

ПІДПРИЄМНИЦЬКЕ ПРАВО ТА ЕКОНОМІЧНА БЕЗПЕКА БІЗНЕСУ

Андрійчук В.Г.,
доктор економічних наук, професор,
академік НААН України,
професор-консультант
кафедри економіки і менеджменту
агробізнесу КНЕУ ім. В.Гетьмана

УКРАЇНСЬКІ АГРОПРОМИСЛОВІ КОМПАНІЇ НА СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ

UKRAINIAN AGROINDUSTRIAL COMPANIES AT THE WORLD FINANCIAL CAPITAL MARKETS

Andriychuk V.,
doctor of Economic Sciences, the Academician
of the Academy of Agrarian Sciences,
Professor-Consultant at the Kyiv National Economic
University named after Vadym Hetman

АНОТАЦІЯ. Розкрито сутність української моделі розвитку сільськогосподарства, в основу якої покладено багатуукладність, та місце агропромислових компаній у залученні валюти на світових фінансових ринках. Проаналізовано напрями такого залучення. Значна увага приділена залученню іноземного капіталу на світових фондових біржах. Виділено причини зниження активності українських компаній на світовому ринку IPO за останні роки, а також досліджено динаміку його розвитку, що характеризується нестабільністю і тенденцією до зниження обсягу укладених угод.

Досліджено ринкову капіталізацію українських агропромислових компаній на світових біржах. Встановлено основні чинники, що зумовили різке зниження капіталізації зазначених компаній, та умови, які забезпечили її деяке зростання впродовж останніх двох років. Акцентовано увагу на істотній зміні стратегії залучення іноземних інвестицій агропромисловими холдингами в даний час і розкрито методичний підхід до оцінювання їх привабливості з боку потенційних інвесторів.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: агропромислові компанії, фондові біржі, ринок IPO, ринкова капіталізація, євробонди, рейтинг компаній.

ABSTRACT. Essence of Ukrainian agricultural market development model, based on multi-layered principles, and place of agricultural companies in currency attraction at world financial markets are discussed. Ways of such attraction are analyzed. A lot of attention is attributed to foreign capital attraction at world stock exchanges. Main reasons of decreased activity of Ukrainian companies at world stock market in recent years are revealed, as well as is researched it's development dynamics that is characterized with instability and deal volume decrease.

It's grounded that possibilities to obtain foreign capital by mentioned companies at the international stock markets are remaining too narrow. Main reasons for those circumstances are: the decrease of the conjuncture of the world agricultural markets, the military aggression of the Russian Federation and as a result the reduction of the sovereign credit rating of Ukraine, and the rating of domestic agroindustrial companies at the international stock markets.

It is concluded, that that's a temporary occurrence, as far as the demand for food in the worldwide scale will be growing for further, and advantages of big agroindustrial companies are remaining stable, what is proved by slight increase of mentioned ratings at the end of 2016 and the beginning of 2017.

KEY WORDS: agro-industrial companies, stock exchanges, IPO market, market capitalization, eurobonds, companies rating.

Вступ. Характерною особливістю розвитку аграрного сектору економіки є та обставина, що починаючи з 90-х років минулого століття в країні продовжується пошук ефективної моделі його розвитку, і, насамперед, ключової ланки сектору — сільського господарства. Загалом на світоглядному рівні можна виділити дві таких моделі: євроамериканську і латиноамериканську.

Україна стала будувати свою аграрну політику на засадах європейського вибору, але для його реалізації не було достатніх ресурсів для підтримки сільськогосподарських товаровиробників. В умовах, що склалися вкінці 90-х років XX століття і на початку XXI століття, коли були створені на базі КСП підприємства ринкового типу, крім розваленної фінансової системи, вони мали вкрай зношений основний капітал, великі борги та повну неспроможність подолати системну кризу за надмірного відсторонення держави від ефективного регулювання доходів підприємств аграрного сектору. Тому вливання капіталу в сільськогосподарське виробництво з не аграрної сфери і створення вертикально інтегрованих агропромислових формувань стало об'єктивною необхідністю.

Проте проблема забезпечення фінансовими ресурсами суб'єктів господарювання на селі й надалі залишається гострою. Це пов'язано значною мірою з істотною особливістю розвитку віт-

чизняного сільського господарства, суть якої полягає в тому, що поряд із дрібними суб'єктами господарювання на селі (особисті селянські господарства з приєднаними земельними паями, чимало фермерських господарств, що не орендують великих масивів земель) функціонує багато середніх і великих аграрних підприємств та агропромислових вертикально інтегрованих структур — агропромислових формувань нового типу — з величезними площами землі в обробітку. Зокрема, функціонує 1633 аграрних підприємств, що мають 3 тис. га і більше, а також 76 аграрних і агропромислових формувань з площею 20 і більше тисяч гектарів сільськогосподарських угідь.

Таке різномайття організаційно-правових форм господарювання на селі, з одного боку, породжує істотні відмінності у можливостях залучення ними фінансових ресурсів для забезпечення сталого розвитку, а з іншого — дає підстави стверджувати, що Україна розвиває не євроамериканську і не суто латиноамериканську модель, а своєрідну власну комбіновану модель розвитку сільського господарства, для якої характерні як окремі риси двох зазначених моделей, так і власні істотні особливості — багатоукладність.

Вважаємо, що українська модель має базуватися на рівноправному розвитку п'яти укладів, котрі ми розглядаємо як складні соціально-виробничі системи, яким притаманна сукупність сутнісних ознак щодо форми власності, способу її вияву, суб'єктів власності, характеру виробничих відносин і типу організації виробництва. Такими укладами, на наш погляд, є:

- приватно-селянський уклад, представлений особистими селянськими господарствами;
- фермерський сімейно-родинний уклад;
- корпоративний уклад, представлений самостійними корпоративними аграрними підприємствами у складі акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю, інших господарських товариств, сільськогосподарських виробничих кооперативів;
- великотоварний уклад, представлений аграрними і агропромисловими холдингами та структурами холдингового типу — агропромисловими формуваннями як цілісними підприємствами;
- державний уклад, представлений державними аграрними підприємствами.

Виокремлення великотоварного укладу є принципово важливим не лише з огляду на його роль у нарощуванні масштабів вітчизняного виробництва та експорту сільськогосподарської про-

дукції і продуктів її переробки, а й з урахуванням тієї обставини, що великі агропромислові компанії спроможні залучати значні фінансові ресурси на міжнародних фінансових ринках, які необхідні їм для розвитку, в тому числі і для забезпечення ефективного функціонування контрольованої ними аграрної сфери.

Зважаючи на велику потребу в залученні фінансових ресурсів, зокрема іноземної валюти, для розвитку сільського господарства і забезпечення макроекономічної стабільності держави, *метою статті* є аналіз напрямів такого залучення, а також виявлення тенденцій розвитку світового ринку ІРО, розкриття стану і можливостей подальшого виходу на даний ринок вітчизняних агропромислових компаній та оцінювання динаміки масштабів їх ринкової капіталізації.

Зазначимо, що системних досліджень проблеми сучасного стану українських агропромислових компаній на світових фінансових ринках капіталу вкрай недостатньо. Як правило, в публікаціях висвітлюється певне вузьке коло питань даної проблематики (див., наприклад, у працях [1–4]). Ми намагалися більш комплексно дослідити основні питання, що пов'язані з умовами залучення капіталу на іноземних фондових біржах, ринковою капіталізацією компаній, висвітлення їх стратегії за такого залучення та ін. Разом з тим ми усвідомлюємо, що через недоступність інформації можливо не всі питання вдалося розкрити з достатньою повнотою, а отже, залишається простір для подальшого їх поглибленого дослідження.

Виклад основного матеріалу. Можливі щонайменше три напрями залучення агропромисловими компаніями валютних коштів на світових фінансових ринках. Один із таких напрямів — одержання кредиту в західних банків. Але при цьому треба брати до уваги дві обставини — високі вимоги до кредитоодержувача (необхідність проведення міжнародного аудиту компанії, наявність відповідної кредитної історії, висока кредитоспроможність, величина майбутніх грошових потоків від здійснення відповідних інвестиційних проєктів), а також величину відсоткової ставки за кредит — як правило, вона дорівнює ставці LIBOR + 6 і більше відсотків річних. Причому намагання одержати такий кредит найбільш виправдане для тих агропромислових компаній (великих агропромислових формувань), які є експортерами своєї продукції й завдяки цьому в змозі одержувати валюту та здійснювати за її рахунок погашення кредиту. В іншому разі компанія може зіткнутися з великим ризиком несвоєчасності розрахунків, особливо в умовах девальвації національної валюти. Саме за цієї

причини, коли гривня за 2014–2017 рр. обезцінилася більше ніж у тричі, низка компаній, що вийшла на міжнародний фінансовий ринок, понесла серйозні економічні втрати.

Другий напрям залучення іноземних валютних коштів агропромисловими компаніями — розміщення акцій на світових фондових біржах. Сприяють цьому (підштовхують йти на це) високі відсоткові ставки за кредити вітчизняних банків (навіть з урахуванням державної компенсації частини відсотків), або відсутність такої компенсації, якщо компанія не набула статусу платника єдиного податку 4-ої групи, а також відсутність достатньої застави та можливості одержання «довгих» грошей, без яких товаровиробники неспроможні здійснити масштабні інвестиції в агробізнес.

Розміщення акцій на світових фондових біржах агропромислової компанії можуть здійснювати такими способами:

- публічне первинне розміщення акцій — IPO (Initial Public Offering) — відкритий продаж пакета акцій на біржовому майданчику (доступ до купівлі мають усі учасники торгів). Результатом такого розміщення акцій є залучення інвестиційних ресурсів і зростання акціонерного капіталу емітента (агропромислових компаній);
- додаткове публічне розміщення акцій — PPO (Primary Public Offering, Followon). Розміщується додатковий пакет акцій до тих, які вже були розміщені раніше. Як і в передньому випадку, в емітента зростає акціонерний капітал;
- приватне розміщення депозитарних розписок на акції серед обмеженого кола заздалегідь визначених інвесторів — PP (Private Placement або Private Offering). При цьому компанія одержує лістинг на біржі, зростає її акціонерний капітал;
- пряме публічне розміщення акцій — DPO (Direct Public Offering). Це додаткове розміщення акцій серед поточних акціонерів. В емітента збільшується акціонерний капітал без зміни складу акціонерів.

Перший вихід на світові фондові біржі агропромисловими компаніями бажано здійснювати через IPO або Private Placement, оскільки за такого виходу головне — прибутковість і прозорість бізнесу, і що важливо — не вимагається ліквідної застави. Вітчизняні публічні акціонерні товариства (ПАТ) стали залучати інвестиції на зовнішніх фінансових ринках із 2005 року. Станом на 2010 рік уже 17 агропромислових холдингів розмістили свої акції на міжнародних фондових біржах, з них IPO — 9 компаній, PP — 8 компаній.

Відмітним є той факт, що в період кризи та з настанням рецесії серед вітчизняних компаній на міжнародних фондових біржах розміщали свої акції в основному агропромислової компанії. Так,

у 2008 році із шести укладених угод на зазначених біржах три укладено саме агропромисловими компаніями, у 2009 році — три із трьох, у 2010-му — чотири із п'яти. Це є ще одним доказом того, що аграрний сектор України значною мірою завдяки великим агропромисловим формуванням в основному безболісно пережив кризу, причому курс акцій цих компаній у більшості зростає.

Починаючи з 2013 року, у зв'язку із загостренням внутрішньополітичної ситуації в країні і військовою агресією Російської Федерації, активність українських компаній на світовому ринку IPO істотно знизилася. В згаданому році на зазначений ринок виїшла лише одна українська компанія — Cereal Planet. З 2014 року до цих пір (серпень 2017 р.) жодна українська компанія через кризовий стан економіки і значну втрату багатьма з них активів на окупованих українських землях не здійснювала первинного публічного розміщення акцій на міжнародних фондових ринках.

За даними джерела [1] станом на серпень 2016 року налічується 15 українських компаній, що провели у свій час IPO і торгуються на міжнародних фондових біржах (табл. 1).

Як бачимо із наведених у таблиці даних, лідерами в розміщенні і залученні коштів по IPO є компанії МХП, «Кернел» і «Авангард». Ці компанії надзвичайно потужні і мають позитивну динаміку зростання.

Слід зазначити, що Україна входить у першу п'ятірку країн світу за кількістю агропромислових компаній, що представлені на світових фондових біржах.

Таблиця 1

ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ ВІТЧИЗНЯНИМИ АГРОПРОМИСЛОВИМИ КОМПАНІЯМИ (СЕРПЕНЬ 2016 РОКУ)

Назва компанії	Сума залучених коштів, млн дол. США	Торгова біржа (площадка)
Агроліга	1	Warsaw Stock Exchange
Cereal Planet	2	Warsaw Stock Exchange
Ukrprodukt	11	ASE's AIM
AgroGeneration	16	NYSE
Continental Farmes Group	24	London Stock Exchange
Індустріальна молочна компанія	30	Warsaw Stock Exchange

Назва компанії	Сума залучених коштів, млн дол. США	Торгова біржа (площадка)
Астарта	31	Warsaw Stock Exchange
Ovostar Union	33	Warsaw Stock Exchange
KSG Agro	44	Warsaw Stock Exchange
Agrotron	54	Warsaw Stock Exchange
Milkiland	78	Warsaw Stock Exchange
Landkom	110	ASE's AIM
Авангард	188	London Stock Exchange
Kernel	525	Warsaw Stock Exchange
МХП	536	London Stock Exchange

Її частка за даними джерела Eibrus Capital становить 7,1 % або менше лише на 1,9 п.п. від країн, що займають другу і третю позицію за цим показником (рис. 1).

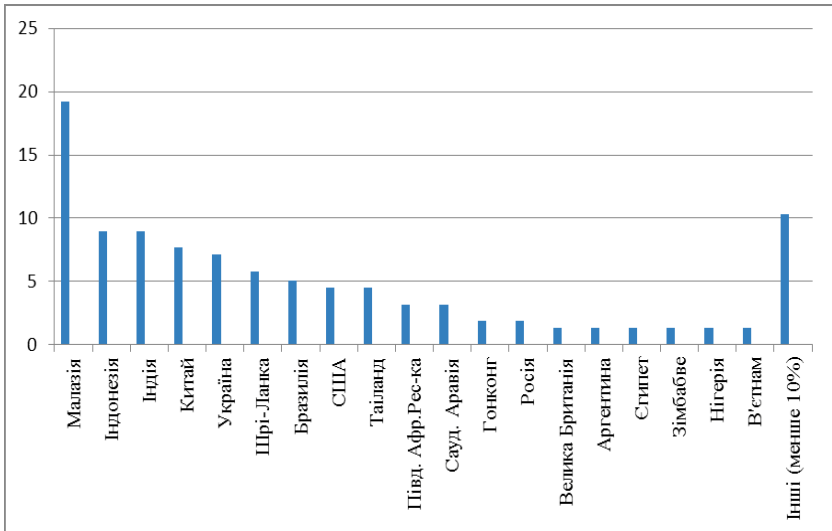


Рис. 1. Кількість аграрних компаній у відсотках від загального числа таких компаній, що представлені на міжнародних фондових біржах

Для виходу на IPO компанія повинна ґрунтовно вивчити кон'юнктуру світового фінансового ринку, об'єктивно репрезентувати свою вартість, бо її завищення призводить до падіння вартості акцій у майбутньому через невиправдані очікування інвесторів. Крім того, слід брати до уваги, що, по-перше, вихід на IPO вимагає великих витрат (за оцінками експертів вони досягають 3–7 % від суми розміщення) на проведення міжнародного аудиту, структурування бізнесу, здійснення поточних витрат тощо і, по-друге, такий вихід ускладнюється волатильністю фінансових ринків, за якої навіть всебічно обґрунтований проєкт може не принести очікуваного результату через незалежні від компанії зовнішні фактори.

Звернемо увагу на таку обставину. На світовому ринку IPO за останні роки склалася тенденція до збільшення кількості відмінених і відкладених угод по IPO (у 2013 році — 113, 2014 — 160, 2015 — 183, 2016 р. за перше півріччя — 37). У 2012 році таку відміну здійснили «Латуре Агро» і «Агросоюз», у 2015 році відмовились від таких намірів компанії «Укрлендфармінг», «СварогГруп», «Укрзернопродукт», «Яблуневий сад». У 2016 році жодна українська компанія не повідомляла про намір вийти на IPO.

Відомо, що таке явище має місце в умовах несприятливої кон'юнктури фондового ринку, її волативності. Причиною може стати і несприятливе економічне середовище країни дислокації компанії. Тобто, за первинного розміщення акцій на міжнародних фінансових ринках потрібно враховувати, чи склалися на ньому належні умови для такого розміщення. За несприятливої фінансової кон'юнктури компанія може зазнати серйозних втрат. Так, компанія OverstarUnion — один із лідерів українського ринку яєць — за результатами IPO на Варшавській фондовій біржі залучила 33,4 млн дол. США, але через несприятливі для розміщення умови акції компанії були оцінені нижче встановленої ціни (порогу розміщення) з відповідними негативними наслідками.

Зазначимо також, що світовий ринок IPO є важливою складовою фінансового ринку, тому зміна світової кон'юнктури істотно впливає на його стан і тенденції розвитку. За даними аудиторсько-консалтингової компанії EY за минулі 15 років світовий ринок IPO досяг свого максимуму у 2007 р. (сума залученого капіталу компаніями всього світу становила 338 млрд дол. США) (рис. 2).

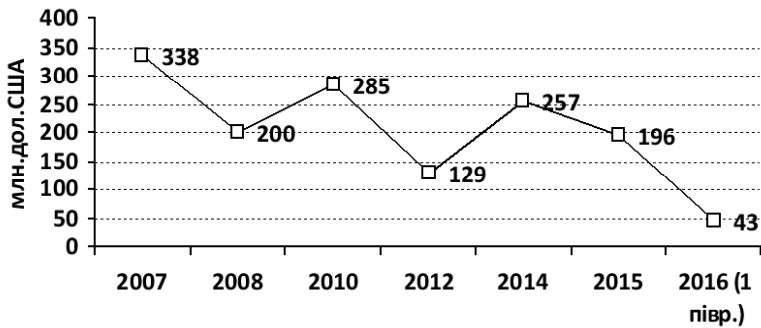


Рис. 2. Світовий ринок IPO — сума залученого капіталу компаніями всього світу, млрд дол. США

Надалі відбувся істотний спад даного ринку через світову економічну кризу. Але уже в 2010 р. відбулося його відчутне зростання. Доречно сказати, що саме на цьому піку підйому означеного ринку низка українських агропромислових компаній здійснила первинне розміщення своїх акції («Авангард», «Агроліга», «Агротон», «AgroGeneration» і «Milkiland»). У 2012 році після фази зростання наступив черговий самий глибокий спад ринку, який тривав до 2014 року. У цьому році обсяг залучених коштів зріс майже вдвічі. У подальшому наступив черговий спад і в 2016 р. за перше півріччя було залучено лише 43 млрд дол.США, або менше порівняно з таким періодом 2015 р. на 61 %.

Як бачимо, за останні роки світовий ринок IPO є нестійким і має тенденцію до спаду. Саме в цих роках, як нам уже відомо, українські агропромислові компанії на означений ринок не виходили. Позитивною в цій ситуації є лише та обставина, що зростає частка розміщень IPO у межах або вище цінових очікувань, досягнувши у першій половині 2016 р. 90 %.

Завдяки проведенню IPO, компанії стають публічними, їм відкриваються ширші можливості співпраці зі світовими фінансовими організаціями: Світовим банком, ЄБРР, ІФС у сфері кредитування. Безумовно, публічний статус підвищує інвестиційну привабливість компанії, бо означає прозорість ведення бізнесу. Згідно методики S&P прозорість бізнесу вимагає оприлюднення кварталних і річних звітів, розкриття структури власників і розміру винагороди вищого менеджменту, регулярної аудиторської перевірки. Завдяки цьому потенційні інвестори завжди мають змогу оцінити фінансово-економічний стан компанії.

Важливо також зазначити, що компанії, які здійснили IPO, одержують ще одну перевагу — вони мають змогу визначати свою ринкову капіталізацію. На світових фінансових ринках саме капіталізація стає індикатором оцінювання розвитку компанії. Її зростання засвідчує про якісні зміни у фінансово-господарській діяльності компанії, розширення її можливостей у формуванні нових джерел нарощування фінансового потенціалу. Вагомість і важливість зростання капіталізації значно підвищується в умовах глобалізації, оскільки для таких компаній стають доступнішими міжнародні ринки для збуту своєї продукції, що, врешті-решт, істотно відбивається на розвитку національних економік.

Капіталізація українських агропромислових компаній за відносно невеликий термін їх присутності на міжнародному фінансовому ринку зазнала істотних змін. Її динаміка відзначається значним зростанням протягом перших років після виходу компаній на IPO з наступним істотним спадом і деяким поживавленням у 2016 році та першій половині 2017 р.

Так, капіталізація 15-ти українських компаній станом на 27.10.2011 за відкритими даними Драгон Капітал становила 5789 млн дол. США. Це один з найвищих її показників (рис. 3) [2].

Проте загострення внутрішньополітичної ситуації в країні, військова агресія Російської Федерації, анексія Криму дестабілізували економічну ситуацію в країні, спровокували відтік іноземного капіталу, а також вплив депозитів з вітчизняних банків, що супроводжувалося швидкою девальвацією вітчизняної валюти. Зазначені кризові явища не могли негативно не вплинути на фінансово-економічний стан агропромислових компаній, їх імідж на міжнародному фінансовому ринку. В результаті стала стрімко падати їх капіталізація. Уже в січні 2016 р. було досягнуто дна падіння — 2200 млн дол. США. Тут слід наголосити, що зниження капіталізації відбулося не лише через зниження курсу акцій вітчизняних агропромислових компаній, а й у зв'язку з тим, що акції компаній «Сінтал» і «Мрія» були зняті з лістингу після об'явленого ними дефолту (їх капіталізація на кінець 2011 р. становила відповідно 62 і 838 млн дол. США). Разом з тим 2016 р. відзначається і позитивними зрушеннями в оцінці міжнародним фінансовим ринком вартості вітчизняних агропромислових компаній. За даними джерела [2] капіталізація зазначених компаній в цьому році стала зростати і дана позитивна тенденція продовжилася у 2017 р. (рис. 3).

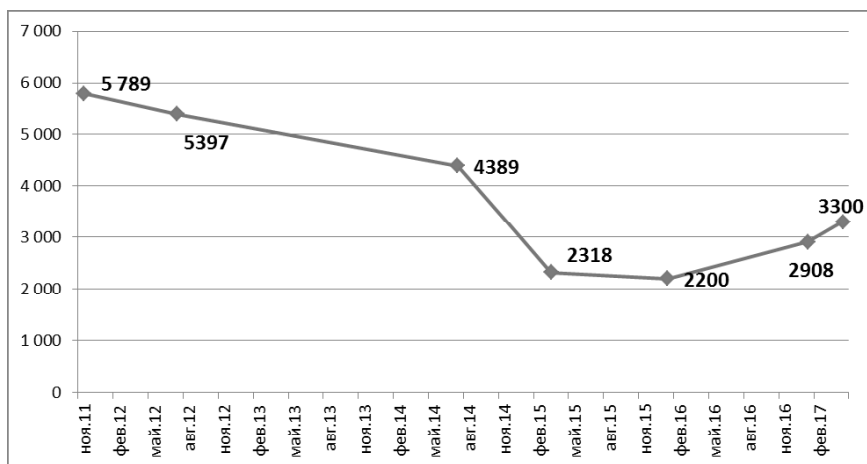


Рис. 3. Капіталізація українських агропромислових компаній на міжнародних фондових біржах

Порівняно з початком року серед усіх українських компаній найбільше зросла вартість компаній «МХП», «Авангард» та «Агротон» відповідно на 58,1, 3,3 і 2,8 млн дол. США. Загалом, досягнута в квітні 2017 року капіталізація є найвищою, починаючи з 2015 р. Узагальнені дані про капіталізацію українських агропромислових компаній наведено у табл. 2

Таблиця 2

КАПІТАЛІЗАЦІЯ КОМПАНІЙ УКРАЇНСЬКОГО АГРОСЕКТОРУ СТАНОМ НА 19.04.2017 РОКУ [3]

Компанія	Біржа	Валюта	Ринкова капіталізація у валюті країни знаходження біржі, млн	Ринкова капіталізація, млн дол. США	Зміна капіталізації з початку року, %
Кернел Холдинг	Варшавська	PLN	5610	1415	8,9
МХП	Лондонська	USD	1089	1089	16,6
Астарта Київ	Варшавська	PLN	1692	427	25,3
OvostarUnion	Варшавська	PLN	567	143	9,2
Індустріальна молочна компанія	Варшавська	PLN	312	79	24,0

Закінчення табл. 2

Компанія	Біржа	Валюта	Ринкова капіталізація у валюті країни знаходження біржі, млн	Ринкова капіталізація, млн дол. США	Зміна капіталізації з початку року, %
Avangardo	Лондонська	USD	53	53	136,6
Агротон	Варшавська	PLN	154	39	75,3
Milkiland	Варшавська	PLN	69	17	11,0
KSG Agro	Варшавська	PLN	46	12	48,1
Агроліга	Варшавська	PLN	31	18	30,9
Укрпродукт	Лондонська	GBP	1	2	-26,5

Дані табл. 2 переконливо демонструють динаміку збільшення капіталізації вітчизняних агропромислових компаній. З 11-ти наведених компаній у 10-ти зросла капіталізація з 8,9 і 9,10 % у компаніях «Кернел Холдинг» і «OvostarUnion» до 75,3 і 136,6 % у компаніях «Агротон» і «Avangardo» і лише в одній компанії «Укрпродукт» відбулося зниження капіталізації на 26,5 %.

Зростання капіталізації вітчизняних агропромислових компаній на міжнародних фондових біржах є свідченням відновлення довіри до них міжнародних інвесторів.

Вирішальну роль у такому відновленні відіграли стабілізація політичної та економічної ситуації в країні і започаткування зростання національної економіки, а також відновлення стабільності господарської діяльності більшості агропромислових компаній після «шоку», викликаного глибокою девальвацією національної валюти, закриттям російського ринку і втратою значної частини активів багатьма з них. Є підстави сподіватися на збереження і посилення цих тенденцій, а отже, і на збільшення капіталізації вітчизняних агропромислових компаній та підвищення ефективності їх діяльності.

Є також підстави погодитися з думкою багатьох експертів, які вважають, що на сьогодні серед країн світу три із них мають найбільший потенціал для зростання обсягів виробництва і експорту сільськогосподарської продукції і продовольства — Бразилія, Російська Федерація і Україна. Тому і логічно вважати, що саме в

цих країнах інвестиції спроможні забезпечити вищу віддачу, а отже, стати економічно доцільними, забезпечити тим самим їх залучення у більших масштабах. Значну роль у такому залученні іноземних інвестицій і в подальшому відіграватимуть агропромислові компанії.

Третім напрямом залучення фінансових ресурсів на міжнародному фінансовому ринку агропромисловими компаніями є розміщення єврооблігацій (євробондів). Перевага цього напрямку відома — позичальнику не потрібно віддавати частину своєї власності інвестору, як це має місце за розміщення акцій. Але при цьому слід пам'ятати про ризик такого залучення через можливість втрати частини бізнесу, або навіть усієї компанії в разі різкої негативної для неї зміни кон'юнктури ринку або прорахунків у менеджменті, або завищеної очікуваної ефективності від інвестованих коштів, залучених єврооблігаціями.

Цей напрям набув поки що меншого поширення, бо єврооблігації спроможні випускати лише великі публічні агропромислові холдинги, які себе уже добре зарекомендували на міжнародному фінансовому ринку. При цьому вони мають можливість залучати боргові зобов'язання під нижчий відсоток. Найбільший досвід залучення євробондів має компанія «МХП». Починаючи з 2006 р., вона уже тричі залучала валютні кошти на загальну суму 690 млн дол. США. Компанія «Авангард» випустила дебютні облігації на суму 200 млн дол. США.

За роки військової інтервенції Російської Федерації і дестабілізації у зв'язку з цим вітчизняної національної економіки українські агропромислові компанії не мали змоги скористатися цим важливим напрямом залучення фінансових ресурсів на міжнародному фінансовому ринку. Виключенням можна вважати компанію «Кернел», яка в січні 2016 р. випустила єврооблігації на 500 млн дол. США, що дало їй змогу істотно підвищити свою вартість.

Слід зазначити, що випуск єврооблігацій — це залучення дешевших інвестицій порівняно з кредитами банків, бо випускаються вони, як правило, під 11–12 % річних. За таких умов економічно вигідно здійснювати рефінансування одних боргових зобов'язань, наприклад короткострокових кредитів, іншими дешевшими коштами від продажу єврооблігацій. Ці кошти компанії використовують і на придбання активів, а також фінансування угод «злиття — поглинання».

У даний час істотно змінилася стратегія залучення іноземних інвестицій агропромисловими холдингами України. На початку

другої хвилі їх становлення та розвитку (з 2008 р.), а також виходу на світовий фінансовий ринок стратегія цих компаній в основному ґрунтувалася на нарощуванні площі орендованих земель, щоб таким чином продемонструвати інвесторам потужність і привабливість свого бізнесу й тим самим залучити більше коштів. Тому не випадково ми зіткнулися з проблемою надконцентрації земельних ресурсів, а також із «земельними бульбашками», коли значні площі орендованих земель нерідко не оброблялися.

Нині стратегія залучення іноземних інвестицій вітчизняними компаніями набула кардинально нових пріоритетів. Для одержання таких інвестицій на міжнародних фінансових ринках важливим стало, не скільки землі орендується, а скільки обробляється і головне — скільки доходу генерується від цієї діяльності. Тому для оцінки ефективності й привабливості бізнесу стали використовувати низку економічних показників:

1. Величина EBITDA, приведена до одиниці оброблюваної земельної площі

$$\text{Пак} = \text{EBITDA} : \text{SO}.$$

2. Вартість компанії, приведена до одиниці оброблюваної земельної площі

$$\text{ПЕВ} = \text{EV} : \text{SO}.$$

3. Нарощування вартості компанії

$$\text{НЕV} = \text{EV} : \text{EBITDA}.$$

4. Ступінь заборгованості компанії

$$\text{LD} = \text{Debt} : \text{EBITDA}; \text{LDS} = \text{Debt} : \text{SO}.$$

5. Співвідношення вартості компанії з річним чистим доходом (виручкою)

$$\text{LO} = \text{EV} : \text{Revenue}.$$

6. Free Float — кількість акцій у вільному обігу у відсотках до ринкової вартості компанії.

За умови, що компанія бере кредит у ЄБРР, до позичальника висувається вимога: економічний показник борг/капітал з урахуванням передбачуваного кредиту не повинен перевищувати співвідношення 70:30 протягом усього терміну дії кредитної угоди, а коефіцієнт обслуговування боргу в цьому проміжку часу має бути не меншим 1,5.

Для успішного виходу на міжнародні фінансові ринки необхідно також, щоб компанія відповідала до певної міри ustalеним вимогам, тобто, щоб вона була на фазі стабільного зростання й зрілості, її оборот повинен становити не менше 500 млн дол. США, показник Roic (Return on Investment Capital) має сягати 17–25 %, NEV — 6–10 (коефіцієнт), співвідношення рентабельності інвестованого капіталу (Roic) до середньозваженої вартості капіталу (WACC) сягало більше одиниці, тобто $Roic : WACC > 1$. Нарешті, для інвестора важливо зрозуміти, на досягнення яких саме цілей будуть спрямовані кошти, одержані від розміщення акцій на фондовій біржі.

На основі викладеного щодо залучення агропромисловими компаніями ресурсів на зовнішньому фінансовому ринку **зробимо деякі висновки і узагальнення:**

- для виходу на зазначений ринок такі компанії повинні мати достатньо високий рівень економічного розвитку відповідно до наведених індикаторів, високу корпоративну культуру, ефективну організаційну структуру, відкриту інформаційну політику, прозору звітність і організаційну готовність компанії функціонувати як публічна;

- розміщення акцій вітчизняними компаніями відбувалося в основному на Варшавській фондовій біржі, в результаті чого стає помітною насиченість фондового ринку Польщі вітчизняним капіталом (перевищення пропонування над попитом), що уже в короткостроковому періоді може відбитися на зниженні порогу розміщення акцій, а отже, зумовить відповідні фінансові втрати. До того ж при здійсненні IPO, зокрема на WSE, деякі компанії надавали завищену інформацію про свій фінансово-економічний стан, а після розміщення акцій стали показувати звітність зі значно гіршими показниками. Це є свідченням низької корпоративної культури, що породжує недовіру інвесторів і в підсумку настільки псує репутацію такої компанії, що в майбутньому в неї немає шансів здійснити повторне розміщення акцій і залучити додаткові фінансові ресурси. Враховуючи сказане, актуальною постає проблема виходу українських агропромислових холдингів на майданчики фондових бірж інших країн, що вимагає від них ре-

тельнішої підготовки й урахування вимог, викладених у першому пункті;

○ вихід агропромислових компаній на міжнародний фінансовий ринок — це шлях активізації приходу іноземців (іноземного капіталу) у вітчизняний АПК, які стають власниками певної частини корпоративних прав цих компаній. Зазначимо, що до 2013 році іноземні інвестиції в АПК становили домінуючу частку від усіх інвестованих коштів. З одного боку, це свідчило про привабливість вітчизняного агропромислового виробництва для іноземного капіталу, поки не почалася російська агресія, а з іншого — про внутрішній дефіцит вітчизняного капіталу, зумовлений різними причинами, в тому числі його офшоризацією, що не може не викликати занепокоєння;

○ абсолютна більшість українських емітентів розміщують акції на міжнародному фондовому ринку через свої материнські компанії, що зареєстровані за кордоном і які будують при цьому схему корпоративного контролю так, щоб агробізнес в Україні опинявся в статусі дочірніх структур, контрольованих такими холдинговими материнськими компаніями. Із 17 компаній, що в свій час розмістили акції по IPO та PP, 15 компаній мають іноземну юрисдикцію (Кіпр — 8 компаній, Нідерланди — 2, Люксембург — 2, о. Джерсі — 1, Австрія — 1, Франція — 1). Це несе в собі загрозу вивозу капіталу, особливо якщо взяти до уваги, що уже 2,7 млн га сільськогосподарських земель контролюються іноземними інвесторами;

○ у даний час у зв'язку із зниженням кон'юнктури світового ринку сільськогосподарської продукції і продовольства, а також враховуючи продовження військової агресії Російської Федерації можливості залучення іноземного капіталу у сільське господарство звузилися.

Крім того, таке залучення обмежується і суверенним кредитним рейтингом України, а також рейтингом зазначених компаній на міжнародних фондових ринках. За повідомленням УНІАН у середині листопада 2016 р. Міжнародне рейтингове агентство Fitch Rating підвищило суверенний рейтинг України до «В –» з ССС, а в квітні 2016 р. його підтвердило, водночас присвоївши рейтинг «В» українським євробондам. Що ж стосується українських агропромислових компаній, то міжнародне рейтингове агентство Standart&Poor's Ratings Services поліпшило у першому кварталі 2017 р рейтинг найбільших українських агрокомпаній — Креатив Груп, UkrlendFarming, Українські аг-

рарні інвестиції та «МХП» з «ССС →» до «ССС» в іноземній валюті та «В →» у національній.

о Вважаємо, що зазначені складності щодо залучення вітчизняними компаніями іноземного капіталу є тимчасовим явищем, бо, по-перше, потреба в продовольстві у світовому масштабі надалі зростатиме, по-друге, переваги великих агропромислових компаній є доволі стійкими. Тому є підстави стверджувати, що вони й надалі відіграватимуть значну роль у надходженні валюти у державу, а це надто важливо для забезпечення її макроекономічної стабільності.

Список літератури

1. *Кремень В.* IPO: как (пре) успел украинский агробизнес за 10 лет. — [Електр. рес.]. — Режим доступу: latifundist.com/spetsproekt/2005-ipo-kak-preuspel-ukrainskij-agrobiznes-za-10-let.
2. Капіталізація української аграрних компаній на 7.04.2016 [Електронний ресурс]/ Українська аграрна конфедерація. — Режим доступу: <http://agrocomf.org/content/capitalizaciya-ukrainskih-agrarnih-companiy-na-70420716>.
3. Матеріали сайту [Електронний ресурс] / Режим доступу: https://yandex.ua/images/search?img_url=http%3A%2Fukraineweb2ua.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2017%2FOI%2A30102
4. Капіталізація українських публічних агрокомпаній за 4 міс. зросла на 160,4 млн.дол. США [Електронний ресурс]. — Режим доступу: farmer.eo.ua/news/web.php?id&laction=wiev&if_no=37639.

Reference

1. Kremen' V. IPO: kak (pre) uspel ukrainskiy agrobiznes za 10 let. — Electronic resource. Access: latifundist.com/spetsproekt/2005-ipo-kak-preuspel-ukrainskij-agrobiznes-za-10-let [in Ukrainian]
2. Kapitalizatsiya ukrainskiy agrarnykh kompaniy na 7.04.2016/ Ukrain's'ka agrarna konfederacija. — Electronic resource. Access: <http://agrocomf.org/content/capitalizaciya-ukrainskih-agrarnih-companiy-na-70420716> [in Ukrainian]
3. Materialy sajtu — Electronic resource. Access: https://yandex.ua/images/search?img_url=http%3A%2Fukraineweb2ua.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2017%2FOI%2A30102 [in Ukrainian]
4. Kapitalizacija ukrai'ns'kyh publichnyh agrokompanij za 4 mis. zrosla na 160,4 mln.dol. USA — Electronic resource. Access: farmer.eo.ua/news/web.php?id&laction=wiev&if_no=37639 [in Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 18.08.2017 р.