

ПРАКТИКА ОБРАТНОГО ВЫКУПА АКЦИЙ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ

Анна Николаевна ЗАДОРЖНАЯ

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики, финансов и управления на транспорте,
Московский государственный университет путей сообщения Императора Николая II,
Москва, Российская Федерация
anna_zador@mail.ru

История статьи:

Принята 26.09.2016
Принята в доработанном виде
11.10.2016
Одобрена 26.10.2016

УДК 658.14.17

JEL: G14, G32

Аннотация

Предмет. Работа посвящена сделкам бай-бэк, как одному из инструментов финансовой политики компании. Как показывает практика, процедуры обратного выкупа акций российскими компаниями начали применяться относительно недавно (с 2006 г.). Изучение российской практики реализации программ обратного выкупа позволяет расширить традиционное представление о мотивах сделок бай-бэк и отследить реакции рынка и изменения, происходящие в финансовой политике компании, после объявления о совершении данных сделок.

Цели. Исследование эффективности программ обратного выкупа в целях повышения капитализации компании. В качестве гипотезы было выдвинуто положение о том, что объявление компанией о реализации программы обратного выкупа собственных акций положительно влияет на изменение котировок. Тестирование гипотезы проводилось в периоды кризиса и относительно стабильной ситуации на фондовом рынке.

Методология. Исследование влияния объявления компании о сделке бай-бэк на изменение котировок акций проведено на основе выборки из 30 российских компаний, реализовавших программы обратного выкупа с 2006 по 2016 г. В качестве метода выбран событийный анализ. Оценка кумулятивной сверхдоходности проведена для событийных окон длительностью 31 день, 21 день и 5 дней.

Выводы. Результаты исследования подтверждают эффективность программ обратного выкупа в целях повышения капитализации компании. Вместе с тем этот мотив не должен быть основным в период кризиса, поскольку использование такого инструмента в качестве защитного механизма поддержки рыночных котировок даст лишь кратковременный эффект, впоследствии усугубляя падение.

Применение. В периоды кризиса целесообразнее руководствоваться мотивами выкупа собственных акций в целях формирования опционных программ сотрудников, а также для получения дополнительного дохода при последующей продаже недооцененных на текущий момент акций компании на фазе подъема рынка.

Ключевые слова: обратный выкуп, акции, сверхдоходность, событийный анализ

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Согласно динамической теории компромисса [1–4] в процессе деятельности компании возможно отклонение фактической структуры капитала от ее оптимального уровня. Соответственно в рамках реализуемой финансовой политики может потребоваться выработка управленческих решений, направленных на балансирование отдельных компонентов структуры капитала и приближение их к установленным целевым показателям.

Изменение соотношения между различными компонентами собственного и заемного капитала возможно по четырем основным направлениям [5, с. 462–463]:

- рекапитализация компании;
- использование полученных от продажи активов денежных средств на погашение обязательств;
- реализация новых инвестиционных проектов за счет долгового финансирования;

– изменение размера дивидендных выплат.

В рамках статьи более подробно остановимся на рекапитализации компании, которая в свою очередь может быть реализована в разных вариантах в зависимости от цели корпоративной финансовой политики.

Вариант 1. Конвертация долга в акции (акционирование долга, обмен долга на акции) (debt-for-equity swap, D4E). Этот инструмент используется в целях реструктуризации обязательств и позволяет восстановить платежеспособность организации до процедур банкротства.

Вариант 2. Обратный выкуп акций (бай-бэк) (buyback) – выкуп компанией-эмитентом собственных акций за счет собственных или заемных средств. При этом компания может осуществлять выкуп как непосредственно на открытом рынке, так и напрямую у акционеров.

Порядок осуществления обратного выкупа акций регламентирован ст. 72 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон № 208-ФЗ).

Решение о проведении сделки бай-бэк, как правило, принимается общим собранием акционеров (при уменьшении уставного капитала), а в случае если уставом предусмотрена такая возможность, то советом директоров (например, при приобретении акций с их последующей реализацией). Согласно п. 2 ст. 72 Закона № 208-ФЗ компания не вправе принимать решение о приобретении акций, если номинальная стоимость акций, находящихся в обращении составит менее 90% от уставного капитала. Другими словами, компания не может выкупить более 10% находящихся в обращении собственных акций.

Выкупленные собственные акции могут быть реализованы компанией по цене не ниже рыночной в срок не позднее одного года с момента их приобретения. В противном случае компания обязана их погасить, пропорционально уменьшив уставный капитал. Вместе с тем стоит отметить, что требования законодательства о хранении выкупленных акций не больше года на практике компании обходят, храня акции на балансе дружественных компаний или дочерних структур.

Решением о приобретении собственных акций компанией должны быть определены:

- категории (типы) приобретаемых акций;
- количество приобретаемых акций каждой категории (типа);
- цена приобретения;
- форма и срок оплаты;
- срок, в течение которого должны поступить заявления акционеров о продаже обществом принадлежащих им акций или отзыв таких заявлений.

Направляемое уведомление носит только информационный характер, но не содержит намерения заключить договор со всеми акционерами.

Оплата приобретаемых акций в общем случае осуществляется деньгами. И лишь в случае если это напрямую предусмотрено уставом, оплата акций может осуществляться не денежными средствами.

Законодательством также регламентируется срок, в течение которого компания осуществляет приобретение собственных акций, – не менее 30 дней¹.

Сама процедура реализации программы обратного выкупа должна базироваться на принципе равенства прав акционеров на продажу, принадлежащих им акций:

- 1) до всех акционеров доводится информация о принятом решении;
- 2) если принятое решение направлено на уменьшение уставного капитала, информация о нем должна быть дважды с периодичностью один раз в месяц помещена в СМИ, в которых публикуются данные о государственной регистрации юридических лиц. Кредиторы вправе в течение 30 дней с даты опубликования уведомления об уменьшении уставного капитала потребовать досрочного исполнения обязательств;
- 3) устанавливается срок, в течение которого акционеры должны сообщить обществу о своем намерении продать акции (от 30 дней и более, верхняя граница не установлена);
- 4) в день, следующий за днем завершения приема заявок, производится их суммирование. Если общее количество предложенных к продаже акций превышает количество акций, решение о приобретении которых принято, акции приобретаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям;
- 5) не позднее чем за 20 дней до начала срока, в течение которого осуществляется приобретение акций, компания должна уведомить акционеров – владельцев акций, решение о приобретении которых принято. До акционеров, приславших заявки, доводится информация о количестве приобретаемых обществом ценных бумаг, месте, времени или периоде времени, в течение которого акционер должен прибыть в общество для оформления передаточного распоряжения, подписания договора купли-продажи при необходимости и получения денег.

¹ В редакции Федерального закона № 208-ФЗ, действующей с 1 июля 2016 г.: «Срок, в течение которого должны поступить заявления акционеров о продаже обществом принадлежащих им акций или отзыв таких заявлений, не может быть менее чем 30 дней, а срок оплаты обществом приобретаемых им акций не может быть более чем 15 дней с даты истечения срока, предусмотренного для поступления или отзыва указанных заявлений».

В качестве причин обратного выкупа акций можно выделить следующие:

- поддержку котировок собственных акций и улучшение показателя прибыли на акцию (EPS). В связи с выходом плохих новостей или негативных комментариев аналитиков акции могут резко падать в цене. Реализуемые компанией программы обратного выкупа способны приостановить падение и даже вызвать рост стоимости акций. Однако стоит отметить, что такая ситуация характерна для компаний с достаточно распыленной структурой капитала (большое количество миноритариев) [6], поскольку выкуп акций у мажоритариев происходит в ходе достижения соглашения в результате личных переговоров;
- защиту от недружественного поглощения путем максимального сокращения количества свободно обращающихся акций (free-float) [7]. В соответствии со ст. 72 Закона № 208-ФЗ выкупленные акции не предоставляют право голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды;
- избыточную по мнению компании ликвидность [8]. В условиях отсутствия привлекательных объектов для осуществления крупных инвестиций, менеджмент может отдать предпочтение программам бай-бэк.

Выкупив и взяв на баланс собственные акции, компания может их использовать в следующих вариантах:

- 1) произвести их аннулирование, чтобы уменьшить количество ценных бумаг в обращении. Такая ситуация позволяет поддерживать оптимальную структуру капитала и избежать последующего размытия при эмиссии новых ценных бумаг;
- 2) продать их обратно на рынке. При последующей продаже недооцененных на текущий момент акций компания может получить дополнительный доход в случае увеличения их рыночной стоимости;
- 3) сформировать резерв акций под опционную программу для менеджмента. Опционы являются средством для долгосрочной мотивации, когда за определенные достижения² топ-менеджмент компании получает право через несколько лет приобрести акции своей

² В качестве ключевых показателей эффективности могут быть использованы свободный денежный поток, чистая прибыль, рентабельность инвестированного капитала и т.д.

компании по фиксированной цене либо получить возникшую за этот период курсовую разницу. Таким образом, размер вознаграждения связан с ростом капитализации компании;

- 4) финансировать сделки слияния и поглощения (M&A) [9]. Наряду с денежными средствами одним из способов оплаты в сделках M&A являются акции компании-покупателя. И здесь возможны варианты: или проведение дополнительной эмиссии, или выкуп собственных акций с открытого рынка. Вместе с тем исследование сделок M&A в странах БРИКС показало, что доминирующим методом платежа являются все-таки денежные средства, тогда как доля акций в финансировании M&A по количеству сделок не превышает 12%, а по объему сделок – 24% [10].

Результаты исследований, проведенных Financial Executives Institute в 1999 г., позволили выявить наиболее популярные мотивы реализации программ обратного выкупа. В результате проведенного опроса менеджмента компаний, осуществлявших сделки бай-бэк, в качестве основных причин были названы [11]:

- увеличение показателя прибыли на акцию (EPS) и рыночной стоимости акций (39% опрошенных);
- распределение избыточных денежных потоков (28%);
- формирование опционных программ сотрудников (21%);
- регулирование структуры капитала (12%).

Реакция рынка на объявление об обратном выкупе собственных акций компанией не всегда однозначна.

Объем и пропорции обратного выкупа оказывают влияние на результаты, так как небольшие объемы выкупа акций могут оцениваться инвестором как желание сформировать более эффективную структуру капитала, и реакция в таких случаях будет минимальной. Но чем больше объем, тем сильнее может быть корректировка рыночной стоимости акций.

Традиционно сделки бай-бэк воспринимаются рынком как сигнал последующего роста стоимости акций. В качестве факторов, обуславливающих такую реакцию, можно выделить:

- 1) сокращение free float (количества акций, находящихся в свободном обращении). В ситуации повышения спроса на них, может

увеличится и цена. Однако необходимо учитывать, что в ситуации, если акции компании низколиквидные, сокращение их объема на вторичном рынке может привести к падению котировок;

- 2) принятие решения о проведении обратного выкупа может быть сигналом того, что менеджмент компании располагает информацией о том, что в данный период акции компании недооценены рынком;
- 3) в случае финансирования сделки бай-бэк за счет собственных средств, инвестор может предполагать, что как минимум компания располагает необходимым объемом свободного денежного потока, финансово устойчива и имеет стабильные показатели эффективности деятельности.

Преимуществами сигнальной теории и последующим после объявления об обратном выкупе ростом цен могут воспользоваться компании, которые в действительности не намерены осуществлять обратный выкуп, либо объем выкупа по факту будет меньше заявленного. Так, J.P. Morgan оценил, что с 1988 по 1997 г., 83% крупных американских компаний осуществили объявленные ими программы обратного выкупа [12]. Тем не менее важно отметить, что не завершение сделки бай-бэк или значительное сокращение объема выкупа по сравнению с ранее объявленным может впоследствии негативно сказаться на рыночной стоимости акций.

Кроме того, правильный выбор интервала времени между объявлением и реальным осуществлением может сыграть существенную роль. Так, при большом интервале реакция рынка ослабевает.

Реакция рынка помимо прочего может быть также обусловлена способом финансирования реализуемой программы обратного выкупа [13]. Сделка бай-бэк оказывает влияние на величину финансового левериджа. Если обратный выкуп происходит за счет собственных средств, финансовый рычаг изменяется только вследствие сокращения собственного капитала компании. Если же используется долговое финансирование, увеличение заемного капитала также оказывает существенное влияние на финансовый рычаг.

Таким образом, при прочих равных условиях стоит ожидать положительной реакции рынка в случае существенного объема выкупа, проведения сделки в установленные сроки, как правило, за счет собственных средств.

Процедуры обратного выкупа акций российскими компаниями начали применяться относительно недавно [14]. Одними из первых сделки бай-бэк провели в 2006 г. АФК «Система», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС» (табл. 1).

Большинство мотивов реализации сделок обратного выкупа акций российскими компаниями являются традиционными [15, 16]: поддержание котировок акций (повышение капитализации), а также реализация опционных программ для сотрудников. При этом стоит отметить, что в условиях кризиса (2008-2009 гг., 2014-2015 гг.) мотив повышения капитализации компании был основным и выступал в качестве защитного механизма поддержки котировки собственных акций. Мотив реализации программ по вознаграждению топ-менеджмента также являлся одной из основных тенденций развития практики обратного выкупа собственных акций российскими компаниями. Так, например, такие компании как АФК «Система», ПАО «Лукойл», ПАО «Новатэк», ОАО «Сургутнефтегаз» при объявлении программы обратного выкупа декларировали именно эту цель.

Помимо традиционных мотивов сделок бай-бэк, характерных для развитых рынков, можно выделить и специфические мотивы, обусловленные политическими факторами. В качестве примера можно привести обратный выкуп акций банком ВТБ в марте 2012 г. [17], как реакцию на ответ премьер-министра на форуме «Россия-2012» на вопрос вице-президента компании Capital International, управляющей фондами прямых инвестиций Нади Уэллс, о необходимости принять меры по защите миноритариев в условиях глобального кризиса.

В ходе «народного» IPO 2007 г. акционерами банка ВТБ стали 123 000 физических лиц. В основной массе они приобретали акции на небольшие суммы. Так, по данным ВТБ, свыше 60% акционеров владели пакетами номинальной стоимостью менее 100 000 руб., а 20% – 30 000 руб. (минимальная сумма заявки на участие в первичном размещении).

Цена размещения акций составила 13,6 коп. Однако в условиях кризиса 2008–2009 г. котировки данных бумаг упали более чем в два раза. Для защиты миноритарных инвесторов и погашения возникших убытков в начале февраля 2012 г. банк ВТБ выставил оферту о возможности досрочного погашения акций по цене их первоначального размещения (13,6 коп.) при текущей рыночной

цене 7 коп. При этом круг потенциальных продавцов был ограничен только теми, кто приобрел акции в ходе IPO 2007 г. и оставался в реестре акционеров по состоянию на 01.02.2012, а также был ограничен объем заявок от одного акционера (не более чем 500 000 руб.). Всего в рамках акции с 12 марта по 13 апреля 2012 г. приняли участие 74,3 тыс. заявок от держателей акций. Общий объем заявок составил 11,4 млрд руб. Несмотря на то, что выкуп был произведен за счет собственных средств банка, показателей деятельности этот факт существенно не ухудшил, поскольку в соответствии с финансовой отчетностью по МСФО в 2011 г. прибыль составила немногим менее 100 млрд руб.

Таким образом, этот пример на первый взгляд несколько противоречит логике сделок бай-бэк: выкуп собственных акций в целях сокращения их в обращении или для перепродажи в будущем по более высокой цене. Другими словами, реализация программ обратного выкупа является сигналом для рынка о том, что компания считает рыночную стоимость собственных акций заниженной. Программа обратного выкупа акций банка ВТБ в 2012 г. произошла по цене выше рыночной и носила репутационный характер, поскольку банк принял на себя убытки миноритарных акционеров в размере половины объема выкупа.

В рамках статьи на основе выборки российских компаний, реализовавших программы обратного выкупа акций с 2006 по 2016 г., проанализируем влияние объявления компании о сделке бай-бэк на изменение котировок акций. Из первоначального списка (см. табл. 1) в итоговую выборку вошли 30 компаний (табл. 2).

В качестве метода анализа выбран событийный анализ [18, 19], суть которого заключается в отслеживании реакции рынка на событие (объявление о программе обратного выкупа). В случае роста котировок акций во время и после объявления, событие (программу обратного выкупа) можно рассматривать как эффективное. Общая методика анализа и выбор длительности событийных окон (31 день) основаны на результатах исследований К.Е. Кузьмичева [20].

Гипотеза: объявление компанией о реализации программы обратного выкупа собственных акций положительно влияет на изменение котировок акций.

Для проверки поставленной гипотезы был рассчитан показатель «сверхдоходности» AR_i как разница между фактической доходностью R_i и

«нормальной» доходностью ER_i акции i -й компании:

$$AR_i = R_i - ER_i;$$

$$R_i = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1,$$

где AR_i – «сверхдоходность» (избыточная доходность) акций i -й компании;

R_i – фактическая доходность акций i -й компании;

ER_i – «нормальная» доходность акции i -й компании;

R_t – фактическая доходность акций i -й компании на соответствующую дату событийного окна;

P_t – котировки акций i -й компании на соответствующую дату событийного окна;

P_{t-1} – котировки акций i -й компании на предшествующую дату событийного окна.

Для оценки «нормальной» доходности была использована модель оценки капитальных активов CAPM:

$$ER_i = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где R_f – безрисковая ставка доходности. В рамках исследования в качестве безрисковой ставки была взята доходность государственных облигаций сроком обращения один год. Для каждой даты событийного окна была рассчитана соответствующая дневная безрисковая ставка доходности;

R_m – фактическая рыночная доходность для каждой даты событийного окна. Расчет проведен на основе значений индекса ММВБ на соответствующие даты событийного окна;

β – коэффициент бета акций i -й компании, равный отношению ковариации доходности акций i -й компании R_i и доходности рынка R_m к дисперсии рыночной доходности. Для расчета коэффициента β был взят период месяц до наступления события (объявления об обратном выкупе).

Рассмотрим порядок расчета сверхдоходности на примере объявления о реализации программы обратного выкупа собственных акций компанией ПАО «Полюс». В январе 2016 г. золотодобывающая компания сообщила, что привлекла кредит в размере 2,5 млрд долл. для финансирования сделки бай-бэк. Выкупать акции будет компания ООО «Полюс-инвест» с 11 марта по 16.00 27 мая

2016 г. (перерыв с 4 по 12 апреля, когда выкупа не будет).

Длина событийного окна – 31 рабочий день (с 24 декабря 2015 г. по 11 февраля 2016 г.). На каждый день событийного окна была оценена кумулятивная «сверхдоходность» CAR, представляющая собой сумму «сверхдоходностей» AR всех предыдущих дней (табл. 3).

Кумулятивная «сверхдоходность» на дату появления информации об обратном выкупе акций оказалась выше нуля, что может свидетельствовать о том, что данное событие было положительно воспринято рынком и привело к росту капитализации компании.

Аналогичный анализ кумулятивной «сверхдоходности» для событийных окон разной длины (21 день и 5 дней), подтверждает данный вывод. Вместе с тем для окна длительностью в 21 день показатели оказались гораздо выше, чем для других окон (табл. 4).

Проведя аналогичный анализ по 30 компаниям (см. табл. 2), полученные значения кумулятивной «сверхдоходности» были суммированы и определено их среднее значение по выборке (рис. 1).

На представленном графике четко видно, что в день события наблюдается значительный скачок накопленной избыточной доходности, вызванный ростом котировок акций. Несмотря на то, что в последующие дни значение кумулятивной «сверхдоходности» снижается, общий уровень остается выше, чем до объявления сделки бай-бэк. Это в свою очередь является свидетельством того, что сигнальная теория находит свое подтверждение на российском рынке акций: наблюдается рост котировок как реакция на объявление о программе обратного выкупа.

Принимая во внимание то, что тенденции развития фондового рынка в течение анализируемого периода (2006-2016 гг.) весьма неоднозначны, имеет смысл отдельно проанализировать влияние сделок бай-бэк на котировки акций в периоды кризиса.

Объявления о программах обратного выкупа в 2008 г. сделали ПАО «ГМК «Норильский никель», АО «Вимм-Билль-Данн», ПАО «Северсталь». Сравнение среднего значения кумулятивной «сверхдоходности» этих компаний с кумулятивной доходностью рынка, рассчитанной на основе индекса ММВБ, представлено на рис. 2.

Анализ данных рис. 2 подтверждает то, что рынок положительно реагирует на объявление об обратном выкупе. В день события отмечается рост кумулятивной «сверхдоходности». Вместе с тем по прошествии небольшого промежутка времени доходности рынка и акций компаний сокращаются примерно одинаковыми темпами.

Аналогично проанализируем объявления о сделках бай-бэк с 2014 по 2016 г. Из сформированной выборки в данный период реализовали программы обратного выкупа такие компании как ПАО «Газпром», ПАО «Уралкалий», ПАО «Полус». Сравнение среднего значения кумулятивной «сверхдоходности» данных компаний с кумулятивной доходностью рынка, рассчитанной на основе индекса ММВБ, представлено на рис. 3. При этом стоит отметить, что все из рассмотренных компаний входят в состав индекса ММВБ с соответствующими коэффициентами, учитывающими free-float (ПАО «Газпром» – 46%, ПАО «Уралкалий» – 9%, ПАО «Полус» – 5%).

Анализ данных рис. 3 также подтверждает, что в день события происходит значительный рост котировок акций, что сопровождается ростом кумулятивной «сверхдоходности» акций компаний. Однако через небольшой промежуток времени доходность акций падает, возвращаясь на уровень, предшествующий анализируемому событию. При этом рыночная доходность растет.

Таким образом, можно отметить, что изучение российской практики реализации программ обратного выкупа позволяет расширить традиционные представления о целях и задачах сделок бай-бэк и отследить реакции рынка и изменения, происходящие в финансовой политике компании, после объявления о совершении данных сделок. Результаты приведенного исследования подтверждают эффективность программ обратного выкупа в целях повышения капитализации компании. Вместе с тем этот мотив не должен быть основным в период кризиса, поскольку использование данного инструмента в качестве защитного механизма поддержки рыночных котировок дает лишь кратковременный эффект, в последствии усугубляя падение. В периоды кризиса целесообразнее руководствоваться мотивами выкупа собственных акций в целях формирования опционных программ сотрудников, а также для получения дополнительного дохода при последующей продаже недооцененных на текущий момент акций компании на фазе подъема рынка.

Таблица 1

Программы обратного выкупа российских компаний с 2006 по 2016 г.

Table 1

REPO programs of the Russian companies, 2006–2016

Год	Компания	Дата объявления	Объем выкупа	Декларируемая цель
2006	АФК «Система»	Август 2006	239 млн долл.	Опционы сотрудникам, финансирование поглощения
2006	ООО «Пивоваренная компания «Балтика»	Январь 2006	650 млн долл.	Повышение капитализации, оптимизация структуры капитала
2006	ПАО «ГМК «Норильский никель»	Ноябрь – декабрь 2006	980 млн долл.	Повышение инвестиционной привлекательности
2006	ПАО «МТС»	05.09.2006	82,5 млн долл.	Повышение инвестиционной привлекательности
2006	ПАО «Лукойл»	25.04.2006	782 млн долл.	Приобретение активов, опционы сотрудникам
2006	ОАО «Сургутнефтегаз»	14.06.2006	3,2 млрд долл.	Повышение капитализации, опционы сотрудникам
2007	ООО «Пивоваренная компания «Балтика»	15.10.2007	13,8 млрд руб.	Повышение инвестиционной привлекательности
2008	ПАО «Новатэк»	11.02.2008	Нет данных [1]	Опционы сотрудникам, привлечение финансирования
2008	ПАО «ГМК «Норильский никель»	25.08.2008	49 млрд руб.	Повышение капитализации
2008	АО «Вим-Биль-Дан»	15.09.2008	160–320 млн долл.	Повышение капитализации
2008	ПАО «Северсталь»	16.09.2008	400 млн долл.	Повышение капитализации
2010	ПАО «ГМК «Норильский никель»	29.12.2010	3 млрд долл.	Повышение капитализации
2011	Концерн «Калина»	11.01.2011	2,47 млрд руб.	Оптимизация структуры капитала
2011	ПАО «НК «Роснефть»	20.04.2011	200 млн долл.	Повышение капитализации
2011	ООО «Пивоваренная компания «Балтика»	28.04.2011	11,5 млрд руб.	Повышение инвестиционной привлекательности
2011	ПАО «ГМК «Норильский никель»	13.09.2011	4,5 млрд долл.	Повышение капитализации
2011	ПАО «Уралкалий»	06.10.2011	2,5 млрд долл.	Поддержка структуры капитала
2011	ГК «Эталон»	31.10.2011	130 млн долл.	Повышение капитализации
2011	ПАО «Ростелеком»	02.11.2011	500 млн долл.	Повышение капитализации
2011	ПАО «Распадская»	19.12.2011	14 млн долл.	Распределение дополнительной ликвидности в сторону акционеров
2012	Банк ВТБ (ПАО)	09.02.2012	11,4 млрд руб.	Компенсация потерь участникам «народного IPO»
2012	ПАО «Северсталь»	29.02.2012	2,2 млрд долл.	Погашение части казначейского пакета акций с последующим погашением
2012	ПАО «Новатэк»	07.06.2012	600 млн долл.	Возврат средств акционерам, оптимизация структуры капитала
2012	ПАО «Лукойл»	27.06.2012	2,5 млрд долл.	Повышение капитализации, опционы сотрудникам, выход на новые торговые площадки (Гонконг)
2012	ООО «ГК «Русагро»	18.07.2012	30 млн долл.	Нет данных
2012	ПАО «Уралкалий»	13.11.2012	1,6 млрд долл.	Распределение дополнительной ликвидности в сторону акционеров
2012	ПАО «Фармстандарт»	09.06.2012	1,1 млрд руб.	Финансирование сделок слияния и поглощения
2012	ПАО «ГМК «Норильский никель»	20.06.2012	720 млн долл.	Повышение капитализации
2013	ПАО «Фармстандарт»	18.02.2013	8 млрд руб.	Финансирование сделок слияния и поглощения
2013	ПАО «Мечел»	19.06.2013	100 млн долл.	Повышение капитализации
2013	ПАО «Группа Черкизово»	29.11.2013	Нет данных	Повышение капитализации
2014	ПАО «Газпром»	30.01.2014	1-2 млрд долл.	Повышение капитализации
2015	ПАО «Уралкалий»	26.05.2015	1,1 млрд долл.	Погашение части квазиказначейского пакета акций
2015	ПАО «ГМК «Норильский никель»	Июль – ноябрь 2015	195 млн долл.	Повышение капитализации
2015	ПАО «Уралкалий»	28.09.2015	2,06 млрд долл.	Нет данных
2016	ПАО «Полус»	21.01.2016	2,5 млрд долл.	Оптимизация структуры капитала

Источник: составлено автором

Source: Authoring

Таблица 2

Компании, реализовавшие программы обратного выкупа с 2006 по 2016 г.

Table 2

Companies that performed the buyback programs, 2006–2016

Компания	Дата объявления	Компания	Дата объявления
ПАО «МТС»	05.09.2006	ПАО «Распадская»	19.12.2011
ПАО «Лукойл»	25.04.2006	Банк ВТБ (ПАО)	09.02.2012
ОАО «Сургутнефтегаз»	14.06.2006	ПАО «Северсталь»	29.02.2012
ООО «Пивоваренная компания «Балтика»	15.10.2007	ПАО «Новатэк»	07.06.2012
ПАО «ГМК Норильский никель»	25.08.2008	ПАО «Лукойл»	27.06.2012
АО «Вим-Биль-Дан»	15.09.2008	ООО «ГК «Русагро»	18.07.2012
ПАО «Северсталь»	16.09.2008	ПАО «Уралкалий»	13.11.2012
ПАО «ГМК Норильский никель»	29.12.2010	ПАО «Фармстандарт»	09.06.2012
Концерн «Калина»	11.01.2011	ПАО «ГМК Норильский никель»	20.06.2012
ПАО «НК «Роснефть»	20.04.2011	ПАО «Фармстандарт»	18.02.2013
ООО «Пивоваренная компания «Балтика»	28.04.2011	ПАО «Мечел»	19.06.2013
ПАО «ГМК Норильский никель»	13.09.2011	ПАО «Газпром»	30.01.2014
ПАО «Уралкалий»	06.10.2011	ПАО «Уралкалий»	26.05.2015
ГК «Эталон»	31.10.2011	ПАО «Уралкалий»	28.09.2015
ПАО «Ростелеком»	02.11.2011	ПАО «Полус»	21.01.2016

Источник: составлено автором

Source: Authoring

Таблица 3

Оценка показателей «сверхдоходности» и кумулятивной «сверхдоходности» акций ПАО «Полус» для событийного окна в 31 день

Table 3

Estimation of excess return and cumulative excess return on shares of PAO Polyus for a 31-day event span

День	Цена акции P_t	Фактическая доходность R	Индекс ММВБ	Фактическая рыночная доходность R_m	Безрисковая ставка доходности R_f	Коэффициент бета β	Нормальная доходность ER	Сверхдоходность AR	Кумулятивная сверхдоходность CAR
	3 070	–	1 742,71	–	0,000275	–	–	–	–
–15	2 985	–0,0277	1 734,21	–0,0049	0,000274	0,090284	–0,0002	–0,0275	–0,027496
–14	2 830	–0,0519	1 731,2	–0,0017	0,000274	0,090284	0,0001	–0,052	–0,079515
–13	2 905	0,0265	1 763,38	0,0186	0,000272	0,090284	0,0019	0,0246	–0,054939
–12	2 875	–0,0103	1 761,36	–0,0011	0,00027	0,090284	0,0001	–0,0105	–0,065409
–11	2 860	–0,0052	1 734,56	–0,0152	0,000269	0,090284	–0,0011	–0,0041	–0,069497
–10	2 885	0,0087	1 754,13	0,0113	0,000267	0,090284	0,0013	0,0075	–0,062017
–9	2 890	0,0017	1 748,57	–0,0032	0,000267	0,090284	0	0,0018	–0,060241
–8	3 030	0,0484	1 682,54	–0,0378	0,000279	0,090284	–0,0032	0,0516	–0,008643
–7	3 180	0,0495	1 690,3	0,0046	0,000286	0,090284	0,0007	0,0488	0,040185
–6	3 120	–0,0189	1 684,78	–0,0033	0,000286	0,090284	0	–0,0188	0,021352
–5	3 100	–0,0064	1 680,77	–0,0024	0,000288	0,090284	0	–0,0065	0,014895
–4	3 100	0,0000	1 608,36	–0,0431	0,00029	0,090284	–0,0036	0,0036	0,018521
–3	3 005	–0,0306	1 622,43	0,0087	0,000293	0,090284	0,0011	–0,0317	–0,013181
–2	2 995	–0,0033	1 645,56	0,0143	0,000288	0,090284	0,0015	–0,0049	–0,018058
–1	3 075	0,0267	1 630,39	–0,0092	0,000294	0,090284	–0,0006	0,0273	0,009218
0	3 120	0,0146	1 677,19	0,0287	0,000298	0,090284	0,0029	0,0118	0,020990
1	3 105	–0,0048	1 717,98	0,0243	0,000291	0,090284	0,0025	–0,0073	0,013721
2	3 080	–0,0081	1 716,56	–0,0008	0,00029	0,090284	0,0002	–0,0082	0,00548
3	3 115	0,0114	1 705,01	–0,0067	0,000288	0,090284	–0,0003	0,0117	0,017189
4	3 110	–0,0016	1 747,57	0,025	0,000284	0,090284	0,0025	–0,0041	0,013072
5	3 100	–0,0032	1 771,93	0,0139	0,000278	0,090284	0,0015	–0,0047	0,008345
6	3 245	0,0468	1 784,92	0,0073	0,000279	0,090284	0,0009	0,0459	0,054203
7	3 152	–0,0287	1 773,21	–0,0066	0,000281	0,090284	–0,0003	–0,0283	0,02588

8	3 138	–0,0044	1 758,26	–0,0084	0,000285	0,090284	–0,0005	–0,0039	0,02194
9	3 110	–0,0089	1 746,35	–0,0068	0,000282	0,090284	–0,0004	–0,0086	0,013372
10	3 064	–0,0148	1 787,93	0,0238	0,00028	0,090284	0,0024	–0,0172	–0,003823
11	3 064	0,0000	1 780,59	–0,0041	0,000281	0,090284	–0,0001	0,0001	–0,003708
12	3 078	0,0046	1 744,27	–0,0204	0,000281	0,090284	–0,0016	0,0062	0,002447
13	3 115	0,0120	1 723,36	–0,012	0,000283	0,090284	–0,0008	0,0128	0,015292
14	3 119	0,0013	1 730,83	0,0043	0,000282	0,090284	0,0006	0,0006	0,015928
15	3 169	0,0160	1 711,58	–0,0111	0,000283	0,090284	–0,0007	0,0168	0,032706

Источник: составлено автором

Source: Authoring

Таблица 4

Кумулятивная «сверхдоходность» акций ПАО «Полус» для событийных окон в 31 день, 21 день и 5 дней

Table 4

Cumulative excess return on shares of PAO Polyus for event spans of 31 days, 21 days, and 5 days

День	Кумулятивная сверхдоходность CAR	День	Кумулятивная сверхдоходность CAR
<i>Событийное окно в 31 день</i>		<i>Событийное окно в 21 день</i>	
–15	–0,027496	–10	0,00748
–14	–0,079515	–9	0,009256
–13	–0,054939	–8	0,060854
–12	–0,065409	–7	0,109683
–11	–0,069497	–6	0,090849
–10	–0,062017	–5	0,084392
–9	–0,060241	–4	0,088018
–8	–0,008643	–3	0,056316
–7	0,040185	–2	0,051439
–6	0,021352	–1	0,078715
–5	0,014895	0	0,090487
–4	0,018521	1	0,083219
–3	–0,013181	2	0,074977
–2	–0,018058	3	0,086686
–1	0,009218	4	0,082569
0	0,02099	5	0,077842
1	0,013721	6	0,1237
2	0,005480	7	0,095377
3	0,017189	8	0,091437
4	0,013072	9	0,082869
5	0,008345	10	0,065674
6	0,054203	<i>Событийное окно в 5 дней</i>	
7	0,02588	–3	–0,004877
8	0,02194	–2	0,022399
9	0,013372	–1	0,034171
10	–0,003823	0	0,026902
11	–0,003708	1	0,018661
12	0,002447	2	–0,004877
13	0,015292	3	0,022399
14	0,015928		
15	0,032706		

Источник: составлено автором

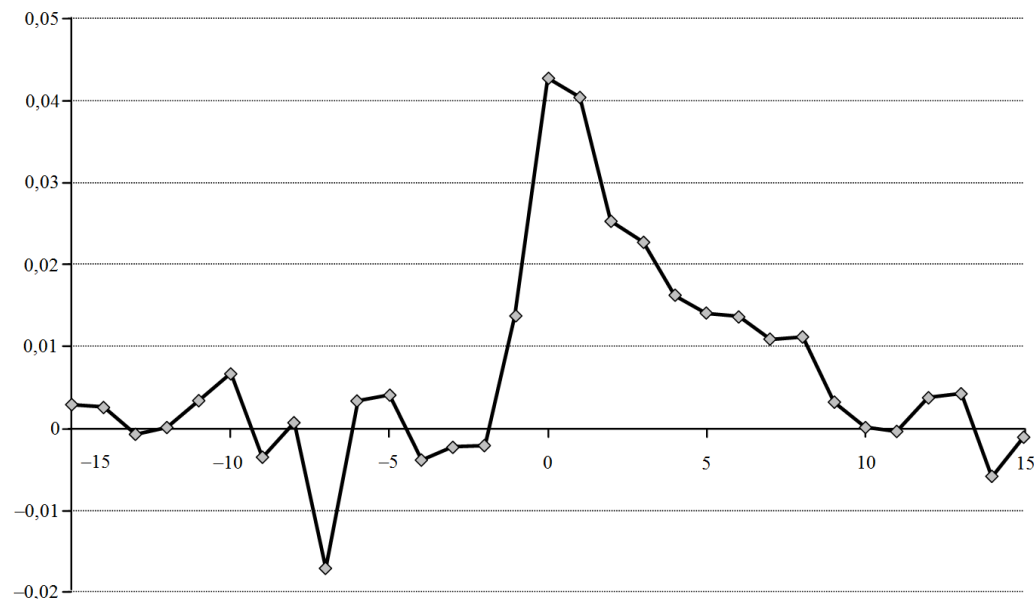
Source: Authoring

Рисунок 1

Кумулятивная «сверхдоходность» акций компаний, объявивших о программах обратного выкупа, для событийного окна в 31 день

Figure 1

Cumulative excess return on shares of companies that announced about buyback programs



Источник: составлено автором

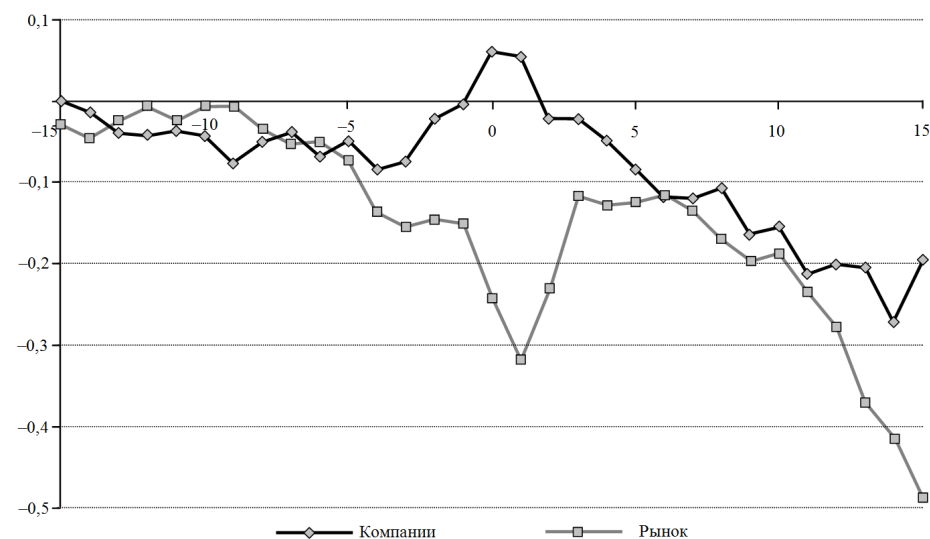
Source: Authoring

Рисунок 2

Среднее значение кумулятивной «сверхдоходности» акций компаний, объявивших о программах обратного выкупа в 2008 г., и кумулятивная доходность рынка для событийного окна в 31 день

Figure 2

The average cumulative excess return on shares of companies that announced about buyback programs in 2008, and cumulative excess return of the market for a 31-day event span



Источник: составлено автором

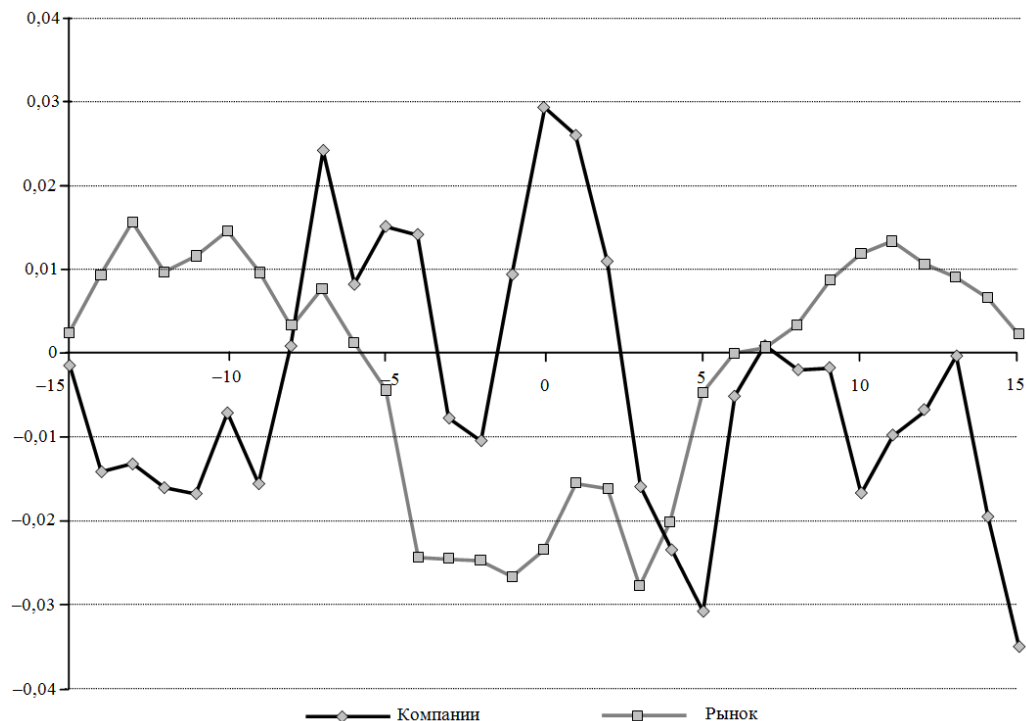
Source: Authoring

Рисунок 3

Среднее значение кумулятивной «сверхдоходности» акций компаний, объявивших о программах обратного выкупа в 2014–2016 гг., и кумулятивная доходность рынка для событийного окна в 31 день

Figure 3

The average cumulative excess return on shares of companies that announced about buyback programs in 2014–2016, and cumulative excess return of the market for a 31-day event span



Источник: составлено автором

Source: Authoring

Список литературы

1. Fischer E.O., Heinkel R., Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests // Journal of Finance. 1989. Vol. 44. Iss. 1. P. 19–40.
2. Welch I. Capital Structure and Stock Returns // The Journal of Political Economy. 2004. Vol. 112. P. 106–131.
3. Задорожная А.Н. Теоретические и практические аспекты формирования оптимальной структуры капитала компании. Омск: Омский государственный университет путей сообщения, 2015. 176 с.
4. Кокорева М.С., Юлова С.М. Влияние внутренних и институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развитых и развивающихся рынках // Корпоративные финансы. 2013. № 4. С. 4–18. URL: <https://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/03/1091091727/Kokoreva%20Maria,.pdf>.
5. Damodaran A. Applied Corporate Finance. 3rd Edition. Wiley, 2010. 752 p.
6. Ерофеев А.Г. Корпоративное управление: защита прав миноритарных акционеров во время реорганизации акционерных обществ // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2013. № 7. С. 23–26.
7. Солопченко А.В. Обратный выкуп акций российскими акционерными обществами как инструмент управления стоимостью компаний: законодательный аспект // Молодой ученый. 2016. № 15. С. 316–319.

8. Железнова И.В. Мотивы обратного выкупа акций российскими компаниями // Экономика и управление: проблемы, решения. 2016. № 4. С. 195–204.
9. Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4. С. 53–71. URL: <https://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/03/1091093028/Grigorieva%20Svetlana.pdf>.
10. Григорьева С.А., Фоменко Н.В. Детерминанты метода платежа в сделках слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 4. С. 65–79. URL: https://cfjournal.hse.ru/data/2013/02/14/1308451324/cfj24_64_79_grigorieva_fomenko_.pdf.
11. Badrinath S.G., Varaiya N.P., Ferling R.L. To Buy or Not to Buy? // Financial Executive. 2000. May.
12. Stonham P. A Game Plan for Share Repurchases // European Management Journal. 2002. Vol. 20. No. 1. P. 37–44.
13. Назыров И.П. Создание стоимости в сделках по выкупу компании с высокой долговой нагрузкой в России // Экономика и управление: проблемы, решения. 2016. № 2. С. 111–117.
14. Сибова Н.М. Практика обратного выкупа // Управление экономическими системами. 2013. № 4. URL: <http://uecs.ru/uecs52-522013/item/2071-2013-04-02-08-54-00>.
15. Кинякин А. Buy-back российских компаний: причины и следствия // Рынок ценных бумаг. 2012. № 4. С. 71–74.
16. Кондрашова Е. О, этот модный buyback! // Рынок ценных бумаг. 2011. № 12. С. 11–13.
17. Кирова И.В., Бахуташивили Г.Д. Операции российских компаний с собственными ценными бумагами на примере банка ВТБ // Вестник МАДИ. 2016. № 1. С. 57–62.
18. Тураев Х.Р. Влияние информации о выплате дивидендов на инвестиционную привлекательность и потенциальных инвесторов // Российское предпринимательство. 2016. № 13. С. 1505–1528.
19. Яворский В.М., Яворская А.В. Метод событийного анализа на примере данных по кросс-листингу российских компаний // Вести высших учебных заведений Черноземья. 2015. № 1. С. 95–105.
20. Кузьмичев К.Е. Исследование обратного выкупа акций российскими компаниями // Вопросы новой экономики. 2012. № 4. С. 20–24.

THE PRACTICE OF RUSSIAN COMPANIES' REPURCHASE OF SHARES

Anna N. ZADOROZHNYAYA

Moscow State University of Railway Engineering, Moscow, Russian Federation
anna_zador@mail.ru

Article history:

Received 26 September 2016
Received in revised form
11 October 2016
Accepted 26 October 2016

JEL classification: G14, G32

Keywords: repurchase, shares,
excess return, event study

Abstract

Importance The research examines buyback transactions as a tool of the corporate financial policy.

Objectives The research reviews the efficiency of repurchase programs so to increase corporate capitalization. When the company announces about a repurchase program for buying its own shares back, it has a positive effect on changes in quotations. The hypothesis was tested during the crisis and relatively stable situation in the stock market.

Methods I examined how the company's announcement about the buyback transaction would influence quotations for shares, using a sample of 30 Russian companies, which had closed repurchase deals from 2006 through 2016. I applied the event study method.

Conclusions and Relevance The findings verify that buyback programs are effective, increasing the corporate capitalization. However, this direction should not be a single mechanism, since it has a short-term effect only and deteriorates a dropping trend. In crises, it would be more reasonable to repurchase own shares.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Fischer E.O., Heinkel R., Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 1989, vol. 44, iss. 1, pp. 19–40.
2. Welch I. Capital Structure and Stock Returns. *The Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112, iss. 1, pp. 106–131.
3. Zadorozhnaya A.N. *Teoreticheskie i prakticheskie aspekty formirovaniya optimal'noi struktury kapitala kompanii: a monograph* [Theoretical and practical aspects of forming the optimal structure of corporate capital: a monograph]. Omsk, Omsk State Transport University Publ., 2015, 176 p.
4. Kokoreva M.S., Yulova S.M. [Internal and institutional factors of speed of adjustment to the target capital structure: evidence from developed and emerging capital markets]. *Korporativnye finansy*, 2013, no. 4, pp. 4–18. (In Russ.) Available at: <https://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/03/1091091727/Kokoreva%20Maria,.pdf>.
5. Damodaran A. *Applied Corporate Finance*. Wiley, 2010, 752 p.
6. Erofeev A.G. [Corporate governance: protection of minority shareholders' rights during the reorganization of joint-stock companies]. *Vestnik Samarskogo gosudarstvennogo universiteta = Vestnik of Samara State Economic University*, 2013, no. 7, pp. 23–26. (In Russ.)
7. Solopchenko A.V. [Repurchase of shares by the Russian joint-stock companies as a tool to manage business value: legislative considerations]. *Molodoy uchenyi = Young Scientist*, 2016, no. 15, pp. 316–319. (In Russ.)
8. Zheleznova I.V. [Reasons for buying shares back by the Russian companies]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya = Economics and Management: Issues, Solutions*, 2016, no. 4, pp. 195–204. (In Russ.)
9. Grigor'eva S.A., Grinchenko A.Yu. [Impact of mergers and acquisitions of the financial sector on bidder's returns in emerging capital markets]. *Korporativnye finansy*, 2013, no. 4, pp. 53–71. (In Russ.) Available at: <https://cfjournal.hse.ru/data/2015/03/03/1091093028/Grigorieva%20Svetlana.pdf>.
10. Grigor'eva S.A., Fomenko N. [The payment method determinants in M&A deals in emerging capital markets]. *Korporativnye finansy*, 2012, no. 4, pp. 65–79. (In Russ.) Available at: https://cfjournal.hse.ru/data/2013/02/14/1308451324/cfj24_64_79_grigorieva_fomenko_.pdf.

11. Badrinath S.G., Varaiya N.P., Ferling R.L. To Buy or Not to Buy? *Financial Executive*, 2000, May.
12. Stonham P. A Game Plan for Share Repurchases. *European Management Journal*, 2002, vol. 20, iss. 1, pp. 37–44.
13. Nazyrov I.R. [Building value in buyback transactions concerning debt-laden companies]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya* = *Economics and Management: Issues, Solutions*, 2016, no. 2, pp. 111–117. (In Russ.)
14. Sibova N.M. [The practice for repurchasing of shares]. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami*, 2013, no. 4. (In Russ.) Available at: <http://uecs.ru/uecs52-522013/item/2071-2013-04-02-08-54-00>.
15. Kinyakin A. [Buy-back of Russian companies: causes and consequences]. *Rynok tsennykh bumag* = *Securities Market*, 2012, no. 4, pp. 71–74. (In Russ.)
16. Kondrashova E. [Oh, that fashionable buyback!]. *Rynok tsennykh bumag* = *Securities Market*, 2011, no. 12, pp. 11–13 (In Russ.)
17. Kirova I., Bakhutashvili G.D. [Russian companies' transactions with their own securities: evidence from the VTB Bank]. *Vestnik Moskovskogo avtomobil'no-dorozhnogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta (MADI)* = *Vestnik MADI*, 2016, no. 1, pp. 57–62. (In Russ.)
18. Turaev Kh.R. [An influence of dividend declaration on the investment potential and would-be investors]. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo* = *Russian Journal of Entrepreneurship*, 2016, no. 13, pp. 1505–1528. (In Russ.)
19. Yavorskii V.M., Yavorskaya A.V. [The method of event study: the case study of data on cross-listing of the Russian companies]. *Vesti uchebnykh zavedenii Chernozem'ya* = *News of Higher Educational Institutions of the Chernozem Region*, 2015, no. 1, pp. 95–105. (In Russ.)
20. Kuz'michev K.E. [Studying the repurchase of shares by the Russian companies]. *Voprosy novoi ekonomiki* = *Issues of the New Economy*, 2012, no. 4, pp. 20–24. (In Russ.)