

А. Ю. Ставнийчук

Влияние мер антимонопольной политики на доходность акций нефтяных компаний в России

В работе оценивается величина эффектов воздействия от правоприменительной деятельности Федеральной антимонопольной службы России на рыночную стоимость компаний нефтяной отрасли. Нами проанализировано влияние мер антимонопольной политики ФАС России двух типов: мер, связанных с первичным выявлением признаков нарушения антимонопольного законодательства, и мер, применяемых в случае, когда факт нарушения уже достоверно установлен. Для анализа используется выборка событий, произошедших с российскими нефтяными компаниями с 2012 по 2018 год. Для оценки эффектов воздействия на стоимость акций крупных вертикально-интегрированных компаний отрасли применяется метод событийного анализа. В результате исследования доказано, что, до момента установления факта нарушения компанией, заявления антимонопольной службы могут влиять на её репутацию через выдачу предостережений и возбуждения дел, а после – через вынесение решений и выдачу предписаний.

Ключевые слова: нефтяные компании, доходность акций, антимонопольная политика, событийный анализ.

JEL-коды: G14, K21, L41, L71.

Anna Y. Stavniychuk

The impact of antitrust policy on the stock returns of oil companies in Russia

The article estimates enforcement activities effects of the Federal Antimonopoly Service of Russia on the market value of oil industry companies. We have analyzed the impact of two types of FAS Russia measures: measures related to the primary detection of antitrust laws violation signs, and measures applied when the violation fact has already been reliably established. The analysis sample included events that occurred with Russian oil companies from 2012 to 2018. Event study method are used to assess the impact on the value of shares of large vertically integrated companies in the industry. As a result, the study proved that, until the fact of a violation by a company is established, the statements of the antimonopoly service can affect the company's reputation through the issuance of warnings and the initiation of cases, and then through the issuance of decisions and the issuance of orders.

Keywords: oil companies, stock returns, antitrust, event study.

JEL codes: G14, K21, L41, L71.

Введение

В свете тренда на распространение доказательной экономической политики (Волошинская, Комаров, 2015; Галлямова, 2021; Baron, 2018; Haskins, 2018; Orr, 2018) оценка эффектов различных ее направлений, в том числе антимонопольной политики (Baker, 2006; Wright, 2012; Wright, 2013; Kwoka, Jarsulic, 2017; Auer et al., 2018; Katsoulacos et al., 2021; Авдашева, Корнеева, 2016; Ставнийчук, 2020), приобретает все большую актуальность. Проблема оценки результативности и эффективности мер антимонопольной политики, однако, сталкивается с некоторыми специфическими сложностями, связанными с трудностями измерения самого состояния конкуренции (Курдин, 2012; Радченко, Сухорукова, 2016; Kurdin, Shastitko, 2019; Ставнийчук, 2020), привязки большинства вмешательств (в виде антимонопольных дел) к отдельным рынкам, даже определение точных границ которых составляет каждый раз сложную методологическую задачу, а также вычленения причинно-следственной связи между воздействием и эффектом. Кроме того, учитывая, что для оценок необходимы данные микроуровня, зачастую возникает проблема доступности данных. Подавляющее большинство эмпирических исследований по оценке эффектов антимонопольной политики носят характер кейс-стади, в то время как проведение более интегральных оценок (на уровне отрасли, страны или отдельных мер) встречаются реже. Если говорить об отдельных мерах, то, как правило, объектом исследования становятся эффекты антимонопольного контроля сделок слияний и поглощений.

Вместе с тем исследования эффектов мер антимонопольной политики по-прежнему актуальны и необходимы по нескольким причинам. Во-первых, стоит вспомнить о существовании довольно длительной интеллектуальной традиции (в частности, в австрийской школе), ставящей под сомнение целесообразность антимонопольной политики в принципе (Armentano, 1999). Во-вторых, если все же считать антимонопольную политику в целом целесообразной, это автоматически не означает эффективность ее отдельных направлений или

мер (Crandall, Winston, 2003; Davies, Ormosi, 2013), и в том числе в контексте законодательства и правоприменения конкретной страны (Шаститко, Павлова, 2021). Зачастую антимонопольные органы также сами оценивают эффективность усилий, направленных на антимонопольную политику, поскольку такая оценка важна (Kovacic, 2000, 2009; Don et al., 2008; Delgado et al., 2016):

- как элемент репутации антимонопольного органа, которая предопределяет уровень доверия, авторитетности текущих сотрудников и успешности найма новых, а также внимание к позиции ведомства в судах;

- как сигнал, предопределяющий объем финансирования ведомства;

- как аргумент в доказательстве необходимости конкурентной политики в ситуации, когда ценности конкуренции не являются общепризнанными в обществе;

- как элемент поддержания и развития внутренних стандартов качества работы антимонопольного органа. Оценка эффектов (в том числе побочных) от мер помогает делать своевременные выводы и проводить «работу над ошибками», корректируя дальнейшую деятельность ведомства.

Один из важнейших аспектов оценки эффективности антимонопольной политики — вопрос достаточности назначаемых штрафов для обеспечения сдерживания. Оптимальный ожидаемый штраф должен быть достаточным для того, чтобы уравновесить ожидаемые выгоды от нарушения, и предопределяется размером ущерба, вероятностью наказания и издержками правоприменения (Polisky, Shavell, 1992). В самом этом принципе нет какой-либо специфики именно антимонопольных нарушений, однако она проявляется в деталях: как оценивается ущерб от нарушения (необходимо проводить сравнение фактической ситуации с гипотетической ситуацией, когда нарушение бы не имело места, т.е. зачастую каким-то образом моделировать состояние, когда конкурен-

ция не была бы ограничена или искажена), как учитываются вероятности выявления нарушения (традиционно наиболее сложными нарушениями для выявления считаются картели), как определять длительность нарушения и т.д. Данные методологические аспекты широко обсуждаются в литературе, и ряд работ приходит к выводу, что по отдельным направлениям антитраста существующие штрафы могут быть недостаточны для сдерживания (Connor, 2014; Combe, Monier, 2009).

Но не менее важен и вопрос того, что включать в величину «штрафа» в экономическом смысле: ведь помимо самой денежной суммы, которую необходимо уплатить нарушителю (а в некоторых случаях и других форм ответственности: от дисквалификации до тюремного заключения, а также выплат вследствие гражданских исков о возмещении ущерба), возникают также иные формы потерь для компании, если она становится объектом антимонопольного расследования. Это и трансакционные издержки, которые нужны для защиты своей позиции в ходе антимонопольного разбирательства, и необходимость изменять свое поведение вследствие предписания (что может быть даже более существенным фактором сдерживания, чем денежные штрафы). Наконец, торгуемые компании могут нести издержки вследствие потери их рыночной стоимости в ответ на появление информации о каких-либо действиях антимонопольных органов против них (Jiménez et al., 2016; Armour et al., 2017; Günster, van Dijk, 2016; Aguzzoni et al., 2013). В России в 2022 г. какая-либо оценка влияния антимонопольной политики на стоимость акций компаний на фондовом рынке может представляться не самой остро актуальной темой исследования, однако в более широком контексте квантификация различных эффектов антитраста ложится в упомянутый тренд на распространение доказательной экономической политики в России и может способствовать более тонкой настройке системы санкций за нарушение антимонопольного законодательства (Павлова, 2022).

В связи с этим ставится **основной исследовательский вопрос** работы: создают ли действия антимонопольного органа значимые косвенные издержки компаниям, связанные с потерей рыночной стоимости.

Стоит также отметить, что в последние годы в российской антимонопольной политике усилился акцент на «предупредительных» мерах реагирования, которые применяются, когда выявлены только *признаки* нарушения, но *факт* нарушения еще не доказан¹. Речь идет, прежде всего, о так называемых предупреждениях и предостережениях, которые сообщают компании (предупреждение) или ее должностному лицу (предостережение) о том, в чем состоит поведение, которое содержит признаки нарушения, и что необходимо сделать для того, чтобы исключить нарушение. Плюсом данных мер является возможность для компании или должностного лица избежать антимонопольного дела, а значит, связанных санкций, а также транзакционных издержек разбирательства. С точки зрения общественного благосостояния в идеале данные меры позволяют более своевременно пресечь, а иногда и предотвратить нарушение (например, если оно заключается в уклонении доминирующей компании от заключения договора с определенным контрагентом). Среди минусов наиболее очевидным является то, что снижается ожидаемое наказание за определенные типы нарушений (в том числе по составам, где ущерб может быть уже нанесен на момент предупреждения). Кроме того, за счет того, что установление признаков нарушения происходит на основе более низких стандартов доказывания, чем установление факта нарушения, повышается вероятность ошибки I рода в правоприменении.

Можно возразить, что компания имеет право не выполнять требования предупреждения. Она может, во-первых, оспорить его в суде (Смола, 2021), а во-вторых, просто не исполнять предписываемые действия и придерживаться

¹ В Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» предупредительные меры в виде выдачи предупреждений и предостережений впервые были включены в конце 2011 г. (стали действовать в 2012 г.), и далее эти инструменты получали все более широкое распространение. В 2016 г. действие данного механизма было распространено на более широкий круг нарушений. С 2021 г. предупреждения и предостережения активно применяет Евразийская экономическая комиссия.

текущей стратегии. В этом случае антимонопольный орган на следующем этапе возбудит дело о нарушении антимонопольного законодательства, и компания сможет доказывать свою правоту уже перед комиссией антимонопольного органа и далее в суде. Это может сократить вероятность и последствия ошибки I рода в части необходимости изменения поведения компании в соответствии с требованиями антимонопольного органа, но не решает проблему снижения стоимости компании в ответ на новость о наличии у антимонопольного органа претензий к ее деятельности.

В существующей практике компании неоднократно жаловались на то, что информация о наличии в их деятельности лишь признаков нарушений приводит к потерям стоимости их акций²³⁴⁵. Однако информационная политика ФАС России⁶ содержит обязанность антимонопольного органа опубликовывать сведения в том числе и о данных этапах своей деятельности. Среди причин можно назвать, во-первых, обеспечение прозрачности деятельности антимонопольного органа, и во-вторых, возможность получения дополнительной информации от лиц, которых затрагивает предполагаемое нарушение. В связи с этим формулируется **дополнительный вопрос исследования**: действительно ли выявление *признаков* нарушения антимонопольного законодательства ока-

² ФАС приостановила рост российского рынка акций / Вести Экономика / URL: <https://www.vesti.ru/doc.html?id=199158#> (дата обращения: 20.09.2022).

³ ФАС прокомментировала резкое письмо «Транснефти» / Ведомости / URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/04/28/688016-fas-prokommentirovala> (дата обращения: 20.09.2022).

⁴ «Северсталь» пожаловалась в Генпрокуратуру на главу ФАС / The Bell / URL: https://thebell.io/severstal-pozhalovalas-v-genprokuraturu-na-glavu-fas-hGaUU?utm_source=telegram&utm_medium=social&utm_campaign=top-mendzher-severstali-poprosil-genpro&utm_content=58660819 (дата обращения: 20.09.2022).

⁵ Яркой иллюстрацией данной проблемы является мнение, высказанное Я. Куликом, управляющим партнером консалтинговой компании Kulik & Partners Law.Economics: «...граница между информированием о своей деятельности и формированием общественного мнения по расследуемым делам стерлась. Репутация предпринимателей, чье дело еще может быть даже не завершено, оказывается под сильнейшим давлением информационной активности ФАС, в публикациях которой часто встречается на наш взгляд не уместная для органа государственной власти эмоциональная окраска фактов поведения компаний, их собственников и руководителей. Это стало настоящим информационным «оружием» наряду с юридическими процедурами» [Бюллетень антимонопольной статистики за 2019. Ежегодный аналитический доклад по итогам 2019 года. / Новиков В. / URL: http://antitrusteconomist.ru/research/show/bas_y2019 (дата обращения: 20.09.2022).].

⁶ Приказ ФАС России от 10.11.2015 N 1069/15 (ред. от 17.03.2020) "Об утверждении Положения об информационной политике Федеральной антимонопольной службы и ее территориальных органов"

зывает существенное воздействие на стоимость компании, и как оно отличается от влияния установления *факта* нарушения. Полученная оценка сможет также послужить элементом оценки «цены» ошибки I рода на этапе выявления признаков нарушений в дальнейших исследованиях.

В качестве объекта исследования выступают рынки нефтепродуктов. Нефтяная отрасль, с одной стороны, выступает своего рода «постоянным клиентом» антимонопольного органа в России, а, с другой стороны, играла уникальную роль в формировании современной российской антимонопольной политики: современная репутация российского антимонопольного органа и практика правоприменения во многом сформированы тремя «волнами» антимонопольных дел против нефтяных компаний с 2007 по 2012 г. (Avdasheva, Golovanova, 2017; Юсупова, Киселева, 2015; Ставнийчук, 2020). При этом компании данной отрасли продолжают регулярно привлекать внимание регулятора⁷⁸. Рынки нефтепродуктов также представляются подходящими для анализа, поскольку находятся в ситуации доминирования/коллективного доминирования, а значит, на них могут возникать нарушения тех типов, по которым выдаются предупреждения. Рынки нефтепродуктов также являются социально значимыми, а роль нефтяной отрасли в российской экономике остается системообразующей, что является дополнительной причиной внимания со стороны антимонопольного органа. При этом сами нефтяные компании также обладают существенной переговорной силой, что придает дополнительную актуальность исследованию наличия для них как для публичных компаний значимого косвенного эффекта от антимонопольного вмешательства в виде потерь рыночной стоимости, тем более, что информация о возможном наличии данных эффектов для нефтяных компаний уже фиксировались⁹.

⁷ Антимонопольная служба начала проверки после роста биржевых цен на нефть / Информационное агентство «Красная Весна» / URL: <https://rossaprimavera.ru/news/8fa4068e> (дата обращения: 20.09.2022).

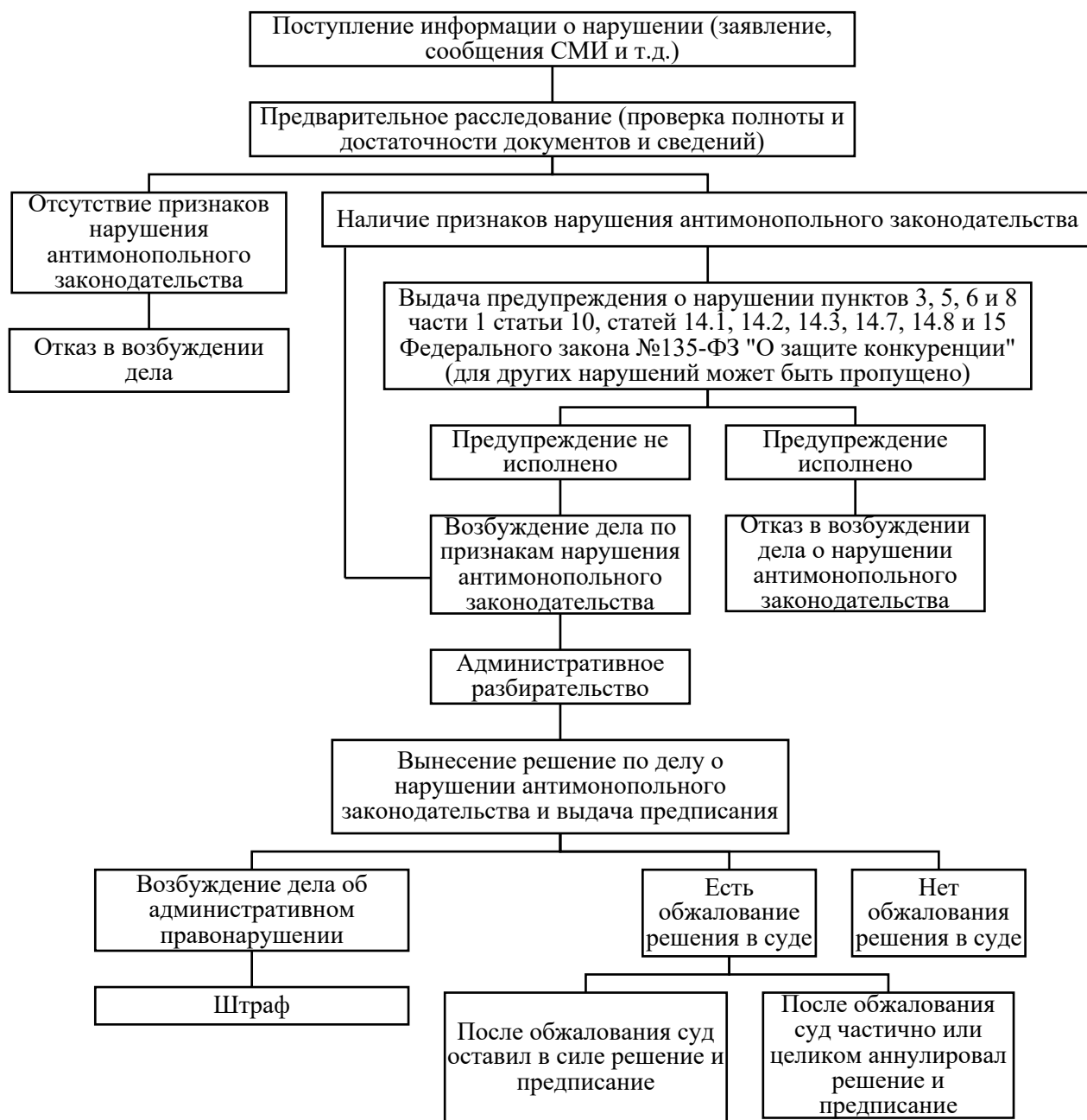
⁸ ФАС возбудила дело против «Сургутнефтегаза» / Ведомости / URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2022/02/16/909623-fas-delo-protiv-surgutneftegaza> (дата обращения: 20.09.2022).

⁹ ФАС приостановила рост российского рынка акций / Вести. Экономика / URL: <https://www.vesti.ru/finance/article/2200922> (дата обращения: 20.09.2022).

Влияние антимонопольной политики на рыночную стоимость компаний

Механизм влияния мер антимонопольной политики на рыночную стоимость компании опосредован особенностями антимонопольного правоприменения. Оно представляет из себя, как отмечалось, длящийся процесс, включающий набор определенных этапов. После поступления информации о возможном нарушении в антимонопольный орган, ФАС России рассматривает эту информацию и устанавливает, есть ли признаки нарушения; после этого выдается предупреждение или предостережение, или организовывается проверка, или сразу возбуждается дело; по окончании рассмотрения антимонопольного дела выносится решение о наличии или отсутствии факта нарушения и выдается предписание (если это соответствует ситуации); затем по итогам административного дела выносится штраф (назначаются иные санкции), уплату которого также необходимо обеспечить (что требует времени и в отдельных случаях ресурсов на принуждение). В упрощенном виде схема анализа представлена на Рисунке 1.

Рисунок 1. Схема процесса антимонопольного правоприменения в России.



Источник: составлено автором на основе приказа ФАС России от 25.05.2012 №339 «Об утверждении административного регламента Федеральной антимонопольной службы по исполнению государственной функции по возбуждению и рассмотрению дел о нарушениях антимонопольного законодательства Российской Федерации».

На различных этапах компания также может оспорить действия антимонопольного органа (не только решение, как это отражено в схеме на Рисунке 1) в порядке ведомственной апелляции или в суде, что дополнительно услож-

няет процесс и делает его более длительным. Наконец, если речь идет о картелях, то может последовать и уголовное дело. В среднем, с учетом всех судебных инстанций, полный цикл одного расследования может составлять несколько лет. На каждом из этапов может обнаружиться, что ранее была совершена ошибка, и в итоге только по истечении всех судебных рассмотрений становится окончательно понятно, имело ли место нарушение, нужно ли компании менять свое поведение в соответствии с предписанием, нужно ли уплачивать штраф/нести иные предусмотренные законом санкции и в каком объеме (хотя окончательная ясность может наступить и гораздо раньше, если компания, например, соглашается с выводами антимонопольного органа и не оспаривает решение). Но, несмотря на отдаленность финального результата во времени, рыночная стоимость компании находится под влиянием информации о действиях антимонопольного органа в отношении конкретной компании.

Вопрос о соотношении косвенных издержек снижения рыночной стоимости и издержек наказания, наложенного через механизм общественного правоприменения (штрафы, предписание о совершении определенных действий и т.д.), на сегодняшний день не имеет однозначного ответа, и ответ с высокой вероятностью будет специфичен для страны и сектора. Но некоторые свидетельства позволяют сделать вывод о том, что косвенные издержки нельзя игнорировать. Так, в одной из работ по данным Великобритании авторы получают, что репутационные потери почти в девять раз превышают размер штрафов (Armour et al., 2017). Таким образом, потеря репутации является не менее важным фактором, препятствующим нарушениям, чем формальные санкции регулятора.

В работе (Mariuzzo et al., 2020) оценивается роль общественных и репутационных санкций в предотвращении неправомерных действий. В качестве прокси репутационного эффекта авторы используют реакцию СМИ на разоблачение неправомерного поведения. Авторы приходят к выводу, что в контек-

сте картелей общественные и репутационные санкции действуют как заменители – там, где существует репутационный штраф, увеличение этого штрафа снижает эффект общественной санкции. При этом в работе (Mungan, 2016) на основе вывода теоретической модели показано, что увеличение формальных (юридических) санкций или вероятности обнаружения нарушения может уменьшать репутационные потери, но это снижение не влияет на общий уровень сдерживания. Автор сравнивает репутационные издержки с издержками стигматизации. Под издержками стигматизации в экономическом анализе права понимается нежелание окружающих взаимодействовать с субъектом по причине предшествующих его поведению нарушений (Rasmusen, 1996). Таким образом нарушитель страдает не только от наказания, назначенного надзорным органом, но и от так называемой стигмы. Однако в статье обсуждаются отношения хозяйствующих субъектов, и процесс стигматизации на фондовом рынке может реализовываться совсем иначе.

Таким образом, можно выделить два способа взаимодействия общественных и косвенных санкций (Iacobucci, 2014):

- 1) взаимозаменяемость общественных и репутационных санкций – различные репутационные санкции, такие как стигматизация или снижение доверия к субъекту, могут сдерживать нежелательное поведение так же или даже более эффективно, чем формальные юридические санкции;
- 2) взаимодополняемость двух типов санкций – юридические наказания могут влиять на наличие и величину репутационных санкций.

Что касается различий в масштабе косвенных потерь в зависимости от этапа антимонопольного правоприменения, то существует две основных работы, где такой анализ в принципе представлен. Сравнение их результатов проведено в Таблице 1.

Таблица 1. *Обобщение результатов влияния антимонопольной политики на рыночную стоимость компаний в литературе*

Мера	Статья	Изменение рыночной стоимости	Основание
Расследование (проверка)	(Aguzzoni et al., 2013)	Снижение	Теоретическая модель
		Снижение, в особенности в день проверки	Эмпирическая event study модель
	(Günster, van Dijk, 2016)	Снижение	
Выявление нарушения	(Aguzzoni et al., 2013)	Снижение	Теоретическая модель
		Снижение, но распределено во времени	Эмпирическая event study модель
Вынесение решения	(Günster, van Dijk, 2016)	Незначимо	Эмпирическая event study модель
Апелляция	(Günster, van Dijk, 2016)	Незначимо	Эмпирическая event study модель
После обжалования суд оставил в силе решение и предписание	(Aguzzoni et al., 2013)	Снижение	Теоретическая модель
		Разнонаправленное влияние, при агрегировании незначимо	Эмпирическая event study модель
	(Günster, van Dijk, 2016)	Незначимо	
После обжалования суд частично или целиком аннулировал решение и предписание	(Aguzzoni et al., 2013)	Рост	Теоретическая модель
		Разнонаправленное влияние, при агрегировании незначимо	Эмпирическая event study модель
	(Günster, van Dijk, 2016)	Рост	Эмпирическая event study модель

Источник: составлено автором на основе (Aguzzoni et al., 2013; Günster, van Dijk, 2016).

Как видно из представленной таблицы, не на всех этапах можно наблюдать значимое влияние, но при этом на этапе, который касается пока еще только признаков нарушения (расследование (проверка)), отрицательное влияние на стоимость компании значимо.

Таким образом, в нашем исследовании, мы будем также ожидать, что предупреждения, предостережения, возбуждения дел, вынесения решения и выдача предписания будут негативно сказываться на капитализации компании.

Методология исследования

В целях проведения исследования все действия, которые применяются ФАС России к возможным нарушителям, условно разделены на две группы. Первая группа включает в себя действия, которые осуществляются, когда существуют только первичные признаки возможного нарушения антимонопольного законодательства, но сам *факт* нарушения компанией еще не установлен. Вторая группа включает в себя меры, которые применяются ФАС России, когда расследование проведено и факт нарушения достоверно установлен. Опираясь на приказ ФАС России от 25.05.2012 №339 (ред. от 16.02.2016) «Об утверждении административного регламента Федеральной антимонопольной службы по исполнению государственной функции по возбуждению и рассмотрению дел о нарушениях антимонопольного законодательства Российской Федерации», в первую группу действий можно отнести предупреждения, предостережения и возбуждения дел, а во вторую – вынесение решений по делам и выдачу предписаний. Одним из вопросов исследования является сравнительный эффект двух типов мер: с точки зрения юридических последствий, решающее значение для положения компании должны нести действия, которые основываются на установленном *факте* нарушения, поскольку именно они свидетельствуют о том, что компания действительно нарушила антимонопольное законодательство, ей предстоит изменить свое поведение в соответствии с предписанием и ей грозят санкции (абстрагируясь от ошибок I рода и от возможности судебного оспаривания решений, предписаний и штрафов). С другой стороны, действия, которые основываются на *признаках* антимонопольного нарушения, хотя и не свидетельствуют однозначно о том, что компания в конечном итоге понесет санкции и вынуждена будет отказаться от нарушающих законодательство форм поведения, все же свидетельствуют о повышении вероятности такого исхода за счет повышенного внимания антимонопольного органа к данной компании. Таким образом, хотя компания, возможно, и не нарушает антимонопольное законодательство, она уже несет потери, что усугубляет проблему ошибок I рода, причем не на этапе вынесения решения

(что традиционно является предметом исследования), а уже на этапе начала расследования.

Чтобы статистически определить информационную значимость события для рынка, наилучшим образом подходит метод событийного анализа. Событийный анализ активно применяется в области антитраста, а его актуальность будет только увеличиваться в будущем (Cichello, Lamdin, 2007). В контексте текущей работы событием для рынка нефтепродуктов будем называть информационное сообщение об осуществлении какой-либо меры конкурентной политики ФАС России, которое потенциально может влиять на инвесторов и компании.

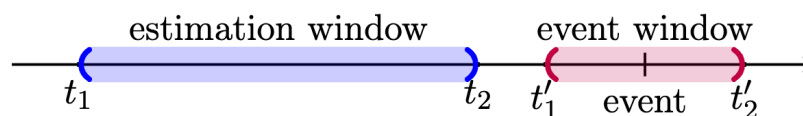
Гипотеза об эффективности финансовых рынков является ключевой предпосылкой метода событийного анализа (Fama, 1970). В работе (Fama, 1991) отмечается, что цены активов полностью отражают всю доступную информацию. Согласно этой гипотезе, цена ценной бумаги отражает ценность для инвесторов всей соответствующей доступной информации о фирме. Более того, любые новости немедленно отражаются в цене акций. Когда новая информация становится доступной для рынка, инвесторы включают эту информацию в цену акций фирмы, чтобы отразить ожидаемое влияние новой информации на стоимость фирмы (Aguzzoni et al., 2013).

Далее весь анализ события будет проводиться на основе ряда доходностей исходного временного ряда цен акций. Причиной использования доходностей является нестационарность временного ряда цен и несопоставимость колебаний цен акций крупных и маленьких фирм.

Руководствуясь статьёй (Cichello, Lamdin, 2007) о применении метода событийного анализа в сфере антитраста и иными вышеперечисленными работами, для событийного окна в работе проверяется несколько вариантов: $(-3;+3)$, $(-6;+6)$, $(-12;+12)$ часов для внутридневных данных и $(-3;+3)$, $(-7;+7)$, $(-15;+15)$ дней для дневных котировок. В дальнейших формулах для расчетного

окна будут использоваться обозначения $(t_1; t_2)$, а для событийного – $(t'_1; t'_2)$ (Рисунок 2).

Рисунок 2. Схема расположения расчетного и событийного окон.



Источник: построено автором.

В части метода моделирования потенциального исхода зависимой переменной существует несколько вариантов и модификаций. На практике наиболее распространены следующие три метода моделирования доходности: модель, основанная на среднем (means-adjusted returns model), модель с поправкой на рынок (market-adjusted returns model.), модель с поправкой на риск (risk-adjusted returns model) (Brown, Warner, 1985). Мы будем использовать моделирование с помощью третьего подхода – доходности с поправкой на риск. Этот способ также использует данные рыночного индекса, но при этом он не предполагает, что компания ведёт себя в точности, как рыночный индекс, а лишь как-то линейно с ним связана.

На следующем этапе нужно рассчитать аномальную доходность – доходность, которая возникла вследствие того, что произошло событие. Расчет этого показателя предполагает предварительный расчет нормальной доходности. В этой работе для оценки нормальной доходности будет использована однофакторная рыночная модель ценообразования активов CAPM (Capital Asset Pricing Model) (Sharpe, 1964).

$$r_{it} = \alpha + \beta \cdot r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

где r_{it} – доходность акции в момент времени t , r_{mt} – доходность рыночного индекса, ε_{it} – случайные ошибки модели. В качестве рыночного индекса был выбран индекс Московской биржи IMOEX (ранее индекс ММВБ). Параметры α и β получаются в результате оценивания МНК-модели на наблюдениях расчетного окна $(t_1; t_2)$. После этого на основе наблюдений событийного

окна $(t'_1; t'_2)$ можно рассчитать ежедневную нормальную доходность акции как прокси доходности акции, которая была бы в случае того, если бы событие не произошло:

$$r_t^{norm} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot r_{mt} \quad (2)$$

Далее получаем величину ежедневной аномальной доходности акции:

$$AR_{it} = r_{it} - r_t^{norm} \quad (3)$$

Чтобы проверить значимость агрегированного влияния события на некотором временном горизонте (событийном окне), используется показатель накопленной аномальной доходности CAR (Fama et al., 1969):

$$CAR(t'_1; t'_2) = \sum_{t'_1}^{t'_2} AR_t \quad (4)$$

где $CAR(t'_1; t'_2)$ – накопленная аномальная доходность за период событийного окна $(t'_1; t'_2)$. Далее для каждого периода из событийного окна рассчитывается показатель накопленной аномальной доходности, а также 95% доверительный интервал с помощью бутстрапа.

Эмпирическая оценка эффектов антимонопольной политики на рынках нефтепродуктов

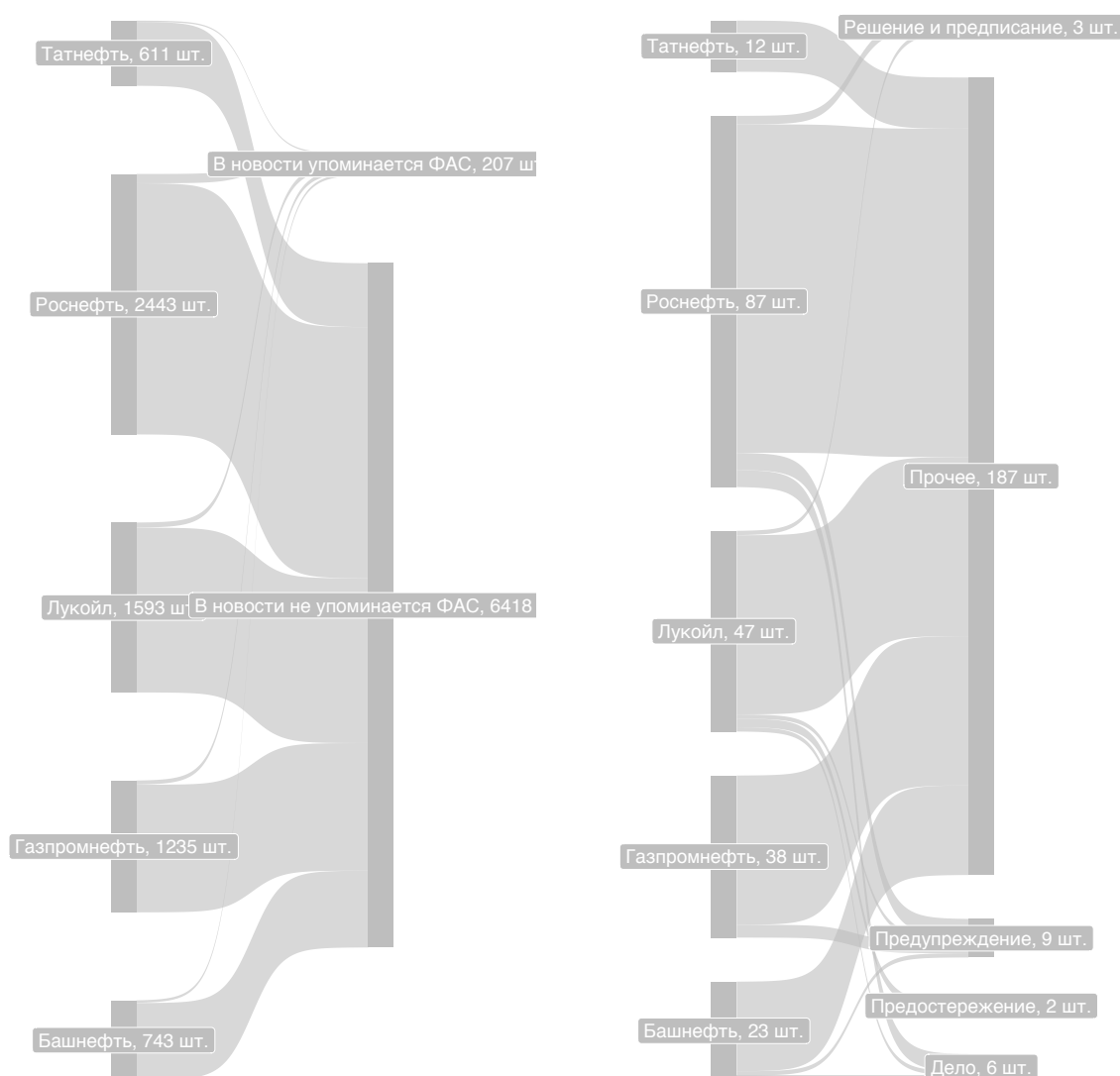
В соответствии с идеей исследования для зависимой переменной потребовалось собрать данные с ежедневными и с внутрисдневными (минутными) котировками акций. Котировки с ежедневной и внутрисдневной доходностью были получены с ресурса «Финам»¹⁰. В качестве переменных интереса будет выступать набор переменных, соответствующих изучаемым в работе событиям. Выборка событий была собрана автором с сайта¹¹ «Финам» с помощью

¹⁰ Финам. Дневные и внутрисдневные (минутные) котировки акций нефтяных компаний, 01.01.2012 – 01.01.2022 <https://clck.ru/gvcmj>

¹¹ Ранее Финам размещали новости на странице <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/rosneft/news>, откуда изначально и была собрана выборка событий для каждой компании. Сейчас новости размещаются на новой странице <https://www.finam.ru/publications/section/companies/>

веб-скрапинга. Первоначально были собраны все новости о каждой из нефтяных компаний (всего 6 625 новостей), далее были отобраны те новости, в тексте которых упоминается ФАС России (всего 207 новостей). Они были проверены на упоминание в новости предупреждений, предостережений, возбуждения дел, вынесения решений и выдачи предписаний. В итоговую выборку попали 9 предупреждений, 2 предостережения, 6 возбуждений дел и 3 вынесения решения и предписания (Рисунок 3). Подробнее ознакомиться с выборкой событий можно в приложении 2.

Рисунок 3. События, собранные о нефтяных компаниях с *Финам.ру* с 2012 по 2022 год (полная выборка слева, события с упоминанием ФАС России справа).



Источник: построено автором.

Для ответа на поставленный в работе исследовательский вопрос следует проверить следующие гипотезы:

- 1) Любые меры конкурентной политики, применяемые ФАС России, приводят к падению рыночной стоимости компании;
- 2) Выявление признаков нарушения антимонопольного законодательства оказывает существенное воздействие на рыночную стоимость компании, но при этом меньшее, чем установление факта нарушения.

С помощью методологии событийного анализа нами были оценены эффекты от предупреждений, предостережений, возбуждений дел, вынесений решений и выдачи предписаний¹². Также для каждой из оценок были проведены плацебо тесты. Для этого была создана псевдовыборка событий, в которую попали события в том же количестве, что и в настоящем выборке, и для тех же компаний, которые изначально попали в наш список событий. Псевдовыборка новостей отличается лишь тем, что даты событий были сгенерированы случайным образом с 01.01.2012 по 31.12.2018. Большинство оценок оказались незначимы¹³, что свидетельствует о достоверности и надежности наших результатов. Ниже приведены обобщающие таблицы с результатами. С более подробными результатами оценивания и плацебо тестами можно ознакомиться в приложении 1.

Таблица 2. Результаты оценки эффектов конкурентной политики на рыночную стоимость компаний на дневных данных.

Тип меры		(-3;+3) дня	(-7;+7) дней	(-15;+15) дней
Нарушение не доказано	Предупреждение	Небольшой позитивный эффект через 1 день после события	Небольшой негативный эффект за 5 дней до события	Незначимо
	Предостережение	Сильный позитивный эффект, начиная с дня события	Позитивный эффект через 5 дней после события	Сильный негативный эффект за 5 дней до события, слабый позитивный – через 5 дней после

¹² Вынесение решений и выдача предписаний, как правило, происходят одновременно.

¹³ Те оценки, которые оказались значимы на 95% уровне, очень малы и не превышают по модулю 0.01%.

	Возбуждение дела	Незначимо	Незначимо	Слабый негативный эффект на интервале 14-9 дней до события
Нарушение доказано	Вынесение решения и выдача предписания	Негативный эффект в день события	Незначимо	Негативный эффект на интервале с 14 дня до события до 8 дня после события

Источник: построено автором.

Таблица 3. Оценка эффектов конкурентной политики на рыночную стоимость компаний на внутридневных данных.

Тип меры		(-3;+3) часа ¹⁴	(-6;+6) часов ¹⁵	(-12;+12) часов ¹⁶
Нарушение не доказано	Предупреждение	Незначимо	Незначимо	Незначимо
	Предостережение	Позитивный эффект примерно за час до события и в течение 40 минут сразу после него	Сильный позитивный эффект, начиная примерно с 4 часов до события	Сильный позитивный эффект, начиная примерно с 4 часов до события
	Возбуждение дела	Слабый позитивный эффект за 1-3 часа до события	Слабый позитивный эффект за 2-4 часа до события	Незначимо
Нарушение доказано	Вынесение решения и выдача предписания	Небольшой позитивный краткосрочный эффект через час после события	Незначимо	Сильный негативный эффект, начиная примерно за 3 часа до события

Источник: построено автором.

В Таблицах 2 и 3 приведена подробная информация об изменении доходности акций в рамках событийного окна, однако более удобно работать с гипотезами, если агрегировать эту информацию с учетом размера отклонения. Общие выводы событийного анализа приведены в таблице 4.

Таблица 4. Оценка эффектов конкурентной политики на рыночную стоимость компаний (обобщение таблицы 2 и таблицы 3).

Типы мер		Внутридневные эффекты	Дневные эффекты
Нарушение не доказано	Предупреждение	Незначимо	Незначимо
	Предостережение	Положительно	Отрицательно

¹⁴ Для минутных котировок эквивалентно (-180;+180) минут

¹⁵ Для минутных котировок эквивалентно (-360;+360) минут

¹⁶ Для минутных котировок эквивалентно (-720;+720) минут

	Возбуждение дела	Положительно	Незначимо
Нарушение доказано	Вынесение решения и выдача предписания	Отрицательно	Отрицательно

Источник: построено автором.

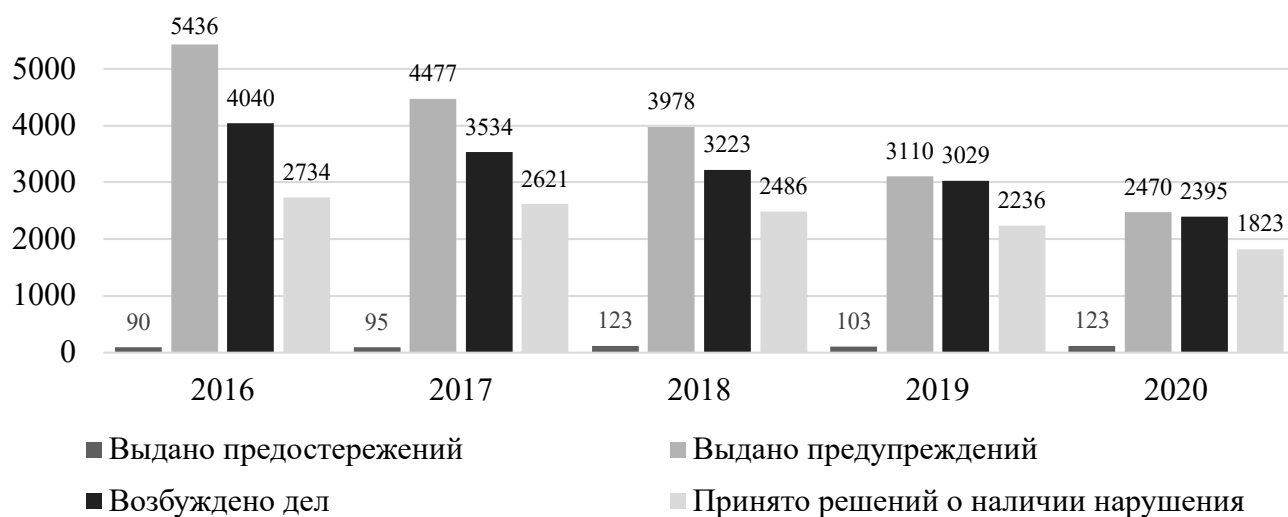
В соответствии с результатами мы видим, что вынесение решения и выдача предписания однозначно негативно влияет на рыночную стоимость компаний. Это логично объясняется тем, что инвесторы ожидают штраф, который придется выплатить компании, который скажется на её будущих денежных потоках и, как следствие, на капитализации. При этом предостережения внутри дня показывают положительную доходность, а на более длительном промежутке времени – отрицательную. Это может быть связано со спецификой этой меры. Предостережения выдаются должностным лицам компаний после их публичных заявлений, которые могут быть расценены как попытка координации¹⁷. Возможно, рынок, который видит подобный «сигнал о сговоре», понимает, чем этот сговор может закончиться – санкциями за нарушение антимонопольного законодательства; поэтому он таким образом дает понять менеджменту компании, что их поведение не было расценено как ведущее к росту прибылей. Данные результаты, за исключением предостережений, подтверждают нашу вторую гипотезу о том, что меры, используемые антимонопольной службой на этапе наличия лишь только признаков нарушения антимонопольного законодательства, влияют слабее, чем меры, используемые на этапе установления факта нарушения. Кроме того, мы уверенно отклоняем первую гипотезу о том, что действия антимонопольного органа всегда создают репутационные издержки для компаний в виде снижения их рыночной стоимости. Эти выводы не до конца согласуются с более ранними работами других авторов (Aguzzoni et al., 2013; Günster, van Dijk, 2016), которые установили негативное влияние на компании, начиная с момента инициирования расследования против неё. Авторы объясняют это тем, что начало расследования уже

¹⁷ ФАС объяснила предостережения бизнесу за слова о росте цен / РБК / URL: <https://www.rbc.ru/economics/24/03/2022/623cb5739a7947115f205b66> (дата обращения 12.05.2022).

повышает вероятность того, что нарушение компании подтвердится и что она получит штраф. В нашем же случае получается, что инвесторы не видят угрозы для компании вплоть до момента, когда нарушение доказано. Это может быть связано с верой в невиновность компании и с возможностью оспорить решение в суде.

Данное предположение находит подтверждение в антимонопольной статистике. В соответствии с данными Доклада ФАС России, в 2020 году было суммарно выдано около 2600 предупреждений, возбуждено около 2400 дел и принято 1800 решений о нарушении. То есть лишь примерно 76% дел заканчиваются решением о выявленном нарушении (Рисунок 4). Причем эта оценка является оценкой «сверху»¹⁸. По данным первой половины 2019 года, в случае обжалования решения только на этапе первой инстанции пересматриваются в пользу заявителя около 40% дел (Рисунок 5). Таким образом, инвесторы действительно имеют основания ожидать, что даже возбужденное дело может никак не отразиться на деятельности компании и её будущих прибылях.

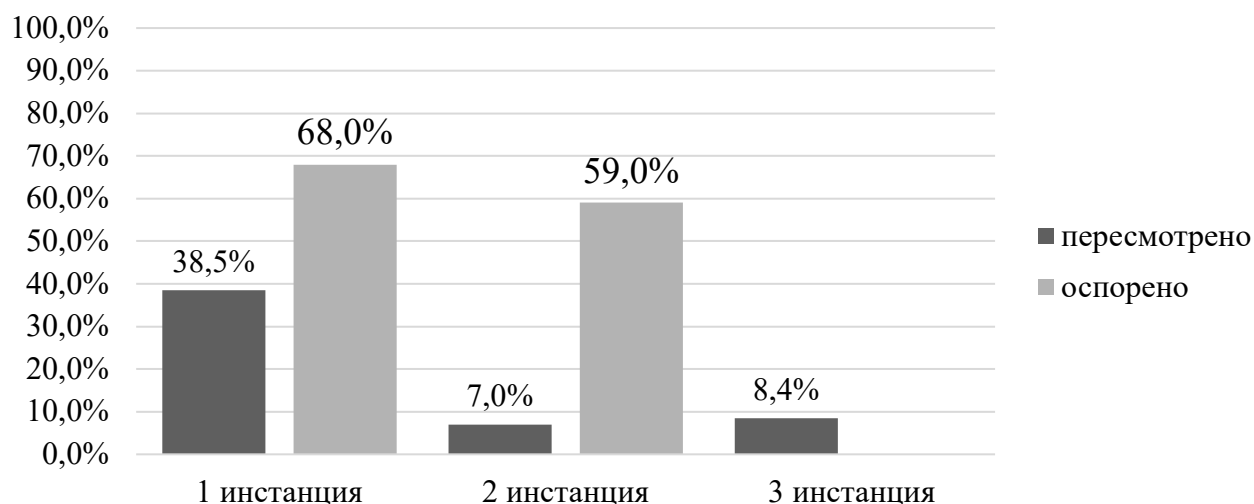
Рисунок 4. Статистика по выявленным нарушениям антимонопольного законодательства.



¹⁸ При интерпретации представленных данных надо учитывать, что лаг между действиями антимонопольного органа по одному и тому же расследованию может приводить к тому, что предупреждение выдается в одном году, а возбуждение дела происходит в следующем году; дело возбуждается в одном году, а решение выносится в следующем году, и т.д.

Источник: построено автором на основе Доклада ФАС России о состоянии конкуренции в Российской Федерации за 2020 год.

Рисунок 5. Вероятность пересмотра дела в случае, если оно будет оспорено заявителем.



Источник: Новиков В. Бюллетень антимонопольной статистики за 2019. Ежегодный аналитический доклад по итогам 2019 года. URL: http://antitrusteconomist.ru/research/show/bas_y2019 (дата обращения: 20.09.2022)

Заключение

Тренд на доказательную политику довольно четко проявляется во многих странах мира, в том числе и в России. При этом в области исследования конкурентной политики он проявляется менее активно, чем, например, в макроэкономике. В дополнение к этому допустимость и необходимость использования различных мер конкурентной политики в разных рыночных ситуациях, а также их польза с точки зрения общественного благосостояния всё ещё является дискуссионной темой как среди академических исследователей, так и среди экономистов-практиков.

При этом СМИ и пресс-службы антимонопольных ведомств являются важнейшим фактором формирования репутации компании. В этой связи существуют основания полагать, что вместе с общественными санкциями за нарушения антимонопольного законодательства, компании могут также получить

репутационные санкции, причем для построения эффективной системы сдерживания данные санкции необходимо учитывать в совокупности.

Подводя итог, мы доказали, что до момента установления факта нарушения компанией, заявления антимонопольной службы могут влиять на её репутацию через выдачу предостережений и возбуждения дел, а после – через вынесение решений и выдачу предписаний. Это означает, что, во-первых, компании, помимо предусмотренных законом санкций, несут также бремя санкций в виде потери рыночной стоимости, а во-вторых, что такие потери могут наступать для компании даже тогда, когда сам факт нарушения еще не доказан и обсуждается еще только наличие признаков нарушения.

Полученные результаты имеют ряд ограничений.

Во-первых, существенным улучшением работы будет расширение выборки изучаемых событий, причем желательно, чтобы это были «цепочки» событий, когда мы сможем отследить путь компании от предупреждения до вынесения решения. К сожалению, в России нет общей базы дел, которая была бы пригодна для такого исследования, поэтому данный сбор придется производить вручную. Кроме этого, определенный интерес представляет учет дополнительных параметров событий, например, по какой статье было возбуждено дела или какого размера штраф компания получила в предписании.

Во-вторых, следующим шагом в улучшении исследования станет построение теоретической модели влияния конкурентной политики на компании в России. В данной работе отмечаются направления подобных исследований, которые могут помочь сделать эмпирические результаты более убедительными и обоснованными.

Список литературы

1. Авдашева С. Б., Корнеева Д. В. (2016). Конкурентная политика на экспортоориентированных рынках: действительно ли компенсирующие меры эффективны? //Экономический журнал Высшей школы экономики. Т. 20. №. 3. С. 442-470. [Avdasheva S. B., Korneeva D. V. (2016). Konkurentnaya politika na eksportoorientirovannykh rynkakh: deystvitel'no li kompensiruyushchie mery effektivny? //Ekonomicheskiy zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki. T. 20. No. 3. pp. 442-470. (In Russian).]
2. Волошинская А. А., Комаров В. М. (2015). Доказательная государственная политика: проблемы и перспективы // Вестник Института экономики Российской академии наук. № 4. С. 90–102. [Voloshinskaya A. A., Komarov V. M. (2015). Dokazatel'naya gosudarstvennaya politika: problemy i perspektivy // Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk. No. 4. pp. 90–102. (In Russian).]
3. Галлямова Э. М. (2021). Доказательная государственная политика: возможности и ограничения //Социология. №. 2. С. 158–162. [Gallyamova E. M. (2021). Dokazatel'naya gosudarstvennaya politika: vozmozhnosti i ogranicheniya //Sotsiologiya. No. 2. pp. 158–162. (In Russian).]
4. Курдин А.А. (2012) Альтернативные показатели для оценки состояния конкуренции на товарных рынках // Бюллетень Лаборатории проблем конкуренции и конкурентной политики, № 8. <http://lccp.econ.msu.ru/bulletins/> [Kurdin A.A. (2012) Al'ternativnye pokazateli dlya otsenki sostoyaniya konkurentsii na tovarnykh rynkakh // Byulleten' Laboratorii problem konkurentsii i konkurentnoy politiki, No. 8. (In Russian).]
5. Павлова Н.С. (2022) Роль антимонопольного комплаенса в настройке оптимальной системы санкций за картель // Антимонопольный комплаенс в России, № 1, с. 12-15 [Pavlova N.S. (2022) Rol' antimonopol'nogo komplaensa v nastroyke optimal'noy sistemy sanktsiy za karte-li // Antimonopol'nyy kom-plaens v Rossii, No. 1, pp. 12-15 (In Russian).]

6. Радченко Т.А., Сухорукова К.А. (2016) Оценки уровня конкуренции и состояния конкурентной среды: обзор методов и результаты опросов в 2014 – 2016 гг. // Современная конкуренция, т. 10, № 5, с. 28-46. [Radchenko T.A., Sukhorukova K.A. (2016) Otsenki urovnya konkurentsii i sostoyaniya konkurentnoy sredy: obzor metodov i rezul'taty oprosov v 2014 – 2016 gg. // Sovremennaya konkurenciya, t. 10, No. 5, pp. 28-46. (In Russian).]
7. Смола А. (2021). Предупреждение антимонопольного органа и заключенный договор // Информационно-правовой портал «Закон.ру» [Smola A. (2021). Preduprezhdenie antimonopol'nogo organa i zaklyuchennyu dogovor // Informatsionno-pravovoy portal «Zakon.ru» (In Russian).]
8. Ставнийчук А. Ю. (2020). Эффекты антимонопольной политики на рынках нефтепродуктов России // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. Т. 12. №. 2. С. 40-68. [Stavniychuk A. Yu. (2020). Effekty antimonopol'noy politiki na rynkakh nefteproduktov Rossii // Nauchnye issledovaniya ekonomicheskogo fakul'teta. Elektronnyy zhurnal. Vol. 12. No. 2. pp. 40-68. (In Russian).]
9. Шаститко А.Е., Павлова Н.С. (2021). Антиконтентные последствия антимонопольной политики: кейс мобильных операторов // Вопросы государственного и муниципального управления, № 2, с. 7-32. [Shastitko A.E., Pavlova N.S. (2021). Antikonkurentnye posledstviya antimonopol'noy politiki: keys mobil'nykh operatorov // Voprosy gosudarstvennogo i munitsipal'nogo upravleniya, No. 2, pp. 7-32. (In Russian).]
10. Юсупова Г., Киселева О. (2015). Был ли молчаливый сговор? (Еще раз о монополии высоких цен российских нефтяных компаний) // Экономическая политика. – 2015. – Т. 10. – №. 4. – С. 178-195. [Yusupova G., Kiseleva O. (2015). Byl li molchalivyy sgovor? (Eshche raz o monopol'no vysokikh tsenakh rossiyskikh neftyanykh kompaniy) // Ekonomicheskaya politika. T. 10. No. 4. pp. 178-195. (In Russian).]

11. Aguzzoni L., Langus G., Motta M. (2013). The effect of EU antitrust investigations and fines on a firm's valuation //The Journal of Industrial Economics. Vol. 61. No. 2. pp. 290-338.
12. Armentano D. T. (1999). Antitrust: the case for repeal // Ludwig von Mises Institute.
13. Armour J., Mayer C., Polo A. (2017). Regulatory sanctions and reputational damage in financial markets //Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 52. No. 4. pp. 1429-1448.
14. Auer D. (2018) Antitrust Principles and Evidence-Based Antitrust Under the Consumer Welfare Standard // International Center for Law & Economics <https://laweconcenter.org/resource/icle-comments-antitrust-law-and-the-consumer-welfare-standard>
15. Avdasheva S., Golovanova S. (2017). Oil explains all: desirable organisation of the Russian fuel markets (on the data of three waves of antitrust cases against oil companies) //Post-Communist Economies. Vol. 29. No. 2. pp. 198-215.
16. Baker J. B., Bresnahan T. (2006). Economic evidence in antitrust: defining markets and measuring market power.
17. Baron J. (2018). A brief history of evidence-based policy //The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science. Vol. 678. No. 1. pp. 40-50.
18. Bittlingmayer G. (1992). Stock returns, real activity, and the trust question //The Journal of Finance. Vol. 47. No. 5. pp. 1701-1730.
19. Bosch J. C., Eckard Jr E. W. (1991). The profitability of price fixing: evidence from stock market reaction to federal indictments //The review of Economics and Statistics. pp. 309-317.
20. Brown S. J., Warner J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies //Journal of financial economics. Vol. 14. No. 1. pp. 3–31.
21. Connor J.M. Price-Fixing Overcharges: Revised 3rd Edition (February 24, 2014) // Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2400780>

- 22.Combe E., Monnier C. (2009). Fines Against Hard Core Cartels in Europe: The Myth of Over Enforcement // The Antitrust Bulletin. Vol. 56, No. 2. pp. 235-275.
- 23.Crandall R. W., Winston C. (2003). Does antitrust policy improve consumer welfare? Assessing the evidence //Journal of Economic Perspectives. Vol. 17. No. 4. pp. 3–26.
- 24.Cichello M., Lamdin D. J. (2006). Event studies and the analysis of antitrust //International Journal of the Economics of Business. Vol. 13. No. 2. pp. 229-245.
- 25.Davies S. W., Ormosi P. L. (2010). Assessing competition policy: Methodologies, gaps and agenda for future research // Centre for Competition Policy Working Paper.
- 26.Davies S. W., Ormosi P. L. (2013). Selection Bias in Evaluating Policy: The Case of Anti-Trust //Available at SSRN 2279487.
- 27.Delgado J., Otero H., Pérez-Asenjo E. (2016). Assessment of antitrust agencies' impact and performance: an analytical framework //Journal of Antitrust Enforcement. Vol. 4. No. 2. pp. 323-344.
- 28.Don H., Kemp R., Van Sinderen J. (2008). Measuring the economic effects of competition law enforcement //De Economist. Vol. 156. No. 4. pp. 341-348.
- 29.Fama E. F. (1991). Efficient capital markets: II //The journal of finance. Vol. 46. No. 5. pp. 1575–1617.
- 30.Fama E. F. et al. (1969). The adjustment of stock prices to new information // International economic review. Vol. 10. No. 1. pp. 1-21.
- 31.Fama E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work //The journal of Finance. Vol. 25. No. 2. pp. 383–417.
- 32.González X., Moral M. J. (2019). Effects of antitrust prosecution on retail fuel prices //International Journal of Industrial Organization. Vol. 67. pp. 102537.

33. Günster A., van Dijk M. (2016). The impact of European antitrust policy: Evidence from the stock market // *International Review of Law and Economics*. Vol. 46. pp. 20-33.
34. Haskins R. (2018). Evidence-based policy: the movement, the goals, the issues, the promise // *The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science*. Vol. 678. No. 1. pp. 8-37.
35. Hüschelrath K., Leheyda N. (2010). A methodology for the evaluation of competition policy // *European Competition Journal*. Vol. 6. No. 2. pp. 397–425.
36. Iacobucci E. M. (2014). On the interaction between legal and reputational sanctions // *The Journal of Legal Studies*. Vol. 43. No. 1. pp. 189–207.
37. Jiménez J. L., Perdiguero J., Gutiérrez I. (2016). More News, Good News?: Bias in Media Coverage of Competition policy. – Fundación de las Cajas de Ahorros,
38. Karpoff J. M., Lott Jr J. R. (1993). The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud // *The Journal of Law and Economics*. Vol. 36. No. 2. pp. 757–802.
39. Katsoulacos Y., Avdasheva S., Golovanova S. (2021). Determinants of the (Slow) Development of Effect-Based Competition Enforcement: Testing the Impact of Judicial Review on the Choice of Legal Standards by Competition Authorities // *Journal of Industry, Competition and Trade*. Vol. 21. No. 1. PP. 103-122.
40. Kovacic W. E. (2000). Evaluating antitrust experiments: Using ex post assessments of government enforcement decisions to inform competition policy // *Geo. Mason L. Rev.* Vol. 9. pp. 843.
41. Kovacic W. E. (2009). Rating the Competition Agencies: What Constitutes Good Performance? // *George Mason Law Review*. Vol. 16. No. 4. pp. 2012–21.

42. Kurdin A., Shastitko A. (2019). Оценка эффектов антимонопольной политики: фундаментальные подходы и практические проблемы (Evaluation of the Effects of Antitrust Policy: Fundamental Approaches and Practical Problems) // Available at SSRN 3362289
43. Kwoka J., Jarsulic M. (2017). Evidence-Based Policy in Antitrust: The Need for Ongoing Merger Retrospectives // The Center for American Progress <https://www.americanprogress.org/article/evidence-based-policy-antitrust-need-ongoing-merger-retrospectives>
44. Mariuzzo F., Ormosi P. L., Majied Z. (2020). Fines and reputational sanctions: The case of cartels // International Journal of Industrial Organization. Vol. 69. pp. 102584.
45. Mungan M. C. (2016). A generalized model for reputational sanctions and the (ir) relevance of the interactions between legal and reputational sanctions // International Review of Law and Economics. Vol. 46. pp. 86-92.
46. Neven D., Zenger H. (2008). Ex post evaluation of enforcement: a principal-agent perspective // De Economist. Vol. 156. No. 4. pp. 477-490.
47. Orr L. L. (2018). The role of evaluation in building evidence-based policy // The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science. Vol. 678. No. 1. pp. 51-59.
48. Polinsky A.M., Shavell S. (1992). Enforcement Costs and the Optimal Magnitude and Probability of Fines // Journal of Law and Economics. Vol. 35. pp. 133–148
49. Rasmusen E. (1996). Stigma and self-fulfilling expectations of criminality // The Journal of Law and Economics. Vol. 39. No. 2. pp. 519–543.
50. Sharpe W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk // The journal of finance. Vol. 19. No. 3. pp. 425-442.
51. Tetlock P. C. (2015). The role of media in finance // Handbook of media Economics. Vol. 1. pp. 701-721.
52. Werden G. J. (2008). Assessing the effects of antitrust enforcement in the United States // De Economist. Vol. 156. No. 4. pp. 433–451.

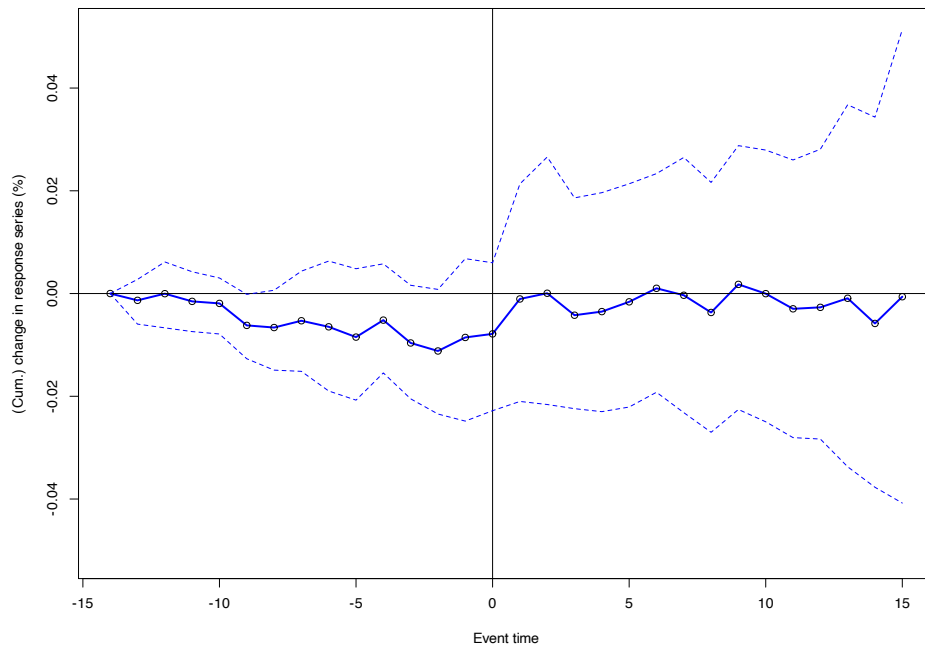
53. Wright J. D. (2012). Abandoning Antitrust's Chicago Obsession: The Case for Evidence-Based Antitrust //Antitrust LJ. Vol. 78. pp. 241.
54. Wright J. et al. (2013). Evidence-Based Antitrust Enforcement in the Technology Sector //Antitrust Chronicle. Vol. 3.

Приложения

Приложение 1. Результаты оценивания методом событийного анализа¹⁹

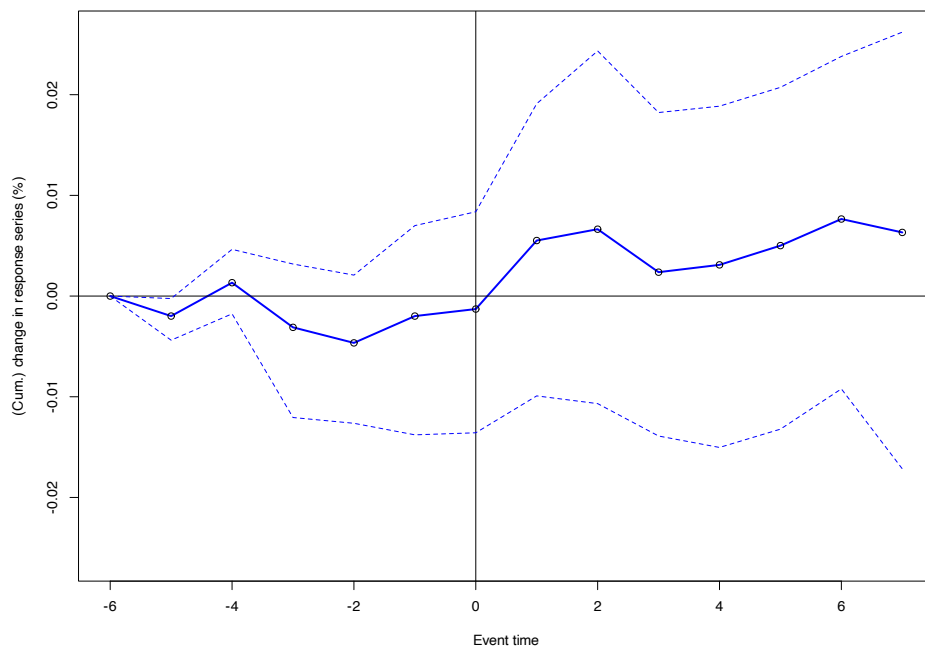
Приложение 1.1 Результаты оценивания методом событийного анализа на дневных данных

Рисунок 6. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



Источник: составлено автором.

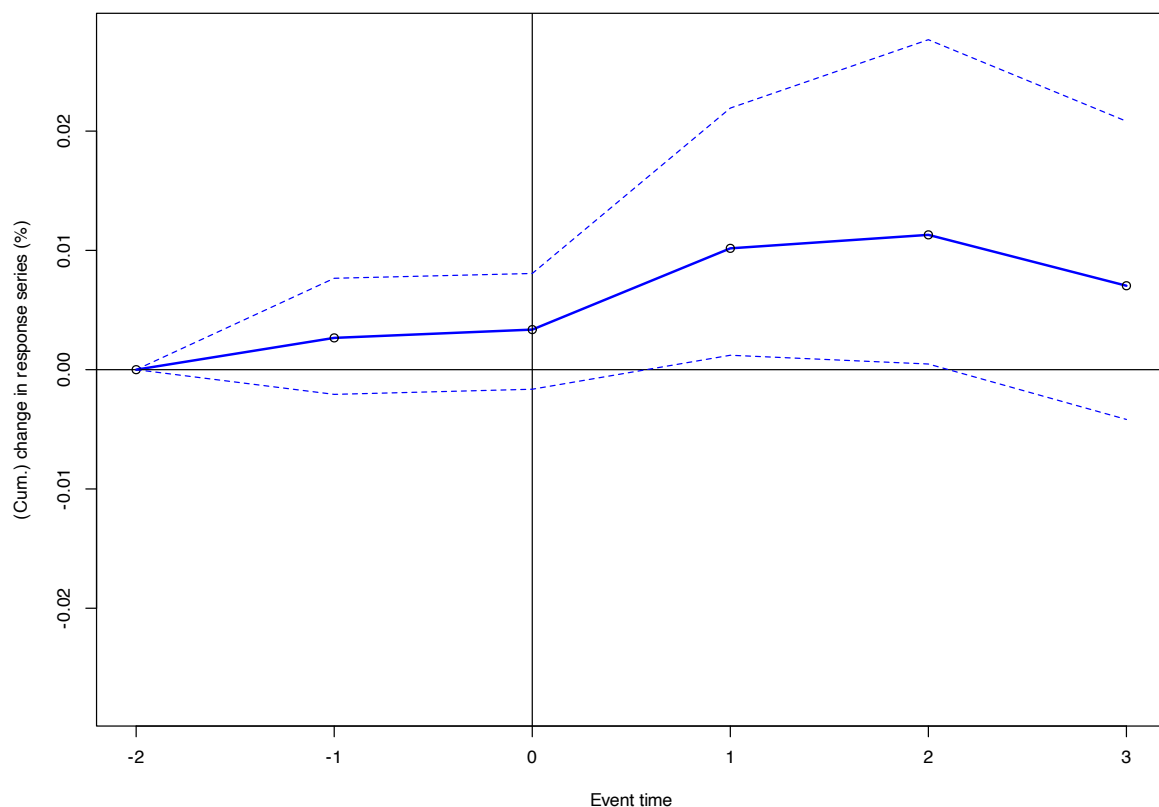
Рисунок 7. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



Источник: построено автором.

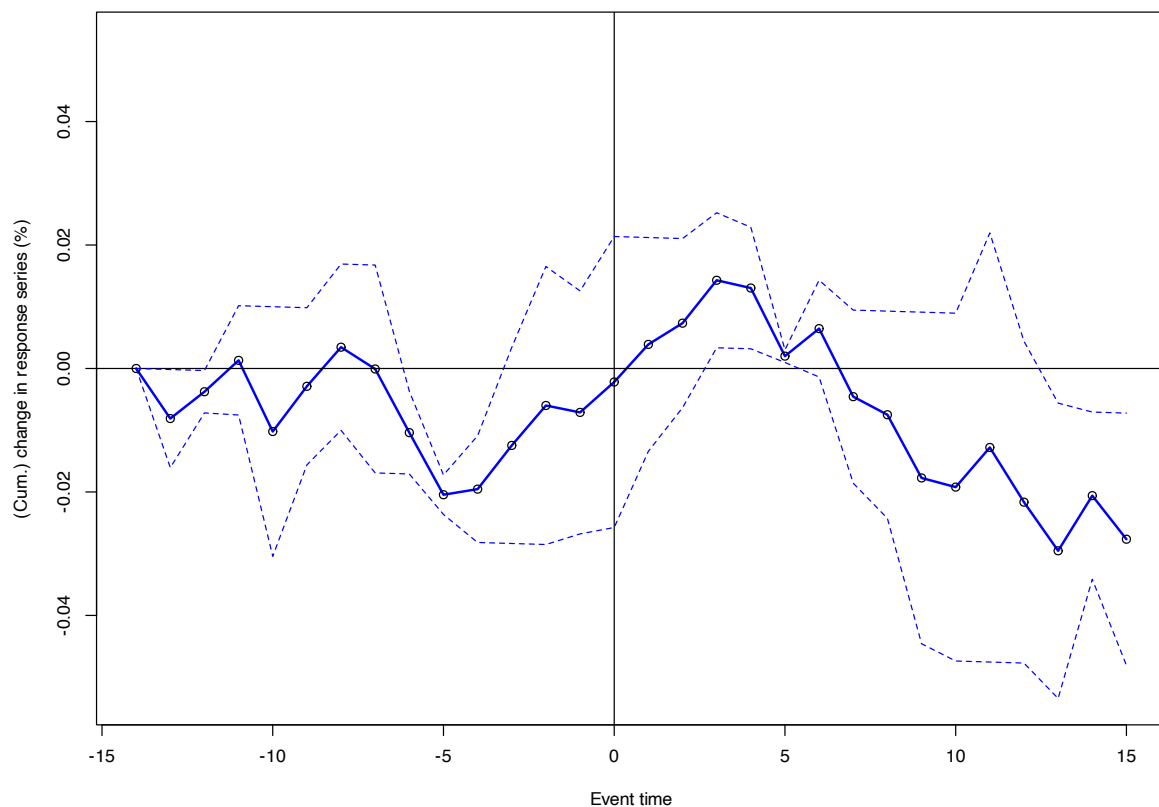
¹⁹ Пунктиром обозначен 95% доверительный интервал.

Рисунок 8. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



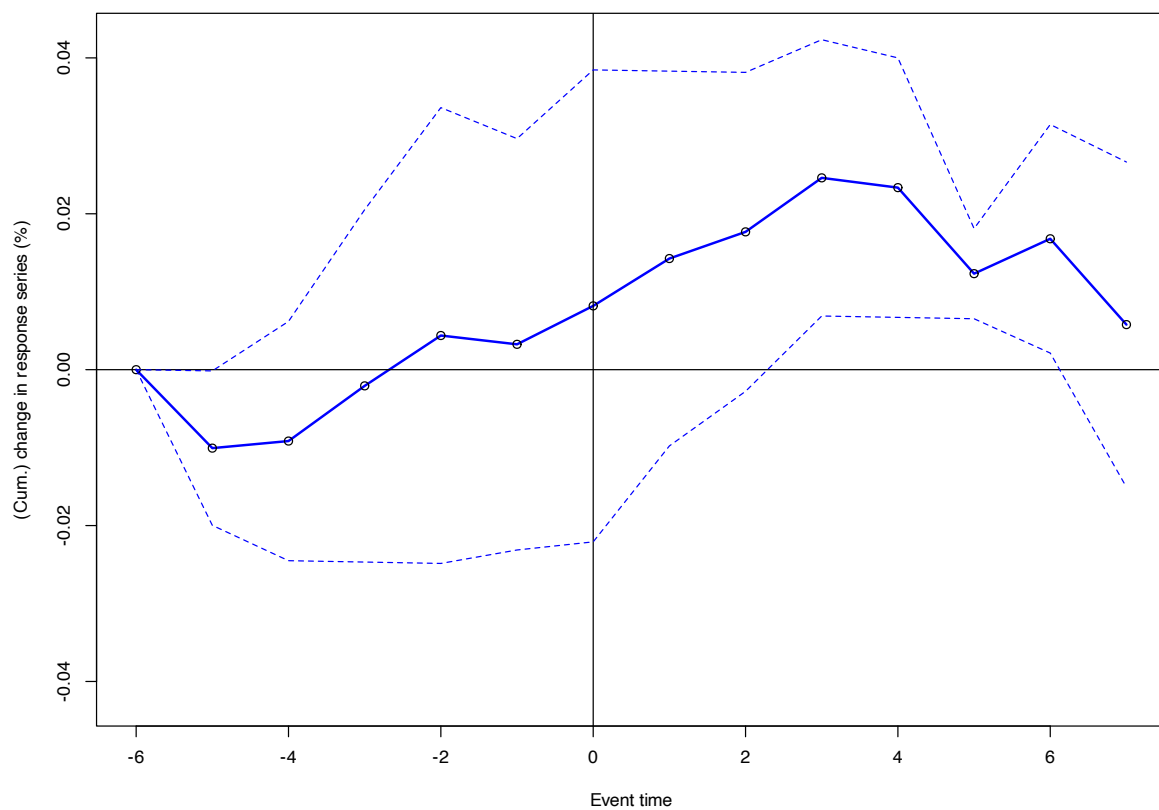
Источник: построено автором.

Рисунок 9. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



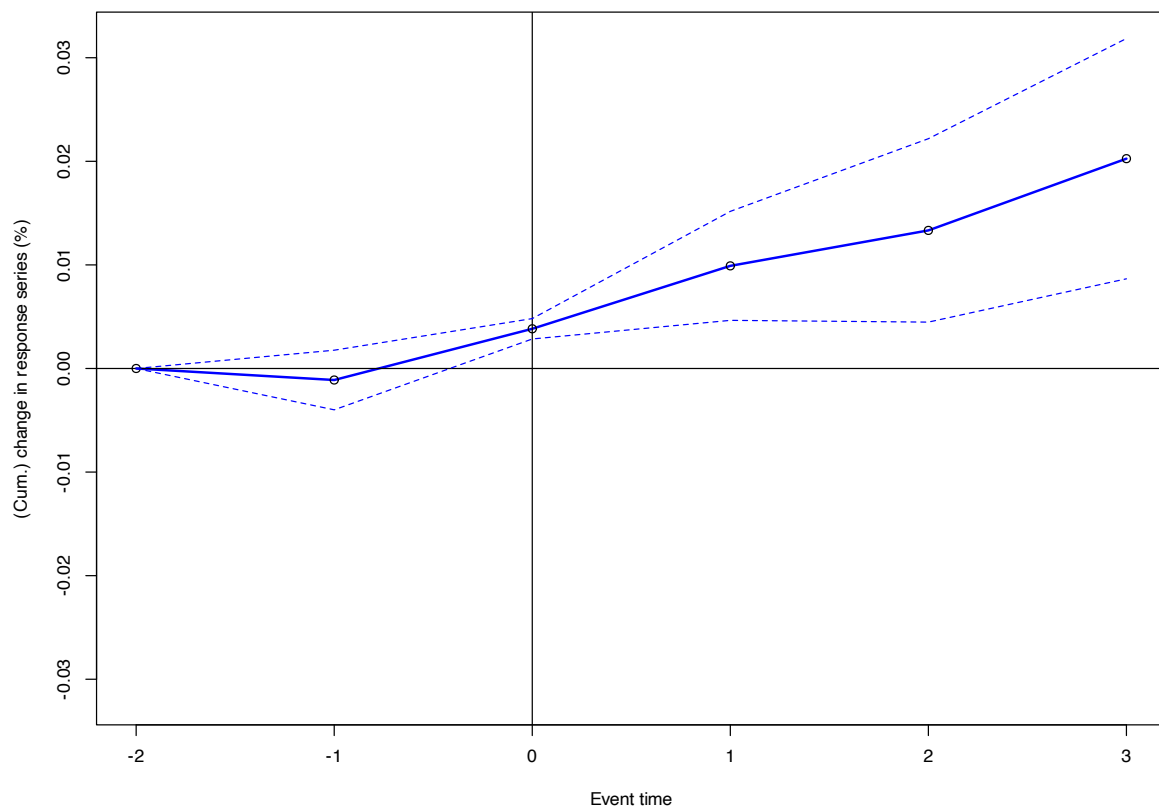
Источник: построено автором.

Рисунок 10. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



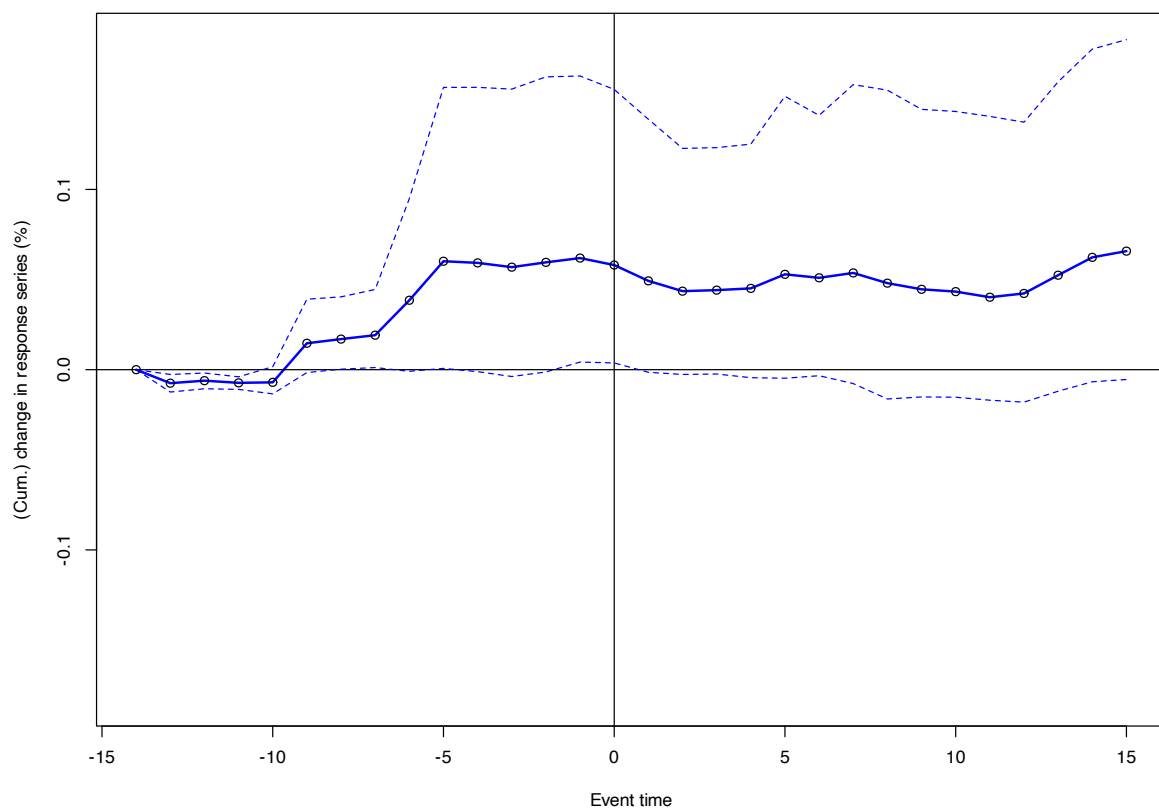
Источник: построено автором.

Рисунок 11. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



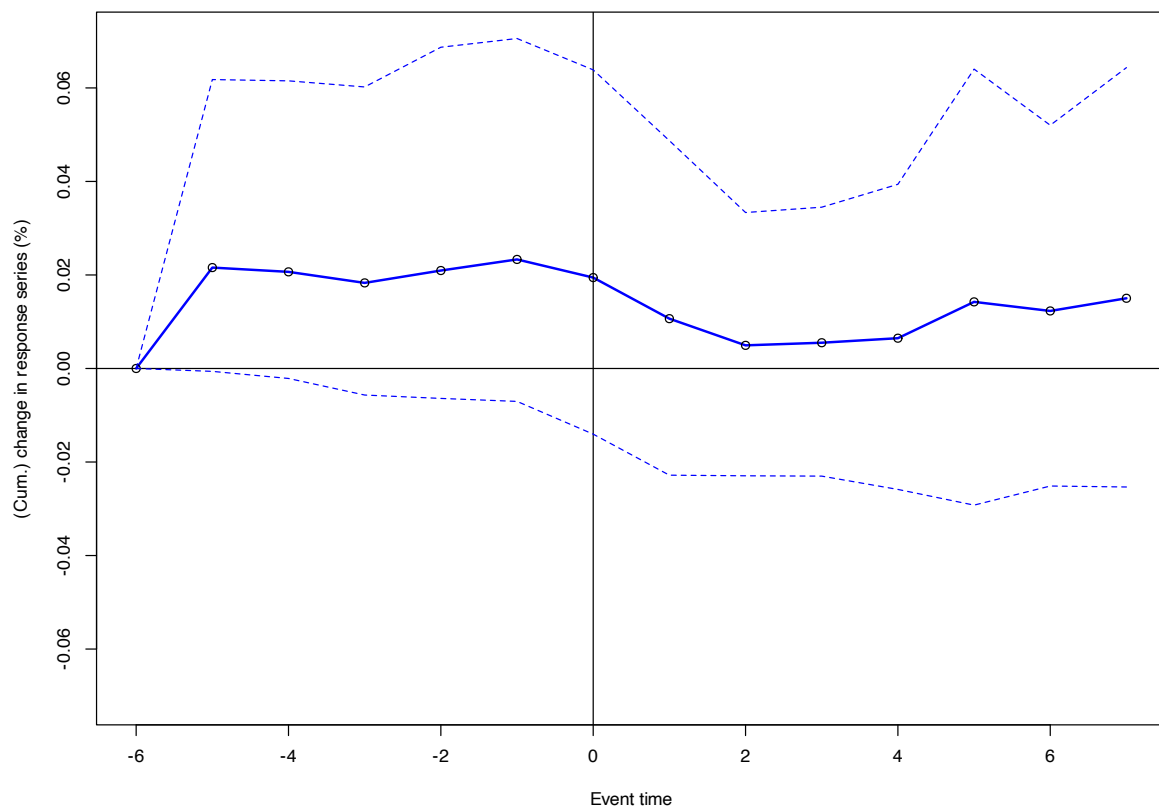
Источник: построено автором.

Рисунок 12. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



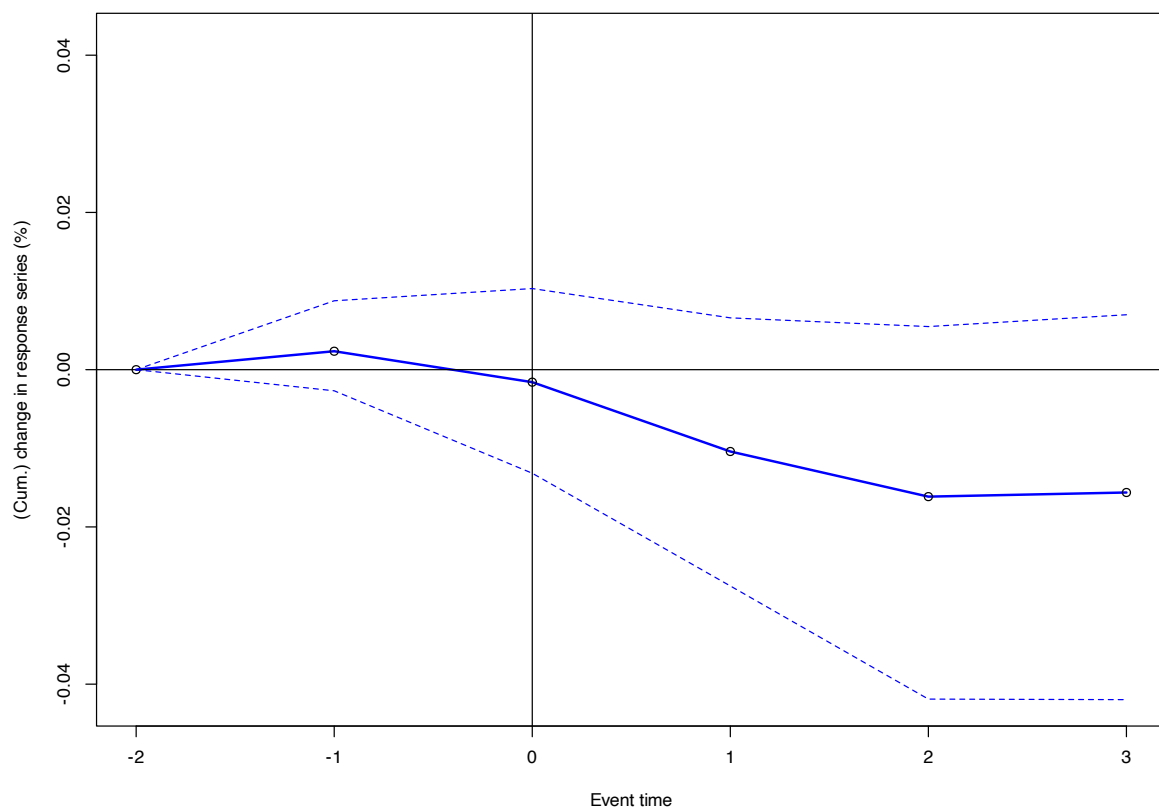
Источник: построено автором.

Рисунок 13. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



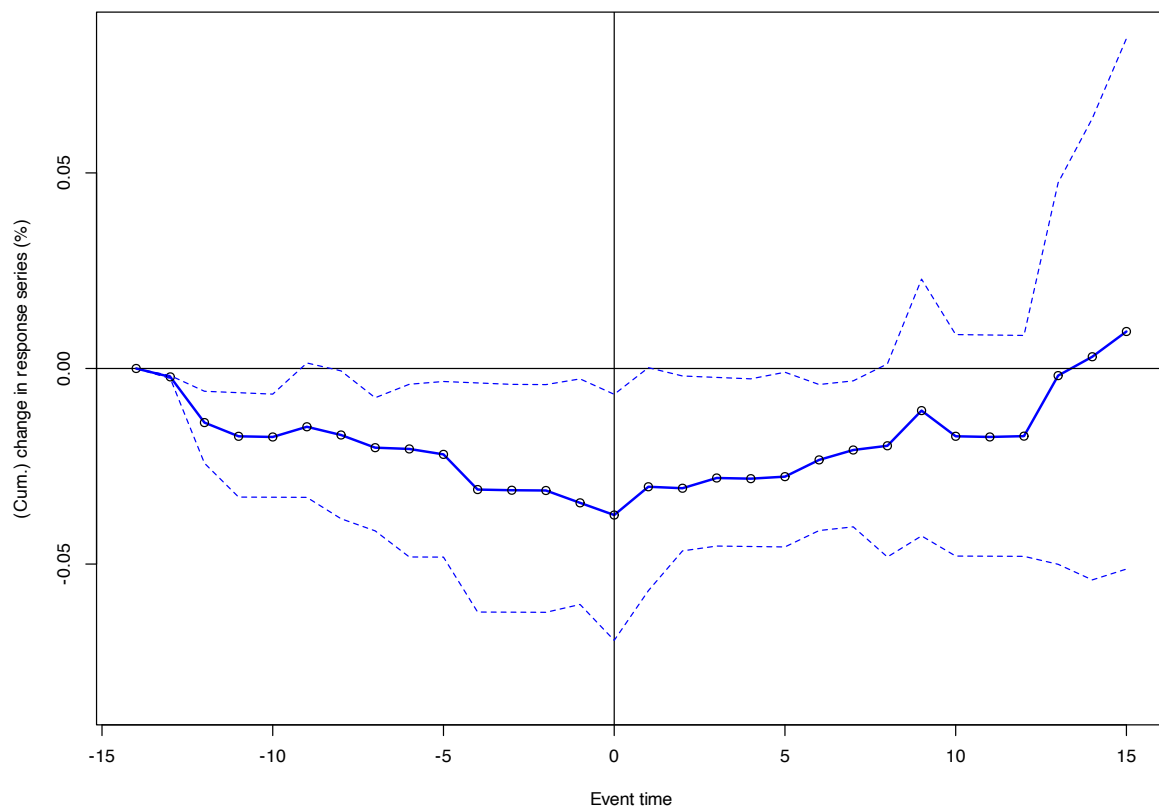
Источник: построено автором.

Рисунок 14. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



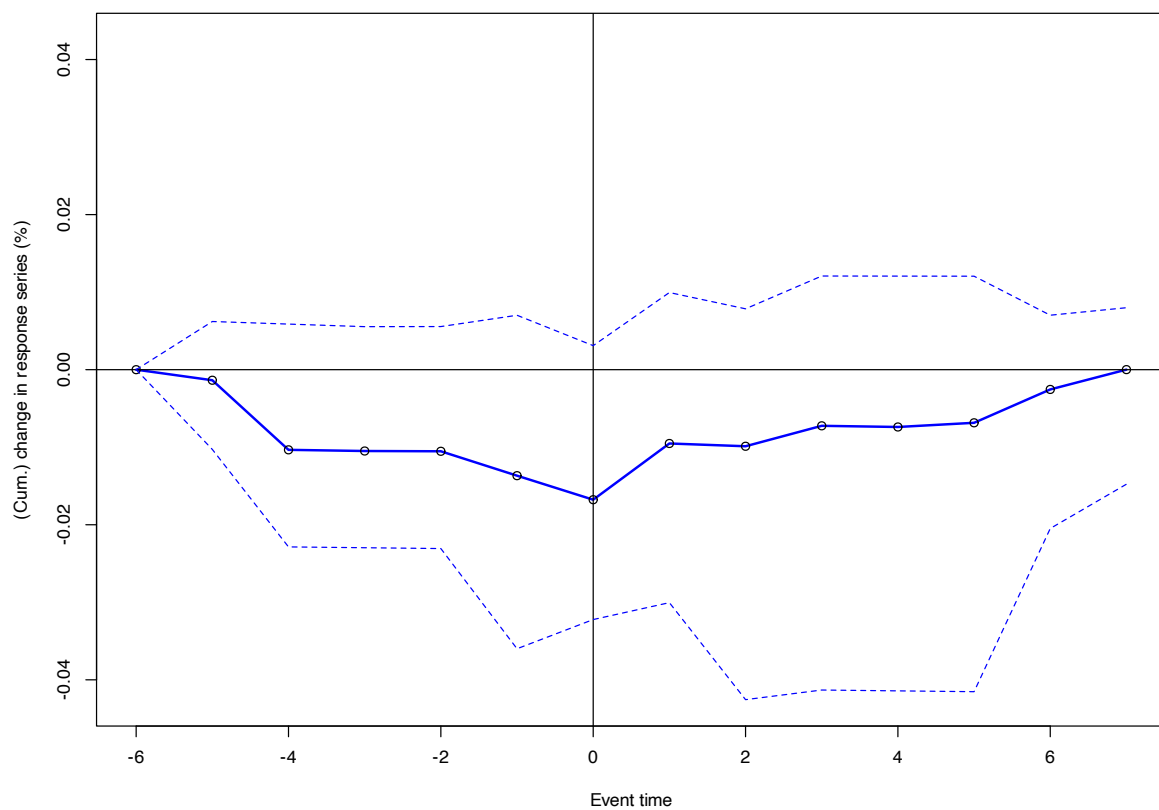
Источник: построено автором.

Рисунок 15. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



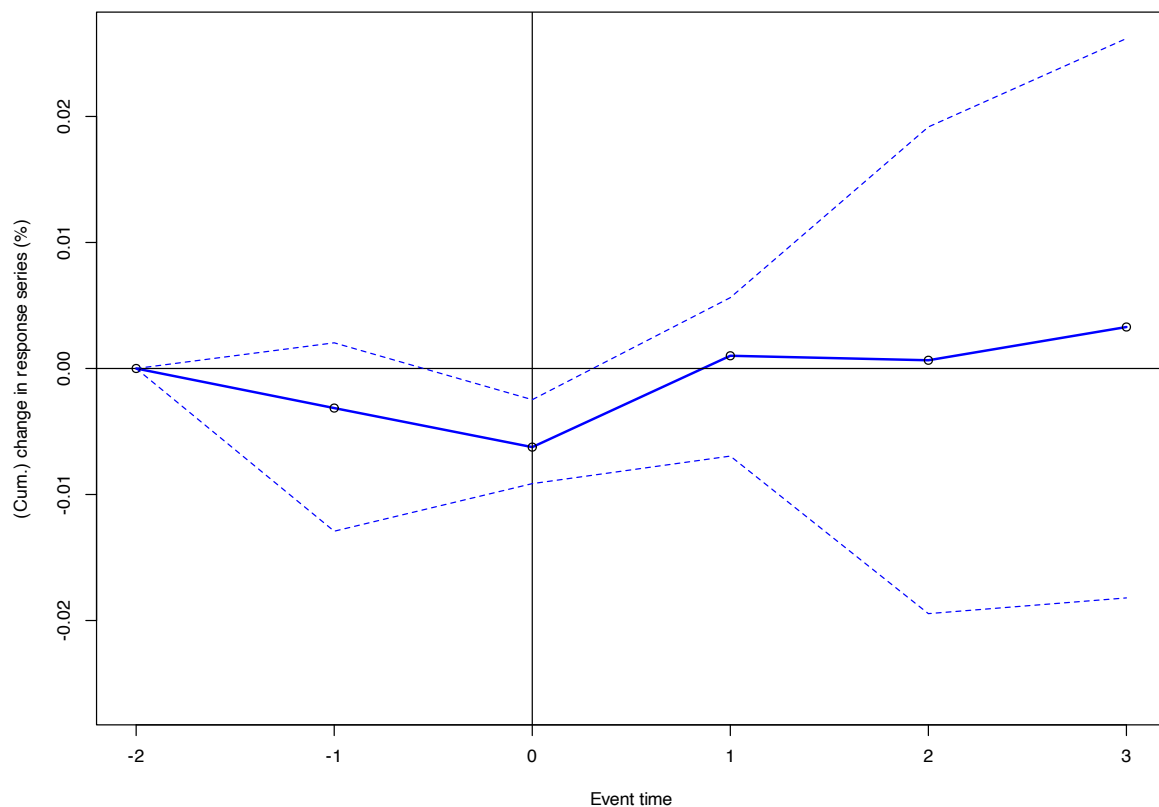
Источник: построено автором.

Рисунок 16. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



Источник: построено автором.

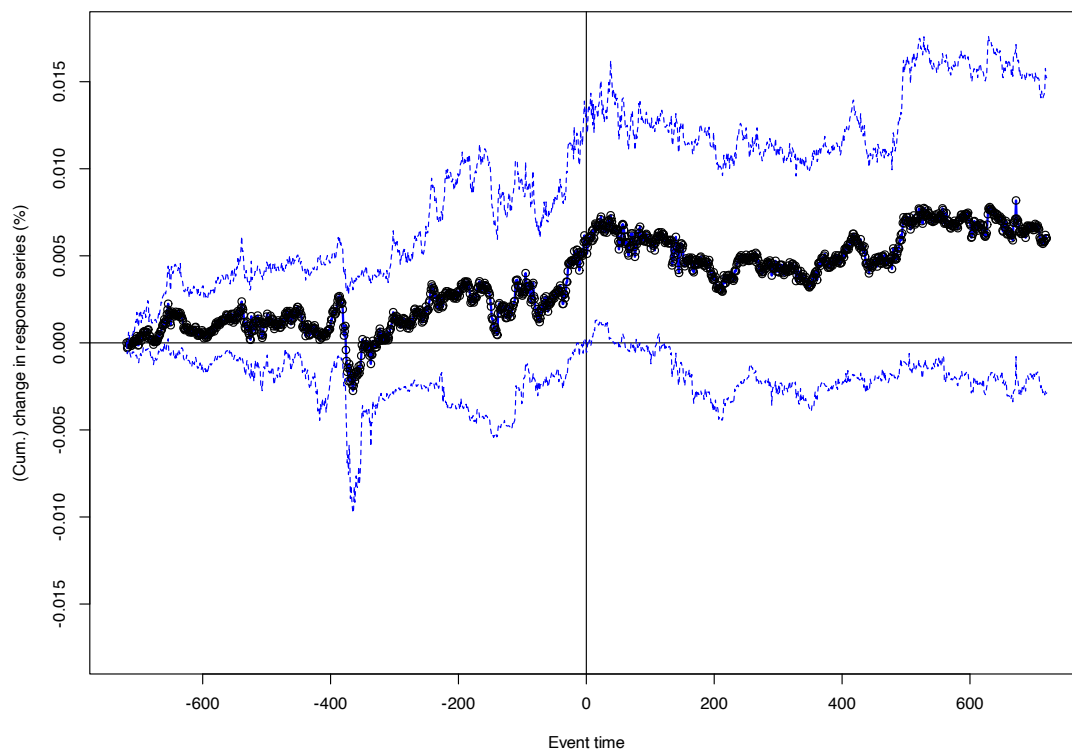
Рисунок 17. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



Источник: построено автором.

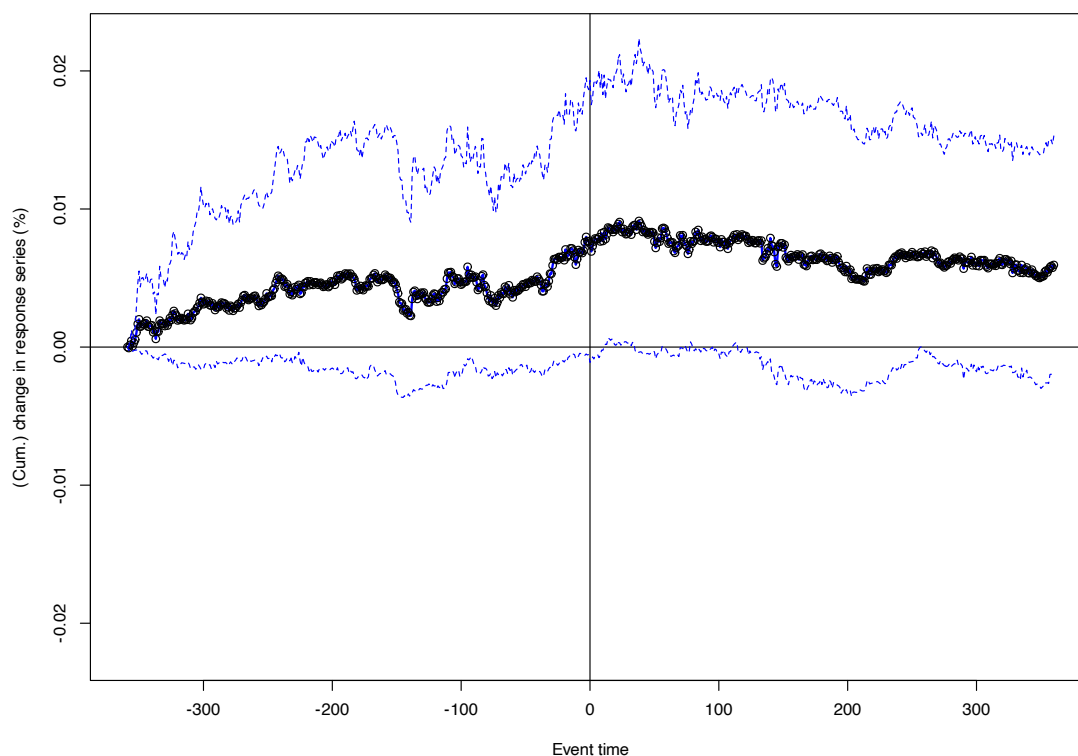
Приложение 1.2 Результаты оценивания методом событийного анализа на внутридневных данных

Рисунок 18. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



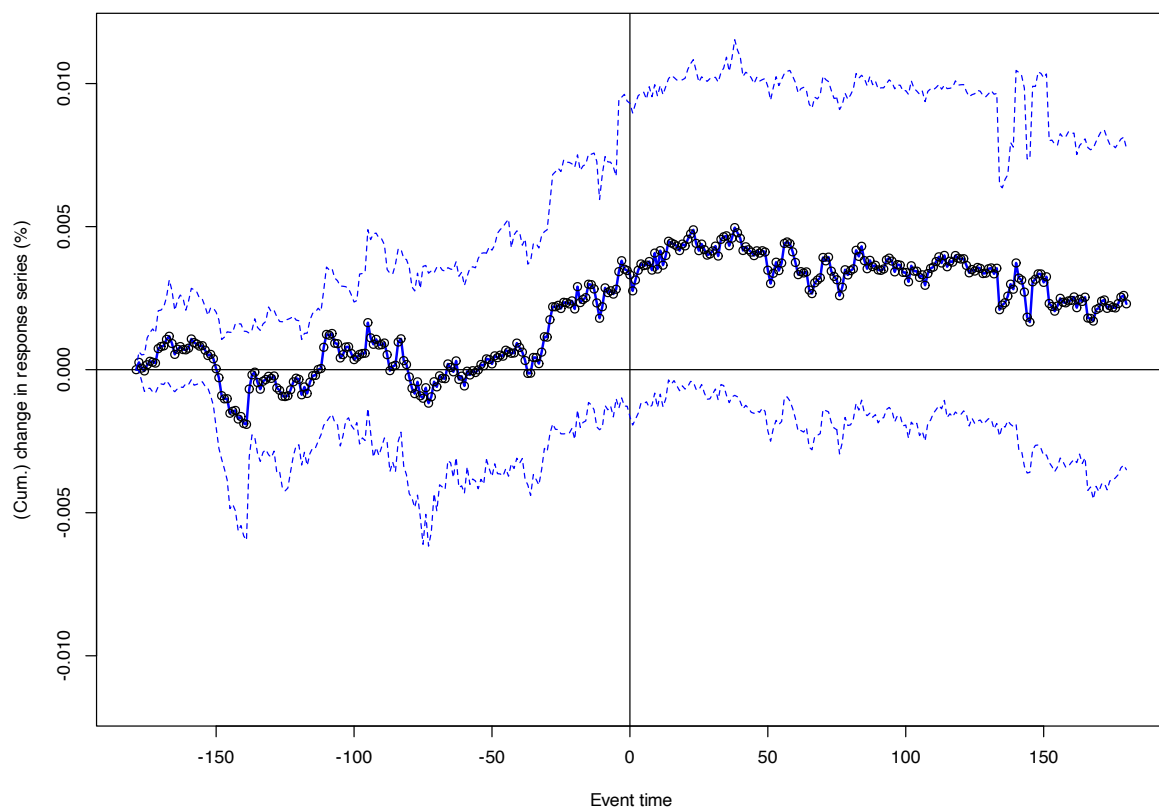
Источник: построено автором.

Рисунок 19. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



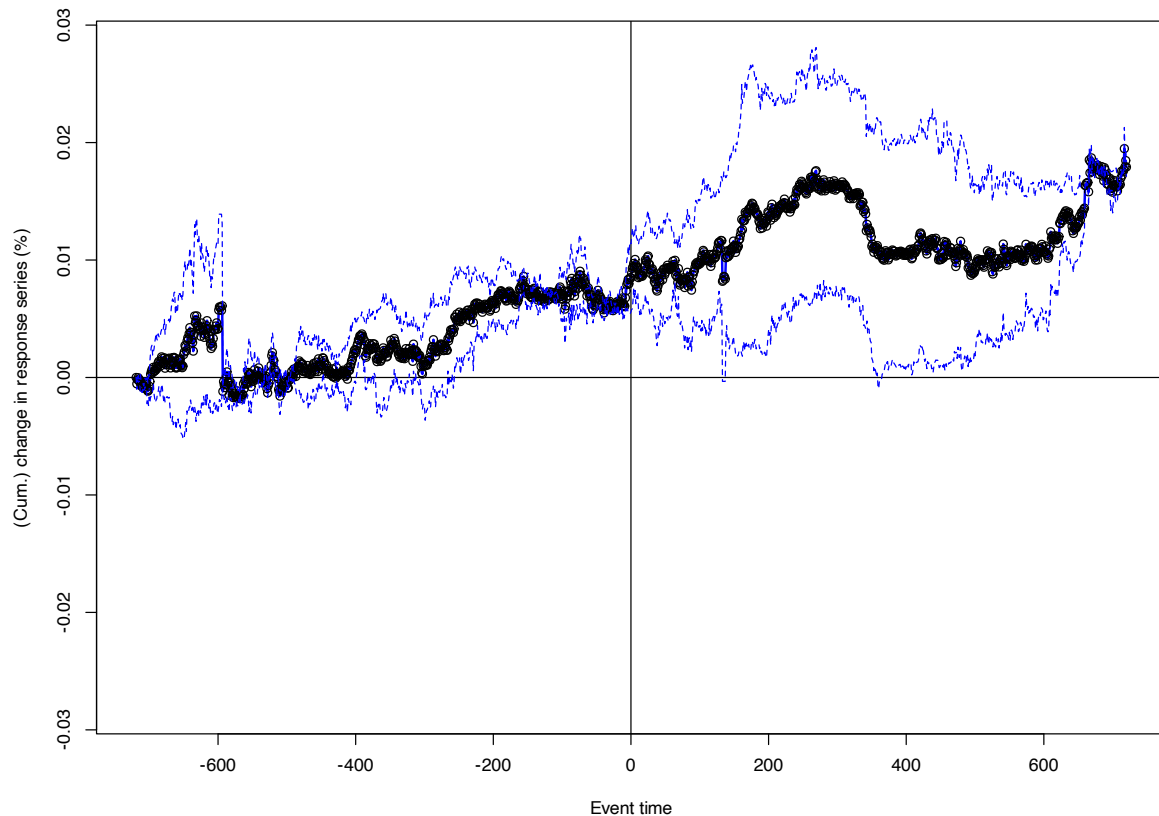
Источник: построено автором.

Рисунок 20. Оценка эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



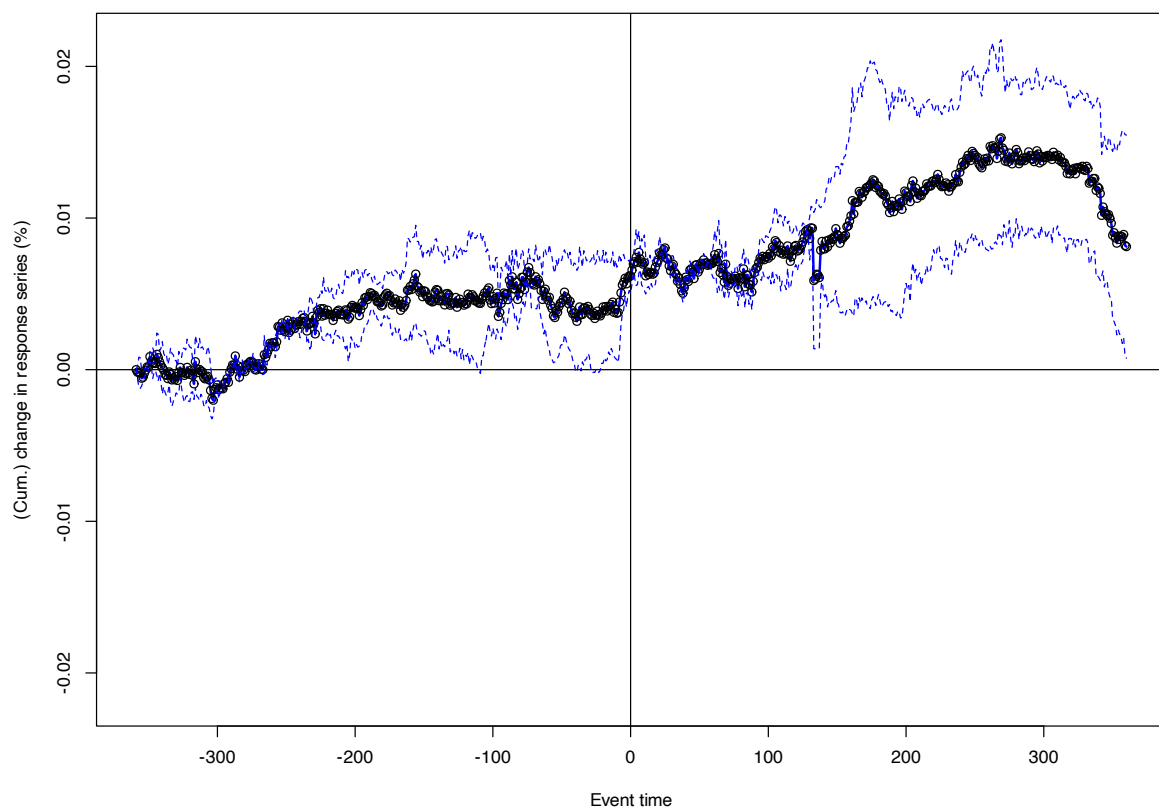
Источник: построено автором.

Рисунок 21. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



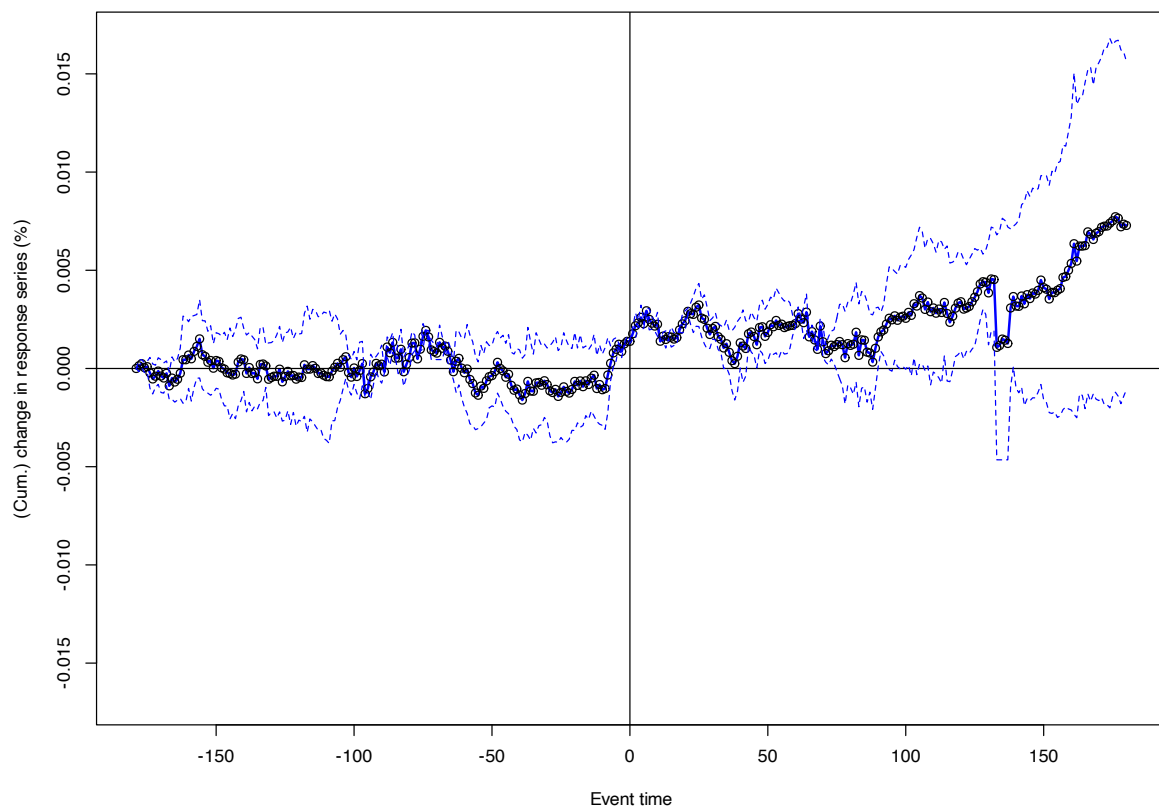
Источник: построено автором.

Рисунок 22. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



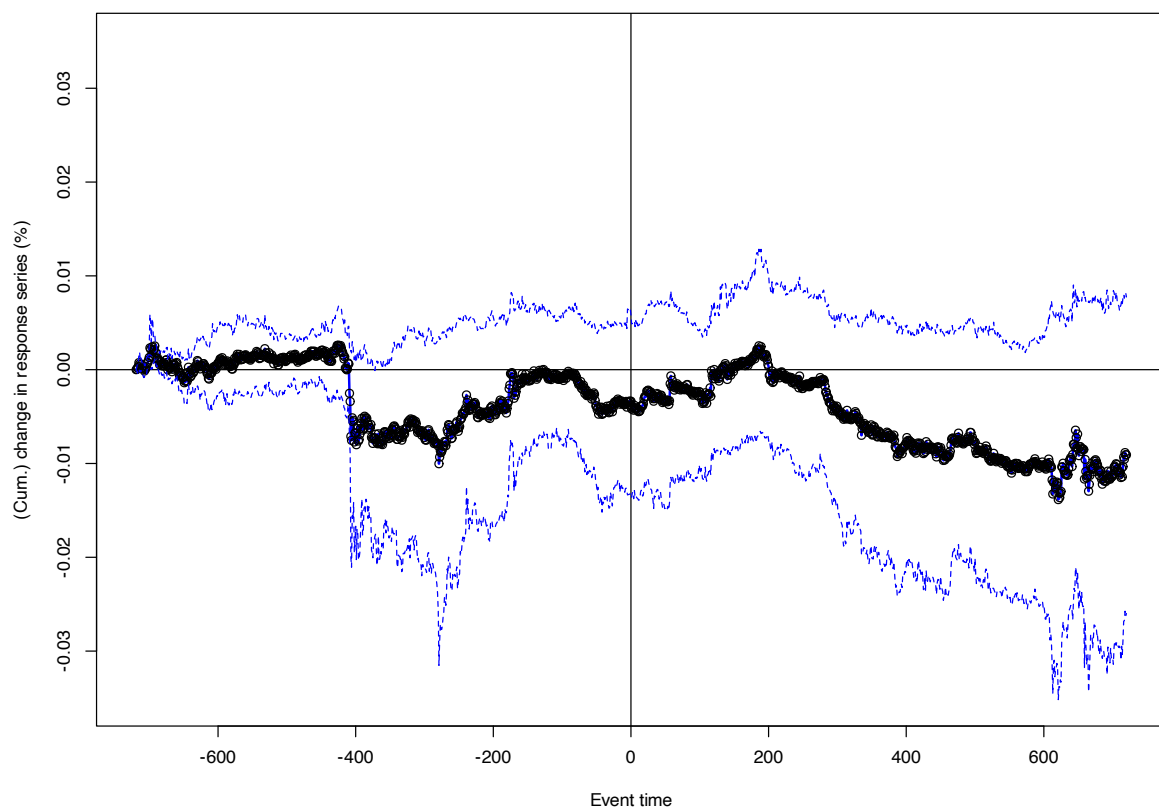
Источник: построено автором.

Рисунок 23. Оценка эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



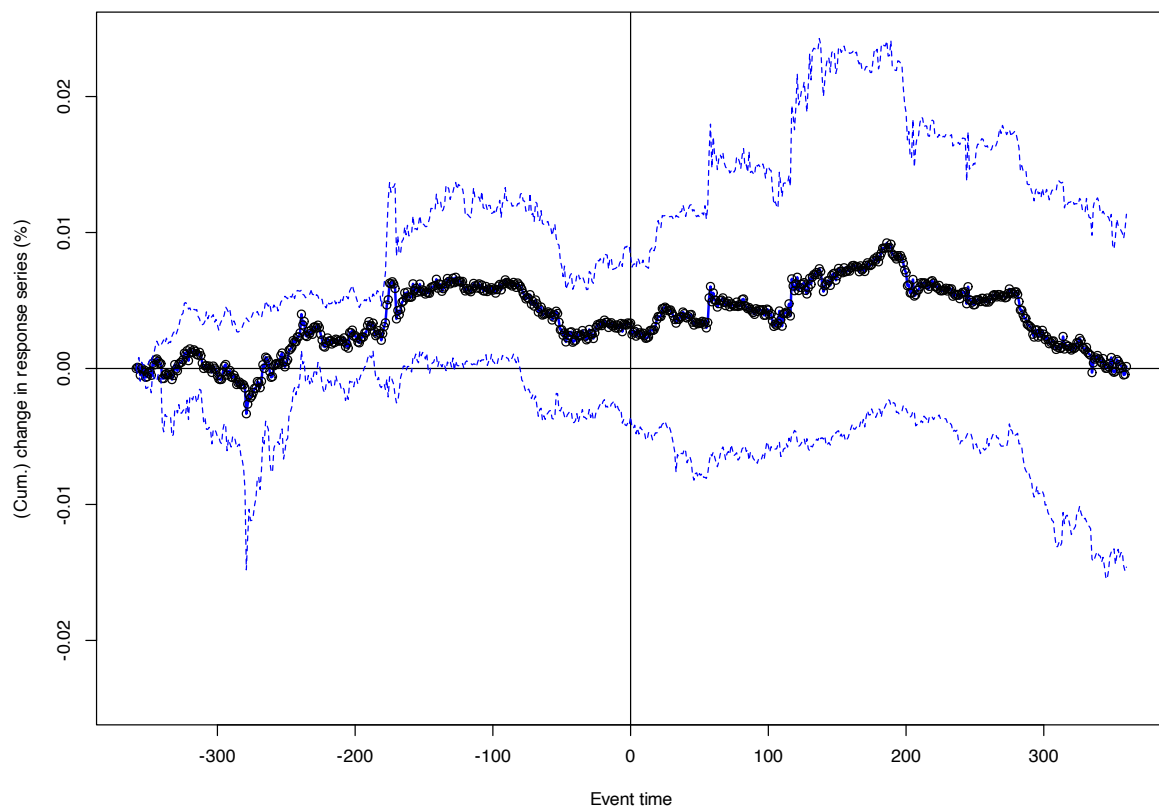
Источник: построено автором.

Рисунок 24. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



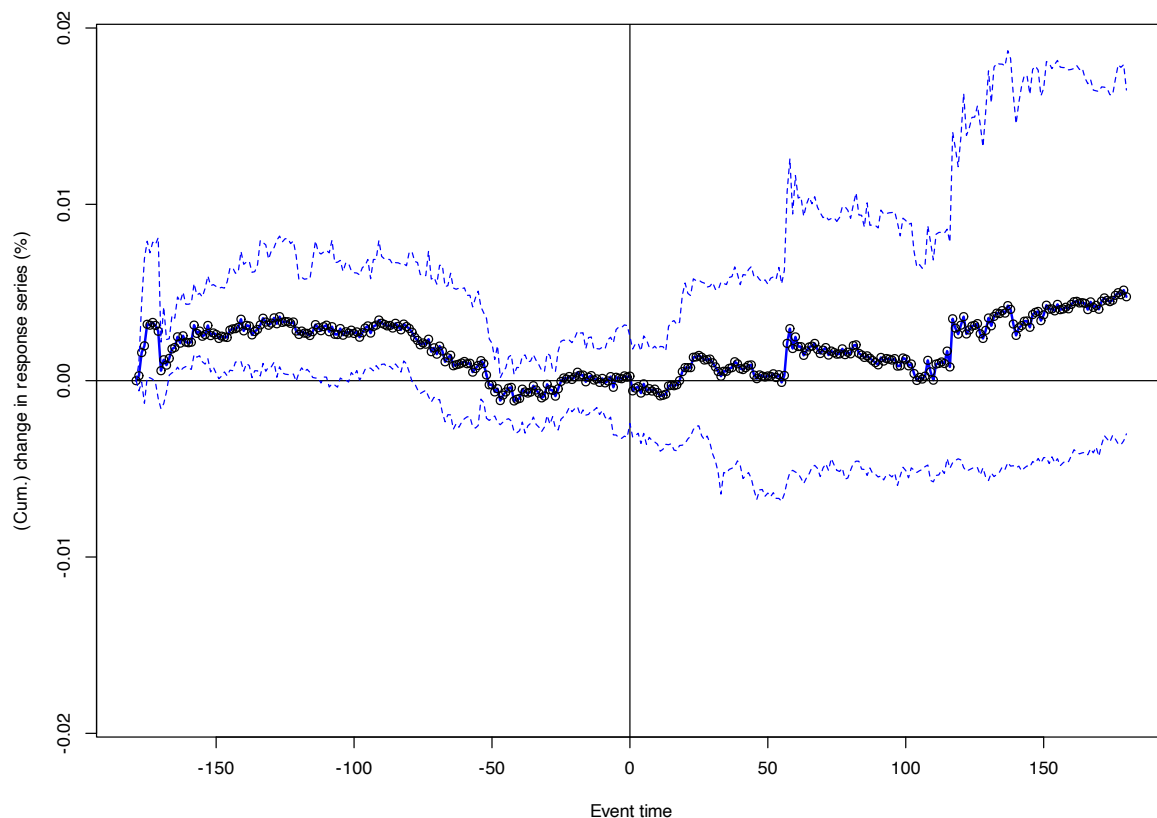
Источник: построено автором.

Рисунок 25. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



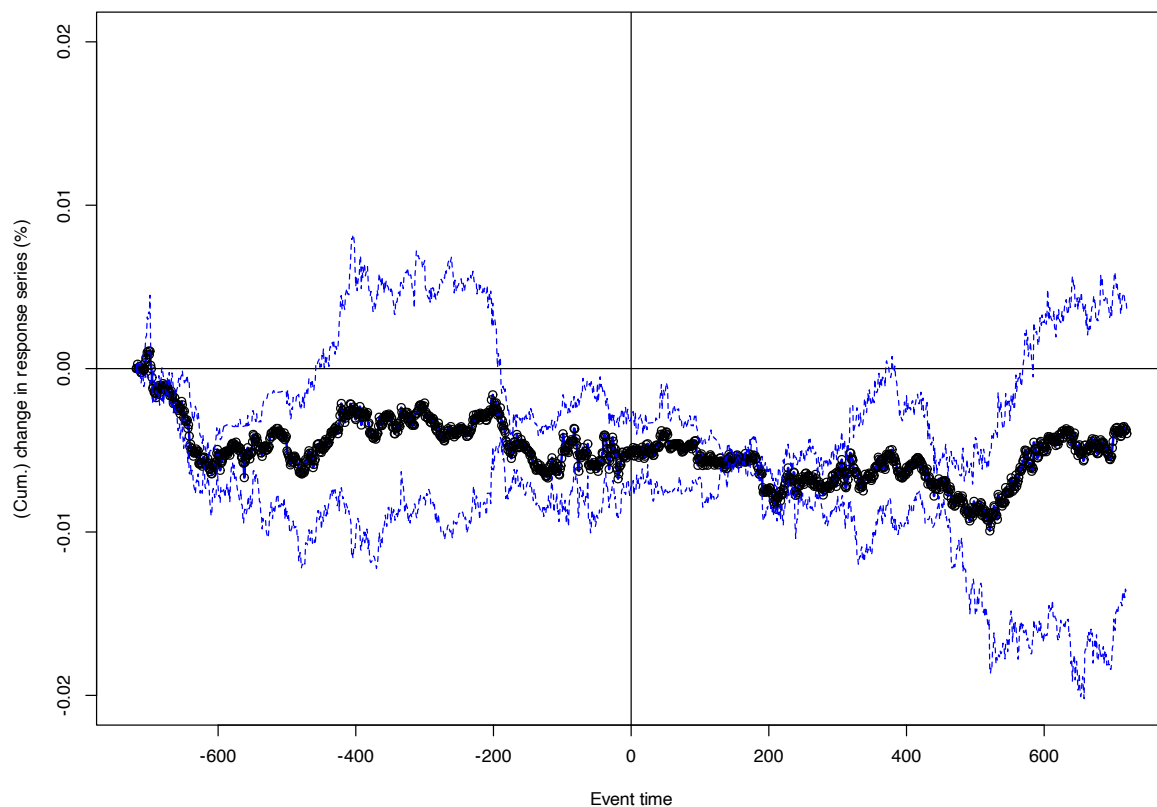
Источник: построено автором.

Рисунок 26. Оценка эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



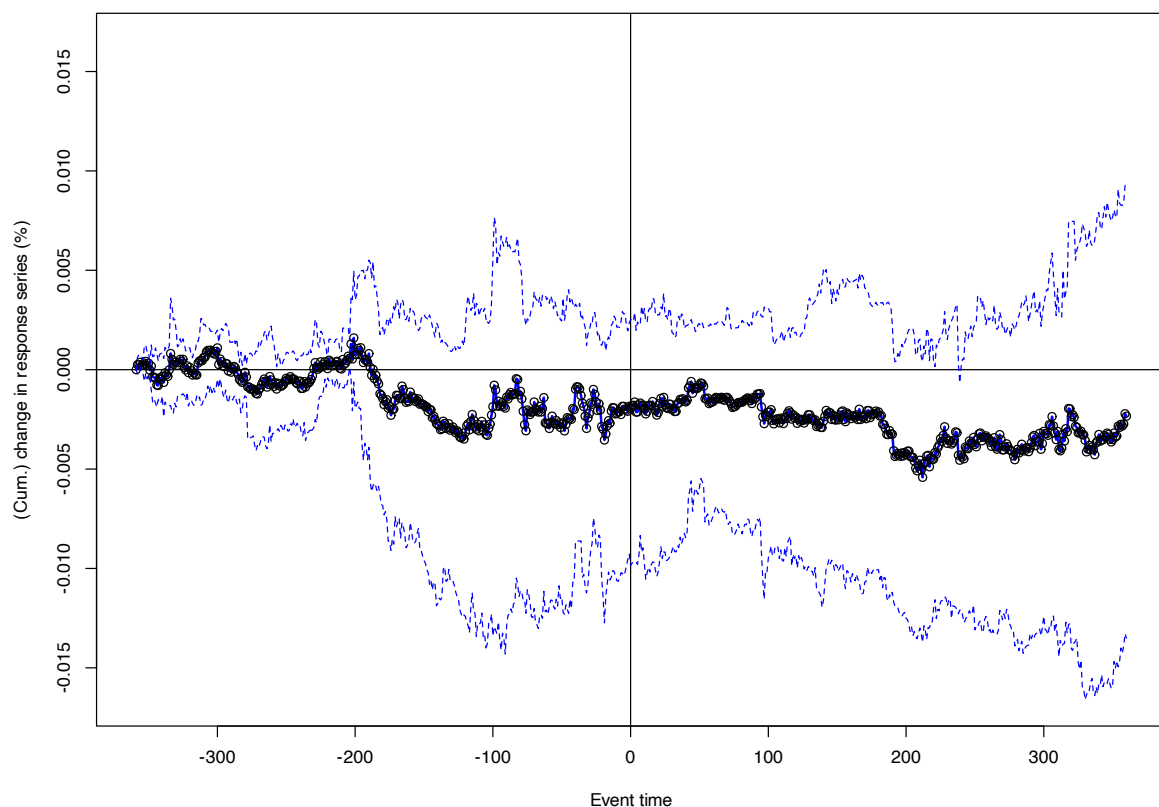
Источник: построено автором.

Рисунок 27. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



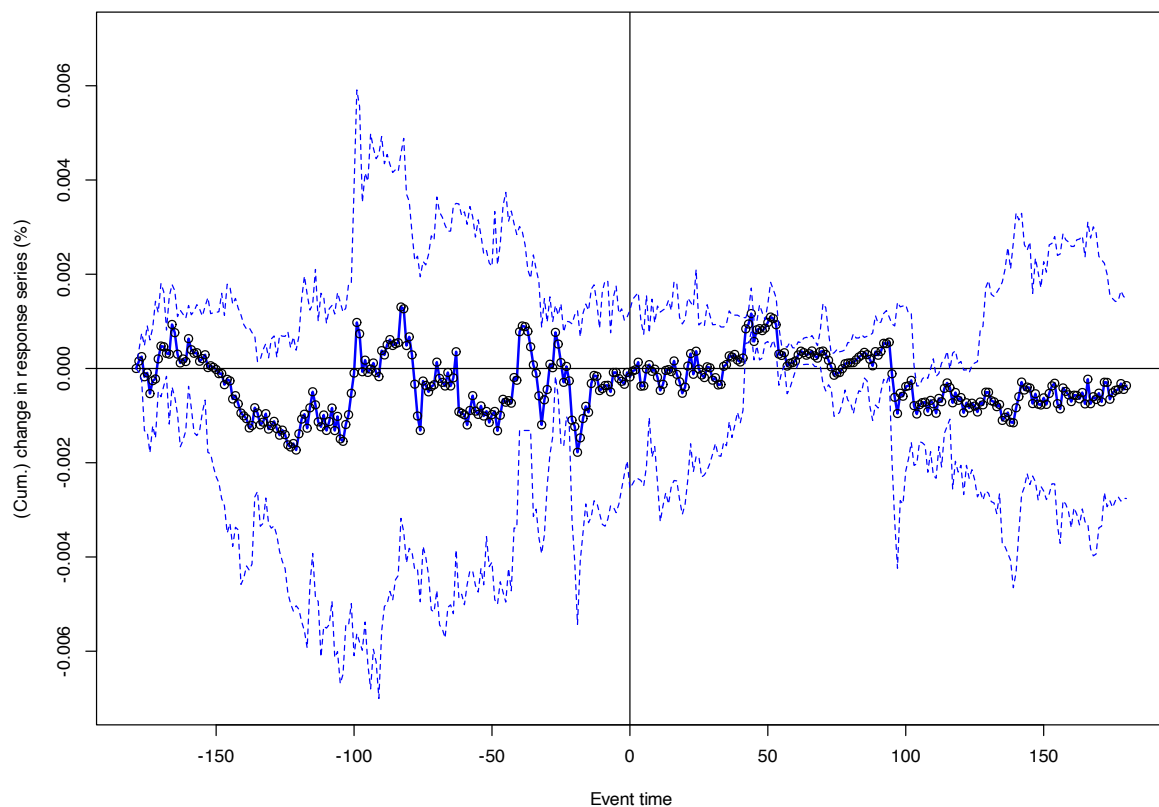
Источник: построено автором.

Рисунок 28. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



Источник: построено автором.

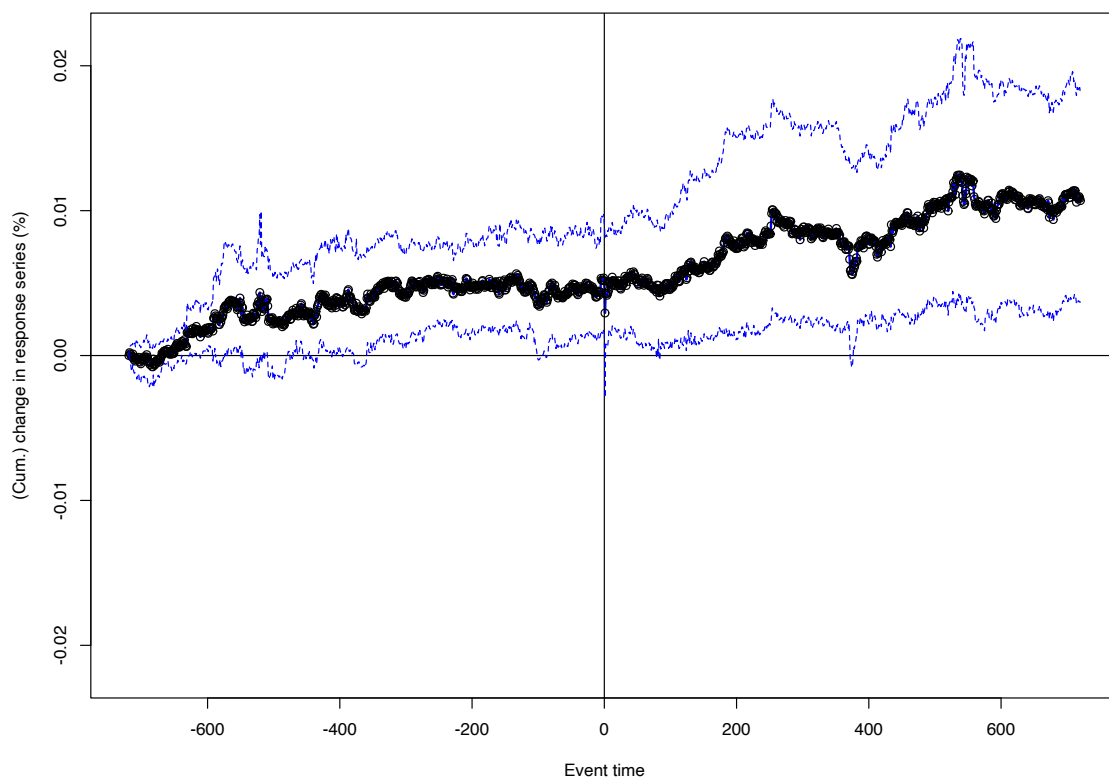
Рисунок 29. Оценка эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



Источник: построено автором.

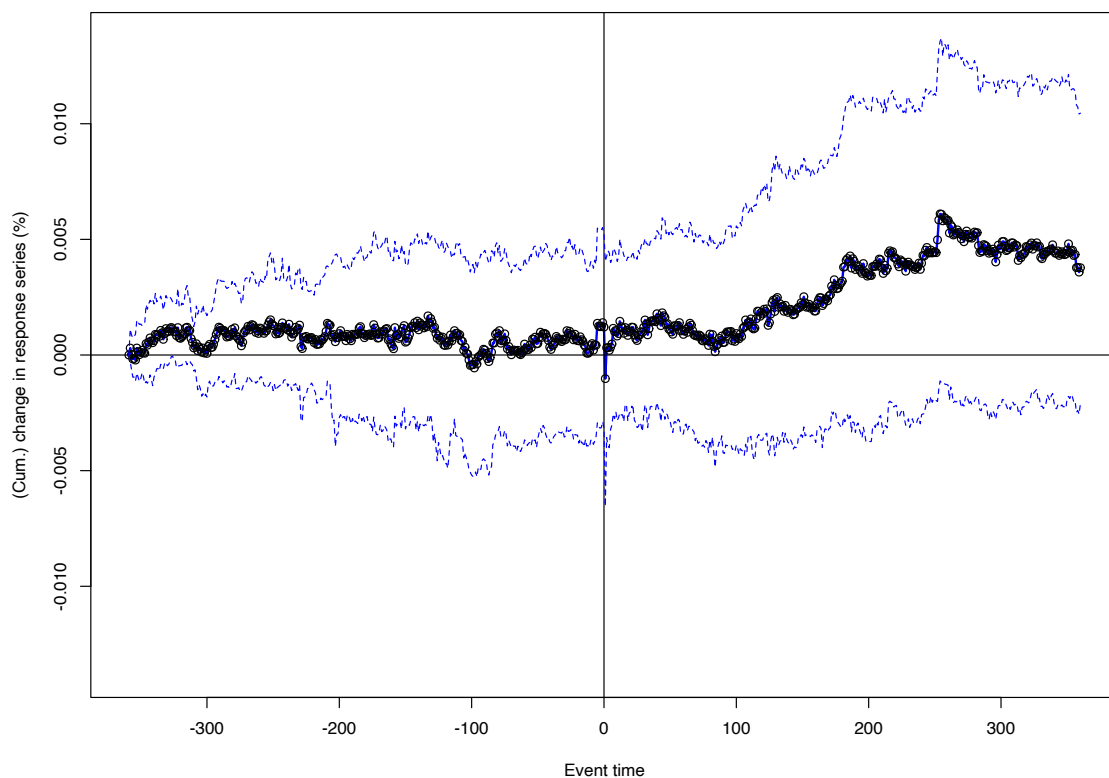
Приложение 1.3 Плацебо тест для событийного анализа

Рисунок 30. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



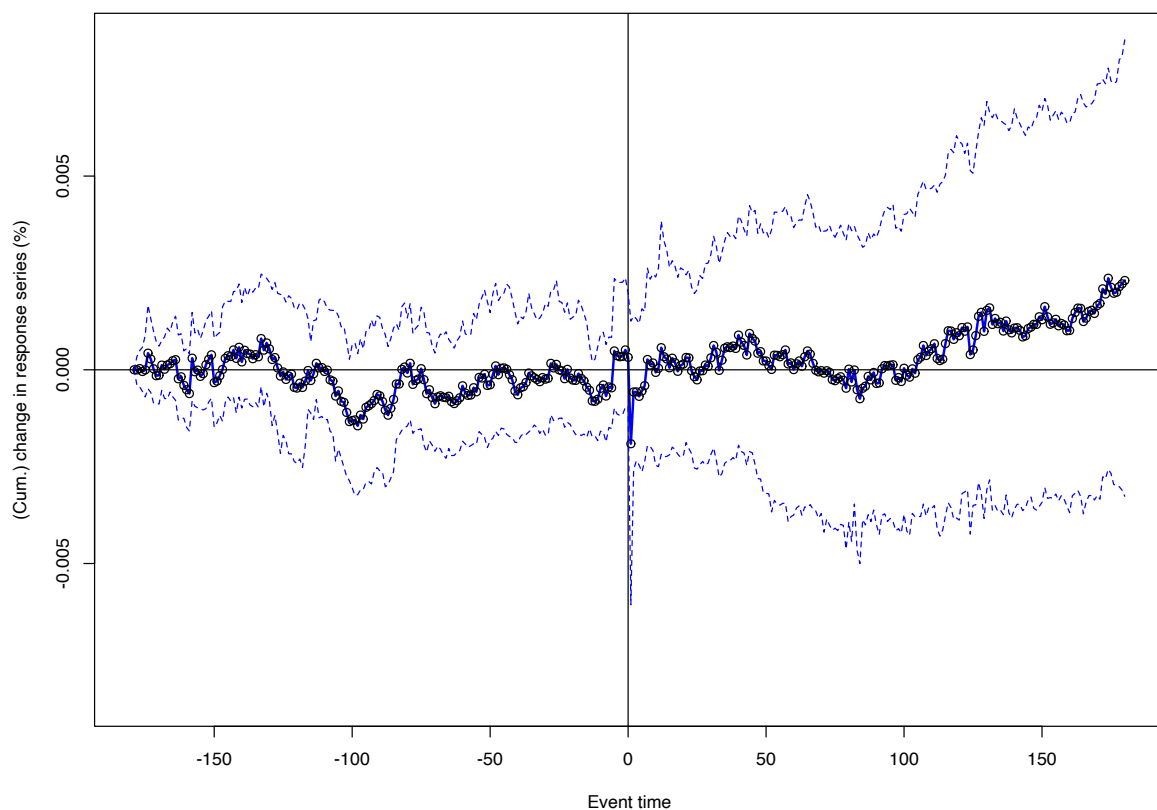
Источник: построено автором.

Рисунок 31. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



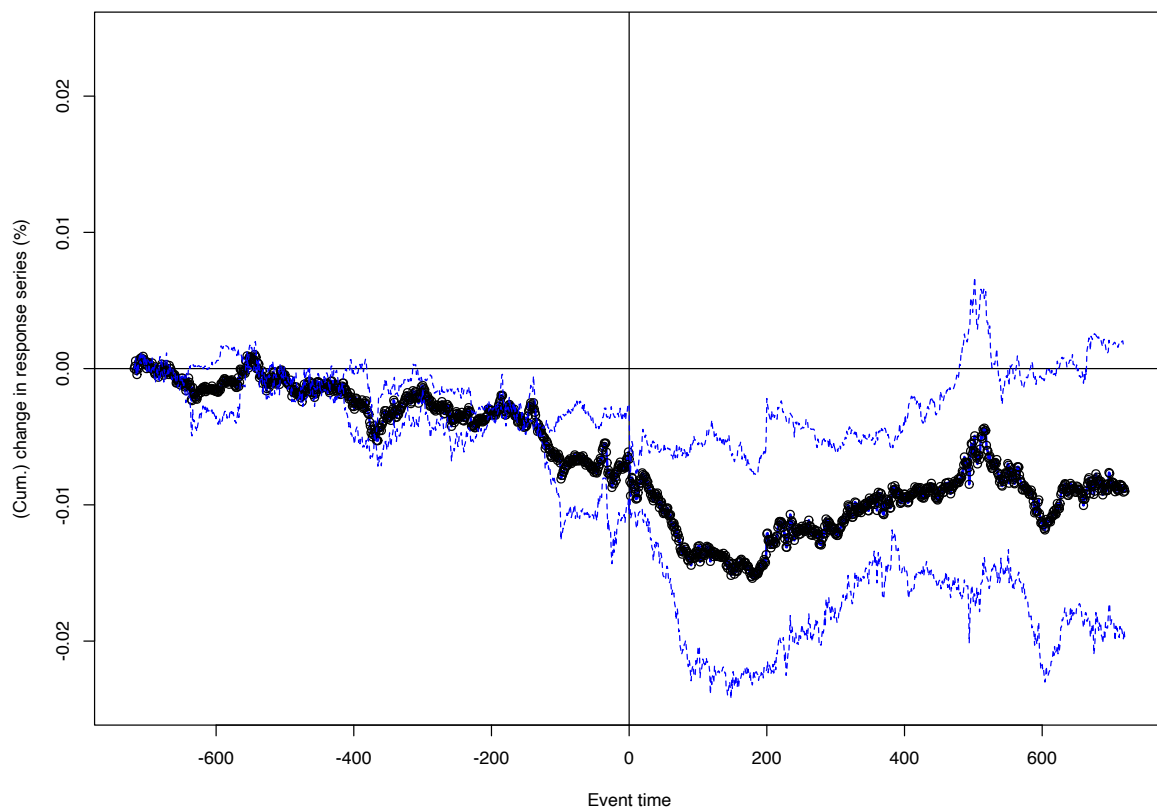
Источник: построено автором.

Рисунок 32. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



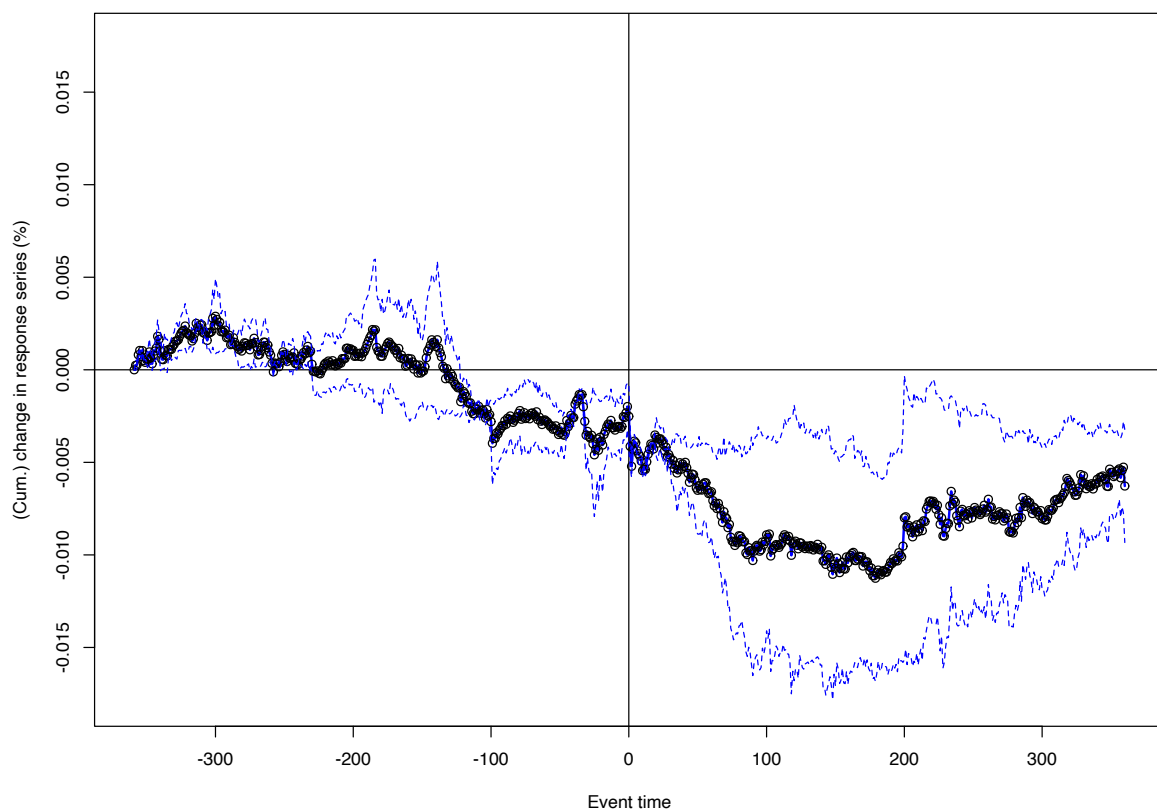
Источник: построено автором.

Рисунок 33. Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



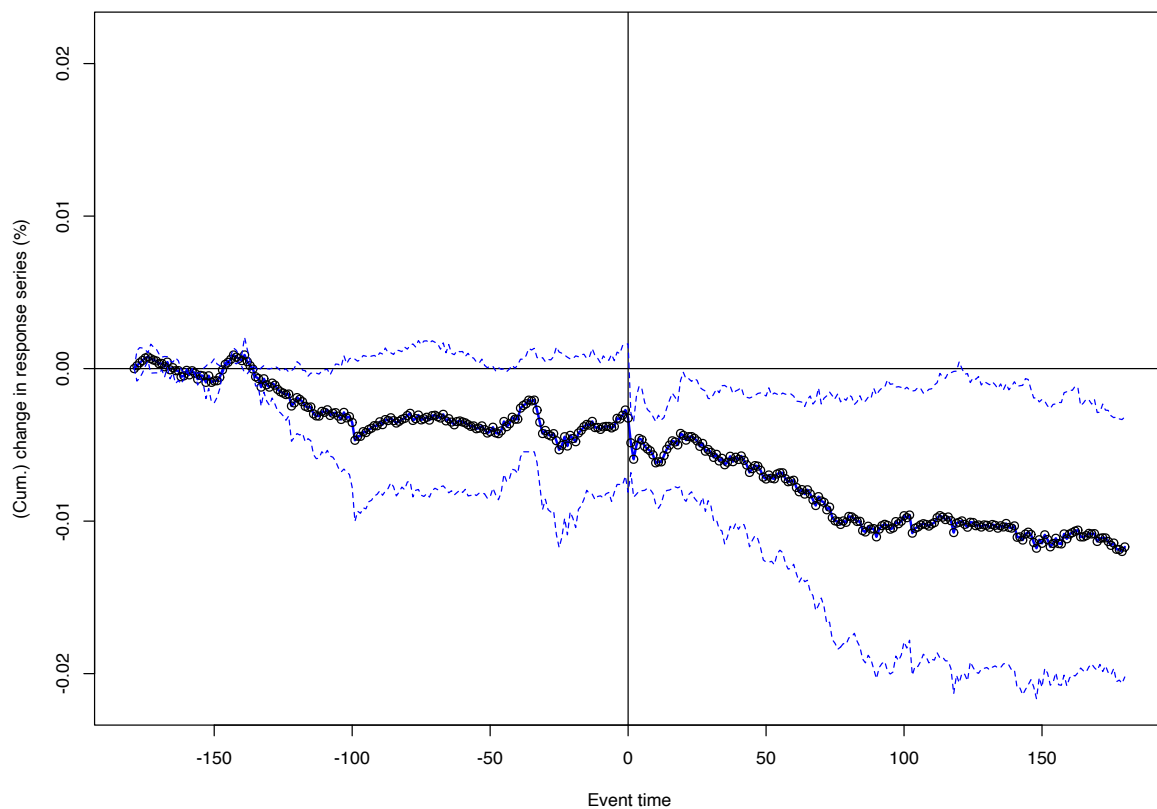
Источник: построено автором.

Рисунок 34. *Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне (-6;+6) часов.*



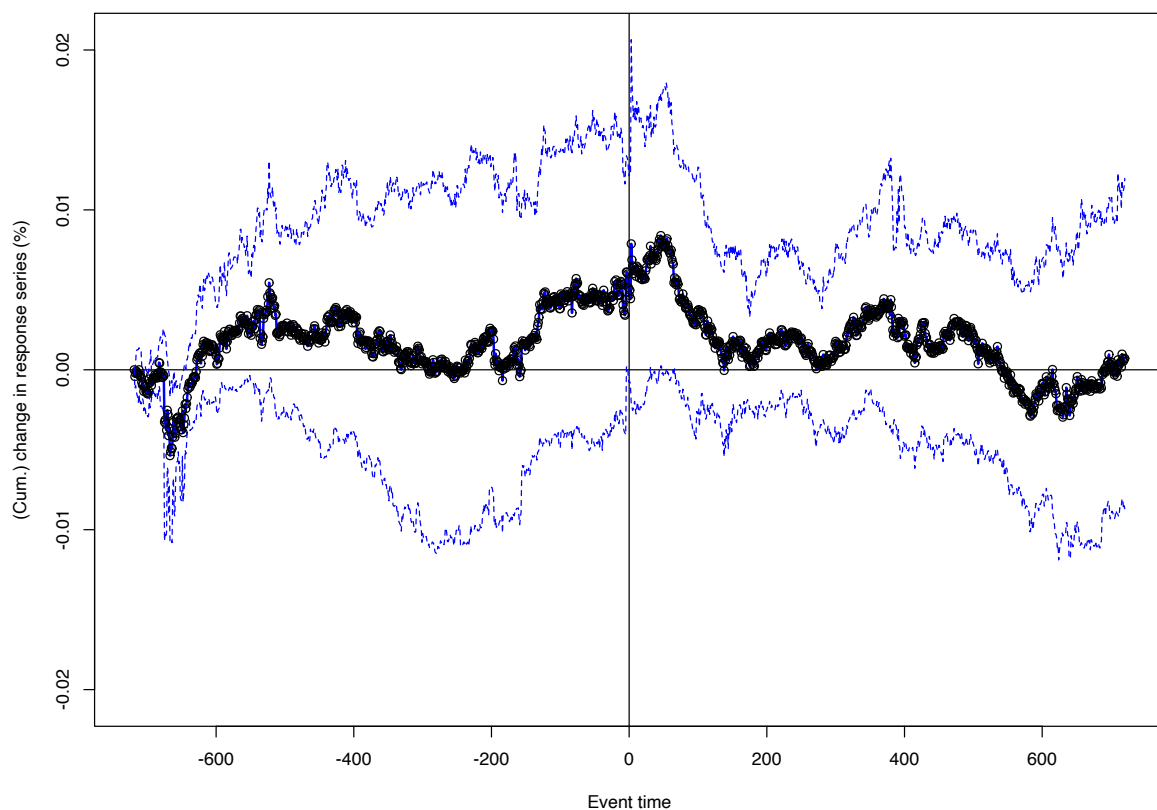
Источник: построено автором.

Рисунок 35. *Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне (-3;+3) часа.*



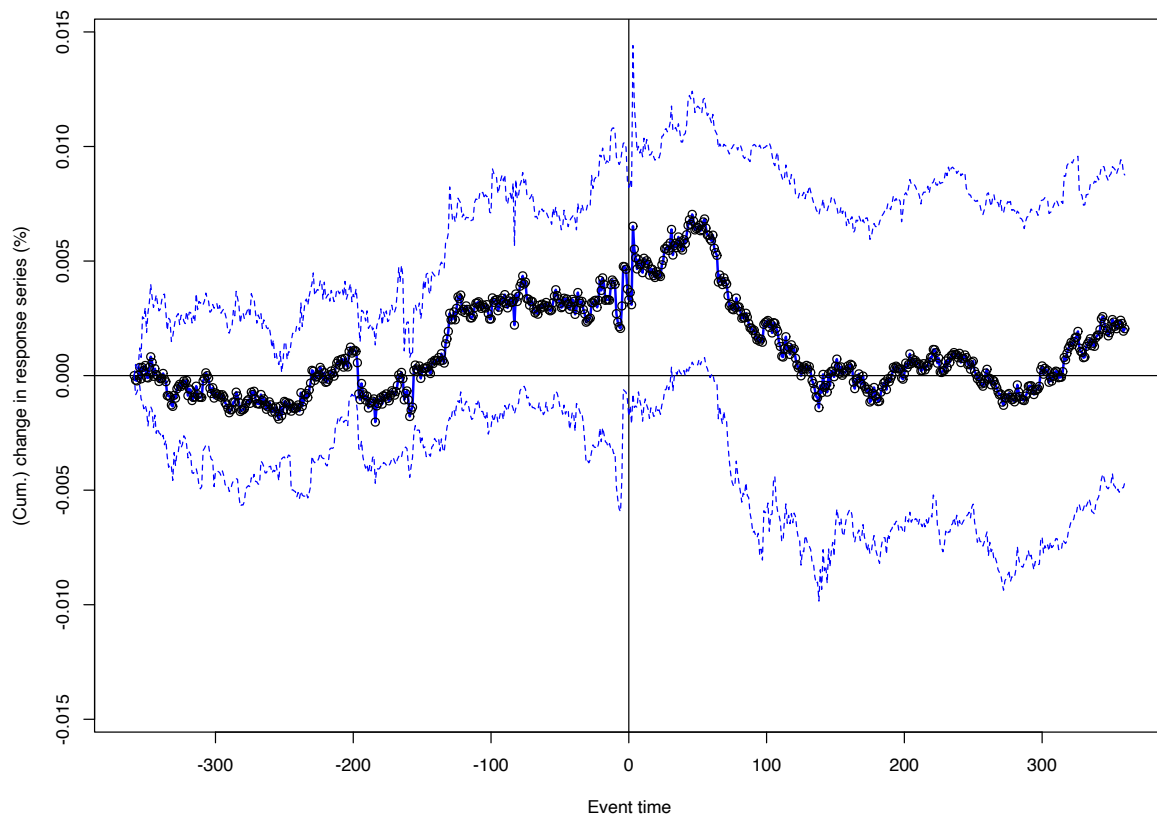
Источник: построено автором.

Рисунок 36. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



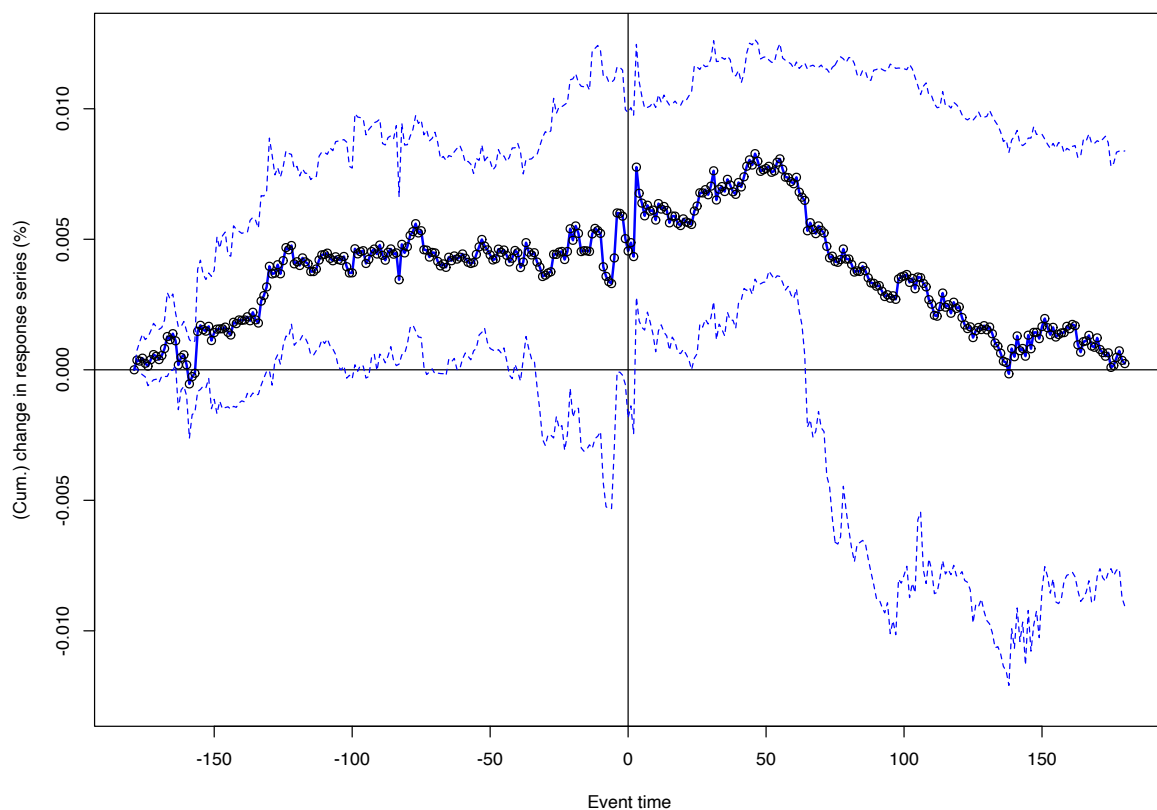
Источник: построено автором.

Рисунок 37. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



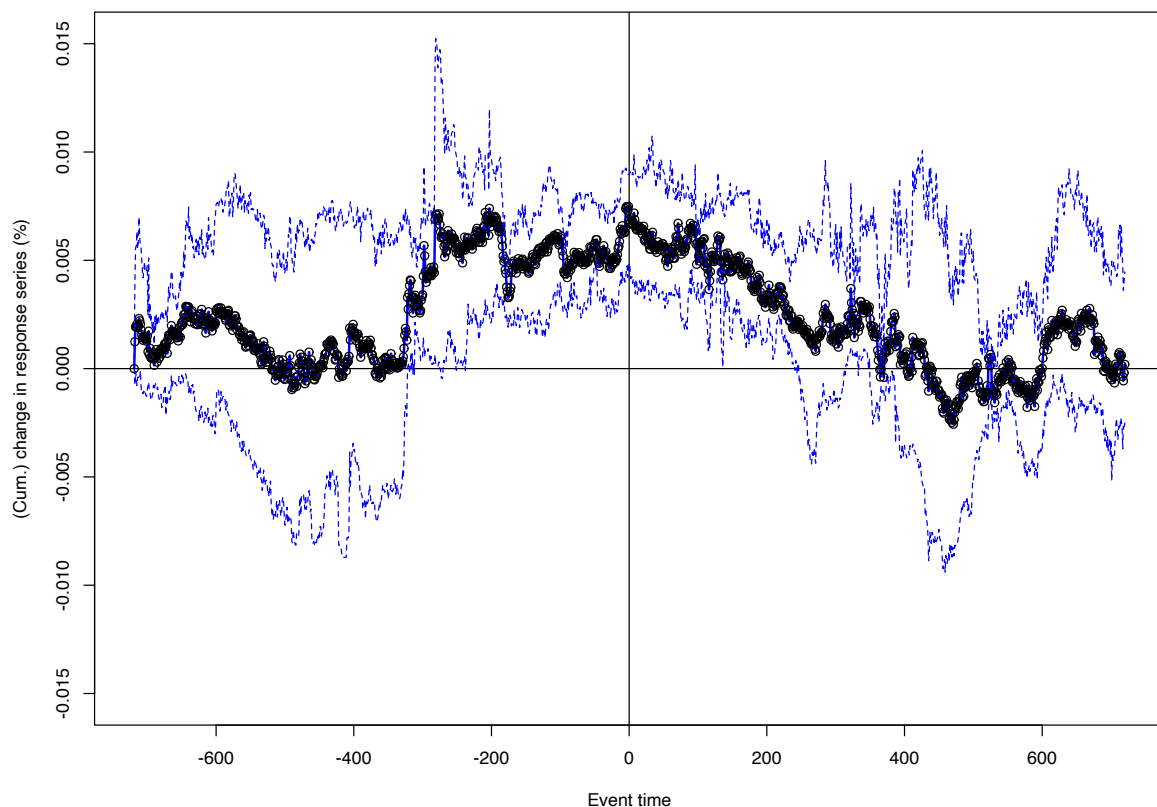
Источник: построено автором.

Рисунок 38. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



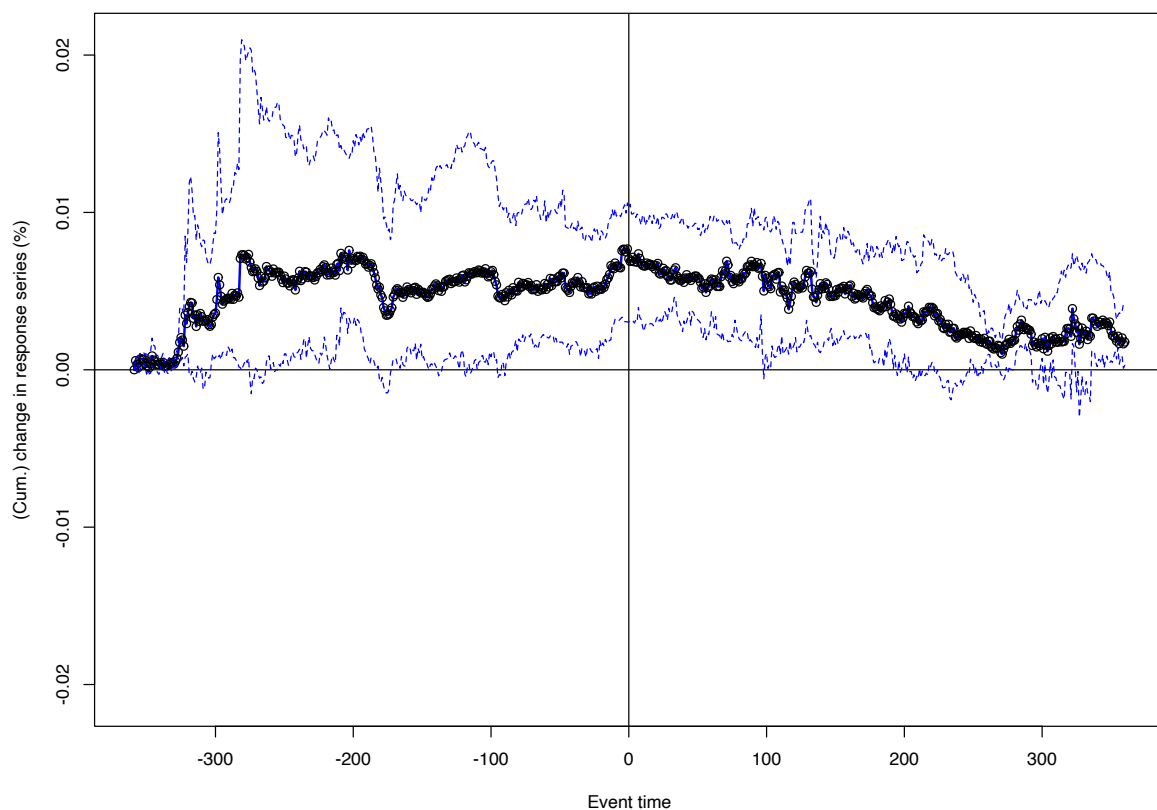
Источник: построено автором.

Рисунок 39. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-12; +12)$ часов.



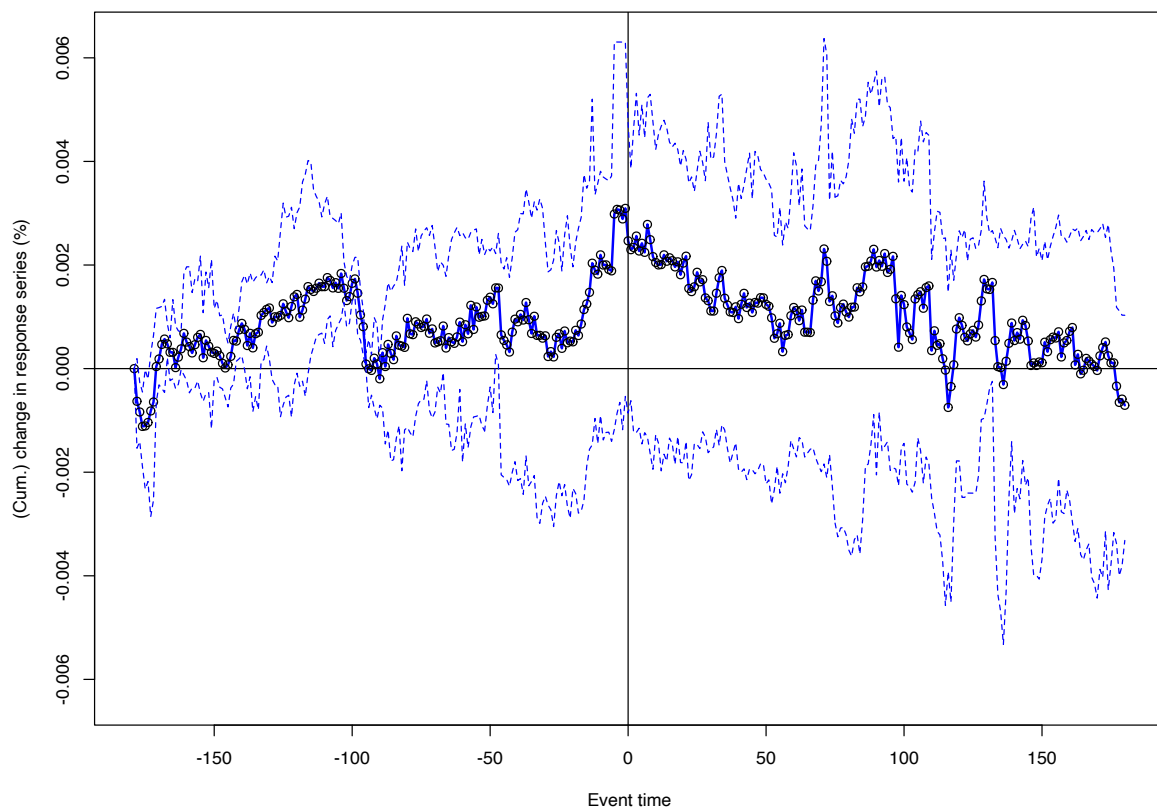
Источник: построено автором.

Рисунок 40. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-6; +6)$ часов.



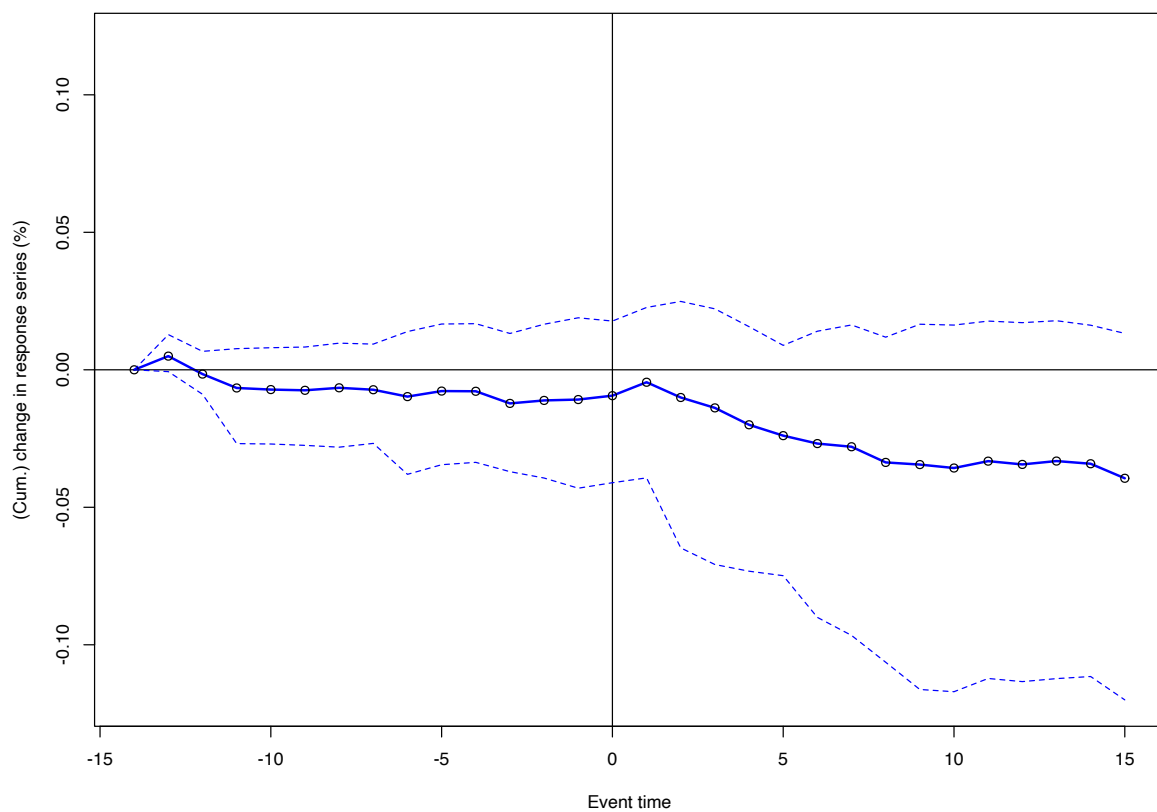
Источник: построено автором.

Рисунок 41. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на внутридневных данных на окне $(-3; +3)$ часа.



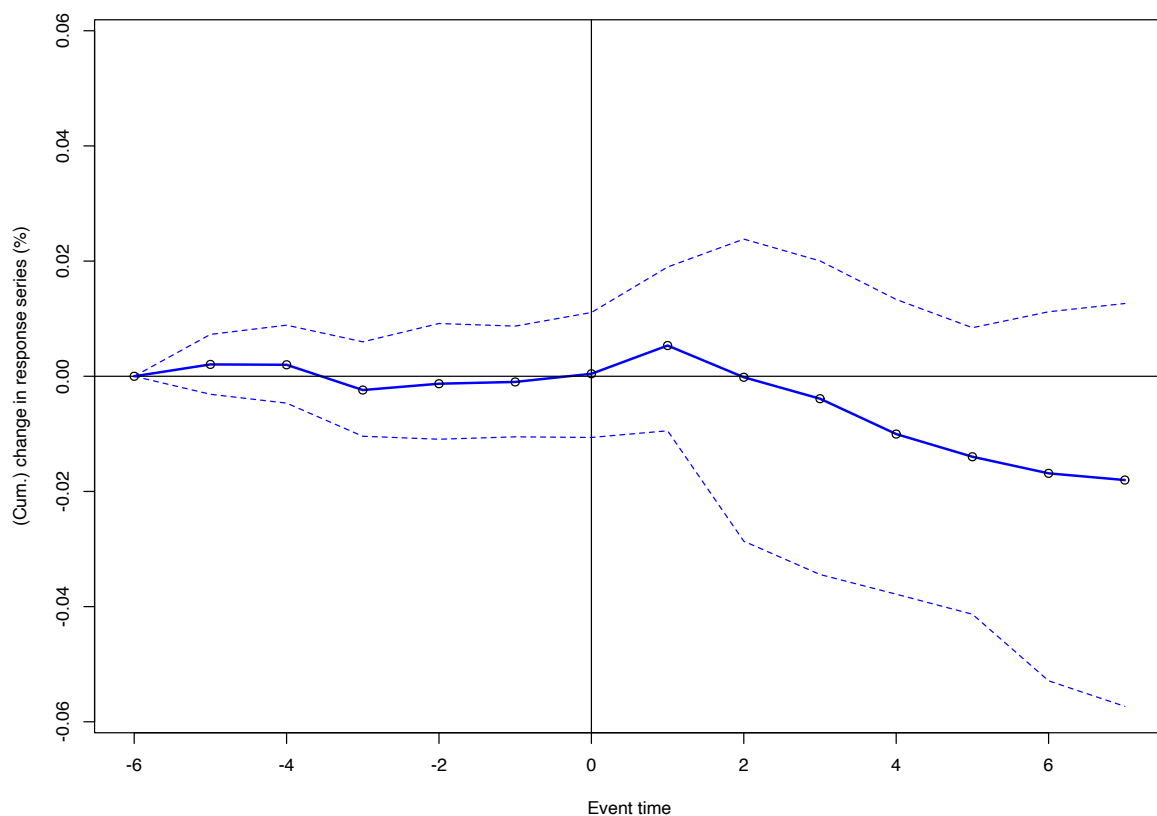
Источник: построено автором.

Рисунок 42. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



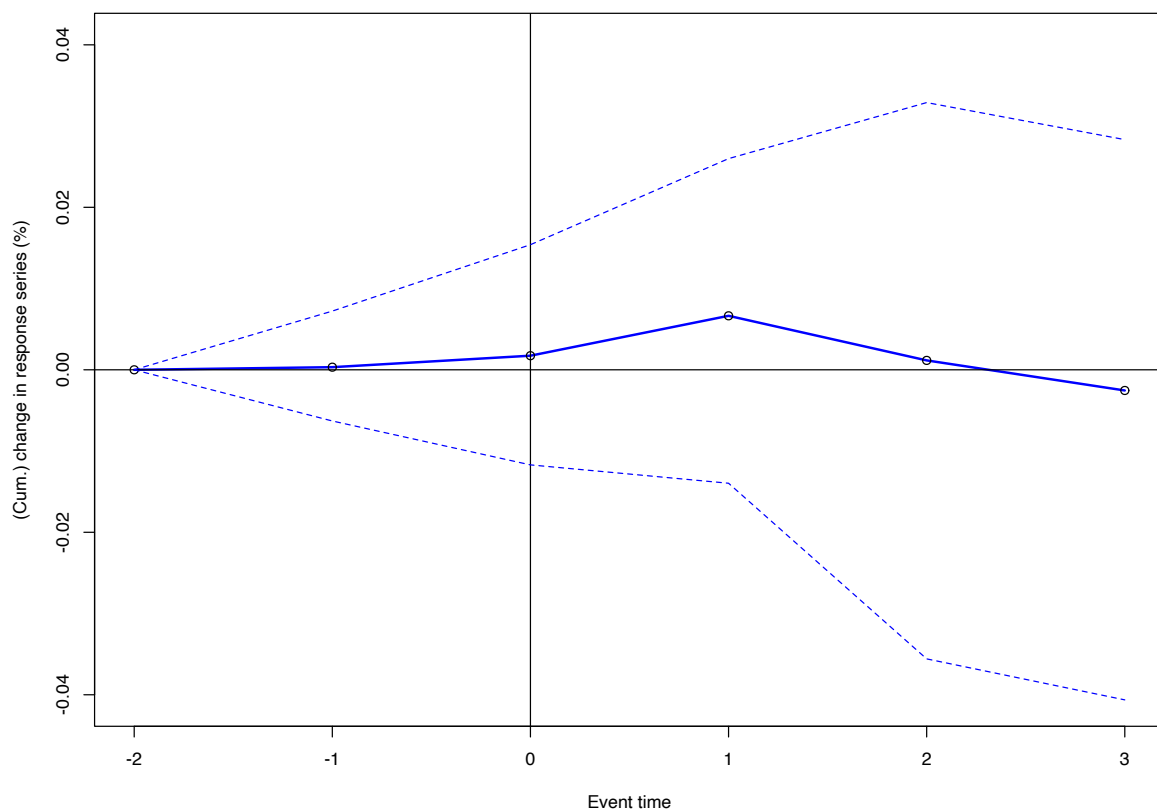
Источник: построено автором.

Рисунок 43. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



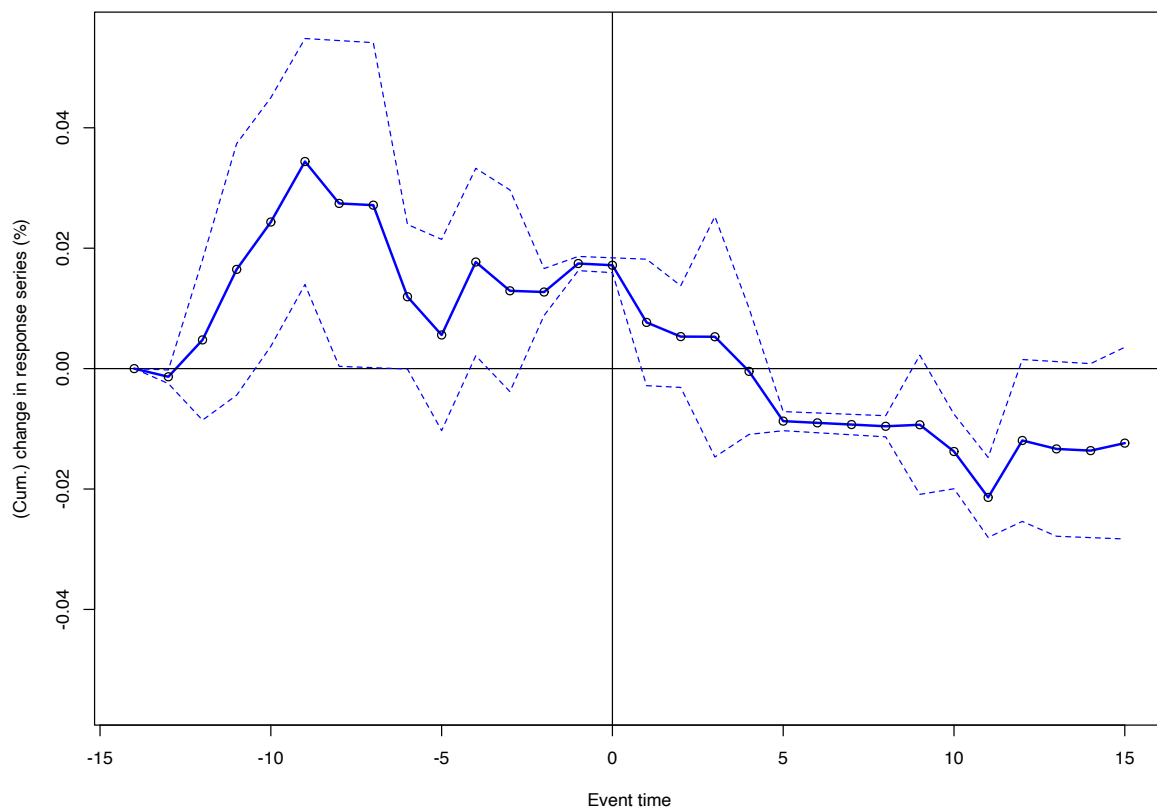
Источник: построено автором.

Рисунок 44. Плацебо тест эффектов предупреждений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



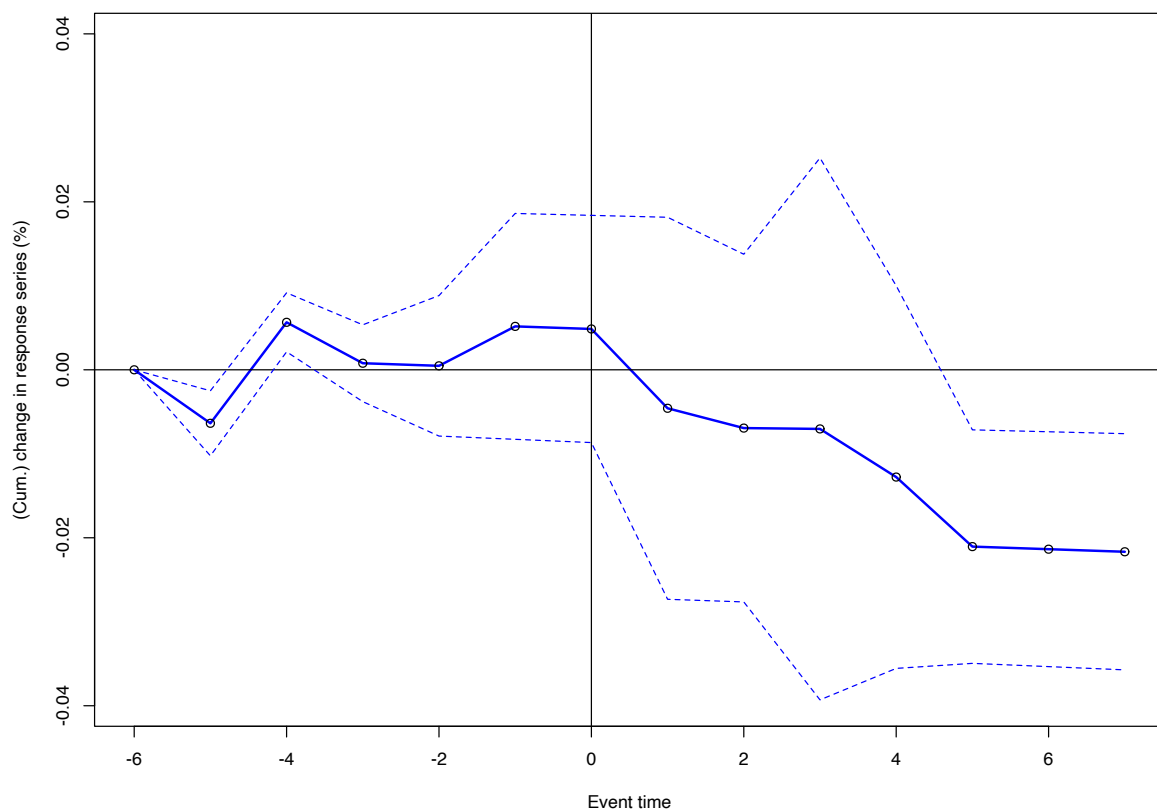
Источник: построено автором.

Рисунок 45. Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



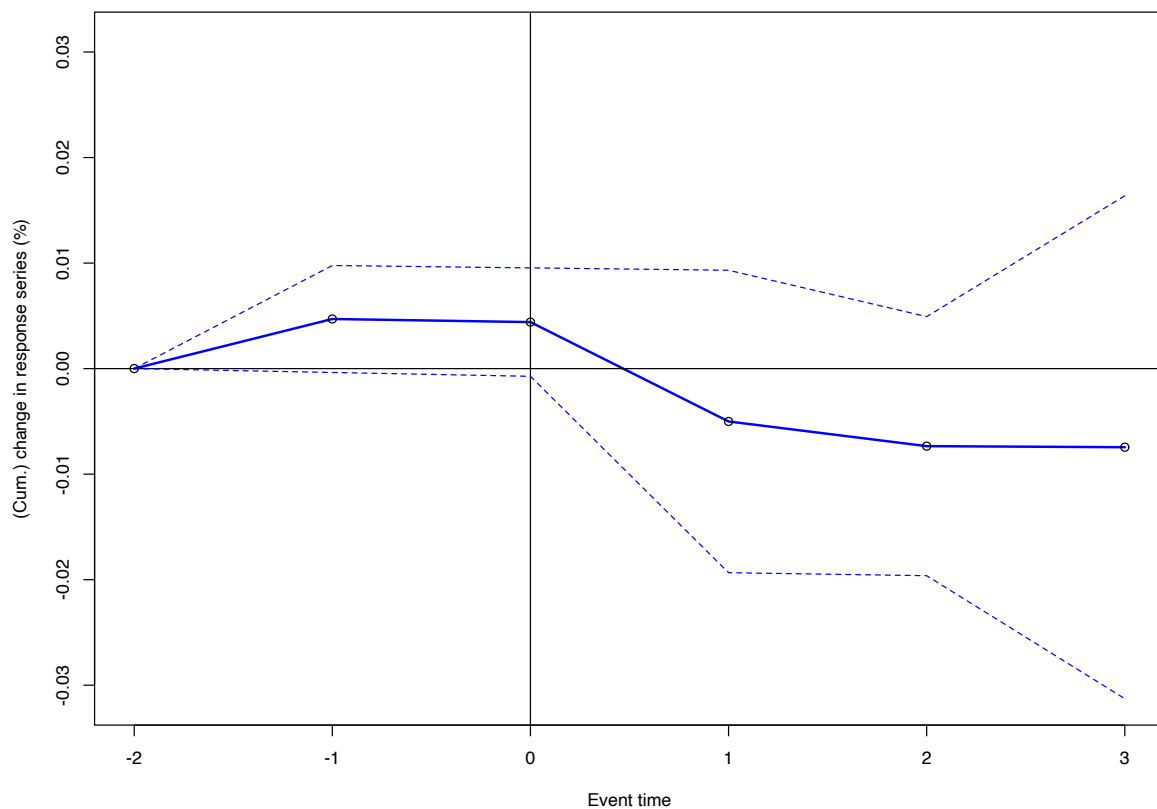
Источник: построено автором.

Рисунок 46. Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



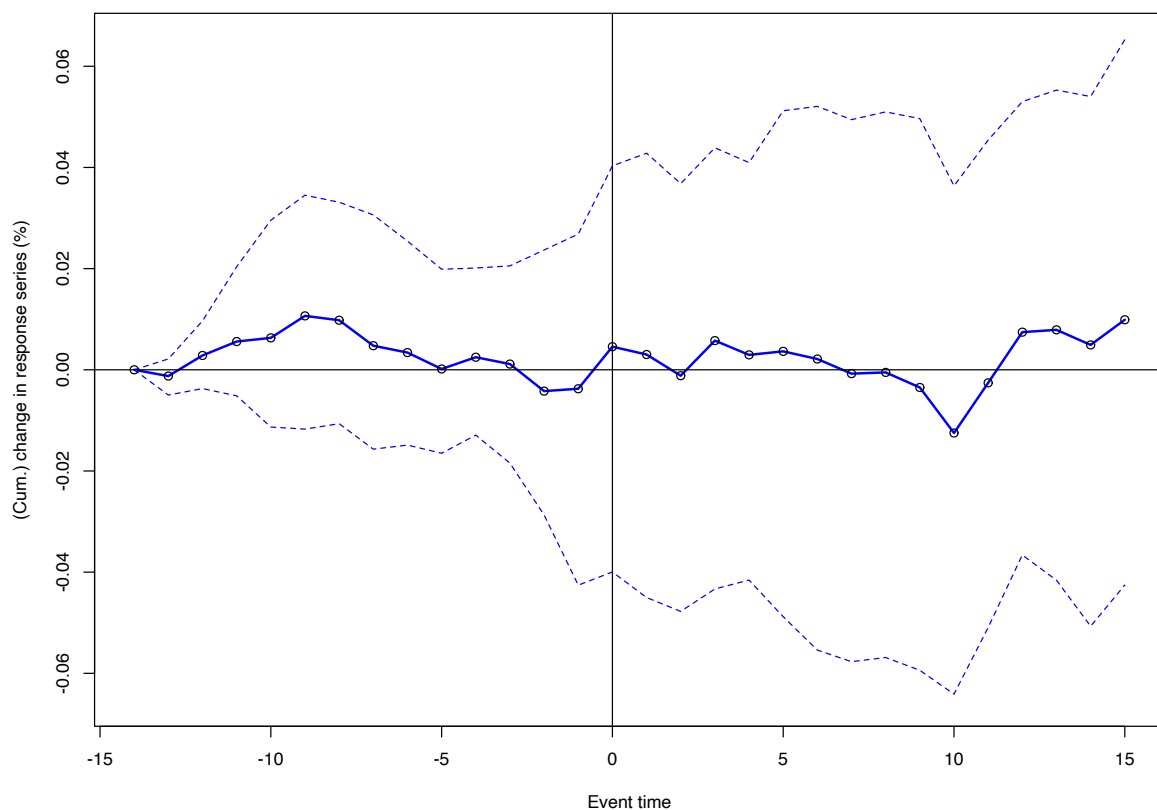
Источник: построено автором.

Рисунок 47. Плацебо тест эффектов предостережений на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



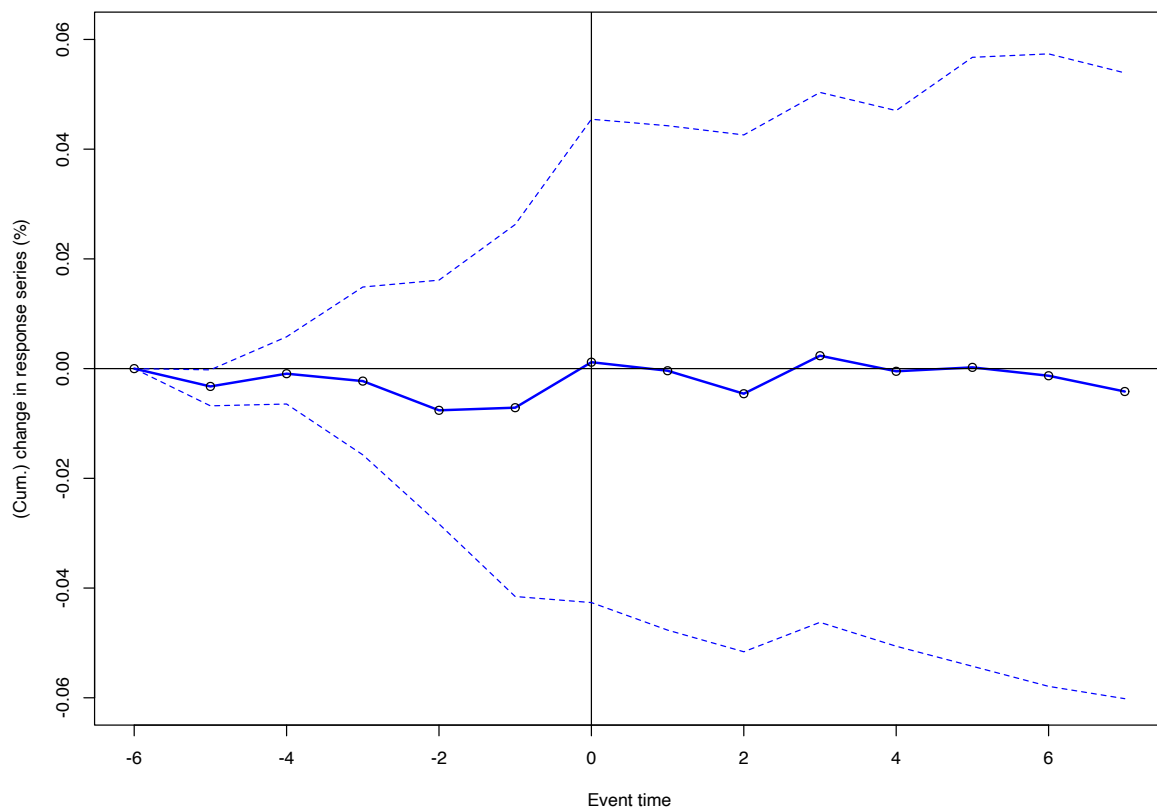
Источник: построено автором.

Рисунок 48. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне (-15;+15) дней.



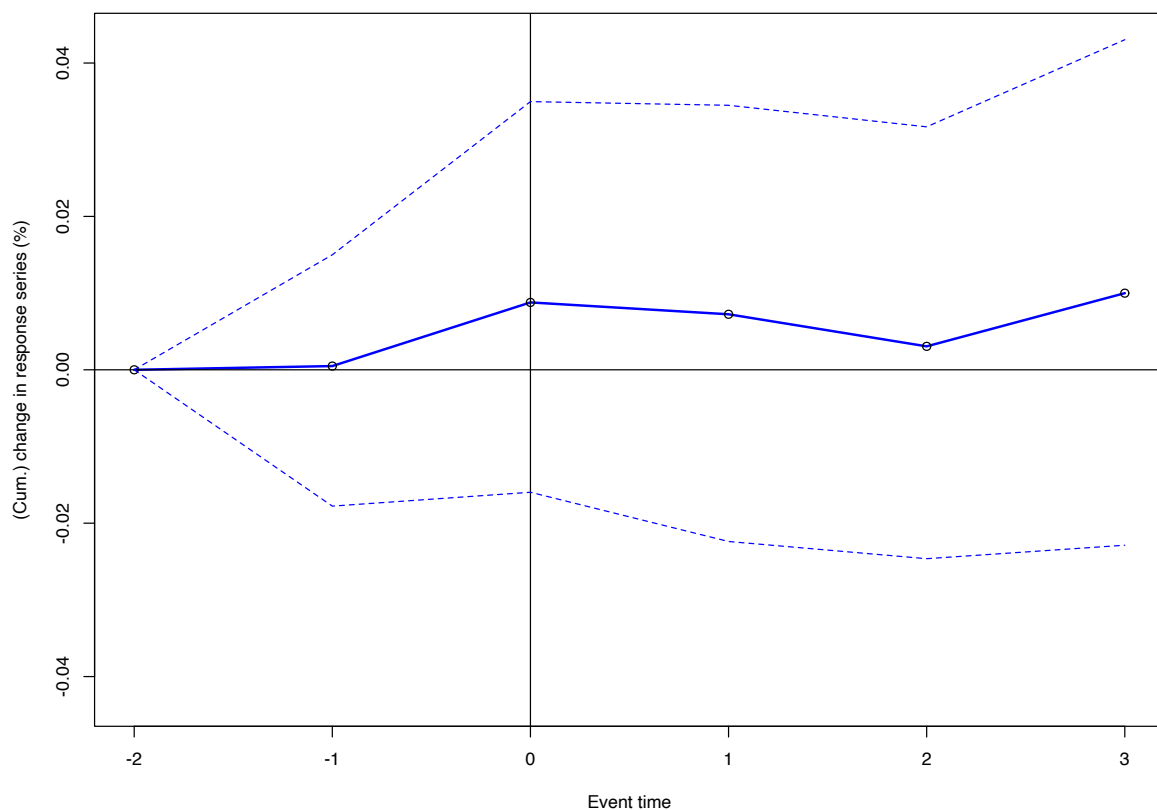
Источник: построено автором.

Рисунок 49. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне (-7;+7) дней.



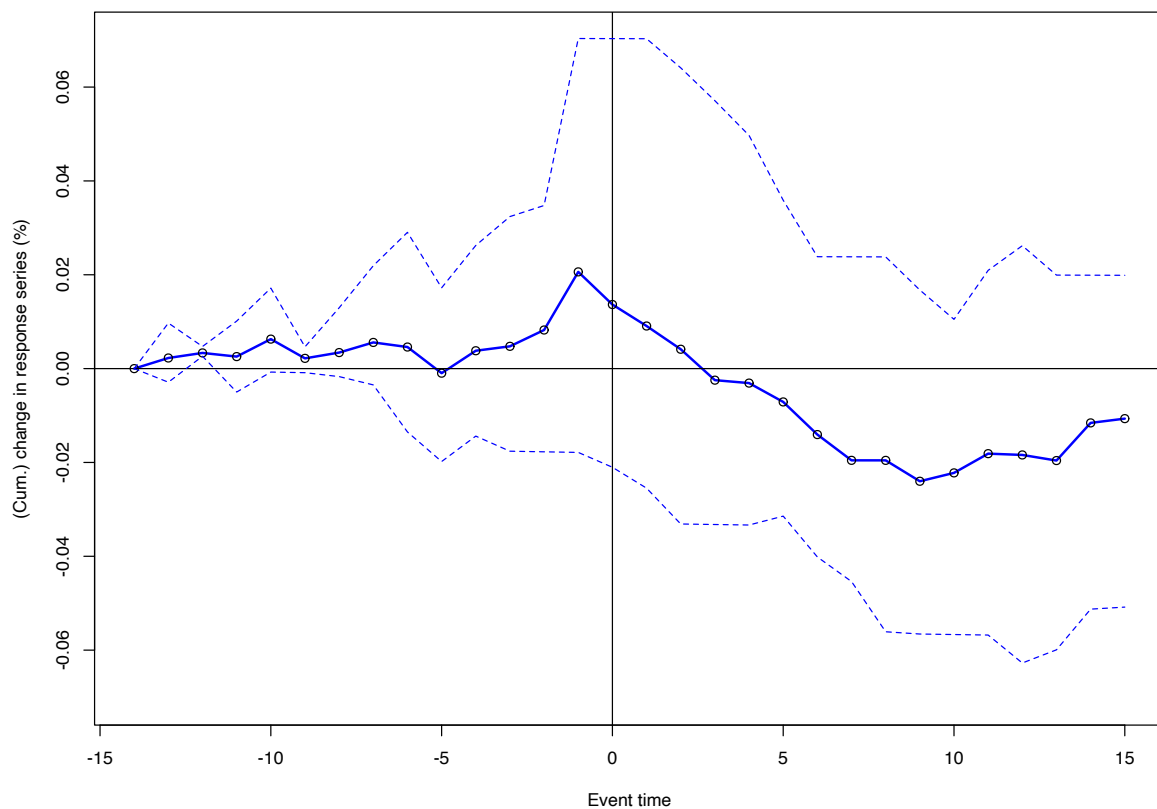
Источник: построено автором.

Рисунок 50. Плацебо тест эффектов возбуждения дела на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



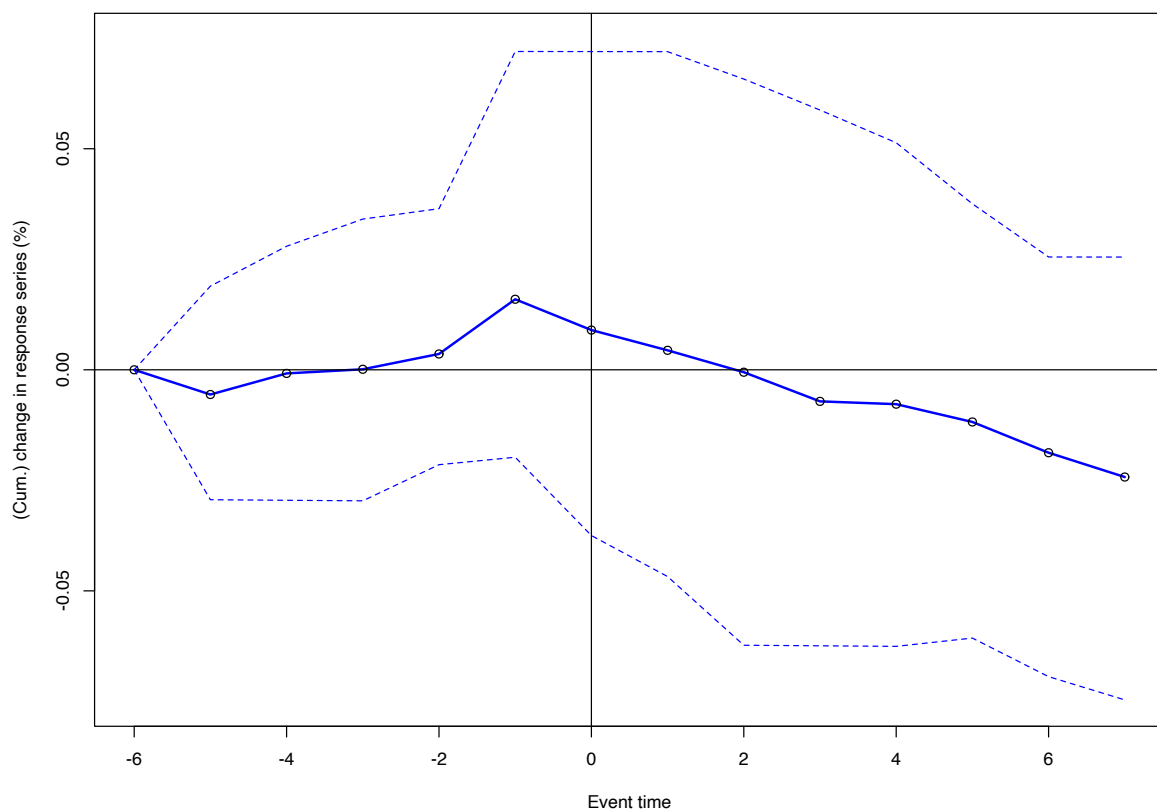
Источник: построено автором.

Рисунок 51. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-15; +15)$ дней.



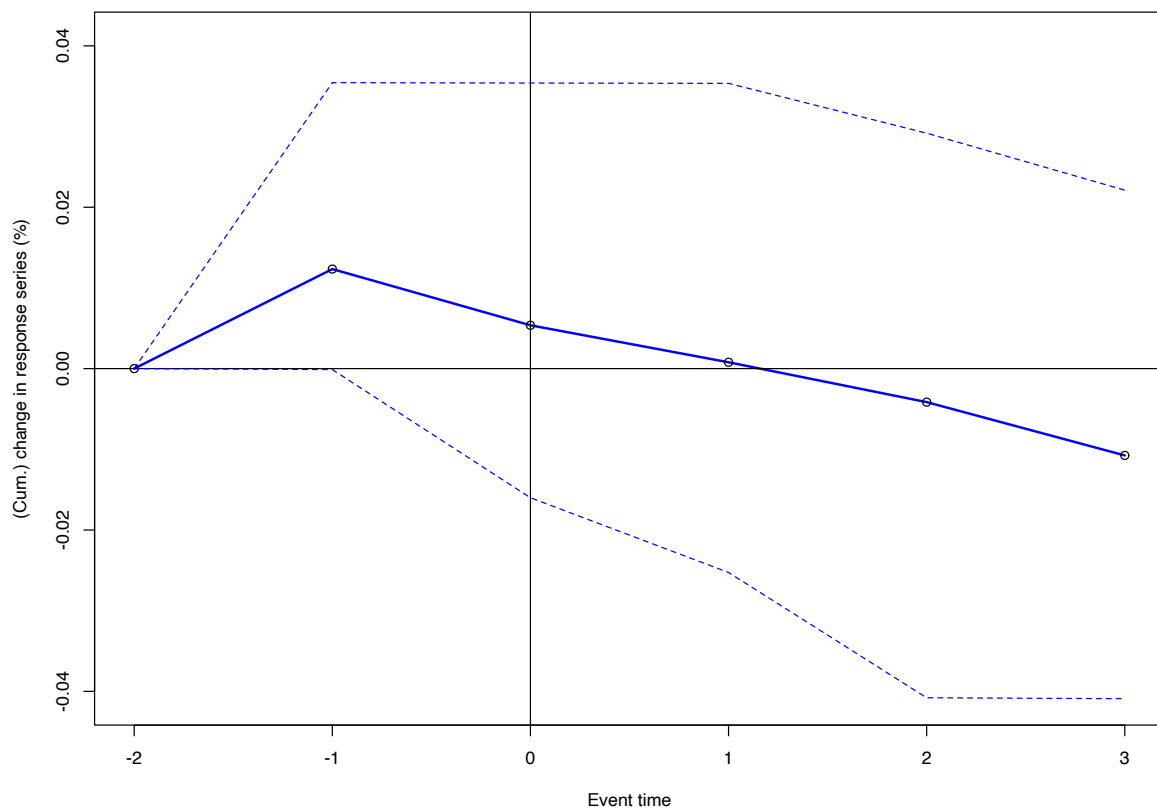
Источник: построено автором.

Рисунок 52. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-7; +7)$ дней.



Источник: построено автором.

Рисунок 53. Плацебо тест эффектов вынесения решения и выдачи предписания на рыночную стоимость компании на дневных данных на окне $(-3; +3)$ дня.



Источник: построено автором

Приложение 3. Выборка событий

Таблица 5. Выборка событий для оценивания.

Заголовок	Ссылка	Компания	Время	Дата	Тип события
ФАС выдала предупреждение "Роснефти" из-за снижения продаж топлива	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-vydala-preduprezhdenie-OAO «НК «Роснефть»»efti-iz-za-snizheniya-prodazh-topliva-20180530-162148/	ОАО «НК «Роснефть»»	16:21	30.05.2018	Предупреждение
ФАС выдала предупреждение "Роснефти" о нарушении антимонопольного закона	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rossii-vydala-preduprezhdenie-OAO «НК «Роснефть»»efti-o-narushenii-antimonopolnogo-zakona-20180410-102453/	ОАО «НК «Роснефть»»	10:24	10.04.2018	Предупреждение
ФАС России прекратила рассмотрение дела в отношении Sakhalin Energy	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rossii-prekratila-rassmotrenie-dela-v-otnoshenii-sakhalin-energy-20180313-103510/	ОАО «НК «Роснефть»»	10:35	13.03.2018	Вынесение решения и выдача предписания
ФАС выдала предупреждения "Роснефти" и "Газпрому"	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-vydala-preduprezhdeniya-OAO «НК «Роснефть»»efti-i-gazpromu-20170131-14209/	ОАО «НК «Роснефть»»	14:20	31.01.2017	Предупреждение
ФАС предостерегла Алекперова от неуместных прогнозов	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-predosteregla-alekperova-ot-neumestnyx-prognozov-20161223-11072/	ОАО «Лукойл»	11:07	23.12.2016	Предостережение
ФАС разрешила "Роснефти" купить "Башнефть"	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-razreshila-OAO «НК «Роснефть»»efti-kupit-bashneft-20161129-132424/	ОАО «НК «Роснефть»»	13:24	29.11.2016	Вынесение решения и выдача предписания
ФАС запретила менеджменту "ЛУКОЙЛа" прогнозировать динамику цен на бензин	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-zapretila-menedzhmentu-lukoilya-prognozirovat-dinamiku-cen-na-benzin-20160315-16293/	ОАО «Лукойл»	16:29	15.03.2016	Предостережение

ФАС возбудила дело против "дочки" "Роснефти" из-за высоких цен на бензин	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-vozbudila-delo-protiv-dochki-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-iz-za-vysokix-cen-na-benzin-20151030-19057/	ОАО «НК «Роснефть»»	19:05	30.10.2015	Возбуждение дела
ФАС возбудила дело о сговоре на рынке нефтепогружного кабеля по заявлению "Роснефти"	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-vozbudila-delo-o-sgovore-na-rynke-nefepogruzhnogo-kabelya-po-zayavleniyu-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-20151015-141237/	ОАО «НК «Роснефть»»	14:12	15.10.2015	Возбуждение дела
ФАС РФ возбудила дело в отношении "Башнефти", "Роснефти", "ЛУКОЙЛа" и "ЛУКОЙЛ-Резерв-нефтепродукта" по признакам манипулирования на бирже	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rf-vozbudila-delo-v-otnoshenii-bashnefti-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-lukoilya-i-lukoilyl-rezervnefteprodukta-po-priznakam-manipulirovaniya-na-birzhe-20141105-1650/	ОАО «Лукойл»	16:50	05.11.2014	Возбуждение дела
ФАС РФ возбудила дело в отношении "Башнефти", "Роснефти", "ЛУКОЙЛа" и "ЛУКОЙЛ-Резерв-нефтепродукта" по признакам манипулирования на бирже	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rf-vozbudila-delo-v-otnoshenii-bashnefti-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-lukoilya-i-lukoilyl-rezervnefteprodukta-po-priznakam-manipulirovaniya-na-birzhe-20141105-1650/	ОАО «НК «Роснефть»»	16:50	05.11.2014	Возбуждение дела
ФАС РФ возбудила дело в отношении "Башнефти", "Роснефти", "ЛУКОЙЛа" и "ЛУКОЙЛ-Резерв-нефтепродукта" по признакам манипулирования на бирже	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rf-vozbudila-delo-v-otnoshenii-bashnefti-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-lukoilya-i-lukoilyl-rezervnefteprodukta-po-priznakam-manipulirovaniya-na-birzhe-20141105-1650/	ОАО АНК «Башнефть»	16:50	05.11.2014	Возбуждение дела
ФАС РФ возбудила дело против Sakhalin Energy об отказе в доступе "Роснефти" к газопроводу "Сахалин-2"	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-rf-vozbudila-delo-protiv-sakhalin-energy-ob-otkaze-v-dostupe-OAO-«НК-«Роснефть»»efti-k-gazoprovodu-saxalin-2-20140814-1922/	ОАО «НК «Роснефть»»	19:22	14.08.2014	Возбуждение дела

ФАС призывает Sakhalin Energy допустить "Роснефть" к транссахалинской трубопроводной системе	https://www.finam.ru/analysis/newsitem/fas-prizyvaet-sakhalin-energy-dopustit-OAO «НК «Роснефть»»eft-k-transsaxalinskoiy-truboprovodnoiy-sisteme-20140710-1900/	ОАО «НК «Роснефть»»	19:00	10.07.2014	Предупреждение
"Башнефть" и "Газпром" получили предупреждения от ФАС России	https://www.finam.ru/analysis/newsitem78633/	ОАО АНК «Башнефть»	12:56	27.09.2013	Предупреждение
ФАС обязала "Газпром нефть" до 21 октября 2013 года устранить признаки нарушения антимонопольного законодательства	https://www.finam.ru/analysis/newsitem785BA/	ОАО «Газпром нефть»	18:30	26.09.2013	Предупреждение
ФАС предупредила "Сургутнефтегаз", "Газпром нефть", "ЛУКОЙЛ" и ТНК-ВР о необоснованности отказов независимым организациям	https://www.finam.ru/analysis/newsitem6EBAE/	ОАО «Лукойл»	18:10	07.12.2012	Предупреждение
ФАС предупредила "Сургутнефтегаз", "Газпром нефть", "ЛУКОЙЛ" и ТНК-ВР о необоснованности отказов независимым организациям	https://www.finam.ru/analysis/newsitem6EBAE/	ОАО «Газпром нефть»	18:10	07.12.2012	Предупреждение
ФАС направила "Газпром нефти" предупреждение о нарушении антимонопольного законодательства	https://www.finam.ru/analysis/newsitem6BE54/	ОАО «Газпром нефть»	18:53	21.09.2012	Предупреждение
ФАС РФ обвинила нижегородскую "дочку" "ЛУКОЙЛА" в создании дискриминационных условий во время топливного кризиса 2011 года	https://www.finam.ru/analysis/newsitem6AC7D/	ОАО «Лукойл»	18:21	22.08.2012	Вынесение решения и выдача предписания

Источник: составлено автором.