

ЗВОРОТНИЙ ВИКУП АКЦІЙ ЯК ІНСТРУМЕНТ ПІДВИЩЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ЕМІТЕНТА

BUY-BACK OF SHARES AS AN INSTRUMENT OF INCREASING OF ISSUER'S MARKET VALUE

Статтю присвячено проблемам вартісно-орієнтованого управління шляхом викупу підприємством власних акцій на відкритому ринку, тобто через зворотний викуп. Автором досліджено світовий досвід подібних операцій та відповідні регулятивні норми.

This article is devoted to the problems of value-based management in the way of repurchase by enterprise of its' own shares on the open market, that is through the buy-back. The essence of shares' buy-back as an instrument of financial restructuring is considered. The author researched the foreign experience of such operations and appropriate regulations of separate countries.

Keywords: share, corporation, capital buy-back of shares, financial management.

Під час поступової інтеграції українського ринку у більш розвинене ринкове середовище Європейського союзу особливої ролі набуває розбудова вітчизняного фінансового ринку, адже доступність фінансових ресурсів є визначальним фактором підтримки конкурентоспроможності суб'єктів господарювання. У цій частині вітчизняні емітенти мають потребу в запровадженні закордонного досвіду з управління ринковою капіталізацією. Для вітчизняного бізнесу одним з найбільш інноваційних методів управління вартістю виступають операції зворотного викупу акцій. Особливо актуальним інструментом фінансової реструктуризації подібні операції виступають для підприємств з високою оборотністю капіталу і, як результат, значними залишками грошових коштів. На жаль, під час затяжної фінансової кризи остання умова не є притаманною більшості

вітчизняних підприємств, але з поступовим подоланням негативних явищ в економіці виникне потреба, зокрема, в нормативно-законодавчому регулюванні умов зворотного викупу. Отже, необхідність своєчасного нормативного регламентування ефективних умов реалізації зворотного викупу характеризує актуальність представленої роботи.

Дослідження загальних умов реалізації та ефективності операцій зворотного викупу на розвинених світових фінансових ринках становить основну мету пропонованого дослідження.

Розробленість проблеми. Проблема регулювання ринкової капіталізації емітента шляхом розподілу грошових коштів через зворотний викуп акцій присвячено праці Фермалена Т. [1], Кляйна А. і Розенфельда Д. [2], Мікельсона В. і Рубака Р. [3], Коммента Р. і Джарела Д. [4], Хатерджи Х. [5], та ін. На жаль, у силу

**Роман
Заворотний**
к.е.н., докторант
кафедри
корпоративних
фінансів і
контролінгу
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

**Roman
Zavorotniy,**
PhD, PhD student
of Corporate
Finance and
Controlling
Department

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

нерозвиненості українського фінансового ринку вітчизняними науковцями проблеми зворотного викупу акцій не підіймалися.

Результати дослідження. За своєю сутністю, зворотний викуп акцій є одним з інструментів фінансової реструктуризації (нарівні з корпоративним злиттям, подрібненням активів, конвертацією цінних паперів та ін.), що полягає в організації викупу підприємством акцій власної емісії в інвесторів за встановленою ціною, протягом оговореного терміну, із подальшим скасуванням або ж перепродажем викупленої частини. Оскільки джерелом реалізації зворотного викупу виступають грошові емітента, тоді вплив цієї операції характеризує узагальнена формула визначення ринкової вартості підприємства:

Вартість підприємства = СК + З – ІА – ГК,

де СК – ринкова вартість статутного капіталу підприємства як сума ринкової вартості звичайних та привілейованих акцій, З – ринкова вартість боргових зобов'язань, ІА – сукупна вартість інвестицій в асоційовані підприємства, ГК – обсяг грошових коштів.

Як витікає з формули, зміна обсягу грошових коштів прямо впливає на ринкову вартість емітента. Цей висновок підкріплений практичним дослідженням Х. Хатерджи досвіду операцій зворотного викупу на фінансовому ринку Індії [5, с. 55-115]. Зважаючи на нерозвиненість фінансового ринку Індії, результати реалізації зворотного викупу на також нерозвиненому ринку України мають виявитися аналогічними. Зокрема, вплив на ринкову вартість підприємства справляють обсяги генерованої доданої вартості (показники економічної, акціонерної, ринкової й грошової доданої вартості – EVA, SVA, MVA й CVA), що також позначається на інших вартісних показниках (доходу на акцію, дивідендів на акцію, коефіцієнти P/S й M/B, та ін.). Дослідження короткострокового й середньострокового впливу зворотного викупу на вартісні показники емітентів на індійському ринку узагальнено в табл. 1.

Як свідчить табл. 1, у переважній більшості випадків зворотний викуп обумовлює приріст вартісних показників емітента, причому в середньостроковій перспективі такий приріст відбувався частіше. Аналогічна тенденція притаманна також компаніям-тримачам контрольного пакету акцій таких емітентів.

Основні переваги саме такого напряму реструктуризації наступні [6]:

1) програма викупу є доволі зручним методом грошових виплат інвесторам без перманентного нарощення обсягів дивідендів; також є методом отримання пільг при оподаткуванні дивідендів. У більшості країн ставка податку на приріст капіталу, тобто податку на доходи інвесторів підприємства (з англ. capital gains tax) є нижчою за розмір податку з розподілу дивідендів, а отже викуп акцій більш вигідний акціонерам;

2) позбавлення підприємства від надлишкової ліквідності, яка знижує рентабельність підприємства за рахунок незадіяних в операційному циклі високоліквідних активів;

3) викуп часто виступає методом підвищення ринкового курсу акцій емітента. Зазвичай, зростання курсу акцій підприємства унаслідок викупу не відбувається суворо прямопропорційно обсягу коштів, витрачених на викуп. Очікуваний унаслідок викупу курс акцій може бути досягнутий протягом року, причому ефект зростання унаслідок викупу майже неможливо відокремити від ефекту дії інших ринкових факторів;

4) дотримання співвідношення ринкової ціни акції і коефіцієнта EPS на високому рівні. Зокрема, міжнародні компанії зі значним вільним грошовим потоком можуть досягати нарощення показника EPS, час від часу викупуваючи власні акції. Це дозволяє підтримувати інвестиційну привабливість підприємства на достатньо високому рівні (зокрема, через підвищення якості корпоративного управління шляхом регулювання показника загальної доходності акціонерів, TSR), якщо інші можливості нарощення капіталу вичерпані;

**Вплив зворотного викупу на вартісні показники емітентів
з лістингу індійського фондового ринку [5, с. 55-115]**

№	Динаміка показників	Частка емітентів	Частка контролюючих компаній
1	2	3	4
1	<i>Дохід на акцію (EPS) у короткостроковому періоді</i>		
1.1	Зростання EPS	15 (75%)	10 (50%)
1.2	Зниження EPS	4 (20%)	3 (15%)
1.3	Незначні коливання EPS	1 (5%)	7 (35%)
2	<i>EPS у середньостроковому періоді</i>		
2.1	Зростання EPS	14 (70%)	12 (60%)
2.2	Зниження EPS	5 (25%)	6 (30%)
2.3	Незначні коливання EPS	1 (5%)	2 (10%)
3	<i>Дивіденди на акцію (DPS) у короткостроковому періоді</i>		
3.1	Зростання DPS	14 (70%)	9 (45%)
3.2	Зниження DPS	2 (10%)	3 (15%)
3.3	Незначні коливання DPS	4 (20%)	8 (40%)
4	<i>DPS у середньостроковому періоді</i>		
4.1	Зростання DPS	14 (70%)	12 (60%)
4.2	Зниження DPS	3 (15%)	4 (20%)
4.3	Незначні коливання DPS	3 (15%)	4 (20%)
5	<i>Коефіцієнт ринкова вартість/бухгалтерська вартість (М/В) у короткостроковому періоді</i>		
5.1	Зростання коефіцієнта М/В	9 (45%)	13 (65%)
5.2	Зниження коефіцієнта М/В	9 (45%)	6 (30%)
5.3	Незначні коефіцієнта М/В	2 (10%)	1 (5%)
6	<i>Коефіцієнт М/В у середньостроковому періоді</i>		
6.1	Зростання коефіцієнта М/В	9 (45%)	14 (70%)
6.2	Зниження коефіцієнта М/В	7 (35%)	5 (25%)
6.3	Незначні коливання коефіцієнта М/В	4 (20%)	1 (5%)
7	<i>Рентабельність інвестицій (ROI) у короткостроковому періоді</i>		
7.1	Зростання ROI	13 (65%)	9 (45%)
7.2	Зниження ROI	7 (35%)	11 (55%)
7.3	Незначні ROI	0	0
8	<i>ROI у середньостроковому періоді</i>		
8.1	Зростання ROI	7 (35%)	9 (45%)
8.2	Зниження ROI	11 (55%)	11 (55%)
8.3	Незначні коливання ROI	2 (10%)	0
9	<i>Економічна додана вартість на робочий капітал (EVA on capital employed, EVACE) у короткостроковому періоді</i>		
9.1	Зростання EVACE	11 (55%)	9 (45%)
9.2	Зниження EVACE	6 (30%)	7 (35%)
9.3	Незначні EVACE	3 (15%)	4 (20%)
10	<i>EVACE у середньостроковому періоді</i>		
10.1	Зростання EVACE	8 (40%)	11 (55%)
10.2	Зниження EVACE	11 (55%)	7 (35%)
10.3	Незначні коливання EVACE	1 (5%)	2 (10%)
11	<i>Ринкова додана вартість (MVA) у короткостроковому періоді</i>		
11.1	Зростання MVA	12 (60%)	12 (60%)
11.2	Зниження MVA	7 (35%)	7 (35%)
11.3	Незначні MVA	1 (5%)	1 (5%)
12	<i>MVA у середньостроковому періоді</i>		
12.1	Зростання MVA	19 (95%)	20 (100%)
12.2	Зниження MVA	1 (5%)	0
12.3	Незначні коливання MVA	0	0
13	<i>Акціонерна додана вартість (SVA) у короткостроковому періоді</i>		
13.1	Зростання SVA	12 (60%)	14 (70%)
13.2	Зниження SVA	8 (40%)	5 (25%)
13.3	Незначні SVA	0	1 (5%)
14	<i>SVA у середньостроковому періоді</i>		
14.1	Зростання SVA	19 (95%)	19 (95%)
14.2	Зниження SVA	1 (5%)	0
14.3	Незначні коливання SVA	0	1 (5%)

5) зниження ризику ворожого поглинання через підвищення ринкової капіталізації емітента та збільшення частки «голосу» емітента під час прийняття рішень на зборах акціонерів;

6) вплив на структуру капіталу через нарощення частки позикових коштів і, як наслідок, регулювання розміру WACC;

6) передача викуплених акцій працівникам підприємства, тобто реалізація ESOP (з англ. employee stock option plan);

8) використання викуплених акцій як фінансового ресурсу корпоративного злиття/поглинання (M&A);

10) отримання додаткового прибутку у разі перевищення внутрішньої (справедливої) вартості акцій над їх ринковим курсом.

Отже, викуп акцій виступає ефективним методом реалізації різних варіантів фінансової реструктуризації підприємства та, як результат, впливу на його ринкову вартість. Сукупність перелічених переваг обумовила поширеність операцій зворотного викупу на світових фінансових ринках. Зокрема, у період 1998-2008 рр. на ринках США було проведено 10093 подібних операції, Канади – 1949, Мексики – 37, КНР – 59, Гонконгу – 197, Франції – 346, Німеччини – 193, Великої Британії – 134, Індії – 81, Австралії – 484, Італії – 78, Швейцарії – 103 [7, с. 38]. Як можна бачити, найбільшого поширення подібні операції набули в країнах із розвиненим фінансовим ринком. Так, щоквартальну динаміку сукупної вартості операцій зворотного викупу на ринку США представлено на рис. 1.

Приведена статистика дає можливість виділити основні макроекономічні передумови поширення операцій зворотного викупу на локальному фінансовому ринку – це повільне зростання суверенної економіки, супроводжуване порівняно низьким рівнем облікової ставки. Так, облікові ставки центральних банків країн світу, станом на кін. 2014 р., склали: Велика Британія – 0,5%, Канада – 0,75%, Японія – 0,1%, країни ЄС – 0,05%, Швейцарія – (-0,75)%, Австралія – 2,25%, Гонконг – 0,5%, Індія – 6,5%, США – 0,25%, Мексика – 3%, Україна – 14% річних.

На жаль, з огляду на тривалий кризовий стан української економіки, локальний фінансовий ринок лише подолав стадію становлення і є нерозвиненим. Однак, з поступовою інтеграцією в глобальне економічне середовище обов'язково постане проблема приведення у відповідність регулятивних засад операцій зворотного викупу.

Нині подібні засади викладені у розрізних законодавчих й підзаконних актах, як-то Законі України «Про акціонерні товариства» [9] й Наказі НКЦПФР «Про затвердження Порядку анулювання викуплених акціонерним товариством акцій без зміни розміру статутного капіталу» [10]. Натомість узагальнимо світовий досвід нормативного регулювання операцій зворотного викупу й відобразимо ті умови, що не прописані у вітчизняному законодавстві (див. табл. 2).

Ураховуючи дані табл. 2, а також досвід Канади, Нідерландів, Швейцарії, Бразилії, Малайзії, Сінгапуру,

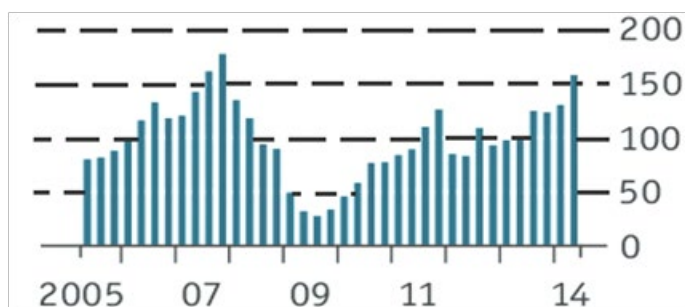


Рис. 1. Щоквартальна динаміка сукупної вартості операцій зворотного викупу емітентів з рейтингу «S&P 500» ринку США у 2005-2014 рр., млрд. дол. США [8]

Італії й Франції, введемо пропозиції щодо регламентування операцій зі зворотного викупу на вітчизняному фінансовому ринку:

1) погоджувальний орган. Ураховуючи тотально низьку якість корпоративного управління у вітчизняних корпоративних структурах, вважаємо за доцільне для забезпечення дотримання прав інвесторів наділити Збори акціонерів виключним правом санкціонування зворотного викупу;

1) джерела фінансування зворотного викупу. Згідно закордонного досвіду, ресурсами можуть виступати додатковий капітал (як сформована маржа між ринковим курсом і номіналом раніше розміщених акцій) і нерозподілений прибуток підприємства. Операційний прибуток не може виступати джерелом зворотного викупу як імовірний метод фінансових зловживань, особливо щодо державних підприємств. Як засвідчує досвід, прибуткові державні підприємства в Україні є піддаваними високому ризику доведення до фіктивного банкрутства з метою подальшої приватизації за безцінь пов'язаними із їх менеджментом господарськими структурами.

Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [10] оговорено джерела анулювання акцій як одного з етапів процесу зворотного викупу (викуп і анулювання не є двома окремими процесами, адже відповідно до табл. 2, в окремих країнах процес викупу має обов'язково закінчуватися етапом анулювання). Відповідно до ст. 1 розд. I рішення [10], анулювання акцій при одночасному збереженні розміру статутного капіталу повинне забезпечуватися за рахунок використання додаткового капіталу та прибутку підприємства. При цьому під прибутком розуміється нерозподілений прибуток попередніх періодів, який для фінансування цієї операції має бути затверджений річними Зборами акціонерів (ст. 1 розд. II рішення [10]);

2) цінові межі. У світовій практиці найбільш поширений досвід ціни останньої угоди минулої торгової сесії (Мексика, Японія, США, Канада, Швейцарія, Італія, Франція).

Натомість, у Сінгапурі, Австралії та Великій Британії вища межа ціни викупу не може бути більшою за 5% ніж усереднена ціна акції в останні 5 днів. На наше переконання, саме останній варіант має бути запроваджений у вітчизняній практиці, адже у першому випадку існує висока імовірність маніпулювання ціною викупу: забезпечується шляхом організації угод щодо акцій підприємства наприкінці попереднього торгового дня пов'язаними учасниками за найбільш прийнятною для підприємства ціною. На значно капіталізованіших фінансових ринках розвинених країн подібне маніпулювання технічно складніше реалізувати, аніж на ринку України;

3) обмеження щодо обсягу викупу. З усіх досліджених країн переважна більшість випадків припадає на 10% від загального обсягу емітованих акцій (Нідерланди, Японія, Швейцарія, Малайзія, Сінгапур, Італія, Франція, Німеччина та Гонконг). Пропозиції щодо збільшення обсягу викупу є недоцільними з причини обмеженості вільних грошових коштів підприємств навіть із високою оборотністю капіталу. Водночас, відповідно до ст. 4 розділу I рішення Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України [10], максимальний обсяг викупованих акцій обмежується лише загальним обсягом накопиченого прибутку і додаткового капіталу емітента;

4) торгові умови. З причини убезпечення від маніпулювання фінансовими результатами підприємства з метою мінімізації податку на реінвестований прибуток (зокрема, вітчизняними підприємствами з міжнародними інвесторами) та з огляду на подібне регламентування у Гонконгу, Японії та Франції (де є чинним податок на реінвестиції) нами пропонується впровадження аналогічної заборони зворотного викупу акцій українських емітентів в останній місяць фінансового року;

5) розпорядження викупленими акціями. Законодавство Великої Британії, Австралії, Гонконгу та Сінгапуру регламентує обов'язкове анулювання акцій після їх викупу емі-

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

Таблиця 2

Світовий досвід регламентування операцій зворотного викупу

Країна	Погоджувальний орган	Період викупу	Межі ціни викупу	Обмеження щодо обсягу викупу	Торгові умови	Розпорядження викупленими акціями	Джерела фінансування викупу
1	2	3	4	5	6	7	8
США	Рада директорів	Не встановлений	Не вища за найбільшу поточну ціну пропозиції на відкритому ринку або найвища з останніх цін продажу на ринку	н/д	Викуп не дозволений як перша операція на початку торгового дня або в останні півгодини по завершенні дня.	Викуплені акції анулюються або вони можуть бути знов заведені на ринок після закриття всіх опціонів на викуп.	н/д
Велика Британія	Рада директорів	18 місяців	Не вища ніж на 5% середньої ціни останніх п'яти робочих днів	15% загального обсягу емітованих акцій	н/д	Викуплені акції анулюються і не можуть триматися у зберігача	Прибуток
Німеччина	Збори акціонерів	18 місяців	Максимальна і мінімальна ціни затверджуються рішенням Зборів акціонерів.	10% загального обсягу емітованих акцій	н/д	Компанії мають тримати викуплені акції у зберігача. При цьому такі акції не мають права голосу, за ними не розподіляються дивіденди.	Прибуток
Австралія	Рада директорів або Збори акціонерів.	12 місяців	Не вища ніж на 5% середньої ринкової ціни останніх 5-ти робочих днів	Немає	н/д	Виведені акції поступово анулюються.	Не можуть використовуватися з метою погашення заборгованості кредиторам.
Гонконг	Збори акціонерів	18 місяців	Немає	10% від загального обсягу емітованих акцій, 25% від місячного обсягу акцій, торгованих на фінансовому ринку	Компанія не може викупати власні акції за місяць до терміну подання Звіту про прибутки і збитки.	Викуплені акції анулюються.	Прибуток
Мексика	Збори акціонерів	н/д	Поточна ринкова ціна	Максимум 3% від 20-тиденного обсягу торгованих акцій	н/д	Продаж викуплених акцій вважається SPO	Не більше обсягу нерозподіленого прибутку
Японія	Рада директорів	н/д	Не вища за ціну останньої угоди на ринку попереднього дня	10% від загального обсягу емітованих акцій	Компанія не може викупати акції в останні півгодини торгового дня і протягом останнього тижня в кінці фінансового року. Також максимальний обсяг акцій до викупу в день не має перевищувати 25% середньоденного торгового обсягу попереднього місяця.	Викуплені акції мають бути в подальшому продані, однак остання операція має супроводжуватися наданням інвесторам специфічної інформації (напр., інформація щодо цінової чутливості акцій на додаток до нових умов продажу)	Прибуток

тентом. Натомість, на ринках решти представлених у дослідженні країн передбачено зберігання таких акцій без права голосу і отримання дивідендів по них, у подальшому передбачається можливість їх SPO. Стосовно до українського ринку, вважаємо за доцільне поєднання обох описаних варіантів, за яким викуплені акції підлягають анулюванню у разі не проведення їх SPO протягом річного періоду. Законом України «Про акціонерні товариства» [9] і ст. 1 розд. II рішення Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України [10] не передбачене обов'язкове анулювання викуплених акцій, лише облік за ст. «Вилучений капітал» із обов'язковою сплатою податку на прибуток унаслідок можливого емісійного доходу (за ст. 14.1.58 Податкового кодексу України, якщо курс акцій при IPO перевищував відповідний курс при зворотному викупі).

Водночас рішенням Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України [10] передбачене анулювання викуплених акцій лише по завершенні фінансового року й одночасному затвердженні Зборами акціонерів річного звіту про прибутки і збитки (ст. 1 розд. II, ст. 1 розд. III);

б) часові межі зворотного викупу. Законодавством шести з десяти досліджених закордонних країн регламентовано 18-місячні межі реалізації зворотного викупу, в двох - 12-місячний термін, у решти межі не закріплені. В Україні меж не регламентовано максимальної тривалості викупу. Отже, у частині нормативного регулювання тривалості викупу пропонуємо передбачити 18-місячний термін, із метою узгодження вітчизняного законодавства з міжнародними нормами.

Оскільки на фінансовому ринку курс акцій підприємства часто піддаваний різкій зміні, вважаємо за необхідну наявність можливості в емітента приймати рішення з викупу не лише за результатами щорічних Зборів акціонерів, але й протягом року. Подібне своєчасне регулювання ринкового курсу через викуп акцій при цьому може відбуватися за результатами позачергових Зборів акціонерів, на

основі затвердження квартальної фінансової звітності 1 розподілу відповідних коштів на викуп.

Отже, з урахуванням закордонного досвіду і вітчизняних економічних реалій, нами пропонується регламентування операцій зворотного викупу акцій окремим підзаконним актом (зокрема, рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України), що передбачатиме такі основні умови: 1) зворотний викуп – операція, що передбачає придбання на фінансовому ринку акцій емітентом і необов'язкове їх подальше анулювання, забезпечується за рахунок затвердженого черговими (позачерговими) Зборами акціонерів обсягу додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку (у разі недостатності першого ресурсу); 2) Зборами затверджуються максимальна межа ціни викупу (не перевищує на 5% усереднену ціну акції в період 5 робочих днів до проведення Зборів), обсяг викупу (не більше 10% обсягу емітованих акцій) та тривалість викупу (не довше 18 місяців); 3) зворотний викуп не має бути ініційовано в останній місяць фінансового року; 4) викуплені акції не дають права голосу і нарахування дивідендів.

Отже, проведено дослідження обумовило наступні висновки:

1. Операції зворотного викупу набувають поширення лише у країнах із розвиненим фінансовим ринком, адже останні характеризуються порівняно низькими ставками доходності. Окрім виграшу в доходності, із операціями зворотного викупу пов'язана ціла низка переваг, як-то управління ринковою капіталізацією, позбавлення підприємства надлишкової ліквідності, забезпечення від ворожого поглинання та ін.

2. Аналіз досвіду зворотних викупів в Індії (як країні із ринком, що розвивається) засвідчив прямий вплив операцій зворотного викупу на приріст вартісних показників емітента, причому у короткому й середньостроковому діапазоні.

3. Вивчення міжнародних регулятивних норм щодо операцій зворотного викупу дозволило розробити пропозиції з приведення у відповідність вітчизняного законодавства.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ
ДЖЕРЕЛ

1. Vermaelen, T. (1984). «Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – P. 163. – [Електронне джерело] Режим доступу: http://www.researchgate.net/publication/227346316_Repurchase_Tender_Offers_Signaling_and_Managerial_Incentives
2. Klein, A. & Rosenfeld, J. (1998). «The Impact of Targeted Share Repurchase on the Wealth of Non-participating Shareholders», *Journal of Financial Research*. – P. 89. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-6803.1988.tb00071.x/pdf>
3. Mikkelsen, W. H. & Ruback, R. S. (1991). «Targeted Repurchases and Common Stock Returns», *Rand Journal of Economics*. – P. 544. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/49233/targetedrepurcha00mikk.pdf?sequence=1>
4. Comment, R. & Jarrell, G. (1991). «The Relative Signaling Power of Dutch-auction and Fixed-price Self Tender Offers and Open-market Share Repurchases», *Journal of Finance*. – Pp. 1243-1271. – [Електронне джерело] Режим доступу: http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/JF91_CJ.pdf
5. Chatterjee C. (2012). *Financial Restructuring through Share Buybacks in India* // LAMBERT Academic Publishing: Saarbrucken, Germany. – 164 p.
6. Saigol, L. Share buybacks or M&A: what to do with extra cash / L. Saigol // *Financial Times*, 28.09.2014. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/b90e7044-caf5-11df-bf36-00144feab49a.html#axzz3V4DfkMZj>
7. Manconi, A., Peyer, U. & Vermaelen T. (2013). *Buybacks Around The World* // Faculty & Research Working Paper; ECGI: Brussels, Belgium. - №436. – [Електронне джерело] Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2330807
8. Corporate cocaine // *The Economist*; N-Y, USA, 13.10.2014. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://www.economist.com/node/21616950/>

9. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. №514.
10. Рішення Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України «Про затвердження Порядку анулювання викуплених акціонерним товариством акцій без зміни розміру статутного капіталу» №1415 від 06.08.2013р.

REFERENCES

1. Vermaelen, T. (1984), *Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
2. Klein, A. and Rosenfeld, J. (1998), *The Impact of Targeted Share Repurchase on the Wealth of Non-participating Shareholders*, *Journal of Financial Research*.
3. Mikkelsen, W. and Ruback, R. (1991), *Targeted Repurchases and Common Stock Returns*, *Rand Journal of Economics*.
4. Comment, R. and Jarrell, G. (1991), *The Relative Signaling Power of Dutch-auction and Fixed-price Self Tender Offers and Open-market Share Repurchases*, *Journal of Finance*.
5. Chatterjee, C. (2012), *Financial Restructuring through Share Buybacks in India*, LAMBERT Academic Publishing, Saarbrucken, Germany.
6. Saigol, L. (2014), *Share buybacks or M&A: what to do with extra cash*, *Financial Times*.
7. Manconi, A., Peyer, U. and Vermaelen T. (2013), *Buybacks Around The World*, Faculty & Research Working Paper; ECGI, Brussels, Belgium.
8. *Corporate cocaine* (2014), *The Economist*, N-Y, USA.
9. The Verkhovna Rada of Ukraine (2008), «Joint Stock Company», <http://zakon.rada.gov.ua> (Accessed 1 February 2015).
10. National Commission on Securities and Stock Market (2013), *On approval of the cancellation of treasury stock company shares without changing the share capital*, <http://zakon.rada.gov.ua> (Accessed 1 February 2015).