

## ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2404-022X-2020-10-4-37-51

УДК 336.763.2(045)

JEL G34

## Зарубежные и российские исследования практики обратного выкупа акций: взгляд с позиции корпоративного управления

И.Н. Ткаченко<sup>а</sup>, Б.С. Батаева<sup>б</sup><sup>а</sup> Уральский государственный экономический университет, Екатеринбург, Россия;<sup>б</sup> Финансовый университет, Москва, Россия<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0996-0684>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5700-1667>

## АННОТАЦИЯ

В статье рассматривается механизм обратного выкупа акций (buyback) и его реализация в зарубежных странах и в России. Целью данной публикации является исследование практики байбэков в аспекте корпоративного управления, удовлетворения интересов стейкхолдеров в новых экономических реалиях воздействия санкций и пандемии COVID-19. Авторы используют метод контент-анализа публикаций российских и зарубежных исследователей по базе Google Scholar с 1990 по 2020 г., рассматривающих программы обратного выкупа во взаимосвязи с корпоративным управлением и влиянием на стейкхолдеров. Авторы проводят анализ состояния российского фондового рынка по капитализации, количеству эмитентов акций на ММВБ-РТС с 2013 по 2020 г. Проанализированы программы по обратному выкупу акций российских компаний за период 2018–2020 гг. Авторами были выдвинуты и протестированы три гипотезы, связанные с влиянием санкций и пандемии коронавируса на политику осуществления сделок байбэков, проводимых компаниями. В российском исследовательском поле «обратный выкуп акций», как правило, рассматривается в большей мере со стороны корпоративных финансов, вне контекста корпоративного управления и тем более вне отношений со стейкхолдерами. В российской бизнес-практике преобладает подход к обратным выкупам с точки зрения акционеров, а не с точки зрения заинтересованных лиц. В общественном мнении и в экспертной среде в силу относительной слабости позиций российских стейкхолдеров отсутствует дискуссия о негативном влиянии байбэков на их интересы. Будущие исследования могут быть направлены на оценку влияния программ по обратному выкупу акций на систему рисков и выгод для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, анализ воздействия обратных выкупов акций на качество корпоративного управления, изучение их влияния на вознаграждение топ-менеджмента, оценку эффективности и результативности данных программ.

**Ключевые слова:** корпоративное управление; стейкхолдеры; обратный выкуп акций; экономические санкции; пандемия коронавируса; COVID-19; фондовый рынок

**Для цитирования:** Ткаченко И.Н., Батаева Б.С. Зарубежные и российские исследования практики обратного выкупа акций: взгляд с позиции корпоративного управления. *Управленческие науки = Management Sciences in Russia*. 2020;10(4):37-51. DOI: 10.26794/2404-022X-2020-10-4-37-51

## ORIGINAL PAPER

## Foreign and Russian Studies of Share Buyback Practices: A View from the Corporate Governance Perspective

I.N. Tkachenko<sup>а</sup>, B.S. Bataeva<sup>б</sup><sup>а</sup> Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia;<sup>б</sup> Financial University, Moscow, Russia<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0996-0684>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5700-1667>

## ABSTRACT

The paper discusses the mechanism of shares buyback and its implementation in foreign countries and in Russia. The publication purpose is to study the practice of buybacks in the aspect of corporate governance, satisfaction of stakeholders interests being in the new economic realities by the impact of sanctions and the COVID-19 pandemic. The

© Ткаченко И.Н., Батаева Б.С., 2020

authors use the method of content analysis of publications by Russian and foreign researchers based on Google Scholar since 1990 to 2020, considering buyback programs in relation to corporate governance and influence on stakeholders. Also, the authors analyze the state of the Russian stock market by capitalization, by the number of issuers of shares on the MICEX-RTS from 2013 to 2020. There are analyzed programs for repurchase of shares of Russian companies for the period 2018–2020. There have been put forward and tested three hypotheses related to the impact of sanctions and the coronavirus pandemic on the policy of implementing buyback deals by the companies. The “share buyback” is usually considered to a greater extent from the point of view of corporate finance in the Russian business field, outside the context of corporate governance and even more so outside of relations with stakeholders. There is a dominant approach to buybacks from the point of view of shareholders rather than from the point of view of stakeholders in Russian business practice. There is no discussion about the negative impact of buybacks on their interests in the public opinion and in the expert environment, due to the relative weakness of the positions of Russian stakeholders. The future research may focus on assessing the impact of share buyback programs on the risks system and benefits for financial and non-financial stakeholders. Also, there should be emphasized on studying the impact of share buybacks on the corporate governance quality and on studying their impact on top management remuneration, being assessed the effectiveness and efficiency of programs buybacks.

**Keywords:** corporate governance; stakeholders; share buyback; economic sanctions; coronavirus pandemic; COVID-19; stock market

**For citation:** Tkachenko I.N., Bataeva B.S. Foreign and Russian studies of share buyback practices: A view from the corporate governance perspective. *Upravlencheskie nauki = Management Sciences in Russia*. 2020;10(4):37-51. (In Russ.). DOI: 10.26794/2404-022X-2020-10-4-37-51

## Введение

В последние годы на мировых фондовых рынках наблюдался бум обратных выкупов акций компаниями с целью поддержания капитализации и поощрения акционеров. Только в США, по данным The Wall Street Journal, в 2017 г. компании приобрели свои ценные бумаги на сумму 589,1 млрд долл., в 2018 г. на эти цели они потратили уже 1,4 трлн долл., рост составил 55%<sup>1</sup>. По подсчетам аналитиков американской инвестиционной компании Sanford C. Bernstein 2018 г. был самым выдающимся по величине обратных выкупов акций в США, сделок на чуть меньшую сумму проведено в 2019 г.<sup>2</sup>

Обратный выкуп (байбэк, buyback) — процедура выкупа эмитентом собственных акций. Его проводят с целью погашения, и эта процедура является косвенным способом вознаграждения акционеров. Когда выкупленные акции погашаются, то на одного акционера приходится большая доля в компании, хотя количество ценных бумаг во владении при этом не меняется.

Для поддержания стоимости компаний выкуп акций стал активно использоваться и российскими компаниями. Такая практика особенно быстро рас-

пространилась в период торговых войн, санкций со стороны США и стран Европейского союза, принятых после присоединения Крыма в 2014 г. В 2018 и 2019 гг. обратные выкупы считались главным трендом и, по оценкам экспертов МОЕХ, достигли своего пика. По подсчетам Национального рейтингового агентства (НРА) на российском рынке за первое полугодие 2018 г. было проведено сделок на 39 млрд руб. Это больше, чем объем сделок за весь 2014 г., и сопоставимо с данными за 2017 г.<sup>3</sup> Ожидалось их снижение в 2020 г., однако пандемия COVID-19 внесла свои коррективы.

Целью данной публикации является анализ зарубежных и российских исследований практики обратных выкупов акций с позиции не только корпоративных финансов, но и корпоративного управления, трактуемого как представление интересов широкого круга стейкхолдеров, а также изучение опыта эмитентов в данной области в условиях снижения инвестиционной активности на финансовых рынках, вызванных санкциями и пандемией.

Обзор использованных и изученных в ходе написания работы исследований состоял из публикаций, раскрывающих использование байбэков компаниями с точки зрения корпоративных финансов, корпоративного управления и изучения влияния программ обратного выкупа на интересы стейкхолдеров; изуче-

<sup>1</sup> Официальный сайт InvestFunds. URL: <https://investfunds.ru/news/60217> (дата обращения: 10.07.2020).

<sup>2</sup> Buyback уходит на годы? URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/buyback-ukhodit-na-gody> (дата обращения: 09.04.2020).

<sup>3</sup> Сайт Национального рейтингового агентства. URL: <http://www.ra-national.ru/ru/node/63028> (дата обращения: 09.04.2020).

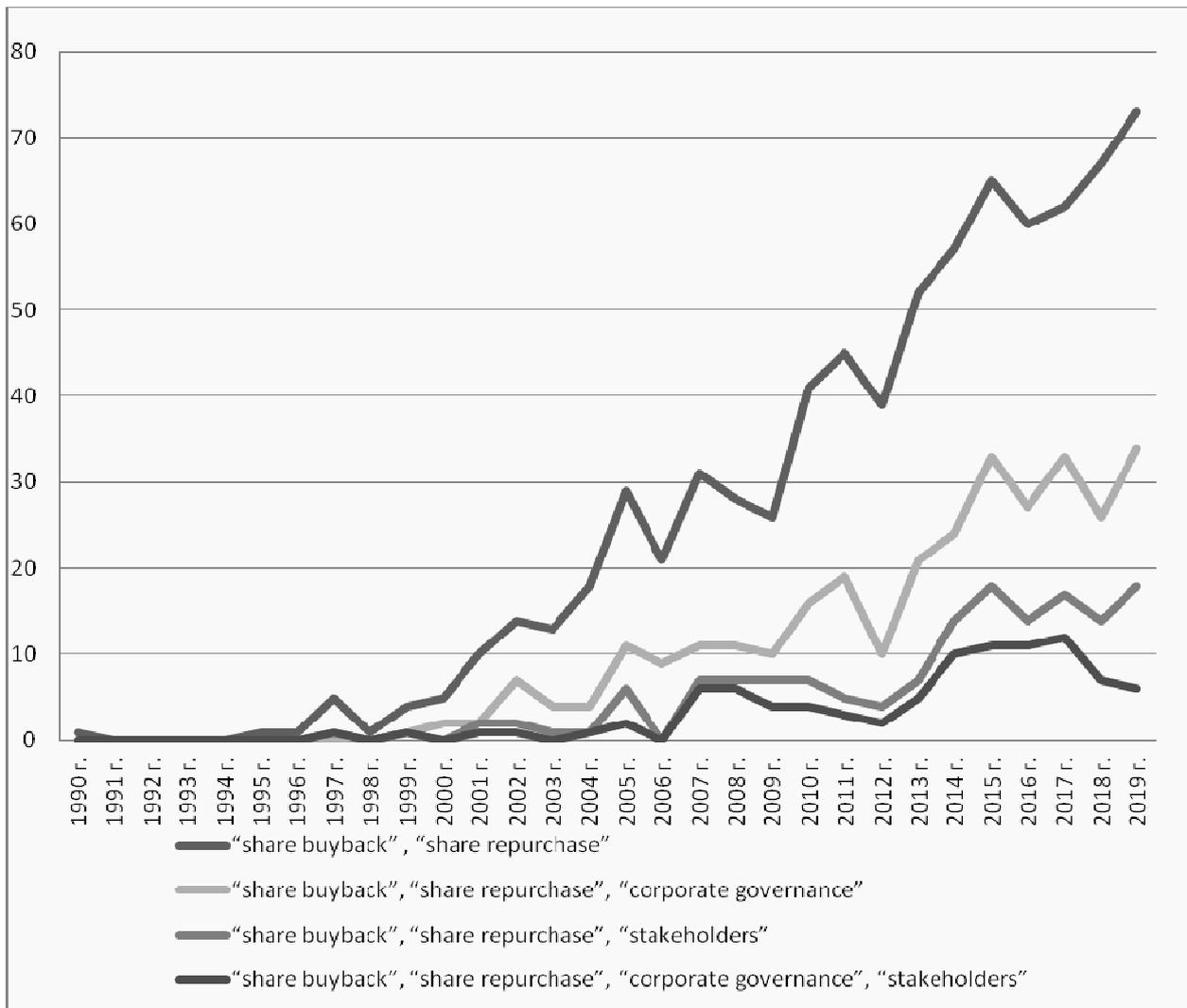


Рис. 1 / Fig. 1. Количество зарубежных англоязычных публикаций в базе Google Scholar, связанных с запросами по ключевыми словам «обратный выкуп», «корпоративное управление», «стейкхолдеры» / Foreign English-language publications in the Google Scholar database related to the keywords queries as "buyback", "corporate governance", "stakeholders"

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

ние российской практики обратного выкупа; изучение влияния санкций на рынок акций в России и способов привлечения капитала.

### Обзор концептуальных подходов и методология исследования.

Контент-анализ публикаций в базе Google Scholar с поисковыми запросами «обратный выкуп акций», «корпоративное управление», «стейкхолдеры» показал рост интереса к данной теме у зарубежных исследователей, особенно в последние годы (рис. 1).

Проведенный контент-анализ показал, что почти за 30-летний период произошел резкий рост

публикаций, посвященных в основном финансовым аспектам обратного выкупа акций (с 1 статьи в 1990 г. до 73 — в 2019 г.). В то же время только половина этих работ (34 статьи в 2019 г.) связана с корпоративным управлением. Еще меньше было найдено исследований о влиянии и на систему корпоративного управления, и на стейкхолдеров (6 публикаций в 2019 г.). Англоязычных публикаций в Google Scholar по байбэкам нашлось в 7 раз больше, чем русскоязычных, из них около трети написаны в контексте корпоративного управления и 20% публикаций с упоминанием заинтересованных сторон. Рассмотрение байбэков с позиции обеих проблем

нашло отражение примерно в 10% от общего числа публикаций.

Контент-анализ по русскоязычным статьям показал несколько иную картину. Как следует из *рис. 2*, первые публикации, посвященные теории и обобщению практики обратного выкупа акций стали появляться в России начиная с 2000-х гг., тогда как на Западе лет на 10 раньше. Русскоязычные статьи по данному направлению только в 12% текстов упоминают «корпоративное управление» (для сравнения в англоязычных текстах — в 40% случаев). Бум публикаций по байбэкам произошел и в зарубежном, и в российском исследовательском поле после глобального экономического и финансового кризиса 2008–2009-х гг. В последние годы в России стали появляться в небольшом количестве статьи, рассматривающие их с точки зрения корпоративного управления. Большая часть российских исследований посвящена обратному выкупу с точки зрения финансов.

Рассмотрим некоторые публикации зарубежных авторов, посвященные обратному выкупу акций, опубликованные в последнее десятилетие: Д. Херберт; А. Манкони; Дж. В. Грубер, С. Б. Камин; В. Лазоник; Т. Коллер и пр.

Д. Херберт и др. [1] изучают влияние различных схем вознаграждения менеджеров (основанные на акциях и на прибыли) на размер инвестиций, а также на конкурентоспособность и акционерную стоимость компаний. Инвестиции в НИОКР влияют на (долгосрочную) конкурентоспособность фирмы, на прибыль и выплату дивидендов акционерам. В свою очередь, размер дивидендных выплат влияет на ожидания участников финансового рынка в отношении будущих дивидендов компании. Спрос на акции фирмы зависит от ожиданий дивидендов, а также ожиданий относительно будущей цены акций. В случае если фирма участвует в выкупе акций, финансовые трейдеры корректируют свои ожидания относительно будущей цены акций в сторону повышения или понижения в зависимости от их типа (оптимист/пессимист). Авторы приводят интересные результаты анализа, показывая, что в тех компаниях, где увеличен размер долгосрочного вознаграждения менеджмента, основанного на акциях, происходит четкая тенденция смещения инвестиций в сторону выкупа акций. Это хотя и подталкивает цену акций вверх в краткосрочной перспективе, имеет негативные последствия для прибыли фирмы долгосрочно [1, с. 21].

А. Манкони и др. [2] исследовали краткосрочную и долгосрочную реакцию фондового рынка на основе

анализа 17 477 объявлений о выкупе акций компаний между 1998 и 2008 гг. из 32 стран. Авторы публикации выделяют несколько причин проведения байбэков, проводят тестирование гипотез о том, какие факторы влияют на реакцию рынка о проведении данной сделки с ценными бумагами эмитентом. Одна из гипотез гласит, что существует связь положительной реакции на объявление о выкупе с качеством корпоративного управления в компании и с уровнем его развития в стране в целом. Утверждают, что лучшее управление имеет положительное влияние на качество инвестиций фирмы. В компаниях с более слабым и менее качественным корпоративным управлением существует опасность, что менеджеры не действуют в интересах акционеров при принятии решений, и такое поведение разрушает акционерную стоимость. Обратные выкупы в основном воспринимаются как увеличение стоимости, хотя и в меньшей степени, за пределами США. Это не относится к ситуации, когда выкуп является заменой выплаты дивидендов, а также когда у компании долгое время были недооцененные акции [2, с. 18].

Эксперты [3] в своей более поздней статье сравнивали реакцию на объявление об обратном выкупе акций с краткосрочной и долгосрочной доходностью акций в США и др. зарубежных странах. Исследование основано на анализе 9000 заявок о байбэках компаний различных стран, результаты которого утверждают, что в среднем выкуп акций связан со значительными положительными доходами. Тем не менее эта связь в разных странах различна. Избыточные доходы зависят от ликвидности фондовых рынков, от степени заниженности стоимости акций конкретных компаний.

Дж. В. Грубер, С. Б. Камин [4] исследовали связь действий по возврату средств акционерам в виде дивидендов и байбэков на капитальные затраты компаний на примере 26 стран ОЭСР, включая США<sup>4</sup>. Связь заключается в том, что у корпораций, направляющих средства на выкуп акций и выплату дивидендов, сокращаются возможности для инвестиций. С другой стороны, такие действия могут быть следствием пессимизма в отношении будущего спроса и экономического роста. Вследствие недостатка оптимизма корпорации откладывают капитальные расходы, и просто возвращают деньги своим акционерам для реализации более

<sup>4</sup> Выборка стран состоит из следующих стран: Австрия, Бельгия, Канада, Чехия, Дания, Эстония, Финляндия, Франция, Греция, Венгрия, Ирландия, Германия, Италия, Япония, Корея, Нидерланды, Норвегия, Польша, Португалия, Словакия, Словения, Испания, Швеция, Швейцария, Великобритания, США.

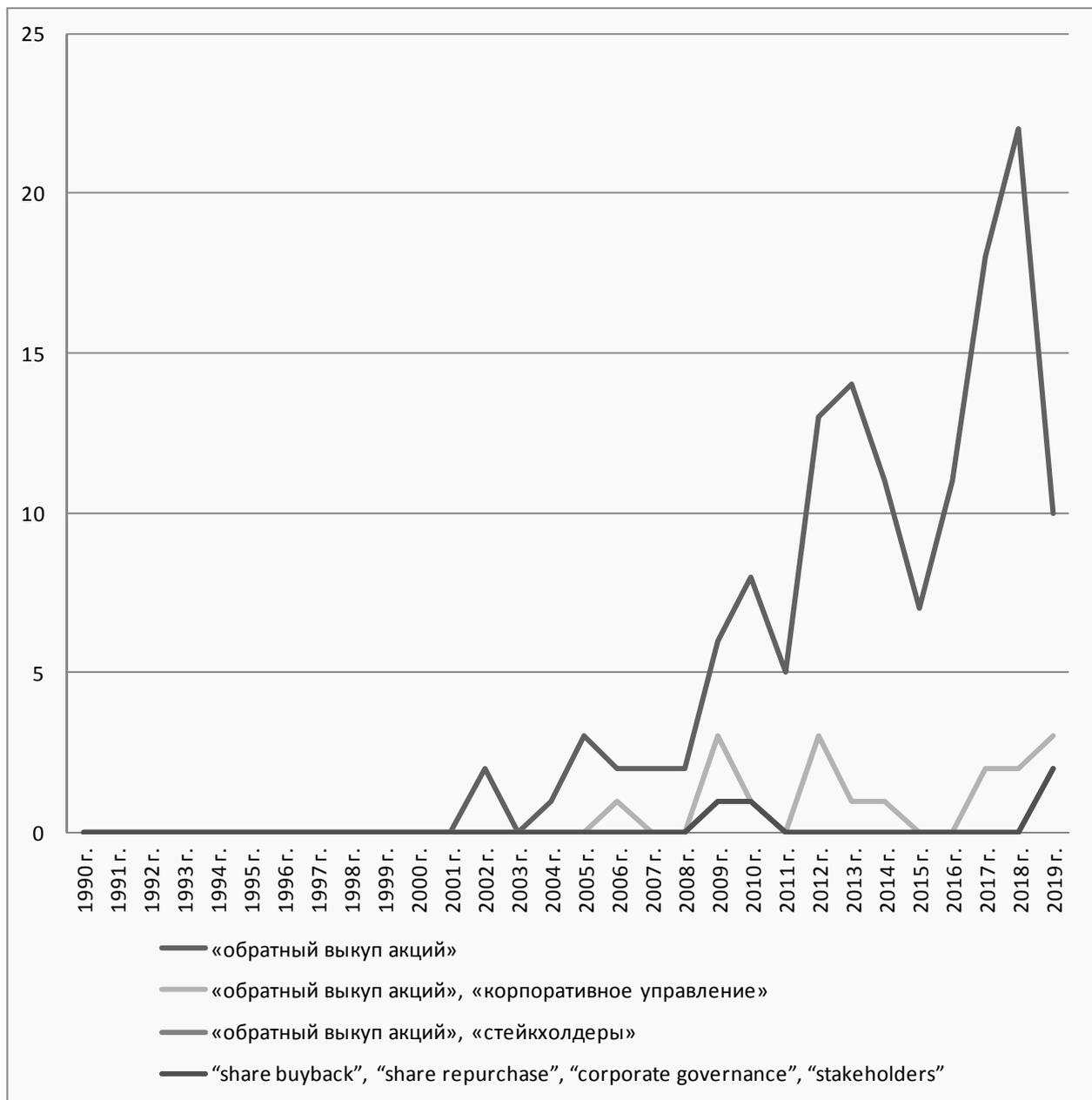


Рис. 2 / Fig. 2. Количество российских публикаций в базе Google Scholar, связанных с запросами по ключевыми словам «обратный выкуп», «корпоративное управление», «стейкхолдеры» / Russian publications in the Google Scholar database related to keywords queries as “buyback”, “corporate governance”, “stakeholders”

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

привлекательных инвестиционных возможностей. Для тестирования этой гипотезы анализировались данные, предшествовавшие мировому финансовому кризису (2002–2008 гг.), и период после кризиса (2009–2014 гг.). Исследователи доказали, что в большинстве стран наблюдался рост выплат и обратных выкупов в этот период. Однако они не нашли статистически значимых и убедительных доказательств того, что увеличение

выкупа акций является причиной сокращения инвестиций или что отсутствие инвестиционных возможностей являлось главной причиной повышения байбэков акций.

Профессор В. Лазоник [5], директор Центра промышленной конкурентоспособности при Массачусетском университете, считает, что обратный выкуп позволяет манипулировать с ценой акций на рынке,

приводит к неадекватному распределению ресурсов в экономике. Отмечает, что эти сделки стали возможны с принятием правила SEC10b-18. Автор анализирует причины, приводимые топ-менеджментом для проведения байбэков, называя большинство из них порочными. Среди них утверждения, что топ-менеджмент проводит эти сделки, когда акции не дооценены (по его мнению, есть множество свидетельств, что большинство выкупов происходит, когда цены на акции высоки), с целью компенсировать разводнение прибыли на акцию (EPS), которое возникает, когда в компании действуют программы наделения акциями рядовых работников и пр. В. Лазоник считает, что обратные выкупы приводят к несправедливому распределению доходов в экономике. Так, с 2009 по 2012 г. выплаты 500 самых высокооплачиваемых топ-менеджеров увеличились с 14,4 до 30, 2 млн долл. в среднем, при этом большая часть приращения дохода возникла от программ наделения акциями. По его мнению, байбэки не способствуют строительству инновационной экономики. Обратные выкупы — основа экономики, которую можно назвать экономикой «сокращения и распределения». Тогда как государственная политика по регулированию фондового рынка должна строиться на принципах сохранения и реинвестирования во имя процветания среднего класса и большинства населения, т.е. в интересах широкого круга стейкхолдеров.

Иной точки зрения придерживается Т. Коллер [6]. Он также приводит статистику McKinsey о том, что возврат денежных средств акционерам растет быстрыми темпами в американских компаниях: рост составил 47% с 2011 по 2015 г. Хотя с начала с 1982 г., когда были введены правила, разрешающие обратные выкупы, рост составлял 23% по сравнению с 1990-х гг., и лишь 10% в 1980-х гг. По мнению Т. Коллера, нельзя обвинять компании в возврате денежных средств акционерам и считать выкупы причиной недостатка инвестиций.

В ряде англоязычных публикаций примерно с 2005 г. стал подниматься вопрос о влиянии обратного выкупа акций на широкий круг стейкхолдеров, на то, что их интересы могут пострадать от уменьшения капитала компании как следствия байбэков (например, Т. Вермален [7]).

Но только после 2014–2015 гг. в зарубежных статьях стали говорить не только о влиянии байбэков на положение ключевых стейкхолдеров, в первую очередь финансовых (кредиторов, инвесторов), но стали появляться публикации, в которых хотя бы «вскользь» рассматривалось влияние обратного выкупа акций на нефинансовых стейкхолдеров (поставщиков, потреби-

телей, персонал, менеджмент, отдельные политические группы, фонды, профсоюзы, местные сообщества и пр.). В качестве примеров можно привести публикации последних лет таких авторов, как С. Чандрен, З. Ахмад, Р. Али [8], М. Оренд, Р. Сайто, А.Б. Винициус [9], Р.А. Бентон, Дж.А. Кобб [10]. Особо следует в этом ряду публикаций отметить работу Л. Палладино [11]. Автор публикации наиболее близко подошел к анализу рисков и выгод, получаемых внутренними стейкхолдерами компании от обратного выкупа акций. Действительно переход от словесного описания проблемы воздействия байбэков на уровень корпоративного управления и достижение баланса интересов широкого круга стейкхолдеров в этой непростой ситуации до реальной аналитики и моделирования выгод стейкхолдеров компании представляется нам актуальной задачей (И. Ткаченко, И. Первухина [12]).

Российские публикации, посвященные проблематике обратного выкупа акций за последние пять лет, представлены работами следующих авторов: М.А. Осколкова, П.А. Паршаков, А.М. Яковлева; А.Н. Задорожная; С.В. Пономарева, И.В. Железнова, И.В. Железнова и пр.

М.А. Осколкова, П.А. Паршаков, А.М. Яковлева [13] рассматривали поведенческие аспекты формирования структуры капитала российских компаний. В статье было рассмотрено несколько гипотез, соответствующих поведенческим концепциям структуры капитала: теории отслеживания рынка (Бэйкер и Вуглер); информационных каскадов (Бикхчандани, Хиршляйфером и Уэлчем); автономии инвестиций менеджеров (Дитмара и Такора); теории зависимости структуры капитала компании от личных качеств менеджеров (Хэжбарт). Авторы выявили, что наиболее применима для объяснения российского рынка акций гипотеза «следования за лидером».

А.Н. Задорожная [14] исследовала практику обратного выкупа акций российскими компаниями на примере 30 компаний, проводивших выкуп с 2006 по 2016 г. Автор тестировала гипотезу, что объявление программы обратного выкупа положительно влияет на изменение котировок. С.В. Пономарева, И.В. Железнова [15] рассматривают мотивы и особенности проведения обратного выкупа акций в компаниях с госучастием на примере ПАО «Роснефть». В более поздней статье данные авторы [16] рассматривают и проводят классификацию детерминант обратного выкупа, выделяя внешние (связанные с состоянием рынка и с проблемами корпоративного управления) и внутренние причины (с целью влияния на цену

и на финансовые показатели). И.В. Железнова [17] рассматривает на российском рынке изменения цены на акцию после проведения обратного выкупа. Автор считает, что «популяризации сделок по обратному выкупу свидетельствует о постепенном взрослении отечественной экономики и рынков капитала», так как проведение сделок байбэк требует от топ-менеджмента высокой квалификации.

Влияние санкций на российский рынок акций и способы привлечения капитала исследовались следующими учеными: Е.Т. Гурвич, И.В. Прилепский; М. Доманская и С. Кардас; Р.М. Нуреев, Е.Г. Бусыгин; А.Н. Омельченко, Е.Ю. Хрусталеv; В.П. Битков; К.Е. Мануйлов; М.В. Петров и др.

Е.Т. Гурвич, И.В. Прилепский [18] и М. Доманская, С. Кардас [19] рассматривали наличие влияния западных санкций на цены акций организаций в российской нефтегазовой индустрии. Исследователи анализировали объемы экспорта нефти и объемов производства и долгосрочные эффекты технологических санкций для российской нефтяной отрасли.

Р.М. Нуреев, Е.Г. Бусыгин [20] отмечали такие последствия от санкций, как: сокращение инвестиций в российские проекты, рост количества банкротств компаний, ухудшение условий заимствования на внешних рынках, увеличение процентных ставок в банках, уменьшение рентабельности компаний, связанное со стагнацией в экономике. А.Н. Омельченко, Е.Ю. Хрусталеv [21] оценивали влияние санкций на стоимость финансирования предприятий в России на основе построения модифицированного индекса интенсивности санкций. В.П. Битков, К.Е. Мануйлов [22] выявили, что рынок IPO российских компаний сильно изменился с точки зрения географической структуры и существенно уменьшился по объему. При общем снижении числа сделок по первичному размещению акций имели место единичные примеры (выход En+ Group на Лондонскую биржу в 2017 г. и привлечение средств на сумму более 1 млрд долл.).

М.В. Петров [23] изучал способы финансирования российских компаний в условиях снижения притока иностранного капитала в период 2014–2017 гг. Автор утверждает, что основным источником финансирования в сложившейся ситуации является банковское кредитование экономики, расширение практики ГЧП в финансово-банковской сфере.

Влияние санкций на практику корпоративного управления с точки зрения раскрытия информации рассмотрены в работе Б.С. Батаева, И.Н. Ткаченко [24].

Однако в большинстве перечисленных российских публикаций не был рассмотрен вопрос влияния нестабильности финансового рынка в условиях санкций и пандемии на обратный выкуп, а также на корпоративное управление и на интересы стейкхолдеров. В российском исследовательском поле байбэки, как правило, рассматривается сугубо с «технической» стороны.

## Методы исследования

Методика исследования заключалась в тестировании трех гипотез:

- первая гипотеза (H1): в условиях санкций, спровоцировавших падение финансового рынка, снижается привлекательность первичного размещения ценных бумаг;
- вторая гипотеза (H2): в условиях падения рынка, вызванного пандемией и угрозой мировой рецессии, компании проводят обратный выкуп акций для поддержания стоимости акций;
- третья гипотеза (H3): регуляторная нормативно-правовая база является важным катализатором проведения обратных выкупов, что свидетельствует о росте качества корпоративного управления. Влияние широкого круга стейкхолдеров на принятие решений советами директоров российских компаний о проведении обратных выкупов акций отсутствует.

На первом этапе исследования был проведен анализ динамики размещений акций российскими компаниями на ММВБ-РТС за последние годы, а также анализ объемов обратного выкупа акций.

На втором этапе проводился поиск компаний, проводивших обратный выкуп акций и изучение причин выкупа. Сделки по выкупу акций у акционеров и делистинги — это корпоративное событие, общая статистика по рынку ММВБ-РТС не ведется. Установливались причины байбэков и делистинга путем обобщения и систематизации мнений экспертов, представленных в открытых источниках. В данном исследовании авторов интересовали сделки по выкупу акций, а не облигаций, поскольку они влекут за собой изменения в корпоративном управлении компании.

На третьем этапе проводился анализ изменений российской нормативно-правовой базы регулирования сферы обратного выкупа, связанных с распространением коронавируса COVID-19, и сравнение с практикой США. Проводилось сравнение риторики о проведении байбэков в интересах широкого круга стейкхолдеров за рубежом и в России.

## Результаты исследования

### Активность по размещению акций на российском фондовом рынке

Анализ динамики размещений акций российскими компаниями показал, что выкуп акций как инструмент поддержания стоимости акций получил распространение в России в период кризиса 2008 г. В тот период выкуп акций провели четыре крупные компании — «ГМК Норильский никель», «Северсталь», «Вимм-Билль-Данн» и Sollers. АО «ГМК Норникель» в 2008 г. выкупило акции на 48,4 млрд руб. Еще одним крупным байбэком стал выкуп в 2016 г. ПАО «Полюс» собственных акций на сумму 261,68 млрд руб. После кризиса 2008 г. еще одна волна обратных выкупов акций была связана с введением санкций в 2014 г. Динамика капитализации российского фондового рынка, представленная в *табл. 1*, свидетельствует о том, что с введением санкций наблюдалась существенная недооценка российских акций.

В 2014, 2017 и 2020 гг. снижалась общая капитализация рынка акций (совокупность всех имеющихся на исследуемом рынке ценных бумаг). Так, в 2014 г. капитализация рынка по отношению к ВВП снизилась на 5,4%. В 2017 г. — на 5% по сравнению с 2016 г., достигнув 35,9 трлн руб. (или 39% ВВП). Однако 2018 и 2019 гг. были более удачными для российского фондового рынка. В конце 2019 г. капитализация достигла рекордных 49022 млрд руб. Но с распространением коронавирусной инфекции и введением самоизоляции капитализация существенно сократилась. В этот период наблюдается снижение количества эмитентов акций, допущенных к организованным торгам по группе Московская биржа (*табл. 2*).

Как следует из данных *табл. 2*, ежегодно снижается количество эмитентов акций, включая акции I и II уровней.

С введением санкций уменьшилось количество эмитентов, размещающих акции не только в России, но и за рубежом. Пик зарубежных IPO приходился на докризисные 2006–2007 гг. и 2011 г. С наступлением кризисных явлений 2014 г. ситуация изменилась. В 2017 г. было проведено порядка 10 IPO и SPO на российском и зарубежных фондовых рынках. Самым значимым первичным размещением акций в 2017 г. после ввода санкций на внешних рынках явилось размещение в Лондоне 18,8% акций компании En+ Group на 1,5 млрд долл. США. Самые значимые IPO в 2017 г. на Московской бирже провели ПАО «Детский мир» и ПАО «Обувь России».

В 2018 г. средства с помощью первичного размещения акций не привлекла ни одна российская компания. Значительное оживление на фондовом рынке наблюдалось в 2019 г., когда индексы демонстрировали положительную динамику. В этот период на ММВБ состоялось одно IPO и семь SPO, хотя о своих планах по размещению заявляли 15 российских компаний. Первичное размещение акций в 2019 г. провела компания IT-отрасли HeadHunter<sup>5</sup>.

### Обратный выкуп акций в период санкций и пандемии

По данным Московской биржи самые крупные программы обратного выкупа акций в 2018–2019 гг., а также в начале 2020 г. провели «Лукойл», «Роснефть», «Мегафон», «МТС», «Магнит» и пр. Эксперты предсказывали снижение тенденции к середине 2020 г., но обвал фондовых рынков с объявлением пандемии коронавируса внес свои коррективы. В 2020 г. несколько компаний использовали обратный выкуп акций для поддержки акций в период падения рынка (*табл. 3*).

Согласно данным *табл. 3* многие крупные компании в рассматриваемый период провели обратный выкуп акций. Среди них только ПАО «Мегафон» проводило обратный выкуп с целью ухода с рынка. ПАО «Новатэк» утвердило программу выкупа еще в 2019 г., но сделку по приобретению провело с 25 февраля по 13 марта на 6 821 720 бумаг, на общую сумму по экспертным оценкам 6,1 млрд руб. (эквивалентно 0,205% уставного капитала).

В условиях введения карантинных мер по всему миру и в России в феврале-марте многие компании, утвердившие ранее программы по обратному выкупу, воспользовавшись ситуацией, выкупили большие пакеты акций, чем планировалось ранее.

Некоторые компании, среди которых «Роснефть», «ГМК», «Детский мир», TCS Group, «ЛСР», приняли решение об обратном выкупе уже в период падения фондового рынка в марте 2020 г. Многие провели молниеносный выкуп. Так, Роснефть с 23 по 27 марта «выкупила на открытом рынке 4936260 собственных акций и 1 889 977 ГДР, общей суммой 25,7 млн долл. (около 2 млрд руб.), что соответствует 0,06% от устав-

<sup>5</sup> Официальный сайт Московской биржи. URL: <https://place.moex.com/analytics/news/silnyy-rynok-mozhet-sposobstvovat-dopolnitelnym-ipo-v-2020-godu> (дата обращения: 09.04.2020).

Таблица 1 / Table 1

**Капитализация рынка акций российских эмитентов на Московской бирже с 2013 по 2020 г. /  
Capitalization of the market for shares of Russian issuers on the Moscow Exchange since 2013 to 2020**

Период / Period / Year	Группа «Московская биржа», Фондовый рынок в млрд руб. / Moscow Exchange Group, Stock market, rub bln	ВВП, млрд руб. / GDP, rub bln	Капитализация / ВВП, % / Capitalization / GDP, %
2013	25 323,8	73 133,9	34,6
2014	23 155,6	79 199,7	29,2
2015	28 769,1	83 387,2	34,5
2016	37 822,8	85 917,8	44,0
2017	35 913,8	92 081,1	39,0
2018	40 000,0	103 626,6	38,6
2019	49 022,0	110 046,1	44,5
(на 12.03.2020 / as of 12.03.2020)	37 412,8	н/д / n/d	н/д / n/d

*Источник / Source:* составлено автором по данным Департамента листинга ММББ-ПТС и доклада «Российский фондовый рынок: 2017 г. События и факты». URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (дата обращения: 05.08.2020); данным о финансовых результатах Московской биржи за 2018–2019 гг. и марта 2020 г. / compiled by the author based on the MICEX-RTS Listing Department and the report “Russian stock market: 2017. Events and facts. URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (accessed on 05.08.2020); data on the financial results of the Moscow Exchange for 2018–2019 and March 2020.

Таблица 2 / Table 2

**Организованный рынок акций российских эмитентов по группе Московская биржа с 2013 по 2020 г. /  
Organized market for shares of Russian issuers in the Moscow Exchange group since 2013 to 2020**

Период / Period / Year	Количество эмитентов акций / Number of issuers of shares	Количества акций в котировальных списках (I и II уровней) / Number of shares in quotation lists (levels I and II)
2013	273	110
2014	254	106
2015	251	111
2016	242	108
2017	230	88
2018	221	81
2019 (на 01.10.2019)	213	72

*Источник / Source:* составлено авторами по: данным Департамента листинга ММББ-ПТС и доклада «Российский фондовый рынок: 2017 г. События и факты» URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (дата обращения: 05.08.2020); данным о финансовых результатах Московской биржи за 2018–2019 гг. и марта 2020 г. / compiled by the authors based on data from the MICEX-RTS Listing Department and the report “Russian Stock Market: 2017. Events and facts” URL: <https://naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017.pdf> (accessed on 05.08.2020); data on the financial results of the Moscow Exchange for 2018–2019 and March 2020.

Таблица 3 / Table 3

**Компании, проводившие обратный выкуп акций в 2018–2020 гг. /  
Companies that carried out share buyback in 2018–2020**

№ п/п	Наименование компании / Company name	Дата принятия решения / Decision date	Предполагаемая сумма Buyback в долл./руб. / Estimated Buyback in USD / rub.	Окончание проведения / Estimated end date
1	«МТС» / MTS	Июнь 2018 г. / Jun. 2018	30 млрд руб. / bln rub.	Июнь 2020 г. / June 2020
2	«Магнит» / Magnit	Сентябрь 2018 г. / Sept. 2018	22,2 млрд руб. / bln rub.	До марта 2019 г. / Up to March 2019
3	«Лента» / Lenta	Октябрь 2018 г. / Oct. 2018	До 11,6 млрд руб. / Up to 11,6 bln rub.	До октября 2019 г. / Up to October 2019
4	«ТМК» / ТМК	Сентябрь 2018 г. / Sept. 2018	30 млн долл. / mln USD	До конца 2019 г. / Up to the end of 2019
5	«Обувь России» / Shoes of Russia	Октябрь 2018 г. / Oct. 2018	900 млн руб. / mln rub.	До конца 2019 г. / Up to the end of 2019
6	«САФМАР финансовые инвестиции» (СФИ) / SAFMAR financial investments (SFI)	Ноябрь 2018 г. / Nov. 2018	6 млрд руб.* / bln rub.*	Ноябрь 2021 г. / Nov. 2021
7	«Лукойл» / Lukoil	Октябрь 2019 г. / Oct. 2019	3 млрд долл. / bln USD	До конца 2022 г. / Up to the end of 2022
8	«Новатэк» / Novatek	Май 2019 г. / May 2019	600 млн долл. / mln USD	До июня 2029 г. / Up to June 2029
9	«Транснефть» / Transneft	Июнь 2019 г. / Jun. 2019	До 20 млрд руб. / Up to 20 bln rub.	До 2022 г. / Up to 2022
10	«Мегафон» / Megafon	Август 2018 г. / Aug. 2018	1,1 млрд долл. / bln USD	Май 2019 / May 2020
11	«Яндекс» / Yandex	Ноябрь 2019 / Nov. 2019	До 300 млн долл. / Up to 300 mln USD	Ноябрь 2020 г. / Nov. 2020
12	АФК «Система» / Sistema PJSC	Сентябрь 2019 г. / Sept. 2019	До 3 млрд руб. / Up to 3 bln rub.	Продлена в феврале 2020 до 31.12.2020 / Extended in February 2020 until 31.12.2020
<b>Выкупы в период резкого падения рынка февраль-март 2020 г. / Buybacks during a sharp market fall in February-March 2020</b>				
13	«Роснефть» / Rosneft	Март 2020 г. / Mar. 2020	До 2 млрд долл. / Up to 2 bln USD	До конца 2020 г. / Up to the end of 2020
14	TCS Group	11.03.2020	10,65 млн долл. / mln USD	До 31 марта 2020 г. / Up to 31st of Mar. 2020
15	«Детский мир» / “Detskiy Mir”	Март 2020 г. / Mar. 2020	90 млн руб. / mln rub.	18.03.2020
16	«МТС»** / MTS	Март 2020 г. / Mar. 2020	15 млрд руб. / bln rub.	До конца 2020 г. / Up to the end of 2019
17	«ТМК»*** / ТМК***	Апрель 2020 г. / Apr. 2020	Не обозначена / Not indicated	Не обозначено / Not indicated
18	«ЛСР»*** / LSR***	Апрель 2020 г. / Apr. 2020	До 5 млрд руб. / bln rub.	Не обозначено / Not indicated

*Источник / Source:* составлено авторами по данным корпоративных сайтов / compiled by the authors based on data from corporate sites.  
*Примечание / Note:* \* – планы по объемам предполагаемого buyback компания не раскрывает. По оценкам экспертов Московской биржи, это может быть до 20 млрд руб.; \*\* – основным акционером компании является АФК «Система», доля в капитале МСТ с учетом косвенного владения составляет 50,007%; \*\*\* – компания приняла решение, но выкуп пока не проводила / \* – the company does not disclose plans for the volume of the proposed buyback. According to experts from the Moscow Exchange, this could be up to 20 bln rub.; \*\* – the main shareholder of the company is AFK Sistema, the share in the capital of MST including indirect ownership is 50.007%; \*\*\* – the company has made a decision, but has not yet carried out the buyback.

ного капитала<sup>6</sup>. Компания «Детский мир» приобрела 18 марта в рамках buyback 1 212 210 акций компании, на сумму, примерно равную 90 млн руб. (эквивалентно 0,16% уставного капитала). Компания TCS Group с 12 по 15 марта приобрела 650 тыс. депозитарных расписок (Global Depositary Receipt — GDR), что соответствует примерно 673,2 млн руб.

Часть компаний на время подготовки статьи только приняли решения о проведении обратного выкупа в 2020 г., но его еще не провели.

### Регулирование обратных выкупов акций в период пандемии

Отношение к обратному выкупу с точки зрения регулирования рынка и стратегического развития компаний неоднозначно и порождает дискуссию за рубежом и в России.

Процедура выкупа (принятие решения собранием акционеров, установление цены выкупа советом директоров, стоимость выкупа) регулируется положениями ст. 75 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». Цена выкупа акций ПАО не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев, предшествующих дате принятия решения о проведении общего собрания акционеров, в повестку дня которого включены вопросы, голосование по которым может повлечь возникновение права требовать выкупа обществом акций.

Решение о проведении обратного выкупа акций согласно законодательству Российской Федерации принимается советом директоров компании (если объем выкупаемых акций составляет до 10% акций) и общим собранием акционеров (при сделке размером до 25% акций). Обратный выкуп проводится при уменьшении уставного капитала, в случае реорганизации компании (например, при переводе компании в непубличный статус), по требованию владельца более 95% акций к миноритарным держателям ценных бумаг.

В кризис 2020 г. власти России пошли на упрощение процедуры проведения обратного выкупа акций. Банк России выступил с изменением процедуры, а Госдума Федерального собрания Российской Федерации 31 марта одобрила законопроект, согласно которому компания при проведении выкупа в 2020 г. может не

раскрывать сообщение о существенном факте, а проинформировать Банк России о намерении купить акции с приложением документов, подтверждающих соблюдение условий для упрощенного buyback. Условиями проведения сделок по новой облегченной процедуре являются: снижение основного фондового индекса на 20% и на 20% и более средневзвешенной цены акций за любые три месяца начиная с 01.03.2020, по сравнению со средневзвешенной ценой таких акций за три месяца начиная с 01.10.2019<sup>7</sup> [25].

Согласно нововведениям для проведения buyback по упрощенной процедуре решение должен одобрить совет директоров, он определяет типы приобретаемых акций, количество и срок проведения сделки (не позже конца 2020 г.). Однако для кредитных учреждений 09.04.2020 Банком России были сделаны рекомендации не выплачивать дивиденды и прекратить программы обратного выкупа. С этой целью ЦБ РФ рекомендовал проводить годовые общие собрания акционеров кредитным учреждениям не в заочной форме, как было разрешено ранее, а перенести на конец лета — начало осени (срок проведения годовых собраний акционеров перенесен с 30 июня на 30 сентября). За это время компании должны оценить свои возможности направления прибыли на дивиденды с учетом интересов не только акционеров, но и других стейкхолдеров (заемщиков, кредиторов и пр.).

С одной стороны, аналогичные меры по облегчению сделок по обратному выкупу компаниями своих акций принимались за рубежом в сложные периоды в экономике для поддержания фондового рынка. Так, власти США упростили правила выкупа после теракта 11.09.2001. В период мирового финансового кризиса 2008 г. власти Китая смягчили порядок проведения выкупа акций листингуемых компаний. Процедуру сократили до уведомления компаниями о своих намерениях специально созданной государственной комиссии по регулированию рынка ценных бумаг. Компаниям не нужно было ожидать согласования со стороны регулирующих органов.

С другой стороны, имеют место и ограничения сделок по байбэкам с учетом интересов стейкхолдеров. В законодательстве о коронавирусе, принятом Конгрессом США в конце марта 2020 г., предусмотрено, что компании, получающие федеральные деньги, не могут проводить выкуп собственных акций до того,

<sup>6</sup> Центр раскрытия корпоративной информации. URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=LiB6L8Q9YEiRG5U5IRMtog-B-B&attempt=1> (дата обращения: 10.07.2020).

<sup>7</sup> ЦБ упростит процедуру buyback и даст эмитентам поправки в раскрытии. Интерфакс. URL: <https://www.interfax.ru/russia/700139> (дата обращения: 10.07.2020).

пока не вернут средства. Таким образом, отказ от обратного выкупа акций обозначен как условие получения федеральных денег компаниям на поддержку. Данное положение явилось самым значительным в корпоративном законодательстве начиная с 1980-х гг., когда получила широкое распространение практика обратного выкупа. Американские компании авиационной отрасли Delta и United, обратившиеся с просьбой о поддержке, приостановили свои выкупы, а руководители авиакомпаний взяли на себя обязательство приостановить выкупы в течение срока действия федеральных займов, которые они планируют получить. В марте месяце 2020 г. против выплаты дивидендов во время кризиса призвал Европейский центральный банк и Банк Англии. Европейская банковская федерация (European Banking Federation) в это же время выступила с призывом отменить выплату дивидендов и выкупы акций на период всего 2020 г.

## Выводы

Таким образом, первая гипотеза подтвердилась частично. Было установлено, что на российском рынке в период санкций лишь незначительная доля компании провела IPO. Часть компаний проводили делистинг и ушли с рынка. Долговое финансирование в это период преобладало. Рассмотренные факты подтверждают предположение М.В. Петрова [23], что в сложившихся условиях главным источником ресурсов для российских компаний станут банковские кредиты, а не публичные размещения акций и облигаций.

Подтвердилась вторая гипотеза о том, что в условиях падения рынка российские компании, как и их зарубежные коллеги, проводят обратный выкуп и отдают деньги акционерам. Данные большинства российских компаний тому подтверждение.

Третья гипотеза о том, что на активность компаний по обратному выкупу акций влияет регуляторная база, также подтвердилась. Было установлено, что в начале года Банком России были приняты меры по ускоренному проведению обратных выкупов.

Что касается учета интересов широкого круга стейкхолдеров при принятии решений о проведении программ по обратному выкупу, то ответ на этот вопрос можно получить лишь косвенно. Исходя из экспертной риторики и анализа публикаций российских экспертов, можно сделать вывод, что ввиду слабости стейкхолдеров их интересы при принятии решений о проведении обратного выкупа акций не рассматриваются.

В целом можно констатировать, что в российском исследовательском поле «обратный выкуп акций», как правило, рассматривается в большей мере со стороны корпоративных финансов, вне контекста корпоративного управления и тем более вне отношений со стейкхолдерами. Это можно объяснить периферийностью российской экономики по отношению к развитым странам, отсутствием стейкхолдеров (за исключением акционеров, причем мажоритарных), которые реально могли бы влиять на принятие решений об обратном выкупе акций. Это совпадает с выводами И.В. Беликова, который отмечал, что кроме государства остальные стейкхолдеры российских компаний являются таковыми «номинально», так как не имеют возможностей воздействия на крупный бизнес [26, с. 233].

Таким образом, результаты исследования подтверждают, что в условиях санкционного давления, а также в условиях падения рынка размещения начинают терять свою привлекательность. В этих условиях компании наращивают долговую нагрузку. Для поддержания стоимости акций российскими компаниями активно применяются программы обратного выкупа.

За рубежом из-за угрозы рецессии в этот период обратный выкуп потерял свою популярность в связи с регуляторными ограничениями. В России ограничения на выплату дивидендов и обратный выкуп пока касаются только учреждений банковской сферы.

Статистика по проведению байбэков позволяет утверждать, что в России преобладает подход к обратным выкупам с точки зрения акционеров, а не с точки зрения заинтересованных лиц. Развернется ли дискуссия об оправданности и справедливости обратных выкупов, будут ли ограничения на выплату опционов и вознаграждений, на само проведение обратного выкупа; какое влияние пандемия и рецессия окажут на корпоративное управление; будут ли реально учитываться интересы стейкхолдеров, покажет время.

Дальнейшие исследования могут быть посвящены следующим аспектам:

- взаимосвязи обратных выкупов с вознаграждениями топ-менеджмента;
- связи buyback с господдержкой, правомерности и этичности получения опционов топ-менеджментом в компаниях, получивших господдержку;
- эффективности мер в виде отмены выплаты дивидендов и выкупов акций;
- последствиям для экономики от массового возврата денег компаниями своим акционерам путем проведения buyback.

**СПИСОК ИСТОЧНИКОВ**

1. Dawid H., Harting P., van der Hoog S. Manager remuneration, share buybacks, and firm performance. *Industrial and Corporate Change*. 2019;28(3):681–706. DOI: 10.1093/icc/dty073
2. Manconi A., Peyer U., Vermaelen T. Buybacks around the world. ECGI Finance Working Paper. 2014;(436). URL: [http://www.shareholderforum.com/wag/Library/20140800\\_Manconi-Peyer-Vermaelen.pdf](http://www.shareholderforum.com/wag/Library/20140800_Manconi-Peyer-Vermaelen.pdf) (дата обращения: 05.08.2020).
3. Manconi A., Peyer U., Vermaelen T. Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2019;54(5):1899–1935. DOI: 10.1017/S0022109018000984
4. Gruber J.W., Kamin S.B. Corporate buybacks and capital investment: An international perspective. IFDP Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System. Apr. 11, 2017. DOI: 10.17016/2573–2129.30
5. Lazonick W. Buybacks: From basics to politics. The Academic-Industry Research Network. AIR Special Report. 2015. URL: <http://www.theairnet.org/v3/backbone/uploads/2015/08/Lazonick-Buybacks-Basics-to-Politics-20150819.pdf> (дата обращения: 05.08.2020).
6. Koller T. Are share buybacks jeopardizing future growth? McKinsey & Company. Oct., 2015. URL: <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2015/10/mckinsey-us-are-share-buybacks-jeopardizing-future-growth.pdf> (дата обращения: 05.08.2020).
7. Vermaelen T. Share repurchases. Hanover, MA: Now Publishes Inc.; 2005. 116 p. (Foundation and Trends in Finance Series).
8. Chandren S., Ahmad Z., Ali R. The impact of accretive share buyback on long-term firm performance. *International Journal of Economics and Management*. 2017;11(1):49–66. URL: [http://www.ijem.upm.edu.my/vol11no1/\(4\)-Paper%2004%20Final-IJEM%2011\(1\),2017\\_The%20Impact%20of%20Accretive...pdf](http://www.ijem.upm.edu.my/vol11no1/(4)-Paper%2004%20Final-IJEM%2011(1),2017_The%20Impact%20of%20Accretive...pdf) (дата обращения: 05.08.2020).
9. Oreng M., Saito R., Silva V.A.B. Bank responses to corporate reorganization: Evidence from an emerging economy. *BAR — Brazilian Administration Review*. 2019;16(1): e180053. DOI: 10.1590/1807–7692bar2019180053
10. Benton R.A., Cobb J.A. Eyes on the horizon? Fragmented elites and the short-term focus of the American corporation. *American Journal of Sociology*. 2019;124(6):1631–1684. DOI: 10.1086/702916
11. Palladino L. Do corporate insiders use stock buybacks for personal gain? *International Review of Applied Economics*. 2020;34(2):152–174. DOI: 10.1080/02692171.2019.1707787
12. Tkachenko I., Pervukhina I. Stakeholder value assessment: Attaining company-stakeholder relationship synergy. In: Aluchna M., Idowu S.O., Tkachenko I., eds. *Corporate governance in Central Europe and Russia*. Cham: Springer Nature Switzerland AG; 2020:89–105. DOI: 10.1007/978–3–030–39504–9\_1
13. Осколкова М.А., Паршаков П.А., Яковлева А.М. Поведенческие аспекты формирования структуры капитала компании. *Финансы и кредит*. 2012;(12):47–56.
14. Задорожная А.Н. Практика обратного выкупа акций российскими компаниями. *Дейджест-Финансы*. 2019;24(3):349–364. DOI: 10.24891/df.24.3.349
15. Пономарева С.В., Железнова И.В. Особенности проведения обратного выкупа акций компаниями в России. *Вестник Пермского национального исследовательского политехнического университета. Социально-экономические науки*. 2017;(2):165–178. DOI: 10.15593/2224–9354/2017.2.13
16. Пономарева С.В., Железнова И.В. Развитие внутрифирменного планирования собственного капитала промышленного предприятия. *Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. Серия: Социальные науки*. 2018;(2):7–15.
17. Железнова И.В. Динамическая модель цены на акцию при проведении обратного выкупа акций. *Вестник Пермского национального исследовательского политехнического университета. Социально-экономические науки*. 2017;(3):223–240. DOI: 10.15593/2224–9354/2017.3.19
18. Гурвич Е.Т., Прилепский И.В. Влияние финансовых санкций на российскую экономику. *Вопросы экономики*. 2016;(1):5–35. DOI: 10.32609/0042–8736–2016–1–5–35
19. Domańska M., Kardaś S. The consequences of the Western financial sanctions on the Russian economy. *OSW Commentary*. 2016;(203). URL: [https://www.files.ethz.ch/isn/196659/commentary\\_203.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/196659/commentary_203.pdf) (дата обращения: 05.08.2020).

20. Нуреев Р.М., Бусыгин Е.Г. Экономические санкции Запада и российские антисанкции: успех или провал? *Журнал институциональных исследований*. 2016;8(4):6–27. DOI: 10.17835/2076–6297.2016.8.4.006–027
21. Омельченко А.Н., Хрусталева Е.Ю. Модель индекса интенсивности санкций (на примере России). *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2018;14(1):62–77. DOI: 10.24891/ni.14.1.62
22. Битков В.П., Мануйлов К.Е. Влияние санкций на финансовый рынок России. *Проблемы национальной стратегии*. 2018;(3):137–155.
23. Петров М.В. Финансирование компаний в условиях замедления экономики и санкций. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(3):84–99. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–84–99
24. Bataeva B.S., Tkachenko I.N. Transparency of Russian companies and their activity decrease in the financial markets. In: 2<sup>nd</sup> Int. sci. conf. GCPMED2019 “Global challenges and prospects of the modern economic development” (Samara, Nov. 7–8, 2019). Samara: Samara State University of Economics; 2019:1474–1481. DOI: 10.15405/epsbs.2020.03.212
25. Батаева Б.С. Развитие корпоративного управления с помощью сервисов электронного голосования. *Управленческие науки*. 2020;10(2):74–87. DOI: 10.26794/2404–022X-2020–10–2–74–87
26. Беликов И. Совет директоров компании: новый подход. М.: ДеЛибри; 2019. 506 с.

## REFERENCES

1. Dawid H., Harting P., van der Hoog S. Manager remuneration, share buybacks, and firm performance. *Industrial and Corporate Change*. 2019;28(3):681–706. DOI: 10.1093/icc/dty073
2. Manconi A., Peyer U., Vermaelen T. Buybacks around the world. ECGI Finance Working Paper. 2014;(436). URL: [http://www.shareholderforum.com/wag/Library/20140800\\_Manconi-Peyer-Vermaelen.pdf](http://www.shareholderforum.com/wag/Library/20140800_Manconi-Peyer-Vermaelen.pdf) (accessed on 05.08.2020).
3. Manconi A., Peyer U., Vermaelen T. Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2019;54(5):1899–1935. DOI: 10.1017/S0022109018000984
4. Gruber J.W., Kamin S.B. Corporate buybacks and capital Investment: An international perspective. IFDP Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System. Apr. 11, 2017. DOI: 10.17016/2573–2129.30
5. Lazonick W. Buybacks: From basics to politics. The Academic-Industry Research Network. AIR Special Report. 2015. URL: <http://www.theairnet.org/v3/backbone/uploads/2015/08/Lazonick-Buybacks-Basics-to-Politics-20150819.pdf> (accessed on 05.08.2020).
6. Koller T. Are share buybacks jeopardizing future growth? McKinsey & Company. Oct., 2015. URL: <https://thenextrecession.files.wordpress.com/2015/10/mckinsey-us-are-share-buybacks-jeopardizing-future-growth.pdf> (accessed on 05.08.2020).
7. Vermaelen T. Share repurchases. Hanover, MA: Now Publishes Inc.; 2005. 116 p. (Foundation and Trends in Finance Series).
8. Chandren S., Ahmad Z., Ali R. The impact of accretive share buyback on long-term firm performance. *International Journal of Economics and Management*. 2017;11(1):49–66. URL: [http://www.ijem.upm.edu.my/vol11no1/\(4\)-Paper%2004%20Final-IJEM%2011\(1\),2017\\_The%20Impact%20of%20Accretive...pdf](http://www.ijem.upm.edu.my/vol11no1/(4)-Paper%2004%20Final-IJEM%2011(1),2017_The%20Impact%20of%20Accretive...pdf) (accessed on 05.08.2020).
9. Oreng M., Saito R., Silva V.A.B. Bank responses to corporate reorganization: Evidence from an emerging economy. *BAR – Brazilian Administration Review*. 2019;16(1): e180053. DOI: 10.1590/1807–7692bar2019180053
10. Benton R.A., Cobb J.A. Eyes on the horizon? Fragmented elites and the short-term focus of the American corporation. *American Journal of Sociology*. 2019;124(6):1631–1684. DOI: 10.1086/702916
11. Palladino L. Do corporate insiders use stock buybacks for personal gain? *International Review of Applied Economics*. 2020;34(2):152–174. DOI: 10.1080/02692171.2019.1707787
12. Tkachenko I., Pervukhina I. Stakeholder value assessment: Attaining company-stakeholder relationship synergy. In: Aluchna M., Idowu S.O., Tkachenko I., eds. Corporate governance in Central Europe and Russia. Cham: Springer Nature Switzerland AG; 2020:89–105. DOI: 10.1007/978–3–030–39504–9\_1
13. Oskolkova M.A., Parshakov P.A., Yakovleva A.M. Behavioral aspects of the formation of the company’s capital structure. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2012;(12):47–56. (In Russ.).
14. Zadorozhnaya A.N. The practice of share buyback by Russian companies. *Daidzhest-Finansy = Digest Finance*. 2019;24(3):349–364. (In Russ.). DOI: 10.24891/df.24.3.349

15. Ponomareva S.V., Zheleznova I.V. Features of share buybacks in Russia. *Vestnik Permskogo natsional'nogo issledovatel'skogo politekhnicheskogo universiteta. Sotsial'no-ekonomicheskie nauki = PNRPU Sociology and Economics Bulletin*. 2017;(2):165–178. (In Russ.). DOI: 10.15593/2224–9354/2017.2.13
16. Ponomareva S.V., Zheleznova I.V. Development of intra-company planning of equity capital of an industrial enterprise. *Vestnik Nizhegorodskogo universiteta im. N.I. Lobachevskogo. Seriya: Sotsial'nye nauki = Vestnik of Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod. Series: Social Sciences*. 2018;(2):7–15. (In Russ.).
17. Zheleznova I.V. Dynamic model of the share price during the share buyback. *Vestnik Permskogo natsional'nogo issledovatel'skogo politekhnicheskogo universiteta. Sotsial'no-ekonomicheskie nauki = PNRPU Sociology and Economics Bulletin*. 2017;(3):223–240. (In Russ.). DOI: 10.15593/2224–9354/2017.3.19
18. Gurvich E. T., Prilepskii I. V. The impact of financial sanctions on the Russian economy. *Voprosy Ekonomiki*. 2016;(1):5–35. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2016–1–5–35
19. Domańska M., Kardaś S. The consequences of the Western financial sanctions on the Russian economy. *OSW Commentary*. 2016;(203). URL: [https://www.files.ethz.ch/isn/196659/commentary\\_203.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/196659/commentary_203.pdf) (accessed on 05.08.2020).
20. Nureev R.M., Busygin E. G. Western economic sanctions and Russian anti-sanctions: Success or failure? *Zhurnal institutsional'nykh issledovaniy = Journal of Institutional Studies*. 2016;8(4):6–27. (In Russ.). DOI: 10.17835/2076–6297.2016.8.4.006–027
21. Omel'chenko A.N., Khrustalev E. Yu. The model of sanction intensity index: Evidence from Russia. *Natsional'nye interesy: priority i bezopasnost' = National Interests: Priorities and Security*. 2018;14(1):62–77. (In Russ.). DOI: 10.24891/ni.14.1.62
22. Bitkov V.P., Manuilov K.E. The impact of sanctions on the Russian financial market. *Problemy natsional'noi strategii = National Strategy Issues*. 2018;(3):137–155. (In Russ.).
23. Petrov M.V. Financing companies in the context of economic slowdown and sanctions. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):84–99. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–84–99
24. Bataeva B. S., Tkachenko I.N. Transparency of Russian companies and their activity decrease in the financial markets. In: 2<sup>nd</sup> Int. sci. conf. GCPMED2019 “Global challenges and prospects of the modern economic development” (Samara, Nov. 7–8, 2019). Samara: Samara State University of Economics; 2019:1474–1481. DOI: 10.15405/epsbs.2020.03.212
25. Bataeva B.S. Corporate governance development with e-voting services. *Upravlencheskie nauki = Management Sciences in Russia*. 2020;10(2):74–87. (In Russ.). DOI: 10.26794/2404–022X-2020–10–2–74–87
26. Belikov I. Board of directors of the company: A new approach. Moscow: De'Libri; 2019. 506 с. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Ирина Николаевна Ткаченко** — доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой экономической теории и корпоративного управления, Уральский государственный экономический университет, Екатеринбург, Россия  
tkachenko@usue.ru

**Бэла Саидовна Батаева** — доктор экономических наук, доцент, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия  
BBataeva@fa.ru

## ABOUT THE AUTHORS

**Irina N. Tkachenko** — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Head of the Department of Economic Theory, Ural State University of Economics, Yekaterinburg, Russia

**Bela S. Bataeva** — Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor, Professor of the Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University, Moscow, Russia  
BBataeva@fa.ru

*Статья поступила в редакцию 20.09.2020; после рецензирования 10.10.2020; принята к публикации 27.11.2020.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 20.09.2020; revised on 10.10.2020 and accepted for publication on 27.11.2020.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*