дальнейшее перераспределение является своеобразной гарантией возврата части средств в случае получения убытков от реализации недобросовестных практик пострадавшим участникам рынка, что повышает прозрачность системы регулирования рынка в части противодействия инсайдерству и манипулированию.

5. Поддержания конкуренции – вменение жестких финансовых мер наказания виновным лицам обеспечит снижение количества нарушений и будет способствовать справедливому ведению торгов участниками рынка.

6. Стимулирующая – реализация функций обеспечения и финансовой безопасности и поддержание конкуренции позволит привлекать новых участников,

а также укрепит доверие к системе регулирования, что в долгосрочной перспективе обеспечит его развитие.

7. Обоснования – внедрение финансового механизма позволит применять обоснованные суммы штрафов и компенсаций, соответствующие объёмам наносимого ущерба.

Необходимость разработки теоретических основ и формирования механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг является актуальной проблемой, требующей решения, что подтверждается недавними изменениями в законодательстве о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию. Так, в основополагающие законодательные и нормативные акты были внесены изменения, согласно которым должностные и юридические лица, совершившие недобросовестную практику, обязаны уплатить в бюджет помимо штрафа сумму полученного излишнего дохода или убытка, которого удалось избежать (такая сумма должна составлять не менее 700 тыс. руб.). Штрафы также увеличены, но они по-прежнему не имеют взаимосвязи с реально наносимым ущербом. Кроме того, на данном этапе законодательством предусмотрена возможность заключения соглашения с Банком России, в соответствии с которым виновное лицо освобождается от уголовной и административной ответственности.

Указанные нововведения не предполагают формирования полноценного механизма финансового воздействия, а направлены на изменения в уже существующей системе противодействия, оставляя меры финансового воздействия в рамках уголовного и административного регулирования. Изменение структуры системы в результате внедрения механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, имело бы значительный положительный эффект для экономики, выражающийся в следующем:

- повышение капитализации рынка ценных бумаг в результате обеспечения его надёжности для инвесторов (повышение доверия к рынку влечёт за собой привлечение новых участников);

- обеспечение активного развития отраслей экономики за счёт стабильного выполнения рынком ценных бумаг его важнейших функций – аккумуляции и перераспределения капитала;
- получение дополнительного источника финансирования бюджета за счёт внедрения обоснованных штрафов и компенсационных сумм, взыскиваемых с виновных с лиц, реализующих недобросовестные практики.

Выводы по главе 1

Противодействие инсайдерским и манипулятивным практикам является ключевым условием, обеспечивающим стабильное функционирование рынка ценных бумаг. Противоправные действия в этой сфере ущемляют интересы инвесторов, что подрывает доверие к рынку. Следствием этого становятся финансовые потери и отток участников. Ущерб наносится не только отдельным компаниям и отраслям, но и экономической системе в целом. Присутствие инсайдерской деятельности и манипулятивных схем блокирует развитие фондового рынка, что в текущих условиях представляет собой крайне неблагоприятный фактор для национальной экономики [9].

Критический анализ российской законодательной базы и существующей системы регулирования рынка позволил выявить существенные недостатки. Изучение результатов отечественной практики противодействия инсайдерству и манипулированию позволяет сделать вывод о том, что современная система противодействия данным видам незаконной деятельности требует разработки механизмов и инструментов, обеспечивающих повышение её эффективности путём финансового воздействия на недобросовестных участников. На данный момент механизм финансового воздействия в структуре системы противодействия отсутствует – данные меры являются частью административно-правового и уголовного механизмов и не реализуются в полной мере. Выработка конкретных решений требует уточнения ряда теоретических положений, а также разработки основ понятия «механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг». Анализ современных теоретических разработок

сущности недобросовестных практик показывает наличие пробелов в теоретической базе, а именно:

- отсутствуют такие понятия как «информационный поток рынка ценных бумаг» и «информационный канал рынка ценных бумаг»,
- отсутствует классификация информационных каналов рынка ценных бумаг, при этом наличие таких теоретических составляющих является основой для выявления фактов нарушения законодательства о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию, и привлечения виновных лиц к ответственности;
- отсутствует перечень базовых признаков инсайдерской и манипулятивной деятельности, что затрудняет их определение и препятствует эффективному противодействию;
- отсутствует единая обоснованная классификация видов недобросовестных практик с учётом указанных признаков;
- отсутствует понятие механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, а также его теоретических основ.

Анализ российской системы регулирования рынка ценных бумаг позволил выделить основные механизмы противодействия недобросовестным практикам и их недостатки, в числе которых – отсутствие механизма финансового воздействия.

Научная новизна проведенного в этом разделе исследования, направленная на решение выявленных недостатков, заключается в следующем:

- даны авторские определения понятиям «информационный поток рынка ценных бумаг» (это поток информации всех форм, поступающий на рынок через публикацию в различных информационных каналах), а также «информационный канал рынка ценных бумаг» (представляет собой совокупность способов распространения информации всех форм, предназначенная для использования участниками при принятии решений о необходимости, характере, объёмах и времени совершения тех или иных операций);

- введена авторская классификация информационных каналов рынка по степени их достоверности;
- в целях дальнейшей разработки эффективных методов выявления недобросовестных практик на рынке ценных бумаг, определения их вида, выделены базовые признаки инсайдерской деятельности и манипулирования на рынке ценных бумаг (численность участников реализации, объект воздействия, инструмент воздействия);
- разработана авторская классификация недобросовестных практик на рынке ценных бумаг в разрезе инсайдерства (текущее и опережающее) и манипулирования (торговое, информационное, инсайдерское, без обеспечения);
- введено понятие механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, определена его цель и сущность, разработана структура, выделены элементы и их взаимосвязи, определены функции.

ГЛАВА 2. МЕХАНИЗМ ВЫЯВЛЕНИЯ НЕДОБРОСОВЕСТНЫХ ПРАКТИК НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Системы и механизмы противодействия инсайдерской деятельности и манипулированию на отечественном и зарубежных рынках ценных бумаг

Исторически сложилось, что инсайдерская деятельность долгое время воспринималась как обычная практика. Ситуация кардинально изменилась после Великой депрессии 1929–1933 годов, когда в США были приняты законы о фондовых биржах и создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC). Этот законодательный акт, известный также как закон Пекоры, не только дал определения понятиям «инсайдер» и «инсайдерская деятельность», но и признал их негативное влияние на рынок, что потребовало разработки мер противодействия. В Европе активное внедрение подобных практик началось лишь в 1980-х годах, когда за десятилетие соответствующие законы были приняты в 33 странах. Это обеспечило защиту инвесторов и безопасность капитала, поступающего на фондовые рынки [9].

Однако в развивающихся странах разработка и внедрение законодательства о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию проходили не так активно. Это связано с местом и ролью рынков ценных бумаг в их экономиках. Позднее формирование фондовых рынков, их неразвитость и формализация отодвигали необходимость борьбы с незаконной деятельностью, поскольку вышеуказанные факторы не позволяли обнаружить необходимость противодействия. Проблема инсайдерства стала проявляться в процессе развития и популяризации рынков. В России соответствующий закон был принят в 2010 году. Поскольку в развитых странах поиск путей решения проблемы инсайдерства и манипулирования начался значительно раньше, на сегодняшний день у них накоплен значительный опыт. Существующие методы и механизмы противодействия доказывают свою эффективность и делают рынки надёжнее и привлекательнее для инвесторов и других участников. Поэтому в процессе

изучения вопроса построения механизма противодействия инсайдерству и манипулированию на российском рынке ценных бумаг необходимо изучить опыт ведущих мировых лидеров в данной области.

Главным показателем эффективности фондового рынка является его капитализация. По состоянию на 2024 год ведущие позиции в мировом рейтинге по данному показателю занимали фондовые биржи США, Японии и Китая.

Таблица 2.1 – Ведущие мировые биржи по объёму капитализации на 2024 год

№	Биржа	Год основания	Капитализация, долл.	Год принятия законодательства
1.	Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)	1792	27,987 трлн.	1934
2.	NASDAQ	1971	25,91 трлн.	1934
3.	Японская биржевая группа	2013	6,25 трлн.	1948
5.	Euronext	2000	7,15 трлн.	1998
4.	Шанхайская фондовая биржа	1990	6,35 трлн.	1998

(Составлено автором)

Как видно из таблицы 2.1, на данный момент в пятёрку крупнейших входят две американские биржи, одна японская, биржа КНР и группа компаний Euronext. Высокая капитализация свидетельствует об успешности их функционирования, а значит о высокой эффективности механизмов регулирования, обеспечивающих безопасность и привлекательность для инвесторов. В связи с этим стоит рассмотреть опыт регулирования рынка, в том числе и в части пресечения практик манипулирования и инсайдерства.

Работа рынка ценных бумаг КНР с 1998 года регламентируется законом КНР «О ценных бумагах». Основным регулирующим органом выступает Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission, CSRC), которая была основана ещё в 1992 году. Модель регулирования рынка ценных бумаг Китая в целом построена на основе опыта США и имеет схожую структуру. Так, указанная выше комиссия является основным регулирующим органом, на который возложено множество функций, в том числе и по обнаружению и пресечению недобросовестных практик. Данная комиссия является

аналогом SEC, осуществляющей деятельность по регулированию рынка ценных бумаг США, однако, в отличие от последней, CSRS не принимает решения стратегического характера – данная функция возложена на Госсовет КНР [133, глава XII]. Такая система складывалась на протяжении длительного времени. До 1998 года функции управления обеспечивали специальные провинциальные административные органы. На сегодняшний день в состав CSRS входят департаменты надзора, региональные управления, надзорные отделения бирж, вспомогательные подразделения и специальные комиссии. Вторым уровнем регулирования китайского рынка ценных бумаг выступает Ассоциация по ценным бумагам Китая (SAC) [133, глава XI].

На рисунке E.1, представленном в приложении E, схематично изображена система регулирования рынка ценных бумаг в Китае, а именно, части, касающейся соблюдения запрета законодательства на осуществление манипулирования и инсайдерской деятельности. Как видно, главными органами, осуществляющими законодательную деятельность, являются Всекитайское собрание народных представителей (ВСНП), действующий при нём Постоянный комитет (малый парламент), а также Государственный совет и Коммунистическая партия Китая на следующем уровне.

CSRC и SAC также наделены правом вырабатывать собственные нормативные акты, необходимые для обеспечения эффективного контроля рынка. Мониторинг рынка на предмет соблюдения законодательства осуществляется Ассоциацией. При установлении факта нарушений она вправе самостоятельно применять меры к виновным лицам. Однако в ряде случаев материалы передаются в CSRC. Если в процессе последующей проверки Комиссия приходит к выводу о наличии состава преступления, материалы дела передаются в судебные органы, а именно – в Шанхайский финансовый суд. Данная структура была создана в 2018 году с целью регулирования вопросов, связанных с финансовой сферой. Такое решение обусловлено наличием существенного опыта судебной системы Шанхая и близлежащих территорий в разрешении различных финансовых споров, в том

числе, касающихся рынка ценных бумаг. После вынесения решения стороны вправе обжаловать его в Высшем народном суде Шанхая.

Согласно закону, информировать о возможных фактах нарушения, в том числе, о наличии или вероятности инсайдерства или манипулирования в ходе торгов, вправе любые юридические или физические лица. В ходе проведения проверки Комиссия вправе запрашивать и копировать любые необходимые материалы, а также взаимодействовать и требовать объяснений от любых лиц, которые прямо или косвенно относятся к расследуемому делу, или являются заинтересованными сторонами. В случае наличия доказательств причастности имущества к нарушению законодательства, регулирующий орган (с одобрения руководителя при Государственном совете) вправе заморозить такие активы на срок до полугода. Данный период может быть продлен, но не более чем на два года. Также предусмотрена возможность ограничения операций с ценными бумагами подозреваемого лица на срок до трех месяцев [9]. Если в ходе расследования на основе информации, поступившей от юридического или физического лица, факт нарушения был доказан, Государственный совет обязан выплатить вознаграждение информатору [133, глава XII].

Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг является главным регулирующим органом, которому активно содействует Ассоциация ценных бумаг. Она является главной саморегулирующей организацией. Помимо неё на рынке ценных бумаг осуществляют деятельность ещё несколько СРО, однако их присутствие является скорее формальным, поскольку основные полномочия по урегулированию вопросов рынка находятся именно у CSRS, то есть регулирование рынка носит централизованный характер. Законодательство Китая содержит достаточно подробное разделение форм осуществления инсайдерской деятельности и манипулирования, разделяя для каждой из них и меры наказания [133, глава III]. В результате анализа, нами были выделены основные нарушения, которые можно причислить к рассматриваемым в данной работе недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг. Представим их в виде таблицы (табл. Е.1, приложение Е).

В законе КНР о ценных бумагах от 29.12.2019 г. определены меры конкретно для манипулирования и инсайдерской деятельности [133]. Однако, другие влекущие за собой наказания за незаконную деятельность, выделенные китайским законодательством в отдельные группы, также по своей сущности могут быть отнесены к одной из данных укрупнённых групп недобросовестных практик. Так, пункты 1-8 представленной нами таблицы соответствуют понятию манипулирования, а пункты 9-12 могут быть расценены как инсайдерская деятельность. Пункты 1,2, 5-8 можно отнести к информационному манипулированию, а пункт 3 – к манипулированию на основе действия. Разделение же инсайдерской деятельности не столь конкретно. Такой подход не позволяет избегать ответственности за счёт упущений в законодательстве.

Помимо лиц, непосредственно совершающих преступление, к ответственности привлекаются ответственные лица. Как видно из таблицы, меры наказания представляют собой в основном конфискацию прибыли и выплаты штрафов. Также нарушители, согласно законодательству, несут компенсационную ответственность перед пострадавшими лицами, т.е. в случае подтверждения факта нарушения законодательства и причинения ущерба, виновные лица обязаны возместить его. Законодательство КНР предусматривает также уголовную ответственность в виде лишения свободы. И для инсайдерства, и для манипулирования виновным лицам может быть вынесен приговор о лишении свободы на срок до пяти лет. Как видно из представленной выше таблицы, в Китае детально проработан именно механизм финансового пресечения недобросовестных практик. При нарушении законодательства в этой области, виновные лица обязаны выплатить штрафы, размер которых достаточно высок. Такой способ борьбы можно назвать одним из самых эффективных. Помимо конфискации полученной незаконным путём прибыли наложение крупных штрафов не может не сказаться на финансовом положении виновных лиц. Мы можем говорить о наличии механизма финансового пресечения недобросовестных практик на рынке ценных бумаг Китая, представленного в виде взаимодействия

отдельных элементов, входящих в структуру системы регулирования рынка, в ходе реализации указанных выше мер финансового характера.

Перейдём к рассмотрению системы противодействия недобросовестным практикам на японском рынке ценных бумаг. Изначально система регулирования японского рынка ценных бумаг была построена по опыту США и имела два уровня, которые были представлены Комиссией по ценным бумагам Японии, созданной в 1948 году как аналог SEC, и саморегулируемыми организациями. Сегодня система регулирования рынка имеет другую структуру. Кабинет министров во главе с Парламентом Японии является главным законодательным органом, в том числе, издающим документы, регламентирующие порядок деятельности Агентства по финансовому надзору и непосредственно регулирующие рынок ценных бумаг. Агентство по финансовому надзору выступает главным регулирующим органом Японии. В его функции входит контроль рынка ценных бумаг, в том числе, контроль сделок и недопущение мошенничества. В этих целях в его структуре выделена Комиссия по надзору за ценными бумагами и биржами (Securities and Exchange Surveillance Commission, SESC) (рис. Е.2, приложение Е). SESC осуществляет постоянный мониторинг рынка на предмет соблюдения законодательства [135].

Следующим уровнем системы контроля рынка являются СРО, которые активно участвуют в процессе мониторинга рынка на предмет нарушения законодательных и нормативных актов и передают данные Комиссии. Однако они имеют ограниченные права и в основном служат для сбора и передачи информации о возможных нарушениях Комиссии. В этих целях SESC поддерживает тесный контакт с СРО, разрабатывает специальные информационные системы, механизмы сбора и передачи информации и др. На основе собранных материалов Комиссия проводит расследования и передаёт материалы Агентству финансовых услуг.

SESC не имеет полномочий применять какие-либо меры наказания по отношению к виновным лицам. Она может лишь передать рекомендации о применении той или иной меры пресечения, однако решение о непосредственном применении выносит Агентство. В ряде случаев Агентство осуществляет передачу

материалов дела в судебные органы. Решение судов низших инстанций может быть обжаловано в Высшем суде [135].

Меры наказания за инсайдерскую деятельность и манипулирование в Японии представлены системой достаточно жёстких штрафов, а также возможным лишением свободы. Лишение свободы при инсайдерской деятельности может достигать пяти лет, а сумма присуждённого штрафа для физических лиц составлять 5 млн. иен, для юридических – 500 млн. иен.

Манипулирование рынком предусматривает более жёсткие наказания. Так, срок тюремного заключения в этом случае может достигать 10 лет, а сумма присужденного штрафа для физических лиц – 10 млн. иен, для юридических – 700 млн. иен [136].

В японской системе регулирования также присутствует механизм финансового противодействия инсайдерству и манипулированию. Помимо описанных выше штрафов, существуют также специальные методики, позволяющие рассчитать их объём для каждого отдельного выявленного случая правонарушения. Так, при выявлении инсайдерства расчёт суммы штрафов производится по формуле, утверждённой законодательством, и зависит от множества факторов, которые определяются в процессе расследования, в частности от размера причинённого ущерба. В случае если преступление совершено повторно, штраф увеличивается в 1,5 раза. Кроме того, вся полученная в результате недобросовестной деятельности прибыль, а также имущество подлежат конфискации.

Лидирующие строки в мировом рейтинге по капитализации занимают фондовые биржи США (табл. 2.1). После принятия закона 1934 года в США основная ответственность за регулирование рынка ценных бумаг была возложена на Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC). Однако значительная часть функций текущего надзора была делегирована саморегулируемым организациям (СРО) – биржам и Национальной ассоциации фондовых дилеров (NASD). Организаторы торговли получили право проводить расследования по фактам нарушений и передавать дела в собственные арбитражные суды. В случаях,

требующих полномочий государственного органа (например, при инсайдерской торговле), дела передаются в SEC. Полномочия регулирующих органов в США строго разграничены: SEC отвечает за рынок корпоративных бумаг, Комиссия по ценным бумагам и бирже, рынок деривативов (CFTC) – за деривативы, а Казначейство и ФРС контролируют рынок госдолга. Это позволяет осуществлять эффективный контроль.

Саморегулируемые организации играют важную роль в регулировании как в США, так и в странах ЕС. Их ключевые задачи – непрерывный мониторинг, выявление нарушений и применение мер воздействия. Благодаря концентрации функций контроля, деятельность СРО зачастую более эффективна, чем работа государственных органов. Однако это не характерно для развивающихся рынков, включая российский. В зарубежной практике СРО, находясь на втором уровне системы регулирования, обладают значительным весом. Устанавливаемые ими правила носят более жесткий характер, а их невыполнение влечет за собой серьезные санкции, вплоть до исключения из членов организации, что фактически означает запрет на профессиональную деятельность.

Примером служит NASD, членство в которой с 1983 года обязательно для всех субъектов рынка, работающих с клиентами (за исключением узких специалистов). NASD осуществляет контроль с помощью электронных систем мониторинга, таких как Stock Watch, выявляющих аномальную активность. При обнаружении подозрительных сделок организация вправе приостановить торговлю до выяснения причин. В случае подтверждения нарушений применяются санкции: штрафы, исключение из членов, приостановка членства или отзыв аттестата специалиста. Все дисциплинарные решения доводятся до сведения SEC и могут быть пересмотрены. Помимо специально созданных органов, к СРО относятся и организаторы торгов (биржи), которые также обязаны проводить мониторинг и контроль.

Существенным отличием российской системы является объем полномочий и функций, реализуемых на разных уровнях. В США СРО являются основой системы, так как через них проходит основной массив информации о деятельности

участников, что позволяет вести непрерывный мониторинг. По результатам расследований СРО вправе наказывать виновных лиц или передавать материалы в SEC. Комиссия по ценным бумагам США является бюджетной организацией, однако сборы за обслуживание участников и суммы штрафов превышают расходы на финансирование, принося доход бюджету. В России аналогичная практика применяется, но эффективность отечественного регулятора остается низкой, о чем свидетельствует статистика выявленных нарушений и применения мер воздействия [9]. В системе регулирования рынка ценных бумаг США также можно выделить механизм финансового противодействия инсайдерским сделкам и манипулированию. Он представлен жёсткой системой штрафов и компенсационными выплатами. Штрафы, предусмотренные законодательством США, являются наиболее высокими по сравнению с другими странами. Штрафы и компенсации выплачиваются виновными лицами вне зависимости от того, были ли применены к ним иные виды наказаний.

Регулирование фондового рынка является преимущественной функцией государственных органов. Лишь незначительная часть полномочий по надзору и установлению правил передается объединениям профессиональных участников. Такая модель сложилась во Франции, где государство активно вмешивается в регуляторные процессы. В Великобритании, напротив, при сохранении за государством контрольных позиций максимальный объем полномочий передан СРО, а значительную роль играют традиции и переговоры. В большинстве стран мира используется смешанная модель. Общей тенденцией является создание самостоятельных ведомств по ценным бумагам. В странах с банковской моделью рынка (Германия, Австрия, Бельгия) основную ответственность несут центральный банк и органы банковского надзора. Швейцария – исключение, где регулирование передано на региональный уровень. Для России характерна первая модель, где главная роль отведена государственным органам.

Банк России, выступая регулятором, наделен полномочиями проводить проверки, расследования и применять меры к нарушителям. Биржи и СРО не вправе самостоятельно проводить расследования по фактам подозрительной

активности, но обязаны информировать регулятора. Их проверки касаются только соблюдения локальных правил и стандартов, по результатам которых могут применяться меры локального уровня (приостановление членства, запрет на торги).

В процессе мониторинга СРО вправе проводить проверки только по запросам организаторов торгов, тогда как расследование по факту нарушений – функция Банка России. Таким образом, контроль сконцентрирован на втором уровне. ФЗ № 224-ФЗ определяет полномочия Банка России: проведение проверок соблюдения законодательства, проверки по заявлениям участников рынка, расследования, требование документов, выдача предписаний и приостановление/аннулирование лицензий.

Однако проведение расследований Банком России имеет недостаток – длительность (не менее 6 месяцев), что снижает возможность выявления незаконных сделок и оценки ущерба. При подтверждении нарушения материалы передаются в правоохранительные органы. На сегодняшний день практика привлечения к уголовной ответственности в виде штрафов или лишения свободы отсутствует. Фактически воздействие на нарушителей происходит только на втором уровне системы, что подчеркивает ее несовершенство [9].

Представим суммы штрафов, назначаемых в качестве меры наказания за инсайдерскую деятельность и манипулирование в ряде стран, и сравним их с Российской практикой (рис. 2.1). Как видно на графике, наиболее высокие штрафы применяются к нарушителям в США, Германии и КНР. Законодательство Японии предусматривает сравнительно невысокий штраф, однако, стоит отметить, что в ряде случаев по отношению к юридическим лицам эта сумма может достигать 700 млн. иен (около 6 млн. долл. США), что также является внушительной мерой наказания. Сумма штрафа в России, согласно законодательству, не может превышать 1 млн. руб.

Кроме того, в российской практике отсутствуют какие-либо дополнительные финансовые меры, применяемые к нарушителям. Рассмотрим подробнее механизмы, формирующие систему противодействия инсайдерским сделкам и манипулированию России.

В первую очередь стоит отметить, что система противодействия недобросовестным практикам является составляющей системы регулирования рынка ценных бумаг, рассмотренной выше и представленной на рисунке Е.4 (приложение Е), где взаимодействие участников системы по поводу противодействия незаконным практикам представлено связями в его правой части. Детальный анализ функций и полномочий каждого элемента системы регулирования в конечном итоге позволил выделить отдельные механизмы, нацеленные непосредственно на борьбу с недобросовестными участниками. Поскольку эти механизмы находятся в тесной взаимосвязи, но при этом объединены единой целью функционирования, можно утверждать, что они формируют систему противодействия недобросовестным практикам.

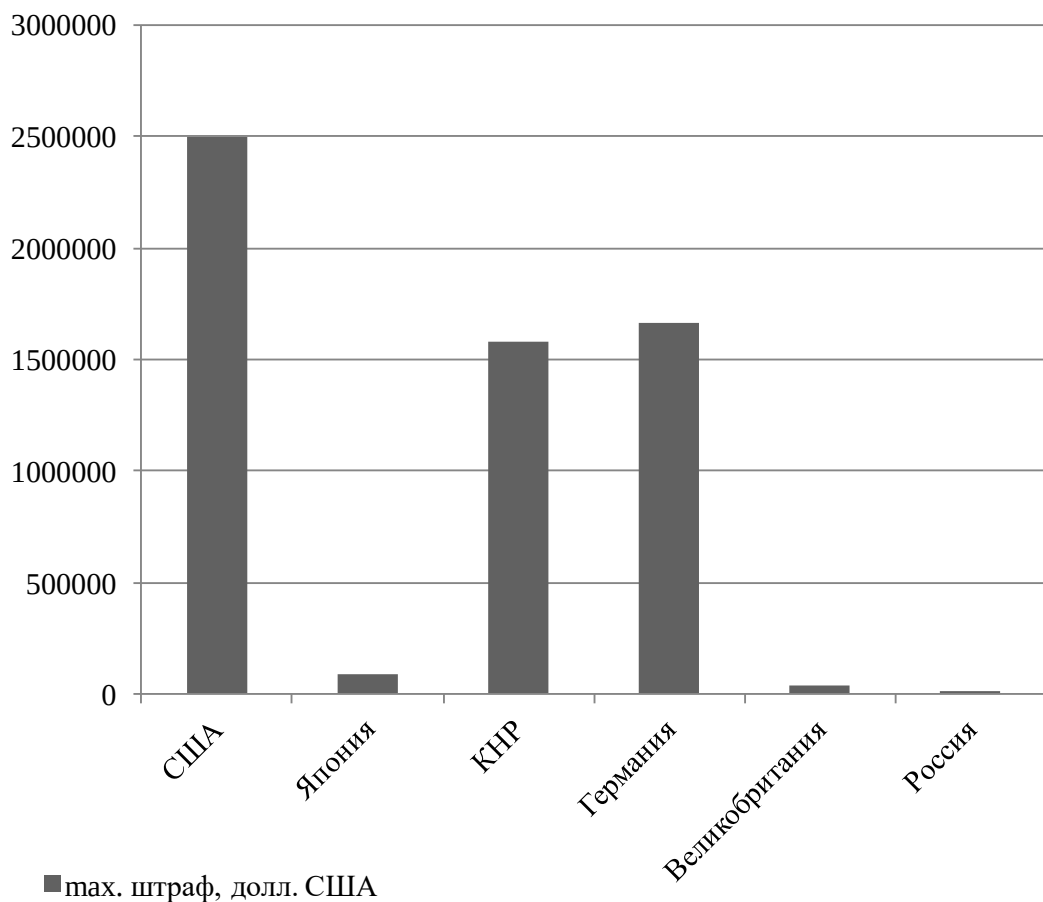


Рисунок 2.1 – Максимальные суммы штрафов, налагаемые в целях борьбы с инсайдерством и манипулированием
(Составлено автором на основе [147])

Система регулирования рынка ценных бумаг России представляет собой совокупность подсистем и механизмов, общей целью функционирования и взаимодействия которых является обеспечение условий для эффективного функционирования рынка в целом, т.е. бесперебойного и эффективного выполнения его основных функций. В свою очередь, система противодействия недобросовестным практикам имеет основной своей целью обеспечение доверия участников и поддержание здоровой конкуренции на рынке ценных бумаг. Рассмотрим её структуру:

- административно-уголовный механизм – также обеспечивая исполнение законов, привлечение виновных лиц к уголовной и административной ответственности по решению суда и частично в результате деятельности Банка России (в части лишения лицензий, ограничение деятельности на рынке ценных бумаг);

- контрольный механизм – является ключевым в регулировании рынка ценных бумаг и системе противодействия недобросовестным практикам, позволяя выявлять нарушения и пресекать их [9].

Обобщим полученные в процессе анализа результаты и представим их в таблице 2.2. Противодействие недобросовестным практикам на сегодняшний день реализуется в основном с двух механизмов, что существенно отличает её от зарубежных. Механизм финансового воздействия на данный момент в практике РФ не сформирован, однако, как показывает опыт зарубежных стран, он позволяет повысить эффективность борьбы с инсайдерством и манипулированием.

Таблица 2.2 – Механизмы и инструменты финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг на зарубежных и отечественном рынках ценных бумаг

Страна	Механизмы системы регулирования рынка	Инструменты воздействия на финансовые потоки недобросовестных участников
Китай	– административно-уголовный – контрольно-дисциплинарный – механизм финансового пресечения	конфискация незаконной прибыли и штраф 200 тыс. – 20 млн. юаней / в 2-х-10-тикратной размере от незаконно полученного дохода
Япония	– уголовно-административный механизм; – механизм финансового противодействия – механизм мониторинга и контроля	конфискация незаконно полученной прибыли и имущества а также штраф, рассчитываемый на основе объёмов нанесённого ущерба, но не меньше установленных пределов (5 млн. – 700 млн. иен), увеличение штрафа в 1,5 раза при повторном нарушении
США	– механизм привлечения к уголовной ответственности – механизм финансового противодействия – контрольно-административный механизм	штраф до 5 млн. долларов или не выше трёхкратной суммы полученной прибыли, возмещение убытков (по решению суда)
Россия	– административно-уголовный; – контрольный механизм	– штраф 5 тыс. – 1 млн. руб. или в размере заработной платы за период от 1 года до трёх лет (по решению суда) – компенсация ущерба (по решению суда)

(Разработано автором)

Практика применения мер наказания в России свидетельствует о более частом привлечении лиц к административной ответственности, нежели к уголовной. Кроме того, наиболее распространёнными мерами, применяемыми к недобросовестным участникам, являются такие как направление предписаний о недопущении аналогичных нарушений, о приостановлении торгов по торговым счетам нарушителей, аннулирование квалификационных аттестатов специалиста финансового рынка. Кроме того, с 05.01.2024 г. в силу вступили поправки, внесённые в соответствующие статьи Кодекса об административных правонарушениях. Согласно изменениям, лица, совершившие неправомерные действия, имеют возможность заключить соглашение, размер штрафа по которому для физических лиц составляет не менее 5 тыс. руб., для должностных - не менее

30 тыс. руб., для физических - не менее 700 тыс. руб. Ещё одной важной поправкой является привязка суммы штрафа к размерам доходов, полученных в результате реализации недобросовестной практики или убытков, которых удалось избежать. Данное условие действует в отношении юридических лиц, физические по-прежнему наказываются штрафами в установленных пределах независимо от того, какие последствия повлекли за собой их действия. На данный момент предусмотренные меры и объёмы штрафов не позволяют возместить убытки, нанесённые рынку или отдельным участникам.

В целях совершенствования существующей системы противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг России, необходима адаптация зарубежного опыта при соблюдении следующих условий:

1) необходима адаптация опыта применения таких инструментов как штрафы и компенсации; вместе с тем необходимо внедрение инновационной составляющей, обеспечивающей реализацию превентивной функции механизма финансового воздействия;

2) действенность может быть обеспечена в результате соблюдения следующих условий:

- пересмотр процедуры реализации штрафов и компенсаций;
- наличие экономического обоснования у всех инструментов, обеспечивающих функционирование механизма;
- обеспечение реализации превентивной функции механизма;
- исключение влияния на доходы добросовестных участников в результате его реализации;
- обеспечение прозрачности действия механизма и его инструментов;
- возможность противодействия независимо от факта выявления недобросовестной практики (неотвратимость финансового воздействия);
- обеспечение возможности выявления скрытых фактов нарушения законодательства в процессе реализации механизма.

В рамках данного раздела был исследован актуальный механизм противодействия инсайдерской и манипулятивной деятельности на отечественном

фондовом рынке. Кроме того, были рассмотрены подходы, применяемые на зарубежных рынках, проведен анализ регуляторного опыта, а также дана оценка слабых сторон российской системы. Далее целесообразно перейти к изучению современных методов выявления инсайдерского воздействия [9].

2.2. Методики выявления недобросовестных практик

Процедура идентификации инсайдерских и манипулятивных сделок отличается высокой трудоемкостью и служит базой для привлечения виновных лиц к ответственности. Как показывает анализ отечественной практики, на сегодняшний день процесс выявления недобросовестных практик занимает длительное время, что ведёт к несвоевременному пресечению противозаконных действий нарушителей [9]. Это, в свою очередь, оказывает негативное воздействие на рынок ценных бумаг, в связи с чем требуется разработка такого метода, который был бы основан на современных технологиях и позволял проводить мониторинг в режиме реального времени. Исследованию данного вопроса посвящены работы Володина С.Н. [76-80], Петрова В.В. [47], Буйневич М.В. и Власовой Д.С. [89], Диссанеика Г., Лим К. (Dissanaike, G., Lim, K.-H.) [106] и многих других отечественных и зарубежных авторов.

В текущих условиях наибольшее распространение получил подход, базирующийся на фиксации резких колебаний ценовой динамики и торговых объемов, а также на обнаружении значительного превышения средних исторических значений. Выявление аномального объема выступает основанием для инициирования проверки, в рамках которой устанавливается круг лиц, подававших крупные заявки. В поле анализа попадают родственники подозреваемого и иные связанные с ним лица. Оценка доли сверхдоходности акций перед значимыми корпоративными событиями дает возможность определить масштабы инсайдерской активности. Под сверхдоходностью понимается превышение фактической доходности над нормальной, в качестве аппроксимации

которой выступает историческая доходность бумаг компании или доходность сопоставимых активов в период публикации новости.

В трудах современных исследователей также применяется методика, основанная на изучении декларируемых инсайдерских операций с одновременной оценкой объема избыточной доходности. При этом анализируются интенсивность доходности, степень удаленности инсайдера от компании и ее масштабы. Еще одним распространенным направлением выступает анализ сделок слияния и поглощения (M&A), а также изучение сведений о доказанных или предполагаемых фактах нарушения законодательства. Тем не менее, согласно результатам большинства исследований, признаки инсайдерских сделок на фондовых рынках зарубежных стран выявлены не были.

Сопоставление развивающихся рынков, где противодействие инсайдерству фактически отсутствует, с развитыми, где регуляторная система обеспечивает соблюдение законодательства, показывает, что жесткие меры противодействия способствуют сокращению доли недекларируемой инсайдерской торговли. Ключевым фактором, определяющим активность инсайдеров, выступает не только наличие законодательных норм, но и качество их правоприменения, а также результативность системы противодействия, оцениваемая по итогам выявления нарушений и привлечения виновных к ответственности.

В большинстве работ отечественных авторов анализ рынка на предмет инсайдерского воздействия проводился на основе данных о торгах перед сделками M&A. Исследователи опираются на гипотезу эффективности рынка в средней форме: вся публично доступная информация находит отражение в ценах, а единственным способом регулярно получать избыточную доходность является использование инсайдерских сведений. Соответственно, присутствие кумулятивной избыточной доходности перед событием рассматривается как косвенный индикатор нелегальной инсайдерской торговли. К основным методам выявления относятся событийный анализ (event study method) и метод избыточного объема (abnormal volume method).

Современная версия алгоритма событийного анализа была предложена в труде Фамы и Фишера (1969), тогда как первое эмпирическое исследование в этой области выполнено еще в 1933 году Долли. В настоящее время событийный анализ выступает востребованным инструментом оценки влияния инсайдерства и манипулирования, поскольку позволяет измерять воздействие отдельных событий на динамику курсов ценных бумаг. В качестве основоположника данного метода признан Маккинли (1997). Процедура событийного анализа разбивается на несколько последовательных этапов. На первом из них определяется исследуемое событие и временной интервал изучения, именуемый «окном события». Ширина окна может варьироваться, однако она должна обеспечивать возможность качественного анализа периода вокруг события и улавливания ценовых эффектов, связанных с раскрытием информации. Чрезмерно широкое окно способно аккумулировать значительный объем «шума».

На этом же этапе формулируется исследовательская гипотеза. К благоприятным относят события, вызвавшие позитивную реакцию рынка, к неблагоприятным – события с негативной реакцией. Отдельную группу образуют нейтральные события. Выдвижение гипотезы дает возможность выбрать наиболее информативную группу событий. Следующий этап включает сбор информационного массива и классификацию событий по выделенным группам. На третьем этапе осуществляется оценка воздействия событий на исследуемую величину, после чего полученные данные анализируются и обобщаются. Для оценки влияния события на рынок в целом или на конкретный актив необходимо рассчитать аномальную доходность – разность между фактической и нормальной доходностью. Под нормальной понимается доходность, которая была бы получена при отсутствии воздействия рассматриваемого события.

Среди методов вычисления нормальной доходности выделяется модель постоянной средней доходности. В ее рамках нормальная доходность рассчитывается за оценочный период и предполагается неизменной во времени. В рыночной модели (market model) постулируется линейная зависимость между рыночной доходностью и доходностью ценной бумаги, то есть принимается во

внимание уровень риска компании, оцениваемый рынком. Для реализации данной модели необходимо выбрать «чистый» оценочный период и провести регрессионный анализ (формула 2.1) [9]:

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}, \quad (2.1)$$

где R_{mt} – рыночная доходность в периоде t ;

β_i – измеряет чувствительность доходности ценных бумаг к средней рыночной доходности для события i ;

a_i – измеряет доходность, не объяснённую рыночными колебаниями.

Рыночная модель позволяет в процессе расчёта учитывать факторы риска и среднюю доходность.

Рыночная модель дает возможность принимать во внимание факторы риска и средний уровень доходности. Существует также метод рыночной доходности, согласно которому ожидаемая доходность акций за каждый день событийного окна приравнивается к доходности фондового индекса за соответствующий день. Данная методология близка к рыночной модели, однако имеет отличие: поскольку оценочный коэффициент, как правило, невелик, а коэффициент при переменной для всех компаний, входящих в индекс, равен единице, подобное допущение представляется обоснованным. В рамках рыночной модели для определения нормальной доходности требуется задать оценочный период, который не должен пересекаться с окном события.

После расчета ожидаемой доходности вычисляется избыточная доходность – разность между фактической и нормальной доходностью. Избыточная доходность представляет собой аномальную доходность, то есть ту часть доходности, которая не была ожидаема рынком, и потому служит оценкой изменения стоимости компании вследствие появления новостей. Для каждого дня событийного окна значения аномальной доходности подвергаются усреднению. Расчет осуществляется по формуле:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}, \quad (2.2)$$

где R_{it} – доходность акций компании в периоде t ;

$\hat{R}_{it}$ – ожидаемая доходность акций компании в периоде t [57, с. 491].

После этого необходимо вычислить показатель CAR (Cumulative average residual), который показывает средний совокупный доход для всех компаний за выбранный временной интервал (2.3):

$$CAR_i^{(x,y)} = \sum_{T=x}^y AR_i^t, \quad (2.3)$$

Это дает возможность установить источники и причины эффектов, связанных с событием. При возникновении спорных выводов может потребоваться проведение дополнительного анализа. Как и любая прикладная методика, событийный анализ обладает как достоинствами, так и недостатками. К его преимуществам следует отнести высокую степень объективности сведений о событиях, а также надежность в качестве основы для принятия практических решений. Вместе с тем данная методика отличается значительной трудоемкостью и предъявляет высокие требования к квалификации исполнителей. Помимо этого, существует риск переоценки возможностей поведенческого и событийного подходов при разработке программы исследования и классификации событий [9].

Использование данного метода для постоянного мониторинга рынка на предмет наличия инсайдерской деятельности является затруднительным. Для таких целей наиболее всего подойдёт методика, которая позволит при проведении анализа одновременно охватывать большую часть рынка, например, по отраслям, и, исходя из полученных данных, проводить более детальное исследование значений отдельной ценной бумаги.

Сделки на основе инсайдерской информации, а также манипулирование предполагают собой операции, производимые с той или иной ценной бумагой, что, в конечном счёте, отражается на динамике её цены. Это дает возможность установить источники и причины эффектов, связанных с событием. При возникновении спорных выводов может потребоваться проведение

дополнительного анализа. Как и любая прикладная методика, событийный анализ обладает как достоинствами, так и недостатками. К его преимуществам следует отнести высокую степень объективности сведений о событиях, а также надежность в качестве основы для принятия практических решений. Вместе с тем данная методика отличается значительной трудоемкостью и предъявляет высокие требования к квалификации исполнителей. Помимо этого, существует риск переоценки возможностей поведенческого и событийного подходов при разработке программы исследования и классификации событий.

Воздействие инсайдерской информации на котировки ценных бумаг в рамках определенного временного интервала проявляется в виде выбросов – аномальных для выборки значений, которые в несколько раз превышают среднюю величину. Анализ динамики цен акций позволяет выявить закономерности, на основании которых можно сделать вывод о присутствии инсайдерской деятельности. Однако непосредственное изучение котировок с целью обнаружения противоправных действий представляется некорректным, поскольку цена складывается под воздействием множества факторов. В связи с этим исследование закономерностей ценовой динамики целесообразно проводить на основе расчета бета-коэффициента.

Показатель бета-коэффициента представляет собой единицу измерения, обеспечивающую количественное сопоставление между курсовым движением стоимости акций и движением рынка в целом. Данный коэффициент отражает степень устойчивости портфеля, а также соотношение между ростом и падением цен на конкретную акцию и колебаниями рынка. Величина коэффициента варьируется относительно единицы: если бета меньше единицы, акция считается устойчивой, если больше – неустойчивой. Инвесторы отдают предпочтение акциям с низким значением коэффициента. Бета-коэффициент характеризует уровень волатильности и возможные риски. Идея применения данного коэффициента была предложена Марковицем, который назвал его индексом недиверсифицированного риска. Изначально он представлял собой уравнение линейной зависимости между прибылью актива и средней доходностью рынка. Расчет бета-коэффициента опирается на показатели доходности акций исследуемой компании и общей

доходности рынка. Он широко применяется при оценке рискованности вложений, а также риска и эффективности портфеля.

Данный показатель описывает зависимость между поведением актива и рынка, выполняя функцию оценки чувствительности одной переменной к другой, в частности, позволяет определить чувствительность доходности актива к среднерыночной доходности. Расчет осуществляется по формуле (2.4) [9].

$$\beta = \frac{Cov(r_a; r_p)}{\sigma r_p}, \quad (2.4)$$

где β – бета-коэффициент;

r_a – доходность исследуемого актива;

r_p – эталонная величина, с которой будет происходить сравнение (среднерыночная доходность, либо доходность портфеля ценных бумаг);

Cov – ковариация оцениваемой и эталонной величины;

σr_p – дисперсия эталонной величины.

Экономический смысл бета-коэффициента состоит в следующем: чем выше расчётное значение показателя для исследуемого актива, тем выше уровень риска осуществления вложений. Высокий показатель беты свидетельствует о неустойчивости исследуемого актива. В случае, когда $\beta > 1$, можно говорить о том, что анализируемый актив во время роста рынка превышает его, и наоборот, если показатель ниже единицы, то доходность бумаги окажется ниже рыночной. Поскольку значение коэффициента меняется во времени, при оценке рискованности вложений для его расчёта берутся данные за крупные временные интервалы. Обоснование выбора периода исследования бета зависит от потребностей анализа. В случае, когда бета-коэффициент рассчитывается за короткий промежуток времени, полученные результаты не могут достоверно отражать уровень риска для конкретной ценной бумаги, поскольку они будут искажены влиянием краткосрочных факторов. Данная особенность является значимой при анализе влияния инсайдерской деятельности на котировки тех или иных активов.

С учётом вышесказанного, в рамках данной работы нами предлагается использование авторского методического подхода к выявлению инсайдерских и манипулятивных сделок на рынке ценных бумаг, основанном на комбинировании метода событийного анализа и оценки волатильности рынка (бета-коэффициент). Изучаемая проблема также требует, чтобы такая методика была пригодна для осуществления анализа нескольких инструментов на рынке ценных бумаг в режиме реального времени. С целью удовлетворения данного требования, предлагается применение современных технологий. Применение технологий Big Data представляет собой совокупность подходов, инструментов и методов, предназначенных для обработки структурированных и неструктурированных массивов информации сверхбольшого объема и высокого разнообразия с целью получения результатов, доступных для восприятия человеком. Подобные данные эффективно обрабатываются посредством масштабируемых программных средств, которые возникли в конце 2000-х годов и выступили альтернативой классическим базам данных. В отечественной практике под Big Data понимают также технологии обработки, тогда как в мировой – исключительно сам объект исследования. Анализ больших данных дает возможность извлекать новую, ранее неизвестную информацию [9].

Опишем подробнее этапы предлагаемого методического подхода к выявлению недобросовестных практик на рынке ценных бумаг:

Этап 1. Подготовительный. На данном этапе рассчитывается доходность каждой отдельной исследуемой ценной бумаги на основе соответствующих котировок. На основе полученных значений необходимо произвести расчёт показателя ковариации для каждой ценной бумаге, подлежащей проверке (формула 2.5):

$$Cov(k_i, k_p) = \frac{\sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k}) * (p_i - \hat{p})}{n-1}, \quad (2.5)$$

где k_i – доходность ценной бумаги в i -ом периоде;

$\hat{k}$ – средняя доходность ценной бумаги;

p_i – доходность портфеля в i -ом периоде;

$\hat{p}$ – средняя доходность портфеля;

n – количество наблюдений [9].

Для расчёта вариации применяется следующая формула (2.6):

$$\sigma^2 = \frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n-1}, \quad (2.6)$$

где x_i – анализируемый показатель;

$\bar{x}$ – среднее значение показателя;

n – количество значений в анализируемой совокупности данных.

Этап 2. Расчёт бета-коэффициента методом скользящей средней. При расчете коэффициента за короткие временные отрезки его значение подвержено воздействию краткосрочных рыночных факторов, поэтому при оценке уровня риска расчеты производятся за более крупные периоды (не менее месяца). Однако данная особенность может быть эффективна при выявлении влияния инсайдерской информации на формирование цены, поскольку воздействие инсайдерской активности обычно ограничено единичными случаями.

Для проверки рынка на наличие инсайдерского воздействия необходимо осуществить расчет значений бета-коэффициента методом скользящей средней для каждого предприятия, участвующего в торгах. Это позволит оценить наличие и объем отклонений курсовых движений их акций. Расчет производится для каждой исследуемой группы акций за наименьший промежуток времени (лаг), который может составлять от одного до семи дней.

Этап 3. На данном этапе осуществляется анализ результатов и выявление выбросов, что позволяет определить природу отклонений. Для этого необходимо провести сравнительный анализ графиков значений бета-коэффициента путем их наложения и сравнения с рыночным значением. Затем исключаются синхронные выбросы предприятий, свидетельствующие о воздействии фундаментальных факторов (общедоступного информационного потока). После этого на основе метода IQR следует определить индивидуальные выбросы по каждой ценной бумаге и проанализировать полученный список на следующих этапах.

Этап 4. На данном этапе событийный анализ осуществляется при помощи технологий Big Data, а именно Data Mining. Под ними понимаются процессы обработки и структуризации данных, аналитики для выявления закономерностей, поиска скрытых и неочевидных связей. Анализ больших данных позволяет получить новую, неизвестную информацию [9]. Для реализации данного этапа необходимо выполнить следующие действия: осуществить сбор базы для анализа; извлечь значения сентимента из полученных текстовых данных, вычислить совокупный показатель на каждую проверяемую дату.

Сентимент представляет собой эмоциональную силу текста и может принимать положительные и отрицательные значения. С его помощью можно определить значимость той или иной новости, соответственно, её влияние на инвесторов.

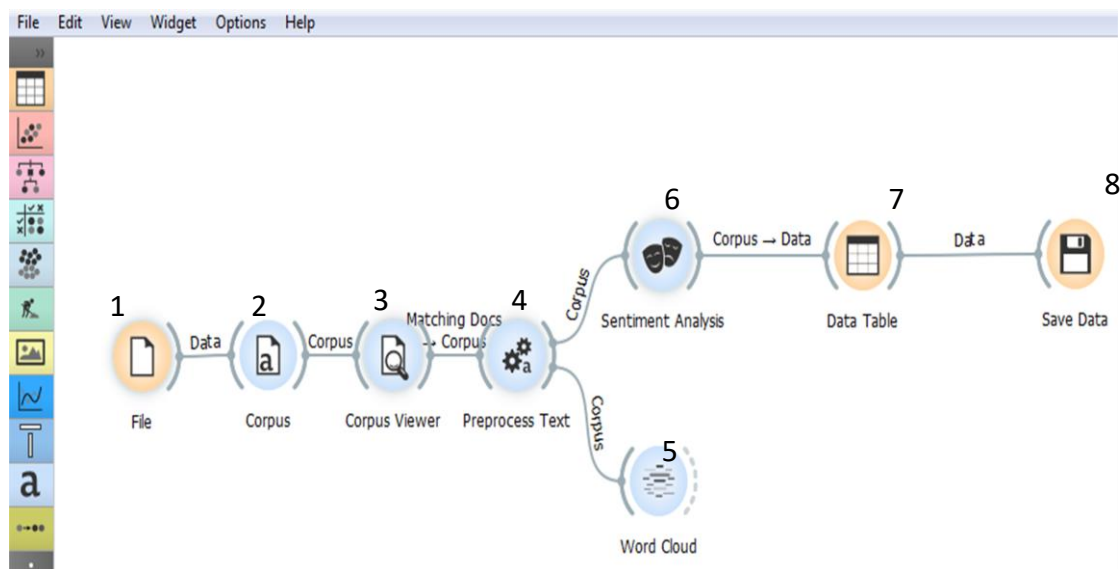


Рисунок 2.2 – Процесс извлечения сентимента из новостной базы
(Составлено автором)

Процесс извлечения сентимента осуществляется в следующем порядке (рис. 2.2): загрузка файла с новостной базой (1); формирование корпуса (2); его проверка (3); подготовка (4); проверка правильности подготовки с помощью виджета «Облако слов» (5); расчет сентимента (6); визуализация расчетов с

помощью виджета «Табличные данные» (7); сохранение результата (8).

Этап 5. Анализ совмещения данных о выбросах бета-коэффициента со значениями сентимента в целях определения периода вероятного осуществления недобросовестных практик. На данном этапе даты выбросов бета-коэффициента сравниваются с датами и величиной сентимента. В этих целях необходимо выделить три группы сентимента: высокой значимости, средней и малозначимые. Наличие выброса в момент публикации малозначимых новостей, а также несоответствие их установленному окну событий свидетельствует о наличии нарушения.

Использование бета-коэффициента для определения степени волатильности рынка на коротких промежутках обеспечивает учёт влияния всех внешних шоковых факторов, поскольку в расчёт показателя включаются значения стоимости исследуемых ценных бумаг, которые, согласно закону рынка, уже отражают все значимые события. Сопоставление полученных данных с сентиментом позволяет оценить адекватность изменения показателя относительно интенсивности входящей информации и выявить отклонения. Сентимент представляет собой показатель значимости текстового сообщения, основанный на оценке веса совокупности слов, входящих в его состав, рассчитанный по одной из методик (в данном исследовании используется методика Лиу Хью как наиболее соответствующая целям исследования). Использование данного показателя позволяет ранжировать новостные сообщения относительно друг друга в информационном потоке по интенсивности, что необходимо для определения их значимости для рынка. Перейдём к непосредственному рассмотрению методического подхода на практическом примере.

2.3. Методический подход к выявлению инсайдерства и манипулирования с использованием технологий Big Data

В целях апробации разработанного методического подхода к идентификации

инсайдерской активности в рамках данного исследования был сформирован соответствующий массив данных об объемах и ценах по компаниям из разных уровней листинга российского рынка акций за период с 01.01.2019 по 01.11.2024 год [9]. В целях соблюдения чистоты эксперимента в выборку вошли компании из каждого уровня листинга. Для исследования на предмет влияния инсайдерской и манипулятивной деятельности отраслевая принадлежность не имеет значения, поскольку предложенный методический подход является общим, в связи с чем, при отборе были выбраны компании с разной величиной капитала на момент отбора, имеющие разный уровень листинга и специфику деятельности. В выборку вошли: ПАО «Детский мир» (DSKY), ПАО «ПИК-специализированный застройщик» (PIKK), ПАО «Сургутнефтегаз» (SNGS), ПАО «Инарктика» (AQUA), ПАО «НоваБев Групп» (BELU), ПАО «Территориальная генерирующая компания № 14» (TGKN), ПАО «Газпром газораспределение Ростов-на-Дону» (RTGZ), ПАО «РБК» (RBCM), ПАО «М.видео» (MVID), ПАО «Акрон» (AKRN).

Гипотезы, выносимые на проверку:

H_0^1 – котировки в анализируемой выборке предприятий соответствуют нормальному распределению (внешнее воздействие отсутствует).;

H_1^1 – котировки в выборке предприятий не соответствуют нормальному распределению (внешнее воздействие присутствует);

H_0^2 – динамика котировок в выборке предприятий носит сезонный характер (влияние сезонности присутствует);

H_1^2 – динамика котировок в выборке предприятий не носит сезонного характера (влияние сезонности отсутствует);

H_0^3 – в динамике котировок выборки предприятий присутствуют серии (внешнее воздействие присутствует);

H_1^3 – в динамике котировок выборки предприятий наблюдается незначительное число серий (менее пяти, внешнее воздействие отсутствует);

H_0^4 – установление конкретной даты инсайдерского воздействия не представляется возможным;

H_1^4 – установление конкретной даты инсайдерского воздействия возможно (в качестве критерия выступает изменение бета-коэффициента, рассчитанного методом скользящей средней, с последующим сопоставлением с результатами сентимент-анализа новостного массива).

Проверка первой гипотезы. На начальном этапе выполняется дескриптивный анализ (результаты отражены в Приложении И). Описательные статистики дают возможность установить применимость тех или иных статистических процедур к рассматриваемой совокупности. При нормальном распределении величины среднего, медианы и моды должны совпадать, а график функции приобретает колоколообразную форму. Как показывают выполненные расчеты, указанные показатели демонстрируют определенные расхождения (Приложение И).

Для оценки нормальности также существенное значение имеют коэффициент асимметрии и показатель эксцесса. Положительное значение асимметрии указывает на левостороннюю асимметрию, отрицательное – на правостороннюю. В условиях нормального распределения коэффициент асимметрии принимает нулевое значение. Эксцесс характеризует остроту пика распределения; при нормальном распределении он также равен нулю. Согласно данным таблицы, выраженная асимметрия наблюдается у компаний с тикерами PIKK, RBCM, RTGZ и TGKN. Умеренная асимметрия зафиксирована у AQUA, BELU и MVID. Отклонения эксцесса оказываются значительными для всех исследуемых групп, что указывает на ненормальный характер распределения. Отрицательные значения эксцесса свидетельствуют о неоднородности выборки. Для дополнительной проверки необходимо построить гистограммы с кривой распределения (Приложение К, рис. К.1-К.2).

Как видно на представленных рисунках, для организаций с тикерами AKRN, SNGS и TGKN характерно бимодальное распределение, тогда как для AQUA, BELU, DSKY, MVID, PIKK, RBCM и RTGZ – мультимодальное. Это может указывать на присутствие факторов, воздействующих на котировки, то есть на вероятное инсайдерское и манипулятивное влияние [9].

С помощью статистического пакета SPSS проведём анализ и представим

данные в виде диаграмм рассеяния (Приложение Л, рис. Л.1-Л.5). Данный инструмент позволяет определить наличие и характер взаимосвязи между двумя переменными. Его главным преимуществом является наглядность. Чем плотнее друг к другу располагаются точки на диаграмме, тем выше их корреляционная связь. Широкий разброс, в свою очередь свидетельствует об отсутствии связи.

В процессе анализа взаимосвязи переменных принято исключать далеко стоящие точки. Однако в процессе выявления инсайдерской и манипулятивной деятельности именно они являются главным объектом исследования. Анализ диаграмм рассеивания позволяет выявить выбросы, которые могут свидетельствовать о наличии внешнего воздействия на котировки, т.е. о наличии незаконных практик. Так, при изучении представленных в Приложении Л рисунков (рис. Л.1 - Л.5) видно, что каждая из исследуемых компаний имеет участки с существенным рассеиванием, и наличием выбросов, что свидетельствует о низкой корреляции исследуемых значений в эти промежутки. С целью более точного установления характера распределения дополнительно проведем расчет критериев нормальности Колмогорова-Смирнова и построим диаграмму Q-Q. По итогам выполненных расчетов были получены результаты, представленные в таблице 2.3. Как следует из таблицы, статистическая значимость для данных распределений отсутствует (значение превышает 0,05), что свидетельствует об их ненормальном характере.

Таблица 2.3 – Установление характера распределения

Критерии нормального распределения			
	Колмогорова-Смирнова ^а		
	Статистика	ст.св.	Значимость
AKRN	0,221	1454	0,000
AQUA	0,213	1454	0,000
BELU	0,227	1454	0,000
DSKY	0,148	1454	0,000
MVID	0,153	1454	0,000
PIKK	0,232	1454	0,000
RBCM	0,067	1454	0,000
RTGZ	0,133	1454	0,000
SNGS	0,129	1454	0,000
TGKN	0,218	1454	0,000
а. Коррекция значимости Лиллиефорса			

(Составлено автором)

Визуальная оценка близости распределения к нормальному может быть выполнена с помощью диаграммы Q-Q – диаграммы представлены в Приложении М, (рис. М.1-М.5). В данном случае каждое наблюдаемое значение сопоставляется со значением, ожидаемым при нормальном распределении. При строгом соблюдении нормального распределения все точки располагаются на прямой линии. Наблюдаемые значения откладываются по оси Х, ожидаемые – по оси Y, при этом значения подвергаются стандартизации (z-преобразованию). Заметное отклонение от прямой указывает на отличие распределения от нормального [9]. Как можно увидеть на представленных диаграммах, распределение по исследуемым компаниям является ненормальным. Отклонение от ожидаемых значений является достаточно существенным. Фактически все группы исследуемых значений являются бимодальными и мультимодальными. Так, компании с тиккерами RBCM, RTGZ, TGKN относятся к первой группе, AKRN, AQUA, BELU, DSKY, MVID, PIKK, SNGS – ко второй. Выводы, полученные в результате предыдущих исследований, подтверждаются.

При проверке первой гипотезы подтверждается гипотеза H_1^1 , то есть рассматриваемые котировки по выборке предприятий не имеют нормального распределения (влияния извне присутствует).

Осуществим проверку 2 гипотезы.

Для оценки влияния сезонности воспользуемся непараметрическим тестом (одновыборочный критерий Колмогорова-Смирнова) (см. табл. 2.4-2.5) [9]:

Таблица 2.4 – Описание модели

Имя модели		MOD_1
Ряд или последовательность	1	AKRN
	2	AQUA
	3	BELU
	4	DSKY
	5	MVID
	6	PIKK
	7	RBCM
	8	RTGZ
	9	SNGS
	10	TGKN
Преобразование		Натуральный логарифм
Вычисление несезонных разностей		0
Вычисление сезонных разностей		0

Длительность сезонного периода		Нет периодичности
Стандартизация		Не применено
Распределение	Тип	Нормальное
	Положение	оцененные
	Шкалы	оцененные
Способ оценки дробного ранга		Блума
Ранги совпадающих наблюдений		Средний ранг связанных значений
Применение спецификаций модели из MOD_1		

(Составлено автором)

Таблица 2.5 – Оценочные параметры распределения

		AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGKN
Нормальное распределение	Положение	6,1025	5,5596	7,1338	4,7165	4,8852	6,3271	1,2816	10,1052	9,9526	-5,6419
	Шкалы	0,4231	0,3505	0,7406	0,2005	0,2348	0,4605	0,0807	0,4015	0,3984	0,2006
Наблюдения не взвешены.											

(Составлено автором)

По результатам проверки второй гипотезы следует сделать вывод об отсутствии влияния сезонности. Подтверждается гипотеза H_1^2

Проверка третьей гипотезы. Проверку на серийность осуществим с применением критерия серий (табл. Н.2, приложение Н). Данный метод используется для анализа последовательности объектов, упорядоченных во времени либо по возрастанию (убыванию) значений признака. Критерий предполагает представление последовательности в виде бинарной переменной (0 и 1). Математическая суть критерия заключается в подсчете числа серий – последовательностей однотипных событий, до и после которых произошли события иного типа. Гипотеза о случайном распределении может быть отклонена в случае, если количество серий оказывается слишком малым (склонность к группированию) либо слишком большим (склонность к чередованию). В рамках нашего исследования количество серий находится в диапазоне от 2 до 36. Величина Z и уровень значимости определяются числом серий. Низкое значение p -уровня указывает на то, что чередование носит неслучайный характер. При этом число серий оказывается чрезмерно большим, что говорит о том, что вслед за ростом котировки последующее значение также демонстрирует рост.

Вывод по 3 гипотезе: исследуемые котировки содержат серии в своей динамике (внешнее воздействие присутствует). Подтверждается гипотеза H_0^3 [9].

Проверка 4 гипотезы.

Проверка четвертой гипотезы. Рассмотрим детальнее предложенный в предыдущем разделе методический подход, позволяющий выявлять недобросовестные практики. Для его реализации примем значение бета-коэффициента для сводного индекса равным единице, а в целях установления фактов инсайдерской деятельности на котировки акций исследуемых организаций выполним расчет бета-коэффициента. Для этого используем минимальный лаг и рассчитаем доходность Индекса МосБиржи (МОЕХ) при этом принят в качестве эталонной величины, поскольку в него входят акции исследуемых организаций. Расчет выполним с применением программы Excel, после чего, в соответствии с методическим подходом и приведенными формулами, рассчитаем ковариацию.

При наложении графиков (рис. О.1, приложение О) рассчитанных значений были получены следующие результаты. Как следует из графика, значения бета-коэффициента исследуемых компаний демонстрируют определенные отклонения от общего рыночного значения, что в известных пределах считается нормальным. Вместе с тем на графике наблюдаются отклонения значений коэффициента по отдельным бумагам на величину, в несколько десятков раз превышающую нормальные показатели, то есть выбросы. Под выбросами понимаются элементы совокупности, существенно отличающиеся от остальных по исследуемому признаку. Подобные отклонения могут указывать на присутствие инсайдерского воздействия на соответствующие бумаги, однако такое заключение справедливо лишь при условии, что в аналогичный период не фиксируются отклонения по другим совокупностям. Если же отклонение показателя наблюдается синхронно по всем совокупностям, это свидетельствует о появлении общедоступного информационного потока, оказавшего влияние на рассматриваемую группу бумаг. Наиболее протяженный выброс соответствует дате 25.03.2020. В этот день доходность акций всех исследуемых компаний претерпела существенные изменения под воздействием определенной информации, поэтому говорить о наличии инсайдерства в данном случае неправомерно. В таблице приведены даты синхронных выбросов, которые подлежат исключению из анализа на предмет

инсайдерского воздействия (табл. 2.6). Выбросы, оставшиеся после такого исключения, могут являться результатом инсайдерского влияния и подлежат дальнейшей проверке. Далее необходимо выявить выбросы, характерные исключительно для конкретной ценной бумаги.

На основе полученных результатов возможно определить выбросы, которые присущи отдельной исследуемой бумаге. Для этого проведём проверку полученных данных бета-коэффициента по каждой из исследуемых бумаг методом IQR [9].

Таблица 2.6 – Даты одновременных выбросов значений по исследуемым компаниям

№	Дата	Компании, по которым зафиксирован выброс
1.	12.03.2019	AQUA, RTGZ
2.	28.03.2019	BELU
3.	09.07.2019	BELU, PIKK, RBCM, RTGZ, SNGS
4.	21.08.2019	BELU, PIKK
5.	17.10.2019	BELU, MVID, PIKK, SNGS, TGNK,
6.	27.11.2019	BELU, RTGZ
7.	25.03.2020	AKRN, AQUA, BELU, DSKY, MVID, PIKK, RBCM, RTGZ, SNGS, TGNK
8.	26.11.2020	RBCM, RTGZ, TGNK
9.	20.02.2021	BELU
10.	25.05.2021	PIKK
11.	28.10.2021	BELU
12.	04.02.2022	AQUA, PIKK
13.	12.02.2024	AKRN, DSKY, MVID, PIKK, RBCM, RTGZ
14.	14.05.2024	BELU, PIKK, RBCM, RTGZ, SNGS
15.	16.05.2024	AKRN, BELU, DSKY, MVID, PIKK, RTGZ, SNGS

(Составлено автором)

Он позволяет определить межквартильный размах, и фокусируется на центральной части выборки, позволяя определить экстремальные значения (выбросы), лежащие за её пределами. Полученные результаты представлены в Приложении П (табл. П.1).

В таблице напротив соответствующих дат отражены отметки о наличии экстремального значения (ЭЗ) по каждому из тиккеров. Однако полученные данные ещё не являются свидетельством о наличии недобросовестных практик в эти периоды. Необходимо исключить выбросы, связанные с влиянием значимых

новостей. Для этого проведём событийный анализ, описанный в предыдущей главе, используя авторский методический подход, основанный на технологиях Big Data. В настоящее время существует широкий спектр программных продуктов для Data Mining, среди которых наибольшее распространение получили RapidMiner, WEKA, R, Orange, KNIME, NLTK, Carto 2, Qlucore Omics Explorer и Oracle Data Miner. В рамках настоящего исследования применялась программа Orange [9].

В целях определения сентимента за каждый из дней, нами был осуществлён сбор новостных сообщений. Стоит отметить, что информационные каналы категорий «аналитика и экспертные мнения», а также «слухи» были отклонены. Это связано с тем, что публикации первой категории в основном имеют отсроченное влияние на рынок, поскольку характеризуют его состояние на определённый период в будущем, либо имеют ретроспективный и описательный характер. Категория «слухи», в свою очередь, используется не всеми участниками рынка, а также не имеет регулярного характера, в результате чего её влияние также является фрагментарным.

В связи с этим, нами был использован информационный источник, принадлежащий к категории «официальная информация», а именно – раздел «Новости» платформы Investing.com. В выборку вошли 55765 новостей за период с 01.01.2019 по 01.11.2024 год.

После извлечения сентимента, нами были сформированы три группы новостей:

1. Высокой значимости: $-25,0001 > \text{сентимент} > -\infty$; $25,0001 > \text{сентимент} > \infty$.
2. Средней значимости: $-10,0001 > \text{сентимент} > -25$; $10,0001 > \text{сентимент} > 25$.
3. Малозначимые: $-10 > \text{сентимент} > 10$.

Сопоставление дат выбросов и значений сентимента показало, что ряд из них приходился на события из второй и третьей групп, что может свидетельствовать об отсутствии недобросовестных практик. Событие в данном случае является первопричиной изменения значений бета-коэффициента (т.е. рынок реагирует на новость). Оставшиеся после отбора даты были сопоставлены с группой малозначимых событий.

Согласно логике функционирования рынка, новость (событие) предшествует изменению показателей ценных бумаг. Согласно правилам событийного анализа, необходимо определить окно событий. Анализ показал, что рынок реагирует на значимые новости моментально. Об этом свидетельствует совпадение дат повышения котировок и высоких значений сентимента. Задержка реакции случается, если новость была объявлена накануне нерабочих дней биржи. Тогда рынок реагирует на следующий рабочий день. Стандартное окно событий составляет три дня.

Сопоставим экстремальные значения бета-коэффициента исследуемых акций и значений сентимента. В целях выявления недобросовестных практик необходимо сосредоточиться на датах, в которые не наблюдается публикация новостей высокой и средней значимости. После исключения таких значений остаются даты выбросов, во время которых не было опубликовано значимых новостей, что может свидетельствовать об искусственном изменении цены.

Необходимо также учесть окно событий и очистить полученные результаты от дат, которые не могут быть внесены в список требующих проверки. На данном этапе удаляются те даты, в установленное окно событий которых наблюдались высокие и средние значения сентимента. При этом публикация должна приходиться на нерабочие дни биржи. Отразим полученные данные в виде таблицы Р.1 (Приложение Р).

Отражённые в таблице Р.1 (Приложение Р) даты указывают на несоответствие реакции, а значит, могут свидетельствовать о наличии недобросовестных практик. При этом в целях определения вида необходимо обратить внимание на время возникновения новостей высокой и средней значимости и выбросов. В случае если выброс происходит до публикации таких новостей, это может сигнализировать об инсайдерской деятельности. Проведём соответствующий отбор и представим результаты в Приложении С. Как видно, в таблице С.1 отражены возможные даты реализации инсайдерской деятельности по исследуемым акциям, в таблице С.2 – практики манипулирования. В результате

анализа определены конкретные даты, требующие детальной проверки на соблюдение законодательства об инсайдерстве и манипулировании.

По итогам исследования подтверждается гипотеза H_1^4 : свидетельствующая о возможности установления конкретной даты инсайдерского (манипулятивного или иного внерыночного) воздействия. Критерий, основанный на изменении бета-коэффициента, рассчитанного методом скользящей средней для оценки внешнего влияния на курс акций, с последующим сопоставлением с результатами сентимент-анализа новостного массива за соответствующий период, демонстрирует значимые результаты и может применяться для выявления инсайдерского воздействия и манипуляций на фондовом рынке [9]. Дополнительным подтверждением эффективности представленного методического подхода и подтверждения гипотезы является сравнение полученных результатов с опубликованными Банком России данными о выявленных фактах нарушения закона об инсайдерстве. Данная информация публикуется на официальном сайте в разделе «Перечень выявленных случаев неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком» [147]. После завершения анализа по представленному авторскому методическому подходу и получения итоговых результатов каждая из исследуемых компаний была проверена на факт обнаружения инсайдерства или манипулирования.

В таблице 2.10 отражены все выявленные с 2010 года случаи нарушения законодательства, касающиеся акций исследуемых компаний. Как можно увидеть, за весь период не было выявлено ни одного случая инсайдерской деятельности. При этом пять из десяти компаний, по крайней мере, один раз были замечены в реализации недобросовестных практик на протяжении длительного времени.

Сравнение данных таблицы 2.7 и результатов анализа, полученных в результате проверки авторского методического подхода (табл. С.1 И С.2, Приложение С), показывает, что выявленные выбросы по тиккерам PIKK и MVID соответствуют периодам совершения недобросовестных практик, выявленных Банком России. Так, на 17.05.2022 зафиксирован выброс по компании ПАО «ПИК – специализированный застройщик», что соответствует указанному в таблице 2.7

периоду с 04.05.2022 по 25.05.2022, в который совершалось манипулирование акциями.

Таблица 2.7 – Перечень официально опубликованных выявленных Банком России случаев недобросовестных практик по исследуемым компаниям за период 2010-2024 гг.

Компания	Дата обнаружения недобросовестной практики	Период совершения недобросовестной практики	Вид недобросовестной практики
ПАО «Детский мир»	18.08.2020	30.11.2017-03.02.2018	манипулирование
ПАО «ПИК – специализированный застройщик»	17.02.2021	2011-2017	манипулирование
	14.11.2024	04.05.2022-25.05.2022	манипулирование
ПАО «Сургутнефтегаз»	18.08.2020	30.11.2017-03.08.2018	манипулирование
	17.03.2021	2011-2017	манипулирование
	18.02.2021	23.01.2015-28.06.2016	манипулирование
ПАО «Инарктика»	нет	нет	нет
«НоваБев Групп»	нет	нет	нет
ПАО «Территориальная генерирующая компания № 14»	нет	нет	нет
ПАО «Газпром газораспределение Ростов-на-Дону»	нет	нет	нет
ПАО «РБК»	нет	нет	нет
ПАО «М.видео»	18.08.2020	30.11.2017-03.08.2018	манипулирование
	15.04.2021	2016-2019	манипулирование
	20.08.2024	01.10.2018-08.06.2021	манипулирование
ПАО «Акрон»	26.12.2019	13.11.2014-23.03.2015	манипулирование
	17.03.2021	2011-2017	манипулирование

(Составлено автором на основе [147])

Также регулятор зафиксировал манипулирование акциями ПАО «М.Видео», которое регулярно осуществлялось на протяжении нескольких лет. Выбросы, установленные на 05.12.2019, 31.05.2020, соответствуют периоду с 01.10.2018 по 08.06.2021 г. Остальные факты реализации недобросовестных практик, установленные регулятором, лежат за пределами исследуемого нами периода.

Выводы по главе 2

В результате анализа механизмов регулирования рынков ценных бумаг пяти ведущих мировых бирж по капитализации (NYSE, NASDAQ, Японская биржевая

группа, Шанхайская фондовая биржа, Гонконгская биржа) было выявлено, что в их структуре имеет место механизм финансового противодействия недобросовестным практикам, выраженный различными, но схожими по своей реализации элементами. Именно он обеспечивает эффективность противодействия и контроля рынка. Проведённый анализ мер пресечения применяемых согласно законодательству стран, в которых функционируют указанные биржи, показал наличие более строгих мер по сравнению с отечественными, наличие более развитого и обоснованного инструментария. Анализ системы регулирования рынка ценных бумаг России позволил выделить основные функции её элементов. Было выявлено, что нижний уровень регулирования, представленный непосредственно участниками торгов и СРО является основным, но, в то же время, не имеет достаточно полномочий для осуществления эффективного регулирования рынка, в том числе, выявления недобросовестных практик. Кроме того, отечественная система не имеет сформированного механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг. Также существуют недостатки в системе выявления данных практик. Установлено, что процедура занимает длительный промежуток времени, что не позволяет своевременно и эффективно пресекать нарушения. В связи с этим, необходим поиск эффективных подходов к своевременному распознаванию действий участников рынка, нарушающих законодательство, а также разработка механизма финансового воздействия на недобросовестные практики.

Научная новизна состоит в следующем:

- систематизирован опыт и механизмы противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг ведущих мировых бирж и отечественном рынке;
- разработан авторский методический подход к выявлению инсайдерства и манипулирования, основанный на комбинировании оценки волатильности рынка (бета-коэффициент) и событийного анализа (оценка совокупного сентимента сообщений в СМИ) с использованием технологий искусственного интеллекта;
- осуществлена апробация разработанного методического подхода на открытых данных десяти компаний разного уровня листинга, акции которых

обращались на рынке ценных бумаг в период с 2019 по 2024 год; произведена проверка сформулированных гипотез;

– доказана применимость разработанного методического подхода к выявлению инсайдерства и манипулирования на рынке ценных бумаг (верификация полученных данных путем сравнения с официальными случаями фиксации факта нарушения законодательства, представленными на официальном сайте Банка России, выявила соответствие в 75% случаев).

ГЛАВА 3. МЕХАНИЗМ ФИНАНСОВОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ НА НЕДОБРОСОВЕСТНЫЕ ПРАКТИКИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Порядок функционирования и внедрения механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг

Противодействие недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг выступает ключевым условием успешного развития экономической системы страны. Зарубежный опыт демонстрирует свою результативность, однако детальное изучение специфики системы и механизмов противодействия на отечественном рынке указывает на присутствие существенных недостатков. Как следствие, российскому рынку свойственны такие черты, как слабая развитость, ограниченность, сосредоточенность на функции привлечения капитала и замкнутость.

Инсайдерская информация в реальных условиях представляет собой неотъемлемый элемент рынка, без которого интерес к участию в нем не был бы столь высоким. Основная часть сделок до появления первых законодательных норм базировалась на асимметрии распределения информационных потоков. Извлечение прибыли всегда было связано с информационным потоком, который достигал участника с различной скоростью. Сама деятельность участников в значительной мере сводилась к стремлению завладеть информацией [9].

Именно владение информацией обеспечивает конкурентное преимущество инвесторов и позволяет эффективно управлять своими активами, сохраняя их и получая прибыль. Информация, которая ещё не поступила в широкие каналы рынка, предоставляет конкурентное преимущество тем участникам, которые располагают ею в силу должностных положений, или которыми были предприняты усилия по завладению такой информацией. Именно поэтому наличие практики совершения сделок на основе информации, полученной одним из таких способов, продолжительное время считалось нормальной практикой, и не подлежал

регулированию. Рост рынка и его расширение вследствие увеличения числа участников при отсутствии понимания необходимости контроля и противодействия деятельности инсайдеров, а также лиц, стремящихся манипулировать отдельными показателями, привели к развитию так называемых «фондовых пузырей» и возникновению кризисов.

Принятие первых законодательных актов, ориентированных на противодействие инсайдерству и манипулированию, представляло собой попытку уравнивать права участников и сформировать безопасные условия для инвестирования. Вместе с тем двойственная природа инсайдерской информации выступает характеристикой, которая обеспечивает ее существование в любых условиях. Полностью исключить инсайдерскую и манипулятивную практику не представляется возможным. Асимметричный рынок в допустимых границах оказывается наиболее привлекательным для участников в силу потенциальной возможности получения дополнительного дохода при приемлемом уровне рисков [9]. Об этом свидетельствуют результаты исследований таких авторов, как Мерл Р. (Merl R.), Штёкл Т. (Stöckl T.), Палан С. (Palan S.), Шмидт Д. (Schmidt D.) [141. 142. 144-146], Антониадис И. (Antoniadis I.), Гкасис К. (Gkasis C.), Сормас А. (Sormas A.) [144].

Становление фондовых рынков в разных странах происходило в разное время, что предопределяет различия в их структуре, этапе развития и специфике функционирования. На современном этапе эталонная система регулирования финансовых рынков отсутствует. Обращение к мировому опыту не дает возможности однозначно выбрать модель, наиболее эффективную для конкретной страны. Однако оно позволяет выявить недостатки исследуемой системы и спрогнозировать последствия влияния отдельных процессов, снизив риски неэффективности. Учет достоинств и недостатков регуляторных систем разных стран дает возможность выстроить наиболее результативную и устойчивую модель, отвечающую современным реалиям российского рынка.

Утверждение о невозможности применения целостных систем контроля зарубежных стран либо их отдельных элементов к рынку ценных бумаг России

ввиду существенных различий в формировании и развитии представляется спорным. Подобное применение возможно, однако в процессе заимствования опыта должен проводиться тщательный аргументированный отбор элементов с обязательной их адаптацией к существующим различиям и особенностям. Такой подход обеспечит жизнеспособность внедряемых элементов и их результативность [9].

Рассмотренная практика регулирования российского рынка свидетельствует о том, что на сегодняшний день механизмы противодействия не до конца сформированы. Механизм финансового воздействия представлен такими инструментами, как штрафы и суммы компенсации, при этом полномочия по их взысканию находятся у органов судебной системы. В результате основные регулирующие элементы (Банк России, организаторы торгов) не имеют возможности осуществлять своевременное привлечение к ответственности во избежание более существенного ущерба, который может быть нанесён вследствие инсайдерства и манипулирования. Также суммы штрафов и компенсаций не имеют экономического обоснования и не соответствуют объёмам наносимого ущерба.

Анализ практики применения мер воздействия к лицам, уличенным в нарушении законодательства, указывает на потребность в поиске более результативных механизмов контроля и пресечения недобросовестных практик. Невозможность заимствования зарубежного опыта эксперты объясняют сравнительно недавним возникновением российского рынка ценных бумаг. Тем не менее он превращается в значимый элемент, обеспечивающий развитие национальной экономики в текущих геополитических условиях. На современном этапе возникает необходимость во внесении корректировок, соответствующих запросам нового времени.

Приступая к разработке ключевых направлений корректировки действующей системы противодействия инсайдерству и манипулированию, следует прежде всего определить ее место в общей системе регулирования рынка и рассмотреть отдельные ее составляющие [9]. Сегодня она представлена тремя основными уровнями. Рассмотрим их подробнее:

1. Первый уровень: Государственная дума РФ, Арбитражный суд и суды низших инстанций. На данном уровне реализуется законотворческая функция и функции судебной власти.

2. На втором уровне регулирование осуществляется Банком России. Он является главным органом, контролирующим деятельность рынка ценных бумаг в РФ. Регулятор имеет расширенные полномочия, в число которых входит принятие необходимых нормативных актов, проведение проверок и расследований, требование предоставления необходимой документации, а также вынесение предписаний, приостановка и аннулирование лицензий, выданных участникам рынка.

3. Третий уровень составляют непосредственно организаторы торгов (биржи) и саморегулирующие организации (СРО). Организаторы торгов вправе разрабатывать правила и стандарты, требовать информацию, необходимую для проведения проверок деятельности участников, осуществлять контроль над соблюдением участниками требований законодательства, а также применять ряд мер к правонарушителям. Саморегулирующие организации являются дополнительным элементом, осуществляющим контроль на данном уровне. В их компетенцию входит разработка правил, требований и стандартов организации деятельности бирж и поведения участников торгов. Также они вправе запрашивать информацию для проведения проверок деятельности своих членов, соблюдения ими принятых правил и стандартов, а также применять к ним определённые меры в случае выявления нарушений.

Стоит отметить, что основным уровнем регулирования в РФ является второй, в то время как в зарубежной практике наибольшими полномочиями наделены СРО. Членство в саморегулирующих организациях является обязательным для участия в торгах на большинстве рынков. Так, например, в Китае главным саморегулирующим органом является Ассоциация ценных бумаг (SAC). Рынок ценных бумаг США активно регулируется Национальной ассоциацией фондовых дилеров (NASD), а также прочими саморегулирующими организациями. Совместно с Комиссией по надзору за ценными бумагами и биржевой торговле

(SESC) активно осуществляют регулирование рынка СРО в Японии. Однако, в сравнении с системой регулирования Китая и США, в Японии СРО имеют гораздо меньшее влияние, служа, скорее органами, позволяющими оптимизировать процесс сбора и передачи необходимой информации, выявления подозрительных сделок.

Противодействие недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг РФ реализуется с помощью двух механизмов. Важнейший из них – механизм финансового воздействия на данный момент в практике РФ не сформирован. Однако как показывает опыт зарубежных стран, он позволяет повысить эффективность борьбы с инсайдерством и манипулированием. В России борьба с инсайдерством и манипулированием предусматривает административную и уголовную ответственность. Однако на практике уголовная ответственность не применяется. Чаще всего виновные лица несут административную ответственность, выраженную в аннулировании лицензии, отстранении от должности, запрете работы на рынке ценных бумаг или выплате штрафа. Штраф является единственной финансовой мерой противодействия, однако, в сравнении с другими странами, его суммы являются низкими. Максимальный размер, как в случае манипулирования, так и инсайдерства, для физических лиц составляет 1 млн. руб. (УК РФ, ст. 185.3, 185.6) Для физических лиц административным кодексом предусмотрено определение штрафа в зависимости от объёмов убытков, которых удалось избежать, или полученного излишнего дохода, но не менее 700 тыс. руб. (КоАП РФ, ст. 15.21, 15.30).

Практика применения мер наказания в России свидетельствует о более частом привлечении лиц к административной ответственности, нежели к уголовной. Кроме того, с 2024 года в силу вступают поправки, внесённые в соответствующие статьи Кодекса об административных правонарушениях. Согласно изменениям, лица, совершившие неправомерные действия, имеют возможность заключить соглашение, размер штрафа по которому для физических лиц составляет не менее 5 тыс. руб., для должностных - не менее 30 тыс. руб., для физических - не менее 700 тыс. руб., Для сравнения: средняя сумма штрафа в Китае

– 2 млн. юаней (около 277,7 тыс. долл.), в Японии – 10 млн. иен (около 67,3 тыс. долл.), в США – 2,5 млн. долл. Как можно увидеть, предусмотренные меры и объёмы штрафов не позволяют возместить убытки, нанесённые рынку или отдельным участникам.

Порядок взыскания штрафов с лиц, допускающих нарушения законодательства об инсайдерской деятельности и манипулировании, закреплён в Уголовном кодексе РФ. Соответствующие нормы были введены поправками, последовавшими за принятием Федерального закона № 224-ФЗ от 27.07.2010 «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком». Согласно действующему правовому регулированию, помимо уплаты штрафа виновное лицо может быть обязано к возмещению компенсаций потерпевшим, понесшим убытки вследствие его противоправных действий, при условии вынесения судом соответствующего постановления.

Если привлечение к ответственности в форме компенсационных выплат невозможно, единственной мерой финансового воздействия остается штраф. Однако установленный законом размер штрафа сам по себе не способен обеспечить требуемый экономический эффект. Предельная величина штрафной санкции, применимой к нарушителю, составляет один миллион рублей, причем данная сумма рассчитана на группу лиц. Для лица, действовавшего в одиночку, максимальный размер наказания ограничен пятьюстами тысячами рублей. Предусмотрен и альтернативный способ исчисления штрафа – в объеме заработной платы или иного дохода осужденного за период от одного до трех лет, а при совершении преступления группой лиц – от одного до четырех лет. При таком расчете итоговая сумма способна в несколько раз превысить один миллион рублей. Тем не менее и этот механизм воздействия несопоставим с реальным объемом ущерба, наносимого как отдельным участникам, так и рынку в целом. В разделе 1.3 были приведены примеры обогащения отдельных лиц из российской практики, наглядно демонстрирующие несоразмерность штрафных сумм тем доходам, которые фактически извлекаются в результате запрещенных сделок [9].

Рассмотренная выше структура системы регулирования рынка ценных бумаг РФ с выделением её составляющих даёт нам представление о взаимосвязи и функциях существующих на данный момент механизмов. Однако прежде, чем перейти непосредственно к разработке рекомендаций по её совершенствованию, необходимо определить, на решение каких проблем должны быть направлены данные изменения и какие требования должны быть выдвинуты к усовершенствованной системе противодействия.

Обобщая результаты изученных в предыдущих разделах данных, можно выделить несколько основных проблем, характерных для системы противодействия недобросовестным практикам на российском рынке ценных бумаг на данном этапе развития. Основной из них является отсутствие превентивных мер противодействия инсайдерству и манипулированию. Существующие сегодня механизмы и меры наказания реализуются уже после совершения нарушения, когда ущерб рынку и отдельным участникам очевиден.

Данной проблеме сопутствуют достаточно лояльные меры наказания нарушителей. Основные задачи, возложенные на систему противодействия инсайдерству и манипулированию – сокращение объёма правонарушений, повышение финансовой безопасности рынка, обеспечение стабильности его функционирования. Они не могут быть достигнуты без разработки и применения таких мер, которые могут оказывать значительное воздействие на финансовое положение и статус правонарушителя.

Совокупность двух указанных недостатков существующей системы противодействия приводит к распространению инсайдерских практик и манипулирования среди участников рынка. Их реализация позволяет получить значительную прибыль. В случае признания вины недобросовестных участников, к ним применяются установленные законодательством меры, однако, часть полученной незаконной прибыли остаётся у нарушителя, в результате чего эффект противодействия не может быть достигнут. Отсутствие экономически обоснованных границ штрафов и компенсаций, соответствующих масштабу

наносимого в результате незаконной деятельности, ущерба рынку и его отдельным участникам существенно снижает эффективность системы противодействия.

Процесс обнаружения практики и доказательство виновности участников незаконных сделок, нарушающих законодательство о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию, является длительной и затруднительной процедурой. Об этом свидетельствует анализ статистики выявляемых случаев, представленный в первом разделе.

Большинство выявленных случаев относится к манипулированию рынком. Обнаружение факта инсайдерства составляет всего 4,9% из всего объёма выявленных нарушений. Кроме того, данный процесс занимает в среднем 1,5 года (табл. 3.1).

Данная таблица позволяет соотнести год выявления недобросовестных практик с периодом их реализации. Так, в 2024 году были обнаружены факты манипулирования и инсайдерства за 2018-2023 год. В 2023 году удалось выявить, что в период с 2019 по 2022 год манипулирование ценами осуществлялось в 18 случаях.

Таблица 3.1 – Периоды выявленных правонарушений за 2010-2024 гг.

Год выявления правонарушений	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Период правонарушений	2008-2010	2009-2010	2011-2012	2011-2012	2011-2013	2011-2015	2011-2015	2011-2017	2012-2018	2011-2018	2012-2019	2011-2020	2019-2021	2019-2022	2018-2023

(Составлено автором на основе [147])

Основными причинами возникновения данной проблемы является отсутствие эффективных алгоритмов выявления фактов нарушения с учётом современных технологий, а также неправильное распределение обязанностей между элементами системы противодействия. Основные полномочия по контролю над рынком находятся у Банка России, как главного регулятора. Однако он не

вправе самостоятельно применять к нарушителям такую меру наказания как штраф. Данная мера может быть применена только по решению суда. Также по решению суда может быть назначена выплата компенсаций, виновное лицо может быть привлечено к ответственности в виде лишения свободы. В результате такого распределения органы внутренних дел и судебной системы оказываются перегружены, процедура привлечения к ответственности занимает от полугода до нескольких лет, несмотря на то что все данные по сделкам с нарушением законодательства и лицам, участвующим в них, находятся у Регулятора. Фактически, до вынесения решения суда, Банк России имеет право только приостановить лицензию недобросовестных участников, однако по статистике, наиболее часто применяемой мерой, является выдача предписания. Инсайдеры и манипуляторы имеют возможность продолжать деятельность, в том числе – реализацию недобросовестных практик, получая прибыль.

На основе вышесказанного, предваряя разработку предложений по решению вышеперечисленных недостатков, к системе противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг в современных условиях можно выдвинуть следующие требования:

1. Наличие инструмента воздействия, в результате которого реализация недобросовестных практик станет экономически невыгодна участникам рынка (достижение эффекта превенции).

2. Наличие экономического обоснования размеров штрафов, соответствующих убыткам, полученным пострадавшими участниками.

3. Возможность оценки и возмещения убытков, наносимых рынку.

4. Наличие эффективных алгоритмов выявления нарушений с учётом современных тенденций.

Первое требование является наиболее значимым. За счёт разработки и внедрения такого инструмента можно будет достичь эффекта превенции. Поскольку основная цель реализации инсайдерства и манипулирования заключается в получении прибыли сверх нормы (иными словами – сверх средней доходности рынка в определённый отрезок времени), воздействие должно быть

направлено на снижение такого интереса у участников. Инсайдерская деятельность, по сути, ведёт к монополизации прибыли отдельными участниками, что выражено на рисунке 3.1.а в виде площади $PmFNL$. Содержание финансового механизма противодействия инсайдерам заключается в таком смещении кривой средних издержек (АС), при котором величина извлекаемой сверхприбыли не будет превышать среднерыночный уровень доходности, что проиллюстрировано на рис. 3.1.б. Кривая АС для участников фондового рынка отражает совокупный объем платежей, взимаемых с них в форме процентов за предоставляемые услуги, штрафов, пеней и налоговых отчислений. В рассматриваемом случае речь идет не о штрафных санкциях, а о применении мер со стороны органов налогового контроля. Смещение данной кривой достижимо посредством введения прогрессивной налоговой ставки на доходы, полученные в результате совершения операций на рынке ценных бумаг [9].

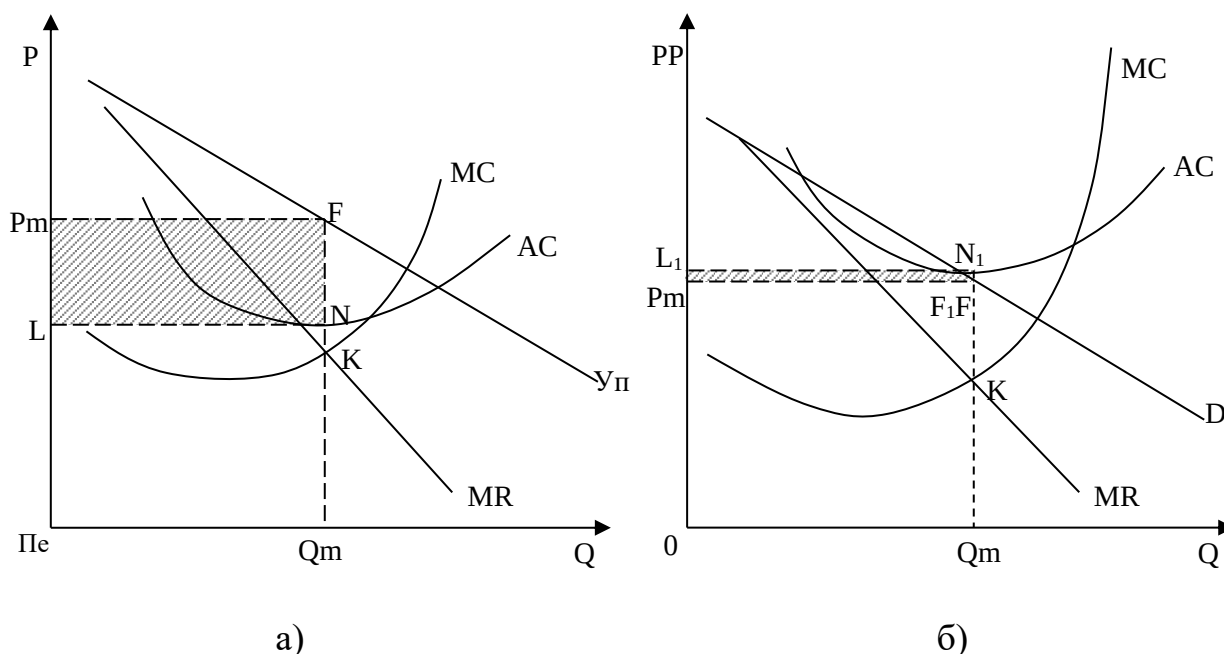


Рисунок 3.1 – Смещение кривой средних издержек в результате влияния инсайдерской деятельности [9]

Предлагается применение методик расчёта, учитывающих особенности функционирования рынка и получения прибыли его участниками. Основной задачей при разработке данного инструмента является сохранение интереса к

рынку ценных бумаг среди его участников, поскольку внедрение прогрессивной шкалы налогообложения, зависимой от уровня доходов, может оказать отрицательное воздействие. В связи с этим его действие должно быть направлено не на доходы, а на сверхдоходы, полученные в результате совершения сделок. При этом следует учитывать, что специфика функционирования рынка предполагает возможность получения отдельными участниками доходов сверх нормы, в соответствии с приложенными ими усилиями и затраченными ресурсами при соблюдении законодательства. Воздействие на такую сверхприбыль вызовет ряд отрицательных последствий, а именно: потерю интереса и сокращение числа инвесторов, замедление развития рынка, что приведёт к более глобальным экономическим последствиям. Внедряемый инструмент не должен нарушать принцип справедливости налогообложения. Следующие требования к системе противодействия – наличие обоснованных размеров штрафов и компенсационных сумм, что позволит формировать фонды, направленные на обеспечение стабильности рынка и его дальнейшее развитие. Совокупность вышеуказанных инструментов, а именно – специальных налоговых ставок, штрафов и компенсационных выплат, применяемых такими элементами, как налоговые органы, регулятор в лице Банка России, суды – представляет собой механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг. Рассмотрим подробнее разработанный механизм противодействия инсайдерству и манипулированию на рынке ценных бумаг (рис. 3.2).

Помимо перечисленных основных элементов, непосредственно применяющих указанные инструменты, в разрабатываемой структуре следует также выделить несколько дополнительных. Они являются связующими, поскольку без них функционирование механизма невозможно.

К ним относятся: органы внутренних дел и организаторы торгов. Как можно увидеть из представленного ниже рисунка (рис. 3.2), функционирование механизма финансового воздействия на недобросовестные практики на российском рынке реализуется в процессе взаимодействия его элементов:



Рисунок 3.2 – Механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг
(Разработано автором)

1. Налоговые органы – данный элемент не принимает участия в процессе противодействия инсайдерству и манипулированию. При этом в представленном

механизме он становится ключевым, поскольку в процессе функционирования можно будет добиться эффекта превенции и снизить интерес к совершению сделок, нарушающих законодательство. На него должны быть возложены функции контроля и надзора за применением специальных налоговых ставок для участников рынка ценных бумаг.

2. Организаторы торгов – в существующей системе регулирования именно на данный элемент возложена основная часть функций по мониторингу и выявлению фактов нарушения законодательства в области инсайдерства и манипулирования рынком. Организаторы торгов обязаны информировать регулятор о данных фактах, однако имеют ограниченные права в области противодействия. В разрабатываемом нами варианте функционирования механизма финансового воздействия предлагается сохранить за данным элементом его полномочия и функции, что видно на рисунке, поскольку их расширение является нецелесообразным. Данный элемент является связующим и призван обеспечить эффективный мониторинг рынка на предмет правонарушений.

3. Банк России – в соответствии с разрабатываемым механизмом должен быть наделён полномочиями на рассмотрение материалов, передаваемых организаторами торгов, заявлений, поступающих от иных участников рынка, проведением проверок по таким заявлениям. Регулятор не имеет полномочий по наложению штрафов на лиц, нарушающих законодательство о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию. Такое решение может быть принято в судебном порядке. Однако наделение Банка России этим правом позволит оперативно реагировать на нарушения и увеличит гибкость механизма финансового воздействия.

4. Судебная система – суд рассматривает дела по фактам нарушения законодательства об инсайдерстве и манипулировании, определяет виновных лиц, а также меру наказания. Существующая система регулирования возлагает на судебные органы право определения объёмов штрафов, компенсаций, а также вменения иных мер. Однако в разрабатываемом нами механизме предлагается

снять полномочия по определению и вынесению штрафов с дальнейшей передачей их регулятору, что позволит облегчить работу системы.

Реализация механизма финансового воздействия осуществляется в несколько этапов:

1. Применение специальных налоговых ставок, а именно — налога на сверхприбыль для участников рынка ценных бумаг.

2. Осуществление мониторинга рынка в соответствии с методикой, представленной в Разделе 2, выявление и проверка подозрительных сделок, оценка размера ущерба, нанесённого отдельным участникам или рынку.

3. Применение штрафов по отношению к выявленным случаям правонарушений.

4. Передача материалов в правоохранительные органы, применение наказания в виде выплаты компенсационных сумм.

Специальная налоговая ставка выступает ключевым инструментом, позволяющим реализовывать превентивную функцию представленного механизма, не зависимо от наличия фактического подтверждения их совершения. В результате реализации представленного механизма возможно добиться комплексного воздействия на лиц, осуществляющих инсайдерскую деятельность и манипулирование, что снизит привлекательность их совершения на отечественном рынке ценных бумаг. Решается основная научная задача, а именно — формирования комплекса мер финансового воздействия, направленных на пресечение недобросовестных практик на рынке ценных бумаг, не зависимо от наличия фактического подтверждения их реализации, при сохранении интереса к рынку со стороны добросовестных участников.

Учитывая, что модернизация системы противодействия инсайдерству и манипулированию должна носить всеобъемлющий характер, затрагивая каждый ее элемент и уровень, представляется обоснованным проанализировать порядок трансформации системы законодательного регулирования в России.

Одной из центральных проблем отечественного фондового рынка выступает неэффективность механизмов обнаружения и пресечения нарушений, связанных с

использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком. Причиной тому служит слабая проработка нормативной базы и дефицит судебной практики по применению соответствующих правовых норм. Назрела необходимость пересмотра порядка привлечения к ответственности и содержания действующих мер пресечения. Имеющиеся санкции не могут рассматриваться в качестве фундамента действенной системы борьбы. Помимо этого, отсутствуют превентивные инструменты, побуждающие участников рынка оперативно реагировать на признаки противоправного характера сделок, что активно применяется в международной практике. По сути, можно констатировать фактическое самоустранение от борьбы с инсайдерами на российском фондовом рынке. Следствием этого становятся замкнутость рынка, повышенный уровень риска для новых игроков, сосредоточение информации в руках ограниченного круга источников, что приводит к дискриминации большинства участников, ущемлению их прав и нарушению нормального функционирования рынка. В подобных условиях происходит подрыв естественной конкурентной среды, а обеспечение сохранности вложений и гарантии защиты интересов участников оказываются недостижимыми. В конечном счете наибольший урон подобная модель наносит реальным участникам рынка.

Устранение указанной проблемы требует в первую очередь пересмотра законодательных норм, касающихся мер пресечения, а также выработки алгоритма надзора за использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком. Законодательным органам необходимо предпринять такой шаг, как повышение размеров штрафных санкций и ужесточение правоприменительной практики в части уголовной и административной ответственности. Увеличение штрафов, налагаемых на лиц, допускающих нарушение законодательства, выступает важнейшим условием функционирования действующей системы противодействия, так как данная мера принадлежит к числу базовых и наиболее результативных инструментов воздействия на нарушителей. Величина штрафов должна опираться на экономическое обоснование. При выявлении оптимального размера целесообразно опираться на опыт зарубежных государств, где

действующие объемы штрафов способны многократно превосходить сумму прибыли, извлеченной в результате незаконной деятельности. Внесение поправок в этой сфере приобретает особую актуальность ввиду того, что российская практика противодействия инсайдерам не содержит случаев вменения нарушителям компенсационных выплат в пользу лиц, пострадавших от их действий. Необходимо отметить, что законодательство предусматривает подобную форму ответственности, не исключая при этом и наложения штрафа.

При установлении завышенных размеров штрафных санкций следует учитывать ряд факторов: вред, причиненный конкретным участникам; потери, понесенные рынком ценных бумаг; вероятные угрозы для отдельных сегментов рынка, возникшие в результате несоблюдения законодательства; а также риски и урон, нанесенные экономической системе в целом. В частности, недобросовестные практики подрывают доверие к рыночному механизму и уменьшают его инвестиционную привлекательность. Устранение этого изъяна приобретает первостепенное значение. Помимо сказанного, существуют трудности, сопряженные с практической реализацией закрепленных в законодательстве мер, что объясняется затяжным характером разбирательств по правонарушениям в рассматриваемой области.

Прежде всего это обусловлено слабой разработанностью таких процедур, как идентификация инсайдерских и манипулятивных сделок в общем массиве биржевых операций; накопление сведений, подтверждающих факт несоблюдения законодательства; определение величины причиненного вреда. Еще одним инструментом, способным заметно усилить результативность системы, является введение дополнительных видов ответственности, заимствованных из практики развитых государств. В частности, речь идет о такой новации в качестве меры пресечения, как запрет на участие в заключении сделок на фондовых биржах при выявлении причастности к неправомерному использованию инсайдерской информации или манипулированию рынком – как на установленный период, так и пожизненно, в зависимости от размера причиненного ущерба и числа потерпевших лиц. Подобная практика широко применяется в зарубежных системах и

подтверждает свою высокую значимость. Введение такой меры пресечения незаконной деятельности для нарушителей законодательства фактически означает утрату источника дохода, а для профессиональных участников – потерю места работы. Подобное наказание, назначенное даже на ограниченный срок, представляет собой достаточно суровую меру воздействия на нарушителей.

В зарубежной практике выявление грубых нарушений законодательства, ставших причиной особо крупного ущерба, влечет за собой пожизненный запрет на совершение операций с ценными бумагами. Применение указанной меры на ограниченный период – в случае, когда действия участника создали угрозу возникновения убытков вследствие его противоправных операций, однако такие убытки фактически не были понесены (то есть когда лицо было уличено в недобросовестных сделках, но они не повлекли существенных последствий для остальных субъектов рынка), – может выступать и в качестве предупредительного инструмента. В такой ситуации полномочия по назначению наказания целесообразно делегировать биржам, что обеспечит оперативность реакции на нарушения и повысит результативность системы противодействия.

Помимо этого, для обеспечения своевременного отклика на проявления инсайдерской деятельности либо манипулирования рынком и усиления эффективности контроля необходимо стимулировать подачу уведомлений о возможности или факте подобного правонарушения любыми лицами вне зависимости от их статуса. В зарубежной практике это достигается путем выплаты вознаграждений за сообщение о факте нарушения. Подобные выплаты осуществляются из сумм, вменяемых нарушителю, и способны достигать 10% от величины, назначенной судом.

При решении вопроса о вознаграждении информатора либо об отказе в таковом принимается во внимание совокупность обстоятельств, напрямую связанных с условиями, в которых лицо дало соответствующие показания. В частности, в выплате отказывается, когда лицо является соучастником инсайдерской либо манипулятивной сделки; когда показания представлены с запозданием, то есть уже после того, как факт нарушения был установлен в ходе

расследования; когда показания дают несколько лиц; когда они были даны в рамках расследования; когда лицо изначально уклонялось от дачи показаний; а также в прочих спорных ситуациях [137]. Если информаторов несколько, решение о вознаграждении также может быть принято, но с определенными оговорками. При этом во внимание принимается очередность предоставления сведений [9].

Если данные об одном и том же нарушении поступают от разных лиц и расходятся между собой, то оцениваются их значимость, полнота, достоверность и ряд иных параметров. Вознаграждение может быть распределено между информаторами поровну либо пропорционально значимости и полноте представленных сведений. В этом случае дополнительная финансовая нагрузка на государственный бюджет не возникает, поскольку такие выплаты производятся за счет виновного лица. При этом существенным условием выступает сохранение анонимности предоставления подобных сведений на всем протяжении расследования, судебного разбирательства и после его завершения. Тем самым обеспечивается защищенность информаторов. Следует также предусмотреть ответственность за бездействие участников в ситуации, когда ими было замечено нарушение, однако соответствующее уведомление в контролирующие органы не направлено, – в форме штрафа либо запрета на осуществление деятельности на ограниченный срок.

Значимым компонентом выступает также наращивание полномочий Банка России в области регулирования фондового рынка, поскольку фиксация факта правонарушения, продолжительность разбирательств, а равно процедура выбора меры пресечения для нарушителей занимают длительное время. Во многом это объясняется тем, что регулятор лишен права участвовать в оценке причиненного ущерба, а также права выбирать соответствующие меры и применять их. Алгоритм надзора за соблюдением законодательства в сфере инсайдерства и манипулирования может быть усовершенствован посредством наделения Банка России такими полномочиями, как:

- вынесение решения о необходимости применения штрафных санкций, их прямое наложение и взыскание;

- принятие решений о запрете осуществления деятельности в отношении нарушителей на установленный срок либо бессрочно;
- возможность выдвижения требования о приостановлении либо аннулировании лицензии без права возражения со стороны лицензирующих органов, а также вменения штрафов, соответствующих данному уровню регулирования [9].

Наделение регулятора свободой действий послужит стимулом для совершенствования правоприменительной практики в рассматриваемой сфере и будет содействовать прогрессу отечественного фондового рынка. Основной массив корректировок подлежит внесению в законодательные акты, определяющие полномочия низшего звена регулирования – бирж и саморегулируемых организаций. Главная трудность в данном случае обусловлена практически полным отсутствием перечня обязанностей и полномочий, закрепленных за этим уровнем. Требуется развитие указанного механизма, наращивание его полномочий и обязанностей, поскольку именно организаторы торговли ценными бумагами располагают наиболее широким инструментарием, необходимым для выявления противоправной деятельности.

При установлении виновного лица указанные субъекты рынка также должны располагать правом применения соответствующих санкций, что обеспечит оперативность реагирования. Требуется закрепить обязательный мониторинг и надзор за деятельностью участников торгов на предмет несоблюдения законодательства, а равно предусмотреть возможность инициирования и проведения самостоятельных расследований. Подключение саморегулируемых организаций к процессу противодействия на нынешнем этапе эволюции рынка ценных бумаг и механизма его регулирования в России сопряжено с трудностями. Это объясняется недостаточной численностью участников рынка, а также недоверием, испытываемым к саморегулирующим структурам. Соответственно, возникает потребность в разработке детализированной нормативной базы, закрепляющей функции и права СРО, прежде всего в аспекте их функционирования в качестве инструмента контроля исполнения законодательства. Помимо этого,

следует сформировать надлежащие предпосылки для масштабирования деятельности подобных организаций – ввести обязательность членства в СРО, ориентируясь на зарубежное законодательство. Реализация перечисленных мер позволит осуществлять дополнительное отслеживание деятельности отдельных участников рынка, что повысит результативность механизма выявления нарушений.

Разработанный механизм финансового воздействия на текущей стадии развития системы носит основополагающий характер. Ввиду этого требуется внесение корректив в соответствующие нормативные правовые акты, что обеспечит предпосылки для его практической реализации (рис. Т.1, приложение Т) [9]. В числе подобных актов – корректировка положений Федерального закона № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», Налоговый Кодекс Российской Федерации, разработка нормативных актов, обеспечивающих функционирование механизма, внесение поправок в КоАП РФ, УК РФ, нормативные акты Банка России, а также внесение поправок в нормативные акты организаторов торгов. Изменения в Налоговом кодексе РФ связаны с внедрением специальной налоговой ставки и будут затрагивать Главу 23 (ст. 210, 224) и Главу 25 (ст. 274, 284). Изменения в КоАП РФ будут затрагивать ст. 15.21, 15.35, в УК РФ - ст. 185.3, 185.6, поскольку они регулируют ответственность за манипулирование рынком и использование инсайдерской информации. Применение вышеуказанных административных мер согласно практике зарубежных стран может принести краткосрочный эффект. Однако противодействие инсайдерству и манипулированию нуждается в разработке и внедрении таких решений, которые будут иметь превентивный эффект. Предложенный в данной работе механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг отвечает всем необходимым требованиям. Внедрение данного механизма предполагает внесение изменений комплексного характера. Как следует из рисунка, наибольший объем корректировок необходимо осуществить на первом

уровне иерархии законодательной базы в сфере противодействия недобросовестным практикам. Помимо этого, в результате корректировки в структуре законодательной базы возникнет новый блок, соответствующий второму уровню иерархии. На представленной схеме он обозначен как третий блок второго уровня (Налоговый кодекс Российской Федерации). Данный элемент необходим для внедрения механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг [9].

Общий порядок внедрения предложенного механизма представлен в дорожной карте (рис. Т.2., приложение Т). Как можно увидеть на рисунке, подготовка нормативно-правовой базы является первым этапом, после чего можно будет перейти к обучению участников, обеспечивающих функционирование механизма, а также к внедрению программного обеспечения. Реализация данного этапа позволит подготовить систему к внедрению механизма в тестовом режиме, что необходимо для успешной адаптации. Третий этап предполагает тестирование механизма финансового воздействия на ограниченном сегменте российского рынка ценных бумаг, после чего возможно его распространение на весь рынок, с сохранением льготных условий с целью адаптации участников. Только после этого возможно полноценное внедрение механизма, что обеспечит увеличение прозрачности рынка, сокращение числа недобросовестных практик и повышение интереса со стороны инвесторов.

Указанные этапы предполагают возникновение определённых затрат, которые можно сгруппировать по категориям участников:

- регулятор и организаторы торгов – единовременные затраты на разработку и внедрение программного обеспечения, текущие затраты на обслуживание; анализ рыночных предложений и похожих проектов, связанных с реформированием систем обслуживания показывает, что объём затрат данной группы будет составлять около 50-80 млн. руб.;

- профессиональные участники рынка – затраты, связанные с настройкой и оптимизацией внутренних систем, обеспечивающих ведение деятельности, а также

обучение персонала; объём затрат составит 1-2 млн. руб. для каждой отдельной организации;

– эмитенты – затраты, связанные с предоставлением дополнительных форм раскрытия информации; предполагается, что данный процесс будет оптимизирован, что позволит эмитентам максимально снизить данную категорию затрат.

Указанные затраты позволят добиться существенного экономического эффекта в результате повышения прозрачности рынка – дополнительные налоговые поступления от операций недобросовестных участников позволят увеличить бюджет на 300-500 млн. руб. в год. Внедрение механизма финансового воздействия в систему противодействия инсайдерским сделкам и манипулированию позволит сократить ущерб от их реализации как для отдельных участников, так и для рынка в целом при отсутствии дополнительной нагрузки на добросовестных участников.

3.2. Обоснование размеров штрафов и компенсаций как инструментов воздействия на недобросовестные практики

Рассматривая данный процесс, стоит отметить, что на первом этапе, исходя из суммы прибыли, полученной сверх установленной нормы, участник рынка обязан уплатить налог в соответствии со специальной налоговой ставкой. Реализация данного этапа призвана снизить интерес к реализации недобросовестных практик. На втором этапе механизм реализуется с помощью взаимодействия регулятора и организаторов торгов. Главным инструментом воздействия в данном случае выступают штрафы. Полномочия по их расчету и взысканию должны находиться у Банка России. Третий этап предполагает передачу материалов о нарушениях законодательства для рассмотрения в органы внутренних дел и суд для определения более строгих мер наказания, включая выплату сумм компенсации ущерба. Законодательство предусматривает

наложение штрафов и компенсаций в качестве меры наказания за инсайдерскую деятельность и манипулирование. Нами же предлагается комплексный механизм, в состав которого необходимо включение налоговой составляющей. Данная мера ориентирована на выравнивание прав участников рынка посредством изъятия прибыли, полученной сверх установленной нормы, в форме налоговых платежей по прогрессивной ставке. Для соблюдения принципа справедливости при налогообложении необходимо принимать во внимание специфику функционирования рынка ценных бумаг и механизма получения прибыли его участниками. Прежде всего следует зафиксировать определенный процент сверхприбыли, который может быть получен в результате совершения обычных операций и обусловлен естественными колебаниями курса ценных бумаг, то есть установить норму опережения доходности рынка [9]. Внедрение предлагаемого инструмента воздействия будет способствовать решению поставленной в данном исследовании проблемы посредством ряда положительных изменений. К ним следует отнести:

- снижение привлекательности недобросовестных практик в результате снижения объёма чистой прибыли, получаемой от них;
- обеспечение справедливости налогообложения участников в соответствии с размером получаемой ими прибыли - увеличение налоговых обязательств будет касаться тех участников, которые получили сверхприбыль в отчётном периоде;
- формирование специального бюджетного фонда, направленного на развитие рынка ценных бумаг за счёт увеличения налоговых поступлений;
- дополнительное обеспечение функции мониторинга рынка за счёт получения информации о фактах получения сверхприбыли в отчётном периоде у конкретных участников;
- инструмент будет способствовать повышению прозрачности рынка, укреплению доверия среди участников.

Вместе с тем внедрение специальной налоговой ставки в качестве инструмента воздействия инсайдерству и манипулированию может привести к ряду негативных последствий, таких как:

- снижение мотивации к участию на рынке;
- снижение интереса к рынку, как способу увеличения капитала;
- попытки уклонения от уплаты налогов, сокрытия и дробления налогооблагаемых сумм;
- сокращение участников рынка;
- усложнение процесса расчёта сумм налогообложения, увеличение нагрузки на налоговые органы.

Можно сформулировать следующие основные противоречия, которые должны быть решены в процессе разработки предлагаемого инструмента:

1. Риск снижения интереса участников в связи с повышением налоговой ставки и их уход с рынка.
2. Риск уклонения от уплаты налогов.
3. Возникновение дополнительной нагрузки на налоговые органы.

В целях их решения при разработке соответствующих методических подходов к расчёту основных составляющих инструмента необходимо соблюдение следующих требований:

1. Применение ставки только для сумм сверхдохода.
2. Учёт значения средней доходности по ценным бумагам при определении суммы сверхдохода.

В качестве решения третьего противоречия, касающегося увеличения нагрузки на налоговые органы, предлагается привлечение к участию организаторов торгов в подготовке необходимой информации, а также возложение обязанностей по расчёту налогооблагаемой суммы непосредственно на участников торгов. Перейдём к разработке специальной налоговой ставки для участников рынка ценных бумаг – определим этапы её реализации и методический подход к расчёту необходимых составляющих.

Применение налоговой составляющей механизма финансового воздействия на недобросовестные практики можно разделить на следующие этапы:

1. Определение средней доходности рынка за отчётный налоговый период – рассчитывается организаторами торгов за определённые периоды.

2. Определение суммы сверхприбыли. Поскольку получение сверхприбыли инсайдерами связано с доходностью ценных бумаг, находящихся в их владении, в основе ставки налогообложения должен лежать расчёт фактически полученного дохода, основанный на доходности портфеля. Ниже представлена формула расчёта процента полученной сверхприбыли (3.1):

$$r_p = \frac{\sum x_1 - \sum x_0}{\sum x_0} * 100, \quad (3.1)$$

где r_p – полученная сверхприбыль;

x_1 – доход, полученный от операций с ценными бумагами за отчётный период, в процентах;

x_0 – стоимость ценных бумаг на момент приобретения.

3. Далее необходимо определить ставку налогообложения для сверхприбыли. Предлагается применение следующей формулы для вычисления значения (3.2):

$$T_{rt} = r_p - (\bar{r}_m + Profit_{re}), \quad (3.2)$$

где T_{rt} – специальная налоговая ставка на сверхприбыль;

$\bar{r}_m$ – средняя доходность рынка;

$Profit_{re}$ – норма превышения доходности рынка.

Расчёт показателя средней доходности рынка представляет собой средневзвешенную доходность всех его составляющих (то есть, в его расчёт должны быть включены показатели доходности отдельных рынков – валютного, фондового, деривативов, товарного, и т.д.). Ставка налогообложения и сумма налогообложения корректируется в соответствии с реально допустимым уровнем прибыли для каждого участника торгов. Это позволяет избежать необоснованного изъятия денежных средств у участников, которые получили прибыль в результате осуществления сделок в рамках законодательства. Норма превышения доходности рынка не имеет конкретных установленных границ. Поскольку инсайдерская деятельность и манипулирование ведут к возникновению аномальных доходов у участников рынка, следует говорить о возникновении выбросов доходности.

Выбросы могут находиться в допустимых пределах, которые не превышают средних значений по рынку – в этом случае полученные сверхдоходы не должны быть отнесены к подозрительным, требующим дополнительных проверок сделок и соответствующего воздействия. Однако если они имеют существенное отклонение от средних показателей, они могут косвенно свидетельствовать о наличии нарушений. Такое существенное отклонение в статистике соответствует правилу трёх стандартных отклонений. В соответствии с правилом трёх сигм, наблюдаемое значение признаётся аномальным в случае, если его значение в три раза превышает стандартное отклонение. Определим следующее значение нормы превышения доходности рынка:

$$Profit_{re} = 3\sigma_{\bar{r}_m} \quad (3.3)$$

где $\sigma_{\bar{r}_m}$ - стандартное отклонение средней доходности рынка.

Далее определим сумму налоговых отчислений по формуле:

$$S_{Trt} = (S_{дох}^n * T_{norm}) + (S_{сверхдох}^n * T_{rt}), \quad (3.4)$$

где S_{Trt} - сумма налоговых отчислений;

$S_{дох}^n$ – сумма полученной прибыли в периоде n (в отчётном периоде);

$S_{сверхдох}^n$ – сумма полученной сверхприбыли в периоде n;

T_{norm} - ставка налога на прибыль, согласно действующему законодательству.

При этом расчёт суммы сверхдохода будет выглядеть следующим образом:

$$S_{сверхдох}^n = (\sum x_1 - \sum x_0) - \sum x_0 * (\bar{r}_m + 5\%), \quad (3.5)$$

В результате данный методический подход позволяет определить размер суммы налога к уплате по каждому участнику рынка ценных бумаг. Как видно из представленных формул, специальная налоговая ставка применяется непосредственно к сумме сверхприбыли, в результате чего можно добиться справедливого налогообложения, не взимая излишние суммы налогов с прибыли, лежащей в рамках нормы. Участники рынка, ведущие деятельность в рамках

законодательства о противодействии инсайдерской деятельности и манипулированию, не подпадают под действие данного механизма.

Стоит отметить важность предлагаемого инструмента в структуре механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг: специальная налоговая ставка для участников рынка наряду с противодействием манипулированию позволит эффективно выявлять инсайдерскую деятельность в общем объеме операций и воздействовать на нарушителей до момента установления их вины. Другие инструменты не позволяют в полной мере достичь этой цели в связи с тем, что доказать факт передачи инсайдерской информации крайне сложно, данная процедура ограничена рядом формальностей, что затормаживает работу как регулятора, так правоохранительных и судебных органов. Применение специальной налоговой ставки позволит оказывать воздействие даже в тех случаях, когда формальное установление факта нарушения не представляется возможным. Рассмотрим работу предложенного методического подхода на примере зафиксированных случаев инсайдерства и манипулирования, по которым имеются свободные данные (табл. 3.2).

Таблица 3.2 – Исходные данные для проверки предложенного методического подхода

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Период	Инструмент рынка ценных бумаг	Инструмент воздействия	Характер незаконной деятельности	Размер незаконной прибыли
1.	ОАО «Финкоминвест»	2009-2010	Акции	Ложная информация, цена, объем	Манипулирование: без обеспечения	277 млн. руб.
2.	ОАО «Татбенто»	Сентябрь-декабрь 2010	Акции	Ложная информация, цена, объем	Манипулирование: без обеспечения	16 млн. руб.
3.	«Ак Барс»	Март 2011 – декабрь 2016	Акции	Цена, объем	Манипулирование: торговое	77 млн. руб.
4.	ПАО «Распадская»	Ноябрь 2020	Акции	Инсайдерская информация	Инсайдерская деятельность: непосредственное использование информации	319 тыс. руб. с каждого вложенного 1 млн. руб.

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Период	Инструмент рынка ценных бумаг	Инструмент воздействия	Характер незаконной деятельности	Размер незаконной прибыли
5.	ПАО «Лукойл»	Декабрь 2015	Иностранная валюта	Цена, объём	Инсайдерская деятельность: передача инсайдерской информации	128,6 млн. руб.
6.	ООО «Дойче-банк»	9 января 2013 – 2 июля 2015	Акции	Цена, объём	Манипулирование: торговое	255,9 млн. руб.
7.	ИК «ММК-Финанс»	Февраль 2015 – март 2017	Акции	Цена, объём	Манипулирование: торговое	22,5 млн. руб.
8.	СПБ Биржа	Осень 2023	Акции	Цена, объём	Манипулирование: информационное	358 тыс. руб. с каждого вложенного 1 млн. руб.

(Разработано автором)

Для проведения дальнейших расчётов нам необходимо уточнить среднюю рыночную доходность в периоды нарушений. В качестве данного показателя используем доходность индексов рынка. Сведём необходимые данные в таблицу 3.3.

Таблица 3.3 – Необходимые для проведения расчётов данные по исследуемым выявленным случаям недобросовестных практик

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Размер незаконной прибыли	Средняя доходность рынка в указанном периоде	Фактически полученная в результате незаконной деятельности доходность
1.	ОАО «Финкоминвест»	277 млн. руб.	4,72%	700%
2.	ОАО «Татбенто»	16 млн. руб.	1,90%	26,01%
3.	«Ак Барс»	77 млн. руб.	0,52%	32%
4.	ПАО «Распадская»	1,31 млн. руб.	0,89%	31,9%
5.	ПАО «Лукойл»	128,6 млн. руб.	2,73%	33%
6.	ООО «Дойче-банк»	255,9 млн. руб.	0,63%	85%
7.	ИК «ММК-Финанс»	22,5 млн. руб.	1,25%	1500%
8.	СПБ Биржа	1,35 млн. руб.	3,15%	-35,8%

(Разработано автором)

На основе представленных данных, рассчитаем сумму налога на прибыль по предложенному методическому подходу, предварительно определив необходимые

показатели. Представим порядок расчёта для каждого из вариантов в виде таблицы (табл. 3.4).

Таблица 3.4 – Порядок определения суммы налога на прибыль для каждого из исследуемых выявленных случаев недобросовестных практик

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Ход расчёта	Расчётное значение Γ_{p1}
1.	ОАО «Финкоминвест»	$700 - (4,12 + 24,37)$	671,51%
2.	ОАО «Татбенто»	$26,01 - (1,90 + 16,69)$	7,42%
3.	«Ак Барс»	$32 - (0,52 + 15,42)$	16,06%
4.	ПАО «Распадская»	$31,9 - (0,89 + 22,08)$	8,93%
5.	ПАО «Лукойл»	$33 - (2,73 + 29,18)$	1,09%
6.	ООО «Дойче-банк»	$85 - (0,63 + 16,13)$	68,24%
7.	ИК «ММК-Финанс»	$1500 - (1,25 + 13,97)$	1484,78%
8.	СПБ Биржа	$(-35,8) - (3,15 + 12,3)$	-51,25%

(Разработано автором)

Как видно из таблицы, в случаях с ООО «Финкоминвест» и ИК «ММК-Финанс» расчётное значение специальной налоговой ставки составляет 671,51% и 1484,78% соответственно. Однако применение их к нарушителям означает, что помимо суммы незаконно полученной сверхприбыли с них будет взиматься законно полученная прибыль, что противоречит всем установленным нормам. Поэтому необходимо внести в предложенный методический подход следующую поправку: ставка налогообложения сверхприбыли (T_{π}) не может превышать 100%. В дальнейшем расчёте для случаев с маркером «ООО «Финкоминвест» и «ИК «ММК-Финанс» специальная ставка налогообложения будет составлять 100%. Стоит отметить, что выявление в ходе расчётов специальной налоговой ставки, превышающей 100%, сигнализирует о том, что участник рынка ценных бумаг мог прибегнуть к недобросовестным практикам, что служит поводом для проверки. На данном этапе реализуется сигнальная функция механизма финансового воздействия. Особый случай в данных примерах занимает и СПБ Биржа, поскольку в результате распространённой информации участник получил убыток. Рассчитанная специальная налоговая ставка на сверхприбыль может быть применена по отношению к участнику, получившему доход от реализованной незаконной операции. В данном случае размер ставки должен составлять 51,25%.

Рассчитаем фактическое превышение доходности рынка (табл. 3.5).

Таблица 3.5 – Превышение доходности рынка по выявленным случаям недобросовестных практик

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Средняя доходность рынка в указанном периоде	Фактически полученная в результате незаконной деятельности доходность	Превышение доходности рынка
1.	ОАО «Финкоминвест»	4,72%	700%	+695,28%
2.	ОАО «Татбенто»	1,90%	26,01%	+24,11%
3.	«Ак Барс»	0,52%	32%	+31,48%
4.	ПАО «Распадская»	0,89%	31,9%	+31,01%
5.	ПАО «Лукойл»	2,73%	33%	+30,27%
6.	ООО «Дойче-банк»	0,63%	85%	+84,37%
7.	ИК «ММК-Финанс»	1,25%	1500%	+1498,75%
8.	СПБ Биржа	3,15%	-35,8%	-38,95%

(Разработано автором)

Рассчитаем суммы прибылей, которые должны были быть получены без воздействия недобросовестных практик (табл. 3.6).

Таблица 3.6 – Прибыль, которая была бы получена без воздействия недобросовестных практик по выявленным случаям

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Ход расчёта	Прибыль, которая была бы получена	Превышение фактически полученной прибыли
1.	ОАО «Финкоминвест»	$277 \cdot 100 / 795,28$	37,83 млн. руб.	242,17 млн. руб.
2.	ОАО «Татбенто»	$16 \cdot 100 / 124,11$	12,89 млн. руб.	3,11 млн. руб.
3.	«Ак Барс»	$77 \cdot 100 / 131,48$	58,56 млн. руб.	18,43 млн. руб.
4.	ПАО «Распадская»	$1,31 \cdot 100 / 131,01$	0,99 млн. руб.	0,31 млн. руб.
5.	ПАО «Лукойл»	$128,6 \cdot 100 / 130,27$	98,71 млн. руб.	29,88 млн. руб.
6.	ООО «Дойче-банк»	$255,9 \cdot 100 / 184,37$	160,94 млн. руб.	117,10 млн. руб.
7.	ИК «ММК-Финанс»	$22,5 \cdot 100 / 1598,75$	138,79 млн. руб.	21,09 млн. руб.
8.	СПБ Биржа	$1,35 \cdot 100 / 138,95$	0,97 млн. руб.	0,38 млн. руб.

(Разработано автором)

В ходе расчётов было выявлено, что применение рассчитанной специальной налоговой ставки на сверхприбыль при превышении доходности рынка менее чем на 14% наблюдается обратный эффект. То есть, конечная сумма необходимого к уплате налога, рассчитанного согласно предложенному методическому подходу, уменьшается по сравнению с суммой, которая будет получена при применении обычной налоговой ставки.

Необходимо сделать ещё одну поправку: ставка налогообложения сверхприбыли ($T_{\text{п}}$) не может превышать 100% и составлять менее 14%. Среди представленных примеров таких случаев нет. Сравним полученные расчётные суммы с теми, которые получены при применении действующей ставки 13% (табл. 3.7).

Таблица 3.7 – Сравнение налоговых сумм по предложенному методическому подходу и по действующей ставке

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Сумма налога по действующей налоговой ставке на прибыль, T_{norm}	Сумма налога по специальной налоговой ставке на сверхприбыль, $S_{\text{Тп}}$	Изменение, в натуральном выражении	Изменение в %
1.	ОАО «Финкоминвест»	36,01 млн. руб.	242,17 млн. руб.	+206,16 млн. руб.	+572%
2.	ОАО «Татбенто»	2,08 млн. руб.	3,11 млн. руб.	+1,03 млн. руб.	+49%
3.	«Ак Барс»	10,01 млн. руб.	18,43 млн. руб.	+8,42 млн. руб.	+84%
4.	ПАО «Распадская»	0,17 млн. руб.	0,31 млн. руб.	+0,14 млн. руб.	+82%
5.	ПАО «Лукойл»	16,71 млн. руб.	29,88 млн. руб.	+13,17 млн. руб.	+79%
6.	ООО «Дойче-банк»	33,26 млн. руб.	117,10 млн. руб.	+83,84 млн. руб.	+252%
7.	ИК «ММК-Финанс»	2,92 млн. руб.	21,09 млн. руб.	+18,17 млн. руб.	+622%
8.	СПБ Биржа	0,17 млн. руб.	0,38 млн. руб.	+0,21 млн. руб.	+123%

(Разработано автором)

Как можно увидеть, в результате реализации предложенного инструмента, входящего в состав механизма финансового воздействия на недобросовестные практики, суммы налогов будут возрастать пропорционально сумме полученной сверхприбыли. При этом часть прибыли, не превышающая установленные нормы,

будет облагаться по налоговым ставкам, установленным текущим законодательством.

Как видно из таблицы, чем выше процент превышения среднерыночной доходности отдельного участника рынка, тем выше ставка налогообложения, соответственно, выше доля налоговых отчислений в общей сумме полученной прибыли. В результате внедрения данного инструмента, являющегося составляющей механизма финансового воздействия на недобросовестные практики, в систему регулирования рынка ценных бумаг, ожидается повышение её эффективности. Введение предлагаемого порядка расчета налоговой ставки для участников рынка ценных бумаг должно обеспечить необходимый финансовый эффект, вследствие которого извлечение прибыли из противозаконных сделок утратит экономическую целесообразность.

В данном подразделе работы обобщены ключевые недостатки действующей системы борьбы с инсайдерством и манипулированием, а также представлены рекомендации по ее совершенствованию. Разработан механизм финансового воздействия и его основной инструмент, заключающийся в применении новых значений налоговых ставок для участников российского рынка ценных бумаг. Далее рассмотрим иные составляющие механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, а также основные этапы совершенствования законодательной базы в области регулирования данного вопроса [9].

3.3. Обоснование размеров штрафов и компенсаций как инструментов воздействия на финансовые потоки недобросовестных участников

Предложенный механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг представлен тремя этапами, на каждом из которых применяется определённый инструмент финансового воздействия. Формулы расчёта суммы налога и специальные налоговые ставки, которые

предлагается применять на первом этапе реализации, представлены нами в предыдущем подразделе. Остановимся на определении сумм штрафов и компенсаций, которые являются неотъемлемыми составляющими механизма финансового воздействия. На сегодняшний день границы штрафов для нарушения законодательства об инсайдерстве и манипулировании установлены на законодательном уровне, однако, полномочиями по исчислению конкретной суммы наделён суд. Регулятор же не имеет для этого достаточно прав.

Разработка обоснования сумм исчисления штрафов является основой для решения конфликтных вопросов, которые могут возникнуть между нарушителем и системой контроля, а также позволят наделить Банк России полномочиями, в соответствии с разработанным механизмом финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг. В отношении данных инструментов нами будет использоваться понятие «сверхдоход». Это связано с тем, что текущее законодательство, регулирующее вопросы их применения к нарушителям, основывается именно на этом понятии. В целом, его использование в процессе разработки рекомендаций по обоснованию указанных сумм не имеет влияния на конечный результат, поскольку в процессе расчётов мы приходим к необходимым показателям.

Нами предлагается внедрение следующего методического подхода к исчислению суммы штрафа для нарушителей законодательства об инсайдерстве и манипулировании:

Этап 1: определение суммы излишнего дохода или суммы убытков, которых удалось избежать в результате инсайдерства или манипулирования рынком. Понятие «излишний доход», которое рассматривается в статье 185.3 УК РФ, отсутствует в статье 185.6 Неправомерное использование инсайдерской информации [2]. Однако, очевидно, что в результате инсайдерской деятельности также может быть получен излишний доход, либо есть возможность избежать убытков.

Представим общую формулу расчета суммы сверхдохода (формула 3.6):

$$P_{Ce} = P_{Cn} - P_{Nn} , \quad (3.6)$$

где P_{Ce} – сумма сверхдохода;

P_{Cn} – доход, полученный в результате инсайдерства и манипулирования в период n .

P_{Nn} – доход, который был бы получен без влияния инсайдерской и манипулятивной деятельности в период n .

Этап 2: Учитывая разницу в природе инсайдерства и манипулирования, изученную в первом разделе данной работы, необходимо выделить три подхода к определению суммы полученного сверхдохода:

Подход 1 – основанный на фактически полученной сумме сверхдохода (формула 3.7).

$$r_e = r_c - r_m , \quad (3.7)$$

где r_e – процент превышения доходности нарушителя над рыночной доходностью в результате совершения недобросовестной практики (ставка для исчисления суммы штрафа);

r_c – доходность по ценным бумагам нарушителя;

r_m – доходность рынка на момент совершения правонарушения.

Тогда формула для определения суммы штрафа будет выглядеть следующим образом (формула 3.8):

$$P_e = P_{Ce} * r_e , \quad (3.8)$$

где P_e – сумма штрафа.

Подход 2 – основанный на учёте силы воздействия информации. Формулу для определения дохода, полученного в ходе реализации незаконных практик, представим в следующем виде (формула 3.9):

$$P_e = P_{Ce} * (r_e + Sent\ x_{Ci}) , \quad (3.9)$$

где $Sent\ x_{Ci}$ – фактическое значение сентимента, с учётом информации, которая была использована при незаконной практике.

Подход 3 – основан на сумме полученного дохода, а не сверхприбыли:

$$P_e = P_{cn} * r_e, \quad (3.10)$$

Наличие трёх подходов связано с необходимостью формирования справедливой системы штрафования, соответствующей выделенным видам и группам недобросовестных практик на рынке ценных бумаг. Представим в таблице 3.8 порядок их применения.

Таблица 3.8 – Порядок применения подходов расчёта сумм штрафов в соответствии с представленной классификацией недобросовестных практик

Вид недобросовестной практики	Группа вида недобросовестной практики	Подход расчёта суммы штрафа
Инсайдерство	Текущее	Подход 1
	Опережающее	Подход 2
Манипулирование	Торговое	Подход 1
	Информационное	Подход 2
	Инсайдерское	Подход 1 – если не было публикации новости в СМИ Подход 2 – если была публикация новости в СМИ
	Без обеспечения	Подход 3

(Разработано автором)

Как видно из данной таблицы, применение первого подхода используется тогда, когда недобросовестная практика не связана с влиянием информации, а также в случаях, когда такую информацию невозможно оценить, поскольку она не была опубликована и не оказывала воздействия на участников рынка. В противоположном случае используется второй подход, включающий в себя расчёт сентимента с помощью специальных программ (таких как Оранж). Значение сентимента учитывает вес публикуемой новости, а также эффект, оказанный на пользователей.

Третий подход предназначен для группы манипулирования без обеспечения, когда проведение расчёта дохода, который должен был быть получен не целесообразно. Суть манипулирования без обеспечения состоит в получении

дохода с ценных бумаг фиктивных компаний, что не предполагает несение недобросовестным учредителем действительных инвестиционных затрат.

Рассмотрим действие предложенного элемента механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг на примере. Продолжим апробацию методического подхода на основе отобранных в таблице 3.2 случаев. Для начала необходимо определить тип недобросовестной практики и подход, который должен быть использован для расчёта суммы штрафа (табл. 3.9).

Таблица 3.9 – Определение подхода для расчёта штрафа в соответствии с видом недобросовестной практики по выявленным случаям

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Характер незаконной деятельности	Подход
1.	ОАО «Финкоминвест»	Манипулирование: без обеспечения	Подход 3
2.	ОАО «Татбенто»	Манипулирование: без обеспечения	Подход 3
3.	«Ак Барс»	Манипулирование: торговое	Подход 1
4.	ПАО «Распадская»	Инсайдерская деятельность: непосредственное использование информации	Подход 2
5.	ПАО «Лукойл»	Инсайдерская деятельность: передача инсайдерской информации	Подход 1
6.	ООО «Дойче-банк»	Манипулирование: торговое	Подход 1
7.	ИК «ММК-Финанс»	Манипулирование: торговое	Подход 1
8.	СПБ Биржа	Манипулирование: информационное	Подход 2

(Разработано автором)

Как видно из данной таблицы, в указанных примерах будут использоваться все три подхода расчета сумм штрафов. Первый подход будет использоваться для случаев с маркером «Ак Барс», ПАО «Лукойл», ООО «Дойче-банк», ИК «ММК Финанс». Второй подход необходим для расчёта суммы штрафов по случаям с маркером ПАО «Распадская» и СПБ Биржа. Третий подход будет использован для случаев ОАО «Финкоминвест» и ОАО «Татбенто».

Необходимо сделать уточнение: ставка для исчисления суммы штрафа не может превышать 100% от суммы сверхдохода. Отберём необходимые показатели и проведём расчёты. Воспользуемся формулой 3.7 для произведения расчёта по первому подходу для части отобранных случаев. Результаты представлены в таблице 3.10.

Таблица 3.10 – Расчёт суммы штрафа для выявленных случаев недобросовестных практик (подход 1)

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Размер незаконной прибыли (P_{Cn}), млн. руб.	Прибыль, которая была бы получена (P_{Nd}), млн. руб.	Превышение фактически полученной прибыли (P_{Ce}), млн. руб.	Фактически полученная в результате незаконной деятельности доходность (r_c), %	Средняя доходность рынка в указанном	Ставка для исчисления суммы штрафа (r_e), %	Порядок расчёта ($P_{Ce} * r_e$)	Сумма штрафа (P_e), млн. руб.
3.	«Ак Барс»	77	72,64	4,36	32	26	6	$4,36 * 6\%$	0,26
5.	ПАО «Лукойл»	128,6	120,15	8,41	33	26	7	$8,41 * 7\%$	0,59
6.	ООО «Дойче-банк»	255,9	160,94	94,96	85	26	59	$94,96 * 59\%$	56,03
7.	ИК «ММК-Финанс»	22,5	1,43	21,07	1500	28	100	$21,07 * 100\%$	21,07

(Разработано автором)

Для определения штрафных сумм по второму подходу необходимо определить значение сентимента. Для этого по данным недобросовестным практикам были определены новости, оказавшие влияние на курс ценных бумаг в указанный период. В случае с ПАО «Распадская» – это объявление о согласовании условий сделки по приобретению АО «ОУК «ЮЖКУЗБАССУГОЛЬ». До момента публикации данной информации сотрудник аудиторско-консалтинговой фирмы, а также сотрудница холдинга, входившего в одну группу с ПАО «Распадская», получили данную информацию и вместе с близкими родственниками купили акции компании гораздо дешевле установленной цены выкупа. Это свидетельствует о том, что ими было совершено опережающее инсайдерство. СПб Биржа получила

убытки в результате манипулирования с помощью введения в информационный канал фейковой новости. Это произошло на фоне публикации новости о предстоящем банкротстве биржи, что привело к снижению стоимости акций на 35,8%.

Для расчёта сентимента тексты указанных новостей были обработаны с помощью программы Оранжевый в соответствии с методическим подходом, предложенным в предыдущем разделе. Полученные значения позволили рассчитать сумму штрафа с учётом силы влияния информации (табл. 3.11).

Таблица 3.11 – Расчёт суммы штрафа для выявленных случаев недобросовестных практик (подход 2)

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Размер незаконной прибыли (P_{Cn}), млн. руб.	Прибыль, которая была бы получена (P_{Nn}), млн. руб.	Превышение фактически полученной прибыли (P_{Ce}), млн. руб.	Фактически полученная в результате незаконной деятельности доходность, %	Средняя доходность рынка в указанном периоде, %	Ставка для исчисления суммы штрафа, %	Значение сентимента, Sent x_{ci}	Порядок расчёта ($P_{Ce} * (r_e + \text{Sent } x_{ci})$)	Сумма штрафа (P_e), млн. руб.
4.	ПАО «Распадская»	1,31	0,915	0,395	31,9	-11,30	43,2	0	$0,395 * (43,2 + 0)$	0,17
8.	СПБ Биржа	1,35	0,75	0,6	-35,8	43,8	79,6	-5,56	$0,6 * (79,6 + 5,56)$	0,51

(Разработано автором)

Далее рассчитаем сумму штрафа для случаев с маркером ОАО «Финкоминвест» и ОАО «Татбенто» (табл. 3.12). В данном случае используется третий подход, который учитывает суммы полученного дохода, а не сверхприбыли.

Таблица 3.12 – Расчёт суммы штрафа для выявленных случаев недобросовестных практик (подход 3)

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Размер незаконной прибыли (P_{Cn}), млн. руб.	Фактически полученная в результате незаконной деятельности доходность, %	Средняя доходность рынка в указанном периоде, %	Ставка для исчисления суммы штрафа, %	Порядок расчёта ($P_{Cn} * r_e$)	Сумма штрафа (P_e), млн. руб.
1.	ОАО «Финкоминвест»	277	700	23	100	$277 * 100\%$	277
2.	ОАО «Татбенто»	16	26,01	23	3,03	$16 * 3,03\%$	0,48

(Разработано автором)

Сравним полученные значения с фактически назначенными суммами штрафов по каждому виду нарушений (табл. 3.13). Как видно из представленной таблицы, в ряде случаев штраф не назначен. Это связано с тем, что по ОАО «Татбенто» уголовное дело не было возбуждено, по случаям «СПБ Биржа» и ПАО «Распадская» продолжаются расследования, а в случае «АкБарс» с виновного лица была взыскана сумма ущерба, в связи с чем штраф не назначался. В остальных случаях предложенный методический подход позволяет повысить суммы штрафов и привести их в соответствие с суммами полученных незаконных прибылей.

Нами рассмотрен второй этап реализации механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, на котором осуществляется взаимодействие организаторов торгов и регулятора с применением такого инструмента воздействия, как штраф. На следующем этапе осуществляется взаимодействие органов внутренних дел и судебных органов. Инструментом воздействия в данном случае являются суммы штрафов, которые могут быть назначены по решению суда.

Таблица 3.13 – Сравнение фактически полученных штрафов с расчетными значениями в соответствии с предложенным методическим подходом

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Размер незаконной прибыли	Полученные штрафы	Штрафы в соответствии с расчётом по предложенному методическому подходу
1.	ОАО «Финкоминвест»	277 млн. руб.	200 тыс. руб.	277 млн. руб.
2.	ОАО «Татбенто»	16 млн. руб.	Не назначен	0,48 млн. руб.
3.	«Ак Барс»	77 млн. руб.	Не назначен	0,26 млн. руб.
4.	ПАО «Распадская»	319 тыс. руб. с каждого вложенного 1 млн. руб.	Не назначен	0,17 млн. руб. с каждого полученного 1 млн. руб.
5.	ПАО «Лукойл»	128,6 млн. руб.	90 тыс. руб.	0,59 млн. руб.
6.	ООО «Дойче-банк»	255,9 млн. руб.	180 тыс. руб. 300 тыс. руб.	56,03 млн. руб.
7.	ИК «ММК-Финанс»	22,5 млн. руб.	200 тыс. руб. 150 тыс. руб.	21,07 млн. руб.
8.	СПБ Биржа	358 тыс. руб. с каждого вложенного 1 млн. руб.	Не назначен	0,51 млн. руб. с каждого полученного 1 млн. руб.

(Разработано автором)

Обращение в органы внутренних дел с целью проведения расследования и определения участников преступления, согласно предложенному механизму, должно происходить в случаях, когда противоправные действия привели к возникновению крупного ущерба. После проведения расследования дело передаётся в суд, которым выносится решение в отношении виновных лиц.

Согласно УК РФ, ст. 185.3 «Манипулирование рынком», крупным ущербом, излишним доходом, убытком признаются такие в сумме, свыше 3 750 тыс. руб., согласно ст. 185.6 «Неправомерное использование инсайдерской информации» - свыше 5 500 тыс. руб.

В качестве обоснования к назначаемым судом суммам компенсации, нами предложен следующий методический подход к расчёту (формула 3.11):

$$C = Q_{sec} * A_{sec} + Q_{rsec} * A_{rsec}, \quad (3.11)$$

где С – сумма компенсации;

Q_{sec} – количество бумаг, в отношении которых совершена инсайдерская или манипулятивная деятельность, находившихся в обращении;

A_{sec} – сумма изменения стоимости одной такой ценной бумаги в результате совершения инсайдерской или манипулятивной деятельности;

Q_{rsec} – количество бумаг, связанных с бумагами, в отношении которых была совершена незаконная деятельность, находившихся в обращении;

A_{rsec} – сумма изменения стоимости одной связанной ценной бумаги в результате совершения инсайдерской или манипулятивной деятельности.

Как видно из формулы, ущерб может быть определен как сумма изменения цены активов и связанных с ними ценных бумаг. При этом необходимо учитывать только ценные бумаги, реально находившиеся в обращении на момент совершения противозаконной деятельности.

Из рассмотренных нами выше примеров не по всем может быть определена сумма компенсации по предложенному методическому подходу, поскольку такие данные чаще всего не разглашаются. Кроме того, в ряде случаев данный ущерб определен. Так по случаям «Ак Барс» ущерб определен в размере 75,4 млн. руб., ПАО «Лукойл» - 146 млн. руб., ИК «ММК-Финанс» - 31,4 млн. руб., СПб Биржа – 15 млн. руб. По случаю с маркером ПАО «Распадская» объём незаконного дохода и нанесённый ущерб не разглашаются.

По случаям с маркерами ОАО «Финкоминвест» и ОАО «Татбенто» известны необходимые для апробации предложенного методического подхода данные. Представим их и результаты расчётов в таблице 3.14. Как можно увидеть из таблицы, в рассматриваемых примерах нет связанных ценных бумаг, курс которых также изменился в результате недобросовестных практик. В расчёте необходимо исходить из изменения стоимости акций указанных компаний. Известно, что ОАО «Финкоминвест» выпустило акции на 1 млрд. руб. по 100 руб./шт., а ОАО «Татбенто» - 615 тыс. акций по 100 руб./шт. В первом случае недобросовестная практика привела к увеличению стоимости акции до 700 руб./шт., а во втором случае – в 1,5 раза, т.е. до 150 руб./шт.

Таблица 3.14 – Расчёт суммы компенсации для выявленных случаев недобросовестных практик

№	Компания, с которой было связано незаконное действие	Количество ценных бумаг, находящихся в обращении на дату совершения недобросовестной практики (Q_{sec})	Стоимость ценных бумаг до совершения недобросовестной практики	Стоимость ценных бумаг после совершения недобросовестной практики	Изменение стоимости ценной бумаги в результате совершения недобросовестной практики (A_{sec})	Порядок расчёта	Сумма компенсации в соответствии с методическим подходом (С)
1.	ОАО «Финкоминвест»	10 млн. шт.	100 руб./шт.	700 руб./шт.	600 руб./шт.	10 млн. * 600	6 млрд. руб.
2.	ОАО «Татбенто»	615 тыс. шт.	100 руб./шт.	150 руб./шт.	50 руб./шт.	615 тыс. * 50	30,7 млн. руб.

(Разработано автором)

Согласно проведённым расчётам, сумма компенсации, которая могла быть назначена виновному лицу по случаю с маркером ОАО «Финкоминвест» составляет 6 млрд. руб., ОАО «Татбенто» - 30,7 млн. руб. При сравнении данных значений с суммами незаконно полученной прибыли заметно её превышение. Так, по первому случаю её размер составил 277 млн. руб., по второму – 16 млн. руб. При этом данный вид недобросовестной практики относится к манипулированию без обеспечения, когда на рынок ценных бумаг были выведены компании, фактически не осуществлявшие деятельность (фиктивные). Инвесторы вкладывали денежные средства в акции, прибыль по которым заведомо не могла быть получена, поэтому рассчитанные суммы компенсации соответствуют фактически понесённым участниками рынка убыткам.

Выводы по главе 3

В результате анализа системы противодействия инсайдерской деятельности и манипулированию, а также изучения зарубежных систем, было выявлено, что среди составляющих её элементов отсутствует механизм финансового воздействия, который позволил бы повысить уровень её эффективности. Кроме того,

существующие механизмы находятся в слабой увязке между собой и имеют ряд недостатков. Анализ практики выявления и противодействия инсайдерству и манипулированию на рынке ценных бумаг свидетельствует об отсутствии эффективных подходов, методик и методов, позволяющих своевременно фиксировать данные факты и применять к ним соответствующие меры.

Существующие финансовые меры противодействия инсайдерству и манипулированию не имеют взаимосвязи, а также обоснования, в результате чего имеют низкую эффективность.

Научная новизна:

- разработан механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, а именно: его структура, элементы, их полномочия, функции, инструменты воздействия и порядок реализации и взаимодействия, рекомендуемые к внедрению в существующую систему противодействия инсайдерским сделкам и манипулированию;

- выделены основные этапы совершенствования законодательной базы противодействия инсайдерской деятельности и манипулированию в соответствии с требованиями, возникающими в связи с необходимостью внедрения разработанного механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг;

- разработан методический подход к определению сумм штрафов и компенсаций, применяемых к нарушителям законодательства, с учётом объёмов наносимого в результате такой практики ущерба, требуемая к реализации в рамках механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг;

- разработан методический подход к определению специальной ставки налогообложения, с учётом уровня средней доходности рынка в конкретные периоды, требуемая к реализации в рамках механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Регулирование инсайдерской и манипулятивной деятельности представляет собой важнейший элемент, обеспечивающий результативное функционирование рынка. Вследствие возникновения противоправной деятельности ущемляются права инвесторов и снижается уровень доверия к рыночной системе. Это влечет за собой убытки и отток участников. Негативному воздействию подвергаются отдельные компании и отрасли, что в конечном счете отражается на экономической системе в целом. Присутствие инсайдерской деятельности препятствует развитию фондового рынка, что в современных условиях выступает крайне неблагоприятным фактором для страны в целом [9]. Анализ современных теоретических разработок сущности недобросовестных практик показал наличие пробелов в теоретической базе, а именно:

- отсутствие таких понятий как «информационный поток рынка ценных бумаг» и «информационный канал рынка ценных бумаг»;
- отсутствует единая обоснованная классификация видов недобросовестных практик с учётом указанных признаков;
- отсутствие базовых признаков инсайдерской и манипулятивной деятельности; данный факт затрудняет их определение и препятствует эффективному противодействию;
- отсутствует единая обоснованная классификация видов недобросовестных практик, что необходимо для дальнейшего привлечения к ответственности и обоснования применяемых мер;
- отсутствует понятие механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, а также его теоретических основ.

Анализ российской системы регулирования рынка ценных бумаг, позволил выделить основные механизмы противодействия недобросовестным практикам и их недостатки, в числе которых – отсутствие механизма финансового воздействия. Анализ системы противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных

бумаг России позволил определить основные функции её элементов и выявить недостатки процесса их взаимодействия.

В результате изучения существующих подходов к определению недобросовестных практик в общем объёме операций на рынке ценных бумаг выявлена их низкая эффективность, в особенности – в части определения инсайдерских сделок. Существующие подходы в большей степени позволяют выявлять манипулирование. Отечественная практика характеризуется длительными процедурами мониторинга и проверки, что препятствует своевременному привлечению участников, нарушающих законодательство к ответственности, и существенно снижает эффективность системы противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг. Отсутствуют также обоснованные инструменты воздействия на финансовые потоки на участников рынка, что не позволяет в полной мере реализовывать функцию противодействия.

В целях устранения выявленных недостатков, в данном диссертационном исследовании:

1. В развитие теории финансов разработаны основные элементы механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг. В отличие от имеющихся подходов, он позволяет оказывать воздействие на недобросовестных участников в результате внедрения налоговой ставки, и обеспечивает объективную оценку размера ущерба и его компенсации:

- изучено понятие финансового механизма, представленное в работах различных авторов, выделены основные элементы, характеризующие его; на основе полученных данных сформулировано авторское понятие механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, как совокупности элементов, обеспечивающих добросовестную конкуренцию и финансовую безопасность участников в результате применения инструментов финансового воздействия;

- определена цель механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг;

- определена сущность данного понятия, заключающаяся в применении инструментов воздействия на финансовые потоки (налоговых ставок для участников рынка ценных бумаг, сумм штрафов и компенсационных выплат), основанных на оценке полученной в результате недобросовестных практик выгоды, а также нанесённого такими действиями ущерба;

- сформулированы его функции: формирования фондов, информационная, пресечения, обеспечения прозрачности, поддержания конкуренции, стимулирующая, обоснования;

- определена структура механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг;

2. В результате обобщения и систематизации зарубежной практики борьбы с инсайдерством и манипулированием на рынке ценных бумаг выявлены ключевые отличия в подходах, инструментах и структуре регулирующих органов. При исследовании системы регулирования рынка ценных бумаг ведущих мировых рынков (Китай, Япония, США), определены механизмы, обеспечивающие эффективность противодействия инсайдерству и манипулированию и их взаимосвязь.

3. Предложен методический подход к выявлению недобросовестных практик на основе бета-коэффициента с последующим анализом на основе комбинирования оценки волатильности рынка и значений сентимента (событийный анализ с использованием технологий Text-mining). Протестирована эффективность данного методического подхода на основе значений котировок основе значений котировок из разных уровней листинга российского рынка акций за период с 01.01.2019 по 01.11.2024 гг., а также на основе значений индекса и сентимента по новостной базе инвестиционных сайтов за указанный период. В выборку вошли котировки следующих компаний:

- ПАО «Детский мир» (DSKY);
- ОАО «Группа Компаний ПИК» (PIKK);
- ПАО «Сургутнефтегаз» (PIKK);
- ПАО «Инарктика» (AQUA);

- ПАО «НоваБев Групп» (BELU);
- ПАО «Территориальная генерирующая компания № 14» (TGKN);
- ПАО «Газпром газораспределение Ростов-на-Дону» (RTGZ);
- ОАО «РБК» (RBCM);
- ПАО «М.видео» (MVID);
- ПАО «Акрон» (AKRN).

Осуществлена верификация выдвинутых гипотез, результаты которой подтвердили применимость предложенного методического подхода к выявлению инсайдерства и манипулирования на рынке ценных бумаг [9].

4. Разработан механизм финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг, определены его элементы и их полномочия, этапы реализации.

5. Сформированы:

- методический подход к расчёту специальных налоговых ставок применяемой к участникам, получающим сверхдоход;
- методический подход к обоснованию сумм штрафов и компенсаций, подлежащих к применению к участникам рынка, совершающим недобросовестные практики, основанную на учёте наносимого в результате такой деятельности ущерба.

Для достижения цели, поставленной в данном исследовании, произведена разработка механизма, его обоснование, а также выделены ожидаемые эффекты от его внедрения. Приведены основные этапы совершенствования законодательной базы регулирования деятельности инсайдерства и манипулирования в соответствии с рекомендациями по совершенствованию системы и внедрению нового механизма регулирования.

Практическая значимость данного исследования заключается в возможности применения предложенных разработок в процессе противодействия инсайдерству и манипулированию на рынке ценных бумаг:

- в части пресечения недобросовестных практик: применение механизма финансового воздействия в качестве основной превентивной меры (в результате

снижения интереса недобросовестных участников к совершению подобных практик в связи с сокращением части дохода (сверхприбыли), получаемого в результате их реализации) – на уровне государства;

– в части выявления фактов манипулирования и инсайдерства: применение представленного методического подхода, основанного на бета-коэффициенте с применением технологий Big Data - на уровне организаторов торгов и Банка России, как основного контролирующего органа.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. N 195-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации от 7 января 2002 г. N 1 (часть I) ст. 1.

2. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13.06.1996 N 63-ФЗ (ред. от 19.02.2018, с изм. от 25.04.2018) // Собрание законодательства РФ. – 1996. – N 25. – ст. 2954.

3. Указание Банка России от 21.11.2019 № 5326-У «О перечне инсайдерской информации юридических лиц, указанных в пунктах 1, 3, 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона от 27 июля 2010 года №224-ФЗ, а также о порядке и сроках её раскрытия .

4. Указание Банка России от 23.12.2021 г. № 6033-У «О соглашении с Банком России, предусмотренном статьёй 11' ФЗ от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ

5. Федеральный закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Собрание законодательства РФ. –2010. – N 31. – ст. 4193.

6. Федеральный закон от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путём, и финансированию терроризма» // Собрании законодательства Российской Федерации от 13 августа 2001 г. N 33 (Часть I) ст. 3418.

7. Инструкция Банка России от 13 января 2020 г. № 201-И «О порядке проведения Банком России проверок соблюдения требований Федерального закона от 27 июля 2010 года № 224 ФЗ и принятых в соответствии с ним нормативных актов».

8. Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 15. 11. 2016 г. № 48 «О практике применения судами законодательства, регламентирующего особенности уголовной ответственности за преступления в сфере

предпринимательской и иной экономической деятельности» // Российская газета. – N 266. – 2016.

9. Малышенко К.А., Анашкина М.В. Финансовый механизм противодействия инсайдерским сделкам на рынке ценных бумаг // Москва: Русайнс, 2018. — 136 с. — ISBN 978-5-4365-3146-5. — URL: <https://book.ru/book/931932>

10. Постановление Совета Министров РСФСР «Об утверждении Положения об акционерных обществах» от 25.12.1990 г. № 601. <https://base.garant.ru/3974565/>

11. Ахмедов Т.Ч. Понятие инсайдерской информации // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД России, 2013. - №2. – с. 127-130.

12. Ахметов Т.Ч. Актуальные вопросы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации // Научный портал МВД России, 2016. - №1. – С. 95-99.

13. Ахметов Т.Ч. Междисциплинарный подход к вопросу выявления недобросовестного инсайдера в организации // Вестник Московского университета МВД России, 2014. - №4. – с. 182-185.

14. Бабадаева В. М. Совершенствование системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценового критерия: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2011. С. 9.

15. Беломытцева, О.С. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Российской Федерации / О.С. Беломытцева, И.П. Супис // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. - 2016. - № 3 (36). - С. 238–244.

16. Бобков О.В. Манипулирование рынком: проблемы эффективности уголовно-правового запрета // Юридическая наука и правоохранительная практика. 2017. № 2. С. 206–211.

17. Вавулин Д.А. Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию

рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (постатейный) // Деловой двор, 2015.

18. Вожакин Т.А. Проблемы и вопросы конституционного и административного права // Вестник ЮУрГУ, 2016. – т.16, №3. – С. 97-104. DOI: 10.14529/law160317

19. Гришаев, С. Инсайдерская информация и манипулирование рынком: новое в законодательстве // Хозяйство и право. – 2010. – № 11.

20. Дюрягин, А.В. Борьба с инсайдерством в России [Электронный ресурс] // Российский внешнеэкономический вестник. - 2010 г. - Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/problemny-administrativnoy-i-ugolovnoy-otvetstvennosti-za-manipulirovanie-ryнком-i-nepravomernoe-ispolzovanie-insayderskoy>

21. Емельянова Е.А. Информационная природа манипулирования рынком // Вестник СПбГУ, 2013. – Сер. 14, Вып. 13. – С. 23-31.

22. Заборовский В.Е., Заборовская А.Е., Плетнев К.В. Необходимость и направления государственного регулирования и предотвращения манипулятивных сделок на фондовом рынке // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление, 2018. – Т.17, №5. – С. 839-868.

23. Загоруйко И.Ю. Современные подходы к недобросовестной конкуренции на рынке ценных бумаг // Московский экономический журнал, 2019. - №11. – С. 34. DOI: 10.24411/2413-046X-2019-10130.

24. Зорин, М. Информационная эффективность рынка [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://superinvestor.ru/archives/4028>

25. Зубков, И. Пирамиды проверяют на прочность / И. Зубков // Российская газета. - 2016. - Федеральный выпуск №6935 (67).

26. Калинина Ю.В. Понятие и признаки инсайдерской информации // Информационное право, 2017. - №1. – С.39-45.

27. Колесников Г.А. Современные способы манипулирования финансовыми рынками в России // Рынок ценных бумаг, 2010. - № 2. – с. 22.

28. Костерина, О. Е. Анализ законодательства России и Германии об использовании служебной (инсайдерской) информации на рынке ценных бумаг / О. Е. Костерина // Вестник Костромского государственного университета им. Н. А. Некрасова. – 2007. С. 44-48.

29. Куликова Е.И. Развитие методов противодействия манипулированию ценами на рынке ценных бумаг // Финансовые рынки и банки, 2018. - № 4. – С. 46-51.

30. Майоров В.И., Якупов В.Р. Инсайдерская информация: определение понятия // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере, 2012. - №3-4 (5-6). – с. 4-10.

31. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. был № 39-ФЗ <https://base.garant.ru/10106464/>

32. Мамочка Е.А. Инсайдерская информация: понятие, признаки, проблемы // Территория новых возможностей. Вестник ВГУЭС, 2016. - №2. – С. 90-99.

33. Мартыненко В. А. Инсайдерство и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М., 2007. С. 11.

34. Матвеева, Т. Ю., преподаватель НИУ-ВШЭ «Макроэкономика: Курс лекций для экономистов», 2001 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ereport.ru/articles/macro/macro26.htm>

35. Милюкова. Я. «Манипулятор не может рассчитывать на удачу» / Я. Милюкова. - Газета. ru. 27.08.2017.

36. Минбалеев А.В. Понятие и признаки инсайдерской информации как особого вида информации ограниченного доступа // Вестник УрФО. Безопасность в информационной сфере, 2011. - №1. – с. 18-21.

37. Новикова Е.А. К проблеме регулирования недобросовестной торговли на рынке ценных бумаг // Закон, 2007. - №5. – С. 190-195.

38. Официальный сайт Центрального Банка Российской Федерации. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru/finmarket/>

39. Петров, В.В. Диагностирование инсайдерской торговли на российском фондовом рынке перед важными корпоративными событиями / В.В. Петров // Корпоративные финансы. 2016 Vol. 10 № 4. С. 46-74

40. Середа, А.В. Ответственность за использование инсайдерской информации [Электронный ресурс] // 2014 г. - Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/otvetstvennost-za-ispolzovanie-insaydersk-oy-informatsii>

41. Сибякин А.Е. Использование инсайдерской информации и особенности менталитета // Социально-политические науки, 2016. - №4. – С. 167-171.

42. Ставило, С.П. Криминализация инсайдерской и рейдерской деятельности на рынке ценных бумаг / С.П. Ставило // Вестник Нижегородской академии МВД России. 2008, №1 (8). С. 125-131.

43. Сысоев А.П. Формы и методы борьбы с незаконным использованием инсайдерской информации и преднамеренным манипулированием рынком // Экономика и предпринимательство, 2015. - №8-1 (61). – С. 783-789.

44. Тамбовская Д.В., Пшиканоква Н.И. Инсайдерская деятельность в России: сущность и способы контроля // Вестник АГУ, серия «Экономика», 2018. - №4(230). – с. 36-40., С. 38.

45. Тьюлз Р. Дж., Брэдли Э. С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. М., 1999. С. 366.

46. Худякова Л.С. Международный опыт борьбы с манипулятивными сделками на финансовых рынках // Деньги и кредит, 2011. - №7. – с. 65-70.

47. Царёв Е. 5 особенностей русского инсайда. Инсайд по-русски // IT-право и кибербезопасность. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <https://tsarev.biz/informacionnaya-bezopasnost/5-osobennostej-russkogo-insajda-insajd-po-russki/> (дата обращения: 09.03.2023).

48. Церенов С.В. Проблемы противодействия коррупции на российском финансовом рынке: инсайдерская торговля и регулирование деятельности инвестиционных аналитиков и рейтинговых агентств // Вестник Академии экономической безопасности МВД России, 2010. - № 7. – с. 64-70.

49. Чиркова Е.В. Диагностирование инсайдерской торговли акциями и депозитарными расписками российских компаний / Е.В. Чиркова, В.В. Петров // Экономический журнал ВШЭ. 2017. Т. 21. № 3. С. 482–514.

50. Чиркова, Е. Сага об инсайте. Как информация становится оружием [Электронный ресурс] // Коммерсантъ. – 2017 г. – Режим доступа: <https://www.kommersant.ru/doc/3319705>

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

52. Шеленкова Н. Б. Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. № 2. С. 58.

53. Hopt, Klaus J. The European Insider Dealing Directive / Klaus J. Hopt - In: Hopt and Wymeersch, o.c. - P. 131-132.

54. Malysenko K.A.; Shafiee M.M.; Malysenko V.A.; Anashkina (Malysenko) M.V. Dynamics of the securities market in the information asymmetry context: developing a methodology for emerging securities markets // Global Business and Economics Review, 2021 Vol.25 No.2, pp.89 – 114. DOI: 10.1504/GBER.2021.118207.

55. Malysenko, K., Malysenko, V., Anashkina (Malysenko), M. Criminal-legal Mechanism of Counteraction of Insider Activity in the Stock Market // Journal of Advanced Research in Law and Economics, [S.l.], v. 10, n. 3, p. 842-849.

56. Malysenko, K., Malysenko, V., Anashkina (Malysenko), M. Using the Orange Software Package to Assess the Accuracy of ARIMA and VAR Models for Predicting Stock Prices on the Securities Market // Selected Papers of the V International Scientific and Practical Conference "Distance Learning Technologies" (DLT 2020). 2020. – p. 171-185.

57. Manne, H.G. Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark / H.G. Manne // Journal of Corporation Law. – 2005. - Vol. 31. - no.1. – P. 167-185.

58. Shleifer, A. Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance / A. Shleifer. – Oxford: Oxford University Press, USA, 2000. - 224 p.

59. Williams, W. Insider trading and asymmetric information / W. Williams // Capitalism magazine, 2003.

60. Arrow K. J. Arrow. Uncertainty and the welfare economics of medical care/ American Economic Review. - 53(5). – 1963. – p. 941–973. Copyright © 1963 American Economic Association.

61. George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v.84, August 1970, p.488-500. (Перевод Е.И. Николаенко).

62. Securities exchange act of 1934. - Approved, June 6, 1934. URL: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/securities-exchange-act.pdf>

63. Поляничко М.А. Формирование понятийного аппарата в области противодействия инсайдерской деятельности // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Естественные и технические науки. – 2019. – № 6-2. – С. 94-97.

64. Поляничко М. А. Подход к оцениванию ценности информационных активов организации при противодействии инсайдерам // Электронные средства и системы управления. Материалы докладов Международной научно-практической конференции. – 2019. – № 1-2. – С. 126-128.

65. Арестова Е.Н., Борбат А.В. Проблемы доказывания времени и места совершения преступления по уголовным делам о манипулировании рынком и неправомерном использовании инсайдерской информации // Российский следователь. – 2019. – № 6. – С. 17-20.

66. Дыхова, А. Л. Инвестиционная безопасность России и проблемы развития рынка ценных бумаг // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 9(110). – С. 71-75.

67. Дыхова, А. Л. Проблемы социально-экономического развития России в условиях роста угроз финансовой безопасности страны // Интеграция науки и производства. – 2019. – № 6. – С. 37-43.

68. Володин, С. Н. Влияние алгоритмической торговли на устойчивость развития мировых фондовых рынков / С. Н. Володин, А. П. Якубов // Финансы и кредит. – 2017. – Т. 23, № 20(740). – С. 1184-1195. – DOI 10.24891/фс.23.20.1184.

69. Володин, С. Н. Развитие алгоритмической торговли на мировых финансовых рынках: причины, тенденции и перспективы / С. Н. Володин, А. П. Якубов // Финансы и кредит. – 2017. – Т. 23, № 9(729). – С. 532-548. – DOI 10.24891/фс.23.9.532.

70. Володин, С.Н. Борьба с инсайдерской торговлей на российском рынке: использование опыта развитых и развивающихся стран / С. Н. Володин, Е. И. Черных // Управленческий учет и финансы. – 2017. – № 1. – С. 2-12.

71. Володин, С. Н. Борьба с манипулированием рыночными ценами в развитых странах: используемые методы и возможность их применения в России / С. Н. Володин, А. И. Емелькина // Управление финансовыми рисками. – 2017. – № 1. – С. 32-43.

72. Володин, С.Н. Борьба с рыночным манипулированием в развивающихся странах: используемые методы и возможность их применения в России / С. Н. Володин, А. И. Емелькина // Управление финансовыми рисками. – 2017. – № 3. – С. 190-201.

73. Соловьев О.Г., Переломова И.Г. Инсайдерская информация как предмет противоправного оборота в сфере экономической деятельности // Право, экономика и управление: актуальные вопросы: Сборник материалов Всероссийской научно-практической конференции с международным участием, Чебоксары, 27 ноября 2020 года. – Чебоксары: Общество с ограниченной ответственностью «Издательский дом «Среда», 2020. – С. 280-283.

74. Лифшиц И.М., Яни П.С. Уголовная ответственность за манипулирование рынком по праву России и Европейского союза // Всероссийский криминологический журнал. – 2020. – Т. 14, № 5. – С. 764–776. – DOI: 10.17150/2500-4255.2020.14(5).764-776

75. Адиньяев С.И. К вопросу об объекте неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком // Российская юстиция, 2019. - №4. - С. 23-25.

76. Адиньяев С.И. Опыт государств бывшего СССР в сфере противодействия манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации // Пробелы в российском законодательстве, 2018. - №6. - С. 315-318.

77. Курносоев А. В. Противодействие практикам недобросовестных операций: манипулирования рынком и использования инсайдерской торговли // Russian Journal of Economics and Law. 2022. Т. 16, № 2. С. 331–344. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2022.2.331-344/>

78. Искандяров, Р. Р. Сложности выявления практик манипулирования на рынке ценных бумаг // Экономика и современный менеджмент: теория и практика. – 2017. – № 4(66). – С. 98-106.

79. Цвижба, М. Б. Система регулирования рынка ценных бумаг США. Возможность применения зарубежного опыта в борьбе с неправомерными практиками на рынке ценных бумаг России // Историческая и социально-образовательная мысль. – 2014. – Т. 6, № 6-1. – С. 213-217.

80. Кондратов, С. В. Борьба с инсайдерскими сделками на современном этапе развития финансового рынка России: проблемы и пути их преодоления // Экономика и предпринимательство. – 2017. – № 6(83). – С. 761-766.

81. Буйневич М.В., Власов Д.С. Сравнительный обзор способов выявления инсайдеров в информационных системах // Информация и связь. - 2019. - № 2. - С. 83-91. DOI: 10.34219/2078-8320-2019-10-2-83-91.

82. Зарипов И.А. Обеспечение информационной информации как один из методов получения криминальных доходов и финансированию терроризма: современные решения // Противодействие терроризму. Проблемы XXI века - COUNTER-TERRORISM. - 2016. - № 4. - С. 49-61.

83. Углицких О.Н., Клишина Ю.Е. Роль мегарегулятора в обеспечении финансовой безопасности участников финансового рынка // Экономика и управление: проблемы и решения. - 2019. - Т. 1, № 7. - С. 11-17.

84. Зуева А.С. Роль правоохранительных органов в обеспечении экономической безопасности рынка ценных бумаг // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. - 2014. - Т. 10, № 4 (24). - С. 47-55.

85. Сысоев А.П. Формы и методы борьбы с незаконным использованием инсайдерской информации и преднамеренным манипулированием рынком // Экономика и предпринимательство. - 2015. - № 8-1 (61). - С. 781-789.

86. Федоров В.А. Инсайд: реалии и прогнозы // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. - 2011. - № 3. - С. 134-144.

87. Клепицкий, И.А. Инсайдерская информация и уголовный закон // Закон. - 2011. - № 9. - С. 67-79.

88. Biggerstaff, L., Cicero, D., Wintoki, M.B. (2020) Insider trading patterns. Journal of Corporate Finance, 64. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101654

89. Kim, D., Ng, L., Wang, Q., Wang, X. (2019) Insider Trading, Informativeness, and Price Efficiency Around the World. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 48, 6, 727-776. DOI: 10.1111/ajfs.12278/

90. Cumming, D., Johan, S. (2019) Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement revisited. Finance Research Letters, 31, 424-435. DOI: 10.1016/j.frl.2018.12.013.

91. Li, A., Feng, M., Li, Y., Liu, Z. (2016) Application of Outlier Mining in Insider Identification Based on Boxplot Method. Procedia Computer Science, 4th International Conference on Information Technology and Quantitative Management, ITQM 2016, Seoul, South Korea, 91, 245-251. DOI: 10.1016/j.procs.2016.07.069

92. Li, R., Wang, X., Yan, Z., Zhang, Q. (2019) Trading against the grain: When insiders buy high and sell low. Journal of Portfolio Management, 46, 1, 139-151. DOI:10.3905/jpm.2019.46.1.139

93. Esen, M.F., Singal, M., Kot, H.W., Chen, M.-H. (2019) Can insider trading in U.S. hospitality firms predict future returns? International Journal of Hospitality Management, 83, 115-127. DOI: 10.1016/j.ijhm.2019.04.008

94. Thanitcul, S., Srinopnikom, T. (2019) Monetary penalties: An empirical study on the enforcement of thai insider trading sanctions. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 40, 3, 635-641. DOI: 10.1016/j.kjss.2018.01.013
95. He, G., Marginson, D. (2020) The impact of insider trading on analyst coverage and forecasts. *Accounting Research Journal*, 33, 3 499-521. DOI: 10.1108/ARJ-08-2019-0148.
96. Davis, F., Taghipour, B., Walker, T.J. (2017) Insider trading surrounding securities class action litigation and settlement announcements. *Managerial Finance*, 43, 1, 124-140. DOI: 10.1108/MF-05-2016-0129
97. Che-Yahya, N., Abdul-Rahim, R., Mohd-Rashid, R. (2017) The moderating effect of information asymmetry on the signalling role of institutional investors in the Malaysian IPOs. *Asian Journal of Business and Accounting*, 10, 1, 127-165.
98. Dissanaik, G., Lim, K.-H. (2015) Detecting and Quantifying Insider Trading and Stock Manipulation in Asian Markets. *Asian Economic Papers*, 14, 3, 1-20. DOI: 10.1162/ASEP_a_00368.
99. Goel, A., Tripathi, V., Agarwal, M. (2020) Information asymmetry and stock returns. *Journal of Advances in Management Research*. DOI: 10.1108/JAMR-05-2020-0084
100. Kim, D., Ng, L., Wang, Q., Wang, X. (2019) Insider Trading, Informativeness, and Price Efficiency Around the World. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 48, 6, 727-776. DOI: 10.1111/ajfs.12278
101. Zhou, D., Wang, W. (2020) Insider, outsider and information heterogeneity. *North American Journal of Economics and Finance*, 53. DOI: 10.1016/j.najef.2020.101193
102. Rossi, A., Sahlström, P. (2019) Equity issuance motives and insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 58, 726-743. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.07.013
103. Luo, J., Ni, X., Tian, G.G. (2020) Short selling and corporate tax avoidance: Insights from a financial constraint view. *Pacific Basin Finance Journal*, 61.

104. Jabbouri, I. (2016) Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298. DOI: 10.1016/j.ribaf.2016.01.018

105. Biswas, P.K. (2020) Corporate governance and stock liquidity: evidence from a speculative market. *Accounting Research Journal*, 33, 2, 323-341. DOI: 10.1108/ARJ-01-2019-0005.

106. Kunc, M. (2019) Securitization under asymmetric information over the business cycle. *European Economic Review*, 111, 237-256. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2018.09.001.

107. Jagolinzer, A.D. Larcker, D.F. Ormazabal, G. Taylor, D.J. (2020) Political Connections and the Informativeness of Insider Trades. *Journal of Finance*, 75, 4, 1833-1876. DOI: 10.1111/jofi.12899

108. Hable, P., Launhardt, P. (2020) Aggregate insider trading and the prediction of corporate credit spread Changes. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34, 1. DOI: 10.1007/s11408-020-00344-6

109. Савчук И.А., Медведева Г.Т. Инсайдерская торговля // *Universum: экономика и юриспруденция*. - № 9 (30). – 2016. – с. 4-6.

110. Мирошниченко А.Г. О некоторых проблемах правового регулирования противодействия инсайдерской торговли в Российской Федерации // *Сборник научных трудов по материалам VI Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы науки и практики: Гатчинские чтения-2019»*. – 2019. – с. 299-302/

111. Пряничников, Д. В. Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг: специальность 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит": автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Пряничников Денис Валентинович. – Москва, 2006. – 26 с.

112. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // *The Journal of Finance*, May, 1970, Vol. 25, No. 2/

113. Курган Е.Г., Дариенко О.Л. Формирование финансового механизма государственного социального страхования на случай временной нетрудоспособности: теоретический аспект // Вестник института экономических исследований. – 2020. - № 4 (20). – с. 94-100.

114. Чирская М.А. Адаптационный финансовый механизм организации: специфика использования и характеристика структуры // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. - 2020. - № 9 (124).

115. Петрушевская В.В., Броварь Н.А. Системный взгляд на экономическое содержание категории «финансовый механизм» // Стратегии бизнеса. – 2020. – т.8, № 8. – с. 212-218.

116. Воротилова О.А., Пугачева В.В., Рахматов М.Ш. Особенности финансового механизма предприятия в рыночных условиях // Актуальные вопросы современной экономики. – 2020. – № 9. – С. 450-454. – DOI 10.34755/IROK.2020.62.46.062.

117. Казаковцева М.В. Финансовый механизм обеспечения бюджетной устойчивости субъектов РФ и направления его совершенствования // Вестник Марийского государственного университета. – 2020. – Т.6, № 3. – С. 365–370. DOI 10.30914/2411-9687-2020-6-3-365-370

118. Василенко М.Е., Шугурова А.В. Финансовый механизм деятельности бюджетного (казённого) учреждения // актуальные вопросы современной экономики. – 2021. – № 7. – С. 54-58.

119. Толстолуцкий Р.О. Концептуальный подход к управлению финансовым механизмом развития муниципальных образований // Финансовый вестник. 2023. № 2 (61). С. 68–72.

120. Климова Н.П. Финансовый механизм регулирования инновационной деятельности // Инновационное развитие предпринимательской деятельности региона: сборник статей международной научно-практической конференции, Брянск, 23 января 2020 года. – Брянск: Брянский институт управления и бизнеса, 2020. – С. 202-208.

121. Асранова Г.М. Финансовый механизм и его роль в реализации финансовой политики // *Journal of Economy and Business*. – 2020. - № 9-1 (67). – с. 38-40. DOI: 10.24411/2411-0450-2020-10686.

122. Абраменко, С. В. Финансовая политика и финансовый механизм организации // Всероссийская ежегодная декабрьская научно-практическая студенческая конференция : Сборник трудов конференции, Москва, 02–14 декабря 2022 года. Том III. – Москва: Российский новый университет, 2023. – С. 169-176.

123. Омелянович Л.А., Беляева Е.В. Финансовый механизм конкурентоспособности предприятия // ПЭЖ. – 2023. - №6 (336). – с. 138-147. DOI 10.58551/20728115_2023_6_138.

124. Корда Н.И., Кулакова А.В. Региональный финансовый механизм: понятие и структура // Формирование механизмов устойчивого развития экономики региона : сборник трудов I Всероссийской национальной научно-практической конференции (с международным участием), Севастополь, 11–12 мая 2021 года / Севастопольский филиал ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова». – Симферополь: Общество с ограниченной ответственностью «Издательство Типография «Ариал», 2021. – С. 49-52.

125. 中华人民共和国证券法. 来源: 新华社 // 来源: 新华社. - 2019-12-29 (Закон Китайской Народной Республики о ценных бумагах// Информационное агентство Синьхуа, Пекин. – 29.12.2019.

126. Уголовный кодекс Китайской Народной Республики / под общей ред. проф. А.И. Чучаева и проф. А.И. Коробеева, пер. с китайского проф. Хуан Даосю. 2-е изд. – М.: ООО «ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА КОНТРАКТ», 2021.– 312 с.

127. 金融商品取引法金融商品取引法（昭和二十三年四月十三日法律第二十五号） /金融庁(Закон Японии о финансовых инструментах и биржах № 25 от 1948 г. / Агентство финансовых услуг при правительстве Японии.

128. Аистова Л. С., Краев Д. Ю. Уголовное право зарубежных стран: учебное пособие. – 2-е изд. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский юридический институт (филиал) Университета прокуратуры Российской Федерации, 2020. – 131 с.

129. Securities exchange act of 1934. - As Amended Through P.L. 117–328, Enacted December 29, 2022. – URL: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>
130. Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. (1969), The Adjustments of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 10 (1969) 1–21.
131. MacKinlay A.G. Event Studies in Economics and Finance // *Journal of Economic Literature*. - 1997. - № 35. – p. 13-39.
132. Dolley, J.C. (1933). Characteristics and Procedures of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review*. Apr. 1933, 11, pp. 316-26.
133. Merl R., Stöckl T., Palan S. Insider trading regulation and shorting constraints. Evaluating the joint effects of two market interventions // *Journal of Banking and Finance*. – 2023. - № 154 (106490). – 16 p. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106490>
134. Merl R., Palan S., Schmidt D., Stöckl T. Insider trading regulation and trader migration // *Journal of Banking and Finance*. – 2023. - №66 (100839). – 23 p. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100839>
135. Antoniadis I., Gkasis C., Sormas A. Insider trading and stock market prices in the Greek technology sector // *Procedia Economics and Finance*. -2015. - №24. – p. 60 – 67.
136. Merl R. Literature review of experimental asset markets with insiders // *Journal of Behavioral and Experimental Finance*. – 2022. - № 33 (100596). – 13 p. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100596>
137. Merl R., Stöckl T., Palan S. Insider trading regulation and shorting constraints. Evaluating the joint effects of two market interventions // *Journal of Banking and Finance*. – 2023. - № 154 (106490). – 16 p. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106490>
138. Palan S., Stöckl T. When chasingtheoffenderhurtsthevictim: The caseofinsiderlegislation // *Journal ofFinancialMarkets*. – 2017. - № 35. – p. 104–129.
139. Банк России. Перечень выявленных случаев неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком. URL: https://cbr.ru/inside/inside_detect/table/?year=2023.

140. Постановление Совета Министров РСФСР «Об утверждении Положения об акционерных обществах» от 25.12.1990 г. № 601. <https://base.garant.ru/3974565/>

141. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. был № 39-ФЗ <https://base.garant.ru/10106464/>

142. Бондаренко Т.Г. Виды нелегальной деятельности и способы их идентификации на финансовом рынке Израиля // Вестник Московского университета МВД России. 2024. № 5. С. 194-199. DOI 10.24412/2073-0454-2024-5-194-199.

143. Дроздовский А.Р. К вопросу о правовом регулировании рынка ценных бумаг в КНР // Правовая мысль. 2024. № 2(9). С. 17-19.

144. Жданова О.А. Нелегальные виды деятельности на финансовом рынке: особенности стран // Вестник Московского университета МВД России. 2024. № 4. С. 234-239. DOI 10.24412/2073-0454-2024-4-234-239.

145. Люкшин А.М. Анализ практики нелегальной деятельности на финансовом рынке Китая и методов противодействия ей // Вестник Московского университета МВД России. 2024. № 4. С. 256-260. DOI 10.24412/2073-0454-2024-4-256-260.

146. Матросов А.А. Деятельность финансовых пирамид на территории Китайской Народной Республики: отдельные аспекты уголовно-правового регулирования // Евразийский юридический журнал. 2025. № 5(204). С. 357-359.

147. Сыбачин С.А. Идентификация видов нелегальной деятельности на финансовых рынках // Вестник Московского университета МВД России. 2024. № 6. С. 182-186. DOI 10.24412/2073-0454-2024-6-182-186.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Таблица А.1 – Определения понятия инсайдерской деятельности ведущих отечественных исследователей

№	Автор	Суть исследования
1.	Тамбовская Д.В. и Пшиканоква Н.И.	Рассматривают инсайдерскую деятельность как действие лица, обладающего информацией, не предназначенной для широкого круга лиц, направленные на её распространение. При этом, согласно определению авторов, такие действия приводят к негативным последствиям для объекта, которого она касается. Кроме того, авторы выделяют основные типы такой информации, а также поднимают вопрос о характере воздействия инсайдерской информации на рынок [52]
2.	Поляничко М.А.	Инсайдерскую деятельность определяет как единичные действия открытого или закрытого характера, которые в конечном итоге наносят вред организации [71, 72]
3.	Церенов С.В.	Инсайдерской может являться торговля, которая совершена на основе закрытой информации. При этом автор не выделяет других признаков, по которым данную практику можно отнести к этому виду [56]
4.	Мирошниченко А.Г.	Автор не выделяет отдельных признаков инсайдерской деятельности, основываясь лишь на том, что при её реализации должна быть использована инсайдерская информация [118]
5.	Савчук И.А. и Медведева Г.Т.	совершение сделок с различными ценными бумагами частными лицами на основе полученной ими информации, имеющей признак конфиденциальности и касающейся эмитента, соответствует определению инсайдерства [117]
6.	Дыхова А.Л.	рассматривает понятие инсайдерства как угрозу финансовой безопасности страны, актуализируя проблему поиска мер противодействия [74, 75]

Таблица А.2 – Определения понятия манипулирования рынком ценных бумаг, содержащиеся в работах ведущих отечественных и зарубежных исследователей

№	Автор	Суть исследования
1	Тьюлз Р.Дж., Брэдли Э.С. и Тьюлз Т.М.	Рассматривают манипулирование рынком как искусственное контролирование цен, которое представляет собой попытку реализации ценных бумаг по курсу, который никогда не сформировался бы без вмешательства в естественное его формирование [53]
2	Шеленкова Н.Б.	Определяет манипулирование как умышленные действия, направленные на изменение цены с целью введения в заблуждение относительно реального процесса ценообразования. Автор также отмечает, что такие действия направлены на получение преимуществ и извлечение выгод для их реализаторов [60]
3	Колесников Г.А.	Рассматривает манипулирование рынком как действие отдельных участников, осуществляемые с целью установления искусственного контроля над ценами. При этом они могут включать совершение сделок с целью создания фальшивой активности для побуждения к приобретению или продажи ценных бумаг. Такие действия формируют ложный курс и вводят добросовестных участников в заблуждение и поэтому относятся к категории недобросовестных [33]
4	Бабадаева В.М.	Определяет манипулирование как умышленные действия отдельных лиц, вводящие в заблуждение участников рынка ценных бумаг относительно курса тех или иных инструментов. Однако позиция автора имеет особенности. Автор в своём определении делает акцент на том, что такие действия представляют собой распространение ложной или искажённой информации, что не прослеживается в определениях предыдущих авторов. Также автор отмечает, что в результате манипулирования создаётся экономически необоснованная ситуация, влекущая убытки прочих участников рынка ценных бумаг [20]
5	Калинина Ю.В.	Под манипулированием следует понимать ряд действий отдельных лиц, направленных на вовлечение в процесс торговли ценными бумагами иных участников, с целью изменения курса до неестественных значений и получения финансовой выгоды. При этом, к таким действиям автор относит ложные заявления, искажение и сокрытие информации, фиктивные сделки, торговые схемы [32]
6	Беломытцева О.С.	Автор рассматривал его как действия, которые оказывают существенное влияние на цену, спрос, предложение или объём ценных бумаг и иных инструментов [21]
7	Вавулин Д.А.	Умышленные действия лиц, манипулирующих рынком, направлены на изменение цены и ликвидности

№	Автор	Суть исследования
		инструментов. Автор также отмечает, что конечной целью является получение выгоды или избегание убытков, которые являются незаконными, поскольку в их основе – установление искусственной активности вокруг интересуемых ценных бумаг [23]
8	Искяндяров Р.Р.	По мнению автора, развитие технологий послужило толчком не только к возникновению новых форм торговли, но также и новых методов манипулирования рынком. Вместе с тем возникает и проблема определения манипулирования с умыслом и случайного манипулирования. В качестве решения проблемы автор предлагает использование алгоритмов, позволяющих определять участников рынка, чьи действия направлены на манипулирование ценами [86]

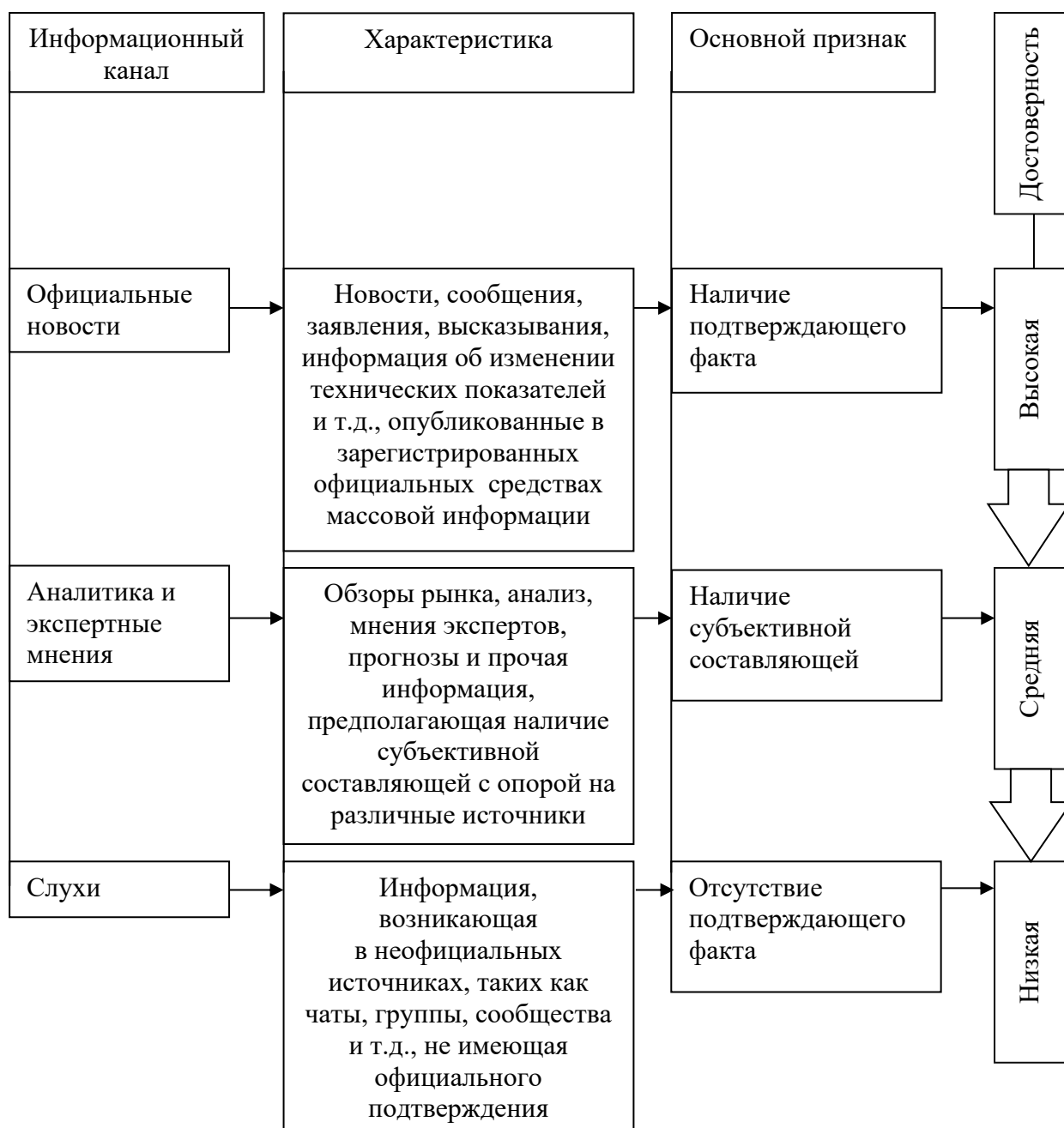


Рисунок Б.1 – Виды информационных каналов на рынке ценных бумаг
(Разработано автором)

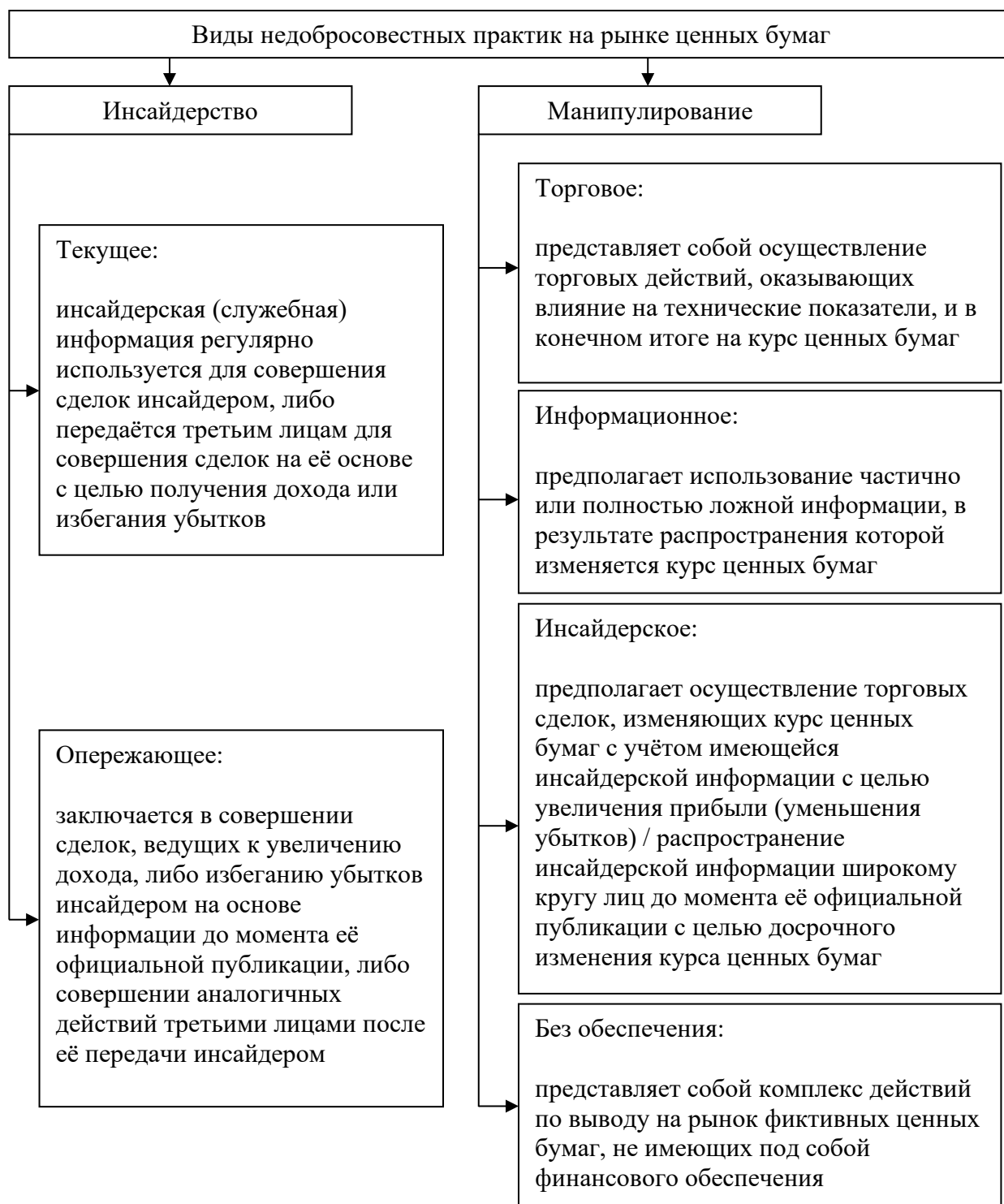


Рисунок В.1 – Недобросовестные практики на рынке ценных бумаг:

виды и подвиды

(Разработано автором)

ПРИЛОЖЕНИЕ Г

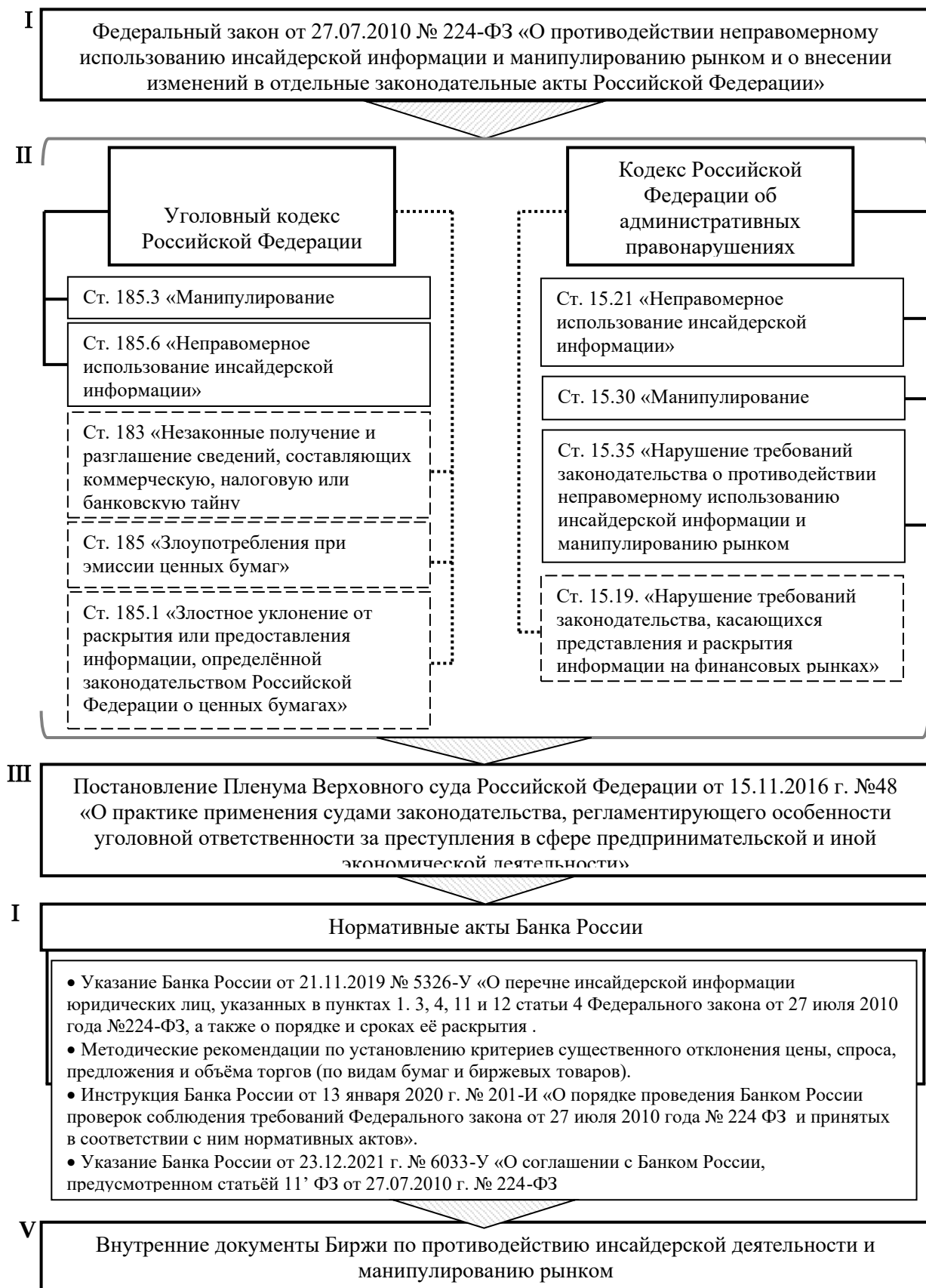


Рисунок Г.1 – Система законодательных и нормативных актов, направленных на противодействие недобросовестным практикам
(Разработано автором)

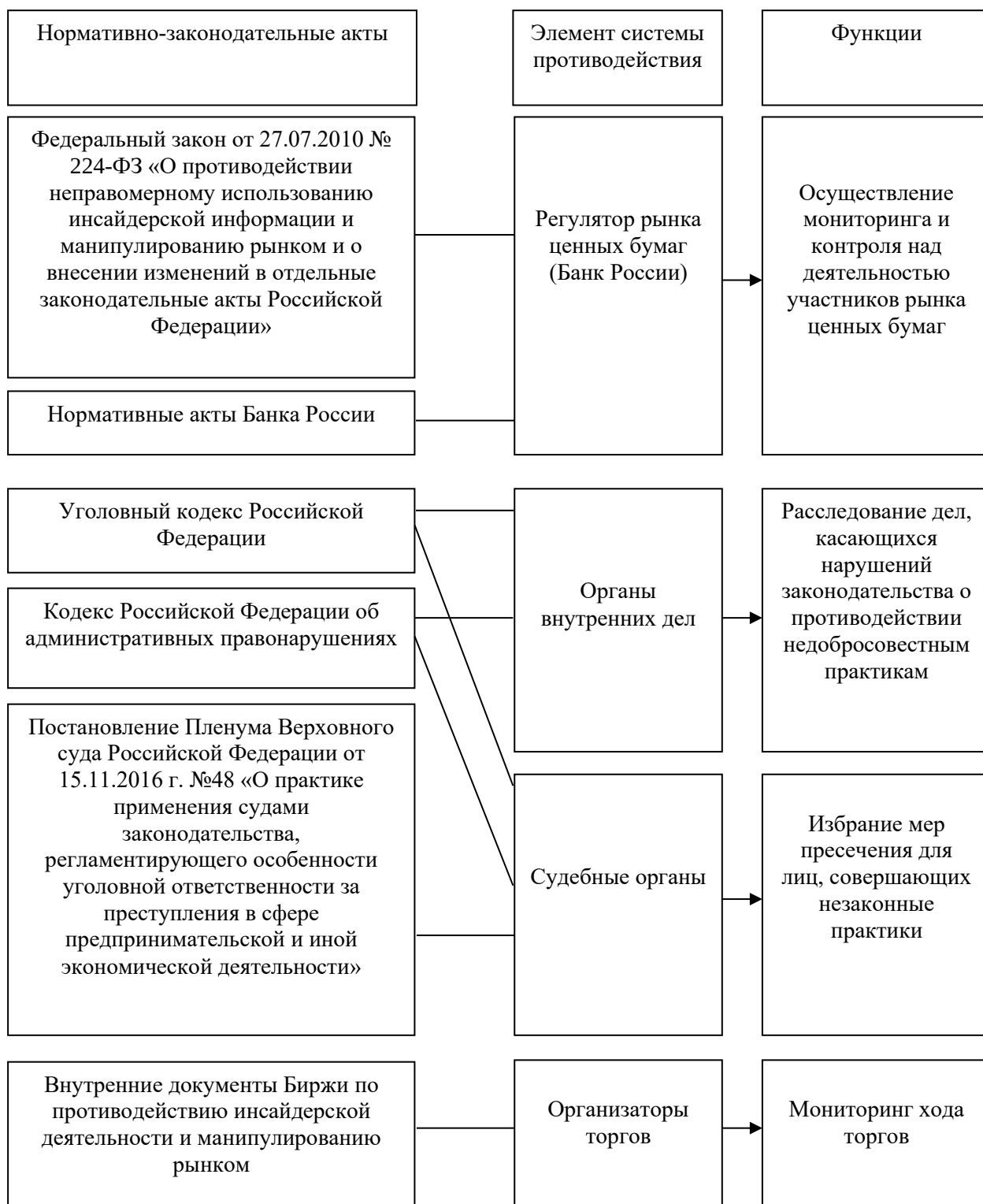


Рисунок Г.2 – Уровни нормативно-законодательной базы и их соответствие элементам системы противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг
(Разработано автором)

ПРИЛОЖЕНИЕ Д

Таблица Д.1 – Составляющие финансового механизма в исследованиях отечественных авторов

Авторы	Понятие финансового механизма
Курган Е.Г., Дариенко О.Л.	ряд взаимосвязанных элементов, которые призваны регулировать резервирование финансовых ресурсов, а также обеспечивать их формирование и дальнейшее распределение [121].
Чирская М.А.	совокупность связей, которые определяют инструментарий финансового менеджмента. [122]
Воротилова О.А., Пугачева В.В., Рахматов М.Ш.	система, позволяющая осуществлять управление финансовыми потоками предприятия, а также ряд взаимосвязанных форм и методов, которые необходимы для обеспечения устойчивости хозяйствующего субъекта на рынке. [124]
Казаковцева М.В., Василенко М.Е., Шугурова А.В., Корда Н.И., Кулакова А.В.	совокупность форм, видов, методов и элементов, позволяющих аккумулировать и распределять финансовые ресурсы [125, 126, 132]
Толстолуцкий Р.О., Асранова Г.М., Абраменко С. В., Климова Н.П .,	виды, формы и методы организации финансовых отношений [127-130]
Омельянович Л.А., Беляева Е.В.	условия, необходимые для осуществления определённой деятельности [131]

(Составлено автором на основе [121-132])

Таблица Д.2 – Составляющие финансового механизма в исследованиях отечественных авторов

Авторы	Элементы
Курган Е.Г., Дариенко О.Л.	Объекты (страховые случаи), субъекты (работники, работодатели, страхователи, государство), финансовые методы, финансовые инструменты, финансовые рычаги, финансово-организационные формы [121].
Чирская М.А.	Структура финансового механизма включает в себя как стабильно используемые элементы (законодательно-нормативная база, информационно-правовая база), так и специфические элементы, имеющие предельное разнообразие в зависимости от параметров среды, в которой действует хозяйствующий субъект [122]
Петрушевская В.В., Броварь Н.А.	Финансовые элементы и финансовые индикаторы [123].
Воротилова О.А., Пугачева В.В., Рахматов М.Ш.	Правовое обеспечение, финансовые методы, финансовые рычаги, информационное обеспечение, нормативное обеспечение [124]
Казаковцева М.В.	Финансовые методы, финансовые рычаги и стимулы, финансовые инструменты, нормативно-правовое обеспечение, информационное обеспечение [125]
Василенко М.Е., Шугурова А.В.	Нормативное обеспечение, правовое обеспечение, информационное обеспечение, финансовые рычаги и стимулы [126]
Толстолицкий Р.О.	Виды финансовых отношений, формы осуществления деятельности, отдельные методы построения финансовой модели, а также способы равномерного распределения финансовых ресурсов [127]
Климова Н.П.	Методы, рычаги и стимулы, нормативное обеспечение, правовое обеспечение и информационное [128]
Асранова Г.М.	Формы, виды, методы организации финансовых отношений [129]
Абраменко С. В.	Виды, формы и методы организации финансовых отношений, способы их количественного определения [130]
Омельянович Л.А., Беляева Е.В.	Организационный механизм, механизм управления финансовым обеспечением и механизм информационно-правового регулирования; внутренние и внешние экономические субъекты, формы финансирования, финансовые методы управления, финансово-экономические рычаги [131]
Корда Н.И., Кулакова А.В.	Формы, методы, элементы [132]

(Составлено автором на основе [121-132])

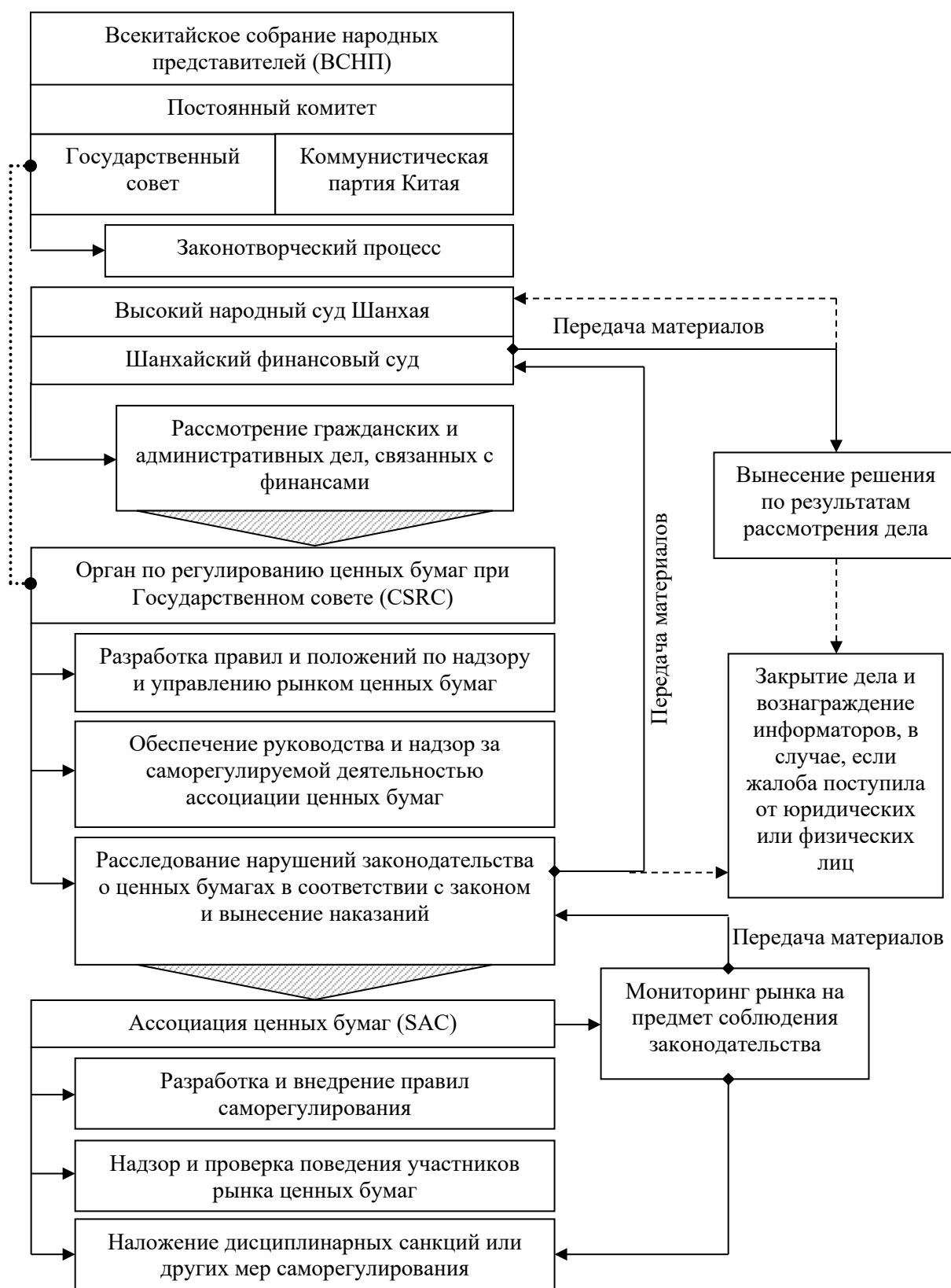


Рисунок Е.1 – Система противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг Китая [133, 134]

(Разработано автором)

Таблица Е.1 – Основные меры пресечения инсайдерской деятельности и манипулирования согласно законодательству Китая

№	Нарушение	Лицо	Мера наказания
1.	Утаивание важных фактов, публикация ложной информации и поручение совершения незаконных действий	Эмитент	Штраф 1 млн. – 10 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Контролирующий акционер/ фактический контролёр эмитента	Конфискация незаконной прибыли + штраф 10-100% от её суммы / штраф 2 млн. – 20 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Ответственные лица	Штраф 1 млн. – 10 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
			Лишение свободы на срок до 5-ти лет
2.	Выдача спонсорского письма с ложными записями, вводящими в заблуждение заявлениями или упущениями	Спонсор	Предписание + Конфискация дохода + штраф в 2-х-10-ти кратном размере / штраф 1 млн. – 10 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
			500 тыс. – 5 млн. юаней
		Уполномоченный персонал, ответственные лица	Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Ответственные лица	Штраф 1 млн. – 10 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
3.	Совершение процедурных сделок, влияющих на торговлю на фондовых биржах	Конкретное лицо (нарушитель)	Предписание + штраф Лишение свободы на срок до 5-ти лет
4.	Манипулирование рынком	Любое лицо	Предписание на запрет совершения сделок с ценными бумагами + штраф в 2-х – 10-тикратном размере от суммы незаконного дохода / штраф 1 млн. – 10 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
			Штраф 500 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Ответственное лицо	Штраф 500 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
5.	Фабрикация и распространение ложной и вводящей в заблуждение информации и нарушение рынка ценных бумаг	Любое лицо	Штраф в 2-х – 10-тикратном размере от суммы незаконного дохода / штраф 200 тыс. – 2 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
6.	Совершение ложных заявлений или распространение ложной информации о деятельности по торговле ценными бумагами	Любое лицо	Штраф 20-200 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
7.	Публикация отчёта, содержащего ложные записи и записи, вводящие в заблуждение и имеющие упущение	Лица, обязанные раскрывать информацию	Штраф до 5 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
			Штраф 1 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Контролирующий акционер выпуска	Штраф 1 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет

№	Нарушение	Лицо	Мера наказания
		Ответственное лицо	Штраф 1 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
8.	Уклонение от раскрытия информации	Лица, обязанные раскрывать информацию	Вынесение предупреждения + штраф не более 500 тыс. юаней. Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Ответственное лицо	Вынесение предупреждения + штраф 200 тыс. – 2 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Контролирующий акционер выпуска	Штраф 500 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
9.	Нарушение запрета о владении и/или участии в сделках с ценными бумагами напрямую или от имени вымышленного имени или от имени других лиц	Конкретное лицо (нарушитель)	Конфискация незаконной прибыли + штраф в размере, не превышающем стоимость купленных или проданных бумаг Лишение свободы на срок до 5-ти лет
10.	Торговля, наносящая ущерб клиентам	Компании по ценным бумагам и их сотрудники	Конфискация незаконного дохода + штраф не менее 2-х кратного размера от суммы незаконного дохода / штраф 10 тыс. – 1 млн. юаней / приостановление либо отзыв лицензии Лишение свободы на срок до 5-ти лет
11.	Совершение инсайдерских сделок	Инсайдер	Штраф в 2-х – 10-ти кратном размере от незаконного дохода / штраф не менее 500 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
		Ответственные лица	Штраф 200 тыс. – 2 млн. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет
12.	Торговля ценными бумагами, которая противоречит их обязанностям и интересам	СМИ и их сотрудники	Штраф 20-200 тыс. юаней Лишение свободы на срок до 5-ти лет

Составлено автором на основе [133, глава XIII; 134, ст. 180-182]

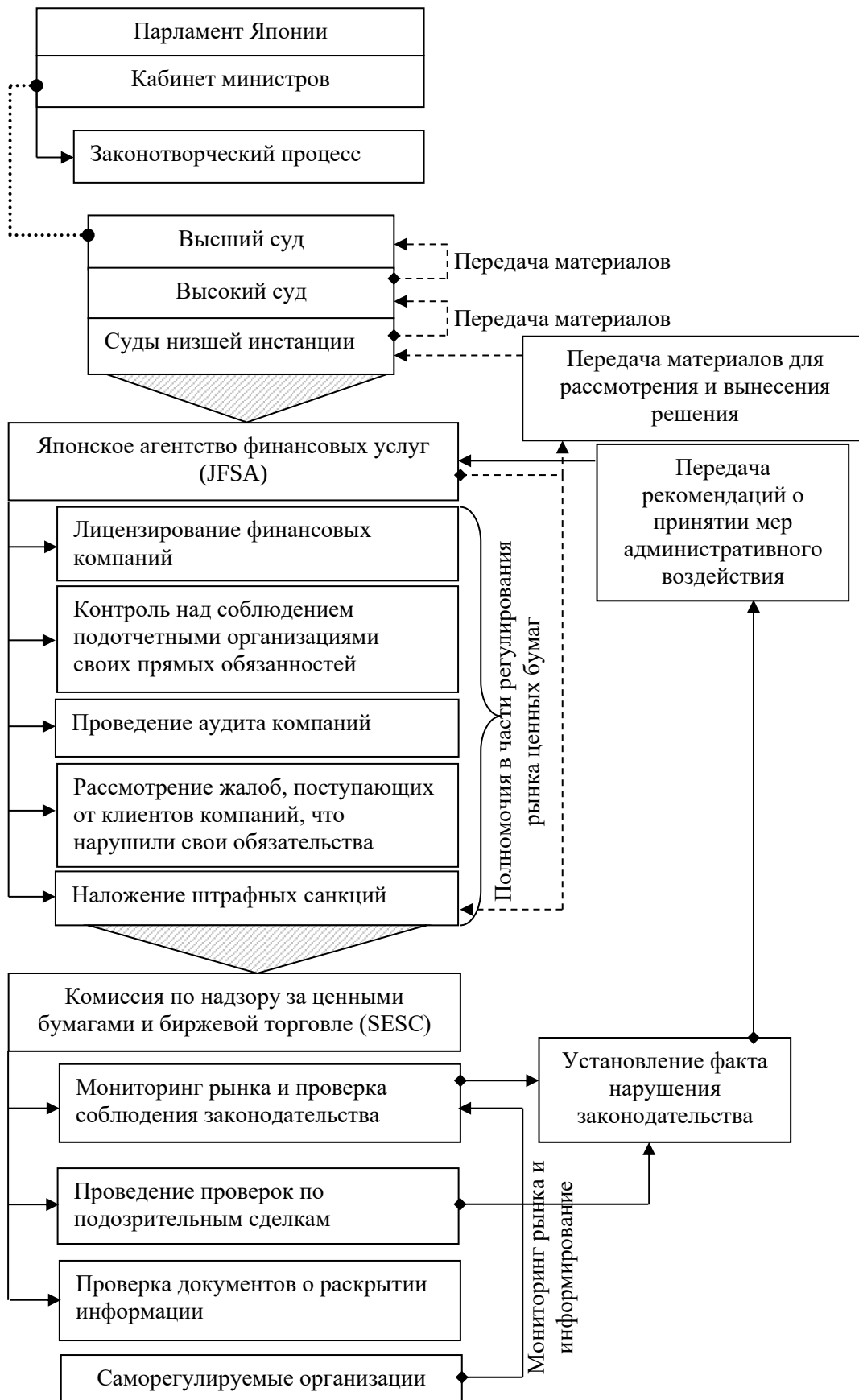


Рисунок Е.2 – Система противодействия недобросовестным практикам на рынке ценных бумаг Японии
(Разработано автором)

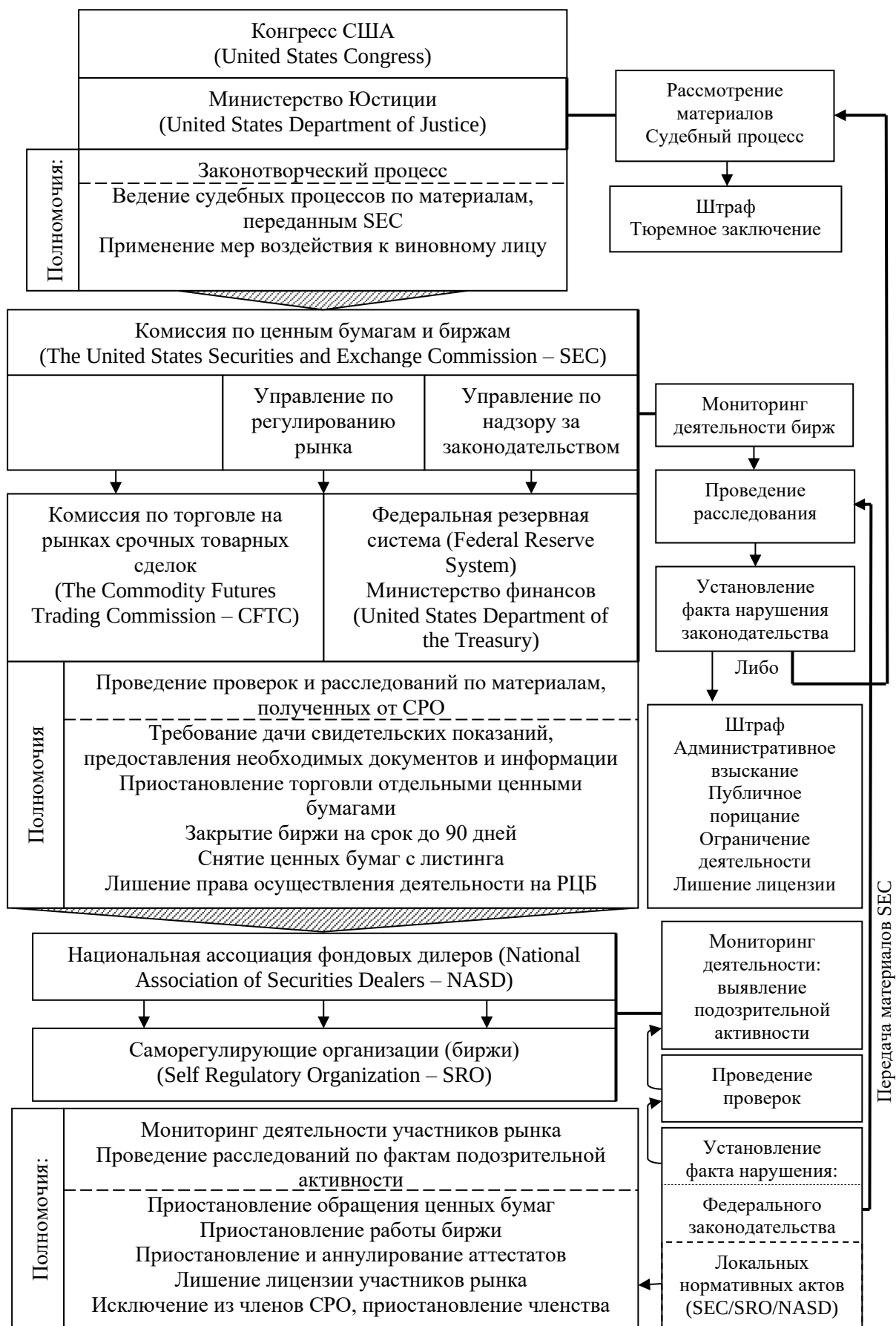


Рисунок Е.3 – Система противодействия инсайдерской деятельности в США
 (Разработано автором)

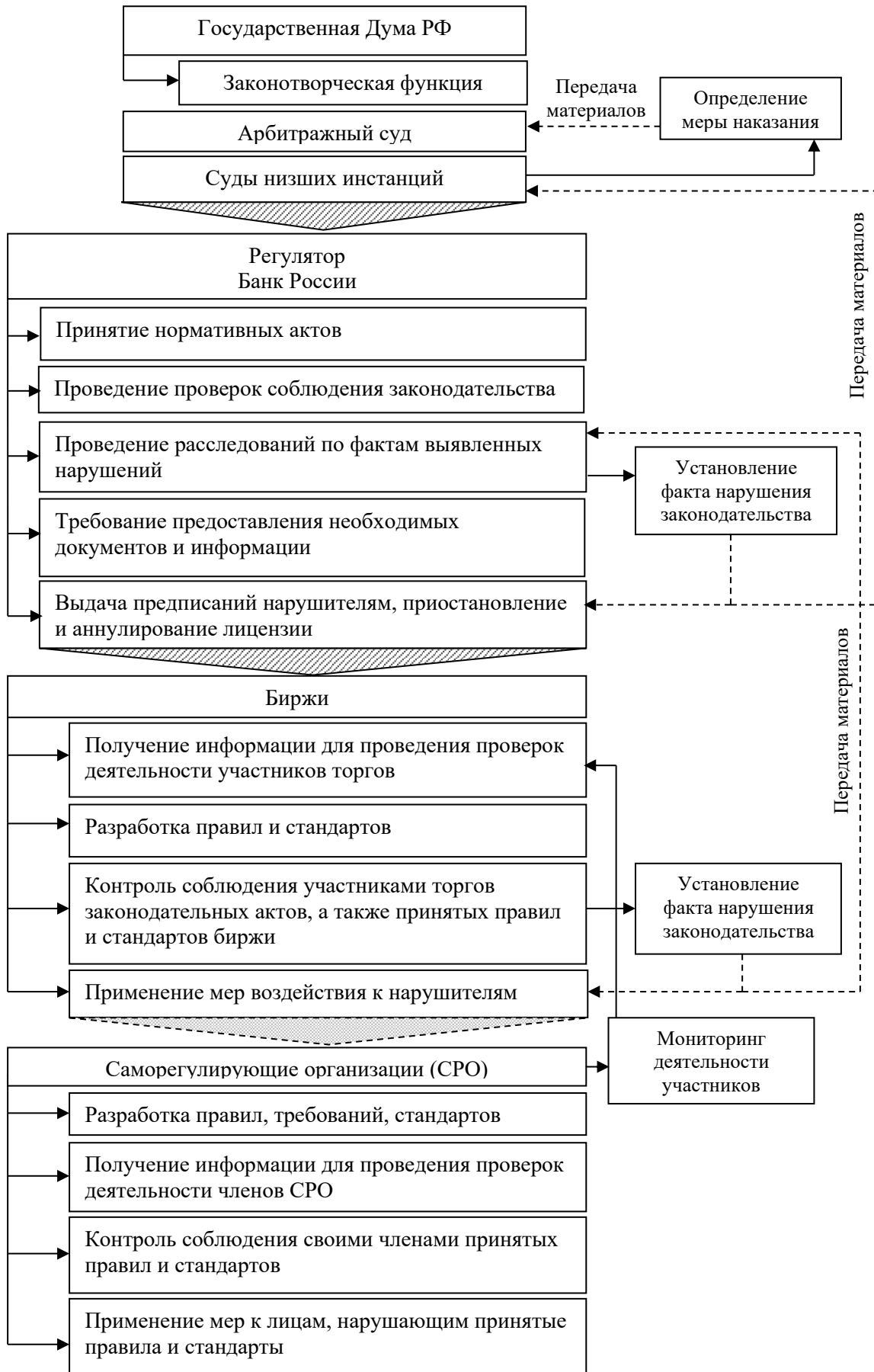


Рисунок Е.4 – Система регулирования рынка ценных бумаг России
(Разработано автором)



Рисунок Ж.1 – Этапы событийного анализа
(Составлено автором на основе [59])

ПРИЛОЖЕНИЕ И

Таблица И.1 – Дескриптивный анализ данных выборки

	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID
Среднее	11440,02	477,05	2701,72	90,80	371,34
Стандартная ошибка	158,47	6,58	47,11	0,84	5,22
Медиана	11252,00	480,25	2672,00	87,87	387,20
Мода	19000,00	254,00	1350,00	0,00	407,90
Стандартное отклонение	6042,75	250,90	1796,34	32,05	198,93
Дисперсия выборки	36514795,75	62950,09	3226853,25	1027,23	39572,41
Эксцесс	-1,78	-0,97	-1,06	-0,43	-1,05
Асимметричность	0,11	0,44	0,40	0,18	0,46
Интервал	27010,00	1050,00	6212,00	160,78	870,00
Минимум	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Максимум	27010,00	1050,00	6212,00	160,78	870,00
Сумма	16633794,00	693625,50	3928303,00	132021,86	539934,60
Счет	1454	1454	1454	1454	1454
	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGKN
Среднее	673,95	5,30	25505,85	31,12	0,01
Стандартная ошибка	6,65	0,11	329,79	0,18	0,00
Медиана	640,70	3,70	27700,00	30,58	0,00
Мода	387,00	3,90	0,00	26,00	0,00
Стандартное отклонение	253,74	4,25	12575,15	6,93	0,01
Дисперсия выборки	64383,47	18,05	158134484,04	48,03	0,00
Эксцесс	0,24	4,54	-0,21	0,40	1,09
Асимметричность	0,75	2,34	-0,73	0,55	1,50
Интервал	1500,00	22,72	52100,00	54,17	0,02
Минимум	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Максимум	1500,00	22,72	52100,00	54,17	0,02
Сумма	979929,80	7699,25	37085500,00	45243,27	8,71
Счет	1454	1454	1454	1454	1454

(Составлено автором)

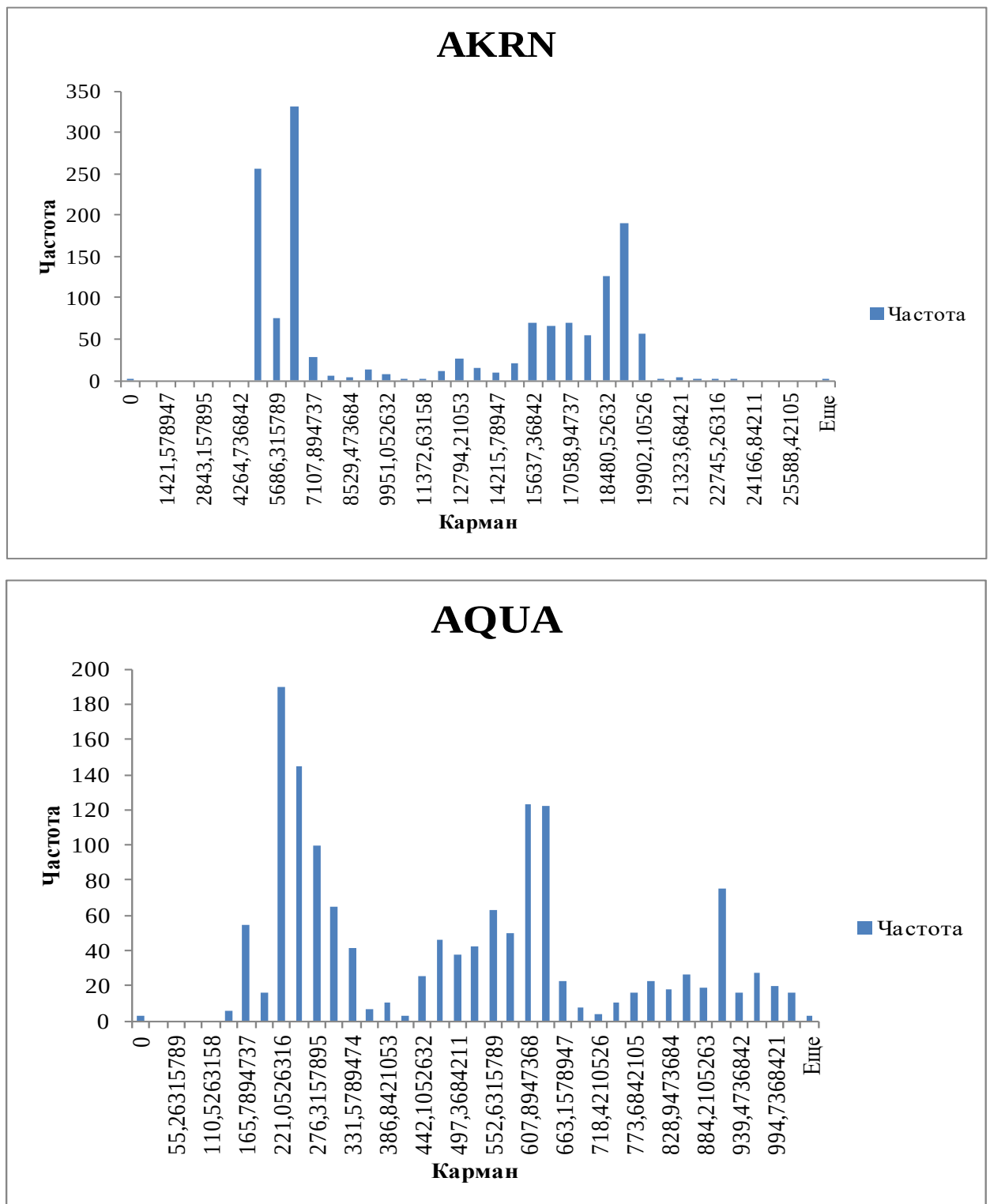


Рисунок К.1 – Гистограммы котировок акций компаний AKRN, AQUA
(Составлено автором)

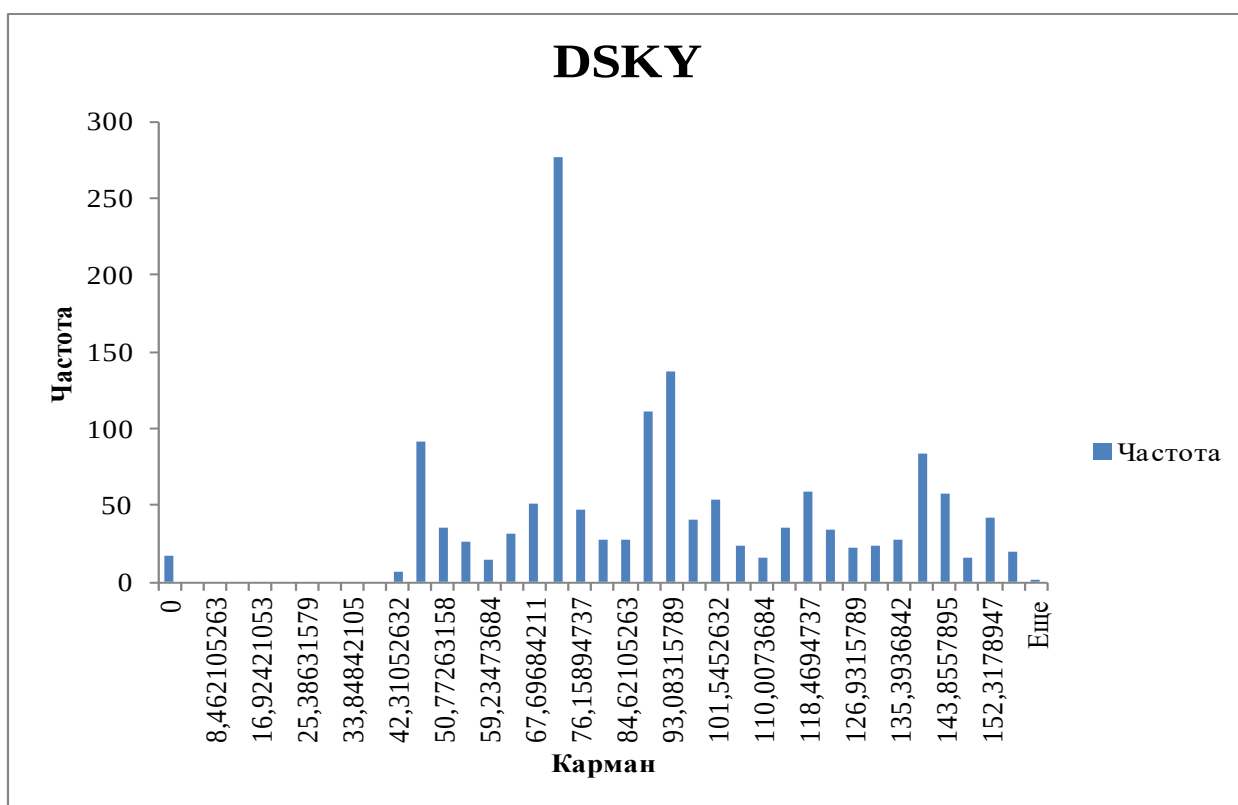
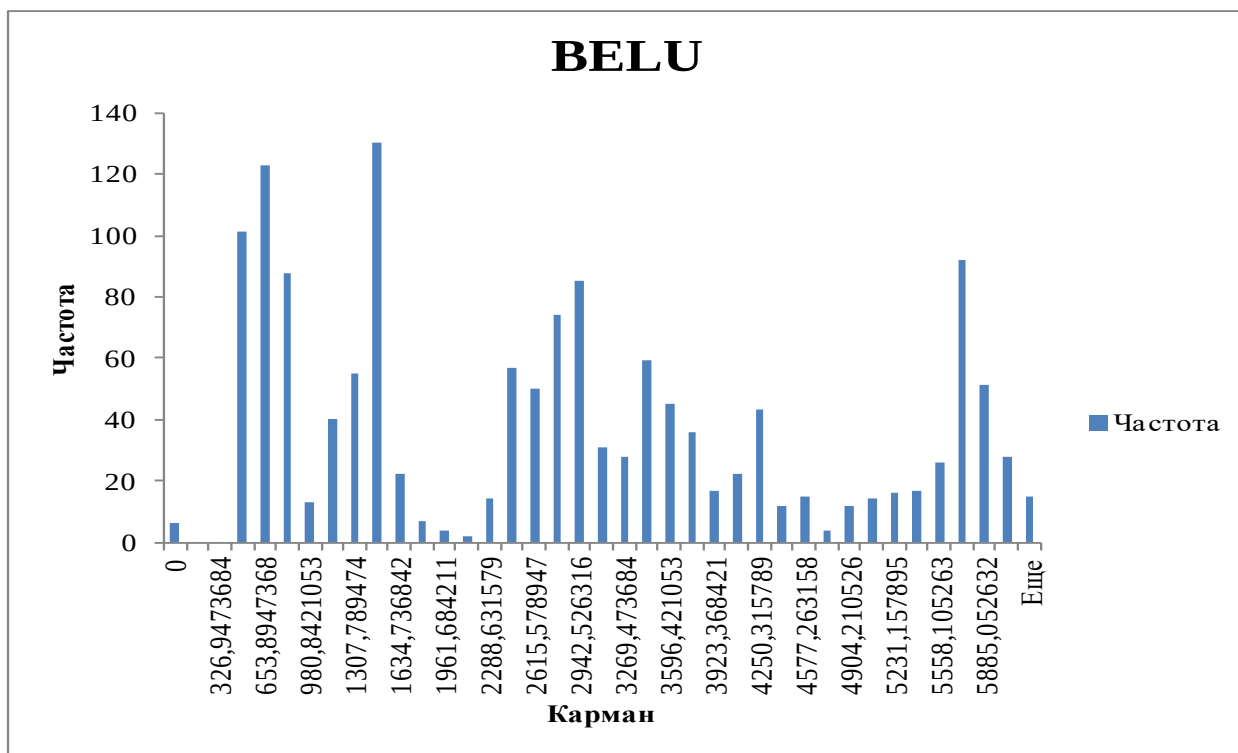


Рисунок К.2 – Гистограммы котировок акций компаний BELU, DSKY
(Составлено автором)

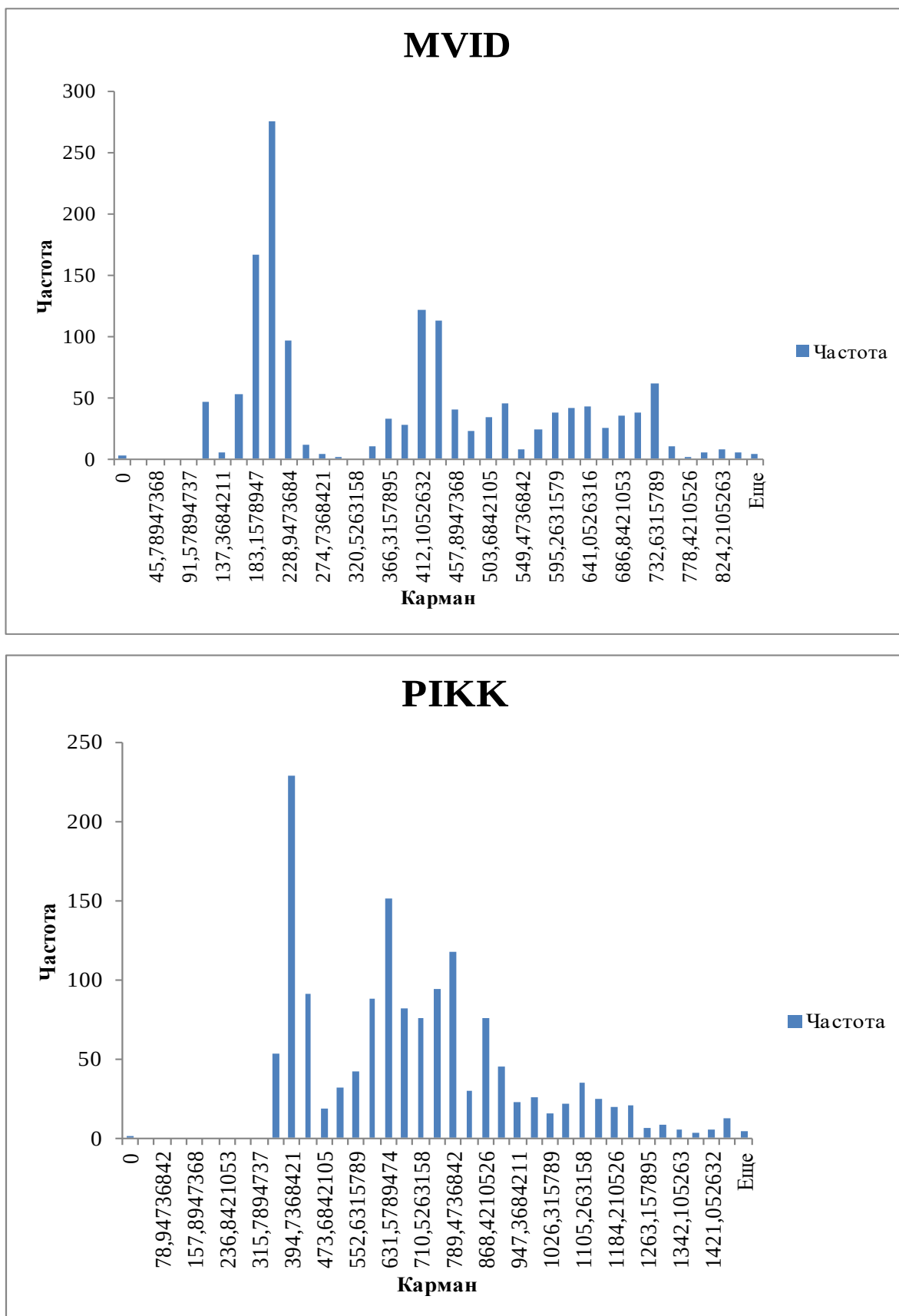


Рисунок К.3 – Гистограммы котировок акций компаний MVID, PIKK

(Составлено автором)

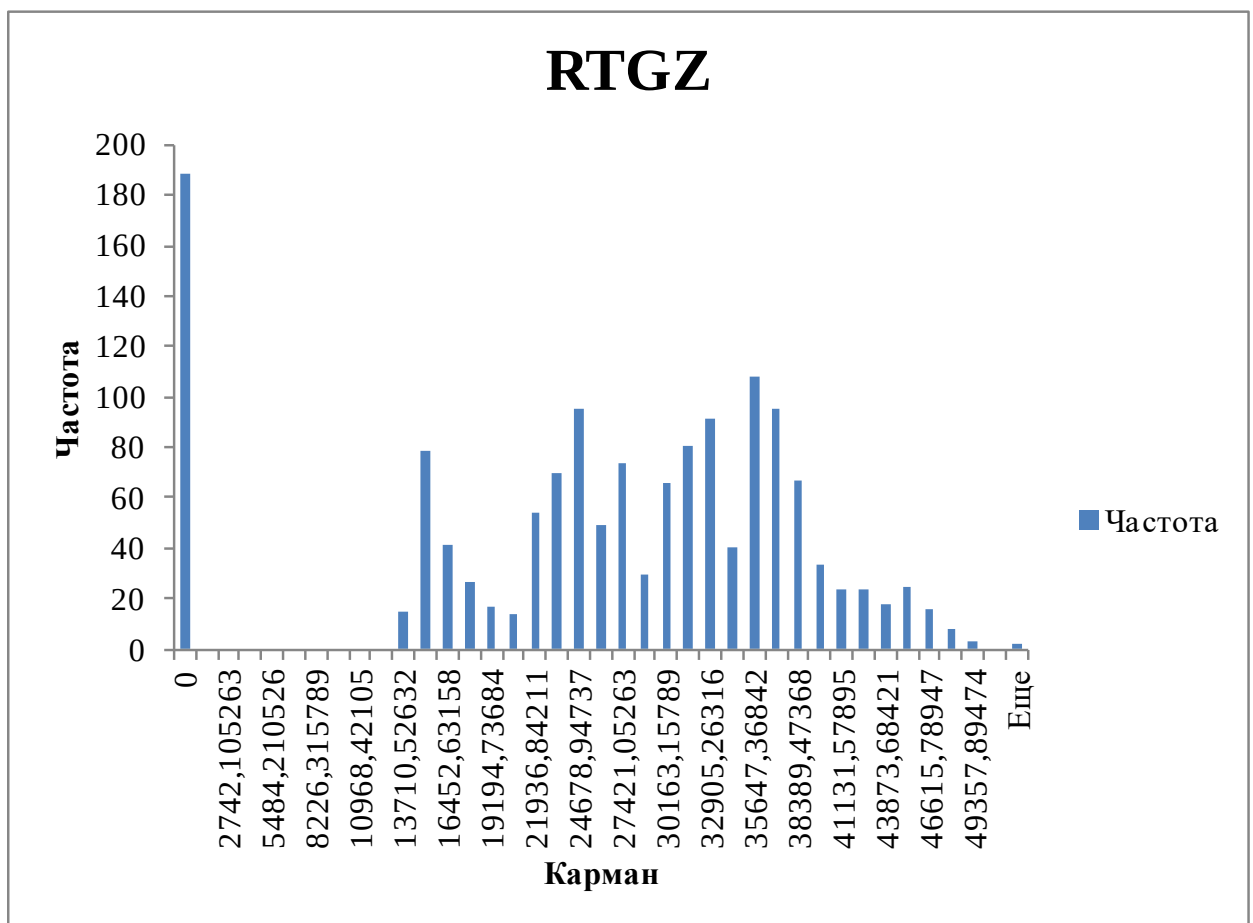
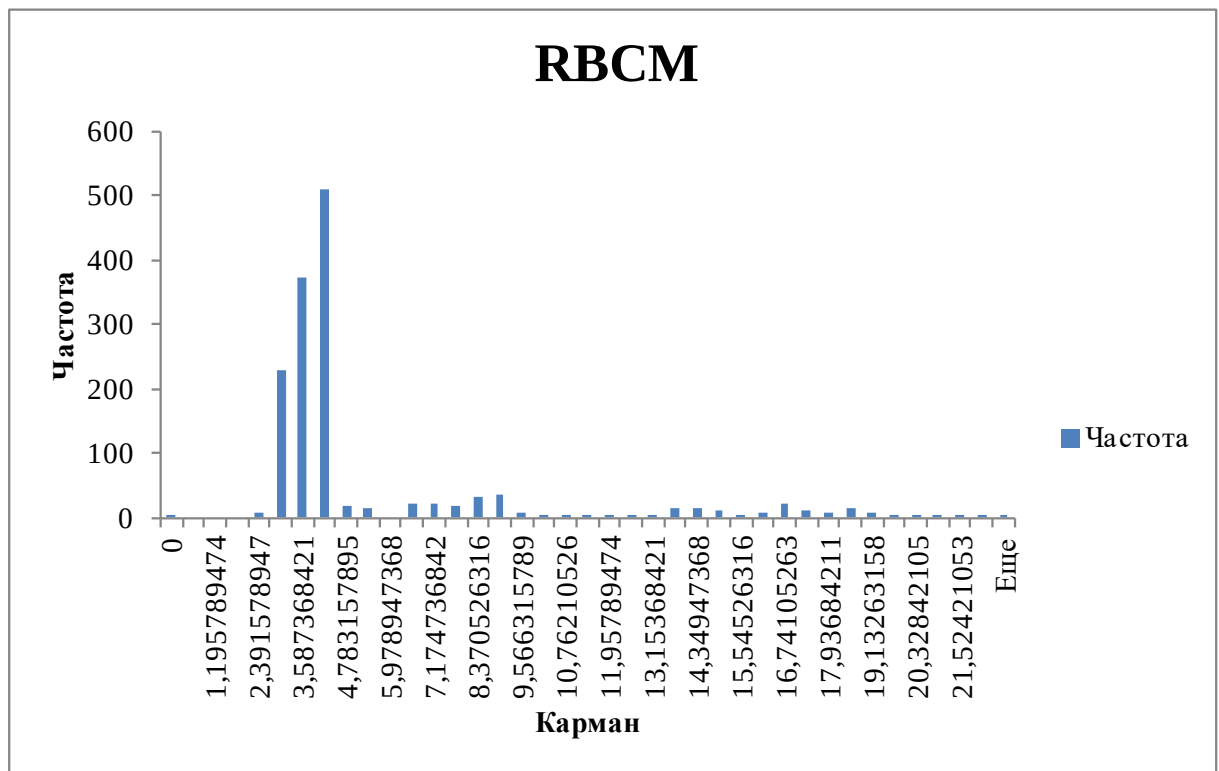


Рисунок К.4 – Гистограммы котировок акций компаний RBCM, RTGZ

(Составлено автором)

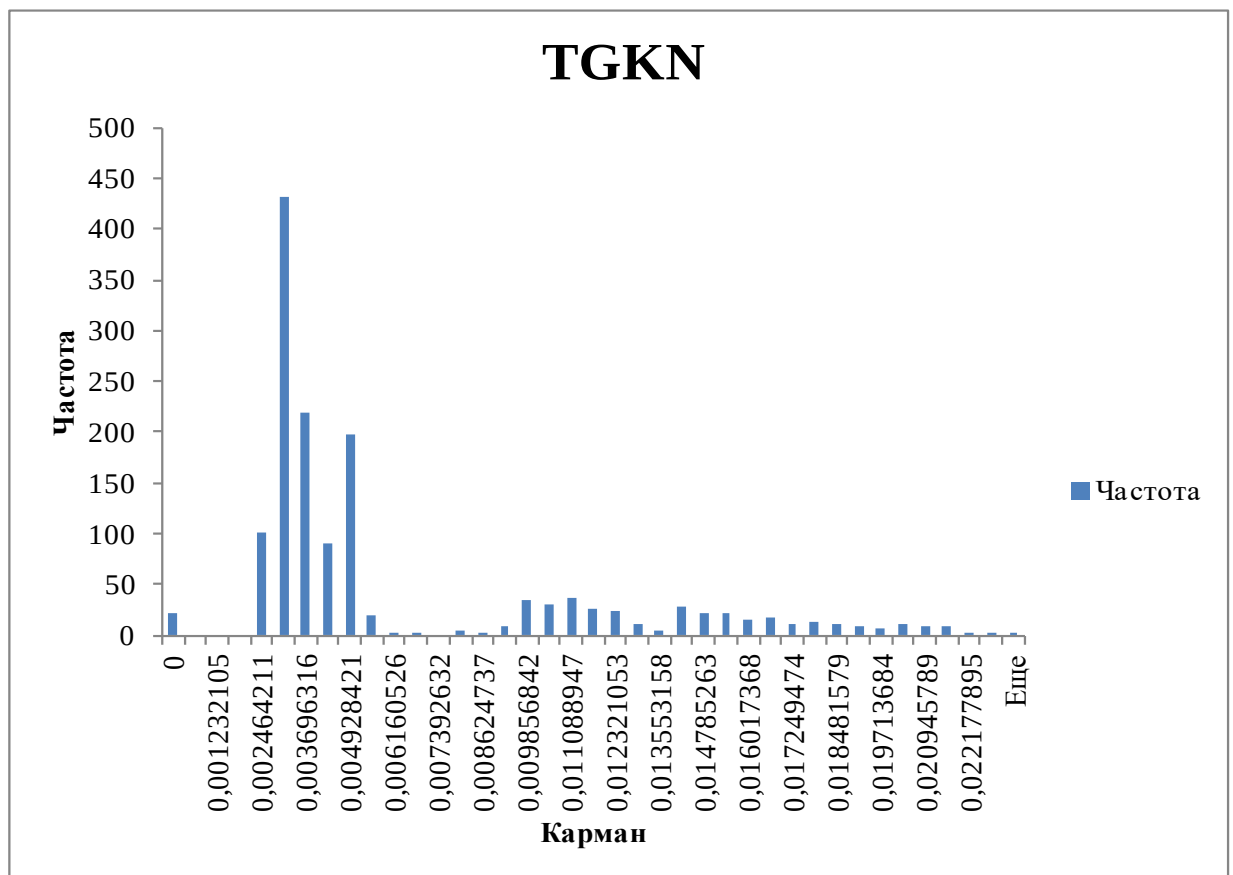
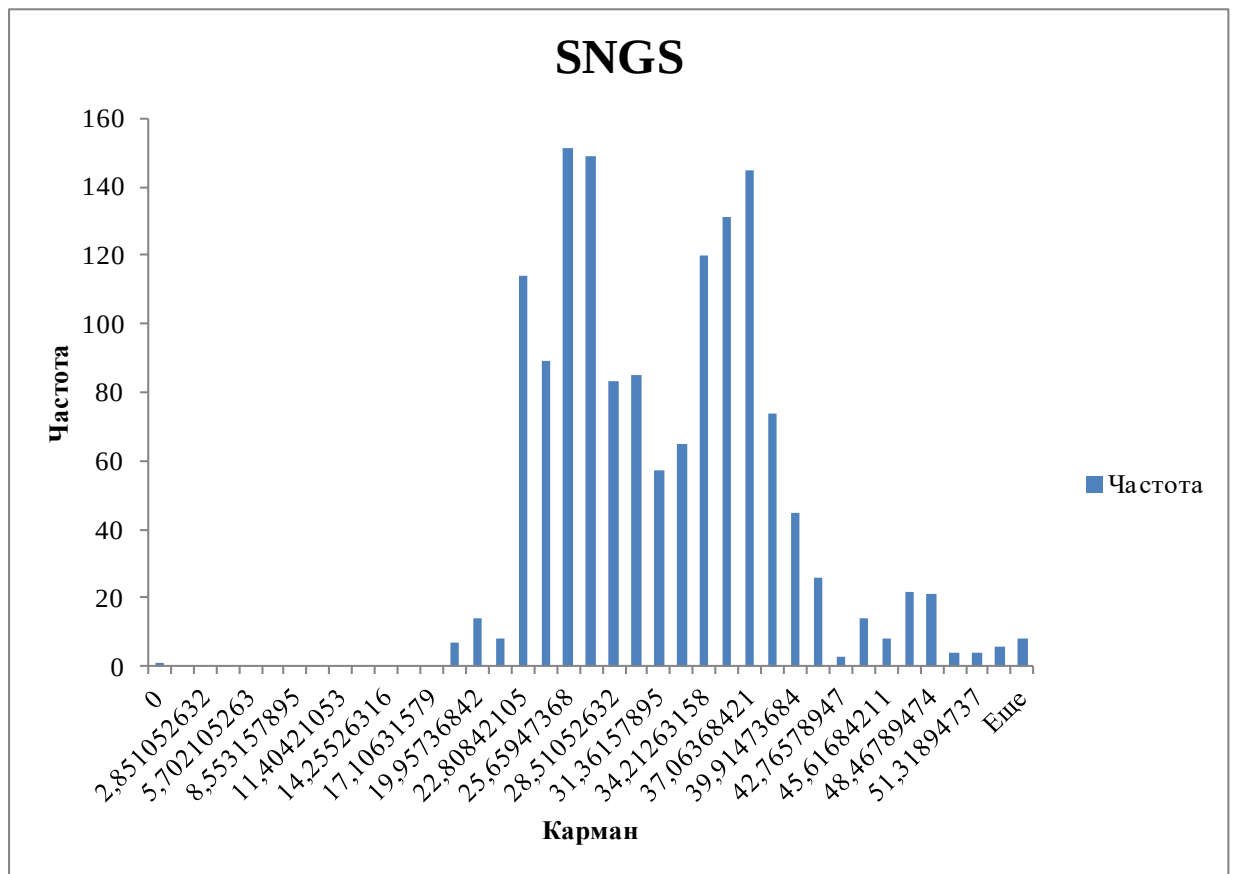


Рисунок К.5 – Гистограммы котировок акций компаний SNGS, TGKN
(Составлено автором)

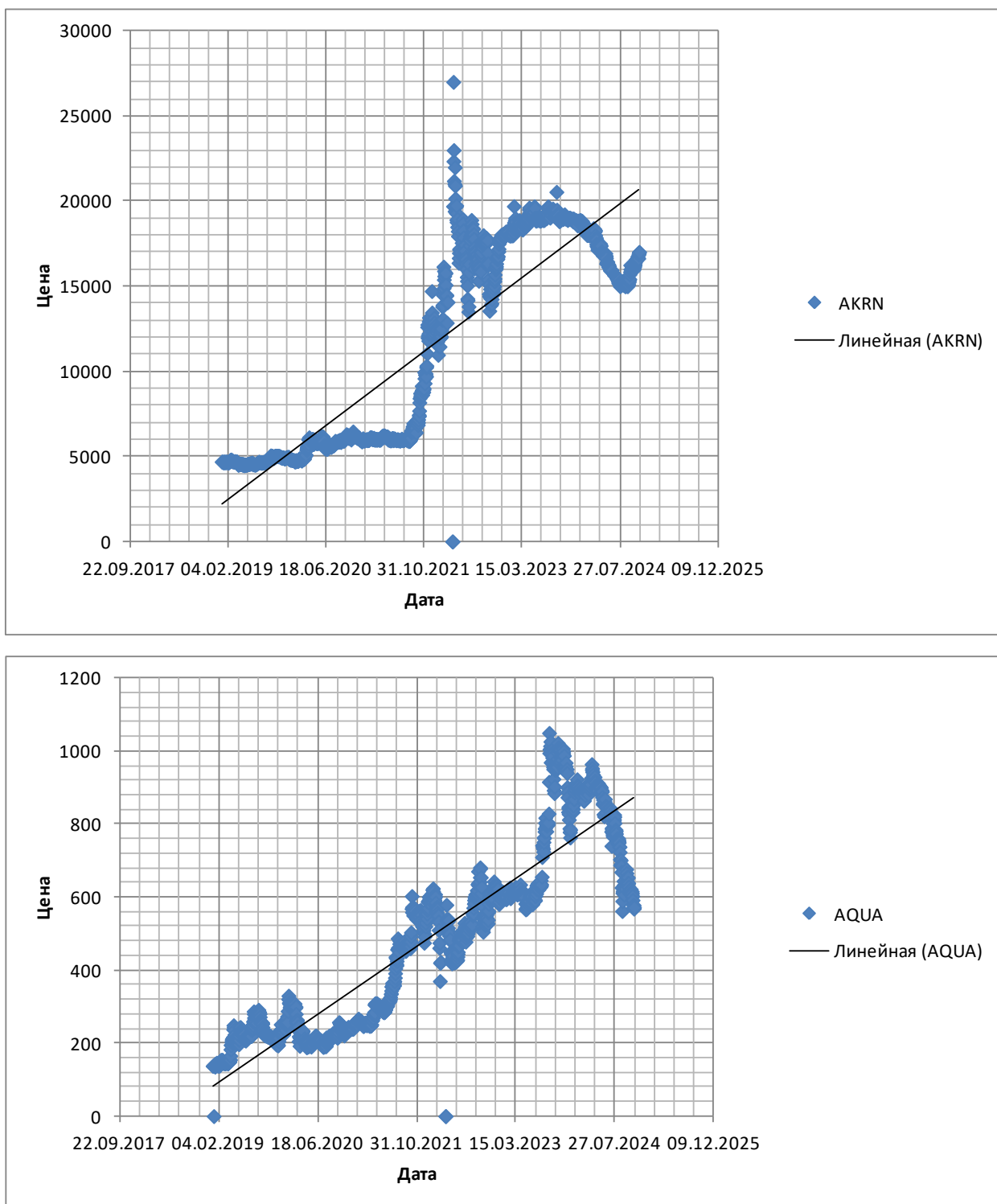


Рисунок Л.1 – Диаграммы рассеяния данных предприятий AKRN, AQUA
(Составлено автором)

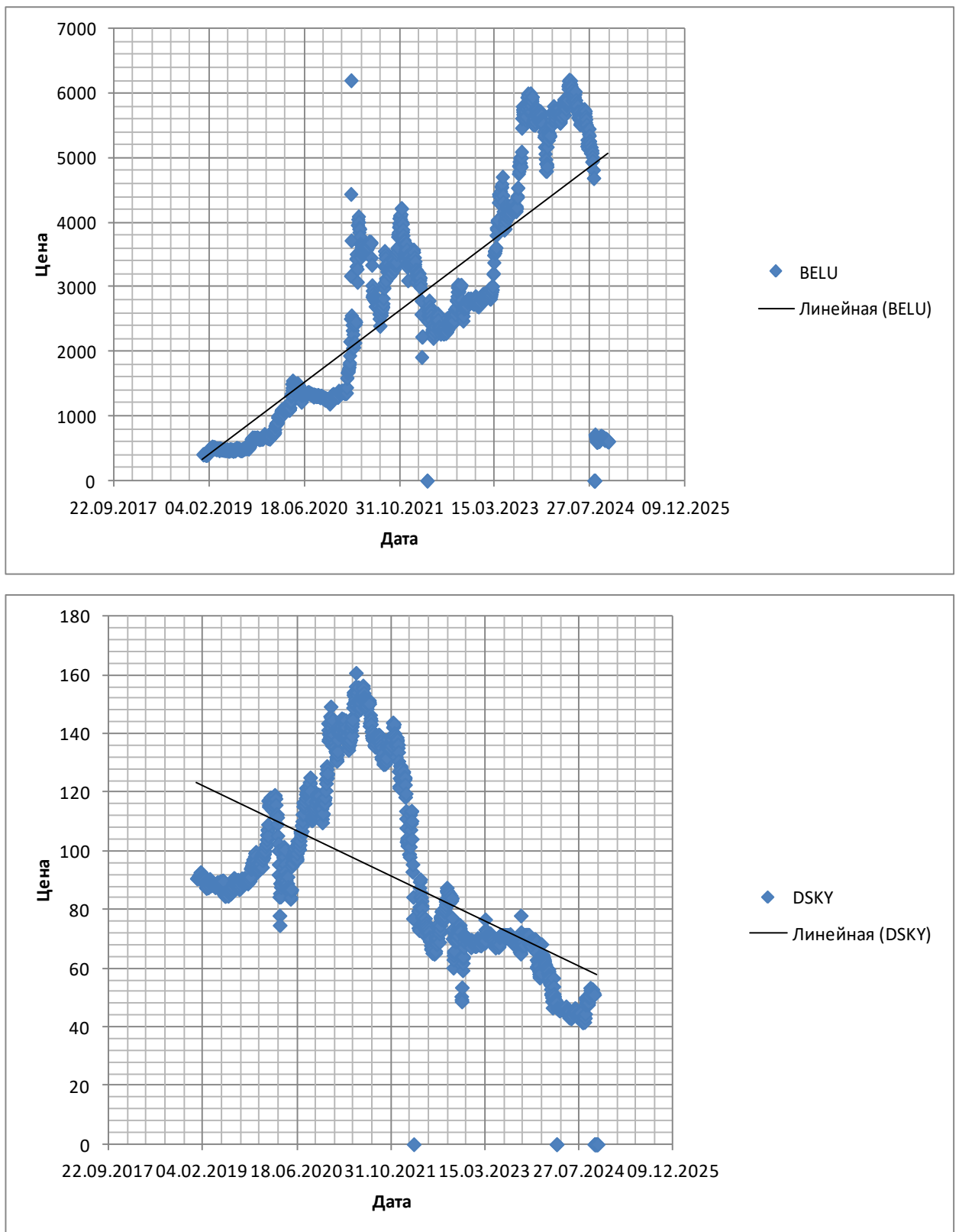


Рисунок Л.2 – Диаграммы рассеяния данных предприятий BELU, DSKY
(Составлено автором)

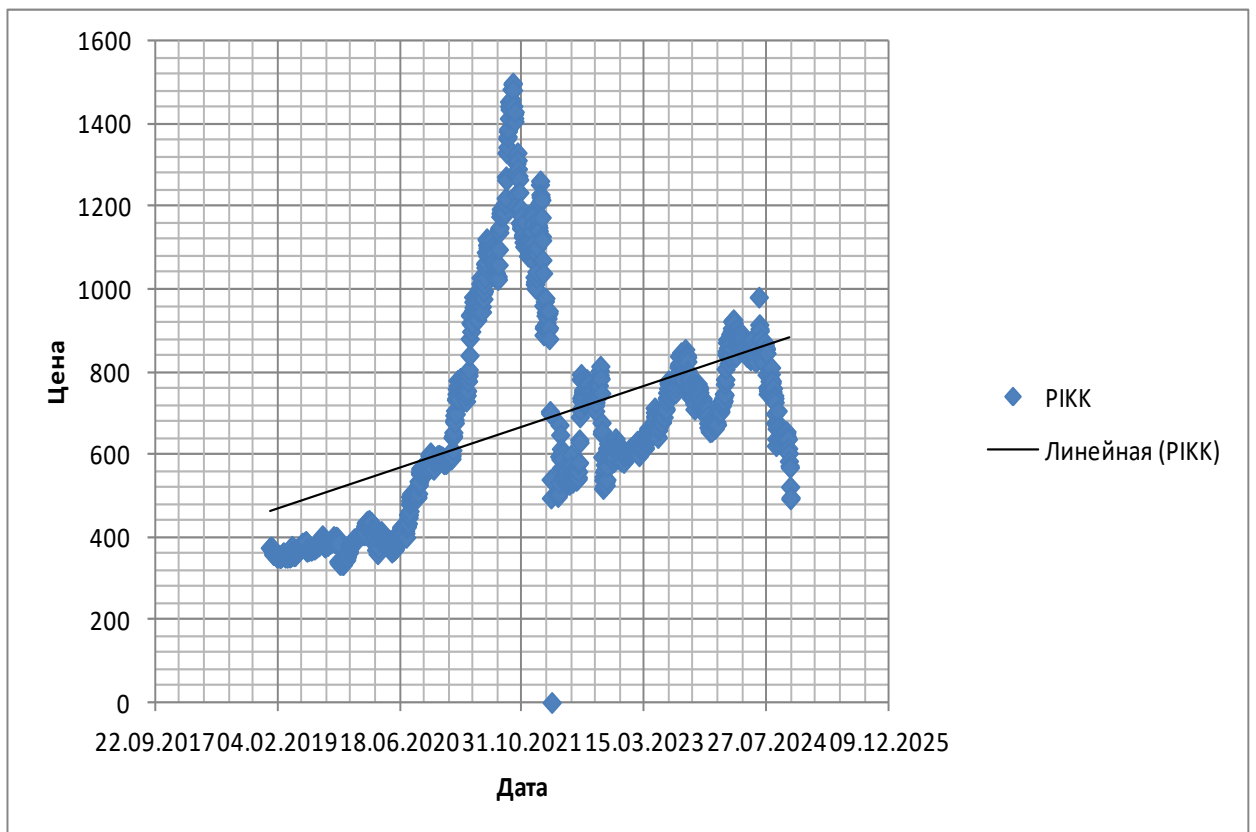
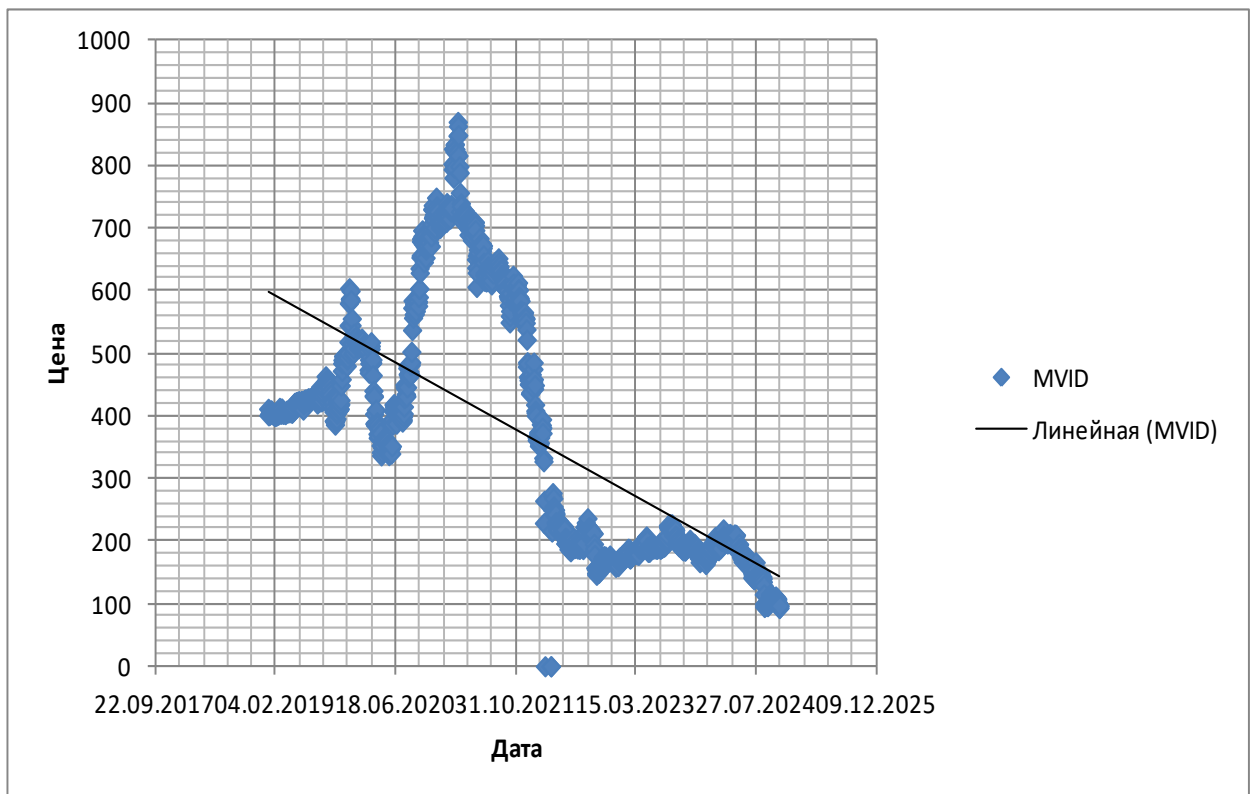


Рисунок Л.3 – Диаграммы рассеяния данных предприятий MVID, PIKK
(Составлено автором)

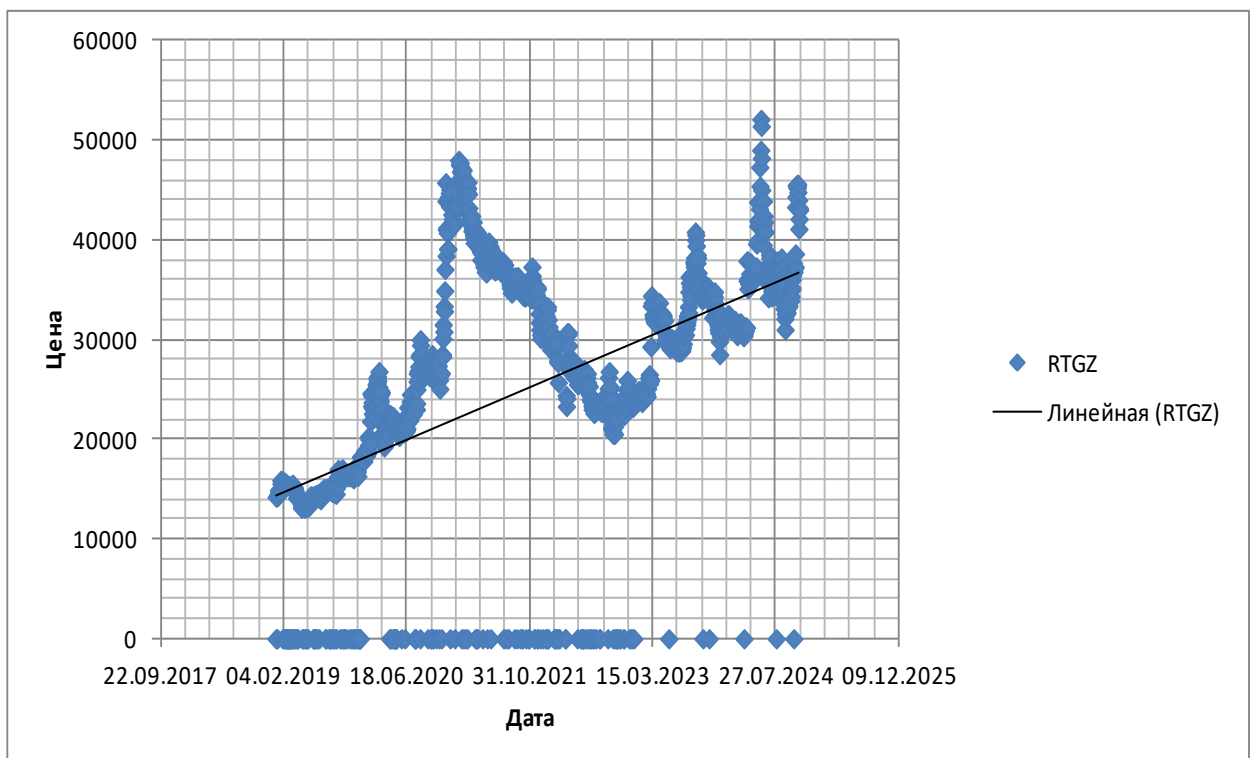
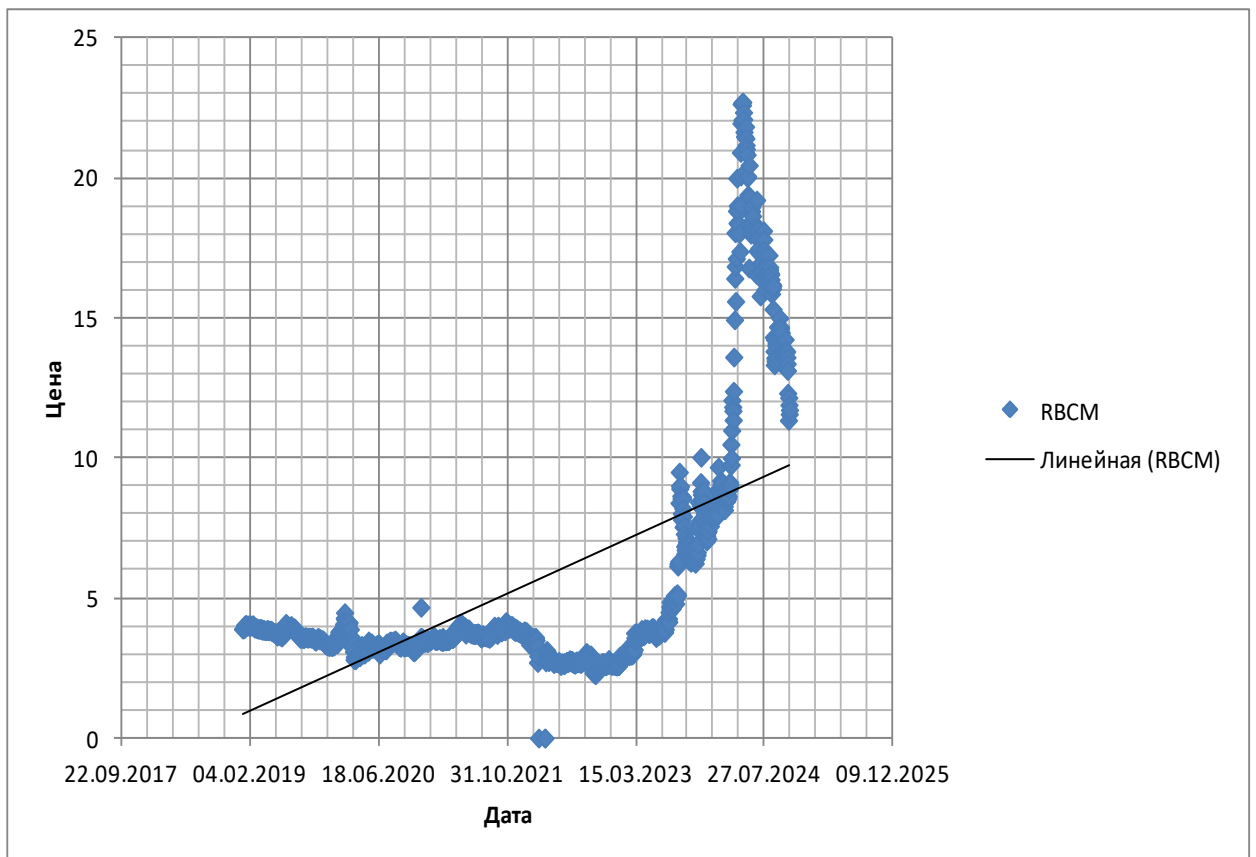


Рисунок Л.4 – Диаграммы рассеяния данных предприятий RBCM, RTGZ
(Составлено автором)

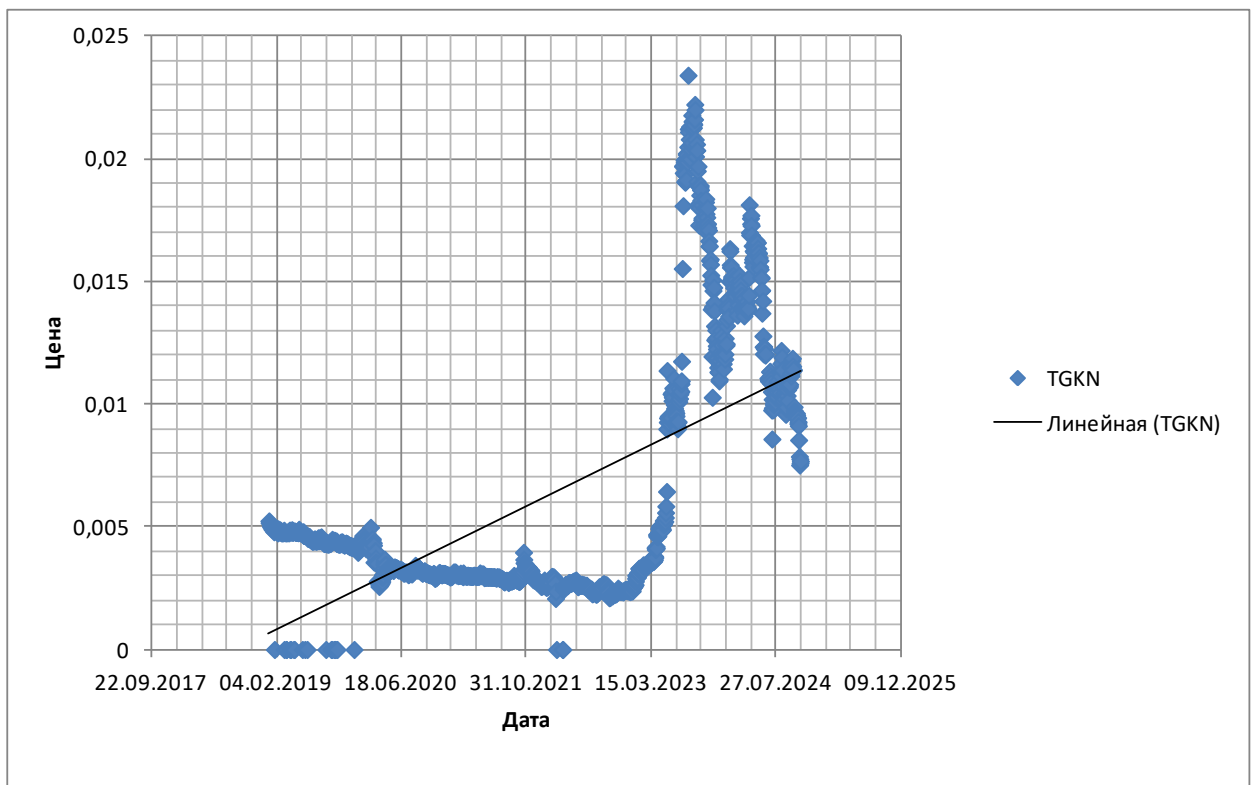
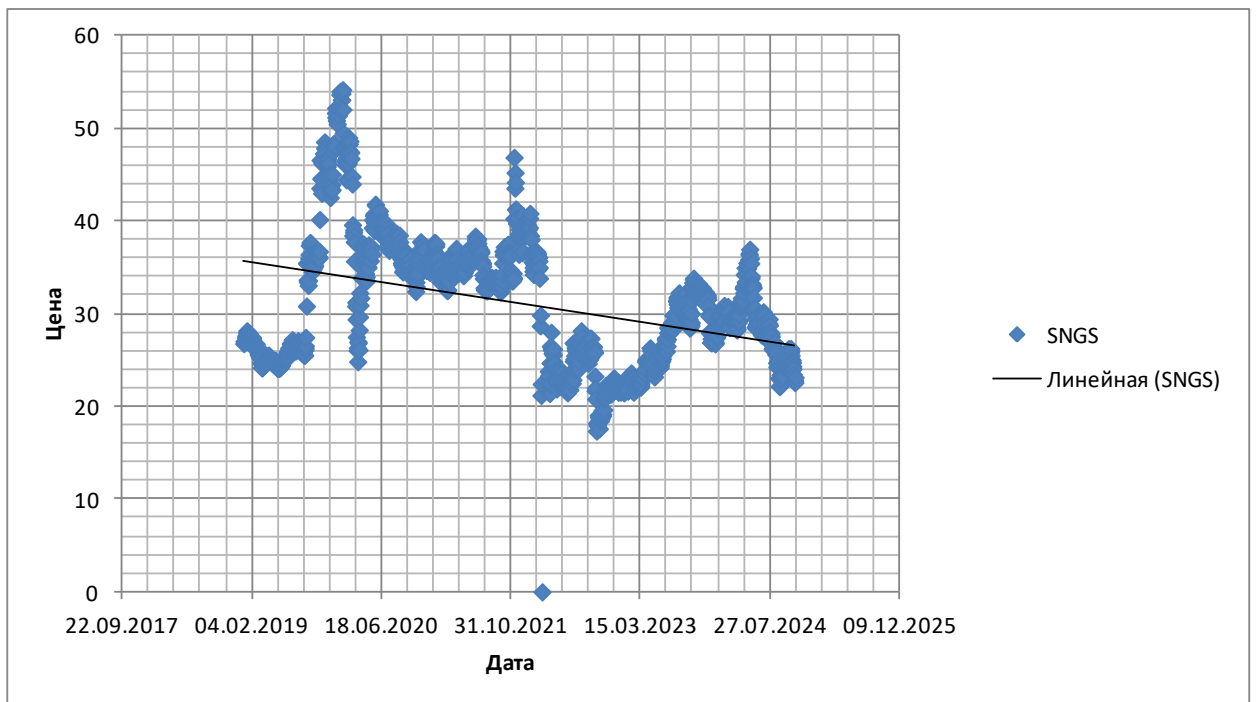


Рисунок Л.5 – Диаграммы рассеяния данных предприятий SNGS, TGKN
(Составлено автором)

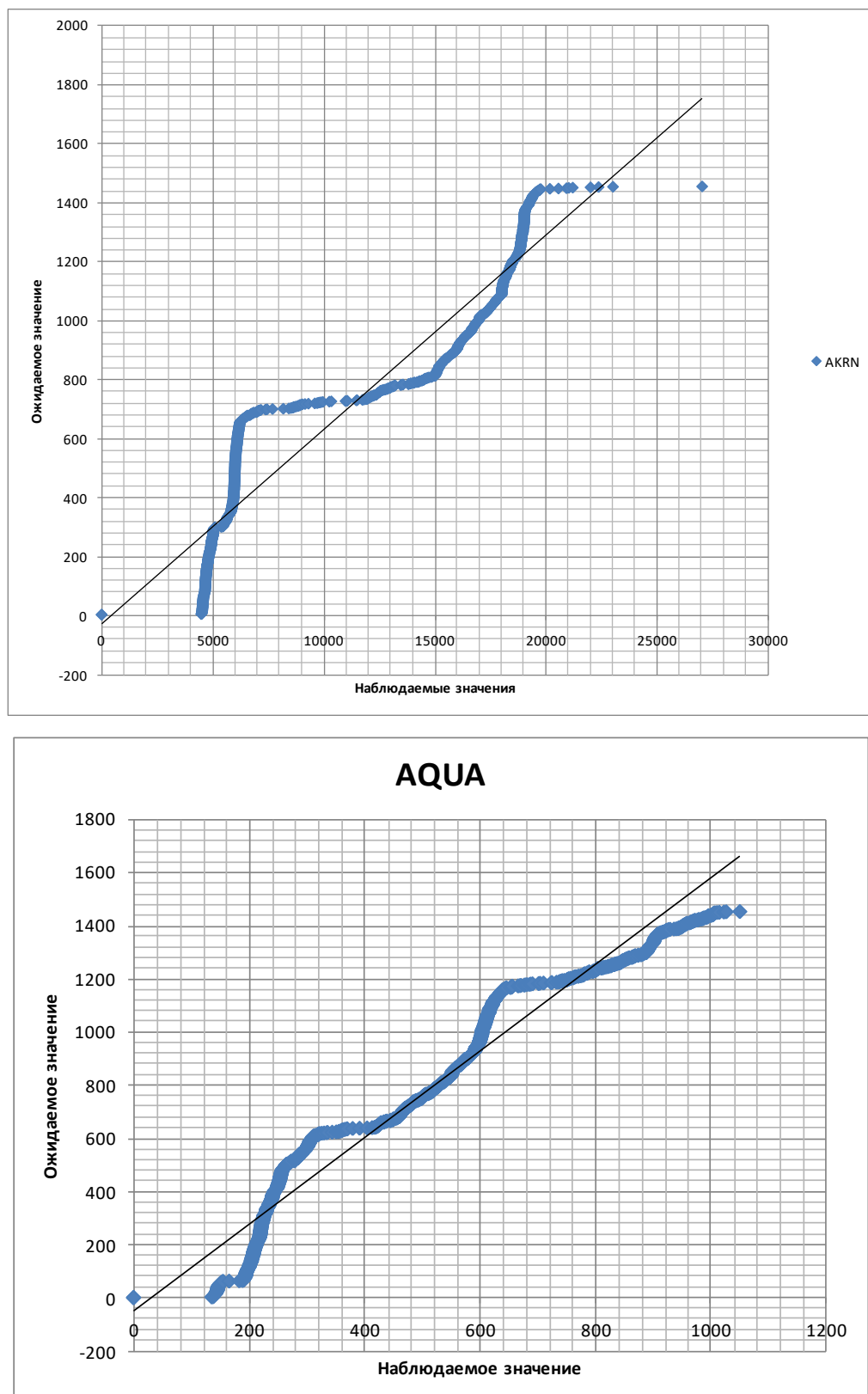


Рисунок М.1 – Диаграмма нормального распределения по выборке предприятий:

AKRN, AQUA

(Составлено автором)

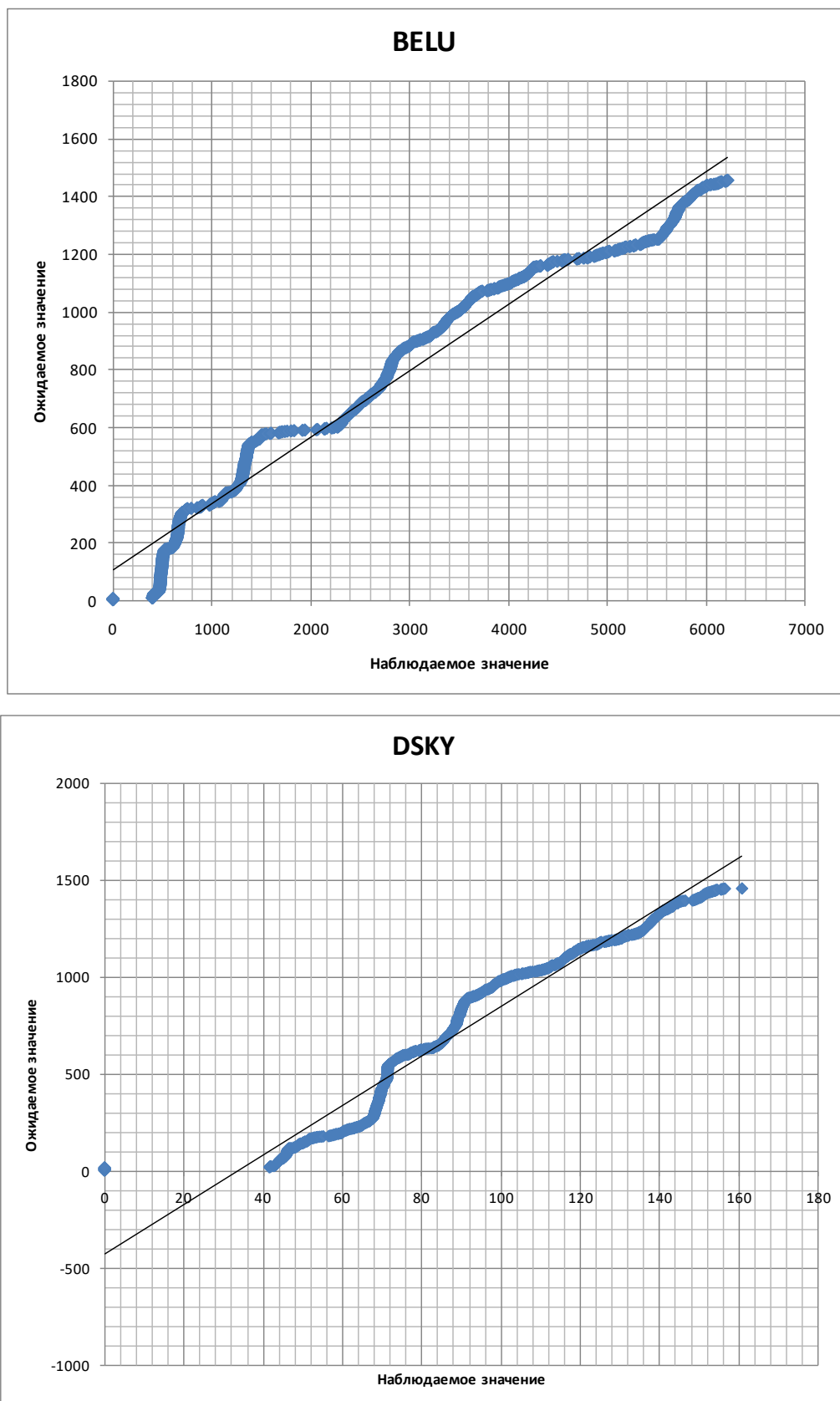


Рисунок М.2 – Диаграмма нормального распределения по выборке предприятий:

BELU, DSKY

(Составлено автором)

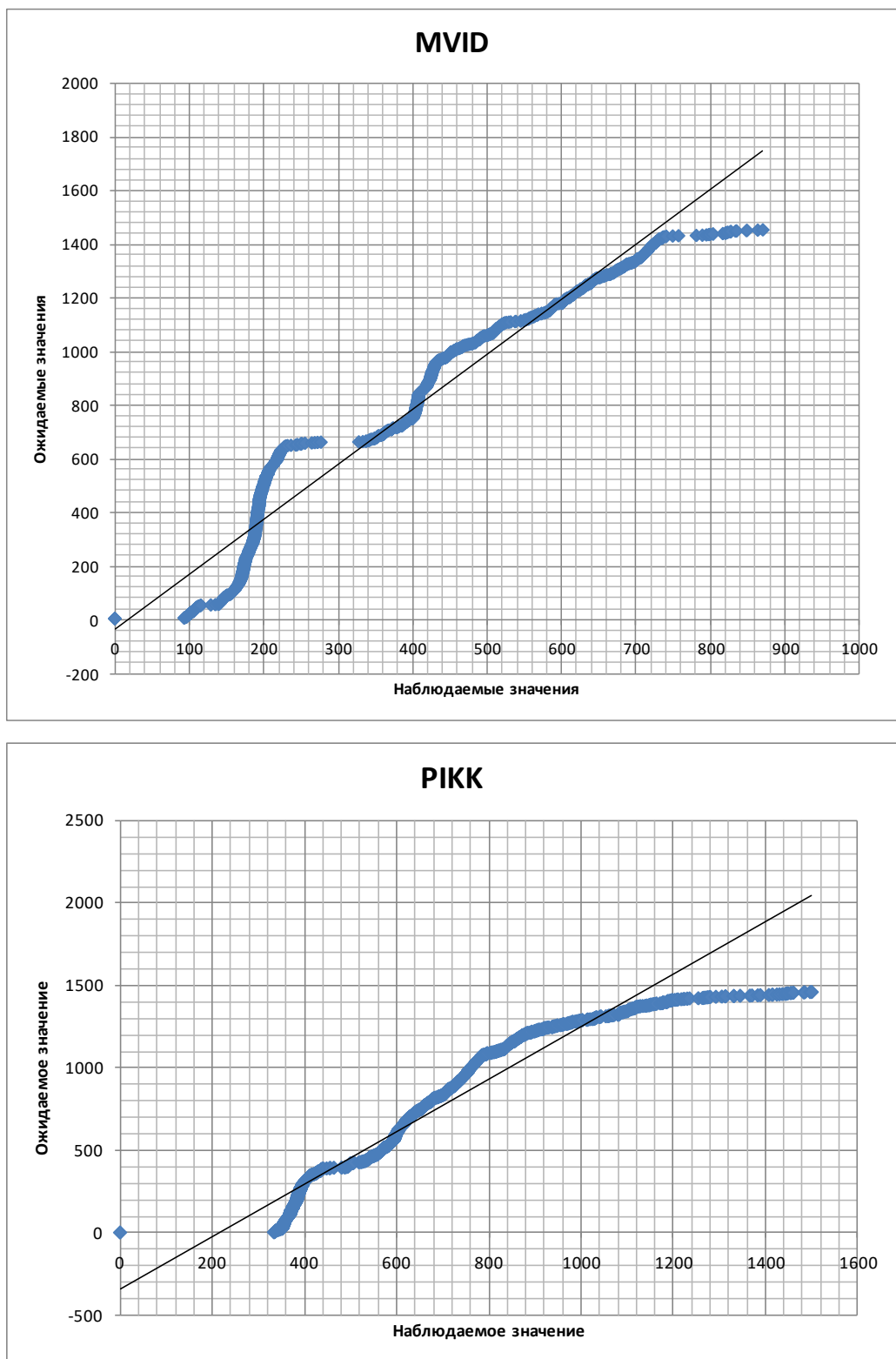


Рисунок М.3 – Диаграмма нормального распределения по выборке предприятий:
MVID, PIKK
(Составлено автором)

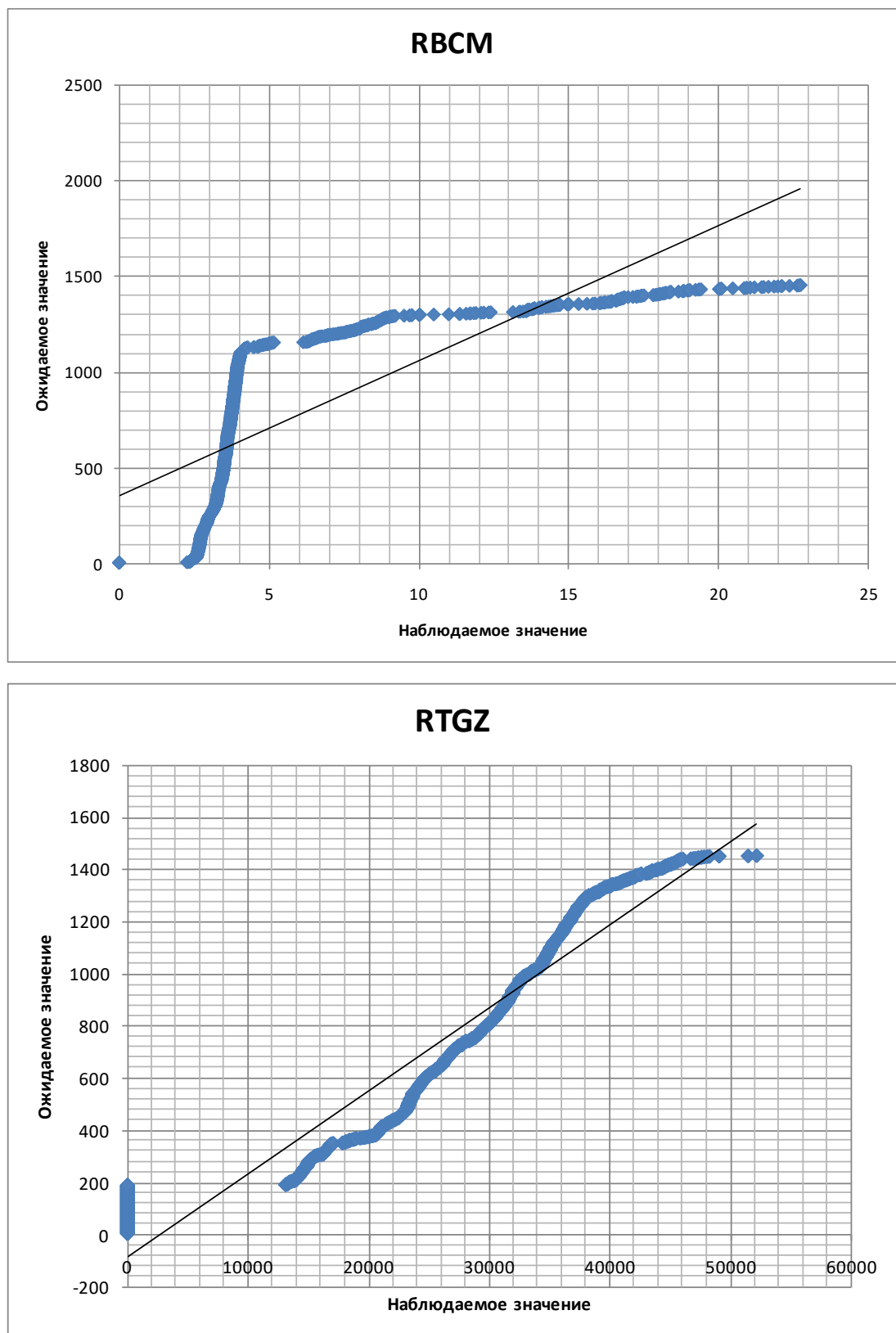


Рисунок М.4 – Диаграмма нормального распределения по выборке предприятий:

RTGZ, RBCM

(Составлено автором)

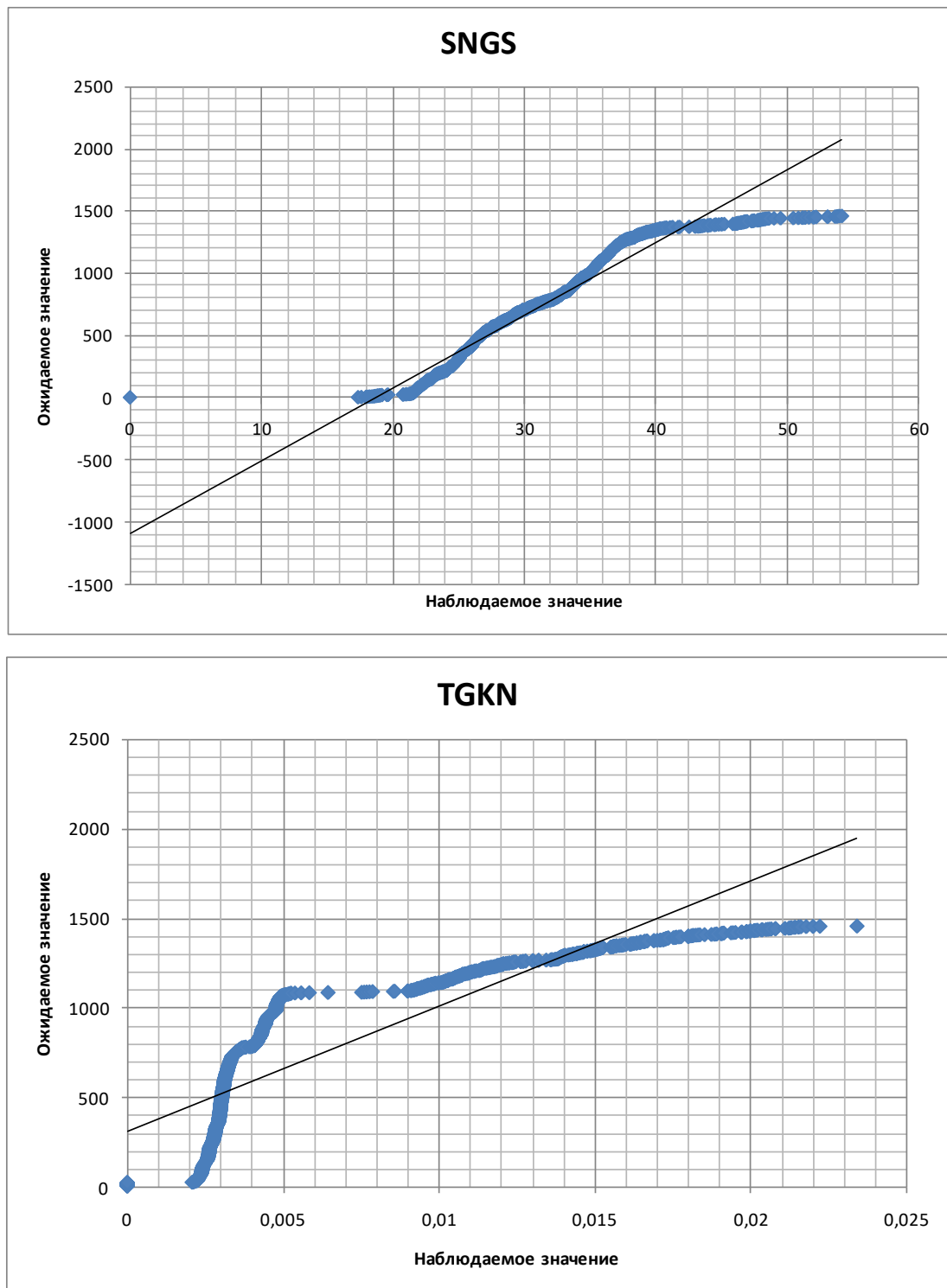


Рисунок М.5 – Диаграмма нормального распределения по выборке предприятий:
 SNGS, TGKN
 (Составлено автором)

[illegible]

(Составлено автором)

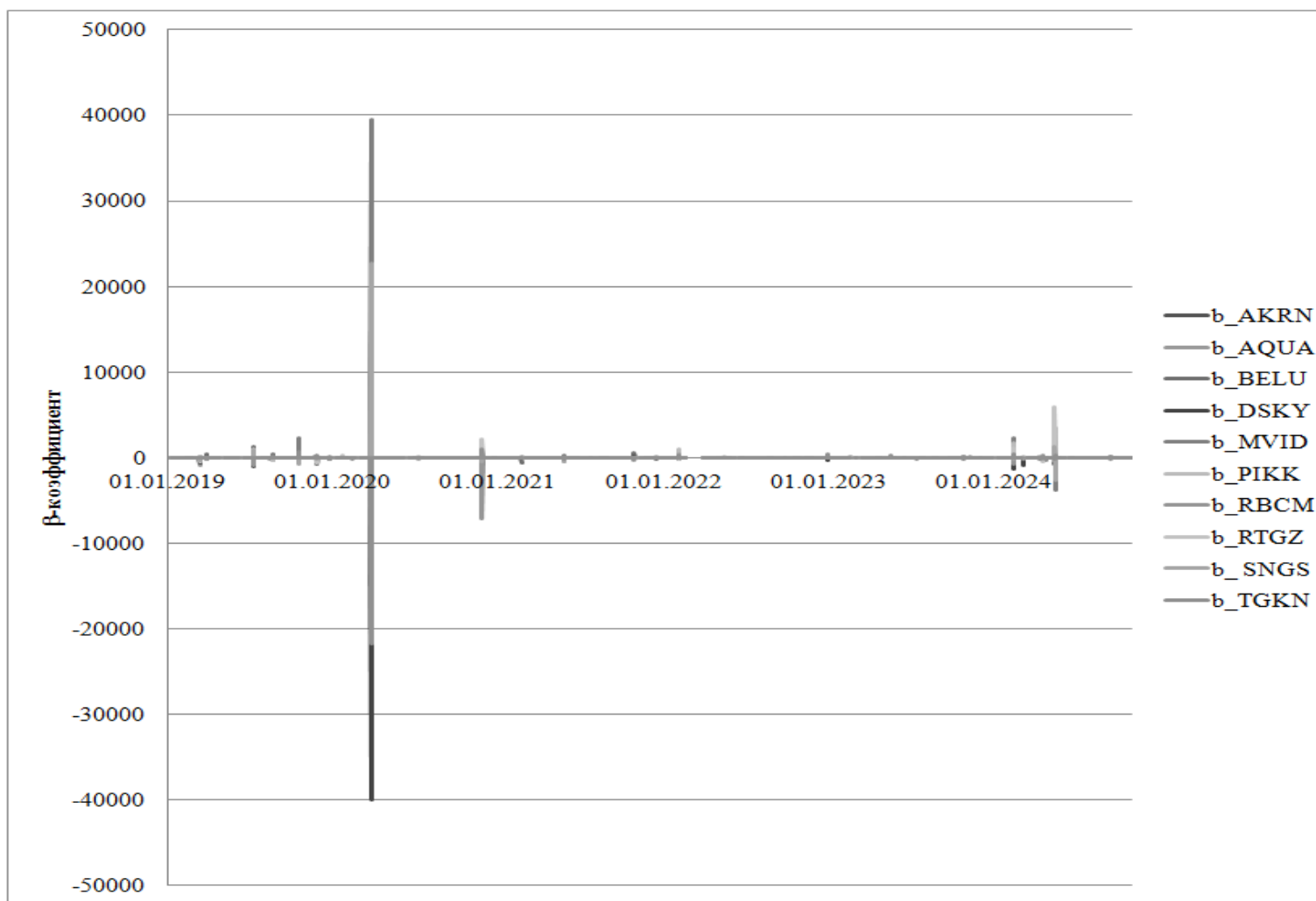


Рисунок О.1 – Наложение графиков значений бета-коэффициентов акций исследуемых компаний
(Составлено автором)

ПРИЛОЖЕНИЕ П

Таблица П.1 – Отметки о наличии экстремальных значений бета-коэффициента исследуемых акций, выявленных методом IQR

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
09.01.2019										ЭЗ*
21.01.2019								ЭЗ		
07.02.2019										ЭЗ
12.02.2019			ЭЗ							
19.03.2019	ЭЗ									
28.03.2019			ЭЗ							
04.04.2019		ЭЗ								
05.04.2019										ЭЗ
01.05.2019									ЭЗ	
22.05.2019				ЭЗ						
29.05.2019						ЭЗ				
06.06.2019	ЭЗ									
12.06.2019		ЭЗ								
18.06.2019							ЭЗ			
19.06.2019							ЭЗ			
10.07.2019							ЭЗ			
30.07.2019			ЭЗ							
06.08.2019					ЭЗ					
13.08.2019		ЭЗ								
26.08.2019					ЭЗ					
02.09.2019									ЭЗ	
04.09.2019									ЭЗ	

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
16.09.2019		ӘЗ								
18.09.2019					ӘЗ					
07.10.2019						ӘЗ				
09.10.2019						ӘЗ				
21.10.2019									ӘЗ	
07.11.2019									ӘЗ	
11.11.2019				ӘЗ						
14.11.2019				ӘЗ						
17.11.2019				ӘЗ						
28.11.2019		ӘЗ								
03.12.2019		ӘЗ								
05.12.2019					ӘЗ					
21.12.2019									ӘЗ	
25.12.2019								ӘЗ		
26.12.2019		ӘЗ								
28.12.2019		ӘЗ								
05.01.2020		ӘЗ								
02.02.2020									ӘЗ	
16.02.2020										ӘЗ
12.03.2020				ӘЗ						
01.04.2020		ӘЗ								
02.04.2020		ӘЗ								
12.04.2020			ӘЗ							
05.05.2020							ӘЗ			
12.05.2020									ӘЗ	
18.05.2020				ӘЗ						
31.05.2020					ӘЗ					
04.06.2020	ӘЗ									
08.06.2020			ӘЗ							
10.06.2020	ӘЗ									

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
02.07.2020								ЭЗ		
23.07.2020									ЭЗ	
24.08.2020					ЭЗ					
30.08.2020	ЭЗ									
02.09.2020	ЭЗ									
23.09.2020					ЭЗ					
07.10.2020				ЭЗ						
11.10.2020					ЭЗ					
21.11.2020								ЭЗ		
09.12.2020				ЭЗ						
15.12.2020			ЭЗ							
23.12.2020				ЭЗ						
23.01.2021			ЭЗ							
26.01.2021			ЭЗ							
04.02.2021					ЭЗ					
14.02.2021			ЭЗ							
16.02.2021									ЭЗ	
17.02.2021			ЭЗ							
18.02.2021			ЭЗ							
25.02.2021			ЭЗ							
28.02.2021			ЭЗ							
03.03.2021			ЭЗ							
09.03.2021			ЭЗ							
10.03.2021			ЭЗ							
14.03.2021			ЭЗ							
15.03.2021			ЭЗ							
17.03.2021			ЭЗ							
22.03.2021			ЭЗ							
23.03.2021			ЭЗ							
29.03.2021		ЭЗ								

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
11.04.2021			ЭЗ							
19.04.2021							ЭЗ			
28.04.2021	ЭЗ									
12.05.2021						ЭЗ				
19.05.2021							ЭЗ			
20.05.2021							ЭЗ			
02.06.2021			ЭЗ							
06.06.2021			ЭЗ							
08.06.2021			ЭЗ							
09.06.2021			ЭЗ							
15.06.2021					ЭЗ					
23.06.2021						ЭЗ				
11.07.2021				ЭЗ						
23.07.2021		ЭЗ								
27.07.2021						ЭЗ				
12.08.2021			ЭЗ							
20.08.2021			ЭЗ							
31.08.2021	ЭЗ									
12.09.2021				ЭЗ						
18.09.2021	ЭЗ									
20.09.2021	ЭЗ									
29.09.2021						ЭЗ				
09.10.2021	ЭЗ									
16.10.2021										ЭЗ
26.10.2021	ЭЗ									
28.10.2021	ЭЗ									
31.10.2021	ЭЗ									
04.11.2021	ЭЗ									
11.11.2021									ЭЗ	
16.11.2021	ЭЗ									

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
08.12.2021	ӘЗ									
20.12.2021	ӘЗ									
22.12.2021	ӘЗ									
23.12.2021		ӘЗ								
29.12.2021	ӘЗ									
05.01.2022										ӘЗ
12.01.2022	ӘЗ									
18.01.2022	ӘЗ									
01.02.2022	ӘЗ									
02.02.2022	ӘЗ									
06.02.2022	ӘЗ									
08.02.2022				ӘЗ						
24.03.2022				ӘЗ						
28.03.2022	ӘЗ									
29.03.2022	ӘЗ									
04.04.2022	ӘЗ									
05.04.2022	ӘЗ									
17.05.2022						ӘЗ				
06.06.2022				ӘЗ						
09.06.2022	ӘЗ									
13.06.2022	ӘЗ									
14.06.2022	ӘЗ									
15.06.2022	ӘЗ									
23.06.2022				ӘЗ						
24.06.2022									ӘЗ	
13.07.2022	ӘЗ									
27.07.2022									ӘЗ	
30.07.2022										ӘЗ
09.08.2022					ӘЗ					
10.08.2022					ӘЗ					

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
14.08.2022	ӘЗ									
24.08.2022					ӘЗ					
14.09.2022						ӘЗ				
02.11.2022				ӘЗ						
07.11.2022				ӘЗ						
09.11.2022				ӘЗ						
10.11.2022				ӘЗ						
11.11.2022				ӘЗ						
14.11.2022				ӘЗ						
21.11.2022								ӘЗ		
22.11.2022				ӘЗ						
30.11.2022									ӘЗ	
01.12.2022									ӘЗ	
25.12.2022						ӘЗ				
27.12.2022										ӘЗ
03.01.2023					ӘЗ					
04.01.2023										ӘЗ
09.01.2023							ӘЗ			
11.01.2023										ӘЗ
12.01.2023							ӘЗ			
17.01.2023										ӘЗ
18.01.2023										ӘЗ
23.01.2023										ӘЗ
30.01.2023	ӘЗ									
01.02.2023	ӘЗ									
02.02.2023	ӘЗ									
03.03.2023								ӘЗ		
13.03.2023				ӘЗ						
22.03.2023			ӘЗ							
29.03.2023										ӘЗ

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
02.04.2023										ЭЗ
05.04.2023		ЭЗ								
09.05.2023					ЭЗ					
18.05.2023					ЭЗ					
30.05.2023							ЭЗ			
01.06.2023										ЭЗ
15.06.2023						ЭЗ				
20.06.2023							ЭЗ			
26.06.2023		ЭЗ								
27.06.2023										ЭЗ
03.07.2023										ЭЗ
16.07.2023					ЭЗ					
17.07.2023										ЭЗ
25.07.2023							ЭЗ			
08.08.2023										ЭЗ
09.08.2023										ЭЗ
05.09.2023	ЭЗ									
06.09.2023	ЭЗ									
10.09.2023							ЭЗ			
14.09.2023							ЭЗ			
18.09.2023				ЭЗ						
19.09.2023				ЭЗ						
26.09.2023		ЭЗ								
28.09.2023			ЭЗ							
01.10.2023										ЭЗ
10.10.2023									ЭЗ	
12.10.2023										ЭЗ
19.10.2023		ЭЗ								
01.11.2023				ЭЗ						
12.11.2023							ЭЗ			

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
21.11.2023							ӘЗ			
23.11.2023							ӘЗ			
25.11.2023										ӘЗ
28.11.2023							ӘЗ			
29.11.2023							ӘЗ			
01.12.2023							ӘЗ			
06.12.2023							ӘЗ			
14.12.2023		ӘЗ								
16.12.2023		ӘЗ								
27.12.2023									ӘЗ	
10.01.2024								ӘЗ		
07.02.2024						ӘЗ				
14.02.2024										ӘЗ
15.02.2024										ӘЗ
19.02.2024					ӘЗ					
28.02.2024					ӘЗ					
02.03.2024						ӘЗ				
15.03.2024							ӘЗ			
20.03.2024										ӘЗ
25.03.2024				ӘЗ						
28.03.2024								ӘЗ		
04.04.2024							ӘЗ			
08.04.2024										ӘЗ
19.04.2024							ӘЗ			
23.04.2024							ӘЗ			
27.04.2024									ӘЗ	
29.04.2024							ӘЗ			
07.05.2024								ӘЗ		
22.05.2024								ӘЗ		
24.05.2024							ӘЗ			

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK
09.07.2024										ЭЗ
10.07.2024										ЭЗ
16.07.2024		ЭЗ								
21.07.2024										ЭЗ
23.07.2024					ЭЗ					
31.07.2024				ЭЗ						
01.08.2024				ЭЗ						
13.08.2024										ЭЗ
21.08.2024								ЭЗ		
03.10.2024										ЭЗ
13.10.2024							ЭЗ			

Примечание:

*ЭЗ – выявленные экстремальные значения

(Составлено автором)

ПРИЛОЖЕНИЕ Р

Таблица Р.1 – Сопоставление экстремальных значений бета-коэффициента исследуемых акций, выявленных методом IQR и значений сентимента группы «малозначимые события» с исключёнными в рамках установленного окна событий датами

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK	Сентимент
19.06.2019							ЭЗ*				-6,76589
21.10.2019									ЭЗ		3,62379
17.11.2019				ЭЗ							0
05.12.2019					ЭЗ						
21.12.2019									ЭЗ		0
28.12.2019		ЭЗ									0
05.01.2020		ЭЗ									0
02.02.2020									ЭЗ		0
16.02.2020										ЭЗ	0
01.04.2020		ЭЗ									-6,66667
02.04.2020		ЭЗ									-1,43746
12.04.2020			ЭЗ								-1,57958
05.05.2020							ЭЗ				-6,89865
12.05.2020									ЭЗ		0
31.05.2020					ЭЗ						-8,33333
30.08.2020	ЭЗ										0
28.02.2021			ЭЗ								5,55556
10.03.2021			ЭЗ								
14.03.2021			ЭЗ								0
17.05.2022						ЭЗ					0,83943
30.07.2022										ЭЗ	0
03.01.2023					ЭЗ						1,58724
04.01.2023										ЭЗ	
11.01.2023										ЭЗ	4,54546

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK	Сентимент
12.01.2023							ЭЗ				6,25
20.06.2023							ЭЗ				-7,45919
12.10.2023										ЭЗ	
25.11.2023										ЭЗ	0
06.12.2023							ЭЗ				0
16.12.2023		ЭЗ									0
07.02.2024						ЭЗ					-5,21772
02.03.2024						ЭЗ					0
24.05.2024							ЭЗ				0
16.07.2024		ЭЗ									3,6415
01.08.2024				ЭЗ							0
03.10.2024										ЭЗ	0

Примечание:

*ЭЗ – выявленные экстремальные значения

(Составлено автором)

Таблица С.1 – Возможные даты реализации инсайдерской деятельности по исследуемым акциям

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK	Сентимент
19.06.2019							ЭЗ				-6,76589
17.11.2019				ЭЗ							0
05.12.2019					ЭЗ						0
21.12.2019									ЭЗ		0
28.12.2019		ЭЗ									0
16.02.2020										ЭЗ	0
12.04.2020			ЭЗ								-1,57958
05.05.2020							ЭЗ				-6,89865
12.05.2020									ЭЗ		0
31.05.2020					ЭЗ						-8,33333
30.08.2020	ЭЗ										0
28.02.2021			ЭЗ								5,55556
14.03.2021			ЭЗ								0
17.05.2022						ЭЗ					0,83943
30.07.2022										ЭЗ	0
20.06.2023							ЭЗ				-7,45919
12.10.2023										ЭЗ	
25.11.2023										ЭЗ	0
07.02.2024						ЭЗ					-5,21772
16.07.2024		ЭЗ									3,6415
03.10.2024										ЭЗ	0

Примечание: *ЭЗ – выявленные экстремальные значения

(Составлено автором)

Таблица С.2 – Возможные даты реализации практики манипулирования по исследуемым акциям

Дата	AKRN	AQUA	BELU	DSKY	MVID	PIKK	RBCM	RTGZ	SNGS	TGNK	Сентимент
21.10.2019									ЭЗ		3,62379
05.01.2020		ЭЗ									0
02.02.2020									ЭЗ		0
01.04.2020		ЭЗ									-6,66667
02.04.2020		ЭЗ									-1,43746
10.03.2021			ЭЗ								0
03.01.2023					ЭЗ						1,58724
04.01.2023										ЭЗ	0
11.01.2023										ЭЗ	4,54546
12.01.2023							ЭЗ				6,25
06.12.2023							ЭЗ				0
16.12.2023		ЭЗ									0
02.03.2024						ЭЗ					0
24.05.2024							ЭЗ				0
01.08.2024				ЭЗ							0

Примечание:

*ЭЗ – выявленные экстремальные значения

(Составлено автором)

ПРИЛОЖЕНИЕ Т

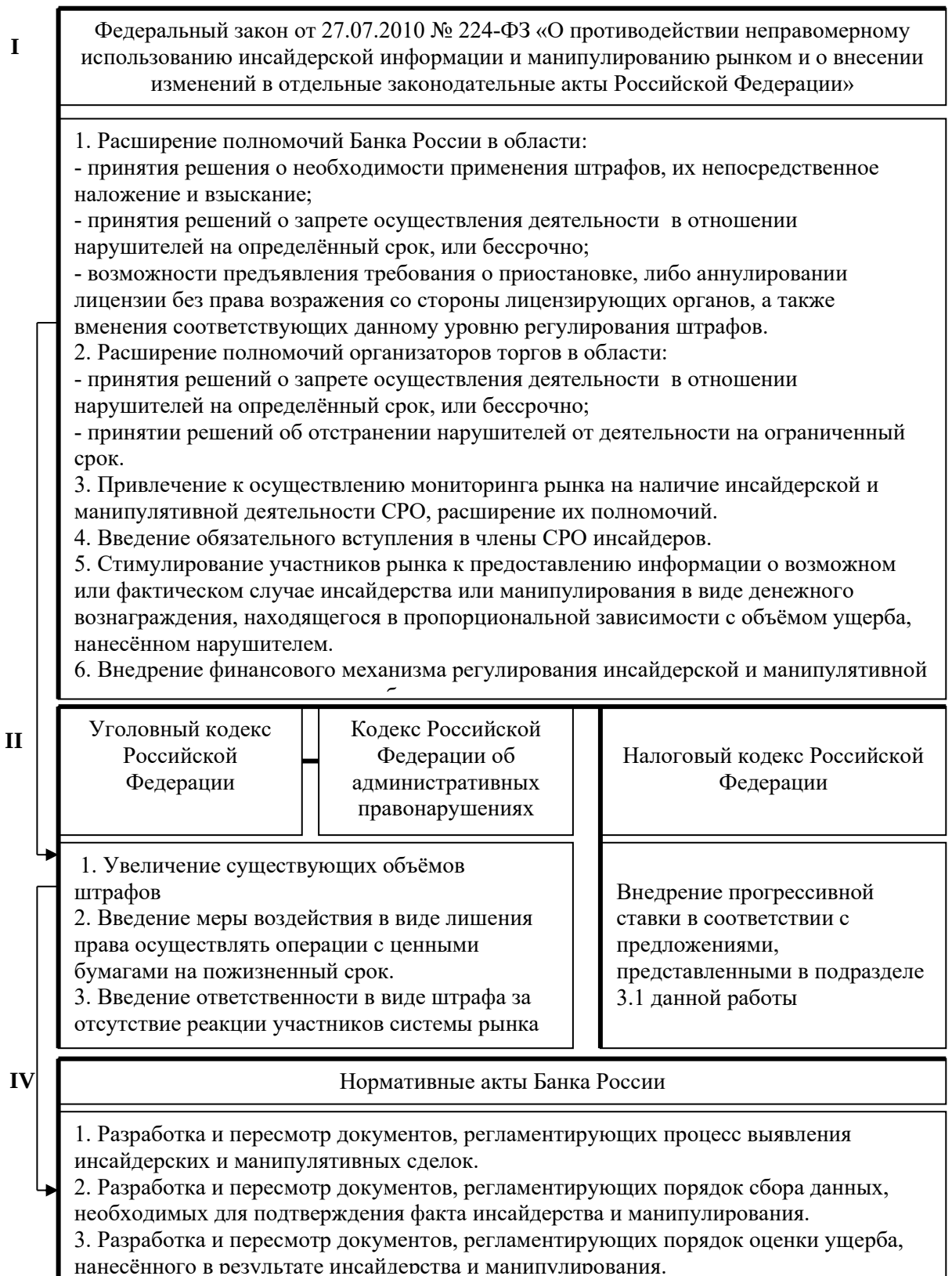


Рисунок Т.1 – Этапы совершенствования законодательной базы противодействия инсайдерской и манипулятивной деятельности
(Разработано автором)

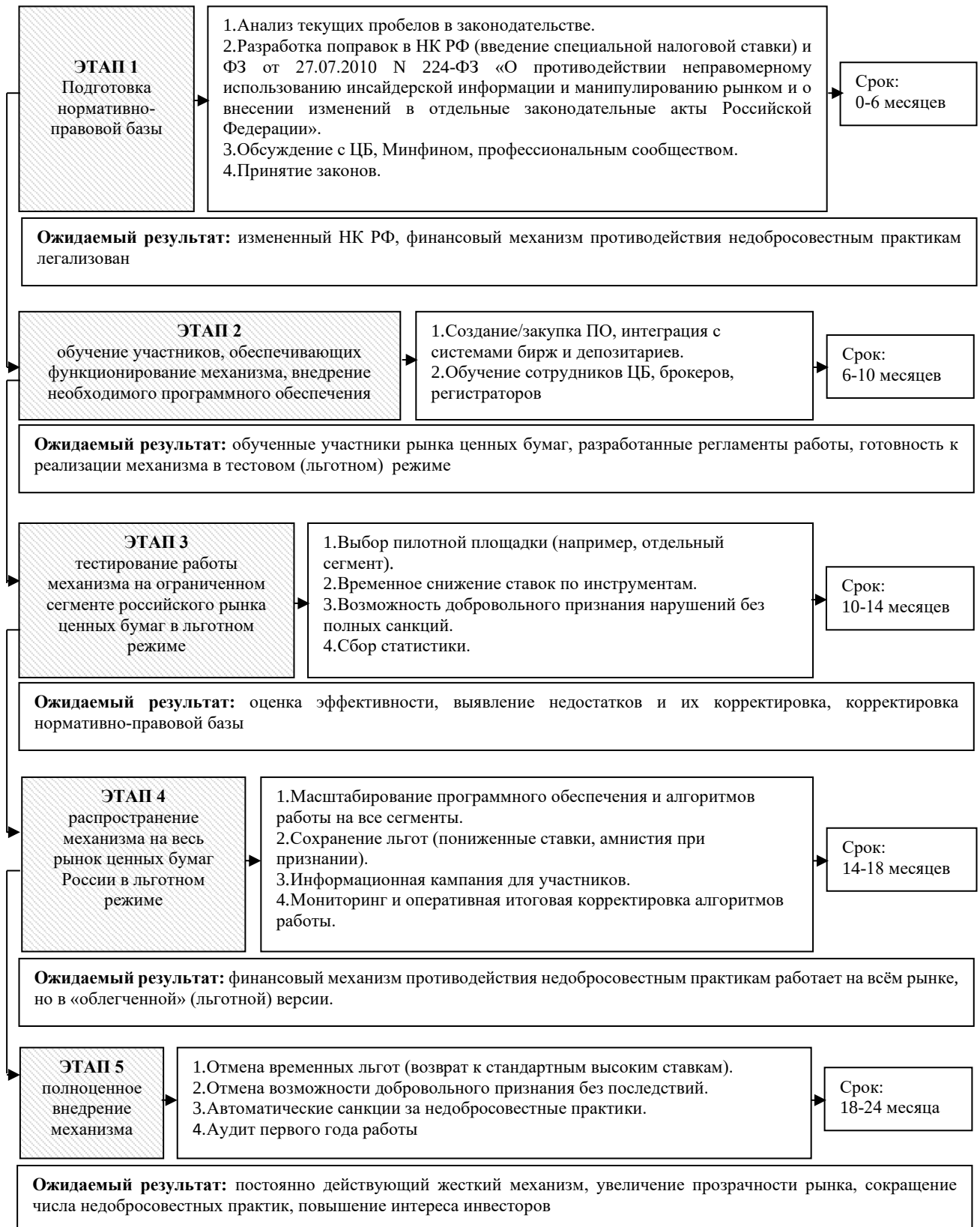


Рисунок Т.2 – Дорожная карта внедрения механизма финансового воздействия на недобросовестные практики участников рынка ценных бумаг
(Разработано автором)