

ФИНАНСЫ

Р.О. ВОСКАНЯН

кандидат экономических наук, доцент, доцент Кафедры финансового и инвестиционного менеджмента ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ МУЛЬТИГОЛОСУЮЩИХ АКЦИЙ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ ИМПЛЕМЕНТАЦИИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Формирование собственного капитала компании для ее учредителей связано с такими проблемами как размывание капитала и потеря контроля за стратегическим развитием. В качестве решения данной проблемы автором предложено рассмотреть мультиголосующие акции, которые могут быть выпущены на разных этапах жизненного цикла акционерного общества. Они обладают ограниченным сроком обращения ввиду конвертации в обыкновенные при сделках купли-продажи или при наличии запрета на их обращение более определенного периода. Автором вводится мультипликатор голосования и отмечается, что мультиголосующие акции не предоставляют владельцу прав на дополнительные дивидендные выплаты и конвертируются в обыкновенные из расчета один к одному по рыночной стоимости. Результатом исследования стало выявление опционной составляющей данной ценной бумаги. Следовательно, формируется возможность использовать оригинальный подход к разработке возможностей финансирования компании посредством выпуска мультиголосующей акции, обладающей преимуществами как обыкновенных акций, так и производного финансового инструмента.

В настоящее время на российском финансовом рынке мультиголосующие акции доступны только международным компаниям, российские компании такой возможности не имеют. В связи с этим для предоставления такой возможности нашим компаниям автором сформулированы предложения по внесению изменений в действующее российское законодательство. Данные изменения позволят унифицировать подход к инструментам формирования собственного капитала российских акционерных обществ, а также повысить инвестиционную привлекательность российского рынка для инвесторов дружественных стран, на рынках которых предусмотрено обращение мультиголосующих акций.

Ключевые слова: акция, двухклассовая система, конвертируемые ценные бумаги, опцион, собственный капитал, финансирование.

УДК: 336.64

EDN: QOAXDO

DOI: 10.52180/2073-6487_2024_4_98_115

Мультиголосующие акции получили широкое распространение на финансовых рынках зарубежных стран [1, 2] как инструмент формирования собственного капитала компаний на начальном этапе развития или этапе регистрации акционерного общества. В настоящее время в Российской Федерации мультиголосующие акции доступны только международным компаниям¹ и обладают рядом характеристик, отличных от иных инструментов финансирования [3], основная из которых – предоставление владельцу более одного голоса на акцию при участии в голосовании на общем собрании акционеров.

Конъюнктура начала XXI в. характеризуется повышением уровня конкуренции на глобальном финансовом рынке, торговыми войнами, реализуемой рядом государств политикой протекционизма и санкционного давления. В заданных условиях создание комфортной деловой среды внутри государства, направленной на повышение предпринимательской и инвестиционной активности предусматривает в том числе формирование условий, при которых авторы предпринимательской идеи предпочтут развивать коммерческую деятельность на территории России, а не иных государств.

Согласно Стратегии экономической безопасности Российской Федерации, вызовами и угрозами российской экономики выступают среди прочих «недостаточный объем инвестиций в реальный сектор экономики» и «низкие темпы экономического роста»², обусловленные в том числе ограниченностью доступа к долгосрочным финансовым ресурсам. Ограниченный доступ к долгосрочным финансовым ресурсам присущ большинству компаний на раннем этапе развития за исключением тех, что регистрируются в качестве дочерних организаций иных компаний на стадии устойчивого роста или зрелости. Традиционно компания на раннем этапе развития, основная деятельность которой – реализация новой предпринимательской идеи, не имеющей прямых аналогов на рынке, ограничена в возможностях привлечения капитала. Подобная компания не способна генерировать положительный финансовый результат и не обладает достаточным объемом активов для формирования залога или же устойчивым положительным денежным потоком, чтобы привлекать заемное финансирование в объемах, необходимых для обеспечения развития. Следовательно, акционерный капитал – оптимальный способ обеспечения компании на раннем этапе развития долгосрочными финансовыми ресурсами. Однако привлече-

¹ Федеральный закон от 03.08.2018 № 290-ФЗ «О международных компаниях и международных фондах» // СЗ РФ. 2018. № 32 (часть I). Ст. 5083.

² П. 12 Указа Президента РФ от 13.05.2017 г. № 208 «О Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года» // СЗ РФ. 2017. № 20. Ст. 2902.

ние дополнительного акционерного капитала как правило приводит к разводнению доли основателей компании, создателей предпринимательской идеи, и потери ими контроля над стратегическим развитием компании. Зачастую на этом этапе начинается процесс утасания компании, поскольку она становится частью иной, более крупной (и не обязательно отечественной) компании, внутренние противоречия по вопросам стратегического развития между инвесторами приводят к возрастанию агентской проблемы, повышению издержек и, как результат, к падению внутренней стоимости компании.

В качестве иллюстраций можно привести поглощение ОАО «Концерн «Калина» транснациональной корпорацией Unilever в 2011 г., после которого российская компания более не выпускала новых продуктов. Ранее, в 2007 г., аналогично завершилась покупка американской корпорацией Wrigley доли в уставном капитале Одинцовской кондитерской фабрики, производящей конфеты под брендом «А. Коркунов». Годом позже основным акционером Wrigley стала корпорация Mars.

Перечисленные угрозы развития компаний на раннем этапе развития обусловили широкое распространение мультиголосующих акций, в связи с чем представляется актуальным и теоретически значимым исследовать экономическую сущность данного финансового инструмента.

Обзор литературы

Двухклассовая система формирования капитала компании (dual-class system) подразумевает, что компания одновременно привлекает капитал посредством обыкновенных (класс А) и мультиголосующих акций (класс В). Мировая практика показывает, что компании выпускают разные классы акций в зависимости от инвестиционных целей: компания Ford Motor Company выпускала акции класса В только для членов семьи Форд, данные акции не обращались на открытом рынке; компания General Motors выпускала акции классов Е и Н для привлечения дополнительного капитала, инвестированного в поглощение компаний Electronic Data Systems и Hughes Aircraft; компания Google до трансформации в Alphabet выпускала акции классов А (одна акция – один голос) и В (одна акция – десять голосов) [4, р. 473]. Однако именно обыкновенные и мультиголосующие получили достаточно широкое распространение, поэтому за рубежом в научный оборот вошли формулировки двухклассовая система формирования капитала и акции двухклассовой системы (dual-class shares)³.

³ Более подробно см. [5].

Активное распространение двухклассовой системы относится ко второй половине XX в. Особенно на небольших фондовых рынках, где мультиголосующие акции использовались как инструмент защиты отечественных компаний от поглощения со стороны иностранных инвесторов [6]. Любопытно, что в настоящее время схожей политики придерживаются власти Китая, где разрешены мультиголосующие акции и вместе с тем присутствуют ограничения на привлечение финансирования со стороны иностранных инвесторов компаниями, представляющими ценность для национальных интересов [7, с. 195]. Сейчас же мультиголосующие акции распространены среди высокотехнологичных компаний как один из способов защиты от притеснений со стороны венчурных инвесторов перед первичным размещением акций на фондовой бирже [8].

Наряду с высокотехнологичными компаниями, мультиголосующие акции получили распространение среди семейных предприятий. В них также члены семьи одновременно выступают участниками и руководителями компании, и также поднимаются вопросы распределения [9] и уровня финансового риска, обусловленного структурой капитала [10; 11], и непосредственно агентская проблема [12]. Выявлено, что семейным компаниям с двухклассовой системой свойственно следующее положительное качество: основатели-члены семьи с большей вероятностью сохраняют контроль, когда это формирует для компании дополнительные преимущества, тем самым принося пользу всем участникам [13]. Ввиду того, что контроль сконцентрирован в руках участников компании, они сами заинтересованы в максимальном росте внутренней стоимости компании и тогда от этого выигрывают как основатели, так и иные участники компании.

Значительное внимание в научной литературе посвящено трансформации агентской проблемы в компаниях с мультиголосующими акциями [14], в т.ч. асимметрии информации [15] и привлекательности данных компаний для институциональных инвесторов [16; 17; 18]. Обычно мультиголосующие акции принадлежат основателям компании, которые одновременно выполняют роль руководителей [19, p. 1488]. Данное обстоятельство можно рассматривать как положительный фактор, поскольку сокращается конфликт между основателями и руководителями, т.к. это одно лицо. С другой стороны, предоставляемое мультиголосующими акциями большинство голосов может стать причиной заключения внутригрупповых сделок в ущерб интересов миноритариев [20]. Именно агентская проблема рассматривается как возможная причина снижения стоимости компаний с двухклассовой системой значительно позже момента публичного размещения акций [21]. Традиционным решением агентской проблемы является привлечение заемного капитала, доступное на более поздних ста-

диях развития, чем непосредственно момент учреждения компании с мультиголосующими акциями. Ввиду этого практический интерес представляют результаты исследования компаний, которые внедрив мультиголосующие акции, добились успеха и прошли процедуру размещения долевых ценных бумаг на фондовой бирже. Согласно данному исследованию, публичные акционерные общества с двухклассовой системой формирования собственного капитала обладают более высоким плечом финансового рычага нежели компании с одним классом акций [22]. Это подтверждает суждение о том, что привлечение заемного капитала частично нивелирует агентскую проблему в компаниях с мультиголосующими акциями и что подобные компании чаще используют ковенанты [23]. Увеличение уровня финансового рычага повышает значение рентабельности собственного капитала, что позволяет предположить возможность положительного влияния двухклассовой системы формирования собственного капитала на инвестиционную привлекательность компаний.

Проведенный обзор литературы показал, что большинство научных работ, посвященных двухклассовой системе, сконцентрированы на причинах и последствиях внедрения мультиголосующих акций. На наш взгляд, требует уточнения и исследования непосредственно экономическая сущность мультиголосующих акций как инструмента финансирования компании в условиях ограниченного доступа к финансовым ресурсам.

Результаты исследования

Согласно ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»⁴, «финансовый инструмент – ценная бумага или производный финансовый инструмент». Также в данном нормативно-правовом акте указывается, что «акция – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации».

Мультиголосующие акции соответствуют перечисленным выше условиям. Владельцы мультиголосующих акций несут обязательства по внесению денежных средств в уставный капитал компании и получают право на соответствующие дивидендные выплаты, в случае ликвидации компании – право на получение части его имущества и право на участие в управлении.

⁴ Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

В настоящее время в Российской Федерации мультиголосующие акции упоминаются в одном правовом акте: п.п. 4.5 и 4.6. ст. 2 Федерального закона № 332-ФЗ от 14.07.2022 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» определяют, что «уставом международной компании может быть предусмотрено, что обыкновенная акция определенного типа и (или) привилегированная акция определенного типа предоставляют более одного голоса» и что такие акции должны быть конвертируемыми. Более того, по информации ведущего российского бизнес-издания «Коммерсантъ», «Минэкономики доработало проект поправок к закону «Об акционерных обществах» о многоголосых акциях, и согласно проекту все российские непубличные АО смогут выпускать многоголосые привилегированные акции. При этом быстрорастущие и технологические компании смогут сохранить такие бумаги, даже став публичными»⁵. Предложенные Минэкономики поправки в законодательство соответствуют ожиданиям крупных игроков на рынке, особенно в период активной редомициляции. Уже в начале 2024 г. в открытых источниках появилась информация о редомициляции таких высокотехнологичных компаний как Яндекс (г. Калининград), MD Medical Group (о. Октябрьский), Head Hunter (анонсирована редомициляция в г. Калининграде), Cian и X5 Group (в августе 2024 г. новые адреса юридических лиц еще не объявлены) и т.д.

Следовательно, согласно действующему российскому законодательству мультиголосующую акцию можно признать финансовым инструментом со своими особенностями, позволяющими отличать мультиголосующие акции от иных инструментов финансирования компании.

Отличительные черты мультиголосующих акций

1. *Ограниченные условия обращения.* В отличие от иных инструментов формирования акционерного капитала компании, мультиголосующие акции не предназначены для обращения на рынке капитала.

Уставный капитал компании не может быть представлен исключительно мультиголосующими акциями. Основатели, т.е. создатели предпринимательской идеи, внедряют мультиголосующие акции с целью сохранить за собой контроль над компанией при привлечении внешнего долевого финансирования в условиях лимитированного внутреннего и ограниченного или недоступного внешнего заемного финансирования.

2. *Ограниченный срок обращения.* Срок обращения мультиголосующей акции может быть ограничен двумя возможностями. Во-первых, в международной практике сложилась традиция ограничивать

⁵ Петрова В. Хайтеку добавили очертаний // Коммерсантъ. 2024. № 44. С. 2.

в уставных документах компании срок обращения мультиголосующих акций. Во-вторых, при заключении договора купли-продажи мультиголосующей акции такая акция автоматически конвертируется в обыкновенную. Внедрение мультиголосующих акций обуславливается необходимостью концентрации возможностей стратегического развития в руках основателей предпринимательской идеи, обладающих знаниями и компетенциями для обеспечения компании высокими темпами роста. Только при наличии данных условий инвесторам может быть интересна компания, использующая мультиголосующие акции в качестве инструмента финансирования. Соответственно, если основатели компании принимают решение о выходе из бизнеса посредством продажи своей доли акций, то предоставление расширенных прав стороннему лицу не имеет смысла, что обуславливает конвертацию мультиголосующих акций в обыкновенные.

3. *Предоставление дополнительных голосов на акцию.* Мультиголосующая акция предоставляет держателю N количество голосов, и данное N всегда больше, чем по обыкновенным акциям. При неизменном количестве акций компании, на которые разделен уставный капитал, увеличение количества голосов, приходящихся на одну мультиголосующую акцию, приводит к сокращению влияния владельцев обыкновенных акций при принятии решений общего собрания акционеров.

Для наглядного представления особенности предоставления дополнительных голосов мультиголосующих акций введем такой показатель, как мультипликатор голосования. Мультипликатор голосования показывает, какое количество голосов приходится на одну долевою ценную бумагу, что отражено в формуле (1). Данный мультипликатор можно использовать для сравнения различных категорий акций одной компании и в сравнительном анализе сопоставимых компаний как один из критериев выбора наиболее перспективного инвестиционного актива акционерами.

$$VPS = \frac{N_v}{Share}, \quad (1)$$

где VPS – мультипликатор голосования, количество голосов на акцию (votes per share); N_v – количество голосов; $Share$ – одна долевая ценная бумага определенной категории.

Обыкновенные акции являются голосующими ценными бумагами, и одна обыкновенная акция предоставляет инвестору один голос, т.е. мультипликатор голосования для обыкновенной акции всегда равен 1. Следовательно, количество голосов, предоставляемых владельцу мультиголосующей акции, всегда больше, чем по обыкновенной, тогда

$VPS_{MVS} > 1$. Верхняя граница значения мультипликатора голосования мультиголосующей акции может быть установлена на законодательном уровне и (или) в уставных документах компании.

Мультипликатор голосования по привилегированным акциям является имплицитивным и зависит от выполнения условий (x), заданных п. 4 ст. 31 Федерального закона «Об акционерных обществах», раскрывающего основания участия владельцев привилегированных акций в общем собрании акционеров с правом голоса. Следовательно, $VPS_{PS} = 1 \cup 0$. Условия изменения значения мультипликатора голосования привилегированных акций можно выразить следующим образом:

$$VPS_{PS} = \begin{cases} 1, & \text{если } x = \text{истина} \\ 0, & \text{если } x = \text{ложь,} \end{cases} \quad (2)$$

где VPS_{PS} – мультипликатор голосования привилегированных акций; x – условия участия владельцев привилегированных акций в общем собрании акционеров с правом голоса.

Тогда представление дополнительных голосов на акцию можно представить посредством следующего уравнения:

$$VPS_{MVS} \times Q_{MVS} + VPS_{OS} \times Q_{OS} = N_{v_{total}} \quad (3)$$

где VPS_{MVS} – мультипликатор голосования по мультиголосующим акциям, голос на акцию; Q_{MVS} – количество мультиголосующих акций, акция; VPS_{OS} – мультипликатор голосования по обыкновенным акциям, голос на акцию; Q_{OS} – количество обыкновенных акций, акция; $N_{v_{total}}$ – общее количество голосов, голос.

Уравнение (3) позволяет оценить степень влияния разных групп акционеров на принимаемые компанией решения в рамках общего собрания акционеров. Ввиду того, что компания не ограничена в количестве выпускаемых акций, общее количество голосов может принимать любое положительное значение. Как отмечалось выше, мультипликатор голосования является константой: по обыкновенным акциям – согласно законодательству, по мультиголосующим – согласно уставу компании. Следовательно, степень влияния той или иной группы акционеров на принимаемые решения зависит от изменения значений таких переменных, как количество категорий и типов акций.

При условии выпуска компанией привилегированных акций и наличии указанных в Федеральном законе «Об акционерных обществах» условий участия владельцев привилегированных акций в общем собрании акционеров, формула (3) трансформируется в формулу (4):

$$VPS_{MVS} \times Q_{MVS} + VPS_{OS} \times Q_{OS} + VPS_{PS} \times Q_{PS} = N_{v_{total}}' \quad (4)$$

где VPS_{PS} – мультипликатор голосования по привилегированным акциям, голос на акцию; Q_{PS} – количество привилегированных акций, акции.

Принимая во внимание, что на разных этапах жизненного цикла компании структура собственного капитала различна, следует предположить отсутствие оптимального соотношения для компаний, относящихся к разным секторам экономики и находящихся на разных этапах жизненного цикла.

Уравнение (3) может подвергаться корректировке при необходимости осуществления функции планирования. Например, при привлечении компанией финансирования посредством конвертируемых в обыкновенные акции ценных бумаг (конвертируемые привилегированные акции и (или) облигации) или при исполнении опционов на акции, что также окажет влияние на результат расчета количества акций разных категорий. Таким образом, предложенное уравнение (3) учитывает такую особенность мультиголосующих акций, как предоставление дополнительных голосов, и выступает универсальным инструментом определения уровня контроля владельцев различных категорий акций при принятии решений общим собранием акционеров.

4. *Отсутствие дополнительных прав на дивидендные выплаты.* Внедрение мультиголосующих акций направлено на достижение главной цели финансового менеджмента – повышения благосостояния собственников. Последнее возможно за счет прироста капитала и (или) дивидендных выплат. Как правило, мультиголосующие и обыкновенные акции характеризуются одинаковым коэффициентом дивидендных выплат. Данная характеристика позволяет обеспечить инвестиционную привлекательность обыкновенных акций, несмотря на наличие мультиголосующих акций и сосредоточения контроля в руках основателей компании, обладающих ими.

5. Конвертация в обыкновенные акции из расчета один к одному. При заключении сделки купли-продажи или по истечению срока обращения мультиголосующей акции, последняя конвертируется в обыкновенную из расчета один к одному. Номинальная стоимость обыкновенных и мультиголосующих акций общества одинакова, т.е. участники компании вносят одинаковую сумму денежных средств за одну долю в уставном капитале и, как отмечалось выше, получают одинаковый дивидендный доход. Продажа или конвертация мультиголосующих акций в обыкновенные не приводит к росту числа эмитированных акций компании, следовательно, не приводит к разведению капитала и не оказывает отрицательное воздействие на стои-

мость акций других категорий (обыкновенных и привилегированных), не приводит к изменению значения показателя прибыли на акцию (*EPS*). Аналогично конвертируемым облигациям, мультиголосующие акции не принимаются во внимание и при расчете коэффициента *free-float* для публичных акционерных обществ. В случае непубличного акционерного общества мультиголосующая акция также не оказывает существенного влияния на уровень риска размытия капитала по следующим причинам: 1) действующие участники непубличного акционерного общества обладают преимущественным правом приобретения акций, следовательно, в любом случае обладают возможностью сохранения контроля над управлением и 2) конвертация мультиголосующих акций осуществляется в соотношении один к одному, из чего следует, что количество акций общества остается неизменным. Конвертация мультиголосующих акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается. Однако именно предусмотренная конвертация в обыкновенные акции подтверждает опционную составляющую мультиголосующих акций.

Опционная составляющая мультиголосующих акций

Опцион является одним из производных финансовых инструментов; производным от базового актива, которым в нашем случае выступает обыкновенная акция, потому как именно в нее конвертируется мультиголосующая. Тем не менее назвать мультиголосующую акцию финансовым опционом будет неверно, поскольку мультиголосующие акции обладают ограниченными условиями обращения.

По характеристике срока исполнения мультиголосующая акция близка к американскому опциону. Владелец мультиголосующей акции обладает правом на досрочную конвертацию в течение периода до истечения срока обращения мультиголосующей акции и (или) до момента обязательной конвертации в обыкновенную акцию.

Текущей ценой базового актива выступает текущая цена обыкновенной акции компании в момент выпуска мультиголосующей акции. Цена исполнения определяется как рыночная цена одной обыкновенной акции в момент конвертации мультиголосующей акции в обыкновенную. Таким образом, мультиголосующая акция предоставляет владельцу возможность реализовать опционную премию.

Повышение волатильности рыночной цены базового актива и увеличение срока обращения мультиголосующей акции – ключевые факторы, повышающие ее опционную премию.

При прочих равных условиях, превышение цены мультиголосующей акции в момент выпуска над ценой обыкновенной акции в момент конвертации мультиголосующей в обыкновенную свидетельствует о неэффективности реализуемого процесса управления компанией. Владельцы мультиголосующих акций, обладающие

большинством голосов при принятии стратегических решений, не смогли реализовать ключевую цель финансового менеджмента – повысить благосостояние собственников; исходя из этого, внедрение мультиголосующих акций не оправдано и следует рассмотреть возможность возврата к традиционной системе формирования собственного капитала компании. В данном случае владельцы мультиголосующих акций теряют опционную премию. Следовательно, владельцы мультиголосующих акций заинтересованы в управлении компании таким образом, чтобы возможно было реализовать опционную премию (см. рис. 1).



Источник: составлено автором.

Рис. 1. Модель обращения мультиголосующей акции

Мультиголосующая акция обладает опционной премией, когда цена исполнения превышает текущую цену обыкновенной акции в момент выпуска мультиголосующей. Таким образом право контроля владельцев мультиголосующих акций позволило обеспечить темпы роста стоимости собственного капитала компании, и владельцы мультиголосующих акций могут получить опционную премию в рамках заключения сделки купли-продажи мультиголосующей акции. Тогда размер премии возрастает по мере роста цены обыкновенной акции. Изложенное позволяет заключить, что по своей сущности мультиголосующая акция обладает свойствами опциона на продажу.

Если основатель компании – владелец мультиголосующей акции – является серийным предпринимателем, то чем выше рыночная цена обыкновенной акции, тем выше вероятность отчуждения владельцем мультиголосующей акции данного актива. Высвобождение денежных средств посредством продажи пакета или части пакета мультиголосующих акций позволяет инвестору направлять денежные средства на реализацию иных инвестиционных проектов, что в долгосрочной перспективе следует рассматривать как одну из предпосылок формирования класса долгосрочных, не спекулятивных инвесторов. В данном контексте, возможно рассмотрение мультиголосующих акций как одного из инструментов повышения стабильности экономики инициирования отрицательных факторов, угнетающих экономическую активность [24, с. 181].

Вышесказанное позволяет заключить, что потенциал роста рыночной стоимости собственного капитала посредством мультиголосующих акций обуславливает наличие опционной премии при выполнении необходимого условия: рыночная цена обыкновенной акции выше ее рыночной цены в момент выпуска мультиголосующей акции. Величина опционной премии положительно коррелирует с волатильностью цены базового актива, характерной для компаний на стадии роста и обуславливающей привлекательность мультиголосующих акций на этапе ускоренного роста свободного денежного потока акционерного общества. Также рост опционной премии определяется продолжительностью срока обращения мультиголосующей акции, что привлекает стратегических инвесторов и снижает спекулятивную составляющую фондового рынка.

Предложение

Как уже отмечалось ранее, в настоящее время российское законодательство содержит лишь упоминание о возможности использования мультиголосующих акций. Отсутствие законодательно утвержденных условий обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке России создает для компаний дополнительные правовые риски, снижая инвестиционную привлекательность рассматриваемого финансового инструмента. В этой связи нами сформированы следующие предложения о внесении изменений в действующее российское законодательство в области регулирования финансового рынка.

Во-первых, внести дополнение в п. 1 ст. 25 Федерального закона №208-ФЗ от 26.12.1995 г. «Об акционерных обществах»: вместо обыкновенных акций следует рассматривать обыкновенные акции определенного типа. Тогда российские компании смогут использовать обыкновенные акции, предоставляющие акционеру на общем собрании

акционеров один голос на акцию, и обыкновенные акции, предоставляющие более одного голоса на акцию, т. е. мультиголосующие акции.

Внесение данного изменения позволит унифицировать подход законодателя к формированию уставного капитала международных компаний и российских акционерных обществ. На наш взгляд, данное решение может оказать благоприятное долгосрочное влияние на инвестиционную привлекательность российского финансового рынка, т. к. международные компании смогут не только использовать мультиголосующие акции при осуществлении политики финансирования деятельности компании, но в условиях преобразования в акционерные общества и изменения места нахождения юридического лица приобретут возможность использования мультиголосующих акций для формирования собственного капитала компании.

Во-вторых, ст. 31 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» следует скорректировать с позиции возможности использования различных типов обыкновенных акций, предоставляющих большее количество голосов, а именно дополнить положением о том, что «Уставом общества могут быть предусмотрены обыкновенные акции определенного типа, предоставляющие владельцам более одного голоса на общем собрании акционеров и не обладающие иными преимуществами». Тогда п. 3 вышеуказанного законодательного акта следует изложить в следующей редакции: «Конвертация обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги не допускается. Уставом общества может быть предусмотрена конвертация обыкновенных акций определенного типа, предоставляющего более одного голоса на общем собрании акционеров, только в обыкновенные акции, предоставляющих один голос на акцию на общем собрании акционеров».

Ввиду того, что российский законодатель предусмотрел возможность использования привилегированных мультиголосующих акций для международных компаний, представляется возможным скорректировать ст. 32 Федерального закона от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» аналогично ст. 31, чтобы сохранить данную возможность для всех акционерных обществ российского финансового рынка.

В-третьих, внести в ст. 27.6. «Ограничения на обращение ценных бумаг» Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» следующее изменение: п. 2.1 дополнить словами «обыкновенных акций определенного типа и (или) привилегированных акций определенного типа, предоставляющих более одного голоса на акцию». Таким образом, ограничив возможность обращения мультиголосующих акций на фондовой бирже для снижения инвестиционных рисков неквалифицированных розничных (индивидуальных) инвесторов.

Заключение

Исследование показало, что ограниченный доступ к финансированию – актуальная проблема компаний на разных этапах жизненного цикла, и ее решение может привести к потере контроля со стороны основателей. Привлечение дополнительных участников уставного капитала может привести к разводнению доли основателей компании. Это возможно при повышении количества участников для увеличения объема уставного капитала и (или) при привлечении конвертируемого заемного финансирования.

В качестве решения данной проблемы автором предложено рассмотреть мультиголосующие акции как инструмент формирования собственного капитала компании. Двухклассовая система представляет собой нетрадиционный для российского рынка подход к формированию акционерного капитала. Указанная система обладает определенной перспективностью ввиду предоставляемых основателям акционерных обществ возможностей, в т. ч. по сохранению контроля над стратегическим развитием компании и формирования условий привлечения долгосрочных, не спекулятивных инвестиций.

Вышесказанное обусловило исследование сущности мультиголосующей акции посредством раскрытия ключевых особенностей данного финансового инструмента: ограниченных условий и срока обращения, предоставления дополнительных голосов на акцию, отсутствие дополнительных прав на дивидендные выплаты и конвертации в обыкновенные акции из расчета один к одному. Изученная сущность мультиголосующей акции позволила определить данный финансовый инструмент как обладающий опционной составляющей, т.е. отвечающий признакам производного финансового инструмента.

Предложенные изменения в законодательство, регулирующее обращение долевых ценных бумаг на российском финансовом рынке, позволяют разработать более гибкую систему формирования собственного капитала акционерного общества посредством нового для российской практики финансового инструмента, обладающего свойствами опциона. Использование мультиголосующих акций привлекает долгосрочных инвесторов и сформирует дополнительные условия обеспечения финансовой стабильности в области функционирования корпоративного сегмента финансового рынка России.

ЛИТЕРАТУРА

1. Восканян Р.О. Двухклассовая система формирования капитала компании в странах БРИКС // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2021. Т. 12. № 3. С. 274–287.
2. Восканян Р.О. Условия обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке стран Азии // Банковские услуги. 2024. № 6. С. 27–32.
3. Восканян Р.О. Сравнительный анализ эмиссионных инструментов финансирования компании // Научные труды Вольного экономического общества России. 2024. Т. 245. № 1. С. 136–152.
4. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.E., Jordan B.D. Corporate Finance. 11th Edition. New York: McGraw-Hill Education, 2016.
5. Восканян Р.О. Двухклассовая система формирования капитала компании: американский и британский опыт // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. 2021. № 1. С. 111–120.
6. Rydqvist K. Dual-Class Shares: A Review // Oxford Review of Economic Policy. 1992. Vol. 8 (3). Pp. 45–57.
7. Ващенко Т.В. Оптимизация участия иностранных инвесторов, как инструмент системы корпоративного контроля высокотехнологичных компаний: опыт Китая // Финансовый бизнес. 2022. № 6 (228). С. 193–197.
8. Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V., Litov L.P. The rise of dual-class stock IPOs // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 144. I. 1. Pp. 122–153.
9. Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith B.F. Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management // Journal of Corporate Finance. 2011. Vol. 17. I. 5. Pp. 1580–1594.
10. Hagelin N., Holmén M., Pramborg B. // Family ownership, dual-class shares, and risk management // Global Finance Journal. 2006. Vol. 16. I. 3. Pp. 283–301.
11. Mazzi C. Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges // Journal of Family Business Strategy. 2011. Vol. 2. I. 3. Pp. 166–181.
12. Ashraf R., Li H., Ryan H.E. Dual agency problems in family firms: Evidence from director elections // Journal of Corporate Finance. 2020. Vol. 62. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.101556.
13. Villalonga B., Amit R. Family Control of Firms and Industries // Financial Management. 2010. Vol. 39. I. 3. Pp. 863–904.
14. Cieślak K. Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden. // Journal of Management and Governance. 2018. № 22. Pp. 535–563.
15. Lim L. Dual-class versus single-class firms: information asymmetry // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2016. № 46. Pp. 763–791.
16. Wang Y. The impact of private benefits on institutional ownership change: evidence from markets with different sentiments // Journal of Economics and Finance. 2014. № 38. Pp. 609–626.
17. Venetze F.C. The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe // European Business Organization Law Review. 2014. № 15. Pp. 499–544.
18. Tinaikar S. Executive compensation disclosure and private control benefits: A comparison of U.S. and Canadian dual class firms // Journal of International

- Accounting, Auditing and Taxation. 2017. Vol. 29. Pp. 32–51.
DOI: 10.1016/j.intaccudtax.2017.03.001.
19. *McGuire S.T., Wang D., Wilson R.J.* Dual Class Ownership and Tax Avoidance // *The Accounting Review*. 2014. Vol. 89. № 4. Pp. 1487–1516.
 20. *Heracleous L., Lan L.L.* Concentrated Ownership, Socioemotional Wealth, and the “Third Possibility”: Bringing Society Back in // *The Corporation: Rethinking the Iconic Form of Business Organization*. 2022. Vol. 78. Pp. 13–30.
 21. *Cremers M., Lauterbach B., Pajuste A.* The Life Cycle of Dual-Class Firm Valuation // *The Review of Corporate Finance Studies*. 2022. DOI: 10.1093/rcfs/cfac026.
 22. *Gompers P.A., Ishii J., Metrick A.* Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States // *The Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. № 3. Pp. 1051–1088.
 23. *Dey A., Nikolaev V., Wang X.* Disproportional control rights and the governance role of debt // *Management Science*. 2015. № 62 (9). Pp. 2581–2614.
 24. *Ордов К.В.* Влияние финансового кризиса на перераспределение финансовых ресурсов общества // *Финансовая экономика*. 2020. № 5. С. 181–182.

REFERENCES

1. *Voskanian R.O.* Dual-class system of capital company formation in the BRICS countries// *MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2021. Vol. 12. № 3. Pp. 274–287.
2. *Voskanian R.O.* Circulation regulations of multiple voting shares on the financial market of Asian countries// *Banking services*. 2024. №6. Pp. 27–32.
3. *Voskanian R.O.* Comparative analysis of the financing instruments employed by the company// *Scientific works of the Free Economic Society of Russia*. 2024. Vol. 245. №1. Pp. 136–152.
4. *Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F., Jordan B.D.* *Corporate Finance*. 11th Edition. New York: McGraw-Hill Education, 2016.
5. *Voskanian R.O.* Dual-class system of capital company formation: American and British experience // *ETAP: Economic Theory, Analysis, and Practice*. 2021. № 1. Pp. 111–120.
6. *Rydqvist K.* Dual-Class Shares: A Review // *Oxford Review of Economic Policy*. 1992. Vol. 8 (3). Pp. 45–57.
7. *Vashchenko T.V.* Optimization of the participation of foreign investors as a tool of the corporate control system of high-tech companies: the experience of China // *Financial business*. 2022. № 6 (228). Pp. 193–197. (In Russ.).
8. *Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V., Litov L.P.* The rise of dual-class stock IPOs // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 144. I. 1. Pp. 122–153.
9. *Amoako-Adu B., Baulkaran V., Smith B.F.* Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management // *Journal of Corporate Finance*. 2011. Vol. 17. I. 5. Pp. 1580–1594.
10. *Hagelin N., Holmén M., Pramborg B.* // Family ownership, dual-class shares, and risk management // *Global Finance Journal*. 2006. Vol. 16. I. 3. Pp. 283–301.
11. *Mazzi C.* Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges // *Journal of Family Business Strategy*. 2011. Vol. 2. I. 3. Pp. 166–181.

12. *Ashraf R., Li H., Ryan H.E.* Dual agency problems in family firms: Evidence from director elections // *Journal of Corporate Finance*. 2020. Vol. 62.
DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.101556.
13. *Villalonga B., Amit R.* Family Control of Firms and Industries // *Financial Management*. 2010. Vol. 39. I. 3. Pp. 863–904.
14. *Cieślak K.* Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden. // *Journal of Management and Governance*. 2018. № 22. Pp. 535–563.
15. *Lim L.* Dual-class versus single-class firms: information asymmetry // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2016. № 46. Pp. 763–791.
16. *Wang Y.* The impact of private benefits on institutional ownership change: evidence from markets with different sentiments // *Journal of Economics and Finance*. 2014. № 38. Pp. 609–626.
17. *Venezze F.C.* The Costs of Control-enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatisation of State-owned Firms in Europe // *European Business Organization Law Review*. 2014. № 15. Pp. 499–544.
18. *Tinaikar S.* Executive compensation disclosure and private control benefits: A comparison of U.S. and Canadian dual class firms // *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2017. Vol. 29. Pp. 32–51.
DOI: 10.1016/j.intaccudtax.2017.03.001.
19. *McGuire S.T., Wang D., Wilson R.J.* Dual Class Ownership and Tax Avoidance // *The Accounting Review*. 2014. Vol. 89. № 4. Pp. 1487–1516.
20. *Heracleous L., Lan L.L.* Concentrated Ownership, Socioemotional Wealth, and the “Third Possibility”: Bringing Society Back in // *The Corporation: Rethinking the Iconic Form of Business Organization*. 2022. Vol. 78. Pp. 13–30.
21. *Cremers M., Lauterbach B., Pajuste A.* The Life Cycle of Dual-Class Firm Valuation // *The Review of Corporate Finance Studies*. 2022. DOI: 10.1093/rcfs/cfac026.
22. *Gompers P.A., Ishii J., Metrick A.* Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States // *The Review of Financial Studies*. 2010. Vol. 23. № 3. Pp. 1051–1088.
23. *Dey A., Nikolaev V., Wang X.* Disproportional control rights and the governance role of debt // *Management Science*. 2015. № 62 (9). Pp. 2581–2614.
24. *Ordov K.V.* The impact of the financial crisis on the redistribution of financial resources of society // *Financial Economics*. 2020. № 5. Pp. 181–182. (In Russ.).

Дата поступления рукописи: 26.06.2024 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Восканян Роза Оганесовна – кандидат экономических наук, доцент, доцент Кафедры финансового и инвестиционного менеджмента ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия
ORCID: 0000-0002-1690-8262
rose.01@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Roza O. Voskanian – Cand. Sci. (Econ.), Docent, Associate Professor of the Department of Financial and Investment Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

ORCID: 0000-0002-1690-8262

rose.01@mail.ru

ECONOMIC ESSENCE OF MULTIPLE VOTING SHARES AND THE FEASIBILITY OF INTRODUCING THEM ON THE RUSSIAN FINANCIAL MARKET

Entrepreneurs often encounter challenges related to capital dilution and diminished control over strategic development when forming equity capital. The author proposes the adoption of multiple voting shares as a potential solution to this problem. It has been disclosed that a joint-stock company can issue multiple voting shares at various stages of its life cycle. The circulation of these shares is limited due to their conversion into ordinary shares during purchase and sale transactions, or in case of a specified duration of circulation prohibition. The implementation of a voting multiplier has been announced; clarifying that possessing multiple voting shares does not entitle the owner to extra dividend payments. Conversely, multiple voting shares are transformed into common shares at a one-to-one ratio determined by market value. The result of the study of the economic essence of multiple voting shares was the identification and analysis of the option component of this security. Therefore, there exists the potential to adopt an innovative method of generating financing opportunities for the company by introducing multiple voting shares that encompass the advantages of ordinary shares and a derivative financial instrument.

Given the current state of the Russian financial market, where multiple voting shares are exclusively accessible to international companies, the author has developed proposals to modify the existing Russian legislation. These modifications will enable the standardization of equity formation practices among Russian joint-stock companies, while also enhancing the investment appeal of the Russian market for investors from allied states, where the trading of multiple voting shares is permitted.

Keywords: *share, dual-class system, convertible securities, option, equity, financing.*

JEL: G32, G23.