

## ТРАНСФОРМАЦИЯ ЦЕЛЕЙ КОРПОРАЦИЙ

**Гуковская Анастасия Алексеевна**

К.э.н., доцент, Российский Государственный гуманитарный Университет (Москва)  
gukovskaya.a@rggu.ru

### TRANSFORMATION OF THE GOALS OF CORPORATIONS

**A. Gukovskaya**

*Summary.* The issues of adapting corporate goals in the interests of a wide group of stakeholders and correlating them with the process of value creation and valuation by market participants are becoming increasingly important, widely discussed and reflected in the value of companies. The purpose of this work is to consider the ongoing processes in the context of theoretical ideas about the goals of corporations and to analyze the most significant trends.

*Keywords:* company's value, stakeholders, corporate goals, Friedman Theorem.

*Аннотация.* Вопросы адаптации корпоративных целей в интересах широкой группы стейкхолдеров и соотнесения их с процессом создания стоимости и оценки участниками рынка приобретают все большее значение, широко обсуждаются и отражаются на стоимости компаний. Цель настоящей работы – рассмотрение происходящих процессов в контексте теоретических представлений о целях корпораций и анализ наиболее значимых тенденций.

*Ключевые слова:* стоимость компании, стейкхолдеры, корпоративные цели, теорема Фридмана.

Современный контекст создания стоимости корпораций часто подразумевает в качестве адресата этой стоимости не только акционеров, но и других стейкхолдеров. Начиная с 1960-х — начала 1970-х годов корпоративная ответственность по отношению к расширенной группе стейкхолдеров становится общепринятой бизнес-практикой и термин общество стейкхолдеров / Stakeholder Society [1] стал общеупотребимым. Менеджмент и директора «усваивают» внешние экстерналии, которые их решения накладывают на различные группы. Примерами таких экстерналий сопутствующих обязанностей по отношению к стейкхолдерам являются следующие:

- ♦ Обязанности по отношению к работникам: фирмы должны воздерживаться от сокращений, когда они генерируют значительные прибыли; фирмы должны также обеспечивать защиту меньшинств, обеспечивать возможности для обучения, отдыха и безопасности рабочих мест.

- ♦ Обязанности по отношению к обществу: фирмы должны воздерживаться от закрытия производств в экономически неблагополучных отраслях/регионах; при нормальных условиях фирмы должны участвовать в жизни общества.
- ♦ Обязанности по отношению к кредиторам: фирмы не должны максимизировать богатство акционеров в ущерб кредиторам.
- ♦ Этические соображения: фирмы должны защищать окружающую среду, даже если это снижает их прибыль; они должны воздерживаться от инвестиций в страны с деспотическими режимами или слабой защитой прав меньшинств; не избегать налогов, не давать взятки.

По каждой из позиций в современной корпоративной практике есть разные точки зрения, ведутся жаркие дискуссии в научном сообществе и не менее жаркие корпоративные битвы. Наиболее чувствительной и дискуссионной позицией является обязанность

по отношению к обществу. Перечень корпоративных обязанностей расширяется и эволюционирует вместе с обществом и доминирующими в нем идеями, включая «новую этику», «культуру отмены» / Cancel Culture, «зеленую» повестку.

Кроме того, у стейкхолдеров фирм меняются вес и влияние, что неминуемо сказывается на общем балансе сил/отношений. Например, в последние годы увеличилась роль государства в корпоративной жизни — как через институты регулирования, так и напрямую в качестве акционера, контрагента, клиента. Среди прочего это послужило одной из причин такого явления как «зомби-фирмы» [2]. Они сыграли центральную роль в «потерянном десятилетии» Японии в 1990-х годах, когда банки, не желая признавать убытки, продолжали кредитовать неплатежеспособных заемщиков. Спустя 10 лет 30% всех компаний оказались «зомби», на них приходилось 15% активов. В отраслях с большим числом «зомби» наблюдалось снижение производительности (строительство, торговля: -4%), а в отраслях с малым числом зомби (экспортно-ориентированных, конкурирующих с импортом) — был рост производительности +2%. По оценкам «зомби» ответственны за падение инвестиций на 1/3 в некоторых отраслях.

С тех пор таких фирм стало больше — по данным BIS, в 14 странах с развитой экономикой доля зарегистрированных на бирже фирм с низкой рыночной капитализацией, чья прибыль недостаточна для покрытия их процентных выплат, выросла с примерно 4% в середине 1980-х годов до 15% в 2017 году [3]. В период локдаунов в связи с пандемией ковид-19 правительства практически всех стран вмешивались в экономику в огромных масштабах, чтобы сохранить жизнь фирмам, что приводит к риску дополнительной зомбификации. Например, в США число таких компаний в индексе Russell 3000 достигло 527 с общим объемом обязательств \$1,36 трлн<sup>1</sup>.

Вопрос за чей счет и в чьих интересах продлевается жизнь таким фирмам остается открытым, равно как и вопрос о создании ими стоимости.

Обязанности по отношению к работникам фирмы — тоже чувствительная позиция, и здесь корпоративные практики очень разнообразны и продолжают эволюционировать. Например, в Германии, Австрии, Швеции работники имеют представительство в правлении компаний, в других странах рабочие группы должны быть информированы / участвуют в обсуждении важных решений (Австрия, Бельгия, Дания, Финляндия и др.) или даже имеют конституционно закрепленную воз-

можность участвовать в принятии решений (Норвегия, Италия и Франция) [4].

Немало сложностей возникает у компаний и общества в контексте этичности корпоративных действий. Промышленные корпорации вкладывают значительные средства в мероприятия по предотвращению загрязнения окружающей среды, а громких скандалов, связанных с причиненным ущербом несмотря на все вложения — все больше, и последствия все тяжелее. Из совсем недавних событий — кейс ГМК «Норникель», допустившего в мае 2020 г. утечку около 21 тыс. тн. дизельного топлива, ущерб от которой оценен в сумму около 2 млрд. дол. (146,1 млрд. руб.) — что привело к падению стоимости акций на 6%; обрушение в феврале 2021 г. в здании обогатительной фабрики с человеческими жертвами — падение акций на 8,3%; затопление ключевых рудников весной 2021 г. и последовавшее объявление о сокращении производства в 2021 г. не менее чем на 15% — снижение стоимости акций еще на 7%. Итого — снижение капитализации компании более чем на 20%, возможное снижение дивидендов акционерам, пересмотр инвестиционных программ и все это с учетом интересов «широкого круга стейкхолдеров». Нельзя не отметить, что прямые потери от сокращения объемов производства компания компенсирует ростом цен на металлы на 5%, последовавшим вслед за объявлением о ее планах. Это означает, что расходы, связанные с покрытием нанесенного ущерба, фактически «перенесены» с компании, что, впрочем, не позволило полностью компенсировать падение стоимости и за 2021 г. общее снижение составило около 5%.

Взрыв на платформе Deepwater Horizon компании BP в Мексиканском заливе в апреле 2010 г. — крупнейшая техногенная авария в истории с катастрофическими последствиями для компании. Акции BP упали на 51% за 40 дней на Нью-Йоркской фондовой бирже, общая стоимость компании, потерянная с 20 апреля, составила 105 млрд. дол. Международные рейтинговые агентства понизили рейтинг компании; BP начала распродажу своих активов. К 2013 году BP опустилась со второй до четвертой из четырех крупнейших нефтяных компаний. Расходы компании (судебные иски, расходы на ликвидацию последствий) составили в 2016 г. сумму свыше 63 млрд. дол. Последовавшее поэтапное обновление бизнеса компании заявлено как переход на возобновляемую энергию и включает в том числе продажу нефтехимического подразделения.

Расчеты с BP устанавливают ориентиры, влияющие на размер штрафов, налагаемых за последующие корпоративные правонарушения. Volkswagen заплатил более 30 миллиардов долларов за разоблачение в 2015 г. обходе стандарты выбросов дизельных двигателей,

<sup>1</sup> <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-04-21/fed-stimulus-keeps-zombie-companies-alive>

за счет установки программного обеспечения в свои автомобили. Bank of America и JP Morgan Chase выплатили миллиардные штрафы после финансового кризиса 2008–2009 гг. за непропорциональные действия, включая мошенничество с ипотекой.

Многочисленны также случаи нарушения корпорациями принципов не взаимодействия со странами с деспотическими режимами, практикующими нарушения прав человека. Из последних медийных историй — кейс крупнейшего ритейлера H&M (Hennes & Mauritz), который вынужден оправдываться из-за обвинений в сверхэксплуатации работников своих филиалов в Индии, Камбодже и Мьянме, а также использовании детского труда, незаконных увольнений беременных, принуждения к неоплачиваемым переработкам и невыносимых условиях труда<sup>1</sup>. Несмотря на специальный раздел в корпоративных стандартах о политике компании в области прав человека<sup>2</sup>, создания брендов в русле «новой этики» (Monki) и целый ряд прочих корпоративных действий за три года стоимость бренда компании снизилась с 18,9 млрд. дол (2018 г) до 13,8 млрд. дол (2020 г)<sup>3</sup>. Сейчас (2021 г) Китай бойкотирует продукцию компаний H&M, Nike и Adidas из-за критических замечаний компаний относительно нарушений прав человека в отношении уйгуров в северной провинции Синьцзян, где китайское правительство построило сеть лагерей для интернированных групп мусульманского меньшинства, заставляя их работать на текстильных и других предприятиях с тяжелым трудом.

И нельзя не отметить новый тренд в отношении к корпоративной практике оптимизации налогообложения (налогового арбитража) со стороны сообщества и регуляторов. За период после кризиса 2008 г. эффективная ставка корпоративного налога, уплачиваемого крупнейшими транснациональными корпорациями, снизилась в странах ОЭСР на 13%<sup>4</sup>, а 40% прибыли транснациональных корпораций (около 240 млрд. дол. по оценке ОЭСР) выводится из-под налогообложения<sup>5</sup>. В качестве ответной меры рассматривается (и уже фактически одобрен) глобальный минимальный налог на уровне 15% для крупных транснациональных корпо-

<sup>1</sup> <https://www.business-humanrights.org/en/latest-news/new-research-findings-accuse-hm-of-failing-to-ensure-living-wages-for-its-supply-chain-workers-incl-co-response/>

<sup>2</sup> <https://hmgroupp.com/sustainability/standards-and-policies/human-rights-policy/#:~:text=Human%20Rights%20Statement,-Respecting%20human%20rights&text=H%26M%20Group%20is%20committed%20to,the%20fulfilment%20of%20human%20rights.>

<sup>3</sup> <https://www.statista.com/statistics/980692/brand-value-of-h-and-m-worldwide/#:~:text=In%202020%2C%20the%20H%26M%20brand,billion%20U.S.%20dollars%20in%202019.>

<sup>4</sup> По данным Financial Times

<sup>5</sup> A new architecture // The Economist, 12 Jun 2021

раций; предложение принято странами G7. Формально, с точки зрения создания стоимости, использование как налогового щита, так и налогового арбитража приводит к повышению стоимости компании [5,6].

Но есть и другой взгляд на создание стоимости корпорациями. В 2020 году исполнилось пятьдесят лет небольшой, но очень влиятельной статье Милтона Фридмана о прибыли, как об основной социальной ответственности бизнеса [7]. Поскольку не существует перевода этой статьи на русский язык, остановимся на некоторых основных положениях. С точки зрения Фридмана единственная социальная ответственность бизнеса (несмотря на всю расплывчатость этого термина) — это получение прибыли для его акционеров. Руководитель корпорации является сотрудником владельцев бизнеса, несет перед ними прямую ответственность как агент перед принципалом. Как правило, критерии оценки его деятельности и границы ее определены достаточно четко, и в них не входит, например, предотвращение инфляции путем не повышения/снижения цен или чего-то подобного; и если руководитель корпорации будет действовать таким образом, то он тратил бы чужие деньги (акционеров, сотрудников, клиентов) на общие социальные интересы, т.е. фактически взимал бы налоги и одновременно решал бы, как они должны быть потрачены, не будучи на это уполномочен своим контрактом и не являясь экспертом (например, в вопросе влияния цен на инфляцию).

Основные идеи М. Фридмана были сформулированы Л. Зингалесом в виде теоремы, названной им теоремой Фридмана о разделении [8]. При каких условиях для менеджмента будет социально эффективно сосредоточиться на максимизации акционерной стоимости? При соблюдении трех условий:

- ◆ компании должны работать в конкурентной среде, в которой фирмы соблюдают как цены, так и правила;
- ◆ не должно быть внешних эффектов (или правительство должно иметь возможность полностью устранить эти внешние эффекты посредством регулирования и налогообложения);
- ◆ контракты являются завершенными в том смысле, что в них могут быть указаны все существенные непредвиденные обстоятельства без дополнительных затрат.

Если эти условия выполнены, то теорема Фридмана о разделении, будет верна.

Как отмечает Л. Зингалес, идеи Фридмана расширяют результаты известной теоремы И. Фишера о разделении, согласно которой фирма может определять,

сколько инвестировать, исключительно на основе рыночной процентной ставки, независимо от временных предпочтений ее акционеров. Фридман фактически показал, когда корпоративные менеджеры могут игнорировать не только временные предпочтения своих акционеров, но и все свои предпочтения и предпочтения своих работников, поставщиков.

И сторонники, и противники идей Фридмана сходятся в том, что современный капитализм не отвечает условиям независимости и честности, при соблюдении которых выполняются теорема Фридмана и максимизация прибылей способствует процветанию не только компаний, но и общества. А это означает, что процесс трансформации корпоративных целей и ценностей далек от окончания и, возможно, уже начался и продолжится их активный пересмотр.

Например, BP, Exxon, Shell и другие крупные корпорации нефтеперерабатывающего и добывающего секторов экономики объявили об изменении своей стратегии. Обнародованные заявления по достижению углеродной нейтральности свидетельствуют об апро-

приация социального запроса и конвертации его в узнаваемые и одобряемые цели. Еще год назад похожие цели участники рынка называли «конкурсом красоты»<sup>1</sup> подразумевая, что под них не было конкретных планов и они не были интегрированы в корпоративную практику.

Надо отметить, что со стороны других стейкхолдеров также наблюдается движение в сторону трансформации корпоративных целей в контексте «зеленой повестки». Так, например, акционеры Chevron на годовом собрании голосовали по установлению целевых показателей компании по сокращению углеродного следа; суд Гааги в мае 2021 г. обязал компанию Shell сократить свои выбросы углекислого газа на 45% по сравнению с уровнем 2019 г, в соответствии с глобальными климатическими целями. В России о планах по сокращению углеродного следа объявили компании Русал и Лукойл, другие заявили о разработке таковых.

Можно с уверенностью предположить, что в ближайшее время мы станем свидетелями коррекции корпоративных целей в ключе ESG.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Tirole J. The Theory of Corporate Finance. Princeton University Press, 2006, pp 56–62
2. Zombies at the gates: The corporate undead // The Economist, 26 Sept. 2020, p. 17
3. Banerjee R., Hofmann B. The rise of zombie firms: causes and consequences // BIS Quarterly Review, September 2018, pp.67–78 [https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r\\_qt1809g.pdf](https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt1809g.pdf)
4. OECD, Corporate Governance Factbook — 2019 <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Governance-Factbook.pdf>
5. Haugen R.A., Senbet L.W. Corporate Finance and Taxes: A Review // Financial Management Vol. 15, No. 3, 1986, pp. 5–21
6. Graham J.R. Taxes and Corporate Finance: A Review // The Review of Financial Studies, Vol. 16, No. 4, 2003, pp. 1075–1129
7. Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // The New York Times Magazine, 1970, September 13 [Электронный ресурс] режим доступа: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>
8. Zingales L. Friedman's Legacy: From Doctrine to Theorem, 2020, [Электронный ресурс] режим доступа: <https://promarket.org/2020/10/13/milton-friedman-legacy-doctrine-theorem/>

© Гуковская Анастасия Алексеевна ( [gukovskaya.a@rggu.ru](mailto:gukovskaya.a@rggu.ru) ).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»

<sup>1</sup> <https://www.wsj.com/articles/exxon-considers-pledging-net-zero-carbon-by-2050-11628161201>.