

УДК 336.761

Приходченко Всеволод Алексеевич, аспирант РЭУ им Г.В. Плеханова, РФ,
г.Москва

АНАЛИЗ ПРИЧИН НИЗКОЙ АКТИВНОСТИ ОБРАТНОГО ВЫКУПА АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Аннотация

В статье проводится анализ факторов, ограничивающих использование механизма обратного выкупа акций (байбэка) российскими публичными компаниями. Несмотря на стратегические цели государства по повышению капитализации фондового рынка до 66% от ВВП к 2030 году, активность эмитентов в сфере байбэков остается на низком уровне. Автор детально рассматривает влияние жесткой денежно-кредитной политики, конкуренцию с консервативными финансовыми инструментами, а также геополитические и инфраструктурные барьеры. В работе обосновывается тезис о том, что текущая экономическая среда создает стимулы для накопления ликвидности, а не для управления акционерной стоимостью через выкуп бумаг.

Abstract

The article provides a deep analysis of the factors limiting the use of the share buyback mechanism by Russian public companies. Despite the state's strategic goals to increase the stock market capitalization to 66% of GDP by 2030, the activity of issuers in the field of buybacks remains at a low level. The author examines in detail the impact of tight monetary policy, competition with conservative financial instruments, as well as geopolitical and infrastructural barriers. The paper substantiates the thesis that the current economic environment creates incentives for accumulating liquidity rather than managing shareholder value through share buybacks.

Ключевые слова: Обратный выкуп акций, байбэк, российский фондовый рынок, денежно-кредитная политика, ключевая ставка, капитализация, инвестиционная привлекательность.

Keywords: Share buyback, buyback, Russian stock market, monetary policy, key rate, capitalization, investment attractiveness.

Введение

Развитие российского фондового рынка на современном этапе характеризуется поиском новых драйверов роста в условиях существенных внешних ограничений. Согласно Указу Президента РФ № 309[2], перед экономикой стоит амбициозная цель: достижение уровня капитализации фондового рынка не менее 66% от ВВП к 2030 году. Традиционно в мировой практике одним из наиболее эффективных инструментов поддержания котировок и управления рыночной стоимостью компании является обратный выкуп акций (байбэк).

В развитых экономиках, в частности в США, байбэк часто превосходит дивидендные выплаты по объемам распределяемого капитала. В западной финансовой литературе это объясняется тем, что обратный выкуп позволяет компаниям более гибко управлять избыточной ликвидностью и сигнализировать рынку о недооцененности активов, не создавая долгосрочных ожиданий по фиксированным выплатам, как в случае с дивидендами [6]. Однако в российской практике данный инструмент используется точечно и зачастую преследует специфические цели, не связанные с классическим «сигнализированием» рынку о недооцененности компании. Целью данной статьи является выявление и систематизация причин, препятствующих массовому применению байбэков российскими эмитентами в период 2024–2026 гг.

Теоретические аспекты байбэка как инструмента управления стоимостью

Механизм обратного выкупа подразумевает приобретение компанией собственных акций на открытом рынке или через тендерное предложение. Согласно ФЗ «Об акционерных обществах»[5], выкупленные акции переходят в категорию казначейских, не обладают правом голоса и не участвуют в распределении прибыли.

Основной экономический эффект байбэка заключается в сокращении количества акций в обращении. При неизменном уровне чистой прибыли это приводит к росту показателя прибыли на одну акцию (EPS), что теоретически должно стимулировать рост котировок. Однако, стоит отметить, что байбэк напрямую снижает рыночную стоимость компаний. Иными словами, капитализация падает на объем выкупа, поскольку акций в обращении становится меньше, а цена остается прежней.

Положительный эффект байбэка ощущается в том случае, если котировки вырастают на соответствующий процент выкупа. На российском рынке акций ввиду отсутствия активности по обратному выкупу реакция зачастую представляет собой спекулятивный и краткосрочный характер. В условиях высокой волатильности российского рынка такая динамика не всегда гарантирована, что делает байбэк рискованным инструментом для эмитента.

Макроэкономические барьеры и влияние денежно-кредитной политики

Ключевым фактором, сдерживающим активность байбэков в России, является длительный период жесткой денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России. Высокая ключевая ставка оказывает двойное негативное влияние на рынок обратного выкупа:

1. **Рост альтернативных издержек.** Когда безрисковые ставки по депозитам и облигациям (ОФЗ) находятся на двузначных уровнях (13-20% и выше) компаниям становится экономически невыгодно направлять свободный денежный поток (FCF) на выкуп акций, дивидендная доходность которых часто ниже. Крупные эмитенты предпочитают размещать ликвидность на депозитах, получая гарантированный процентный доход, который помогает поддерживать операционную устойчивость в условиях инфляционного давления. Такие финансовые меры носят эффективный характер, поскольку в период жесткой ДКП компании способны получать процентные доходы, соразмерные с операционной прибылью. В качестве примеров, можно привести кейсы «Интер РАО» и «Сургутнефтегаза», которые за счет размещения денежных средств на депозитах смогли заработать дополнительные доходы. Так, финансовые доходы группы «Интер РАО» за 2025 г., которые отражены в отчете о финансовых результатах, составили 82% от операционной прибыли. Кейс «Сургутнефтегаза» выбивается из общей выборки, поскольку проценты по рублевым и иным валютным депозитам по объему превосходят операционную прибыль всей группы.

2. **Стоимость обслуживания долга.** Многие российские компании имеют значительную долговую нагрузку. В условиях дорогого фондирования приоритетом становится погашение кредитов и облигационных займов, а не распределение избыточного кэша среди акционеров через байбэк.

Кроме того, правила обращения бумаг на рынке, установленные ФЗ «О рынке ценных бумаг» [3], накладывают дополнительные обязательства на компании при совершении таких сделок

Конкуренция с консервативными инструментами и «дивидендная культура»

Российский фондовый рынок исторически формировался как рынок «дивидендных историй». Частные инвесторы, которые на текущий момент обеспечивают более 75% торгового оборота, ориентированы, прежде всего, на компании, которые стабильно выплачивают дивиденды.

Байбэк воспринимается массовым инвестором как менее прозрачный и понятный механизм вознаграждения. В отличие от дивидендов, эффект от которых виден сразу на брокерском счете, эффект от байбэка «размыт» в рыночной цене и может быть нивелирован общим падением рынка. В результате компании, опасаясь снижения лояльности розничных инвесторов и падения инвестиционной привлекательности, отдают предпочтение прямым выплатам. Таким образом, сложившаяся «дивидендная культура» выступает мощным психологическим и рыночным барьером для развития программ обратного выкупа. Отечественные исследователи подчеркивают, что на российском рынке предпочтение дивидендам отдается из-за высокой доли розничных инвесторов, для которых регулярный денежный поток является критическим фактором при выборе акций [1].

Тем не менее, реальный эффект от байбэка ощутим еще более значимо, если обратиться к дивидендным расчетам. Смоделируем ситуацию со следующими вводными данными:

- Публичное акционерное общество за 2025 г. заработало 250 млрд руб. чистой прибыли. Согласно дивидендной политике, 50% от чистой прибыли выплачивается в виде дивидендов
- Акций в обращении – 300 млн шт.
- Цена акции на бирже – 7500 руб.

В случае, если компания распределит 50% от прибыли на дивиденды, то выплата составит 417 руб./акция с доходностью 5,6%. Представим ситуацию, при которой компания решается выкупить с рынка 100 млн акций, тем самым сократив их общее количество до 200 млн шт.

В таком случае важно отметить, что за счет снижения количества акций в обращении дивиденд на одну бумагу возрастает. При аналогичной прибыли и доле распределения дивиденд составит уже 625 руб./акция с текущей доходностью 8,3%. Увеличения показателя dividend per share(DPS) положительным образом сказывается на инвестиционной привлекательности компании.

Аналогичным образом положительный эффект получают и мультипликаторы компании, которые позволяют оценить акции с точки зрения стоимостного инвестирования. При аналогичных вводных, мы имеем, что мультипликатор Price to Earnings(P/E) компании до проведения байбэка составляет 9,0х. После проведения байбэка мультипликатор P/E снижается до 6,0х. Таким образом, компания оценена уже на в 9 годовых прибылей, а в 6. «Переворот» мультипликаторов крайне оптимистично воспринимается участниками рынка.

Геополитика и инфраструктурные ограничения

События 2022 года и последующее санкционное давление кардинально изменили ландшафт российского рынка капитала. Геополитический фактор стал определяющим в характере проводимых байбэков.

В период 2023–2025 гг. большинство крупных кейсов по выкупу акций («Магнит», «Полус» и др.) носили не рыночный, а вынужденный характер. Основной целью этих программ был выкуп долей у нерезидентов из «недружественных» юрисдикций с существенным дисконтом (не менее 50% от рыночной стоимости).

Однако даже такие операции сталкиваются с серьезными инфраструктурными барьерами:

- Необходимость получения разрешений от Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций. Опыт компании «ЛУКОЙЛ» показывает, что процесс согласования может затягиваться на годы, что делает инструмент байбэка труднопрогнозируемым.
- Сложности во взаимодействии с международными депозитариями (Euroclear, Clearstream), что затрудняет техническое исполнение сделок с иностранными держателями акций.
- Риск блокировки активов и неопределенность статуса казначейских акций, полученных в результате таких выкупов.

Перспективы байбэка в контексте Стратегии-2030

Для достижения целевого показателя капитализации в 66% ВВП российскому рынку необходима масштабная переоценка мультипликаторов (P/E, EV/EBITDA), которые сейчас находятся на исторических минимумах. Теоретически байбэк мог бы ускорить этот процесс, создавая дополнительный спрос на бумаги.

Однако в текущей ситуации эмитенты сталкиваются с высокой неопределенностью. Приоритетом становится сохранение финансовой «подушки безопасности» для покрытия операционных рисков и реализации широких программ инвестиционных проектов. Рыночное окно для проведения байбэков остается узким из-за высокой волатильности: компания может выкупить акции сегодня, а завтра они могут обесцениться из-за очередного пакета санкций или изменения макроэкономического прогноза.

Для активизации этого инструмента необходима качественная трансформация взаимодействия компаний с инвесторами. Публичные компании должны четко артикулировать цели проведения обратного выкупа: будь то последующее аннулирование акций (что ведет к системному росту

доли каждого акционера) или использование бумаг в программах ЛТИ (долгосрочного вознаграждения менеджмента).

Заключение

Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что низкая активность байбэков на российском фондовом рынке обусловлена не отсутствием желания эмитентов поддерживать свои котировки, а фундаментальными экономическими и структурными факторами. Жесткая ДКП делает хранение денежных средств более выгодным, чем его распределение, а инфраструктурные и геополитические риски превращают байбэк из инструмента финансового инжиниринга в механизм «расчистки» реестра от нерезидентов.

Для того чтобы байбэк стал действенным фактором реализации Стратегии-2030[4], требуется не только стабилизация макроэкономических параметров (снижение ключевой ставки), но и создание стимулирующей регуляторной среды. Возможными мерами могли бы стать налоговые льготы для компаний, аннулирующих выкупленные акции, и упрощение процедур взаимодействия с Правкомиссией при выкупе активов в целях повышения капитализации.

Список литературы

1. Абрамов, А. Е. Дивидендная политика и выкуп акций: факторы выбора на российском рынке / А. Е. Абрамов, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова // Экономическая политика. – 2023. – Т. 18, № 2. – С. 8-41.
2. О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года : указ Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 // Официальный интернет-портал правовой информации. – URL: <https://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202405070001> (дата обращения: 13.04.2026).
3. О рынке ценных бумаг : федер. закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ // Собрание законодательства РФ. – 1996. – № 17. – Ст. 1918.

4. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года : распоряжение Правительства РФ от 29.12.2022 № 4355-р // Официальный интернет-портал правовой информации. – URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202212300135> (дата обращения: 13.04.2026).
5. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 31.07.2025) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 1. – Ст. 1.
6. Grullon, G. What do we know about stock repurchases? / G. Grullon, D. L. Ikenberry // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2000. – Vol. 13, № 1. – P. 31-51.

References

1. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Dividend Policy and Share Buybacks: Selection Factors in the Russian Market. *Ekonomicheskaya Politika*, 2023, vol. 18, no. 2, pp. 8-41. (In Russ.).
2. On the National Development Goals of the Russian Federation for the period until 2030 and for the future until 2036: Decree of the President of the Russian Federation dated May 7, 2024 No. 309. (In Russ.).
3. On the Securities Market: Federal Law No. 39-FZ dated April 22, 1996. (In Russ.).
4. On Approval of the Strategy for the Development of the Financial Market of the Russian Federation until 2030: Decree of the Government of the Russian Federation dated December 29, 2022 No. 4355-r. (In Russ.).
5. Federal Law No. 208-FZ dated December 26, 1995 "On Joint-Stock Companies". (In Russ.).
6. Grullon G., Ikenberry D. L. What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, vol. 13, no. 1, pp. 31-51.