



LIETUVOS BANKAS

TEMINIŲ STRAIPSNIŲ SERIJA

2014 m. Nr. 3

**PASINAUDOJIMO VIEŠAI NEATSKLEISTA
INFORMACIJA AB NASDAQ OMX VILNIUS
BIRŽOJE MASTO TYRIMAS**

PASINAUDOJIMO VIEŠAI NEATSKLEISTA INFORMACIJA AB NASDAQ OMX VILNIUS BIRŽOJE MASTO TYRIMAS

© Lietuvos bankas, 2014
Leidžiama perspausdinti švietimo ir nekomerciniais tikslais, jei nurodomas šaltinis.

Adresas
Gedimino pr. 6
LT-01103 Vilnius

www.lb.lt
info@lb.lt

Turinys

ĮŽANGA	4
TYRIMO METODINĖ DALIS	5
Duomenys	5
Laikotarpio išskaidymas.....	5
Pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant grąžas, perteklinės grąžos ir viršpelnio apskaičiavimas.....	6
Reikšmingų įvykių nustatymas ir pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant grąžas.....	8
Pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas pagal apyvartos pokyčius	8
Perteklinės ir suminės perteklinės apyvartos apskaičiavimas.....	9
Reikšmingų įvykių nustatymas ir pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant apyvartos pokyčius	9
TYRIMO REZULTATAI	10
PREKYBOS PRIEŽIŪRA IR BAUSMĖS UŽ PASINAUDOJIMĄ VNI	14
IŠVADOS.....	15

IŽANGA

Piktnaudžiavimas rinka bendrąja prasme gali būti apibūdintas kaip tam tikras neteisėtas ir nesąžiningas elgesys finansų rinkose. Plačiąja prasme piktnaudžiavimas rinka gali pasireikšti pasinaudojimu viešai neatskleista informacija (VNI), manipuliavimu rinka ar bet koku kitu elgesiu, kas pažeidžia skaidrų ir efektyvų finansų rinkų veikimą. Šiame tyrime analizuojamas vienas rimčiausių pažeidimų finansų rinkose – pasinaudojimas VNI – gali būti apibrėžiamas kaip ekonominio elgesio forma: VNI žinantys asmenys, patys sudarydami sandorius arba atskleiddami konfidencialią informaciją tretiesiems asmenims, siekia gauti naudos iš jiems žinomos VNI. Ta nauda gali būti pelnas iš akcijų kainų pokyčių arba galimybė išvengti nuostolių. Kai prekyba vyksta investuotojams naudojantis VNI, pažeidžiamas rinkos vientisumas, skaidrumas ir stabilumas, susidaro asimetrinė informacija ir dėl nesąžiningų prekyautojų uždribamo didesnio pelno su mažesne rizika didėja investuotojų nelygybė. Dėl šių priežasčių ilgainiui bliūkšta pasitikėjimas vertybinių popierių rinka, smunka likvidumas ir mažėja šios rinkos efektyvumas.

Pagrindiniai pasinaudojimo VNI požymiai yra šie: prekyautojų skubėjimas atlikti tam tikrus veiksmus, neįprasti pavedimai, prekyautojų abejingumas kainai, kuria būtų vykdomas pavedimas, suaktyvėjusi emitento vadovų ir pagrindinių akcininkų prekyba, apyvartos ir kainos pokyčiai prieš esminį įvykį, neįprasti finansų maklerio įmonių ir kredito įstaigų darbuotojų sandoriai ir reikšmingai pasikeitusi prekyautojo investavimo elgsena. Viena iš indikacijų dėl naudojimosi VNI yra ir reikšmingas akcijos kainos kilimas ar kritimas arba apyvartos reikšmingas išaugimas prieš bendrovei paskelbiant apie svarbų esminį įvykį. Pavyzdžiui, jei asmuo turi svarbios konfidencialios informacijos, kurią paskelbus akcijų kaina gerokai pakiltų, jis pradeda pirkti didelį kiekį akcijų ir taip bendrovės akcijų kaina pakyla dar prieš bendrovei paskelbiant naujieną.

Šio tyrimo tikslas – ištirti AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje prekiaujamų akcijų rinkos skaidrumą, jį galima suprasti kaip prekybos, kurioje nėra piktnaudžiaujama rinka, mastą. Tyrimo esmė – nustatyti reikšmingus kainų ir apyvartų pokyčius prieš svarbius esminius įvykius, nes kainų ir (ar) apyvartų reikšmingi pokyčiai prieš naujieną signalizuoja, kad galimai buvo pasinaudota VNI, o tai yra viena iš piktnaudžiavimo rinka formų.

Atliekant tyrimą buvo remiamasi kitų valstybių, ypač Jungtinės Karalystės, priežiūros institucijų tyrimų metodais.

Rengėjai: Reguluojamos rinkos priežiūros skyriaus vyresnysis specialistas Linas Jurkšas ir praktikantė Ieva Andruolytė

TYRIMO METODINĖ DALIS

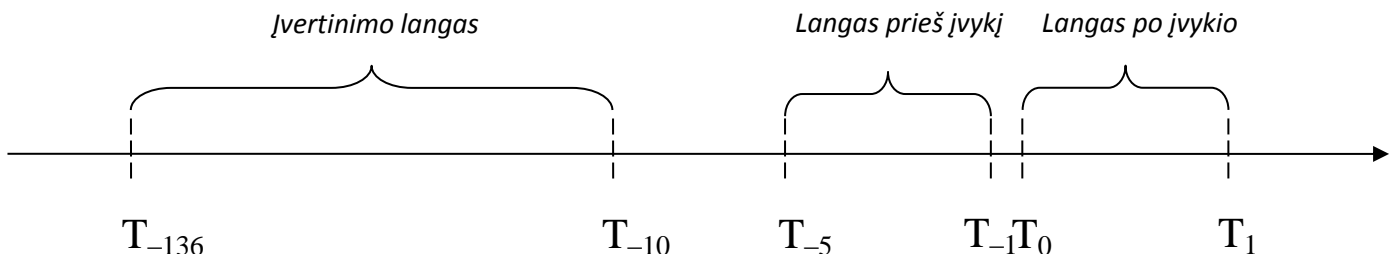
Duomenys

Šiame tyrime naudojami AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržos duomenys apie biržoje sudarytus sandorius prekiaujamų ar anksčiau prekiautų 54 emitentų akcijomis. Naudojami šie prekybos sesijų duomenys: prekybos diena, akcijos pavadinimo trumpinys, uždarymo kaina, apyvarta ir pagrindinio biržos indekso OMXV duomenys, taip pat visi šių emitentų Centrinėje reglamentuojamos informacijos bazėje atskleisti esminiai įvykiai ir jų datos. Esminis įvykis yra tokia tiesiogiai ar netiesiogiai su emitentu susijusi tiksli informacija, galinti nulemti reikšmingą kainų judėjimą, ir viešai neatskleista, pavyzdžiui, įgaliotų emitento akcininkų ketinimas teikti privalomą ar savanorišką oficialų siūlymą, reikšmingų sutarčių sudarymas, veiklos prognozės, su atitinkamos ūkio šakos reguliavimu susiję įgaliotų institucijų sprendimai ir t. t. Tiriamas laikotarpis nuo 2008 m. iki 2013 m. (ilgesnio laikotarpio tyrimo nebuvo galima atlikti, nes Centrinėje reglamentuojamos informacijos bazėje esminiai įvykiai skelbiami tik nuo 2008 m. Pažymėtina, kad kiekvienais metais AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržos emitentų skelbiamų esminių įvykių skaičius skiriasi: didžiausias šių naujienų srautas buvo 2009 m. (843 esminiai įvykiai), o mažiausias – 2012 m. (524 esminiai įvykiai).

Laikotarpio išskaidymas

Kiekvienam esminiam įvykiui skiriami 3 langai: įvertinimo langas (T_{-136}, T_{-10}), įvykio langas (T_{-5}, T_{-1}) ir langas po įvykio (T_0, T_1) (žr. 1 pav.). Visi langai žymi dienas iki arba po esminio įvykio paskelbimo. Laikoma, jog esminio įvykio paskelbimo data yra T_0 .

1 pav. Kiekvieno esminio įvykio laikotarpio išskaidymas



Siekiant išskirti reikšmingus esminius įvykius, pirmiausia reikia apskaičiuoti kiekvienos akcijos vidutinę (reprezentatyvią) grąžą. Įvertinimo langui (T_{-136}, T_{-10}) imamas gana ilgas laikotarpis, kai, tikėtina, nebuvo naudotasi VNI. Šiame tyrime įvertinimo langas atitinka pusės metų prekybos sesijų skaičių, t. y. 126 dienas. Tokiu atveju $(T_{-136}, T_{-10}) = [-136, -10]$.

Didžiausia tikimybė, kad asmenys pasinaudojo VNI, yra likus kelioms dienoms iki esminio įvykio paskelbimo. Laikoma, kad būtent per šias kelias dienas asmenys, žinantys VNI, – insaideriai – aktyviau nei įprastai perka (parduoda) emitento akcijas, dėl to akcijos kaina gali gerokai pakilti (nukristi), o apyvarta išaugti. Čia pasirenkamas penkių prekybos sesijų prieš naujieną langas, t. y. $(T_{-5}, T_{-1}) = [-5, -1]$.

Langas po esminio įvykio apima įvykio paskelbimo datą ir kelias dienas po paskelbimo. Šiame tyrime pasirenkamas įvykio langas – 2 dienos, t. y. įvykio diena (jei naujiena paskelbiama prekybos sesijos metu) ir diena po įvykio, t. y. $(T_0, T_1) = [0, 1]$.

Pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant grąžas, perteklinės grąžos ir viršpelnio apskaičiavimas

Dažnai pasitaiko situacijų, kada akcijų kaina gerokai kyla arba krinta ne dėl galimo naudojimosi VNI, o tiesiog dėl bendros rinkos tendencijos. Pavyzdžiui, per 2008 m. krizę krito daugumos akcijų kainos, todėl, norint pašalinti kainų pokyčius dėl bendro rinkos trendo, iš kainų atimama biržos indekso vertė:

$$P_t^* = \ln P_t - \ln P_{OMXV}. \quad (1)$$

Po to apskaičiuojamos kiekvienos prekybos sesijos logaritminės akcijų grąžos, t. y.:

$$R_t = P_t^* - P_{t-1}^*. \quad (2)$$

Jos naudojamos perteklinei grąžai (angl. *abnormal returns*, AR) apskaičiuoti. AR parodo, kiek akcijos dienos grąža skiriasi nuo vidutinės ilgalaikės vienos dienos grąžos šioje pozicijoje. Ji apskaičiuojama pagal tokią formulę:

$$AR_t = R_t - E(R_t). \quad (3)$$

Ilgą laikotarpio grąžų vidurkis $E(R_t)$ apskaičiuojamas taip:

$$E(R_t) = \frac{\sum_{-136}^{-10} R_t}{127}. \quad (4)$$

Po to apskaičiuojamas dviejų laikotarpių viršpelnis (angl. *cumulative abnormal return*, CAR) – lango prieš įvykį ir bendro lango prieš ir po įvykio sumos. Pirmiausia, apskaičiuojamos laikotarpių (T_{-5}, T_{-1}) ir (T_0, T_1) kiekvienos dienos AR. Po to laikotarpio (T_{-5}, T_{-1}) ir laikotarpio $(T_{-5}, T_{-1}) + (T_0, T_1)$ AR susumuojamos, taip gaunami atitinkamai penkių dienų CAR ir septynių dienų CAR:

$$CAR_5 = AR_{-5} + AR_{-4} + AR_{-3} + AR_{-2} + AR_{-1}; \quad (5)$$

$$CAR_7 = AR_{-5} + AR_{-4} + AR_{-3} + AR_{-2} + AR_{-1} + AR_0 + AR_1. \quad (6)$$

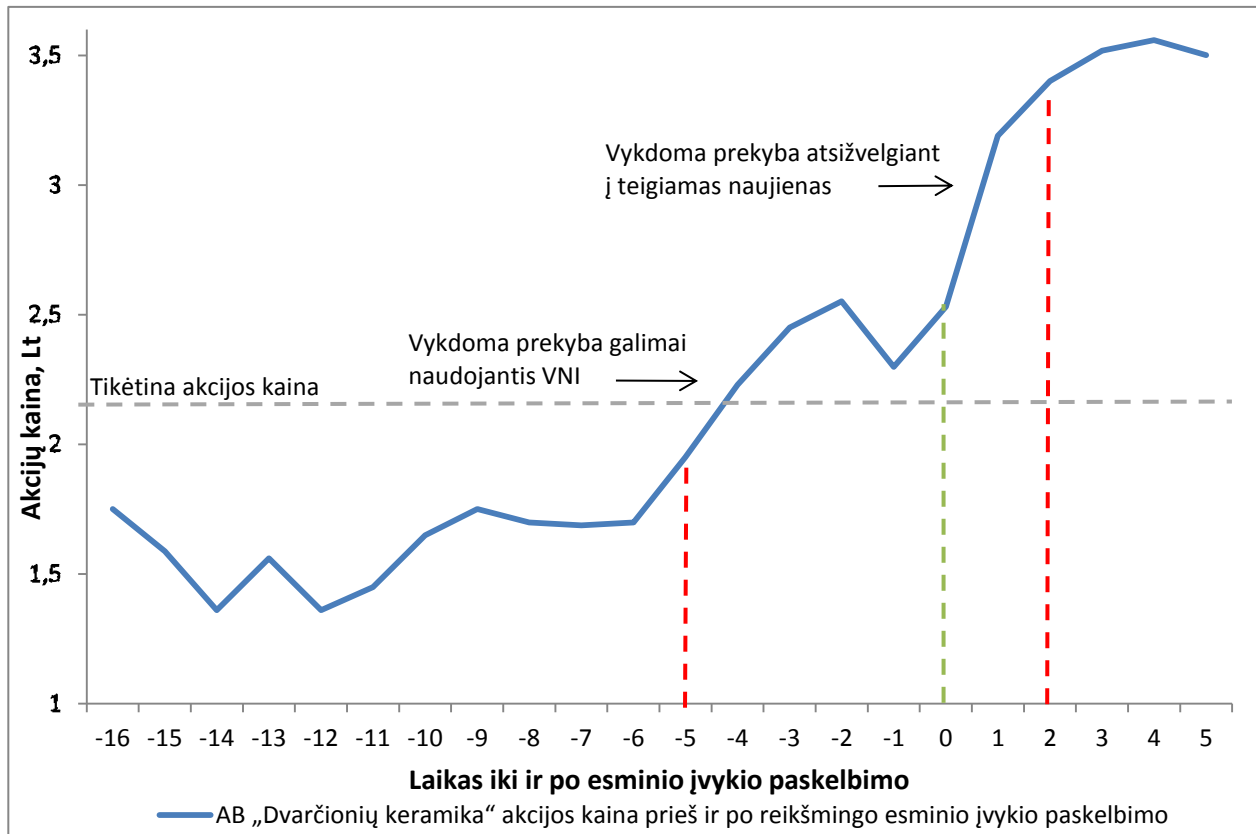
Septynių dienų CAR parodo bendrą akcijos viršpelinį, gautą prieš ir po esminio įvykio paskelbimo. Šis viršpelnis rodo esminio įvykio reikšmingumą: jei naujiena nėra svarbi, akcijos kaina po jos paskelbimo neturėtų reikšmingai keistis.

Penkių dienų CAR parodo investuotojo (ų) viršpelinį, gautą per penkias dienas iki esminio įvykio paskelbimo. Statistiškai reikšmingas viršpelnis prieš naujieną rodo, kad investuotojai galimai naudojami VNI, nes gerokai pakėlė (sumažino) akcijos kainą dar iki esminio įvykio paskelbimo viešai. Tačiau ne visada dideli kainų pokyčiai prieš esminį įvykį gali reikšti galimą naudojimąsi VNI. Akcijos kaina gali nemažai nukristi bendrovei išmokėjus dividendus, o gautas CAR tokiais atvejais dažniausiai bus statistiškai reikšmingas. Kad išvengtume tokių atvejų, iš esminių įvykių pašalinami visi įvykiai, kurių laikotarpiu (T_{-5}, T_1) buvo išmokėti dividendai. Be to, dažnai pasitaiko tokių situacijų, kai emitentas paskelbia reikšmingą esminį įvykį (po kurio akcijos kaina gerokai pakinta), o po kelių dienų paskelbia mažai svarbią naujieną – tokiu atveju dėl didelio kainos kilimo prieš antrąjį esminį įvykį ši naujiena galimai taps statistiškai reikšminga, nors tai ir nėra logiška. Siekiant išvengti klaidingų ir nepagrįstų rezultatų, antroji naujiena (ji paskelbiama per 5 dienas po pirmosios naujienos) yra automatiškai pašalinama.

Pasinaudojimas VNI siejamas su dideliais kainų pokyčiais prieš esminį įvykį (kai kaina kyla arba krinta), tačiau ne prieš kiekvieną esminį įvykį akcijų kaina reikšmingai keičiasi. Jei prekyba vyksta skaidriai, t. y. nesinaudojama VNI, prieš esminio įvykio paskelbimą kaina dažniausiai yra pastovi ir pakyla tik po viešo reikšmingo įvykio paskelbimo. Kai prekiaujama naudojantis VNI, akcijos kaina dažniausiai pradeda labai

keistis dar prieš esminio įvykio paskelbimą. Kaip kito akcijų kaina, įmonei AB „Dvarčionių keramika“ 2008 m. spalio 28 d. paskelbus esminį įvykį apie *Cersanit S.A.* ketinimą teikti privalomą oficialų siūlymą supirkti likusias balsavimo teisę suteikiančias AB „Dvarčionių keramika“ paprastasias vardines akcijas už galimai daug didesnę nei tuo metu rinkoje buvusią šios bendrovės akcijų kainą, parodyta 2 pav.

2 pav. AB „Dvarčionių keramika“ akcijų kainos prieš ir po esminio įvykio 2008 m. spalio 28 d.



Šiuo atveju tiek penkių, tiek septynių dienų CAR yra reikšmingas, nes investuotojai galimai naudojosi VNI (jie pirko akcijas prieš svarbaus esminio įvykio paskelbimą) ir dėl to akcijos kaina reikšmingai pasikeitė.

Apskaičiuojame kiekvieno esminio įvykio perteklinę grąžą ir viršpelinį įvertinimo languose, languose prieš ir po įvykio. Galiausiai nustatome kiekvienų metų pasinaudojimo VNI AB *Nasdaq OMX Vilnius* biržoje mastą. Visus statistškai reikšmingus CAR_5 reikia padalyti iš visų reikšmingų CAR_7 . Šis santykis parodo, prieš kiek reikšmingų esminių įvykių buvo galimai naudotasi VNI: kuo šis santykis didesnis, tuo rinkos skaidrumas yra mažesnis.

Paminėtina, kad Jungtinės Karalystės finansinių paslaugų priežiūros institucija (angl. *Financial Conduct Authority*) pagal panašią metodiką kiekvienais metais skaičiuoja pasinaudojimo VNI mastą (anksčiau šią funkciją atlikdavo Finansinių paslaugų institucija). Vis dėlto šis rinkos skaidrumo skaičiavimas apima tik esminius įvykius apie įmonių perėmimą (angl. *takeover*) ir nėra pašalinama bendra rinkos tendencija, todėl svarbių naujienų atrinkimo procesas šiek tiek skiriasi. Be to, dėl didesnio likvidumo ir kitokios rinkos struktūros naudoja trumpesnę (2 dienų) skaičiavimo intervalą prieš šias naujienas ir didesnę ilgo laikotarpio akcijos kainos vidurkio įvertinimo langą $[-250, 10]$.

Reikšmingų įvykių nustatymas ir pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant gražas

Reikšmingi CAR_5 ir CAR_7 apskaičiuojami taikant savirankos (angl. *bootstrap*) metodą. Šis metodas pagrįstas principu, kad įvertis nustatomas iš pagrindinės imties sudarant daug (šiuo tyrimo 500) mažesnių imčių.

Iš pradžių apskaičiuojami reikšmingi CAR_7 . Iš vektoriaus $(AR_{-136}, \dots, AR_{-10})$ atsitiktinai ištraukiamos septynios AR ir susumuojamos, taip gaunamos kritinės CAR_7 reikšmės. Procesas pakartojamas 500 kartų, t. y. gaunama 500 CAR_7 reikšmių, iš jų paimama 25-a didžiausia (CAR_{max7}) ir 25-a mažiausia (CAR_{min7}) reikšmės. Šios dvi kritinės reikšmės lyginamos su tikrąja CAR_7 reikšme: jei tikroji CAR_7 reikšmė didesnė už CAR_{max7} arba mažesnė už CAR_{min7} , CAR_7 esminis įvykis laikomas reikšmingu.

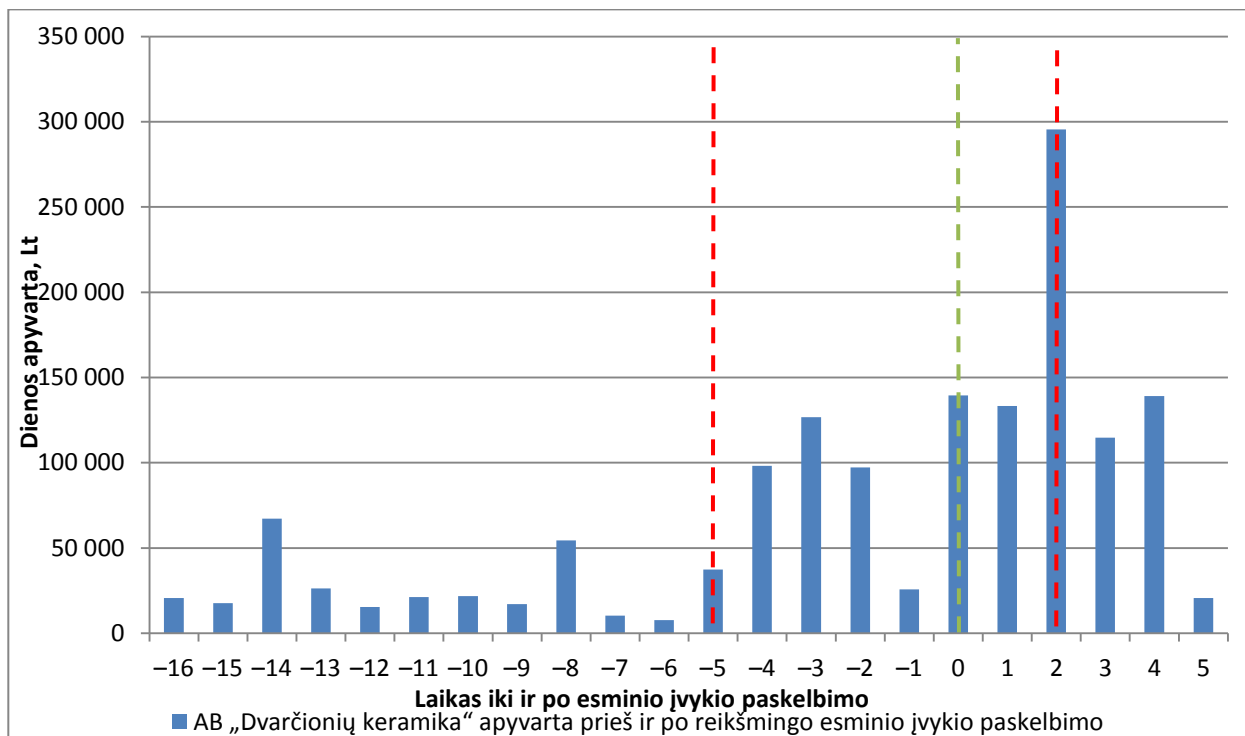
Norėdami nustatyti reikšmingus CAR_5 , atsirenkame tik tuos atsitiktinai gautus CAR_7 , kurie didesni už CAR_{max7} arba mažesni už CAR_{min7} ir apskaičiuojame jų CAR_5 . Iš viso gauname 50 CAR_5 kritinių reikšmių. Gautus atsitiktinius CAR_5 išrikiuojame didėjimo tvarka ir paimame 5-ą didžiausią (CAR_{max5}) ir 5-ą mažiausią (CAR_{min5}) CAR_5 reikšmes. Jei tikroji CAR_5 reikšmė didesnė už CAR_{max5} arba mažesnė už CAR_{min5} , tikrasis CAR_5 laikomas reikšmingu.

Šis procesas pakartojamas kiekvienam esminiam įvykiui ir susumuojama, kiek buvo reikšmingų CAR_5 ir CAR_7 . Pasinaudojimo VNI mastas gaunamas padalijant visus reikšmingus CAR_5 iš visų susumuočių CAR_7 .

Pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas pagal apyvartos pokyčius

Kai investuotojai naudojami VNI, dažniausiai ne tik įtartinai keičiasi akcijų kainos, bet ir reikšmingai padidėja jų apyvarta. AB „Dvarčionių keramika“ dienos apyvartos prieš ir po esminio įvykio paskelbimo 2008m. spalio 28 d. pateiktos 3 pav.:

3 pav. AB „Dvarčionių keramika“ apyvarta prieš ir po esminio įvykio 2008 m. spalio 28 d.



Žalia punktyrinė linija žymi esminio įvykio paskelbimo datą, o raudonos – penkias dienas prieš ir dvi dienas po paskelbimo. Iš pav. matyti, kad bendrovės apyvarta prieš įvykio paskelbimą ir po jo gerokai padidėjo, palyginti su ta, kuri buvo [-16, -6] dienų laikotarpiu. Tai signalizuoja galimą naudojimąsi VNI prieš svarbų esminį įvykį.

Perteklinės ir suminės perteklinės apyvartos apskaičiavimas

Perteklinė apyvarta (angl. *abnormal volume*, AV) ir suminė perteklinė apyvarta (angl. *cumulative abnormal volume*, CAV) apskaičiuojamos panašiai kaip ir perteklinių grąžų, tačiau, prieš nustatydami AV, visas vienos dienos apyvartas (V_t^*) normalizuojame:

$$V_t = \ln(V_t^* + 1). \quad (7)$$

Priešingai nei atliekant grąžų tyrimą, iš apyvartų bendro rinkos trendo pašalinti nereikia, nes kiekvienos akcijos apyvarta su visos biržos apyvartų kaita koreliuoja daug mažiau nei tokia pati priklausomybė kainų atveju. Kiekvienos dienos AV apskaičiuojama analogiškai:

$$AV_t = V_t - E(V_t). \quad (8)$$

Vis dėlto vidutinė dienos apyvarta $E(V_t)$ nustatoma šiek tiek kitaip nei vidutinė grąža. Iš pradžių regresiškai įvertinamas modelis:

$$V_t = \alpha + \beta t + \varepsilon_t. \quad (9)$$

Šiuo modeliu vertinama apyvartos priklausomybė nuo jų ilgo laikotarpio trendo. Jei koeficientas β laiku t reikšmingas, tai vidutinė tikėtina apyvarta apskaičiuojama taip:

$$E(V_t) = \alpha + \beta t,$$

kur α – laisvasis narys. (10)

Jei koeficientas β nėra reikšmingas, vidutinė apyvarta apskaičiuojama tiesiog kaip apyvartų aritmetinis vidurkis:

$$E(V_t) = \frac{\sum_{t=1}^{10} V_t}{127}. \quad (11)$$

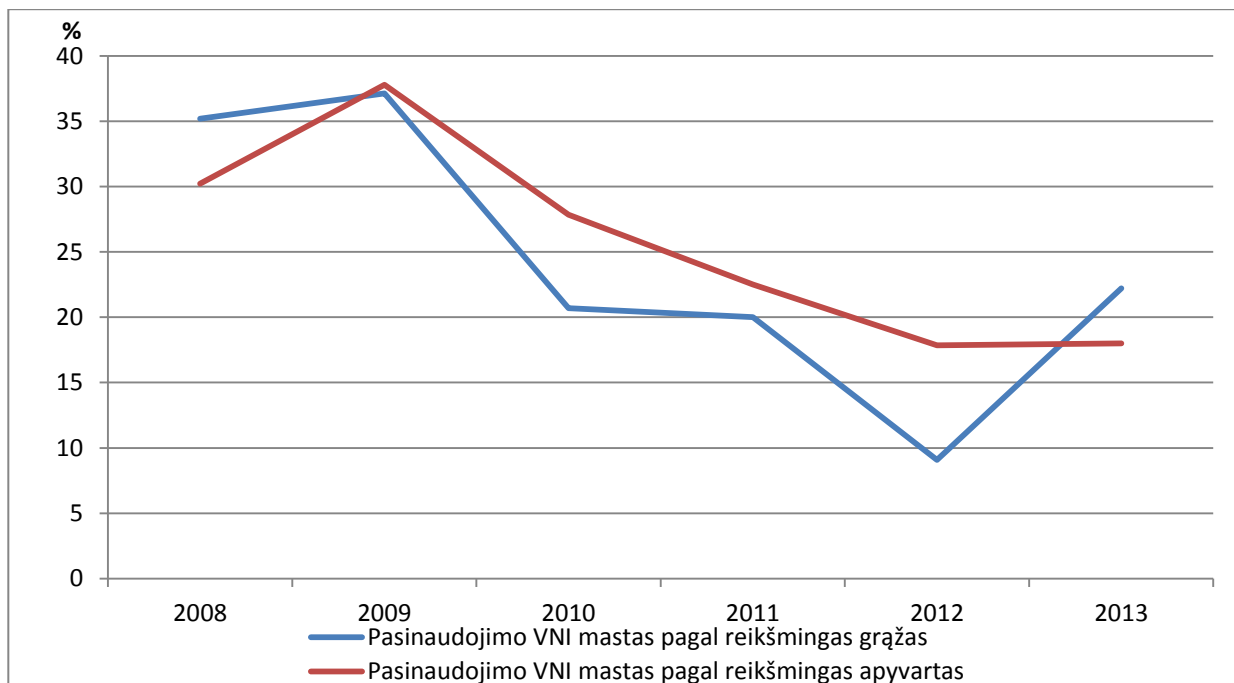
Reikšmingų įvykių nustatymas ir pasinaudojimo VNI masto apskaičiavimas naudojant apyvartos pokyčius

Reikšmingi apyvartos pokyčiai prieš esminius įvykius nustatomi panašiai kaip ir grąžų – taikant savirankos metodą. Pagrindinis skirtumas – reikšmingumo lygmens sumažinamas, t. y. tikrinant CAV_7 reikšmingumą, CAV_7 lyginamas su 15-a, o ne 25-a didžiausia atsitiktinai gautų 500 CAV_7 reikšme. Toks nukrypimas yra būtinas, nes kiekvienos dienos kainų pokyčiai dažniausiai yra gerokai mažesni nei apyvartos pokyčiai, todėl, taikant analogišką grąžų metodą, skirtumas tarp kiekvienos dienos apyvartų dažniau taptų reikšmingas, o tai nebūtų logiška. Priešingai nei nustatant reikšmingus grąžų pokyčius, 15-a mažiausia CAV_7 reikšmė nenaudojama, nes pasinaudojimą VNI gali rodyti tik labai padidėjusi, o ne reikšmingai sumažėjusi apyvarta. Atrinkus 30 reikšmingų CAV_7 , paimama 10-a didžiausia reikšmė ir apskaičiuojama jos kritinė CAV_5 reikšmė. Toliau skaičiuojama analogiškai kaip ir nustatant grąžas. Nustačius visus reikšmingus CAV_5 ir CAV_7 , pasinaudojimo VNI mastas apskaičiuojamas kaip šių susumuotų dydžių santykis.

TYRIMO REZULTATAI

Gauti atliktų tyrimų rezultatai atskleidė, kad pasinaudojimo VNI mastas AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje nuo 2008 iki 2013 m., vertinant pagal skirtingus metodus, vidutiniškai svyravo nuo 9 iki 38 % reikšmingų esminių įvykių skaičiaus (žr. 4 pav.). Abu metodai implikuoja gana panašią mastų kaitą laiko atžvilgiu – prekyba AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje skaidrėja. Nors 2008 ir 2009 m. šie mastai viršijo 30 %, tačiau nuo to laiko pastebimas akivaizdus mastų mažėjimas: 2013 m. mastų dydis reikšmingai padidėjusių apyvartų ir kainų atvejais buvo atitinkamai 18 ir 22 %. Ryškiausias nuokrypis tarp atliktų skirtingų metodų matomas 2012 m.: atliekant išskirtinių grąžų tyrimą gautas tik 9 % mastas, o atliekant išskirtinių apyvartų tyrimą, – 18 %. Taigi šiais metais buvo dvigubai daugiau reikšmingų esminių įvykių, prieš kuriuos akcijų kainos reikšmingai kilo, o apyvartos nedidėjo. 2013 m. padidėjusį mastą grąžų atveju galima būtų sieti su išaugusiu energetikos ir bankų sektoriaus bendrovių naujienų srautu, tačiau šis padidėjimas nepastebėtas reikšmingų apyvartų atveju. Taigi akcijų kainos galimai dėl sutapimo kilo prieš esminius įvykius, tačiau su mažomis apyvartomis.

4 pav. Pasinaudojimo VNI mastas *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje

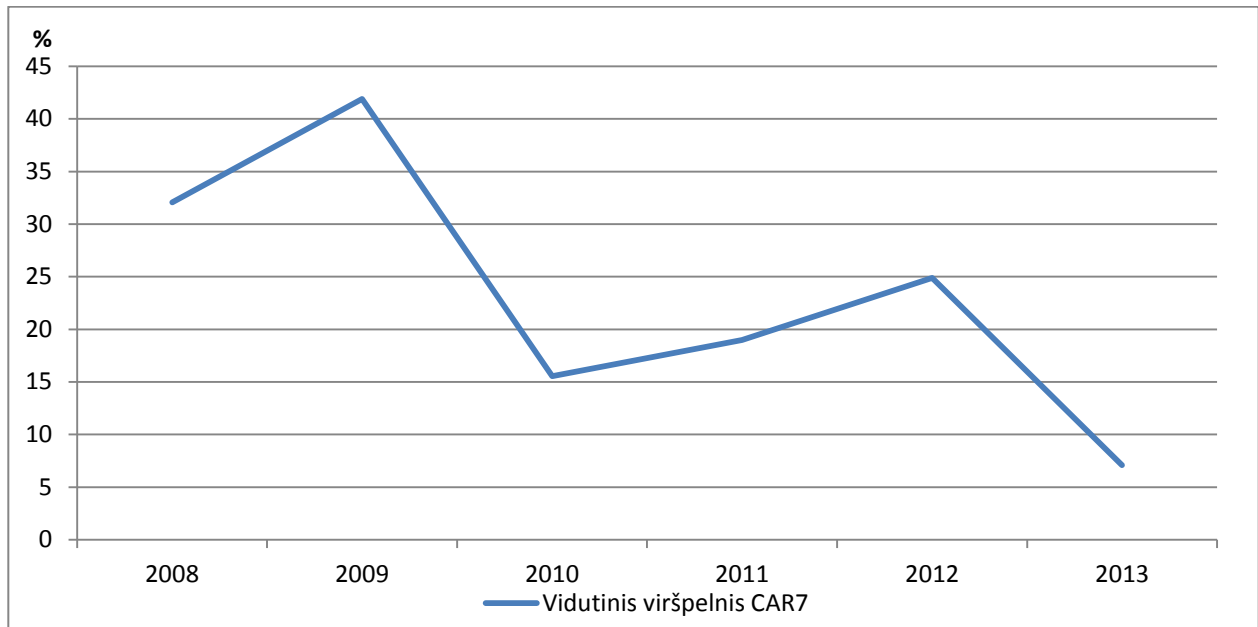


Tiriamuoju laikotarpiu rinkos skaidrumas padidėjo 37 % (grąžų tyrimo atveju) ir 40 % (apyvartų tyrimo atveju), o tokį staigų mažėjimą galima būtų paaiškinti keliais argumentais. Pirmiausia, pasibaigus ekonomikos bei finansų krizei ir gerėjant įmonių veiklos rezultatams, investuotojams atsirado mažiau paskatų naudotis VNI. Be to, šiam mažėjimui poveikį galimai turi nuo 2009 m. liepos 15 d. įsigaliojusi nauja Administracinių teisės pažeidimų kodekso redakcija. Pagal ją fiziniams asmenims už piktnaudžiavimą rinka nustatytos griežtesnės apylinkių teismų skiriamos baudos (nuo 5 000 iki 60 000 Lt) – tokia neleistina veikla tapo daug mažiau patraukli. Pažymėtina, kad šiuo laikotarpiu už pasinaudojimą VNI buvo nubausta nemažai fizinių ir juridinių asmenų: 2008 m. O. Cybuliak – už pasinaudojimą VNI prekiaujant AB „Sanitas“, J. Dastikas – AB „Lifosa“, o 2009 m. M. Galinis ir UAB „Greičio linija“ – AB „Dvarčionių keramika“ akcijomis. Informacija apie pažeidimus ir paskirtas baudas buvo skelbiama viešai, todėl tikėtina turėjo didelį prevencinį pobūdį.

Taip pat buvo apskaičiuotas asmenų, kurie galimai pasinaudojo VNI, uždirbtas pelnas iš šios nelegalios veiklos. Šį rodiklį įmanoma nustatyti iš pasinaudojimo VNI grąžų tyrimo metu apskaičiuotų vidutinių viršpelnių CAR_7 , t. y. toks pelnas, kuris būtų uždirbtas investuotojui nusipirkus konkrečią akciją 5 dienas

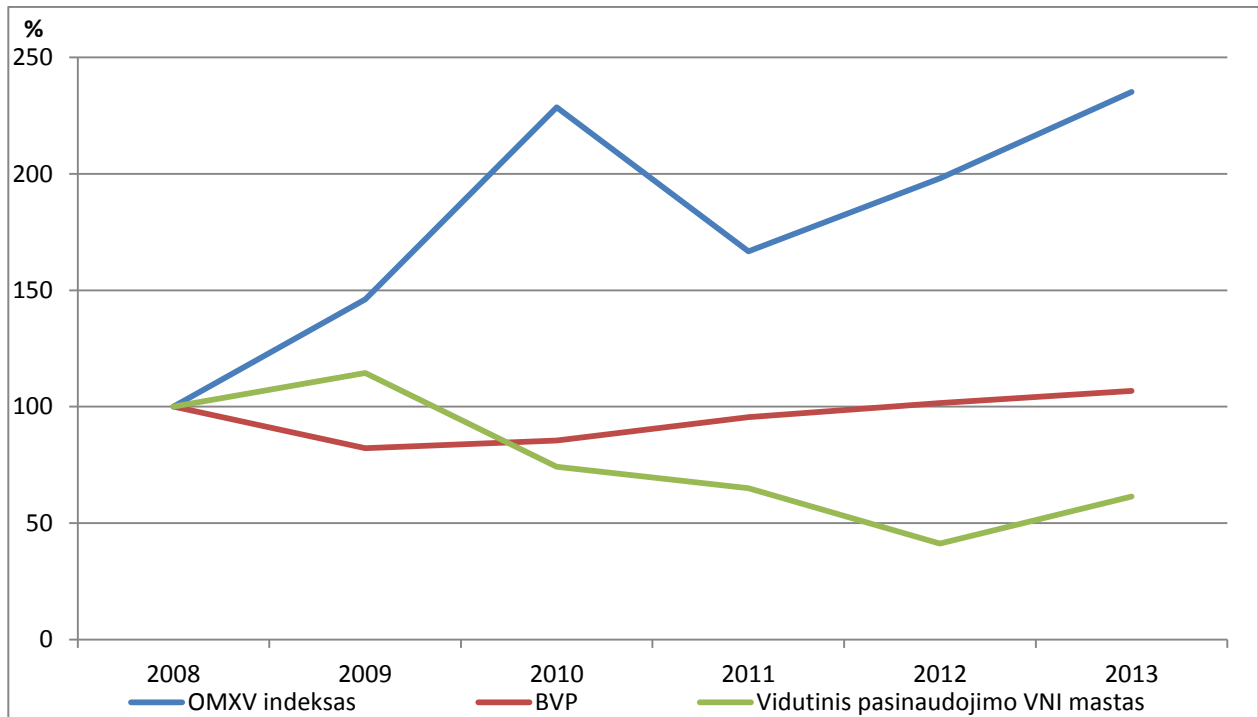
prieš ir ją pardavus 2 dienas po reikšmingo esminio įvykio paskelbimo. Iš 5 pav. pateiktų rezultatų matyti, kad iš pasinaudojimo VNI galima uždirbti vis mažiau pelno: nors 2009 m. iš šios veiklos buvo galima gauti net 40 % siekiantį vidutinį pelną iš investuotos sumos, tačiau 2010 m., o ypač 2013 m., pelningumas sumažėjo kelis kartus. Taigi mažėja ne tik skaičius reikšmingų esminių įvykių, prieš kuriuos galimai buvo naudotasi VNI, bet ir nauda iš šios veiklos. Tam poveikį, matyt, vėlgi daro gerėjanti šalies ekonominė situacija, griežtesnės sankcijos ir paskirtos baudos už pasinaudojimą VNI.

5 pav. Asmenų, galimai pasinaudojusių VNI NASDAQ OMX Vilnius biržoje, uždirbtas vidutinis viršpelnis CAR₇



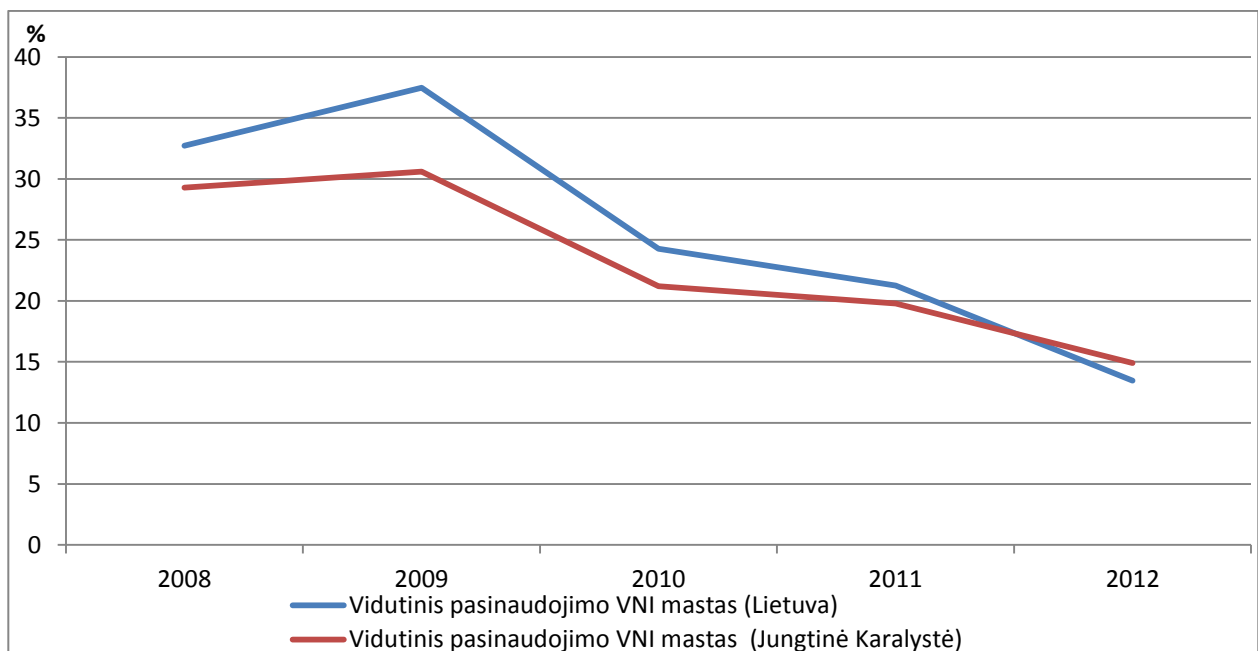
Siekiant išsiaiškinti, ar vidutinis naudojimosi VNI mastas (gražų ir apyvartų mastų aritmetinis vidurkis) priklauso nuo ekonominės šalies ir kapitalo rinkos būklės, atlikta grafinė Lietuvos bendrojo vidaus produkto (BVP), OMXV indekso ir naudojimosi VNI mastų sąryšių analizė. Iš 6 pav. (2008 m. reikšmė prilyginta 100 %) matyti labiau atvirkštinis tarpusavio ryšys: nuo 2009 m. BVP ir OMXV indekso (išskyrus 2011 m.) reikšmėms didėjant, pasinaudojimo VNI mastas labiau mažėjo nei didėjo. Tą patvirtina ir stipriai neigiami koreliacijos koeficientai (su BVP – minus 0,59, o su OMXV indeksu – minus 0,66): gerėjant šalies ekonominei situacijai ir didėjant investuotojų gaunamiems pelnams, prekyba AB NASDAQ OMX Vilnius skaidrėja. Tą būtų galima paaiškinti faktu, kad tokiu atveju investuotojams atsiranda mažiau paskatų pasinaudoti VNI, nes uždirbti didelį pelną tampa įmanoma ir legaliais būdais, pavyzdžiui, 2010 m. (ypač didelis masto sumažėjimas) AB NASDAQ OMX Vilnius indekso reikšmė pakilo net 56 %.

6 pav. Vidutinio pasinaudojimo VNI masto, BVP ir OMXV indekso dinamika



Pasinaudojimo VNI mažėjimo tendencija nuo 2008 iki 2012 m. (2013 m. rezultatai dar nepateikti) pastebima ne tik Lietuvoje, bet ir Jungtinėje Karalystėje (žr. 7 pav.). Tą būtų galima sieti ne tik su pagerėjusia šalies ekonomine ir finansine situacija, bet ir dėl išaugusio didesnėmis bandomis nubaustų pažeidėjų skaičiaus. Šių dviejų šalių rinkos skaidrumo kitimo dinamika yra labai panaši: nors per finansų krizę pasinaudojimo VNI mastas buvo didesnis Lietuvoje, tačiau šis skirtumas kiekvienais metais praktiškai vien mažėjo, o 2012 m. Lietuvoje tapo santykinai mažesnis nei Jungtinėje Karalystėje. Vis dėlto šie rezultatai nėra visiškai reprezentatyvūs dėl taikomos šiek tiek kitokios tyrimo metodikos ir reikšmingų naujienų apibrėžimo.

7 pav. Pasinaudojimo VNI mastų palyginimas Lietuvoje ir Jungtinėje Karalystėje



Be to, pažymėtina, kad gauti rezultatai nebūtinai visada yra objektyvūs ir atitinka realią rinkos situaciją: viena iš pagrindinių priežasčių – VNI gali būti pasinaudojama ir per daug ilgesnį laikotarpį nei 5 dienos prieš esminį įvykį. Taip pat egzistuoja ir informacijos asimetrija, nes nemažai su įmone susijusių svarbių naujienų yra paskelbiama ne per Centrinę reglamentuojamos informacijos bazę, bet ir per įprastas žiniasklaidos priemones, o tokios naujienos šiame tyrime nėra vertinamos. Be to, neretai apie esminį įvykį pradeda sklaidyti gandai dar prieš paskelbiant naujieną viešai, todėl dalis investuotojų, remdamiesi šiais gandai, o ne jiems nežinoma VNI, perka ar parduoda emitento akcijas. Taigi, kadangi šis tyrimas neapima daug subjektyvių ir objektyvių aplinkybių, naudingiausia vertinti ne kasmetinius šio tyrimo rezultatus ir mastą, o bendrą kitimo tendenciją.

PREKYBOS PRIEŽIŪRA IR BAUSMĖS UŽ PASINAUDOJIMĄ VNI

Nuo 2012 m. sausio 2 d. Lietuvos banko Priežiūros tarnybos Finansinių paslaugų ir rinkų priežiūros departamentas perėmė buvusias Vertybinių popierių komisijos funkcijas, susijusias su prekybos priežiūra. Viena iš svarbiausių šio departamento funkcijų – užtikrinti kuo skaidresnę, sąžiningesnę ir efektyvesnę besivystančią Lietuvos kapitalo rinką. Siekdami šio tikslo, Lietuvos banko tarnautojai 2012 m. gegužės 23 d. užbaigė (vėliau atnaujino) automatizuotą piktnaudžiavimo vertybinių popierių rinka signalų generavimo sistemą. Ši sistema padeda iš didelio AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje ir už jos ribų sudarytų sandorių srauto išskirti įtartiniausius prekybos atvejus (įskaitant pažeidimus, susijusius su pasinaudojimu VNI).

Prekyba vertybiniais popieriais tiek Lietuvoje, tiek ir kitose Europos Sąjungos šalyse yra griežtai reglamentuota. Lietuvoje už pasinaudojimą VNI numatyta administracinė atsakomybė: Lietuvos Respublikos administracinių teisės pažeidimų kodekse numatyta administracinė nuobauda fiziniams asmenims iki 30 000 Lt, už pakartotinius veiksmus – iki 60 000 Lt, o Finansinių priemonių rinkų įstatyme – pinigine bausme juridiniams asmenims iki 200 000 Lt arba iki dvigubo neteisėtai gautų pajamų, kitokios turtinės naudos, išvengtų nuostolių ar padarytos žalos dydžio. Už pasinaudojimą VNI numatyta ir baudžiamoji atsakomybė: Baudžiamojo kodekso 217 str. numatytas laisvės apribojimas, bausmė arba iki dvejų metų laisvės atėmimo bausmė.

2013 m. ES institucijos sutarė dėl dviejų piktnaudžiavimo rinka sričių reglamentuojančių dokumentų: 1) Piktnaudžiavimo rinka reglamento (angl. *Market Abuse Regulation*), jame už draudimą manipuluoti rinka ir pasinaudojimą VNI fiziniams asmenims įtvirtinta iki 5 mln. eurų administracinė bausmė, juridiniams asmenims – iki 15 mln. eurų bausmė arba 15 proc. juridinio asmens bendros metinės apyvartos pagal paskutinę valdymo organo patvirtintą atskaitomybę; 2) Direktyvos dėl baudžiamųjų sankcijų už manipuliavimą rinka, joje įtvirtinta ne tik valstybių narių pareiga už piktnaudžiavimo rinka pažeidimus nustatyti baudžiamąją atsakomybę, bet ir numatyta, kad už pasinaudojimą VNI ir manipuliavimą rinka turės būti įtvirtinta mažiausiai iki 4 metų laisvės atėmimo bausmė.

IŠVADOS

1. Atliekant šį tyrimą, ištirtas pasinaudojimo VNI mastas Lietuvos akcijų biržoje nuo 2008 iki 2013 m.
2. Kadangi neteisėtą prekybą dažniausiai signalizuoja kainų pokyčiai ir (ar) padidėjusi apyvarta prieš esminius įvykius, pasinaudojimo VNI mastas apskaičiuojamas kaip susumuoto esminių įvykių, prieš kuriuos akcijos kaina ar apyvarta įtartinai pasikeitė, skaičiaus ir visų statistiškai reikšmingų esminių įvykių skaičiaus santykis.
3. Rezultatai parodė, kad prieš svarbius esminius įvykius (vertinant pagal skirtingus metodus ir metus) – 9–38 % atvejų – buvo galimai naudotasi VNI.
4. Didžiausias naudojimosi VNI mastas AB *NASDAQ OMX Vilnius* biržoje tiriant grąžų pokyčius buvo 2009 m. (37 %), o mažiausias – 2012 m. (9 %).
5. Mastą įvertinus pagal apyvartą, gauti panašūs rezultatai – didžiausias mastas buvo 2009 m. (38 %), o mažiausias – 2012 ir 2013 m. (18 %).
6. Mažėja ne tik pasinaudojimo VNI mastas, bet ir iš šios neteisėtos veiklos gaunamas pelnas – 2009 m. uždirbtas didžiausias viršpelnis (vidutiniškai 42 %), tačiau vėliau jis gerokai sumažėjo.
7. Didėjant OMXV indekso vertei ir (ar) šalyje sukuriama BVP, naudojimosi VNI mastas mažėja.
8. Pasinaudojimo VNI dinamika Lietuvoje ir Jungtinėje Karalystėje yra labai panaši.