

*В.Г. АНДРІЙЧУК, доктор економічних наук, професор, академік НААН
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана*

Агропромислові формування нового типу в контексті стратегії розвитку вітчизняного сільського господарства

Постановка проблеми. Перш ніж приступити до викладу сутності означеної у назві статті проблеми, вважаємо за необхідне зупинитися на розкритті економічного змісту дефініцій, що стосуються сучасного етапу розвитку інтеграційних процесів та ресурсної й економічної концентрації у вітчизняному агропродуктовому комплексі.

У результаті капіталізації сільського господарства за домінуючим напрямом вливання капіталу в галузь з інших сфер економіки виникли господарські формування нового типу, які зовсім не були притаманні вітчизняній практиці агропромислової інтеграції до 2000 року. В науковій літературі, управлінських і бізнесових колах такі формування називають по-різному: агрохолдинги, агропромислові формування, агрокомпанії, агропромислові компанії, вертикально-інтегровані структури тощо. Закономірно виникає запитання: які з цих дефініцій найбільше відповідають організаційно-економічній природі цих господарських формувань?

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Як показав аналіз багатьох наукових праць, наприклад, О. Глущенко [3], І. Гошовського [4], А. Данкевича [5], В. Заяця [6], І. Кравчук [7], І. Чернявської [11], найбільш уживаною є дефініція «агрохолдинги», яка перейшла до нас із російської аграрно-економічної літератури [8,9]. Але чи правомірно використовувати цю дефініцію

стосовно українських реалій за дотримання наукового підходу до її тлумачення? Щоб дати відповідь на це запитання, звернемося до Закону України «Про холдингові компанії в Україні». В ньому поняття холдингової компанії трактується як відкрите акціонерне товариство, яке володіє, користується, а також розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств¹. Отже, щоб називатися агрохолдингом, необхідно, щоб аграрне підприємство було акціонерним товариством і володіло контрольними пакетами акцій (часток, паїв) не менше ніж двох інших аграрних корпоративних підприємств. У реальній вітчизняній практиці така організаційно-правова форма господарювання якщо й існує, то дуже рідко.

Абсолютна ж більшість холдингів в агропродуктовому комплексі створені й функціонують на інших засадах: а) коли материнською компанією в них є переробне підприємство, а дочірними – два або більше аграрних підприємств; б) як складний конгломерат, в якому управлінській холдинговій компанії підпорядковані на засадах дочірних певна кількість переробних підприємств, нерідко різнопрофільних, та чимало аграрних підприємств. Такі господарські формування за цими обома варіантами є підстави

¹ Холдинговий корпоративний пакет акцій (часток, паїв) із згідно законом – це пакет акцій (часток, паїв) корпоративного підприємства, який перевищує 50%, чи становить величину, що забезпечує право вирішального впливу на господарську діяльність корпоративного підприємства.

називати *агропромисловими холдингами*, але аж ніяк агрохолдингами. Більше того, якщо звернутися до попереднього прикладу щодо трактування агрохолдингу, то в разі, коли акціонерне аграрне товариство володітиме контрольним пакетом акцій і переробних підприємств, то таке господарське формування є підстави також називати агропромисловим холдингом.

У процесі капіталізації виникли й інтегровані господарські формування у формі цілісних підприємств, в яких переробне підприємство з метою самозабезпечення сировиною створює аграрну сферу на засадах відокремлених підрозділів, а в гіршому випадку – структурних підрозділів. Такі господарські структури також називають агрохолдингами (у російській практиці також), хоча жодних підстав для цього немає.

Незважаючи на істотні відмінності в способах виникнення розглянутих господарських формувань, все ж їм усім притаманна одна надзвичайно важлива спільна риса – вони є формою вияву вертикальної агропромислової інтеграції, за якої дві або більше стадій виробництва єдиного технологічного ланцюга зосереджені на такому формуванні на засадах спільної власності. Саме з таких позицій трактують вертикальну інтеграцію зарубіжні вчені [12]. Крім того, такі господарські формування, як уже зазначалося, є породженням капіталізації сільського господарства за напрямом вливання капіталу в цю галузь з інших сфер економіки. Тому вважаємо, що найбільш прийнятною узагальненою назвою (дефініцією) для них може бути «агропромислові формування» (АПФ). Отже, коли йдеться про АПФ, то мається на увазі, що це такі агропромислові структури, які виникли в процесі капіталізації сільського господарства і представлені агропромисловими холдингами та агропромисловими формуваннями у формі цілісних підприємств. Разом із тим потрібно також брати до уваги, що в Україні у процесі саморозвитку чимало аграрних підприємств трансформувалися у великі агропромислові підприємства, що обробляють значні площі землі й створили багатопрофільне переробне виробництво (наприклад, агропромислова корпорація «Зоря» Рівненської, агрофірма

«Відродження» Дніпропетровської області). Зрозуміло, що такі підприємства ніякого відношення до агрохолдингів не мають.

Крім того, на даному етапі функціонує чимало великих переробних підприємств, що зберегли повну господарську самостійність, не ставши «дочками» потужних холдингів. У зв'язку з цим виникає потреба у використанні такого поняття, яке було б узагальненим для всіх розглянутих господарських формувань: холдингів, АПФ як цілісних підприємств, великих агропромислових підприємств і великих самостійних переробних підприємств. Такою узагальненою для них дефініцією може стати «агропромислові компанії».

У довідковій літературі поняття «компанія» в основному трактується, як корпоративне підприємство, об'єднання підприємств. У вітчизняній та світовій практиці поняття компанії асоціюється з великими масштабами виробництва певних організаційних форм господарювання. Спираючись на чинну законодавчу норму щодо розмірів підприємництва (дрібних, малих, середніх і великих підприємств), вважаємо, що компанією для сучасних реалій вітчизняного агропродуктового комплексу є підстави вважати суб'єкта господарювання з річним обсягом продажу не менше 100 млн грн.

У нашому дослідженні акцент в основному зроблено на АПФ, які водночас репрезентують собою й агропромислові холдинги, і агропромислові компанії, оскільки мають великі масштаби діяльності та інтегроване агропромислове виробництво. Тому далі при викладі тексту статті використовуватимемо ці дефініції як синоніми.

Метою статті, крім аналізу дефініцій, що пов'язані з агропромисловою інтеграцією, є з'ясування сучасної моделі розвитку вітчизняного сільського господарства, визначення місця агропромислових формувань нового типу в його організаційно-правовій будові та оцінювання напрямів залучення ними фінансових ресурсів із метою подальшої капіталізації галузі.

Виклад основних результатів дослідження. Світова економіка нині все ще знаходиться в зоні турбулентності, й нині питання кризи, що розгорнулася у 2008 році,

перейшло у свою нову загрозливу фазу – від проблеми банкрутства окремих великих компаній до межі банкрутства окремих держав. У цій ситуації глибина кризи в Україні не стала надто обвальною (з огляду на надмірну залежність економіки держави від кон'юнктури світового ринку) значною мірою завдяки аграрному сектору, який став єдиною сферою, де не відбулося спаду виробництва і який перетворився у вагоме бюджетоутворювальне джерело, чого раніше не спостерігалось.

Ця надзвичайно важлива обставина вимагає аналізу на найвищому щаблі організації агропромислового виробництва. Йдеться про те, що до цих пір ні наука, ні законодавчий орган, ні державні управлінські структури не дали чіткої відповіді на ключове стратегічне питання: яку модель розвитку сільського господарства ми будемо і якою вона має бути в перспективі. В принципі на світоглядному рівні узагальнення можна виділити дві таких моделі: країн ЄС, США і Канади та Латинської Америки¹.

Євроамериканська модель будується на масштабній підтримці фермерів, а також підтримці розвитку сільського укладу, протекціонізму внутрішнього ринку (внутрішніх виробників) через високі імпортні мита й складнощі технічного характеру входження на внутрішній ринок іноземних товарів, домінуванні невеликих за розміром ферм, насамперед в Європі, забезпеченні альтернативної зайнятості сільського населення тощо (наприклад, жорстке регулювання вирощування ГМО-культур і купівлі землі іноземцями).

У латинській Америці державна підтримка аграріїв значно менша, інколи відсутня взагалі, істотно менші обмеження на вирощування ГМО-культур і на продаж землі іноземцям, домінують великі корпорації, значно більші середні розміри ферм. Наприклад, у Бразилії, яка за окремими важливими параметрами розвитку сільського господарства має чимало спільного з Україною, середнє за величиною фермерське господарство обробляє 1,5 тис. га землі. Водночас тут функціонує багато корпоративних стру-

ктур із площею до 50 тис. га. Як бачимо, регуляторні важелі розвитку сільського господарства в Латинській Америці істотно відрізняються від євро-американських на фоні кардинальних відмінностей у розмірах землекористування окремих суб'єктів господарювання в аграрному виробництві.

Україна стала будувати свою аграрну політику на засадах європейського вибору, але для його реалізації не було й немає нині достатніх ресурсів для підтримки сільськогосподарських товаровиробників. Крім того, не вдалося поки що побудувати ефективну протекціоністську політику захисту внутрішнього ринку – ні тарифну, ні технічну, залишається серйозним бар'єром низька ємність внутрішнього ринку через надто обмежену платоспроможність населення. Україна робить спроби запроваджувати не лише на тимчасовій основі експорті мита, що характерно для латино-американської моделі, зокрема Аргентини.

Істотною особливістю розвитку вітчизняного сільського господарства є те, що поряд із дрібними суб'єктами господарювання на селі (особисті селянські господарства з приєднаними земельними паями, чимало фермерських господарств, що не орендують великих масивів земель) функціонує багато середніх і великих аграрних підприємств та агропромислових вертикально інтегрованих структур – агропромислових формувань нового типу – з величезними площами землі в обробітку. Зокрема, функціонує 1633 аграрних підприємств, що мають 3 тис. га і більше, а також 83 АПФ з площею 20 та більше тисяч гектарів сільськогосподарських угідь. Причому загалом станом на 2012 рік вони орендували, за спостереженнями окремих науковців, до 6,5 млн га. Зазначимо зразу, що згадані вертикально інтегровані агропромислові формування послідовно й інтенсивно нарощують свій «земельний банк». За даними УКАБ у період з липня 2010 року по липень 2011 року зазначені формування збільшили площу орендованих земель на 1 млн га. За неповними даними у 2012 році їхній «земельний банк» в очікуванні ринку землі зріс ще на 1 млн га і становить нині, як уже зазначалося, 6,5 млн га.

¹ Не беручи до уваги китайську модель, яка має свою неповторну специфіку.

Таким чином, є підстави стверджувати, що Україна розвиває не євро-американську і не суто латино-американську модель, а своєрідну власну комбіновану модель розвитку сільського господарства, для якої характерні як окремі риси двох зазначених вище моделей, так і власні істотні особливості. При цьому зауважимо, хоча сучасна й перспективна стратегія розвитку сільського господарства європейських країн будується на розвиткові фермерських господарств сімейного та родинного типу, все ж і в цих країнах стали виникати великомасштабні компанії. Прикладом може бути кооператив «Торгови Штепанов» у Чехії, який за повідомленням Ю. Губені в роки економічної кризи трансформувався у холдинг із корпоративними відносинами. Про його розмір та ефективність діяльності показують такі дані: холдинг утримує 3,5 тис. корів із річним надоем молока 10 тис. л, середньодобові прирости великої рогатої худоби і свиней становлять відповідно 980 і 900 г, урожайність пшениці сягає 65 ц/га, кукурудзи – 80 ц/га. Гній і гноївка утилізуються для виробництва біогазу, створений та швидко розвивається висоприбутковий бізнес – сучасна високотехнологічна ферма з вирощування кролів.

Тепер постає надзвичайно важливе питання: яким шляхом розвиватиметься вітчизняне сільське господарство в майбутньому з позиції того місця в його організаційно-правовій будові, яке займатимуть великі агропромислові формування з урахуванням того факту, що багато з них уже нині обробляють 200 тис. га і більше орендованих земель (станом на 2012 р. таких АПФ уже було вісім), у тому числі «Укрлендфамінг» обробляв 532 тис. га і є найбільшою агропромисловою компанією в Україні.

Щоб дати відповідь на це не просте питання, наголосимо, що сучасна організаційно-правова будова сільського господарства виникла в результаті проведення аграрної реформи в Україні протягом останніх понад 20 років. Є підстави виокремити два етапи в становленні такої будови: революційний, що охоплює 1991–2001 роки, та еволюційний із 2002 року по нинішній період. На першому з них відбулася докорінна зміна організаційно-правових форм господарювання на селі:

колгоспи й радгоспи в результаті паювання майна, а потім і землі були перетворені в колективні сільськогосподарські підприємства (КСП), а останні згідно з відомим Указом Президента в грудні 1999 року – в аграрні підприємства ринкового типу. Ці підприємства зіткнулися з великими економічними труднощами, насамперед із гострою нестачею оборотного капіталу. Адже абсолютна більшість КСП на момент реформування були збитковими. Тому створені агропідприємства ринкового типу, як правило, не мали достатніх власних засобів для саморозвитку і водночас не могли скористатися кредитами банків через високі відсоткові ставки й недостатність застави.

У таких умовах, що склалися в сільському господарстві впродовж революційного етапу, коли багато сільськогосподарських товаровиробників крім розвалені фінансової системи мали вкрай зношений основний капітал, великі борги та повну неспроможність самостійно подолати системну кризу за надмірного відсторонення держави від ефективного регулювання доходів аграрного сектора, вливання капіталу в аграрне виробництво з неаграрної сфери і створення вертикально інтегрованих агропромислових формувань стало об'єктивною необхідністю. По суті, вони ставали своєрідними «точками росту» аграрної економіки, бо саме їм нерідко вдається освоїти покинуті землі (наприклад, компанія Ю. Карасика, Макарівський район), до певної міри оздоровити депресивні аграрні території, підвищити технічний рівень аграрного виробництва, запровадити досконаліший менеджмент, частково створити нові робочі місця, відвести загрозу банкрутства, що завжди супроводжується негативними соціальними наслідками. Тому приплив капіталу із зовнішніх джерел відігравав і продовжує відігравати в більшості випадків позитивну роль у розвитку сільського господарства. Інша справа, що таке вливання капіталу в сільське господарство та створення великих агропромислових формувань несе в собі не лише позитивний заряд, а й певні серйозні загрози. Тому цей процес повинен бути економічно врегульованим і відповідним чином контрольованим.

Детально з цим питанням можна ознайомитися в працях автора [1,2].

З 2001 року розпочався еволюційний етап розвитку сільського господарства та, зокрема, його організаційно-правової будови, який триває й донині. В цей період державою не було прийнято жодного правового акта, який би торкався трансформації організаційно-правових форм господарювання на селі. Тому є всі підстави стверджувати, що інтегровані агропромислові формування з величезними площами орендованих земель виникли абсолютно спонтанно як реакція на запити суспільства і бізнесу, що пов'язані зі складною ситуацією, яка склалася в економіці держави та, зокрема, в агропромисловому комплексі. Але таку еволюцію можна назвати «еволюцією зі стихійним ухилом». Мається на увазі, що якби в процесі такої еволюції були прийняті відповідні регуляторні важелі щодо становлення і функціонування агропромислових формувань нового типу, то вдалося б уникнути тих негативних явищ, які супроводжують процес капіталізації сільського господарства за напрямом зовнішнього вливання капіталу.

Процес виникнення й становлення агропромислових формувань нового типу супроводжується втратою багатьма аграрними підприємствами права юридичної особи та їх перетворення у відокремлені або навіть структурні підрозділи цих структур, а також перетворенням чималої кількості колись самостійних аграрних підприємств у їхні дочірні підприємства.

Водночас має місце і спонтанний процес трансформації одних видів аграрних підприємств в інші (наприклад, сільськогосподарських виробничих кооперативів у товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ), у свою чергу ТОВ – у приватні підприємства та ін.). Намітилася тенденція до зменшення кількості фермерських господарств. Разом із тим чимало з них стали орендувати великі площі сільськогосподарських земель (до двох і більше тисяч гектарів) і тим самим перестали відповідати основним критеріям фермерства як форми господарювання з відповідною державною підтримкою.

У принципі можна виділити дві хвилі становлення й розвитку агропромислових

формувань нового типу. Перша – 2000–2007 роки, коли здійснювався пошук форм вливання капіталу в сільське господарство і форм організації сільськогосподарського виробництва в складі таких формувань. Останні, як уже зазначалося, стали виникати або як самостійні підприємства, в яких аграрна сфера функціонувала на засадах відокремлених чи навіть структурних підрозділів, або ж як холдингові структури, в яких аграрна сфера була представлена дочірними аграрними підприємствами.

Потрібно підкреслити, що чимало промислових та торговельних компаній, бізнесменів, що вкладали на цьому етапі свій капітал в агробізнес, швидко «покидали» його через нефундаментальність мотиву (одержання активів аграрних підприємств для погашення боргів, надія дешево купити й дорожче продати, очікування швидко одержати прибуток будь-якою ціною тощо). Тому процес становлення вертикально інтегрованих агропромислових формувань за першої хвилі здійснювався нерідко хаотично, не цілеспрямовано, відбувався процес перепродажу активів одними бізнес-групами іншим. Проте уже наприкінці цієї хвилі концентрація агробізнесу у формі зазначених агропромислових формувань стала здійснюватися на певних достатньо окреслених напрямках. Саме тоді був започаткований новий вид бізнесу: підготовка до продажу доведеного до певного високого рівня розвитку консolidованого аграрного бізнесу іншим заінтересованим компаніям. Йдеться про те, що такий агробізнес нерідко ставав товаром.

Друга хвиля становлення й розвитку агропромислових формувань (2007 р. і понині) характеризується активним злиттям та поглинанням одних структур іншими, а також купівлею-продажем консolidованого аграрного бізнесу з метою підвищення ефективності функціонування агропромислового виробництва. Варто особливо наголосити, що саме за другої хвилі відбулося істотне підвищення активності агропромислових компаній на ринку капіталу і, зокрема, їх вихід на міжнародний фінансовий ринок.

На останній обставині є потреба зупинитися детальніше, оскільки йдеться про життєво важливу проблему – за фінансове за-

безпечення розвитку сільського господарства й агропродуктового комплексу в цілому. Проте спочатку варто торкнутися усіх можливих джерел формування фінансових ресурсів вертикально інтегрованих агропромислових формувань.

Безумовно, основну роль у джерелах фінансування інвестицій повинні відігравати власні кошти. Проте, враховуючи сучасний стан розвитку агропродуктового комплексу, насамперед його аграрної сфери, коли власних коштів часто не вистачає або вони відсутні для серйозних інвестицій, важлива роль відводиться позичковим джерелам.

Нині серед зовнішніх джерел фінансування на внутрішньому фінансовому ринку домінуюче місце в діяльності агропромислових формувань займають кредити вітчизняних банків, правда, головним чином, короткострокових через відсутність у них «довгих» грошей. Сприяє цьому державна політика щодо компенсації частини відсоткових ставок за банківські кредити і можливість застави не лише під капітальні активи, а й майбутній урожай. Скажімо, група компаній KCG Agro до цих пір формує свій платний позичковий капітал за рахунок кредитів вітчизняних банків. Загалом, кредитування аграрного сектору українськими банками після істотного спаду за роки кризи починає зростати (2009 р. – 5,2 млрд грн, 2010 р. – 9,69 млрд грн, проти 17,3 млрд грн у 2008 р.).

Безумовно, такого обсягу кредитних ресурсів недостатньо для задоволення потреб агробізнесу, особливо з огляду на обмеженість інших зовнішніх джерел українського походження. Так, зовнішнім джерелом залучення фінансових ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку може стати українське публічне розміщення акцій, але цього ще не зробила жодна українська аграрно-промислова компанія. Іншим джерелом може бути випуск корпоративних облігацій. Такий досвід уже має агропромислова компанія «Агро-Союз». Про свої наміри випуску внутрішніх облігацій на суму 200 млн грн заявила компанія KCG Agro. Проте це лише перші кроки на даному напрямі залучення інвестицій.

У зв'язку з цим особливого значення набуває питання залучення в агросферу валютних коштів на світових фінансових ринках. Як показала практика, таке залучення спроможні здійснювати лише великі агропромислові компанії. Саме вони стали відігравати значну й нерідко ключову роль у капіталізації сільського господарства та агропродуктового комплексу в цілому.

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

Кредитування приватних компаній дедалі ширше здійснюють міжнародні фінансові організації, такі як ЄБРР і МФК (Світовий банк). Зокрема, ЄБРР видає кредити таким компаніям від 5 до 250 млн євро в основному зі строком фінансування в межах 7–15 років. Для агропромислових компаній важливою є та обставина, що ЄБРР і МФК розглядають можливість (2011 р.) запровадження для таких компаній принципово важливої для них форми кредитування – під майбутній урожай. Розраховувати на такий кредит можуть лише компанії з прозорим бізнесом, високою репутацією, легальним походженням капіталу. Зазначимо також, що залучення іноземного капіталу вітчизняними агропромисловими компаніями за цим напрямом обмежується їх рейтингом на міжнародних фондових ринках, який нині

відповідає групі В. Вважається, що для таких компаній характерна наявність кредитних ризиків через недостатньо великий запас їхньої фінансової стійкості для умов істотного погіршення кон'юнктури ринку та інших важливих параметрів бізнес-середовища.

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

Розміщення акцій на світових фондових біржах агропромислові компанії можуть здійснити такими способами:

публічне первинне розміщення акцій – IPO (Initial Public Offering) – відкритий продаж пакета акцій на біржовому майданчику (доступ до купівлі мають усі учасники торгів). Результатом такого розміщення акцій є залучення інвестиційних ресурсів і зростання акціонерного капіталу емітента (агропромислових компаній);

додаткове публічне розміщення акцій – PPO (Primary Public Offering, Follow on). Розміщується додатковий пакет акцій до тих, які вже були розміщені раніше. Як і в попередньому випадку в емітента зростає акціонерний капітал;

приватне розміщення депозитарних розписок на акції серед обмеженого кола заздалегідь визначених інвесторів – PP (Private Placement або Private Offering). При цьому компанія одержує лістинг на біржі, зростає її акціонерний капітал;

пряме публічне розміщення акцій – DPO (Direct Public Offering). Це додаткове розміщення акцій серед поточних акціонерів. В емітента збільшується акціонерний капітал без зміни складу акціонерів.

Перший вихід на світові фондові біржі агропромисловим компаніям бажано здійс-

нювати через Private Placement або IPO, оскільки за такого виходу головне – прибутковість та прозорість бізнесу, і що важливо – не вимагається ліквідної застави. Вітчизняні публічні акціонерні товариства (ПАТ) стали залучати інвестиції на зовнішніх фінансових ринках із 2005 року. Особливо слід наголосити, що серед українських компаній саме агропромисловий холдинг «Укрпродукт» (Ukrproduct Group), що спеціалізується на виробництві молочних продуктів, здійснив перше IPO в зазначеному році, розмістивши свої акції на Лондонській фондовій біржі (AIM), а потім таке розміщення провів агропромисловий холдинг «Астарта». За цей час, включаючи 2010 рік, було укладено 59 угод. Станом на зазначений рік 17 агропромислових холдингів розмістили свої акції на міжнародних фондових біржах, з них IPO – 9 компаній, PP – 8 компаній.

Основними майданчиками для проведення IPO вітчизняними ПАТ є Варшавська фондова біржа (WSE), Лондонська фондова біржа (LSE) та її альтернативний майданчик AIM і Франкфуртська фондова біржа (FWE). Все ж на нинішній час для вітчизняних компаній основним майданчиком є WSE, що зумовлено дещо простішими процедурами підготовки до IPO порівняно з майданчиками інших країн Європи й меншими витратами на її здійснення. Важливо, що в польських інвесторів уже склався позитивний імідж українських компаній, які раніше вийшли на даний фінансовий ринок. Це полегшує здійснення IPO новими компаніями та проведення додаткового публічного розміщення (PPO) компаніями, які раніше вийшли на WSE. Проте і тут є певні складнощі, про що йтиметься далі.

Відмітним є той факт, що в період кризи та з настанням рецесії серед вітчизняних компаній на міжнародних фондових біржах розміщують свої акції в основному агропромислові компанії. Так, у 2008 році із шести укладених угод на зазначених біржах три укладено саме агропромисловими компаніями, у 2009 році – три із трьох, у 2010-му – чотири із п'яти. Це є ще одним доказом того, що аграрний сектор України значною мірою завдяки великим агропромисловим формуванням в основному безболісно

пережив кризу, причому курс акцій цих компаній у більшості зростає. Сприяло цьому й те, що завдяки саме великим агропромисловим компаніям аграрний сектор України набуває рис глобального – значна частина виробленої ними продукції експор-

тується на фоні підвищення світових цін на продукти сільськогосподарського походження. Про масштаби залучення фінансових ресурсів агропромисловими компаніями показують дані таблиці 1.

1. Залучення фінансових ресурсів на міжнародних фінансових ринках вітчизняними агропромисловими компаніями

Компанія	Залучено, млн дол. США	Ринкова капіталізація станом на 27.10.2011 р., млн дол. США	Тип розміщення
Лендком Інтернешнл ЛТД	111	23	IPO
Синтал Агрікалче ПЛС	48	62	Private Placement
Миронівський хлібопродукт (МХП)	332	1247	IPO
Кернер Холдинг СА	218	1763	IPO
Мрія Агрохолдинг Паблік ЛТД	90	838	Private Placement
Агротрон Паблік ЛТД	54	181	IPO
Астарта Холдинг НВ	31	537	IPO
МСБ Агріколь Холдинг АГ	56	55	Private Placement
Агроджернерейшн СА	15	93	IPO
Авангард	186	565	IPO
Мілкіленд	80	211	IPO
Індустріальна молочна компанія	30	93	IPO
KSG Agro SA	40	106	IPO
Агроліга	1	5	IPO
Агропродукт	11	10	IPO

Джерело: Відкриті дані, Драгон Капітал¹.

З наведених у таблиці даних видно, що лідерами в розміщенні акцій і залученні коштів по IPO є «МХП», «Кернер Холдинг СА» та «Авангард». Ці компанії надзвичайно потужні і мають колосальну динаміку зростання порівняно з докризовим періодом (табл. 2). Ці три агропромислових холдинги є лідерами за ринковою капіталізацією біз-

несу, про що неважко переконатися з наведених у таблиці 1 даних. За цим важливим економічним параметром виділяється і «Мрія Агрохолдинг Паблік ЛТД». Доречно наголосити, що ця компанія за 2007–2010 роки збільшила грошову виручку в 15,3 раза, прибуток – в 14,6 раза, досягнувши рентабельності продажу 89%.

2. Динаміка зростання компаній порівняно з докризовим періодом

Компанія	Власний капітал, млн грн			Грошова виручка, млн грн			Прибуток, млн грн			Рентабельність продажу, %	
	2007	2010	Зростання, разів	2007	2010	Зростання, разів	2007	2010	Зростання, разів	2007	2010
МХП	2118	5094	2,4	2396	7459	3,1	281	1702	6,1	12	23
Кернер	431	4779	11,1	1769	8062	4,6	94	1198	12,7	5	15
Авангард	464	5895	12,7	645	3900	6,0	153	1460	9,5	24	37

Джерело: Відкриті вихідні для розрахунку. Дані компаній із статистичної звітності.

Про успішність компанії на ринку капіталу можна судити й за показником відношення ринкової доданої вартості (MVA) до інвестованого капіталу (MVA – це різниця між ринковою вартістю компанії та інвесто-

ваним капіталом). Найвищий він у компанії «Кернер» – 2,3, «МХП» – 1,9, «Авангард» – 1,5. Величина цього показника показує, що ринок оцінює кожну вкладену гривню, скажімо, компанії «Кернел», у 2,3 грн. При

¹ В інших джерелах наводиться інформація про залучення фінансових ресурсів через IPO агропромисловими компаніями, які відсутні у наведеному списку, наприклад, Ovestar Union.

цьому наголосимо, що саме такі успішні компанії можуть здійснювати повторне розміщення акцій. Наприклад, компанія «Кернел» після IPO уже тричі (2008, 2010, 2011 рр.) залучала інвестиції на суму 305 млн дол. США, що в 1,4 раза більше IPO. Компанія «МХП» повторно розмістила акції на суму 165 млн дол. США.

Високою довірою інвесторів, крім названих агропромислових компаній, користуються «Астарта», «Мрія». Їхні акції зростають, компанії фінансово зміцнюються. Ті, що вийшли на фінансовий ринок уже після кризових років, хоч і мають менший строк котирування своїх акцій, все ж такі з них, як «Індустріальна молочна група», «Мілкіленд», «Овостар», «Авангард» достатньо переконливо заявили про себе й мають перспективи зростання своєї привабливості для зовнішніх інвесторів¹.

Важливим позитивом виходу агропромислових компаній на IPO є підвищення їхньої вартості. Безумовно, сприяє цьому запровадження прозорої та ефективної корпоративної структури і підготовка аудиторської звітності. Важливо, що компанія набуває публічної репутації, зростає до неї довіра, а отже, збільшуються можливості для повторного випуску акцій у майбутньому. Завдяки цьому компанії стають більш ліквідними з можливостями диверсифікувати свій портфель. Але при виході на IPO бажано (проте не обов'язково) щоб пакет акцій, який виноситься на продаж, становив не менше 25%, а його сумарна вартість досягала не менше 50 млн дол. США. За цих умов зростає ліквідність вкладень.

За первинного розміщення акцій на міжнародних фінансових ринках потрібно враховувати, чи склалися на ньому належні умови для такого розміщення. За несприятливої фінансової кон'юнктури компанія може зазнати серйозних втрат. Так, компанія Overstar Union – один із лідерів українського ринку яєць – за результатами IPO на Варшавській фондовій біржі залучила 33,4 млн дол. США, але через несприятливі для розміщення умови акції компанії були оцінені нижче встановленої ціни (порогу розміщення) з відповідними наслідками. Саме за ни-

зької кон'юнктури фінансового ринку компанія «Війол» (виробник олії, один із великих гравців на ринку цього продукту), а також компанія «Valinog» відклали влітку 2011 року первинне розміщення акцій, хоча планували одержати від такого заходу відповідно 140 і 300 млн дол. США.

Отже, йдеться про те, що для виходу на IPO компанія повинна бути не лише відповідним чином підготовлена, а й має ґрунтовно вивчити кон'юнктуру світового фінансового ринку, об'єктивно репрезентувати свою вартість, бо її завищення призводить до падіння вартості акцій у майбутньому через невиправдані очікування інвесторів. Крім того, слід брати до уваги, що, поперше, вихід на IPO вимагає великих витрат (за оцінками експертів вони досягають 3–7% від суми розміщення) на проведення міжнародного аудиту, структурування бізнесу, здійснення поточних витрат тощо і, подруге, такий вихід ускладнюється волатильністю фінансових ринків, за якої навіть всебічно обґрунтований проект може не принести очікуваного результату через незалежні від компанії зовнішні фактори.

Третім напрямом залучення фінансових ресурсів на міжнародному фінансовому ринку агропромислових компаній є розміщення єврооблігацій (євробондів). Перевага цього напрямку відома – позичальнику не потрібно віддавати частину своєї власності інвестору, як це має місце за розміщення акцій. Але при цьому слід пам'ятати про ризик такого залучення через можливість втрати частини бізнесу, або навіть усієї компанії в разі різкої негативної для неї зміни кон'юнктури ринку або прорахунків у менеджменті, або завищеної очікуваної ефективності від інвестованих коштів, залучених єврооблігаціями. Цей напрям набув поки що меншого поширення, бо єврооблігації спроможні випускати лише великі публічні агропромислові холдинги, які себе уже зарекомендували на міжнародному фінансовому ринку. При цьому вони мають можливість залучати боргові зобов'язання під нижчий відсоток. Компанія «МХП» у 2006 році випустила єврооблігації зі строком погашення в листопаді 2011 року на суму 200 млн дол. США. У 2008 році на Лондонській фінансовій біржі цією компанією залучено 160 млн дол. США, у квітні 2010-го нею випущено єврооблігації на суму 330 млн дол. США зі

¹ Наприклад, лише протягом жовтня 2012 р. ринкова капіталізація компанії «МХП» на Лондонській біржі зростає з 1580,9 до 1607,0 млн дол. США, або на 1,3%, «Авангард» (Лондонська біржа) – з 584,7 до 610,6 млн дол. США, або на 6%.

строком погашення у 2015 році (компанія обробляє 280 тис. га орендованих земель та планує збільшити їхню площу до 450 тис. га). Компанія «Авангард» випустила дебютні облігації на суму 200 млн дол. США. Здійснила випуск цих цінних паперів і агропромислова компанія «Мрія», у 2011 році заявив про свою готовність до випуску агропромисловий холдинг «Індустріальна молочна компанія».

Слід зазначити, що випуск єврооблігацій – це залучення дешевших інвестицій порівняно з кредитами банків, бо випускаються вони, як правило, під 11–11,25% річних. За таких умов економічно вигідно здійснювати рефінансування одних боргових зобов'язань, наприклад короткострокових кредитів, іншими дешевшими – коштами від продажу єврооблігацій. Ці кошти компанії використовують і на придбання активів, а також фінансування угод «злиття – поглинання».

Започатковується *четвертий напрям* одержання фінансових ресурсів – залучення в акціонерний капітал компанії коштів фондів прямих інвестицій (private equity). За повідомленням І. Чернявської [11] ці фонди інвестують в українські компанії в середньому від п'яти і більше млн дол. США в обмін на 25-60%-ну частку в їх капіталі. При цьому висувуються менші вимоги до аудиту, застосовуються більш дешевші юридичні процедури порівняно з IPO. Прикладом цього напряму інвестування може бути входження в акціонерний капітал компанії «Агро-Союз» великої компанії з управління приватними фондами прямого інвестування Horizon Capital через купівлю пакета акцій цієї компанії на суму 40 млн дол. США. Здійснив також інвестиції в аграрну сферу й інвестиційний фонд Sigma Bleuger (Harmelia Holdings).

На нинішньому етапі істотно змінюється стратегія залучення іноземних інвестицій агропромисловими холдингами України. На початку другої хвилі їх становлення та розвитку, а також виходу на світовий фінансовий ринок стратегія цих компаній в основному ґрунтувалася на нарощуванні площі орендованих земель, щоб таким чином продемонструвати інвесторам потужність і привабливість свого бізнесу й тим самим залучити більше коштів. Тому не випадково ми нині зіткнулися з проблемою надконцентра-

ції земельних ресурсів, а також із «земельними бульбашками», коли значні площі орендованих земель нерідко не оброблялися. Про темпи нарощування земельного банку засвідчують такі дані. Так, площа орендованих земель компанії «МХП» із 2008 по 2011 рік включно зросла у шість разів (з 50 тис. до 200 тис. га), компанії «Кернер» – в 13,2 раза (25 і 330 тис. га). Компанія «Астарт-Київ» щорічно в середньому за зазначений період нарощувала земельний банк на 40 тис. га, який у 2011 році становив 235 тис. га. Компанія «Укрлендфармінг» за рахунок насамперед поглинань збільшила площу землекористування, як уже зазначалося, до 532 тис. га, у тому числі лише за останній рік (у 2011-2012 проти 2010-2011 рр.) майже на 100 тис. га.

Нині стратегія залучення іноземних інвестицій вітчизняними компаніями набуває кардинально нових пріоритетів. Для одержання таких інвестицій на міжнародних фінансових ринках важливим було, не скільки землі орендується, а скільки обробляється і головне – скільки доходу генерується від цієї діяльності. Тому для оцінки ефективності й привабливості бізнесу стали використовувати такий акумулюючий показник прибутковості, як питома величина *EBITDA*, що визначається як:

$$\text{Пак} = \text{EBITDA} : \text{So},$$

де *EBITDA* (Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) – прибуток до виплати відсотків за позичковий капітал і податків плюс амортизація нематеріальних активів й основних засобів; *So* – земельна площа в обробітку.

Тут доречно зазначити, що за даними В. Струкова більш великі компанії України досягають кращих показників господарської діяльності, зокрема прибутковості за зазначеним показником [10]. У компаніях, що обробляють 15-20 тис. га, показник *EBITDA* на 1 га (Пак) становив до 200 дол. США, від 20 до 100 тис. га – 350-400, понад 100 тис. га – 500-600 дол. США. У 2010 році найбільший показник Пак був у агропромисловій компанії «Мрія» – 1000 дол. США.

Крім цього показника, для оцінки успішності та привабливості компанії доцільно використовувати й питомих показник її вартості (*PEV*), що визначається з виразу:

$$\text{PEV} = \text{EV} : \text{So},$$

де EV вартість компанії (нині в основному використовується бухгалтерська вартість). Цей показник знаходиться в межах 1000 дол./га, тоді як у зарубіжних великих аграрних компаніях він майже на порядок більший.

Важливим оцінним показником компанії в контексті питання, що розглядається, є показник нарощування вартості компанії (HEV):

$$HEV = EV : EBITDA.$$

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

На основі викладеного щодо залучення вітчизняними агропромисловими компаніями фінансових ресурсів на зовнішньому фінансовому ринку здійснимо деякі узагальнення:

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

розміщення акцій вітчизняними компаніями відбувалося й відбувається дотепер в основному на Варшавській фондовій біржі, в результаті чого стає помітною насиченість фондового ринку Польщі вітчизняним капіталом (перевищення пропонування над попитом), що уже в короткостроковому періоді може відбитися на зниженні порогу розміщення акцій, а отже, зумовить відповідні фінансові втрати. До того ж при здійсненні IPO, зокрема на WSE, деякі компанії надавали завищену інформацію про свій фінансово-економічний стан, а після розміщення акцій стали показувати звітність зі значно

гіршими показниками. Це є свідченням низької корпоративної культури, що породжує недовіру інвесторів і в підсумку настільки псує репутацію такої компанії, що в майбутньому в неї немає шансів здійснити повторне розміщення своїх акцій та залучити додаткові фінансові ресурси. Враховуючи сказане, актуальною постає проблема виходу українських агропромислових холдингів на майданчики фондових бірж інших країн, що вимагає від них ретельнішої підготовки й урахування вимог, викладених у першому пункті;

вихід агропромислових компаній на міжнародний фінансовий ринок – це шлях активізації приходу іноземців (іноземного капіталу) у вітчизняний АПК, які стають власниками певної частини корпоративних прав цих компаній. Зазначимо, що у 2010 році іноземні інвестиції в АПК становили близько 69% від усіх інвестованих коштів. З одного боку, це показує привабливість вітчизняного агропромислового виробництва для іноземного капіталу, яка посилюється світовою продовольчою кризою, а з іншого – про внутрішній дефіцит вітчизняного капіталу, зумовлений різними причинами, в тому числі його офшоризацією, що не може не викликати занепокоєння;

у контексті останнього положення (офшоризації) зазначимо, що абсолютна більшість українських емітентів розміщують акції на міжнародному фондовому ринку через свої материнські компанії, що зареєстровані за кордоном і які будують при цьому схему корпоративного контролю так, щоб агробізнес в Україні опинявся в статусі дочірних структур, контрольованих такими холдинговими материнськими компаніями. Із 17 компаній, що розмістили свої акції по IPO та PP, 15 компаній мають іноземну юрисдикцію (Кіпр – 8 компаній, Нідерланди – 2, Люксембург – 2, о. Джерсі – 1, Австрія – 1, Франція – 1);

у зв'язку зі світовою продовольчою кризою й виникненням небаченого до цих пір явища агфляції (випереджаюче зростання цін на сільськогосподарську продукцію і продовольство порівняно з темпами зростання цін в економіці в цілому) потенційні можливості для виходу українських агропромислових компаній на міжнародний фінансовий ринок зростають, а отже, є підста-

ви очікувати масштабніших залучень іноземного капіталу в АПК (за прогнозами аналітиків Fitch Rating, українські агропромислові компанії в наступні 5-10 років можуть залучити 20-30 млрд дол. США). Зростання зазначених потенційних можливостей зумовлюється тими перевагами, що мають агропромислові компанії, які викладені в згаданих наших працях. Тут звернемо увагу на декотрі з них більш акцентовано з огляду на їх істотний вплив на зміцнення економіки таких компаній. Зокрема, успішній роботі агропромислових компаній сприяють відносно дешева робоча сила й відносно дешевша сировина на фоні зростання світових цін на неї; одержання додаткового прибутку завдяки реалізації кінцевого продукту із сільськогосподарської сировини, що є результатом вертикальної агропромислової інтеграції на засадах єдиної власності, істотно нижча орендна плата за землю порівняно з країнами Заходу (в ЄС вона досягає 425 євро/га); можливості одержання ефекту масштабу за рахунок великих масивів орендованих земель і консолідації переробного виробництва в одних руках у результаті економічної концентрації. При цьому ефект масштабу трактується як економія, зумовлена збільшенням масштабів виробництва, що виявляється у зниженні довгострокових середніх витрат виробництва на одиницю продукції й може бути представлена у вигляді функції:

$$E_{фм} = f(E_{ев}, E_{зв}, E_{зн}, E_{цп}, E_{пр}),$$

де $E_{ев}$ – економія на постійних витратах; $E_{зв}$ і $E_{зн}$ – відповідно економія на змінних витратах, на заробітній платі та соціальних виплатах, що досягається завдяки швидшому впровадженню прогресивніших матеріало-, енерго- і водоощадних технологій, які забезпечують менше витрачання змінних ресурсів на одиницю продукції та зростання продуктивності праці, повніше використання знань спеціалістів; $E_{цп}$ – економія на цінах придбання (одержання знижок до оптових цін при закупівлі ресурсів великими партіями); $E_{пр}$ – економія на процентних виплатах – великим компаніям як надійнішим партнерам банки надають кредити за нижчими відсотками;

агропромислові холдинги неспроможні ефективно функціонувати без забезпечення відповідної дохідності виробничої діяльнос-

ті дочірних підприємств, зростання їх вартості та ліквідності. Звідси логічно випливає заінтересованість холдингів у досягненні дочірними підприємствами раціонального землекористування, що забезпечує нижчий щабель ефекту масштабу. Досягти цього можна за умови, коли залучені холдингами фінансові ресурси спрямовуватимуться не на подальше розширення площі землекористування як способу демонстрації потужності агробізнесу і начебто зростання його вартості, а на капітальні інвестиції в землю з метою підвищення її родючості та на впровадження інновацій у виробництво.

Зростання масштабів діяльності агропромислових компаній, одержання ними ефекту масштабу дало можливість окремим із них уже тепер увійти до складу 100 найбільших компаній України. За даними журналу «ТОП-100 рейтинг лучших компаний Украины» (2012. – №2. – С.14-24) за розміром чистого доходу до складу ТОП-100 у 2011 році увійшло дві агропромислові компанії – «Нібулон» – 30-те місце з обсягом чистого доходу 11 640 млн грн¹ та «Миронівський хлібопродукт» – 34-те місце і 9 964,5 млн грн. До складу 100 найбільших компаній України за величиною чистого прибутку увійшло сім агропромислових компаній: «Миронівський хлібопродукт» – 17-те місце і 1910,8 млн грн прибутку, група компаній «Мрія» – відповідно 21-ше місце і 1200 млн грн прибутку, «Райз Максимко» (уже поглинутий) – 40-ве і 566,5, «Продовольча компанія «Поділля» – 62-ге і 348,5, агрофірма імені Довженка – 71-ше й 284,1 та «Продовольча компанія «Зоря Поділля» – 99-те місце і 175,4 млн грн прибутку.

Як бачимо, за показником маси чистого прибутку, що є, безумовно, більш важливим порівняно з чистим доходом, представництво агропромислових компаній значно більше, що доводить про зростання прибутковості агробізнесу, а отже, і його привабливості для потенційних інвесторів. Важливо також, що за обсягом експорту в 2011 році серед 100 найбільших компаній України значиться

¹ ТОВ СП «Нібулон», по суті, набув статусу світового постачальника зерна. Це підтверджується не лише великими обсягами експорту ним зерна, а й тією обставиною, що компанія стала єдиним українським підприємством – партнером Програми ООН по забезпеченню високоякісною пшеницею країн, де має місце великий дефіцит продовольства.

й п'ять агропромислових компаній. Серед них «Нібулон» – 7-ме місце і 10 539,9 млн грн експорту, «Миронівський хлібопродукт» – відповідно 41-ше й 2 820,3 млн грн, «Ві-йол-Агро» – 59-те і 1 565,9, «Мілкіленд-Україна» – 74-те й 1 353,3 та «Миронівський завод із виготовлення круп і комбікормів» – 82-ге місце й 1018,2 млн грн експорту. В умовах великого дефіциту зовнішньоторговельного балансу нарощування експорту агропромисловими компаніями слід розглядати як важливий захід зміцнення національної валюти та сприяння досягненню макроекономічної стабілізації.

Про місце і роль агропромислових компаній в організаційно-правовій будові сільського господарства та АПК в цілому можна судити за величиною генерованого ними грошового потоку і, зокрема, чистого доходу та чистого прибутку. У 2010 році на основі інформації, наведеної в «Інвест газеті» ТОП-100. Рейтинг 100 крупнейших агрокомпаний Украины // – 2011. – №3. – С.13-16, нами визначено, що в згаданому році цими компаніями було одержано 67 131 млн грн грошової виручки від реалізації продукції та 10 481,4 млн грн чистого прибутку, рентабельність продажу становила 15,6%.

Висновки. Ці, а також раніше наведені дані про широкомасштабне залучення бага-

тьма агропромисловими компаніями інвестиційних ресурсів на міжнародному фондовому ринку, великі площі орендованих ними земель і здатність генерувати великі суми грошових потоків та нарощувати експорт сільськогосподарської продукції й продовольства, досягати високого рівня економічної ефективності виробництва за одним із важливих її показників – рентабельності продажу – дають підстави для такого висновку: агропромислові компанії стали вагомим невід'ємним складником організаційно-правової будови аграрного сектору економіки, які й надалі відіграватимуть значну роль у подальшій капіталізації сільського господарства, нарощуванні масштабів виробництва сільськогосподарської продукції і продовольства, забезпеченні продовольчої безпеки країни.

Проте зроблений висновок не означає, що не існує серйозних проблем та вад у функціонуванні таких агропромислових компаній, які негативно відбиваються на якісних і кількісних характеристиках стану розвитку аграрної сфери. Тому дослідженню цих питань та обґрунтуванню регуляторних заходів щодо подальшого поліпшення діяльності агропромислових компаній, посиленню їх соціальної відповідальності й буде присвячена наступна стаття автора.

Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г. Капіталізація сільського господарства: стан та економічне регулювання розвитку: монографія / В.Г. Андрійчук. – Ніжин: ТОВ «Видавництво «Аспект-Поліграф», 2007. – 216 с.
2. Андрійчук В.Г. Надконцентрація агропромислового виробництва і земельних ресурсів та її наслідки / В.Г. Андрійчук // Економіка АПК. – 2009. – № 2. – С.3-9.
3. Глушенко О. Агрохолдинг «Авангард» метит в монополісти» [Електронний ресурс] /О. Глушенко. – Режим доступу: http://kh.ric.ua/vse_novosti/biznes_i_ekonomika/agroholding_metit_v_monopolisty.
4. Гошовський І. Курс на землю / І. Гошовський // ТОП – 100 Рейтинг лучших компаний Украины. – 2011. – №3. – С. 18 –20.
5. Данкевич А.Є. Організаційно – економічні засади розвитку агрохолдингів / А.Є Данкевич // Економіка АПК. – 2012. - №1. – С.69 – 74.
6. Заяць В.М. Розвиток ринку сільськогосподарських земель: монографія / В.М. Заяць. – К.: ННЦ УАЕ, 2011. – 390 с.
7. Кравчук І.І. Система управління агрохолдингами. – Формування ринкової економіки: зб. наук.праць. – Спец. Вип.: у 2 ч. Організаційно-правові форми агропромислових формувань: стан і перспективи та вплив на розвиток сільських територій / І.І. Кравчук. – К.: КНЕУ, 2011. – Ч.ІІ. – С. 128 – 135.
8. Лубков А.Н. Что такое «ГК» ОАО«Агрохолдинг»? Репортаж / А.Н. Лубков // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. – 2001. – №7. – С. 53 – 60.
9. Сагдиев М.А. Влияние республиканского агрохолдинга на формирование и развитие рынка молока в Татарстане / М.А. Сагдиев // Экономика, сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. – 2004. – №10. – С.38 – 40.
10. Струков В. Украина в сельском хозяйстве как Бразилия 20 лет назад / В. Струков // Инвест-газета – ТОП - 100 Рейтинг лучших компаний Украины. – 2011. - № 3. – С.35 - 36.
11. Чернявская И. Через тернии к IPO / И. Чернявская // Инвест-газета ТОП – 100. Рейтинг лучших компаний Украины. – 2011. – № 3. – С. 52-54.
12. Phodors, V. James (1970). The Agriculture Marketing System, QRIO series in Agricultural Economics, pp.194 – 203; Mc Fetridge, D.G. (1994). The Economics of vertical integration in Agricultural Economic Department of Economics < Carleton University, Ottawa, Canada, №4, 1999, pp. 525 – 531; Greer D. – Industrial organization and Public Policy. 2nd edition, London, 1984.

Стаття надійшла до редакції 29.11.2012 р.

*