

Р.О. ВОСКАНЯН

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИЧИН ОБРАЩЕНИЯ МУЛЬТИГОЛОСУЮЩИХ АКЦИЙ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Мультиголосующие акции – относительно новый финансовый инструмент для мирового финансового рынка и совершенно новый – для российского. Это подтверждается тем, что в России нормативно-правовое регулирование мультиголосующих акций появилось в 2022 г. и пока только для международных компаний. Ввиду этого представляет интерес комплекс причин, побуждающий регуляторов финансовых рынков допустить обращение мультиголосующих акций. В рамках настоящей статьи автором поставлена цель декомпозиции причин обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке для оценки возможностей решения стратегических задач развития российской экономики посредством введения в обращение нового финансового инструмента. Достижение данной цели предопределило необходимость выделения четырех блоков причин: финансовых, пространственных, технологических и корпоративных. Крупнейший блок формируют корпоративные причины, связанные с управлением рисками при реализации финансовой политики компании и формировании инвестированного капитала. Блок финансовых причин связан с необходимостью развития финансового рынка и повышения уровня устойчивости финансовой системы. Блок пространственных причин связан с возможностями развития экономики отдельных регионов Российской Федерации за счет дополнительного развития инфраструктуры и повышения налоговых доходов от компаний, регистрируемых в качестве МКПАО, в т.ч. для использования мультиголосующих акций. Блок технологических причин связан с развитием конкурентоспособной экономики, высокотехнологичного производства и снижения уровня зависимости от высокотехнологично импорта. Проведенная декомпозиция позволила автору обосновать перспективную роль мультиголосующих акций в обеспечении финансовой стабильности российского финансового рынка за счет частичного снижения волатильности котировок акций в корпоративном секторе.

Ключевые слова: инвестированный капитал, структура капитала, финансирование, финансовая стратегия, финансовый инструмент, финансовый менеджмент, регион.

JEL: G32, G33, G23, G11

Мультиголосующие акции получили распространение в XX в. Компании, относящиеся к семейным, выпускали мультиголосующие акции, *чтобы сохранить контроль над управлением*, привлекая внешнее финансирование. Наиболее известный пример – выпуск акций класса В американской *Ford Motor Company*, которые не обращались на открытом рынке и принадлежали членам семьи Фордов [1, р. 473].

В XXI в. мультиголосующие акции стали широко применяться при формировании собственного капитала компаний в странах с высокотехнологичным производством. В настоящее время они получили нормативно-правовое регулирование на финансовых рынках США, Сингапура, Гонконга, Индии, Китая, Индонезии, Южной Кореи, Бразилии и ЮАР.



Рис. 1. Декомпозиция причин обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке

Источник: составлено автором.

Мультиголосующие акции:

- не обращаются на рынке капитала;
- предоставляют акционеру более одного голоса на акцию на общем собрании акционеров;
- обладают ограниченным сроком обращения, т.к. при осуществлении сделок купли-продажи теряют ключевое свойство – предоставление владельцу большего количества голосов.

Данные характеристики свойственны мультиголосующим акциям на большинстве финансовых рынков. Однако регуляторы финансовых рынков по-разному подходят к интерпретации их характеристик и возможностей¹.

Широкое распространение мультиголосующих акций в начале XXI в. предопределяет необходимость комплексного исследования причин данного явления, что требует проведения декомпозиции причин для обоснования их обращения на финансовом рынке.

Причины, побудившие регуляторов финансовых рынков допустить обращение мультиголосующих акций, можно разделить на четыре основных блока, представленных на *рисунке 1*.

Рассмотрим выбранные причины с позиции возможного повышения устойчивости финансовой системы к шокам и эффективного функционирования с использованием мультиголосующих акций.

Формирование благоприятного инвестиционного климата

Работу системы управления инвестиционным процессом в стране определяют три блока взаимосвязанных решений: улучшение инвестиционного климата, рост капитализации бизнеса, структурные реформы [2, с. 26].

В условиях геополитической напряженности российский финансовый рынок столкнулся с оттоком капитала инвесторов из недружественных стран. Стали очевидны недостатки развития национального рынка с опорой прежде всего на инвесторов-нерезидентов [3, с. 135]. Отметим, что данная проблема не нова. Сложно переоценить негативное влияние как экспертных оценок, так и действий западных финансовых институтов во время азиатского финансового кризиса в конце XX в.

При рассмотрении данной проблемы на корпоративном уровне очевидно, что *компании сталкиваются с неопределенностью* ввиду изменения состава инвесторов-совладельцев. Владельцами долей в уставном капитале компании могут стать конкуренты и (или) иные инвесторы с противоположными взглядами на стратегию развития компании.

¹ Например, российский законодатель предусмотрел возможность использовать мультиголосующие акции в 2022 г. и только для международных компаний (см.: Федеральный закон от 14 июля 2022 г. № 332-ФЗ (ред. от 19 декабря 2022 г.) «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»). В отличие от условий обращения мультиголосующих акций на вышеперечисленных финансовых рынках, на российском рынке мультиголосующие акции могут быть как обыкновенными, так и привилегированными.

В данном случае мультиголосующие акции позволяют основателям сохранить за собой право контроля в рамках принятия решений на общем собрании акционеров, сохранить приверженность выбранному вектору развития и не допустить формирования дополнительных рисков для стейкхолдеров. В результате на фоне общей неопределенности на рынке достигается снижение волатильности для стейкхолдеров конкретной компании, несмотря на смену инвесторов.

Подобная практика способна повысить уровень делового климата на финансовом рынке, в частности повысить уверенность контрагентов в способности руководства компании выбирать источники финансирования таким образом, что их структура не окажет критичного влияния на реализацию основной деятельности. В результате это может повысить уровень инвестиционного климата, что приведет к увеличению объемов инвестиций непосредственно в текущую хозяйственную деятельность участников корпоративного сектора финансового рынка.

Подчеркнем, что в заданных условиях становится не столь важно, будут ли новые инвесторы резидентами или нет. Важно, что контроль над принятием ключевых решений на общем собрании акционеров сохранится у основателей российской компании, которые предложили предпринимательскую идею и создали условия для роста фундаментальной стоимости компании.

Повышение уровня развития финансового рынка

Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 г. и период 2024 и 2025 гг. включают задачу развития рынка капитала и иных механизмов для долгосрочного финансирования экономического развития. В документе² подчеркивается, что «российские компании проявляют слабый интерес к долевым финансированию, которое по сути своей является наиболее долгосрочным; поэтому развитию именно долевого финансирования в России будет уделено особое внимание в предстоящие годы». Авторы документа акцентируют внимание на необходимости развития инструментов финансирования для обращения на фондовом рынке Российской Федерации.

На наш взгляд, важно развивать возможности компаний *выбирать источники финансирования вне фондового рынка*, поскольку они представляют интерес для большего количества компаний по разным объективным причинам, не рассматривающих возможность размещения акций на фондовой бирже в среднесрочной перспективе. В подтверждение данного тезиса приведем статистику Федеральной налоговой службы на 1 сентября 2024 г., визуализированную на *рисунке 2*.

² Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов // Банк России. 2022. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143773/onfr_2023-2025.pdf (дата обращения: 29.08.2024).

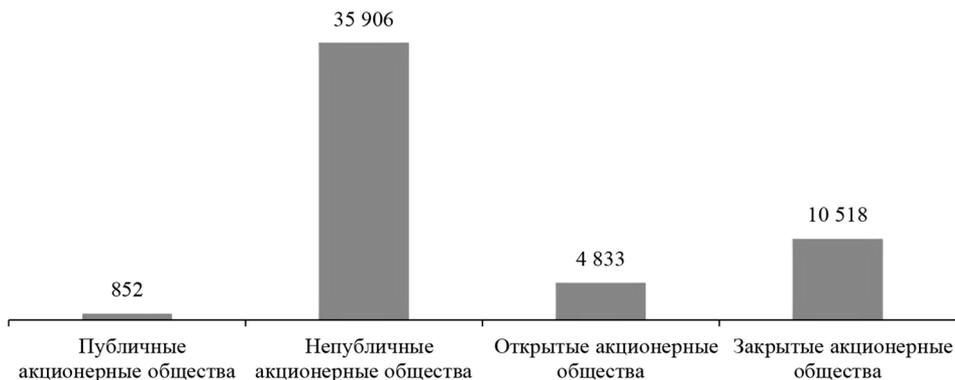


Рис. 2. Количество акционерных обществ, сведения о которых содержатся в Едином государственном реестре юридических лиц

Источник: составлено автором по: [4].

Данные Федеральной налоговой службы позволяют заключить, что большинство (69%) российских акционерных обществ зарегистрировано в форме непубличных акционерных обществ. Общее количество непубличных и закрытых акционерных обществ формирует значительное большинство (89%). Следовательно, вопросы совершенствования рынка долгосрочного долевого финансирования непубличных компаний *играют ключевую роль* в повышении уровня развития финансового рынка России.

Мультиголосующие акции не обращаются на фондовой бирже, поэтому они могут стать инструментом долгосрочного долевого финансирования, *представляющим интерес именно для непубличных акционерных обществ*. Как уже отмечалось ранее, при заключении сделок купли-продажи мультиголосующие акции теряют ключевую характеристику. В результате снижается спекулятивный интерес к мультиголосующей акции, что может выступать основанием для сохранения данной ценной бумаги в инвестиционном портфеле до момента, когда ее стоимость, а следовательно, и стоимость всей компании, существенно возрастет.

Повышение уровня устойчивости финансовой системы

Справедливо отмечается, что финансовые рынки меняются *ввиду появления большего количества неквалифицированных инвесторов*, чье поведение сильно отличается от поведения институциональных, рационально действующих инвесторов, что значительно изменило природу волатильности [5, с. 21].

На наш взгляд, основатели, которые обычно и являются владельцами мультиголосующих акций, проявляют наибольший интерес к повышению стоимости компании по двум причинам: во-первых, по причине заинтересованности в повышении уровня собственного благосостояния; во-вторых, по причине необходимости приобретения и поддержания

высокого уровня деловой репутации для успешного осуществления предпринимательской деятельности в будущем.

Итальянские ученые также подчеркивают важную роль деловой репутации инвестора, отмечая, что это во многом зависит от того, как долго он будет участвовать в капитале компании [6, р. 11], т.е. является ли он убежденным или непостоянным инвестором по критерию горизонта инвестирования. Также выявлено, что и деловая репутация генерального директора оказывает существенное влияние на решения акционеров. Особенно, если речь идет о лицах с успешным послужным списком и наградами за профессиональную деятельность [7, р. 17]. Принимая во внимание, что основатели компании – владельцы мультиголосующих акций обычно активно вовлечены в процессы управления компанией и порой занимают руководящие позиции, уровень их деловой репутации безусловно значим и для компании в настоящее время, и для их инвестиционных проектов в будущем. Следовательно, владельцы мультиголосующих акций действительно должны быть заинтересованы в формировании устойчивых темпов роста стоимости компании в долгосрочной перспективе.

Вышесказанное позволяет заключить, что мультиголосующие акции могут рассматриваться в качестве инструмента долгосрочного долевого финансирования, снижающего уровень волатильности финансового рынка.

Развитие конкурентоспособной экономики

Такие высокотехнологичные компании, как, например, *Alphabet, Square, Carnava, Snap, Dropbox, Pinterest, Coinbase*, прошли IPO на американских фондовых площадках, формируя структуру собственного капитала с использованием мультиголосующих акций. Возможность использования данного финансового инструмента привлекла и зарубежные компании. Компании *Alibaba Group, JD.com* и *Pinduoduo* выбрали для проведения IPO американские фондовые площадки. Справедливо отметить, что *основной причиной выбора американского финансового рынка* для привлечения долевого финансирования стал высокий уровень развития фондового рынка США и большое количество инвесторов, ориентированных на инвестиции в высокотехнологичные компании. Вместе с тем перечисленные азиатские компании в США использовали для формирования собственного капитала мультиголосующие акции, недоступные в то время на китайском финансовом рынке.

Решение регулятора о возможности обращения мультиголосующих акций позволяет повысить уровень конкурентоспособности финансового рынка и национальной экономики, заинтересовать перспективные компании в осуществлении основной деятельности и формировании собственного капитала на национальном рынке, в т.ч. за счет привлечения средств розничных инвесторов.

Решение российского регулятора предоставить возможность использовать мультиголосующие акции только международным компаниям формирует дополнительные условия развития конкурентоспособности отдельных регионов Российской Федерации. Местонахождение международной компании должно быть на территориях Калининградской области или Приморского края³. Следовательно, компании, заинтересованные в использовании мультиголосующих акций для формирования собственного капитала, *будут регистрироваться в указанных регионах.*

К сентябрю 2024 г. завершили процесс редомициляции на российском рынке и регистрации в качестве МКПАО «Яндекс», «Алсиб», «Лента» и ОК «РУСАЛ» в г. Калининграде; МД «Медикал Груп», «Юнайтед Медикал Груп» и ВК на о. Октябрьский; ТКС Холдинг на о. Русский. Ожидается редомициляция *Cian, HeadHunter* и «Русагро».

Регистрация компаний, в т.ч. лидеров отдельных секторов экономики, в указанных регионах способствует пополнению региональных бюджетов за счет дополнительных налоговых отчислений, концентрации интеллектуального капитала и формированию инфраструктуры, необходимой для обеспечения непрерывной работы самих компаний и комфортных условий проживания сотрудников.

Повышение инвестиционной привлекательности отдельных регионов государства посредством предоставления возможности использования мультиголосующих акций может оказать долгосрочное положительное влияние на развитие регионов и повышение уровня их конкурентоспособности.

Обеспечение эффективных условий для формирования интеллектуального капитала

Приведенные выше примеры могут рассматриваться как один из аргументов в пользу обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке отдельной страны, *если регулятор ставит задачи привлечения большего количества компаний и повышения уровня деловой активности.* В настоящее время большинство стран мира, стремясь сохранить свои конкурентные преимущества, вступают в борьбу на мировом рынке не столько за природные ресурсы, сколько за технологии [8, с. 116]. Возможно, этим руководствовался и российский регулятор финансового рынка, когда в 2022 г. предусмотрел возможность использования мультиголосующих акций международными компаниями.

Также обращение мультиголосующих акций опосредованно способствует формированию интеллектуального капитала, задействованного в работе компаний, финансирующих деятельность с использованием

³ Ст. 2 Федерального закона от 3 августа 2018 г. № 290-ФЗ (ред. от 8 августа 2024 г.) «О международных компаниях и международных фондах».

данного финансового инструмента. Именно высокотехнологичные компании различных секторов экономики развивают интеллектуальный капитал, необходимый для формирования конкурентной независимой экономики.

Развитие высокотехнологичного производства

Проведенное на американском рынке исследование показало, что использование высокотехнологичными компаниями мультиголосующих акций *приводит к нивелированию рисков* враждебного поглощения и повышению качества инновационной деятельности [9]. Значительную роль в развитии высокотехнологичных компаний играют НИОКР, требующие постоянного повышения объемов финансирования. Однако компании не могут бесконечно увеличивать долю заемных источников финансирования в структуре капитала так, чтобы не столкнуться с непропорциональным ростом риска банкротства.

Мультиголосующие акции позволяют учредителям компании привлекать внешнее доленое финансирование без потери контроля за реализацией стратегии развития компании. Таким образом, сохраняется паритет между задачами сохранения приоритетности утвержденного вектора развития и обеспечения осуществляемых НИОКР необходимыми финансовыми ресурсами.

Как уже отмечалось, обращение мультиголосующих акций может привести к положительным изменениям на финансовом рынке и формированию интеллектуального капитала. Данные условия можно рассматривать как благоприятные для последовательного развития высокотехнологичного производства.

Снижение критической зависимости от импортируемых технологий

Согласно Стратегии научно-технологического развития Российской Федерации, до 2030 г. и в дальнейшей перспективе планируется ускоренная разработка импортонезависимых технологий, освоение и локализация известных иностранных технологий, а также стабильное увеличение экспорта отечественных наукоемких технологий и продукции⁴.

Достижение поставленных целей требует *активного участия частного сектора экономики в финансировании НИОКР*. На российском финансовом рынке известны примеры высокотехнологичных компаний, достигнувших успеха в условиях конкуренции с внешними игроками: *Yandex, Ozon, VK, Positive Technologies* и т.д. Непредсказуемость российского рынка не стала существенным препятствием для размещения акций высокотехнологичных компаний на фондовой бирже. В 2024 г. IPO прошли «Делимобиль», «Диасофт», МФК «Займер», «МТС-Банк»,

⁴ Указ Президента Российской Федерации от 28 февраля 2024 г. № 145 «О Стратегии научно-технологического развития Российской Федерации».

ПАО «Элемент», *IVA Technologies* и др. Таким образом, со стороны высокотехнологичных компаний разных отраслей экономики наблюдается спрос в дополнительном внешнем финансировании, необходимом на этапе активного роста компаний. Предполагаем, что в условиях снижения конкуренции со стороны иностранных высокотехнологичных гигантов российские инвесторы с высоким уровнем толерантности к риску могут проявить долгосрочный интерес к российским высокотехнологичным компаниям.

Использование долевого финансирования можно условно рассматривать как бессрочное в сравнении с долговыми источниками финансирования, предоставляемыми в обязательном порядке с условием срочности (за исключением бессрочных облигаций). В этом случае у компаний появляются «длинные» деньги, которые можно инвестировать в НИОКР и в дальнейшем коммерциализировать, снизив необходимость приобретения и внедрения готовых решений, импортируемых с зарубежных рынков ввиду требования срочного удовлетворения финансовых интересов кредиторов.

Следовательно, в среднесрочной и долгосрочной перспективах (в зависимости от конкретной отрасли экономики) можно будет рассчитывать на снижение потребности в импорте высокотехнологичной продукции и (или) технологий.

Снижение риска банкротства

Высокотехнологичные компании характеризуются высоким уровнем риска основного вида деятельности, т.к. научно-технический прогресс и результаты НИОКР могут оказать как благоприятное, так и негативное воздействие на развитие компании. По этой причине высокотехнологичные компании привлекают инвесторов с *высокой толерантностью к риску*.

Риск, характеризующий конкретную компанию, формируется под влиянием множества факторов. К внешним в современных условиях следует отнести геополитические риски, актуальные не только для российского рынка. Например, на китайском рынке высокотехнологичные компании привлекают агрессивных инвесторов, несмотря на санкции против китайских высокотехнологичных компаний со стороны США, увеличение налогов и усиление давления государственных регуляторов [10, с. 207].

К внутренним рискам относится финансовый риск, связанный со структурой капитала и выбором источников финансирования, а также с условиями их привлечения. В 2023–2024 гг. на российском рынке наблюдается последовательное повышение стоимости кредитных ресурсов, оказывающее влияние на выбор политики финансирования компаний и на уровень риска изменения процентных ставок.

Волатильность процентных ставок по кредитным операциям оказывает влияние на способность нефинансовых компаний своевременно осуществлять уплату процентов по кредитам и займам. Согласно данным

официального электронного канала «Федресурс», в России увеличилось количество сообщений о введении судами процедур в отношении юридических лиц о признании должника банкротом и открытии конкурсного производства: I квартал 2023 г. – 1 367 сообщений, II квартал 2023 г. – 1 748 сообщений; I квартал 2024 г. – 2 093 сообщения, II квартал 2024 г. – 2 270 сообщений⁵.

На наш взгляд, сокращению количества банкротств может способствовать возможность использования мультиголосующих акций. Основатели компаний получают шанс привлечь больше источников долевого финансирования, сокращая долю долгового финансирования в структуре капитала. Тогда компании будут характеризоваться более низким уровнем финансового рычага, что положительно скажется на результатах скоринговой оценки и стоимости привлечения кредитных ресурсов. Вместе с тем основатели компании сохранят контроль за развитием, обеспечивая дальнейшее осуществление долгосрочных проектов в области НИОКР.

Создание условий для увеличения доли собственного капитала в инвестированном капитале компании

Долевые инструменты финансирования являются «младшими» по сравнению с долговыми инструментами. Одновременно с этим проценты к уплате по заемному капиталу формируют налоговый щит. Инвесторы с низким уровнем толерантности к риску не всегда готовы инвестировать исключительно в собственный капитал компании. Возможны сценарии, при которых инвестор одновременно владеет долей как в собственном, так и в заемном капитале компании, тем самым осуществляя стратегию управления инвестиционным риском.

Предполагаем, что опционная составляющая мультиголосующих акций может выступать эффективным основанием для принятия решения об увеличении доли долевого финансирования в структуре инвестированного капитала компании.

Мультиголосующие акции по своей сути близки к американскому опциону на продажу: во-первых, в силу свойства конвертации в базовый актив (обыкновенные или привилегированные акции); во-вторых, ввиду возможности осуществления конвертации до окончания срока обращения при заключении сделок купли-продажи, что свойственно именно американскому опциону, а не европейскому; в-третьих, вследствие возможности реализации опционной премии при превышении цены исполнения (т.е. продажи акции) над текущей ценой (ценой обыкновенной акции компании в момент выпуска мультиголосующей).

Приобретение опциона на покупку предполагает, что инвестор рассчитывает на повышение цены и получение опционной премии. В рас-

⁵ Банкротства в России: I полугодие 2024 года. Статистический релиз Федресурса // Официальный сайт Федресурса. URL: <https://fedresurs.ru/news/6c0127b8-b92d-40a1-a38a-d9ca84f523c1> (дата обращения: 29.08.2024).

смаатриваемом нами контексте выпуск и сохранение мультиголосующих акций в инвестиционном портфеле основателя компании — сигнал рынку об убежденности инвестора в будущем росте рыночной стоимости компании. При прочих равных условиях, подобный сигнал может оказать положительное влияние на интерес инвесторов к различным категориям долевых ценных бумаг компании и способствовать увеличению доли собственного капитала в инвестированном капитале компании.

Предоставление компаниям гибкости при формировании собственного капитала

Гибкость формирования собственного капитала с использованием мультиголосующих акций раскрывается в двух аспектах.

Во-первых, отметим упомянутое выше свойство конвертации мультиголосующей акции в иные категории акций из расчета один к одному. Данное свойство позволяет *осуществлять гибкое управление структурой собственного капитала*, не оказывая влияния на структуру инвестированного капитала компании и, как следствие, на результаты скоринговой оценки компании, основанной в т.ч. на показателях, характеризующих структуру капитала.

Конвертация мультиголосующих акций может быть осуществлена при желании основателя выйти из бизнеса и при желании изменить степень влияния на принятие решений в рамках общего собрания акционеров. Справедливо предположить, что подобная возможность приобретает особую важность по мере развития компании и увеличения уровня диверсификации деятельности, т.е. по мере того, как знания и компетенции всех акционеров становятся относительно равными при принятии стратегических управленческих решений компании-конгломерата.

Во-вторых, необходимо отметить свойство *предоставления дополнительных голосов на акцию*. В настоящее время в России значение мультипликатора голосования (отношение количества голосов на акцию) по мультиголосующим акциям законодательно не регламентировано. Из этого следует, что учредители и руководство компании обладают определенным уровнем гибкости при формировании структуры собственного капитала с использованием мультиголосующих акций. Подобная гибкость представляется релевантной при нахождении консенсуса между основателями и иными учредителями компании по вопросу влияния владельцев мультиголосующих акций на принятие решений в рамках общего собрания акционеров.

Осуществление долгосрочной финансовой стратегии

Инвестиционная привлекательность участников корпоративного сектора во многом зависит от выбора источников и структуры финансирования. Финансовая стратегия предопределяет уровень финансо-

вого риска компании. Результаты оценки уровня финансового риска активов принимаются во внимание при формировании инвестиционного портфеля. Тогда задача руководства компании – способствовать формированию условий, при которых *инвестор предпочтет сохранить ценные бумаги компании* при осуществлении ребалансировки портфеля.

Заметим, что при осуществлении ребалансировки портфеля инвестор учитывает множество факторов. Однако задача финансового менеджмента заключается непосредственно в осуществлении финансовой, инвестиционной и дивидендной политики. Перечисленные три направления находятся в тесной взаимосвязи, и задача финансового руководства компании заключатся в реализации политики финансирования, способствующей эффективной реализации инвестиционной и дивидендной политик в долгосрочном периоде.

Как уже отмечалось выше, владельцы мультиголосующих акций – одни из наиболее заинтересованных стейкхолдеров, особенно, если совмещают роли акционера и руководителя. Осуществление долгосрочной финансовой стратегии компании с использованием мультиголосующих акций предоставляет возможность иным акционерам перекладывать функцию активного акционера на владельцев мультиголосующих акций. Подобный подход к владению акциями позволяет владельцам обыкновенных и привилегированных немультиголосующих акций сокращать транзакционные издержки.

В результате на протяжении длительного периода возможно отсутствие существенных изменений в выборе источников формирования собственного капитала компании, что способствует реализации долгосрочной финансовой стратегии и частичному снижению волатильности котировок акций в корпоративном секторе финансового рынка.

Заключение

Публичная декларация целей и задач Министерства финансов Российской Федерации на 2024 г. содержит шесть целей, пятая из которых звучит следующим образом: «Формирование долгосрочных финансовых ресурсов для развития экономики и обеспечение стабильности финансового рынка»⁶. Достижение данной цели предполагает в т.ч. развитие инструментов долгового и долевого финансирования.

На наш взгляд, указанная цель будет сохранять релевантность для российского финансового рынка в течение длительного периода. В последние годы участники корпоративного сектора финансового рынка столкнулись с сужением диапазона выбора финансовых инструментов для финансирования деятельности. В качестве примера можно привести сокращение возможностей российских компа-

⁶ Публичная декларация целей и задач Минфина России на 2024 год // Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=307917-publichnaya_deklaratsiya_tselei_i_zadach_minfina_rossii_na_2024_god (дата обращения: 29.08.2024).

ний использовать депозитарные расписки для привлечения долевого финансирования на зарубежных финансовых рынках. Вместе с тем в 2024 г. российская экономика характеризуется высокой стоимостью привлечения долговых инструментов финансирования, что повышает актуальность развития российского рынка долевыми ценными бумагами. В этой связи обращение мультиголосующих акций на российском финансовом рынке позволит создать условия для формирования тренда к повышению доли долевыми источниками финансирования в инвестиционном капитале компании.

Подводя итог сказанному, заметим, что полученные результаты исследования, с одной стороны, свидетельствуют о тесной взаимосвязи между финансовыми и корпоративными причинами обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке. С другой стороны, полученные результаты позволяют констатировать, что пространственные и технологические причины меньше связаны с финансовыми инструментами. Однако, по мнению автора, мультиголосующие акции позволяют решать комплексные задачи и их обращение способствует снижению уровня неопределенности на финансовом рынке в долгосрочной перспективе.

Список литературы

1. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F., Jordan B.D. Corporate Finance. 11th edition. New York: McGraw-Hill Education, 2016. 1055 p.
2. Буданов И.А. Инвестирование как процесс накопления основного капитала страны // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. 2023. Т. 21. № 4. С. 23–47.
3. Головин М.Ю. Российский финансовый сектор в меняющейся мировой финансовой системе // Научные труды Вольного экономического общества России. 2023. Т. 241. № 3. С. 129–138.
4. Отчет по форме № 1-ЮР (2024 год) // Официальный сайт Федеральной налоговой службы (ФНС России). 2024. URL: https://www.nalog.gov.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/14414858/ (дата обращения: 05.09.2024).
5. Семенкова Е.В., Зекох Т.А. Изменение природы волатильности на российском фондовом рынке // Банковские услуги. 2021. № 3. С. 15–23.
6. Del Giudice A., Signori A. Sponsor Reputation and Agency Conflicts in SPACs // International Review of Financial Analysis. 2024. Vol. 92. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103054>
7. David T., Di Guili A., Romec A. CEO Reputation and Shareholder Voting // Journal of Corporate Finance. 2023. Vol. 83. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102476>
8. Воронина Т.В., Гамбарян Р.Г. Влияние человеческого капитала на позиции стран в мировом экспорте высокотехнологичной // Российский внешнеэкономический вестник. 2024. № 2. С. 104–120.
9. Cao X., Leng T., Goh J., Malatesta P. The Innovation Effect of Dual-Class Shares: New Evidence from US Firms // Economic Modelling. 2020. Vol. 91. P. 347–357.
10. Ивашкевич Т.В., Саврасова Д.В. Российский рынок ценных бумаг: проблемы и пути их решения через крупнейших биржевых игроков // Инновационное развитие экономики. 2022. № 5 (71). С. 201–207.

References

1. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F., Jordan B.D. *Corporate Finance*. 11th edition. New York, McGraw-Hill Education, 2016, 1055 p.
2. Budanov I.A. Investirovanie kak protsess nakopleniia osnovnogo kapitala strany [Investment as a Process of Accumulation of Fixed Capital of the Country], *Nauchnye trudy: Institut narodnokhoziaistvennogo prognozirovaniia RAN* [Scientific Works: Institute of Economic Forecasting of the Russian Academy of Sciences], 2023, Vol. 21, No. 4, pp. 23–47. (In Russ.).
3. Golovnin M.Iu. Rossiiskii finansovyi sektor v meniaiushcheisia mirovoi finansovoi sisteme [Russian Financial Sector in the Changing Global Financial System], *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii* [Scientific Works of the Free Economic Society of Russia], 2023, Vol. 241, No. 3, pp. 129–138. (In Russ.).
4. Otchet po forme № 1-IuR (2024 god) [Report on Form No. 1-YuR (2024)], *Ofitsial'nyi sait Federal'noi nalogovoi sluzhby (FNS Rossii)* [Official Website of the Federal Tax Service (FTS of Russia)], 2024. (In Russ.). Available at: https://www.nalog.gov.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/14414858/ (accessed 05 September 2024).
5. Semenkova E.V., Zekokh T.A. Izmenenie prirody volatil'nosti na rossiiskom fondovom rynke [Changing the Nature of Volatility in the Russian Stock Market], *Bankovskie uslugi* [Banking Services], 2021, No. 3, pp. 15–23. (In Russ.).
6. Del Giudice A., Signori A. Sponsor Reputation and Agency Conflicts in SPACs, *International Review of Financial Analysis*, 2024, Vol. 92. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103054>
7. David T., Di Guili A., Romec A. CEO Reputation and Shareholder Voting, *Journal of Corporate Finance*, 2023, Vol. 83. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102476>
8. Voronina T.V., Gambarian R.G. Vliianie chelovecheskogo kapitala na pozitsii stran v mirovom eksporte vysokotekhnologichnoi [The Influence of Human Capital on the Positions of Countries in Global High-Tech Exports], *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik* [Russian Foreign Economic Bulletin], 2024, No. 2, pp. 104–120. (In Russ.).
9. Cao X., Leng T., Goh J., Malatesta P. The Innovation Effect of Dual-Class Shares: New Evidence from US Firms, *Economic Modelling*, 2020, Vol. 91, pp. 347–357.
10. Ivashkevich T.V., Savrasova D.V. Rossiiskii rynek tsennykh bumag: problemy i puti ikh resheniia cherez krupneishikh birzhevyykh igrokov [Russian Securities Market: Problems and Ways to Solve Them Through the Largest Stock Market Players], *Innovatsionnoe razvitie ekonomiki* [Innovative Development of the Economy], 2022, No. 5 (71), pp. 201–207. (In Russ.).

DECOMPOSITION OF REASONS INFLUENCING THE UTILIZATION OF MULTIPLE VOTING SHARES ON THE FINANCIAL MARKET

Multiple voting shares are a relatively new financial instrument for the global financial market and a completely new one for the Russian one, which is confirmed by the fact that in Russia the regulatory regulation of multiple voting shares appeared in 2022 and so far only for international companies. In view of this, a set of reasons is of interest, encouraging financial market regulators to allow the circulation of multiple voting shares. This article focuses on dissecting the factors that contribute to the use of multiple voting shares in the financial market, with the goal of exploring their potential for addressing strategic challenges in the Russian economy. Identifying four blocks of reasons is essential for achieving this

goal, including financial, spatial, technological, and corporate factors. The largest block is formed by corporate reasons related to risk management in the implementation of the company's financial policy and the formation of invested capital. The block of financial reasons is related to the need to develop the financial market and increase the level of stability of the financial system. The concept of spatial zoning is linked to the potential for economic growth in specific regions of the Russian Federation through the augmentation of tax income from companies registered as IPJSC, particularly through the utilization of multiple voting shares. The block of technological reasons is associated with the development of a competitive economy, high-tech production and a decrease in the level of dependence on high-tech imports. The author's decomposition supported the idea that multiple voting shares can contribute to financial stability by reducing stock volatility in the corporate sector of the Russian market.

Keywords: invested capital, capital structure, financing, financial strategy, financial instrument, financial management, region.

JEL: G32, G33, G23, G11

Дата поступления – 07.09.2024 г.

ВОСКАНЯН Роза Оганесовна

кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансового и инвестиционного менеджмента;

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» / Ленинградский проспект, д. 49/2, г. Москва, 125167.

e-mail: rose.01@mail.ru

VOSKANIAN Roza O.

Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Financial and Investment Management;

The Federal State Educational Budgetary Institution of Higher Education “Financial University under the Government of the Russian Federation” / 49/2, Leningradsky Av., Moscow, 125167.

e-mail: rose.01@mail.ru

Для цитирования:

Восканян Р.О. Декомпозиция причин обращения мультиголосующих акций на финансовом рынке // Федерализм. 2024. Т. 29. № 4 (116). С. 95–109. DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2073-1051-2024-4-95-109>