Стейкхолдерские дисбалансы сотрудников и акционеров как фактор финансовой эффективности российских компаний

Корольков Никита Сергеевич
аспирант, Московский университет «Синергия», nikitakorolkov2001@mail.ru

Ограничение показателя стейкхолдерской стоимости заключается в том, что агрегированный показатель не позволяет увидеть различия между группами заинтересованных сторон и выявить особенности распределения создаваемой стоимости между стейкхолдерами. В компаниях возможен дисбаланс между вкладами и выгодами сотрудников и акционеров, который может быть связан с финансовыми показателями компаний. В статье предложен подход к декомпозиции стейкхолдерских дисбалансов сотрудников и акционеров и проверена их связь с показателями эффективности российских компаний. Эмпирическую базу составили данные 19 российских компаний за 2017-2024 гг., что составило 152 наблюдения. В анализе использованы методы описательной статистики, парных сравнений, корреляционного анализа и панельные регрессионные модели. Выявлено, что сотрудники в среднем получают большую долю текущей создаваемой стоимости, чем акционеры, при этом дисбаланс акционеров выражен сильнее. Установлено также, что относительные показатели выгод статистически значимо связаны с валовой рентабельностью, чистой рентабельностью и динамикой чистой прибыли. Таким образом, декомпозиция позволяет точнее выявлять механизмы распределения стоимости и их связь с эффективностью компании.

Ключевые слова: дисбаланс выгод, стейкхолдерская стоимость, стейкхолдерский подход, эффективность компании.

Введение

Развитие компании в долгосрочной перспективе связано с ее взаимодействием с основными стейкхолдерами. По данным эмпирических исследований, факторы ESG положительно связаны со стоимостью компании, что проявляется в росте продаж/рентабельности. При переходе на ESG рентабельность продаж в среднем растет на 5,5% [4] (Buallay, Fadel, 2023). При этом эффект ESG различается в зависимости от региона [1] (Мартынова, Лукина, 2023), т.е. взаимодействие со стейкхолдерами важно учитывать при оценке эффективности компании.

В большинстве исследований используется агрегированный показатель стейкхолдерской стоимости. С его помощью можно оценить общий объем создаваемой ценности, но особенности ее распределения между отдельными группами заинтересованных сторон остаются скрытыми. В результате невозможно определить, какие именно группы получают выгоды, соответствующие их вкладу, а у каких возникает дисбаланс. Аналитические возможности показателя поэтому ограничены, и нужна его декомпозиция.

Цель статьи – разработка подхода к оценке стейкхолдерских дисбалансов сотрудников и акционеров, проверка их связи с показателями финансовой эффективности российских компаний.

Для достижения цели необходимо:

– выявить ограничения агрегированной стейкхолдерской стоимости;

– систематизировать современные подходы к анализу связи этой стоимости с эффективностью компании;

– разработать подход к декомпозиции стоимости, определить систему показателей вкладов, выгод, дисбалансов по выделенным группам стейкхолдеров;

– оценить связь компонентов стейкхолдерской стоимости с эффективностью российских компаний с помощью корреляционного/регрессионного анализа.

Структура ценности и ее распределение между группами стейкхолдеров различаются от компании к компании. В компаниях, нацеленных на CSR, стейкхолдерская стоимость выше, но распределяется неравномерно: кредиторы получают статистически значимо больше выгоды, чем нефинансовые стейкхолдеры [10] (Samet, Ben Chikha, Jarboui, 2022). Между каждым из показателей ESG и стоимостью, создаваемой совместно с внешними стейкхолдерами, есть стабильная связь, причем наиболее значимой авторы считают социальную составляющую [6] (Jiang, Lin, 2026). Более высокий ESG статистически связан с более высоким Tobin's Q, а медиатором этой связи служит удовлетворенность клиентов [12] (Seok, Kim, Oh, 2024). Отсюда следует, что вклад различных групп стейкхолдеров в формирование стоимости компании нужно анализировать отдельно.

За агрегированным показателем могут скрываться дисбалансы между отдельными компонентами. Так, при изучении факторов создания/сохранения стоимости компаний телекоммуникационной отрасли А. Николаева-Аранович выявила сильное влияние компонента G, тогда как компоненты E и S по отдельности значимого влияния не оказали, хотя общий показатель ESG в регрессии значим [2] (Николаева-Аранович, 2023). К аналогичному выводу приходят авторы [16] (Taddeo, Agnese, Busato, 2024): на выборке 196 компаний из индекса Euro Stoxx 300 между отдельными компонентами ESG выявлены эффекты взаимозаменяемости и компромиссы, т.е. совокупный показатель может скрывать различия в направлении/силе влияния отдельных составляющих.

Различия между группами стейкхолдеров выявлены и в исследовании [5] (Čadež, Galant, 2023): на выборке из 115 хорватских компаний для всех шести групп установлена положительная связь CSR с рентабельностью собственного капитала следующего периода с коэффициентами от 0,16 до 0,23. На панельных данных по 4926 транснациональным компаниям за 2005-2020 гг. интеграция клиентов и поставщиков положительно связана с Tobin's Q (0,0344 и 0,0364), интеграция сотрудников – с EBITDA и ROA, а интеграция миноритарных акционеров и сообществ имела отрицательную связь со всеми изученными показателями эффективности [3] (Bischoff, López Manuel, Vázquez, 2025). Значит, связь разных групп стейкхолдеров с финансовой эффективностью компании может различаться по направлению и временному горизонту.

Вопрос распределения создаваемой стоимости особенно важен при оценке выгоды акционеров. Schoenmaker и Schramade показали, что при учете социальной/экологической стоимости оценка решений компании может сильно измениться: в модельном примере сталелитейной компании чистая приведенная стоимость проекта составила −4,2 млрд евро при подходе shareholder value и 10,6 млрд евро при стейкхолдерском подходе, а для Inditex коэффициент выплат составил 67% и 296% соответственно [11] (Schoenmaker, Schramade, 2024).

Стейкхолдерская стоимость связана с показателями ESG, но не тождественна им: у компаний с более высоким ESG абсолютные значения Value Added выше, однако после учета размера компаний стабильной статистической связи между этими показателями не выявлено [13] (Signori, San-Jose, Retolaza, Rusconi, 2021). По данным [9] (Raghunandan, Rajgopal, 2022), у компаний в портфелях 147 ESG-фондов в США за 2010-2018 гг. было больше

нарушений трудового/экологического законодательства, чем у компаний в портфелях 2428 сопоставимых не ESG-фондов. Значит, по агрегированному ESG-показателю не всегда можно судить о фактическом взаимодействии компании с отдельными группами стейкхолдеров. На российских данных Stepanov и Kayatkin оценили создание стоимости для финансовых/нефинансовых стейкхолдеров при реструктуризации ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» с помощью EVA, Sustainable Growth Index, Interests Harmonized Index [14] (Stepanov, Kayatkin, 2023).

Для анализа структуры стейкхолдерской стоимости необходимо собрать данные и о вкладах групп, и о выгодах, которые они получают в результате взаимодействия с компанией. Несоответствие между вкладом и выгодами группы далее понимается как дисбаланс стейкхолдерской стоимости. Sugai и Mahajan также предлагают сопоставлять ценность, которую компания создает для стейкхолдера, с ценностью, которую она получает от него [15] (Sugai, Mahajan, 2023), а Nogueira de Tommaso и Borini на основе 47 глубинных интервью в 11 компаниях рассматривают распределение стоимости как самостоятельный процесс системы стейкхолдерской стоимости наряду с ее созданием и присвоением [7] (Nogueira de Tommaso, Borini, 2024).

В данной статье изучается взаимодействие компании с двумя основными группами стейкхолдеров – акционерами и работниками. Эти группы выбраны, т.к., по мнению автора, они наиболее влиятельны для компании и наиболее полно представлены в публичной отчетности российских компаний. Показатели вклада различных групп могут содержать общие компоненты (например, выручка входит и в производительность труда), поэтому прокси-показатели нужно подбирать осторожно. Т.к. нормализовать монетарные, немонетарные, объективные и субъективные показатели и привести их к единой шкале затруднительно, целесообразно использовать монетарные показатели, основанные на концепции Value Added. Авторская декомпозиция стейкхолдерской стоимости по группам акционеров и работников приведена в табл. 1.

Таблица 1
Переменные эмпирического исследования и логика их расчета

Блок	Показатель	Экономический смысл	Формула / источник
Эффективность	Валовая рентабельность	Доля валовой прибыли в выручке	Валовая прибыль / выручка
Эффективность	Чистая рентабельность	Доля чистой прибыли в выручке	Чистая прибыль / выручка
Эффективность	Чистая прибыль	Итоговый финансовый результат компании	Официальная отчетность компаний
Акционеры	Вклад акционеров	Финансовая база, вложенная акционерами в компанию	Собственный капитал
Акционеры	Выгода акционеров	Денежные выплаты акционерам	Дивиденды
Акционеры	Относительная выгода акционеров	Интенсивность распределения стоимости в пользу акционеров	Дивиденды / собственный капитал
Сотрудники	Вклад сотрудников	Объем создаваемого результата на одного работника	Выручка / численность
Сотрудники	Альтернативный вклад сотрудников	Создаваемая валовая прибыль на одного работника	Валовая прибыль / численность
Сотрудники	Выгода сотрудников	Средний объем выгод работников на одного человека	Расходы на персонал / численность
Сотрудники	Относительная выгода сотрудников	Доля выручки, распределяемая в пользу работников	Расходы на персонал / выручка
Сотрудники	Относительная выгода сотрудников (альт.)	Доля валовой прибыли, распределяемая в пользу работников	Расходы на персонал / валовая прибыль
Дисбалансы	Дисбаланс акционеров	Разница между нормированной выгодой и нормированным вкладом акционеров	z(выгода) – z(вклад)
Дисбалансы	Дисбаланс сотрудников	Разница между нормированной выгодой и нормированным вкладом сотрудников	z(выгода) – z(вклад)

Составлено автором.

Для акционеров вкладом служит собственный капитал как прокси-показатель предоставленных ими ресурсов, выгодой – дивиденды как форма распределения создаваемой стоимости. В регрессионных моделях основным относительным показателем выгоды акционеров служит отношение дивидендов к собственному капиталу.

Отдельное измерение стоимости, получаемой работниками, разработали O'Byrne и Rajgopal: по данным компаний S&P 1500 за 2020 г. совокупная Employee Value Added работников составляла около 30% общей стоимости, созданной для работников и инвесторов [8] (O'Byrne, Rajgopal, 2022). Вклад сотрудников оценивается через выручку, валовую прибыль, чистую прибыль в расчете на одного работника, выгоды – через расходы на персонал (в т. ч. на одного работника) и их отношение к выручке/валовой прибыли.

В ходе эмпирического исследования проверялись следующие гипотезы:

H1. Сотрудники в среднем получают большую долю текущей создаваемой стоимости компании, чем акционеры.

H2. Абсолютный дисбаланс акционеров статистически значимо выше абсолютного дисбаланса сотрудников.

H3. Между вкладом сотрудников в результаты деятельности компании и получаемыми ими выгодами существует положительная статистически значимая связь.

H4. Относительная выгода акционеров связана с валовой рентабельностью компании.

H5a. Относительная выгода сотрудников связана с чистой рентабельностью компании.

H5b. Относительная выгода сотрудников связана с динамикой чистой прибыли компании.

Для анализа собраны показатели из отчетности компаний по МСФО и иной публично раскрываемой информации. Чтобы исходные показатели были сопоставимы, данные нужно нормализовать; в статье для этого использовалось z-преобразование.

Дисбаланс стейкхолдерской стоимости определяется как разница между нормализованными показателями выгод и вкладов соответствующей группы. Положительное значение дисбаланса означает превышение получаемых выгод над вкладом группы, отрицательное – превышение вклада над получаемыми выгодами. Для оценки величины дисбаланса независимо от его направления используется абсолютное значение разницы.

Эмпирическая база исследования включает данные 19 российских компаний за 2017-2024 гг., итоговая выборка – 152 наблюдения (табл. 2). Т.к. отдельные компании раскрывают информацию не полностью, число наблюдений по некоторым показателям может быть ниже.

Таблица 2
Структура панели данных исследования

Параметр	Значение
Период наблюдения	2017-2024 гг.
Количество компаний	19
Количество наблюдений	152
Тип данных	Несбалансированная панель
Денежные показатели	Приведены к ценам 2024 года
Основные источники	Годовые отчеты, МСФО, РСБУ, отчеты об устойчивом развитии, Росстат
Группы стейкхолдеров	Акционеры и сотрудники
Базовый уровень анализа	Корреляции, paired tests, FE-модели, модели первых разностей

Составлено автором.

Для проверки гипотез использовались описательная статистика, парные t-тесты, критерий Уилкоксона, корреляционный анализ Пирсона и Спирмена, панельные регрессионные модели с фиксированными эффектами, модели первых разностей.

Для проверки H1 сопоставлены доли расходов на персонал и дивидендов в выручке (0,1121 и 0,0420) и в валовой прибыли (0,5839 и 0,1376). Различия статистически значимы по парному t-тесту и критерию Уилкоксона ($p < 0,001$) в обоих вариантах расчета, и гипотеза H1 подтверждается (табл. 3).

Таблица 3
Сравнение выгод сотрудников и акционеров

Сравнение показателей	N	Среднее по показателю 1	Среднее по показателю 2	Paired t-test, p-value	Wilcoxon, p-value	Вывод
Расходы на персонал / выручка vs дивиденды / выручка	142	0,1121	0,0420	9,67E-19	3,44E-15	Сотрудники получают большую долю выручки, чем акционеры
Расходы на персонал / валовая прибыль vs дивиденды / валовая прибыль	127	0,5839	0,1376	2,19E-17	3,84E-19	Сотрудники получают большую долю валовой прибыли, чем акционеры
|Дисбаланс сотрудников| vs |Дисбаланс акционеров|	131	0,5805	0,8734	0,0030	0,0270	Абсолютный дисбаланс акционеров выше

Составлено автором.

Для проверки H2 сопоставлены абсолютные значения дисбаланса: у сотрудников – 0,5805, у акционеров – 0,8734 ($p = 0,003$ по t-тесту, $p = 0,027$ по

критерию Уилкоксона). Следовательно, в отношении акционеров распределение стоимости сильнее отклоняется от условно сбалансированного состояния. Гипотеза H2 подтверждена.

Для проверки H3 проведен корреляционный анализ связи между вкладом сотрудников (выручка, валовая прибыль, чистая прибыль на одного работника) и расходами на персонал на одного работника (табл. 4). Для всех трех показателей вклада выявлена статистически значимая положительная связь, наиболее тесная – для выручки на одного работника (r Пирсона = 0,7842). Гипотеза H3 подтверждена.

Таблица 4
Корреляция выгод и вкладов сотрудников

Выгода сотрудников	Вклад сотрудников	N	Pearson r	Pearson p-value	Spearman rho	Spearman p-value	Интерпретация
Выгода на 1 работника	Выручка на 1 работника	137	0,7842	< 0,001	0,6776	< 0,001	Положительная статистически значимая связь
Выгода на 1 работника	Валовая прибыль на 1 работника	122	0,6776	< 0,001	0,5003	< 0,001	Положительная статистически значимая связь
Выгода на 1 работника	Чистая прибыль на 1 работника	137	0,5671	< 0,001	0,6665	< 0,001	Положительная статистически значимая связь

Составлено автором.

Для проверки H4 исследована связь относительной выгоды акционеров (отношение дивидендов к собственному капиталу) с валовой рентабельностью компании. Основные результаты регрессионного анализа приведены в табл. 5.

Таблица 5
Основные регрессионные результаты

Модель	Зависимая переменная	Ключевой фактор	N	Коэффициент	p-value	R^2	Интерпретация
FE	Валовая рентабельность	Дивиденды / собственный капитал	126	-0,0119	0,0013	0,9702	Более высокая относительная выгода акционеров связана с более низкой валовой рентабельностью
FE	Чистая рентабельность	Расходы на персонал / валовая прибыль	129	-0,5336	0,0115	0,7746	Рост доли выгод сотрудников в валовой прибыли связан со снижением чистой рентабельности
Δ-модель	Изменение валовой рентабельности	Изменение дивидендов / собственного капитала	109	-0,0092	0,0233	0,0587	Изменение относительной выгоды акционеров связано с изменением валовой рентабельности
Δ-модель	Изменение чистой рентабельности	Изменение расходов на персонал / валовая прибыль	110	-0,9728	0,0104	0,2675	Изменение доли выгод работников связано с изменением чистой рентабельности
Δ-модель	Изменение чистой прибыли	Изменение расходов на персонал / валовая прибыль	110	-1,0860	0,0378	0,0902	Изменение доли выгод работников связано с динамикой чистой прибыли

Составлено автором.

В модели с фиксированными эффектами коэффициент при отношении дивидендов к собственному капиталу составил −0,0119 (p = 0,0013), в модели первых разностей – −0,0092 (p = 0,0233), т.е. между относительной выгодой акционеров и валовой рентабельностью есть стабильная отрицательная связь; гипотеза H4 подтверждена. Для H5a коэффициент при отношении расходов на персонал к валовой прибыли в FE-модели составил −0,5336 (p = 0,0115), в модели первых разностей – −0,9728 (p = 0,0104); гипотеза H5a подтверждена. Для H5b коэффициент при изменении относительной выгоды сотрудников в модели изменения чистой прибыли составил −1,0860 (p = 0,0378); гипотеза H5b также подтверждается. Результаты проверки гипотез обобщены в табл. 6.

Таблица 6
Гипотезы исследования и их эмпирическая проверка

Гипотеза	Содержание гипотезы	Статус	Основание
H1	Относительная выгода сотрудников в среднем выше относительной выгоды акционеров при использовании выручки и валовой прибыли в качестве базы сравнения	Подтверждена	Paired t-test и Wilcoxon по двум вариантам сравнения
H2	Абсолютный дисбаланс акционеров выше абсолютного дисбаланса сотрудников	Подтверждена	Статистически значимое различие по абсолютным значениям дисбаланса
H3	Вклад сотрудников положительно связан с получаемыми ими выгодами	Подтверждена	Статистически значимые положительные корреляции Пирсона и Спирмена
H4	Относительная выгода акционеров связана с валовой рентабельностью компании	Подтверждена	Модели с фиксированными эффектами и первых разностей
H5a/H5b	Относительная выгода сотрудников связана с чистой рентабельностью и динамикой чистой прибыли	Подтверждена	FE и Δ-модели

Составлено автором.

По полученным результатам, при декомпозиции стейкхолдерской стоимости на вклады и выгоды отдельных групп удается получить дополнительную информацию по сравнению с агрегированным показателем. Из результатов по H1 и H2 следует, что размер получаемой выгоды и ее соответствие вкладу группы – разные характеристики: относительная выгода сотрудников больше, чем у акционеров, но абсолютный дисбаланс акционеров выше. Значит, из большей относительной выгоды группы еще не следует более сбалансированное распределение стоимости.

По результатам проверки H3 выгоды сотрудников распределяются не полностью независимо от результатов их деятельности. Говорить о прямом причинном влиянии вклада на выгоду нельзя, т.к. корреляция не доказывает причинности, но взаимосвязь между созданным результатом и получаемыми сотрудниками выгодами налицо.

По результатам проверки H4 и H5 относительные выгоды сотрудников и акционеров статистически значимо связаны с показателями финансовой эффективности компании, причем во всех регрессионных моделях связь отрицательная:

– более высокая относительная выгода акционеров связана с более низкой валовой рентабельностью;

– более высокая относительная выгода сотрудников – с более низкой чистой рентабельностью;

– изменение относительной выгоды сотрудников отрицательно связано с изменением чистой прибыли.

Возможно, рост доли создаваемой стоимости, распределяемой в пользу отдельной группы, не обязательно сопровождается повышением финансовой эффективности компании. Одним из объяснений может быть наличие компромиссов при распределении создаваемой стоимости между группами стейкхолдеров; это предположение нуждается в дополнительной эмпирической проверке. Полученные результаты согласуются с выводами о неравномерном распределении стоимости между группами [10] (Samet, Ben Chikha, Jarboui, 2022) и о неодинаковой связи групп стейкхолдеров с финансовыми результатами [3; 5], а положительная связь выгод сотрудников с их вкладом – с подходом O'Byrne и Rajgopal [8]. Как и в работах [7; 15], результаты указывают на необходимость перехода от агрегированного показателя к анализу отдельных компонентов, их вкладов, выгод и возникающих между ними дисбалансов.

Научный вклад исследования заключается в разработке подхода к декомпозиции стейкхолдерской стоимости на показатели вкладов, выгод отдельных групп стейкхолдеров. В отличие от агрегированного показателя, при таком подходе можно отдельно оценить вклад группы в результаты деятельности компании, получаемые ею выгоды и возникающий между ними дисбаланс. Дополнительный вклад – формирование системы относительных показателей для сопоставления сотрудников и акционеров, проверка их связи с показателями финансовой эффективности российских компаний. По итогам эмпирической проверки на данных российских компаний выявлены различия в относительных выгодах/дисбалансах групп, установлена связь относительных выгод различных групп с показателями рентабельности, прибыли. С учетом этих результатов возможности практического использования стейкхолдерской стоимости расширяются, появляется основа для ее дальнейшего применения в системе управления стоимостью и рисками предприятия.

Практическая значимость исследования заключается в возможности использовать разработанную систему показателей для выявления дисбалансов между вкладом и получаемой выгодой отдельных групп стейкхолдеров. С помощью этих показателей можно определить, какая группа получает относительно большую/меньшую выгоду по сравнению с ее вкладом в результаты деятельности компании. Эту информацию можно использовать при принятии управленческих решений о распределении ресурсов, корректировке взаимодействия с отдельными группами стейкхолдеров и т. д. При отдельном анализе сотрудников и акционеров оценка финансовой эффективности компании дополняется информацией о структуре распределения создаваемой стоимости. Кроме того, разработанный подход можно применить для расширения анализа на другие группы стейкхолдеров и включения полученных показателей в систему управления стейкхолдерской стоимостью предприятия.

Ограничения исследования связаны с объемом выборки (19 российских компаний за 2017-2024 гг.), анализом только двух групп стейкхолдеров, неполным раскрытием информации отдельными компаниями, использованием прокси-показателей, не охватывающих всех монетарных/немонетарных характеристик взаимодействия, и невозможностью сделать вывод о причинном влиянии распределения выгод на финансовую эффективность. Дальнейшие исследования могут быть связаны с включением в анализ клиентов, поставщиков, кредиторов, государства, общества, проверкой альтернативных прокси-показателей, расширением выборки и применением более сложных эконометрических моделей для проверки причинных связей.

В исследовании разработан подход к декомпозиции стейкхолдерской стоимости на показатели вкладов, выгод, дисбалансов отдельных групп стейкхолдеров. На данных 19 российских компаний за 2017-2024 гг. этот подход проверен эмпирически на примере сотрудников и акционеров. По результатам проверки:

– сотрудники в среднем получают большую относительную выгоду, чем акционеры, но абсолютное значение дисбаланса акционеров статистически значимо выше;

– между вкладом сотрудников и получаемыми ими выгодами есть положительная статистически значимая связь;

– относительные выгоды сотрудников и акционеров статистически значимо отрицательно связаны с отдельными показателями финансовой эффективности компании.

Следовательно, по агрегированному показателю стейкхолдерской стоимости нельзя в полной мере выявить особенности распределения создаваемой стоимости между отдельными группами стейкхолдеров. При декомпозиции стоимости появляется дополнительная информация о соотношении вкладов и выгод стейкхолдеров, на которую можно опираться при принятии управленческих решений. Разработанный подход можно распространить на другие группы стейкхолдеров и использовать для дальнейшего развития системы управления стейкхолдерской стоимостью предприятия.

Литература

1. Мартынова Ю., Лукина И. ESG-рейтинги и их влияние на финансовую эффективность компаний на примере азиатских стран // Корпоративные финансы. 2023. Т. 17, № 3. С. 116-128. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.116-128.
2. Николаева-Аранович А. Нефинансовые факторы создания и сохранения стоимости компаний телекоммуникационной отрасли // Корпоративные финансы. 2023. Т. 17, № 1. С. 90-100. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.90-100.
3. Bischoff L., López Manuel L., Vázquez Vicente X. H. Beyond One-Size-Fits-All: Understanding the Impacts of Heterogeneous Stakeholders on Firm Performance // Strategic Change. 2025. Vol. 34, No. 1. P. 23-41. DOI: 10.1002/jsc.2612.
4. Buallay A., Fadel S. ESG and Firm Value Creation: Evidence from Emerging Markets // Journal of Risk and Financial Management. 2023. Vol. 16, No. 12. Article 517. DOI: 10.3390/jrfm16120517.
5. Čadež S., Galant A. The Role of Stakeholder Heterogeneity in the Corporate Social Responsibility–Corporate Financial Performance Relationship // Društvena istraživanja. 2023. Vol. 32, No. 1. P. 115-136. DOI: 10.5559/di.32.1.06.
6. Jiang Y., Lin H. Bridging Sustainability and Value Co-Creation: The Financial and Strategic Role of ESG Performance // International Review of Economics & Finance. 2026. Vol. 105. Article 104861. DOI: 10.1016/j.iref.2025.104861.
7. Nogueira de Tommaso E., Borini F. M. Stakeholder Value Creation System: Understanding the Process // South Asian Journal of Business and Management Cases. 2024. Vol. 15, No. 4. P. 777-806. DOI: 10.1108/SAMPJ-09-2023-0701.
8. O'Byrne S. F., Rajgopal S. Employee Value Added: A New Measure of Gain-Sharing between Labor and Capital // Journal of Applied Corporate Finance. 2022. Vol. 34, No. 2. P. 30-44. DOI: 10.1111/jacf.12503.
9. Raghunandan A., Rajgopal S. Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? // Review of Accounting Studies. 2022. Vol. 27, No. 3. P. 822-863. DOI: 10.1007/s11142-022-09693-1.
10. Samet M., Ben Chikha S., Jarboui A. Nexus between Corporate Social Responsibility Performance and Stakeholder Value // Journal of Cleaner Production. 2022. Vol. 370. Article 133312. DOI: 10.1016/j.jclepro.2022.133312.
11. Schoenmaker D., Schramade W. Shareholder Primacy or Stakeholder Governance? // Finance Research Letters. 2024. Vol. 69. Article 106244. DOI: 10.1016/j.frl.2024.106244.
12. Seok J., Kim Y., Oh Y. K. How ESG Shapes Firm Value: The Mediating Role of Customer Satisfaction // Technological Forecasting and Social Change. 2024. Vol. 208. Article 123714. DOI: 10.1016/j.techfore.2024.123714.
13. Signori S., San-Jose L., Retolaza J. L., Rusconi G. Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies // Sustainability. 2021. Vol. 13, No. 3. Article 1392. DOI: 10.3390/su13031392.
14. Stepanov A., Kayatkin A. Stakeholder Value Creation through Business Restructuring: Post Sanctions Evidence from Russian Airlines // Корпоративные финансы. 2023. Т. 17, № 4. С. 59-77. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.59-77.
15. Sugai P., Mahajan G. Measuring Value Created for and by Stakeholders // Journal of Macromarketing. 2023. Vol. 43, No. 3. P. 289-298. DOI: 10.1177/02761467231174426.
16. Taddeo S., Agnese P., Busato F. Rethinking the Effect of ESG Practices on Profitability through Cross-Dimensional Substitutability // Journal of Environmental Management. 2024. Vol. 352. Article 120115. DOI: 10.1016/j.jenvman.2024.120115.

Stakeholder imbalances of employees and shareholders as a factor of the financial performance of russian companies

Korolkov N. S.
Moscow University «Synergy»

JEL classification: G20, G24, G28, H25, H30, H60, H72, H81, K22, K34

A limitation of the stakeholder value indicator is that the aggregated measure does not allow one to identify differences between stakeholder groups or to reveal the specific features of value distribution among stakeholders. Companies may experience an imbalance between the contributions and benefits of employees and shareholders, and this imbalance may be related to corporate financial performance. The article proposes an approach to the decomposition of stakeholder imbalances of employees and shareholders and tests their relationship with the performance indicators of Russian companies. The empirical basis of the study includes data from 19 Russian companies for 2017-2024, which amounted to 152 observations. The analysis uses descriptive statistics, paired comparisons, correlation analysis, and panel regression models. It is revealed that employees, on average, receive a larger share of the current value created by the company than shareholders, while the shareholder imbalance is more pronounced. It is also established that relative benefit indicators are statistically significantly related to gross profitability, net profitability, and the dynamics of net profit. Thus, decomposition makes it possible to identify more accurately the mechanisms of value distribution and their relationship with company performance.

Keywords: benefit imbalance, stakeholder value, stakeholder approach, company performance.

References

1. Martynova Yu., Lukina I. ESG ratings and their impact on the financial performance of companies: the case of Asian countries // Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2023. Vol. 17, No. 3. P. 116-128. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.116-128.
2. Nikolaeva-Aranovich A. Non-financial factors of value creation and preservation of telecommunication companies // Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance Research. 2023. Vol. 17, No. 1. P. 90-100. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.1.2023.90-100.
3. Bischoff L., López Manuel L., Vázquez Vicente X. H. Beyond One-Size-Fits-All: Understanding the Impacts of Heterogeneous Stakeholders on Firm Performance // Strategic Change. 2025. Vol. 34, No. 1. P. 23-41. DOI: 10.1002/jsc.2612.
4. Buallay A., Fadel S. ESG and Firm Value Creation: Evidence from Emerging Markets // Journal of Risk and Financial Management. 2023. Vol. 16, No. 12. Article 517. DOI: 10.3390/jrfm16120517.
5. Čadež S., Galant A. The Role of Stakeholder Heterogeneity in the Corporate Social Responsibility–Corporate Financial Performance Relationship // Društvena istraživanja. 2023. Vol. 32, No. 1. P. 115-136. DOI: 10.5559/di.32.1.06.