

**КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА
Економічний факультет
Кафедра міжнародної економіки та маркетингу**

КВАЛІФІКАЦІЙНА МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

**Єврооблігації в залученні іноземного капіталу українськими
аграрно-промисловими компаніями**

Студентки II курсу заочної форми
навчання спеціальності 051

«Економіка»

освітньо-професійної програми

«Міжнародна економіка»

Ніколайчук Ірини Миколаївни

Науковий керівник:

канд. екон. наук, доцент

Шевченко Володимир Юліанович

Засвідчую, що в цій дипломній
роботі немає запозичень із
праць інших авторів без
відповідних посилань

Студентка _____

Роботу допущено до захисту перед Екзаменаційною комісією
рішенням кафедри міжнародної економіки та маркетингу від «04»
травня 2022 р., протокол №11

Завідувач кафедри _____ д-р екон. наук, проф. Старостіна
Алла Олексіївна

Київ 2022 р.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка
Економічний факультет
Кафедра міжнародної економіки та маркетингу

"Затверджую"
Завідувач кафедри міжнародної економіки та маркетингу
д-р екон. наук, проф. _____ А.О. Старостіна
"22" жовтня 2022 р.

ЗАВДАННЯ

на кваліфікаційну роботу магістра з міжнародної економіки заочної форми
навчання спеціальності 051 «Економіка» ОПП «Міжнародна економіка»
Ніколайчук Ірини Миколаївни

1. Тема роботи: *Єврооблігації в залученні іноземного капіталу українськими аграрно-промисловими компаніями* (затверджена на засіданні кафедри міжнародної економіки та маркетингу «22» жовтня 2022 р., протокол №3)
 2. Термін завершення роботи: *травень 2022 р.*
 3. Попередній захист роботи: *4 травня 2022 р.*
 4. Предмет дослідження: *особливості та переваги використання інструменту залучення іноземних інвестицій у вигляді єврооблігацій українськими аграрними компаніями.*
 5. Об'єкт дослідження: *процес випуску корпоративних облігацій українським емітентом та фактори, що на нього впливають та визначають рівень його інвестиційної привабливості.*
 6. Мета та завдання дослідження
Мета: *узагальнення теоретичних аспектів поняття єврооблігації як фінансового інструмента та аналіз практичного використання національним емітентом, визначення можливих напрямків підвищення рівня інвестиційної привабливості компаній аграрного сектору української економіки.*
Завдання:
 - 6.1. Уточнити зміст та розробити авторську категорію 'єврооблігація', узагальнити теоретичні аспекти визначення сутності 'єврооблігації', їх особливостей, недоліків та переваг використання.
 - 6.2. Визначити види ризиків, які формуються при використанні компанією єврооблігацій як інструмента залучення боргових коштів.
 - 6.3. Оцінити вплив факторів мікро- та макросередовища на рівень інвестиційної привабливості українського емітента боргових цінних паперів.
 - 6.4. Систематизувати та розробити практичні етапи залучення капіталу шляхом емісії єврооблігацій для реалізації інвестиційних проектів підприємства.
 - 6.5. Запропонувати та визначити комплексний інструмент відстеження рівня інвестиційної привабливості української компанії для іноземних інвесторів на світовому ринку.
- Науковий керівник: к.е.н., доц. _____ Шевченко В. Ю.
Студентка: Ніколайчук І. М. _____

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН ВИКОНАННЯ КВАЛІФІКАЦІЙНОЇ РОБОТИ БАКАЛАВРА

№ з/п	Зміст виконаної роботи	Термін виконання	Відмітка керівника про виконання
1.	Затвердження теми	вересень 2021 р.	
2.	Затвердження плану	жовтень 2021 р.	
3.	Затвердження завдання на роботу	жовтень 2021 р.	
4.	Написання розділу 1	жовтень 2021 р.	
5.	Врахування зауважень наукового керівника до розділу 1	грудень 2021 р.	
6.	Подання розділу 2 науковому керівнику	лютий 2022 р.	
7.	Врахування зауважень наукового керівника до розділу 2	березень 2022 р.	
8.	Подання розділу 3 науковому керівнику	березень 2022 р.	
9.	Врахування зауважень наукового керівника до розділу 3	квітень 2022 р.	
10.	Написання загальних висновків, оформлення додатків та джерел	квітень 2022 р.	
11.	Врахування зауважень наукового керівника до всієї роботи	травень 2022 р.	
12.	Подання готової роботи	травень 2022 р.	

ГРАФІК КОНСУЛЬТАЦІЙ

Дата консультації	Консультант	Зміст консультації	Підпис консультанта
10.09.2021 р.	Шевченко В.Ю.	Узгодження редакції теми роботи	
30.09.2021 р.	Шевченко В.Ю.	Узгодження плану	
15.10.2021 р.	Шевченко В.Ю.	Визначення мети, завдання та концепції роботи	
жовтень – грудень 2021 р.	Шевченко В.Ю.	Зміст 1 розділу	
30.12.2021 р.	Шевченко В.Ю.	Редагування висновків розділу 1	
лютий – березень 2022 р.	Шевченко В.Ю.	Зміст 2 розділу	
30.03.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Редагування висновків розділу 2	
15.04.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Зміст 3 розділу	
30.04.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Редагування висновків розділу 3	
04.05.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Редагування загальних висновків	
10.05.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Консультавання щодо оформлення списку використаних джерел та додатків	
10-13.05.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Консультавання щодо оформлення готової роботи	
15.05.2022 р.	Шевченко В.Ю.	Консультавання щодо підготовки презентаційних матеріалів	

РЕФЕРАТ

Кваліфікаційна робота магістра містить 119 сторінок, 31 таблиці, 9 рисунків, список літератури з 111 найменувань, 5 додатків.

«Єврооблігації в залученні іноземного капіталу українськими аграрно-промисловими компаніями»

Предметом дослідження є особливості та переваги використання інструменту залучення іноземних інвестицій у вигляді єврооблігацій українськими аграрними компаніями.

Об'єктом дослідження виступає процес випуску корпоративних облігацій українським емітентом та фактори, що на нього впливають та визначають рівень його інвестиційної привабливості.

Мета роботи полягає в узагальненні теоретичних аспектів використання єврооблігацій як інструмента міжнародного залучення капіталу та аналіз практичних особливостей та переваг його використання національним емітентом за його поточного рівня інвестиційної привабливості.

За результатами дослідження сформульована узагальнена та повна категорія 'єврооблігації', здійснено аналіз мікро- та макрофакторів зовнішнього середовища компанії ТОВ СП 'Нібулон', які визначають рівень його інвестиційної привабливості, розроблено етапи процесу випуску єврооблігацій, створено та обраховано інтегральний таксономічний показник, який визначає інвестиційний потенціал підприємства.

Одержані результати можуть бути використані великими та середніми аграрними компаніями України, які використовують борговий капітал для фінансування інвестиційних проектів та мають наміри здійснення емісії єврооблігацій.

Рік виконання дипломної роботи – 2022.

Рік захисту дипломної роботи – 2022.

ABSTRACT

The final qualification thesis consists of 119 pages, 31 tables, 9 drawings, a list of 111 references, 5 appendices.

“Eurobonds in international capital attraction of Ukrainian agro-industrial companies”

The subject of the research are features and advantages of using Eurobonds as an instrument to attract foreign investment by Ukrainian agricultural companies.

The object of the research is the process of issuing corporate Eurobonds by a Ukrainian issuer and factors, that influence on it and determine the level of its investment attractiveness.

The aim of the research is to generalize the theoretical aspects of the use of Eurobonds as a tool for obtaining international capital and to analyze the its practical features and advantages for the national issuer according to current level of investment attractiveness.

In the result of the study, we formulate generalized and completed category of "Eurobonds", make an analysis of the micro- and macro-factors of the company `Nibulon`, which determine the level of its investment attractiveness, develop the stages of the Eurobonds issuing process, and calculate an integrated taxonomic indicator that determines the investment enterprise potential.

The practical significance of the research is the creation of a general strategy for foreign capital attraction with the help of obligations emission by national agroindustrial companies, that plan to finance investment projects and intend to issue Eurobonds.

Year of undertaking the research is 2022.

Year of presentation of the research is 2022.

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ I. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ ВИКОРИСТАННЯ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ	7
1.1. Сутність поняття єврооблігацій як інструменту фінансування компаній.....	7
1.2. Особливості процесу розміщення єврооблігацій	14
1.3. Ризики використання євробондів для залучення боргового капіталу	22
Розділ II. ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ АГРАРНОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ПОЛЬЩІ ДЛЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТОРІВ	29
2.1. Аналіз факторів макросередовища та їх вплив на інвестиційну привабливість аграрного ринку.....	29
2.2. Аналіз факторів мікросередовища та їх вплив на інвестиційну привабливість компанії ‘Нібулон’ та ‘Гобарто’	50
2.3. Порівняльний аналіз культури бізнес-середовища України та Польщі.....	56
Розділ III. РОЗРОБКА СТРАТЕГІЇ ВИПУСКУ ЄВРООБЛІГАЦІЙ КОМПАНІЄЮ ‘НІБУЛОН’	67
3.1. Оцінка потреби та розробка етапів стратегії розміщення євробондів аграрною компанією ‘Нібулон’	67
3.2. Комплексна оцінка інвестиційної привабливості компанії ‘Нібулон’ на основі таксономічного показника	76
ВИСНОВКИ	86
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	92
ДОДАТКИ	107

ВСТУП

Українські аграрні компанії мають на постійній основі підтримувати зростаючі темпи виробництва та реалізації продукції, щоб бути конкурентоспроможними. Для досягнення даної цілі підприємства реалізують інвестиційні проекти, які спрямовані на впровадження інноваційних технологій, розширення виробничих потужностей, оптимізацію логістичних мереж та інші цілі. Компанії часто не мають достатньої для реалізації проекту вільної суми коштів поза оборотним грошовим потоком, тому єдиним варіантом для них є залучення додаткового капіталу. Більшість підприємств використовують банківські кредитні ресурси, які є дорогими та часто недоступними, особливо у кризових чи посткризових періодах. Національні компанії мають бути обізнані про всі альтернативні інструменти залучення іноземного дешевшого капіталу та методи їх використання за умов нерозвинутого фондового ринку у країні. Зростання тенденцій використання високодохідних для інвесторів цінних паперів стимулюватиме переливання більш дешевого капіталу до країн, де є його дефіцит, таким чином міжнародний трансфер капіталу з розвинених країн із низькими відсотковими ставками формуватиме виграш як для інвесторів, так і для позичальників, що залучатимуть дешевші ресурси та стимулюватимуть розвиток країн, що розвиваються.

З точки зору наукової актуальності, на сьогодні багато науковців займаються теоретичним описом фінансових інструментів, які зводяться до базових характеристик та класифікацій за формами чи особливостями, проте жоден дослідник не навів комплексну характеристику даного інструменту із врахуванням повного переліку його особливостей використання, можливих негативних та позитивних наслідків, специфіки етапів підготовки до його випуску, описом сучасних тенденцій та перспектив використання даного інструменту, переліку всіх можливих видів ризику та інструментів їх хеджування.

Практичне значення досліджуваної теми полягає у детальній розробці послідовних етапів випуску єврооблігацій корпоративним емітентом із

зазначенням актуальних витрат та законодавчих вимог, здійснення порівняння результативних показників використання єврооблігацій та банківських кредитів як джерел боргового капіталу, запропоновано практичний інструмент аналізу стану інвестиційної привабливості компанії, який може використовуватися для визначення відносного ступеня ризиковості емітованих цінних паперів та впливу зміни країнового ризику. Аграрно-промислова компанія може адаптувати сформульовану стратегію до поточних особливостей її функціонування на основі розроблених підходів та інструментів.

Метою дослідження у даній роботі є узагальнення теоретичних аспектів поняття єврооблігацій як фінансового інструмента та аналіз практичного використання національним емітентом, визначення можливих напрямків підвищення рівня інвестиційної привабливості компаній аграрного сектору української економіки.

Відповідно до мети сформулюємо завдання роботи:

- уточнити зміст та розробити авторську категорію ‘єврооблігація’, узагальнити теоретичні аспекти визначення сутності ‘єврооблігації’, їх особливостей, недоліків та переваг використання;
- визначити види ризиків, які формуються при використанні компанією єврооблігацій як інструмента залучення боргових коштів;
- оцінити вплив факторів мікро- та макросередовища на рівень інвестиційної привабливості українського емітента боргових цінних паперів;
- систематизувати та розробити практичні етапи залучення капіталу шляхом емісії єврооблігацій для реалізації інвестиційних проектів підприємства;
- запропонувати та визначити комплексний інструмент відстеження рівня інвестиційної привабливості української компанії для іноземних інвесторів на світовому ринку.

Об’єктом дослідження є процес випуску корпоративних облігацій українським емітентом та фактори, що на нього впливають та визначають рівень його інвестиційної привабливості.

Предметом є особливості та переваги використання інструменту залучення іноземних інвестицій у вигляді єврооблігацій українськими аграрними компаніями.

У даній роботі було застосовано декілька наукових методів дослідження, які застосовувалися для реалізації встановленої попередньо мети. Серед них варто виділити метод наукових узагальнень, системного аналізу, порівняльно-історичний метод при розгляді структури категорії ‘єврооблігації’, які формулювалися у наукових дослідженнях вітчизняних та іноземних науковців та метод синтезу, який застосовувався при формуванні авторської категорії ‘єврооблігацій’ (п. 1.1, 1.2); метод статистичного моделювання при розрахунку таксономічного показника інвестиційної привабливості компанії (п. 3.2); метод аналогій використовувався у процесі формування стратегії емісії єврооблігацій та встановлення цінових умов випуску цінних паперів підприємства на основі даних інших підприємств аграрної промисловості (п. 3.1); метод порівняння застосовується при порівнянні результативних показників функціонування підприємств-конкурентів в аграрній галузі України (п. 2.2), оцінки рейтингової позиції країни та компанії-емітента після розрахунку інтегрального індикатора оцінки інвестиційної привабливості (п. 3.2), порівняльній характеристиці умов розміщення акцій та облігацій на міжнародних ринках (п. 1.2); графічний метод – у формуванні рисунку-порівняння різних видів міжнародних облігацій (п. 1.1), представлення динаміки показників визначених факторів мікро- та макrorівня окремої компанії (п. 2.1); метод формалізації – перетворення якісних характеристик діяльності агропромислових компаній у кількісні показники при конструюванні інтегрального показника (п. 3.2); методи поєднання історичного та логічного використовувалися при аналізі мікро- та макрофакторів маркетингового середовища компанії (п. 2.1, 2.2).

Новизна одержаних результатів полягає в тому, що вперше запропоновано та розроблено комплексний інструмент визначення рівня інвестиційної привабливості української компанії для іноземних інвесторів на світовому рівні.

Сформовано практичну стратегію залучення капіталу шляхом емісії єврооблігацій для реалізації інвестиційних проектів підприємств.

Розроблені наукові положення та практичні результати дослідження мають практичне значення для удосконалення стратегії залучення фінансових ресурсів аграрно-промисловими компаніями. Одержані результати можуть бути використані великими та середніми аграрними компаніями України, які використовують борговий капітал для фінансування інвестиційних проектів та мають наміри здійснення емісії єврооблігацій.

Розділ I

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ ВИКОРИСТАННЯ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ

1.1. Сутність поняття єврооблігацій як інструменту фінансування компаній

Сьогодні більшість українських компаній потребують додаткового залучення ресурсів на ринку капіталів з метою розвитку діяльності, збільшення внутрішніх резервів, модернізації та оновлення основних фондів, розширення виробничих потужностей. Внутрішній ринок позикових коштів пропонує ресурси за не вигідних для бізнесу умов високих відсоткових ставок, відсутності ефективної регуляторної інфраструктури, тому найоптимальнішим управлінським рішенням є пошук альтернативи у формі залучення іноземного капіталу за допомогою фінансових інструментів.

Фінансові ринки високорозвинених країн є більш капіталонасиченими, а ніж ринки країн, що розвиваються, тому пропонують надлишкові кошти у вигляді позики за нижчими відсотковими ставками. Українські компанії мають змогу залучати ресурси іноземних інвесторів за допомогою двох видів фінансових інструментів: акцій (сприяє збільшенню статутного капіталу підприємства), облігацій (залучення коштів відбувається у формі позики на умовах повернення номінальної вартості, платності за використання ресурсів у вигляді відсотка та наявності обмеженого терміну використання). Боргові цінні папери, що випущені компанією, мають назву корпоративних. А облігації, що випускаються у іншій валюті, ніж національна, на іноземному ринку, де дана валюта не є національною, називаються єврооблігаціями. Історично першим був випуск облігацій даного типу у середині двадцятого століття, коли для відновлення інфраструктури та будівництва дороги, яка б сполучала північні та південні регіони Італії, компанією 'Autostrade' були випущені цінні папери, деноміновані у доларах США, які спрямовувалися на залучення капіталу

іноземних інвесторів [1]. За класифікацією науковці відносять євробонди до класу міжнародних облігацій, які ‘розміщуються на закордонних ринках’ [2, с. 25]. Класифікацію облігацій за ознакою ринків, на яких здійснюється їх емісія та обіг, наведено на рис. 1. Євробонди варто відрізнити від іноземних облігацій, емітенти яких мають дотримуватися правил, що встановлені на ринку, де здійснюється їх випуск.



Рис. 1.1. Порівняння різних видів міжнародних облігацій

Джерело: складено автором за джерелом [2, с. 25]

Багато науковців та дослідників займаються вивченням поняття єврооблігацій та доцільності їх використання у сучасних умовах волатильності валютного курсу національної грошової одиниці, лібералізації валютного законодавства України, періодичного зниження облікової ставки Національним банком, невизначеності щодо умов та термінів продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом, коли міжнародні ринки є більш привабливими з точки зору залучення іноземних ресурсів, порівняно з національним ринком. Дані фактори зумовлюють необхідність чіткого розуміння сутності поняття єврооблігацій, приклади яких наведені у табл. 1.1 та 1.2, що узагальнюють підходи як іноземних дослідників, так і вітчизняних. Даний підхід до вивчення змісту та побудови категорії здійснений згідно з методологією Старостіної А.О., із виділенням суті (чим представлене), змісту (яким чином реалізується) та результату досліджуваного явища (з якою метою здійснюється) [3, с. 7].

За результатом узагальненої табл. 1.1 можна зробити висновок, що більшість національних дослідників не виділяють відокремлене поняття результату явища. Науковець Мошенський С. З. у категорії виділяє кінцевим результатом розміщення євробондів на глобальному ринку цінних паперів, що, на нашу думку, відноситься більше до проміжної ланки у процесі обігу єврооблігації, а кінцевий етап більш влучно описаний у категорії Олійник О. В. та Сідельнікової І. В. – як відшкодування позичальником номінальної вартості євробонду та виплата відповідно до умов його емісії попередньо визначеного відсотка як нагороди за ризик інвестора [6; 7]. Суттю явища єврооблігацій дослідники називають цінні папери, різновид міжнародних облігацій, незабезпечені боргові інструменти та емісійний цінний папір на пред'явника. Якщо найбільш повно описувати значення євробондів за допомогою методу синтезу всіх проаналізованих категорій, то це вид міжнародних облігацій у формі середньо- та довгострокових боргових цінних паперів на пред'явника.

Таблиця 1.1

Аналіз структури категорії ‘єврооблігації’ за визначенням вітчизняних науковців

Прізвище автора, рік	Суть явища	Зміст явища / механізм реалізації	Результат явища / кінцева мета
Ливдар М. В., Панюш Л. Ф., 2017 р.	цінні папери	випускаються в валюті, яка є зазвичай іноземною для емітентів, та розміщення яких здійснюється за допомогою міжнародного синдикату андеррайтерів серед зарубіжних інвесторів, для яких валюта, у якій деноміновані єврооблігації, також, як правило, є іноземною	-
Мошенський С. З., 2010 р.	різновид міжнародних облігацій, незабезпечені	деноміновані в іноземній валюті та розміщені в інших країнах, ніж країна емітента, випущені як облігації на пред'явника	для розміщення на глобальному ринку цінних паперів

Продовження табл. 1.1

	боргові інструменти		
Гнатюк Р.А., 2016 р.	міжнародні облігації	що випускаються та розміщуються емітентом за допомогою міжнародного синдикату андерайтерів за межами як країни походження емітента, так і країни, у валюті якої вони деноміновані	-
Олійник О.В., Сідельнікова І.В., 2018 р.	це середньота довгострокові боргові цінні папери	які підтверджують зобов'язання їх емітента	відшкодувати їхню номінальну вартість у встановлений термін та відсотки за визначеною процентною ставкою, згідно з умовами емісії
Галещук С., 2012 р.	емісійний борговий цінний папір на пред'явника	який обертається на зовнішніх для емітента ринках, як правило, у значних обсягах і на довгостроковій основі, деномінований у валюті, відмінній від національної валюти емітента, розміщення якого здійснює міжнародна фінансова установа (інвестиційний банк) або група (синдикат) таких установ	-
Чеберяко О.В., 2017 р.	особливий вид середньота довгострокових боргових цінних паперів	випуск яких відбувається в будь-якій валюті світу, відмінній від національних валют емітента і позичальника	-

Джерело: складено автором за [5, с. 1006; 6, с. 151; 4, с. 32; 7, с. 92; 8, с. 245; 9, с. 501]

Визначення змісту явища є досить однорідними у всіх поданих прикладах та втілюється у випуску даного виду облігацій у іноземній валюті та розміщення за допомогою міжнародного синдикату андерайтерів на іноземному ринку. Якщо здійснювати аналіз структури категорії єврооблігації відповідно до визначень іноземних науковців, то для них характерно скорочена та недеталізована форма пояснення сутності явища єврооблігацій, результат явища не пояснюється взагалі (окрім визначення Асоціації індустрії цінних паперів та фінансових ринків США), акцент здійснено на короткому викладу змісту. Суттю євробондів більшість закордонних джерел називає ‘цінний папір’, ‘міжнародні облігації’, або ж ‘облігації’. Останнє визначення суті, на нашу думку, не є доцільно, оскільки не розкриває значення явища, а лише формує повтори у категорії. Зміст облігацій не є повністю описаним у визначенні іноземних науковців Габбі Г. та Сіроні А., оскільки не вирізняє євробонди від інших видів міжнародних облігацій. Інший дослідник Аллеманд Ф. перелічує у межах категорії можливих емітентів єврооблігацій, не роблячи акцент на інших рисах, таких як вид емісії чи умови випуску, в той час як у визначенні Кембриджського словника, навпаки, вказані лише два можливих суб’єкта емісії, без врахування необхідності залучення міжнародного андерайтингового синдикату. Враховуючи вказані недоліки, жодну з розглянутих категорій не можна вважати повною, хоча у більшості іноземних наукових публікацій особливості та специфічні риси євробондів у процесі їх емісії та обігу розкриваються у окремих пунктах та підрозділах із детальними поясненнями та прикладами.

Таким чином, якщо узагальнити наведені категорії вітчизняних та закордонних дослідників, то найбільш повним, на нашу думку, буде наступне визначення: євробонди – це вид міжнародних облігацій у формі середньо- та довгострокових боргових цінних паперів на пред’явника, деномінованих у іноземній валюті та розміщених за допомогою міжнародного синдикату андерайтерів на іноземному ринку, номінальна вартість яких має бути

відшкодована позичальником із врахуванням відсотка як плати за ризик інвестору, встановленого за умовами емісії.

Таблиця 1.2

Аналіз структури категорії ‘єврооблігації’ за визначенням іноземних науковців та організацій

Прізвище автора, рік	Суть явища	Зміст явища	Результат явища
Директива ЄС (EU Prospectus Directive 89/128)	цінний папір	що випускається на міжнародному ринку, який знаходиться поза зоною впливу монетарних регуляторів тієї країни, у валюті якої він номінований	-
Габбі Г., Сіроні А., 2005 р.	-	випускаються у відносно значних обсягах на висококонкурентних ринках, де активно беруть участь інвестори різних видів (переважно інституційні) із різних країн	-
Фіннерті Дж.Е., Нунн К.П., 1985 р.	цінні папери	випущені без обмежень, поза межами юрисдикції будь-якого національного органу влади, деноміновані у одній з вільноконвертованих валют, андеррайтинг яких здійснюється міжнародним синдикатом	-
Хюлл Дж., Годлевські К., 2007 р.	облігації	випущені різними країнами, деноміновані у вільноконвертованій валюті (наприклад, долар США)	-
Аллеманд Ф., 2012 р.	облігації	випущені компанією, організацією чи державною організацією, або синдикатом банків, зазвичай емітовані у іншій країні, ніж у тій, у валюті якої вони були деноміновані у вигляді позики	-
Національний банк Австралії, 2017 р.	облігації	випущені у валюті іншій, ніж валюта країни, або ринку, якими було емітовано облігацію	

Продовження табл. 1.2

Асоціація з індустрії цінних паперів та фінансових ринків США, 2013 р.	облігації	деноміновані у валюті іншій, ніж країни, яка емітувала облігації	торгують ся у міжнародних фінансових центрах
Словник 'Webster's New World Finance and Investment Dictionary', 2010 р.	облігації	деноміновані у доларах США чи іншій валюті, які випущені та торгуються поза країною, у валюті якої емітовані	-
'Cambridge Dictionary', 2020 р.	міжнародні облігації	що уряд або велика компанія продає інвесторам в іноземній валюті на фіксований період	-
Кумар Р., 2014 р.	середньо- та довгострокові ринкові цінні папери	продаються у будь-якій основній валюті для інвесторів по всьому світу, за винятком національних країн позичальників	-

Джерело: складено автором за [7; 10, с. 7; 11, с. 23; 12, с. 83; 13, с. 1; 14, с. 55; 15; 16; 18; 19]

При виборі облігацій як інструменту фінансування компанії мають враховувати як суттєві переваги, так і недоліки їх використання. Серед основних переваг можна виділити наступні:

- високий рівень гнучкості інструменту, що дозволяє емітенту самостійно обрати ринок, рівень відсоткових ставок та інші умови випуску;
- відсутність регулятивної приналежності до юрисдикції конкретної країни;
- збереження анонімності інвестора у процесі придбання цінних паперів через форму випуску на пред'явника, що дозволяє інвестору оподатковувати відсотковий дохід від імені фізичної особи, а не у формі прибутку компанії;

- випуск облігацій на міжнародному ринку формує можливість доступу до цінних паперів інвесторів різних країн з метою диверсифікації їх портфелів, для компанії-емітента це позитивно проявляється у відсутності залежності від одного інвестора, не наявний ризик втручання його у справи або тиску для діяльності у межах інтересів;

- вільний вибір емітентом валюти, у якій здійснюється випуск євробондів, дозволяє врахувати тенденції до зміни курсу відносно національної валюти, та використовувати даний фактор у вигідній формі;

- міжнародний андеррайтинговий “синдикат надає гарантії придбання всього випуску цінних паперів” певної компанії-емітента [14, с. 57];

- високий рівень зацікавлення з боку інвесторів, оскільки порівняно з іншими видами облігацій, євробонди мають ‘нижчу номінальну вартість та відсутнім є автоматичне утримання податків як у багатьох іноземних облігацій’ [14, с. 57; 20].

Таким чином, єврооблігації є одним із фінансових інструментів залучення українськими компаніями іноземного капіталу за несприятливих умов на внутрішньому ринку. Дослідженням сутності даного виду цінних паперів займаються низка провідних національних та іноземних науковців. На основі аналізу їх визначень змісту єврооблігацій доцільно сконструювати наступну категорію: євробонди – це середньо- та довгострокові боргові цінні папери на пред’явника, які випускаються на іноземному ринку та емітовані у іншій валюті, ніж національна валюта даної країни, розміщення яких здійснюється міжнародним андеррайтинговим синдикатом з метою залучення емітентом іноземного капіталу та на умовах платності, повернення та строковості. Такий інструмент має низку важливих переваг для компанії у використанні.

1.2. Особливості процесу розміщення єврооблігацій

Основними способами залучення іноземного капіталу на міжнародних ринках українськими компаніями є здійснення первинного розміщення акцій на

міжнародних біржах, або ж випуск єврооблігацій. У даному підпункті наведемо порівняльну характеристику обох процесів та виділимо характерні особливості процесу формування, що властиві євробондам, включно від етапу прийняття рішення про необхідність та підготовки до розміщення на фондовій біржі чи поза біржою.

Для початку узагальнено наведемо опис процесу використання фінансових інструментів з метою здійснення запозичення ресурсів, який є спільним для обох видів. Розподілимо його на три основні етапи: підготовчий, основний, заключний. Перший описує процес підготовки компанії, тобто вибір фінансових установ та посередників, які необхідні, оформлення документації, підрахунок показників ефективності, загальних індикаторів діяльності компанії, вибір стратегії, часових рамок із врахуванням поточного та прогнозованого стану кон'юнктури на міжнародних ринках, вибір конкретного ринку та валюти емісії, інших обов'язкових та додаткових умов випуску. Другий етап передбачає безпосередньо взаємодію з інституційними посередниками, які здійснюють поглиблений аналіз та оцінку минулих та поточних результатів діяльності компанії та формують пропозицію остаточних форм та умов випуску цінних паперів на конкретному ринку. В межах даної стадії також відбувається емісія, продаж випущених інструментів інвесторам та отримання фінансових ресурсів компанією. Третій етап є заключним у процесі обігу інструменту на ринку капіталів, оскільки за його результатами цінний папір викупляється компанією за номінальною чи ринковою вартістю, а також здійснюється виплата зобов'язання емітента у вигляді відсотків як плати інвестору за ризик.

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика умов розміщення компанією єврооблігацій та акцій на міжнародних ринках

Етап	Єврооблігації	Акції
Учасники	Емітент, андерайтери, головний керівник (лід-менеджер, інвестиційний банк), інвестори	Емітент, андерайтери, акціонери-інвестори

Продовження табл. 1.3

Відображення у бухгалтерських рахунках	Пасив - боргове зобов'язання	Пасив - статутний капітал
Лістинг	Біржове, позабіржове розміщення	Централізований – фондові біржі
Документи	Проспект емісії, договір андеррайтингу, угоди з менеджерами, угода про продаж, угода про лістинг і довірче управління або угода з фіскальним агентством, мандатний лист	Проспект емісії, заява на лістинг, заява на придбання акцій, договір з андеррайтером, заява у національний регулюючий орган, звіт про результати розміщення акцій
Основні види ризиків	Інфляційний, валютний, регуляторний	Ліквідний, валютний, інфляційний

Джерело: складено автором за [16]

На етапі прийняття рішення про випуск цінних паперів компанія має розглянути та порівняти різні види фінансових інструментів. Наведемо порівняльний аналіз процесу випуску акцій та облігацій підприємством. Відповідно до даних табл. 1. 3 до однакових умов випуску акцій та євробондів належать: можливість лістингу на біржі; використання проспекту емісії, в якому вказується інформація про емітента (історія діяльності, форма власності, власники, кількість працівників, чисельність управлінського персоналу, фінансові показники та результати), деталі випуску акцій, опис учасників процесу, інформацію про дотримання всіх законодавчих вимог та наявність необхідних документів для здійснення випуску цінних паперів; включення у частині визначення ризиків для компанії інфляційного ризику, що пов'язується з ймовірністю зниження номінальної вартості та доходності цінних паперів за умови зміни споживчих цін, а оскільки використання даних фінансових інструментів є довгостроковим, то зміну рівня інфляції складно спрогнозувати з високою точністю. Якщо купонна ставка за облігаціями є фіксованою, то зі зростанням рівня інфляції доходність облігації знижуватиметься,

зменшуватиметься рівень попиту на даний вид цінних паперів, проте альтернативою є випуск індексованих облігацій, рівень виплат за якими коригується на “кумулятивний коефіцієнт інфляції” розрахований відповідно до дати випуску облігацій [20, с. 88].

В процесі випуску єврооблігацій обов’язково беруть участь андерайтери як спеціалісти з прогнозування ризиків фінансових операцій. Вони купують певний випуск євробондів у емітента та продають безпосередньо інвесторам. При випуску акцій послуги андерайтера та лід-менеджера не є обов’язковими, але досить часто використовуються у практичній діяльності. Документальне оформлення процесів розміщення акцій та облігацій компаній теж є відмінним, проте в обох випадках наявні звіти, що характеризують діяльність компанії та її фінансові результати, договори з посередниками, які здійснюють оцінку компанії та формують умови розміщення цінних паперів, дозволи від національних регуляторів. Обидва види фінансових інструментів залучають ресурси, які відображаються у пасивах звіту про фінансовий стан компанії, проте євробонди враховуються у рахунок довгострокових фінансових зобов’язань підприємства, в той час як кошти, отримані від розміщення акцій, відображаються у величині статутного капіталу. Інвестори в акції втрачають вкладення у випадку банкрутства компанії повністю, не обов’язковим є отримання дивідендного доходу за ними, а при вкладенні капіталу у євробонди виплата номінальної вартості облігацій є обов’язковою, оскільки відповідно до законодавства та випущених проспектів облігацій за умови визнання компанією дефолту, погашення зобов’язання за ними забезпечуються за рахунок реалізації активів підприємства. До наступної відмінності належить умова, що первинне розміщення акцій компанії обов’язково відбувається на фондовій біржі, проте випуск єврооблігацій може здійснюватися поза фондовою біржою. До переваг лістингу бондів на біржах відноситься: доступ цінних паперів для широкого кола інвесторів, зокрема інституційних – страхових компаній, хедж-фондів, інвестиційних та пенсійних фондів, які інвестують у фінансові інструменти лише на фондових біржах; встановлюється поточна ринкова ціна облігації, актуальний

рівень та динаміка якої доступні для аналізу як потенційним інвесторам, так і емітентам. З іншого боку, недоліком може бути розкриття інформації про комерційні результати діяльності на постійній основі згідно з правилами лістингу на фондових біржах. Така звітність має включати дані стосовно платоспроможності компанії та можливих ризиків несплати за зобов'язаннями, а це в свою чергу може знижувати попит інвесторів на цінні папери емітента та негативно впливати на імідж компанії у цілому [16, с. 29].



Рисунок 1.2. Порядок дій емітента за умов випуску єврооблігацій

Джерело: складено автором на основі даних [16]

У випадку прийняття рішення компанією на користь випуску єврооблігацій умовно цей процес можна поділити на етапи, які зображені на рис. 2 та відображають кроки емітента від встановлення цілі до реалізації цінних паперів на первинному ринку. Відображено процеси, до яких безпосередньо залучене підприємство.

Першим етапом є розробка управлінським персоналом загальної стратегії випуску боргових цінних паперів, вибір їх форми. Зазвичай, підприємство прагне отримати фінансування за допомогою випуску облігацій для реалізації конкретного довгострокового проекту, а не для того, щоб виплатити поточні зобов'язання, що відображається у документації випуску цінних паперів. При цьому детально розглядається частина обґрунтування фінансової доцільності проекту, термін окупності проекту. Також, на першому етапі необхідно ознайомитися із законодавчими вимогами та особливостями: облігації не можуть використовуватися для збільшення статутного капіталу, номінальна їх вартість не може бути більше, ніж втричі більшою за обсяг власного капіталу та суми забезпечення поручителів [21]. На другому етапі необхідно обрати банк-менеджер, який буде реалізовувати операцію розміщення цінних паперів на міжнародних ринках, відповідатиме за продаж цінних паперів не лише на первинному, але й на вторинному ринках. У даному виборі необхідно враховувати досвід банку у операціях даного типу, його міжнародний імідж, умови та плату за послуги, базу потенційних інвесторів. Часто компанії залучають декілька інвестиційних банків у процес емісії для формування андеррайтингової групи, проте один із них тоді відіграє роль лід-менеджера. Інвестиційні банки відповідальні за реалізацію цінних паперів інвесторам, або ж залишають такі активи у своїй власності, що вигідно для компанії-емітента, адже за будь-яких умов вона отримає повну суму запозичення за облігаціями та реалізує всі цінні папери. У випадку продажу облігацій індивідуальним інвесторам створюється окрема група продажів. Далі компанія-емітент встановлює попередні цінові умови, валюту, обсяги, вартість емісії євробондів із узгодженням з лід-менеджером процесу емісії, як альтернатива даному процесу,

може бути підписана угода про продаж всього випуску головному інвестиційному банку у створеному андеррайтинговому синдикаті.

На третьому етапі емітент видає мандатний лист керуючому інвестиційному банку для початку процесу емісії. Четвертий етап передбачає публікацію проспекту емісії, який розроблюється спільно емітентом та андеррайтинговим синдикатом. Даний документ містить деталізовану та повну інформацію щодо діяльності підприємства, його організаційної структури, управлінські кадри, тенденцій розвитку, мети випуску цінних паперів, напрямків використання отриманих ресурсів, усіх витрат, податкових зобов'язань, пов'язаних з випуском, результатів фінансового аудиту за останні три-п'ять років, обсягів прогнозованого прибутку, дотримання обов'язкових регуляторних норм, лістингові відомості тощо [16, с. 28]. Проспект емісії спрямований для ознайомлення потенційного інвестора з деталями випуску та обігу облігації, що необхідно для оцінки рівня доходності та ризику, прийняття кінцевого рішення про доцільність інвестування у даний фінансовий інструмент.

На останньому етапі здійснюється випуск єврооблігацій, емітент отримує запозичений капітал за рахунок випуску євробондів у обсязі, який попередньо був зазначений у мандатному листі та проспекті емісії, та зобов'язується здійснювати відсоткові відрахування на користь інвесторів-бондхолдерів, виконувати погашення номінальної вартості на визначену дату, яка означає закінчення терміну обігу випущеного цінного паперу на первинному чи вторинному ринках. Також, здійснюється розрахунок у вигляді комісійного відсотка за роботу посередників процесу випуску (лід-менеджера, андеррайтингової групи, спеціалістів із продажів та інших залучених фахівців). Проходження через всі етапи є дорогавартісним та доступним лише великим корпораціям із високим рівнем доходів, підтвердженою платоспроможністю, наявністю перспективних напрямків розвитку та можливості повної реалізації інвестиційних проектів. Зазвичай процес випуску облігацій займає три-чотири місяці від моменту вибору головного менеджера (найбільш тривалими є процеси оформлення всієї документації – шість-вісім тижнів та здійснення і отримання

результатів рейтингової оцінки від спеціалізованих інституцій – вісім-дванадцять тижнів) [29, с. 33]. Досвідчений лід-менеджер для економії часу здійснює певні підетапи процесу випуску паралельно, активно залучаючи всіх учасників у андеррайтинговому синдикаті.

Також, українська компанія може здійснювати емісію цінних паперів не безпосередньо від власного імені, а й шляхом випуску єврооблігацій дочірньою компанією, яка розміщена за кордоном, або ж можливо здійснювати емісію іноземною компанією від імені українського підприємства. Тому варто розглянути систему використання спеціально сформованих компаній ('special purpose vehicles', які є інвестиційними, не здійснюють виробничі чи переробні процеси) з метою зниження податкових зобов'язань компанії-емітента за доходом, отриманим від облігацій, які засновуються у країні із сприятливим податковим кліматом. У даному випадку материнська компанія, яка розташована в Україні, виступає гарантом внутрішньокорпоративної позики, за рахунок якої отримає кошти, залучені від емісії. Водночас, вона здійснює виплату відсоткових зобов'язань та тіла кредиту відповідно до визначених умов. Таким чином, здійснюються внутрішні фінансові розрахунки у межах структури корпорації, що дає змогу використати наявні переваги податкової політики держави (для прикладу, на Кіпрі дохід від продажу цінних паперів входить до переліку виду корпоративних доходів, які звільняються від оподаткування) та реалізувати конкретний інвестиційний проект [22, с. 13].

Інший спосіб запозичення капіталу через випуск єврооблігацій є шляхом їх випуску іноземною компанією, яка визнається офіційним емітентом та, водночас, може бути андеррайтером даної операції [23, с. 8]. На емітованих цінних паперах розміщується назва української компанії. Передача отриманих коштів від офіційного емітента до компанії, як і у попередньому способі, здійснюється через надання кредиту підприємству, яке зобов'язується виплачувати відсоткові зобов'язання та погашати у визначений час основну суму запозичення. У даному випадку важливими є умови фінансових розрахунків між українською та іноземною компанією, щоб у результуючому підсумку національне

підприємство не переплачувало за використання кредитних ресурсів більшу суму, порівняно з відсотковими платежами за корпоративними облігаціями, які сплачує іноземна компанія.

Отже, процес випуску єврооблігацій є тривалим та вимагає початкових витрат, складається з трьох етапів: прийняття рішення про випуск та обґрунтування умов, формування комплексу необхідної документації та залучення посередників та допоміжних професійних структур – компанії продажів, виконання всіх зобов'язань емітента перед інвесторами.

1.3. Ризики використання євробондів для залучення боргового капіталу

Будь-який процес розміщення, придбання та продажу цінних паперів пов'язаний із двома видами ризиків, які зазвичай оцінюють потенційні інвестори, та які впливають на інвестиційну привабливість компанії: систематичний ризик, який не можливо змінити та уникнути, та несистематичний ризик, на який інвестор спроможний впливати, знижувати рівень шляхом диверсифікації інвестиційного портфелю та хеджування вартості активів, що узагальнено відображено у моделі оцінки капітальних активів В. Шарпа [24]. Оскільки процес розміщення та ефективного використання такого специфічного фінансового інструменту як єврооблігації залежить від низки зовнішніх та внутрішніх відносно компанії-емітента факторів, то це формує додаткові фінансові ризики, які необхідно враховувати ще на етапі прийняття рішення про їх випуск.

Серед основних ризиків, які найчастіше визначаються компанією та описуються у проспекті емісії облігацій, виділяють наступні: регуляторний, валютний, інфляційний, ризик дефолту, галузевий ризик. Регуляторний ризик є специфічним для даного виду облігацій, полягає у тому, що випуск та обіг євробондів не підлягає контролю з боку національних інституцій або спеціалізованих органів, хоча відповідно до обраного ринку, на якому буде

здійснюватися емісія, можуть існувати загальноприйняті правила та стандарти, яких обов'язково необхідно дотримуватися (наприклад, у ЄС це 'EU Prospectus Directive', у США – 'Regulation S', 'Rule 144A') [26; 29, с. 45]. У випадку виникнення неузгодженостей, складнощів із погашенням номінальної вартості єврооблігацій у разі збитковості та банкрутства компанії, інших юридичних чи розрахункових проблем, українська компанія не матиме захисту з боку національних органів регулювання. Для попередження таких проблем, компанія-емітент визначає методи покриття, документально закріплює компанії-поручителі, які будуть відповідальними за погашення зобов'язань емітента перед інвесторами, розробляє та фіксує чіткий механізм дій, який прописується у проспекті емісії.

При емісії євробондів компаніями необхідно враховувати, що номінальна вартість даних цінних паперів та відсоткових виплат за ними виплачується у іноземній валюті, а дохід компанії отримують у національній валюті (за виключенням доходу від експортних операцій). Згідно з даним фактором, у випадку кризових явищ та дестабілізації на внутрішньому ринку країни національна валюта може девальвувати по відношенню до іноземної, у якій здійснювався випуск цінних паперів, а тому – є ризик зростання витрат компанії щодо погашення фінансових зобов'язань перед інвесторами. Така ситуація мала місце у 2014-2015 роках, коли відбулася соціально-економічна криза через початок воєнних дій на Донбасі та анексії АР Крим, українська національна валюта девальвувала по відношенню до долара у 2,73 рази, збільшилися витрати на закупівлю імпортової продукції та обладнання, зменшилися споживчі доходи та попит на кінцевий результат виробництва [27]. За даних умов відбувся технічний дефолт одного з найбільших на 2014 рік агрохолдингів України – 'Мрія', вартість зобов'язань становила 1,3 млрд. доларів США [28]. Проте варто зазначити, що дана аграрна компанія була єдиною, яка визнала дефолт [29, с. 24]. Оскільки інвестори холдингу 'Мрія' за рік до її дефолту не хотіли продавати компанії її євробонди, це підтверджує важливість і непередбачуваність валютних та політичних ризиків у процесі інвестування. Іншим компаніям, що мали

фінансові труднощі, вдалося узгодити механізми реструктуризації боргу або ж перенесення дати виплат за зобов'язаннями на 2-5 років, що сприяло досягненню стабілізації ситуації на ринку.

Підвищення ризиків дефолту аграрних компаній України може обраховуватися на основі індексу, що є співвідношенням між чистими борговими зобов'язаннями та показником EBITDA (як індикатором прибутку до відрахування процентних, податкових, амортизаційних зобов'язань). Приклад його розрахунку для п'яти найбільших агрохолдингів України у кризовий період наведено у Додатку А, де фінансовий індекс відображає рівень перевищення боргових зобов'язань над доходом компаній у 2-5 разів, що свідчить про критичні значення показників та необхідність реструктуризації запозичень. За статистичними даними, опублікованими інвестиційною компанією 'Pro Capital Investment' за кризовий період, при розрахунку індексу ризику дефолту за облігаціями 'найвищий показник мав аграрний холдинг 'Мрія' – 5,1, далі перебувала 'Астарта' – 2,8, 'Мілкіленд' – 2,4, 'Миронівський хлібопродукт' – 2,3' [28].

Валютний ризик інколи страхують шляхом випуску крос-валютних свопів. Таку опцію пропонують переважно інвестиційні банки для емітентів із країн, що розвиваються, коли вони випускають цінні папери в одній валюті, а більшу частину операційного доходу отримують у іншій валюті. Крос-валютний своп – це ефективний інструмент хеджування ризику, який являє собою комбінацію двох протилежних за процентними ставками свопів. Одночасний випуск компанією двох фінансових інструментів дає змогу здійснювати розрахунок за зобов'язаннями швидше, мінімізуючи витрати на конвертацію. Такий спосіб хеджування може бути вигідним і для українських компаній, які здійснюють випуск цінних паперів переважно у доларах США, реалізують продукцію на ринку ЄС, відповідно отримуючи виручку від експорту, деноміновану у євро. Проте, варто зазначити, що при випуску крос-валютних свопів поруч із зниженням валютного ризику зростає ризик ліквідності, є суворі вимоги стосовно їх управління, сповіщення про їх забезпечення та ринкову вартість для

інвесторів на регулярній основі. Деякі умови можуть бути спрощені спеціалізованими міжнародними організаціями, наприклад, Світовим Банком, який може запропонувати такий тип 'хеджування без вимоги забезпечення, пом'якшуючи операційні умови' [29, с. 32].

Галузевий ризик пов'язаний безпосередньо зі специфікою умов діяльності компанії, наприклад результати реалізації агропромислової компанії напряду пов'язані із врожайністю, використанням сучасних систем поливу та відслідковування процесу росту рослин, тощо. На систематичний ризик можуть мати вплив тенденції розвитку кон'юнктури на міжнародних інвестиційних ринках. Серед сучасних тенденцій на міжнародних ринках єврооблігацій можна виділити наступні:

- підвищення ролі країн, що розвиваються, як позичальників капіталу, так і інвесторів (як Китай);

- основними центрами випуску та обігу єврооблігацій є Лондон, Цюрих, Люксембург, Нью-Йорк, Гонконг, Сінгапур, Токіо, 'депонуються єврооблігації переважно в депозитарних системах 'Euroclear' та 'Clearstream', які обслуговують більше 75% всіх операцій' [6, с. 154];

- високий рівень залежності величини відсоткових платежів за використання інвестованих коштів у євробонди від місця розташування компанії (підвищений вплив країнових ризиків, які враховуються за допомогою кредитних рейтингів провідних світових агенцій – S&P, IBCA, Moody`s, Fitch). Даний фактор має вплив також і на визначення максимальної величини номінальної вартості боргових цінних паперів, які можуть бути емітовані компаніями різної країнової приналежності. Окремі науковці зазначають, що така фінансова фрагментація на глобальному або регіональному рівні може призвести до розвитку кризових явищ [30, с. 454];

- скорочення попиту на боргові цінні папери емітентів з країн, що розвиваються, через загальне падіння економічної кон'юнктури на світовому ринку, що зумовлює підвищення попиту на низькоризикові активи (переважно емітентів з високорозвинених країн).

Українські підприємства активно долучаються до операцій на міжнародних ринках єврооблігацій. Відповідно до національних емісій євробондів, можна виділити наступні особливості, які важливо визначати при випуску корпоративних єврооблігацій, оскільки є індикатором для потенційних інвесторів:

- подовження термінів погашення раніше емітованих облігацій (наприклад, гірничо-металургійний холдинг 'Метінвест' у 2019 році продовжив термін на 6,5 років [32]);

- випуск євробондів, деномінованих одночасно у двох вільноконвертованих валютах, переважно у доларах США та євро (означає встановлення ціни розміщення євробондів відразу у двох валютах). Для українських компаній це вигідно, оскільки рівень доларизації економіки є високим – 41% за даними НБУ [33, с. 2], проте більшість підприємств активно здійснює торговельну діяльність на території Європейського Союзу, отримуючи дохід від експорту у євро;

- поступове зростання відсоткових ставок за облігаціями у зв'язку із дестабілізацією економіко-політичної ситуацій у країні, що зумовлює зростання боргового навантаження на компанію, знижує рівень прибутковості;

- термін обігу єврооблігації складає переважно п'ять або десять років;

- інвесторами є найчастіше позикодавці з Великобританії, США, інших країн континентальної Європи;

- випуск різних видів єврооблігацій: облігацій з дисконтом (випускаються за ціною нижчою за номінальну вартість), зелені єврооблігації (компанія 'DTEK' випустила 2019 року на суму 325 млн. євро на п'ять років із відсотковою ставкою – 8,5% річних; обов'язковою умовою випуску облігацій є використання для покращення екології) [34].

Отже, компанія-емітент єврооблігацій при випуску цінних паперів має попередньо ідентифікувати ризики, які потенційно можуть зумовити економічні втрати для підприємства, а також сформулювати ефективний інструментарій для визначення потенційного рівня загрози, реалізовувати попередні заходи уникнення та пом'якшення ризиків шляхом їх хеджування та одночасного

випуску свопів із єврооблігаціями, або ж зміни стандартних умов випуску із врахуванням специфіки діяльності компанії (наприклад, випуск облігацій, деномінованих одночасно у двох валютах). Українські компанії-емітенти облігацій найчастіше у проспекті емісії вказують на такі види ризиків: валютний, інфляційний, ліквідаційний, галузевий, ризик дефолту.

Висновки за розділом I

У першому розділі нами здійснено аналіз структури категорії ‘єврооблігації’ у наукових роботах вітчизняних та іноземних вчених шляхом її поділу на три компоненти: суть, зміст та результат явища. Далі проведено їх розгляд, на основі методів порівняння, встановлення логічної послідовності та причинно-наслідкових зв’язків було запропоновано авторську категорію, що частково включала пропозиції провідних фахівців та базувалася на систематизації та впорядкуванні структури категорії для максимально стислого та повного розуміння суті явища. Як результат, єврооблігації доцільно визначати як середньо- та довгострокові боргові цінні папери на пред’явника, які випускаються на іноземному ринку та емітовані у іншій валюті, ніж національна валюта даної країни, розміщення яких здійснюється міжнародним андеррайтинговим синдикатом з метою залучення емітентом іноземного капіталу та на умовах платності, повернення та строковості.

Також, нами було здійснено теоретичний розгляд процесу емісії єврооблігацій компаніями, узагальнено та виділено основні п’ять етапів, у яких підприємство безпосередньо бере участь від прийняття рішення про необхідність та доцільність емісії боргових цінних паперів до отримання коштів від емісії та покриття усіх зобов’язань перед інвесторами. Визначено три способи, за допомогою яких компанія може здійснювати запозичення коштів шляхом емісії єврооблігацій. Додатково, нами здійснено теоретичний аналіз та класифікацію видів ризиків, на які наражається компанія-емітент при випуску облігацій на іноземних ринках, описано можливі шляхи їх запобігання та мінімізації шляхом паралельного випуску фінансових інструментів іншого виду, що забезпечує хеджування ризиків, або ж через регулювання первинних умов випуску єврооблігацій, наприклад, які деноміновані у двох вільноконвертованих валютах водночас. Також, нами було виділено основні тенденції, які притаманні міжнародним ринкам єврооблігацій та сучасні особливості випуску даних цінних паперів національними емітентами.

Розділ II. ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ АГРАРНОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ПОЛЬЩІ ДЛЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТОРІВ

У другому розділі розглянемо порівняльний аналіз факторів мікро- та макросередовища аграрного ринку України та Польщі для визначення рівня їх інвестиційної привабливості та наведення висновків про ефективність формування сприятливих умов для іноземних інвесторів. За основу оцінки візьмемо українську аграрну компанію ТОВ ‘Сільськогосподарське підприємство ‘Нібулон’’, яка займається виробництвом та продажем зернових культур, є одним з операторів даного ринку в Україні, здійснює розширення власної діяльності за рахунок розробки та реалізації інвестиційних проектів (наприклад, побудови річкових перевантажувальних терміналів), що потенційно можуть використовувати єврооблігації як інструменти фінансування [35].

2.1. Аналіз факторів макросередовища та їх вплив на інвестиційну привабливість аграрного ринку

У даному підпункті розглянемо фактори макросередовища, які є базовими при оцінці потенційним інвестором об’єкта інвестування, та на які компанія не може безпосередньо мати вплив. Такі фактори формують ринкові загрози та можливості, які є основою для визначення рівня ризику та дохідності емітованого цінного паперу підприємства. Важливо розглянути шість основних груп факторів: політико-правові, економічні, науково-технічні, демографічні, природні та культурні.

ПОЛІТИКО-ПРАВОВІ ФАКТОРИ

До політико-правових факторів належать політична нестабільність, що втілюється у зміні уряду держави, його курсу, невизначеності щодо продовження реформ та зміни політики як у аграрній промисловості (прийняття земельної реформи та зміна процесів субсидування аграрних виробників), так і у судовій

системі (реформування локальних та загальнонаціональних судів), сфері підтримки іноземного інвестування (наприклад, розробки інвестиційної няні, яка б супроводжувала інвестора при вкладенні капіталу в Україну від початкових етапів юридичного оформлення та трансферу капіталу між банками до супроводу та юридичного захисту у випадках незаконного привласнення майна чи нецільового використання інвестованих коштів). Дана нестабільність має негативний вплив на очікування інвесторів, спричиняє падіння попиту на цінні папери, оскільки вони стають більш ризиковими, хоч відповідно очікуваний рівень доходності підвищується.

Таблиця 2.1

Попередня таблиця політико-правових факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Політична стабільність та рівень корупції у країні		
	Польща	-	Пропозиція/Попит
	Україна	-	Пропозиція/Попит
2.	Розробка проектів стимулювання залучення іноземних інвестицій		
	Польща	+	Попит
	Україна	+	Попит
3.	Лібералізація валютного законодавства		
	Польща	+	Попит
	Україна	+	Попит
4.	Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС		
	Польща	+	Пропозиція
	Україна	+/-	Пропозиція
5.	Митна політика		
	Польща	+/-	Попит/Пропозиція
	Україна	+/-	Попит/Пропозиція

Джерело: складено автором

1. **Політична стабільність та рівень корупції у країні.** У рейтингу BDO International Business Compass 2018, який оцінює загальний інвестиційний клімат країн світу Україна має найнижчі показники саме за політико-правовим субіндексом. Даний показник свідчить про політичну нестабільність, низьку якість регулювання та наявність корупції. Водночас, варто зазначити, що позиції країни у рейтингу мають тенденцію до зростання (покращення на 8 позицій за два роки). Польща має значно вищу позицію у даному рейтингу, що свідчить про

кращу політичну ситуацію. Проте тенденція є негативною, країна дещо знижує свій показник у рейтингу (на чотири позиції за останні розглянуті чотири роки).



Рисунок 2.1. Значення політико-правового субіндексу BDO “IBC”

Джерело: складено автором на основі даних [36; 37; 38]

Даний фактор має негативний вплив на попит іноземних інвесторів на цінні папери вітчизняних компаній, а також знижує стимули їх випуску, тому знижується також і пропозиція облігацій.

2. Розробка проектів стимулювання залучення іноземних інвестицій. У 2021 році уряд країни планував запустити програми підтримки іноземних та національних інвесторів. Серед них виділяють програму ‘Investment nanny’, за якої кожному інвестору, хто вкладе більше 100 млн. дол. США у розвиток економіки країни буде запропоновано окремий контракт з державою, за яким йому надається персональний менеджер-спеціаліст у сфері інвестування, який вирішуватиме всі проблемні питання. Також, при участі інвестора у процесах приватизації державних підприємств (за умови інвестицій від 10 млн. дол. США) інвесторам надається звільнення від зобов’язання сплати податку на прибуток на п’ять років [39]. Республіка Польща має 12 спеціальних економічних зон, де результати діяльності інвесторів оподатковуються за зниженою податковою ставкою (стосується податку на прибуток та податку на нерухомість) допоки знижене оподаткування не компенсує від 30 до 50 відсотків інвестиційних витрат [40]. Даний фактор стимулює попит інвесторів на інвестиційні інструменти країни.

3. **Лібералізація валютного законодавства.** Скасовано обов'язковий продаж валютної виручки компаніями, що дає змогу компаніям інвестувати у розвиток діяльності, або ж самостійно регулювати валютні витрати для мінімізації впливу валютних ризиків на результати діяльності [41]. Також, скасовано ліміт репатріації коштів від продажу облігацій та нелістингових цінних паперів, на рахунки нерезидентів наразі можливо перераховувати довільну суму коштів як розрахунки за зобов'язаннями [42]. Після вступу до Європейського Союзу Польща здійснила лібералізацію валютного законодавства. Спрощення розрахунків між країнами-членами ЄС здійснюється й на загальноєвропейському рівні шляхом прийняття Директив (у 2019 році це дозволило знизити вартість транскордонного переказу капіталу між країнами, що входять до зони євро та країнами ЄС, що до неї не входять) [43]. Дані фактори стимулюють попит іноземного інвестора на пропоновані національними емітентами цінні папери.

4. **Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС.** Оскільки ринок ЄС є ємним та високоприбутковим у сфері продукції аграрної промисловості, національні виробники користуючись територіально близьким розташуванням експортують власний товар до європейських країн, проте на даному ринку діють жорсткі вимоги до якості товару, існують стандарти та нормативи, які стосуються як самого товару, так і процесу постачання, транспортування, оформлення документації, маркування, пакування, тощо [44]. Польща входить до Зони вільної торгівлі ЄС як країна-член ЄС, без обмежень та квот, дотримуючись європейських стандартів на внутрішньому ринку. Також, Польща у складі ЄС має змогу вести торгівлю на преференційних умовах з 77 країнами поза даним регіональним об'єднанням [45]. Експорт реалізується лише за умови дотримання всіх визначених правил, які зумовлюють додаткові витрати підприємства, тому впливають на обсяг пропозиції компанії для іноземних споживачів.

5. **Митний політика.** Оскільки діє Угода про Повну та всеохоплюючу зону вільної торгівлі між Україною та ЄС з 01.01.2016, митний тариф на імпорт

української продукції агропромислової галузі на європейський ринок дорівнює 0%, проте введено тарифну квоту, при перевищенні обсягу яких, встановлюється додаткове мито на імпорту продукцію. Імпорту мито на зернову продукцію залежно від типу продукції коливається у розмірі при перевищенні обсягу квоти від 12 до 95 євро за 1000 кілограмів [46]. Експорт товарів за межі ЄС вимагає декларування товарів для митного оформлення. Експортер сільськогосподарської продукції не сплачує мито, проте зобов'язаний дотримуватися митних формальностей. Для здійснення експортної операції та митної декларації необхідні відповідні документи, а потім – з податкових причин – експортер повинен зберігати 5 років з кінця року, в якому була складена митна декларація, а також – експортер повинен мати фітосанітарний сертифікат на експорт або сертифікат на реекспорт [47]. З одного боку, митний тариф в межах квоти та нетарифні обмеження стимулюють національних виробників експортувати продукцію кращої якості, а з іншого боку, при перевищенні обсягів тарифної квоти операції експорту можуть ставати збитковими для підприємств та не дають змоги налагодити постійні канали збуту на території європейських країн, формуючи як можливість, так і загрозу.

Таблиця 2.2

Підсумкова таблиця політико-правових факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Політична стабільність та рівень корупції у країні		
	Польща	8	Здійснювати постійний моніторинг, розгляд змін та реформ, які впроваджує уряд та профільні міністерства, адаптовувати умови діяльності до змін
	Україна	3	
2.	Розробка проектів стимулювання залучення іноземних інвестицій		
	Польща	9	Формувати та пропонувати інвестиційні проекти, які б забезпечували пільгові умови інвестування для іноземних інвесторів відповідно до розроблених урядових пропозицій
	Україна	5	
3.	Лібералізація валютного законодавства		
	Польща	7	Оптимізувати валютні витрати компанії для мінімізації валютного ризику, сформувані найбільш вигідні механізми розподілу та управління валютною виручкою
	Україна	5	
4.	Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС		

Продовження табл. 2.2

	Польща	9	Сформувати підрозділ в організаційній структурі компанії, який відповідає за дотримання визначених правил у процесах збуту та реєстрації до країни ЄС, впровадити у межах продуктової політики компанії контроль за дотриманням визначених стандартів, зібрати пакет документів, необхідних для отримання ліцензії та експорту продукції у рамках політики збуту компанії
	Україна	6	
5.	Митна політика		
	Польща	8	Компаніям варто враховувати даний фактор при обранні цінової стратегії та політики на іноземному ринку, здійснювати експорт в межах відкритої квоти
	Україна	7	

Джерело: складено автором

Отже, група політико-правових факторів середовища має вагомий вплив на прийняття рішення щодо доцільності інвестування в іноземний ринок. Вони будуть мати високий рівень важливості порівняно з іншими групами факторів. Дана група факторів формує більшу кількість можливостей для агропромислової компанії залучити іноземні інвестиції, а ніж загроз. Проте значимість факторів, що негативно впливають на інвестиційний клімат галузі, є високою, тому для компаній важливо здійснювати їх моніторинг на регулярній основі.

ЕКОНОМІЧНІ ФАКТОРИ

Таблиця 2.3

Попередня таблиця економічних факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Рівень стабільності валютного курсу національної грошової одиниці		
	Польща	+	Пропозиція
	Україна	-	Пропозиція
2.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур		
	Польща	+/-	Попит
	Україна	+/-	Попит
3.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)		
	Польща	+/-	Попит
	Україна	+/-	Попит
4.	Висока залежність агропромислових компаній від постачання імпортних мінеральних добрив, насіння, засобів захисту рослин		
	Польща	-	Пропозиція
	Україна	-	Пропозиція
5.	Зменшення кількості агрохолдингів на ринку країни		
	Польща	+	Пропозиція

	Україна	+	Пропозиція
6.	Рівень боргового навантаження в аграрно-промислових комплексах		
	Польща	-	Попит/Пропозиція
	Україна	-	Попит/Пропозиція
7.	Спрощення процесу ведення бізнесу		
	Польща	-	Попит
	Україна	+	Попит
8.	Рівень національної конкурентоспроможності		
	Польща	+	Попит
	Україна	-	Попит
9.	Показники інвестиційного клімату в країні		
	Польща	+	Попит
	Україна	+	Попит

Джерело: складено автором

1. Рівень стабільності валютного курсу національної грошової одиниці. Формує загрозу для української компанії, оскільки волатильність курсу (темп зростання 7% за 2018 р., темп спаду – 11% за 2019 р., зростання на 4,9% за 2021 р.) не дає змогу точно прогнозувати обсяги продажів та прибутку компанії у майбутніх періодах при виході на іноземний ринок, що формує додаткові валютні ризики, які мають бути включені до ціни продукції, що постачається компанією для іноземного покупця [48]. Зміну валютного курсу відображена на рис. 4. Середньорічний курс злотого до євро є стабільним на рівні 4,0-4,3 злотих за євро, тобто коливання лише на рівні 0,1% [49]. Даний фактор є позитивним для польських компаній, оскільки це зумовлює стабільність та надійність, нижчий рівень ризику для потенційних інвесторів з точки зору отримання прибутку та здійснення розрахунків.



Рисунок 2.2. Середньорічний курс гривні та злогого до євро, 2010-2021 рр.

Джерело: складено автором на основі даних [48; 49]

2. Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур.

Діяльність агропромислових компаній в Україні є експортноорієнтованою. На ринку зернової продукції обсяги експорту у 53 рази перевищують обсяги імпорту. Внутрішній попит задовольняється переважно національними виробниками. Відповідно до рис. 5 з 2015 року наявна тенденція до збільшення обсягів експорту даного типу продукції (за три роки темп зростання експорту – 30,1%, імпорту – спад на 6,3%) [50]. Для Польщі характерно перевищення обсягів експорту у 3,5 рази обсягів імпорту, проте обсяги експорту у 4,8 разів менші порівняно з обсягами експорту зернових культур українськими компаніями. Обсяги експорту та імпорту зернових не мають стійкої динаміки у Польщі, за останні три роки обсяги експорту зросли удвічі, а обсяги імпорту – на 18,7% [50]. Доступ до ємних ринків іноземних країн забезпечує вищий рівень доходів та платоспроможності компаній, що є позитивним індикатором для потенційного інвестора. Водночас, формується залежність доходів національного виробника від коливання цін на його продукції на міжнародних ринках, що ускладнює процес прогнозування результативних показників діяльності.

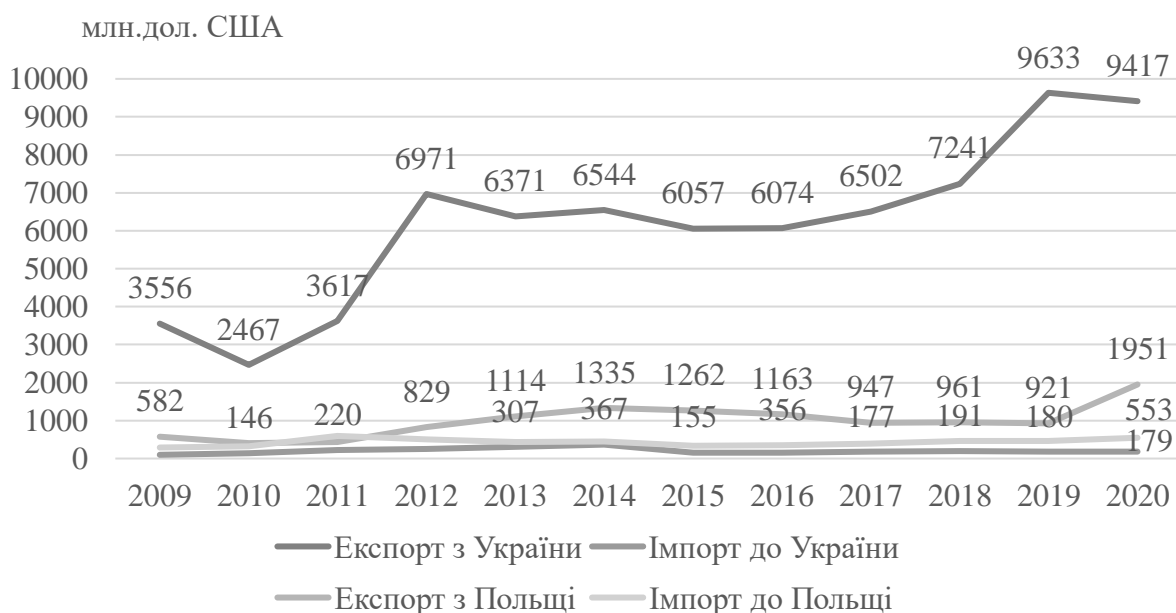


Рисунок 2.3. Обсяги експорту та імпорту зернових культур Україною та Польщею за 2009-2020 рр. у млн. дол. США

Джерело: складено автором на основі даних [50]

3. Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників). Українські аграрні компанії мають можливість експортувати продукцію на іноземні ринки, на яких наявний незадоволений попит. Згідно з даними ‘Export Potential Map’ (Додаток Б) українські підприємства можуть додатково експортувати зернову продукцію на суму 4,3 млрд. дол. США, заповнивши вільні ніші на світовому ринку [51]. Окрім ринків, на яких наявний дефіцит продукції, є країни, в яких поточний обсяг експорту зернової продукції перевищує наявний експортний потенціал – наприклад, пшениці у Індії, Тунісу, Іспанії, Таїланді, Південній Кореї, сої – у Туреччині, Білорусі, Італії, Єгипті, а це означає, що експортерам необхідно змінити ринкову структуру експортної діяльності. В свою чергу, Польща має менший за обсягом експортний потенціал – близько 638 млн. дол. США, де основними потенційно привабливими ринками збуту можуть бути: Іспанія (58 млн. дол. США), Нідерланди (86 млн. дол. США), Італія (100 млн. дол. США), Туреччина (62 млн. дол. США), Бельгія (39 млн. дол. США). Водночас, у Німеччині поточний обсяг експорту зернової продукції перевищує наявний експортний потенціал на 140 млн. дол. США. З одного боку, це можливість для національних виробників збільшити обсяги доходів, з іншого – додаткові витрати на транспортування, формування логістичних мереж, пошук посередників, точок збуту [52].

4. Висока залежність агропромислових компаній від постачання імпортних мінеральних добрив, насіння, засобів захисту рослин. Внутрішній ринок не забезпечує потребу агрохолдингів у допоміжних матеріалах та сировині, а тому виробники імпортують дану продукцію як в Польщі, так і в Україні, що веде до залежності від коливання цін на іноземних ринках та підвищення валютних ризиків. Дані в табл. 2.4 відображають зростаючу тенденцію обсягів імпорту матеріалів. Даний фактор зумовлює зростання витрат,

собівартості продукції, відповідно зниження попиту на неї, скорочення обсягів доходу, формування додаткових валютних втрат компаній від коливання валютного курсу. Варто зазначити, що залежність Польщі від імпорту матеріалів є вищою, а ніж в Україні.

Таблиця 2.4.

Обсяги імпорту витратних матеріалів для вирощування аграрної продукції, у
тис. дол. США

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Імпорт насіння до Польщі	0	0	0	80	37	19	11	19	24	32	27	25
Імпорт насіння до України	0	0	0	0	0	2	1	2	3	2	2	2
Імпорт добрив до України	257	418	727	780	816	593	708	823	1127	974	1198	842
Імпорт добрив до Польщі	416	574	749	787	900	926	838	781	872	927	1001	954
Імпорт засобів захисту рослин до України	271	450	651	755	769	608	649	803	935	969	933	892
Імпорт засобів захисту рослин до Польщі	553	593	736	697	778	890	892	800	852	857	856	953

Джерело: складено автором на основі даних [50]

5. Зменшення кількості агрохолдингів на ринку країни. Аграрні корпорації, які акумулюють значні обсяги грошових потоків та прагнуть створювати інвестиційні проекти для залучення інноваційних технологій у процес вирощування аграрної сировини, є єдиним типом компаній у даній галузі, який здатен залучати зовнішній капітал за рахунок облігацій. Наразі наявна

тенденція до скорочення кількості агрохолдингів на ринку України, у 2018 році їх кількість знизилася на 8,6%, що свідчить про зниження кількості потенційних емітентів боргових цінних паперів [53]. Кількість сільськогосподарських компаній в Польщі теж має тенденцію до скорочення. З 2010 до 2020 року їх кількість скоротилася на 13% згідно з даними Центрального статистичного управління [54]. З точки зору окремої корпорації, зменшення кількості потенційних конкурентів у процесі залучення іноземного капіталу є позитивним фактором.

6. Рівень боргового навантаження в аграрно-промислових комплексах. Національний банк України визначає коефіцієнт боргового навантаження, що є співвідношенням між обсягом поточних зобов'язань підприємств перед кредиторами до обсягу доходів компаній, який відображає платоспроможність компаній, їх можливість здійснювати додаткові запозичення. Нижче значення індикатору свідчить про підвищення спроможності компаній сплачувати за зобов'язаннями перед позикодавцями. Відповідно до звіту НБУ через підвищення світових цін на основну експортну продукцію аграрних компаній та підвищення споживчого попиту у 2021 році 'середньозважений показник чистий борг/ЕВІТДА' знизився до прийняттого рівня (чистий борг у середньому удвічі перевищує дохід), при чому показник ЕВІТДА зріс на 30% у галузі [55]. З одного боку, це зумовлює підвищення попиту компаній на зовнішній капітал, з іншого боку – також підвищується їх інвестиційна привабливість. За даними Національного реєстру боргів Польщі у 2021 році рівень заборгованості сільськогосподарських підприємств знизився порівняно з станом у період пандемії коронавірусу всього на 1%, тому даний рівень все ще є високим. 31 агрокомпанія додатково запозичила ресурси за 2021 рік, середня прострочена заборгованість компаній зросла на 23,5% [56].

7. Спрощення процесу ведення бізнесу. Україна покращила свої позиції у рейтингу легкості ведення бізнесу, що складається Світовим Банком. У 2020 році країна посіла 64 місце із 190 оцінюваних країн світу, має високу позицію за субіндексом захисту прав інвесторів (45 місце), що є важливим

індикатором для потенційних інвесторів, проте існують складнощі при вирішенні проблем неплатоспроможності компаній (146 місце) та забезпеченні контрактів (63 місце) [57]. Проте Польща погіршила свої позиції в рейтингу у 2017-2020 рр. на сім позицій за останній вказаний рік – має нижчу позицію, ніж Україна, за показником захисту прав інвесторів (51 місце), і має кращі позиції за показниками вирішення проблем платоспроможності (25 місце) та забезпеченню контрактів (55 місце) [56].

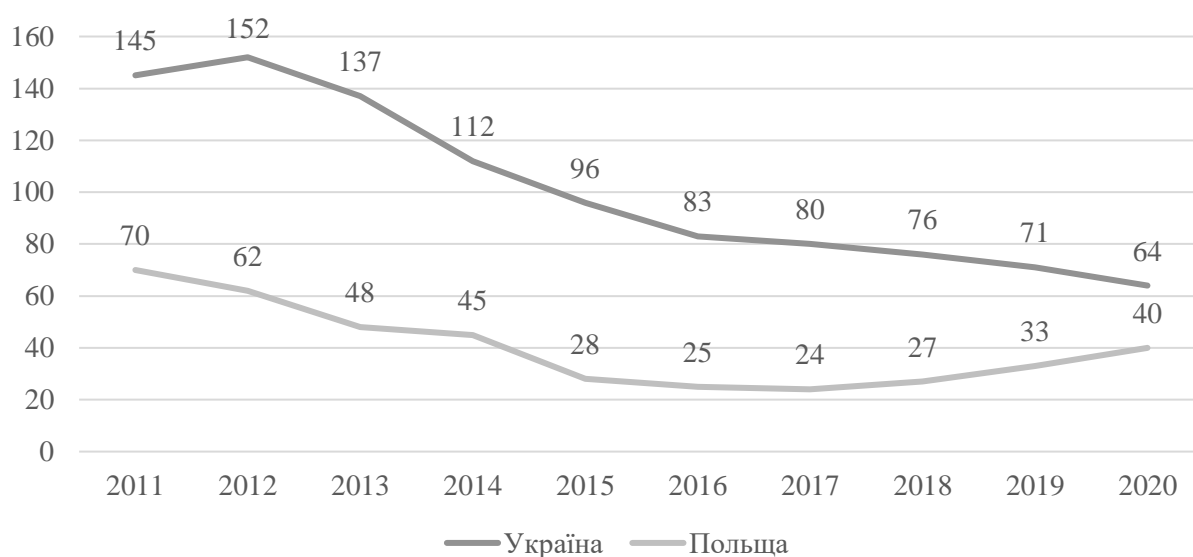


Рисунок 2.4. Позиція України та Польщі у рейтингу ‘Doing Business’ 2011-2020 рр.

Джерело: складено автором за джерелом [56; 57]

8. Рівень національної конкурентоспроможності. За індексом глобальної конкурентоспроможності 2019/2020 Всесвітнього Економічного Форуму Україна займає 85 місце із 141 країни, що оцінювалися (зниження на дві позиції) [58]. Основний регрес зафіксовано за показником стану фінансової системи, погіршилися значення індикаторів макроекономічної стабільності та інноваційних можливостей, що може погіршувати інвестиційну привабливість національних підприємств. Серед факторів, які покращили значення, є ринок праці, інституціональний розвиток, ринок товарів. Позиції Польщі у рейтингу є стабільними протягом розглянутого періоду, покращення відбулося за

показником інфраструктурного розвитку, що позитивно вплине на інвестиційну привабливість країни в цілому.



Рисунок 2.5. Позиція України та Польщі у рейтингу глобальної конкурентоспроможності

Джерело: складено автором за даними [58]

9. Показники інвестиційного клімату в країні. За рейтингом інвестиційної привабливості BDO International Business Compass 2018 Україна підвищила позицію на 3 місця та є 131 із 174 оцінюваних країн. За економічною складовою країна посідає 103 місце, найвище із оцінюваних трьох субіндикаторів у загальному індексі. Дана складова здійснює загальну оцінку рівня доходів населення, рівня інфляції, розвиток інфраструктури, податкове навантаження, умови ведення бізнесу та ринковий потенціал [36, с. 45].



Рисунок 2.6. Позиції України у рейтингу інвестиційної привабливості країн світу за загальним індексом та економічною складовою

Джерело: складено автором за даними [36, с. 45]

Польща погіршила позицію на одне місце, але в цілому, місце у рейтингу є стабільним. Покращення позиції країни у даному рейтингу стимулюватиме попит інвесторів для здійснення вкладень коштів, проте позиція України є наразі низькою, потребує додаткових дій з боку національного уряду для формування сприятливого інвестиційного клімату.

Таблиця 2.5

Підсумкова оцінка впливу економічних факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Рівень стабільності валютного курсу національної грошової одиниці		
	Польща	10	Формування цінової політики із врахуванням валютних ризиків
	Україна	5	
2.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур		
	Польща	7	Пошук вільних ринкових ніш для задоволення наявного непокритого попиту. Налагодження каналів постачання даної продукції
	Україна	9	
3.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)		
	Польща	6	Зміна продуктових стратегій компаній, пошук та заповнення вільних ніш на іноземних ринках, підвищення показників експортної дохідності
	Україна	9	
4.	Висока залежність агропромислових компаній від постачання імпортованих мінеральних добрив, насіння, засобів захисту рослин		
	Польща	8	Пошук національних субститутів імпортованих товарів, постійний моніторинг цін на імпортовану продукцію, здійснювати закупівлі під час сезонного зниження попиту на дані товари
	Україна	6	
5.	Зменшення кількості агрохолдингів на ринку країни		
	Польща	6	Реалізація інвестиційних проектів шляхом залучення іноземного капіталу
	Україна	6	
6.	Рівень боргового навантаження в аграрно-промислових комплексах		
	Польща	9	Здійснити реструктуризацію, оптимізувати процес фінансових витрат
	Україна	9	
7.	Спрощення процесу ведення бізнесу		
	Польща	9	Випуск фінансових інструментів для залучення іноземного капіталу
	Україна	7	
8.	Рівень національної конкурентоспроможності		
	Польща	8	Формувати відсоткові платежі за випущеними цінними паперами із врахуванням країнового ризику
	Україна	6	
9.	Показники інвестиційного клімату в країні		
	Польща	8	Формування програм, спрямованих на залучення іноземного капіталу
	Україна	5	

Джерело: складено автором

Загалом, економічні фактори формують більшу кількість загроз інвестиційній привабливості підприємств аграрної промисловості, а ніж можливостей. Аграрним компаніям необхідно враховувати всі види можливих ризиків при випуску корпоративних цінних паперів та забезпечувати стабільний рівень доходів для підтримки платоспроможності підприємств.

НАУКОВО-ТЕХНІЧНІ ФАКТОРИ

Таблиця 2.6

Попередня таблиця науково-технічних факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Інноваційний клімат країни		
	Польща	-	Попит
	Україна	-	Попит
2.	Кількість кваліфікованих кадрів у агросекторі		
	Польща	-	Попит/Пропозиція
	Україна	-	Попит/Пропозиція

Джерело: складено автором

1. **Інноваційний клімат країни.** За Глобальним інноваційним індексом 2021 Україна зайняла 49 місце серед 129 країн світу, погіршивши позицію на 4 пункти порівняно з 2020 роком [59]. Індекс є комплексним та включає 82 складові, серед яких Україна погіршила позиції за субіндексом 'розвиток та дослідження' (44 місце, зниження на 5 позицій у 2021 році), 'знання та технологічні результати' (33 місце, зниження на 8 позицій у 2021), проте найгіршими є показники розвитку інфраструктури та інституцій, що підтримують та стимулюють формування інноваційних активів. Польща займає 40 позицію в рейтингу, опустилася на дві позиції за 2021 рік. Дана країна має найнижчі позиції за субіндексами «Креативні результати» (погіршення результатів на 3 позиції за креативними індустріями) та «Розвиток ринку» (погіршення на 9 позицій). Більшість інвестицій спрямовуються в країни та галузі, які мають перспективи стабільного розвитку, а показник інноваційного клімату є прямим індикатором наявності необхідних умов для удосконалення та зростання. Зниження позицій у даному рейтингу негативно впливає на загальний інвестиційний клімат, формує загрозу.

2. **Кількість кваліфікованих кадрів у агросекторі.** Через низький попит працевлаштування у агросекторі наявна недостатня кількість висококваліфікованих працівників, які здатні швидко адаптуватися до нових потреб галузі, зокрема використовувати новітню техніку та технології найбільш ефективним чином. Проблема виникає найбільш гостро у період сезонних робіт та характерна як для України, так і для Польщі [60, с. 93; 61].

Таблиця 2.7

Підсумкова оцінка впливу науково-технічних факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Інноваційний клімат країни		
	Польща	7	Здійснювати фінансування розробки інноваційних технологій у межах окремих агрокорпорацій
	Україна	6	
2.	Кількість кваліфікованих кадрів у агросекторі		
	Польща	5	Формування навчальних програм та курсів для працівників компанії на постійній основі
	Україна	5	

Джерело: складено автором

Недостатність кадрів свідчить про зниження результативних показників роботи підприємств даного сектора, відповідно зниження отриманих доходів, що веде до неплатоспроможності компаній, знижує інвестиційний попит. Дана група факторів формує переважно загрози інвестиційній привабливості фінансових інструментів аграрного сектору. Для того, щоб їх уникнути, необхідно залучати кваліфікованих працівників або здійснювати їх навчання за допомогою власних навчальних курсів, сприяти розробці нових, екологічно безпечних та продуктивних технологій виробництва продукції.

ДЕМОГРАФІЧНІ ФАКТОРИ

Таблиця 2.8

Попередня таблиця демографічних факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Кількість зайнятих у сільському господарстві		
	Польща	+	Пропозиція
	Україна	+	Пропозиція
2.	Рівень урбанізації населення		
	Польща	-/+	Пропозиція/Попит
	Україна	-/+	Пропозиція/Попит

Джерело: складено автором

1. Кількість зайнятих у сільському господарстві. З 2013 року наявною була негативна тенденція у кількості зайнятих в сфері сільського господарства. У 2017 році кількість працівників почала зростати, нараховуючи 3010 тис. осіб у 2019, приріст склав 2,5%, що зображено на рис. 13 [62]. Для Польщі характерно зниження кількості зайнятих у аграрному секторі, хоча в цілому, даний показник залишається стабільним. Даний фактор позитивно впливає на обсяг пропозиції аграрних компаній, оскільки зумовлює приріст обсягів виробництва продукції, відповідно зростання доходів підприємств.

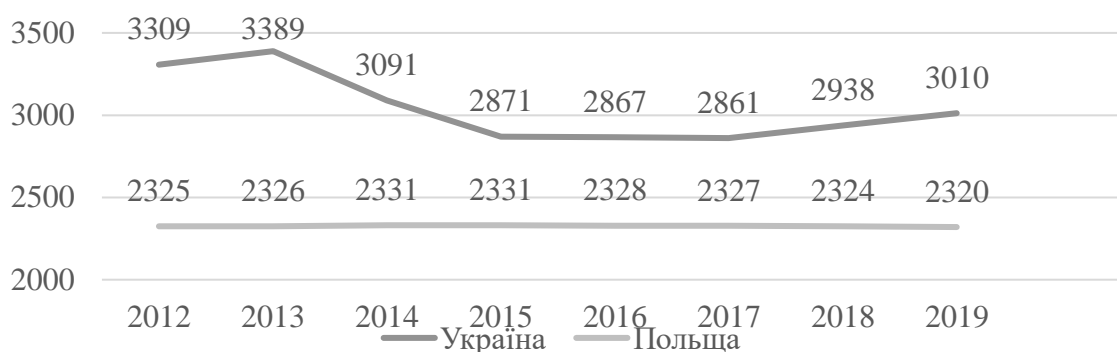


Рисунок 2.7. Кількість зайнятих осіб у сільському господарстві, тис. осіб

Джерело: складено автором за даними [62; 63]

2. Рівень урбанізації населення. Зростання міського населення із стабільними темпами (від 68 до 69,3% за 10 років), з одного боку, зумовлює нестачу працівників на сільськогосподарських угіддях підприємств.

Таблиця 2.10

Підсумкова таблиця демографічних факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Кількість зайнятих у сільському господарстві		
	Польща	6	Забезпечення працівників місцем проживання та іншими сприятливими пільгами та комфортними умовами праці
	Україна	7	
2.	Рівень урбанізації населення		
	Польща	5	Компанії можуть збільшувати обсяги виробництва для задоволення зростаючого попиту населення у харчових продуктах у містах
	Україна	5	

Джерело: складено автором

З іншого боку – призводить до зниження частки населення, що самостійно забезпечує себе продуктами харчування [64]. У Польщі рівень урбанізації є стабільним протягом останніх десяти років – коливається в межах 60-61% зі спадним трендом [65]. Вплив даного фактору спрямований на зміну обсягів пропозиції аграрних компаній.

Дана група факторів не має значного впливу на формування інвестиційного клімату галузі, проте формує як додаткові можливості, так і загрози для аграрних компаній. Вони відіграють нижчу роль, порівняно з попередніми факторами.

ПРИРОДНІ ФАКТОРИ

Таблиця 2.11

Попередня таблиця природних факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Проблема виснаження сільськогосподарських ґрунтів		
	Польща	-	Пропозиція
	Україна	-	Пропозиція
2.	Сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернової продукції		
	Польща	+	Пропозиція/Попит
	Україна	+	Пропозиція/Попит

Джерело: складено автором

1. Проблема виснаження сільськогосподарських ґрунтів. Наявна проблема виснаження сільськогосподарських родючих ґрунтів внаслідок екстенсивної їх експлуатації. 15% земельного фонду наразі є непридатними для використання, в той час як термін оновлення родючого шару ґрунту в природних умовах, товщиною 1 сантиметр, займає від 100 до 400 років. Відповідно до даних Світового банку українські АПК з кожного долару прибутку втрачають третину через проблему ерозії ґрунтів, на кожну 1 тону зерна втрачається 10 тон, які були змиті у ґрунт через дану проблему [66, с. 55]. Для Польщі теж характерне повільне зниження родючого шару ґрунту згідно зі звітом Моніторингу хімії польських орних ґрунтів [67]. Єдине рішення даних проблем – впровадження ефективних та нешкідливих технологій за рахунок залучення іноземних інвестицій. Проте наразі даний фактор відіграє негативну роль у формування інвестиційного клімату аграрної промисловості.

2. Сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернової продукції. Особливо сприятливими для вирощування зернових культур, які мають високий експортний потенціал, є центральні, східні, південно-східні регіони країни [68, с. 30]. Польща теж має сприятливі умови для вирощування зернових [69]. Даний чинник сприяє підвищенню продуктивності праці аграрних компаній, позитивно впливаючи на величину доходів.

Таблиця 2.12

Підсумкова таблиця природних факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Проблема виснаження сільськогосподарських ґрунтів		
	Польща	4	Підвищення ефективності використання наявних земель, збереження рівня їх родючості
	Україна	6	
2.	Сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернової продукції		
	Польща	6	Вирощування тих видів зернових, які користуються попитом на іноземних ринках
	Україна	6	

Джерело: складено автором

Група природних факторів формує можливості для розвитку інвестиційної привабливості аграрного сектора, складаючи базові ресурси та умови для процвітання даної галузі. Оскільки всі групи факторів є взаємопов'язаними, негативний вплив попередніх елімінує наявність сприятливих природних чинників.

КУЛЬТУРНІ ФАКТОРИ

Таблиця 2.13

Попередня таблиця культурних факторів

№	Фактор	Загроза (-) або можливість (+)	Класифікація фактору (впливає на попит чи пропозицію)
1.	Наявність хліборобських традицій у населення		
	Польща	+	Пропозиція
	Україна	+	Пропозиція
2.	Підтримка екологічного руху суспільством		
	Польща	-	Пропозиція
	Україна	-	Пропозиція

Джерело: складено автором

1. Наявність хліборобських традицій у населення. На території України вирощувати зерно розпочали ще в 6-4 тис. до н.е., до сьогодні

сформувалися та збереглися низка сезонних свят, які присвячені збору урожаю зернових [70, с. 96]. Для різних польських земель також характерні свої давні традиції [71]. Більшість аграрних компаній або самостійно організовують святкування, або ж здійснюють їх спонсорську підтримку, здійснюючи паралельно просування власної продукції, що має позитивний вплив на результати діяльності підприємств.

2. Підтримка екологічного руху суспільством. Пестициди та агрохімікати використовуються агрокомпаніями для підвищення продуктивності діяльності, водночас місцеве населення наразі прагне споживати екологічно безпечні продукти, а також не наражати на небезпеку власне здоров'я [72, с. 391]. У Польщі існують Товариство землі, Сільська асоціація та інші екологічні рухи, спрямовані на захист навколишнього середовища [73]. Даний фактор є негативним, оскільки населення скорочує споживання неекологічної продукції, що зменшує рівень дохідності компаній, скорочує обсяг їх пропозицій.

Таблиця 2.14

Підсумкова таблиця культурних факторів

№	Фактор	Експертна оцінка прояву фактора (1-10)	Варіант вирішення проблеми або реалізації можливості
1.	Наявність хліборобських традицій у населення		
	Польща	5	Формування та спонсорство тематичних святкувань сезонних робіт збору урожаю, просування продукції на даних заходах
	Україна	5	
2.	Підтримка екологічного руху суспільством		
	Польща	8	Скорочення використання компаніями небезпечних хімічних речовин, використання екологічних технологій
	Україна	8	

Джерело: складено автором

Культурні фактори не мають значного впливу на інвестиційний клімат у аграрній промисловості, проте можуть формувати як додаткові стимули, так і труднощі у діяльності компаній. На даному етапі дослідження необхідно визначити вагомість кожної групи факторів (сума = 100%). Вагомість кожної групи факторів макросередовища доцільно визначити на основі вагомості факторів в середині групи для результативності діяльності аграрної

промисловості з метою визначення рівня її інвестиційної привабливості. Даний розподіл вагових коефіцієнтів вказаний у табл. 2.15.

Таблиця 2.15

Вагомість кожної групи факторів

Група факторів	Коефіцієнт вагомості
Політико-правові	23%
Економічні	41%
Науково-технічні	9%
Демографічні	9%
Природні	9%
Культурні	9%
Всього	100%

На основі даного розподілу вагових коефіцієнтів та попередніх аналітичних таблиць побудуємо зведені підсумкові таблиці факторів ринкових загроз та можливостей країн, що описані у Додатку В та Додатку Г. До основних загроз інвестиційної привабливості компанії на аграрному ринку України належать волатильність валютного курсу, політична нестабільність та високий рівень корупції, зниження дохідності та зростання боргового навантаження аграрних компаній, низький рівень застосування інноваційних технологій.

Було виявлено, що сума загроз для інвестиційної привабливості України більша суми ринкових можливостей ($\sum_{з.} = 24,65 > \sum_{м.} = 22,12$), таким чином можна зробити висновок щодо низького рівня інвестиційної привабливості аграрного ринку України для іноземних інвесторів. Сума можливостей для Польщі є вищою, а ніж сума загроз ($\sum_{з.} = 22,28 < \sum_{м.} = 28,02$), тому компанії Польщі є більш інвестиційно привабливими для іноземних інвесторів. Найбільш значущими для інвестування у дані галузь є економічні, політико-правові та науково-технічні фактори, серед яких найбільшу кількість загроз формують наявність корупції та політичної нестабільності у країні, зниження платоспроможності компаній. До головних можливостей, які може використати аграрна компанія України належать: лібералізація валютного законодавства, спрощення процесу ведення бізнесу, наявність державного фінансування у використанні нових технологій. Отже, аграрна компанія може зіштовхнутися з труднощами при залученні

іноземного капіталу шляхом інвестицій, що реалізується у високому рівні ризиковості корпоративних цінних паперів даної галузі.

2.2. Аналіз факторів мікросередовища та їх вплив на інвестиційну привабливість компанії ‘Нібулон’ та ‘Гобарто’

В ході аналізу мікромаркетингового середовища аграрного ринку України необхідно розглянути та проаналізувати конкурентні переваги компанії ‘Нібулон’ із включенням у порівняння інвестиційної привабливості компанії, яка веде діяльність у Польщі – ‘Група Гобарто’. Серед факторів мікросередовища важливо здійснити оцінку діяльності конкурентів аграрної компанії, визначити потенційних інвесторів у цінні папери, емітовані даною компанією, здійснити аналіз впливу інших факторів, що стосуються постачальників, посередників, контактних аудиторій та партнерів.

Галузь аграрної промисловості є висококонкурентною, проте можливість залучення капіталу на міжнародних ринках мають, в основному, великі компанії із високим рівнем прибутку. Станом на 2018 рік в Україні функціонувало 23 суб’єкти великого підприємництва, 2307 середніх та 74 тисячі малих компаній, які вели господарську діяльність у аграрному секторі [74]. Серед основних конкурентів компанії виберемо два українські - агрохолдинги ‘Кернел’ та ‘Укрлендфармінг’, польський агрохолдинг ‘Група Гобарто’. Конкуренти були обрані за наступними критеріями: українські та польське підприємства ведуть господарську діяльність у однакових сферах у аграрній галузі – у рослинництві, продажу зернових культур, є вертикально інтегрованими холдингами; компанії мають досвід запозичення на міжнародних ринках капіталу; підприємства є активними експортерами вітчизняної аграрної продукції до іноземних держав; високі показники обсягів виручки та чистого прибутку [74; 75; 76].

Таблиця 2.16

Аналіз сильних і слабких сторін компанії «Нібулон» у порівнянні з основними конкурентами на ринку аграрної промисловості України та Польщі

№	Показник	‘Нібулон’	Конкурент ‘Кернел’	Конкурент ‘UkrLandFarming’	Конкурент ‘Гобарто’
1.	Обсяг виробничих потужностей	8	9	10	4
2.	Імідж компанії на міжнародних ринках	10	9	3	10
3.	Досвід діяльності на ринку	10	9	7	8
4.	Обсяги експорту продукції	9	10	5	4
5.	Рівень дохідності	8	10	7	6
6.	Інвестиції у інновації	10	9	5	10
7.	Дотримання принципів стійкого розвитку та екологічної безпеки	8	10	5	10
8.	Розмір земельного банку	5	9	10	4
	Всього	68	75	52	56

Джерело: складено автором

Фактор 1. ‘Нібулон’ має 44 виробничі підрозділи у 12 областях України, а також – суднобудівний завод. Загальний обсяг зерна, який зберігається компанією – 2,1 млн. тонн, у компанії ‘Кернел’ – 2,5 млн. тонн, має 7 заводів, 2 термінали, ‘UkrLandFarming’ – має потужність елеваторів обсягом – 2,6 млн. тонн, у структурі компанії є також ферми для вирощування худоби, 19 м’ясопереробних заводів [77; 78; 79]. «Гобарто» має виробничі підрозділи у 4 містах Польщі [76].

Фактор 2. Ділова репутація агрохолдингу ‘Ukrlandfarming’ погіршилася у зв’язку з відкриттям кримінальної справи проти засновника та CEO О. Бахматюка стосовно незаконного привласнення коштів стабілізаційного кредиту НБУ [79]. Компанія ‘Кернел’ має розроблену політику управління конфліктом

інтересів та протидії шахрайству і корупції, ділова репутація підприємства є стійкою. За рейтингом репутації та фінансової надійності дослідницької компанії 'Noks Fishes' агрохолдинг 'Нібулон' займав перше місце, 'Кернел' – друге, 'Ukrlandfarming' не був включений до рейтингу, оскільки компанія мала фінансові труднощі [80]. Компанія «Гобарто» має власний Кодекс Управління, репутація на ринку не має зауважень [76].

Фактор 3. Компанія 'Нібулон' 31 рік працює на ринку України (з 1991 р.), 'Кернел' – 27 років (з 1995 р.), 'Ukrlandfarming' – 14 років (з 2008 р.). Найдовший період часу на ринку функціонує 'Нібулон', має найтриваліший досвід діяльності як на внутрішньому, так і на зовнішніх ринках [77; 78; 79]. «Гобарто» працює на польському ринку з 2002 року (20 років) [76].

Фактор 4. Компанія 'Нібулон' першою розпочала експорт української аграрної продукції на ринки Єгипту, Бангладешу, таким чином, розширюючи географічну структуру експорту країни загалом. Також, розширюється експорт до європейських країн, в 2018 році вперше здійснювалося постачання продукції на ринки Данії, Фінляндії, Норвегії, протягом 2018/2019 маркетингового року підприємство експортувало 5,2 млн. тон (9,7% від сукупного обсягу) сільськогосподарської продукції із 53,7 млн. тон, які в цілому було вивезено за кордон України з метою реалізації на міжнародних ринках. В цілому, підприємство постачає продукцію до 70 країн світу [77]. Компанія 'Кернел' експортує до 80 країн світу, у 2018/2019 році експорт становив 6,1 млн. тон зернової продукції [78]. 'UkrLandFarming' експортує до 40 іноземних ринків [7983]. Компанія «Гобарто» працює у 31 країнах світу, постачаючи туди продукцію [76].

Фактор 5. У 2019 році компанія 'Кернел' отримала виручку в обсязі 3992 млн. дол. США (зростання – 66%), показник EBITDA – 346 млн. дол. США (підвищення – 55 % порівняно з попереднім звітним періодом). 'Ukrlandfarming' має показник EBITDA – 91 млн. євро (99 млн. дол. США), 'Нібулон' – 100 млн. дол. США, «Гобарто» - 5,9 млн. дол. США (24,8 млн. злотих) [76; 77; 78; 79].

Фактор 6. За 2018-2019 роки 'Нібулон' інвестував 85 млн. дол. США на розширення власного річкового флоту, створення мережу сучасних перевантажувальних терміналів і комплексів для зберігання аграрної продукції. Компанія 'Кернел' витратила 2,7 млн. дол. США у розробку цифрової платформи автоматизації процесів вирощування аграрних культур, а також – інвестування у розширення потужностей порту 'Чорноморськ' [77; 78]. 'Укрлендфармінг' інвестує у розвиток точного землеробства, проте не входить до рейтингу найбільших інвесторів у інновації аграрного сектору України [81]. «Гобарто» інвестує мільйонів доларів у створення біогазових установок [76].

Фактор 7. Компанії 'Кернел' та 'Нібулон' були відзначені у рейтингу 'Sustainable Ukraine 2019', який оцінює внесок підприємств у сталий розвиток країни. Зокрема, серед лідерів екологічної сфери у підтримці біорізноманіття 'Кернел' зайняв друге місце, 'Нібулон' – п'яте [82]. Компанія 'Укрлендфармінг' не зазначалася у даному рейтингу, проте у 2019 році підприємство отримало сертифікат ISCC, що свідчить про високий рівень соціальної відповідальності компанії та дотримання нею основ ведення діяльності, що відповідають принципам сталого розвитку та збереження природного середовища [83]. «Група Гобарто» працює для впровадження сталої моделі ведення діяльності: проводить програми розвитку та підтримки фермерів у будівництві сучасних приміщень, використовує технологічно передові очисні споруди, переробляє воду, працює з продовольчими банками, мінімізує втрати їжі на всіх виробничих лініях, інвестує в будівництво біогазової установки, завдяки чому зменшує потребу в тепловій та електричній енергії з невідновлюваних джерел [76].

Фактор 8. Найбільшим за розміром земельний банк у АПК 'Укрлендфармінг' – 570 тис. га, 'Кернел' – 550 тис. га, 'Нібулон' – 82,5 тис. га, «Гобарто» - 5 тис. га [76; 77; 78; 79]. Збільшення площі земельного банку сприяє зниженню кліматичних ризиків при вирощуванні агропродукції.

За результатами бальної оцінки інвестиційних позицій обраних для аналізу аграрних компанії найкращий підсумковий бал отримав АПК 'Кернел' – 75 бали, що підтверджує високий рівень платоспроможності, інвестиції у розвиток

новітніх технологій, наявність довіри від міжнародних інвесторів, що підкріплюється успішними випусками корпоративних облігацій на періодичній основі та відсутністю проблем із погашенням зобов'язань за ними. 'Нібулон' відстає від лідера лише на 7 балів, переважно через нижчу величину земельного банку, нижчий обсяг доходу та експорту. Найнижчу позицію займає підприємство 'Укрлендфармінг' через високий рівень боргового навантаження та погіршення ділової репутації. Польська компанія «Гобарто» зайняла третю позицію – 56 балів, за рахунок нижчого обсягу земельного банку, обсягів експорту та рівня дохідності, проте має кращий імідж на міжнародних ринках, активні інвестиції в нові технології. Таким чином, можна зазначити, що 'Нібулон' у перспективі може залучати іноземний капітал шляхом випуску єврооблігацій для реалізації інвестиційних проєктів.

Для оцінки потенційних інвесторів підприємства 'Нібулон' необхідно здійснити їх сегментацію за наступними ознаками:

- 1) країна походження інвестора:
 - країна з високорозвинутою економікою (Великобританія, Нідерланди, тощо);
 - країна з економікою, що розвивається (Китай, Індія, тощо);
- 2) тип інвестора:
 - індивідуальний;
 - інституційний (венчурний, пенсійний фонд);
- 3) за рівнем ризику, який готовий прийняти інвестор:
 - ризиковий (коли інвестор вкладає у цінний папір із високим ринковим ризиком, проте його дохідність – понад 10%);
 - помірно ризиковий (інвестує у облігації із дохідністю 5-10%);
 - низько ризиковий (дохідність за цінними паперами інвестора 0-5%, процентний та ринковий ризики є низькими);
- 4) за терміном інвестування:
 - короткостроковий (до 1 року);
 - середньостроковий (1-5 років);

- довгостроковий (5-10 років).

Потенційними інвесторами у єврооблігації, що емітовані українськими агрохолдингами, є довгострокові ризикові інвестори, які здійснюють інвестиції та хочуть отримувати відсоткові платежі за облігаціями у вільноконвертованій валюті – доларах США або євро. Інші параметри сегментації не мають вагомego значення для українських емітентів корпоративних боргових цінних паперів.

Контактні аудиторії. Компанія ‘Нібулон’ часто зіштовхується із проблемою поширення неправдивих публікацій у засобах масової інформації, що мають негативний зміст про діяльність підприємства та формують негативний імідж компанії. Для боротьби з цим, підприємство регулярно на офіційному сайті публікує спростування інформації такого типу. Водночас, публікації у інших виданнях загальної та профільної тематики (таких як ‘Агропрофі’, ‘Лендлорд’), які містять повідомлення про розвиток суднобудування підприємством та збільшення ним обсягів експорту, - сприяють просуванню продукції та послуг компанії, формують його позитивний імідж на національному ринку. Також, робітники компанії беруть участь у міжнародних конференціях – ‘Агроресурси’, ‘Global Grain Asia’, ‘Innovation in Agrofood and Logistics’, ‘ABC: Ukraine&Partners’. Даний фактор сприяє зростанню спеціалізованих навичок, міжнародному обміну досвідом, підвищенню якості праці.

Постачальники. Підприємство ‘Нібулон’ надає послуги транспортування та експорту сільськогосподарських культур іншим компаніям. Компанія також отримує комплектуючі та обладнання для розбудови річкових терміналів, будівництва суден. Серед партнерів-постачальників є нідерландські компанії «Winteb B.V.», «ZF Marine Krimpen B.V.», німецька - «AMCO Metall-Service GmbH» та шведська компанія - «AB Volvo Penta». Також, компанія здійснює закупівлю високоякісного насіння у іноземних виробників: «Maisadour Semences S.A.» (французька компанія, насіння кукурудзи), «Pioneer Hi-Bred Switzerland S.A.» (швейцарська компанія, насіння кукурудзи та соняшнику), «Cajo Inc» (американська компанія, насіння сорго), «Monsanto International Sarl» (швейцарська компанія, насіння кукурудзи) [84]. Загалом, можна зробити

висновок, що компанія 'Нібулон' не є залежною від конкретних постачальників, за потребою може замінювати як національних, так і іноземних надавачів товарів та послуг.

Партнери. Компанія ТОВ СП 'Нібулон' є членом 'Міжнародної асоціації діючих мірошників' (IAOM), 'Міжнародної асоціації торгівлі зерном та кормами GAFTA', в межах яких регулярно здійснюються конференції, виставки, семінари, та інші заходи, що сприяють підвищенню виробничих можливостей компаній-учасниць та формуванню партнерських відносин. Серед партнерів також є українські агроформування. На відміну від інших зернотрейдерів України 'Нібулон' працює з покупцями без посередників, що зумовлює зниження кінцевої вартості продукції, що постачається компанією.

Отже, агрохолдинг 'Нібулон' має більше сильних сторін, а ніж слабких, що підтверджує інвестиційну привабливість для іноземних інвесторів. Серед переваг варто виділити налагоджені логістичні канали та наявність власних портових терміналів та вантажного флоту, що зменшує вартість транспортування продукції, інвестиції у технологічний розвиток, наявність позитивного досвіду співпраці з міжнародними фінансовими організаціями. Серед слабких сторін наявні менший обсяг земельного банку, порівняно з конкурентами, що підвищує кліматичні ризики, та нижчий обсяг виробничих потужностей. Компанія за рахунок випуску єврооблігацій може залучати кошти довгострокових ризикових інвесторів, які здійснюють інвестиції у вільноконвертованій валюті.

2.3. Порівняльний аналіз культури бізнес-середовища України та Польщі

Неофіційні правила поведінки працівників у Польщі та Україні відчутно відрізняються залежно від розміру компанії, її географічного положення та специфіки роботи. Так, наприклад, коли мова йде про міжнародну корпорацію, діловий етикет мало чим відрізнятиметься від західноєвропейського. У той же час операційна діяльність малих фірм часто зводиться до авторитарного методу

управління, котрий передбачає беззаперечне слідування правилам поведінки, встановлених власником або директором.

При проведенні офіційних зустрічей у великих компаніях, котрі базуються в Польщі та Україні, підтримується культура пунктуальності. Це пов'язано не лише із загальноприйнятими стандартами етикету, а й практичною необхідністю: графік бронювання кімнат для переговорів розписаний на кілька тижнів уперед, і при запізненні учасників зустрічі, неможливо продовжити її тривалість. Хорошим тоном ведення переговорів вважається організація максимально коротких зустрічей (не більше години) [85]. Часто після зустрічей, на котрих сторони дійшли до певних висновків, усім присутнім надсилається електронний лист зі списком прийнятих рішень та іменами людей, котрі будуть відповідальні за їхнє виконання. Вважається, що у випадку відсутності заперечень усі отримувачі погодились із результатами зустрічі. Під час зустрічей часто лунають жарти, будь-хто може вступити в дискусію та запропонувати нову ідею, не узгоджуючи її попередньо зі своїм безпосереднім керівником. Хоча у більшості великих компаній (за винятком ІТ-сектору) існує дрес-код, його дотримання часто є досить умовним. Головним правилом при виборі одягу є помірність. У Польщі та Україні значно менш поширена культура "small talk" (бесіди на загальні теми, до початку обговорення питань зустрічі), порівняно із західноєвропейськими країнами. Так, наприклад, поляк значно ймовірніше почне розмову із обговорення проблеми, заради якої організовувалась зустріч, у той же час як для британців це здалося б неввічливим.

До початку пандемії коронавірусу 2019 року, у Польщі перші хвилини зустрічі нерідко супроводжувались потиском руки, здебільшого між чоловіками. Усі інші дотики до співрозмовника є рідкістю і не вітаються. На відміну від великих корпорацій, правила етикету в малих фірмах є значно більш консервативними. Спілкування зазвичай досить неформальне, однак із клієнтами або старшими в ієрархії колегами визнається лише формальна форма звернення ("Pan/Pani"). В таких фірмах значно менше тем, котрі обговорювати не варто,

хоча релігія все одно залишається забороненою темою для обговорення, альтернативна позиція в дискусії неминуче призведе до напруженості.

У більшості українських компаній на офіційних зустрічах вітається відсутність прояву надмірних емоцій, вміння слухати співрозмовника, дотримання субординації. Багато уваги приділяється зовнішньому вигляду, це стосується також взуття та особистої гігієни. Велике значення має пунктуальність, а ось запланована тема зібрання часто не є обов'язковою і може змінюватись прямо під час зустрічі. Зазвичай стиль мовлення - офіційно-діловий, досить поширеним є шанобливе звертання до малознайомих та старших колег, клієнтів тощо. Проте наразі також наявні тенденція до демократизації принципів ділового етикету у малих компаніях та стартапах. Щоправда, певний рівень строгості зберігається у дотриманні дедлайнів та часових проміжків на проведення зустрічей. Головною вимогою в такому випадку є принесення результату, а не дотримання правил етикету. У Польщі та Україні великі компанії приймають курс на демократизацію у спілкуванні працівників під час зустрічей. Навіть за умови проведення зустрічей між членами однієї команди або ланки бізнесу, часто зберігається строге дотримання офіційно-ділового стилю мовлення та відсутність неформальних мовних зворотів.

Здійснимо порівняння характеристик культурного середовища Польщі та України за шістьма групами факторів згідно з моделлю Герта Ховстеде [86]. Дана модель допомагає національним компаніям оптимізувати процеси бізнес-комунікацій при залученні іноземних інвестицій. Встановимо шкалу від одного до десяти, що вимірює вплив даного фактору на легкість ведення бізнесу з іноземцями у даній країні (де десять – максимально позитивний вплив на ведення бізнесу, 1 – найбільш негативний вплив, що зумовлює непорозуміння та суперечності).

Розглянемо фактор дистанції влади згідно з моделлю Г. Ховстеде. Дистанція влади характеризує ту ступінь, в якій різні культури заохочують і підтримують відмінності в статусі і влади між взаємодіючими індивідами. Культури з високим показником - виробляють правила, механізми, які служать посиленню

ієрархічних відносин між її членами. Там, де велика дистанція по відношенню до влади сама влада розглядається як найбільш важлива частина життя. Культури з низьким показником - більшою мірою ігнорують владну диференціацію - для них важливіше компетентність влади, повага до особистості та рівність.

Таблиця 2.17

Оцінка факторів дистанції влади

Країна	Значення фактору	Можливість/ Загроза	Бальна оцінка за Г.Ховстеде	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Низький рівень залежності та покори владі, стиль керівництва – переважно демократичний	Загроза/ Можливість	23 бали	3 балів
Польща	Переважний рівень централізації процесів прийняття рішень з певним ступенем делегування повноважень, стиль управління – переважно демократичний, існує середній рівень автономності діяльності працівників	Можливість	68 балів	5 балів

Джерело: складено автором за даними [87; 88; 89]

Належність етнічних українських земель до різних держав виробили впродовж тривалого історичного періоду в свідомості українців досить специфічне ставлення до влади. Як відзначають дослідники, особливістю української ментальності, яка сформувала стійкий стереотип, є часта непокора владі, що може негативно впливати на досягнення успіху в процесі переговорів [87]. У молодих колективах наявний демократичний стиль управління із делегуванням повноважень керівником для підлеглих, є можливість висловлювати власну точку зору та наявна можливість просування по кар'єрній ієрархії. Для традиційних державних структур притаманна зворотна ситуація. Хоча підлеглі перед тим, як впровадити інновацію на роботі, намагатимуться передбачити, якою буде реакція керівника.

У Польщі молодші колеги зазвичай виявляють повагу до свого начальства, офісна робота цінується набагато вище, ніж фізична робота, існують значні відмінності в заробітній платі між вищими і нижчими посадами в компаніях, люди, які досягли більш високого статусу, люблять продемонструвати це. Сприйняття дистанції влади залежить від виду компанії - вона набагато вище в традиційних сімейних компаніях, ніж в міжнародних або стартапах (де наявна демократизація процесів управління, делегування повноважень працівникам від керівництва та розробка можливостей кар'єрного просування). Інакше сприймається молодим поколінням, яке було інакше виховане і набагато менше бажає миритися з нерівністю [89]. Можливість співпраці українських компаній та залучення іноземних інвестицій полягає у кращому рівні розуміння специфіки прояву даного фактору, кращий рівень взаєморозуміння при проведенні переговорів.

Таблиця 2.18

Оцінка факторів індивідуалізму/колективізму

Країна	Значення фактору	Можливість/Загроза	Бальна оцінка за Г. Ховстеде	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Низький рівень індивідуалізму, поширення практики командної, групової роботи	Можливість	32 бали	7 балів
Польща	Індивідуалістичне суспільство	Загроза	60 балів	3 бали

Джерело: складено автором за даними [87-90]

Фактор співвідношення індивідуалізму та колективізму описує характеристики, в якій культури заохочують індивідуалістичні переваги на противагу груповим або колективістським. В індивідуалістичних культурах потреби, бажання, інтереси окремої людини превалюють над груповими або колективними цілями. Колективістські культури, навпаки, надають в жертву особисті інтереси заради загального блага. В Україні персональна відповідальність сприймається більшістю як дещо некомфортне та пов'язане із зайвими ризиками й клопотами. Часто працівники можуть діяти ефективніше

саме в командах, ніж поодиноці. Це є протилежністю, наприклад, польській культурі [88]. Позитивні, дружні взаємовідносини з партнерами є важливими для проведення успішних переговорів, які зосереджуються на досягненні спільних інтересів, що формує для бізнес-партнерів можливість.

Поляки більш індивідуалістичні, а ніж українці, в першу чергу піклуються про власні досягнення, просуванні по службі і працевлаштуванні. Їм подобається, коли начальство сприймає їх і звертається до них як до окремих особистостей, які вносять свій внесок в організацію та підвищують її цінність. Наймання на роботу людей залежить від заслуг, так само як і з просуванням по службі - воно повинне ґрунтуватися на результатах, заслугах і індивідуальних досягненнях [88]. Це може бути загрозою для ведення бізнесу з іноземними партнерами, коли польські партнери в першу чергу акцентують увагу на важливості власної вигоди, а не прагнуть позитивної реалізації проекту чи домовленостей в цілому.

Наступний показник – співвідношення влади чоловіків або жінок, що відображає схильність людей до напористості і жорсткості, зосередженості на матеріальному успіху, відсутності інтересу до інших людей і умов їх життя.

Таблиця 2.19

Оцінка факторів маскулінності/фемінності

Країна	Значення фактору	Можливість/Загроза	Бальна оцінка за Г. Ховстеде	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Високий рівень фемінності суспільства	Можливість	27 балів	5 балів
Польща	Високий ступінь маскулінності	Можливість	64 бали	7 балів

Джерело: складено автором за даними [87-91]

В основу цього показника закладені традиційні гендерні відмінності між чоловіком і жінкою, які певна культура транслює в відмінності соціальних ролей, функцій або положення. Іншими словами, мова йде про те, наскільки в суспільстві буде виражено чоловіче начало (велика агресивність, наполегливість, самовпевненість, успіх, змагальність) або жіноче - солідарність, співпраця, менша орієнтованість на успіх, турбота про слабких, підтримка теплих особистих

відносин. Українська культура відрізнялася особливою соціальною роллю жінки, що відбилося на ментальних характеристиках народу [87]. У соціально-економічному відношенні це знайшло відображення в особливих формах підприємництва, упорі на взаємну залежність і служіння один одному, що має, в цілому, позитивний вплив для розвитку партнерських відносин із іноземними представниками бізнесу. Характерними рисами польської культури є напористість, конкуренція та матеріальний успіх. Очікується, що менеджери на робочому місці будуть рішучими та напористими [88]. Молоде покоління, навпаки, намагається знайти баланс між роботою та особистим життям, і не хоче жертвувати приватним життям заради роботи. Даний фактор може формувати можливість для роботи з іноземними партнерами, оскільки польська сторона буде прагнути успішної реалізації справи, буде брати ініціативу у власні руки.

Наступний фактор уникнення невизначеності описує толерантність культури до невизначеності. Суспільство з високим рівнем максимально прагне уникати незнайомих та неоднозначних ситуацій.

Таблиця 2.20

Оцінка факторів відношення до невизначеності

Країна	Значення фактору	Можливість/ Загроза	Бальна оцінка за Г. Ховстеде	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Характерні низький рівень толерантності до невизначеності, прийняття будь-яких змін і розбіжностей в своєму середовищі	Загроза/ Можливість	95 балів	6 балів
Польща	Високий ступінь уникнення невизначеностей	Загроза/ Можливість	93 бали	5 балів

Джерело: складено автором за даними [87-90]

Україна є країною з культурою, яка характеризується високим рівнем уникнення невизначеності, а значить наявна висока мотивація до досягнення умов і несхильність до ризику, низький рівень гнучкості у процесах прийняття рішень та ведення бізнес-переговорів. Важливе значення надається детальному плануванню та інструктажу. В силу домінування таких соціально-психологічних

характеристик українці сильно відчують потребу в формалізованих правилах і нормах поведінки, не готові їх порушувати з прагматичних міркувань [87]. Це може бути як проблемою для ведення бізнесу в тому аспекті, що вимагатиметься повна деталізація всіх умов та домовленостей справи, чітке визначення усіх термінів та обов'язків сторін, що може зайняти тривалий час для обговорень та затверджень, так і можливістю – з точки зору повного дотримання у виконанні всіх умов та зобов'язань. Поляки, подібно до українців, не люблять невизначених ситуацій. Люди виявляють нервову напругу, нетерплячі і потребують передбачуваності та правил. Для них час – це гроші, важливими є терміни, графіки, пунктуальність і точність [88]. Загроза для ведення бізнесу з іноземцями полягає у нетерплячості польської сторони та бажанні прослідкувати кожен етап реалізації проектів та домовленостей, які мають чітко відповідати попередньо визначеним часовим відрізкам.

Наступний показник – довгострокової чи короткострокової орієнтації на майбутнє. Він відображає те, наскільки суспільство виявляє прагматизм і стратегічно орієнтується на майбутнє на противагу традиціоналізму і короткостроковій орієнтації.

Таблиця 2.21

Оцінка факторів довгострокової орієнтації на майбутнє

Країна	Значення фактору	Можливість/ Загроза	Бальна оцінка за Г. Ховстедде	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Короткострокова орієнтація на майбутнє	Загроза	40 балів	3 бали
Польща	Короткострокова орієнтація на майбутнє	Загроза	38 балів	3 бали

Джерело: складено автором за даними [87-90]

У країнах даний показник має практично однакове значення, що означає, що українське та польське суспільства з повагою ставляться до традицій, мають короткострокову орієнтацію на майбутнє. Вони є нормативними, сильно прив'язані до традицій і минулого, очікують, що їх бізнес-партнери цінуватимуть їх цінності та культуру. Вони дбають про швидкий результат, в тому числі і в

бізнесі: прибуток, отриманий зараз, важливіше, ніж через 10-20 років. Відсутність довгострокової орієнтації формує ризики для ведення довгострокових бізнес-проектів з іноземними партнерами.

Індекс стриманості розділяє суспільства на ті, в яких терпимість висока, а моральні установки дозволяють відносно вільно задовольняти деякі свої бажання і почуття, які відносяться до вільного часу, розваг, споживання предметів розкоші і чуттєвих насолод. На протилежному боці розташовані суспільства, в яких переважає стриманість. Тут мораль більшою мірою контролює задоволення вище перерахованих потреб, внаслідок чого люди відчувають меншу необхідність в насолоді життям. Цей індекс вказує і на те, як суспільство сприйматиме все нове - ідеї, думки, вплив інших культур.

Таблиця 2.22

Оцінка факторів стриманості суспільства

Країна	Значення фактору	Можливість/ Загроза	Бальна оцінка за Г. Ховседе	Бальна оцінка легкості ведення бізнесу
Україна	Високий рівень терпимості	Можливість	36 балів	7 балів
Польща	Високий рівень терпимості	Можливість	29 балів	8 балів

Джерело: складено автором за даними [87-90]

Високий рівень стриманості характеризує українців та поляків як досить відкриті суспільства, здатні виявляти толерантність до поведінки і думок, відмінних від власних, позитивно сприймати зміни і чужий господарський досвід, є більш заощадливими [87]. Це є можливістю для іноземних партнерів, до думок яких проявляється толерантне та уважне ставлення. Проте поляки є часто досить песимістичними, вважають неправильним слідувати своїм потребам та бажанням [88].

У результаті дослідження культурних факторів Україна та Польща отримали однакові суму балів – 31 бал. Це свідчить про те, що українському виробнику буде легше вести бізнес-переговори та реалізовувати проекти із польськими партнерами, культурні особливості яких є більш подібні до українських. Українці мають спільні погляди з поляками щодо уникнення невизначеностей, прагнення

деталізувати усі процеси, чітко дотримуватися плану, прагнуть швидко досягнути результату, є відкритими до інших думок та ідей. Відмінним є те, що польські партнери концентруються переважно на власних інтересах та вигоді, їм менш важливий загальний успіх справи, є більш рішучими та напористими.

Отже, можна зробити висновок, що бізнес-етикет українців та поляків є подібний та зрозумілий для представників цих країн. Українські та польські компанії не мають особливих відмінних рис, які робили б їхню комунікацію з іноземними інвесторами більш простою та ефективною. Культурну специфіку необхідно враховувати при веденні ділових відносин як з українськими, так і з польськими діловими партнерами.

Висновки до розділу II

Якщо здійснювати оцінку інвестиційної привабливості агропромислового підприємства 'Нібулон' з точки зору можливості залучення іноземного капіталу через випуск єврооблігацій, можна зробити висновок, що наразі макросередовище не є сприятливим (кількість ринкових загроз є вищою за кількість ринкових можливостей), проте в межах мікросередовища компанія займає лідируючі позиції, є конкурентоспроможною, має позитивний досвід співпраці з міжнародними фінансовими організаціями, що підтверджує платоспроможність компанії та цільове використання залучених коштів.

Аналіз факторів макросередовища підтверджує необхідність здійснення державою додаткових реформ для зниження рівня корупції, підвищення надійності судової системи, які б покращували інвестиційний клімат країни, зменшували кількість ризиків втрати капіталу для іноземних інвесторів, що відповідно збільшувало можливості залучення іноземних коштів за нижчою вартістю, сприяло розвитку вітчизняних компаній в напрямку оновлення виробничих потужностей, впровадження інноваційних технологій. Компанії за даних умов необхідно здійснювати постійний моніторинг усіх факторів, адаптуватися та гнучко реагувати на зміни у політичному та економічному середовищі, враховувати країнові ризики та їх вплив на вартість запозиченого іноземного капіталу. На основі факторів мікросередовища та порівняння основних показників діяльності компанії 'Нібулон' із іншими аграрними комплексами України 'Кернел' та 'Укрлендфармінг' та Польщі "Гобарто", що вже мають досвід випуску єврооблігацій, можна зробити висновок, що сильні конкурентні сторони компанії переважають слабкі, агрохолдинг є інвестиційно привабливим. Серед переваг 'Нібулон' має налагоджене логістичне сполучення за допомогою річкового транспорту, зростання обсягів експорту продукції та доходів, формування партнерських відносин з європейськими компаніями. Таким чином, компанія може здійснювати емісію єврооблігацій за сприятливих макроекономічних умов.

Розділ III

РОЗРОБКА СТРАТЕГІЇ ВИПУСКУ ЄВРООБЛІГАЦІЙ КОМПАНІЄЮ ‘НІБУЛОН’

3.1. Оцінка потреби та розробка етапів стратегії розміщення євробондів аграрною компанією ‘Нібулон’

Компанії для реалізації будь-якого інвестиційного рішення необхідно визначити тип його фінансування. Якщо власних коштів недостатньо, або підприємству наразі ризиково вкладати тимчасово вільні кошти у значному обсязі у конкретний інвестиційний проект, воно може збільшувати частку боргового капіталу за рахунок отримання банківського кредиту або емісії боргових цінних паперів. Для цього компанії необхідно здійснити аналіз, який вид фінансування за конкретним проектом є найбільш вигідним та зумовлює найменше фінансових втрат, розробити стратегію залучення іноземних інвестицій.

Першим пунктом стратегії є формулювання цілі, для чого будуть залучатися кошти, і яку суму необхідно залучити компанії. Один із останніх інвестиційних проектів компанії ‘Нібулон’ – будівництво нового перегрузочного зернового терміналу-філіалу ‘Зеленодольський’ у Дніпропетровській області для відвантаження зернових, зернобобових, олійних культур на річковий транспорт з метою оптимізації витрат на логістику [92]. На реалізацію даного проекту було виділено фінансування у розмірі 22 мільйонів дол. США, які частково надані у формі кредитів Європейським банком реконструкції та розвитку та Європейським інвестиційним банком у загальному обсязі 50 млн. дол. США для оптимізації логістичних мереж компанії та покращення ефективності використання річкового транспорту для перевезень у межах країни. ЄБРР надає позику у обсязі до 35% від вартості реалізації проекту, термін повернення коштів може становити до 15 років, процентна ставка встановлюється на основі ринкової (станом на 01.2018, коли вступив у дію договір про фінансування

даного проекту компанії 'Нібулон' облікова ставка в Україні була встановлена Національним банком на рівні 16,0% річних) [93]. Купонна ставка за єврооблігаціями, які були випущені іншими українськими агрохолдингами протягом останніх трьох років була меншою удвічі за ринкову процентну ставку, що забезпечує нижчу вартість боргового капіталу у випадку емісії даних облігацій. Водночас, компанії варто враховувати витрати на реалізацію процесу випуску боргових цінних паперів, проходження аудиту, укладання договорів, комісійні виплати андеррайтинговій групі.

Другим етапом при розробці стратегії є оцінка параметрів цінних паперів, які планує випускати компанія. Порівняємо основні показники та характеристики єврооблігацій, які були емітовані українськими агрохолдингами (за табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Основні параметри єврооблігацій українських агрохолдингів

Компанія-емітент	Термін обігу, роки	Дата погашення	Обсяг емісії, млн. дол. США	Купонна ставка, %	Рейтинг `Fitch`	Доходність до погашення, %	Періодичність виплати купонних платежів
'Кернел'	5	1.31.2022	500	8,75	BB-	7,77	2 рази на рік
	5	10.17.2024	300	6,50	BB-	8,44	2 рази на рік
'МХП'	7	5.10.2024	500	7,75	B+	7,75	2 рази на рік
	8	4.3.2026	550	6,95	B+	7,59	2 рази на рік
	10	9.19.2029	350	6,25	B+	7,78	2 рази на рік
Укрленд-фармінг	5	3.26.2018	500	10,875	-	-	2 рази на рік
Агротон	8	14.07.2019	50	6,00	-	-	2 рази на рік

Джерело: складено автором за даними [94; 95]

Наступним кроком є визначення потенційних ризиків. Варто зазначити, що єврооблігації компаній 'Агротон' та 'Укрлендфармінг' мають статус дефолту, боргові зобов'язання за якими підлягали реструктуризації, а це означає, що дані

компанії невдало організували процес випуску цінних паперів – або завищивши прогнозовані показники дохідності, не врахувавши всі фактори ризику і методи їх фінансування, або використовували залучені кошти за нецільовим призначенням, неефективно, що інвестиційний проект не був до кінця реалізований та не показав очікувану віддачу. Отже, компанії ‘Нібулон’ доцільно розглядати фінансові та цінові умови випуску єврооблігацій таких компаній як ‘Кернел’ та ‘Миронівський хлібопродукт’. Доцільно зауважити, що ‘МХП’ часто використовує боргові цінні папери як засіб фінансування попередніх зобов’язань, що, на нашу думку, не є ефективно, оскільки це може підвищити боргове навантаження на доходність капіталу та підвищити ризики дефолту, що негативно вплине на міжнародний імідж компанії. Виходячи з наведених у табл. 3.1 даних, компанії ‘Нібулон’ доцільно здійснювати випуск боргових цінних паперів із купонною ставкою у межах 7-9% (у середньому за вказаними даними – 7,25%).

На наступному кроці розробки стратегії буде здійснено аналітичну оцінку та порівняння основних альтернатив. У випадку завершення даного інвестиційного проекту та введення терміналу-філії у активну експлуатацію, загальна потужність комплексу з відвантаження прогнозовано складатиме до 300 тис. тон на рік [92]. В цілому, доходність від реалізації проекту для компанії, яка формуватиметься за рахунок скорочення витрат на транспортування зерна вантажним транспортом та отримання плати за перевалку від інших фермерів-постачальників зерна, становитиме близько 4,86 млн. дол. США за рік. За даних умов спробуємо здійснити оцінку інвестиційного проекту як у випадку залучення боргового капіталу у вигляді кредиту ЄБРР, так і покриття за рахунок емісії єврооблігацій, за допомогою методу із обов’язковим балансуванням грошових потоків, надходження яких частково використовуватиметься на покриття боргових зобов’язань компанії, тобто здійснимо оцінку альтернативних підходів. При залучення кредиту компанія зобов’язується сплачувати позичкову ставку у розмірі 16% річних, що рівна 3,52 млн. дол. США (22 млн. дол. США*0,16). Таким чином, сума грошового потоку скорочується до 1,34 млн. дол.

США на рік, які виплачують основну суму боргу. Тому орієнтовний термін покриття боргових зобов'язань (термін окупності) становитиме 16 років та 5 місяців (22 млн. дол. США/1,34 млн. дол. США).

Відповідно при випуску єврооблігацій з можливістю щорічного викупу зобов'язань та погашення частини боргових запозичень підприємство може повернути кошти позичальникам через 5 років та 9 місяців, що в 2,8 разів швидше, ніж у випадку використання кредитних коштів. Таким чином, оптимальний термін обігу єврооблігації 'Нібулон' сягатиме 6-7 років. Вигодою компанії емісії облігації – є залучення боргового капіталу за нижчою його вартістю, що дає змогу зменшити термін окупності витрат за інвестиційним проектом, проте необхідно пам'ятати, що в середньому витрати на випуск єврооблігацій охоплюють від 4% до 6% від номінальної вартості випуску.

Серед потенційних проблем та ускладнень процесу емісії єврооблігацій, які притаманні для української агрокомпанії можна виділити: вибір оптимального періоду випуску облігацій, що пов'язано зі спадом економічної кон'юнктури та зниженням інвестиційного попиту на ризикові активи у іноземних інвесторів; оптимізувати структуру щорічних витрат компанії із врахуванням виплат купонних ставок для інвесторів; визначити фінансові та цінові умови випуску єврооблігацій, які є найбільш ефективними для підприємства. На даному етапі також необхідно сформувати окрему відповідальну групу або відділ працівників, які займатимуться питаннями випуску корпоративних цінних паперів. До неї мають входити як фінансові спеціалісти, так і юристи.

Наступним етапом у процесі емісії єврооблігацій є вибір інвестиційного банку – лід-менеджера андеррайтингової групи. Українські агрохолдинги використовують послуги як національних, так і іноземних посередників, що наведено у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Структура андеррайтингових груп українських емітентів єврооблігацій

Компанія-емітент	Дата погашення єврооблігації	Лід-менеджери	Платіжний агент	Учасники розміщення
‘Кернел’	1.31.2022	ING Bank (London Branch), JP Morgan	BNY Mellon	Avellum Partners, Harneys, Arendt & Medernach, Samuels Richardson & Co, Borel & Barbey
	10.17.2024	ING Bank (London Branch), JP Morgan	BNY Mellon	Clearstream Banking S.A., Euroclear Bank (депозитарії), BNY Mellon Corporate Trustee Services (довіритель/трасті)
‘МХП’	5.10.2024	ING Bank (London Branch), JP Morgan	Citibank (London branch)	Citibank (London branch) - довіритель/трасті, Euroclear Bank, Clearstream Banking S.A. – депозитарій
	4.3.2026	ING Bank (London Branch), JP Morgan, UBS	Citibank (London branch)	Citibank (London branch) - довіритель/трасті, Euroclear Bank, Clearstream Banking S.A., DTCC – депозитарій
	9.19.2029	JP Morgan, ING Bank	Citibank (London branch)	Citibank (London branch) - довіритель/трасті, Euroclear Bank, Clearstream Banking S.A., DTCC – депозитарій
Укрленд-фармінг	3.26.2018	Сбербанк КИБ, Citigroup, Deutsche Bank	Deutsche Bank (London Branch)	Latham & Watkins, Avellum Partners, Deutsche Trustee (довіритель/трасті)
Агротон	14.07.2019	Dragon Capital, UBS, ВТБ Капітал	-	Santander Bank Polska, Jaspens Capital Partners LTD.

Джерело: складено автором на основі даних [95]

Оскільки ‘Нібулон’ прагне залучити за рахунок облігацій борговий капітал для реалізації інвестиційного проекту із мінімальними витратами на процес його

випуску, на нашу думку, доцільно залучити у якості лід-менеджера найбільшу інвестиційну компанію України – ‘Dragon Capital’, яка безпосередньо зацікавлена в успішній реалізації процесу випуску облігацій українським емітентом із залученням іноземного капіталу з метою формування позитивного міжнародного іміджу та стимулювання надходження іноземних інвестицій у країну [96]. Водночас, варто залучитися підтримкою іноземної компанії, яка має успішний досвід проведення подібних операцій та розуміється на специфіці усіх операцій. Українські агрокомпанії найчастіше обирали послуги американського фінансового холдингу ‘JP Morgan’ або нідерландської фінансової групи ‘ING Bank’, яка має представництво в Україні [97]. Вартість послуг компанії з офіційним представництвом на території країни є нижчим, ніж американської, а також – можливість вирішення проблем чи ускладнень на місці, розуміння особливостей економічного розвитку країни, відсутність мовних бар’єрів, формують перевагу послуг ‘ING Bank’ для національних компаній. Оскільки дана компанія має досвід діяльності на європейських фондових біржах, відповідно доцільно розміщувати єврооблігації компанії на них, тому оптимально даний цінний папір має бути деномінований у доларах США – одній із двох вільноконвертованих валют (при виключенні євро), які активно використовує компанія у зовнішньоторговельних розрахунках, що зменшує її валютні ризики та втрати при конвертації при коливаннях валютного курсу. Серед європейських фондових бірж українські агрокомпанії найчастіше розміщують цінні папери на ірландській фондовій біржі ‘Euronext Dublin’, або Лондонській фондовій біржі. При виборі лід-менеджера необхідно встановити допустимі межі витрат на комісійні послуги. За даними Світового банку в середньому при емісії облігацій з терміном обігу від 7 до 10 років комісійні платежі сягають 0,1-0,15% від номінальної вартості євробондів [29, с. 21].

До основного складу андеррайтингової групи також необхідно обрати платіжного агента, який здійснює розрахунки та перекази грошових коштів як емітенту, так і інвесторам. Агрохолдинги в Україні обирали таких представників, як ‘Citibank’ – американська транснаціональна банківська і фінансова

корпорація, 'BNY Mellon' – американська міжнародна банківсько-фінансова корпорація, 'Deutsche Bank' – глобальна фінансова корпорація та найбільший німецький банківський концерн. Водночас, 'Нібулон' може обрати платіжним агентом той іноземний банк, з яким наразі є фінансовим партнером [98].

Після формування складу андеррайтингової групи лід-менеджер узгоджує з представниками фінансового відділу компанії, які відповідальні за підготовку до процесу емісії єврооблігацій, попередні цінові умови випуску. Для поточного випуску єврооблігацій компанії рекомендовано застосувати наступні умови: вид облігацій – купонні, ставка купона фіксована (плаваюча ставка за нестабільних умов кон'юнктури негативно впливає на фінансові результати діяльності компанії, підвищуючи рівень фінансового ризику та ризик дефолту для підприємства, також, дана ставка дає можливість емітенту достроково погасити зобов'язання перед інвесторами), тип розміщення – публічний (доступний широкому загалу інвесторів, які бажають придбати цінний папір), спосіб розміщення – відкрита підписка із попереднім внеском до 30 відсотків від вартості номінальної ціни (передбачає, що емітент пропонує через засоби масової інформації придбати емітований ним цінний папір за ціною рівною, або вищою встановленій номінальній ціні, що є однаковою для всіх інвесторів), термін підписки – три-шість місяців (період для ознайомлення з результатами діяльності та фінансовими показниками, прийняття рішень про доцільність інвестування, здійснення реєстрації заявок, подання необхідної документації), здійснення купонних платежів – два рази на рік, форма випуску – бездокументарний (відповідно до законодавства України [21]) іменний цінний папір, номінал єврооблігації – 1000 доларів США, мінімальний торговельний лот – 11000 доларів США, об'єм емісії – 220 млн. доларів США, валюта випуску та погашення – долари США, кредитний рейтинг – якщо здійснювати його встановлення на основі порівняння з іншими українськими агрокомпаніями, які уже мають встановлений рейтинг, цінні папери 'ТОВ СП Нібулон' можуть класифікуватися за даними міжнародного рейтингового агентства 'Fitch Ratings' на рівні 'B+' (високоспекулятивні, які мають високий ризик дефолту під впливом

коливань загальноєкономічних умов, проте наявне лімітоване забезпечення, на поточному етапі всі зобов'язання виконуються) – 'ВВ-' (спекулятивні, з високим рівнем адаптації до несприятливих змін у бізнесі або економічних умов діяльності, що дає змогу підтримувати обслуговування зовнішніх фінансових зобов'язань) [99]. Необхідно зазначити, що процес отримання рейтингу для єврооблігацій є одним із найбільш витратних етапів у емісії боргових цінних паперів та за вартістю сягає 0,1-0,15% від вартісного об'єму емісії [29, с. 21]. Важливою умовою також є наявність компаній-гарантів виконання розрахунків за зобов'язаннями емітентом, серед яких вертикально інтегровані агрохолдинги найчастіше вказують виробничі підприємства, які входять до їх складу, чисельністю до п'ятнадцяти організацій. Для 'Нібулону' такими гарантами можуть бути окремі компанії з 22 наявних виробничих філій, судноплавна компанія, ТОВ АК 'Врадіївський', ТОВ 'Колосівський елеватор', ТОВ 'Старобільський елеватор'.

На наступному етапі емісії формується мандатне доручення, яке видається компанією-емітентом обраному лід-менеджеру та означає юридично закріплений дозвіл на початок процесу випуску цінних паперів, в якому деталізуються всі його фінансові та цінові умови. Далі створюється проспект емісії, який містить детальний опис умов випуску та обігу єврооблігацій, ризиків для інвестора. Найвищий ступінь ризику у компанії агропромислової галузі належить кліматичному (несприятливі погодні умови критично негативно впливають на продуктивність та обсяг виробництва продукції, що втілюється у зниженні обсягів продажу та операційного прибутку). До інших ризиків відносяться ліквідний, що пов'язується з сезонністю аграрних робіт та необхідністю придбання сировини та обладнання, починаючи з часу збору урожаю до підготовки до нового маркетингового року (найчастіше корпорації забезпечують дану потребу шляхом отримання короткострокових кредитів, проте при відсутності покриття покупцями їх зобов'язань, компанія може спостерігати дефіцит готівкових коштів). Інший вид ризику, специфічний для галузі, є обмеження експорту або встановлення експортних мит країною через

настання непередбачуваних подій (таких як світова пандемія, війна), які можуть негативно впливати на продовольчу безпеку країни, або через накладання торговельних санкцій на країну, де компанія здійснює активну експортну діяльність, та встановлення імпорتنих мит чи квот урядами країн, які імпортують зернову продукцію компанії. До інших видів ризику додатково можуть належати: операційний, управлінський (стосується системи контролю та ризик-менеджменту), ціновий (вплив коливання світових цін як на продукцію підприємства, так і імпортні матеріали, на вартість логістичних перевезень, що знижують рівень доходу для компанії), валютний ризик та ризик коливання відсоткової ставки. На завершальному етапі після завершення оформлення необхідної документації та кінцевого визначення та узгодження умов здійснюється безпосереднє розміщення єврооблігацій на фондовій біржі, після чого інвестори, які здійснили попередню підписку сплачують залишкову номінальну вартість єврооблігації та набувають право отримувати періодичні купонні платежі.

Отже, процес випуску єврооблігацій є складним, оскільки складається із декількох обов'язкових етапів, та тривалим – займає 3-6 місяців, дороговартісним – комісійні платежі охоплюють 4-6% від вартісного обсягу емісії. Для компанії, яка вперше здійснює емісію боргових цінних паперів необхідно сформувавти відповідальний департамент із фінансових та юридичних спеціалістів та обрати професійних лід-менеджерів із успішним досвідом роботи. До оптимальних умов емісії єврооблігацій українською аграрною компанією належать: публічне розміщення, фіксована купонна ставка – 7,25%, періодичність здійснення купонних платежів – двічі на рік, термін обігу – 7 років, обсяг емісії – 220 млн. дол. США, валюта випуску та погашення – долар США, номінальна вартість єврооблігації – 1000 дол. США. Важливо, також, приділити значну увагу підготовці необхідного пакету документів, приведенню корпоративної звітності у форму згідно з визначеними стандартами, оформити мандатний лист та проспект емісії.

3.2. Комплексна оцінка інвестиційної привабливості компанії ‘Нібулон’ на основі таксономічного показника

Оскільки компанія ‘Нібулон’ функціонує в умовах мінливого та швидкозмінюваного середовища, їй необхідно здійснювати комплексну оцінку інвестиційного клімату та рівня інвестиційної привабливості компанії. Такі заходи дають змогу визначити рівень ризиків, оцінити поточне становище компанії та її платоспроможність, здійснювати заходи для покращення інвестиційного мікроклімату. Одним із інструментів здійснення інтегральної оцінки є таксономічний показник, як величина, що інтегрує вплив усіх факторів та визначає позицію підприємства відносно інших суб’єктів господарювання.

Якщо використовувати інтегральний показник для здійснення оцінки інвестиційної привабливості компанії ‘Нібулон’, то ми вважаємо доцільним здійснювати розрахунок кінцевого індикатора за методом арифметичної середньої із двох показників – індикатора інвестиційної привабливості аграрної галузі України порівняно із іншими країнами та індексу привабливості аграрного комплексу ‘Нібулон’ у порівнянні з його конкурентами на українському ринку. Значення проміжних та кінцевого коефіцієнта може варіюватися від нуля до ста, де сто – найвищий показник [100].

Серед оцінюваних країн-конкурентів України з точки зору обсягів експорту зернової продукції на світовий ринок та співставних величин кількості населення, рівня розвитку країн, було обрано Польщу, Румунію, Угорщину, Аргентину, Болгарію. До факторів було включено наступні змінні: вартісний обсяг залучених іноземних інвестицій, експорту зернової продукції на іноземні ринки, експортний потенціал виробників країни, кредитний рейтинг (за “Fitch”), податок на репатріацію при випуску єврооблігацій. До показників також включено субіндекси рейтингу ‘Doing Business’, які стосуються інвестиційного клімату країни та можливостей компанії залучити іноземний капітал, зокрема ‘рівень захисту інвесторів’, ‘легкість торгівлі за кордон’, ‘обтяжливість податкової системи’, ‘забезпечення виконання контрактів’, ‘вирішення питань

про неплатоспроможність' [57]. За даними рейтингу 'BDO International Business Compass' використаємо для оцінки субіндекс 'соціально-культурні умови', оскільки інші складові - 'економічні умови', 'політико-правові умови' частково повторюють обрані вище фактори, що може негативно впливати на кінцевий результат обрахунків [36].

На основі зібраних даних про обрані країни за визначними індикаторами отримаємо табл. 3.3. Далі усі значення стандартизуються через програму 'Statistica', де набувають значення від 0 до 1. Стандартизовані значення факторів розподіляємо на стимулятори інвестиційної привабливості, збільшення значення яких має позитивний вплив на інвестиційний клімат країни, та дестимулятори – зростання індикатора яких мають негативний вплив.

Таблиця 3.3

Значення факторів для аналізованих країн

Показник	Україна	Польща	Румунія	Аргентина	Болгарія	Угорщина
Експорт, тис. дол. США	6692,9	920,6	2946,5	9407,3	1544,7	1581,9
Імпорт, тис. дол. США	170,8	457,5	452,6	29,1	97,7	232,3
Експортний потенціал, млрд. дол. США	4,6	0,7	1,4	3,5	0,8	1,0
Кредитний рейтинг 'Fitch'	B	A-	BBB-	C	BBB	BBB
Податок на репатріацію капіталу	15%	20%	16%	35%	10%	0%
Рівень захисту інвесторів	68,0	66,0	62,0	62,0	74,0	54,0
Легкість торгівлі за кордон	80,1	100,0	100,0	67,1	97,4	100,0
Обтяжливість податкової системи	78,1	76,4	85,2	49,3	72,3	80,6
Забезпечення виконання контрактів	63,6	64,4	72,2	57,5	67,0	71,0
Вирішення питань неплатоспроможності	31,4	76,5	59,1	40,0	57,8	55,0
Соціально-культурні умови	47,60	58,01	54,45	52,27	51,64	58,01
Індекс сприйняття корупції	30	58	44	45	43	44

Джерело: складено автором за даними [57]

До стимуляторів відносяться всі обрані фактори, окрім податку на репатріацію капіталу (зі збільшенням податкової ставки зменшуються обсяги доходів) та обсяги імпорту продукції (зростання означає збільшення конкуренції на внутрішньому ринку, скорочення доходів національних виробників). Відповідно до обрахованого таксономічного показника отримаємо наступні результати, де найвищу позицію займає Болгарія та Угорщина, а найнижчі – Аргентина та Україна, що показано у табл. 3.4. Розрахунки проводились у малій вибірці країн, тому вважаємо за доцільне для зниження величини похибки збільшити їх кількість, включивши 25 країн, які є найбільшими експортерами зернових у світі за даними ‘International Trade Statistics’ [101]. За отриманими у загальному рейтингу даними позиції Угорщини, Болгарії, Польщі та Румунії змінилися, проте є дуже наближеними до попередніх значень, у межах похибки 0,02-0,04, що свідчить про подібний темп розвитку країн та рівень інвестиційної привабливості за відібраними показниками.

Таблиця 3.4

Рейтинг країн за значенням таксономічного та загального інтегрального індикатора

Країна	Значення таксономічного показника	Позиція у вибірковому рейтингу	Значення інтегрального індикатора	Позиція у загальному рейтингу
Угорщина	0,5609	1.	0,54	11
Болгарія	0,5608	2.	0,52	13
Польща	0,5475	3.	0,55	10
Румунія	0,5373	4.	0,53	12
Україна	0,4142	5.	0,43	19
Аргентина	0,3097	6.	0,35	23

Джерело: складено автором

Варто зазначити, що у загальному рейтингу серед 25 найбільших експортерів зернової продукції за рівнем розвитку інвестиційного клімату, що наведений у Додатку Д, Україна зайняла 19 місце із показником нижче середнього. До п'ятірки лідерів належать США (показник – 0,80), Австралія (0,68), Канада (0,67), Франція (0,64), Великобританія (0,64), а до п'ятірки ‘аутсайдерів’ – Мексика (0,36), Бразилія (0,36), Аргентина (0,35), Пакистан

(0,32), М'янма (0,16). Найнижчі позиції Україна має за такими індикаторами: показником кредитного рейтингу 'Fitch' – В, нижчий мають лише Аргентина, М'янма наразі взагалі не має призначеного показника; вирішення питань неплатоспроможності компаній, за яким, відповідно до даних, Україна займає передостанню позицію, гірший показник лише у М'янми (проте з жовтня 2019 року вступив у дію Кодекс України з процедур банкрутства, що прогнозовано покращить позицію України у рейтингу та стимулює розв'язання конфліктних ситуацій при банкрутстві українських компаній та розрахунку їх за фінансовими зобов'язаннями [102]); соціально-культурні умови – країна має низькі показники через наявність періодичних масових страйків, виступів населення, спрямованих проти дій уряду, їх політичних рішень, а також через діючий військовий конфлікт на території, нижчими є індикатори лише у Індії та Пакистані [36]; індекс сприйняття корупції, який стосується найбільш актуальної проблеми країни, що негативно впливає на інвестиційний клімат та зупиняє багатьох іноземних інвесторів від вкладень до української економіки, рішенням якої є проведення реформування судової системи, встановлення контролю за діяльністю виконавчих органів влади, вищими є показники сприйняття корупції у Мексиці, Росії та М'янмі [103].

Позитивно впливає на позицію України у загальному рейтингу значний експортний потенціал аграрних компаній країни та наявний попит на їх продукцію на міжнародних ринках, що є прямим сигналом для потенційних інвесторів про конкурентоспроможність компаній у даній галузі та можливості отримання доходів навіть за умов погіршення економічної кон'юнктури на внутрішньому ринку. Покращення стану інших індикаторів країни можливе лише за умов продовження реформування економічної системи, здійснювання подальшої валютної лібералізації, спрощування процесу отримання фінансових послуг від банківських установ, гарантування цільового використання коштів іноземних інвесторів, можливо створення спеціального підрозділу з розслідування інвестиційних правопорушень або системи контролю використання залучених коштів компанією для інвесторів у режимі реального

часу, підвищити підготовку кваліфікованих спеціалістів із залучення міжнародного капіталу підприємствами, які обізнані про наявні можливості, відслідковують умови та тенденції на міжнародних ринках, займаються страхуванням ризиків, що виникають при розміщенні цінних паперів на іноземних ринках, що сприяє уникненню ситуацій дефолту національних компаній. Проте в умовах ведення війни та окупації частини територій, на яких здійснювалася активна сільськогосподарська діяльність аграрно-промислових комплексів, це зумовлює високу ризиковість інвестицій та знижує привабливість країни для розміщення там іноземних інвестицій, робить практично неможливим залучення іноземного капіталу національними компаніями.

Даний індикатор зручно використовувати не лише у статичному вигляді при здійсненні компонентного аналізу із порівнянням до інших країн, але можна оцінювати і у динаміці, здійснюючи розрахунок за роками, що дасть змогу враховувати кризові ситуації. Інша частина індикатора пов'язана безпосередньо з оцінкою результатів діяльності аграрної компанії 'Нібулон' та порівняння її конкурентоспроможності із іншими національними компаніями, які вже мають досвід залучення коштів на міжнародних ринках за рахунок випуску єврооблігацій – 'Кернел', 'Укрлендфармінг', 'МХП', 'Agrogeneration', 'Агротон'. Складові індикатора для компанії вказані у табл. 3.5. Показники EBITDA, величини земельного банку, обсягу виробничих потужностей та чистого боргу відображені в абсолютних величинах. Для компанії 'Агротон' відсутня інформація про обсяги експорту, тому відображена як '0'. Показники 'співпраця з міжнародними фінансовими організаціями', 'наявність логістичних мереж' та 'вільний доступ до фінансової інформації' вказано за допомогою 'фіктивної змінної', де '0' – відображає відсутність ознаки, '1' – присутність даної ознаки. Показник 'підтримка стандартів стійкого розвитку' вказаний на основі позицій у рейтингу 'Sustainable Ukraine', де '0' означає відсутність компанії у рейтингу, а отже – свідчить про незначну або відсутність підтримки стійкого розвитку [82]. Індикатор 'інноваційність' також представлений через рейтингову систему за даними '50 найбільш інноваційних компаній України'

відповідно до позицій компаній у даному рейтингу, де '0' вказує на відсутність підприємства у рейтингу.

Таблиця 3.5

Фактори інвестиційної привабливості аграрних компаній України

Показник	'Нібу лон'	'Кернел'	'Укрленд фармінг'	'МХП'	'Agrogeneration'	'Агротон'
ЕВІТДА, млн. дол. США	100	346	99	376	11,08	13,05
Величина земельного банку, тис. га	82,5	529	500	370	58	110
Обсяг виробничих потужностей, млн. тонн	2,1	2,5	2,6	1,5	0,2	0,03
Обсяг експорту продукції, млн. тонн	5,2	6,1	2,3	0,8	0,2	0
Співпраця з міжнародними організаціями	1	1	1	1	0	0
Підтримка стандартів стійкого розвитку	1	3	0	2	0	0
Наявність логістичних мереж	1	1	1	1	0	0
Вільний доступ до фінансової інформації	0	1	1	1	1	1
Інноваційність	1	2	0	3	0	0
Обсяг чистого боргу, млн. дол. США	699,4	612,4	1680	1140	54,6	10,2

Джерело: складено автором за даними [77; 78; 79; 104; 105; 106]

Після стандартизації та обробки отриманих даних були отримані наступні інтегральні показники, вказані у табл. 3.6. За даними індикаторами було сформовано галузевий рейтинг компаній в Україні. Найвищий таксономічний індикатор результатів діяльності та інвестиційної привабливості у АПК 'Кернел', що підтверджується результативними показниками операційної та фінансової діяльності, наявністю партнерських відносин із міжнародними організаціями, інвестування у інноваційні технології, які сприяють збереженню

навколишнього середовища, а тому – компанія є активним емітентом єврооблігацій.

Таблиця 3.6

Інтегральні показники діяльності агропромислових компаній на ринку
України

Позиція у рейтингу	Компанія	Таксономічний індикатор
1.	‘Кернел’	0,901667
2.	‘МХП’	0,710832
3.	‘Нібулон’	0,699202
4.	‘Укрлендфармінг’	0,625479
5.	‘Агротон’	0,539493
6.	‘Agrogeneration’	0,528922

Джерело: складено автором

Другу позицію в рейтингу займає приватне акціонерне товариство ‘Миронівський хлібопродукт’ через меншу величину земельного банку, виробничих потужностей та більший обсяг фінансових зобов’язань, ніж у ‘Кернел’. ‘Нібулон’ незначно відстає від показника ‘МХП’, переважно за рахунок величини земельного банку та обсягу прибутку. ‘Укрлендфармінг’, ‘Агротон’, ‘Agrogeneration’ зайняли останні три позиції у рейтингу, слабкі місця даних компаній у інвестиційній привабливості – це високий рівень заборгованості у співвідношенні водночас з нижчими рівнями доходів, а ніж у інших порівнюваних підприємств, також низькі обсяги фінансування у інноваційні технології та низький рівень діяльності, який спрямований на досягнення цілей сталого розвитку як у межах галузі, так і країни в загальному.

В цілому, можна зробити висновок, що ‘Нібулон’ має високу конкурентоспроможність на вітчизняному ринку агропромислової продукції та є інвестиційно привабливим підприємством, що може залучати борговий капітал за рахунок емісії корпоративних цінних паперів. Проте компанії і надалі необхідно підвищувати рівень продуктивності виробництва, інвестувати у нові технології, оптимізувати величину фінансового левериджу, щоб знизити вплив

негативних чинників на рівень інвестиційної привабливості та зайняти вищу позицію у сформованому галузевому рейтингу.

На основі двох рейтингів таксономічних показників ми здійснимо формування узагальнюючого показника, який об'єднує значення попередніх та дає змогу прослідкувати позицію компанії на світовому ринку відносно основних конкурентів. За допомогою даного індикатора також зручно прослідковувати динаміку зміни позиції компанії та проводити аналіз позитивних та негативних факторів, які зумовили її зміну. Обрахунок узагальненого показника здійснюємо за формулою включення галузевого показника до загального для країни, таким чином для компанії 'Нібулон' він становитиме: $0,6992 * 0,43 = 0,30$. Тобто, в цілому, показник інвестиційної привабливості підприємство у загальносвітовому масштабі відповідає значенню нижче середнього, а отже корпоративним цінним паперам компанії буде притаманний високий рівень ризику, тому на світовому ринку 'Нібулон' може розраховувати на залучення іноземного капіталу ризикових інвесторів із відповідно високою ставкою доходності за емітованими облігаціями. Дані розрахунки є особливо актуальними у період спаду економічної кон'юнктури після періоду карантинних обмежень через пандемію COVID-19, через що знизився попит іноземних інвесторів на високоризикові активи емітентів з країн, що розвиваються, незважаючи на факт відносної стабільності показників діяльності агропромислових компаній, попит на продукцію якої як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринку залишався в середньому рівнім прогнозованому [107]. Також, серйозний негативний вплив мав початок воєнних дій на території України, що зумовлює абсолютну невизначеність про результати діяльності українських компаній та їх платоспроможність у наступних періодах. Тому у короткостроковому періоді компанії 'Нібулон' не рекомендується здійснювати дороговартісний процес емісії єврооблігацій, проте у середньостроковому періоді після припинення воєнних дій та за умови стабілізації економічної кон'юнктури можна почати підготовку у випадку необхідності залучення іноземного капіталу у конкретний проект.

Отже, вартість залучення боргового капіталу компанією 'Нібулон' при емісії єврооблігацій залежить від рівня розвитку інвестиційного клімату як в цілому України, так і підприємства у межах аграрної галузі. Для компанії важливо при цьому відслідковувати динаміку зміни власних позицій відносно потенційних конкурентів та ситуації на міжнародних ринках. Одним із способів реалізації є використання обрахунку інтегрованого таксономічного показника на основі набору параметрів та обрахунку рейтингового значення. Відповідно у 2021 році Україна мала показник 0,43, що характеризує відставання за показниками зниження рівня корупції, урегулювання правових та фінансових питань у випадках банкрутства компанії, соціальна та політична нестабільність. В галузевій структурі компанія 'Нібулон' отримала високу рейтингову позицію (3 місце) та має результат, подібний як у агрохолдингів 'Кернел' та 'МХП', які активно залучають іноземний капітал за допомогою емісії єврооблігацій. В цілому, 'Нібулон' може альтернативно здійснювати випуск єврооблігацій для фінансування конкретного інвестиційного проекту у середньостроковій перспективі.

Висновки до розділу III

Отже, ТОВ СП 'Нібулон' вигідно залучати іноземний капітал шляхом емісії боргових цінних паперів у формі єврооблігацій, оскільки це дає змогу удвічі скоротити термін окупності інвестиційного проекту та зменшити вартість запозичення. Компанії доцільно тимчасово сформувати у організаційній структурі окреме відповідальне за розробку та реалізацію етапів емісії облігацій відділення, яке складалося б із фінансових і юридичних спеціалістів, а також одного із виконавчих директорів підприємства, для узгодження спірних питань та ухвалення кінцевих рішень. Одним із найважливіших етапів є формування учасників андеррайтингової групи та обрання лід-менеджера – інвестиційної організації, яка від імені агрохолдингу здійснюватиме комунікацію з потенційними інвесторами, активно здійснюватиме участь у всіх етапах та реалізує лістинг цінних паперів на фондовій біржі. Оскільки компанія наразі здійснює активну фінансову діяльність на міжнародних кредитних ринках, на нашу думку, доцільно залучити її партнерів – 'ING Bank'. При формуванні цінових та фінансових умов випуску потрібно враховувати витрати на послуги посередників процесу та витрати на оформлення документації, додаткових дозволів та вимог фондової біржі, що в цілому охоплюють від 4 до 6 відсотків від номінальної вартості облігацій. До рекомендованих інших умов належать: купонна ставка на рівні 7-8% при середньогалузевій 7,25%, валюта платежів – долар США, термін обігу – 7 років.

Одним із інструментів визначення рівня ризиковості випуску цінних паперів для підприємства, оцінки динаміки рівня інвестиційної привабливості, її зміни під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів є інтегрований індикатор. За розрахунками станом на 2021 рік 'Нібулон' займає третє місце серед агрокомпаній України за рівнем розвитку інвестиційного мікроклімату, проте компанії необхідно підвищити обсяги інвестицій у інноваційні технології, оптимізувати величину фінансового левериджу, підвищувати показники ефективності діяльності компанії, стимулюючи зростання обсягів експорту.

ВИСНОВКИ

На основі розглянутих теоретичних підходів низки вітчизняних та іноземних науковців до побудови категорії “єврооблігації” було уточнено її зміст за допомогою розкладу на структурні елементи сутності, змісту та результатів явища. Оскільки жодна з розглянутих категорій повністю не відображала загальні специфічні особливості та мету використання даного інструменту, нами було запропоновано авторське визначення, що побудоване на основі логічного методу та причинно-наслідкових зв’язків між компонентами: єврооблігації – це середньо- та довгострокові боргові цінні папери на пред’явника, які випускаються на іноземному ринку та емітовані у іншій валюті, ніж національна валюта даної країни та країни-емітента, розміщення яких здійснюється міжнародним андеррайтинговим синдикатом з метою залучення емітентом іноземного капіталу на умовах платності, повернення та строковості. Сформована категорія містить усі базові структурні елементи, є повною та змістовною, хоча також є досить громіздкою. Також, було узагальнено та побудовано поетапну стратегію залучення іноземних інвестицій підприємством за допомогою емісії єврооблігацій, яка налічує п’ять складових (від прийняття рішення про доцільність та необхідність додаткових фінансових ресурсів до лістингу корпоративних цінних паперів на фондовій біржі) із поясненням змісту кожної з них відповідно до законодавства України.

Згідно з теоретичним узагальненням щодо сутності та особливостей єврооблігацій, можна зробити висновок, що даний фінансовий інструмент є окремим видом міжнародних облігацій, проте відмінний від іноземних та глобальних облігацій тим, що не розміщується на національному ринку емітента, не передбачає можливості емісії у національній валюті країни-емітента, або країни-розміщення, не означає необхідність підпорядкування національному законодавству. До переваг використання даного інструменту корпоративними емітентами належить необмежено право вибору валюти (є можливість здійснити вибір на основі або прогнозного валютного курсу, або обрати використання тієї

валюти, у якій компанія найчастіше здійснює зовнішньо-економічні операції, що мінімізує вплив валютного ризику на результативні фінансові показники), країни розміщення, нижча вартість процесу емісії порівняно з іншими видами цінних паперів, відсутність підпорядкування процесу випуску законодавству конкретної країни (за винятком, обов'язково необхідно дотримуватися вимог для лістингу облігацій на обраній фондовій біржі та зареєструвати випуск у національному відомстві з цінних паперів, що функціонує у країні-емітента), офіційним емітентом може бути не безпосередньо компанія, а її дочірнє підприємство, яке може бути розташоване у податково сприятливій зоні, що дає змогу компанії знизити податкові зобов'язання за результатами процесу випуску та залучення іноземних інвестицій. До основних ускладнень та недоліків використання єврооблігацій як фінансового інструменту може належати тривалий період підготовчого етапу до моменту залучення коштів (залежно від специфіки умов емісії охоплює від трьох до шести місяців у середньому), висока вартість комісійних платежів та інших витрат на випуск цінного паперу (від чотирьох до шести відсотків від номінальної вартості запозичених коштів, якщо облігація є середньостроковою, при зростанні терміну обігу зростає вартість послуг посередників), залежність успіху кінцевого результату процесу емісії не безпосередньо від діяльності компанії, а від рівня професійності та ступеня зацікавленості в успішному результаті емісії андеррайтингової групи та лід-менеджерів – від одного до трьох інвестиційних банків, що залучені у процес та відповідальні за підготовку документації, здійснення залучення та переговорів з потенційними інвесторами, формування кінцевих умов випуску, керування процесом лістингу на фондовій біржі.

Додатково було проаналізовано та узагальнено перелік ризиків, з якими зустрічається компанія при емісії, які належать до одного із найважливіших умов випуску боргових цінних паперів та зазначаються окремим розділом у проспекті емісії, що надсилається потенційним інвесторам. До них належать: регуляторний – українська компанія при випуску єврооблігацій на іноземній фондовій біржі за умов банкрутства та непогашення повної вартості фінансових зобов'язань перед

іноземними інвесторами не матиме права захисту від українських національних регулюючих інституцій, тому підприємствам необхідно прописувати план дій у проспекті емісії та інших юридичних договорах із зазначенням переліку юридичних осіб – гарантів випуску; валютний – пов’язаний з коливанням валютного курсу іноземної грошової одиниці відносно національної, критичний для емітентів з країн, що розвиваються, за умов економічної нестабільності під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів; інфляційний – пов’язаний зі зміною рівня споживчих цін, оскільки єврооблігації відносяться до середньо- або довгострокових інструментів, спрогнозувати рівень інфляції та її вплив на вартість не можливо, тому за умов зростання темпів інфляції сума доходу за облігаціями із фіксованою відсотковою ставкою буде зменшуватися, відповідно зменшуватиметься попит на них з боку інвесторів; специфічним для аграрно-промислових компаній є галузевий ризик, який пов’язується із коливанням рівня врожайності, впливу використання та поширення інноваційних технологій. Наявність даних ризиків безпосередньо впливає на рівень ризиковості та вартість запозичених коштів для емітента. Існують, також, методи хеджування окремих ризиків, наприклад, за допомогою випуску крос-валютних свопів, або ж облігацій, деномінованих у двох валютах, у яких активно здійснює розрахунки компанія-емітент, проте реалізації використання даних інструментів ускладнена умовами випуску та управління, що передбачають додаткові витрати з боку підприємства.

За результатами здійсненої оцінки макрофакторів, що визначають стан інвестиційного клімату в Україні та мають вплив на інвестиційну привабливість цінних паперів українського емітента для іноземних інвесторів, можна підсумувати, що сумарна експертна бальна оцінка загроз перевищувала аналогічний показник можливостей ($\sum_{з.} = 24,65 > \sum_{м.} = 22,12$), що відображається на високій вартості залучення боргового капіталу українськими емітентами – аграрними компаніями на іноземних ринках. До основних негативних факторів належать: високий рівень розвитку корупції, низький рівень залучення інноваційних технологій, політична нестабільність, дефіцит

висококваліфікованих працівників у аграрній галузі, зниження рівня платоспроможності компаній. До можливостей належать лібералізація валютного законодавства, формування урядових проектів для стимулювання залучення іноземних інвестицій, наявність державної підтримки та пільгового фінансування для поширення використання інноваційних технологій у процесі виробництва компаніями, сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернових культур, наявність тенденції зростання обсягів експорту аграрної продукції українськими виробниками, зони вільної торгівлі з ЄС, що забезпечує відсутність мит за окремими напрямками торгівлі сільськогосподарською продукцією. За результатами оцінки даних факторів компанії можна рекомендувати використовувати можливості інвестиційного клімату, проте враховувати вплив потенційних загроз, які визначають рівень ризику та дохідності боргових цінних паперів, що емітуються національною компанією. Сума визначених можливостей для Польщі є вищою, а ніж сума загроз ($\sum_{з.} = 22,28 < \sum_{м.} = 28,02$), на основі чого можна зробити висновок про вищий рівень інвестиційної привабливості польських аграрних комплексів. На основі проведеного аналізу мікрофакторів було виявлено, що компанія 'Нібулон', діяльність якої оцінювалась у даному дослідженні, має більшу кількість сильних сторін при визначенні інвестиційної привабливості, а ніж слабких, тому їй можна рекомендувати здійснювати випуск єврооблігацій, як альтернативного інструменту залучення іноземного капіталу для реалізації інвестиційних проектів. Для покращення інвестиційного мікроклімату компанії можна рекомендувати збільшити обсяг наявного земельного банку для зниження впливу кліматичного ризику, більш інтенсивно залучати інноваційні технології для підвищення виробничої продуктивності, оптимізувати показник фінансового левериджу, знижуючи вплив короткострокових боргових зобов'язань на фінансові результативні показники.

Здійснено розробку стратегії випуску єврооблігацій українським аграрно-промисловим комплексом ТОВ СП 'Нібулон'. За результатами порівняння вартості кредитних ресурсів, які поточно використовує компанія для

фінансування проектів оптимізації каналів транспортування продукції, було виявлено, що вартість залучення іноземного капіталу є удвічі меншою при використанні єврооблігацій (процентна ставка 16 та 7,25 відсотків відповідно), а також термін виплати боргових зобов'язань відповідно скорочується з 15 до 7 років. До рекомендованих цінових та фінансових умов випуску єврооблігацій українською компанією належить: купонна ставка – 7-8 відсотків (згідно з середньогалузевим рівнем та врахуванням країнового ризику), періодичність виплати відсотків – двічі на рік, термін обігу – сім років, загальний обсяг емісії – від 200 до 300 тисяч доларів США (нижчі обсяги переважно не приймаються іноземними інвесторами до розгляду), валюта випуску та платежів – долар США (як основна валюта, яку використовує компанія у зовнішньоекономічній діяльності). До рекомендацій компанії належить підвищення прозорості показників діяльності компанії та здійснення актуальної публікації фінансових результатів діяльності, що вимагатиметься згідно з домовленостями потенційних інвесторів. При формуванні андеррайтингового синдикату компанії 'Нібулон' пропонується залучати до її складу банківські або фінансові організації, з якими компанія уже мала досвід співпраці, такі як фінансова група 'ING Bank', яка має успішний досвід проведення випуску єврооблігацій.

За результатами обробки статистичних даних факторів інвестиційного клімату було розроблено та запропоновано комплексний інструмент визначення рівня інвестиційної привабливості національного емітента на світовому ринку капіталу. Даний показник складається із двох складових: показника розвитку інвестиційного клімату країни у порівнянні з індикаторами найбільших учасників світового ринку аграрної продукції, де за розрахунками станом на 2021 рік Україна зайняла 19 місце із 25 оцінюваних країн із показником 0,43 (рівень розвитку – нижче середнього, максимальна оцінка – 1,0) та показника інвестиційної привабливості компанії при порівнянні результативних показників інших підприємств галузі, що мають досвід емісії єврооблігацій. За вказаними обрахунками у межах агропромислової галузі ТОВ СП 'Нібулон' займає третю позицію із таксономічним показником 0,7, що свідчить про достатній рівень

інвестиційної привабливості компанії та потенційну спроможність успішно залучати іноземні інвестиції шляхом емісії середньострокових єврооблігацій, а не за допомогою використання дорожчих за вартістю кредитних коштів, наданих міжнародними фінансовими організаціями.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Atkins R., Stothard M. Eurobonds: a change of gear? [Електронний ресурс] / R. Atkins, M. Stothard // Financial Times. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ft.com/content/f3019d6e-df31-11e2-881f-00144feab7de>.
2. Чеберяко О. В. Сутність і класифікація міжнародних облігацій [Електронний ресурс] / О. В. Чеберяко // Вісник Київського національного університету імені Т. Шевченка. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: [file:///C:/Users/Pavilion/Downloads/VKNU_Ekon_2011_127_8%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Pavilion/Downloads/VKNU_Ekon_2011_127_8%20(1).pdf).
3. Старостіна А.О. Сутність та практичне застосування методики конструювання категоріального апарату економічної науки (на прикладі понять «глобалізація» та «підприємницький ризик») / А.О. Старостіна, В.В. Кравченко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2011. – Вип. 128. – С. 5–10.
4. Гнатюк Р. А. Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів : дис. Канд. Ек. Наук : 08.00.01 / Гнатюк Р. А. – Львів, 2016. – 232 с. – Режим доступу до ресурсу: https://www.lnu.edu.ua/wp-content/uploads/2016/09/dis_hnatyuk.pdf
5. Ливдар М. В., Панюш Л. Ф. Єврооблігації як інструменти ринку капіталу [Електронний ресурс] / М. В. Ливдар, Л. Ф. Панюш // Економіка і суспільство. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9_ukr/173.pdf.
6. Мошенський С. З. Ринок єврооблігацій: стан та особливості функціонування / С. З. Мошенський. // Міжнародний збірник наукових праць. – 2010. – №1. – С. 150–157. – Режим доступу до ресурсу: <http://pbo.ztu.edu.ua/article/view/51454/47463>
7. Олійник О. В., Сідельнікова І. В. Особливості розвитку ринку суверенних єврооблігацій країн, що розвиваються, у посткризовому періоді / О. В. Олійник, І. В. Сідельнікова. // Вісник Кам'янець-Подільського національного університету імені Івана Огієнка. – 2018. – №13. – С. 90–105. – Режим доступу до ресурсу:

<http://elar.kpnu.edu.ua:8081/xmlui/bitstream/handle/123456789/2120/Visnyk-K-PNU-im.I.Ohienka-Ekonomichni-nauky-Vyp.13.pdf?Sequence=1&isallowed=y>

8. Галещук С. Єврооблігації: дослідження сутності боргового інструменту, відображення у фінансовій звітності емітента та облік курсових різниць / С. Галещук. // журнал європейської економіки. – 2012. – С. 243–253. – Режим доступу до ресурсу: <https://docs.google.com/viewerng/viewer?Url=http://jeej.tneu.edu.ua/index.php/ukjee/article/viewfile/552/532>

9. Чеберяко О. В. Євробонди України: інструмент залучення інвестицій чи метод відтермінування погашення боргу? [Електронний ресурс] / О. В. Чеберяко // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу. – 2017. – с. 500-504. - Режим доступу до ресурсу: <https://ir.kneu.edu.ua/bitstream/handle/2010/23310/500-504.pdf?Sequence=1>.

10. Gabbi G., Sironi A. Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads / G. Gabbi, A. Sironi. // The European Journal of Finance. – 2005. – №1. – С. 59–74. - Режим доступу до ресурсу: https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/50819923/Which_factors_affect_corporate_bonds_pri20161210-31660-mm30br.pdf?Response-content-disposition=inline%3B%20filename%3dwhich_factors_affect_corporate_bonds_pri.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A%2F20200201%2Fus-east-1%2Fs3%2Faws4_request&X-Amz-Date=20200201T183625Z&X-Amz-Expires=3600&X-Amz-signedheaders=host&X-Amz-Signature=f3361be394753c70d203d9c9fa8c873291f85cecddebff621b3210a75dd0064ac

11. Finnerty J. E., Nunn K. P. The determinants of yield spreads on US and Eurobonds / J. E. Finnerty, K. P. Nunn. // Management International Review. – 1985. – №25. – С. 23–33. - Режим доступу до ресурсу: <https://www.jstor.org/stable/40227747?Seq=1>

12. Hull J. Gestion des risques et institutions financieres / J. Hull, K. Godlevski. – New Jersey: Prentice Hall, 2007. – 560 с. – (Pearson Education France). - Режим доступу до ресурсу:

https://books.google.com.ua/books?Id=Jc68ONlmRasC&pg=PA83&lpg=PA83&dq=%60les+eurobonds+sont+des+obligations+qui%60&source=bl&ots=muc2wmu3bw&sig=acfu3u2hw7frxikf_2l4cuyhbnn_d4nhag&hl=uk&sa=X&ved=2ahukewjwzt7slrhnahxhw8qbhcavbouq6aewbhoeca0qaq#v=onepage&q=%60les%20eurobonds%20sont%20des%20obligations%20qui%60&f=false

13. Allemand F. La faisabilite juridique des projets d`euro-obligations / F. Allemand. // RTD eur.. – 2012. – №48. – С. 1–4. - Режим доступа до ресурсу: https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/31363808/Allemand_Euro-obligations_RTDE_juil-oct2012_EXTRACT.pdf?Response-content-disposition=inline%3B%20filename%3dla_mutualisation_des_dettes_souveraines.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A%2F20200203%2Fus-east-1%2Fs3%2Faws4_request&X-Amz-Date=20200203T192201Z&X-Amz-Expires=3600&X-Amz-signedheaders=host&X-Amz-Signature=3413a8988cb1235c7b6e6590275453f03a1e0e01bd961178ff4aca5b9d059c3a

14. National Australia Bank. An investor guide to debt securities [Электронный ресурс] / National Australia Bank // NAB Limited. – 2017. – Режим доступа до ресурсу:

<https://www.nab.com.au/content/dam/nabrwd/documents/reports/investment/an-investors-guide-to-debt-securities.pdf>.

15. The Securities Industry and Financial Markets Association. Glossary of bond terms [Электронный ресурс] / The Securities Industry and Financial Markets Association. – 2013. – Режим доступа до ресурсу: <http://www2.investinginbonds.com/index.asp?Id=3140>.

16. Lindgren A. Eurobond issuing procedure and benefits over bank loans [Электронный ресурс] / A. Lindgren // Lund University. – 2011. – Режим доступа до ресурсу: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?Func=downloadfile&recordoid=2027146&fileoid=2063727>.

17. Investment & Finance Definition [Електронний ресурс] // Webster's New World Finance and Investment Dictionary. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.yourdictionary.com/eurobond>.
18. Cambridge University Press. Definition of eurobond [Електронний ресурс] / Cambridge University Press // Cambridge Business English Dictionary. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://dictionary.cambridge.org/ru/%D1%81%D0%BB%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%80%D1%8C/%D0%B0%D0%BD%D0%B3%D0%BB%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9/eurobond>.
19. Kumar R. Money Markets, Bond Markets, and Mortgage Markets [Електронний ресурс] / R. Kumar // Strategies of Banks and Other Financial Institutions. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.sciencedirect.com/topics/economics-econometrics-and-finance/eurobond>.
20. Лондар С. Л. Облігації з індексованою доходністю як фінансовий інструмент нівелювання наслідків високих інфляційних очікувань / С. Л. Лондар, В. Й. Башко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 2. – С. 88–99.
21. Рішення 'Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу' [Електронний ресурс] // Мін'юст України від 19.07.2018 № 843/32295 – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/z0843-18>.
22. Tax Facts & Figures 2019 - Cyprus [Електронний ресурс] // pricewaterhousecoopers Ltd. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.pwc.com.cy/en/publications/assets/tax-facts-figures-2019-english-december-2018.pdf>.
23. Конончук О. Ю. Єврооблігації як інструмент фінансування вітчизняних підприємств [Електронний ресурс] / О. Ю. Конончук, О. В. Любка // International Scientific Journal “Internauka”. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.inter-nauka.com/uploads/public/15502476276966.pdf>.
24. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk [Електронний ресурс] / W. F. Sharpe // Blackwell Publishing for

- the American Finance Association. – 1964. – Режим доступу до ресурсу: <http://efinance.org.cn/cn/fm/Capital%20Asset%20Prices%20A%20Theory%20of%20Market%20Equilibrium%20under%20Conditions%20of%20Risk.pdf>.
25. Kuepper J. What are eurobonds and how do you invest in them? [Електронний ресурс] / J. Kuepper // The balance. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.thebalance.com/eurobonds-and-how-to-invest-in-them-4158937>.
26. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nssmc.gov.ua/diialnist/nahliadza-rynkom/finansovyi-monitorynh/#tab-2>.
27. Національний банк України. Офіційний курс гривні до іноземних валют (середній за період) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?Cat_id=7693080.
28. Pro Capital Investment. Агрохолдинг 'Мрія' не зміг розрахуватися за своїми зобов'язаннями вчасно [Електронний ресурс] / Pro Capital Investment // Інвестиційний дайджест. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: https://invest.pro-capital.ua/ua/press_center/invest-digest/agroholding-%C2%abmriya%C2%BB-ne-smog-rasschitatsya-po-svoim-obyazatelstvam-v-srok/.
29. Jessen L. Issuing International Bonds. A Guidance Note [Електронний ресурс] / L. Jessen, D. Rivetti, P. B. G. Van der Wansem // The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank 1818 H Street, NW Washington, DC 20433. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <http://documents.worldbank.org/curated/en/491301554821864140/pdf/Issuing-International-Bonds-A-Guidance-Note.pdf>.
30. Фінансова глобалізація і євроінтеграція / за ред. О. Г. Білоруса, Т. І. Єфименко ; ДНУ “Акад. Фін. Управління”. – К., 2015. – 496 с.
31. Шиндрук І. П. Аналітичний огляд фондового ринку за період з 25 листопада до 20 грудня 2013 року / І. П. Шиндрук. // Моніторинг біржового ринку. – 2014. – №1. – С. 22–26. – Режим доступу до ресурсу: http://www.oda.te.gov.ua/data/upload/publication/main/ua/854/birga_agro2014.pdf

32. Калмикова Я., Макар А. Метінвест успішно випустив єврооблігації у двох валютах і подовжив строки погашення боргових зобов'язань [Електронний ресурс] / Я. Калмикова, А. Макар // Офіційний сайт 'Метінвест Холдинг'. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://metinvestholding.com/ua/media/news/metinvest-vipustil-evroobligacii-v-dvuh-valyutah-i-prodlil-sroki-pogasheniya-dolgovih-obyazateljstv>.
33. Огляд банківського сектору [Електронний ресурс] // НБУ. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Banking_Sector_Review_2019-08.pdf?V=4.
34. DTEK Group is the first Ukrainian business to issue Green Eurobonds [Електронний ресурс] // Офіційний сайт 'DTEK Group'. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://dtek.com/en/media-center/press/dtek-group-is-the-first-ukrainian-business-to-issue-green-eurobonds/>.
35. Офіційний сайт компанії 'Нібулон' [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nibulon.com/>.
36. Friederiszick T, Stapke M., Wolf A. BDO International Business Compass 2018 [Електронний ресурс] / T. Friederiszick, M. Stapke, A. Wolf // Hamburgisches weltwirtschaftsinstitut. – 2018. – Режим доступу до ресурсу: https://www.bdo.global/getattachment/Insights/BDO-GERMANY/BDO-International-Business-compass/BDO_IBC_2018_EN_20180524_v4.pdf.aspx?Lang=en-GB&ext=.pdf&disposition=attachment
37. Rische M., Wenzel L., Wolf A. BDO International Business Compass 2016 [Електронний ресурс] / M. Rische, L. Wenzel, A. Wolf // Hamburgisches weltwirtschaftsinstitut. – 2016. – Режим доступу до ресурсу: file:https://eba.com.ua/static/members_reviews/Compass_BDO_2016_ENG_July_2016.PDF
38. Kruse S., Wenzel L., Wolf A. BDO International Business Compass 2014 [Електронний ресурс] / S. Kruse, L. Wenzel, A. Wolf // Hamburgisches

weltwirtschaftsinstitut. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: file: https://www.bdo-ibc.com/fileadmin/dokumente/BDO_IBC_Studie_2014_en.pdf

39. Investment nanny and tax holidays: President outlined his proposals to investors in Davos [Електронний ресурс] // President of Ukraine Volodymyr Zelenskyu [official web-site]]. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.president.gov.ua/en/news/investment-nanny-ta-podatkovi-kanikuli-prezident-ukrayini-u-59381>.

40. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne [Електронний ресурс] / K.Gomółka, E. Kasperska, J. Kraciuk, M. Wojtaszek // Wydawnictwo SGGW. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ieif.sggw.pl/wp-content/uploads/2020/07/pop2-KasperskaE-Bezposrednie-inwestycje-zagraniczne.pdf>.

41. Постанова правління Національного банку України 'Про внесення зміни до Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті' від 18.06.2019 [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: https://bank.gov.ua/legislation/Resolution_18062019_78

42. Постанова правління Національного банку України 'Про затвердження Змін до Положення про заходи захисту та визначення порядку здійснення окремих операцій в іноземній валюті' від 09.09.2019 [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: https://ips.ligazakon.net/document/view/PB19171?Utm_source=biz.ligazakon.net&utm_medium=news&utm_content=bizpress01.

43. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/518 z dnia 19 marca 2019 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 924/2009 w odniesieniu do niektórych opłat za płatności transgraniczne w Unii i opłat za przeliczenie waluty, Dz.U. L 91 z 29.3.2019, s. 36.

44. Documents for customs clearance [Електронний ресурс] // EU Trade Helpdesk – Режим доступу до ресурсу: <https://trade.ec.europa.eu/tradehelp/documents-customs-clearance>.

45. Ambroziak, Ł. (2020), Polska a strefy wolnego handlu. Powolne wykorzystanie liberalizacji, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa. [Електронний ресурс] –

Режим доступу до ресурсу: https://pie.net.pl/wp-content/uploads/2021/03/PIE-Raport_Strefy-wolnego-handlu.pdf.

46. My Export [Електронний ресурс] // EU Trade Helpdesk – Режим доступу до ресурсу:

<https://trade.ec.europa.eu/tradehelp/myexport#?Product=1005900090&partner=UA&reporter=BG>.

47. Jak eksportować towary poza Unię Europejską [Електронний ресурс] // Serwis informacyjno-usługowy dla przedsiębiorcy. – 2022. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.biznes.gov.pl/pl/portal/00375>.

48. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют [Електронний ресурс] // НБУ. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/markets/exchangerate-chart>.

49. Kurs euro [Електронний ресурс] // Akademia Górniczo-Hutnicza. – 2021. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.dzp.agh.edu.pl/dla-jednostek-agh/kurs-euro/>.

50. Trade Map. International trade statistics [Електронний ресурс] // ITC Portal. UN Comtrade statistics. – Режим доступу до ресурсу: https://www.trademap.org/tradestat/Product_selcountry_TS.aspx?Nvpm=1%7c804%7c%7c%7c10%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c1%7c2%7c1%7c1%7c1%7c1.

51. Export Potential Map [Електронний ресурс] // ITC Portal – Режим доступу до ресурсу: <https://exportpotential.intracen.org/en/markets/gap-chart?Frommarker=i&exporter=804&whatmarker=k&what=1002&tomarker=j>.

52. Export Potential Map [Електронний ресурс] // ITC Portal – Режим доступу до ресурсу: <https://exportpotential.intracen.org/en/markets/gap-chart?fromMarker=i&exporter=616&toMarker=j&whatMarker=ls&what=3>

53. Завальнюк К. С. Особливості розвитку та функціонування агрохолдингів в Україні [Електронний ресурс] / К. С. Завальнюк // економіка та управління підприємствами. - №1(123). – 2017. – Режим доступу до ресурсу: [http://ird.gov.ua/sep/sep20171\(123\)/sep20171\(123\)_056_zavalnyukk.pdf](http://ird.gov.ua/sep/sep20171(123)/sep20171(123)_056_zavalnyukk.pdf).

54. Powszechny Spis Rolny 2020 Raport z wyników [Електронний ресурс] / [A. Bogumił, I. Dach-Oleszek, R. Kaczowska та ін.] // Główny Urząd Statystyczny. – 2021. – Режим доступу до ресурсу: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/6479/4/1/1/raport_z_wynikow_prs_2020.pdf.
55. Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // НБУ. – 2021. – Режим доступу до ресурсу: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/FSR_2021-N1.pdf?v=4.
56. Lewandowska A. Sytuacja coraz gorsza: rośnie zadłużenie rolników [Електронний ресурс] / A. Lewandowska // topagrar.pl. – 2021
57. Doing Business 2020. Economy Profile of Ukraine [Електронний ресурс] // World Bank Group. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingbusiness/country/u/ukraine/UKR.pdf>.
58. Schwab K. The Global Competitiveness Report 2019 [Електронний ресурс] / K. Schwab // World Economic Forum. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: http://www3.weforum.org/docs/WEF_theglobalcompetitivenessreport2019.pdf.
59. Dutta S., Lanvin B., Wunsch-Vincent S. Global Innovation Index 2021 [Електронний ресурс] / S. Dutta, B. Lanvin, S. Wunsch-Vincent // Cornell University, INSEAD, and the World Intellectual Property Organization. – 2021. – Режим доступу до ресурсу: https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2021.pdf
60. Шпортюк Н. Пріоритетні напрями державної політики щодо кадрового забезпечення агропромислового комплексу [Електронний ресурс] / Н. Шпортюк // Державне управління та місцеве самоврядування, вип. 2(41). – 2019. – Режим доступу до ресурсу: [http://www.dridu.dp.ua/vidavnictvo/2019/2019_02\(41\)/13.pdf](http://www.dridu.dp.ua/vidavnictvo/2019/2019_02(41)/13.pdf).
61. Szkolnictwo zawodowe a rynek pracy sektora rolno-spożywczego w województwie łódzkim [Електронний ресурс] // ESUS Tomasz Przybylak. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: https://www.cbos.pl/PL/efs/szkolnictwozawodowe_lodzkie/publikacje/rekomendacje.pdf.

62. Зайняте населення за видами економічної діяльності у 2012-2018 роках (КВЕД-2010) [Електронний ресурс] // Держстат України – Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2014/rp/zn_ed/zn_ed_u/zn_ed_2013_u.htm.
63. Rocznik Statystyczny Rolnictwa [Електронний ресурс] // Główny Urząd Statystyczny. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: https://stat.gov.pl/download/gfx/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5515/6/14/1/rocznik_statystyczny_rolnictwa_2020.pdf.
64. Ukraine: Urbanization from 2008 to 2018 [Електронний ресурс] // Statista – Режим доступу до ресурсу: <https://www.statista.com/statistics/455947/urbanization-in-ukraine/>.
65. Poland: Urbanization from 2010 to 2020 [Електронний ресурс] // Statista. – 2022. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.statista.com/statistics/455911/urbanization-in-poland/>.
66. Політика щодо інвестування у сільське господарство: україна [Електронний ресурс] // OECD. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.oecd.org/eurasia/competitiveness-programme/eastern-partners/Agricultural_Investment_Policies_Ukraine_UKR.pdf.
67. Nowak M. Chronmy ziemię uprawną przed degradacją [Електронний ресурс] / M. Nowak // Agronews. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://agronews.com.pl/artykul/chronmy-ziemie-uprawna-przed-degradacja/>.
68. Коробських і. О. Кліматичні зміни та сільське господарство [Електронний ресурс] / І. О. Коробських // ДУ НМЦ «Агроосвіта». – 2019. – Режим доступу до ресурсу: http://www.ksau.kherson.ua/files/kaf_budmeh/Malinka%20tezu%202019.pdf.
69. Uprawa zbóż [Електронний ресурс] // Dolnośląski Ośrodek Doradztwa Rolniczego. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.dodr.pl/userfiles/contents/publikacje/126/uprawazboz.pdf>.
70. Нематеріальна культурна спадщина як сучасний туристичний ресурс: досвід, практики, інновації : тези доповідей II Міжнар. Наук.-практ. Конф.- фестиваль,

- Київ, 25–26 жовт., 2018 р. [Електронний ресурс] / М-во освіти і науки України, М-во культури України, Київ. Нац. Ун-т культури і мистецтв, Київ. Ун-т культури, Ф-т гот.-ресторан. І турист. Бізнесу. – Київ : Вид. Центр кнукім, 2018. – 390 с. – Режим доступу до ресурсу: http://lib.knukim.edu.ua/wp-content/uploads/2019/03/nematerialna-kulturna-spadshchyna_tezy-dopovidey.pdf
71. Paweł Pawłowski. Widmo rewolucji kraży po polu [Електронний ресурс] / Paweł Pawłowski // Ośrodek Analiz Cegielskiego. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://rolnictwo.osrodekanaliz.pl/widmo-rewolucji-krazy-po-polu/>.
72. Виговська Т. В. Безпека поводження з пестицидами та агрохімікатами на Хмельниччині [Електронний ресурс] / Т. В. Виговська // Університетські наукові записки, №1(53), с.388-398. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Unzap_2015_1_41.pdf.
73. Organizacje i ruchy ekologiczne w Polsce [Електронний ресурс] // Instytut Rozwoju Myśli Ekologicznej – Режим доступу до ресурсу: <https://irme.pl/wiedza/organizacje-ekologiczne/>
74. Показники діяльності великих, середніх, малих та мікропідприємств [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
75. Інвестиційна аналітика. Найбільші агрохолдинги і агрокомпанії України [Електронний ресурс] // inventure. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <https://inventure.com.ua/analytics/articles/krupnejshie-agroholdingi-i-agrokompanii-ukrainy>
76. Офіційний сайт 'Gobarto SA' [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://gobarto.pl/o-nas/o-grupie-gobarto>
77. Офіційний сайт 'Нібулон' [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nibulon.com/>.
78. Офіційний сайт 'Кернел' [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.kernel.ua/ua/>.
79. Офіційний сайт 'Укрлендфармінг' [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ulf.com.ua/ua/press-centre/news/?Year=2019>.

80. Landlord: рейтинг репутації і фінансової надійності [Електронний ресурс] // Нокс Фішес. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: http://noksfishes.info/landing/top_agro_25.html.
81. 50 найбільш інноваційних компаній України за підсумками 2019 року Джерело: Agravery.com [Електронний ресурс] // Delo.ua. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://agravery.com/uk/posts/show/top-5-najbils-innovacijnih-agrokompanij-ukraini>.
82. Sustainable ukraine 2019 [Електронний ресурс] // Premier Business Consulting & Communications. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://sustainableukraine.com/ua/index.html#block-8>.
83. «Укрлендфармінг» вчергове сертифікований як дружній до оточуючого середовища виробник [Електронний ресурс] // PLC `Ukrlandfarming`. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: https://www.ulf.com.ua/ua/press-centre/news/22101903/#from_page1.
84. «Нібулон» – лідер на зовнішніх ринках [Електронний ресурс] // Офіційний сайт 'Нібулон'. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <https://nibulon.com/news/novini-kompanii/nibulon-lider-na-zovnishnix-rinkax.html>.
85. Business etiquette in Poland [Електронний ресурс] // Passport to Trade 2.0. – Режим доступу до ресурсу: <https://businessculture.org/eastern-europe/poland/business-etiquette/>
86. The 6-D dimentions [Електронний ресурс] // Hofstede Insights – Режим доступу до ресурсу: <https://www.hofstede-insights.com/>
87. Пилипенко А. Н. Украинская ментальность в координатах исследовательской программы Г. Хофстеда [Електронний ресурс] / А. Н. Пилипенко, Н. И. Литвиненко // Економічний вісник, №2. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: https://ev.nmu.org.ua/docs/2015/2/EV20152_009-019.pdf.
88. Kuźmińska-Haberla A. Poland and China in the light of Hofstede cultural dimensions [Електронний ресурс] / Aleksandra Kuźmińska-Haberla // The 11 th International Days of Statistics and Economics, Prague, September 14-16, 2017. –

2017. – Режим доступу до ресурсу: https://msed.vse.cz/msed_2017/article/260-Kuzminska-Haberla-Aleksandra-paper.pdf.

89. Cultural Dimensions of Malay Cultures: Performance of IT Professionals [Електронний ресурс] / Juhaida Ismail, Famie Izudin Abdullah, Nurulhuda Noordin та ін.] // Blue Eyes Intelligence Engineering & Sciences Publication. – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ijrte.org/wp-content/uploads/papers/v8i2S2/B10040782S219.pdf>.

90. Ліфінцев Д. Крос-культурні комунікації в українсько-китайських ділових відносинах [Електронний ресурс] / Ліфінцев Д. // "Україна-Китай", №18(4). – 2019. – Режим доступу до ресурсу: <https://sinologist.com.ua/lifintsev-d-kros-kulturni-komunikatsiyi-v-ukrayinsko-kytajskyh-dilovyh-vidnosynah/>

91. Fanggy T. Sumaco. The consequence of Malaysian national culture values on hotel branding [Електронний ресурс] / Fanggy T. Sumaco, Brian Charles Imrie, Kashif Hussain // / Procedia - Social and Behavioral Sciences 144. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814042050/pdf?md5=7dfea0b185e55f9d89a73c03699a823b&pid=1-s2.0-S1877042814042050-main.pdf>

92. Нибулон инвестирует \$22 млн. В зерновой терминал в Днепропетровской области [Електронний ресурс] // inventure. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://inventure.com.ua/news/ukraine/nibulon-investiruet-dollar22-mln.-v-zernovoj-terminal-v-dnepropetrovskoj-oblasti-37>.

93. Облікова ставка Національного банку [Електронний ресурс] // НБУ. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/stages/archive-rish>.

94. Облігації. Компанії [Електронний ресурс] // Dragon Capital. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://dragon-capital.com/ua/what-we-do/research/companies/>.

95. Єврооблігації. Україна [Електронний ресурс] // cbonds. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <http://cbonds.ua/emissions/issue/287933>.

96. Про компанію 'Dragon Capital' [Електронний ресурс] // Dragon Capital. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://dragon-capital.com/ua/about/profile/>.

97. Про АТ "ІНГ Банк Україна" [Електронний ресурс] // ING Bank. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ingbankukraine.com/ua/home>.
98. Фінансова діяльність [Електронний ресурс] // ТОВ СП Нібулон. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nibulon.com/data/investiciina-diyalnist/dlya-investoriv/finansova-diyalnist.html>.
99. Rating Definitions [Електронний ресурс] // fitchratings. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#rating-scales>.
100. Іванова Н. С. Оцінка рейтингу видів економічної діяльності методом таксономічного аналізу [Електронний ресурс] / Н. С. Іванова // Ефективна економіка № 12. – 2016. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?Op=1&z=5324>.
101. List of exporters for the selected product. Product: 10 Cereals [Електронний ресурс] // ІТС Portal. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: https://www.trademap.org/tradestat/Country_selproduct_TS.aspx?Nvpm=1%7c%7c%7c%7c%7c10%7c%7c%7c2%7c1%7c1%7c2%7c2%7c1%7c2%7c1%7c.
102. Кодекс України з процедур банкрутства [Електронний ресурс] // Відомості Верховної Ради (ВВР), 2019, № 19, ст.74 – Режим доступу до ресурсу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2597-19>.
103. CPI. Country data [Електронний ресурс] // Transparency International. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.transparency.org/en/countries/afghanistan?Redirected=1>.
104. Офіційний сайт 'Миронівський хлібопродукт' [Електронний ресурс]. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.mhp.com.ua/uk/operations/grain>.
105. Офіційний сайт 'Агротон'. Ключові дані про фінансову діяльність [Електронний ресурс]. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.agroton.com.ua/ru/key.htm>.
106. Офіційний сайт 'agrogeneration'. Financial Reports [Електронний ресурс]. – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://agrogeneration.com/ua/reports/2018>.

107. Як змінився ринок праці в Агрогалузі за час карантину [Електронний ресурс] // ТОВ «Робота Інтернешнл». – 2020. – Режим доступу до ресурсу: <https://analytics.robota.ua/agro/>.
108. Старостіна А.О. Маркетингові дослідження національних і міжнародних ринків: Підручник.- К.: «Лазаріт- Поліграф», 2012.-480 с.
109. 7 сходинок підготовки успішної дисертації. Монографія/ Старостіна А.О., Кра-вченко В.А., Нагачевська Т.В./ За заг. ред. проф. Старостіної А.О. 2-ге вид., пе-рероб. і доп.-К.: «Інтерсервіс», 2019.-307 с.
110. Маркетинг: термінологічний словник / Старостіна А.О., Кочкіна Н. Ю., Журіло В.В. та ін. /Зв заг. ред. проф. Старостіної А.О. –К.: « НВП «Інтерсервіс», 2017.-154 с.
111. Starostina, A., Sitnicki, M. W., Petrovsky, M., Kravchenko, V., & Pimenova, O. (2021). Marketing research in a transition economy of the turbulent world. Amazonia Investiga, 10(46), 51-70. <https://doi.org/10.34069/AI/2021.46.10.5>

Додаток А

Фінансові показники діяльності найбільших українських агрохолдингів у
2013-2014 роках

Назва холдингу	Чисті зобов'язання, тис. дол. США	ЕВІТДА, тис. дол. США	Чисті зобов'язання/ЕВІТДА
Кернел	803594	154537	5,2
Астарта-Київ	319 794	112504	2,8425
МХП	1112000	424427	2,62
Авангард	141648	60940	2,3244
KSG Agro	75085	-14441	-

Джерело: складено автором за даними [28]

Додаток Б

Потенційні ринки експорту зернової продукції українських виробників

Назва культури	Ринок	Обсяги невикористаного потенціалу, млн. дол. США
Пшениця	Туреччина	196,0
	Індонезія	128,6
	Бангладеш	148,8
	Алжир	179,8
	Філіппіни	41,7
Ячмінь	Китай	53,4
	Йорданія	54,0
	Туреччина	27,9
	Туніс	29,9
	Румунія	17,6
Насіння соняшнику	Індія	958,7
	Туреччина	381,5
	Єгипет	302,0
	Китай	149,3
	Іспанія	121,3
Соя	Китай	308,7
	Індонезія	18,8
	Угорщина	13,9
	Бангладеш	8,7
	Таїланд	7,1
Сорго	Китай	9,9
	Кенія	1,1
	Болгарія	0,2
	Румунія	0,2
Жито	Німеччина	0,6
	США	0,2
	Нідерланди	0,1

Джерело: складено автором за даними [46]

Додаток В

Зведені підсумкові таблиці ринкових загроз Польщі та України

Зведена підсумкова таблиця ринкових загроз Польщі

№	Фактор	Експертна оцінка значущості фактору з урахуванням вагового коефіцієнту	Варіант вирішення проблеми	Фактор попиту чи пропозиції
1.	Політична стабільність та рівень корупції у країні	$8 \cdot 0,23 = 1,84$	Здійснювати постійний моніторинг, розгляд змін та реформ, які впроваджує уряд та профільні міністерства, адаптовувати умови діяльності до змін	Пропозиція/Попит
2.	Митна політика	$8 \cdot 0,23 = 1,84$	Компаніям варто враховувати даний фактор при обранні цінової стратегії та політики на іноземному ринку, здійснювати експорт в межах відкритої квоти	Пропозиція/Попит
3.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур	$7 \cdot 0,41 = 2,87$	Пошук вільних ринкових ніш для задоволення наявного непокритого попиту. Налагодження каналів постачання даної продукції	Попит
4.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)	$6 \cdot 0,41 = 2,46$	Зміна продуктових стратегій компаній, пошук та заповнення вільних ніш на іноземних ринках, підвищення показників експортної дохідності	Попит
5.	Висока залежність агропромислових компаній від постачання імпортних мінеральних	$8 \cdot 0,41 = 3,28$	Пошук національних субститутів імпортних товарів, постійний	Пропозиція

	добрив, насіння, засобів захисту рослин		моніторинг цін на імпорту продукцію, здійснювати закупівлі під час сезонного зниження попиту на дані товари	
6.	Рівень боргового навантаження в аграрно-промислових комплексах	$9*0,41=3,69$	Здійснити реструктуризацію, оптимізувати процес фінансових витрат	Попит/Пропозиція
7.	Спрощення процесу ведення бізнесу	$9*0,41=3,69$	Випуск фінансових інструментів для залучення іноземного капіталу	Попит
8.	Інноваційний клімат країни	$7*0,09=0,63$	Здійснювати фінансування розробки інноваційних технологій у межах окремих агрокорпорацій	Попит
9.	Кількість кваліфікованих кадрів у агросекторі	$5*0,09=0,45$	Формування навчальних програм та курсів для працівників компанії на постійній основі	Попит/Пропозиція
10.	Рівень урбанізації населення	$5*0,09=0,45$	Компанії можуть збільшувати обсяги виробництва для задоволення зростаючого попиту населення у харчових продуктах у містах	Пропозиція/Попит
11.	Проблема виснаження сільськогосподарських ґрунтів	$4*0,09=0,36$	Підвищення ефективності використання наявних земель, збереження рівня їх родючості	Пропозиція
12.	Підтримка екологічного руху суспільством	$8*0,09=0,72$	Скорочення використання компаніями небезпечних хімічних речовин, використання екологічних технологій	Пропозиція
	Сума	22,28		

Джерело: складено автором

Зведена підсумкова таблиця ринкових загроз України

№	Фактор	Експертна оцінка значущості фактору з урахуванням вагового коефіцієнту	Варіант вирішення проблеми	Фактор попиту чи пропозиції
1.	Політична стабільність та рівень корупції у країні	$3 * 0,23 = 0,69$	Здійснювати постійний моніторинг, розгляд змін та реформ, які впроваджує уряд та профільні міністерства, адаптовувати умови діяльності до змін	Пропозиція/Попит
2.	Митна політика	$8 * 0,23 = 1,84$	Компаніям варто враховувати даний фактор при обранні цінової стратегії та політики на іноземному ринку, здійснювати експорт в межах відкритої квоти	Пропозиція/Попит
3.	Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС	$6 * 0,23 = 1,38$	Сформувати підрозділ в організаційній структурі компаній, який відповідає за дотримання визначених правил у процесах збуту та реєстрації до країни ЄС, впровадити у межах продуктової політики компанії контроль за дотриманням визначених стандартів, зібрати пакет документів, необхідних для отримання ліцензії та експорту продукції у рамках політики збуту компанії	Пропозиція
4.	Рівень стабільності валютного курсу	$5 * 0,41 = 2,05$	Формування цінової політики із	Пропозиція

	національної грошової одиниці		врахуванням валютних ризиків	
5.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур	$9*0,41=3,69$	Пошук вільних ринкових ніш для задоволення наявного непокритого попиту. Налагодження каналів постачання даної продукції	Попит
6.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)	$9*0,41=3,69$	Зміна продуктових стратегій компаній, пошук та заповнення вільних ніш на іноземних ринках, підвищення показників експортної дохідності	Попит
7.	Висока залежність агропромислових компаній від постачання імпортних мінеральних добрив, насіння, засобів захисту рослин	$6*0,41=2,46$	Пошук національних субститутів імпортних товарів, постійний моніторинг цін на імпортну продукцію, здійснювати закупівлі під час сезонного зниження попиту на дані товари	Пропозиція
8.	Рівень боргового навантаження в аграрно-промислових комплексах	$9*0,41=3,69$	Здійснити реструктуризацію, оптимізувати процес фінансових витрат	Попит/Пропозиція
9.	Рівень національної конкурентоспроможності	$6*0,41=2,46$	Формувати відсоткові платежі за випущеними цінними паперами із врахуванням країнового ризику	Попит
10.	Інноваційний клімат країни	$6*0,09=0,54$	Здійснювати фінансування розробки інноваційних технологій у межах окремих агрокорпорацій	Попит
11.	Кількість кваліфікованих кадрів у агросекторі	$5*0,09=0,45$	Формування навчальних програм	Попит/Пропозиція

			та курсів для працівників компанії на постійній основі	
12.	Рівень урбанізації населення	$5*0,09=0,45$	Компанії можуть збільшувати обсяги виробництва для задоволення зростаючого попиту населення у харчових продуктах у містах	Пропозиція/Попит
13.	Проблема виснаження сільськогосподарських ґрунтів	$6*0,09=0,54$	Підвищення ефективності використання наявних земель, збереження рівня їх родючості	Пропозиція
14.	Підтримка екологічного руху суспільством	$8*0,09=0,72$	Скорочення використання компаніями небезпечних хімічних речовин, використання екологічних технологій	Пропозиція
	Сума	24,65		

Джерело: складено автором

Додаток Г

Зведені підсумкові таблиці ринкових можливостей Польщі та України

Зведена підсумкова таблиця ринкових можливостей Польщі

№	Фактор	Експертна оцінка значущості фактору з урахуванням вагового коефіцієнту	Варіант реалізація можливості	Фактор попиту чи пропозиції
1.	Розробка проектів стимулювання залучення іноземних інвестицій	$9 \cdot 0,23 = 2,07$	Формувати та пропонувати інвестиційні проекти, які б забезпечували пільгові умови інвестування для іноземних інвесторів відповідно до розроблених урядових пропозицій	Попит
2.	Лібералізація валютного законодавства	$7 \cdot 0,23 = 1,61$	Сформувати найбільш вигідні механізми розподілу та управління валютною виручкою	Попит
3.	Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС	$9 \cdot 0,23 = 2,07$	Сформувати підрозділ в організаційній структурі компаній, який відповідає за дотримання визначених правил у процесах збуту та реєстрації до країни ЄС, впровадити у межах продуктової політики компанії контроль за дотриманням визначених стандартів	Пропозиція

4.	Митна політика	$8*0,23=1,84$	Компаніям варто враховувати даний фактор при обранні цінової стратегії та політики на іноземному ринку, здійснювати експорт в межах відкритої квоти	Попит/Пропозиція
5.	Рівень стабільності валютного курсу національної грошової одиниці	$10*0,41=4,1$	Формування цінової політики із врахуванням	Пропозиція
6.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур	$7*0,41=2,87$	Налагодження каналів постачання даної продукції	Попит
7.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)	$6*0,41=2,46$	Зміна продуктивних стратегій компаній, пошук та заповнення вільних ніш на іноземних ринках, підвищення показників експортної дохідності	Попит
8.	Зменшення кількості агрохолдингів на ринку країни	$6*0,41=2,46$	Реалізація інвестиційних проектів шляхом залучення іноземного капіталу	Пропозиція
9.	Рівень національної конкурентоспроможності	$8*0,41=3,28$	Формувати відсоткові платежі за випущеними цінними паперами із врахуванням країнового ризику	Попит
10.	Показники інвестиційного клімату в країні	$8*0,41=3,28$	Формування програм, спрямованих на залучення іноземного капіталу	Попит
11.	Кількість зайнятих у сільському господарстві	$6*0,09=0,54$	Забезпечення працівників місцем проживання та іншими	Пропозиція

			сприятливими пільгами та комфортними умовами праці	
12.	Рівень урбанізації населення	$5*0,09=0,45$	Компанії можуть збільшувати обсяги виробництва для задоволення зростаючого попиту населення у харчових продуктах у містах	Пропозиція/Попит
13.	Сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернової продукції	$6*0,09=0,54$	Вирощування тих видів зернових, які користуються попитом на іноземних ринках	Пропозиція/Попит
14.	Наявність хліборобських традицій у населення	$5*0,09=0,45$	Формування та спонсорство тематичних святкувань сезонних робіт збору урожаю, просування продукції на даних заходах	Пропозиція
	Сума	28,02		

Джерело: складено автором

Зведена підсумкова таблиця ринкових можливостей України

№	Фактор	Експертна оцінка значущості фактору з урахуванням вагового коефіцієнту	Варіант реалізація можливості	Фактор попиту чи пропозиції
1.	Розробка проектів стимулювання залучення іноземних інвестицій	$5*0,23=1,15$	Формувати та пропонувати інвестиційні проекти, які б забезпечували пільгові умови інвестування для іноземних інвесторів відповідно до розроблених урядових пропозицій	Попит
2.	Лібералізація валютного законодавства	$5*0,23=1,15$	Сформувати найбільш вигідні механізми розподілу та	Попит

			управління валютною виручкою	
3.	Регуляторні обмеження експорту агропромислової продукції до ЄС	$6*0,23=1,38$	Сформувати підрозділ в організаційній структурі компаній, який відповідає за дотримання визначених правил у процесах збуту та реєстрації до країни ЄС, впровадити у межах продуктової політики компанії контроль за дотриманням визначених стандартів	Пропозиція
4.	Митна політика	$7*0,23=1,61$	Компаніям варто враховувати даний фактор при обранні цінової стратегії та політики на іноземному ринку, здійснювати експорт в межах відкритої квоти	Попит/Пропозиція
5.	Динаміка обсягів експорту та імпорту зернових культур	$9*0,41=3,69$	Налагодження каналів постачання даної продукції	Попит
6.	Наявність попиту іноземних споживачів щодо окремих видів агропромислової продукції (експортний потенціал виробників)	$9*0,41=3,69$	Зміна продуктивних стратегій компаній, пошук та заповнення вільних ніш на іноземних ринках, підвищення показників експортної дохідності	Попит
7.	Зменшення кількості агрохолдингів на ринку країни	$6*0,41=2,46$	Реалізація інвестиційних проєктів шляхом залучення іноземного капіталу	Пропозиція
8.	Спрощення процесу ведення бізнесу	$7*0,41=2,87$	Випуск фінансових інструментів для залучення іноземного капіталу	Попит
9.	Показники інвестиційного клімату в країні	$5*0,41=2,05$	Формування програм, спрямованих на залучення іноземного капіталу	Попит
10.	Кількість зайнятих у сільському господарстві	$7*0,09=0,63$	Забезпечення працівників місцем проживання та іншими	Пропозиція

			сприятливими пільгами та комфортними умовами праці	
11.	Рівень урбанізації населення	$5 * 0,09 = 0,45$	Компанії можуть збільшувати обсяги виробництва для задоволення зростаючого попиту населення у харчових продуктах у містах	Пропозиція/Попит
12.	Сприятливі ґрунтово-кліматичні умови для вирощування зернової продукції	$6 * 0,09 = 0,54$	Вирощування тих видів зернових, які користуються попитом на іноземних ринках	Пропозиція/Попит
13.	Наявність хліборобських традицій у населення	$5 * 0,09 = 0,45$	Формування та спонсорство тематичних святкувань сезонних робіт збору урожаю, просування продукції на даних заходах	Пропозиція
	Сума	22,12		

Джерело: складено автором

Додаток Д

Рейтинг інвестиційної привабливості країн-найбільших експортерів зерна
на світовому ринку

Позиція у рейтингу	Країна	Значення таксономічного показника
1.	США	0,80
2.	Австралія	0,68
3.	Канада	0,67
4.	Франція	0,64
5.	Великобританія	0,64
6.	Німеччина	0,62
7.	Нідерланди	0,60
8.	Литва	0,57
9.	Таїланд	0,55
10.	Польща	0,55
11.	Угорщина	0,54
12.	Румунія	0,53
13.	Болгарія	0,52
14.	Казахстан	0,51
15.	Росія	0,51
16.	Індія	0,49
17.	Китай	0,45
18.	Італія	0,43
19.	Україна	0,43
20.	В'єтнам	0,38
21.	Мексика	0,36
22.	Бразилія	0,36
23.	Аргентина	0,35
24.	Пакистан	0,32
25.	М'янма	0,16

Джерело: складено автором