

ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.6

ВПЛИВ МАКРОФІНАНСОВОЇ ЦИКЛІЧНОСТІ НА ДІЯЛЬНІСТЬ УКРАЇНСЬКИХ АГРОХОЛДИНГІВ

Р.В. Корнилюк, кандидат економічних наук.
ДВНЗ «Київський національний університет ім. В. Гетьмана»
А.В. Корнилюк, кандидат економічних наук.
Інститут економіки і прогнозування НАН України

© Корнилюк Р.В., 2017.

© Корнилюк А.В., 2017.

Стаття отримана редакцією 02.06.2017 р.

Вступ. Продукція вітчизняного агропродовольчого сектора є лідируючою в структурі експорту. За даними Міністерства агропромислової політики за дев'ять місяців 2016 р. вона склала 40% від усього експорту [1]. Таким чином, ця галузь має значний вплив на розвиток економіки та забезпечує значну частину валютних надходжень.

Ураховуючи потенційно вагомий вплив досліджуваної галузі на економічну ситуацію в країні, доцільно проаналізувати фінансовий стан аграрних експортноорієнтованих компаній галузі в умовах криз, зокрема у розрізі динаміки їхніх грошових потоків і доходів. Важливим аспектом, який пропонуємо детальніше розглянути у цій статті на основі емпіричного аналізу є взаємозв'язок між макрофінансовими шоками та системними ризиками банківської системи із циклічністю результатів діяльності аграрного сектора економіки.

Огляд останніх джерел досліджень і публікацій. Проблематикою агропромислового сектора займалися такі вітчизняні вчені, як О.Г. Білорус [2], Н.М. Давиденко [3], С.М. Дідух [4], О.О. Сранкін [5], О.Жолудь [6], К.Б. Мельник [7], А.М. Поддєрьогін та інші. [8]. Більшість з досліджень базувалися на агрегованих статистичних даних. Натомість у цій статті використані більш деталізовані дані з динаміки й структури грошових потоків досліджуваних публічних агрохолдингів, загальна частка яких у експортній аграрному виторгу країни становить близько 20%.

Постановка завдання. Мета статті – виявити специфіку зміни фінансового стану вітчизняних публічних агрохолдингів під впливом макрофінансових шоків на різних етапах економічного циклу.

Виходячи з мети дослідження, визначені такі завдання:

- 1) дослідити зміну ролі аграрного сектора в структурі вітчизняної економіки, зокрема зовнішньо-економічної діяльності;
- 2) розкрити динаміку макрофінансових шоків, які зумовили циклічність в агросекторі протягом досліджуваного періоду 2009 – 2015 рр.;
- 3) проаналізувати зміну фінансових індикаторів українських агрохолдингів, зумовлену дією низки складових системного ризику валютного, ринкового й кредитного характеру. Аналізувалися показники грошового потоку від операційної та фінансової діяльності, капітальних вкладень і вільного грошового потоку (різниця грошового потоку від операційної діяльності та капітальних вкладень).

Дослідження базувалося на відкритих даних фінансової звітності вітчизняних агрохолдингів, акції яких торгуються на міжнародних фондових біржах. Зокрема, це такі компанії, як Astarta, Avangard, Agrogeneration, Agroton, Kernel, МНР, UkrproductGrup, ІМС, Ovostar, Milkiland [9]. Горизонт досліджень 2009 – 2015 рр. дозволив проаналізувати стан грошових потоків протягом двох кризових періодів: 2009 – 2010 рр. і 2014 – 2015 р. та в періоди відносного поліпшення економічної ситуації.

Основний матеріал і результати. *Місце аграрної галузі в економіці країни.* Внесок аграрної галузі у формування валового внутрішнього продукту України за період 2010 – 2015 рр. стрімко зріс із близько 6 до 12 % (рис. 1).

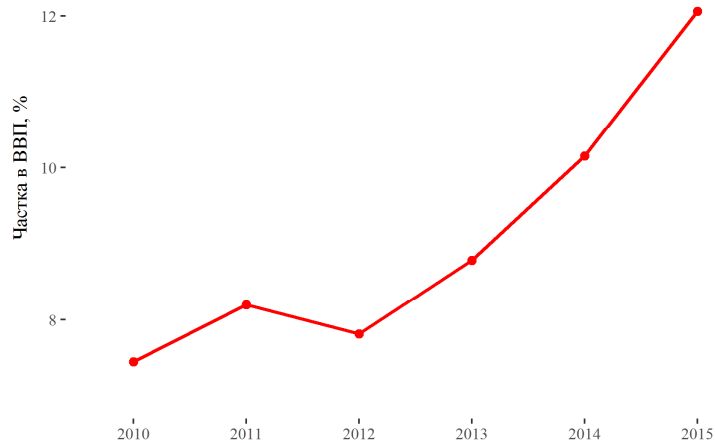


Рис. 1. Частка аграрного сектора у ВВП України

Посилення ролі сільськогосподарського виробництва проявляється й у зовнішньо-економічній діяльності, де експорт продукції досліджуваної галузі у 2013 – 2014 рр. обігнав традиційного лідера – металургійну продукцію (рис. 2).

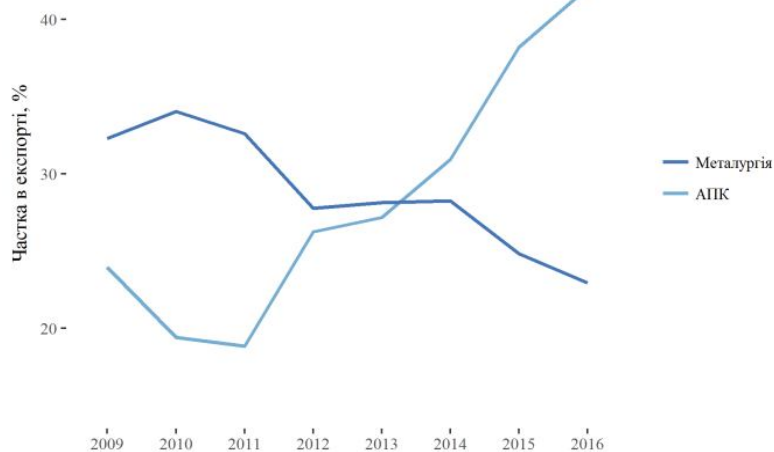


Рис. 2. Динаміка експортної виручки аграрних та металургійних компаній

Існує низка гіпотез щодо факторів підвищення важливості агросектора, серед яких:

1) загальне зниження темпів глобального економічного зростання в так званій період «new normal» після світової кризи 2007 – 2009 рр. зумовило падіння попиту на традиційні сировинні продукти українського експорту хімічної та металургійної галузей, що використовувалися для виробничих цілей, тоді як світовий попит на продукти харчування лишився значно стабільнішим унаслідок поліпшення стандартів життя на ринках, що розвиваються. Саме цей попит вдалося задовольнити вітчизняним виробникам;

2) збільшення доступності капіталу на міжнародних фінансових ринках у посткризовий період створило сприятливі умови для первинного публічного розміщення акцій (IPO) вітчизняними агропромисловими компаніями, що у свою чергу дозволило їм залучати дешеві фінансові ресурси для розширення своєї діяльності;

3) позитивний вплив девальвованої після фінансової кризи 2009 – 2010 рр. національної валюти на собівартість виробництва продукції, що сприяла ціновій конкурентоспроможності на світових ринках.

Типологія шоків і прояви макрофінансової циклічності. Незважаючи на позитивні тренди, що сприяли розвитку агропромислового виробництва, сільське господарство як невід'ємна складова частина вітчизняної економіки перебувало під впливом суттєвих кризових факторів. Циклічність

макрофінансового характеру поширювалася на агропромисловий сектор у вигляді системних шоків, які можна умовно поділити на такі:

– **виробничий шок.** Значне зниження обсягів виробництва під час двох періодів рецесій (2009 – 2010 та 2014 – 2015 рр.) (рис. 3) і пов'язані з ними кризові явища у формі падіння зайнятості, реальних доходів населення, згортання купівельної спроможності та роздрібного товарообороту не мало настільки суттєвого негативного впливу на агровиробників порівняно з рештою секторів економіки, про що свідчать розрахунки нижче, які стосувалися динаміки фінансових показників аналізованих агрохолдингів;

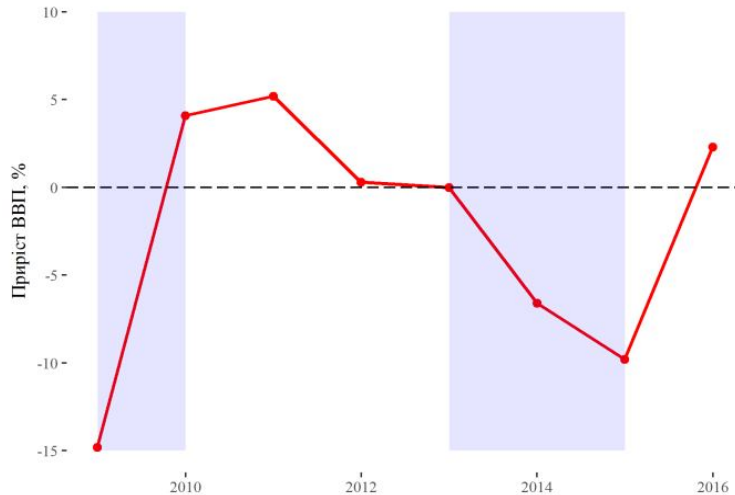


Рис. 3. Динаміка ВВП (рецесії)

– **валютний шок** у формі девальвації гривні у IV кв. 2008 р. та у 2014 – 2015 рр. сприяв зниженню собівартості експортної продукції, номінованої у доларах США, а відтак стимулював нарощення експортного потенціалу аграрного сектора України (рис. 4);

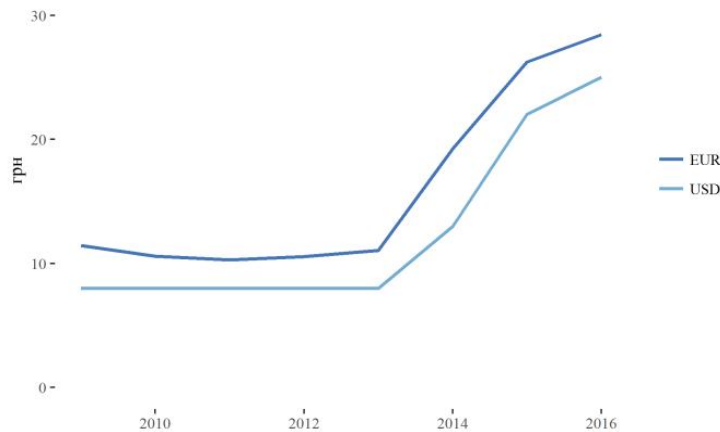


Рис. 4. Динаміка курсу EUR/UAH, USD/UAH

– **кредитний шок.** На відміну від інших галузей промисловості, згортання обсягів кредитування українськими банками та зростання відсоткових ставок мали обмежено негативний ефект для агросектора з огляду на доступ публічних агрохолдингів України до міжнародних джерел фінансового капіталу, тоді як частина закритих олігархічних аграрних бізнес-груп через пов'язані банки зберегли привілейований доступ до кредитного фінансування за рахунок каналу кредитування пов'язаних осіб;

– **ринковий шок.** Після глобальної фінансової кризи відбулося стрімке зростання світових цін на харчі, що досягло максимальних значень у 2012 р., які попри подальше зниження лишаються на високому рівні. Це задає загальний сприятливий тон для розвитку аграрного бізнесу в Україні. Слід також зазначити, що попри схожу динаміку цін на більшість товарних позицій вітчизняного

агроекспорту (наприклад, пшениця, ячмінь, кукурудза, соя, соняшник), ціни на певні важливі товарні групи протягом досліджуваного періоду демонстрували гетерогенність (наприклад, соя, ріпак). Проте існує загроза погіршення цінової кон'юнктури на світових товарних ринках основної продукції українського експорту.

Динаміка ключових індикаторів агрохолдингів. У кризових 2010 та 2014 рр. спостерігалось різке скорочення грошового потоку від операційної діяльності, проте вже протягом наступних років досліджуваним компаніям вдалося його наростити (рис. 5). Це свідчить про високий потенціал відновлення та адаптації компаній галузі до несприятливих економічних умов.

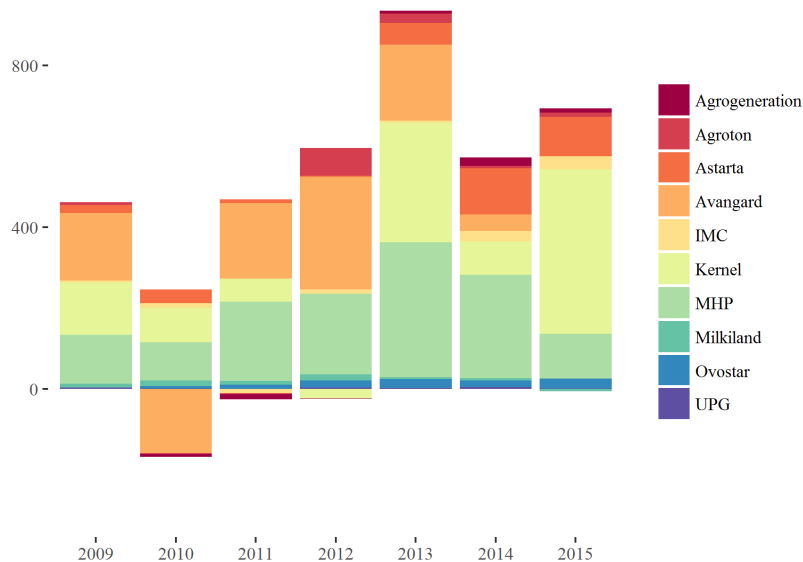


Рис. 5. Динаміка грошового потоку від операційної діяльності агрохолдингів

Максимальні значення грошового потоку від операційної діяльності спостерігалися у 2013 р. Падіння значень у 2014-му частково могло бути зумовлене змінами у робочому капіталі, зокрема нарощенням інвестицій у запаси. Так, стратегія нарощення запасів під час економічної рецесії була характерна для «Кернел» та «МХП», що і зумовило значне скорочення їх грошових потоків від операційної діяльності.

Агрохолдинги активно здійснювали капітальні інвестиції у 2009 – 2012 рр., проте починаючи з 2013 р. спостерігається спад вкладень (рис. 6). Якщо у кризових 2009 – 2010 рр. компанії продовжували активно нарощувати капітальні вкладення, то у 2014 – 2015 рр. відбувався їх спад. На нашу думку, це пояснюється падінням світових цін на зернові та олійні культури, що знижувало мотивацію власників щодо розширення виробництва. Не сприяла капітальним інвестиціям і невизначеність, пов'язана з рецесією та економіко-політичною ситуацією у країні.

Протягом 2010 – 2012 рр. спостерігалось значне нарощення вхідних грошових потоків від фінансової діяльності, тобто компанії активно залучали зовнішнє фінансування, переважно боргове. Починаючи з 2013 р. відбувався делевериджинг і компанії більше віддавали боргів, аніж залучали нового фінансування, така ж ситуація спостерігалася й у 2009 р. Отже, під впливом системних шоків аграрні компанії були схильні активніше сплачувати існуючі борги заради збереження фінансової стійкості. Варто зазначити, що спусковим гачком до зниження капітальних витрат публічних українських агрохолдингів виявився саме зовнішній ринковий шок від погіршення міжнародної цінової кон'юнктури у 2013 р., що пізніше посилювався дією внутрішніх макрофінансових, валютних і кредитних факторів.

Наступним показником, динаміку якого було досліджено, був вільний грошовий потік (FCF), що дозволяє оцінити забезпеченість коштами після фінансування поточної діяльності та здійснення необхідних інвестицій у розвиток. Позитивне значення показника означає, що компанія здатна погашати свої зобов'язання та виплачувати дивіденди, негативне значення – компанія потребує додаткового зовнішнього фінансування. Динаміка цього індикатора обернена до динаміки грошового потоку від фінансової діяльності, що відповідає загальній фінансовій логіці. У періоди, коли компанії мають значні фінансові надходження від операційної діяльності, вони не схильні до залучення зовнішнього фінансування, і навпаки – у періоди скорочення надходжень компанії вдаються до

залучення коштів на фінансових ринках через механізм емісії акцій, облігацій чи банківських кредитів.

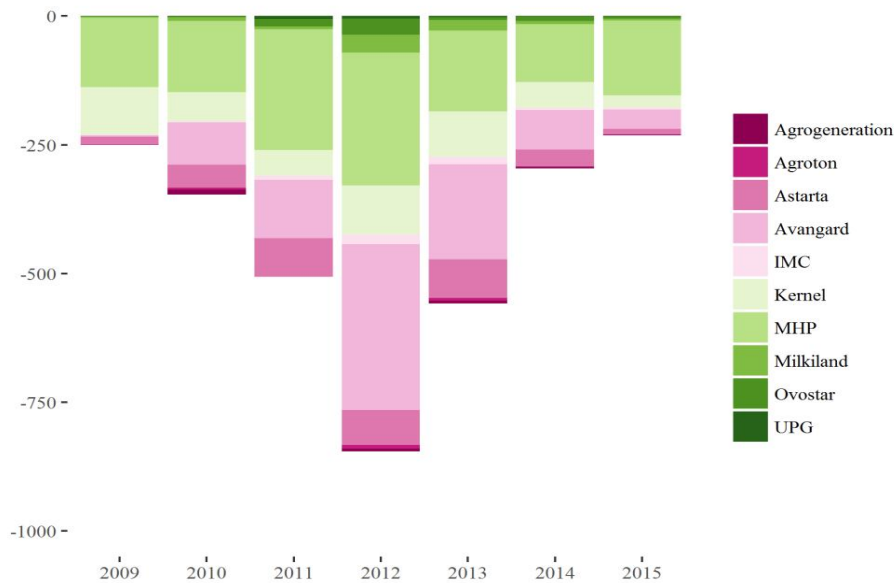


Рис. 6. Динаміка капітальних інвестицій агрохолдингів

Обсяг вільного грошового потоку залежить від обсягів операційного грошового потоку й обсягу здійснених капітальних інвестицій. Відповідно переважно від'ємні значення показника у 2010 – 2012 рр. пояснюються значними інвестиційними витратами, які не покривалися вхідними грошовими потоками від операційної діяльності та вимагали залучення боргового фінансування (рис.7). Нарощення FCF у 2013 – 2015 рр. збіглося зі скороченням обсягів інвестиційної діяльності та деяким нарощенням обсягів грошових потоків від операційної діяльності.

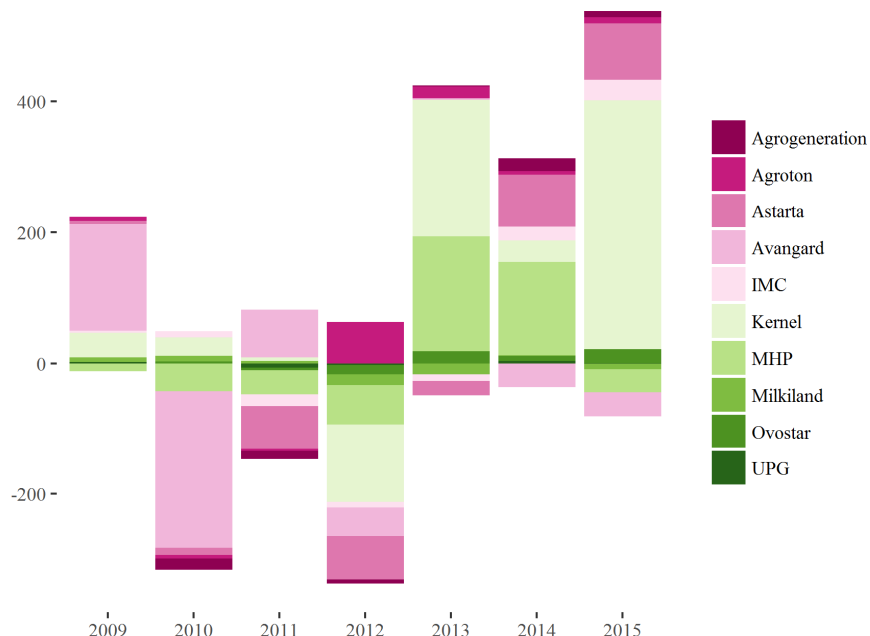


Рис. 7. Динаміка вільного грошового потоку агрохолдингів (FCF)

Як свідчать наші розрахунки, доходи українських агрохолдингів демонструють контрциклічність, яка особливо яскраво проявляється у динаміці EBITDA (рис. 8), чому сприяв позитивний ефект від девальвації через собівартість та попередній цикл нарощення капітальних витрат з 2009 по 2012 р.

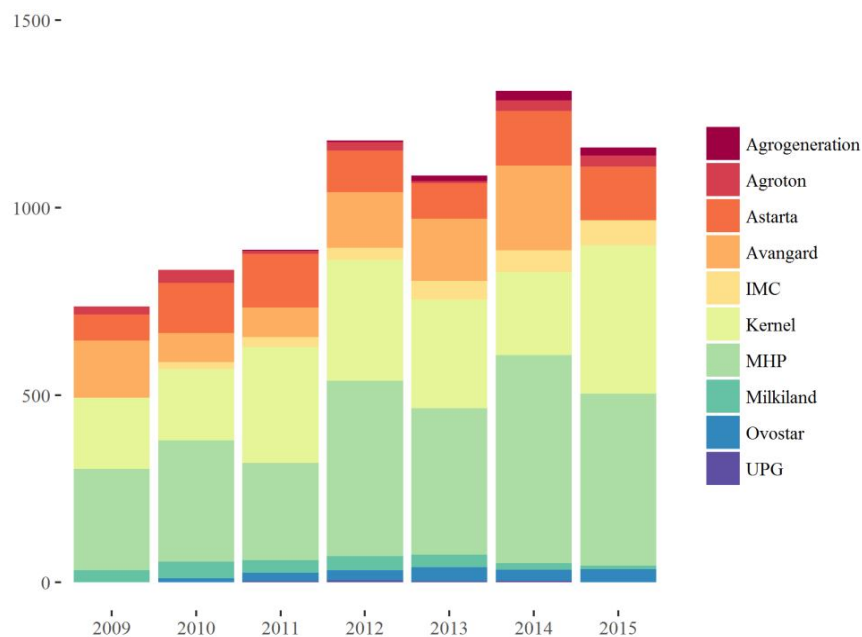


Рис. 8. Динаміка ЕВІТДА агрохолдингів

Висновки. У результаті проведених емпіричних досліджень встановлено існування суттєвого взаємозв'язку між макрофінансовою циклічністю та фінансовим станом публічних агрохолдингів України. Проте, вплив системного ризику на діяльність флагманів сільського господарства мав специфічні відмінності порівняно з рештою галузей економіки. Так, зовнішні ринкові шоки, пов'язані з низхідними трендами на світовому товарному ринку у 2013 р., виявилися більш значущими для експортноорієнтованих аграрних бізнес-груп, ніж внутрішні макроекономічні шоки під час рецесії 2014 – 2015 рр. Більше того, попри негативний вплив з боку згортання внутрішнього попиту і доступності банківського кредитування, внутрішня системна криза мала ряд позитивних ефектів для агросектора. Зокрема, девальвація гривні сприяла нарощенню обсягів експортної виручки й ЕВІТДА досліджуваних компаній унаслідок підвищення цінової конкурентоспроможності української агропродукції та зниження номінованої в іноземній валюті собівартості виробництва.

Подальше дослідження співвідношення впливу різного типу шоків на стан вітчизняних агрохолдингів вимагає більш детального кількісного аналізу з використанням інструментів регресійного моделювання, що стане предметом майбутніх наукових публікацій. Важливим напрямом досліджень може стати й поглиблений аналіз впливу кредитного, валютного і процентного аспектів системного ризику банківського сектора на специфіку боргового навантаження агропромислових підприємств.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Сайт Міністерства агропромислової політики. Електронний ресурс. Режим доступу: <http://minagro.gov.ua/uk/news>.
2. Білорус О. Г. Глобальна конвергенція ринків та реекспортні геофінанси світового АПК / О.Г. Білорус, В. І. Власов, Г. О. П'ятаченко // Фінанси України. – 2016. – № 8. – С. 24 – 37.
3. Давиденко Н. М. Оцінка фінансового стану підприємств корпоративного типу в агробізнесі України / Н. М. Давиденко // Облік і фінанси. – 2012. – № 1. – С. 111 – 117.
4. Дідух С. М. Оцінка фінансового стану та динаміки розвитку агрохолдингів України / С.М. Дідух // Економіка харчової промисловості. – 2015. – Т. 7, № 3. – С. 41 – 49.
5. Єранкін О. О. Сучасні підходи до вирішення проблем оцінки кон'юнктури аграрних ринків в Україні / О.О. Єранкін // Вісник ХНАУ. Серія : Економічні науки. – 2015. – № 4. – с. 139 – 149.
6. Zholud O. Economic activity brief: Agriculture / O. Zholud // Vox Ukraine. – 2015. - <https://voxukraine.org/2014/08/13/19/>.

7. Мельник К. Б. Фінансове забезпечення функціонування агрохолдингів в сучасних умовах / К.Б. Мельник // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Сер. : Економіка, аграрний менеджмент, бізнес. – 2013. – Вип. 181 (5). – С. 57 – 66. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/nvnuai_econ_2013_181\(5\)_10.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/nvnuai_econ_2013_181(5)_10.pdf)

8. Корнилюк А. В. Експортний потенціал українських агрохолдингів / А. М. Поддєрьогін, А. В. Корнилюк, Є. О. Шаховалова // Незалежний аудитор: науково-практичне видання. – К.: ТОВ «Видавництво «СОВА», 2015. – №13 (III). – С. 36 – 42.

9. Річна фінансова звітність публічних агрохолдингів України, складена за міжнародними стандартами.

UDC 336.6

Roman Kornyliuk, Ph.D., Doctoral Candidate «Kyiv National V. Hetman University». **Anna Kornyliuk**, Ph.D., Senior Researcher. Institute for Economics and Forecasting accountable to National Academy of Sciences of Ukraine. **Influence of macrofinancial cycle on activity of Ukrainian agroholdings**. The problems of Ukrainian agroholdings activity during system instability are considered. The agri-food sector products have the biggest share in the export structure. Thus, this industry has a significant impact on the economy development and provides a significant share of earnings nominated in foreign currency. Based on the empirical data analysis, the relationship between macro-financial shocks, systemic risks of the banking sector and the cyclicity of the agrarian sector's results is substantiated. The mechanisms and results of the influence of systemic shocks of currency, credit, market character on the dynamics of incomes and cash flows of public agroholdings are determined.

As a result of empirical studies, there was determined a significant relationship between macrofinancial situation and the financial position of public agricultural holdings in Ukraine. However, the impact of systemic risk on the activities of agricultural leading companies had specific differences compared with the rest of the economy. Thus, the external market shocks associated with downward trends in the world commodity market at 2013 were more significant for export-oriented agribusiness groups than domestic macroeconomic shocks during the 2014-2015 recession. Moreover, despite the negative impact of domestic demand and the availability of bank lending, the internal systemic crisis had a number of positive effects for the agri-sector.

Keywords: agroholdings, systemic risk, macro-financial shocks, financial stability, devaluation, FCF, CAPEX, EBITDA.

УДК 336.6

Корнилюк Роман Васильович, кандидат економічних наук, докторант. ДВНЗ «Київський національний університет імені В. Гетьмана». **Корнилюк Анна Валентинівна**, кандидат економічних наук, старший науковий співробітник. Інститут економіки і прогнозування НАН України. **Вплив макрофінансової циклічності на діяльність українських агрохолдингів**. Розглянуто проблеми діяльності українських агрохолдингів під час системної нестабільності. На основі аналізу емпіричних даних обґрунтовано взаємозв'язок між макрофінансовими шоками, системними ризиками банківського сектора та циклічністю результатів діяльності аграрного сектору економіки. Визначено механізми й результати впливу системних шоків валютного, кредитного, ринкового характеру на динаміку доходів і грошових потоків публічних агрохолдингів.

Ключові слова: агрохолдинги, системний ризик, макрофінансові шоки, фінансова стабільність, девальвація, FCF, CAPEX, EBITDA.

УДК 336.6

Корнилюк Роман Васильевич, кандидат экономических наук, докторант. ГВУЗ «Киевский национальный университет имени В. Гетьмана». **Корнилюк Анна Валентиновна**, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник. Институт экономики и прогнозирования НАН Украины. **Влияние макрофинансовой цикличности на деятельность украинских агрохолдингов**. Рассмотрены проблемы деятельности украинских агрохолдингов в условиях системной нестабильности. С помощью анализа эмпирических данных обоснована взаимосвязь между макрофинансовыми шоками, системными рисками банковского сектора и цикличностью результатов деятельности аграрного сектора экономики. Определены механизмы и результаты влияния системных шоков валютного, кредитного, рыночного характера на динамику доходов и денежных потоков публичных агрохолдингов.

Ключевые слова: агрохолдинги, системный риск, макрофинансовые шоки, финансовая стабильность, девальвация, FCF, CAPEX, EBITDA.