ТКАЧЕНКО Ирина Николаевна

Доктор экономических наук, профессор,
заведующая кафедрой корпоративной
экономики и управления бизнесом

Уральский государственный
экономический университет
620144, РФ, г. Екатеринбург,
ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Тел.: (343) 221-27-78
E-mail: tkachenko@usue.ru

ЗЛЫГОСТЕВ Александр Андреевич

Старший аналитик отдела
исследования клиентского поведения

ПАО КБ «Уральский банк
реконструкции и развития»
620014, РФ, г. Екатеринбург,
ул. Сакко и Ванцетти, 67
E-mail: letrus.alex@gmail.com

Ключевые слова

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ
СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ
СТЕЙКХОЛДЕР
СТЕЙКХОЛДЕРСКАЯ СТОИМОСТЬ
МЕТОДИКА ОЦЕНКИ

JEL classification

G32, G34, C50

Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора

Аннотация

Статья посвящена проблеме поиска адекватного инструментария для оценивания стейкхолдерской стоимости и вклада отдельных групп стейкхолдеров в ее приращение. Методологической базой исследования послужили стейкхолдерский подход, элементы концепции корпоративного управления. Дается обзор теоретических концепций оценивания вклада стейкхолдеров. Систематизируются подходы зарубежных и российских авторов по признаку использования монетарных и немонетарных оценок. Делается вывод о преобладании интегрированных подходов, использующих количественные и качественные показатели в оценке стейкхолдерской стоимости. Расширено представление о методологических основах оценивания стейкхолдерской стоимости. На базе эконометрических методов разработан инструментарий оценки стейкхолдерской стоимости применительно к сфере крупных «игроков» российского банковского сектора. Исследуется вклад собственников – основных финансовых стейкхолдеров и вклад одной из групп нефинансовых стейкхолдеров – персонала компаний. Установлено, что в банковском секторе наибольшее влияние на приращение стоимости оказывают собственники.

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность тематики данной публикации связана с развитием идей стейкхолдерского подхода в области корпоративного управления и возникновением новой парадигмы отношений бизнеса, общества и государства. Чем эффективнее и инклюзивнее выстроены институты общества, тем больше возможностей для продвижения и защиты своих интересов имеют все стейкхолдеры. Для целенаправленного управления сетями стейкхолдеров и развития бизнеса с учетом расширенного спектра их разнонаправленных интересов приходится учитывать не только акционерную финансовую модель компании, но и стейкхолдерскую. В то время как акционерная модель исходит из доминирования интересов собственников и максимизации стоимости для акционеров, стейкхолдерская модель основана на учете интересов и особенностей взаимодействия всех владельцев как финансового, так и нефинансового капитала, вовлеченных в активные и пассивные формы участия в деятельности компании с целью извлечения выгоды от связей с нею.

Успех развития глобальных корпораций все в большей степени начинает зависеть от того, как они строят свои взаимоотношения с заинтересованными сторонами – стейкхолдерами. Стейкхолдерская модель ориентирована на создание ценности для заинтересованных сторон, на расширение самой платформы создания стоимости и балансирование множественных интересов стейкхолдеров как условие выбора стратегических инициатив.

Авторами рассмотрены теоретические аспекты стейкхолдерской стоимости, сделан критический обзор российских и зарубежных публикаций по данной проблематике; на примере кейса по вошедшим в выборку четырем банкам Российской Федерации выделены особенности банковского сектора с точки зрения возможностей оценки стейкхолдерской стоимости; предложена авторская методика оценки вклада стейкхолдеров в стейкхолдерскую стоимость на основе использования эконометрической модели; представлены результаты апробации методики выявления вклада финансовых стейкхолдеров (собственников) и нефинансовых стейкхолдеров (персонала) в стейкхолдерскую стоимость; намечены пути развития методологии и методического подхода.

Assessing Stakeholders' Contribution to Enterprise Value: The Case of the Russian Banking Sector

Abstract

The article looks at the problem of finding an adequate toolkit for assessing stakeholder value and the contribution of certain stakeholder groups to the increment of this value. The methodological basis of the study includes the stakeholder approach and the elements of the concept of corporate governance. The paper reviews the theoretical concepts of assessing stakeholders' contribution and systematizes the approaches of foreign and Russian authors on the basis of application of monetary and non-monetary estimates. The authors find that there is the prevalence of integrated assessments that use quantitative and qualitative indicators in assessing stakeholder value. The article attempts not only to expand the understanding of the methodological basis for assessing stakeholder value, but also, on the basis of econometric approaches, to develop the practice of assessing stakeholder value in relation to the sphere of large players of the Russian banking sector. The authors examine the contribution of owners, i.e. the main financial stakeholders, and that of one of non-financial stakeholders' groups, namely companies' employees. The research results show that in the banking sector the owner exerts the greatest influence on value increment.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТЕЙКХОЛДЕРСКОЙ СТОИМОСТИ

Стейкхолдерская стоимость – это стоимость, создаваемая для всей совокупности действующих и заинтересованных лиц, для сети стейкхолдеров. При этом сама сеть, как и стейкхолдерская стоимость, не поддается четкому и окончательному определению, поскольку, по меткому высказыванию Т. Гилба: «Стейкхолдеров всегда на одного больше, чем вы знаете, а те, которых вы знаете, имеют минимум на одну потребность больше, чем вам сейчас известно» [13. Р. 1].

Данные обстоятельства делают определение круга стейкхолдеров и справедливую оценку стейкхолдерской стоимости более сложными, субъективными и возлагают на экспертов и оценщиков стейкхолдерской стоимости больше ответственности, предъявляя соответственно более высокие требования к их компетентности, профессионализму, деловой этике, моральным и нравственным качествам. Несмотря на то что в настоящее время стейкхолдерская модель корпоративного управления является общепризнанной, можно отметить, что существуют и теоретико-методологические, и практические трудности определения стейкхолдерской стоимости (ценности для заинтересованных сторон).

Если о стейкхолдерском подходе за последние более чем 30 лет написано довольно много публикаций (о роли стейкхолдеров, о необходимости учета их интересов, об особенностях идентификации стейкхолдеров, о специфике анализа стейкхолдеров), то гораздо меньше исследований, посвященных прикладным аспектам стейкхолдерской модели, и еще меньше публикаций, где предлагается методология оценки стейкхолдерской стоимости, конкретные методические разработки по оцениванию вклада стейкхолдеров в стоимость компании и выявлению стоимостной оценки стейкхолдерской стоимости в разрезе отдельных категорий заинтересованных лиц. Схематично «информационное поле» представлено на рис. 1.

Концепция стейкхолдерской стоимости приходит на смену концепции управления стоимостью компании VBM. Причиной данного перехода явились ограничения концепции управления стоимостью компании. Они заключаются в учете только финансовых результатов деятельности, ориентации на кратко-

► Irina N. TKACHENKO

*Dr. Sc. (Econ.), Professor,
Head of Corporate Economics
and Business Administration Dept.*

**Ural State University of Economics
620144, RF, Yekaterinburg,
8 Marta/Narodnoy Voli St., 62/45
Phone: (343) 221-27-78
E-mail: tkachenko@usue.ru**

► Aleksandr A. ZLYGOSTEV

*Senior Analyst of Customer Behaviour
Studies Dept.*

**Ural Bank for Reconstruction
and Development
620014, RF, Yekaterinburg,
Sakko i Vantsetti St., 67
E-mail: letrus.alex@gmail.com**

Keywords

CORPORATE GOVERNANCE
FIRM VALUE
STAKEHOLDER
STAKEHOLDER VALUE
ASSESSMENT METHOD

JEL classification

G32, G34, C50

Рис. 1. Частота публикаций о различных аспектах стейкхолдерского подхода

срочный результат, отсутствию внимания к нефинансовым факторам внешней и внутренней среды¹. Потребность в более широкой оценке состояния дел компании, в учете «стейкхолдерского риска» привела к попытке разработать стейкхолдерскую модель стоимости. Цель подхода – «достижение баланса структуры капитала»: интеллектуально-го, социального, финансового [5].

Интересы стейкхолдеров могут быть разнонаправленными, что также усложняет проблему определения стейкхолдерской стоимости. Как максимизировать стейкхолдерскую стоимость, если, увеличивая стоимость у одних, мы рискуем забрать ее у других, пренебрегая их интересами? По нашему мнению, это один из самых проблемных вопросов. И даже если условно удастся найти «баланс интересов» и прийти к согласию стейкхолдеров по определенному решению в деятельности организации, то как определить стейкхолдерскую стоимость для каждой группы? Какой вклад вносят в стоимость компании отдельные стейкхолдеры и какую стоимость они получают сами? Какие показатели и величины использовать для определения создания стоимости стейкхолдерами? Поиску ответов на эти вопросы и посвящена данная статья. Под стейкхолдерской стоимостью можно понимать как стоимость, создаваемую стейкхолдерами (их вклад), так и стоимость, получаемую стейкхолдерами (их отдачу). При правильном учете всех интересов ценность создается и для самой компании, и для стейкхолдеров. Виды и способы оценки стейкхолдерской стоимости представлены на рис. 2.

В предложенной схеме нами сделано обобщение видов стейкхолдерской стоимости и путей их оценки согласно существующим на данный момент взглядам. До недавнего времени не только оценка стоимости, но и оценка стейкхолдерской стоимости базировалась на монетарном способе, однако в последнее время появились пу-

Рис. 2. Способы оценки стейкхолдерской стоимости

бликации, где предлагаются немонетарные способы оценивания стейкхолдерской стоимости. Методы оценки вклада стейкхолдеров, предлагаемые разными авторами, различны, но среди них можно выделить такие как анкетирование, интервьюирование, экспертные оценки, постановка приоритетов, метод сравнений, мозговой штурм и др. Ряд исследователей идет дальше и предлагает использовать для определения стейкхолдерской стоимости компании инструментарий эконометрического анализа и модели множественной регрессии [9. С. 33].

Попытаемся провести некоторую систематизацию известных нам подходов к оцениванию стейкхолдерской стоимости и определиться с авторской точкой зрения (табл. 1).

В своих публикациях мы уже уделяли внимание научному обзору концепций оценивания вклада стейкхолдеров [10]. Вопрос определения стейкхолдерской стоимости в литературе остается слабо проработанным. Среди российских исследователей значительный вклад в изучении проблематики стейкхолдерской стоимости принадлежит И.В. Ивашковской, которая в своей методологии опирается на экономическую прибыль (или экономическую добавленную стоимость), созданную стейкхолдерами. Создаваемую стейкхолдерами стоимость И.В. Ивашковская предлагает рассчитывать с помощью соответствующего индекса. Индекс вклада стейкхолдеров равен отношению созданной экономической прибыли (финансовый показатель) к сумме издержек на выстраивание взаимоотношений со стейкхолдерами. Издержки на стейкхолдеров, в свою очередь, определяются при помощи метода научного приближения [6]. Вклад стейкхолдеров сопоставляется с издержками на выстраивание отношений с ними, что в реальной жизни, на наш взгляд, не всегда можно определить. Так, большие выплаты и бонусы членам совета директоров, менеджменту компании еще не означают, что они вносят большой вклад в создание экономической прибыли и стоимости для стейкхолдеров (с этим тесно связано понятие «fat cats»). Однако при условии, что ресурсы расходуются эффективно, данный подход можно использовать.

Как верно отмечено в работе О.В. Ефимовой, стейкхолдерская стоимость может рассматриваться с разных позиций [3]. Экономическую стоимость, созданную стейкхолдерами, можно определять с позиции самого стейкхолдера – что он заработал сам для себя, либо с позиции организации (или даже сети стейкхолдеров) – что данный стейкхолдер заработал для сети стейкхолдеров (в том

¹ Подробнее проблемы модели управления стоимостью VBM и причины перехода компаний к стейкхолдерской модели описаны в работе О.В. Ефимовой [3].

Таблица 1 – Варианты определения стейкхолдерской стоимости

Подход, представители	Суть подхода
Монетарный (денежный) подход	Оценка на финансовой, монетарной основе
Figge F., Schaltegger S. [12]	Подход к оценке вклада (добавленной стоимости) отдельных стейкхолдеров в изменение стоимости компании. Стоимость, создаваемая стейкхолдером (STV), это дисконтированная величина, рассчитанная как отношение разницы суммы доходов от взаимодействия со стейкхолдером и расходов по его обслуживанию
Немонетарный (субъективный) подход	Немонетарная оценка стейкхолдерской стоимости на основе субъективного восприятия
Apitz S.E., Fitzpatrick A.G., McNally A., Harrison D., Coughlin C., Edwards D.A. [16]	Ценность для отдельных заинтересованных сторон (SVA) предлагается определять на основе экспертных оценок с использованием инструментария оценивания факторов устойчивости (экономической, экологической и социальной составляющей) и учета этих факторов в контексте выявления ценностей и приоритетов отдельных групп стейкхолдеров
Lankoski L., Smith N., Van Wassenhove L. [14]	Стейкхолдерская стоимость рассматривается как субъективная оценка ценности, данная отдельным стейкхолдером или группой заинтересованных лиц. Суждения стейкхолдеров об измерении ценности для них зависят от их представления о некоем идеальном (эталонном) состоянии бизнеса. При этом сам процесс оценивания ценности для заинтересованных сторон и формулировка их оценочных суждений могут происходить интуитивно и меняться со временем
Mix-подход	Сочетание монетарной и немонетарной оценки, выработка интегративного подхода на основе количественных и качественных показателей
Ивашковская И.В. [4–7]	Автором предлагается интегрированная модель управления стоимостью компании на основе стоимости для стейкхолдеров (STV). Автор выделяет стоимость, создаваемую для разных категорий стейкхолдеров, и вклад стейкхолдеров в приращение стоимости компании. Предлагается исчислять добавленную стоимость для всех стейкхолдеров; ввести расчет специального коэффициента – индекса вклада стейкхолдеров, который может отражать соотношение накопленного потока экономической прибыли компании и накопленных издержек на выстраивание отношений со стейкхолдерами определенного вида. Автор также предлагает рассчитывать индекс гармонизации интересов – композитный индекс изменений в действиях, направленных на удовлетворение интересов ключевых стейкхолдеров компании
Долматова И.Н. [2]	Предлагаются две стороны измерения стоимости для компании: вклад стейкхолдеров, который проявляется в долгосрочном устойчивом росте компании (через индекс устойчивости роста), и ценность, создаваемая для стратегических стейкхолдеров (через индекс гармонизации интересов по И.В. Ивашковской)
Новожилова Ю.В. [8]	Комплексная оценка создаваемой стоимости на основе методики расчета «интегрированного показателя общего влияния стейкхолдеров на создаваемую стоимость компании». Использование монетарной оценки стоимости компании и значений степеней влияния стейкхолдеров на деятельность компании по ранговой карте заинтересованных сторон
Харин А.Г., Гареев Т.Р. [11]	Модель, которая позволяет формализовать процесс выбора стейкхолдерами главного целевого критерия управления компанией как динамическую кооперативную игру. Стоимость компании отражает полезность организации с точки зрения всех стейкхолдеров и является результатом синергетического единства множества связанных с ее деятельностью ресурсов и благ, имеющих экономическую и неэкономическую природу
Вашакмадзе Т.Т., Мартиросян Э.Г., Сергеева А.А. [1]	Авторы предлагают модель «Sun Cube», позволяющую сосредоточиться на ключевых показателях эффективности (KPI) для различных групп стейкхолдеров и проводить оценку величины вклада («стейка») каждого стейкхолдера компании, ориентируя его на позитивный денежный поток, операционную прибыль и рентабельность по EBITDA, на создание стоимости для стейкхолдеров и на социальную ответственность
Ефимова О.В. [3]	Расчет созданной добавленной стоимости для собственников, а также экономических выгод для стейкхолдеров через показатели, значимые для экономической, экологической, социальной устойчивости
Самохина В.Г. [9]	Оценка стейкхолдерской стоимости на основе монетарной оценки стоимости компании и немонетарной оценки показателей и факторов создания стейкхолдерской стоимости, которые показывают степень удовлетворенности стейкхолдеров от взаимодействия с компанией. Используется инструментарий эконометрического анализа – модель множественной регрессии
Ramirez C., Tarzijan J. [15]	Авторы рассматривают распределение стоимости заинтересованных сторон на примере одной группы стейкхолдеров – работников. Стейкхолдерская стоимость в виде выгод стейкхолдеров возрастает в ответ на влияние экзогенных факторов (цен), а также институциональных структур и структур собственности, качества управления
Авторский подход: Ткаченко И.Н., Злыгостев А.А.	Суть подхода состоит в возможности оценки вклада всех стейкхолдеров в стоимость всей сети стейкхолдеров. Предлагается расчет вклада стейкхолдеров на основе эконометрической модели по показателям моментных наблюдений; использование рыночной стоимости компании в качестве аппроксимации стейкхолдерской стоимости; использование финансовых и нефинансовых показателей при оценке

Рис. 3. Карта сегментов стоимости [6. С. 85]

числе и для себя). Возникает закономерный вопрос: а все ли стейкхолдеры создают стоимость? Может быть, есть такие стейкхолдеры, которые ее почти не создают, но при этом очень много получают? Чтобы найти эту разницу, необходимо проводить оценку вклада стейкхолдеров в общую стоимость и оценку стейкхолдерской стоимости, которую они получают. Попытка ответа на поставленные выше вопросы об участии в создании стоимости содержится в схеме И. В. Ивашковской (рис. 3), которая предлагается ею в качестве инструмента метода построения нефинансового отчета. Можно утверждать, что составление нефинансовых отчетов корпораций способствует определению стейкхолдерской стоимости.

Автор данной схемы говорит о возможности рассмотрения стейкхолдерской стоимости и ее анализа с двух

сторон: со стороны вклада «кластера» стейкхолдеров в совокупный результат и со стороны вклада компании в удовлетворение интересов группы стейкхолдеров. Возникает ключевой вопрос, четкого ответа на который нет: что понимается под «совокупным результатом» и как его определять? Автором карты сегментов стоимости предлагается определять стоимость для стейкхолдеров (STV) за период через их альтернативные издержки. Выгода каждого участника отношений определяется путем оценки альтернативных издержек, которые каждый участник был бы вынужден нести, если бы он не входил в «сеть» стейкхолдеров.

Интересно еще одно определение. Стейкхолдерская стоимость – это «субъективная оценка стейкхолдером (или группой стейкхолдеров) ценности, полученной в результате одного или нескольких действий бизнеса» [14. Р. 229]. При этом стейкхолдерская стоимость представляет собой маргинальную величину, которая сравнивается с «базовой» величиной, определяемой каждым стейкхолдером субъективно, самостоятельно. Согласно данному подходу стейкхолдерская стоимость не является монетарным показателем, а формируется при помощи агрегирования субъективных «ощущений» стейкхолдеров в отношении бизнеса. Данные оценки (желаемые состояния), по аналогии с теорией предельной полезности, можно проранжировать от менее предпочтительных к более предпочтительным. Пример анализа немонетарных оценок приведен в работе американских авторов по оцениванию стейкхолдерской

Таблица 2 – Контрольные списки стейкхолдеров и этапы их интеграции*

Состояние	Контрольный список
Признаны	Все различные группы стейкхолдеров, которые на данный момент или в будущем будут затронуты разработкой и функционированием системы, определены. Есть соглашение по группам стейкхолдеров, которые будут представлены. Должны приниматься в расчет группы стейкхолдеров, которые финансируют, используют, поддерживают и обслуживают систему. Ответственности представителей стейкхолдеров определены
Представлены	Представители стейкхолдеров согласились выполнять свои обязанности. Представители стейкхолдеров уполномочены выполнять свои обязанности. Подход к обеспечению сотрудничества среди представителей стейкхолдеров был согласован. Представители стейкхолдеров поддерживают и уважают технологию работы команды
Вовлечены	Представители стейкхолдеров помогают команде в соответствии со своими обязанностями. Представители стейкхолдеров обеспечивают обратную связь и принимают участие в принятии решений своевременно. Представители стейкхолдеров быстро сообщают об изменениях, которые имеют значение для их групп стейкхолдеров
В согласии	Представители стейкхолдеров согласились с минимальными ожиданиями по внедрению новой системы. Представители стейкхолдеров удовлетворены своей вовлеченностью в работу. Представители стейкхолдеров согласны, что их вклад в работу ценится командой и уважаем. Члены команды согласны, что их вклад в работу ценится представителями стейкхолдеров и уважаем. Представители стейкхолдеров согласны с тем, как их приоритеты и точки зрения балансируются для обеспечения ясного руководства командой
Удовлетворены для развертывания (внедрения)	Представители стейкхолдеров обеспечивают обратную связь с их группами стейкхолдеров. Представители стейкхолдеров подтверждают, что система готова для внедрения
Удовлетворены использованием	Стейкхолдеры используют новую систему и предоставляют обратную связь. Стейкхолдеры подтверждают, что новая система соответствует их ожиданиям

* Object management group (OMG, Essence, 2014). URL: <http://www.omg.org/spec/Essence/1.0/>.

стоимости¹. В соответствии с данными посылками стейкхолдерская стоимость должна определяться преимущественно методом опросов и экспертных оценок при помощи условной балльной системы, что заметно отличается от монетарного подхода с оценкой альтернативных издержек, предлагаемого И. В. Ивашковской.

Монетарные и немонетарные показатели оценки стейкхолдерской стоимости предлагает применять О. В. Ефимова [3]: автор выделяет в созданной добавленной стоимости компании доли акционеров, инвесторов, кредиторов, персонала и других категорий стейкхолдеров.

Резюмируя исследование источников по рассматриваемой проблематике, можно сказать, что подходы к определению стейкхолдерской стоимости неоднозначны и неразрывно связаны с субъективными представлениями тех, кто ее оценивает. При этом понятие общей стейкхолдерской стоимости не является четко определенным. По сути, общая стейкхолдерская стоимость – это агрегирование стоимостей каждой группы стейкхолдеров. Агрегировать можно вклад в стейкхолдерскую стоимость или приобретенные стейкхолдерами выгоды. Сумма созданной стейкхолдерской стоимости должна равняться сумме стейкхолдерских выгод, однако пропорциональность вклада в создание стоимости и распределения выгод от этой стоимости фактически может не соблюдаться. Оценка «баланса сумм» созданной и распределенной стейкхолдерской стоимости всегда будет затруднена невозможностью учесть интересы всех стейкхолдеров.

Определению стейкхолдерской стоимости должен предшествовать этап определения «контрольного списка» стейкхолдеров (checklist for stakeholders) (табл. 2).

Данный контрольный список позволяет определить и конкретизировать наиболее значимые и очевидные группы заинтересованных лиц, их вовлеченность в «сеть стейкхолдеров».

¹ См.: [16]. В той же работе представлена в общем виде технология составления такого «рейтинга» стоимости для стейкхолдеров.

Интересный подход представлен в работе Ю. В. Новожиловой, которая предлагает методику определения вклада стейкхолдеров в стоимость компании [8]. Модель оценки вклада основывается на субъективных оценках степени влияния: стейкхолдеров на компанию и компании на стейкхолдеров. Автор приводит математическую модель – уравнение вклада стейкхолдеров:

$$I = \sum K_i \times b_i, \quad (1)$$

где I – совокупный условный балл взаимодействия со стейкхолдерами («интегрированный показатель общего влияния стейкхолдеров на создаваемую стоимость компаний»); K_i – динамика i -го фактора, характеризующего вклад стейкхолдера (по каждому стейкхолдеру только один фактор, как правило, монетарный/количественный); b_i – степень значимости i -го фактора, определяемая субъективно компанией (ранговая матрица для каждой компании своя).

Таким образом, совокупный балл – это расчетный признак, который получается путем суммирования произведений динамики факторов и их значимости. Чтобы рассчитать совокупный балл, необходимо заранее выбрать, какой показатель отвечает за конкретную группу стейкхолдеров, и определить значимость этой группы. Автор предлагает для каждой группы стейкхолдеров делать выбор частных показателей влияния данной группы (или стейкхолдера) на стоимость компании. В табл. 3 представлены частные показатели, на основе которых выводится интегрированный показатель общего влияния стейкхолдеров на создаваемую стоимость компании.

Показатели отражают влияние стейкхолдеров на рост стоимости компании, а не на рост общей стейкхолдерской стоимости. В табл. 4 проведено сравнение подхода Ю. В. Новожиловой и подхода, представленного авторами данной публикации для оценки вклада стейкхолдеров.

Рассмотрим предлагаемый нами подход более подробно.

Таблица 3 – Частные показатели влияния стейкхолдера на стоимость компании [8. С. 46]

№ п/п	Наименование группы стейкхолдеров	Частный показатель влияния стейкхолдера на стоимость компании	Тип показателя по влиянию на стоимость ↑/↓	Значимость i -го показателя (b_i)
1	Акционеры	Цена собственного капитала (K_s)	↓	b_{K_s}
2	Инвесторы	Цена заемного капитала (K_d)	↓	b_{K_d}
3	Покупатели (заказчики, потребители)	Выручка от продаж (R)	↑	b_R
4	Поставщики	Себестоимость продаж (C)	↓	b_C
5	Персонал	Производительность труда (W)	↑	b_W
6	Государственные органы	Объем налоговых отчислений (Tax)	↓	b_{Tax}
7	Население регионов присутствия	Производительность труда руководителей высшего ранга, нанятых из числа представителей местного населения (W_M)	↑	b_{W_M}
8	Научное сообщество, образовательные организации	Выручка, полученная от использования НИОКР (R_M)	↑	b_{R_M}
9	СМИ	Рыночная стоимость акции компании (P_p)	↑	b_{P_p}

Таблица 4 – Сравнение подходов Ю.В. Новожиловой и авторского подхода И.Н. Ткаченко и А.А. Злыгостева

Характеристика	Подход Ю.В. Новожиловой – влияние стейкхолдеров на компанию (создание стоимости компании)		Авторский подход – влияние стейкхолдеров на сеть стейкхолдеров (создание стейкхолдерской стоимости)
Название группы	Стейкхолдеры	Компания	Стейкхолдеры (сеть стейкхолдеров)
Содержание группы	Собственники, сотрудники, клиенты, поставщики и т.д.	Собственники, сотрудники	Стейкхолдеры (сеть стейкхолдеров)
Суть подхода	Оценка вклада всех стейкхолдеров в стоимость части стейкхолдеров (собственники и сотрудники)		Оценка вклада каждого из стейкхолдеров в формирование стейкхолдерской стоимости (сети стейкхолдеров)
Метод	Расчет вклада стейкхолдеров на основе субъективных оценок ранговой матрицы значимости стейкхолдеров по показателям динамики		Расчет вклада стейкхолдеров на основе эконометрической модели по показателям моментных наблюдений

АВТОРСКИЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ВКЛАДА СТЕЙКХОЛДЕРОВ В СТЕЙКХОЛДЕРСКУЮ СТОИМОСТЬ (НА ПРИМЕРЕ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА): ОПИСАНИЕ МЕТОДА И ИНТЕРПРЕТАЦИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ

В качестве объекта нашего исследования был выбран банковский сектор Российской Федерации. На начало 2018 г. доля активов топ-20 (из 867 зарегистрированных) банков составляла около 79% активов всего банковского сектора¹. Структура банковского сектора по активам представлена на рис. 4. Темным синим цветом отмечены банки с государственным участием. Большая концентрация капитала говорит об очевидном доминировании на рынке крупных игроков с преобладанием государственных банков.

¹ Деловой ежедневник: Профиль // Банковский сектор России в 2017 году: итоги. URL: <http://www.profile.ru/economics/item/122546-za-chej-schet-banket>.

Рис. 4. Размер активов топ-20 банков РФ*

* Данные на июнь 2018. Составлено авторами по: Banki.ru информационный портал // Рейтинги банков. URL: <http://www.banki.ru>.

1. Предпосылки метода

Предпосылки используемой авторами методики оценки стейкхолдерской стоимости:

- 1) стейкхолдерская стоимость меняется в одном направлении с рыночной стоимостью;
- 2) рыночная стоимость не равна стейкхолдерской стоимости;
- 3) изменение рыночной стоимости отражает изменение стейкхолдерской стоимости;
- 4) рыночная стоимость взята как прокси-показатель стейкхолдерской стоимости, поскольку она учитывает огромное количество факторов, определяемых разными людьми, событиями и поддается количественной оценке;
- 5) эконометрические модели позволяют найти математические зависимости между показателями и с помощью уравнений регрессии оценить вклад каждого фактора в результирующий показатель, поэтому в целях оценки вклада укрупненных групп стейкхолдеров авторами был выбран метод эконометрического анализа.

2. Метод

Для определения структуры стейкхолдерской стоимости необходимо:

- 1) сформулировать цель оценки стейкхолдерской стоимости;
- 2) определить группы стейкхолдеров;
- 3) выработать методику и инструменты оценки.

Цель оценки – выявить вклад групп стейкхолдеров в совокупную стейкхолдерскую стоимость. Первым шагом на пути к оценке вклада стейкхолдеров было составление контрольного списка стейкхолдеров и определение вклада наиболее крупных и существенных групп. Для целей нашего исследования был конкретизирован и специфицирован типовой

Таблица 5 – Стейкхолдеры банковского сектора: их вклад и выгода

Группа стейкхолдеров	Подгруппа	Выгода	Вклад
Акционеры и инвесторы	Мажоритарные акционеры, держатели облигаций, вкладчики	Дивиденды, выплаты процентов по облигациям и вкладам	Авансируют финансовый капитал для деятельности банка
Клиенты	Корпоративные и частные	Процент по депозиту, кэшбэк (монетарные). Удобные безналичные платежи, переводы, расчеты; возможность привлечения ссудного капитала; прочие банковские услуги (немонетарные)	Формируют спрос на услуги, позволяя банку получать доход
Сотрудники	Фронт-зона, головной офис	Заработная плата, социальные отчисления (монетарные). Условия труда, инфраструктура рабочего места (немонетарные)	Создают стоимость для клиентов и для банка при помощи своего труда
Государство	Региональные власти, федеральные власти	Налоги в местные бюджеты, капиталовложения в инфраструктуру (монетарные). Создание рабочих мест, производство товаров и услуг, участие в бесперебойном функционировании национальной банковской системы (немонетарные)	Защита частной собственности, создание «правил игры», защита прав
Общество	Жители городов присутствия, муниципальные власти	Налоги в местные бюджеты, капиталовложения в инфраструктуру (монетарные). Создание рабочих мест, производство товаров и услуг (немонетарные)	Вклад в источник человеческого капитала – сотрудников банка

список стейкхолдеров применительно к банковскому сектору (табл. 5).

Наш метод исследования заключается в регрессионном анализе панельных данных по сегменту банковского сектора РФ, а именно тех банков, которые котируются на Московской бирже за период с 2010 по 2017 г.

Выберем результирующий показатель, предполагаемые объясняющие факторы и обоснуем их выбор. Поскольку мы исследуем вклад групп стейкхолдеров в общую стейкхолдерскую стоимость, то результирующим показателем регрессионной модели будет стейкхолдерская стоимость. Наше исследование мы строим на допущении, что рыночная стоимость компании (капитализация) меняется вместе со стейкхолдерской стоимостью, в одном направлении. Поэтому мы используем рыночную стоимость в качестве аппроксимации стейкхолдерской стоимости: фондовый рынок РФ (со всеми своими особенностями и недостатками) реагирует на ключевые события корпорации, показатели ее деятельности, эффективность, прибыль, репутацию, корпора-

тивное управление, перспективы роста стоимости и дивидендных выплат. В качестве факторов выберем набор показателей, который, как мы предполагаем, прямо или косвенно характеризует вклад определенной группы стейкхолдеров.

3. Описание выборки и ее особенностей

Эмпирической базой эконометрического анализа стали данные отчетности всех российских банков, чьи акции находятся в свободном обращении на Московской бирже. Была получена несбалансированная панель данных по ежегодным наблюдениям общедоступных финансовых и нефинансовых показателей и признаков компаний банковского сектора за период с 2011 по 2017 г.

В выборку попали все крупные российские банки, чьи акции свободно обращаются на Московской бирже. Заявленным условиям удовлетворили только четыре банка: Сбербанк – 2011–2017 гг.; ВТБ – 2011–2017 гг.; МКБ – 2015–2017 гг.; Росбанк – 2011–2017 гг. Данные по МКБ представлены с 2015 г., так как до этого он не состоял в листинге. Таким образом было получено 24 наблюдения (рис. 5).

Рис. 5. Капитализация российских публичных банков, млрд р.*

* Московская биржа. URL: <https://www.moex.com>. Графики Росбанка и МКБ построены по вспомогательной оси справа.

Таблица 6 – Выборка за 2017 г., млрд р.*

Банк	Активы	Собственный капитал	Чистый процентный доход	Чистая прибыль	Расходы на персонал
Сбербанк	27112,2	3436,0	1452,1	748,7	402,7
ВТБ	13009,0	1479,7	460,2	120,1	238,0
МКБ	1888,1	177,6	45,2	20,7	9,5
Росбанк	1040,9	132,5	35,0	10,4	20,5

* Банковский сектор России // Основные показатели банковской системы. URL: <https://2016.report-sberbank.ru/ru/strategic-report/market-overview/banking-sector>; Банк России // О динамике развития банковского сектора Российской Федерации в декабре 2017 г. URL: http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/din_razv_17_12.pdf.

Таблица 7 – Расчет вклада стейкхолдеров

Показатель	Величина показателя	Коэффициент	Расчет
Собственный капитал, млрд р.	3 436	0,97	$3\,436 \times 0,97 = 3\,332,92$
Рентабельность ФОТ, %	1,85		
Фондовооруженность, млн р. на чел.	1,66		
L (рентабельность ФОТ $\times$ фондовооруженность)	$1,85 \times 1,66 = 3,07$	327,43	$3,07 \times 327,43 = 1\,005,5$

Профиль компаний, вошедших в выборку за 2017 г., представлен в табл. 6.

При построении модели использовались следующие условные обозначения:

Kapitaliz – капитализация банка в млрд р. на конец года;

SK – собственный капитал банка на отчетный период (31 декабря), млрд р.;

CrossL – специальный показатель, равный произведению двух переменных:

$NpDelFot$ = Чистая прибыль / Фонд оплаты труда
и $OSdelSS4$ = Основные средства / Среднесписочная численность.

4. Описание полученной модели

По российской выборке банков была получена эконометрическая модель, этапы ее построения и результаты тестирования приведены на рис. 6–9.

Анализ проводился в программном продукте STATA 14.

Низкий показатель VIF (меньше 15) и матрица корреляций свидетельствуют об отсутствии связи между объясняющими переменными (мультиколлинеарности).

Показатель выполнения нуль-гипотезы Prob > chi2 больше 0,05 позволяет отвергнуть гипотезу о гетероскедастичности. Таким образом, модель гомоскедастична.

Коэффициент Дарбина–Уотсона находится в диапазоне от 1,5 до 2,5 и позволяет говорить об отсутствии автокорреляции остатков. Модель прошла проверку по тестам на: автокорреляцию, гетероскедастичность, мультиколлинеарность. Формула регрессии – прокси-показатель стейкхолдерской стоимости:

$$\text{Рыночная стоимость} = 0,97 \times \text{Собственный капитал} + 327,43 \times L - 381,47, \quad (2)$$

где L – специальный фактор, который получается путем перемножения показателей рентабельности ФОТ и фондовооруженности.

5. Интерпретация результатов

На основе полученного уравнения регрессии можно определить структуру формирования стейкхолдерской стоимости. Для этого исходные данные моментных наблюдений подставляем в уравнение регрессии. Проведем расчет на примере Сбербанка за 2017 г. (табл. 7).

$$\text{Стоимость} = 0,97 \times \text{Собственный капитал} + 327,43 \times L - 381,47 = 0,97 \times 3\,436 + 327,43 \times 3,07 - 381,47 = 3\,332,92 + 1\,005,5 - 381,47 = 3\,956,95. \quad (3)$$

Прогнозное значение стоимости равно 3 956,95. Для выявления вклада в стоимость необходимо учитывать вклад каждого фактора по модулю.

$$\text{Стоимость по модулю} = 0,97 \times 3\,436 + 327,43 \times 3,07 + 381,47 = 3\,332,92 + 1\,005,5 + 381,47 = 4\,719,89. \quad (4)$$

Мы получили прогнозную стоимость по модулю и значения составляющих ее факторов. Путем деления значения каждого фактора на всю стоимость определяем долю вклада фактора в совокупную стоимость.

$$\text{Вклад собственников} = 3\,332,92 : 4\,719,89 = 0,71 = 71\%.$$

$$\text{Вклад работников} = 1\,005,5 : 4\,719,89 = 0,21 = 21\%.$$

$$\text{Вклад прочих факторов} = 381,47 : 4\,719,89 = 0,08 = 8\%. \quad (5)$$

Результаты вычислений сведены в табл. 8 и графически представлены на рис. 10.

Данный расчет можно проводить для любого банка из выборки в разные моменты времени и таким образом

Model	14541169.2	2	7270584.6	F(2, 14)	=	61.80
Residual	1646967.73	14	117640.552	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.8983
				Adj R-squared	=	0.8837
Total	16188136.9	16	1011758.56	Root MSE	=	342.99

Kapitaliz	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sk	.9777462	.1064277	9.19	0.000	.7494814	1.206011
CrossL2	327.4377	122.589	2.67	0.018	64.51034	590.365
_cons	-381.4742	168.0223	-2.27	0.040	-741.8463	-21.1021

Рис. 6. Характеристика построенной модели

```
. vif
```

	CrossL2	Sk	Variable	VIF	1/VIF
CrossL2	1		CrossL2	1.14	0.878771
Sk	0.34818	1	Sk	1.14	0.878771
Mean VIF				1.14	

Рис. 7. Тест на мультиколлинеарность

```
. estat imtest, white
```

White's test for Ho: homoskedasticity
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(5) = 5.18
Prob > chi2 = 0.3941

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	5.18	5	0.3941
Skewness	1.15	2	0.5626
Kurtosis	2.70	1	0.1001
Total	9.04	8	0.3392

Рис. 8. Тест на гетероскедастичность

```
. prais Kapitaliz Sk CrossL2
```

Number of gaps in sample: 3 (gap count includes panel changes)
(note: computations for rho restarted at each gap)

Iteration 0: rho = 0.0000
Iteration 1: rho = -0.1136
Iteration 2: rho = -0.1369
Iteration 3: rho = -0.1408
Iteration 4: rho = -0.1414
Iteration 5: rho = -0.1415
Iteration 6: rho = -0.1415
Iteration 7: rho = -0.1415
Iteration 8: rho = -0.1415

Prais-Winsten AR(1) regression -- iterated estimates

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	17
Model	17601830.8	2	8800915.38	F(2, 14)	=	75.82
Residual	1625031.22	14	116073.659	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.9155
				Adj R-squared	=	0.9034
Total	19226862	16	1201678.87	Root MSE	=	340.7

Kapitaliz	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Sk	.9614019	.0971781	9.89	0.000	.7529757	1.169828
CrossL2	340.6415	115.6955	2.94	0.011	92.49931	588.7837
_cons	-384.4198	154.4489	-2.49	0.026	-715.6798	-53.15985
rho	-.1415364					

Durbin-Watson statistic (original) 1.660035
Durbin-Watson statistic (transformed) 1.624946

Рис. 9. Тест на автокорреляцию (тест Прайса, коэффициент Дарбина-Уотсона)

Таблица 8 – Структура стейкхолдерской стоимости Сбербанка за 2017 г.

Фактор	Доля в общем итоге, %	Вклад в абсолютном выражении (по модулю), млрд р.
Прочие (константа)	8	3 332,92
Собственники (СК)	70	1 005,5
Работники (L)	21	381,47
Итого:	100	4 719,89

Рис. 10. Структура вклада в стейкхолдерскую стоимость на примере Сбербанка за 2017 г., %

определять структуру создаваемой стейкхолдерской стоимости.

Отрицательный вклад могут вносить конкуренты (они не включены в стейкхолдерскую сеть) и иные факторы. На рис. 10 представлена сумма вкладов по модулю, которую удалось определить с помощью модели, положительный вклад отмечен знаком «+», а отрицательный «-». Равнодействующая вкладов всех собственников и работников положительная величина, поэтому их вклад имеет знак «+». Имплементация модели к данным Сбербанка и ВТБ позволила выявить динамику вклада в стейкхолдерскую

стоимость за период 2011–2017 гг. трех групп стейкхолдеров: собственников, работников, прочих. Ниже приведены оценочные значения вклада стейкхолдеров в общую стейкхолдерскую стоимость (табл. 9, 10, рис. 11–13).

Положительный вклад прочих (неучтенных факторами модели) стейкхолдеров в стейкхолдерскую стоимость оказался «перекрыт» отрицательным вкладом всех остальных в группе «прочие» (поскольку все неучтенные стейкхолдеры и факторы оказались в этой группе). Положительный вклад других стейкхолдеров на данном этапе не может быть представлен, поскольку факторов стоимости остальных стейкхолдеров в модели нет. Добавление новых факторов и оценка на их основе вклада неучтенных стейкхолдеров является направлением для дальнейшего развития методики.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Авторами проведен научный обзор теоретических подходов и методов оценивания вклада стейкхолдеров в формирование стейкхолдерской стоимости. Сделана попытка расширить представление об основах оценивания стейкхолдерской стоимости, представить методику оценки вклада стейкхолдеров и апробировать ее на примере российского банковского сектора.

Таблица 9 – Вклад стейкхолдеров в стейкхолдерскую стоимость, млрд р.

[illegible]

Таблица 10 – Структура вклада стейкхолдеров в стейкхолдерскую стоимость, %

Фактор	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Сбербанк							
Собственники	54	59	64	70	77	72	71
Работники	30	26	23	16	11	18	21
Прочие	17	14	13	14	13	10	8
ВТБ							
Собственники	44	53	59	74	78	68	74
Работники	27	20	16	0	0	13	6
Прочие	29	27	25	26	21	19	20
МКБ							
Собственники					8	16	14
Работники					61	26	55
Прочие					32	59	31
Росбанк							
Собственники	15	15	15	19	14	19	14
Работники	35	26	40	23	41	21	44
Прочие	50	59	45	58	45	60	42

Рис. 11. Динамика вклада в стейкхолдерскую стоимость Сбербанка в 2011–2017 гг., %

Рис. 12. Динамика вклада в стейкхолдерскую стоимость ВТБ в 2011–2017 гг., %

Рис. 13. Динамика вклада в стейкхолдерскую стоимость Росбанка в 2011–2017 гг., %

Отличительной особенностью авторского подхода является применение эконометрической модели оценки стейкхолдерской стоимости на основе использования монетарных и немонетарных показателей. Представленная модель является универсальной для определения вклада стейкхолдеров и исчисления стейкхолдерской стоимости в любой сфере бизнеса. Модель может служить инструментом, позволяющим измерять создаваемую ценность и управлять ею как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров компании. ■

Источники

1. Вашакмадзе Т.Т., Мартиросян Э.Г., Сергеева А.А. Модель управления стейкхолдерами в сделках слияний и поглощений // Корпоративные финансы. 2013. № 2(26). С. 87–97.
2. Долматова И.Н. Корпоративное управление на основе стейкхолдерского подхода: опыт непубличных компаний // Управленческие науки. 2013. № 2. С. 18–26.
3. Ефимова О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход // Вопросы управления. 2013. Т. 45. № 45(348). С. 41–51.
4. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. М.: ИНФРА-М, 2009.
5. Ивашковская И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // Корпоративные финансы. 2012. Т. 6. № 1. С. 14–23.
6. Ивашковская И.В. Стратегический мониторинг создания стоимости для всех стейкхолдеров компании // Финансы: теория и практика. 2008. № 3. С. 69–85.
7. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход. М.: ИНФРА-М, 2016.
8. Новожилова Ю.В. Информационно-аналитическое обеспечение интегрированной отчетности: оценка влияния стейкхолдеров на изменение создаваемой стоимости // Статистика и экономика. 2017. Т. 14. № 1. С. 43–50.
9. Самохина В.Г. Выявление, отбор и анализ факторов создания стейкхолдерской стоимости фирмы // Научные записки молодых исследователей. 2014. № 3. С. 31–33.
10. Ткаченко И.Н. Анализ концепций оценивания вклада стейкхолдеров, или К вопросу о стейкхолдерской стоимости // Новые тенденции в развитии корпоративного управления и бизнеса: материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 ноября 2017 г.). Екатеринбург: Изд-во УрГЭУ, 2017. С. 93–99.
11. Харин А.Г., Гареев Т.Р. Стейкхолдерский подход в управлении организациями: перспективы применения теоретико-игровых моделей // Terra Economicus. 2014. Т. 12. № 4. С. 105–113.
12. Figge F., Schaltegger S. What Is Stakeholder Value? Developing a Catchphrase into Benchmarking Tool. Luneburg: University of Luneburg and UNEP, 2000.
13. Gilb T. Some Powerful Systems Engineering Heuristics // INCOSE International Symposium. 2007. Vol. 17. Iss. 1. San Diego, CA, June 24–28. P. 1211–1227.
14. Lankoski L., Smith N., Van Wassenhove L. Stakeholder Judgments of Value // Business Ethics Quarterly. 2016. Vol. 26(2). P. 227–256. DOI:10.1017/beq.2016.28.
15. Ramírez C., Tarzijan J. Stakeholder value appropriation: The case of labor in the worldwide mining industry // Strategic Management Journal. 2018. Vol. 39(5). P. 1496–1525.
16. Stakeholder Value-Linked Sustainability Assessment: Evaluating Remedial Alternatives for the Portland Harbor Superfund Site, Portland, Oregon, USA / S.E. Apitz, A.G. Fitzpatrick, A. McNally, et al. // Integrated Environmental Assessment and Management. 2017. Vol. 14. № 1. P. 43–62.

References

1. Vashakmadze T.T., Martirosyan Ye.G., Sergeeva A.A. Model' upravleniya steykholderami v sdelkakh sliyanii i pogloshchenii [Model of stakeholder management in mergers and acquisitions]. *Korporativnyye finansy – Corporate Finance*, 2013, no. 2(26), pp. 87–97.
2. Dolmatova I.N. Korporativnoye upravlenie na osnove steykholderskogo podkhoda: opyt nepublichnykh kompaniy [Corporate governance based on the stakeholder approach: experience of non-

public companies]. *Upravlencheskie nauki – Managerial Sciences*, 2013, no. 2, pp. 18–26.

3. Yefimova O.V. Analiz ustoychivogo razvitiya kompanii: steykholderskiy podkhod [Analysis of sustainable development of a company: a stakeholder approach]. *Voprosy upravleniya – Management Issues*, 2013, vol. 45, no. 45(348), pp. 41–51.

4. Ivashkovskaya I.V. *Modelirovanie stoimosti kompanii. Strategicheskaya otvetstvennost' sovetov direktorov* [Modelling the value of a company. Strategic responsibility of the boards of directors]. Moscow: INFRA-M, 2009.

5. Ivashkovskaya I.V. Steykholderskiy podkhod k upravleniyu, orientirovannomu na prirashchenie stoimosti kompanii [A stakeholder approach to management focused on the increment of company value]. *Korporativnyye finansy – Corporate Finance*, 2012, vol. 6, no. 1, pp. 14–23.

6. Ivashkovskaya I.V. Strategicheskii monitoring sozdaniya stoimosti dlya vseh steykholderov kompanii [Strategic monitoring of value creation for all stakeholders of the company]. *Finansy: teoriya i praktika – Finance: Theory and Practice*, 2008, no. 3, pp. 69–85.

7. Ivashkovskaya I.V. *Finansovye izmereniya korporativnykh strategiy. Steykholderskiy podkhod* [Financial measurements of corporate strategies. A stakeholder approach]. Moscow: INFRA-M, 2016.

8. Novozhilova Yu.V. Informatsionno-analiticheskoe obespechenie integrirovannoy otchetnosti: otsenka vliyaniya steykholderov na izmenenie sozdavaemoy stoimosti [Information and analytical support for the integrated reporting: an estimation of stakeholders' influence on changes in created cost]. *Statistika i ekonomika – Statistics and Economics*, 2017, vol. 14, no. 1, pp. 43–50.

9. Samokhina V.G. Vyyavlenie, otbor i analiz faktorov sozdaniya steykholderskoy stoimosti firmy [Identification, selection and analysis of the factors of stakeholder value creation]. *Nauchnye zapiski molodykh issledovateley – Scientific Notes of Young Researchers*, 2014, no. 3, pp. 31–33.

10. Tkachenko I.N. [Analysis of the concepts of assessing the contribution of stakeholders, or On the issue of stakeholder value]. *Novye tendentsii v razvitii korporativnogo upravleniya i biznesa: materialy Mezhdunar. nauch.-prakt. konf.* [New trends in the development of corporate governance and business: Proc. of the Int. sci.-pract. conf.]. Yekaterinburg: USUE Publ., 2017. Pp. 93–99.

11. Kharin A.G., Gareev T.R. Steykholderskiy podkhod v upravlenii organizatsiyami: perspektivy primeneniya teoretiko-igrovyykh modeley [The stakeholder approach in the management of organizations: the prospects of the application of game-theoretic models]. *Terra Economicus*, 2014, no. 12, vol. 4, pp. 105–113.

12. Figge F., Schaltegger S. *What Is Stakeholder Value? Developing a Catchphrase into Benchmarking Tool*. Luneburg: University of Luneburg and UNEP, 2000.

13. Gilb T. Some Powerful Systems Engineering Heuristics. *INCOSE International Symposium*, 2007, vol. 17, iss. 1. San Diego, CA, June 24–28. Pp. 1211–1227.

14. Lankoski L., Smith N., Van Wassenhove L. Stakeholder Judgments of Value. *Business Ethics Quarterly*, 2016, vol. 26(2), pp. 227–256. DOI:10.1017/beq.2016.28.

15. Ramirez C., Tarzijan J. Stakeholder value appropriation: The case of labor in the worldwide mining industry. *Strategic Management Journal*, 2018, vol. 39(5), pp. 1496–1525.

16. Apitz S.E., Fitzpatrick A.G., McNally A. et al. Stakeholder Value-Linked Sustainability Assessment: Evaluating Remedial Alternatives for the Portland Harbor Superfund Site, Portland, Oregon, USA. *Integrated Environmental Assessment and Management*, 2017, vol. 14, no. 1, pp. 43–62.

Библиографическая ссылка: Ткаченко И.Н., Злыгостев А.А. Оценка вклада стейкхолдеров в стоимость компании: пример российского банковского сектора // Управленец. 2018. Т. 9. № 4. С. 40–52. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-5.

For citation: Tkachenko I.N., Zlygostev A.A. Assessing Stakeholders' Contribution to Enterprise Value: The Case of the Russian Banking Sector. *Upravlenets – The Manager*, 2018, vol. 9, no. 4, pp. 40–52. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-5.