

## Практика обратного выкупа акций

### Practice of share repurchase

**Н.М. Сибова,** аспирант кафедры «Корпоративные финансы»,  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

*e-mail:* [sibova.nadezhda@yandex.ru](mailto:sibova.nadezhda@yandex.ru)

**N.M. Sibova** postgraduate of «Corporate Finance» Department, Financial University under the Government of the Russian Federation

*e-mail:* [sibova.nadezhda@yandex.ru](mailto:sibova.nadezhda@yandex.ru)

#### Аннотация

Политика выплат компаний является одной из самых исследуемых тем в финансовой литературе. Акционерные общества свободны в выборе форм выплат: наличные дивиденды, дивиденды акциями и др. Данная статья посвящена выкупу акций, реализация которого влияет на капитализацию компании, способствуя росту котировок акций. В работе представлены основные способы проведения программ выкупа акций, перечислены факторы, которые влияют на выбор данного способа распределения средств, указаны особенности выкупа акций в российских компаниях.

#### Abstract

Payout policy is one of the most researched themes in the finance literature. Stock corporations are independent in the choice of payout forms: cash dividends, stock dividends, etc. The article covers share repurchase, implementation of which

affects company's capitalization by stimulating shares' quotes. In the article main share repurchase methods are presented, factors affecting the choice of the payout form are ranked, peculiarities of stock repurchase in Russian companies are specified.

**Ключевые слова:** дивиденд, выкуп акций, стоимость, политика выплат

**Keywords:** dividend, share repurchase, value, payout policy

Повышение благосостояния акционеров является приоритетной целью финансового менеджмента компании. Одним из «средств», способствующих достижению выше обозначенной цели является дивидендная политика. Вплоть до середины 80-х гг. XX века наличные дивиденды доминировали среди других форм распределения средств между акционерами. Однако результаты исследований свидетельствуют о структурных изменениях в порядке осуществления выплат. Начиная с середины 1980-х гг., многие американские компании стали применять выкуп акций<sup>1</sup>. Именно в этот период Г. Грулон и Р. Михаэли<sup>2</sup> выявили замещающий эффект между дивидендами и выкупом акций. Об этом свидетельствуют результаты проведенного ими исследования: вплоть до 1984 года коэффициент дивидендного выхода держался на уровне 40-50%, в то время как, на выкуп акций приходилось лишь 10% прибыли американских компаний. Однако, с внесением изменений в законодательство, регулирующее деятельность акционерных обществ, доля американской компаний, инициирующих выкуп акций, с 31% в 1972 году возросла до 80% в 2000 году.

---

<sup>1</sup> В 1982 году Комиссия США по ценным бумагам приняла правило 10b-18, разрешающее осуществление выкупа акций на открытом рынке.

<sup>2</sup>Grullon G., Michael R. Dividends, Repurchases, and the Substitution Hypothesis // Journal of Finance, 2002, pgs. 1649–1684.

В Европе лишь в конце 1990-х гг. выкуп акций стал пользоваться популярностью, поскольку именно в этот период были сняты законодательные ограничения на его проведение. Из данных табл. 1 следует, что, начиная с 1998 года европейские компании стали чаще практиковать выкуп акций как способ распределения средств между акционерами.

Существует несколько способов осуществления выкупа акций:

1. *Пофиксированной цене (fixed-price tender offers)*. Компания предлагает покупку определенного процента акций по фиксированной цене, которая, как правило, выше рыночной на период действия тендерного предложения.

**Таблица 1. Практика выкупа акций в странах Европы с 1990 по 2005 гг.<sup>3</sup>**

Год	Великобритания	Франция	Германия	Италия	Итого	% от всего
1990	2	0	0	1	3	<b>0,59</b>
1991	2	3	0	3	8	<b>1,56</b>
1992	3	0	0	5	8	<b>1,56</b>
1993	4	0	0	1	5	<b>0,98</b>
1994	8	1	0	1	10	<b>1,95</b>
1995	18	1	0	1	20	<b>3,91</b>
1996	13	3	0	3	19	<b>3,71</b>
1997	19	2	1	2	24	<b>4,69</b>
1998	25	28	5	12	70	<b>13,67</b>
1999	8	101	30	7	146	<b>28,52</b>
2000	5	20	36	5	66	<b>12,89</b>
2001	0	12	12	0	24	<b>4,69</b>
2002	6	6	12	0	24	<b>4,69</b>
2003	8	15	9	5	37	<b>7,23</b>
2004	5	22	4	4	35	<b>6,84</b>
2005	0	6	6	1	13	<b>2,54</b>
<b>Всего</b>	<b>126</b>	<b>220</b>	<b>115</b>	<b>51</b>	<b>512</b>	<b>100,00</b>
<b>% от всего</b>	<b>24,61</b>	<b>42,97</b>	<b>22,46</b>	<b>9,96</b>	<b>100,00</b>	

<sup>3</sup> LeeC., DijoEjaraD., Gleason K. An empirical analysis of European stock repurchases // Journal of multinational financial management, 2010, pgs.114-125

2. *С помощью голландского аукциона (Dutch auction).* Руководство компании устанавливает ценовой диапазон, в рамках которого принимаются предложения от акционеров. Минимальная цена, по которой компания может выкупить акции, устанавливается как окончательная. Все предложения по данной цене или ниже удовлетворяются.

3. *На открытом рынке (open-market share repurchase).* Основное отличие механизма выкупа акций на открытом рынке от 1) и 2) заключается в отсутствии обязательства исполнения ранее объявленного выкупа. Например, К. Стивенс и М. Вайсбах<sup>4</sup>, проанализировав 450 объявлений о выкупе акций на открытом рынке за период с 1981 по 1990 гг., пришли к выводу, что лишь 57% компаний выборки выкупили акции по истечении 3 лет после объявления.

4. *С помощью переводного права на продажу (transferable put rights distributions, TPR).* Суть данного способа заключается в выпуске пут-опционов для каждого акционера пропорционально количеству акций, которым он владеет, по заранее установленной цене (резервированная цена) в течение определенного периода времени. Как показало исследование Дж.Кэйла, Т. Ноя и Г. Гэя<sup>5</sup> в 1989 году, данный способ обладает, как минимум двумя преимуществами по сравнению с выкупом акций по фиксированной цене:

- ✓ Акционеры с высокими налоговыми обязательствами могут продать свое переводное право инвесторам, чей уровень налогообложения ниже. Тем самым, повысится налоговая эффективность.
- ✓ Акционеры, которые не планируют воспользоваться своим правом, могут его продать акционерам, желающим продать свои акции. Таким образом, доля акционеров с высокими резервированными ценами возрастет, что снизит риск враждебного поглощения.

---

<sup>4</sup> Stephens C., Weisbach M. Actual share reacquisitions in open market repurchases programs // Journal of Finance, 1998, pgs. 313–333.

<sup>5</sup> Kale J., Noe T, Gay G. Share Repurchase through transferable put rights // Journal of Financial Economics, 1989, pgs. 141–160.

## **5. Целенаправленный выкуп акций (*targeted stock repurchase*).**

Данный способ заключается в приобретении большого числа акций компанией у акционера или группы акционеров по завышенной цене. Как правило, целью этой процедуры является предупреждение враждебного поглощения.

По данным исследования Г. Грулона и Д. Айкенберри<sup>6</sup> с начала 1980-х гг. выкуп акций на открытом рынке был доминирующим из рассмотренных способов.

Рассмотрим возможные причины принятия решения о выкупе акций:

- *Льготное налогообложение;* исследование американских корпораций выявило замещающую роль выкупа акций в отношении дивидендных выплат, особенно в качестве первой выплаты акционерам. Причиной этого является выгода выкупа акций с точки зрения налогообложения в случае, если дивидендный доход облагается по более высокой ставке. К тому же, уплата налога на прирост стоимости отсрочена до момента продажи ценной бумаги в отличие от налога, выплачиваемого по дивидендам. Тем не менее, существуют и противоположные взгляды. Так, Ф.Аллен, А.Бернардо и И.Уэлч, основываясь на данных исследования 2000 года, пришли к выводу, что американские компании, отдавая предпочтение наличным дивидендам в ущерб выкупу акций, ориентируются преимущественно на институциональных инвесторов. Последним импонируют дивиденды в форме наличных денежных средств, поскольку многие из них имеют льготное налогообложение. Вместе с тем недавние исследования выявили, что предпочтения инвесторов, для которых «экономия» на налоговых платежах значима, влияют на решения компаний при выборе способа выплат средств акционерам<sup>7</sup>;

---

<sup>6</sup>Grullon G., IkenberryD.What Do We Know about Stock Repurchases?JournalofAppliedCorporateFinance, 2000, pgs. 31–51. Также по результатам исследования тысячи крупнейших компаний США по данным журнала «Fortune» в 2006 году, уровень выкупа акций на открытом рынке составил 87,6%.

<sup>7</sup> Desai, M. A., & Jin, L. Institutional tax clienteles and payout policy // Journal of Financial Economics, № 100, 2011, pgs. 68–84

- *Снижение агентских издержек;*нередко, ввиду личной заинтересованности, менеджеры компании осознанно избегают реализации рискованных проектов, либо в качестве инвестиций используют лишь нераспределенные прибыли компании, тем самым, снижая доходы акционеров. Как следствие, при наличии излишка денежных средств, и ввиду отсутствия эффективных инвестиционных проектов, акционеры направляют свободные денежные средства на выкуп акций.

- *Недооцененность акций;*выкуп акций может также служить положительным сигналом, поскольку руководство компании, прибегая к данной операции, считает цену своих акций заниженной.О положительной реакции рынка на объявления американских компаний о выкупе акций свидетельствует ряд исследований (Дж. Лаконишек и Т.Вермэлен, 1990г., Р.Коммент и Г.Джарелл, 1991 г. и др.)

Помимо рассмотренных выше, следует выделить дополнительные мотивы осуществления выкупа акций:

- *Изменение структуры капитала;* выкуп акций влияет на структуру капитала, повышая силу «финансового рычага». Влияние выкупа акций на компанию зависит от исходной силы «рычага» и степени его возрастания в результате скупки акций. Компании взвешенно и обоснованно принимают решение о выкупе акций, поскольку для акционеров, предпочитающих стабильный доход, это сопряжено с большим риском, чем выплата дивидендов.

- *Компенсации сотрудникам;* практика выплаты компенсаций сотрудникам в форме опционов имеет следующие особенности:

- 1) прежде всего, опционы позволяют «объединить» интересы менеджеров и акционеров;
- 2) ввиду потенциального разводнения прибыли на акцию (EPS) при выпуске опционов, компания сможет это компенсировать, выкупив акции.

- *Предотвращение враждебного поглощения;*

Согласно эмпирическим исследованиям<sup>8</sup> компаний, которые находятся под угрозой нежелательного поглощения, используют выкуп акций как эффективный «защитный механизм».

На практике опрос финансовых директоров американских компаний позволил выделить наиболее значимые факторы, воздействующие на принятие решение об обратном выкупе акций. (Рис.1) Более 80% опрошенных рассматривают изменение цены акций компании в качестве главного фактора или мотива, побуждающего провести выкуп акций.



**Рис.1 Факторы, влияющие на решения о выкупе акций в американских компаниях<sup>9</sup>**

И хотя, европейские компании имеют менее «богатый» опыт в выкупе акций, они также рассматривают возможность управления ценой акции как наиболее значимый фактор<sup>10</sup>.

Принимая решение о выкупе акций, менеджеры компаний руководствуются различными мотивами, однако, у данного способа распределения средств существуют не только «плюсы», но и «минусы», которые необходимо учитывать (Табл.2).

<sup>8</sup>Dittmar A. Why Do Firms Repurchase Stock? Journal of Business №73:3, 2000, pgs.331–355  
Denis D.// Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends. Journal of Finance № 45:5, 1990, pgs.1433–1456

Klein A., Rosenfeld J. Targeted Share Repurchases and Top Management Changes. // Journal of Financial Economics № 20:1/2, 1988, pgs.493–506.

<sup>9</sup>Поданнымисследования BravA., GrahamJ., HarveyC., MichaelyR., проводимого в 2005 году.

<sup>10</sup>AndriosopoulosD., & HoqueH. The determinants of share repurchases in Europe, International Review of Financial Analysis, 2013, <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.003>

Практика обратного выкупа в российских компаниях только начинает обретать популярность. В действующем законодательстве РФ не предусмотрены ограничения по срокам выкупа акций, как следствие, компании их устанавливают самостоятельно.

**Таблица 2. Преимущества и недостатки выкупа акций по сравнению с дивидендными выплатами**

<b>Преимущества</b>	<b>Недостатки</b>
➤ низкий уровень налогообложения и отсрочка уплаты налога до момента продажи акции;	➤ осуществление выкупа акций требует значительных средств;
➤ «положительный» сигнал, свидетельствующий о заниженной стоимости акций;	➤ влияет на структуру капитала, повышая силу «финансового рычага»;
➤ рост показателя EPS;	➤ риск ухудшения положения акционеров, не продавших акции;
➤ возможность отказа от участия в выкупе акции;	➤ объявление о выкупе акций не всегда завершается реальной покупкой;
➤ более гибкий «инструмент», чем дивидендные выплаты;	

Таким образом, может возникнуть значительный временной лаг между перечислением акций на счет выкупавшей компании и фактической их оплатой. Тем не менее, значительный интерес к данному способу распределения средств между акционерами возник в предкризисный период.

В то время выкуп акций проводили такие компании, как ОАО «ПолюсЗолото», ГМК "Норильский никель", ОАО «Северсталь» и др. Однако период 2011-2012 был особенно «урожайным» на так называемые «бай-бэки». Обратные выкупы провел уже ранее упомянутый ГМК "Норильский никель" (следует отметить, что он лидирует среди российских акционерных компаний по количеству выкупов акций за последние десять лет), а также ОАО «Роснефть», ОАО «Банк ВТБ», ОАО «Лукойл», ОАО «Уралкалий» и др.

В качестве возможных причин, обусловивших использование российскими компаниями данного способа распределения средств, можно выделить следующие:

- Выкуп акций способствовал росту котировок (например, реализация программы обратного выкупа ОАО «Распадская», стартовавшая в 2011 году, поддержала котировки акций компании);
- Выкуп акций выступал аналогом дивидендных выплат, обладающим преимуществами с точки зрения налогообложения;
- Выкуп акций использовался для оплаты сделок по слиянию и поглощению;
- Отсутствуют перспективные инвестиционные проекты;

Существенным отличием российской акционерной собственности от большинства зарубежных компаний является высокий уровень концентрации, на основе которой сложился контроль доминирующего собственника. Именно поэтому, мотив снижения агентских издержек не применим к российской действительности. Выкуп акций отечественными компаниями применяется для получения выгоды от роста цен акций, что соответствует интересам держателей крупных пакетов акций.

Несмотря на возрастающий интерес к выкупу акций, число российских компаний, практикующих данный способ выплаты средств акционерам, незначительно для проведения исследований, аналогичных зарубежным.

Автор считает, что и в российской и зарубежной практике, выкуп акций, целесообразно проводить лишь в двух случаях (о них писал Уоррен Баффет):

- 1) Если акции компании котируются ниже своей внутренней стоимости;
- 2) Если компания располагает свободными денежными средствами, превышающими потребности в средствах для поддержания конкурентоспособности, а также роста компании.

## **Библиографический список**

1. Allen F., Bernardo A., Welch I. A Theory of Dividends Based on Tax Clientele // Journal of Finance № 55:6, 2000, pgs. 2499–2536.
2. Andriosopoulos D., HoqueH. The determinants of share repurchases in Europe. International Review of Financial Analysis, 2013 (готовится к публикации, находится по ссылке <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.003>)
3. Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. Payout Policy in the 21st Century//Journal of Financial Economics №77:3, 2005, pgs. 483–527
4. Comment R., Jarrell G. The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases //Journal of Finance № 46:4, 1991, pgs. 1243–1271.
5. Denis D. Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends//Journal of Finance № 45:5, 1990, pgs. 1433–1456
6. Desai M., Jin L. Institutional tax clienteles and payout policy//Journal of Financial Economics, №100, 2011, pgs. 68–84
7. Dittmar A. Why Do Firms Repurchase Stock? //Journal of Business №73:3, 2000, pgs. 331–3554
8. Grullon G., Michaely R. Dividends, Repurchases, and the Substitution Hypothesis//Journal of Finance №57:4, 2002, pgs. 1649–1684.
9. Grullon G., Ikenberry D. What Do We Know about Stock Repurchases?//Journal of Applied Corporate Finance №13:1, 2000, pgs. 31–51.
10. Kale J., Noe T., Gay G. Share Repurchase through transferable put rights.//Journal of Financial Economics, 1989, pgs. 141–160
11. Klein A. , Rosenfeld J. Targeted Share Repurchases and Top Management Changes. // Journal of Financial Economics № 20:1/2, 1988, pgs. 493–506.
12. Lakonishok J., Vermaelen T. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases // Journal of Financial Economics №39:2, 1995, pgs. 181–208

13. Lee C., DiroEjara D., Gleason K. An empirical analysis of European stock repurchases // Journal of multinational financial management, 2010, pgs.114-125
14. Stephens C., Weisbach M. Actual share reacquisitions in open market repurchases programs. // Journal of Finance, 1998, pgs. 313–333.

## References

1. Allen F., Bernardo A., Welch I. A Theory of Dividends Based on Tax Clientele // Journal of Finance № 55:6, 2000, pgs. 2499–2536.
2. Andriosopoulos D., HoqueH. The determinants of share repurchases in Europe. International Review of Financial Analysis, 2013 (the article is in press <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.003>)
3. Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. Payout Policyin the 21st Century //Journal of Financial Economics №77:3, 2005, pgs. 483–527
4. Comment R., Jarrell G. The Relative Signalling Power of Dutch-Auctionand Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases //Journal of Finance№ 46:4, 1991, pgs. 1243–1271.
5. Denis D. Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividends//Journal of Finance № 45:5, 1990, pgs.1433–1456
6. Desai M., Jin L. Institutional tax clienteles and payout policy//Journal of Financial Economics, №100, 2011, pgs.68–84
7. Dittmar A. Why Do Firms Repurchase Stock? //Journal of Business №73:3, 2000, pgs.331–3554
8. Grullon G., Michaely R. Dividends, Repurchases, and the Substitution Hypothesis//Journal of Finance №57:4, 2002, pgs.1649–1684.
9. Grullon G., Ikenberry D. What Do We Know about Stock Repurchases?// Journal of Applied Corporate Finance №13:1, 2000, pgs. 31–51.
10. Kale J., Noe T., Gay G. Share Repurchase through transferable put rights.// Journal of Financial Economics, 1989, pgs. 141–160

11. Klein A. ,Rosenfeld J. Targeted Share Repurchases and Top Management Changes. // Journal of Financial Economics № 20:1/2, 1988, pgs. 493–506.
12. LakonishokJ., Vermaelen T. MarketUnderreaction to Open Market Share Repurchases // Journal of Financial Economics №39:2, 1995, pgs. 181–208
13. Lee C., DiroEjara D., Gleason K. An empirical analysis of European stock repurchases // Journal of multinational financial management, 2010, pgs.114-125
14. Stephens C., Weisbach M. Actual share reacquisitions in open market repurchases programs. // Journal of Finance, 1998, pgs. 313–333.