

Вестник НГУЭУ. 2023. № 1. С. 91–98
Vestnik NSUEM. 2023. No. 1. P. 91–98

Научная статья
УДК 336.64
DOI: 10.34020/2073-6495-2023-1-091-098

ПРИНЦИПЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МУЛЬТИГОЛОСУЮЩИХ АКЦИЙ В КОРПОРАТИВНОМ КОНТРОЛЕ

Восканян Роза Оганесовна

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации
rovoskanian@fa.ru

Аннотация. В работе раскрываются мотивы использования мультиголосующих акций как инструмента формирования собственного капитала быстрорастущей организации. Внедрение мультиголосующих акций оказывает существенное влияние на систему корпоративного контроля организации, процесс принятия стратегических решений. Вместе с тем позволяет организации решить проблему с финансированием организации на раннем этапе развития ввиду ограниченных внутренних ресурсов и ограниченного доступа к заемным средствам. В рамках настоящей статьи автором сформулированы принципы осуществления корпоративного контроля посредством мультиголосующих акций, учитывающие специфику стратегического управления быстрорастущей организации. Данные принципы могут применяться организациями любых секторов экономики в момент учреждения юридического лица с использованием мультиголосующих акций. Применение данных принципов позволит повысить инвестиционную привлекательность быстрорастущей организации за счет предсказуемости системы корпоративного контроля, направленной на формирование благоприятных условий обеспечения инвесторов приростом капитала.

Ключевые слова: агентская проблема, высокотехнологичная компания, мажоритарий, миноритарий, собственный капитал, суперголосующая акция

Финансирование. Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситета.

Для цитирования: Восканян Р.О. Принципы использования мультиголосующих акций в корпоративном контроле // Вестник НГУЭУ. 2023. № 1. С. 91–98. DOI: 10.34020/2073-6495-2023-1-091-098.

Original article

PRINCIPLES OF USING MULTI-VOTING SHARES IN CORPORATE CONTROL

Voskanian Roza O.

Financial University under the Government of the Russian Federation
rovoskanian@fa.ru

Abstract. The paper explores the motives for using multi-voting shares as a tool for forming equity of a fast-growing organization. The implementation of multi-voting shares has a significant impact on the corporate control system, the strategic decisions-making.

© Восканян Р.О., 2023

At the same time, it allows to solve the problem of financing a young organization due to limited internal resources and limited access to borrowed funds. The author has formulated the principles of corporate control through multi-voting shares, taking into account the specifics of strategic management of a fast-growing organization. These principles can be applied by organizations of any sectors of the economy at the time of the establishment of a legal entity using multi-voting shares. The application of these principles can increase the investment attractiveness of a fast-growing organization due to the predictability of the corporate control system aimed at creating favorable conditions for providing investors with capital gains.

Keywords: agency relations, high-tech company, majority owner, minority owner, equity, super-voting shares

Financing. The research was carried out within the state assignment of the Financial University at the expense of budgetary funds.

For citation: Voskanian R.O. Principles of using multi-voting shares in corporate control. *Vestnik NSUEM*. 2023; (1): 91–98. (In Russ.). DOI: 10.34020/2073-6495-2023-1-091-098.

Введение

Мультиголосующие акции представляют собой распространенный инструмент финансирования деятельности компании в зарубежных странах, однако ввиду отсутствия в Российской Федерации нормативно-правовой базы, регулирующей обращение мультиголосующих акций, данный финансовый инструмент не получил должного внимания со стороны российских ученых.

Работы Д.Р. Арнаутова посвящены правовым вопросам и потенциальным возможностям использования мультиголосующих акций [1, 2] в Российской Федерации, однако не исследуют экономическую сущность и области функционирования мультиголосующих акций. На наш взгляд, важной областью функционирования мультиголосующих акций является корпоративный контроль.

Система корпоративного контроля коммерческой организации (далее – организации) обуславливается структурой формирования собственного капитала и оказывает влияние на стратегическое развитие организации. Данное суждение подтверждается опытом Китая, в котором на законодательном уровне утверждены ограничения по привлечению иностранных инвесторов для формирования собственного капитала высокотехнологичных организаций в рамках политики обеспечения национальной безопасности [3].

Корпоративный контроль направлен на нивелирование агентской проблемы, неизбежно возникающей при разделении собственности и управления. Также на поиск решений в отношении паритета интересов мажоритариев и миноритариев. Однако управление организациями осложнено множественной ролью участников управленческого процесса. Участники уставного капитала организаций принимают на себя функции руководства, представители руководства посредством опционов на акции становятся участниками, и те, и другие могут выступать членами совета директоров.

Привлечение дополнительного долевого финансирования, а также распределение долей в уставном капитале организации посредством опционов

между сотрудниками может привести к снижению доли основателей (в данном случае – непосредственно создателей предпринимательской идеи) до миноритарной. В целях недопущения потери контроля над стратегическим развитием и сохранения влияния на принятие оперативных решений основатели организации и обеспечивают себя мультиголосующими акциями.

Данное суждение подтверждается результатами исследования акционерных обществ, прошедших листинг на фондовых биржах США с 1980 по 2008 г. и обладающих мультиголосующими акциями. Основным мотивом формирования структуры собственного капитала акционерных обществ с мультиголосующими акциями выступало желание сохранить контроль над управлением [6]. Данный мотив актуален, что подтверждается результатами исследования акционерных обществ, прошедших листинг на фондовых биржах США в период с 2017 по 2019 г. Согласно данному исследованию, организации с мультиголосующими акциями обладают низкой инвестиционной привлекательностью для венчурных инвесторов, поскольку участники-основатели подобных организаций сохраняют контроль над стратегическим развитием [5]. Следовательно, венчурные инвесторы ограничены во влиянии на принятие стратегических решений, в том числе по вопросу выхода из бизнеса, например, посредством сделки слияния и поглощения. Более того, организации с мультиголосующими акциями предпочитают привлекать финансовые ресурсы посредством эмиссии долговых ценных бумаг [8] нежели долевых, поскольку это позволяет одновременно решить две задачи: нивелировать агентскую проблему [7] и сохранить контроль над принятием решений.

Концентрация корпоративного контроля исключительно в руках держателей мультиголосующих акций также обладает очевидной отрицательной стороной для ряда инвесторов, поскольку в таком случае владельцы мультиголосующих акций становятся мажоритариями по праву голоса, не по объему вложенных средств в уставный капитал организации.

Вышесказанное обуславливает актуальность разработки принципов использования мультиголосующих акций в корпоративном контроле для наиболее эффективного применения данного инструмента формирования собственного капитала организации. В рамках настоящей работы автором предлагается пять принципов, учитывающих специфику формирования капитала быстрорастущих организаций.

Результаты исследования и обсуждение

1. *Принцип целесообразности внедрения мультиголосующих акций.* Формирование собственного капитала организации с мультиголосующими акциями возможно только в момент учреждения юридического лица. Цель внедрения мультиголосующих акций – сохранение влияния держателей подобных акций при принятии стратегических управленческих решений.

Если основатели являются мажоритариями по принципу вклада в уставный капитал, то они же являются мажоритариями по принципу голосования и тогда нет объективных причин внедрения мультиголосующих акций на раннем этапе развития организации. Однако по мере развития ор-

ганизация испытывает все большую потребность в финансовых ресурсах. Внутренние источники финансирования ограничены, особенно для организаций на раннем этапе развития. Внешние заемные источники финансирования находятся в ограниченном доступе или вовсе недоступны по следующим причинам. Во-первых, у начинающей организации отсутствует достаточное количество активов, которые можно предоставить в качестве залога. Во-вторых, у организаций на раннем этапе развития неустойчивый денежный поток, отсутствует бухгалтерская (финансовая) отчетность за длительный период времени и кредитная история, на основании которой кредитная организация или иной инвестор-кредитор может принять решение о предоставлении заемного капитала. В случае, если у организации наличествует подобная отчетность, то ввиду молодости и высоких рисков, характеризующих основную деятельность, стоимость привлечения заемного финансирования становится излишне дорогой. Следовательно, единственный способ обеспечить молодую организацию финансовыми ресурсами – привлечь внешнее финансирование, формирующее собственный капитал. В данном случае формируется риск размытия капитала и потери контроля над управлением со стороны основателей организации. По этой причине целесообразность включения мультиголосующих акций на этапе учреждения юридического лица заключается в нивелировании будущего риска размытия капитала и потери корпоративного контроля.

Внешние инвесторы-совладельцы, которые готовы стать участниками организации и предоставить финансовые ресурсы для формирования собственного капитала организации на раннем этапе развития, в данном случае рассчитывают не на дивиденды, а на прирост капитала. Как уже отмечалось ранее, молодая организация характеризуется нестабильным денежным потоком. Инвестиционная привлекательность подобных организаций заключается в высоком уровне риска, который предоставит инвесторам высокую доходность за счет прироста капитала.

Привлечение подобных инвесторов – сложная задача для основателей. Необходимо гарантировать инвесторам сверхбыстрый рост организации, представить оригинальную предпринимательскую идею, способную вывести даже не столько в лидеры на рынке, сколько в основоположники сегмента рынка. Необходимо разработать бизнес-план, согласно которому возможно масштабирование предпринимательской идеи, ее развитие и, следовательно, устойчивый темп роста организации за счет повышения положительных денежных потоков. Задача основателей – убедить привлекаемых инвесторов, что именно они знают, каким образом привести организацию к успеху и как обеспечить повышение благосостояния инвесторов.

Вышесказанное обуславливает целесообразность внедрения мультиголосующих акций. Знания, навыки и идеи основателей способны обеспечить сверхбыстрый рост организации и прирост капитала, следовательно, достигнуть ключевой цели финансового менеджмента – повышения благосостояния инвесторов-совладельцев. Тогда инвесторы-совладельцы заинтересованы в передаче управленческой функции более квалифицированным специалистам, в данном случае – создателям предпринимательской идеи.

2. *Принцип соразмерности вмешательства владельцев мультиголосующих акций в корпоративный контроль.* Вмешательство держателей мультиголосующих акций в корпоративный контроль ограничивается участием в принятии стратегических решений, связанных с обеспечением высоких темпов роста организации и обеспечения прироста капитала всех участников организации. При организации и осуществлении корпоративного контроля, держатели мультиголосующих акций должны преследовать интересы всех участников организации, не допускать ущемления прав держателей обыкновенных акций при распределении финансового результата организации.

Таким образом, держатели мультиголосующих акций приобретают большие права при голосовании, но обладают одинаковыми правами с держателями иных типов акций при распределении чистой прибыли организации.

Для соблюдения принципа соразмерности вмешательства владельцев мультиголосующих акций именно в процедуры корпоративного контроля представляется важным в учредительных документах указывать следующие два пункта.

Во-первых, количество мультиголосующих акций. При учреждении юридического лица участники каждой организации утверждают верхнюю границу количества мультиголосующих акций в качестве определенного процента от уставного капитала. Данный пункт уставных документов должен быть неизменен. Одновременно с этим данное ограничение не лишает возможностей участников-основателей приобрести дополнительное количество посредством акций иных типов.

Во-вторых, количество голосов, которое предоставляет держателю одна мультиголосующая акция. Количество голосов, приходящихся на одну обыкновенную акцию, сокращается пропорционально количеству голосов, приходящихся на одну мультиголосующую акцию.

На основании вышеуказанных пунктов в учредительных документах организации, сторонние инвесторы способны оценить уровень риска данной организации, присущего держателям немультиголосующих акций, и собственный инвестиционный интерес к подобной системе корпоративного контроля.

3. *Принцип недопустимости тиражирования мультиголосующих акций.* Увеличение количества мультиголосующих акций после окончательного формирования уставного капитала организации противоречит самой сущности мультиголосующих акций. Как уже отмечалось ранее, мультиголосующие акции могут быть приобретены основателями лишь при первичном создании юридического лица.

Представляется критически важным не допускать возможностей увеличения количества мультиголосующих акций посредством их дробления или размещения опционов на мультиголосующие акции. Дробление мультиголосующих акций представляет собой искусственное управление правами голоса и может быть ограничено вышепредложенным принципом. Опционы на мультиголосующие акции представляют собой, на наш взгляд, опасный инструмент управления собственным капиталом организации.

Широко известна позиция У. Баффета по поводу вреда производных финансовых инструментов, которые фактически повышают риски и затрудняют справедливую оценку стоимости бизнеса [4]. Опционы на акции получили широкое распространение именно среди высокотехнологичных организаций, поскольку являются одним из ключевых инструментов привлечения и обеспечения лояльности наиболее ценных сотрудников, способных генерировать стоимость. Традиционно подобные опционы предоставляются руководителям различных отделов организации. Предоставление руководителям опционов на мультиголосующие акции приведет к ситуации, когда одно лицо одновременно обладает возможностью принимать решения как агент (т.е. руководитель) и как принципал с множественным правом голоса (т.е. держатель мультиголосующей акции). Тогда стратегия развития организации становится известна и управляема лишь небольшому количеству участников, что значительно усложняет агентскую проблему и снижает интерес внешних инвесторов (не основателей) к организации ввиду слишком высоких рисков.

4. *Принцип осмотрительности держателей мультиголосующих акций.* Внедрение мультиголосующих акций направлено на сосредоточение корпоративного контроля в руках основателей предпринимательской идеи. Держателям мультиголосующих акций следует с осмотрительностью осуществлять политику финансирования деятельности организации. Привлечение внешнего финансирования посредством конвертируемых привилегированных акций или конвертируемых облигаций на определенном этапе позволит обеспечить организацию необходимым объемом финансовых ресурсов и вместе с тем сохранить корпоративный контроль. Держатели привилегированных акций практически не оказывают влияния на принятие управленческих решений, за исключением предусмотренных законодательством случаев. Инвесторы-кредиторы и вовсе не могут участвовать в управлении организаций. В дальнейшем же указанные конвертируемые ценные бумаги трансформируются в обыкновенные акции, соответственно, пропорционально сокращают процент голосов держателей мультиголосующих акций в общем объеме. Следовательно, принцип осмотрительности держателей мультиголосующих акций заключается в осторожном привлечении внешнего финансирования посредством гибридных инструментов с функций конвертации в обыкновенные акции.

5. *Принцип независимости совета директоров дочерних организаций.* Эффективность корпоративного контроля во многом зависит от состава совета директоров. Члены совета директоров должны обладать высоким уровнем профессиональных навыков в отрасли, в которой организация осуществляет основную деятельность. Во многих странах существует правовое регулирование критериев отбора членов в совет директоров. Интерес представляет азиатская практика выдвижения требований к составу совета директоров по причине широкого распространения мультиголосующих акций в странах Азии. Законодательство Китая, в том числе Гонг-Конга, Японии, Малайзии, Сингапура, Южной Кореи запрещает независимому директору дочерней организации участвовать в руководстве и (или) совете директоров материнской корпорации и запрещает независимому директору

материнской организации принимать участие в руководстве и (или) совете директоров дочерних организаций [9]. Материнская организация обычно является мажоритарием дочерней и оказывает прямое влияние на принимаемые в ней решения. Руководитель или член совета директоров материнской организации в совете директоров дочерней, по сути, лишает последнюю возможности автономного принятия решений, что может ущемить интересы миноритариев дочерней организации.

На наш взгляд, при возможности организации использовать мультиголосующие акции для формирования собственного капитала следует ограничить возможность держателей мультиголосующих акций становиться членами совета директоров дочерних организаций. Их цель – сверхбыстрый рост стоимости акций головной организации, в которой они обладают мультиголосующими акциями и в которую инвестировали иные инвесторы, согласные на сокращение собственных прав голосования в обмен на высокую доходность. Следовательно, держатели мультиголосующих акций должны быть сконцентрированы на работе над увеличением внутренней стоимости исключительно материнской организации. Изложенное обуславливает необходимость использования принципа независимости совета директоров дочерних организаций.

Вывод и заключение

Подводя итог вышесказанному, отметим, что предложенные и обоснованные принципы осуществления корпоративного контроля посредством мультиголосующих акций могут лечь в основу концепции использования мультиголосующих акций как инструмента формирования собственного капитала организации, поскольку учитывают две важные составляющие. Во-первых, специфику управления быстрорастущей организации, способной в ограниченный период времени обеспечить инвесторов-совладельцев приростом капитала, но при этом ограниченной во внутренних и заемных источниках финансирования. Во-вторых, системные взаимоотношения участников-основателей предпринимательской идеи – держателей мультиголосующих акций с иными инвесторами (совладельцами и кредиторами) и дочерними организациями.

Список источников

1. *Арнаутов Д.Р.* Будущее акций с разным объемом прав в России // Закон. 2020. № 11. С. 127–150.
2. *Арнаутов Д.Р.* Акции с разным объемом прав в США и России // Закон. 2020. № 1. С. 186–199.
3. *Ващенко Т.В.* Оптимизация участия иностранных инвесторов, как инструмент системы корпоративного контроля высокотехнологичных компаний: опыт Китая // Финансовый бизнес. 2022. № 6 (228). С. 193–197.
4. *Пеко Д., Кори Р.* Университет Berkshire Hathaway. 30-летний опыт Уоррена Баффета и Чарли Мангера. Выступления. СПб.: ООО «Диалектика», 2021. 400 с.
5. *Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V., Litov L.P.* The rise of dual-class stock IPOs // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 144. Issue 1. Pp. 122–153. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.12.012>.

6. Arugaslan O., Cook D., Kieschnick R. On the decision to go public with dual-class stock // *Journal of Corporate Finance*. 2010. Vol. 16, no. 2. Pp. 170–181.
7. Dey A., Nikolaev V., Wang X. Disproportional control rights and the governance role of debt // *Management Science*. 2016. No. 62 (9). Pp. 2581–2614.
8. Gao N., Jiang W., Jin J. Disproportional control rights and debt maturity // *International Review of Financial Analysis*. 2023. Vol. 85. P. 102434. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102434>
9. Good Policies and Practices for Corporate Governance of Company Groups in Asia // OECD. 2022.

References

1. Arnautov D.R. Budushhee akcii s raznym ob#emom prav v Rossii [The future of shares with different rights in Russia], *Zakon [Law]*, 2020, no. 11, pp. 127–150.
2. Arnautov D.R. Akcii s raznym ob#emom prav v SShA i Rossii [Shares with different scope of rights in the USA and Russia], *Zakon [Law]*, 2020, no. 1, pp. 186–199.
3. Vashhenko T.V. Optimizacija uchastija inostrannyh investorov, kak instrument sistemy korporativnogo kontrolja vysokotekhnologichnyh kompanij: opyt Kitaja [Optimization of the participation of foreign investors as a tool for the corporate control system of high-tech companies: China's experience], *Finansovyy biznes [Financial business]*, 2022, no. 6 (228), pp. 193–197.
4. Peko D., Kori R. Universitet Berkshire Hathaway. 30-letnij opyt Uorrena Baffeta i Charli Mangera [Berkshire Hathaway University. 30 years of experience of Warren Buffett and Charlie Munger]. Vystuplenija. Sankt-Petersburg, ООО «Dialektika», 2021. 400 p.
5. Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V., Litov L.P. The rise of dual-class stock IPOs. *Journal of Financial Economics*, 2022, vol. 144, issue 1, pp. 122–153. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.12.012>
6. Arugaslan O., Cook D., Kieschnick R. On the decision to go public with dual-class stock. *Journal of Corporate Finance*, 2010, vol. 16, no. 2, pp. 170–181.
7. Dey A., Nikolaev V., Wang X. Disproportional control rights and the governance role of debt. *Management Science*, 2016, no. 62 (9), pp. 2581–2614.
8. Gao N., Jiang W., Jin J. Disproportional control rights and debt maturity. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 85, p. 102434. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102434>
9. Good Policies and Practices for Corporate Governance of Company Groups in Asia. OECD. 2022.

Сведения об авторе:

Р.О. Восканян – кандидат экономических наук, доцент, доцент Департамента финансового и инвестиционного менеджмента, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация.

Information about the author:

R.O. Voskanian – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Financial and Investment Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation.

Статья поступила в редакцию	12.01.2023	The article was submitted	12.01.2023
Одобрена после рецензирования	20.01.2023	Approved after reviewing	20.01.2023
Принята к публикации	06.02.2023	Accepted for publication	06.02.2023