

УДК 658.5

Рябикіна К.Г.
молодший науковий співробітник
Науково-дослідної частини
Криворізького національного університету

ЕФЕКТИВНІСТЬ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ГІРНИЧОДОБУВНИХ ПІДПРИЄМСТВ ЗА ВАРТІСНИМИ КРИТЕРІЯМИ

Стаття присвячена дослідженню вартісних аспектів управління капіталом промислових підприємств. Запропоновано авторську методику формування агрегованих індикаторів капіталу як джерела формування ринкової та фундаментальної вартості. Представлено результати апробації запропонованого інструментарію на інформаційній базі вітчизняних гірничодобувних підприємств.

Ключові слова: капітал, ринкова вартість, фундаментальна вартість, доходність капіталу, потенціал зростання вартості бізнесу, дивідендна політика.

Рябыкина Е.Г. ЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛОМ ГОРНОДОБЫВАЮЩИХ ПРЕДПРИЯТИЙ ЗА СТОИМОСТНЫМИ КРИТЕРИЯМИ

Статья посвящена исследованию стоимостных аспектов управления капиталом промышленных предприятий. Предложена авторская методика формирования агрегированных индикаторов капитала как источника формирования рыночной и фундаментальной стоимости. Представлены результаты апробации предложенного инструментария на информационной базе отечественных горнодобывающих предприятий.

Ключевые слова: капитал, рыночная стоимость, фундаментальная стоимость, доходность капитала, потенциал роста стоимости бизнеса, дивидендная политика.

Ryabykina K.G. EFFECTIVE MANAGEMENT OF CAPITAL MINING ENTERPRISES FOR COST CRITERIA

The article investigates the cost aspects of money management industry. The author's method of forming the aggregate indicators of capital formation as a source market and the fundamental value. The results of testing of the proposed instruments on the basis of information of domestic mining companies.

Keywords: capital, market value, fundamental value, return on capital, the growth potential of the business, the dividend policy.

Постановка проблеми. У сучасних умовах господарювання одним з найбільш актуальних питань управління вітчизняними промисловими підприємствами є зростання вартості їх бізнесу. Вартість є безальтернативним критерієм управління підприємством, і посилення конкуренції з одночасним розвитком глобальних фондових ринків будуть тільки посилювати процеси впровадження вартісно-орієнтованого управління на підприємствах. Управління, засноване на вартісному підході, є в певному значенні дуальною процедурою: з одного боку, результати оцінки вартості необхідні для аналізу економічних результатів діяльності підприємства, з іншого – скопировані за наслідками оцінки управлінські стратегія і процедури цілеспрямовано впливають на вартість компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Формуванню загальної спрямованості управлінських інструментів і моделей, орієнтованих на підвищення ефективності використання капіталу як джерела нарощення вартості, присвячені наукові праці А. Раппопорта (модель аналізу та оцінки вартості бізнесу) [1], Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна (необхідність формування вартісного мислення у всіх зацікавлених осіб бізнесу; ідентифікація ключових факторів формування вартості) [2], Г. Ешурта, П. Джеймса (вартісно-орієнтоване управління як інтегрований підхід, що об'єднує внутрішню діяльність підприємства та очікування зовнішніх інвесторів) [3], Г. Арнольда (система управління капіталом як джерелом зростання вартості, при якій ціль підприємства, його стратегія, процеси, аналітичні методи, способи вимірювання ефективності та корпоративна культура мають бути підпорядковані основній задачі – зростанню добробуту акціонерів) [4], Д. Волкова (вартісно-орієнтований менеджмент як система управління організацією, що включає основні моду-

лі: оцінювання, стратегію, фінанси та корпоративне управління) [5], І. Івашковської (взаємозв'язок формування стійкого зростання вартості підприємства та підвищення якості виконання стратегічної ролі ради директорів; інтегрована модель управління вартістю, що спрямована на прирощення вартості для ключових стейкхолдерів) [6], Н. Шевчук (управлінська логіка перетворення ресурсів у додану вартість підприємства; вартісні моделі аналізу капіталу) [7; 8].

Постановка завдання. Ефективність управління капіталом у вартісному контексті в значному ступені зумовлюється системністю та комплексністю інформаційного базису розроблення адекватних управлінських рішень. Незважаючи на наявність широкого переліку показників, що відбивають формування вартості компанії, на сьогодні відсутні підходи до формування відповідних агрегованих показників. Вищезазначене актуалізує проблематику удосконалення методичних підходів до оцінювання синтетичної властивості капіталу суб'єктів господарювання генерувати ринкову та фундаментальну вартість.

Виклад основного матеріалу. На першому етапі пріоритетного значення набуває вибір критеріальних параметрів оцінювання капіталу як джерела прирощення вартості підприємства. За результатами дослідження ними визначено: доходність, ліквідність і стійкість та потенціал зростання вартості бізнесу – для фундаментальної вартості; позиціонування підприємства на фондовому ринку, ефективність дивідендної політики та ринкова активність – для ринкової вартості.

Другий етап передбачає обґрунтування вибірки показників за кожним критерієм. При цьому система показників концептуально повинна враховувати такі вимоги до її формування: 1) загальнотеоретична інтерпретація, взаємозв'язок і цілеспрямованість як окремих показників, їхніх груп, так і всієї системи

в цілому; 2) забезпечення порівняння, єдиної спрямованості показників, усієї системи; 3) можливість одержання прогнозних даних про спрямованість динаміки показників.

Критерій доходності (C_R) найбільш комплексно оцінюється за допомогою наступного спектру показників: доходність інвестованого капіталу ($ROCE_{EE}$), серед доходності капіталу (S_R), економічна додана вартість на 1т залізородної продукції (ЗРП) (EVA/t). Критерій ліквідності та стійкості (C_L) передбачає розрахунок наступних показників: синтетичного показника ліквідності, коефіцієнту автономії (K_A), потоку вільних грошових коштів на 1т ЗРП ($FCFE/t$). Потенціал зростання вартості бізнесу (C_p) у значному ступені визначається поточною стабільністю (K_S) його функціонування та темпами збільшення реінвестованого капіталу (K_R).

Таким чином, агрегований індикатор (AI_{FV}) капіталу як джерела формування фундаментальної вартості має вигляд

$$AI_{FV} = (C_R, C_L, C_p), \quad (1)$$

Оцінювання капіталу як джерела формування ринкової вартості доцільно проводити за критеріями ефективності дивідендної політики (CDP), яка визначає джерела формування власних фінансових ресурсів, впливає на інвестиційну привабливість, поточний курс акцій і вартість бізнесу в цілому. Як зазначають В.Д. Мусієнко та Д.В. Ясиненко, дивідендна політика суттєво впливає на ряд ключових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства, а саме [9, с. 205]:

- величину самофінансування: чим більше прибутку виплачується у вигляді дивідендів, тим менше коштів залишається у підприємства для здійснення реінвестицій;

- структуру капіталу: якщо приймається рішення про тезаврацію прибутку, то збільшується величина власного капіталу, а отже змінюється загальна структура капіталу підприємства;

- ціну залучення фінансових ресурсів: спрямовуючи частину чистого прибутку на виплату дивідендів, підприємство автоматично знижує власний рівень ліквідності, а отже у разі отримання кредиту банківська установа, що його надає, підвищить кредитну ставку з метою страхування власних ризиків;

- ринковий курс корпоративних прав: чим вищий рівень сплати дивідендів, тим вищий курс акцій; це пояснюється тим, що стабільний рівень дивідендних виплат свідчить про ефективність використання вкладеного інвесторами в підприємство капіталу, а відсутність дивідендів або їхнє різке коливання – про нестабільність і ризиковість підприємства-емітента корпоративних прав, унаслідок чого ринковий курс падає.

Узагальнення наукових джерел дозволили сформулювати перелік ключових показників, які характеризують ефективність дивідендної політики підприємства: прибуток на акцію (*Earnings Per Share, EPS*), вартість акцій за балансом (*cost action, CA*), облікова ціна акції (*price action, PA*), дивідендний вихід (*dividend payout, DP*). Позиціонування підприємства на фондовому ринку (C_{SM}) найбільш повно відображає наступний спектр показників: відношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку (*price/earnings, PE*), коефіцієнт котирування акції (*Market-to-Book Ratio, MBR*), відношення ринкової ціни акції (*market price of action, MPA*) до її облікової ціни (*price action, PA*), коефіцієнт Тобіна (*Q-ratio*), відношення ринкової капіталізації компанії до її доходів (*price/sales, PS*).

При дослідженні ринкової активності (C_{MA}) особливої уваги потребує аналіз ефективності використання ресурсів, темпів зростання обсягу реалізації, авансованого капіталу, прибутку. При цьому темпи зростання обсягу реалізації мають перевищувати зростання авансованого капіталу, а темпи зростання прибутку – темпи зростання реалізації. Оцінюючи динаміку основних показників, необхідно зіставити темпи їхньої зміни. Оптимальним є наступне співвідношення, що базується на їхньому взаємозв'язку: темпи зміни балансового прибутку > темпи зміни обсягу реалізації > темпи зміни суми активів (капіталу) > 100%. Переведення цього співвідношення у безрозмірні величини пропонується здійснювати наступним чином: 0,0 – три невідповідності; 0,3 – дві невідповідності; 0,7 – одна невідповідність; 1,0 – невідповідності відсутні.

Таким чином, агрегований індикатор (AI_{MV}) капіталу як джерела формування ринкової вартості має вигляд

$$AI_{MV} = (C_{DP}, C_{SM}, C_{MA}), \quad (2)$$

На етапі побудови шкали перетворень відбувається перетворення значень окремих економічних показників, що мають свої одиниці виміру, у безрозмірну шкалу. Попереднє функціональне перетворення всіх розмірних показників y_i у безрозмірні показники відповідності еталону Y_i (функції бажаності), що змінюються від нуля (низький рівень відповідності) до одиниці (високий рівень відповідності). З урахуванням вагомості показників формули для розрахунку агрегованих індикаторів капіталу як джерела створення вартості мають наступний вигляд:

для фундаментальної вартості:

$$AI_{FV} = ROCE \times 0,1 + S_R \times 0,12 + EVA / tx \times 0,14 + FCFE / tx \times 0,16 + K_{AB} \times 0,08 + K_L \times 0,09, \quad (3)$$

- для ринкової вартості:

$$AI_{MV} = EPS \times 0,16 + CA \times 0,06 + PA \times 0,07 + DP \times 0,09 + k_{MA} \times 0,18 + PE \times 0,15 + MBR \times 0,10 + Q\text{-ratio} \times 0,08 + PS \times 0,11. \quad (4)$$

Інформаційний базис показників для формування агрегованого індикатора за критерієм формування фундаментальної вартості систематизований у табл. 1. Тенденції змін доходності інвестованого капіталу аналогічні на всіх досліджуваних підприємствах: досягнення максимальних значень у період дефіциту ЗРП на фоні зростання попиту з боку металургійних комбінатів та зниження у період максимального нарощення виробничих потужностей компаніями «Великої трійки». Перевищення середньозваженої вартості капіталу його рентабельності позначилося на від'ємних значеннях спреду доходності, як наслідок, протягом 2013 р. позитивні значення економічної доданої вартості характерні лише для ПАТ «Інгулецький ГЗК», ПАТ «Північний ГЗК» та ПАТ «Центральний ГЗК».

Неоптимальність авансування капіталу підприємств (недостатній обсяг оновлення основних засобів при стрімких тенденціях акумулювання капіталу в дебіторській заборгованості) позначається на перевищенні показників ліквідності нормативних значень. Потік вільних грошових коштів, які залишаються після відображення інвестованого капіталу, який необхідний для реалізації стратегії та виплат кредиторам, має від'ємні значення у ПАТ «Інгулецький ГЗК» та ПАТ «Центральний ГЗК». При цьому позитивною тенденцією є нарощення обсягу власного капіталу у загальній структурі джерел формування капіталу.

Зростання запасу власного капіталу сприяє збільшенню коефіцієнта стабільності, що свідчить про

Таблиця 1

Показники ефективності використання капіталу гірничодобувних підприємств як джерела формування фундаментальної вартості

Підприємство	Рік				
	2009	2010	2011	2012	2013
Доходність інвестованого капіталу, $ROCE_{FF}$					
Інгулецький ГЗК	9,13	27,02	32,04	20,28	19,08
Південний ГЗК	-	28,41	33,37	14,59	17,19
Північний ГЗК	6,89	12,62	31,46	16,00	20,35
Центральний ГЗК	4,17	17,85	29,78	10,28	20,10
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-	41,20	10,12	9,32	11,00
Криворізький залізорудний комбінат	5,10	29,23	38,34	21,16	15,88
Спред доходності капіталу, S_R					
Інгулецький ГЗК	-8,37	9,52	14,54	2,78	1,58
Південний ГЗК	-18,79	10,91	15,87	-2,91	-0,31
Північний ГЗК	-10,61	-4,88	13,96	-1,50	2,85
Центральний ГЗК	-13,33	0,35	12,28	-7,22	2,60
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-20,62	23,70	-7,38	-8,18	-6,50
Криворізький залізорудний комбінат	-12,40	11,73	20,84	3,66	-1,62
Економічна додана вартість на 1т ЗРП, EVA/t					
Інгулецький ГЗК	-79,8	77,9	213,6	48,4	28,0
Південний ГЗК	-143,9	90,2	217,0	-42,6	-5,3
Північний ГЗК	-148,0	-78,0	201,2	-25,1	42,4
Центральний ГЗК	-61,4	1,9	77,8	-40,5	13,8
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-213,5	175,2	-67,8	-92,6	-82,1
Криворізький залізорудний комбінат	-116,3	87,9	175,4	29,2	-15,3
Синтетичний коефіцієнт ліквідності					
Інгулецький ГЗК	2,34	1,30	1,08	1,29	2,50
Південний ГЗК	2,12	3,31	8,65	21,67	28,26
Північний ГЗК	1,45	1,11	1,98	0,99	3,30
Центральний ГЗК	3,31	1,12	1,39	0,67	3,42
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	16,42	7,84	20,88	3,68	3,45
Криворізький залізорудний комбінат	4,33	8,82	8,47	4,18	4,21
Потік вільних грошових коштів на 1т ЗРП, $FCFE/t$					
Інгулецький ГЗК	115,6	246,8	366,5	-80,8	-232,7
Південний ГЗК	-195,8	27,3	-218,8	35,9	53,3
Північний ГЗК	267,1	418,8	305,4	226,8	18,6
Центральний ГЗК	107,0	211,3	147,5	193,0	-119,5
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-87,2	250,5	-118,6	33,1	35,8
Криворізький залізорудний комбінат	14,8	182,3	224,1	224,7	98,5
Коефіцієнт стабільності, K_s					
Інгулецький ГЗК	1,26	1,10	0,99	1,07	1,21
Південний ГЗК	1,15	0,58	1,40	1,45	1,45
Північний ГЗК	1,15	1,43	1,15	1,05	1,23
Центральний ГЗК	1,30	1,11	1,12	0,99	1,36
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	1,34	1,36	1,38	1,38	1,27
Криворізький залізорудний комбінат	1,33	1,35	1,37	1,27	1,28
Коефіцієнт реінвестування, K_R					
Інгулецький ГЗК	0,20	32,28	35,72	27,35	23,53
Південний ГЗК	-1,98	36,4	37,02	15,38	18,19
Північний ГЗК	1,23	9,01	35,38	18,10	19,24
Центральний ГЗК	-3,48	19,94	35,27	7,52	10,57
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-3,70	47,80	11,45	10,59	14,21
Криворізький залізорудний комбінат	2,80	26,47	35,91	13,57	15,86
Коефіцієнт автономії					
Інгулецький ГЗК	0,76	0,60	0,49	0,57	0,71
Південний ГЗК	0,65	0,08	0,90	0,95	0,95
Північний ГЗК	0,65	0,93	0,65	0,55	0,73
Центральний ГЗК	0,80	0,61	0,62	0,49	0,86
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	0,84	0,86	0,88	0,88	0,77
Криворізький залізорудний комбінат	0,83	0,85	0,87	0,77	0,78

Розраховано автором

нарощення потенційних можливостей до реалізації широкомасштабних проектів оновлення виробництва в прогнозованому періоді. Коефіцієнт реінвестування також корелює з ринковими тенденціями та досягає своїх максимальних значень у період сприятливої ринкової кон'юнктури (2011 рік). Результати стандартизації проаналізованих вище показників презентовано на рис. 1.

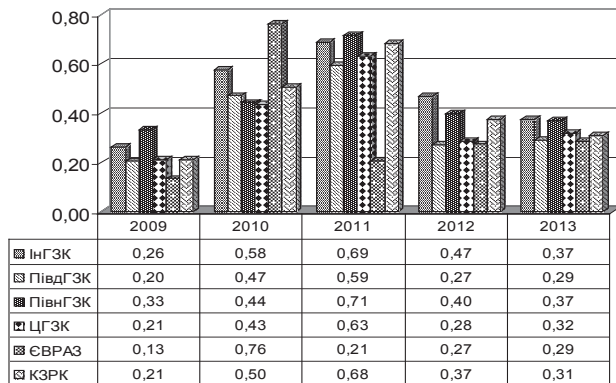


Рис. 1. Агрегований індикатор капіталу гірничодобувних підприємств як джерела формування фундаментальної вартості у 2009-2013 рр.

Розраховано автором

Для переведення безрозмірних величин у якісні параметри доцільно застосувати загальнозживану шкалу (табл. 2). Межі групування представлені у вигляді інтервальних значень з точністю до сотих. Межі варіації групувальної ознаки від 0,01 до 1,00.

Таблиця 2

Якісна інтерпретація кількісних значень агрегованого індикатора капіталу як джерела формування вартості

Межа значень показника, д. од.	Якісна оцінка
0,01 – 0,20	Дуже низький рівень
0,21 – 0,49	Низький рівень
0,50 – 0,55	Нижня межа середнього рівня
0,56 – 0,60	Верхня межа середнього рівня
0,61 – 0,80	Високий рівень
0,81 – 1,00	Дуже високий рівень

Отримані дані підтверджують залежність динаміки агрегованого індикатора від коливань ринкової кон'юнктури світового ринку ЗРП. Це свідчить про відсутність комплексного, стратегічно орієнтованого підходу до управління капіталом як джерелом створення фундаментальної вартості. Нарощення вартості відбувається переважно у період стрімкого зростання цінних параметрів ЗРП. Високий рівень прибутковості інвестованого капіталу у цей період забезпечує позитивне значення його спреду, що позитивно впливає на створення економічної доданої вартості.

Лідерами досліджуваної вибірки за агрегованим індикатором виступають ПАТ «Інгулецький ГЗК» та ПАТ «Північний ГЗК». За результатами попереднього аналізу встановлено, що саме ці підприємства мають більш виважену (у порівнянні з іншими комбінатами) політику управління капіталом як матеріально-речовим фактором виробництва, що генерується акумулюванням та ефективним використанням

професійних ключових компетенцій технологічного спрямування. Саме це дозволяє найбільш повно використати ринкові можливості в сприятливі періоди (найвищі значення AIFV у 2011 році) та нівелювати ринкові загрози у несприятливий період (найвищі значення AIFV у 2013 році).

Для гірничодобувних підприємств характерний низький рівень AIFV, одномоментні коливання його не дозволяють зробити висновок про виважену політику менеджменту досліджуваних комбінатів до забезпечення перманентного нарощення фундаментальної вартості.

Відповідно до сформованого методичного підходу, аналіз капіталу як джерела формування ринкової вартості передбачає оцінювання ринкового позиціонування суб'єкта господарювання та ефективності дивідендної політики (табл. 3). Її ефективність в аспекті доходності корпоративних прав оцінена за показником прибутку, що припадає на одну акцію (EPS). Динаміка показника дозволяє виокремити серед вибірки досліджуваних підприємств три групи за критерієм інвестиційної привабливості: 1 група – найвищий обсяг прибутку на одну акцію з тенденцією до підвищення (ПАТ «Інгулецький ГЗК», ПАТ «Північний ГЗК»); 2 група – середні показники обсягу прибутку на одну акцію з тенденцією до зростання (ПАТ «Південний ГЗК», ПАТ «Центральний ГЗК»); 3 група – низький обсяг прибутку на одну акцію при відсутності чітких позитивних тенденцій. До цієї групи відносяться підприємства з підземного видобутку залізних руд (ПАТ «ЄВРАЗ СУХА БАЛКА», ПАТ «Криворізький залізорудний комбінат»).

Майже всі суб'єкти господарювання досліджуваної вибірки мали критично низьке значення цього показника у 2009 році внаслідок кризових явищ в економіці в цей період. Протягом 2010–2013 рр. найбільші темпи приросту EPS спостерігалися на ПАТ «Північний ГЗК» (+68%), ПАТ «Південний ГЗК» (+54%), ПАТ «Інгулецький ГЗК» (+46%). Натомість, для підприємств з підземним способом видобутку залізних руд характерні негативні тенденції скорочення цього показника, що зумовлено збільшенням витрат у зв'язку з поглибленням гірничих виробок, на фоні майже незмінного обсягу видобутку та на фоні зниження цінних параметрів ЗРП.

Вартість акцій за балансом підприємств з відкритим способом видобутку залізних руд коливається на рівні 0,24–0,31 грн./шт., що зумовлено незмінним обсягом акціонерного й резервного капіталу та відсутністю додаткової емісії акцій на гірничо-збагачувальних комбінатах у цей період. Облікова вартість акцій для всіх підприємств досліджуваної вибірки становить більше 1 грн., відтак, потенційні акціонери готові заплатити за акцію ціну, яка перевищує бухгалтерську оцінку реального капіталу, що припадає на цю акцію в даний проміжок часу. Перевищення облікової вартості акцій над вартістю акцій за балансом зумовлена обсягом та темпами зростання нерозподіленого прибутку. Це дозволяє зробити висновок, що ефективність управління капіталом як матеріально-речовим фактором виробництва визначає можливість щодо підвищення результативності діяльності підприємств та продукує зростання облікової вартості акцій.

Дивідендний вихід як індикатор ринкової привабливості звичайних акцій підприємства свідчить, що переважна частка чистого прибутку спрямовується на поповнення потреби у капіталі та, відповідно, зростання фундаментальної вартості компанії. Част-

Таблиця 3

Показники ефективності використання капіталу гірничодобувних підприємств як джерела формування ринкової вартості

Підприємство	Рік				
	2009	2010	2011	2012	2013
Коефіцієнт котирування акцій (Market-to-Book Ratio)					
Інгулецький ГЗК	0,43	0,59	0,58	0,37	0,22
Південний ГЗК	4,38	29,22	0,95	0,87	0,97
Північний ГЗК	0,70	1,56	1,65	1,69	1,22
Центральний ГЗК	0,70	1,69	1,40	2,17	1,45
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	3,54	3,30	2,16	1,59	1,14
Криворізький залізорудний комбінат	5,30	5,19	3,47	4,30	3,33
Коефіцієнт Тобіна (Q-ratio)					
Інгулецький ГЗК	4,98	5,61	7,82	6,64	5,24
Південний ГЗК	28,36	29,85	21,56	25,20	32,80
Північний ГЗК	10,20	42,17	27,79	35,02	33,33
Центральний ГЗК	9,11	20,13	20,58	21,47	26,58
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	0,1268	0,1378	0,1222	0,1002	0,0798
Криворізький залізорудний комбінат	0,0087	0,0091	0,0071	0,0074	0,0063
Відношення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку (P/E)					
Інгулецький ГЗК	3,58	1,30	0,89	1,04	0,83
Південний ГЗК	-221,46	8,02	2,56	5,65	5,33
Північний ГЗК	6,56	11,50	3,38	5,82	4,41
Центральний ГЗК	13,39	5,74	2,90	10,35	6,20
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-95,51	6,91	18,91	15,05	8,04
Криворізький залізорудний комбінат	86,36	15,17	7,86	15,68	16,32
Відношення ринкової капіталізації компанії до її доходів (price/sales), грн/грн					
Інгулецький ГЗК	0,76	0,47	0,40	0,50	0,38
Південний ГЗК	7,65	2,97	1,15	1,64	1,91
Північний ГЗК	1,39	3,04	1,44	1,79	1,47
Центральний ГЗК	1,47	1,67	1,17	1,61	1,72
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	10,55	6,00	2,58	2,75	1,06
Криворізький залізорудний комбінат	15,39	6,33	3,54	4,83	4,15
Чистий прибуток на акцію (Earnings Per Share), грн/шт					
Інгулецький ГЗК	0,34	1,17	2,39	1,73	1,71
Південний ГЗК	-0,03	1,00	2,27	1,11	1,54
Північний ГЗК	0,54	1,15	0,54	1,53	1,93
Центральний ГЗК	0,21	1,10	2,21	0,65	1,34
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	-0,07	1,00	0,32	0,33	0,50
Криворізький залізорудний комбінат	0,10	0,60	0,91	0,47	0,39
Вартість акцій за балансом, грн/шт					
Інгулецький ГЗК	0,243	0,271	0,271	0,271	0,271
Південний ГЗК	0,268	0,268	0,269	0,250	0,250
Північний ГЗК	0,348	0,313	0,330	0,255	0,255
Центральний ГЗК	0,313	0,313	0,313	0,313	0,313
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Криворізький залізорудний комбінат	1000,0	1000,0	1000,1	1000,1	1000,1
Дивідендний вихід (dividend payout)					
Інгулецький ГЗК	4,53	1,04	0,51	0,84	0,47
Південний ГЗК	0	0	0	0	0
Північний ГЗК	4,51	1,21	4,94	1,88	1,38
Центральний ГЗК	8,51	1,16	0,97	2,31	1,97
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	0	0	0	0	0
Криворізький залізорудний комбінат	2,78	0,82	0,67	1,82	0,80
Облікова вартість акцій, грн/шт					
Інгулецький ГЗК	2,80	2,58	3,67	4,83	6,31
Південний ГЗК	1,74	0,27	6,12	7,25	8,46
Північний ГЗК	5,07	8,46	5,57	5,27	6,96
Центральний ГЗК	4,08	3,73	4,60	3,10	5,72
ЄВРАЗ СУХА БАЛКА	1,79	2,09	2,82	3,14	3,49
Криворізький залізорудний комбінат	1,64	1,76	2,05	1,72	1,90

Розраховано автором

ка дивідендних виплат протягом досліджуваного періоду має стрімку тенденцію до скорочення. При цьому варто відзначити, що політика ПАТ «Південний ГЗК» та ПАТ «ЄВРАЗ СУХА БАЛКА» спрямована на повне рефінансування прибутку, внаслідок чого дивідендний вихід на цих підприємствах дорівнює нулю.

Статистичні дані дозволяють констатувати тенденції зростання ринкової капіталізації підприємств з відкритим способом видобутку залізних руд та тенденції до її зменшення на підприємствах з підземним способом видобутку. Досліджувана динаміка корелює з кількісно-якісними параметрами природного капіталу досліджуваних підприємств та техніко-технологічним рівнем виробництва. Так, ПАТ «Північний ГЗК» та ПАТ «Центральний ГЗК», що забезпечені значними запасами залізних руд та спеціалізуються на виробництві продукції з високим ступенем переробки (обкотиші), мають найвищі темпи приросту ринкової капіталізації (139% та 192% відповідно за 2009–2013 рр.). Натомість, темп приросту цього показника у ПАТ «Інгулецький ГЗК», що має найменшу забезпеченість запасами та спеціалізується на виробництві виключно концентрату, становить лише 17%, а у ПАТ «Південний ГЗК», що характеризується найнижчим техніко-технологічним рівнем виробництва – лише 8%.

Коефіцієнт котирування акції (*Market-to-Book Ratio*) свідчить, що більшість досліджуваних підприємств мають значення більше 1 (за винятком ПАТ «Інгулецький ГЗК» та ПАТ «Південний ГЗК»). Це, означає, що інвестор готовий заплатити за акції досліджуваних підприємств ціну, що перевищує бухгалтерську оцінку реального капіталу, яка припадає на акцію в даний момент. Однак, за підприємствами значення цього показника диференційоване: найбільше перевищення ринкової вартості акцій над номінальною вартістю акції характерне для ПАТ «Криворізький залізорудний комбінат» (3,33 грн./грн. у 2013 році). Більшість компаній торгується з дуже невисокими мультиплікаторами: Р/Е на рівні 4–8, за виключенням ПАТ «Криворізький залізорудний комбінат», коефіцієнт котирування акцій якого найвищий. Критично низькими значеннями характеризується показник відношення ринкової капіталізації компанії до її доходів (P/S): від 0,38 до 4,15 у 2013 році. Це дозволяє зробити висновок, що гірничодобувні підприємства є недокапіталізованими.

Динаміка коефіцієнта Тобіна (*Q-ratio*) дозволяє відзначити, що специфіка українського менеджменту полягає в акцентуванні уваги на питаннях виробництва та рефінансуванні грошового потоку, а не на зростанні ринкової вартості очолюваних ними підприємств. Як наслідок, маємо дуже низьку капіталізацію гірничодобувних підприємств і феноменальний за світовими мірками факт: балансова вартість підприємства іноді перевищує його ринкову вартість (ПАТ «Інгулецький ГЗК», ПАТ «Південний ГЗК»).

Дослідження ринкової активності у запропонованій методиці пропонується оцінювати оптимальністю співвідношення темпів приросту прибутку, обсягів реалізації та сукупного капіталу підприємств з подальшим переведенням у відповідні коефіцієнти в залежності від кількості відповідностей. Аналізуючи отримані дані, варто відмітити дві тенденції. По-перше, підприємства, що виступають лідерами вибірки за обсягами реалізації, чистого прибутку та капіталу, мають, відповідно, менші темпи приросту цих показників за роками. По-друге, забезпеченість оптимальності співвідношення між темпами змін вищезазначених показників залежить виключно від

ринкової кон'юнктури. Підвищення попиту з боку металургійних комбінатів у 2010–2011 рр., зумовленого збільшенням обсягів виробництва металопродукції на фоні дефіциту ЗРП, сприяло стрімкому збільшенню її цінних параметрів, що дозволило суттєво збільшити темпи приросту чистого доходу від реалізації продукції та темпи приросту балансового прибутку. Обмеженість техніко-технологічних можливостей щодо нарощення обсягу ЗРП у натуральному вимірі значно впливає на показники ринкової активності у період несприятливої ринкової кон'юнктури.

Результати розрахунку агрегованого індикатора капіталу як джерела формування ринкової вартості представлено на рис. 2.

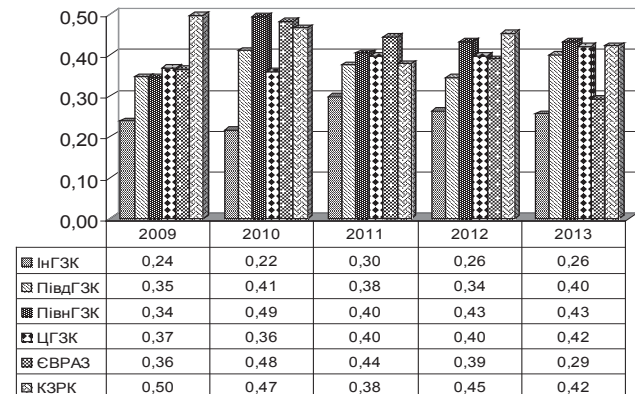


Рис. 2. Агрегований індикатор капіталу гірничодобувних підприємств як джерела формування ринкової вартості у 2009–2013 рр.

Розраховано автором

Отримані значення AI_{MV} свідчать, що ринкові коливання не мають суттєвого впливу на динаміку показника. Це зумовлено наступними обставинами: по-перше, забезпеченістю природним капіталом, високим досвідом роботи у галузі, масштабною господарською діяльністю; по-друге, акумулюванням значного обсягу акцій у «руках» незначного кола осіб, обмеженістю вільного обігу акцій на фондовому ринку.

Висновки з проведеного дослідження. Узагальнюючи вищевикладене, можна зробити наступні висновки:

- аналітичне оцінювання сукупності показників не дозволяє створити комплексний інформаційний базис для підвищення ефективності управління капіталом промислових підприємств. З огляду на це, важливого значення набуває методичний підхід до формування агрегованих індикаторів;

- критеріальними параметрами запропонованого інструментарію визначено: доходність, ліквідність і стійкість та потенціал зростання вартості бізнесу – для фундаментальної вартості; позиціонування підприємства на фондовому ринку, ефективність дивідендної політики та ринкова активність – для ринкової вартості;

- імплементація запропонованої методики у практику функціонування вітчизняних гірничодобувних підприємств свідчить про значний вплив ринкової кон'юнктури на формування фундаментальної вартості, натомість, ринкова вартість знаходиться поза межами такого впливу;

- рівень ефективності управління капіталом гірничодобувних підприємств ідентифіковано як низький, менеджмент досліджуваних підприємств не орієнтований на забезпечення перманентного нарощення вартості.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Rappoport A. Creating Shareholder Value: The New Standard For Business Performance / A. Rappoport . – N.Y., 1986. – 240 p.
2. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст]: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
3. Эшуорт Г. Менеджмент, основанный на ценности. Как обеспечить ценность для акционеров. / Г. Эшуорт, П. Джеймс. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 190 с.
4. Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам. Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Г. Арнольд. – М.: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 748 с.
5. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности: автореф. дисс. на соискание научн. степени докт. экон. наук: спец. 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством (теория управления экономическими системами)» / Д.Л. Волков. – Санкт-Петербург, 2007. – 50 с.
6. Ивашковская И. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И. Ивашковская. – М.: Инфра-М., 2009. – 430 с.
7. Шевчук Н.В. Стратегічні аспекти управління формуванням вартості підприємств / Н.В. Шевчук // Стратегія економічного розвитку України. – 2013. – № 32. – С. 17–23.
8. Шевчук Н.В. Вартість як критерій ефективності управління підприємством / Н.В. Шевчук // Економічний часопис – XXI. Науковий журнал. – 2014. – № 5–6. – С. 68–71.
9. Мусієнко В. Д. Дивідендна політика підприємств та аналіз її ефективності на прикладі гірничо-збагачувальних підприємств Криворізького регіону / В.Д. Мусієнко, Д.В. Ясиненко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – № 5. – С. 205–208.

УДК 339.172:330

Сидоренко О.В.*кандидат економічних наук,**доцент, кафедра менеджменту імені професора Й.С. Завадського
Національного університету біоресурсів і природокористування України***ДЕФІНІТИВНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПОНЯТЬ «БІРЖА» І «БІРЖОВИЙ РИНОК»
ЧЕРЕЗ ПОНЯТІЙНО-КАТЕГОРІЙНИЙ АПАРАТ ТЕОРІЇ РИНКІВ**

Вивчено категорії «біржа» і «біржовий ринок». Вирішено важливе завдання щодо дослідження понятійно-категорійного апарату такої складної економічної системи, як біржа. Враховано її теоретичні і еволюційні засади. За результатами дефінітивного аналізу зроблено висновок, що біржа є унікальною, гібридною економічною системою, яка гармонійно поєднує риси ринку та організації. Безпосередньо в розрізі наукових положень теорії ринків обґрунтовано правомірність отождествлення понять «біржа» і «біржовий ринок».

Ключові слова: поняття, ринок, біржа, біржовий ринок, теорія ринку.**Сидоренко О.В. ДЕФИНИТИВНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ПОНЯТИЙ «БИРЖА» И «БИРЖЕВОЙ РЫНОК» ЧЕРЕЗ ПОНЯТИЙНО-КАТЕГОРИЙНЫЙ АППАРАТ ТЕОРИИ РЫНКОВ**

Изучены категории «биржа» и «биржевой рынок». Решены задания по исследованию понятийно-категорийного аппарата такой сложной экономической системы, как биржа. Учтены ее теоретические и эволюционные основы. Сделан вывод, что биржа является уникальной, гибридной экономической системой, которая гармонично объединяет характеристики рынка и организаций. Непосредственно в контексте положений теории рынков обоснована правомерность отождествления понятий «биржа» и «биржевой рынок».

Ключевые слова: понятия, рынок, биржа, биржевой рынок, теория рынка.**Sydorenko O.V. DEFINITIVE DESCRIPTION THE CONCEPTS „EXCHANGES” AND „EXCHANGES MARKET” THROUGH CONCEPTUAL AND CATEGORICAL APPARATUS OF MARKETS THEORY**

The article deals categories „exchange0 and „exchange market”. The work aimed at solving the important task of research the conceptual and categorical apparatus of such difficult economic system as exchange. In this context was analyzed its theoretical and evolutionary principles. According to the results of the analysis of categorical able to conclude that the exchange is a unique and hybrid economic system that combines features of the market and organizations. Directly in the cut of the theory of markets, it was proved legality of identification concepts of „exchange” and „exchanges market”.

Keywords: concept, market, exchange, exchanges markets, market theory.

Постановка проблеми. Формуванням новітніх економічних систем, розвиток сучасних технологій, процеси глобалізації тощо змушують класичні наукові теорії розширювати свої межі за рахунок тих сфер, які раніше не входили в їх сферу пріоритетних інтересів. Відтак, виникає необхідність у конкретизації понятійного апарату, уточненні визначень, формулювань, методів, їх адаптації до нової сфери використання. Яскравим прикладом подібних процесів є виникнення наукових досліджень біржових ринків.

Зазвичай структурування проблем біржових відносин в своїй основі ґрунтувалися на практичній діяльності їх суб'єктів. Проте недооцінка теоретичних знань, використання бірж переважно в прикладній

науці, іноді й зневажливе ставлення до потенціалу загроз біржової індустрії, призвели до формування схем, потужних і руйнівних, здатних вивести з рівноваги будь-яку економічну систему. Аналіз останніх наукових доробок свідчить, що саме вплив біржових механізмів, наприклад, безконтрольний біржовий спекулятивний капітал, стали перетворювати біржі на «держави в державі». З огляду на це, науковий світ намагається віднайти причини цих наслідків господарювання, а багатомісячний економічний досвід радить починати пошук пояснень із розуміння суті досліджуваного об'єкту, бо, як наголошував засновник логіки Аристотель, вартують ті визначення, які «розкривають суть речей» [1].