ISSN 2079-4665 (Print), 2411-796X (Online) https://www.mir-nayka.com

Научная статья

УДК 336.6

JEL: G11, G15, G32

DOI: 10.18184/2079-4665.2021.12.3.274-287

Двухклассовая система формирования капитала компании в странах БРИКС

Роза Оганесовна Восканян

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

rose.01@mail.ru, https://orcid.org/0000-0002-1690-8262

Аннотация

Цель *статьи заключается в определении текущего уровня распространения двухклассовой системы формирования капитала в странах группы БРИКС.*

Метод или методология проведения работы *основаны на использовании методов анализа, систематизации, обобщения. Также использовались сравнительный метод и метод синтеза к выявлению тенденций и закономерностей внедрения мультиголосующих акций в странах группы БРИКС.*

Результаты работы. *Двухклассовая система формирования капитала компании практически не изучена в России. В рамках статьи выявлено, что в Бразилии и в России, несмотря на обсуждение возможности распространения мультиголосующих акций, законодательство не предполагает возможности использования двухклассовой системы. В Южно-Африканской Республике данный вопрос не обсуждается.*

Определено, что основной причиной законодательного разрешения использования мультиголосующих акций является необходимость развития компаний сектора высоких технологий. Иная причина заключается в массовом размещении акций иностранных высокотехнологичных компаний на американских фондовых площадках, обусловленном возможностью использования двухклассовой системы. Это предопределило внесение изменений в законодательство Индии и Китая, согласно которому компании сектора высоких технологий, еще не прошедшие IPO, могут использовать «дифференцированные права голосования».

Выявлено, что индийский рынок – единственный, где на фондовой бирже размещены акции с дифференцированными правами голосования. На текущий момент три компании, прошедшие IPO еще до поправок в законодательство, используют дифференцированные права голосования, однако не в сторону увеличения, а напротив – в сторону уменьшения: «четыре акции – три голоса». Данная характеристика обусловливает торговлю подобных акций с дисконтом.

Выводы. *Гармонизация возможностей использования финансовых инструментов в странах БРИКС может упрочить экономический потенциал государств. Допущение использования мультиголосующих акций позволяет улучшать условия ведения бизнеса для высокотехнологичных компаний и снижать потребность основателей компаний в поиске возможностей прохождения IPO в юрисдикциях, где разрешена двухклассовая система формирования капитала компании.*

Ключевые слова: *высокотехнологичная компания, мажоритарий, миноритарий, мультиголосующая акция, семейная компания, суперголосующая акция*

Конфликт интересов. *Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*

Для цитирования: *Восканян Р. О.* Двухклассовая система формирования капитала компании в странах БРИКС // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2021. Т. 12. № 3. С. 274–287

https://doi.org/10.18184/2079-4665.2021.12.3.274-287

© Восканян Р. О., 2021

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Original article

Dual-Class System of Capital Company Formation in the BRICS Countries

Roza O. Voskanian

Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

rose.01@mail.ru, https://orcid.org/0000-0002-1690-8262

Abstract

Purpose: *this paper determinates the current level of penetration of the dual-class system of capital company formation in the BRICS group.*

Methods: *are based on the use of methods of analysis, systematization, generalization. A comparative and synthesis methods have been also used to identify trends and patterns in the introduction of multi-voting shares in the BRICS group.*

Results: *the dual-class system of capital company formation in Russia is practically not studied. The article reveals that in Brazil and Russia, despite the discussion of the possibility of distributing multi-voting shares, the legislation does not imply the possibility of using the dual-class system. This issue has not yet been discussed in South Africa.*

It has been identified that the main reason for the legislative permission for using multi-voting shares is the need to develop companies in the high-tech sector. Another reason is the massive listing of foreign high-tech companies on American stock exchanges, due to the possibility of using the dual-class system. This predetermined the introduction of amendments to the legislation of India and China, according to which companies in the high-tech sector that have not yet passed an IPO can use differential voting rights.

It has been receiving that the Indian market is the only one where shares with differentiated voting rights are placed on the stock exchange. At the moment, three companies that passed the IPO before the amendments to the legislation use differentiated voting rights, but not upwards, but on the contrary – downwards: "four shares – three votes". This characteristic determines the trading of such stocks at a discount.

Conclusions and Relevance: *harmonization of opportunities for the use of financial instruments in the BRICS market can strengthen the economic potential of states. Allowing the usage of multi-voting shares improves the business environment for high-tech companies and reduces the need for company founders to look for IPO opportunities in jurisdictions where a dual-class capital formation system is allowed.*

Keywords: *high-tech company, majority shareholder, minority shareholder, multi-voting share, family-owned company, super-voting share*

Conflict of Interest. *The Author declares that there is no Conflict of Interest.*

For citation*:* Voskanian R. O. Dual-Class System of Capital Company Formation in the BRICS Countries. *MIR (Modernizatsiia. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2021; 12(3):274–287. (In Russ.)

https://doi.org/10.18184/2079-4665.2021.12.3.274-287

© Voskanian R. O., 2021

Введение

Развитие финансового рынка и современные концепции финансового менеджмента создают потребность в новых формах финансирования компании, в том числе в новых подходах к формированию собственного капитала. Вслед за развитием рынка капитала и появлением новых сложных финансовых инструментов все большее применение находят структурированные права на собственный капитал компании.

Двухклассовая система формирования собственного капитала получила распространение в западных странах в первой половине XX века. Наиболее принятый подход к пониманию данной системы заключается в возможности использования двух классов акций: обыкновенных, по правилу «одна акция – один голос», и мультиголосующих, по правилу «одна акция – n-е количество голосов».

Двухклассовая система предполагает, что держателями мультиголосующих акций являются основатели компании. Привлекая внешнее финансирование для увеличения собственного капитала компании, основатели могут утратить контроль над компанией. В мировой практике обычно семейные и высокотехнологичные компании применяют двухклассовую систему с целью одновременного сохранения контроля и обеспечения необходимого притока внешнего долевого финансирования компании.

Семейные компании используют двухклассовую систему, в том числе, для защиты от возможного поглощения. Основатели высокотехнологичных компаний руководствуются необходимостью обеспечения непрерывности научно-исследовательских работ, сохранения требуемого объема их внутреннего финансирования, достижения целевых стратегических показателей развития. Использование двухклассовой системы предполагает, что, несмотря на владение небольшой долей акций в уставном капитале, основатели компании сохраняют значимую долю голосов при принятии управленческих решений, и, тем самым, сокращают влияние внешних дольщиков на стратегию развития компании.

В условиях четвертой промышленной революции и активной цифровизации экономических отношений компании высокотехнологического сектора играют все более значимую роль в обеспечении устойчивого экономического роста государства. Создание комфортных условий развития высокотехнологичных компаний на национальном рынке – одна из задач экономического блока правительств многих государств.

Большинство мировых высокотехнологичных компаний предпочитает проходить листинг на американских фондовых площадках. Одной из причин выступает возможность использования мультиголосующих акций, так как в большинстве стран имеются запреты либо ограничения на эмиссию мультиголосующих акций. В связи с этим представляется необходимым изучение двухклассовой системы формирования капитала и возможностей распространения мультиголосующих акций.

Принимая во внимание геополитические конфликты и торговые войны некоторых членов группы БРИКС с западными партнерами, представляется актуальным изучить возможность гармонизации использования финансовых инструментов в рамках группы на примере мультиголосующих акций. Актуальность исследования обусловлена необходимостью развития инструментария для создания комфортных условий роста молодого высокотехнологичного бизнеса в Российской Федерации, как базы обеспечения экономической конкурентоспособности государства на мировой арене.

Исходя из этого, автором поставлена цель исследовать текущую возможность использования двухклассовой системы формирования капитала в странах группы БРИКС.

Обзор литературы и исследований. В основе исследований, посвященных двухклассовой системе формирования собственного капитала компании, преимущественно заложены работы зарубежных ученых и специалистов.

Большинство научных трудов о двухклассовой системе формирования собственного капитала компании и непосредственно о мультиголосующих акциях посвящены американскому рынку, значительно меньше – британскому. В Российской Федерации вопросы мультиголосующих акций практически не исследовались ввиду исторического отсутствия данного инструмента на отечественном рынке. В последние три года появились исследования, посвященные мультиголосующим акциям на рынках стран Азии [1–4].

В настоящее время ученые не пришли к единому мнению о недостатках и преимуществах двухклассовой системы формирования капитала компании [5–7]. Ученые-экономисты отмечают значимость мультиголосующих акций при защите от недружественных сделок слияния и поглощения, а также то, что компании с двухклассовой системой формирования собственного капитала более успешно функционируют после сделок поглощения [8–9], особенно в секторе высоких технологий [10].

Исследования посвящаются и актуальной ныне теме корпоративной социальной ответственности. Поскольку держатели мультиголосующих акций меньше подвержены общественному влиянию извне, то подобные компании направляют меньший денежный поток на корпоративную социальную ответственность по сравнению с компаниями системы «одна акция – один голос» [11]. Мультиголосующие акции закладываются основателями для стабильного внутреннего финансирования основной деятельности. Результаты научного исследования зарубежных коллег позволяют судить о том, что компании с двухклассовой системой больше нацелены на рост и обеспечение устойчивого денежного потока от основной деятельности нежели на формирование стоимости компании за счет повышения деловой репутации посредством реализации общественно значимых проектов.

Для профессиональных инвесторов «одним из главных факторов инвестирования средств в акции является будущий денежный поток, величина которого с учетом риска и определяет ценность данной акции для акционера» [12], однако на рынке сейчас присутствует достаточное количество непрофессиональных инвесторов [13]. Последние нередко инвестируют в высокотехнологичные компании, ориентируясь на новостные ресурсы. Высокотехнологичные компании характеризуются высоким операционным и технологическим риском, следовательно, входящий денежный поток весьма неустойчив. Активы высокотехнологичных компаний в основном состоят из внеоборотных нематериальных активов, оценка стоимости которых весьма затруднительна. Гудвил и вовсе не обладает свойствами ликвидности. В данном случае использование мультиголосующих акций обеспечивает определенный

уровень стабильности реализации стратегии развития компании в целях генерации положительного денежного потока от основной деятельности без существенной оглядки на краткосрочные тенденции фондового рынка. Наши выводы подтверждаются исследованием, согласно которому рынок оказывает существенное влияние на молодые высокотехнологичные компании, что заставляет основателей рассматривать мультиголосующие акции как защиту от излишнего влияния рынка [14].

Материалы и методы. При подготовке исследования автором использовались научные публикации российских и зарубежных авторов по рассматриваемой теме, нормативно-правовые акты зарубежных стран, интернет-источники. Методологической основой статьи являются общенаучные методы анализа, систематизации, обобщения. Также использовались сравнительный метод и метод синтеза к выявлению тенденций и закономерностей внедрения мультиголосующих акций в странах группы БРИКС. Перечисленные материалы и методы работы позволили обеспечить достоверность результатов исследования.

Результаты исследования

Бразилия

Бразильский фондовый рынок стал активно развиваться во второй половине XX века, и даже вопрос эмиссии привилегированных акций здесь выступал предметом дискуссий. В период 1940–1970 гг. бразильское законодательство позволяло компаниям эмитировать до 50% акционерного капитала в виде привилегированных акций без права голоса [1]. В 1976 г. поправки в законодательстве повысили долю эмиссии привилегированных акций до 2/3 акционерного капитала [2]. В начале XXI века актуализация нормативной базы привела к сокращению возможной доли неголосующих акций до прежнего уровня в 50% [3].

Бразильский рынок признается крупнейшим в мире по количеству компаний, эмитирующих одновременно обыкновенные и привилегированные акции [15], что отчасти связано с лояльностью участников фондового рынка к подобному подходу формирования структуры собственного капитала [16]. Это позволяет предположить, что инвесторы на бразильском фондовом рынке демонстрируют достаточно высокий уровень доверия к управленческим командам публичных компаний. Следовательно, на бразильском рынке существуют предпосылки распространения мультиголосующих акций, позволяющих сконцентрировать управление среди основателей.

Однако с 1932 г. в Бразилии установлен запрет на эмиссию мультиголосующих акций. То есть в Бразилии запрет вступил в силу как минимум на 10 лет ранее, чем в США или Великобритании, где размещены крупнейшие мировые финансовые центры.

Таким образом, под двухклассовой системой формирования собственного капитала компании в Бразилии понимается возможность эмиссии обыкновенных и привилегированных акций. Это соответствует этапу развития мультиголосующих акций на американском рынке начала XX века.

В Бразилии присутствует значительное количество семейных компаний. Если компания не является семейной, то, с высокой долей вероятности, можно заключить, что основным акционером является иная компания, контроль над которой осуществляет семейная. Бразильские ученые отмечают, что этим национальный рынок похож на рынки Франции и Германии [17]. К слову, во Франции с 2016 г., со вступления в силу закона Флоранжа, акционеры могут использовать право «одна акция – два голоса» [4].

В связи с этим следует отметить, что первоначально мультиголосующие акции появились как инструмент сохранения контроля над семейным предприятием в условиях привлечения внешнего финансирования.

Мультиголосующие акции сконцентрированы в руках основателей компании, заинтересованных в повышении своего благосостояния, как и остальные держатели акций.

Бразильскими учеными проведено исследование взаимосвязи между индексом активности акционеров при принятии управленческих решений и эффективностью компании, рассматриваемой как пул основных финансовых показателей (EBITDA, EPS, ROA, Debt ratio и т.д.) [18]. Полученный результат заключается в том, что на бразильском рынке инвесторы с ак-

[1] Law 4.595, dated 12/31/1964 // URL: https://www.bcb.gov.br/ingles/norms/LAW4595EN.asp?frame=1 (дата обращения: 03.08.2021)

[2] Law no. 6.404 of December 15, 1976 // URL: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/subportal_ingles/menu/investors/anexos/Law-6.404-ing.pdf (дата обращения: 03.08.2021)

[3] Law no. 10.303, of October 31, 2001 // URL: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/subportal_ingles/menu/investors/anexos/Law-10.303-ing.pdf (дата обращения: 03.08.2021)

[4] Если уставом компании предусмотрено, то по истечении двух лет владения акцией, держатель автоматически получает право двойного голоса. Таким образом, компания не эмитирует мультиголосующие акции, а предоставляет возможность любому лояльному на протяжении двух лет инвестору обладать более высокой значимостью при принятии управленческих решений.

тивной позицией, желающие участвовать в принятии управленческих решений, выбирают менее эффективные компании. Одновременно с этим приведенные в вышеуказанном исследовании статистические данные доказывают, что даже активное участие инвесторов не гарантирует повышения эффективности деятельности компании.

На наш взгляд, изложенные результаты подтверждают, что сторонние инвесторы-совладельцы на бразильском рынке не владеют информацией на том же уровне, что и основатели бизнеса или управленческая команда. Последние владеют большей информацией о восприятии компании участниками рынка и иных деталях, в силу большей погруженности в процесс управления на протяжении длительного периода времени по сравнению со сторонними инвесторами-совладельцами.

Вышеизложенное может выступать одной из причин, по которой в настоящее время в бразильском профессиональном сообществе активно обсуждается вопрос целесообразности законодательного разрешения мультиголосующих акций. Иной причиной является успешное первичное размещение акций (IPO) ряда бразильских компаний на американских фондовых биржах, допускающих эмиссию мультиголосующих акций. Это подтверждается и открытым заявлением основателя крупнейшей на бразильском рынке инвестиционной компании XP Investimentos, Г. Бенчимоле. Руководством компании было принято решение о прохождение процедуры IPO на NASDAQ ввиду возможности сохранения контроля посредством мультиголосующих акций. Бразильская фондовая биржа отреагировала на данное заявление проведением профессиональной конференции по вопросу целесообразности эмиссии мультиголосующих акций на национальном фондовом рынке [5]. Эксперты сошлись во мнении, что мультиголосующие акции присущи высокотехнологичным компаниям, но, поскольку их доля на бразильском рынке не является значительной, внедрять такой инструмент финансирования деятельности компании не является необходимым.

На наш взгляд, такая позиция недальновидна в условиях четвертой промышленной революции и повышения значения цифровых финансовых активов по всему миру. Бразильская фондовая биржа крупнейшая в Южной Америке. Возможность эмиссии мультиголосующих акций позволила бы сохранить национальных игроков и привлечь компании из соседних государств.

Индия

Аналогично Бразилии, в Индии также существует проблема выбора национальными высокотехнологическими компаниями иностранных юрисдикций для прохождения процедуры IPO. Это выступило причиной внесения изменений в индийское законодательство в области эмиссии акций в 2019 г. Для формирования комфортных условий ведения бизнеса для молодых компаний и дальнейшего их выхода на IPO на национальном рынке, индийское правительство разрешило формировать собственный капитал стартапов с использованием мультиголосующих акций.

До этого, в 2013 г., уже предпринималась попытка внедрить на рынке практику выпуска мультиголосующих акций. Однако ряд ограничений для компаний и непосредственно держателей подобных акций снизили привлекательность двухклассовой системы на индийском рынке.

Понятие «двухклассовая система формирования капитала» не получило широкого распространения в Индии. В 1956 г. формирование собственного капитала посредством обыкновенных и привилегированных акций стало регулироваться законодательно. Несмотря на то, что в нормативно-правовых актах использовалась трактовка «новый выпуск акционерного капитала может быть только двух видов (kinds)» [6], в индийском обществе за десятилетия вышеуказанный подход получил известность под термином «двухклассовая система».

Соответственно, в отношении системы с мультиголосующими акциями представители научного и профессионального сообщества предпочитают формулировку из законодательства «дифференцированные права голосования» (Differential Voting Rights). Сами акции делятся на два вида: понятие «SR Shares» относится к мультиголосующим акциям, принадлежащим основателям компании; понятие «FR Shares» характеризует обыкновенные акции с частичными правами голосования, держателями которых являются публичные или частные сторонние инвесторы.

Разработанный понятийный аппарат отражает особенность индийского подхода к управлению основной характеристикой мультиголосующих акций – предоставление дополнительных голосов. Собственники компании обладают выбором пропорции: одна мультиголосующая акция может предоставлять от 2-х до 10-ти голосов. Пропорция должна быть одинако-

[5] Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro 1 da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS) // URL: http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf (дата обращения: 03.08.2021)

[6] Section 86. New issues of share capital to be only of two kinds. Central Government Act «The Companies Act, 1956» // URL: https://www.mca.gov.in/Ministry/actsbills/pdf/Companies_Act_1956_Part_1.pdf (дата обращения: 03.08.2021)

ва для всех мультиголосующих акций и отражаться в уставных документах. Также в уставе можно указать, что держатели «FR Shares» будут получать более высокие дивиденды в качестве компенсации за ограниченные права голосования.

С целью нивелирования возможности нерационального управления компанией держателями мультиголосующих акций, индийский подход требует от компании формирования совета директоров, минимум наполовину состоящего из независимых экспертов.

Одной из причин формирования данного требования к компаниям с двухклассовой системой стало широкое распространение семейных компаний на индийском рынке. Индийские семейные компании – крупные игроки на фондовом рынке, доминирующие в отдельных секторах на национальном уровне и рассматривающие возможности международной экспансии [19]. Индийскими учеными выявлено, что концентрация бизнеса в руках семьи оказывает влияние на принятие стратегических управленческих решений: если представители семейного бизнеса – основатели, то они нацелены на рост компании, если же представители семейного бизнеса – потомки, то они нацелены на сохранение текущего положения [20].

Традиционно держателями мультиголосующих акций являются как раз основатели. Потомки могут быть держателями в двух случаях: во-первых, если компания еще не вышла на IPO; во-вторых, если она является стартапом – дочерним подразделением головной компании, принадлежащей семейному холдингу.

Очевидно, что члены семьи – держатели мультиголосующих акций не должны притеснять интересы миноритариев или держателей обыкновенных акций. Поэтому при рассмотрении вопросов смены членов совета директоров, аудиторов или прекращения деятельности компании держатели мультиголосующих акций теряют право использования дополнительных голосов. Держатели всех видов акций следуют правилу «одна акция – один голос» при участии в голосовании по перечисленным выше вопросам. Объем мультиголосующих акций не должен составлять более 26% от оплаченного уставного капитала после эмиссии.

Таким образом, индийское правительство сформировало условия, при которых владельцы молодого бизнеса обладают возможностью определять стратегию развития компании для успешного прохождения IPO и последующего роста в первые 5 лет после него. Одновременно с этим, сторонние инвесторы защищены благодаря участию независимых экспертов в совете директоров. Как уже отмечалось ранее, сторонние инвесторы обычно не погружены в детали управления компанией, тогда как независимые члены совета директоров обладают необходимым опытом, квалификацией и доступом к информации, чтобы контролировать собственников с дифференцированным правом голосования.

Исследование американского рынка позволило прийти к выводу, что компании с временным ограничением использования мультиголосующих акций привлекательны для институциональных инвесторов больше, чем без подобного лимита [21]. Индийское законодательство как раз предполагает, что по истечении 5-ти лет с момента прохождения IPO мультиголосующие акции автоматически конвертируются в обыкновенные, то есть держатели мультиголосующих акций теряют право дополнительных голосов. Существует оговорка, что, если по результатам специального голосования акционеров по принципу «одна акция – один голос» будет принято решение о сохранении дифференцированных прав голосования держателями мультиголосующих акций, то срок существования мультиголосующих акций продлевается еще на 5 лет. Однако, ввиду того, что мультиголосующие акции появились на индийском рынке совсем недавно, подобная практика еще не сложилась.

Отличительной особенностью индийской системы формирования собственного капитала компании с помощью мультиголосующих акций является их торговля на фондовой бирже. Подобного опыта нет в США, Китае или Гонг-Конге, где сосредоточено большое количество высокотехнологичных компаний с двухклассовой системой формирования капитала.

Поскольку при IPO мультиголосующие акции оцениваются как обыкновенные, то, теоретически, конвертация не должна оказывать прямого влияния на рыночную стоимость инвестиционного портфеля инвестора – держателя мультиголосующих акций. Тем не менее, индийская практика отличается от теории. На текущий момент на индийском фондовом рынке три компании используют дифференцированные права голосования: Jain Irrigation Systems, Tata Motors и Future Enterprises Limited. Компании прошли листинг до 2019 г., представляют собой семейный бизнес и используют систему «дифференцированных прав голосования» иначе, нежели в иных странах, и тому, как это предписывается по новому индийскому законодательству.

Структура собственного капитала компаний включает акции с дифференцированными правами голоса, которые ограничивают права держателей при голосовании. Четыре акции с дифференцированными правами предоставляют три голоса. Держателями подобных акций являются члены семьи-основателей компаний. Данное решение можно рассматривать как нивелирование влияния членов семьи на развитие компании. Вместе с тем, по-

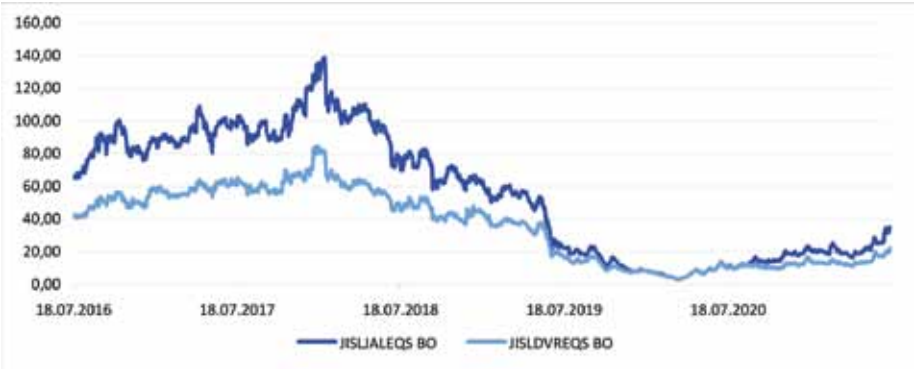
скольку акции с дифференцированными правами отчасти теряют свой функционал, то торговаться они должны с дисконтом.

Автором аккумулирован статистический материал о динамике ежедневной скорректированной цены закрытия по обоим классам акций за последние 5 лет на Бомбейской фондовой бирже. Полученный результат представлен в графическом виде на рис. 1–3 и позволяет на основе наблюдений заключить, что, действительно, акции индийских компаний с дифференцированным правом голоса торгуются с дисконтом.

Статистический материал также позволил провести корреляционный анализ цен закрытия обыкновенных и мультиголосующих акций рассмотренных компаний для решения задачи определения равнозначности влияния внешних и внутренних факторов на рыночную стоимость обоих классов долевых ценных бумаг. Объем выборки для расчета статистически значимого коэффициента корреляции Пирсона при помощи MS Excel составил 1 232 значения для каждого класса долевых ценных бумаг каждой из трех рассматриваемых компаний.

Коэффициент корреляции между обоими классами акций для компании Jain Irrigation Systems равен 1. Для компаний Tata Motors и Future Enterprises Limited он составляет 0,99. Следовательно, внешние и внутренние факторы оказывают равнозначное влияние на рыночную стоимость обоих классов долевых ценных бумаг. Это также позволяет заключить, что причиной дисконта на акции с дифференцированным правом голоса является ограничение держателей в количестве голосов.

На рис. 1 представлена динамика обыкновенных (JISLJALEQS BO) и с дифференцированным правом голоса (JISLDVREQS BO) акций транснациональной корпорации Jain Irrigation Systems. Разница между ценой закрытия обыкновенных и мультиголосующих акций компании наблюдается на протяжении всего периода наблюдения. Цены закрытия стали практически равными лишь в конце 2019 г., после чего вновь разошлись, и мультиголосующие акции стали торговаться с дисконтом.



Составлено автором на основе данных Yahoo Finance. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (дата обращения: 16.07.2021)

Рис. 1. Динамика акций Jain Irrigation Systems, 2016–2021 гг.

Compiled by the author on the basis of the Yahoo Finance database. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (accessed: 16.07.2021)

Fig. 1. Dynamics of Jain Irrigation Systems shares, 2016–2021

На рис. 2 представлена динамика обыкновенных (TATAMOTORS BO) и с дифференцированным правом голоса (TATAMTRDVR BO) акций крупнейшей индийской автомобилестроительной компании Tata Motors. В данном случае различие цен закрытия обыкновенных и мультиголосующих акций представляется значимым с начала периода наблюдения. Аналогично предыдущей иллюстрации, цены закрытия практически сравнялись в конце 2019 г., чтобы разойтись в 2020 г.

Несколько иную картину показывает динамика обыкновенных (FEL BO) и с дифференцированным правом голоса (FELDVR BO) акций значимого локального игрока Future Enterprises Limited, представленная на рис. 3. Мультиголосующие акции компании большую часть времени торгуются с дисконтом по отношению к обыкновенным, но, по сравнению с рассмотренными ранее компаниями, в данном случае разница между ценами закрытия не столь существенна.

Следует обратить внимание и на то, что в 2019 г. мультиголосующие акции компании совпали по цене закрытия с обыкновенными, но, в противовес предыдущим примерам, компании удалось не только со-

Составлено автором на основе данных Yahoo Finance. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (дата обращения: 16.07.2021)

Рис. 2. Динамика акций Tata Motors, 2016–2021 гг.

Compiled by the author on the basis of the Yahoo Finance database. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (accessed: 16.07.2021)

Fig. 2. Dynamics of Tata Motors shares, 2016–2021

Составлено автором на основе данных Yahoo Finance. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (дата обращения: 16.07.2021)

Рис. 3. Динамика акций Future Enterprises Limited, 2016–2021 гг.

Compiled by the author on the basis of the Yahoo Finance database. URL: https://in.finance.yahoo.com/ (accessed: 16.07.2021)

Fig. 3. Dynamics of Future Enterprises Limited, 2016–2021

хранить данное положение дел, но и сформировать прецендент, при котором цена закрытия мультиголосующих акций выше цены закрытия обыкновенных.

Данная политика обусловлена изменениями в структуре владения компании. С 2019 г. основатели компании сокращают владение долей обыкновенных акций, сохраняя неизменное количество мультиголосующих акций. Если в декабре 2018 г. в портфелях основателей было сконцентрировано 51,54% акций обоих классов, то в декабре 2019 г. это значение незначительно снизилось – до 51,47%. Значительное сокращение произошло к концу 2020 г., до уровня 39,24%. В конце марта 2021 г. основатели компании владели 23,76% акциями обоих классов. Соответственно, доля обыкновенных акций в руках сторонних инвесторов увеличивается. Данные о ценах закрытия, представленные на рис. 3, позволяют заключить, что участники фондового рынка рассматривают сокращение доли обыкновенных акций в руках основателей – держателей мультиголосующих акций как положительный сигнал рынку.

На наш взгляд, во всех рассмотренных случаях дисконт также обусловлен более низким показателем ликвидности мультиголосующих акций по сравнению с обыкновенными. При продаже любые мультиголосующие акции сначала должны быть трансформированы в обыкновенные, что требует определенного количества времени для совершения ряда бюрократических процедур.

Желающий выйти из бизнеса основатель должен заблаговременно планировать данную процедуру, не рассчитывая на получение спекулятивной прибыли, а реализовывая, как минимум, среднесрочную стратегию управления инвестиционным портфелем.

Изменение ситуации в 2019 г. обусловлено вышеуказанными поправками в законодательстве, предусматривающими одновременно и более широкое распространение на рынке данного долевого инструмента финансирования компании, и, вместе с тем, возможность трансформации мультиголосующих акций в обыкновенные спустя 5 лет.

Китай

Двухклассовая система формирования собственного капитала компании получила законодательное регулирование на китайском рынке в 2019 г., так же как и в Индии. Схож и основной мотив изменения законодательства – формирование комфортных условий для высокотехнологичных компаний.

Поправки в законодательстве обусловлены и тем, что крупные китайские компании, такие как Alibaba Group и JD.com, предпочли разместить долевые ценные бумаги на американских площадках в связи с возможностью использования мультиголосующих акций. Прохождение IPO на американском рынке способствовало привлечению к процедуре американских аудиторских и консалтинговых фирм, андеррайтеров и т.д. Следовательно, китайские гиганты онлайн-торговли, оплачивая услуги участников процедуры IPO, простимулировали американскую экономику дополнительным потоком денежных средств, которые потеряны китайской экономикой исключительно по причине отсутствия на тот момент возможности обеспечить основателям бизнеса сохранение контроля посредством мультиголосующих акций.

Указанные причины, а также экономическое противостояние с США, стали причиной открытия в 2019 г. на Шанхайской фондовой биржи рынка StarMarket (Shanghai Stock Exchange Science and Technology Innovation Board). StarMarket – прямой конкурент NASDAQ, созданный в целях стимулирования высокотехнологичных компаний к эмиссии на национальном рынке с участием местных экономических агентов. Ключевая идея заключается в повышении доступности внешнего финансирования сектора высоких технологий. Это приводит к сокращению государственных расходов на развитие сектора и позволяет формировать комфортные условия для сосредоточения национальных игроков на китайском рынке.

Согласно ст. 132 Закона о компаниях Китайской Народной Республики, при эмиссии акций следует указывать их класс[7]. Следовательно, в Китае и до 2019 г. существовали предпосылки внедрения двухклассовой системы формирования капитала. Более того, наблюдается сходство с англо-американской терминологий в отношении исследуемого финансового инструмента. В марте 2019 г. площадка StarMarket опубликовала правила листинга[8], согласно ст. 24 которых компания может использовать дифференцированные права голосования. Таким образом, мы выявляем третье сходство рынков Китая и Индии – с позиции регулирования процесса формирования собственного капитала компании посредством мультиголосующих акций.

Чтобы выйти на китайский фондовый рынок с мультиголосующими акциями, компания должна соответствовать следующим критериям: оценочная рыночная капитализации должна быть не меньше 10 млрд юаней или же оценочная рыночная капитализация должна быть не меньше 5 млрд юаней, и, одновременно с этим, компания должна сформировать операционную выручку за последний год в размере не менее 500 млн юаней.

Согласно китайскому законодательству, дифференцированные права голосования подразумевают использование «специальных голосующих прав», и это единственное отличие от обыкновенных акций. Подобные долевые ценные бумаги предоставляют больше прав голоса, но в остальном сохраняют характеристики обыкновенных акций.

Аналогично Индии, в Китае мультиголосующая акция предоставляет держателю не более 10-ти голосов. Точная пропорция должна быть прописана в уставных документах. В силу того, что StarMarket создавался как конкурент NASDAQ, следует отметить, что на американском рынке не регламентируется количество дополнительных голосов по мультиголосующим акциям.

В указанных условиях формируется угроза ущемления прав держателей обыкновенных акций. По мнению китайских ученых, нивелировать угрозу помогут более открытая политика раскрытия информации о компании и стандартизация применения специальных голосующих прав [22]. Последние нашли отражения в китайских правилах

[7] Company Law of the People's Republic of China // URL: http://www.npc.gov.cn/zgrdw/englishnpc/Law/2007-12/12/content_1383787.htm (дата обращения: 03.08.2021)

[8] Rules Governing the Review of Offering and Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange // Shanghai Stock Exchange. URL: http://star.sse.com.cn/en/regulation/ (дата обращения: 03.08.2021)

листинга в отношении компаний с двухклассовой системой формирования капитала.

В следующих случаях держатели мультиголосующих акций следуют правилу «одна акция – один голос»: при голосовании за внесение изменений в устав компании; при изменении количества прав голоса, приходящихся на одну мультиголосующую акцию; при назначении или увольнении независимых членов совета директоров; при заключении или расторжении контракта с аудиторской фирмой; при рассмотрении возможности заключения сделок слияния и поглощения; при изменении организационно-правовой формы компании.

Перечисленные случаи включают больше пунктов, чем индийские правила эмиссии мультиголосующих акций, и обеспечивают держателям обыкновенных акций большую уверенность в отсутствии возможности у держателей мультиголосующих акций принимать стратегические решения вопреки воле большинства инвесторов-совладельцев.

Следует обратить внимание, что превалирующее большинство компаний на StarMarket – молодые и высокотехнологичные, то есть характеризуются высоким технологическим риском и, при прочих равных условиях, управленческим риском, если управленцами или основателями являются молодые предприниматели без существенного опыта работы в публичных компаниях. В данном случае независимые члены совета директоров действительно выполняют роль стабилизатора, и их смена должна рассматриваться всеми акционерами на равных. Таким образом, следует согласиться с позицией, что более строгое законодательное регулирование двухклассовой системы формирования капитала на китайском рынке оправдано [23].

Присутствует и альтернативная точка зрения, согласно которой излишнее законодательное регулирование эмиссии мультиголосующих акций в Китае может привести к непопулярности данного инструмента на домашнем рынке [24]. Прежде экономический блок правительства Китая принимал во внимание нужды частного сектора экономики и корректировал законодательство таким образом, чтобы повысить привлекательность национальной экономики, в первую очередь, для собственных граждан и компаний. Исходя из этого, будет справедливым предположить, что китайское законодательство в сфере регулирования двухклассовой системы формирования капитала будет корректироваться. Скорость корректировок будет зависеть от количества молодых высокотехнологичных компаний, выходящих на IPO с двухклассовой системой формирования капитала.

Южная Африка

Иная ситуация наблюдается в Южно-Африканской Республике. Сегодня в государстве вообще не рассматривается вопрос распространения на рынке мультиголосующих акций. Следовательно, понятия «двухклассовая система формирования капитала» и «дифференцированные права голосования» здесь не получили распространения. Действующее законодательство ЮАР допускает возможность эмиссии обыкновенных и привилегированных акций.

Россия

В Российской Федерации наблюдается схожая ситуация с ЮАР. Действующее законодательство предполагает возможность эмиссии только обыкновенных и привилегированных акций. Возможность использования мультиголосующих акций как инструмента формирования собственного капитала компании является дискуссионным вопросом.

Аналогично Китаю и Индии, в Российской Федерации вопрос допустимости использования мультиголосующих акций поднимался в связи с их использованием российскими высокотехнологичными компаниями. Лидеры рынка высоких технологий в Российской Федерации – Яндекс, Mail.Ru, Qiwi и т.д. – предпочти пройти листинг на зарубежных площадках, в том числе и на упоминаемой ранее NASDAQ, чья привлекательность состоит как раз в возможности прохождения IPO при наличии мультиголосующих акций.

В 2018 г. министр экономического развития М.С. Орешкин выступил с предложением внедрить на российском рынке «суперголосующие акции» [9], позволяющие основателям компаний сохранить контроль. Предполагаемым эффектом внедрения инициативы должно было стать повышение привлекательности российской экономики для сектора высоких технологий.

Банк России выступил против данной инициативы. В качестве аргументов им отмечалась неготовность российских инвесторов к подобному инструменту финансирования, незащищенность миноритариев, необходимость изменения законодательства и т.д. [10] Изученный опыт стран-участниц БРИКС позволяет не согласиться с данным мнени-

[9] Орешкин объяснил идею новых «суперголосующих» акций для владельцев компаний // URL: https://www.vedomosti.ru/economics/news/2018/09/19/781337-supergolosuyuschih-aktsii (дата обращения: 21.08.2021)

[10] ЦБ выступил против супер-голосующих акций и изменения правил сделок с заинтересованностью // URL: https://www.interfax.ru/business/631561 (дата обращения: 21.08.2021)

ем. Качественная работа над нормативно-правовой базой формирует возможность использовать мультиголосующие акции без создания угрозы инвесторам – держателям обыкновенных и(или) привилегированных акций. Наша позиция подтверждается и результатом исследования российского законодательства, согласно которому существуют принципиальная возможность и позитивные перспективы для бизнеса при введении в российское право института обыкновенных акций с разным объемом прав [25], под которыми понимаются также и мультиголосующие акции.

Следующие аргументы подтверждают целесообразность принятия предложения по внедрению мультиголосующих акций на российском рынке.

Во-первых, на момент формирования инициативы, в 2018 г., в Российской Федерации реализовывалась Стратегия инновационного развития государства. Сегодня на первом плане – национальный проект «Цифровая экономика РФ», следовательно, высокотехнологичные компании выступают одной из основ стратегического развития экономики государства. Тем не менее, с 2018 г. ряд крупных российских компаний данного сектора экономики предпочел пройти IPO на NASDAQ: VEON, HeadHunter, Ozon. И это не смотря на страновой и политический риски, когда отношения между Россией и США находятся в напряжении и не позволяют формировать положительных прогнозов в среднесрочной перспективе. Если даже подобная ситуация не останавливает российские компании от ухода на зарубежные рынки ради использования мультиголосующих акций, то становится очевидной необходимость внедрения в российской экономике такого финансового инструмента как мультиголосующие акции.

Во-вторых, зарубежный опыт. Рынок США представляет собой сосредоточение компаний сферы высоких технологий во многом благодаря возможности использования мультиголосующих акций. Помимо открытых заявлений основателей компаний, данный факт подтверждается тем, что лидеры рынка высоких технологий на рынке США формируют капитал компании с использованием двухклассовой системы. Последние обсуждения возможности внедрения мультиголосующих акций в Великобритании также базировались на том, что государство теряет конкурентоспособность на рынке высоких технологий по сравнению с США в связи с отсутствием возможности использования мультиголосующих акций на британском рынке [11]. Указанная причина стала ключевым аргументом внедрения мультиголосующих акций для высокотехнологичных компаний в Индии и Китае.

Таким образом, запрет на использование мультиголосующих акций в Российской Федерации создает условия, при которых стейкхолдеры российских компаний могут задуматься о смене юрисдикции. Данный запрет не только ограничивает финансовые возможности основателей российских компаний, но и формирует определенный диссонанс внутри БРИКС. Гармонизация законодательства в сфере финансовых рынков позволит упрочить экономические связи между государствами в рамках союза БРИКС и обеспечить дополнительный элемент конкурентоспособности российского фондового рынка, первоначально для внутренних игроков, а в стратегической перспективе – для высокотехнологичных компаний ближнего зарубежья, готовых разместить ценные бумаги на российском фондовом рынке.

Выводы

В рамках настоящей статьи впервые предпринята попытка исследовать распространение мультиголосующих акций в странах группы БРИКС.

Определена специфика восприятия понятия «двухклассовая система формирования капитала компании» (dual-class system), в зависимости от исторического развития рынка ценных бумаг в государстве. В Бразилии на протяжении десятилетий превалирует подход к формированию собственного капитала компании посредством обыкновенных и привилегированных акций, поэтому он и получил название «двухклассовая система». В Индии и Китае, где допускается использование мультиголосующих акций, это понятие не получило распространения – подход к формированию капитала в данных странах существует под названием «дифференцированные права голосования» (Differential Voting Rights). Тогда как в Южно-Африканской Республике и Российской Федерации ни первая, ни вторая трактовка не используются ввиду исторического отсутствия мультиголосующих акций как финансового инструмента.

Установлено, что основным мотивом внедрения двухклассовой системы формирования собственного капитала компании с использованием мультиголосующих акций выступает необходимость стимулирования развития рынка высоких технологий, в том числе посредством создания комфортных условий для молодых высокотехнологичных компаний при размещении долевых ценных бумаг на национальной фондовой бирже.

[11] *Thomas D.* City of London seeks to 'reinvent itself' after pandemic // The Financial Times. 2020. URL: https://www.ft.com/content/3885ab8d-bc0d-4781-b322-05cb9006634b (дата обращения: 03.08.2021)

В настоящее время среди стран-участниц БРИКС мультиголосующие акции допускаются к использованию в Индии и Китае. В обоих государствах мультиголосующие акции стали доступны для молодых компаний после внесения поправок в законодательство в 2019 г.

Выявлено, что на индийском фондовом рынке торгуются акции с дифференцированными правами голосования. Однако на текущий момент данные долевые ценные бумаги являются не мультиголосующими, а, напротив, предоставляющими владельцу менее, чем один голос. Это обусловливает торговлю акций с дифференцированными правами голосования с дисконтом.

Текущую возможность использования двухклассовой системы формирования собственного капитала следует оценить как недостаточно высокую, поскольку лишь два из пяти государств группы БРИКС допускают использование мультиголосующих акций. Тем не менее, необходимость создания комфортных условий роста высокотехнологичных компаний и недопустимость ухода национальных компаний в зарубежные юрисдикции ради прохождения процедуры IPO формируют предпосылки большего распространения двухклассовой системы формирования собственного капитала компании внутри группы БРИКС.

Распространение двухклассовой системы формирования собственного капитала компании во всех странах группы БРИКС возможно при успешном опыте использования мультиголосующих акций в Индии и Китае. Под успешным опытом в данном случае понимается увеличение темпов роста национального сектора высоких технологий и увеличение количества компаний данного сектора с двухклассовой системой, проходящих IPO на национальном рынке.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что практическая значимость работы заключается в возможности использования полученных результатов основателями высокотехнологических компаний при выборе юрисдикции для прохождения процедуры IPO. Вместе с тем, проведенное исследование формирует основу дальнейших научных работ в области выявления перспектив внедрения мультиголосующих акций как инструмента финансирования российских высокотехнологичных компаний.

Список литературы

1. *Lu L.* The regulation of the dual-class share structure in China: a comparative perspective // Capital Markets Law Journal. 2020. Vol. 15. № 2. P. 224–249. DOI: https://doi.org/10.1093/cmlj/kmaa004
2. *Qian X., Tam L.* Blockholders and corporate governance: evidence from China's split-share-structure reform // Review of Accounting and Finance. 2020. Vol. 20. № 1. P. 53–83. DOI: https://doi.org/10.1108/RAF-07-2020-0184
3. *Yan M.* The myth of dual class shares: lessons from Asia's financial centres // Journal of Corporate Law Studies. 2021. № 347. P. 1. URL: https://ssrn.com/abstract=3768598
4. *Gurrea-Martínez A.* Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate // European Business Organization Law Review. 2021. DOI: https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4
5. *Hossain A.T., Kryzanowski L.* A review of the literature on dual-class firms // Managerial Finance. 2019. Vol. 45. № 9. P. 1199–1218. DOI: https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0505
6. *Nüesch S.* Dual-class shares, external financing needs, and firm performance // Journal of Management & Governance. 2016. Vol. 20. № 3. P. 525–551. DOI: https://doi.org/10.1007/s10997-015-9313-5
7. *Cheng X., Mpundu H., Wan H.* Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms // Global Finance Journal. 2020. Vol. 45. DOI: https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100477
8. *Hossain A.T.* Dual-class firms and governance: an acquisition perspective // Managerial Finance. 2015. Vol. 41. № 11. P. 1221–1235. DOI: https://doi.org/10.1108/MF-05-2014-0141
9. *Adhikari H.P., Nguyen T.T., Sutton N.K.* The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms // Review of Quantitative Finance and Accounting. 2018. № 51. P. 113–138. DOI: https://doi.org/10.1007/s11156-017-0665-6
10. *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. DOI: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.017
11. *Cullinan C.P., Mahoney L.B., Thorne L.* CSR Performance: Governance Insights from Dual-Class Firms // Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting. 2020. Vol. 23. P. 23–46. DOI: https://doi.org/10.1108/S1574-076520200000023002
12. *Ордов К.В.* Применение итерационного метода при оценке дополнительной эмиссии акций // Экономика и предпринимательство. 2015. № 6-1(59). С. 786–789. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=23839869
13. *Ващенко Т.В.* Как непрофессиональные инвесторы создают финансовые пузыри на фондовом рынке // Финансовый менеджмент. 2021. № 3. С. 85–93. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=46171195
14. *Condon Z.* A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy // Emory Law Journal. 2018. Vol. 68. № 2. P. 335–367.

URL: https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol68/iss2/3

15. *Carvalhal da Silva A., Subrahmanyam A.* Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market // Journal of Corporate Finance. 2007. Vol. 13. № 1. P. 1–24. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.12.003
16. *Engler Pinto G.M.* Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S. and Brazil // Revista Direito GV. 2014. Vol. 10. P. 23–52. DOI: https://doi.org/10.1590/S1808-24322014000100002.
17. *Barros F.E., Santos R.C., Orso L.E., Sousa A.M.* The evolution of corporate governance and agency control: the effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock exchange // Corporate Governance. 2021. DOI: https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355
18. *Guimaraes P., Leal R.P.C., Wanke P., Morey M.* Shareholder activism impact on efficiency in Brazil // Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. 2019. Vol. 1. P. 141–157. DOI: https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0010
19. *Manogna R.L., Mishra A.K.* Exploring the role of family ownership in internationalization: empirical investigation of Indian firms // Review of International Business and Strategy. 2021. Vol. 31. № 1. P. 1–15. DOI: https://doi.org/10.1108/RIBS-05-2020-0058
20. *Kohli M., Gill S.* Impact of family involvement on strategy and CEO compensation: Evidence from the Indian pharmaceutical industry // Journal of Family Business Management. 2020. Vol. 10. № 3. P. 189–212. DOI: https://doi.org/10.1108/JFBM-09-2019-0060
21. *Burson J.J., Jensen M.R.H.* Institutional ownership of dual-class companies // Journal of Financial Economic Policy. 2021. Vol. 13. № 2. P. 206–222. DOI: https://doi.org/10.1108/JFEP-04-2020-0061
22. *Yu P.-y., Wang Y., Yang J.-j.* Research on the influence of dual-class share structure on founder control – taking Xiaomi Group and Ucloud for examples // Journal of Qingdao University of Science and Technology (Social Sciences). 2020. № 03. P. 55–61. DOI: https://doi.org/ 10.16800/j.cnki.jqustss.2020.03.010
23. *Lu L.* The regulation of the dual-class share structure in China: A comparative perspective // Capital Markets Law Journal. 2020. Vol. 15. № 2. P. 224–249. DOI: https://doi.org/10.1093/cmlj/kmaa004
24. *Yan M.* Differentiated Voting Rights Arrangement under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality and Future // Asia Pacific Law Review. 2021. URL: https://doi.org/10.1080/10192557.2020.1855794
25. *Арнаутов Д.Р.* Акции с разным объемом прав США и России // Закон. 2020. № 1. С. 186–199. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42486402

Статья поступила в редакцию 06.07.2021; одобрена после рецензирования 23.08.2021; принята к публикации 06.09.2021

Об авторе:

Восканян Роза Оганесовна, доцент Департамента финансового и инвестиционного менеджмента, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации (125993, г. Москва, Ленинградский просп., д. 49), Москва, Россия, кандидат экономических наук, доцент, **ORCID ID: 0000-0002-1690-8262,** rose.01@mail.ru

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

References

1. Lu L. The regulation of the dual-class share structure in China: a comparative perspective. *Capital Markets Law Journal.* 2020; 15(2):24–249. DOI: https://doi.org/10.1093/cmlj/kmaa004 (In Eng.)
2. Qian X., Tam L. Blockholders and corporate governance: evidence from China's split-share-structure reform. *Review of Accounting and Finance.* 2020; 20 (1):53–83. DOI: https://doi.org/10.1108/RAF-07-2020-0184 (In Eng.)
3. Yan M. The myth of dual class shares: lessons from Asia's financial centres. *Journal of Corporate Law Studies.* 2021; (347):1. URL: https://ssrn.com/abstract=3768598 (In Eng.)
4. Gurrea-Martínez A. Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate. *European Business Organization Law Review.* 2021. DOI: https://doi.org/10.1007/s40804-021-00212-4 (In Eng.)
5. Hossain A.T., Kryzanowski L. A review of the literature on dual-class firms. *Managerial Finance.* 2019; 45(9):1199–1218. DOI: https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0505 (In Eng.)
6. Nüesch S. Dual-class shares, external financing needs, and firm performance. *Journal of Management & Governance.* 2016; 20(3):525–551. DOI: https://doi.org/10.1007/s10997-015-9313-5 (In Eng.)
7. Cheng X., Mpundu H., Wan H. Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms. *Global Finance Journal.* 2020; 45. DOI: https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100477 (In Eng.)
8. Hossain A.T. Dual-class firms and governance: an acquisition perspective. *Managerial Finance.* 2015;

41(11):1221–1235. DOI: https://doi.org/10.1108/MF-05-2014-0141 (In Eng.)

9. Adhikari H.P., Nguyen T.T., Sutton N.K. The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2018; 51:113–138. DOI: https://doi.org/10.1007/s11156-017-0665-6 (In Eng.)
10. Cao X., Leng T., Goh J., Malatesta P. The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms. *Economic Modelling*. 2020; 91:347–357. DOI: https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.017 (In Eng.)
11. Cullinan C.P., Mahoney L.B., Thorne L. CSR Performance: Governance Insights from Dual-Class Firms. *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting*. 2020; 23:23–46. DOI: https://doi.org/10.1108/S1574-076520200000023002 (In Eng.)
12. Ordov K.V. The application of the iterative method in the assessment of additional shares of the companies. *Journal of Economy and entrepreneurship*. 2015; 6-1(59):786–789. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=23839869 (In Russ.)
13. Vashchenko T.V. How non-professional investors create financial bubbles in the stock market. *Financial management*. 2021; 3:85–93. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=46171195 (In Russ.)
14. Condon Z. A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy. *Emory Law Journal*. 2018; 68(2):335–367. URL: https://scholarlycommons.law.emory.edu/elj/vol68/iss2/3 (In Eng.)
15. Carvalhal da Silva A., Subrahmanyam A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*. 2007; 13(1):1–24. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.12.003 (In Eng.)
16. Engler Pinto G.M. Why they persist? An analysis of dual class structures and the unification process in the U.S. and Brazil. *Revista Direito GV*. 2014; 10:23–52. DOI: https://doi.org/10.1590/S1808-24322014000100002 (In Eng.)
17. Barros F.E., Santos R.C., Orso L.E., Sousa A.M. The evolution of corporate governance and agency control: the effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock exchange. *Corporate Governance*; 2021. DOI: https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355 (In Eng.)
18. Guimaraes P., Leal R.P.C., Wanke P., Morey M. Shareholder activism impact on efficiency in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. 2019; 1:141–157. DOI: https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0010 (In Eng.)
19. Manogna R.L., Mishra A.K. Exploring the role of family ownership in internationalization: empirical investigation of Indian firms. *Review of International Business and Strategy*. 2021; 31(1):1–15. DOI: https://doi.org/10.1108/RIBS-05-2020-0058 (In Eng.)
20. Kohli M., Gill S. Impact of family involvement on strategy and CEO compensation: Evidence from the Indian pharmaceutical industry. *Journal of Family Business Management*. 2020; 10(3):189–212. DOI: https://doi.org/10.1108/JFBM-09-2019-0060 (In Eng.)
21. Burson J.J., Jensen M.R.H. Institutional ownership of dual-class companies. *Journal of Financial Economic Policy*. 2021; 13(2):206–222. DOI: https://doi.org/10.1108/JFEP-04-2020-0061 (In Eng.)
22. Yu P.-y., Wang Y., Yang J.-j. Research on the influence of dual-class share structure on founder control – taking Xiaomi Group and Ucloud for examples. *Journal of Qingdao University of Science and Technology (Social Sciences)*. 2020; 03:55–61. DOI: https://doi.org/10.16800/j.cnki.jqustss.2020.03.010 (In Eng.)
23. Lu L. The regulation of the dual-class share structure in China: A comparative perspective. *Capital Markets Law Journal*. 2020; 15(2):224–249. DOI: https://doi.org/10.1093/cmlj/kmaa004 (In Eng.)
24. Yan M. Differentiated Voting Rights Arrangement under Dual-Class Share Structures in China: Expectation, Reality and Future. *Asia Pacific Law Review*. 2021. URL: https://doi.org/10.1080/10192557.2020.1855794 (In Eng.)
25. Arnautov D.R. Shares with different rights in the United States and Russia. *Law*. 2020; 1:186–199. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42486402 (In Russ.)

The article was submitted 06.07.2021; approved after reviewing 23.08.2021; accepted for publication 06.09.2021

About the author:

Roza O. Voskanian, Associate Professor of Department of financial and investment management, Financial University under the Government of Russian Federation (49, Leningradskiy prospect, Moscow, 125993), Moscow, Russian Federation, Candidate of Economic Sciences, Docent, **ORCID ID: 0000-0002-1690-8262,** rose.01@mail.ru

The author read and approved the final version of the manuscript.