

УДК 336.76

Т. П. Бойко,
аспірант кафедри фінансів,
Київський Національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, Київ

РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ АГРАРНИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

T. Boiko,
PhD student, Finance dep., Vadym Hetman Kyiv National Economic University, Kyiv

SHARE PLACEMENTS OF UKRAINIAN AGRARIAN COMPANIES ON THE INTERNATIONAL STOCK MARKETS

У статті запропоновано класифікацію українських аграрних компаній на групи для максимізації ціни акцій після розміщення на зарубіжних фондових ринках. В основну класифікації покладено відому модель життєвого циклу із суттєвими змінами та доповненнями для аграрних компаній із України. Для цього дослідження і подальшої класифікації обрано та обґрунтовано показники фінансової та операційної діяльності компаній. В результаті такої класифікації компанії розподілено на 4 групи, після чого виявлено взаємозв'язок між групою, до якої належить компанія, та динамікою ціни її акцій на зарубіжних фондових ринках за певний період. Проведене групування українських аграрних компаній засноване на показниках, що є специфічними для сільського господарства: розмір земельного банку, динаміка виручки (доходу від реалізації продукції), нерозподілений прибуток на гектар землі, капітальні витрати, вік компанії. Враховано специфіку ринків, що розвиваються.

Винесено рекомендації по розміщенню акцій українських аграрних компаній в залежності від групи, до якої належить компанія в результаті даного дослідження.

The article proposes the classification of Ukrainian agrarian companies into groups for maximizing the price of shares after share placements in foreign stock markets. The main classifications are based on a well-known model of the life cycle with significant changes and additions for agribusinesses from Ukraine. For this research and further classification, the indicators of financial and operating activities of companies have been selected and substantiated. As a result of this classification, companies are grouped into 4 groups, after what the relationship between the group to which the company belongs and the dynamics of the price of its shares in foreign stock markets for a certain period was investigated. The grouping of Ukrainian agrarian companies is based on indicators, what are specific to agriculture: land bank size, revenue dynamics (sales income), retained earnings per hectare of land, capital expenditures, age of the company. The specifics of emerging markets are taken into account.

Recommendations were made for the placement of shares of Ukrainian agrarian companies depending on the group to which the company belongs as a result of this research.

*Ключові слова: розміщення акцій, фондовий ринок, EBIT, EBITDA, аграрна компанія.
Key words: share placement, stock market, EBIT, EBITDA, agrarian company.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Українські аграрні компанії для розміщення акцій не завжди враховують особливості ринків що розвиваються та специфіку сільського господарства. У практичній діяльності та наукових працях ефективність роз-

міщення досліджується переважно у взаємозв'язку із життєвим циклом компанії не залежно від ринку та сфери їх діяльності. Як відомо, життєвий цикл компанії — це передбачувані зміни в діяльності будь-якої організації, які відбуваються з певною послідовністю протягом визначених інтервалів часу. Поширена в науковій літературі модель життєвого циклу організації вимагає

високий рівень стабільності і прогнозованості фінансових результатів компаній та результатів діяльності на фондовому ринку, не передбачає постійних регулярних змін. Враховуючи те, що однією з особливостей українського бізнесу є низька стабільність і короткострокові горизонти планування, то дана модель життєвого циклу не підходить до застосування українськими аграрними компаніями для визначення моменту розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках. Також у наукових працях не доведено, що підприємства різних сфер діяльності проходять через одні й ті ж стадії життєвого циклу; особливо це стосується сільське господарство.

Для українських компаній виникає потреба у особливих підходах у ефективному розміщенні. Тому постає потреба у розробці інтегрального показника, який би врахував цю специфіку. І цей показник має ґрунтуватись на розмірі земельного банку, нерозподіленого прибутку, грошового потоку.

Висунуто гіпотезу про те, що класифікація українських аграрних компаній на основі запропонованого інтегрального показника впливає на зміну ціни акцій компанії після розміщень на зарубіжних фондових ринках.

ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою дослідження є визначення результатів розміщення акцій підприємств АПК в залежності від групи, до якого належить підприємство. Така класифікація має враховувати специфіку сільського господарства в цілому та фінансові показники. Визначення оптимального моменту для розміщення акцій та визначення належності до певної групи відповідно до матриці фінансових та аграрних параметрів дозволить компаніям та інвесторам отримати максимальну дохідність акцій.

Тому необхідно визначити інтегральний показник, який би дозволив розподілити підприємства на групи, що дозволило б дослідити ефективність розміщення акцій в залежності від групи, й в залежності від цього приймати управлінське рішення про ефективність виходу на фондовий ринок.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Моделі організації, засновані на теоретичних дослідженнях, в більшості своїй описують універсальні характеристики стадій життєвого циклу без врахування специфіки українських аграрних компаній (Хенкс С. [1], Адісес І. [2], Грейнер Д. [3]). В нечисленних емпіричних дослідженнях (Лестер Дж., Парнелл Л. та ін. [4], Широкова Г. [5]), використовуються досить громіздкі анкети для агрегованої оцінки життєвого циклу компанії. У зв'язку з тим, що ефективність розміщення залежить від життєвого циклу організації, то доцільно вивчити теорії життєвого циклу організації. Аналіз показує, що існуючі дослідження не завжди враховують залежність результатів залучення капіталу від стадії життєвого циклу компанії. Найбільш поширеними в науковій літературі для визначення життєвого циклу є компромісна теорія та теорія ієрархії. Згідно з компромісною теорією на стадіях життєвого циклу, що передують зрілості, фірми не можуть дозволити залучати капітал в силу високих витрат банкрутства, низьких доходів, а також нестабільності фінансових результатів. Аналогічні висновки по-

ширюються і на стадію спаду, оскільки на ній компанії також схильні до зниження доходів. Компромісна модель передбачає паттерн "низький — високий — низький борг" протягом життєвого циклу. Ла Рокка М. [7], Коулман Дж. [8] вважають, що компромісній теорії слідує тільки компанії в стадії росту. І навпаки, в результаті дослідження [9] виявилось, що компанії в стадії росту слідує теорії ієрархії. Теорія ієрархії не припускає наявності оптимальної структури капіталу. Вибір джерел фінансування фірмою індивідуальний в залежності від обставин, але спочатку перевага віддається нерозподіленого прибутку, потім — борговим джерелам і далі — інструментам власного капіталу. Таким чином, теорія припускає паттерн "високий — низький — високий борг" протягом життєвого циклу. У той же час, існують підтвердження, що кожна з теорій частково пояснює мотиви фінансування компаній на кожній стадії [10].

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБґРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

У зв'язку із дефіцитом фінансових ресурсів на фондовому ринку України, українські аграрні компанії вимушені проводити залучення капіталу на фондових ринках Польщі та Великобританії. Але як показують результати, розміщень акцій не завжди можна вважати успішними: ціна після розміщення завжди знижується.

У цілому українські аграрні компанії провели розміщень акцій на зарубіжних фондових ринках на суму близько 133 млн дол. США, що становить близько 6% капіталу, залученого усіма українськими компаніями через процедуру розміщення акцій. Більшість (9 із 15) українських аграрних компаній для розміщень акцій обирали Варшавську фондову біржу, а вибір фондової біржі залежав від вимог до IPO, його вартості та критеріїв допуску до лістингу. Серед 15 аграрних компаній лише дві, у яких поточна ціна акцій вища за ціну розміщення. Тому необхідно дослідити показники, що впливають на розміщення акцій українських аграрних компаній на зарубіжних фондових ринках.

Хоча в науковій літературі і досліджується взаємозв'язок ефективності розміщення акцій із іншими показниками (наприклад, найбільш поширеним є взаємозв'язок із життєвим циклом організації), але такий підхід не враховує українських реалій та особливостей сільськогосподарського виробництва. Тому можна припустити, що рішення про розміщення приймається не вірно, що підтверджують результати розміщень акцій аграрних підприємств.

В аналітичних звітах світових відомих інвестиційних консультантів (Ernst&Young, Landlord, Deloitte) на перше місце виходить земельний банк компанії. Тому метою даного дослідження є виявлення і ранжування критеріїв для присвоєння аграрній компанії певного атрибуту — інтегрального показника, що враховував би фінансові та аграрні.

Тому для визначення розрахунку інтегрального показника було застосовано модель Ентоні Дж., Рамеша К. [12]. Ентоні Дж. та Рамеш К. для виділення етапів життєвого циклу використав чотири змінні: виплати по дивідендах, зростання продажів, витрати на капітал і вік

компанії. Визначалось медіанне значення за даними п'яти попередніх років і компанії за цими чотирма показниками в кілька підгруп. Передбачалося, що компанії, що розвиваються інвестують великий обсяг коштів у матеріальні активи, виплачують низькі дивіденди і характеризуються високим рівнем продажів. У той же час компанії, що не розвиваються та не очікують високого росту, не вкладають кошти в капітал, але виплачують високі дивіденди. Розвинені фірми характеризуються середніми показниками за всіма чотирма параметрами.

У зв'язку з тим, що досліджуються українські компанії — то використано корегування і доповнення до даної моделі. Україна належить до ринків, що розвиваються, ринків з великими макроекономічними, політичними, регуляторними та ризиками ліквідності, де у компаній відсутня періодичність та суттєвість політики виплати дивідендів. Тому для адаптації моделі Ентоні Дж. та Рамеша К. до українських компаній використано не дивідендні виплати, а нерозподілений прибуток, що є ключовим показником при прийнятті інвестиційних рішень на ринках, що розвиваються, слідуючи сучасним дослідженням [13] і [14].

Українські компанії використовують ЕВІТДА як ключовий показники свого фінансового стану в інвестиційних та щорічних звітах, який уніфікований для усіх видів економічної діяльності. Інвестори використовують його для оцінювання ефективності роботи однієї агрокомпанії в різні роки або для порівняння ефективності роботи різних агрокомпаній. Це є невірним, особливо для ринків розвиваються, що підтверджують наукові дослідження. Кларман С. та Баффет У. критикують ЕВІТДА із за його нестабільності: Кларман С. вважає, що додавання назад 100% амортизації та знецінень робить ЕВІТДА ще менш значущим — оскільки якщо відповідні капітальні витрати не будуть здійснені, не можливо користуватися грошовим потоком, що постійно зростає і, як наслідок, прийде до скорочення фінансових результатів [16]. Як відомо, ЕВІТДА визначається як операційний дохід плюс знос та амортизація.

$$EBITDA = ROA - DA \quad (1)$$

ROA — операційний дохід
DA — знос та амортизація

На думку Баффета У., показник використовується для інвестиційної привабливості фінансової звітності та маскування шахрайства. Прозорі компанії ніколи не використовували ЕВІТДА у річних звітах [16]. Уелдон Р., Салас-Гутьєррес Т. вважають, що ЕВІТДА доцільно використовувати для прогнозування грошових потоків лише в консервативній практиці складання фінансової звітності, при цьому використання ЕВІТДА залишається підозрілим, оскільки показник включає прибутки й амортизаційні відрахування, направлені на заміщення капіталу [17]. Келлер Т. та Вессель Д. вважають ЕВІТДА показником наднизької короткострокової здатності для погашення відсоткових платежів — компаній, що не здатні функціонувати без заміни зношених активів" [18]. Деякі дослідники для оцінки фінансового стану компанії, та як наслідок визначення стадії розвитку, пропонують використати free cash flow, показник, що враховує вищеописані недоліки — корегує прибутки додаван-

Таблиця 1. Специфічні показники для оцінки раціональності інвестування в аграрні корпорації

Назва показника	Недоліки	Горизонт інвестування
FCF/га	Складний у порівнянні	Довгостроковий
FCFE/га	Не враховує розподіл оперативних, змінних та постійних затрат	Середньостроковий
ЕВІТДА/га	Не враховує амортизаційні відрахування	Короткостроковий (спекулятивний)

Таблиця 2. Медіани розподілу ключових показників для визначення інтегрального показнику групи, 2014–2016 рр.

	AREA	FCF	GSAL	RETA	CAPEX	AGE
Агротон	151	73	-0.373	-0.010	-0.021	25
Астарта	250	244	-0.048	0.193	-0.059	11
Авангард	570	-28	-0.574	0.034	-0.124	14
KSG Agro	33	30	-0.368	0.034	0.000	7
IMC	137	175	-0.120	0.043	-0.075	19
KERNEL	390	253	-0.027	0.292	-0.034	22
MHP	360	247	-0.042	0.165	-0.158	19
Milkiland	23	347	-0.299	0.150	-0.085	23
Ovostar	33	212	0.013	0.235	-0.192	24

Джерело: розраховано автором.

ням назад амортизаційних витрат й відніманням зміни робочого капіталу та капітальних затратах [19; 20]. Але таке коригування не включає проценти (та інші надзвичайні статті).

Тому для достовірної класифікації аграрних компаній у цій роботі обрано показники, що характеризують їх фінансовий стан із врахуванням їх недоліків та переваг, специфіки ринків, що розвиваються. Для правильної оцінки українських аграрних компаній слід врахувати показники міжнародної фінансової звітності МСФЗ: довгострокові операційні (non-current operating assets) та чисті фінансові витрати (net financial assets). Дослідження вказують на те, що з трьох складових витрат (total accruals): загальних, операційних та поточних, довгострокові є найбільш ненадійними (2).

$$TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN \quad (2)$$

де TACC (total accruals/ загальні відрахування),

ΔWC (change in working capital/ зміна робочого капіталу),

ΔNCO (change in net non-current operating assets/ зміна чистих непоточних активів),

ΔFIN = зміна фінансових активів (change in net financial assets).

Тому, більш релевантним слід вважати показник вільного грошового потоку (FCF) (3). Він є достовірнішим за показник вільного руху грошових коштів до власного капіталу (FCFE), оскільки не враховує змін у фінансових активах (3), що можуть бути скореговані топ-менеджментом компанії у цілях більш високої інвестиційної оцінки компанії.

$$FCFE = ROA - TACC \quad (3)$$

$$FCF = ROA - \Delta WC - \Delta NCO \quad (4)$$

де ROA — операційний дохід мінус амортизація,

де TACC (total accruals/ загальні відрахування),

ΔWC (change in working capital/ зміна робочого капіталу),

ΔNCO (change in net non-current operating assets/ зміна чистих непоточних активів).

Таблиця 3. Шкала детермінант для визначення груп аграрної компанії

Група	Інтервал	MAREA	MEFF	MGSAL	MRETA	MCAPEX	AGE
1	0-25%	1	1	4	1	4	1
2	26-50%	2	2	3	2	3	2
3	51-75%	3	3	2	3	2	3
4	75-100%	4	4	1	4	1	4

Джерело: розраховано автором.

Враховуючи специфіку показників EBIDTA, FCF, FCFE [2] при групуванні компаній в цілях визначення інтегрального показника, який визначає найбільш вигідний момент для розміщення акцій, слід розглядати довгострокові показники та показники, що мінімізують можливість спекуляцій з боку компанії при складанні звітності. (див. табл. 1).

Вважаємо, що показник руху вільних грошових коштів (FCF) є найбільш підходящим для українських реалій. Специфіка дослідження потребує оцінки показника на гектар землі, щоб зрозуміти, наскільки компанія ефективно використовує свій земельний банк.

Обрані показники для визначення стадій розвитку аграрної корпорації:

- земельний банк у вигляді га (AREA)
- ефективність компанії

$$G\text{Sales} = \frac{\text{SalesGrowth}_t - \text{SalesGrowth}_{t-1}}{\text{SalesGrowth}_{t-1}}$$

- зростання виручки

$$G\text{Sales} = \frac{\text{SalesGrowth}_t - \text{SalesGrowth}_{t-1}}{\text{SalesGrowth}_{t-1}}$$

— нерозподілений прибуток, у вигляді частки від загальних активів компанії ($\text{RETA} = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Total Assets}}$)

— затрати на капітал, у вигляді частки від балансової вартості капіталу компанії

$$(\text{CAPEX} = \frac{\text{Capital Expenditure}}{\text{Total Equity}})$$

— вік компанії — різниця між роком заснування компанії та поточним ($\text{AGE} = \text{year}_t - \text{year}_{\text{found}}$).

Для отримання стабільності результатів показників, обчислено їх медіанні значення (земельного банку, ефективності використання посівних площ, зростання виручки, нерозподіленого прибутку і витрат на капітал) для кожного спостереження в кожній компанії. Дані для обчислення медіани — період за три роки, базуючись на даних більш нових досліджень (Дженкінс Е.), на відміну від п'яти років як вказано у більш старих моделях (Ентоні Дж., Рамеш К.). Такі зміни знімають обмеження на мінімальну кількість компаній у вибірці для дослідження українських аграрних компаній на зарубіжному ринку.

Розраховані значення були проранжовані по всій вибірці. Кожній компанії була присвоєна група 1—4, виходячи з інтервалу, в який вона потрапила.

Дані представлені у таблиці розподілу медіанних значень (MAREA, MFCF, GSALES, MRETA, MCAPEX) за стадіями розвитку (табл. 2).

Було проведено дослідження результатів торгів українських аграрних компаній на фондових ринках. Було виявлено, що українські аграрні компанії, що належать до другої групи, тобто такі, тобто таких що мають відносно меншу земельну площу, менший прибуток, вищі капітальні затрати, та високі коливання продажів мають показали значно вищі середні денні, тижневі, місячні, квартальні та щорічні доходності акцій

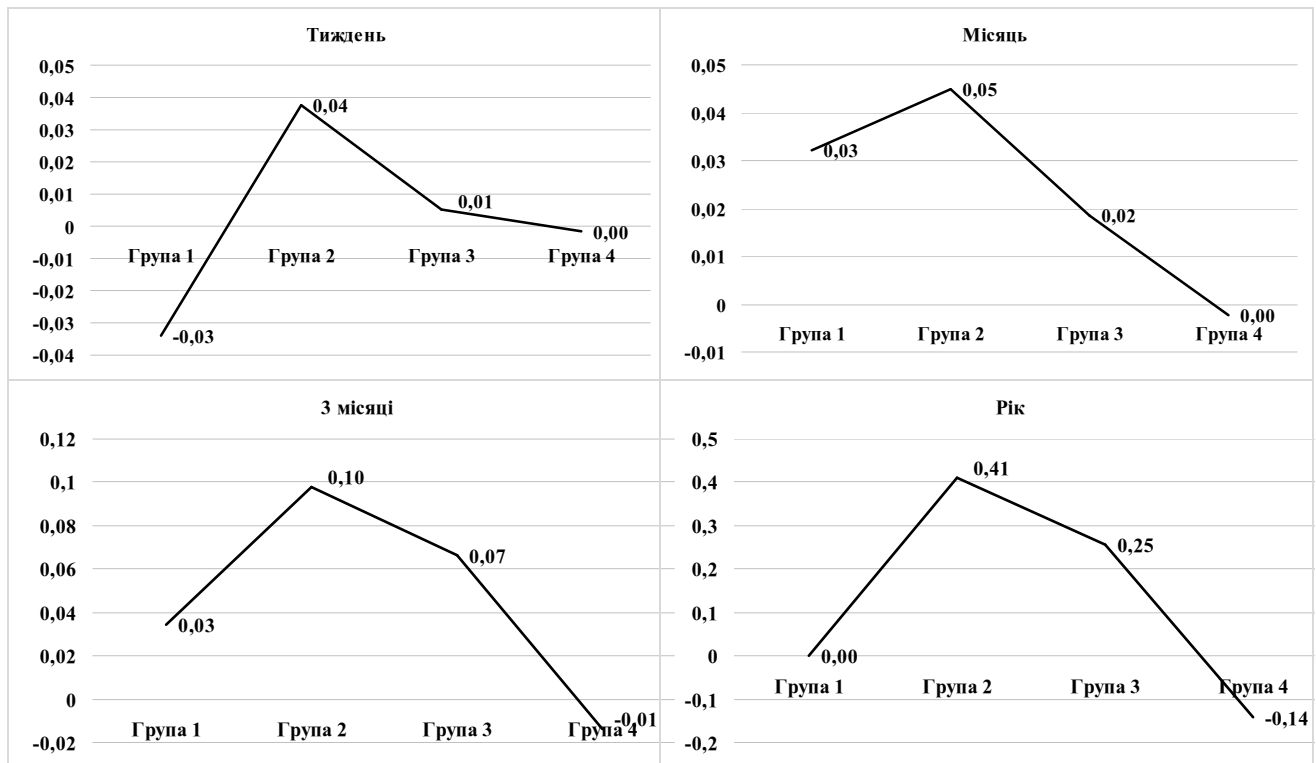


Рис. 1. Середні тижневі, місячні, квартальні та щорічні доходності (зміна ринкової ціни емітента на зарубіжному ринку %) розміщення в залежності від групи аграрної компанії відповідно до шкали детермінант, Україна, 2014—2016рр.

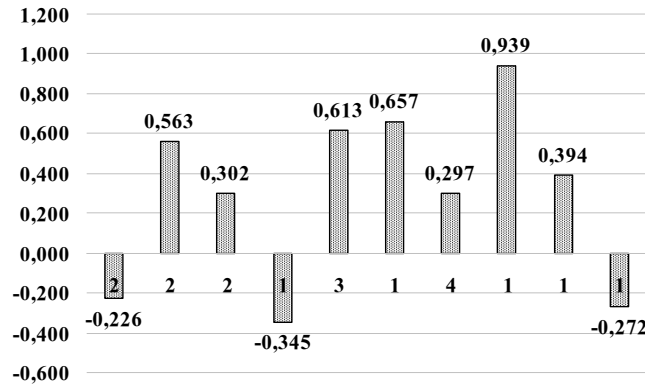


Рис. 2. Залежність PRI від стадії розвитку при IPO

після розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках (рис. 1).

Розраховано Індекс зміни ціни розміщення, по відношенню до медіанного цінового діапазону — price revision index (PRI) згідно формули Хенлі К.:

$$PRI = \frac{(P_0 - P_e)}{P_e}, \text{ де } P_e = \frac{(P_n + P_1)}{2}, P_0 — \text{ ціна первинного розміщення (5).}$$

Згідно з Індексом зміни ціни розміщення компанії другої групи залучають меншу кількість капіталу, ніж аналогічні компанії на розвинених ринках. Компанії, які залучали капітал, перебуваючи на третій або четвертій стадії отримали кількість капіталу більше середнього значення по вибірці (рис. 2).

Більша частина успішних розміщень акцій серед українських аграрних компаній (57,2%) були проведені компаніями третьої та четвертої групи (згідно з даною класифікацією), а їх показник PRI був вище середніх по вибірці цього дослідження.

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Дана робота присвячена дослідженню взаємозв'язку між динамікою цін після розміщення акцій аграрної компанії та групою, визначеною відповідно до фінансових та аграрних показників. Результати даної роботи допоможуть економістам і менеджерам аграрних компаній у максимізації ціни акцій після розміщення, формуванні оптимальної фінансової політики.

Підтверджено гіпотезу, про те, що група, до якої належить аграрна компанія прямо впливає на динаміку ціни акції після розміщення акцій на зарубіжному фондовому ринку. Українські аграрні компанії що проводили розміщення акцій, не належачи до оптимальної групи згідно шкали детермінант даного дослідження, показали суттєво нижчу або негативну динаміку ціни акцій після розміщення на зарубіжних фондових ринках.

Компанії що мають відносно меншу земельну площу, менший прибуток, вищі капітальні затрати, та високі коливання продажів показали значно вищі доходності акцій після розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках. Динаміка цін акцій після розміщення акцій компаній третьої та четвертої групи була позитивною за період дослідження.

Наступні дослідження можуть бути розширені за допомогою додавання більшої кількості факторів, може

бути розширено вибірку та застосований вдосконалений метод групування аграрних компаній. Крім того, можуть бути досліджені причини, чому перехід аграрних компаній на різні групи даної класифікації впливає на динаміку цін розміщення. Також перспективою подальших досліджень є вивчення майбутньої більш прозорої фінансової звітності, але для цього необхідні структурні показники ефективності по кожному виду операційної діяльності компанії, які на даний момент відсутні.

Література:

1. Хенкс С., Уотсон К., Янсен Е., Чандлер Г. Уточнення структури життєвого циклу: таксономическое вивчення зміни-стадій зростання в високотехнологічних організаціях // Російський журнал менеджменту. — 2007. — № 3 — С. 91—116.
2. Adizes I., Managing corporate lifecycles, Adizes Institute Tutorial, — 2008.
3. Lester D., Parnell J., Carraher A. Organizational Life Cycle: A Five-Stage Empirical Scale // The International Journal of Organizational Analysis, Vol. 11. — 2003. — № 4 — Р. 339—354.
4. Грейнер Л. Еволюція і революція в процесі росту організацій // Вісник Санкт-Петербурзького університету, Серія 8 "Менеджмент". — 2002. — № 4 — С. 76—92.
5. Широкова Г.В. Життєвий цикл організації [Текст]: навч. — СПб.: Вища школа менеджменту, 2008.
6. Івашківська І.В., Янгель Д.О. Життєвий цикл організації та агрегований показник зростання // Корпоративні фінанси. — 2007. — № 4. — С. 843—881.
7. La Rocca M., La Rocca T., Cariola A. Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle // Small Business Economics, 2011, (37), pp. 107—130.
8. Coleman, S. Capital Structure in Small Manufacturing Firms: Evidence from the Data // Journal of Entrepreneurial Finance, 2006, (11), pp. 104—122.
9. Castro P., Tacson M. T., Amor-Tapia B. The Role of Life Cycle on The Firm's Capital Structure // Pecunia, 2014, (19), pp. 131—155.
10. Hasan, M. Hossain, M. Cheung M., Habib, A. Ramesh K. Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital, Journal of Contemporary Accounting and Economics, 2014, 11 (1), pp. 20—27.
11. Gregory, G. Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs, 1st ed, Elsevier Science, Amsterdam, Netherlands, 2006.

12. Anthony J.H., Ramesh K. Association between accounting performance measures and stock prices. A test on the life cycle hypothesis // *Journal of Accounting and Economics*, 1992, (15). — P. 203—227.
13. Jenkins D., Kane G. D., Velury U., The Impact of the Corporate Life-Cycle on the Value-Relevance of Disaggregated Earnings Components // *Review of Accounting and Finance*, 2004, (4). — P. 5—20.
14. Ivashkovskaya, I. Solntseva M. (2009) "Capital structure choice in BRIC: Do Russian, Brazilian, and Chinese firms follow pecking order or trade-off logic of financing? Business strategies and technological innovations for sustainable development", *Збірник 11-ї міжнародної бізнес і технологічної конференції*, 2009, С. 572—580.
15. Дружерученко О. Рейтинг 25 найбільш ефективних рослинницьких підприємств України. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://landlord.ua/rejting-25-samih-effectivnih-rastenevodcheskih-kompaniy-ukraini/> Landlord 2016
16. Hargreaves R. Why You Can't Trust EBITDA. NASDAQ. [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.nasdaq.com/article/why-you-cant-trust-ebitda-cm836366>
17. Carlos Omar Trejo-Pech Richard Weldon, Lisa House, Tomas Salas-Gutierrez. Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms Selected Paper prepared for presentation at the American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Long Beach, California, July 23—26, 2006, pp. 70—81.
18. Koller T., M. Goedhart, and D. Wessels. *Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005
19. Richardson S.A. *Accrual reliability, earnings persistence and stock prices*, Harvard Business School Publishing — *Business Horizons*, 2005.
20. Hough J. *Free Cash Flow. Financial Management Theory and Practice*. 11th ed, Thomson South Western, Mason, United State, 2005.
- References:
1. Hanks, S. Watson, C. Jansen, E. and Chandler, G. (2007), "Tightening the life cycle construct: A taxonomic study of growth stage configurations in hightechnology organizations", *Russian management journal*, vol. 3, pp. 91—116.
2. Adizes, I. (2008), "Managing corporate lifecycles", *Adizes Institute Tutorial*, pp. 1—90.
3. Lester, D. Parnell, J. and Carraher, A. (2003), "Organization's life cycle: a five-stage empirical scale", *The international journal of organizational analysis*, vol. 14, pp. 339—354.
4. Greiner, L. (2002), "Evolution and revolution as organizations grows", *Vistnyk sankt-peterburgskogo universiteta*, vol. 4, pp. 76—92.
5. Shirokova, G. (2008), *ZHiznennyj cikl organizacii: koncepcii i rossijskaya praktika* [The life cycle of the organization: concepts and Russian practice], *Vyshshaya shkola menedjmenta, St.Petersburg, Russia*.
6. Ivashkivska, I. and Yangel, D. (2007), "The life cycle of organization and the average growth factor", *Korporativnye finansy*, [Online], vol. 4. pp. 843—881, available at: <http://cyberleninka.ru/article/n/zhiznennyj-tsikl-organizatsii-i-agregirovannyj-pokazatel-rosta> (Accessed 15 Sept 2018).
7. La Rocca, M. La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, vol. 37, pp.107—130.
8. Coleman, S. (2006), "Capital structure in small manufacturing firms: evidence from the data", *Journal of entrepreneurial finance*, vol. 11, pp.104—122.
9. Castro, P. Tacson, M. and Amor-Tapia, B. (2014), "The Role of Life Cycle on The Firm's Capital Structure", *Pecunia*, vol. 19, pp.131—155.
10. Hasan, M. Hossain, M. Cheung M. Habib, A. and Ramesh K. (2014), "Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital", *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, vol. 11(1), pp. 20—27.
11. Gregory, G. (2006), *Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs*, 1st ed, Elsevier Science, Amsterdam, Netherlands.
12. Anthony, J. and Ramesh, K. (1992), "Association between accounting performance measures and stock prices. A test on the life cycle hypothesis", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, pp. 203—227.
13. Jenkins, D. Kane, G. and Velury, U. (2004), "The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated earnings components", *Review of Accounting and Finance*, vol. 4, pp. —20.
14. Ivashkovskaya, I. and Solntseva M. (2009), "Capital structure choice in BRIC: Do Russian, Brazilian, and Chinese firms follow pecking order or trade-off logic of financing? Business strategies and technological innovations for sustainable development", *Sbornik 11-j mezhdunarodnoj konferencii biznes i tekhnologicheskoy asociacii* [Conference Proceedings of 11th international business and technology association], *High School of Economy, Moscow, Russia*, pp. 572—580.
15. Druzheruchenko, O. (2016), "The rating of 25 most effective crop production enterprises of Ukraine, Landlord, [Online], available at: http://landlord.ua/rejting-25-samih-effectivnih-rastenevodcheskih-kompaniy-ukraini (Accessed 15 Sept 2018).
16. Hargreaves, R. (2017), "Why You Can't Trust EBITDA", *NASDAQ* [Online], available at: <http://www.nasdaq.com/article/why-you-cant-trust-ebitda-cm836366> (Accessed 11 September 2018).
17. Weldon, C. House, L. and Salas-Gutierrez, T. (2006), "Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms Selected Paper", *American Agricultural Economics Association Annual Meeting, Long Beach, California*, pp. 70—81.
18. Koller, T. Goedhart, M. and Wessels, D. (2005), *Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th ed. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, United States.
19. Richardson, S. (2005), *Accrual reliability, earnings persistence and stock prices*, Harvard Business School Publishing — *Business Horizons*, Harvard, United States.
20. Hough, J. (2005), *Free Cash Flow. Financial Management Theory and Practice*. 11th ed, Thomson South Western, Mason, United States

Стаття надійшла до редакції 21.09.2018 р.