УДК 336.64
DOI: https://doi.org/10.37320/2415-3583/9.25

Любкіна О.В.
кандидат економічних наук, доцент,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка
Філіпович Ю.В.
студент,
Київський національний університет імені Тараса Шевченка

ОПТИМАЛЬНА СТРУКТУРА КАПІТАЛУ НА ПІДПРИЄМСТВАХ АГРОСЕКТОРУ УКРАЇНИ

Метою статті є знаходження оптимальної структури капіталу підприємства для представників агробізнесу України на прикладі ПАТ «Миронівський хлібопродукт» із метою розбудови стратегії їх фінансування в даних умовах розвитку національних і світових ринків. Зокрема, було згадано про доробки науковців різних економічних шкіл, що працювали над вибраною авторами темою. Використовуючи дані фінансової звітності і публічні дані бірж по ПАТ «Миронівський хлібопродукт», знайдено зв'язок між структурою капіталу і ціною акції підприємства. Базуючись на отриманих результатах, рекомендується менеджменту здійснювати керування фінансовим левериджем компанії як доцільним методом поліпшення показників її діяльності, а іншим підприємствам АПК провести аналогічний аналіз використання фінансового левериджу.

Ключові слова: *структура капіталу, фінансовий леверидж, власний і запозичений капітал, агропідприємство.*

Постановка проблеми. Капіталістична модель сьогодні застосовується в більшості країн світу й у всіх розвинених країнах. Хоча точаться дискусії про її ефективність і, що важливо, таку собі «гуманність», на найбільшому світовому економічному форумі в Давосі говориться про те, що потрібно брати до уваги інтереси не тільки інвесторів, а й інших стейкхолдерів: споживачів продукції, працівників підприємств, контрагентів і т. д. Утім, прибуток залишається головним показником успішності того чи іншого підприємства, і саме на його підвищенні досі зосереджують основну увагу під час ведення бізнесу. Коли дохідність по боргових цінних паперах в Європі близька до 0%, у США – 1–2%, перед можливою економічною кризою 2020–2021 рр. кожен додатковий відсоток рентабельності активів (акції не виняток) особливо важливий у цей час. Структура капіталу (якими джерелами фінансується підприємство) є одним із тих факторів, коректне управління яким здатне додати ці декілька відсотків до рентабельності бізнесу, навіть в часи рецесії [1, с. 249–255]. Досі не існує єдиної моделі визначення оптимальної структури капіталу для підприємств. Яку структуру капіталу вибрати, залежить від стадії економічного циклу та зрілості компанії, галузі, де працює компанія, що орієнтується на профіль інвестора. Всі ці чинники впливають, коли керівництво компанії вирішує, з яких джерел братиме гроші для будь-якого інвестиційного проєкту. Агропромисловий комплекс займає понад 10% ВВП України (13% у 2018 р.), що робить його одним з основних виробників «доданої вартості» в країні [2, с. 1065]. Базуючись на сказаному вище, вважаємо актуальним пошук для підприємств згаданої галузі тієї структури капіталу, яка б дала максимальний приріст фінансових результатів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вітчизняні й іноземні вчені досліджують проблематику оптимальної структури капіталу. Зокрема, слід відзначити праці таких українських науковців, як Г.В. Савицька [7] (аналіз фінансового стану підприємства), Л.І. Телишевська [8], О.В. Птащенко [8], А.В. Бєлоус [8] (управління інвестиційною діяльністю в приватному секторі), та іноземних науковців, серед яких – С. Акбарян [1] (ефект фінансового важеля для компаній, що лістингуються на біржі), А. Бергер [2], Р. Бонацорсі [2] (формування оптимальної структури капіталу в банках), М. Делуф [3] (вплив робочого капіталу на прибутковість підприємств) та ін.

Мета статті полягає у визначенні оптимальної структури капіталу підприємства для представників агробізнесу України на прикладі ПАТ «Миронівський хлібопродукт» із метою розбудови стратегії їх фінансування в даних умовах розвитку національних і світових ринків.

Виклад основного матеріалу. Усі акціонери орієнтовані на максимально можливу рентабельність грошей (або будь-яких інших активів), вкладених раніше. Окрім інструментів, що базуються на операційному складнику бізнесу (стратегія ціноутворення та виробництва, маркетинг тощо), велике значення для будь-якого бізнесу має вибрана стратегія фінансового менеджменту, простими словами, звідки взяти гроші, куди їх вкладають і як управляють нерозподіленим прибутком. Знання, як діяти на всіх цих трьох етапах,

підвищує результати діяльності компанії. Вибір структури капіталу здійснюється здебільшого на першому етапі рішень фінансового менеджменту. Чому ж структура капіталу має значення?

Як було сказано вище, метою компанії є максимальна прибутковість для інвесторів. Капітал складається з боргу та власного капіталу. Заборгованість включає банківські позики, облігації та інші інструменти з фіксованими платежами, тоді як власний капітал зосереджує кошти власника [3, с. 3–4]. Якщо компанія збільшує частку боргу в структурі капіталу, це призводить до більш високої віддачі від вкладеного капіталу (прибутку на акцію), таким чином, підвищується інтерес інвесторів до конкретної компанії. Окрім того, перехід на агресивну стратегію фінансування зменшує вартість капіталу, тобто вартість залучення коштів для компанії, яка напряму веде до збільшення вартості компанії.

З іншого боку, керівництво компанії, що вибирає агресивну стратегію фінансування, ризикує неплатоспроможністю у кризовій економічній ситуації [4, с. 57–58]. Через високий фінансовий важіль у компанії може виникнути ситуація, коли у неї не вистачить грошей для погашення позик, що може призвести до банкрутства компанії. Тому вибір оптимальної структури капіталу відрізняється в кожному окремому випадку для компаній різних галузей.

Існує безліч звітів, де економісти доводять вплив структури капіталу на результати діяльності компанії. Наприклад, є нещодавні дослідження, проведені в'єтнамськими професорами Тхань Куонгом та Тхі Кен на основі вибірки підприємств із переробки морепродуктів. Використовуючи методи статистичного висновування, вони, наприклад, дійшли таких висновків: якщо коефіцієнт заборгованості становить менше 59,27% і вище 94,60%, то збільшення боргу справді призводить до зростання вартості компанії; якщо коефіцієнт боргу знаходиться в межах від 59,27% до 94,60%, структура капіталу і вартість компанії не мають кореляції [5].

Для визначення оптимальної структури капіталу для підприємств агропромислового комплексу України було вибрано підприємство «ПАТ «Миронівський хлібопродукт», що займається переробкою курятини й іншим харчовим бізнесом, є публічною компанією, акції якої котируються на Лондонській біржі. Як показники, що відображають фінансову «успішність» компанії, взято рентабельність власного капіталу (ROE) і ціна акції.

Для вирахування показників ROE (чистий прибуток/власний капітал), відношення боргу до власного капіталу (D/E) використано дані з проміжної і річної фінансової звітності підприємства «МХП». Дані щодо ціні акції були взяті з ресурсу Yahoo Finance. Зокрема, для цілей аналізу ціни акцій для вказаного підприємства бралися з лагом у два місяці порівняно з датою проміжних і річних звітів, оскільки публікують відповідні документи пізніше, що відстрочує час прийняття інвестором відповідного рішення щодо даної компанії.

Для пошуку оптимальної структури капіталу спочатку перевіримо, чи існує взагалі зв'язок між структурою капіталу і фінансовими результатами підприємства «МХП».

На рис. 1 зображено історичну динаміку показників D/E і ROE на підприємстві «МХП» з I кварталу 2016 р. по III квартал 2019 р.

Перевірка зв'язку між показниками D/E і ROE через коефіцієнт кореляції підтверджує візуальне сприйняття. Будучи на рівні 24%, кореляція вказує на відсутність значимого зв'язку між указаними змінними.

На рис. 2 зображено історичну динаміку показників D/E і ціни акції на підприємстві «МХП» з I кварталу 2016 р. по III квартал 2019 р.

Вирахувана кореляція на рівні 59% між показниками D/E і ціни акції вказує на можливість істотного зв'язку між двома фінансовими показниками компанії. Перевіримо коефіцієнт кореляції на значимість, застосовуючи t-критерій (критерій Стьюдента). За наявних 15 спостережень 95% рівень надійності – 2,160, у нашому разі отримане значення t – 2,56. Оскільки t наявне більше t теоретичного, можна говорити про значимість отриманого коефіцієнта кореляції, отже, між величиною показників D/E і ціни акції для підприємства «МХП» насправді існує обернений зв'язок: зі збільшенням боргу в структурі капіталу ціна акції зменшується, і навпаки. Варто зазначити, що протягом аналізованого періоду частка боргу у валюті балансу коливалася в діапазоні 55–71%, тому отримані дані для показника D/E менше ніж 55% і вище 71% можуть відрізнятися від отриманих вище. Найкращі показники і по ціні акції, і по ROE показали II квартал 2017 р. (18 % і 8,96 дол. за акцію) і I квартал 2018 р. (8% і 11,2 дол. за акцію). У цей період показник D/E варіювався між 58% і 61%, що вказує на оптимальний для підприємства (до прикладу за рівня 71% «МХП» мало негативну рентабельність (-12%) і доволі посередню ціну за акцію – 8,34 дол.).

Якщо компанія остаточно вирішила змінити частку боргу та власного капіталу, застосовуються такі методи рекапіталізації: випуск боргових зобов'язань та викуп власного капіталу, випуск боргу та виплата великого обсягу дивідендів інвесторам в акціонерний капітал, додатковий випуск акцій та повернення боргу.

Важливим під час визначення ринкової ціни на акцію є не лише дані фінансової звітності компанії, а точніше «дані як такі», а скоріше як інвестори їх для себе інтерпретують [7, с. 668]. Звичайно, як правило, якщо компанія виходить зі звітом, де

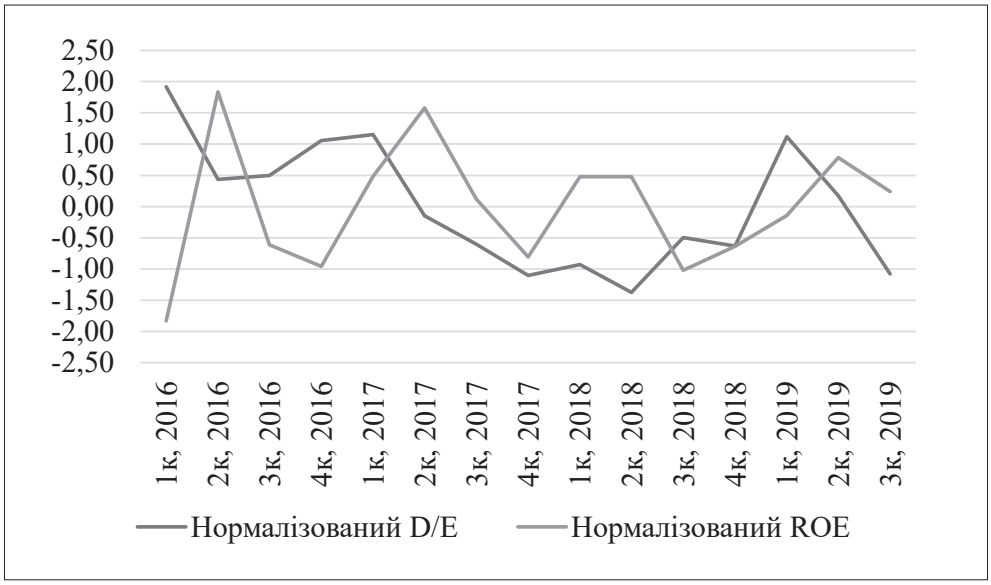

Рисунок 1 – Динаміка показників D/E і ціни акції на підприємстві «МХП»

Джерело: складено за [6]

Рисунок 2 – Динаміка показників D/E і ціни акції на підприємстві «МХП»

Джерело: складено за [6]

показується зростання доходів на акцію, чистого прибутку, додатного грошового потоку, це позитивний сигнал для учасників біржових торгів, а отже, слід очікувати зростання ціни на акцію, і навпаки: якщо результати компанії погіршилися, інвестори можуть мати на меті продаж акцій, що «обвалить» ціну. Втім, якщо інвестори довіряють компанії, навіть збиткові результати не похитнуть «настрій» ринку (зокрема, це стосується якихось інноваційних підприємств, таких як Тесла чи Uber) [8, с. 273–275]. Саме тому інструменти фінансового аналізу, такі як керування фінансовим важелем, є лише одним із багатьох чинників, які «беруть участь» у формуванні вартості компанії, але не визначають її одностайно.

Висновки. У ринкових умовах кожне підприємство змагається за інвестора, намагаючись максимізувати свої фінансові результати. Сьогодні більшість компаній, що лістингується на світових біржах, грамотно керує корпоративними фінансами, що є ефективним інструментом поліпшення цих результатів.

Керування фінансовим левериджем компанії є одним із методів фінансового аналізу, що є доцільним, як показав приклад із підприємством «Миронівський хлібопродукт», одним із найбільших агровиробників в Україні. На прикладі було доведено зв'язок між структурою капіталу і ціною акції компанії. Втім, оптимальна структура капіталу, запропонована в дослідженні, повинна переглядатися протягом певних проміжків часу (один-два роки), оскільки постійно змінюються економічна кон'юнктура і настрої інвесторів.

Список використаних джерел:

1. Акбарян С. Ефект розслідування фінансових важелів та екологічного ризику на підприємствах з ефективності компаній, що котируються на Тегеранській фондовій біржі. *Журнал прикладних наук та сільського господарства*. 2013. № 8(3). С. 249–255. URL : https://pdfs.semanticscholar.org/28b9/c8ff398052112db424104120b6a8a17accf7.pdf (дата звернення: 07.02.2020).

2. Бергер А., Бонацорсі Р. Структура капіталу та ефективність фірми: новий підхід до теорії тестувального агентування та застосування до банківської галузі. *Журнал банківської справи та фінансів*. 2006. № 30. С. 1065–1102. URL : https://pdfs.semanticscholar.org/f137/0fba479f120d6ef8c472dd9443b70ccba3a4.pdf (дата звернення: 07.02.2020).

3. Делуф М. Чи впливає управління робочим капіталом на прибутковість бельгійських фірм? *Журнал фінансів бізнесу та бухгалтерського обліку*. 2003. № 30. С. 3–4. URL : https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1468-5957.00008 (дата звернення: 07.02.2020).

4. Фосберг Р.Н., Гош А. Прибутковість і структура капіталу фірм AMEX і NYSE. *Журнал досліджень бізнесу та економіки*. 2006. С. 57–58. URL : https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/2714/2760 (дата звернення: 07.02.2020).

5. Нгуєн Тан К'юонг, Кан Нгуєн Ті. Вплив структури капіталу на величину фірми для підприємств переробки морепродуктів В'єтнаму. *Міжнародний науково-дослідний журнал фінансів та економіки*. 2012. URL : https://www.researchgate.net/publication/265808716_The_Effect_of_Capital_Structure_on_Firm_Value_for_Vietnam's_Seafood_Processing_Enterprises (дата звернення: 07.02.2020).

6. ПАТ «Миронівський хлібопродукт» : офіційний сайт. URL : https://www.mhp.com.ua/en/home (дата звернення: 07.02.2020).

7. Савицька Г.В. Економічний аналіз діяльності підприємства : навчальний посібник ; 3-є вид., випр. і доп. Київ : Знання, 2007. 668 с

8. Телишевська Л.І., Птащенко О.В., Бєлоус А.В. Управління фінансовими ресурсами підприємства в межах його інвестиційної діяльності. *Бізнес Інформ.* 2014. № 8. С. 273–277. URL : https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2014-8_0-pages-273_277.pdf (дата звернення: 07.02.2020).

References:

1. Akbarian S. (2013). The investigation effect of financial leverage and Environment Risk on Performance firms of listed companies in the Tehran Stock Exchange, Journal of Applied Science and Agriculture (electronic journal), vol. 8 no. 3, pp. 249 – 255. Available at: https://pdfs.semanticscholar.org/28b9/c8ff398052112db424104120b6a8a17accf7.pdf (accessed 7 February 2020).

2. Berger A., Bonaccorsi P. (2006). Capital Structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry, Journal of Banking and Finance (electronic journal), vol. 7, no. 30, p. 1065. Available at: https://pdfs.semanticscholar.org/f137/0fba479f120d6ef8c472dd9443b70ccba3a4.pdf (accessed 7 February 2020).

3. Deloof M. (2003). Does working Capital Management affect Profitability of Belgian firms? Journal of Business Finance and Accountancy (electronic journal), vol. 30, no. 3-4, pp. 13-17. Available at: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1468-5957.00008 (accessed 7 February 2020).

4. Fosberg R., Ghosh A. (2006), Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms, Journal of Business & Economics Research (electronic journal), vol. 4, no. 11, pp. 57-58. Available at: https://clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/2714/2760 (accessed 7 February 2020).

5. Nguyen Thanh Cuong, Canh Nguyen Thi (2012), The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Enterprises, International Research Journal of Finance and Economic (electronic journal), vol. 3, no. 89, p. 7-10. Available at: https://www.researchgate.net/publication/265808716_The_Effect_of_Capital_Structure_on_Firm_Value_for_Vietnam's_Seafood_Processing_Enterprises (accessed 7 February 2020).

6. Official site of PJSC «Myronivsky Hliboproduct». Available at: https://www.mhp.com.ua/en/home (accessed 7 February 2020).

7. Savitskaya G. V. (2007) Ekonomichnyi analiz diyalnosti pidpryemstva [Economic analysis of enterprise activity: 3rd edition]. Kyiv: Znannya. – p. 668.

8. Telyshevskaya L.I., Ptashchenko O.V., Belous A.V. (2014) Upravlinnya finansovymy resursamy pidpryemstva v mezhah yogo investycijnoyi diyalnosti [Management of financial resources of an enterprise within the limits of its investment activity], Business Inform Journal (electronic journal), vol. 8, pp. 273-275. Available at: https://www.business-inform.net/export_pdf/business-inform-2014-8_0-pages-273_277.pdf (accessed 7 February 2020).

Liubkina Olena, Filipovych Yurii
Taras Shevchenko National University of Kyiv

OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE FOR UKRAINIAN AGRICULTURAL ENTERPRISES

The purpose of the article is to find the optimal capital structure for Ukrainian agricultural companies on the example of PJSC "Myronivsky Hliboproduct" to develop a strategy for their financing in the given conditions of national and world markets' development. Capital Structure definition was explained as the amount of debt and/or equity employed by a firm to fund its operations and finance its assets. Companies that use more debt than equity to finance their assets and fund operating activities have a high leverage ratio and an aggressive capital structure. Debt and equity capital are used to fund a business's operations, capital expenditures, acquisitions, and other investments. For purposes of the research, there was mentioned about achievements of scholars of national and world economics schools, who have worked in particular scientific field and noted that although the impact of the capital structure on the financial results of the company is not linear and it is often difficult to accurately quantify, this impact mostly exists. Its degree depends on the industry, economic environment, market where the activity of the enterprise is concentrated. Using the financial statements and publicly traded data on PJSC "Myronivsky Hliboproduct", a correlation between the capital structure and the share price of the enterprise was found. No connection was found between capital structure and return on equity. Based on the results obtained, it is recommended that the financial management of the company should manage the financial leverage of the company as one of the expedient methods for improving the key indicators of its activities. In addition, other enterprises of the agro-industrial complex of Ukraine should conduct an analysis on the effectiveness of regulation of financial leverage on the example of precedent from PJSC «MHP». It is also suggested for enterprises to review the optimal value of the capital structure over certain intervals (1-2 years), as the economic environment and investor sentiment in Ukraine and the world are constantly changing. It was determined that if company has finally decided to change the mix of debt and equity, next methods of recapitalization are common: issue debt and repurchase equity, issue debt and pay a large dividend to equity investors, issue equity and repay debt.

Key words: *capital structure, financial leverage, equity and debt, agribusiness.*

JEL classification: G32.