

ДИАГНОСТИРОВАНИЕ ИНСАЙДЕРСКОЙ ТОРГОВЛИ В ПЕРИОД КОНФЛИКТА АКЦИОНЕРОВ ОАО «ВЫМПЕЛКОМ» В 2005—2013 ГОДАХ

Елена ЧИРКОВА

кандидат экономических наук,
доцент финансового департамента
экономического факультета.
E-mail: evchirkova@gmail.com

Владислав ПЕТРОВ

аспирант кафедры экономики и финансов фирмы
экономического факультета.
E-mail: petrovv41091@gmail.com

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»
(119049, Москва, ул. Шаболовка, д. 26, корп. 4).

Аннотация

В статье представлены результаты исследования инсайдерской торговли в период корпоративного конфликта акционеров ОАО «ВымпелКом» в 2005—2013 годах. Исследование базируется на анализе накопленной избыточной доходности в период до публикации новостного события. В рамках исследования авторы проанализировали 80 новостей. Было обнаружено наличие инсайдерской торговли в период до публичных заявлений, сделанных представителями «Альфа-Групп». При этом наличия инсайдерской торговли в период до публичных заявлений, сделанных представителями *Telenor*, диагностировано не было. Также авторы обнаружили наличие крупной по масштабам инсайдерской торговли в период до публикации новостей о вынесении судебных решений российскими судами и новостей о государственном вмешательстве в ход акционерного конфликта.

Ключевые слова: инсайдерская торговля, совокупная избыточная доходность, конфликт акционеров.

JEL: G10, G14, G19.

Ойковича • Политика

OIKONOMIA • POLITIKA

Введение

В настоящее время темы корпоративных конфликтов и инсайдерской торговли на финансовых рынках вызывают большой интерес у ученых-финансистов. Обе эти темы хорошо исследованы по отдельности: так, в частности, инсайдерская торговля изучена в разрезе типов сделок и в разрезе законодательства, применяемого по отношению к ней; корпоративные конфликты исследованы в разрезе их причин и последствий, в том числе их влияния на стоимость конфликтующих сторон (краткий обзор зарубежных научных исследований влияния корпоративных конфликтов на стоимость компаний см. в: [Чиркова и др., 2014]). Акционерные споры — довольно частое явление по всему миру, их влияние на стоимость может быть очень большим, и, соответственно, действия акционеров могут стать теми информационными поводами, на которых инсайдеры могут спекулировать. При этом тема наличия инсайдерской торговли при корпоративных конфликтах, в том числе — конфликтах акционеров, остается практически неизученной.

Особый интерес представляют корпоративные конфликты между акционерами российских компаний. Во-первых, вследствие недостаточной развитости правовой системы по сравнению с развитыми странами акционерные конфликты в РФ выражены более ярко, а нарушения прав акционеров происходят в более грубой форме. Во-вторых, в отличие от развитых стран, где незаконная инсайдерская торговля карается большими штрафами и лишением свободы и где возбуждается много уголовных дел по обвинению в инсайде, в России до последнего времени было предусмотрено только административное наказание за инсайдерскую торговлю, да и оно применялось крайне редко. В результате, как отмечают участники рынка, инсайдерская торговля на нашем рынке была широко распространена.

В течение последних десяти лет в российских компаниях произошло большое количество корпоративных конфликтов. Самыми громкими, пожалуй, являются конфликты внутри ОАО «ВымпелКом», TNK-BP, ОАО «Русал» и ОАО «Норильский Никель».

В рамках данного исследования диагностируется наличие инсайдерской торговли во время конфликта акционеров ОАО «ВымпелКом» в 2005—2013 годах. Выбор данного конфликта обусловлен следующим:

- «ВымпелКом» — публичная компания, что является необходимым условием возможности осуществлять инсайдерскую торговлю;
- акции «ВымпелКома» высоколиквидны, что повышает точность эконометрического исследования;
- конфликт акционеров в данной компании был очень затяжным (длился почти девять лет), и новостей по нему относительно много (в выборке первичных новостей около 80 наблюдений);
- акционеры «ВымпелКома» конфликтовали по поводу всех значимых сделок слияний и поглощений, совершавшихся компанией, и в выборке много новостей по поводу событий, которые могли существенно повлиять на стратегическое развитие компании и ее капитализацию;
- один из двух конфликтовавших акционеров компании — норвежская *Telenor* — обвинила в инсайдерской торговле другого ее крупного акционера — *Altimo*, входящую в «Альфа-Групп» (в иске, поданном в Федеральный суд южного округа Нью-Йорка, *Telenor* утверждала, что *Altimo* неоднократно нарушала законодательство США о ценных бумагах в период с августа 2006 года по май 2007 года [Дзядко, 2007]);
- в конфликте участвовали стороны принципиально разного типа с точки зрения отношения к инсайдерской торговле¹, и можно тестировать наличие инсайдерской торговли в зависимости от того, кто из участников генерирует новостной фон;

¹ Склонность к инсайдерской торговле со стороны контролируемой государством норвежской компании мы оцениваем ниже, нежели склонность торговать на инсайде офшорных компаний, за которыми стоят российские частные акционеры.

- решения по искам акционеров «ВымпелКома» выносили суды двух юрисдикций: России и США — стран, где судебное законодательство является одним из самых жестких в мире, что позволяет тестировать предположения о наличии торговли на основе утечек информации о судебных расследованиях.

1. Результаты зарубежных исследований инсайдерской торговли

В ряде работ, исследующих инсайдерскую торговлю, был применен анализ декларируемой (то есть законной) инсайдерской торговли для выявления избыточной доходности (*abnormal return*, AR). В большинстве ранних работ, анализирующих американский фондовый рынок, делается вывод, что инсайдеры и/или участники рынка, которые «подражают» им, могут получать избыточную доходность [Jaffe, 1974b; Finnerty, 1976; Seyhun, 1986; Rozeff, Zaman, 1988].

Маркус Клементс и Харминдер Сингх [Clements, Singh, 2011] сравнивают американский фондовый рынок тридцатилетней давности с современным, где регулирование ужесточилось в начале 2000-х годов с принятием Комиссией по ценным бумагам и биржам (Security Exchange Commission) правил 10b5-1 и 10b5-2 и с введением принципа презумпции виновности. Авторы приходят к выводу, что более жесткое законодательство приводит к уменьшению масштабов нелегальной инсайдерской торговли.

Положительная избыточная доходность при инсайдерской торговле была обнаружена в других развитых и развивающихся странах. Утпал Бхаттачарья и Хазем Даук [Bhattacharya, Dauk, 2002] исследовали 103 страны, в которых функционирует фондовый рынок, и выявили, что законодательство, его регулирующее, существовало на момент исследования в 89 странах, но масштабы торговли зависели не столько от наличия законодательства, сколько от его применения.

В статьях [King, Roell, 1989; Pope et al., 1990; Fidrmuc et al., 2006], анализируется британский фондовый рынок. При этом авторы обнаружили избыточную доходность инсайдерских сделок как по покупке, так и по продаже ценных бумаг; причем авторы последней по времени работы пришли к выводу, что она больше, чем в США, объяснив это более длинными сроками раскрытия сделок. В исследовании испанского фондового рынка за период с 1992 по 1996 год, когда инсайдерская торговля была нелегальной, но на практике не преследовалась, было обнаружено, что инсайдеры получают избыточную доходность, в то время как инвесторы, подражающие им, ее заработать не смогли [Del Brio et al., 2002]. Чжо Мань Инь и др. [Cheuk et al., 2006] пришли к выводу о том, что корпоративные инсайдеры в Гонконге зарабатывали избыточную доходность от сделок как по продаже, так и по покупке ценных бумаг. Похожие выводы были получены [Wisniewski, Bohl, 2005] и [Gurgul, Majdosz, 2007] на

данных фондового рынка Польши и [Betzer, Theissen, 2009] на данных фондового рынка Германии. Относительно недавнее исследование голландского фондового рынка также выявило избыточную доходность в периоды, следующие за крупными покупками инсайдеров, особенно для небольших компаний [Derguse et al., 2009].

Зависимость избыточной доходности от размера компании была обнаружена многими авторами, исследовавшими инсайдерскую торговлю на рынках как развитых, так и развивающихся стран [Seyhun, 1986; Rozeff, Zaman, 1988; Wong et al., 2000; Lakonishok, Lee, 2001; Etebari et al., 2004; Zingg et al., 2007; Clements, Singh, 2011]. Согласно этим исследованиям прибыльная инсайдерская торговля имеет место в основном в случае небольших компаний.

Инсайдерская торговля может анализироваться также при помощи информации о доказанных или предполагаемых случаях нелегальной инсайдерской торговли. В работе [Meulbroek, 1992] исследовались случаи нелегальной инсайдерской торговли в США, доказанные SEC в период 1980—1989 годов. Результаты свидетельствуют о наличии избыточной доходности в размере 3% в дни, когда инсайдеры торговали до обнародования новости. Накопленная избыточная доходность до даты публикации новости составила 40—50% от накопленной избыточной доходности в день публикации новости. Объемы торгов также превышали ожидаемый уровень в дни нелегальной торговли инсайдеров.

Также существует широкий пласт работ, анализирующих наличие инсайдерской торговли в период до даты анонсирования важных корпоративных событий [Keown, Pinkerton, 1981; Jarrell, Pinkerton, 1989; Radd, Wu, 1995; Meulbroek, Hart, 1997; Jabbour et al., 2000; Agarwal, Singh, 2006; Ching et al., 2006; Clements, Singh, 2011]. В данных статьях задокументирована положительная в среднем избыточная доходность накануне важных корпоративных событий.

Авторы большинства работ приходят к выводу, что торговля с использованием инсайдерской информации существует и позволяет получать положительную избыточную доходность как на развитых, так и на развивающихся рынках. Также существует взаимосвязь между масштабами инсайдерской торговли и жесткостью законодательства в сфере противодействия инсайдерской торговле.

2. Методология эмпирического анализа

Диагностирование случаев инсайдерской торговли в данном исследовании проводилось методом анализа события (*event study*) через анализ отклонения наблюдаемой доходности акции компании в период до публикации новости от ожидаемой инвесторами доходности. Для целей проверки полученных результатов при расчете ожидаемой доходности нами были использовано два статистических метода: рыночная модель (*market model*) и скорректированная рыночная модель (*market adjusted model*).

Рыночная модель основана на предположении о сохранении линейной зависимости между доходностью рынка и доходностью рассматриваемой ценной бумаги в окне наблюдения (*event window*).

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}, \quad (1)$$

где: R_{it} — доходность акций компании в периоде t ; R_{mt} — рыночная доходность в периоде t ; β_i измеряет чувствительность доходности акций к средней рыночной доходности для события i ; a_i измеряет доходность, не объясненную рынком.

Скорректированная рыночная модель представляет собой частный случай рыночной модели, где $a_i = 0$, $\beta_i = 1$. В этом случае ожидаемая доходность акций компании представляет собой среднюю рыночную доходность в момент времени t :

$$R_{it} = R_{mt}. \quad (2)$$

Расчет избыточной доходности проводился для окна события $(-10; 0)$, где 0 — дата публикации новости. При использовании рыночной модели период оценивания принимался равным 100 торговым дням до окна наблюдения. Количество наблюдений рассчитывалось путем умножения количества новостных событий на количество дней в окне события (10 дней).

Несмотря на то что «ВымпелКом» является российской компанией, ее акции с ноября 1996 года по сентябрь 2013 года (с весны 2010 года в форме ADR) торговались на *NYSE*, а затем получили листинг на бирже *NASDAQ*. В качестве *proxу* ожидаемой доходности для рыночной и рыночной скорректированной моделей была выбрана доходность индекса *NYSE Composite*, поскольку она имела наибольшую статистическую взаимосвязь с доходностью акций «ВымпелКома». Это может объясняться тем фактом, что депозитарные расписки «ВымпелКома» на протяжении большей части рассматриваемого периода учитывались при расчете основного индекса Нью-йоркской фондовой биржи *NYSE Composite*, на который ориентируются инвесторы, вкладывающие в американский фондовый рынок. Значения коэффициентов корреляции представлены в табл. 1.

Т а б л и ц а 1

Значения коэффициентов корреляции доходности акций «ВымпелКом» с доходностью индексов, с 1 января 2005 по 1 января 2013 года

Индекс	Коэффициент корреляции доходности акций «ВымпелКома» и соответствующего индекса
NYSE Composite	0,66
NASDAQ Telecommunications	0,57
NASDAQ 100	0,59
NASDAQ Composite	0,61
ММББ	0,50
ММББ Телекоммуникации	0,45
РТС	0,47
РТС Телекоммуникации	0,34

Для расчета корреляции доходности акций «ВымпелКома» и доходности индексов NYSE Comp., NASDAQ Tel., NASDAQ 100 и NASDAQ Comp. использовались цены закрытия торгового дня.

Доходность акций «ВымпелКома» рассчитывалась по формуле:

$$R_{it} = \frac{(S_t + D_t)}{S_{t-1}} - 1, \quad (3)$$

где: S_t и S_{t-1} — цена акции в момент t и $t-1$; D_t — уплаченные дивиденды в момент t .

Цены акций «ВымпелКома», взятые из базы данных *Bloomberg Professional*, уже были скорректированы (создателями базы) с учетом выплаченных дивидендов. Кроме того, они учитывали эффект сплита акций.

При расчете избыточной доходности акций «ВымпелКома» учитывались время закрытия фондовых бирж NYSE и NASDAQ и разница во времени между Москвой и Нью-Йорком, составлявшая восемь часов (за исключением периодов с 27 октября 2010 года по 27 марта 2012 года и с 27 октября 2012 года по 27 марта 2013 года, когда разница во времени составляла девять часов)².

Нами был использован следующий алгоритм расчета показателя кумулятивной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR):

1) расчет избыточной доходности акций компании за каждый день в окне события:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}, \quad (4)$$

где \hat{R}_{it} — ожидаемая доходность акций компании в периоде t ;

2) расчет кумулятивной (или совокупной) избыточной доходности акций компании в окне события:

$$CAR_t^{(x,y)} = \sum_{T=x}^y AR_t^T, \quad (5)$$

где (x, y) — продолжительность окна события.

Средние значения кумулятивных избыточных доходностей по конкретным подгруппам использовались для проверки гипотез. После расчета кумулятивных избыточных доходностей по различным подгруппам была проведена проверка статистической значимости полученных результатов при помощи критерия t -статистики.

3. Анализ инсайдерской торговли во время конфликта акционеров «ВымпелКома»

Характеристика выборки

В исследовании диагностируется наличие инсайдерской торговли в период, предшествовавшей публикации новостей, связанных

² Подробнее см.: [Чиркова и др., 2014].

с корпоративным конфликтом. Список новостей о конфликте акционеров в ОАО «ВымпелКом» в 2005—2013 годах с датой и временем их публикации в СМИ был взят из работы [Чиркова и др., 2014]. Изначально авторами этой работы за период корпоративного конфликта было найдено 2766 новостных событий, в которых упоминался «ВымпелКом». После исключения всех дублирующих новостей, а также новостей, не относящихся к акционерному конфликту, в финальную выборку было включено 80 новостных событий. Для каждого новостного события нами были рассчитаны доходность акций после выхода новости и совокупная избыточная доходность до публикации.

В указанной работе авторы выделяют четыре крупнейших стадии акционерного конфликта ОАО «ВымпелКом» в 2005—2013 годах. Они представлены в табл. 2.

Т а б л и ц а 2

**Крупнейшие акционерные конфликты ОАО «ВымпелКом»,
2005—2013 годы**

Период	Количество наблюдений	Описание	Комментарий
03.2005 — 06.2007	19	Конфликт, связанный с приобретением «ВымпелКомом» украинского сотового оператора «УРС»	<i>Telenor</i> выступала против приобретения
04.2008 — 04.2010	40	Конфликт, связанный с обвинением <i>Telenor</i> в ненадлежащем исполнении своих фидуциарных обязанностей при принятии решения о приобретении «ВымпелКомом» украинского сотового оператора «УРС»	—
12.2010 — 04.2011	6	Конфликт, связанный с приобретением «ВымпелКомом» украинского сотового оператора «УРС»	<i>Telenor</i> выступала против приобретения
03.2012 — 12.2012	15	Конфликт, связанный с увеличением доли <i>Telenor</i> в уставном капитале «ВымпелКома»	<i>Altimo</i> выступала против увеличения доли <i>Telenor</i> в «ВымпелКоме»

Все новости мы разделили на шесть основных групп:

- 1) заявления акционеров;
- 2) судебные решения;
- 3) государственное вмешательство;
- 4) корпоративные события;
- 5) сделки с акциями ОАО «ВымпелКом»;
- 6) обращения в суд.

Внутри каждой группы новости были разделены на «положительные» и «отрицательные» в зависимости от реакции рынка на данную новость. В результате было получено 12 категорий новостей (табл. 3).

Полный список новостей с датой и временем публикации приведен в Приложении.

Т а б л и ц а 3

Обозначения отдельных категорий новостей

Название категории новостей	Обозначение группы	Реакция цены акции	Количество новостей
Заявления акционеров — «положительные»	1↑	Рост	9
Заявления акционеров — «отрицательные»	1↓	Падение	9
Решения судов — «положительные»	2↑	Рост	9
Решения судов — «отрицательные»	2↓	Падение	11
Государственное вмешательство — «положительные»	3↑	Рост	9
Государственное вмешательство — «отрицательные»	3↓	Падение	4
Корпоративные события — «положительные»	4↑	Рост	4
Корпоративные события — «отрицательные»	4↓	Падение	7
Сделки с акциями «ВымпелКома» — «положительные»	5↑	Рост	2
Сделки с акциями «ВымпелКома» — «отрицательные»	5↓	Падение	4
Обращение в суд — «положительные»	6↑	Рост	3
Обращение в суд — «отрицательные»	6↓	Падение	9

Тестируемые гипотезы

Для целей диагностирования инсайдерской торговли во время конфликта акционеров «ВымпелКома» нами были протестированы следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Инсайдерская торговля в период до объявления о принятии судебных решений присутствует в случае судов российской юрисдикции и отсутствует в случае судов прочих юрисдикций.

Гипотеза 2. Инсайдерская торговля в период перед публичными заявлениями представителей «Альфа-Групп» присутствует, а в период перед публичными заявлениями представителей *Telenor* отсутствует.

Гипотеза 3. Инсайдерская торговля в период до появления новостей о государственном вмешательстве в конфликт акционеров имеет место.

Гипотеза 4. Инсайдерская торговля в период до публикации новостей о важных корпоративных событиях «ВымпелКома» имеет место.

Гипотеза 5. Инсайдерская торговля в период до подачи судебных исков участниками корпоративного конфликта вокруг «ВымпелКома» имеет место.

В рамках *гипотезы 1* сравнивались значения и статистическая значимость избыточной доходности в период до объявления судебных решений российскими судами и судами иностранных юрисдикций. В рамках *гипотез 2—5* анализировались значения и статистическая значимость избыточной доходности в период до публикации новостей о данных типах событий.

Результаты эмпирического исследования

Проверка гипотезы 1. Анализ результатов, представленных в табл. 4 и 5, позволяет диагностировать наличие инсайдерской торговли в пе-

Т а б л и ц а 4

**Результаты исследования накопленной избыточной доходности
в случае «положительных» судебных решений**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Все суды (%)	9,97***	4,19***
<i>t</i> -статистика	17,57	13,80
количество наблюдений	90	90
Российская юрисдикция (%)	15,88***	7,17***
<i>t</i> -статистика	12,20	10,35
количество наблюдений	50	50
Иностранная юрисдикция (%)	2,58	0,45
<i>t</i> -статистика	0,21	0,31
количество наблюдений	40	40

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне;
* результат значим на 10-процентном уровне.

Т а б л и ц а 5

**Результаты анализа накопленной избыточной доходности
в случае «отрицательных» судебных решений**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Все суды (%)	-4,42***	-3,36***
<i>t</i> -статистика	17,53	23,85
количество наблюдений	110	110
Российская юрисдикция (%)	-8,52***	-4,69***
<i>t</i> -статистика	32,07	32,66
количество наблюдений	80	80
Иностранная юрисдикция (%)	6,51***	0,17
<i>t</i> -статистика	3,58	0,19
количество наблюдений	30	30

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне;
* результат значим на 10-процентном уровне.

риод до оглашения как «положительных», так и «отрицательных» судебных решений.

При этом в период до оглашения «положительных» судебных решений российскими судами совокупная избыточная доходность составила 7,17—15,88% в зависимости от применяемой модели оценки избыточной доходности, что значительно превысило избыточную доходность в период до оглашения судебных решений судами иностранных юрисдикций. Совокупная избыточная доходность за 10 дней до оглашения апелляционным арбитражным судом г. Омска решения об удовлетворении ходатайства *Altimo* о снятии ареста с акций «ВымпелКома» составила от 2,61 до 5,27% в зависимости от применяемой модели.

Похожая ситуация с «отрицательными» судебными решениями: по результатам применения двух моделей совокупная избыточная

доходность до оглашения судебных решений российскими судами составила от $-4,69$ до $-8,52\%$.

Нами не было обнаружено признаков инсайдерской торговли в период до оглашения «отрицательных» судебных решений судами иностранных юрисдикций, поскольку совокупная избыточная доходность для данного типа событий оказалась положительной при использовании двух моделей.

Таким образом, гипотеза 1 была нами подтверждена.

Проверка гипотезы 2. Из данных табл. 6 видно, что избыточная доходность в период до «положительных» заявлений участников конфликта отрицательна по результатам применения двух моделей оценки избыточной доходности, что говорит о невозможности диагностировать инсайдерскую торговлю для выборки «положительных» заявлений акционеров в целом. При этом инсайдерскую торговлю можно диагностировать в период до заявлений, сделанных представителями «Альфа-Групп»: совокупная избыточная доходность по данному типу событий составила $0,48-4,62\%$ в зависимости от применяемой модели. Так, в частности, совокупная избыточная доходность в период за 10 дней до публикации новости о предложении «Альфа-Групп» компании *Telenor* об объединении «ВымпелКома» и «Киевстара» составила $6,97-19,2\%$ в зависимости от применяемой

Т а б л и ц а 6

**Результаты анализа накопленной избыточной доходности
в случае заявлений акционеров**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
<i>Заявления акционеров — «положительные»</i>		
Все заявления (%)	$-0,46^*$	$-1,21^{***}$
<i>t</i> -статистика	1,72	8,46
количество наблюдений	90	90
«Альфа-Групп» (%)	$4,62^{***}$	0,48
<i>t</i> -статистика	4,08	0,89
количество наблюдений	30	30
<i>Telenor</i> (%)	$-2,72^{***}$	$-2,54^{***}$
<i>t</i> -статистика	4,17	6,66
количество наблюдений	40	40
Прочие (%)	$-2,52$	$-1,12$
<i>t</i> -статистика	0,14	0,06
количество наблюдений	20	20
<i>Заявления акционеров — «отрицательные»</i>		
Всего (%)	$2,62^{***}$	$0,51^{**}$
<i>t</i> -статистика	5,53	2,10
количество наблюдений	90	90

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне;
* результат значим на 10-процентном уровне.

модели определения избыточной доходности. Нами не обнаружено наличия инсайдерской торговли в период до заявлений, сделанных представителями *Telenor*.

Совокупная избыточная доходность в период до публикации новостей об «отрицательных» заявлениях акционеров положительна при применении двух моделей оценки избыточной доходности, что говорит о невозможности диагностировать наличие инсайдерской торговли в период до публикации данного типа новостей.

Таким образом, гипотеза 2 была нами подтверждена для «положительных» новостей. Ее отсутствие на «отрицательных» новостях может объясняться тем, что на подобных новостях заработать сложнее: нужно либо владеть акциями до новости, либо продать их методом коротких продаж, а это не всегда возможно.

Проверка гипотезы 3. Из табл. 7 видно, что избыточная доходность в период до публикации новостей о «положительном» государственном вмешательстве составила 0,66—6,12% в зависимости от используемой модели оценки затрат избыточной доходности, что говорит о наличии инсайдерской торговли при данном типе новостного события. Примером является публикация новости о заявлении Первого вице-премьера РФ И. Шувалова о том, что Правительство РФ не станет вмешиваться в конфликт акционеров «ВымпелКома». Совокупная избыточная доходность в этом случае составила 6,97—19,2% в зависимости от используемой модели. Также в результате проведенного анализа нами было обнаружено наличие инсайдерской торговли в период до публикации новостей об «отрицательном» государственном вмешательстве: избыточная доходность составила от -5,25 до -7,66%. Так, в период до публикации новости о том, что ФССП в присутствии спецназа вручила российскому представительству норвежской компании *Telenor* требование предоставить информацию об исполнении опциона на выкуп 3,5% акций «ВымпелКома» *Weather Investments*, совокупная избыточная доходность составила от -5,95 до -6,78% в зависимости от используемой модели.

Таким образом, гипотеза 3 была нами подтверждена.

Т а б л и ц а 7

**Результаты анализа накопленной избыточной доходности
в случае государственного вмешательства**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Государственное вмешательство — «положительное» (%)	4,89***	0,66***
<i>t</i> -статистика	11,10	2,92
количество наблюдений	90	90
Государственное вмешательство — «отрицательное» (%)	-7,66***	-5,25***
<i>t</i> -статистика	6,14	7,92
количество наблюдений	40	40

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне; * результат значим на 10-процентном уровне.

Т а б л и ц а 8

**Результаты анализа накопленной избыточной доходности
в случае корпоративных событий**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Корпоративные события — «положительные» (%)	1,70***	1,21***
<i>t</i> -статистика	4,02	4,68
количество наблюдений	40	40
Корпоративные события — «отрицательные» (%)	0,02	−0,46***
<i>t</i> -статистика	0,14	4,60
количество наблюдений	70	70

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне;
* результат значим на 10-процентном уровне.

Проверка гипотезы 4. Из данных табл. 8 следует, что избыточная доходность в период до публикации новостей о «положительных» корпоративных событиях положительна по результатам применения двух моделей оценки избыточной доходности, что говорит о наличии инсайдерской торговли при данном типе новостного события. В частности, совокупная избыточная доходность до публикации новости об одобрении акционерами «ВымпелКом» сделки по приобретению компании *Wind Telecom* на внеочередном собрании акционеров составила 3,01—4,93% в зависимости от применяемой модели определения избыточной доходности.

Использование различных моделей при анализе избыточной доходности в период до публикации новостей об «отрицательных» корпоративных событиях дало противоречивый результат, в связи с чем *гипотеза 4* была подтверждена нами для положительных новостей. Опять же, это может быть связано с большей простотой зарабатывания на инсайдерской торговле на положительных новостях.

Проверка гипотезы 5. Из табл. 9 видно, что совокупная избыточная доходность отрицательна по результатам применения двух моделей

Т а б л и ц а 9

**Результаты анализа накопленной избыточной доходности
в случае обращений в суд**

	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Обращение в суд — «положительное» (%)	−2,38*	−2,28**
<i>t</i> -статистика	1,96	2,99
количество наблюдений	30	30
Обращение в суд — «отрицательное» (%)	1,36***	0,48***
<i>t</i> -статистика	5,75	3,59
количество наблюдений	90	90

*** Результат значим на 1-процентном уровне; ** результат значим на 5-процентном уровне;
* результат значим на 10-процентном уровне.

оценки избыточной доходности для «положительных» обращений в суд и положительна для «отрицательных» обращений в суд, что говорит о невозможности диагностировать инсайдерскую торговлю в период до публикации новостей такого типа в рамках корпоративного конфликта акционеров «ВымпелКома».

Данный факт может быть объяснен тем, что обращение в суд не является столь сильным, способным влиять на рыночную стоимость акций компании, сигналом, как вынесение судебного решения, и в рамках данного корпоративного конфликта было лишь инструментом борьбы между акционерами.

Таким образом, гипотеза 5 не была нами подтверждена.

Заключение

В рамках данной работы было продиагностировано наличие инсайдерской торговли в период корпоративного конфликта акционеров «ВымпелКома» в 2005—2013 годах. Проведенный анализ подтвердил наличие инсайдерской торговли во время данного акционерного конфликта.

В результате проведенного анализа нам не удалось обнаружить наличия инсайдерской торговли в период до подачи участниками корпоративного конфликта исков в суд. Это свидетельствует о том, что обращение в суд не является таким же сильным, способным влиять на рыночную стоимость акций компании, сигналом, как вынесение судебного решения, и в рамках данного корпоративного конфликта использовалось лишь в качестве инструмента ведения корпоративной борьбы между акционерами.

Нами было диагностировано наличие инсайдерской торговли в период, предшествовавший публичным заявлениям представителей «Альфа-Групп». При этом инсайдерской торговли в период до публичных заявлений второго участника корпоративного конфликта, компании *Telenor*, нами обнаружено не было.

Еще одним результатом исследования стало обнаружение инсайдерской торговли в период до вынесения судебных решений во время корпоративного конфликта вокруг «ВымпелКома», причем масштабы этой торговли были значительно выше при вынесении судебных решений российскими судами по сравнению с судами иностранных юрисдикций.

Также мы обнаружили значительную по масштабам инсайдерскую торговлю в период до публикации новостей о государственном вмешательстве в акционерный конфликт между «Альфа-Групп» и *Telenor*.

Предметом дальнейшего исследования может быть диагностирование инсайдерской торговли в период перед государственным вмешательством в деятельность компаний и фактами «давления» на бизнес на более широкой выборке данных российских компаний.

Приложение

№	Дата	Время	Новость	Категория
1.1	18.03.2005	10:21	<i>Telenor</i> выступила против приобретения «ВымпелКомом» украинского оператора «Киевстар»	1↓
1.2	25.04.2005	9:34	Совет директоров «ВымпелКома» отклонил сделку по приобретению «УРС»	4↓
1.3	13.05.2005	9:56	<i>Telenor</i> обратилась в ФАС с просьбой разрешить увеличить долю в «ВымпелКоме» с 26,6% голосующих акций до 45%	5↑
1.4	27.05.2005	9:48	«Альфа-Групп» попросила у ФАС разрешения увеличить свою долю в сотовом операторе с 32,9% голосующих акций до 60% +1 акция	5↑
1.5	07.06.2005	09:55	<i>Telenor</i> обратилась к миноритарным акционерам «ВымпелКома» с просьбой не допустить, чтобы «Альфа-Групп» получила большинство мест в совете директоров оператора	1↓
1.6	10.06.2005	18:06	Главный исполнительный директор «Альфа Телеком» заявил, что <i>Telenor</i> выдвигает своих бывших топ-менеджеров в совет директоров «ВымпелКома» под видом независимых кандидатов	1↑
1.7	15.06.2005	17:06	Совет директоров «ВымпелКома» не одобрил принципиального решения о приобретении миноритарной доли в «УРС»	4↓
1.8	26.08.2005	10:07	Суд г. Киева запретил топ-менеджменту «Киевстара» исполнять обязанности до окончания рассмотрения иска, поданного ООО «Сторм» в суд г. Киева с требованием изменить устав «Киевстара» и его соглашение с <i>Telenor</i>	2↑
1.9	08.09.2005	15:28	Суд Южного округа г. Нью-Йорка отклонил иск <i>Telenor</i> , в котором истец просил запретить структурам «Альфа-Групп» голосовать на собрании акционеров российского сотового оператора «ВымпелКом» по вопросу о покупке компании «УРС»	2↑
1.10	15.09.2005	9:20	Внеочередное общее собрание акционеров «ВымпелКома» одобрило приобретение «УРС» в качестве сделки, в совершении которой имеется заинтересованность. <i>Telenor</i> ставит под сомнение законность этого решения	4↑
1.11	16.09.2005	19:33	Совет директоров «ВымпелКома» подтвердил законность решения собрания акционеров по вопросу приобретения «УРС»	4↓
1.12	11.11.2005	13:34	«ВымпелКом» подписал договор с «УРС» о приобретении украинской компании за 231,3 млн долл.	4↓
1.13	26.01.2006	13:24	<i>Telenor</i> подала три исковых заявления в суд Москвы против «ВымпелКома». «Цель судебных исков — минимизировать экономические убытки акционеров „ВымпелКома“, которые они понесли в результате незаконной сделки по приобретению „УРС“, — заявил исполнительный вице-президент <i>Telenor</i> Я. Тигесен	6↓
1.14	13.02.2006	12:53	«ВымпелКом» предложил <i>Telenor</i> и <i>Altimo</i> приобрести 100% акций «Киевстар» за 5 млрд долл.	1↑
1.15	21.02.2006	14:04	<i>S&P</i> поместило рейтинги корпоративного управления РКУ-7 и РКУ-7,4 «ВымпелКома» в список <i>GovernanceWatch</i> с негативным прогнозом. «Отношения между <i>Telenor</i> и „Альфа-Групп“ в последнее время ухудшились, что создает угрозу ослабления механизмов корпоративного управления», — отмечается в сообщении <i>S&P</i>	4↓

Продолжение Приложения

№	Дата	Время	Новость	Категория
1.16	06.04.2006	19:01	S&P сохранило рейтинг «ВымпелКома» в списке <i>Governance Watch</i> с негативным прогнозом в связи с продолжающимися переговорами между акционерами	4↑
1.17	01.06.2006	16:07	«ВымпелКом» отозвал предложение <i>Telenor</i> и <i>Altimo</i> о покупке за 5 млрд долл. 100% пакета «Киевстар»	1↑
1.18	20.07.2006	17:58	S&P понизило РКУ «ВымпелКома» до РКУ-6 вследствие конфликта основных акционеров и оставило рейтинг в списке на пересмотр с прогнозом «негативный». Как отмечается в пресс-релизе S&P, понижение рейтинга отражает риски, вызванные неспособностью основных акционеров компании разрешить затянувшийся конфликт	4↓
1.19	05.06.2007	13:43	ВАС РФ подтвердил действительность решения акционеров «ВымпелКома» по одобрению покупки «УРС»	2↓
2.1	17.04.2008	3:00	<i>Farimex Products</i> направила иск против <i>Telenor</i> в Арбитражный суд Ханты-Мансийского округа с требованием о возмещении убытка в 3,8 млрд долл., понесенного «ВымпелКомом» из-за затягивания акционерами компании покупки «УРС»	6↓
2.2	06.05.2009	8:08	<i>Telenor</i> начала переговоры о разделе активов с крупнейшим акционером оператора — «Альфа-Групп»	1↑
2.3	13.08.2008	0:00	<i>Farimex Products</i> увеличила сумму исковых требований к акционеру ОАО «ВымпелКом» <i>Telenor</i> до 6 млрд долл.	6↓
2.4	18.08.2008	10:46	Арбитражный суд г. Ханты-Мансийска вынес решение в пользу миноритарного акционера <i>Farimex Products</i> . <i>Telenor</i> должна возместить ущерб, нанесенный «ВымпелКому», в размере 2,82 млрд долл.	2↑
2.5	27.10.2008	20:23	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска наложил арест на акции «ВымпелКома», принадлежащие <i>Telenor</i> и <i>Altimo</i> . Решение было принято в качестве обеспечительных мер по ходатайству <i>Farimex Products</i>	2↑
2.6	29.10.2008	14:14	Апелляционный арбитражный суд г. Омска удовлетворил ходатайство <i>Altimo</i> и снял арест с акций «ВымпелКома»	2↑
2.7	13.11.2008	20:02	<i>Altimo</i> в открытом письме к <i>Telenor</i> обвинила оператора в ряде действий, направленных на подрыв деятельности <i>Altimo</i> . <i>Telenor</i> называла письмо <i>Altimo</i> бесосновательным и абсурдным. Российская компания, в свою очередь, обвиняла норвежцев в том, что причиной попыток <i>Telenor</i> заблокировать сделку с «УРС» стал конфликт интересов <i>Telenor</i>	1↓
2.8	11.12.2008	22:18	<i>Telenor</i> заявила, что в случае своего проигрыша компании <i>Altimo</i> в российских судах может потребовать от российского государства возмещения в размере 2,8 млрд долл. в международном арбитраже	1↓
2.9	29.12.2008	16:55	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска отменил решение суда первой инстанции о взыскании с норвежской компании <i>Telenor</i> 2,8 млрд долл. в пользу «ВымпелКома» и назначил пересмотр дела	2↓
2.10	20.02.2009	16:17	Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска принял решение о взыскании с <i>Telenor</i> 1,73 млрд долл., снизив сумму с 2,8 млрд, в пользу «ВымпелКома»	2↑
2.11	04.03.2009	15:03	<i>Telenor</i> подала кассационную жалобу на решение Восьмого арбитражного апелляционного суда г. Омска, обязавшего <i>Telenor</i> выплатить 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	6↑

Продолжение Приложения

№	Дата	Время	Новость	Категория
2.12	11.03.2009	2:05	Федеральный суд Южного округа г. Нью-Йорка назначил «Альфа-Групп» штраф, который может превысить 12 млрд долл., за неисполнение его предыдущих решений. «Альфа-Групп» отрицает связь между арестом акций «ВымпелКома» и решением нью-йоркского суда, так же как и свою связь с <i>Farimex</i>	2↓
2.13	12.03.2009	2:05	Судебные приставы РФ арестовали 29,9% акций российского оператора связи «ВымпелКом», принадлежащие <i>Telenor</i> . Предписание об аресте акций было направлено на защиту интересов <i>Farimex Products</i> , по иску которой суд обязал <i>Telenor</i> выплатить 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	3↓
2.14	24.03.2009	8:30	Федеральный арбитражный суд Западно-Сибирского округа отказал <i>Telenor</i> в удовлетворении ходатайства о приостановлении исполнения решения суда о взыскании в пользу российского оператора 1,73 млрд долл.	2↓
2.15	03.04.2009	0:00	Министерство юстиции Норвегии приняло запрос о вручении <i>Telenor</i> постановления российских судебных приставов, согласно которому <i>Telenor</i> должна выплатить «ВымпелКому» 1,73 млрд долл.	3↑
2.16	08.04.2009	7:36	«Альфа-Групп» предлагает <i>Telenor</i> создать на базе двух сотовых операторов, «ВымпелКома» и «Киевстара», объединенную компанию, которую партнеры будут контролировать на паритетных началах, за исключением акций, торгуемых на <i>NYSE</i>	1↑
2.17	08.04.2009	7:36	Первый вице-премьер РФ И. Шувалов официально заявил о том, что Правительство РФ не станет вмешиваться в конфликт акционеров «ВымпелКома»	3↑
2.18	27.04.2009	8:00	Федеральный суд г. Нью-Йорка постановил, что «Альфа-Групп» выполнила предыдущее предписание суда. Ранее судья окружного суда Д. Линч присудил «Альфа-Групп» ежедневные возрастающие штрафы за неподчинение суду	2↑
2.19	28.04.2009	16:47	Федеральный арбитражный суд Западно-Сибирского округа г. Тюмени отказал <i>Telenor</i> в приостановлении исполнения судебного иска, по которому компания должна выплатить 1,73 млрд долл. в пользу российского сотового оператора «ВымпелКом»	2↓
2.20	20.06.2008	2:30	<i>Telenor</i> обратилась в Федеральный окружной суд г. Нью-Йорка с требованием остановить работу по иску компании <i>Farimex</i> , направленному против <i>Telenor</i>	6↓
2.21	14.05.2009	17:13	Первый вице-премьер Правительства РФ В. Зубков сообщил, что переговоры по урегулированию конфликта акционеров «ВымпелКома» ведутся интенсивно, и высказал надежду на «компромиссное разрешение внутрикорпоративного спора между его сторонами». Он также напомнил, что при обращении компаний в суд дело рассматривается в рамках судебной системы, в которую исполнительная власть вмешиваться права не имеет	3↑
2.22	18.05.2009	13:37	<i>Farimex</i> инициировала расследование Антимонопольного комитета Украины против <i>Telenor</i> и «Киевстара»	6↓
2.23	19.05.2009	17:31	Президент РФ В. Путин по итогам переговоров с Премьер-министром Норвегии Й. Столтенбергом заявил, что видит задачу властей РФ в споре между <i>Telenor</i> , «Альфа-Групп» и «ВымпелКомом» в обеспечении его разрешения в правовом пространстве	3↑

Продолжение Приложения

№	Дата	Время	Новость	Категория
2.24	21.05.2009	00:00	Главный судебный пристав РФ А. Парфенчиков заявил, что его служба в ближайшее время не планирует выставлять на торги принадлежащий <i>Telenor</i> пакет акций «ВымпелКома», находящийся сейчас под арестом	3↑
2.25	22.05.2009	14:09	Судебный пристав-исполнитель московского управления ФССП вынес постановление о привлечении специалиста для определения порядка реализации акций «ВымпелКома», принадлежащих норвежской компании <i>Telenor</i>	3↓
2.26	28.05.2009	13:56	<i>Telenor</i> направила иск в суд Южного округа г. Нью-Йорка, в котором указывает на аффилированность <i>Farimex</i> с «Альфа-Групп». Следовательно, <i>Farimex</i> обязана выполнять соглашение крупнейших акционеров «ВымпелКома» — все судебные разбирательства между этими акционерами должны рассматриваться в арбитражном суде г. Женевы или г. Нью-Йорка	6↑
2.27	03.06.2009	20:05	Арбитражный суд Москвы отказался приостановить исполнительное производство по делу о взыскании с норвежской <i>Telenor</i> 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	2↓
2.28	08.06.2009	12:38	ФССП подготовила все необходимые документы для продажи на биржевых торгах 26,6% акций «ВымпелКома», принадлежащих <i>Telenor</i> и арестованных в рамках исполнительного производства о взыскании с норвежской компании 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	3↓
2.29	10.06.2009	9:29	Старший вице-президент <i>Altimo</i> К. Бабаев сообщил, что <i>Altimo</i> не планирует участвовать в возможной продаже на биржевых торгах 26,6% акций «ВымпелКома», принадлежащих <i>Telenor</i>	1↓
2.30	19.06.2009	15:04	ФССП РФ вынесла постановление о выставлении на продажу арестованных акций <i>Telenor</i> в «ВымпелКоме»	3↑
2.31	23.06.2009	15:33	Глава Минкомсвязи РФ И. Щеголев заявил, что РФ не имеет возможности воздействовать на конфликт акционеров «ВымпелКома», так как российское государство не участвует в собственности этой компании	3↑
2.32	26.06.2009	8:37	<i>Telenor</i> согласна с предложением «Альфа-Групп» объединить «ВымпелКом» и «Киевстар» и не настаивает на контроле в новой компании	1↑
2.33	30.06.2009	0:00	«Альфа-Групп» сообщила о прекращении переговоров с <i>Telenor</i> по поводу объединения «ВымпелКома» и «Киевстара»	1↓
2.34	28.07.2009	18:38	Арбитражный суд Москвы признал действительным постановление ФССП о передаче принадлежащих <i>Telenor</i> акций «ВымпелКома» Росимуществу для последующей продажи	2↓
2.35	06.08.2009	18:18	Девятый арбитражный апелляционный суд г. Москвы отказался приостановить исполнительное производство по делу о взыскании с <i>Telenor</i> 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	2↓
2.36	05.10.2009	9:22	<i>Telenor</i> и <i>Altimo</i> договорились об объединении «ВымпелКома» и «Киевстара» с созданием одного из крупнейших операторов сотовой связи на развивающихся рынках	1↑
2.37	06.10.2009	12:07	Девятый апелляционный арбитражный суд отклонил жалобу <i>Telenor</i> на постановление ФССП о передаче принадлежащих компании 26,6% акций «ВымпелКома» Росимуществу для последующей продажи	2↑

Продолжение Приложения

№	Дата	Время	Новость	Категория
2.38	14.10.2009	17:02	Рейтинговое агентство <i>Moody's</i> повысило прогноз по рейтингу «ВымпелКома» с «негативного», объяснив, что одна из причин этого решения — «перемирие акционеров»	4↑
2.39	15.10.2009	17:36	Девятый арбитражный апелляционный суд г. Москвы оставил в силе решение Арбитражного суда г. Москвы, который ранее подтвердил законность постановления судебных приставов о взыскании с <i>Telenor</i> исполнительского сбора в размере 4,023 млрд руб. за реализацию арестованного пакета акций «ВымпелКома»	2↓
2.40	16.04.2010	11:32	<i>Farimex</i> отозвала свой иск, после чего Восьмой арбитражный апелляционный суд г. Омска отменил принятое ранее решение о взыскании с <i>Telenor</i> 1,73 млрд долл. в пользу «ВымпелКома»	6↓
3.1	20.12.2010	12:12	<i>Telenor</i> выступает против объединения «ВымпелКома» и <i>Weather Investments</i>	1↓
3.2	18.01.2011	0:00	Совет директоров «ВымпелКома» принял решение о выпуске до 325,6 млн новых обыкновенных акций и дополнительных 305 млн новых привилегированных акций «ВымпелКома» в пользу владельцев <i>Weather Investments</i>	4↓
3.3	31.01.2011	12:46	<i>Telenor</i> инициировала арбитражное разбирательство против «ВымпелКома» и <i>Altimo</i> , направив иск в коммерческий суд г. Лондона с просьбой принять обеспечительные меры, которые обяжут «ВымпелКом» выпустить в пользу <i>Telenor</i> акции в соответствии с ее правом на преимущественное приобретение акций одновременно с выпуском «ВымпелКомом» акций в пользу <i>Wind Telecom</i>	6↓
3.4	08.02.2011	19:12	<i>Telenor</i> призывает миноритарных акционеров «ВымпелКома» голосовать против слияния компании с <i>Wind Telecom</i>	1↑
3.5	01.03.2011	9:07	Коммерческий суд г. Лондона отклонил ходатайство <i>Telenor</i> о применении судебного запрета на проведение собрания акционеров «ВымпелКома» до тех пор, пока компания не согласится выпустить в пользу <i>Telenor</i> новые акции в соответствии с ее преимущественными правами	2↑
3.6	17.03.2011	13:24	Акционеры «ВымпелКома» одобрили сделку по приобретению компании <i>Wind Telecom</i> на внеочередном собрании, а также согласились на увеличение уставного капитала «ВымпелКома» путем выпуска дополнительных 325,6 млн обыкновенных и 305 млн конвертируемых привилегированных акций в пользу владельцев <i>Wind Telecom</i>	4↑
4.1	19.04.2012	12:15	ФАС РФ подала иск против <i>Telenor</i> в Арбитражный суд г. Москвы, требуя признать недействительным приобретение <i>Telenor</i> акций «ВымпелКома» у компании <i>Weather Investments</i>	6↓
4.2	24.04.2012	11:00	Арбитражный суд г. Москвы наложил обеспечительные меры на акции «ВымпелКома» в рамках иска ФАС к акционерам компании. Суд запретил «ВымпелКому» голосовать своими акциями в «ВымпелКоме» по ряду вопросов, компаниям <i>Telenor</i> и <i>Weather Investment</i> как акционерам «ВымпелКома» — вносить изменения в совет директоров компании и реализовывать опционное соглашение между акционерами	2↓

Продолжение Приложения

№	Дата	Время	Новость	Категория
4.3	05.06.2012	18:58	<i>Altimo</i> обвиняет <i>Telenor</i> и <i>Weather</i> в нарушениях в рамках сделки по выкупу акций «ВымпелКома»	1↓
4.4	13.06.2012	11:01	<i>Telenor</i> подала иск в Верховный суд Бермудских островов, требуя признать, что сделка по покупке акций «ВымпелКома» у Н. Савириса не обязывает компанию делать обязательное тендерное предложение	6↑
4.5	05.07.2012	8:00	«Корпоративное управление „ВымпелКома“ полностью остановлено», — заявил глава « <i>Telenor</i> Европы» Ш. Мортен Йонсен о конфликте с «Альфа-Групп»	1↑
4.6	15.08.2012	22:55	<i>Altimo</i> приобретает у <i>Weather Investments</i> 305 млн обыкновенных акций «ВымпелКома» (14,8% голосов). В результате сделки с Н. Савирисом и ряда других сделок на рынке доля <i>Altimo</i> увеличится до 40,5% голосов	5↓
4.7	21.08.2012	16:26	<i>Altimo</i> утверждает, что доля <i>Telenor</i> в «ВымпелКоме» выше декларируемой. Вице-президент <i>Altimo</i> Е. Думалкин заявил, что при исполнении опциона по выкупу доли Н. Савириса <i>Telenor</i> будет контролировать 45% акций «ВымпелКома», так как с учетом исполненного опциона ему будет принадлежать 43% акций. Еще около 2% принадлежат норвежским государственным фондам, у которых с <i>Telenor</i> один контролирующий акционер — Королевство Норвегия	1↓
4.8	04.09.2012	19:06	Депутаты Госдумы РФ написали Премьер-министру РФ Д. Медведеву, генпрокурору Ю. Чайке, главе ФАС И. Артемьеву, а также руководству Минкомсвязи, МЭР, ВАС, МИД и ФССП письма, в которых выразили обеспокоенность увеличением доли иностранных инвесторов в «ВымпелКоме»	3↑
4.9	14.09.2012	21:09	ФССП в присутствии спецназа вручила российскому представительству норвежской компании <i>Telenor</i> требование предоставить информацию об исполнении опциона на выкуп 3,5% акций «ВымпелКома» у <i>Weather Investments</i>	3↓
4.10	24.09.2012	18:24	Девятый Арбитражный суд г. Москвы отказал <i>Telenor</i> в удовлетворении апелляционной жалобы на определение суда первой инстанции об обеспечительных мерах по иску ФАС к акционерам «ВымпелКома»	2↓
4.11	05.10.2012	19:06	<i>Altimo</i> увеличила свою долю в «ВымпелКоме» с 40,5 до 41,9%, купив 27,2 млн обыкновенных акций на общую сумму 273,8 млн долл. Наибольший пакет (23,45 млн акций) был приобретен на открытом рынке за 273,8 млн долл., 1,614 млн акций были куплены у <i>Natixis</i> за 17,76 млн долл., 288,042 тыс. акций — у <i>Thursday Holding</i> за 3,168 млн долл. и 1,86 млн обыкновенных акций — у <i>East Capital</i> за 22,29 млн долл.	5↓
4.12	26.10.2012	16:45	<i>Altimo</i> договорилась с компанией <i>Bertofan Investments Limited</i> о покупке 123,6 млн привилегированных акций «ВымпелКома», в результате чего доля <i>Altimo</i> может вырасти до 47,85% — с 41,9%	5↓
4.13	31.10.2012	4:55	ФАС направил в правительство письмо, в котором указывается, что сложившееся на сегодня распределение долей в «ВымпелКоме» между <i>Telenor</i> и <i>Altimo</i> является в целом благоприятным для интересов России. Тем самым создаются условия для отзыва иска ФАС о признании недействительными сделок <i>Telenor</i> по увеличению доли в «ВымпелКоме»	3↑

О к о н ч а н и е П р и л о ж е н и я

№	Дата	Время	Новость	Категория
4.14	23.11.2012	12:17	ФАС РФ отозвала исковое заявление, поданное в Арбитражный суд г. Москвы, к <i>Telenor</i> о признании сделок по выкупу акций «ВымпелКома»; обеспечительные меры по иску сняты	6↓
4.15	21.12.2012	17:58	<i>Altimo</i> закрыла сделку по приобретению 123,6 млн привилегированных акций «ВымпелКома» у компании <i>Bertofan Investments Limited</i> украинского бизнесмена В. Пинчука	5↓

Литература

1. *Дзядко Т.* Telenor обвинила «Альф» в инсайте // РБК daily. 2007. 8 июня. <http://rbcdaily.ru/media/562949979051579>.
2. *Чиркова Е., Мороз И., Дранев Ю.* Влияние конфликта акционеров на рыночную стоимость компании на примере ОАО «Вымпелком» // Корпоративные финансы. 2014. Т. 4. № 32. С. 101—127.
3. *Agarwal M., Singh H.* Merger announcements and insider trading activity in India: An empirical investigation // Investment Management and Financial Innovations. 2006. Vol. 3. No 1. P. 140—154.
4. *Betzer A., Theissen E.* Insider trading and corporate governance: The case of Germany // European Financial Management. 2009. Vol. 15. No 2. P. 402—429.
5. *Bhattacharya U., Dauk H.* The world price of insider trading // The Journal of Finance. 2002. Vol. 57. No 1. P. 75—108.
6. *Cheuk M.-Y., Fan D. K., So R. W.* Insider trading in Hong Kong: Some stylized facts // Pacific-Basin Finance Journal. 2006. Vol. 14. No 1. P. 73—90.
7. *Ching K., Firth M., Rui O.* The information content of insider trading around seasoned equity offerings // Pacific-Basin Finance Journal. 2006. Vol. 14. No 1. P. 91—117.
8. *Clements M., Singh H.* An analysis of trading in large stocks before successful takeover announcements // Journal of Multinational Financial Management. 2011. Vol. 21. No 1. P. 1—17.
9. *Degryse H., Jong F., Lefebvre J.* An empirical analysis of legal insider trading in the Netherlands // CentER Discussion Paper. 2009. No 2009—48.
10. *Del Brio E. B., Miguel A., Perote J.* An investigation of insider trading profits in the Spanish stock market // Quarterly Review of Economics and Finance. 2002. Vol. 42. No 1. P. 73—94.
11. *Eckbo E. B., Smith D.* The conditional performance of insider trades // Journal of Finance. 1999. Vol. 53. No 2. P. 467—498.
12. *Etebari A., Tuirani—Rad A., Gilbert A.* Disclosure regulation and the profitability of insider trading: Evidence from New Zealand // Pacific-Basin Finance Journal. 2004. Vol. 12. No 5. P. 479—502.
13. *Finnerty J. E.* Insiders and market efficiency // Journal of Finance. 1976. Vol. 31. No 4. P. 1141—1148.
14. *Fidrmuc J., Goergen M., Renneboog L.* Insider trading, news releases and ownership concentration // Journal of Finance. 2006. Vol. 61. No 6. P. 2931—2973.
15. *Gurgul H., Majdosz P.* The informational content of insider trading disclosures: Empirical results for the Polish stock market // Central European Journal of Operations Research. 2007. Vol. 15. No 1. P. 1—19.
16. *Jabour A. R., Jalilvand F., Switzer J.* Pre-bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions // International Review of Financial Analysis. 2000. Vol. 9. No 1. P. 404—422.
17. *Jaffe J. F.* The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // The Bell Journal of Economics and Management Science. 1974a. Vol. 5. No 1. P. 93—121.

18. *Jaffe J. F.* Special information and insider trading // *Journal of Business*. 1974b. Vol. 47. No 3. P. 410–428.
19. *Jarrell G., Poulsen A.* Stock trading before the announcement of tender offers: insider trading or market anticipation? // *Journal of Law, Economics, and Organizations*. 1989. Vol. 5. No 2. P. 225–248.
20. *Keown A., Pinkerton J.* Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation // *Journal of Finance*. 1981. Vol. 36. No 4. P. 855–869.
21. *King M., Roell A.* Insider trading // *Economic Policy*. 1988. Vol. 6. P. 163–193.
22. *Lakonishok J., Lee I.* Are Insider trades informative? // *Review of Financial Studies*. 2001. Vol. 14. No 1. P. 79–111.
23. *Madura J., Wiant K. J.* Information content of bank insider trading // *Applied Financial Economics*. 1995. Vol. 5. No 4.
24. *Meulbroek L.* An empirical analysis of illegal insider trading // *Journal of Finance*. 1992. Vol. 47. No 5. P. 1661–1699.
25. *Meulbroek L., Hart C.* The effect of illegal insider trading on takeover premia // *Review of Finance*. 1997. Vol. 1. No 1. P. 51–80.
26. *Radd E., Wu H.* Insider trading effect on stock returns around open–market stock repurchase announcement: An Empirical Study // *Journal of Financial Research*. 1995. Vol. 18. No 1. P. 45–57.
27. *Pope P. F., Morris R. C., Peel D. A.* Insider trading, some evidence on market efficiency and directors' share dealings in Great Britain // *Journal of Business Finance and Accounting*. 1990. Vol. 17. No 3. P. 359–380.
28. *Rozeff M., Zaman M.* Market efficiency and insider trading: New evidence // *Journal of Business*. 1988. Vol. 61. No 1. P. 25–44.
29. *Seyhun N. H.* Insiders' profits, costs of trading and market efficiency // *Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 16. No 2. P. 189–212.
30. *Wisniewski T. P., Bohl M.* The information content of registered insider trading under lax law enforcement // *International Review of Law and Economics*. 2005. Vol. 25. No 2. P. 169–185.
31. *Wong M., Chung Y. L., Wu L. F.* Insider trading in the Hong Kong stock market // *Asia-Pacific Financial Markets*. 2000. Vol. 7. No 3. P. 275–288.
32. *Zingg A., Lang S., Wyttenbach D.* Insider trading in the Swiss stock market // *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*. 2007. Vol. 143. No 1. P. 333–364.

Ekonomicheskaya Politika, 2015, vol. 10, no. 2, pp. 151–173

Elena CHIRKOVA, associate professor. E-mail: evchirkova@gmail.com.

Vladislav PETROV. E-mail: petrovv41091@gmail.com.

National Research University Higher School of Economics (26, bld 4, ul. Shabolovka, Moscow, 119049, Russian Federation)

The Diagnosis of the Insider Trading During the Conflict of Shareholders of “VimpelCom” in 2005-2013

Abstract

This article presents the results of a study of insider trading during the corporate conflict of shareholders of OJSC “VimpelCom”. The study is based on an analysis of cumulative abnormal returns during the period prior to the publication of a news. In the study we analyzed 80 news about the conflict of shareholders of OJSC “VimpelCom” in 2005-2013 years. We found insider trading prior to the public statements made by “Alfa Group” representatives but not by Telenor officials. We have found the presence of a large-scale

insider trading prior to the publication of the news about the courts verdicts of the Russian courts and news about government pressure.

Key words: insider trading, cumulative abnormal return, shareholders' conflict.

JEL: G10, G14, G19.

References

1. Dziadko T. Telenor accused "Alfa" of the insider trading. *RBC daily*, 2007. July 8. <http://rbcdaily.ru/media/562949979051579>.
2. Chirkova E., Moroz I., Dranev Y. Influence of the conflict of shareholders on the market value of the company: an example of "VimpelCom". *Corporate Finance*, 2014, vol. 4, no. 32, pp. 101-127.
3. Agarwal M., Singh H. Merger announcements and insider trading activity in India: An empirical investigation. *Investment Management and Financial Innovations*, 2006, vol. 3, no. 1, pp. 140-154.
4. Betzer A., Theissen E. Insider trading and corporate governance: The case of Germany. *European Financial Management*, 2009, vol. 15, no. 2, pp. 402-429.
5. Bhattacharya U., Dauk H. The world price of insider trading. *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, no. 1, pp. 75-108.
6. Cheuk M.-Y., Fan D. K., So R. W. Insider trading in Hong Kong: Some stylized facts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2006, vol. 14, no. 1, pp. 73-90.
7. Ching K., Firth M., Rui O. The information content of insider trading around seasoned equity offerings. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2006, vol. 14, no. 1, pp. 91-117.
8. Clements M., Singh H. An analysis of trading in large stocks before successful takeover announcements. *Journal of Multinational Financial Management*, 2011, vol. 21, no. 1, pp. 1-17.
9. Degryse H., Jong F., Lefebvre J. An empirical analysis of legal insider trading in the Netherlands. *CentER Discussion Paper*, 2009, no. 2009-48.
10. Del Brio E. B., Miguel A., Perote J. An investigation of insider trading profits in the Spanish stock market. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 2002, vol. 42, no. 1, pp. 73-94.
11. Eckbo E. B., Smith D. The conditional performance of insider trades. *Journal of Finance*, 1999, vol. 53, no. 2, pp. 467-498.
12. Etebari A., Tuirani-Rad A., Gilbert A. Disclosure regulation and the profitability of insider trading: Evidence from New Zealand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2004, vol. 12, no. 5, pp. 479-502.
13. Finnerty J. E. Insiders and market efficiency. *Journal of Finance*, 1976, vol. 31, no. 4, pp. 1141-1148.
14. Fidrmuc J., Goergen M., Renneboog L. Insider trading, news releases and ownership concentration. *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, no. 6, pp. 2931-2973.
15. Gurgul H., Majdosz P. The informational content of insider trading disclosures: Empirical results for the Polish stock market. *Central European Journal of Operations Research*, 2007, vol. 15, no. 1, pp. 1-19.
16. Jabbour A. R., Jalilvand F., Switzer J. Pre-Bid price run-ups and insider trading activity: Evidence from Canadian acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 2000, vol. 9, no. 1, pp. 404-422.
17. Jaffe J. F. The effect of regulation changes on insider trading. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 1974a, vol. 5, no. 1, pp. 93-121.
18. Jaffe J. F. Special information and insider trading. *Journal of Business*, 1974b, vol. 47, no. 3, pp. 410-428.
19. Jarrell G., Poulsen A. Stock trading before the announcement of tender offers: Insider trading or market anticipation? *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1989, vol. 5, no. 2, pp. 225-248.
20. Keown A., Pinkerton J. Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. *Journal of Finance*, 1981, vol. 36, no. 4, pp. 855-869.

21. King M., Roell. A. Insider trading. *Economic Policy*, 1988, vol. 6, pp. 163-193.
22. Lakonishok J., Lee I. Are insider trades informative? *Review of Financial Studies*, 2001, vol. 14, no. 1, pp. 79-111.
23. Madura J., Wiant K. J. Information content of bank insider trading. *Applied Financial Economics*, 1995, vol. 5, no. 4.
24. Meulbroek L. An empirical analysis of illegal insider trading. *Journal of Finance*, 1992, vol. 47, no. 5, pp. 1661-1699.
25. Meulbroek L., Hart C. The effect of illegal insider trading on takeover premia. *Review of Finance*, 1997, vol. 1, no. 1, pp. 51-80.
26. Radd E., Wu H. Insider trading effect on stock returns around open-market stock repurchase announcement: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 1995, vol. 18, no. 1, pp. 45-57.
27. Pope P. F., Morris R. C., Peel D. A. Insider trading, some evidence on market efficiency and directors' share dealings in Great Britain. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1990, vol. 17, no. 3, pp. 359-380.
28. Rozeff M., Zaman M. Market efficiency and insider trading: New evidence. *Journal of Business*, 1988, vol. 61, no. 1, pp. 25-44.
29. Seyhun N. H. Insiders' profits, costs of trading and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 1986, vol. 16, no. 2, pp. 189-212.
30. Wisniewski T.P., Bohl M. The information content of registered insider trading under lax law enforcement. *International Review of Law and Economics*, 2005, vol. 25, no. 2, pp. 169-185.
31. Wong M., Chung Y. L., Wu L. F. Insider trading in the Hong Kong stock market. *Asia-Pacific Financial Markets*, 2000, vol. 7, no. 3, pp. 275-288.
32. Zingg A., Lang S., Wyttenbach D. Insider trading in the Swiss stock market. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 2007, vol. 143, no. 1, pp. 333-364.