

TRANSITION FROM A PROFIT MAXIMIZATION MODEL TO A SUSTAINABLE VALUE CREATION MODEL IN CORPORATE MANAGEMENT OF STATE-OWNED ENTERPRISES**Zhumadullaeva D.***Tashkent State University of Economics***ПЕРЕХОД ОТ МОДЕЛИ МАКСИМИЗАЦИИ ПРИБЫЛИ К МОДЕЛИ УСТОЙЧИВОГО СОЗДАНИЯ ЦЕННОСТИ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ ПРЕДПРИЯТИЙ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ****Жумадуллаева Д.Ш.***Ташкентский государственный экономический университет*<https://doi.org/10.5281/zenodo.21105811>**Abstract**

The article examines the limits of the profit maximization model in corporate governance of state-owned enterprises. The author argues that state-owned enterprises require a broader governance framework because the state acts not only as a shareholder, but also as a regulator and representative of public interests. The proposed approach is based on sustainable value creation, where ESG indicators become part of strategic KPI, managerial motivation and board performance assessment.

Аннотация

В статье исследуется ограниченность традиционной модели корпоративного управления, ориентированной на максимизацию прибыли, применительно к предприятиям с государственным участием. Обосновано, что специфика таких предприятий определяется двойственной ролью государства как собственника и регулятора, наличием социальных обязательств, сниженной рыночной дисциплиной и повышенными требованиями к прозрачности. На основе анализа агентской теории, stakeholder-подхода и международных принципов корпоративного управления предложен переход к модели устойчивого создания ценности. В данной модели ESG-показатели рассматриваются не как элемент внешней отчетности, а как часть стратегического управления, системы KPI, мотивации менеджмента и оценки деятельности наблюдательного совета. Авторский подход позволяет согласовать финансовую эффективность, общественные интересы и долгосрочную устойчивость предприятий с государственным участием.

Keywords: corporate governance, state-owned enterprises, ESG, sustainable value creation, agency conflict, state ownership, strategic KPI, supervisory board.

Ключевые слова: корпоративное управление, предприятия с государственным участием, ESG, устойчивое создание ценности, агентский конфликт, государственная собственность, стратегические KPI, наблюдательный совет.

Введение

Корпоративное управление на предприятиях с государственным участием не может оцениваться теми же критериями, которые применяются к частным акционерным обществам. Частная компания в большей степени ориентирована на доходность капитала, рост стоимости бизнеса и удовлетворение интересов акционеров. Предприятие с участием государства действует в иной системе координат: оно должно обеспечивать финансовую отдачу, поддерживать отраслевую стабильность, участвовать в реализации государственных программ и сохранять социальную функцию.

Эта двойственность делает традиционную модель корпоративного управления методологически неполной. Если результативность компании измеряется только прибылью, рентабельностью капитала или дивидендными выплатами, за пределами оценки остаются прозрачность, общественная подотчетность, качество контроля, социальные эффекты и долгосрочные риски. Для предприятий с

государственной долей эти элементы не являются второстепенными. Они определяют устойчивость бизнеса и доверие со стороны государства, инвесторов, кредиторов и общества.

Цель статьи состоит в теоретическом обосновании перехода от модели максимизации прибыли к модели устойчивого создания ценности в корпоративном управлении предприятий с государственным участием. В рамках данной цели решаются следующие задачи: раскрыть ограничения традиционной модели, показать специфику агентских отношений в предприятиях с государственной долей. А также, обосновать роль ESG-показателей как инструмента стратегического управления и предложить концептуальную схему перехода к устойчивому созданию ценности.

Методы исследования

Теоретическую основу исследования составляют агентская теория М. Джэнсена и У. Меклинга, stakeholder-подход Р. Фримена, исследования А.

Шлейфера и Р. Вишни по корпоративному управлению и защите инвесторов, а также принципы корпоративного управления ОЭСР.

Методологическая база статьи включает сравнительный анализ, институциональный анализ, системный подход и метод концептуального моделирования. Сравнительный анализ использован для сопоставления традиционной модели максимизации прибыли и предлагаемой модели устойчивого создания ценности. Институциональный анализ применен для раскрытия двойственной роли государства как собственника и регулятора. Системный подход позволил рассмотреть корпоративное управление как совокупность взаимосвязанных элементов. К ним относятся собственность, наблюдательный совет, менеджмент, раскрытие информации, ESG-показатели и механизмы подотчетности.

Материалами исследования послужили научные труды по корпоративному управлению, документы ОЭСР, международные подходы к ESG-отчетности, а также положения национальной практики корпоративного управления предприятий с государственным участием.

В статье используется авторская логика анализа. Сначала выявляются ограничения традиционной модели, затем раскрывается специфика предприятий с государственной долей, после чего обосновывается переход к модели устойчивого создания ценности.

Результаты

Традиционная модель корпоративного управления исходит из того, что основной целью компании является максимизация прибыли и увеличение стоимости для акционеров. В качестве ключевых индикаторов используются чистая прибыль, ROE, ROA, дивиденды, рыночная капитализация и рост стоимости акций. Такая система оценки понятна для частного бизнеса, поскольку собственник вкладывает капитал и ожидает финансовую отдачу.

Для предприятий с государственным участием эта модель оказывается неполной. Её ограниченность проявляется в нескольких аспектах.

Первое ограничение связано с множественностью целей. Государственное предприятие может участвовать в реализации государственных программ, поддерживать занятость, обеспечивать доступность услуг, финансировать приоритетные отрасли или выполнять социальные обязательства. Эти задачи не всегда дают прямой коммерческий эффект, но имеют значение для экономики и общества.

Второе ограничение связано с размытостью ответственности. В частной компании ответственность распределяется между акционерами, советом директоров и менеджментом. В государственном предприятии структура более сложная - государственный орган, наблюдательный совет, исполнительный орган, отраслевой регулятор и общественные ожидания. В результате финансовый показатель не всегда показывает, где именно возникла управленческая проблема.

Третье ограничение проявляется в слабой рыночной дисциплине. Государственные предприятия часто имеют доступ к поддержке, гарантиям или административному ресурсу. Это снижает давление рынка и ослабляет стимулы к повышению прозрачности, снижению издержек и повышению качества управления.

Четвертое ограничение касается социальных и экологических обязательств. В традиционной модели они воспринимаются как внешняя нагрузка. В модели устойчивого создания ценности они должны рассматриваться как часть долгосрочной стратегии.

Пятое ограничение связано с инвестиционной привлекательностью. Инвестор оценивает не только прибыль, но и качество раскрытия информации, независимость наблюдательного совета, предсказуемость корпоративных решений, управление рисками и деловую этику. Компания может демонстрировать прибыль, но оставаться непрозрачной и институционально слабой. В таком случае инвестиционный риск сохраняется высоким.

Классическая агентская теория рассматривает конфликт между собственником и менеджером. В предприятиях с государственным участием этот конфликт приобретает более сложную форму.

Первый уровень конфликта возникает между государством-собственником и менеджментом. Государство как акционер заинтересовано в сохранности и эффективном использовании государственных активов. Менеджмент может быть ориентирован на собственные интересы, формальное исполнение решений или краткосрочные показатели.

Второй уровень конфликта возникает между государством-регулятором и обществом как конечным бенефициаром. Государство может ожидать от предприятия прибыли и дивидендов. Однако одновременно использовать его для достижения социальных целей поддержки занятости, льготного кредитования, развития инфраструктуры или стабилизации отдельных отраслей.

Эта двойственность усложняет систему корпоративного управления. В частной компании корпоративное управление в основном направлено на защиту интересов акционеров и контроль за действиями менеджмента.

В государственном предприятии круг интересов шире. Здесь важно обеспечить баланс между интересами государства, менеджмента, инвесторов и общества.

ESG как элемент стратегического управления

ESG-подход позволяет перевести экологические, социальные и управленческие параметры из зоны формальной отчетности в сферу стратегического управления. Для предприятий с государственным участием это особенно значимо, поскольку многие их функции изначально связаны с общественными интересами.

Экологический блок ESG отражает энергоэффективность, зеленое финансирование, экологические риски и воздействие на природные ресурсы.

Социальный блок включает доступность услуг, защиту клиентов, развитие персонала, поддержку социально значимых проектов и вклад в развитие регионов.

Управленческий блок охватывает прозрачность, состав наблюдательного совета, внутренний аудит, антикоррупционную политику, управление конфликтом интересов и раскрытие информации.

Для предприятий с государственной долей особую значимость имеет именно управленческий компонент ESG. Он связан с ключевыми проблемами таких предприятий: ограниченной независимостью наблюдательных советов, недостаточной прозрачностью, слабой рыночной дисциплиной и административным влиянием.

Принципиальное значение имеет не само наличие ESG-отчета, а включение ESG-показателей в

систему стратегических KPI. Ответственность фиксирует результат, но не всегда меняет поведение менеджмента. KPI влияет на управленческие решения, распределение ответственности и мотивацию.

Интеграция ESG в стратегические KPI означает, что экологические, социальные и управленческие показатели становятся частью оценки деятельности менеджмента и органов управления. Например, для банка с государственным участием такими показателями могут быть уровень раскрытия информации, доля независимых директоров, наличие комитетов при наблюдательном совете, качество внутреннего аудита, доля устойчивого финансирования, цифровая доступность услуг и наличие политики управления конфликтом интересов.

Таблица 1

Механизм интеграции ESG-факторов в стратегические KPI¹

Параметр	Модель максимизации прибыли	Модель устойчивого создания ценности (предлагаемая)
Главная цель	Максимизация прибыли	Устойчивое развитие и баланс интересов
Решение агентского конфликта	Механизмы контроля (независимые директора)	ESG-KPI, транспарентность, социальная ответственность
Роль государства	Краткосрочное политическое вмешательство	Долгосрочный стратегический собственник
ESG-факторы	Обязательная отчетность, как ограничение	Стратегические KPI, увязанные с системой вознаграждения
Критерии успеха	ROE, ROA, дивиденды	ROE + социальные и экологические индикаторы

При таком подходе ESG становится не внешним требованием, а внутренним механизмом управления. Менеджмент получает стимул не только увеличивать прибыль, но и улучшать прозрачность, снижать риски, развивать устойчивые продукты, повышать качество раскрытия информации и укреплять доверие инвесторов.

Обсуждение

Переход к модели устойчивого создания ценности имеет теоретическое и прикладное значение.

С теоретической точки зрения предложенный подход расширяет классическую агентскую модель. Для предприятий с государственным участием недостаточно анализировать только конфликт между собственником и менеджментом. Необходимо учитывать конфликт между различными ролями государства: собственника, регулятора и представителя общественных интересов.

Stakeholder-подход позволяет дополнить агентскую теорию. Он показывает, что компания не может быть сведена только к интересам акционеров. Для предприятий с государственной долей этот тезис особенно значим, поскольку их деятельность затрагивает работников, клиентов, кредиторов, государственные органы, местные сообщества и общество.

Принципы ОЭСР усиливают институциональную сторону анализа. Они подчеркивают значение прозрачности, профессионального выполнения государством функции собственника, ответственности

органов управления и разграничения роли собственника и регулятора. Эти положения формируют основу для перехода от административного контроля к стратегическому управлению государственными активами.

С практической точки зрения ESG-показатели позволяют сделать социальные, экологические и управленческие цели измеримыми. Если они остаются декларативными, их влияние на управление ограничено. Если они включаются в KPI, они становятся частью механизма принятия решений.

Для банков с государственным участием такая модель имеет прямое значение. Банки не только формируют прибыль, но и участвуют в финансировании приоритетных отраслей, поддержке населения и реализации государственных программ. Поэтому их эффективность должна оцениваться не только через финансовые показатели, но и через прозрачность, качество корпоративного контроля, уровень раскрытия информации, ESG-интеграцию и доверие инвесторов.

При этом внедрение ESG-показателей в KPI не должно превращаться в формальное расширение отчетности. Оно требует изменения управленческой логики. Наблюдательный совет должен оценивать не только финансовые результаты, но и устойчивость стратегии. Менеджмент должен отвечать не только за прибыль, но и за качество раскрытия информации, внутренний контроль, управление рисками и социальные эффекты.

¹ Составлено автором на основе проведенных исследований

В условиях Узбекистана предложенный подход может использоваться при совершенствовании корпоративного управления предприятий с государственной долей, особенно в банковском секторе. Он позволяет связать национальные реформы

корпоративного управления с международными принципами ОЭСР и ESG-повесткой, не копируя зарубежные модели механически, а адаптируя их к особенностям государственной собственности.

Концептуальная модель перехода от максимизации прибыли к устойчивому созданию ценности



Рис. 1. Концептуальная модель перехода от максимизации прибыли к устойчивому созданию ценности²

Предложенный подход имеет несколько научных и прикладных результатов.

С научной точки зрения он расширяет классическое понимание корпоративного управления на предприятиях с государственным участием. Агентский конфликт рассматривается не только как проблема отношений между собственником и менеджером, но и как конфликт между государством в разных институциональных ролях. Это позволяет точнее объяснить причины низкой эффективности, слабой прозрачности и сложности оценки результатов государственных предприятий.

С методологической точки зрения модель устойчивого создания ценности соединяет три исследовательские линии: агентскую теорию, stakeholder-подход и ESG-концепцию. Их объединение позволяет перейти от описательной характеристики проблем к построению управленческой модели.

С практической точки зрения предложенная модель даёт возможность сформировать систему KPI, в которой финансовые и нефинансовые показатели не противоречат друг другу. Для предприятий с государственным участием это означает переход от формального исполнения требований к управлению, основанному на измеримых результатах.

Для банков с государственным участием применение модели может повысить качество стратегического планирования, усилить прозрачность, укрепить наблюдательные советы, снизить агент-

ские издержки и повысить инвестиционную привлекательность. При этом ESG-показатели становятся не декоративной частью годового отчета, а инструментом управления стоимостью и устойчивостью.

Заключение

Традиционная модель максимизации прибыли сохраняет значение для оценки финансовой результативности, но не раскрывает всей сложности корпоративного управления предприятий с государственным участием. Государственная собственность формирует особую систему интересов, где прибыль сочетается с социальными задачами, регуляторными функциями и общественной ответственностью.

Переход к модели устойчивого создания ценности позволяет устранить главный недостаток традиционного подхода — одностороннюю ориентацию на финансовый результат. В предлагаемой модели ESG-показатели становятся частью стратегических KPI, системы мотивации менеджмента и оценки деятельности наблюдательного совета. Это создает основу для согласования интересов государства, менеджмента, инвесторов и общества.

Для банков с государственным участием такая модель имеет прикладное значение, поскольку позволяет связать финансовую эффективность с прозрачностью, рыночной дисциплиной, внутренним контролем и общественной подотчетностью. Авторский подход показывает, что устойчивое создание ценности не заменяет прибыль, а формирует

² Составлено автором

условия для её долгосрочного и институционально устойчивого роста.

Список литературы:

1. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
2. Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance // *The Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. No. 2. P. 737–783. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x.
3. Freeman R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984. 276 p.
4. OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance* 2023. Paris: OECD Publishing, 2023. DOI: 10.1787/ed750b30-en.
5. OECD. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* 2024. Paris: OECD Publishing, 2024.
6. Tricker B. *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2015. 550 p.
7. Cadbury A. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee and Co. Ltd., 1992. 90 p.
8. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. No. 1–2. P. 3–27. DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9.
9. Hart O. Corporate Governance: Some Theory and Implications // *The Economic Journal*. 1995. Vol. 105. No. 430. P. 678–689. DOI: 10.2307/2235027.
10. Global Reporting Initiative. *GRI Standards*. Amsterdam: GRI, latest edition.
11. Кодекс корпоративного управления Республики Узбекистан. Утвержден протоколом заседания Комиссии по повышению эффективности деятельности акционерных обществ и совершенствованию системы корпоративного управления от 31 декабря 2015 г. № 9.
12. Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» от 6 мая 2014 г. № ЗРУ-370.
13. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 29 марта 2021 г. № 166 «Об утверждении Стратегии управления и реформирования предприятий с государственным участием на 2021–2025 годы».
14. Указ Президента Республики Узбекистан от 28 января 2022 г. № УП-60 «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022–2026 годы».
15. Указ Президента Республики Узбекистан от 27 октября 2020 г. № УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов».