

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ БІОРЕСУРСІВ
І ПРИРОДОКОРИСТУВАННЯ УКРАЇНИ**

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

Оліфер Іван Олександрович

УДК 336.012.324

ДИСЕРТАЦІЯ

**РОЗВИТОК БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ
УКРАЇНИ В СУЧАСНИХ УМОВАХ**

072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень.
Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають
посилання на відповідне джерело _____

Науковий керівник
Лемішко Олена Олександрівна,
доктор економічних наук, доцент

Київ - 2026

АНОТАЦІЯ

Оліфер Іван Олександрович. Розвиток біхевіористичних корпоративних фінансів України в сучасних умовах.

Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії в галузі економіки за спеціальністю 072 (Фінанси, банківська справа та страхування). Національний університет біоресурсів і природокористування України, Київ, 2026

У роботі досліджено особливості ухвалення фінансових рішень підприємствами аграрного сектору економіки в умовах війни та повоєнного відновлення України. Класичні моделі корпоративних фінансів ґрунтуються на припущенні про раціональність керівництва, однак під впливом воєнних, логістичних та макрофінансових шоків це припущення значною мірою втрачає свою пояснювальну здатність. Водночас відсутній інструментарій, який давав би змогу чітко відокремити рішення, зумовлені зовнішніми обмеженнями, від рішень, що відображають страхи, упередження та індивідуальні поведінкові реакції керівництва. Дисертацію спрямовано на подолання цієї наукової прогалини.

Об'єктом дослідження є фінансова біхевіористика підприємств України, зокрема суб'єктів аграрного та агропромислового секторів, у процесі ухвалення корпоративних фінансових рішень. Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і прикладних засад формування та розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, а також поведінкові детермінанти, моделі та інструменти, що впливають на фінансову стійкість і ефективність підприємств аграрного сектору економіки.

У першому розділі простежено еволюцію поведінкових фінансів - від концепції обмеженої раціональності Г. Саймона та теорії перспектив Д. Канемана й А. Тверські до сучасних досліджень управлінських упереджень. Здійснено порівняльний аналіз зарубіжних і вітчизняних підходів до розвитку поведінкових фінансів. Встановлено, що українські дослідження переважно

обмежуються якісним описом поведінкових ефектів і не пропонують належного інструментарію для їх кількісного вимірювання та відокремлення від вимушених управлінських рішень.

У роботі запропоновано розглядати корпоративну поведінку як результат взаємодії трьох рівнів: зовнішнього середовища, якості корпоративного управління та індивідуальних характеристик керівника. Для розмежування вимушених і поведінкових рішень уведено поняття коридору допустимих фінансових рішень, відповідно до якого межі коридору визначаються зовнішніми обмеженнями, тоді як вибір конкретного рішення в його межах залежить від якості корпоративного управління та поведінкових характеристик керівництва.

У другому розділі сформовано критерії, що дають змогу відокремити вимушені рішення від поведінкових. Виокремлено три рівні впливу: зовнішній, корпоративний та індивідуальний. Розроблено індекс жорсткості екзогенних обмежень, який об'єднує п'ять напрямів тиску: монетарно кредитний, валютний, ціновий та інфляційний, фінансової стійкості держави й експортно-логістичний. На матеріалах семи публічних агропромислових підприємств - AgroGeneration, Kernel, Agroton, IMC, Astarta, KSG Agro та Ukrproduct Group - проаналізовано дванадцять ключових подій 2018-2024 років. Встановлено, що підприємства по різному реагували на однакові зовнішні шоки, а відмінності в їхній поведінці значною мірою зумовлені якістю корпоративного управління.

На галузевому рівні оцінено економічні наслідки нераціональної поведінки керівництва. Розраховано, що протягом 2019-2023 років агропромисловий сектор недоотримав понад 37,6 млрд дол. США порівняно зі сценарієм, за якого його частка у ВВП зберіглася б на рівні 2021 року (10,89 %).

У третьому розділі визначено напрями, реалізація яких здатна зменшити втрати галузі. Встановлено, що широке впровадження точного землеробства

може щороку забезпечувати додатково до 2,4 млрд дол. США прибутку. Перехід до органічного живлення рослин дає змогу зберегти 0,91-1,14 млрд дол. США виручки, а модернізація логістики забезпечує економію понад 0,5 млрд дол. США. Сукупний економічний ефект від реалізації зазначених заходів становить 3,81-4,04 млрд дол. США, або близько 2,1-2,3 % ВВП.

Запропоновано модель фінансової поведінки підприємства, що інтегрує жорсткість екзогенних обмежень, рівень корпоративного управління, схильність керівництва до ірраціональних рішень та фінансові результати діяльності. Індекс якості корпоративного управління розширено з чотирьох до восьми складових, включивши до нього частоту засідань наглядової ради, гендерну та професійну різноманітність її складу, рівень захисту прав дрібних акціонерів, а також наявність звітності у сфері сталого розвитку.

Ключовим елементом запропонованого методичного підходу є індекс індивідуального порогу чутливості, який відображає рівень зовнішнього тиску, що його підприємство здатне витримати без втрати раціональності управлінських рішень. Емпірична перевірка на матеріалах реальних компаній засвідчила, що підприємства з високою якістю корпоративного управління ($\geq 0,70$) зберегли стійкість під час шоку 2022 року (3,01), тоді як підприємства з низькою якістю корпоративного управління ($< 0,30$) переходили до режиму панічної економії, а їхній коефіцієнт стійкості знижувався до 0,14-0,43. Запропоновано також таксономічний коефіцієнт стійкості, який дає змогу класифікувати підприємства за трьома типами поведінки: відновлення, виживання та паніка.

У роботі побудовано прогноз стійкості агропромислових підприємств на 2026-2029 роки. Відповідно до прогнозних оцінок МВФ, Світового банку та НБУ, індекс жорсткості екзогенних обмежень поступово знижуватиметься з 1,65 у 2026 році до 1,00 у 2029 му році. Розроблено три сценарії розвитку - базовий (60 % імовірності), песимістичний та оптимістичний (по 20 % імовірності кожен). Для кожної групи підприємств визначено комплекс

практичних заходів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості та результативності діяльності.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що запропонований інструментарій дає змогу підприємствам визначити власний поріг стійкості та обґрунтовувати напрями його підвищення. Для органів державного регулювання та міжнародних донорських організацій запропоновано підхід до розподілу фінансової підтримки, який враховує якість корпоративного управління. Банківські установи можуть використовувати розроблений методичний підхід для оцінювання фінансової стійкості та ризиків корпоративних клієнтів.

Результати дослідження можуть бути використані агропромисловими холдингами, Міністерством економіки, довкілля та сільського господарства України, Національним банком України, міжнародними фінансовими організаціями, а також у навчальному процесі закладів вищої освіти. Основні положення оприлюднено на наукових конференціях і опубліковано у фахових виданнях.

Ключові слова: біхевіористичні корпоративні фінанси, агропромисловий сектор, агропромислові підприємства, повоєнна стабілізація, корпоративне управління, індекс жорсткості екзогенних обмежень, індивідуальний поріг чутливості, таксономічний коефіцієнт стійкості, коридор допустимих фінансових рішень.

ABSTRACT

Olifer Ivan Oleksandrovysh. The Development of Behavioural Corporate Finance in Ukraine under Contemporary Conditions. Qualifying scholarly work on the rights of a manuscript.

Dissertation submitted for the degree of Doctor of Philosophy in specialty 072 (Finance, Banking and Insurance). National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine, Kyiv, 2026.

This paper examines the specific features of financial decision-making by enterprises in the agricultural sector of the economy under conditions of war and the post-war recovery of Ukraine. Classical models of corporate finance rest on the assumption of managerial rationality; however, under the influence of wartime, logistical, and macro-financial shocks, this assumption largely loses its explanatory power. At the same time, there is a lack of analytical instruments that would allow a clear separation of decisions driven by external constraints from decisions reflecting the fears, biases, and individual behavioural responses of management. The dissertation is aimed at bridging this scholarly gap.

The object of the study is the financial behaviour of Ukrainian enterprises, in particular entities of the agricultural and agro-industrial sectors, in the process of making corporate financial decisions. The subject of the study is the body of theoretical, methodological, and applied principles governing the formation and development of behavioural corporate finance, as well as the behavioural determinants, models, and instruments that influence the financial resilience and performance of enterprises in the agricultural sector.

The first chapter traces the evolution of behavioural finance - from H. Simon's concept of bounded rationality and the prospect theory of D. Kahneman and A. Tversky to contemporary research on managerial biases. A comparative analysis of foreign and domestic approaches to the development of behavioural finance is carried out. It is established that Ukrainian studies are predominantly confined to a qualitative description of behavioural effects and do not offer adequate instruments

for their quantitative measurement and for distinguishing them from constrained managerial decisions.

The study proposes to view corporate behaviour as the result of the interaction of three levels: the external environment, the quality of corporate governance, and the individual characteristics of the manager. To delineate constrained from behavioural decisions, the concept of a corridor of admissible financial decisions is introduced, according to which the boundaries of the corridor are determined by external constraints, whereas the choice of a particular decision within those boundaries depends on the quality of corporate governance and the behavioural characteristics of management.

The second chapter formulates the criteria that make it possible to separate constrained decisions from behavioural ones. Three levels of influence are distinguished: external, corporate, and individual. An index of the severity of external constraints is developed, combining five dimensions of pressure: monetary-credit, currency, price and inflation, the fiscal sustainability of the state, and export-logistics. Drawing on data from seven publicly listed agroholdings - AgroGeneration, Kernel, Agroton, IMC, Astarta, KSG Agro, and Ukrproduct Group - twelve key events of the period 2018-2024 are analysed. It is established that enterprises responded differently to identical external shocks, and that the differences in their behaviour are largely attributable to the quality of corporate governance.

At the sectoral level, the economic consequences of irrational managerial behaviour are assessed. It is calculated that over the period 2019-2023 the agro-industrial sector forwent more than USD 37.6 billion compared with a scenario in which its share of GDP had been maintained at the 2021 level (10.89%).

The third chapter identifies directions whose implementation is capable of reducing the sector's losses. It is established that the widespread adoption of precision agriculture could provide up to an additional USD 2.4 billion in profit annually. The transition to organic plant nutrition makes it possible to preserve USD

0.91-1.14 billion in revenue, while the modernisation of logistics yields savings of more than USD 0.5 billion. The aggregate economic effect of implementing these measures amounts to USD 3.81-4.04 billion, or approximately 2.1-2.3% of GDP.

A model of enterprise financial behaviour is proposed that integrates the severity of external constraints, the level of corporate governance, management's propensity for irrational decisions, and the financial results of operations. The corporate governance quality index is expanded from four to eight components, incorporating the frequency of supervisory board meetings, the gender and professional diversity of its composition, the level of protection of minority shareholders' rights, and the presence of sustainability reporting.

A key element of the proposed methodological approach is the index of the individual sensitivity threshold, which reflects the level of external pressure that an enterprise is able to withstand without losing the rationality of its managerial decisions. Empirical testing on data from real companies demonstrated that enterprises with high corporate governance quality (≥ 0.70) maintained resilience during the 2022 shock (3.01), whereas enterprises with low corporate governance quality (< 0.30) shifted into a regime of panic-driven austerity, with their resilience coefficient falling to 0.14-0.43. A taxonomic resilience coefficient is also proposed, which makes it possible to classify enterprises into three behavioural types: recovery, survival, and panic.

The study constructs a forecast of the resilience of agroholdings for 2026-2029. In line with the projections of the IMF, the World Bank, and the National Bank of Ukraine, the index of the severity of external constraints is expected to decline gradually from 1.65 in 2026 to 1.00 in 2029. Three development scenarios are elaborated - a baseline scenario (60% probability), a pessimistic scenario, and an optimistic scenario (20% probability each). For each group of enterprises, a set of practical measures aimed at enhancing financial resilience and operational performance is determined.

The practical significance of the results obtained lies in the fact that the proposed instruments enable enterprises to determine their own resilience threshold and to substantiate directions for raising it. For state regulatory bodies and international donor organisations, an approach to the allocation of financial support that takes corporate governance quality into account is proposed. Banking institutions may apply the developed methodological approach to assess the financial resilience and risks of corporate clients.

The results of the study may be used by agro-industrial holdings, the Ministry of Economy, Environment and Agriculture of Ukraine, the National Bank of Ukraine, international financial organisations, and in the teaching process of higher education institutions. The principal findings have been presented at scholarly conferences and published in specialised academic journals.

Keywords: behavioural corporate finance, agro-industrial sector, agricultural enterprises, post-war stabilisation, corporate governance, index of the severity of exogenous constraints, individual sensitivity threshold, taxonomic resilience coefficient, corridor of admissible financial decisions.

**СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ
(LIST OF ASPIRANT'S PUBLICATIONS FOR
THE TOPIC OF THE THESIS)**

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

(Scientific works, which certify the approbation of the thesis materials)

1. Оліфер І. О. Прогнозування розвитку біхевіористичних фінансів. *Український економічний часопис*. 2024. № 6. С. 23-37. DOI: <https://doi.org/10.32782/2786-8273/2024-6-15>.
2. Оліфер І. О. Вплив когнітивних упереджень на прийняття фінансових рішень. *Економіка і регіон*. 2025. № 1 (96). С. 204-210. DOI: [https://doi.org/10.26906/EiR.2025.1\(96\).3765](https://doi.org/10.26906/EiR.2025.1(96).3765).
3. Оліфер І. О. Розвиток та порівняльний аналіз національних та зарубіжних аспектів поведінкових корпоративних фінансів. *Економіка і управління*. 2025. Вип. 1 (103). С. 147-155. DOI: 10.32782/2312-7872.1.2025.21.

Діяльність, яка засвідчує апробацію матеріалів дисертації

(Scientific works, which certify the approbation of the thesis materials)

4. Olifer I. O., Davydenko N. M. Social life during the high level of shadow economy. Виклики сучасних фінансів - ризики, стратегії, перспективи: матеріали XIII Міжнародного фінансово-банківського форуму, м. Варшава, Польща, 25-26 листопада 2021 р. Варшава, 2021. С. 31. *(Оліфером І. О. проаналізовано вплив рівня тіньової економіки на соціально-фінансову поведінку. Davydenko N. M. здійснено науково-методичний супровід дослідження)*
5. Olifer I. O., Davydenko N. M. Vectors of exact forecast in the study of behavioral finance. Конкурентоспроможність і сталий розвиток: матеріали IV Міжнародної економічної конференції, м. Кишинів, Молдова, 3-4 листопада 2022 р. Кишинів, 2022. С. 243-246. *(Оліфером І. О. обґрунтовано вектори*

точного прогнозування у дослідженні поведінкових фінансів. Davydenko N. M. здійснено наукове керівництво).

6. Оліфер І. О. Оцінка біхевіористичного фактору під час економічних циклів. Економічні дні - 2024: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених та студентів, м. Київ, 10 квітня 2024 р. Київ: НУБіП України, 2024. С. 49-51.

7. Оліфер І. О. Патерн поведінки інвесторів на певних етапах економічних циклів. AGRICULTURAL AND FOOD ECONOMICS - 2024: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Київ, 19-20 вересня 2024 р. Київ: НУБіП України, 2024. С. 51-53.

8. Оліфер І. О. Behavioral aspects of business model transformation under contemporary challenges. Конкурентоспроможність національної економіки: матеріали XXII Міжнародної науково-практичної конференції, м. Київ, 16-17 жовтня 2025 р. Київ: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2025. С. 249-250.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ І СКОРОЧЕНЬ...	14
ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ І МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ	26
1.1. Сутність і характеристика біхевіористичних корпоративних фінансів	26
1.2. Концептуальні основи розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів	37
1.3. Методика оцінки розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів	51
Висновки до розділу 1	63
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ АГРАРНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ.....	66
2.1. Вплив екзогенних факторів на корпоративне управління і прийняття фінансових рішень підприємствами аграрного сектору	66
2.2. Аналіз впливу біхевіористики на фінансовий стан агропромислових підприємств	90
2.3. Оцінка фінансової стійкості агропромислових підприємств відповідно до корпоративної біхевіористики	127
Висновки до розділу 2	142
РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В КОНТЕКСТІ ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВУ СТІЙКІСТЬ АГРОПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ	145
3.1. Перспективні напрями мінімізації витрат агропромислових підприємств	145
3.2. Моделювання впливу якості корпоративного управління на фінансову стійкість агропромислових підприємств.....	159

3.3. Сценарні прогнози впливу макроекономічного тиску і корпоративної стійкості на фінансовий стан агропромислових підприємств	187
Висновки до розділу 3	205
ВИСНОВКИ	209
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	215
ДОДАТКИ	233

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ, СИМВОЛІВ І СКОРОЧЕНЬ

Скорочення:

ВВП - валовий внутрішній продукт

ЧП - чистий прибуток

ЗЗР - засоби захисту рослин

МСП - малі та середні підприємства

НБУ - Національний банк України

МВФ - Міжнародний валютний фонд

ЄБРР - Європейський банк реконструкції та розвитку

ФАО (FAO) - Продовольча і сільськогосподарська організація ООН

ЄС - Європейський Союз

США - Сполучені Штати Америки

РФ - Російська Федерація

ЗСУ - Збройні сили України

EBITDA - прибуток до сплати відсотків, податків та амортизації

CAPEX - капітальні інвестиції

CEO - генеральний директор

ESG - звітність зі сталого розвитку

GRI - стандарти звітності зі сталого розвитку

M&A - злиття і поглинання

PATs - технології точного землеробства

NPK - поживні елементи (азот, фосфор, калій)

USAID - Агентство США з міжнародного розвитку

Авторські індекси та коефіцієнти:

IEO (IEO) - індекс жорсткості екзогенних обмежень

ISE - індекс індивідуального порогу чутливості

CGqext - індекс якості корпоративного управління (розширений)

Kt - таксономічний коефіцієнт стійкості

IFS - індекс фінансової стабільності

IAD - індекс динамічної адаптивності

Символи у формулах:

Z_i - стандартизоване значення i -го каналу шокового впливу

w_i - ваговий коефіцієнт i -го каналу в індексі жорсткості екзогенних обмежень

IEObase - базова толерантність економіки до системного ризику (еталон стабільного середовища)

λ - коефіцієнт інституційного захисту (вага інституцій у подоланні криз)

γ - коефіцієнт фінансової інерції та організаційної пам'яті

$K_{i,t-1}$ - таксономічний коефіцієнт стійкості i -го підприємства за попередній (докризовий) період

V_j - j -та змінна моделі якості корпоративного управління

α_j - ваговий коефіцієнт j -ї змінної в індексі якості корпоративного управління

Abig4 - якість зовнішнього аудиту

Ndual - відсутність суміщення посад голови ради й керівника

Bind - незалежність ради директорів

MinP - захист прав міноритарних акціонерів

Rcom - наявність комітету з ризиків

Bmeet - частота засідань ради

Gdiv - когнітивна та гендерна різноманітність ради

ESGrep - звітність зі сталого розвитку

ВСТУП

Актуальність теми. Сучасний етап розвитку економіки України характеризується високою турбулентністю, посиленням впливу зовнішніх шоків, структурною трансформацією ринків і зростанням ролі поведінкових чинників у прийнятті фінансових рішень. У таких умовах традиційні підходи до корпоративних фінансів, що ґрунтуються на припущенні про раціональність економічних агентів, дедалі частіше демонструють обмеженість у поясненні реальної фінансової поведінки підприємств. Це зумовлює необхідність розвитку нового наукового напрямку - біхевіористичних корпоративних фінансів, які інтегрують психологічні, соціальні, інституційні та когнітивні аспекти у процес формування фінансової поведінки підприємств.

Актуальність обраної теми посилюється специфікою українського економічного середовища, де поведінкові відхилення, адаптивні реакції на ризики, інституційна невизначеність та асиметрія інформації істотно впливають на фінансову стійкість і стратегічні рішення підприємств. Особливо яскраво це проявляється в аграрному секторі - ключовій галузі національної економіки, яка водночас є найбільш чутливою до зовнішніх шоків, коливань ринкової кон'юнктури, логістичних ризиків і поведінкових реакцій менеджменту й власників.

Теоретичні основи поведінкових фінансів ґрунтовно висвітлено в наукових працях таких зарубіжних дослідників як Kahneman D., Tversky A., Thaler R., Shefrin H., Barberis N., Camerer C., Loewenstein G. та Rabin M. Значний науковий доробок присвячено також дослідженню різних аспектів розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, зокрема у працях таких учених як Malmendier U., Tate G., Heaton J., Ben-David I., Odean T., Baker M., Wurgler J. Отже, біхевіористичні корпоративні фінанси як самостійний науковий напрям у світовій науці вже сформувалися. Водночас у вітчизняній

науковій літературі дослідження проблем розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів залишаються недостатніми. Зокрема, такі науковці, як Нікіфоров П., Повод Т., Лемішко О., Кальченко О., Вдовенко Н., Пойда-Носик Н., Барабаш О., Терещенко О., Давиденко Н. тією чи іншою мірою розглядають окремі аспекти окресленої проблематики. Однак їхні праці зосереджені переважно на організаційному механізмі біхевіористичних фінансів, не враховують сучасні воєнні та поствоєнні шоки, які істотно змінюють фінансову поведінку менеджерів і власників підприємств, а відтак не формують цілісної концепції розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів в Україні.

Практично відсутні також комплексні дослідження поведінкових особливостей фінансових рішень українських аграрних підприємств, що свідчить про наявність суттєвої наукової прогалини та актуальність подальших досліджень у цьому напрямі.

Таким чином, вибір теми дисертаційного дослідження, спрямовано на формування цілісної концепції біхевіористичних корпоративних фінансів, означення засад їх розвитку в Україні, а також, системне дослідження поведінкових особливостей аграрних підприємств в умовах війни та повоєнного відновлення, розроблення стратегічних напрямів підвищення їхньої корпоративної стійкості на основі поведінкових моделей. Вибір теми дисертаційного дослідження, на наш погляд, є науково обґрунтованим і своєчасним.

Дослідження відповідає актуальним викликам розвитку економічної системи України, потребам бізнесу та пріоритетам державної економічної політики, а також сприяє розвитку нового міждисциплінарного наукового напрямку, що поєднує фінанси, поведінкову економіку та стратегічний менеджмент.

Зв'язок теми дисертації з державними програмами, науковими напрямами Університету та кафедри.

Тема дисертації є актуальною з огляду на зростаючу потребу в опрацювання інструментарію розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, а також у своєчасній ідентифікації та оцінюванні поведінкових ризиків, що впливають на фінансову стійкість і здатність до сталого функціонування в умовах економічної невизначеності агропромислових підприємств. Обрана тема органічно вписується у наукові напрями Національного університету біоресурсів і природокористування України та виконана в межах ініціативної тематики «Фінансова стратегія сталого розвитку економіки України: інструменти, ризики та механізми адаптації» (номер державної реєстрації 0125U003409). У межах цієї наукової програми на виконання поставлених наукових завдань автором обґрунтовано теоретико-методичні засади розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, визначено аналітичний інструментарій їх оцінки, сформовано пріоритетні напрями розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів в контексті впливу на підвищення корпоративної стійкості агропромислових підприємств України в сучасних умовах.

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розроблення теоретико методичних засад та аналітичного інструментарію оцінки розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів в Україні, а також формування моделей і стратегічних рішень, спрямованих на підвищення корпоративної стійкості агропромислових підприємств в сучасних умовах.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- узагальнити теоретичні та методичні засади біхевіористичних корпоративних фінансів, визначити їхню сутність, еволюцію, ключові концепції та відмінності від класичних підходів до корпоративних фінансів;
- дослідити концептуальні основи розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів;

- ідентифікувати інструменти оцінювання поведінкової ефективності корпоративних фінансів та уточнити особливості їх застосування на підприємствах аграрного сектору економіки;
- оцінити вплив екзогенних факторів на поведінкові реакції підприємств аграрного сектору України, зокрема в умовах воєнних, економічних і логістичних шоків.
- проаналізувати біхевіористику підприємств аграрного сектору України та її вплив на фінансовий стан, виявити ключові поведінкові відхилення й пов'язані з ними ризики;
- оцінити фінансову стійкість агропромислових підприємств відповідно до корпоративної біхевіористики;
- розробити модель впливу якості корпоративного управління на фінансову стійкість агропромислових підприємств, яка враховує індивідуальні пороги чутливості до ризиків та адаптивні реакції менеджменту;
- сформулювати сценарні прогнози впливу макроекономічного тиску і корпоративної стійкості на фінансовий стан агропромислових підприємств;
- запропонувати стратегічні напрями розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, спрямовані на підвищення ефективності корпоративного управління та мінімізацію фінансових втрат у період дії екзогенних шоків.

Об'єктом дослідження є фінансова біхевіористика підприємств України, зокрема аграрного та агропромислового сектору, у процесі прийняття корпоративних фінансових рішень.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і прикладних засад формування та розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів, а також поведінкові детермінанти, моделі й інструменти, що

впливають на фінансову стійкість та ефективність підприємств аграрного сектору.

Методи дослідження. Методологічну основу роботи становлять загальнонаукові та спеціальні методи. Системний підхід застосовано для розгляду поведінкових фінансів як багаторівневої системи, у якій взаємодіють зовнішні, корпоративні та особисті чинники. Аналіз, синтез, індукція й дедукція використані при дослідженні теоретичних засад поведінкових упереджень. Еволюцію розвитку біхевіористичних фінансів, зіставлення формування зарубіжних та українських теоретико-методичних засад біхевіористичних фінансів, досліджено за допомогою ретроспективного й порівняльного аналізу. Наукова абстракція й моделювання знадобилися при розробці поняття коридору допустимих фінансових рішень. Економіко-статистичні методи - стандартизація показників, зважене агрегування й таксономічний аналіз за методом Хельвіга з відстанню Махаланобіса - застосовано для розрахунку індексів і коефіцієнтів стійкості. Емпіричною основою дослідження стала фінансова звітність семи агропромислових підприємств - AgroGeneration, Kernel, Agroton, ІМС, Astarta, KSG Agro, Ukrproduct Group - за 2018-2024 роки. Сценарні прогнози корпоративної стійкості до 2029 року побудовано методами числового моделювання.

Інформаційна база дослідження. Інформаційну базу дослідження становлять наукові праці українських і зарубіжних учених із поведінкової економіки та корпоративного управління. Використано офіційні дані Державної служби статистики України; Національного банку України; Міністерства економіки, довкілля та сільського господарства України. Окремо опрацьовано фінансову й нефінансову звітність досліджуваних підприємств, аналітичні матеріали Міжнародного валютного фонду, Світового банку та ФАО, а також галузеві дослідження агропромислового комплексу України.

Наукова новизна результатів полягає у формуванні цілісної концепції розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів в Україні, адаптованої до

умов воєнної та післявоєнної економіки, високої волатильності ринків і трансформації моделей корпоративного управління. Найважливіші наукові результати дисертаційного дослідження, що характеризуються науковою новизною та виносяться на захист, полягають у такому:

вперше:

- розроблено індекс індивідуального порогу чутливості, що визначає рівень зовнішнього тиску, за межами якого система управління підприємством уже не стримує поведінкових упереджень керівника. Використання цього індексу на рівні підприємства дає змогу завчасно оцінити, до якого типу фінансової поведінки перейде підприємство за визначених умов;

удосконалено:

- удосконалено поняття коридору допустимих фінансових рішень, яке на відміну від класичних моделей, що враховують лише ресурсні та регуляторні обмеження, дає змогу відрізнити фінансові рішення, які керівник змушений ухвалювати під впливом зовнішніх умов, від рішень, на які вплинули його власні страхи та поведінкові упередження;
- методичні підходи до визначення індексу жорсткості зовнішніх обмежень, який дає змогу комплексно оцінювати силу екзогенного тиску на підприємства аграрного сектору, що на відміну від чинних в Україні індикаторів фінансового стресу, орієнтованих переважно на стабільність банківської системи та нечутливих до стану експортної логістики, інтегрує п'ять ключових напрямів впливу й забезпечує точніше оцінювання умов, у яких формується фінансова поведінка підприємств;
- інструментарій визначення індексу якості корпоративного управління шляхом розширення його структури з чотирьох до восьми складових, що дає змогу повніше оцінити здатність системи корпоративного управління блокувати імпульсивні та необґрунтовані управлінські фінансові рішення, що є критично важливим у періоди високої невизначеності;

- методику таксономічного аналізу корпоративної стійкості, у межах якої до стандартного таксономічного коефіцієнта інтегровано показники фінансової стабільності підприємства та його здатності адаптивно змінювати структуру земельного банку, що надає: змогу сформувати типологію поведінкових реакцій підприємств; глибше розуміння механізмів їхньої поведінкової адаптації; надає змогу підвищити точність оцінювання корпоративної фінансової стійкості;

набуло подальшого розвитку:

- теоретичні підходи до визначення біхевіористичних корпоративних фінансів на основі проведення порівняльного аналізу зарубіжних і українських теоретико-методичних засад їх формування, у межах яких уточнено відмінності у домінуванні ключових поведінкових упереджень керівників, що дало змогу поглибити розуміння специфіки фінансових поведінкових реакцій менеджменту та адаптувати поведінкову реакцію до умов екстремальних зовнішніх шоків;
- теоретичні положення щодо ролі корпоративного управління у стримуванні фінансових поведінкових упереджень керівника, що дає змогу глибше пояснити механізми нейтралізації поведінкових ризиків і підвищення фінансової стійкості підприємств у кризових умовах.

Практичне значення одержаних результатів визначається потребою підприємств у нових підходах до управління фінансами, які враховують поведінкові реакції менеджерів, власників, працівників, контрагентів і споживачів. Розроблення моделей поведінковості агропромислових підприємств, оцінка індивідуальних порогів чутливості до ризиків, а також формування стратегічних напрямів підвищення корпоративної фінансової стійкості мають безпосереднє прикладне значення для підвищення ефективності фінансових управлінських рішень у реальному секторі економіки.

Результати дисертаційного дослідження в частині методичного підходу до розрахунку індексу якості корпоративного управління, що дає змогу оцінити здатність системи корпоративного управління блокувати необґрунтовані управлінські фінансові рішення та підвищити точність оцінювання корпоративної фінансової стійкості, впроваджено у практичну діяльність Державної наукової установи «Інститут модернізації змісту освіти» (довідка № 28.1/17-05 від 10.06.2026 р.) (додаток Г); у господарську діяльність членів громадської спілки «УКРСАДВИНПРОМ» (довідка № 26-47 від 09.06.2026 р.) (додаток В); у діяльності ТОВ «АГРОН-ТЕХ» (довідка №45/8 від 15 квітня 2026р.) (додаток А). Сформовані на основі дисертаційної роботи практичні рекомендації щодо ухвалення фінансових управлінських рішень в умовах зовнішніх обмежень дозволяють реалізувати низку організаційно-економічних заходів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості та конкурентоспроможності установи.

Результати дисертаційного дослідження впроваджено в навчальний процес Національного університету біоресурсів і природокористування України при викладанні дисциплін «Фінанси підприємств», «Корпоративні фінанси» в рамках підготовки здобувачів першого (бакалаврського) рівня вищої освіти зі спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок». Зокрема, при опрацюванні зазначених дисциплін використовуються положення дисертації щодо механізмів нейтралізації поведінкових ризиків і напрямів підвищення фінансової стійкості підприємств у кризових умовах (додаток Б).

Окремі науково-прикладні результати дисертації використовуються при викладанні дисципліни «Фінансовий менеджмент» у рамках підготовки здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти зі спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» (додаток Б). Зокрема, у навчальний процес інтегровано положення щодо інструментарію якості корпоративного управління і оцінки здатності системи корпоративного

управління блокувати імпульсивні та необґрунтовані управлінські фінансові рішення. Впровадження результатів дослідження підтверджено актом про впровадження/використання результатів дисертації здобувача ступеня доктора філософії в навчальний процес від 29 травня 2026 р.

Особистий внесок здобувача. Сформовані в дисертаційній роботі теоретико-методичні підходи, аналітичні інструменти та практичні рекомендації належать особисто автору, та є результатом його самостійних наукових розробок. Дисертація є самостійно виконаною та завершеною науковою працею. У дисертаційній роботі розв'язано важливе науково-прикладне завдання - обґрунтовано та розроблено поведінкові моделі корпоративних фінансів підприємств аграрного сектору України в умовах екзогенних шоків, зокрема воєнних, логістичних та макрофінансових. Наукові результати дисертаційного дослідження становлять внесок у розвиток теорії та методології поведінкових корпоративних фінансів, корпоративного управління, фінансової стійкості підприємств та аналітичних методів оцінювання фінансових реакцій бізнесу на кризові умови. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті ідеї, положення та результати, які одержані автором особисто.

Апробація результатів дослідження. Основні теоретичні положення, методичні розробки та практичні рекомендації дисертації обговорено на всеукраїнських і міжнародних науково-практичних конференціях, а також на семінарах кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України, а саме на: XIII Міжнародному фінансово-банківському форумі «Виклики сучасних фінансів - ризики, стратегії, перспективи» (м. Варшава, Польща, 25-26 листопада 2021 року); IV Міжнародній економічній конференції «Конкурентоспроможність і сталий розвиток» (м. Кишинів, Молдова, 3-4 листопада 2022 року); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених та студентів «Економічні дні - 2024» (м. Київ, 10 квітня 2024 року); Міжнародній науково-практичній

конференції «AGRICULTURAL AND FOOD ECONOMICS - 2024» (м. Київ, 19-20 вересня 2024 року); XXII Міжнародній науково-практичній конференції «Конкурентоспроможність національної економіки» (м. Київ, 16-17 жовтня 2025 року).

Публікації. За результатами дисертаційної роботи опубліковано 8 наукових праці, у тому числі 3 статі у фахових виданнях України та 5 тез доповідей на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях, які відображають основні результати дослідження.

Обсяг і структура дисертаційної роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Перший розділ присвячено теоретичним засадам біхевіористичних корпоративних фінансів, а саме генезису дисципліни, порівняльному аналізу національних і зарубіжних парадигм та розробленню методологічного апарату. Другий розділ містить емпіричний аналіз корпоративної поведінковості семи агропромислових холдингів та оцінювання економічної ефективності галузевих рішень. Третій розділ присвячено мінімізації втрат, апробації моделі корпоративної поведінковості та сценарному прогнозуванню до 2029 року. Загальний обсяг дисертаційної роботи 244 сторінок. Робота містить 19 таблиць та 49 рисунків. Список використаних джерел налічує 153 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ І МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

1.1. Сутність і характеристика біхевіористичних корпоративних фінансів

Класична теорія корпоративних фінансів сформувалася на основі праць Ф. Модільяні, М. Міллера та Ю. Фама [28; 52; 54; 55]. Її центральне припущення полягає в існуванні раціонального учасника ринку, який володіє всією необхідною інформацією, зважує ризики й дохідність та обирає рішення, що забезпечує максимізацію вартості для акціонерів. Ризики в цій теорії можна виміряти, а ринки повною мірою відображають інформацію через ціни активів [29]. Систематичних помилок керівників вона не передбачає: окремі відхилення вважаються випадковими і взаємно компенсуються [70]. Проте війна, монетарні шоки та регуляторна нестабільність руйнують цю картину. Керівник ухвалює рішення в умовах дефіциту часу, неповної інформації та впливу емоцій [65]. Саме цей розрив між теорією і реальністю зумовив появу поведінкових підходів у корпоративних фінансах - від математичних формул увагу дослідників було перенесено на людські помилки й особистісні характеристики тих, хто ухвалює рішення [9].

У підрозділі простежено, як розвивалися поведінкові корпоративні фінанси, що саме мають на увазі під поведінковими помилками керівників і яку роль у формуванні рішень відіграє корпоративне управління.

Поведінкові корпоративні фінанси постали на перетині економічної теорії, когнітивної психології, соціології та теорії ігор. Їхнє становлення доцільно простежити поетапно. Спочатку увага була зосереджена на поведінці окремої людини, далі - на реакціях фінансових ринків, і лише згодом вона перейшла до рішень усередині підприємства (рис. 1.1).

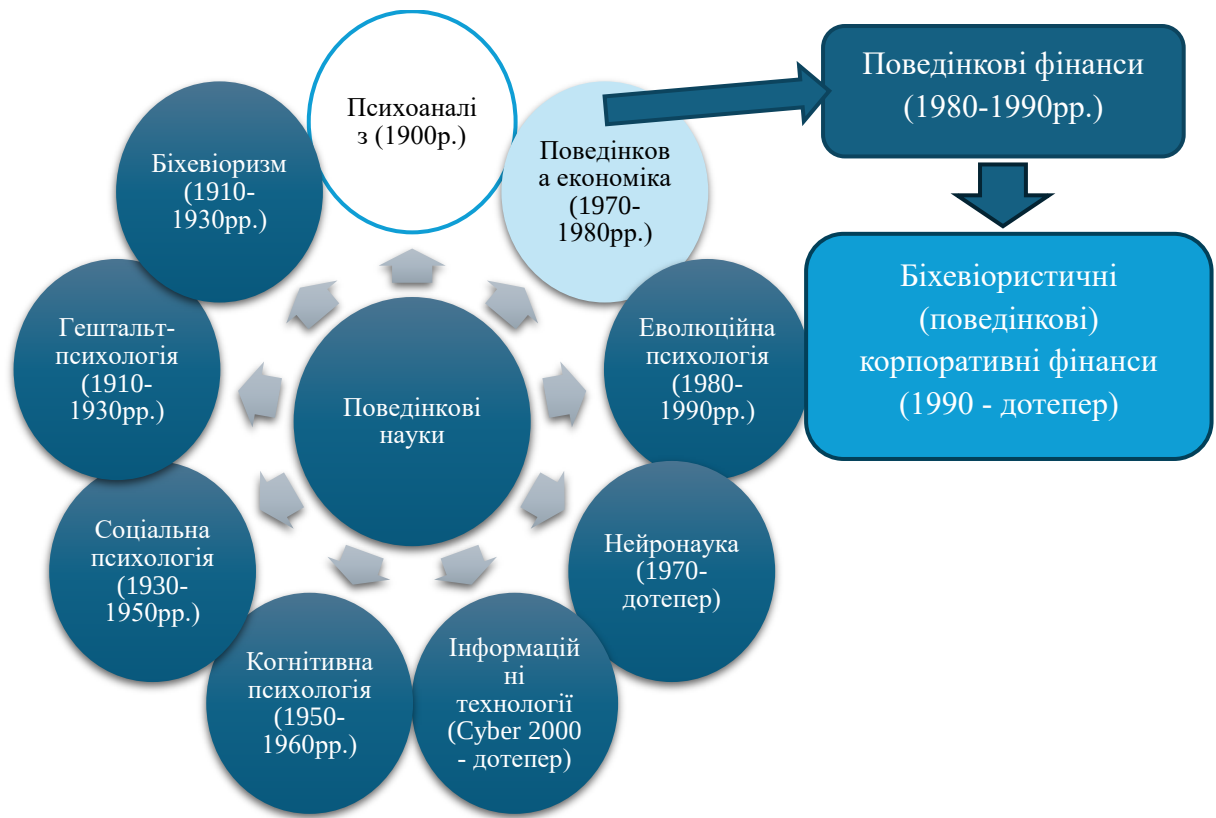


Рис.1.1. Послідовність формування теорії біхевіористичних (поведінкових) корпоративних фінансів

**Джерело: складено автором на основі джерел [9; 28; 29; 52; 54; 55; 65; 70]*

Витоки напряму закладено у поведінковій економіці. У 1955 році Г. Саймон сформулював ідею обмеженої раціональності: можливості людини обробляти інформацію не є безмежними, тому під час розв'язання складних завдань вона спирається на спрощені правила й шукає не найкраще, а лише прийнятне рішення [71; 72]. Через двадцять чотири роки, у 1979-му, Д. Канеман та А. Тверські запропонували теорію перспектив. Вона стала альтернативою теорії очікуваної корисності й ґрунтувалася на трьох основних ідеях. Перша - людина оцінює фінансовий результат не за абсолютною сумою, а відносно певної точки відліку; друга - біль від втрати приблизно вдвічі більший за задоволення від такого самого виграшу; Третя - ставлення до ризику є асиметричним: у зоні прибутків люди ризику уникають, у зоні збитків, навпаки, ідуть на нього [37; 83]. У 1980-1990-х роках на цьому науковому ґрунті сформувалися поведінкові фінанси. Р. Шиллер, Р. Талер та

А. Шлейфер перенесли психологічні висновки на фінансові ринки й довели, що ціни активів можуть тривалий час відхилятися від справжньої вартості через настрої інвесторів та ефект натовпу [24]. Окремо варто згадати теорію меж арбітражу А. Шлейфера. Згідно з нею навіть раціональні учасники ринку не завжди здатні виправити цінові викривлення, оскільки арбітраж є витратним, пов'язаний з ризиком і потребує більше часу, ніж зазвичай має доступ до капіталу [70]. Наприкінці 1990-х - на початку 2000-х років із поведінкових фінансів виокремилися поведінкові корпоративні фінанси. Якщо класичні поведінкові фінанси досліджують поведінку інвесторів, то новий напрям зосередився на тому, що відбувається всередині підприємства. У центрі уваги - рішення керівників щодо структури капіталу, випуску акцій, дивідендів, капітальних інвестицій, а також злиттів і поглинань [12]. Теоретичний фундамент цього напрямку закладено у працях М. Бейкера, Дж. Вурглера, Р. Рубака та Дж. Стайна. Періодизація на рисунку 1.2 показує, що напрям пройшов шлях від фіксації окремих психологічних аномалій до формування економіко-математичних моделей корпоративної поведінки.

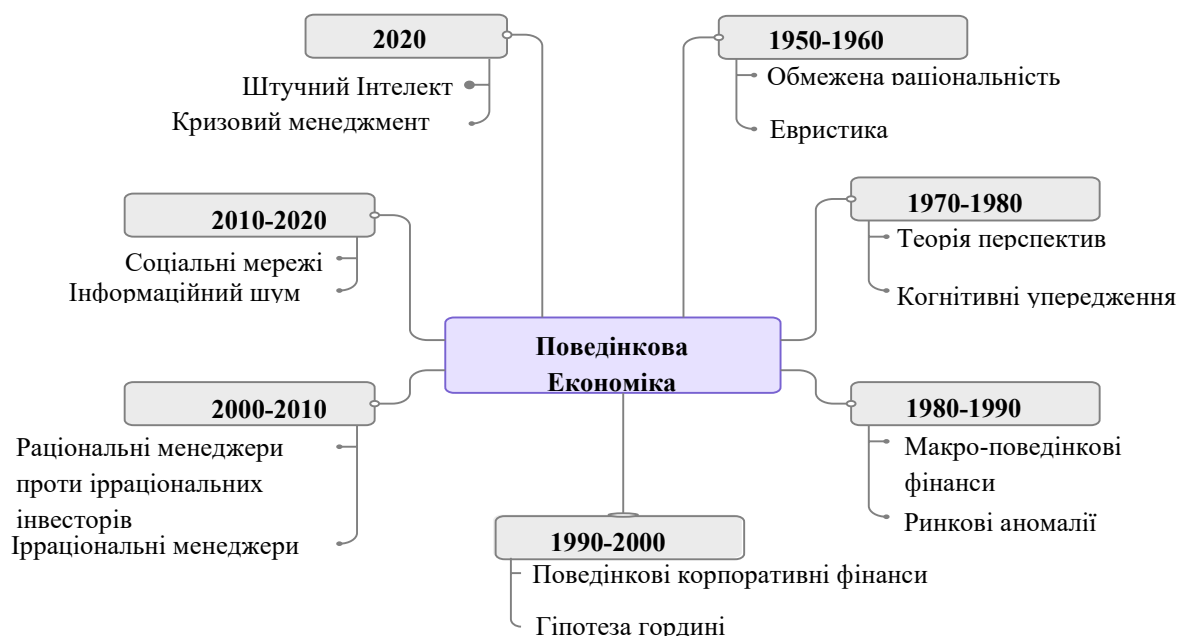


Рис 1.2. Періодизація формування поведінкових корпоративних фінансів на основі інтеграції суміжних дисциплін

** Узагальнено автором на основі [12; 24; 37; 71]*

Періодизація на рисунку 1.2 показує, що напрям пройшов шлях від фіксації окремих психологічних аномалій до формування економіко-математичних моделей корпоративної поведінки. Сучасний етап зосереджений на питанні, як саме систематичні когнітивні помилки керівництва закріплюються в корпоративній політиці та яким чином система корпоративного управління стримує або посилює їхній вплив через склад наглядової ради, якість зовнішнього аудиту й наявність профільних комітетів [16].

Внутрішня структура поведінкових корпоративних фінансів сформувалася у працях М. Бейкера та Дж. Вурглера (2004, 2012), які виокремили два теоретичні підходи до пояснення взаємодії менеджменту й капіталу [11].

Перший підхід характеризується раціональними менеджерами та ірраціональними інвесторами й припускає, що інвестори на фінансових ринках діють під впливом психологічних упереджень, надмірно реагують на короткострокові новини та формують ринковий сентимент, який зміщує ціни акцій від їхньої фундаментальної вартості. Менеджери в цій моделі залишаються раціональними. Вони мають доступ до внутрішньої інформації, бачать ринкову неефективність і використовують її в інтересах підприємства. Це проявляється у двох типових формах поведінки: по-перше, у виборі моменту для операцій з капіталом, коли нові акції розміщуються в періоди завищеної ринкової оцінки, а викуп власних акцій здійснюється в періоди заниження [12]; по-друге, у підлаштуванні корпоративної політики під поточні очікування інвесторів через зміну дивідендних виплат, дроблення акцій чи позиціонування компанії як такої, що відповідає актуальним ринковим трендам, без зміни фундаментальної діяльності [10]. В умовах повоєнного відновлення цей механізм пояснює поведінку агропромислових підприємств, які використовують екологічну та цифрову риторику для залучення субсидованих кредитів і донорського фінансування [59].

Характерною рисою другого підходу є ірраціональність менеджерів, що переносить акцент на внутрішні процеси підприємства. Він ґрунтується на припущенні, що навіть за умов ефективного зовнішнього ринку керівники можуть систематично ухвалювати рішення, які знижують вартість компанії, через когнітивні похибки та емоційні чинники, що впливають на сприйняття інформації [51].

Одним з перших цей напрям розвинув Р. Ролл (1986), запропонувавши гіпотезу гордині для пояснення систематичних переплат під час угод злиття та поглинання. Керівники, схильні до надмірної впевненості, переоцінюють власну здатність отримати синергетичний ефект від придбаних активів і відкидають об'єктивні оцінки [61].

У. Мальмендіер та Дж. Тейт (2005) емпірично підтвердили, що такі генеральні директори переінвестують вільні грошові потоки у внутрішні проєкти за наявності ліквідності й скорочують інвестиції, коли виникає потреба у зовнішньому фінансуванні, оскільки вважають вартість зовнішнього капіталу завищеною [50].

Дж. Стайн (2003) показав, що розподіл капіталу між підрозділами підприємства часто не відповідає критерію максимізації чистої приведеної вартості, а визначається внутрішньою боротьбою керівників підрозділів за ресурс, унаслідок чого збиткові підрозділи фінансуються за рахунок рентабельних [64].

Поведінкова парадигма відрізняється від класичної не лише припущеннями, а й самим уявленням про природу підприємства.

Якщо класична модель розглядає фірму як автоматичний механізм перетворення ресурсів на фінансові рішення задля максимізації прибутку, то поведінковий підхід трактує її як організацію, у якій будь-яке рішення проходить через фільтри людського сприйняття, когнітивних похибок та інституційних обмежень. Порівняння базових припущень обох парадигм наведено на рисунку 1.3.

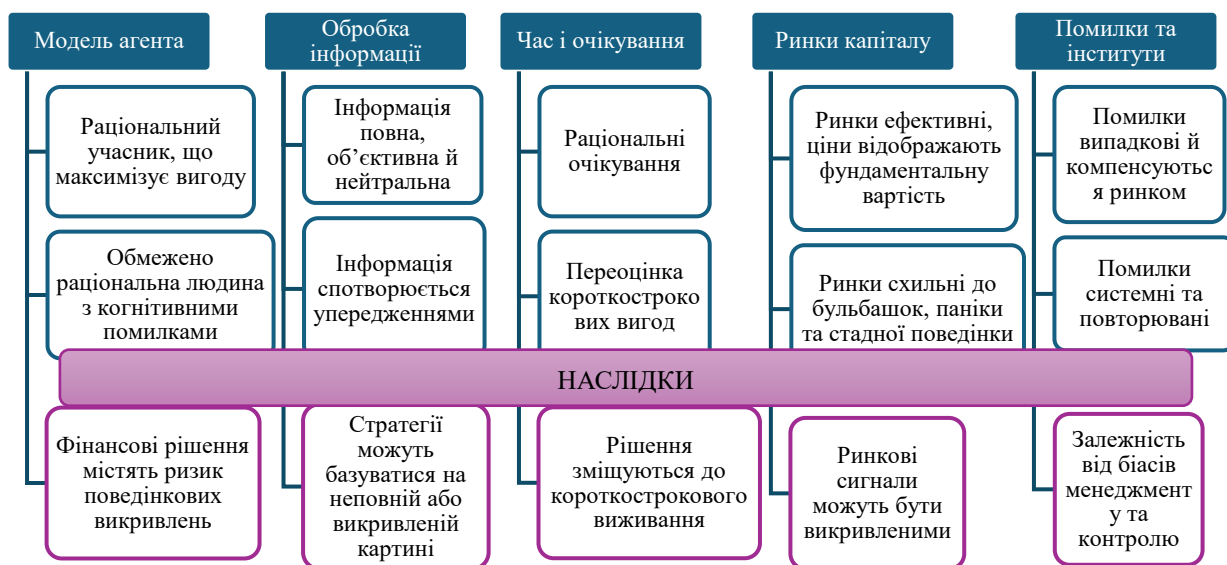


Рис. 1.3. Відмінності між класичною та поведінковою парадигмами

**Джерело: синтезовано, структуровано та розширено автором на основі [10; 12; 50; 51; 59; 61; 64]*

Із порівняння, наведеного на рисунку 1.3, випливає, що у вхідних умовах фінансової моделі реального підприємства завжди присутня конфігурація поведінкових похибок. У межах даного дослідження похибка поведінки визначається як стійке систематичне відхилення фінансового рішення керівника від нормативної моделі раціонального вибору, зумовлене когнітивними, емоційними та мотиваційними механізмами, що активуються в конкретному інституційному середовищі та в умовах макроекономічного стресу [15].

На поведінковий профіль підприємства впливають три групи чинників: когнітивні, емоційні та мотиваційні. Когнітивні чинники описують те, як керівник сприймає й обробляє економічну інформацію. До них належить, зокрема, ефект якоря: перша отримана цифра фіксується у свідомості як орієнтир, і всі подальші розрахунки підлаштовуються під неї. Наприклад, торішній бюджет стає опорою для поточного навіть тоді, коли ринкові умови суттєво змінилися. Поряд діє евристика доступності: керівник ухвалює рішення на основі кількох нещодавніх випадків, які легко спадають на думку, замість того щоб проаналізувати всю наявну інформацію. Часто проявляється

й упередження підтвердження: керівник свідомо чи несвідомо шукає аргументи на користь уже обраного курсу та ігнорує ті, що йому суперечать. Крім того, у командах виникає групове мислення - прагнення зберегти злагоду навіть ціною критичного аналізу. У такому стані компанія повторює дії конкурентів попри власні розрахунки, які свідчать про високий рівень ризику [20; 34].

Емоційні чинники активізуються тоді, коли час обмежений, ситуація є невизначеною, а відповідальність має персональний характер. У такі моменти страх або ейфорія змінюють схильність до ризику. Найстійкішим з емоційним ефектом є відраза до втрат. Через неї керівництво може утримувати збитковий проєкт чи не вигідний контракт довше, ніж це є економічно доцільним, оскільки закриття проєкту публічно фіксує поразку.

Мотиваційні чинники пов'язані з тим, як побудована система винагороди та наскільки інтереси керівника узгоджуються з інтересами власників.

Керівник, чий бонус залежить від результатів поточного року, поводитиметься інакше, ніж той, діяльність якого оцінюється за капіталізацією компанії впродовж кількох років і який володіє часткою в ній.

Так само відрізняється поведінка в різних корпоративних культурах: там, де помилка означає звільнення, домінує перестраховування; там, де помилки сприймаються як невід'ємна складова діяльності, керівник зберігає здатність ухвалювати сміливі рішення навіть в умовах кризових потрясінь (рис. 1.4).

Поведінкові корпоративні фінанси розглядають ухвалення рішень через взаємодію двох рівнів управління - корпоративного та організаційного. Корпоративний рівень охоплює стратегічні рішення, що визначають довгострокову траєкторію підприємства, а саме: вибір напрямів розвитку, угоди злиття і поглинання, структуру капіталу, рівень фінансового важеля та дивідендну політику.

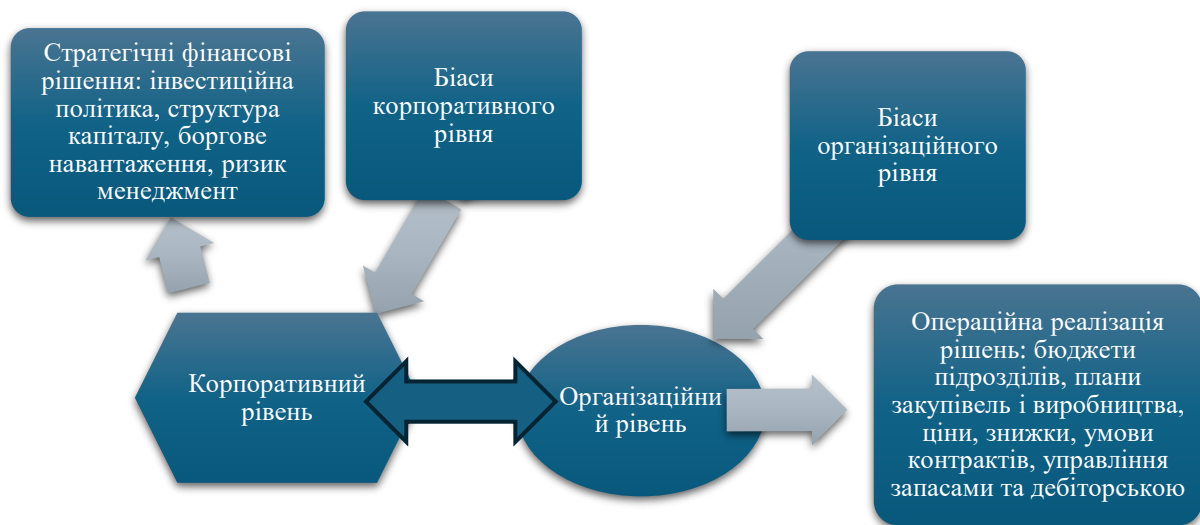


Рис.1.4. Зіставлення корпоративного та організаційного рівнів у формуванні поведінкових корпоративних фінансів

**Джерело: складено автором на основі [20; 34; 82]*

На цьому рівні діють наглядова рада, рада директорів і вище керівництво - генеральний та фінансовий директори. Їхні поведінкові похибки формують загальний контур фінансових рішень підприємства й значною мірою залежать від якості роботи наглядової ради.

Організаційний рівень трансформує стратегічні орієнтири у щоденну управлінську практику - формування бюджетів підрозділів, графіки закупівель, політику знижок, управління запасами та оборотним капіталом. Тут діють менеджери середньої ланки, фінансові контролери та керівники департаментів. Формально вони виконують директиви керівництва, однак на практиці їхнє сприйняття ситуації та відповідальність за результат коригують первинні рішення. На цьому рівні загострюється агентський конфлікт. Наприклад, керівник логістики може завищувати обсяги закупівель транспорту чи сировини для власного підрозділу, аби уникнути дефіциту, - це локально вигідно для нього, але на рівні підприємства спричиняє касові розриви та заморожує ліквідність у запасах [64]. У результаті формується двошарова структура поведінкових відхилень: корпоративний рівень задає напрям можливих відхилень, а організаційний переносить їх в операційний потік,

посилюючи або спотворюючи первинний задум.

Огляд опрацьованих джерел показує, що сутність поведінкових корпоративних фінансів у науковій літературі тлумачиться неоднорідно. У зарубіжній традиції М. Бейкер та Дж. Вурглер визначають цей напрям як емпіричну субдисципліну, яка пояснює відхилення корпоративних рішень від нормативно оптимальних через два паралельні канали - психологічні упередження менеджменту та ірраціональність зовнішніх інвесторів [9]. Р. Ролл подає предмет дослідження кризь призму гіпотези гордині під час злиттів, тоді як У. Малмендє та Дж. Тейт фокусуються на надмірній самовпевненості керівників вищої ланки [50]. У підходах Д. Канемана, А. Тверскі та Р. Талера сутність дисципліни виводиться зі сфери психології ухвалення рішень в умовах ризику. Вітчизняна наукова традиція тлумачить поведінкові фінанси менш формалізовано: наприклад П. Нікіфоров і М. Марич розглядають їх як інструмент виявлення упереджень у фінансовій системі загалом, а Т. Повод - як науку про діалектичне поєднання раціональних та ірраціональних компонентів фінансової поведінки; Н. Давиденко з колегами зосереджуються на впливі когнітивних викривлень на фінансові рішення суб'єктів економіки [107].

Спільне у цих трактуваннях полягає у тому, що поведінкові корпоративні фінанси зводяться або до переліку особистих помилок керівника, або до фіксації відхилень від раціональних моделей. Поза увагою лишається інституційне середовище, у якому такі помилки виникають, нейтралізуються або, навпаки, посилюються. Жоден із підходів не дає чіткої межі між тим, що керівник змушений зробити через зовнішні обставини, і тим, що відображає його суб'єктивну реакцію. Для української економіки, де воєнні, монетарні та логістичні шоки накладаються на слабкі інституції, ця прогалина має принципове значення. На нашу думку цільова спрямованість корпоративних фінансів - обґрунтувати напрями ухвалення фінансових рішень підприємства під впливом трьох груп чинників.

Поведінкові корпоративні фінанси - це галузь корпоративних фінансів, яка досліджує, як підприємство ухвалює фінансові рішення під впливом трьох груп чинників. Перша - зовнішній економічний тиск: війна, монетарні та інфляційні шоки, розриви логістики. Друга - якість корпоративних інститутів: склад наглядової ради, прозорість, процедури ухвалення рішень, аудиторський та кредиторський контроль. Третя - особисті риси керівників: їхня толерантність до ризику, схильність уникати втрат, мотиваційний профіль. У такому підході корпоративні інститути - це не зовнішній фон, а ключовий фільтр, від якого залежить, чи перетвориться особиста помилка керівника на фактичне рішення підприємства.

Визначальним є розмежування між вимушеною адаптацією підприємства й поведінковим залишком коридору допустимих фінансових рішень - без такого розмежування пояснити фінансову поведінку компаній під час війни, та після неї, неможливо. Нарешті, національне інституційне середовище трактується не як побіжний контекст, а як складова самого предмета дисципліни. Це дозволяє пристосувати зарубіжні теорії до української практики, не втрачаючи їх наукової строгості. Таким чином, біхевіористичні корпоративні фінанси базуються на комплексному поєднанні вихідних положень фундаментальних концепцій та принципів фінансової теорії, теоретичних основ психології і теоретичних основ управління фінансовими відносинами підприємства. Біхевіористичні корпоративні фінанси досліджують інструментарій впливу психологічних та управлінських методів, інструментів і важелів на раціональність (ірраціональність) прийняття фінансових рішень, спрямованих на функціонування фінансових ресурсів підприємства задля досягнення його стратегічних цілей.

Особливо значущими поведінкові корпоративні фінанси стають в умовах шоків, війни та повоєнного відновлення. Класична теорія капіталу не пояснює очевидного парадоксу. За однакових зовнішніх умов - інфляційного стрибка, руйнування експортної логістики, девальвації гривні чи різкого підвищення

облікової ставки - одні підприємства продовжують діяти зважено, перебудовують бізнес-модель і вкладають у розвиток, тоді як інші, часто навіть більші за розміром, припиняють активні дії, накопичують кошти на рахунках і опиняються на межі банкрутства [18]. Розв'язання цього парадоксу і становить основу роботи.

Теоретичне підґрунтя для аналізу нестабільності та циклічності криз закладено у працях Дж. М. Кейнса. У «Загальній теорії зайнятості, відсотка і грошей» (1936) він обґрунтував роль «життєлюбних духів» - нерациональних хвиль оптимізму та песимізму, що визначають довгостроковий інвестиційний цикл у ринковій економіці [38]. Х. Мінські у гіпотезі фінансової нестабільності розвинув цю логіку та показав, що тривалі періоди стабільності породжують у керівництва надмірну впевненість і поступову зміну структури фінансування - від обережного до спекулятивного, а далі до такого, що сам генерує ризик неплатоспроможності й завершується фінансовим зривом [53]. У контексті повоєнної відбудови особливе значення має еволюція макроекономічних очікувань. К. Ромер та Д. Ромер у дослідженні розвитку економічного знання показали, що повоєнна стабілізація рідко була результатом готових математичних моделей; вона зазвичай ставала наслідком поступової зміни переконань самих політиків, регуляторів та керівників підприємств і подолання їхніх когнітивних помилок [62]. У. Мальмендієр додатково встановила, що керівники, які у молодому віці пережили війну або гіперінфляцію, формують зміщений профіль сприйняття ризику порівняно з тими, хто розвивався в стабільних умовах: вони можуть бути як надмірно обережними, так і, навпаки, більш схильними до ризику в окремих ситуаціях [51]. Макрофінансові обмеження - стиснення кредитування й падіння вартості застави, додатково посилюють вплив шоку на баланси підприємств [18].

Підсумовуючи, біхевіористичні корпоративні фінанси - це важлива частина фінансової науки і практики, що досліджує причинно-наслідкові зв'язки макроекономічних шоків, інституційні особливості підприємства та

особисті риси керівника. Корпоративне управління виконує функцію фільтра: саме воно визначає, наскільки сильно особиста помилка керівника відбиватиметься на фінансовій результативності компанії. Поведінкова помилка, на нашу думку - це стійке відхилення фінансового рішення керівника від раціонально обґрунтованого, зумовлене особистісними, емоційними та мотиваційними причинами, що проявляються у конкретному корпоративному середовищі. У літературі виокремлюють два теоретичні підходи до взаємодії керівників і капіталу: «раціональні керівники - ірраціональні інвестори» і «ірраціональні керівники». Для українського аграрного сектору з його залежністю від погодних умов та переважно приватною формою власності більш релевантним є другий підхід. Канал «керівник - ринкова ціна» в Україні фактично не працює, тоді як канал «керівник - внутрішні фінансові рішення» залишається повністю активним.

Отже, цільова спрямованість корпоративних біхевіористичних фінансів - обґрунтування фінансових рішень підприємства через взаємодію зовнішнього тиску, корпоративного управління та біхевіористичних характеристик керівництва.

Біхевіористичні помилки керівників не виникають ізольовано: їхній прояв залежить від якості корпоративного управління та двошарової структури ухвалення рішень - корпоративної та організаційної. Саме система управління визначає, чи буде індивідуальна помилка керівника трансформована у фактичне фінансове рішення підприємства.

1.2. Концептуальні основи розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів

У попередньому підрозділі простежено формування поведінкових корпоративних фінансів, та показано, чому класична теорія раціональних ринків не пояснює реальної поведінки керівників. Наступний крок -

розглянути, як саме поведінкові підходи переходять у щоденну практику корпоративного управління. Особливої ваги це питання набуває в умовах війни, коли класичні моделі максимізації вартості (метод чистої приведеної вартості, модель оцінки капітальних активів, теорія Модільяні - Міллера) втрачають значну частину своєї пояснювальної здатності.

Мета цього підрозділу - порівняти зарубіжні та українські підходи до поведінкових корпоративних фінансів, виявити їх особливості й окреслити напрям теоретичного синтезу, придатного для умов воєнного та повоєнного періоду в Україні. Такий синтез потрібен для переходу в наступних розділах від описових характеристик до конкретних кількісних показників поведінкової вразливості підприємств.

Для аграрного сектору цей синтез має додаткове підґрунтя. У праці О. Лемішко, З. Тітенко та Н. Шевченко доведено, що поведінкова економіка є дієвим інструментом удосконалення фінансової політики саме в аграрній сфері України, де рішення виробників особливо чутливі до зовнішнього тиску, ринкових настроїв і когнітивних викривлень [47].

Зарубіжна наукова традиція розглядає поведінкові корпоративні фінанси як добре сформовану дисципліну з міцним емпіричним та математичним фундаментом.

Становлення біхевіористичних корпоративних фінансів відбувалося поетапно - від простої фіксації психологічних відхилень до включення когнітивної психології в економетричні моделі ціноутворення активів, структури капіталу та інвестиційної політики.

У сучасному вигляді цю традицію зручно поділити на три хвилі (рис. 1.5), кожна з яких висвітлює окремий аспект корпоративної ірраціональності.

Рисунок 1.5 фіналізує, що якість корпоративних рішень залежить від трьох чинників: ринкової ірраціональності, когнітивних упереджень менеджменту та сили корпоративних інституцій.



Рис 1.5. Класифікація хвиль сучасної поведінкової архітектури

**Виведено автором на основі [9; 11; 65]*

Першу хвилю - «раціональні керівники, ірраціональні ринки» - закладено у працях М. Бейкера та Дж. Вурглера, які описали явище підстроювання підприємств під ринкові настрої та поведінкове формування структури капіталу. У цьому підході вихідне припущення таке: фінансові ринки часто є неефективними, періодично хитаючись між ейфорією (ціновими бульбашками) та панічними розпродажами. Ці коливання спричиняє стадна поведінка непоінформованих інвесторів - явище, яке Р. Шиллер назвав «ірраціональною ейфорією».

Керівники в цій моделі вважаються раціональними учасниками. Маючи внутрішню інформацію про справжню вартість компанії, вони використовують ринкові настрої на користь акціонерів. Стратегічні рішення підприємства ухвалюються залежно від того, у якій фазі перебуває ринок. Випуск нових акцій або первинне публічне розміщення зазвичай відбувається на піку оптимізму, коли інвестори переоцінюють компанію. Зворотний викуп акцій - навпаки, у періоди надмірного песимізму, коли акції недооцінені.

Структура боргу теж залежить від ринкових настроїв: керівники обирають короткостроковий або довгостроковий випуск облігацій залежно від того, яка частина кривої дохідності зараз найбільше викривлена поведінковими чинниками.

Окремий пласт першої хвилі - теорія підлаштування під смаки інвесторів. Підприємство свідомо змінює свою політику відповідно до тимчасових настроїв ринку. Наприклад, якщо інвестори надмірно цінують компанії, що виплачують дивіденди (так звана «дивідендна премія»), керівник запускає виплати навіть тоді, коли з погляду оподаткування це є не вигідним. У сучасних умовах 2024-2026 років те саме явище проявляється у формальному, часто декларативному впровадженні політик сталого розвитку або у демонстративному використанні термінології штучного інтелекту - переважно заради привабливості для відповідної категорії інвесторів.

Друга хвиля переключила увагу із зовнішніх ринків на події всередині самої компанії. У ній керівник перестає бути ідеальним раціональним учасником і визнається носієм власних когнітивних помилок. Цей підхід сформували передусім Г. Шефрін, У. Мальмендієр та Дж. Тейт. Їхні дослідження показують, як особисті риси керівника спотворюють класичні моделі капітального бюджетування.

Центральне місце тут посідає поняття надмірної самовпевненості та похідна від нього гіпотеза гордині, яку вперше сформулював Р. Ролл під час аналізу ринку корпоративного контролю. Емпіричні дослідження показують, що керівники із завищеною самооцінкою з року в рік переоцінюють майбутні грошові потоки від своїх інвестицій і водночас недооцінюють макроекономічні ризики. Це породжує дві типові ситуації, які руйнують вартість підприємства.

Перша - переінвестування. Коли у компанії достатньо власних коштів, надмірно впевнений керівник кидається у швидку експансію, вкладаючи гроші в проєкти з від'ємною чистою приведеною вартістю. Особливо помітно це у злиттях і поглинаннях, коли керівництво переплачує захмарні премії за

компанію-ціль, помилково вірячи у вигоди, яких ніхто інший не побачив. В аграрному секторі ця сама модель проявляється у нестримному розширенні земельного банку без огляду на ефективність обробітку.

Друга - недоінвестування. Коли власних коштів уже бракує, ті самі керівники відмовляються залучати зовнішній акціонерний капітал. Вони суб'єктивно переконані, що ринок недостатньо цінує їхнє керівництво, тому будь-який зовнішній капітал здається їм надто дорогим. У результаті відкидаються навіть життєво потрібні проєкти модернізації - щоб не розмивати власну частку і не втрачати контроль.

Окремий вплив на корпоративні рішення має теорія перспектив Д. Канемана та А. Тверські, насамперед - явище уникнення втрат. У складних умовах війни, гіперінфляції або розриву логістики страх публічно зафіксувати збиток змушує керівників тримати безперспективні активи і далі фінансувати провальні напрями (так звана омана незворотних витрат). Замість болісної реструктуризації керівництво поступово виснажує оборотний капітал, що з часом підриває стійкість підприємства. Найновіші зарубіжні дослідження 2024-2026 років концентруються на соціальній динаміці, нейроекономіці та інституційних способах зменшення впливу когнітивних помилок. С. Нагель, К. Камерер, М. Бруннермайєр та Л. Граф-Влахі довели, що поведінка підприємства залежить не лише від рис окремого керівника, а й від групового мислення ради директорів і так званої макроекономічної пам'яті організації. Саме тому виокремлюємо третю хвилю - інституційну пам'ять, групове мислення та зменшення впливу упереджень.

Для тематики повоєнного відновлення особливо цінною є концепція «шрамів минулого». Керівники, які у молоді роки пережили глибокі кризи, війну чи гіперінфляцію, надалі поведуться надмірно консервативно. Така поведінкова пам'ять змушує їх уникати оптимального рівня боргу, накопичувати завеликі обсяги готівки на рахунках і відхиляти перспективні інноваційні проєкти через підсилений страх повторення катастрофи [51].

Сьогодні і практика, і академічна думка за кордоном перемістили акценти зі звичайної фіксації помилок на пошук способів їх стримування на рівні корпоративних інститутів. Серед таких засобів - створення незалежних, фахово й гендерно різноманітних рад директорів, залучення зовнішнього аудиту найвищого рівня, попередній аналіз можливого провалу при ухваленні великих інвестиційних рішень, а також продумана побудова мотиваційної політики, що підштовхує керівника до зважених рішень. Узагальнення цих підходів подано на рис. 1.6.



Рис.1.6. Основні сегменти зарубіжних наукових підходів до корпоративної біхевіористики

**Джерело: узагальнено та розроблено автором на основі [9; 50; 65]*

Як видно з рис. 1.6, зарубіжні підходи поступово перейшли від аналізу ірраціональності ринку до вивчення помилок самого керівництва та ролі корпоративних інституцій у стримуванні цих помилок.

Зарубіжна наука формувалася в умовах відносно стабільних інституцій і ринків капіталу, де основним викликом були хіба що циклічні бульбашки. Українська ж традиція поведінкових корпоративних фінансів виростала зовсім в іншому середовищі - в умовах постійних макроекономічних потрясінь. Гіперінфляція 1990-х років, слабкість інституцій, кризи 2008 і 2014 років і,

нарешті, шок повномасштабної війни з 2022 року поступово змінили акценти в роботах українських дослідників [133].

Українська наукова традиція має кілька своїх особливостей. Одну з вихідних рамок для дискусії заклала праця П. Нікіфорова та М. Марич. У ній поведінкові фінанси розглядаються як інструмент виявлення й коригування упереджень у різних, але взаємопов'язаних сегментах фінансової системи - від рішень домогосподарств до державного регулювання та корпоративного управління. Автори справедливо зазначають, що українські підприємства мають використовувати поведінковий підхід не стільки для гри проти ірраціональності конкурентів, скільки для внутрішнього аудиту та роботи з власним керівництвом. Водночас корпоративний вимір у їхніх роботах окреслено радше як перспективний напрям, а не як завершену концепцію з розвиненим математичним апаратом.

Зокрема, Т. Повод пропонує розглядати поведінкові фінанси як науку про поєднання раціональних та ірраціональних складових фінансової поведінки [140]. Такий понятійний каркас відкриває можливість описувати поведінкові відхилення через набір емпіричних ознак і вимірювати їх на рівні корпоративних інвестиційних рішень. Публікації Національного банку України, присвячені еволюції макроекономічного аналізу, фактично легітимізували поведінковий підхід у вітчизняному академічному та регуляторному середовищі. Зокрема, в них підкреслено значення цього підходу для дослідження структури корпоративного боргу в умовах кризи [122].

Прикладний блок представлений працями Н. Давиденко з колегами: досліджуючи вплив поведінкових фінансів на споживчі рішення, вони фіксують, як когнітивні помилки змінюють реакцію на ризик. Ці висновки можна екстраполювати й на аналіз поведінки фінансових керівників великих корпорацій [107].

Цю лінію продовжують праці О. Лемішко: на матеріалах українських

домогосподарств вона разом із Н. Давиденко простежує, як цифровізація змінює фінансову поведінку та підсилює окремі когнітивні викривлення [109]. В іншій роботі О. Лемішко показує, як фінансові технології трансформують самі засади поведінкових фінансів, відкриваючи нові канали впливу на рішення керівників [45].

Окрему лінію становлять праці 2024-2026 років, у яких поведінкові фінанси переплітаються з тематикою макроекономічних криз і воєнних шоків. У дослідженнях поведінкової економіки в умовах війни емоційний стан, хронічна втома, «ефект виживання» та недовіра до державних інститутів розглядаються як ключові чинники, що деформують економічні рішення бізнесу. Звідси випливає прямий зв'язок із проблематикою повоєнної стабілізації корпоративного сектору. Саме на цьому етапі поведінкові викривлення керівників, зокрема надмірне прагнення до самофінансування й відмова від інновацій, стають серйозною загрозою для стійкості підприємств і потребують окремого теоретичного та математичного опису.

Попри суттєві досягнення, аналіз української літератури виявляє відчутний методичний розрив. Українські дослідження переважно залишаються в межах описового аналізу когнітивних помилок. Вони добре фіксують наявність емоційної втоми та ірраціональності, але здебільшого не пропонують економетричних інструментів чи математичних моделей.

Без таких інструментів неможливо відокремити поведінковий залишок від рішень, які є вимушеною раціональною реакцією на жорсткий зовнішній шок - наприклад, руйнування логістики чи підвищення облікової ставки НБУ до 25%.

У Таблиці 1.1 наведено систематизоване зіставлення ключових відмінностей між національними та зарубіжними концептуальними засадами, що дозволяє чітко окреслити вектор необхідного теоретичного синтезу. Пряме перенесення західних поведінкових моделей на український ґрунт без необхідних поправок є методично помилковим.

**Порівняльна характеристика національних та зарубіжних
концептуальних засад корпоративної біхевіористики**

Фактори і критерії	Зарубіжний підхід	Національний підхід	Пропозиція адаптації змін для формування національних концептуальних засад корпоративної біхевіористики
Макросередовище	Стабільні ринки, висока ліквідність, циклічні бульбашки	Війна, дефіцит ліквідності, турбулентність, слабкі інституції	Потрібна адаптація до умов шоку та зовнішнього тиску
Статус напрям	Чітко сформований окремий напрям	Недостатньо виокремлений, вбудований у загальні поведінкові фінанси	Потрібно чітко виокремити цей напрям в українському контексті
Методологія	Кількісні моделі, економетрія, вимірювання управлінських викривлень	Якісний аналіз, описи, опитування, концептуальні схеми	Доцільно перейти до формалізованого моделювання
Фокус ірраціональності	Переінвестування, надмірна самовпевненість, ірраціональна експансія	Уникнення втрат, інвестиційний параліч, страх, накопичення ліквідності	Слід враховувати не лише експансію, а й стримування інвестицій
Корпоративне управління	Інструмент обмеження управлінських помилок	Слабо інтегроване, часто формальне	Потрібна інституціоналізація як умова стабілізації рішень

**Джерело: розроблено та систематизовано автором на основі [9; 15; 133]*

У класичних зарубіжних моделях поведінка керівника розглядається як відхилення від математичної норми у стабільному, передбачуваному середовищі. В Україні ж поведінкова ірраціональність формується під сильним тиском зовнішніх руйнувань, і межа між раціональною адаптацією та панікою стає розмитою. Це, своєю чергою, потребує нової концептуальної побудови.

Для подолання виявленого розриву у роботі пропонується поєднати здобутки зарубіжної емпіричної науки - її математичну строгість і фокус на корпоративних механізмах стримування упереджень - із реаліями українського економічного середовища. Основою такого синтезу є концепція імовірного поля поведінкових відхилень.

Згідно з цією концепцією, поведінкові корпоративні фінанси - це не випадковий перелік когнітивних помилок керівника, а багаторівнева система.

Імовірність неякісного фінансового рішення у цій системі формується на перетині трьох рівнів. Перший рівень - макроповедінкове середовище: тиск війни, розриви логістики, монетарні шоки та загальне тло недовіри й травматичного досвіду. Другий - корпоративні інститути та практики: якість корпоративного управління, прозорість, наявність незалежного моніторингу. Третій - особистісні риси керівників: їхня мотивація, толерантність до ризику та схильність до уникнення втрат.

Окремої уваги заслуговує поведінка підприємств в умовах війни та повоєнного відновлення. Новітні зарубіжні дослідження 2024-2026 років з макроекономіки країн, що постраждали від конфліктів, показують, що такі економіки є структурно вразливими до будь-яких глобальних і локальних шоків [41]. Слабкість інституцій разом із гострим дефіцитом зовнішнього фінансування та розривом логістичних ланцюгів зумовлює проциклічні фіскальні та, що ще важливіше, поведінкові реакції на рівні корпорацій.

У таких умовах класичні моделі корпоративних фінансів - наприклад, визначення оптимальної структури капіталу за моделлю середньозваженої вартості капіталу або оцінювання проєктів за моделлю оцінки капітальних активів - фактично перестають працювати. Премія за ризик стає суб'єктивною, мінливою та емоційно забарвленою, а горизонт стратегічного планування скорочується з п'яти-десяти років до кількох місяців або навіть тижнів. Рішення в постконфліктному середовищі ухвалюються в умовах так званого «ефекту виживання», коли страх втратити бізнес паралізує здатність до ризику та інноваційного розвитку.

Дослідження програм повоєнного відновлення підтверджують: якщо ці поведінкові та ринкові викривлення ігнорувати, стандартні міжнародні реформи й вливання донорського капіталу можуть давати зворотний ефект, створюючи моральний ризик і корупційні практики [85].

Близького висновку дійшли О. Лемішко та В. Близнюк у дослідженнях фінансової політики підприємств в умовах воєнного стану. Автори показують,

що за таких обставин поведінкові чинники мають не менше значення, ніж суто розрахункові, а керівники нерідко обирають надмірну обережність замість зважених рішень [131].

Основним методичним завданням під час моделювання корпоративних фінансів у період повоєнного відновлення є чітке розмежування рішень, об'єктивно зумовлених війною (вимушена адаптація), і рішень, що є наслідком паніки та ірраціональності керівництва (поведінковий залишок). Для розв'язання цього завдання в роботі запропоновано імплементувати поняття «коридору допустимих рішень» у корпоративну біхевіористику.

Згідно з цією концепцією, стратегічні рішення підприємства (наприклад, припинення інвестицій у точне землеробство, відмова від закупівлі добрив, хаотичне реструктурування боргів або переорієнтація логістики на дунайські порти) оцінюються відносно коридору допустимих фінансових рішень з урахуванням специфіки трирівневої системи координат.

Перший рівень - зовнішній, тобто жорсткі об'єктивні межі. Його визначають фізичні руйнування активів, логістичні блокади (зокрема зупинка роботи чорноморських портів), облікова ставка центрального банку (наприклад, шокове підвищення облікової ставки НБУ до 25% у червні 2022 року), а також гіперінфляційні коливання. Ці чинники впливають на всіх учасників ринку та визначають межі, у яких підприємство змушене функціонувати й виживати.

Другий рівень - корпоративний, тобто інституційні фільтри, що зменшують вплив особистих упереджень керівника. Його якість визначається ступенем незалежності наглядової ради, наявністю аудиту, проведеного провідними міжнародними аудиторськими компаніями, рівнем децентралізації управління на підприємстві та ефективністю системи управління ризиками. Цей рівень виконує функцію організаційного демпфера, визначаючи ширину коридору свободи дій керівника в межах екзогенних обмежень.

Третій рівень - індивідуальний, тобто поведінка самого керівника: його схильність до ризику, страх втрат, надмірний оптимізм або песимізм. Психологія керівника відіграє вирішальну, а інколи й руйнівну роль лише тоді, коли корпоративні фільтри другого рівня є слабкими, формальними або взагалі відсутніми. У компаніях із розвиненою системою корпоративного управління особисті упередження керівника нівелюються завдяки колегіальним процедурам ухвалення рішень [16].

Отже, біхевіористика як інструмент корпоративних біхевіористичних фінансів зумовлює відхилення параметрів фінансової політики підприємства від оптимальної довгострокової траєкторії. Таке відхилення виникає в межах коридору допустимих фінансових рішень і є прямим наслідком того, що корпоративні фільтри не змогли заблокувати панічні та ірраціональні рішення вищого керівництва.

На основі концепції коридору фінансових рішень сучасна світова наука пропонує кілька новітніх теоретичних підходів. Вони доповнюють традиційний інституційний погляд і дають змогу глибше зрозуміти поведінку компаній в умовах потужних макроекономічних шоків.

Перший підхід - гіпотеза адаптивних ринків, запропонована Ендрю Ло. Вона долає традиційне протиставлення гіпотези ефективних ринків і поведінкових фінансів, поширюючи на фінансові інститути принципи еволюційної біології, зокрема адаптації та природного добору. Для умов повоєнної стабілізації ця гіпотеза свідчить, що когнітивні упередження, наприклад уникнення втрат, є не лише помилками, а й результатом дії еволюційно сформованих механізмів, які допомагали людям виживати за звичайних умов. Проте в періоди раптових шоків такі механізми можуть набувати деструктивного характеру. Виживають і відновлюються лише ті корпорації, які здатні швидко адаптуватися та коригувати свої рішення відповідно до викликів нестабільного середовища.

Другий підхід - поведінкова агентська теорія. Вона поєднує класичну

агентську теорію з теорією перспектив. На відміну від класичних підходів, поведінкова агентська теорія доводить, що готовність керівника до ризику безпосередньо залежить від того, як він сприймає макроекономічну ситуацію - як можливість отримати вигоду чи як загрозу втратити вже наявні ресурси. В умовах повоєнного стресу ця теорія добре пояснює, чому українські керівники часто призупиняють інвестиційну діяльність, прагнучи зберегти поточний стан компанії, навіть якщо це негативно позначається на її конкурентоспроможності в довгостроковій перспективі.

Третій напрям пов'язаний зі стрімким поширенням штучного інтелекту та великих мовних моделей в аналізі фінансових стратегій. З одного боку, алгоритми розглядаються як новий інструмент, здатний мінімізувати вплив людських емоцій на процес капітального бюджетування. З іншого боку, найновіші дослідження застерігають, що неналаштовані генеративні моделі також можуть відтворювати типові когнітивні помилки людини, зокрема ефект якоря та надмірну самовпевненість. У результаті це здатне призводити до помилкових корпоративних рекомендацій і навіть формування системних ризиків.

Окрему увагу світова наука приділяє багатовимірним шокам - енергетичним, ціновим та іншим, - які деформують інвестиційну ефективність. Доведено, що жорсткі інституційні бар'єри, зокрема антикорупційні механізми та високий рівень корпоративної екологічної відповідальності, виконують функцію психологічного якоря раціональності для керівництва. Навіть у розпал війни корпорації, які дотримуються цілей сталого розвитку, демонструють істотно нижчий рівень управлінської паніки та мають кращі можливості для залучення міжнародного фінансування у процесі повоєнного відновлення.

У підрозділі здійснено зіставлення зарубіжних і українських підходів до поведінкових корпоративних фінансів. Таке зіставлення дало змогу виявити ключові відмінності в методичних підходах і закласти наукове підґрунтя для

теоретичного синтезу, придатного до застосування в умовах воєнного та повоєнного періодів в Україні.

Трансформацію біхевіористичних корпоративних фінансів як методичну основу при формуванні організаційно-економічного механізму транспортного обслуговування вітчизняних виробників сільськогосподарської продукції опрацьовано Н. Вдовенко, О. Лемішко, В. Бондаренко [103].

Зарубіжна наукова традиція пройшла шлях від простої фіксації окремих психологічних аномалій до формування трихвильової теоретичної моделі. Перша хвиля досліджень зосереджена на взаємодії раціональних керівників з ірраціональним ринком. Друга - на когнітивних викривленнях самого керівництва. Третя визнає корпоративне управління інституційним фільтром, який стримує управлінські помилки. Українська ж наука формувалася в умовах постійної макроекономічної нестабільності. Саме цим пояснюються переважання описового аналізу та обмежене використання корпоративного управління як самостійного інструменту стримування ірраціональних рішень.

У роботі обґрунтовано, що пряме перенесення зарубіжних поведінкових моделей на український ґрунт є методично некоректним. На стабільних ринках поведінкові відхилення проявляються переважно через надмірну самовпевненість керівництва та схильність до експансії. В українських реаліях домінують інші прояви: надмірне уникнення втрат, інвестиційний параліч і накопичення ліквідності без її продуктивного використання. Саме тому межа між раціональною адаптацією до зовнішнього шоку та панічними реакціями стає розмитою. Описовий інструментарій, наявний у вітчизняній літературі, не дає змоги відокремити вимушені рішення від поведінкового залишку.

Відповідно до викладеного вище вважаємо, що біхевіористика підприємства є результатом одночасної взаємодії трьох рівнів: макроповедінкового середовища, корпоративних інститутів і особистісних характеристик керівництва. Така трирівнева логіка дає змогу трактувати

поведінкові відхилення не як випадковий набір окремих помилок, а як упорядковану імовірнісну систему, сформовану з урахуванням інструментарію національного інституційного середовища.

Отже, концептуальні основи розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів в Україні мають поєднувати математичну строгість зарубіжного емпіричного апарату з урахуванням національної специфіки воєнних, логістичних і макрофінансових шоків. Такий підхід створює передумови для переходу від описового аналізу до кількісного вимірювання біхевіористичних індикаторів і формування інструментів стримування ірраціональних фінансових рішень.

1.3. Методика оцінки розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів

Перехід від теоретичних висновків щодо поведінкових корпоративних фінансів до їх кількісного вимірювання та прогнозування в умовах сильних макроекономічних шоків потребує нового, обґрунтованого аналітичного апарату. Сучасна фінансова наука стикається з очевидним методичним викликом. Класичні моделі оцінювання вартості, ризику та структури капіталу не дають змоги належним чином пояснювати й прогнозувати фінансові рішення керівників в умовах війни, руйнування інфраструктури та тривалої макроекономічної нестабільності. Мета цього підрозділу полягає в побудові та емпіричному обґрунтуванні методичних засад, які дають змогу відокремити вимушений вплив зовнішнього шоку від когнітивних відхилень керівництва. Корпоративне управління в межах цього підходу розглядається як ключовий механізм стримування ірраціональних рішень.

Основна складність застосування класичної та неокласичної теорій корпоративних фінансів до аналізу діяльності підприємств у кризових умовах, зокрема в економіках, що постраждали від конфліктів, полягає у

вихідних припущеннях цих теорій. Класичні моделі (модель оцінки капітальних активів, метод чистої приведеної вартості, теорема Модільяні-Міллера) ґрунтуються на припущенні, що ринок є абсолютно ефективним, очікування інвесторів - однакові, а економічні агенти діють відповідно до принципів математичної раціональності. [28; 55].

Емпіричні дослідження із застосуванням методів Монте-Карло та моделювання броунівського руху свідчать, що модель оцінки капітальних активів суттєво недооцінює ризики в нестабільному середовищі. Вона ґрунтується на припущенні про нормальний розподіл дохідностей і використанні єдиного коефіцієнта бета. Однак у разі структурних зламів економіки та виникнення хвостових ризиків такий коефіцієнт значною мірою втрачає свою пояснювальну здатність. В умовах повномасштабної війни премія за ризик перестає бути об'єктивною математичною величиною й набуває суб'єктивного характеру, зазнаючи впливу емоційних чинників. Горизонт стратегічного планування скорочується з десятиліть до кількох місяців, а інколи й тижнів, тому коректне дисконтування майбутніх грошових потоків стає практично неможливим. Крім того, класичні та неокласичні моделі не враховують ринкових тертів - жорсткого нормування кредитних ресурсів, інформаційної асиметрії та дефіциту оборотного капіталу. Саме ці чинники нерідко стають визначальними для виживання підприємств в економіках, що перебувають у стані війни або проходять етап повоєнного відновлення. [18].

Стандартні зарубіжні моделі поведінкових корпоративних фінансів, закладені у працях М. Бейкера та Дж. Вурглера, а також У. Мальмендієр і Дж. Тейта, мають певні обмеження щодо їх безпосереднього застосування в умовах потужних економічних шоків в Україні.

В умовах війни, руйнування інфраструктури та повоєнного відновлення український фондовий ринок характеризується низькою ліквідністю та фрагментарністю. Зокрема, капіталізація Української біржі у 2024-2025 роках

залишається переважно номінальним показником через відсутність активних торгів акціями. За таких умов концепції підлаштування під ринкові настрої та вподобання інвесторів втрачають свою методичну придатність. Крім того, в умовах реальної загрози фізичному збереженню активів, відключень електроенергії та логістичних обмежень головним когнітивним упередженням керівників виявляється не надмірна самовпевненість, а виражене уникнення втрат, описане в теорії перспектив Д. Канемана й А. Тверські. Це паралізуюче відчуття страху, підсилене досвідом попередніх криз, спонукає підприємства скорочувати інвестиції, накопичувати надлишкові грошові кошти на рахунках, відмовлятися від технологічної модернізації та підтримувати збиткові напрями діяльності лише через небажання офіційно визнавати збитки [37].

Отже, у фінансовій науці простежується методична прогалина. Сучасній світовій науковій думці бракує цілісного математичного апарату, який давав би змогу відокремити вимушений вплив макроекономічного шоку від поведінкового залишку та кількісно оцінити здатність корпоративних інститутів стримувати його вплив. Запропонований у роботі підхід спрямований на подолання цієї прогалини шляхом поєднання індикаторів зовнішнього економічного середовища з показниками корпоративного управління.

Для забезпечення емпіричної достовірності та відтворюваності результатів дослідження важливо чітко розмежувати фінансові рішення, які є вимушеною адаптацією до жорстких екзогенних обмежень, і рішення, що становлять прояв ірраціональної поведінки керівництва. З цією метою в роботі запропоновано імплементувати поняття коридору допустимих фінансових рішень у корпоративну біхевіористику.

Зазначене поняття дає змогу показати, що підприємство в умовах глибокої кризи не є ані пасивним «чорним ящиком», який механічно реагує на зовнішні подразники, ані прямим відображенням психологічних особливостей

одного керівника. Стратегічний вибір компанії формується на перетині трьох рівнів - зовнішнього, корпоративного та індивідуального.

Будь-яке корпоративне рішення вважається вимушеним, якщо воно є рухом уздовж меж коридору допустимих рішень і зумовлене об'єктивними зовнішніми обмеженнями. Наприклад, унаслідок блокади морських шляхів компанія змушена перейти на дорожчі види автомобільного транспорту, що неминуче призводить до зростання логістичних витрат. Таке рішення є об'єктивною реакцією на зовнішні обставини, а не проявом когнітивних помилок керівника.

Поведінкова складова, на відміну від вимушеної адаптації, фіксується як системне відхилення в межах коридору допустимих фінансових рішень. Вона проявляється тоді, коли за однакового зовнішнього шоку - наприклад, підвищення облікової ставки НБУ до 25% - і подібних вихідних фінансових показників підприємства однієї галузі обирають принципово протилежні стратегії поведінки.

Так, одна компанія призупиняє капітальні інвестиції, скорочує персонал і накопичує грошові кошти без їх використання. Інша, навпаки, агресивно інвестує у власний вагонний парк, технології точного землеробства та забезпечення енергетичної автономії.

Така відмінність у реакціях не пояснюється самим шоком, а зумовлюється якістю корпоративного управління та здатністю керівництва долати власні емоційні упередження й панічні настрої [16].

Для економетричної та логічної формалізації зазначеного розмежування в процесі дослідження розроблено комплексну систему критеріїв, структуровану в таблиці 1.2. Вимушені рішення є наслідком безпосереднього впливу екзогенних обмежень. Поведінкова складова, своєю чергою, є залишковим ефектом, який виникає в межах коридору можливостей і залежить від того, наскільки корпоративне управління нівелює вплив особистих емоцій та когнітивних викривлень керівника.

Операційні критерії відмежування корпоративних рішень

Критерій ідентифікації	Раціональна адаптація	Поведінкове відхилення	Емпіричне дослідження
Екзогенне обмеження	Зміни суворо пропорційні масштабу шоку.	Надмірна, непропорційна реакція на шок.	Регресія; аналіз дисперсії відхилень.
Гетерогенність реакцій	Ідентичні лінійні реакції при однаковому шоку.	Полярні стратегії при абсолютно однакових умовах.	Значущість модерації: Шок Якість корпоративного управління.
Вплив психології CEO	Емоції CEO не впливають після врахування макрфакторів.	Упередження CEO стають головним драйвером рішень.	Значущість психологічних проксі-змінних при низькому індексі CGq.
Позиція в коридорі рішень	Ліквідність на мінімальному рівні, необхідному для виживання.	Накопичення надлишкової готівки без інвестиційних планів.	Аналіз покриття відсотків, оборотності капіталу та чистого боргу.
Інерційність патерну	Швидке повернення до докризової норми після зняття бар'єрів.	Безпідставна стагнація інвестицій попри відновлення умов.	Аналіз часових рядів; виявлення лагів нормалізації.

**Джерело: розроблено, систематизовано та розширено автором на основі [9; 15; 65]*

Для переходу від описового аналізу до економетричного моделювання необхідно кількісно оцінити та інтегрувати вплив зовнішнього економічного тиску. У світовій фінансовій практиці використовується низка індексів ринкового стресу - зокрема VIX та EMBI, проте вони переважно відображають коливання на ліквідних фондових ринках.

Для аналізу реального сектору економіки в умовах війни та повоєнного відновлення в роботі розроблено спеціальний показник - індекс жорсткості екзогенних обмежень.

Цей індекс об'єднує в одному показнику п'ять основних напрямів тиску, який зовнішнє середовище чинить на корпоративний сектор (рис. 1.7).

Перший напрям - монетарно-кредитний. Він відображає динаміку облікової ставки НБУ. Цей показник визначає вартість позикового капіталу та впливає на ставки дисконтування під час оцінювання інвестиційних проектів.



Рис.1.7. Канали шокового впливу на індекс жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО)

**Джерело: складено автором на основі [18;41]*

Другий напрям - валютний. У його межах оцінюються коливання офіційного курсу гривні щодо долара США та зміни режимів курсоутворення. Цей напрям формує рівень зовнішньої невизначеності, спричиняє виникнення курсових різниць і безпосередньо впливає на конкурентоспроможність експортерів та фінансову стійкість імпортозалежних підприємств.

Третій напрям - ціновий та інфляційний. Він ґрунтується на показниках індексу споживчих цін та індексу цін виробників. Цей напрям відображає витратний тиск на бізнес, знецінення оборотного капіталу та ризик викривлення показників корпоративної звітності.

Четвертий напрям - фінансова стійкість держави. Його оцінюють за обсягом міжнародних золотовалютних резервів, використовуючи інвертований показник. Скорочення міжнародних резервів сигналізує бізнесу про посилення макрофінансових обмежень, підвищення ризиків запровадження валютних обмежень і зростання вразливості економіки країни до боргових та фінансових криз.

П'ятий напрям - логістично-експортний. Його оцінюють за фізичними обсягами експорту ключових товарних груп, також в інвертованому вигляді. Цей напрям характеризує доступність глобальних ринків збуту та пропускну спроможність критично важливої інфраструктури - морських портів, залізничних переходів тощо.

Методичний алгоритм розрахунку індексу жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) передбачає статистичну стандартизацію кожного з п'яти компонентів відносно їхньої динаміки в базовому докризовому періоді, який характеризувався відносною макроекономічною стабільністю (2018-2021 роки).

$$(1.1) Z_{i,t} = \frac{x_{i,t} - \mu_i}{\sigma_i};$$

Після цього обчислюється середньозважене значення.

$$(1.2) IEO_i = \sum_{i=1}^5 w_i * Z_{i,t};$$

$x_{i,t}$ - фактичне значення i -го макроекономічного індикатора у розрахунковому періоді t ;

μ_i - середнє арифметичне значення i -го індикатора у стабільному базовому періоді;

σ_i - стандартне відхилення i -го індикатора у базовому періоді;

$Z_{i,t}$ - стандартизоване відхилення (Z -оцінка) i -го індикатора;

w_i - ваговий коефіцієнт i -го каналу шокового впливу в агрегованому індексі.

Отже, зростання значення індексу ІЕО свідчить про експоненційне посилення зовнішнього економічного тиску та пропорційне звуження простору для прийняття фінансових рішень підприємством незалежно від рівня його внутрішньої ефективності.

Основною науковою гіпотезою запропонованої методики є твердження, що вплив макроекономічного шоку, відображеного індексом ІЕО, на фінансові

результати підприємства має нелінійний характер і суттєво модифікується якістю його корпоративних інститутів.

Статичні метрики оцінки корпоративного управління, які ґрунтуються виключно на констатації наявності формалізованих процедур, є недостатніми для аналізу динамічних шоків станів.

Для подолання цього обмеження розроблено розширений індекс якості корпоративного управління (CGq_{ext}), який інтегрує інструменти поведінкового дебіасингу. Математично індекс CGq_{ext} обчислюється як зважена сума восьми бінарних індикаторів:

$$(1.3) \quad CGq_{ext,i} = \sum_{j=1}^8 a_j * V_{j,i};$$

$V_{j,i} \in \{0,1\}$ - бінарна змінна, що позначає наявність (1) або відсутність (0) j -ї структурної чи поведінкової характеристики на підприємстві i ;

a_j - диференційований ваговий коефіцієнт j -го індикатора, що відображає його значущість для забезпечення антикризової стійкості (загальна сума вагових коефіцієнтів $\sum_{j=1}^8 a_j = 1.0$). Компоненти розширеної моделі представлені у таблиці 1.3.

Головним аналітичним інструментом запропонованої методики є індекс індивідуального порогу чутливості. Він відображає той рівень зовнішнього стресу, перевищення якого свідчить про втрату корпоративними фільтрами здатності стримувати когнітивні упередження керівництва. Індекс обчислюється за такою моделлю:

$$(1.4) \quad ISE_{i,t} = IEO_{base} + \lambda * CGq_{ext,i} + \gamma * K_{i,t-1};$$

$ISE_{i,t}$ - індивідуальний поріг чутливості підприємства i у поточному розрахунковому періоді t ;

IEO_{base} - базова константа толерантності до системного ризику економіки (розрахунковий еталон стабільного середовища);

λ - коефіцієнт інституційного захисту (мультиплікатор дебіасингу), що відображає вагу інституцій у подоланні криз;

$CGq_{ext,i}$ - значення розширеного індексу якості корпоративного управління підприємства i (від 0 до 1);

γ - коефіцієнт фінансової інерції та організаційної пам'яті;

$K_{i,t-1}$ - таксономічний коефіцієнт стійкості компанії за попередній (докризисний) період, що відображає накопичений запас міцності.

Таблиця 1.3.

**Структура та вагові коефіцієнти бінарної змінної (індикатору)
розширеної моделі якості корпоративного управління**

Змінна (Vj)	Опис індикатора	Поведінковий ефект
Abig4	Якість зовнішнього аудиту	Гарантує об'єктивність метрик, блокує маніпуляції з оцінкою ліквідності.
Ndual	Відсутність дуальності CEO	Фізично розділяє архітектуру прийняття рішень, унеможливорюючи монополізацію влади.
Bind	Незалежність ради директорів	Забезпечує об'єктивність оцінки шоку ІЕО, долаючи підкорення авторитетам.
MinP	Захист міноритаріїв	Нівелює ілюзію розміру, стимулює довгострокові капітальні інвестиції.
Rcom	Наявність комітету з ризиків	Інституціоналізує випереджальний аналіз метрик ІЕО, руйнуючи ілюзію повного контролю.
Bmeet	Частота засідань ради	Забезпечує високу швидкість спрацювання фільтра, запобігаючи інерційному спаду.
Gdiv	Когнітивна та гендерна диверсифікація	Знижує вплив страху втрат, вирівнюючи толерантність до раціонального ризику.
ESGrep	Сталий розвиток (ESG звітність)	Формує довгострокову архітектуру вибору, захищаючи стратегічні інвестиції від скорочення інвестування.

**Джерело: синтезовано, математично зважено та розроблено автором на основі [9; 58]*

Алгоритм біхевіористичної реакції підприємства підпорядковується таким умовам. У режимі раціональної проактивної адаптації ($IEO_t \leq ISE_{i,t}$) поточний рівень зовнішнього шоку не перевищує інституційний бар'єр компанії. За таких умов механізми корпоративного управління, відображені показником $CGq_{ext,i}$, ефективно поглинають стресовий вплив і стримують деструктивні емоційні реакції керівництва. Підприємство здійснює економічно обґрунтовані капітальні інвестиції (CAPEX) та адаптує свою бізнес-модель до нових умов функціонування.

Протягом, режиму ірраціональності, когнітивного паралічу та паніки

($IEO_t > ISE_{i,t}$) зовнішній тиск перевищує можливості інституційного захисту підприємства. Унаслідок цього раціональний аналіз поступається місцем упередженню уникнення втрат. Компанія переходить до фази ірраціональної оборони, що проявляється у заморожуванні життєво необхідних капітальних інвестицій та хаотичному скороченні критично важливих витрат, наслідком чого стає руйнування економічної вартості підприємства.

Такий підхід теоретично спростовує поширену ілюзію масштабу, відповідно до якої значний обсяг активів автоматично гарантує виживання підприємства. Насправді підприємство з великими активами, але низькою якістю корпоративного управління матиме низький поріг чутливості й під впливом зовнішнього шоку може швидко втратити керованість.

Для підтвердження надійності запропонованої методики необхідно оцінити кінцевий стан рівноваги підприємства. В умовах високої турбулентності традиційні фінансові показники виявляються недостатніми, тому в роботі застосовано метод таксономічного вимірювання розвитку - підхід Хельвіга, адаптований для багатовимірної оцінки стійкості. З метою забезпечення статистичної надійності використано відстань Махаланобіса, яка дає змогу усунути проблему мультиколінеарності між критеріями.

Аграрний сектор має специфічні особливості, оскільки результати діяльності підприємств залежать не лише від їхнього фінансового стану, а й від природно-кліматичних умов і сезонності виробництва. У зв'язку з цим для оцінювання стійкості агропромислових підприємств недостатньо використовувати лише традиційні фінансові показники. З огляду на зазначену специфіку в роботі обґрунтовано, що основними складовими таксономічного коефіцієнту стійкості (K_t) є індекс фінансової стійкості (IFS) та індекс адаптивності агропромислового підприємства (IAD). Останній характеризує здатність підприємства адаптувати виробничі процеси та логістичні ланцюги до екзогенних обмежень воєнного та повоєнного періодів.

Застосування таксономічного аналізу дає змогу сегментувати

поведінкові реакції підприємств на три стратегічні профілі:

Проактивна стратегія - високі значення Kt та ISE : успішна імплементація висококапіталомістких адаптивних заходів, відновлення маржинальності.

Режим пасивного виживання - середній Kt , високий IFS , низький IAD : збереження ліквідності за рахунок панічної економії ресурсів та поступової втрати потенціалу зростання.

Деструктивна паніка - критично низький Kt : втрата контролю над оборотним капіталом та швидка деградація бізнес-моделі.

Згідно з моделлю, типовою реакцією компаній зі слабкими інституційними механізмами на зовнішній шок є лінійне скорочення поточних капітальних і операційних витрат. З позицій поведінкових фінансів це є класичним проявом уникнення втрат: керівництво намагається зберегти ліквідність у короткостроковій перспективі, ігноруючи поступову деградацію виробничого потенціалу в майбутньому.

Опрацювання методичних засад кількісного вимірювання поведінкових корпоративних фінансів дало змогу запропонувати алгоритм процесу відокремлення вимушеної реакції підприємства на зовнішній шок від поведінкового залишку. Такий алгоритм узгоджується з тими завданнями дисертації, що стосуються оцінювання когнітивної складової фінансових рішень керівника.

Важливим результатом дослідження є імплементація концепції коридору допустимих фінансових рішень у корпоративну біхевіористику, на основі якої стратегічне рішення компанії формується одночасно на трьох рівнях: зовнішнє середовище задає жорсткі межі, корпоративні інститути виконують функцію демпфера, що згладжує зовнішній тиск, а особисті риси керівника проявляються повною мірою лише за умов слабкості корпоративних фільтрів. Такий підхід усуває поширену методичну помилку, коли будь-які зміни фінансової політики в кризових умовах автоматично трактуються як прояви ірраціональної поведінки. Натомість він пропонує чіткий критерій, на який

спирається подальший емпіричний аналіз.

На цій основі для формування аналітичного інструментарію розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів розроблено три пов'язані показники: індекс жорсткості екзогенних обмежень, розширений індекс якості корпоративного управління та індекс індивідуального порогу чутливості.

Індекс жорсткості екзогенних обмежень об'єднує п'ять напрямів тиску - монетарно-кредитний, валютний, ціновий, фінансової стійкості держави та логістично-експортний. Він дає змогу виміряти сукупний вплив зовнішнього середовища на корпоративні рішення з акцентом на специфічні потреби аграрного сектору. Розширений індекс якості корпоративного управління побудовано на основі восьми зважених компонентів замість традиційних чотирьох. На відміну від класичних показників, запропонована версія індексу враховує не лише структурні, а й поведінкові механізми стримування ірраціональних рішень керівництва. Індекс індивідуального порогу чутливості, що є функцією базової стійкості, якості управління та таксономічного коефіцієнта стійкості, дає змогу кількісно визначити межу, за якою корпоративні фільтри втрачають здатність стримувати панічні реакції керівництва.

Окремим результатом є алгоритм, що поєднує всі три індекси в єдиний аналітичний інструмент разом із таксономічною класифікацією стратегій. Алгоритм розрізняє два режими: раціональної адаптації, коли зовнішній тиск не перевищує поріг чутливості, та ірраціонального скорочення інвестицій, коли цей поріг перевищено.

Поєднання таксономічного коефіцієнта стійкості за методом Хельвіга з відстанню Махаланобіса дало змогу класифікувати поведінкові реакції підприємств на три типові групи: стратегію розвитку, виживання та паніки.

Отже, методика оцінки розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів ґрунтується на поєднанні індексу жорсткості екзогенних обмежень, розширеного індексу якості корпоративного управління, індексу

індивідуального порогу чутливості та таксономічного коефіцієнта стійкості. Саме така система показників забезпечує перехід від якісного опису біхевіористичних корпоративних фінансів до їх кількісного вимірювання, емпіричної перевірки та сценарного прогнозування фінансової стійкості агропромислових підприємств України.

Висновки до розділу 1

Опрацьовано сутність та концептуальні основи розвитку корпоративних біхевіористичних фінансів. Показано, що цей розвиток відбувався у такій послідовності: формування базису на основі поведінкової економіки, подальший розвиток поведінкових фінансів, і, нарешті, наприкінці 1990-х років виокремлення біхевіористичних поведінкових корпоративних фінансів у самостійну галузь, яка досліджує процеси прийняття рішень усередині підприємства. На відміну від наявних трактувань, у яких поведінкові фінанси зводяться до переліку індивідуальних помилок керівника, у роботі їх розглянуто як явище, що функціонує на трьох взаємопов'язаних рівнях. Перший рівень - зовнішній тиск війни, монетарних і логістичних шоків. Другий - якість корпоративних інституцій. Третій - особисті характеристики керівника. Доведено, що корпоративне управління у цій системі виконує не трансформується індивідуальна помилка керівника у фактичне управлінське рішення компанії. Для українського аграрного сектору, де ринковий канал «керівник - ціна акцій» фактично не функціонує, більш релевантним є підхід, що фокусується на внутрішніх рішеннях керівництва. Біхевіористичні корпоративні фінанси базуються на комплексному поєднанні вихідних положень фундаментальних концепцій та принципів фінансової теорії, теоретичних основ психології і теоретичних основ управління фінансовими відносинами підприємства. Біхевіористичні корпоративні фінанси досліджують інструментарій впливу психологічних та управлінських методів, інструментів і важелів на раціональність (ірраціональність) прийняття

фінансових рішень, спрямованих на функціонування фінансових ресурсів підприємства задля досягнення його стратегічних цілей.

Зіставлено зарубіжні та вітчизняні підходи до формування теорії біхевіористичних (поведінкових) корпоративних фінансів і обґрунтовано некоректність прямого перенесення західних моделей на український ґрунт. Зарубіжна наукова думка пройшла шлях від фіксації окремих психологічних аномалій до трихвильової моделі, у межах якої остання хвиля розглядає корпоративне управління як інституційний механізм стримування управлінських помилок. Українська наукова думка натомість залишається переважно описовою і майже не використовує кількісних інструментів аналізу. Ключова відмінність полягає в тому, що на стабільних ринках біхевіористика проявляється через надмірну впевненість і агресивну експансію, тоді як в українських умовах домінує протилежний ефект - страх втрат, заморожування інвестицій та накопичення грошових коштів без їх продуктивного використання. Унаслідок цього межа між вимушеною адаптацією та панічною поведінкою розмивається, а описовий аналітичний апарат не дає змоги їх розмежувати. Опрацьовано концепцію імовірнісного поля поведінкових відхилень, що інтегрує макросередовище, корпоративні інститути та індивідуальні характеристики керівництва в єдину систему. Для формування аналітичного інструментарію розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів запропоновано індекс індивідуального порогу чутливості.

Встановлено, що концепція коридору допустимих фінансових рішень задає чіткий критерій, за яким вимушені дії відокремлюються від поведінкового залишку, та усуває поширену методичну помилку, коли будь-які зміни фінансової політики в кризових умовах автоматично трактуються як прояви ірраціональної поведінки. На цій основі для формування аналітичного інструментарію розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів розроблено три взаємопов'язані показники: індекс жорсткості

екзогенних обмежень, що агрегує п'ять напрямів тиску в єдиний інтегральний показник; розширений індекс якості корпоративного управління, побудований на восьми зважених складниках замість традиційних чотирьох; та індекс індивідуального порогу чутливості, який відображає межу, за якою корпоративний фільтр втрачає здатність стримувати панічні реакції керівництва. Поєднання зазначених індексів із таксономічним коефіцієнтом стійкості за методом Хельвіга дало змогу класифікувати реакції підприємств на три типи: розвиток, виживання та паніку. Саме ця класифікація становить основу емпіричної перевірки у наступному розділі.

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ АГРАРНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

2.1. Вплив екзогенних факторів на корпоративне управління і прийняття фінансових рішень підприємствами аграрного сектору

Емпіричний аналіз екзогенних чинників доцільно розпочати з розмежування вимушених рішень і поведінкового залишку, спираючись на поняття коридору допустимих фінансових рішень. Перехід від теоретичного каркаса, викладеного в розділі 1, до емпіричної перевірки потребує чіткого операційного розмежування: коли зміни фінансової політики підприємства є проявом корпоративної біхевіористики, а коли - раціональною (або квазіраціональною) реакцією на жорсткі зовнішні обмеження. Для українських аграрних підприємств таке розмежування є принципово важливим, оскільки воєнний шок одночасно:

- різко звужує множину доступних рішень через логістичні обмеження, проблеми експорту, кредитування та регуляторні вимоги;
- підсилює нестандартні моделі поведінки підприємств (накопичення ліквідності як самоцілі, консервація інвестицій тощо).

У прикладному аспекті корпоративну біхевіористику доцільно визначати як стійке й систематичне відхилення фінансової політики підприємства від його цільових і звичних траєкторій, яке не зводиться до дії спостережуваних зовнішніх обмежень, а і пояснюється особливостями внутрішньої системи прийняття рішень - якістю корпоративного управління, та, за потреби, поведінковими (психологічними) механізмами.

Щоб це визначення можна було перевірити емпірично, застосуємо коридор допустимих фінансових рішень. У кожному періоді рішення підприємства щодо запасу фінансової стійкості, управління грошовими

коштами, дивідендної політики, боргового навантаження та капітальних інвестицій ухвалюються не у вакуумі, а в межах коридору, сформованого системою зовнішніх обмежень і внутрішніх фільтрів (рис. 2.1):

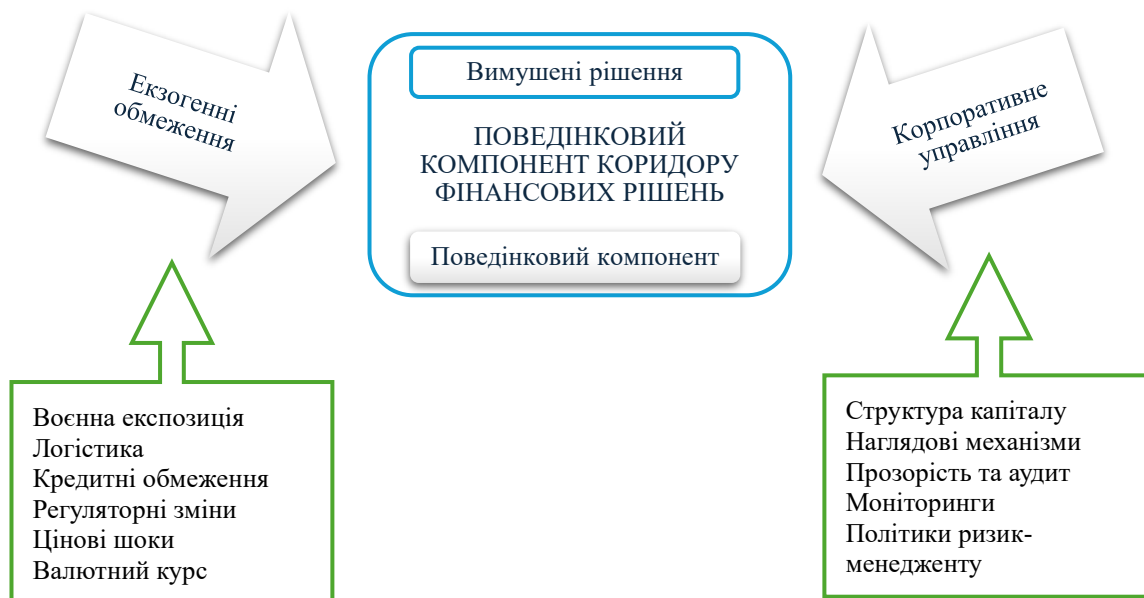


Рис 2.1. Вплив екзогенних факторів на коридор фінансових рішень підприємства

**Розроблено автором*

Екзогенні обмеження визначають межі допустимих фінансових політик підприємства, тоді як механізми корпоративного управління спрямовують вибір конкретного рішення в межах цих обмежень. Рішення, що тяжіють до меж коридору, інтерпретуються як переважно вимушені. Натомість відхилення всередині коридору формують поведінковий компонент, який у роботі оцінюється через відмінності у фінансовій поведінці підприємств та взаємодію зовнішнього шоку з показниками якості корпоративного управління.

Зовнішні межі коридору визначаються екзогенними обмеженнями: доступом до експортних ринків, фізичними руйнуваннями, регуляторними вимогами, ціновою кон'юнктурою, попитом, умовами кредитування та фінансовими ковенантами. Внутрішнім фільтром виступає система корпоративного управління, яка охоплює діяльність наглядової ради, незалежних директорів, профільних комітетів, механізми контролю з боку

власників, якість розкриття інформації та аудиту. Своєю чергою, вимушені рішення є рухом уздовж меж коридору, коли зовнішні обмеження стають визначальними та фактично змушують підприємство змінювати фінансову політику в певному напрямі.

Поведінковий компонент розглядається як залишковий ефект - те, що залишається статистично значущим після контролю впливу екзогенних чинників і структурних характеристик підприємства або проявляється через систематичні відмінності в реакціях різних підприємств на однаковий зовнішній шок, зумовлені якістю корпоративного управління.

Для коректної ідентифікації поведінкового компонента в емпіричній частині дослідження запропоновано систему практичних критеріїв розмежування поведінкових і вимушених фінансових рішень (рис. 2.2).



Рис 2.2. Критерії відмежування поведінковості від вимушеності щодо прийняття корпоративних фінансових рішень

**Розроблено автором*

Вимушені фінансові рішення визначаються насамперед зв'язувальними екзогенними обмеженнями й проявляються як рух підприємства до меж коридору допустимих фінансових рішень. Поведінковий компонент доцільно трактувати як залишкове систематичне відхилення або як різну реакцію на однаковий зовнішній шок, що пояснюється передусім якістю корпоративного управління. При цьому психологічні особливості керівництва розглядаються лише як допоміжний механізм, який проявляється переважно за недостатньої ефективності корпоративного нагляду.

Рішення класифікується як переважно вимушене, якщо існує спостережуваний чинник, що об'єктивно обмежує можливість вибору (А), наприклад кредитні ковенанти, нормативні чи власницькі вимоги щодо виплати дивідендів, різке погіршення доступу до експортних ринків або руйнування активів, і саме цей чинник статистично та економічно значуще пояснює зміну фінансової політики підприємства.

Якщо за порівнянних зовнішніх обмежень спостерігається надмірна зміна фінансової політики (Б), наприклад непропорційне накопичення ліквідності або замороження капітальних інвестицій, що не відповідає масштабу зовнішнього шоку, це може свідчити про наявність поведінкового відхилення. Проте такий висновок можливий лише після врахування впливу механізмів корпоративного управління.

Якщо однаковий зовнішній шок породжує різні рішення (В) у подібних підприємств, пояснення слід шукати насамперед у відмінностях систем корпоративного управління, оскільки саме вони визначають механізми стримування або допуску управлінських рішень, роль наглядової ради, комітетів, прозорості. Такий підхід узгоджується з тезою про те, що в умовах кризи підприємство функціонує як цілісна система, а не як проста сукупність психологічних особливостей його менеджерів.

Навіть якщо до моделі вводяться непрямі показники оптимізму чи паніки керівництва, їхній вплив інтерпретується як поведінковий лише тоді, коли він

проявляється за недостатньої ефективності стримувальних механізмів корпоративного управління (Г). Тобто емпірично визначальною є взаємодія між психологічною ознакою та індексом корпоративного управління, а не ізольований ефект психологічних чинників.

У воєнний період на рівні підприємства можуть спостерігатися як адаптивні, так і поведінково зумовлені моделі фінансової поведінки: накопичення ліквідності, відкладання інвестицій, співпраця з державою як механізм забезпечення виживання.

Водночас методично важливо наголосити, що сама наявність такого патерну ще не є доказом біхевіористики. Поведінковий компонент має місце лише тоді, коли відповідний патерн виходить за межі того, що може бути пояснене екзогенними обмеженнями, а його інтенсивність систематично залежить від якості корпоративного управління.

Виходячи з вищезначеного, для послідовності емпіричної поведінки спершу треба врахувати дію екзогенних обмежень і лише після цього оцінювати, чи зберігається відхилення у фінансовій поведінці. За високого зовнішнього тиску коридор допустимих рішень звужується, тож більшість дій підприємства є реакцією на брак альтернатив, а не виявом усталених схильностей. У періоди часткового послаблення обмежень простір вибору розширюється - і саме тоді розбіжності у рішеннях підприємств зі схожими умовами роботи можна розглядати як вияв поведінкового складника. Якість корпоративного управління визначає ширину цього простору: дієвий нагляд звужує його й обмежує вплив суб'єктивних рішень, а послаблений - розширює, відкриваючи місце для особистісних чинників.

Отже, корпоративна біхевіористика є залишковим, модерованим ефектом, що проявляється в межах коридору допустимих фінансових рішень і системно залежить від якості корпоративного управління.

Конкретизуємо, які саме межі формують цей коридор на трьох рівнях (рис. 2.3) і чому в кризових умовах домінує рівень підприємства як системи,

тоді як індивідуальні риси керівників проявляються переважно за слабого нагляду.



Рис. 2.3. Чинники формування меж корпоративної поведінки підприємств

**Розроблено автором*

Екзогенний рівень формує жорсткі, часто зв'язувальні обмеження, які визначають напрям і амплітуду реакції підприємства незалежно від якості менеджменту. У воєнний і повоєнний періоди ключові екзогенні межі для агропромислових підприємств доцільно згрупувати у чотири блоки:

- реальний шок виробництва - руйнування та окупація активів, кадрові й енергетичні ризики, розриви ланцюгів постачання;
- логістика та експортний доступ - блокади та функціонування транспортних коридорів, зміна транспортного плеча та вартості перевезень, доступ до портів і прикордонних переходів;
- фінансові обмеження - зміна умов кредитування, посилення вимог до забезпечення, кредитні ковенанти, дефіцит довгострокового капіталу;
- інституційно-державний контур - регуляторні режими, участь держави як замовника, гаранта, стейкхолдера, податкові та митні режими.

На цьому рівні типові реакції - накопичення ліквідності, відкладання інвестицій, переорієнтація на державні контракти - можуть бути адаптивними, тобто вимушеними, і не повинні автоматично тлумачитися як прояви біхевіористики.

Корпоративний рівень виконує функцію перетворювача зовнішнього шоку, оскільки визначає правила, процедури, швидкість і допустимість ухвалення фінансових рішень. Параметри структури власності, діяльності ради директорів та корпоративних інститутів визначають коридор допустимих рішень, а управлінські реакції або проходять через фільтри корпоративного управління або реалізуються без належного контролю, якщо механізми нагляду є недостатньо ефективними.



Рис. 2.4. Основні складники якості корпоративного управління підприємства

**Розроблено автором*

Вважаємо за необхідне, розкласти корпоративний рівень на п'ять підсистем рисунок 2.4.

Наявність незалежних членів ради директорів і спеціалізованих комітетів з аудиту та ризиків формує процес ухвалення рішень, який згладжує надмірні індивідуальні схильності керівників.

Кредитні ковенанти, заставне забезпечення, умови реструктуризації, доступ до фінансування й умови кредитування фактично визначають верхню

та нижню межі боргової політики та ліквідності. У запропонованій моделі вони є складовою системного каналу підприємства, який нерідко має більший вплив на фінансові рішення, ніж індивідуальні управлінські вподобання.

Чим вищою є якість розкриття інформації та зовнішнього аудиту, тим більш витратними стають непрозорі або емоційно зумовлені рішення, оскільки зростає ймовірність їх виявлення та застосування санкцій з боку власників, кредиторів і регуляторів. Практично це посилює дисципліну дивідендної та інвестиційної політики.

В аграрному секторі система управління ризиками набуває особливого значення через поєднання виробничих, ринкових, кліматичних і логістичних ризиків. Саме тому вона є однією з ключових підсистем корпоративного управління агропромислових підприємств.

Після визначення трирівневої системи меж - екзогенних, корпоративних, індивідуальних - окремо розглянемо корпоративний рівень, оскільки саме він пояснює, чому за однакового зовнішнього шоку підприємства демонструють різні фінансові траєкторії.

Для цього корпоративне управління розглядається як фільтр, що трансформує зовнішній шок у конкретні фінансові рішення через механізми контролю, внутрішні процедури, прозорість діяльності та дисципліну, яку забезпечують власники й кредитори. Дія такого фільтра залежить від природи чинника. Екзогенні обмеження звужують сам коридор допустимих рішень, тоді як ендогенні параметри управління визначають, наскільки повно підприємство використовує доступний простір вибору.

Для кожної групи чинників можна виокремити критерій, за яким фіксується їх прояв, і простежити, як він позначається на біхевіористиці фінансових рішень — від накопичення ліквідності до перегляду інвестиційної та дивідендної політики. Таке розмежування дає змогу відокремити вимушену адаптацію від поведінкового відхилення вже на рівні якісного аналізу, ще до побудови інтегральних показників якості корпоративного управління.

Узагальнення особливостей функціонування цього фільтра та очікуваних наслідків його дії наведено на рис. 2.5:

ЕКЗОГЕННІ ТА ЕНДОГЕННІ ФАКТОРИ	ОСОБЛИВОСТІ ВПЛИВУ НА БІХЕВІОРИСТИКИ	КРИТЕРІЙ ПРОЯВУ
Незалежність наглядової ради	Стимує імпульсивні рішення менеджменту	Контроль інвестицій, боргу та виплат
Розмір і професійна структура ради	Посилює експертизу та якість перевірки рішень	Кращий моніторинг фінансових рішень
Комітет з ризиків та аудиту	Формалізує контроль ризиків	Стрес-оцінка, вимоги до буферів, ризик-політики
Концентрація власності та активний власник	Прискорює рішення і посилює контроль менеджменту	Прямий вплив власника на фінансові рішення
Державна участь	Формує інші цілі: стабільність, зайнятість, підтримка	Доступ до програм підтримки та політичні обмеження
Кредиторський контроль	Обмежує ризикову фінансову поведінку	Ковенанти, забезпечення, перегляд умов фінансування
Прозорість та якість аудиту	Підвищує дисципліну та довіру до компанії	Вища ціна помилок і кращий доступ до фінансування

Рис. 2.5 Вплив екзогенних та ендогенних факторів на корпоративне управління і критерії їх прояву

**Розроблено автором*

Корпоративний рівень виконує стримувальну функцію, зменшуючи імпульсивність фінансових рішень у кризових умовах і спрямовуючи фінансову політику підприємства до більшої виваженості, підтримання ліквідності та контрольованого рівня ризику (рис. 2.6).

Отже, корпоративний фільтр визначає не лише якість корпоративного управління, а й конкретні канали впливу на ліквідність, боргову політику, інвестиційну активність (рентабельність інвестицій) та політику виплат власникам (дивідендну дохідність). У кризових умовах найважливішими є

механізми, що знижують амплітуду крайніх управлінських рішень, зокрема незалежний нагляд, діяльність комітетів з аудиту та ризиків, контроль з боку кредиторів і належний рівень прозорості. Саме ці елементи надалі використано як вимірювані показники якості корпоративного управління та як модератори впливу воєнного шоку на фінансову політику підприємств.

	НАПРЯМИ ПРИЙНЯТТЯ ФІНАНСОВИХ РІШЕНЬ	ІНДИКАТОРИ ФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ
Незалежність наглядової ради підприємства	Інвестиції - вибірковіші борги - обережнішим, виплати - обґрунтованішими	Частка незалежних членів, незалежний голова, частота засідань
Розмір і професійна структура ради	Менше крайніх рішень, кращий баланс між ліквідністю і розвитком	Кількість членів, фінансова та ризикова експертиза
Комітет з ризиків та аудиту підприємства	Вищі ліквідні буфери, нижчий борг, стриманіші інвестиції	Наявність комітету, кількість засідань, політики ризику
Концентрація власності та активний власник	Швидша адаптація у кризі, але можливий ризик вилучення ресурсів	Частка найбільшого власника, кількість великих власників
Державна участь	Вища ліквідність, обережні виплати, інвестиції залежать від державних програм	Частка держави, участь у програмах, держконтракти
Зовнішній кредиторський контроль	Нижчий борг, вища ліквідність, обмеження виплат та інвестицій	Борг, відсоткові витрати, покриття відсотків, реструктуризації
Прозорість та якість зовнішнього аудиту	Стійкіші інвестиції, кращі умови фінансування, менше різких помилко	Розкриття інформації, аудиторський висновок, тип аудитора

Рис. 2.6. Наслідки впливу корпоративного управління на прийняття фінансових рішень підприємства

**Розроблено автором*

Індивідуальний рівень охоплює особистісні характеристики керівника - оптимізм, страх втрат, схильність до уникнення ризику, професійний досвід та інші поведінкові особливості. Їхній вплив проявляється переважно за слабких інститутів корпоративного управління, тобто за відсутності належного нагляду та ефективного контролю з боку власників. Емпірично це має виявлятися у вигляді статистично значущої взаємодії між психологічною змінною та показником якості корпоративного управління. Сам по собі вплив психологічних характеристик керівника може виявитися статистично

незначущим, якщо його ефект нівелюється дією ефективних корпоративних механізмів контролю.

Це і є формальна відповідь на питання, чому корпоративне управління нівелює вплив індивідуальних рис менеджерів: воно змінює не особистісні характеристики керівника, а множину фінансових рішень, які він здатний реалізувати, - через встановлені процедури, колегіальність ухвалення рішень, систему контролю, дисципліну кредиторів і прозорість діяльності (рис. 2.7).

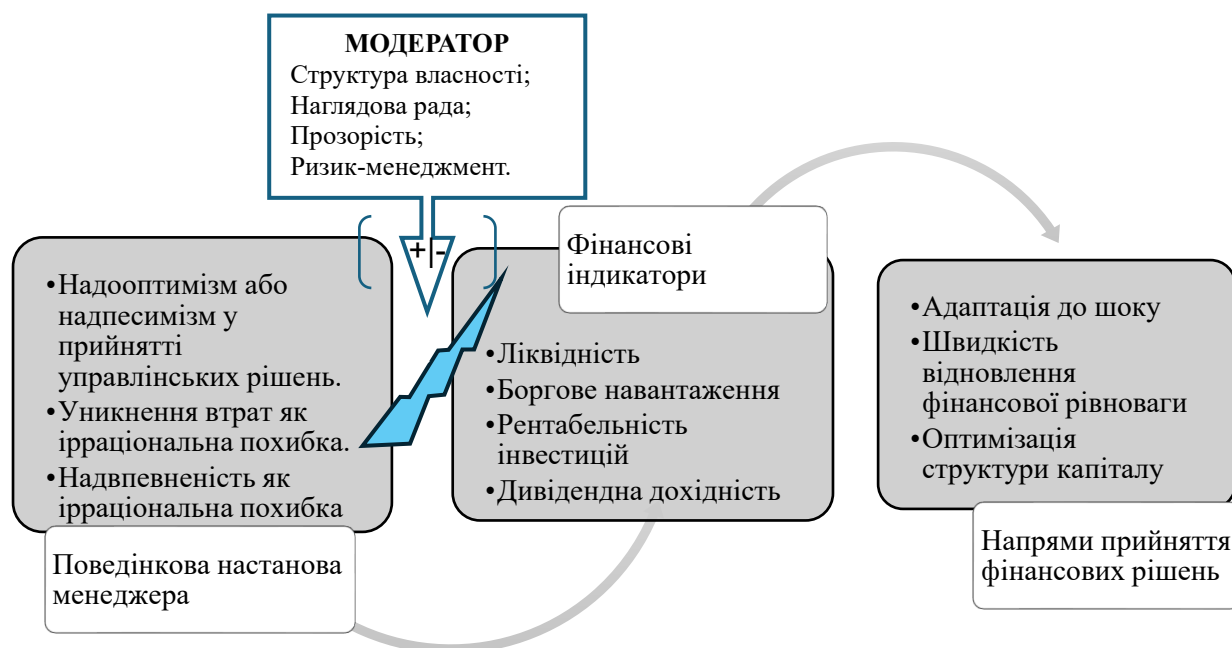


Рис. 2.7. Схема впливу поведінки менеджера на прийняття фінансових рішень

**Розроблено автором*

Отже, вплив індивідуальних схильностей менеджменту на корпоративні фінансові рішення має умовний характер. Особистісні установки керівництва можуть зумовлювати зміни у політиці ліквідності, структурі боргового капіталу, інвестиційній діяльності та політиці розподілу прибутку, однак сила цього впливу визначається якістю корпоративного управління. За ефективної системи корпоративного управління - незалежного нагляду, належного контролю з боку власників і кредиторів, високого рівня прозорості -

індивідуальний вплив істотно послаблюється, тоді як за слабого корпоративного контролю він, навпаки, посилюється.

Таким чином, екзогенні чинники формують жорсткі межі допустимих фінансових рішень, тоді як корпоративне управління визначає внутрішні правила, за допомогою яких зовнішній шок трансформується у фінансову політику підприємства. Це, своєю чергою, впливає на рівень ліквідності, структуру капіталу, обсяги капітальних інвестицій, політику розподілу прибутку та систему управління ризиками. Індивідуальні чинники проявляються переважно за слабких корпоративних фільтрів, тому в емпіричному дослідженні їх доцільно розглядати як допоміжний механізм, оцінюючи через взаємодію з показниками корпоративного управління.

Вихідною точкою емпіричної моделі є воєнний шок, який надалі реалізується через два взаємопов'язані канали - корпоративний рівень (систему управління підприємством) та індивідуальний рівень керівника - і втілюється у фінансових рішеннях, що визначають результати фінансової діяльності, а відтак - фінансову стійкість і ефективність підприємства. Саме тому після визначення меж коридору допустимих фінансових рішень доцільно перейти до формалізації екзогенних обмежень як базового чинника, вплив якого надалі модерується механізмами корпоративного управління.

Попередні положення дали змогу розмежувати три рівні меж поведінки підприємства, серед яких екзогенний рівень задає жорсткі рамки можливих фінансових рішень. Відповідно, перш ніж пояснювати міжфірмові відмінності у реакціях підприємств через особливості корпоративного управління, необхідно визначити екзогенні закономірності, тобто встановити, які саме зовнішні шоки та обмеження системно зумовлюють зміни фінансової політики підприємств у напрямі накопичення ліквідності, скорочення інвестицій, перегляду дивідендної політики та трансформації структури капіталу.

У межах даного дослідження воєнний шок розглядається як сукупність взаємопов'язаних зовнішніх чинників: падіння попиту, руйнування та втрати

активів, зростання невизначеності, а також похідних від них логістично-експортних та кредитно-фінансових обмежень. Такий підхід узгоджується з концептуальною моделлю дослідження, відповідно до якої саме воєнний шок запускає каскад змін у фінансових рішеннях підприємства.

Для емпіричної перевірки зазначені обмеження доцільно подати через систему вимірюваних показників:

- експозиція до територіальних втрат і бойових дій - окупації територій і втрат виробничих активів та потужностей;

- експортно-логістична експозиція - частка експорту у виручці до початку воєнного шоку, необхідність заміщення логістичних маршрутів, різке зростання логістичних витрат (проксі-показники визначаються залежно від галузевої специфіки, географії діяльності, контрактів та наявності відповідних даних);

- кредитні умови та доступ до фінансування - наявність кредитного фінансування, його вартість, кредитні ковенанти, вимоги до забезпечення, а також участь підприємства у державних програмах підтримки як чинник пом'якшення фінансових обмежень;

- інституційно-регуляторні злами - податкові та регуляторні режими, державні програми підтримки, гранти та інші квазіекзогенні зміни зовнішнього середовища, що впливають на фінансову поведінку підприємств.

Для кожного обмеження визначено відповідний показник, очікуваний напрям його впливу на ключові фінансові політики підприємства та спосіб емпіричної перевірки. Це дає змогу відокремити середній ефект впливу зовнішнього середовища від гетерогенності реакцій підприємств, яку надалі пояснюватимемо особливостями корпоративного управління.

Зовнішні обмеження визначають напрям і масштаб базового зсуву фінансових рішень підприємства у кризових умовах. На цій основі в емпіричній частині дослідження спочатку оцінюється ефект шоку (до та після 2022 року), а далі перевіряється гетерогенність реакцій підприємств, у якій

ключову роль відіграють механізми корпоративного управління, тобто взаємодія воєнного шоку та якості корпоративного управління. Таким чином, екзогенний блок не конкурує з корпоративним управлінням, а формує контрольоване середовище для виявлення системних відмінностей у фінансовій поведінці підприємств.

Логіка фазового аналізу узгоджується з підходом «шок - адаптація - стабілізація - відновлення», який дає змогу порівнювати не лише масштаби падіння у 2022 році, а й траєкторії подальшого відновлення та здійснювати прогнозування.

Для коректного емпіричного розмежування докризового періоду, фази шоку, а також етапів адаптації й відновлення доцільно використати узагальнений показник, що відображає сукупну жорсткість екзогенних обмежень для діяльності підприємств, - агрегований індекс жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО). Окремі індикатори, так як процентні ставки, валютний курс, рівень інфляції та показники експорту, характеризують різні канали зовнішнього впливу. Проте в кризові періоди вони змінюються одночасно і взаємно підсилюють один одного. Саме тому запропоновано використовувати інтегральний індекс, який концентрує в одному показнику рівень складності зовнішнього середовища для ухвалення корпоративних фінансових рішень у кожному конкретному місяці. Індекс сформовано на місячній основі з п'яти компонентів, що відповідають ключовим зовнішнім каналам впливу на фінансову поведінку підприємств.

До складу агрегованого індексу включено такі компоненти:

- монетарно-кредитний канал - облікова ставка НБУ та жорсткість кредитних умов;
- валютний канал - офіційний курс гривні до долара США. Для розрахунків використано середньомісячне значення курсу, як індикатор валютного режиму та зовнішньої невизначеності для експортерів і імпортерів;
- ціновий канал - інфляція, індекс споживчих цін, які відображають

витратний тиск і ризик номінальних спотворень у виручці та собівартості підприємств;

- макрофінансовий буфер - обсяг міжнародних резервів на кінець місяця, що характеризує стійкість зовнішньої позиції держави та потенційну жорсткість зовнішніх обмежень. Під час розрахунку індексу цей компонент використано в інвертованому вигляді: менший обсяг міжнародних резервів відповідає вищому рівню жорсткості зовнішніх обмежень;

- зовнішньоторговельний (логістичний) канал - загальний обсяг експорту товарів як кількісний індикатор доступу до зовнішніх ринків і стану логістичної інфраструктури. Цей показник також використано в інвертованому вигляді: менший обсяг експорту свідчить про жорсткіші зовнішні обмеження.

Для забезпечення порівнянності всі компоненти було нормовано відносно базового періоду 2018-2021 років, тобто переведено у стандартизовані відхилення від нормального режиму функціонування економіки. Після цього агрегований індекс розраховано як середнє арифметичне стандартизованих компонентів, причому більші значення індексу відповідають вищому рівню жорсткості екзогенних обмежень (рис. 2.8).

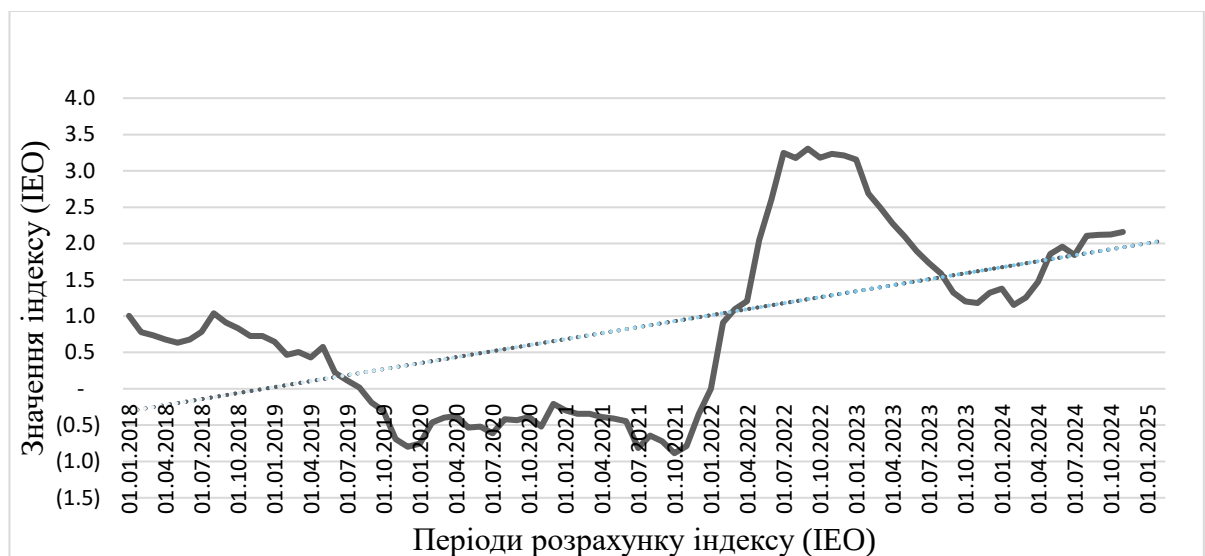


Рис 2.8. Динаміка індексу жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) підприємств України 2018-2024рр.

Джерело: складено автором на основі даних [143]

Протягом 2018-2019рр. (довоєнний базовий період) індекс ІЕО перебував на помірному рівні (середнє значення становило близько 0,52), що відповідало режиму функціонування без жорсткого зовнішнього примусу. За таких умов рішення щодо структури капіталу, боргового фінансування та інвестицій переважно визначалися внутрішніми можливостями підприємств, тоді як виплати власникам мали більш прогнозований характер.

У 2020-2021 роках, у період послаблення зовнішніх обмежень, індекс ІЕО перейшов у від'ємну зону (середнє значення -0,52, тобто зменшився на 1,04 одиниці порівняно з 2018-2019 роками). Основними чинниками такої динаміки стали зниження облікової ставки (-55,6%), зменшення інфляції (р/р) (-36,3%), зростання міжнародних резервів (+42,3%) та збільшення обсягу експорту (+22,1%). Для підприємств це означало зменшення потреби у формуванні страхових фінансових буферів, розширення можливостей для інвестування та збільшення свободи вибору фінансових рішень у межах коридору допустимих фінансових політик, а не на його межах.

У 2022 році, з початком повномасштабного воєнного шоку, відбувся різкий перелом у динаміці індексу ІЕО: його значення зросло від мінімального рівня -0,80 у IV кварталі 2021 року до пікового значення 3,01 у III кварталі 2022 року, тобто на 3,81 пункту. У межах концепції коридору допустимих фінансових рішень це означало вимушене зміщення підприємств до зони жорстких зовнішніх обмежень. Унаслідок цього підприємства були змушені збільшувати обсяги ліквідних резервів і фінансових буферів, скорочувати капітальні інвестиції та дивідендні виплати, тоді як вартість боргового фінансування суттєво зросла, що звужило можливості використання фінансового левериджу.

Протягом 2023 року, який можна охарактеризувати як період адаптації до нових умов господарювання, після пікового значення 2022 року спостерігалось поступове пом'якшення екзогенних обмежень. Значення індексу ІЕО знизилось з 3,02 у першому кварталі 2023 року до 1,24 у

четвертому кварталі 2023 року, тобто на 1,78 пункту. Основними чинниками такого зниження стали уповільнення інфляції (р/р) (-78,5%), зменшення облікової ставки (-37,3%) та збільшення міжнародних резервів (+30,4%) за майже незмінного валютного курсу. Для підприємств це означало поступовий вихід частини фінансових рішень із зони жорстких обмежень, що створило передумови для вибіркового відновлення інвестиційної активності. Водночас підприємства продовжували підтримувати значні ліквідні резерви, обережно підходили до залучення боргового фінансування, а дивідендна політика залишалась стриманою.

У 2024 році основні маркери змін проявилися у зростанні валютного курсу (+8,6%) та інфляції (р/р) (+170%), що зумовлено низькою базою порівняння). Водночас облікову ставку було знижено на 11%, міжнародні резерви залишалися практично стабільними (+0,8%), а обсяг експорту зріс на 2,4%. Для підприємств це означало, що коридор допустимих фінансових рішень не зазнав принципових змін, однак знову звузився під впливом номінальних ризиків, пов'язаних із валютним курсом та інфляційними процесами. У цих умовах посилюється роль виваженого управління ліквідністю, обережної боргової політики та більш жорсткого відбору інвестиційних проєктів.

На основі проведених спостережень і аналізу можна виокремити такі особливості індексу жорсткості екзогенних обмежень.

По-перше, індекс переводить зовнішній примус у вимірювану кількісну величину, що є важливим для розмежування вимушених і поведінкових компонентів фінансових рішень. За високих значень ІЕО підприємства з більшою ймовірністю зміщуються до меж коридору допустимих фінансових рішень. По-друге, індекс створює коректне аналітичне підґрунтя для оцінювання ролі корпоративного управління, оскільки один і той самий рівень зовнішнього тиску може зумовлювати різні фінансові рішення залежно від

механізмів корпоративного управління, зокрема структури власності, системи нагляду, рівня прозорості та кредиторського контролю.

Отже, індекс жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) дає змогу перевірити, чи посилюється роль корпоративного управління зі зростанням жорсткості зовнішнього середовища. Крім того, використання інтегрального індексу зменшує ризик хибних висновків, коли окремий показник, наприклад валютний курс, демонструє позитивну динаміку, тоді як інші чинники - кредитні умови, експорт або інфляція - залишаються несприятливими. Агрегування цих показників забезпечує комплексне оцінювання зовнішнього середовища, наближене до того, як його вплив фактично проявляється у фінансових рішеннях підприємств. Отже, далі сформулюємо гіпотези екзогенного рівня.

Гіпотеза (H2a). Ліквідність як базова адаптація до шоку. У воєнний період на рівні підприємства проявляється підвищена схильність до накопичення ліквідності. Це відображає адаптивну реакцію на невизначеність і ризики порушення безперервності оборотного капіталу.

Гіпотеза (H2b). Інвестиційна пауза як реакція на невизначеність. У кризовій фазі підприємства систематично відкладають або скорочують капітальні інвестиції (CAPEX), насамперед через високий рівень невизначеності та погіршення умов відтворення капіталу.

Гіпотеза (H2c). Кооперація з державою як екзогенний механізм виживання. У воєнний період посилюється прагматична взаємодія підприємств із державою (участь у державних програмах, отримання державних гарантій, пільгового фінансування та виконання державних контрактів) як спосіб компенсації ринкових і фінансових дисфункцій.

Гіпотеза (H2d). Логістика та експорт як чинники посилення шоку. Чим вищою була експортна експозиція підприємства до початку воєнного шоку та/або чим істотнішими стали логістичні обмеження, тим більшого скорочення виручки й обсягів виробництва слід очікувати в кризовий період. Водночас

посилюватиметься зміщення фінансової політики у бік підтримання ліквідності та обережності, що проявлятиметься у збільшенні частки грошових коштів і жорсткішому скороченні капітальних інвестицій.

Гіпотеза (H2e). Кредитні обмеження як механізм вимушеної консервативної фінансової політики. Погіршення доступу до кредитних ресурсів і посилення умов фінансування зумовлюють зміщення фінансової архітектури підприємства у бік внутрішніх джерел фінансування. Це проявляється у скороченні обсягів нового боргу, зменшенні капітальних інвестицій та зниженні грошових виплат власникам. Для емпіричної ідентифікації цього ефекту важливо також враховувати наявність державних програм підтримки кредитування як чинника, що пом'якшує вплив екзогенних обмежень.

Гіпотеза (H2f). Територіальні втрати та пошкодження активів як чинник трансформації фінансової політики. Підприємства, які зазнали прямого впливу окупації або руйнування виробничих активів, демонструють більш різкий перегляд фінансових політик, надаючи пріоритет забезпеченню платоспроможності над довгостроковим розвитком. Це супроводжується погіршенням показників короткострокової фінансової стійкості, зокрема скороченням виручки та зростанням ризику неплатоспроможності.

Гіпотеза (H2g). Регуляторно-податкові зміни як квазіексперимент. Зміни податкових режимів, запровадження податкових пільг, грантових програм та інших інструментів державної підтримки формують різні екзогенні умови забезпечення ліквідності й доступу до фінансування для окремих груп підприємств. Це дає змогу використовувати такі зміни як квазіексперимент для перевірки трансформації фінансових політик підприємств, насамперед політики управління ліквідністю та боргового фінансування в кризових умовах.

Отже, зафіксовано перший шар причинності - екзогенні обмеження як базовий рушій типових зсувів фінансової політики. Наступним кроком є

пояснення того, чому за однакового шоку підприємства демонструють різні траєкторії розвитку, тобто перехід від аналізу середньої реакції до дослідження гетерогенності, яку насамперед слід пояснювати особливостями корпоративного управління. Ця закономірність є базовою: воєнний шок як екзогенний комплекс обмежень системно зрушує фінансову політику підприємств у бік обережності. Водночас емпіричні спостереження свідчать, що за зовні подібних умов різні підприємства демонструють різну глибину падіння та різні траєкторії адаптації й відновлення. Логічно, що ця особливість не може бути пояснена лише самим шоком, оскільки потребує системного пояснення через корпоративне управління та фінансову архітектуру підприємства, які визначають коридор фінансових рішень у кризових умовах і якість трансформації шоку у фінансові політики й результати діяльності.

Саме це положення становить основу блоку гіпотез щодо корпоративного управління: якість корпоративного управління модерує вплив шоку на фінансову стійкість та визначає як структуру фінансових рішень, так і якість фінансових результатів. Виходячи з цього, визначимо основні причини відмінностей у поведінці підприємств за однакових зовнішніх шоків.

Корпоративне управління впливає не стільки на сам факт виникнення шоку, скільки на силу його впливу на фінансову стійкість підприємства, тобто виконує модераційну функцію. У зв'язку з цим формулюємо таку гіпотезу (H1): за інших рівних умов підприємства з вищою якістю корпоративного управління демонструють менший негативний вплив воєнного шоку на фінансові результати та рівень фінансової стійкості.

Якісне корпоративне управління підвищує дисципліну прийняття фінансових рішень у кризових умовах завдяки колегіальності, ефективному контролю, пріоритетності підтримання ліквідності без надмірної консервації, перегляду інвестицій за критерієм їхньої ефективності, а не повної відмови від інвестування.

Це сприяє зниженню агентських втрат, покращує взаємодію із зовнішніми стейкхолдерами та забезпечує більш ефективне залучення фінансових ресурсів. Саме тому один і той самий зовнішній шок може трансформуватися у різні фінансові траєкторії розвитку підприємств. Корпоративне управління впливає на стійкість підприємства опосередковано - через вибір фінансового інструментарію, зокрема щодо структури капіталу, інвестицій, дивідендних виплат і управління ліквідністю. Такий вплив реалізується через медіаційний механізм, що дає підстави сформулювати такі гіпотези.

Гіпотеза (H3). Медіація через структуру капіталу. Корпоративне управління впливає на фінансову стійкість підприємства через формування структури капіталу, зокрема рівень і динаміку боргового навантаження, а також здатність підтримувати платоспроможність без надмірного боргового ризику. У кризових умовах цей механізм проявляється у різній здатності підприємств підтримувати збалансованість між ліквідністю, борговим навантаженням та інвестиційною активністю.

Гіпотеза (H4). Медіація через інвестиційну та дивідендну політику. Корпоративне управління впливає на фінансову стійкість підприємства через механізми формування інвестиційної та дивідендної політики. Підприємства з вищою якістю корпоративного управління характеризуються більш узгодженими процедурами призупинення та відновлення капітальних інвестицій і дивідендних виплат у кризових умовах, що дає змогу зменшити ризик руйнівної короткозорості - як надмірного скорочення інвестицій у відтворення, так і необґрунтовано високих виплат власникам за рахунок погіршення фінансової стійкості.

Далі буде продемонстровано, через які саме фінансові політики реалізується цей вплив і чому його характер відрізняється за умов сильного та слабого корпоративного нагляду.

Оскільки фінансова стійкість підприємства в кризових умовах формується не одним рішенням, а сукупністю взаємопов'язаних фінансових рішень, їх взаємозв'язок і очікуваний вплив наведено у (таблиці 2.1).

Окремого розгляду потребує структура власності, оскільки саме вона визначає інтенсивність моніторингу та швидкість прийняття управлінських рішень, однак її вплив може залежати від фази розвитку кризового процесу.

Таблиця 2.1

Порівняльна характеристика біхевіористики підприємств за слабого та сильного корпоративного управління

Фінансові індикатори	Критерії слабого корпоративне управління	Критерії сильного корпоративне управління	Результативність впливу на показники фінансово-економічного стану підприємства
Ліквідність	Дефіцит або надлишкове накопичення коштів	Оптимальний ліквідний буфер	Платоспроможність і безперервність діяльності
Боргове навантаження	Надмірний борг або ризикове перекредитування	Контроль строків погашення боргу, оптимізації боргового навантаження	Ризик дефолту та доступ до фінансування
Обсяг інвестування	Замороження інвестицій або інерційні проекти	Інвестування розширеного відтворення	Адаптивність, продуктивність, економічний розвиток після шоку
Дивідендна дохідність	Надмірні або хаотичні виплати	Виплати узгоджені з ліквідністю та боргом	Фінансова гнучкість, довіра стейкхолдерів
Ризикові буфери	Недостатня готовність до шоків	Формалізовані резерви, ліміти й страхування	Фінансові резерви, покриття збитків

**Джерело: складено автором*

Гіпотеза (H5). Фазозалежний ефект структури власності. У кризовий період концентрована структура власності може бути пов'язана зі швидшою адаптацією підприємства та оперативнішим прийняттям рішень завдяки централізованому контролю. Натомість у період стабілізації та відновлення, за наявності ефективних інститутів корпоративного управління переваги високої концентрації власності зменшуються, а її вплив може набувати нейтрального або іншого характеру залежно від рівня прозорості та якості корпоративного нагляду.

В аграрному секторі ризик-менеджмент не є лише формальним елементом системи управління, а визначає стійкість ланцюгів постачання, ефективність страхового захисту, управління валютними й ціновими ризиками,

а також якість планування ліквідності. Гіпотеза (H6): передвоєнний ризик-менеджмент знижує втрати та прискорює відновлення. Підприємства, які до початку воєнного шоку мали формалізовану систему управління ризиками, демонструють менші економічні втрати та кращу траєкторію відновлення. Цей взаємозв'язок є особливо важливим для аграрного сектору, де ефективно управління ризиками безпосередньо впливає на фінансову стійкість підприємств.

Щоб не порушувати пріоритет системного рівня підприємства, індивідуальні особливості менеджерів розглядаються не як самостійне пояснення фінансової поведінки, а як механізм, що проявляється лише за недостатньої ефективності корпоративного управління, коли його стримувальні механізми є слабкими. Гіпотеза (H7): умовний вплив психологічних особливостей менеджменту. Психологічні чинники менеджерів впливають на фінансові рішення переважно за слабких механізмів корпоративного управління, тоді як за ефективного корпоративного нагляду їхній вплив істотно послаблюється або повністю нівелюється. У великих підприємствах дія індивідуальних психологічних особливостей менеджерів практично усувається завдяки розвиненим механізмам корпоративного управління.

Отже, вплив екзогенних факторів на біхевіористичні корпоративні фінанси аграрного сектору України полягає насамперед у тому, що вони визначають зовнішні межі коридору допустимих фінансових рішень. Воєнний шок - руйнування та втрата активів, блокування логістичних маршрутів і експорту, посилення кредитних обмежень, регуляторні зміни - визначає напрям і амплітуду реакції підприємства незалежно від якості корпоративного управління. За таких умов зміщення фінансової політики до меж коридору допустимих рішень має переважно вимушений, а не поведінковий характер.

Для кількісного вимірювання сили такого зовнішнього примусу в підрозділі 1.3 було запропоновано агрегований індекс жорсткості екзогенних

обмежень (ІЕО), який інтегрує п'ять основних каналів впливу: монетарно-кредитний, валютний, ціновий, макрофінансовий (через міжнародні резерви) та зовнішньоторговельно-логістичний. Аналіз динаміки індексу за 2018-2024 роки засвідчив чітку фазову структуру розвитку зовнішнього середовища: помірний докризовий режим, послаблення обмежень у 2020-2021 роках, різке зростання жорсткості екзогенних чинників у 2022 році з максимумом у третьому кварталі та поступове, хоча й неповне, їх пом'якшення протягом 2023-2024 років. Саме у фазі максимального шоку коридор допустимих фінансових рішень звужується найбільше, що зумовлює вимушене накопичення ліквідності, відтермінування капітальних інвестицій та обмеження дивідендних виплат.

У результаті дослідження систематизовано три рівні меж, у яких формуються корпоративні біхевіористичні корпоративні фінанси підприємств. Екзогенний рівень визначає жорсткі зв'язувальні обмеження та формує базовий, спільний для всієї галузі напрям змін фінансової політики. Корпоративний рівень пояснює гетерогенність поведінкових реакцій, тобто причини, з яких за однакових зовнішніх шоків подібні підприємства демонструють різні траєкторії фінансової адаптації. Індивідуальний рівень керівника має допоміжне значення і не може розглядатися як основне пояснення фінансової поведінки підприємства за наявності більш вагомих чинників, пов'язаних із якістю корпоративного управління та інституційним середовищем.

На цій основі обґрунтовано операційний критерій розмежування вимушених і поведінкових фінансових рішень. Вимушена адаптація являє собою рух уздовж меж коридору допустимих фінансових рішень під впливом жорстких зовнішніх обмежень, тоді як поведінковий компонент визначається як залишковий ефект, що проявляється всередині цього коридору та системно залежить від структури корпоративного управління і фінансової архітектури підприємства. Запропонований критерій дає змогу уникнути методологічної

помилки, за якої будь-яка кризова адаптація помилково інтерпретується як прояв корпоративної біхевіористики.

Доведено також положення про нівелювання впливу індивідуальних особливостей менеджерів. Корпоративне управління обмежує їхній вплив не психологічними, а інституційними механізмами - через розподіл повноважень щодо ухвалення рішень, регламентовані процедури, систему контролю, фінансові ліміти, прозорість діяльності та кредиторський моніторинг. З цього випливає важливий емпіричний принцип: психологічні змінні доцільно розглядати лише як умовний механізм, що проявляється через взаємодію з показниками корпоративного управління, а не як самостійний детермінант фінансових рішень. Запропонована періодизація унеможливорює змішування фактичних даних із прогностичними оцінками. Початкові характеристики корпоративного управління та фінансової політики фіксуються у докризовий період, тоді як реакції підприємств і наслідки ухвалених рішень оцінюються під час дії шоку та на етапі післякризової адаптації.

Отже, вплив зовнішніх чинників на корпоративне управління та прийняття фінансових рішень агропромисловими підприємствами проявляється через звуження коридору допустимих фінансових рішень. Екзогенний блок формує спільне для всіх підприємств середовище зовнішнього тиску, тоді як відмінності у фінансових реакціях насамперед зумовлені якістю корпоративного управління та здатністю управлінської системи стримувати прояви біхевіористичних відхилень.

2.2. Аналіз впливу біхевіористики на фінансовий стан агропромислових підприємств

Для аналізу біхевіористики та її впливу на фінансовий стан агропромислових підприємств емпіричне дослідження будується як фіксація спостережуваних фінансових і нефінансових реакцій підприємств та їхньої гетерогенності за різної якості корпоративного управління.

Для забезпечення відтворюваності результатів до дослідження включено сукупність українських агропромислових підприємств, що мають доступні публічні річні та проміжні звіти, а також примітки до фінансової звітності.

Обрано 7 компаній середнього та великого розміру, що дає змогу одночасно:

- (а) виконати насичений описовий аналіз;
- (б) сформувати «журнал рішень» завдяки достатній деталізації розкриття інформації;
- (в) підготувати основу для подальшого моделювання у розділі 3.

Вибір семи підприємств зумовлений логікою дослідження, яке ґрунтується на детальному відтворенні управлінських та фінансових рішень кожної компанії в межах послідовних етапів зовнішніх змін. Такий підхід можливий лише за умови високого рівня інформаційної прозорості та безперервного розкриття даних. Тому вибірка є цілеспрямованою: до неї включено агропромислові підприємства з доступними річними та проміжними звітами, примітками, звітами менеджменту й аудиторськими висновками за всі досліджувані періоди.

Усі сім підприємств є публічними та здійснюють лістинг на європейських біржах, що передбачає підготовку фінансової звітності за міжнародними стандартами та проходження обов'язкового зовнішнього аудиту. Це дозволяє відстежувати динаміку ліквідності, боргового навантаження, інвестицій та грошових потоків не лише на річній, а й на квартальній основі. Переважна більшість українських аграрних товариств такого рівня деталізації не забезпечує, тому саме доступність послідовних даних визначає придатність обраних компаній для реалізації дослідницького підходу.

Не менш важливою є внутрішня неоднорідність вибірки, адже компанії відрізняються за масштабами діяльності, регіонами функціонування, виробничою спеціалізацією та, що найважливіше, якістю корпоративного

управління. Astarta, Kernel та ІМС характеризуються високим рівнем розвитку механізмів корпоративного управління й ефективною системою нагляду, тоді як інші підприємства мають менш розвинені інституційні механізми. Саме ця відмінність дає змогу перевірити центральну гіпотезу дослідження, а саме: чому за однакового впливу зовнішнього шоку підприємства обирають різні фінансові траєкторії розвитку. Репрезентативність сформованої вибірки підтверджує наведені нижче характеристики.

Земельний банк досліджуваних компаній до початку та під час повномасштабної війни становив: Kernel - близько 506 тис. га (найбільший агрохолдинг України); Astarta - близько 220 тис. га у семи областях; ІМС - близько 120 тис. га (Полтавська, Чернігівська, Сумська області); Agroton - близько 110 тис. га (Луганська та Харківська області), значна частина яких нині перебуває на тимчасово окупованих територіях; AgroGeneration - близько 56 тис. га; KSG Agro - близько 21 тис. га (Дніпропетровська, Херсонська області). Ukrproduct Group землі практично не має земельного банку, оскільки спеціалізується на переробленні молочної продукції.

Сукупний земельний банк досліджуваних землекористувачів перевищує 1 млн га, що становить близько 3 % загальної площі орних земель України (приблизно 32-33 млн га).

Усі досліджувані підприємства є публічними компаніями та здійснюють лістинг на провідних європейських фондових біржах: Варшавська фондова біржа (Kernel, Astarta, ІМС, Agroton, KSG Agro), Паризька біржа Euronext (AgroGeneration), Лондонська фондова біржа, ринок AIM (Ukrproduct Group). Вимоги цих торговельних майданчиків передбачають обов'язкову підготовку фінансової звітності за міжнародними стандартами фінансової звітності.

Діапазон масштабів діяльності охоплює різні категорії підприємств аграрного сектору - від найбільшого агрохолдингу України (Kernel) до підприємств середнього розміру (KSG Agro, Ukrproduct Group).

Географія діяльності забезпечує природну варіативність рівня воєнної експозиції - від прифронтових і тимчасово окупованих територій (Agroton - Луганська область); AgroGeneration - Харківська та Сумська області) до відносно безпечних тилкових регіонів (Astarta - Полтавська, Вінницька та Хмельницька області).

Виробнича спеціалізація підприємств також є різноманітною: вирощування зернових та олійних культур (AgroGeneration, ІМС, Agroton); виробництво цукру та молочної продукції (Astarta); виробництво соняшникової олії та розвиток зернової логістичної інфраструктури (Kernel); свинарство (KSG Agro), перероблення молочної продукції (Ukrproduct Group).

Отже, вибірка із семи підприємств є оптимальною для досягнення мети дослідження, оскільки поєднує можливість поглибленого аналізу кожного окремого випадку з проведенням порівняльного аналізу між групами підприємств за рівнем розвитку корпоративного управління та формує достатню інформаційну базу для побудови моделей, наведених у третьому розділі.

Менша кількість підприємств не забезпечила б необхідного рівня порівняльності, тоді як значно ширша вибірка унеможливила б детальний аналіз управлінських рішень, який є основою поведінкового компонента дослідження. Для ідентифікації змін корпоративної фінансової поведінки у дослідженні запропоновано подієву періодизацію (таблиця 2.2), побудовану за рівнем інтенсивності зовнішніх шоків.

Кожен етап відповідає певному зрушенню зовнішніх обмежень (логістичних, фінансових, енергетичних або валютних), що дає змогу розмежувати вимушену реакцію підприємства, зумовлену об'єктивним звуженням простору прийняття фінансових рішень, і поведінкову компоненту, яка проявляється у виборі фінансової політики в межах коридору допустимих рішень, сформованого корпоративним управлінням, фінансовою архітектурою підприємства та дисципліною кредиторів.

Оцінка очікуваного впливу екзогенних шоків на корпоративні рішення підприємств

Етап	Фінансово - економічне наповнення екзогенного шоку	Ймовірні наслідки впливу на прийняття корпоративного рішення підприємства
Етап 1	Перехід від глобальної невизначеності до реального операційного стиску через карантин, ризики збуту, постачання та платіжної дисципліни.	Посилення обережності, накопичення ліквідності, скорочення другорядних витрат, відтермінування частини інвестицій.
Етап 2	Запуск ринку сільськогосподарської землі: зміна інвестиційних стимулів, довгострокового планування та потенційної заставної бази для фінансування.	Перегляд земельної стратегії, оцінка купівлі або продажу землі, зміна підходів до застави й довгострокового фінансування.
Етап 3	Початок повномасштабної війни: системний злам фінансових рішень через порушення логістики, ринків збуту, доступу до капіталу та безпеки активів.	Перехід до режиму виживання, замороження SARPEX, реструктуризація боргу, консервація грошових коштів, переорієнтація операцій.
Етап 4	Підвищення облікової ставки НБУ до 25%: різке подорожчання капіталу, ускладнення рефінансування та посилення боргової дисципліни.	Зменшення ринкового кредитування, пошук пільгових програм, перегляд боргового навантаження, жорсткіший контроль витрат.
Етап 5	Чорноморська зернова ініціатива: часткове відновлення експорту, покращення операційного грошового потоку та валютних надходжень.	Активізація експорту, розвантаження запасів, часткове відновлення виручки, стабілізація оборотного капіталу.
Етап 6	Енергетичний шок - масовані удари по енергоінфраструктурі підвищили ризики простоїв, витрати на автономність і забезпечення безперервності виробництва.	Інвестиції в генератори, резервне живлення та енергетичну автономність; перегляд виробничих графіків і витрат на безперервність.
Етап 7	Руйнування Каховської дамби: регіонально нерівномірний шок для аграрного сектору, особливо через втрату зрошення та інфраструктурні пошкодження.	Коригування посівних планів, переоцінка активів у постраждалих регіонах, зміна регіональної структури інвестицій.
Етап 8	Припинення зернової ініціативи: повторне загострення логістичних обмежень і перевірка адаптивності експортних та фінансових моделей підприємств.	Пошук альтернативних маршрутів, збільшення логістичних витрат, зростання потреби в оборотному капіталі, тиск на маржу.
Етап 9	Оголошення гуманітарного морського коридору: формування альтернативного маршруту експорту та часткове зниження логістичного тиску.	Переналаштування експортної логістики, часткове відновлення морських поставок, покращення валютних надходжень для експортерів.
Етап 10	Перехід НБУ до керованої гнучкості курсу: зміна валютного режиму, посилення ролі валютного ризик-менеджменту та переоцінки боргів.	Перегляд валютної структури боргу, посилення контролю курсових ризиків, планування валютної ліквідності та хеджування.
Етап 11	Блокади польсько-українського кордону: короткострокові логістичні затримки, що вплинули на запаси, дебіторську заборгованість, кредиторку та оборотний капітал.	Зростання касових розривів, затримки платежів, збільшення запасів, пошук альтернативних сухопутних маршрутів.
Етап 12	Зниження ключової ставки НБУ до 13%: поступове послаблення монетарного стиску та створення умов для переходу від виживання до відновлення інвестицій.	Поступове відновлення інвестиційних планів, здешевлення фінансування, перегляд кредитної політики, перехід до стратегічного планування.

*Джерело: складено автором на основі [122; 134]

Докризовий період розглядається як базовий етап відносної економічної стабільності та використовується як еталон для порівняння фінансової політики підприємств. В таблиці 2.2 цей етап характеризується мінімальним рівнем інтенсивності зовнішніх впливів, що свідчить про відсутність системних шоків і функціонування підприємств у режимі нормального розвитку, коли фінансові показники формуються без суттєвого впливу екзогенних обмежень.

Оцінка очікуваного впливу екзогенних шоків на корпоративні рішення підприємств демонструє, що після докризового базового періоду підприємства пройшли через два різні типи шоків: помірний (пандемія COVID-19) та воєнний - системний, багатоканальний і тривалий. Події 2022-2023 років сформували хвилеподібну траєкторію зовнішніх обмежень, що відображає послідовну зміну фаз загострення та часткової адаптації. Така періодизація створює емпіричну основу для аналізу відмінностей у фінансових траєкторіях підприємств за однакових зовнішніх тригерів, що дає змогу відокремити вимушені реакції від поведінкових особливостей корпоративних фінансових рішень.

Для виявлення закономірностей, ідентифікації поведінкових алгоритмів та оцінювання змін корпоративної фінансової поведінки під впливом екзогенних чинників проведемо детальний аналіз кожного підприємства окремо з урахуванням різних часових інтервалів: Н (півріччя) та Q (квартал).

AgroGeneration здійснює діяльність із консолідації аграрного бізнесу. Основу її операційної моделі становлять вирощування та реалізація зернових і олійних культур, а також надання послуг із сушіння, зберігання та завантаження зерна для третіх осіб. На рисунках 2.9 - 2.12 наведено динаміку основних фінансових показників підприємства за весь період дослідження.

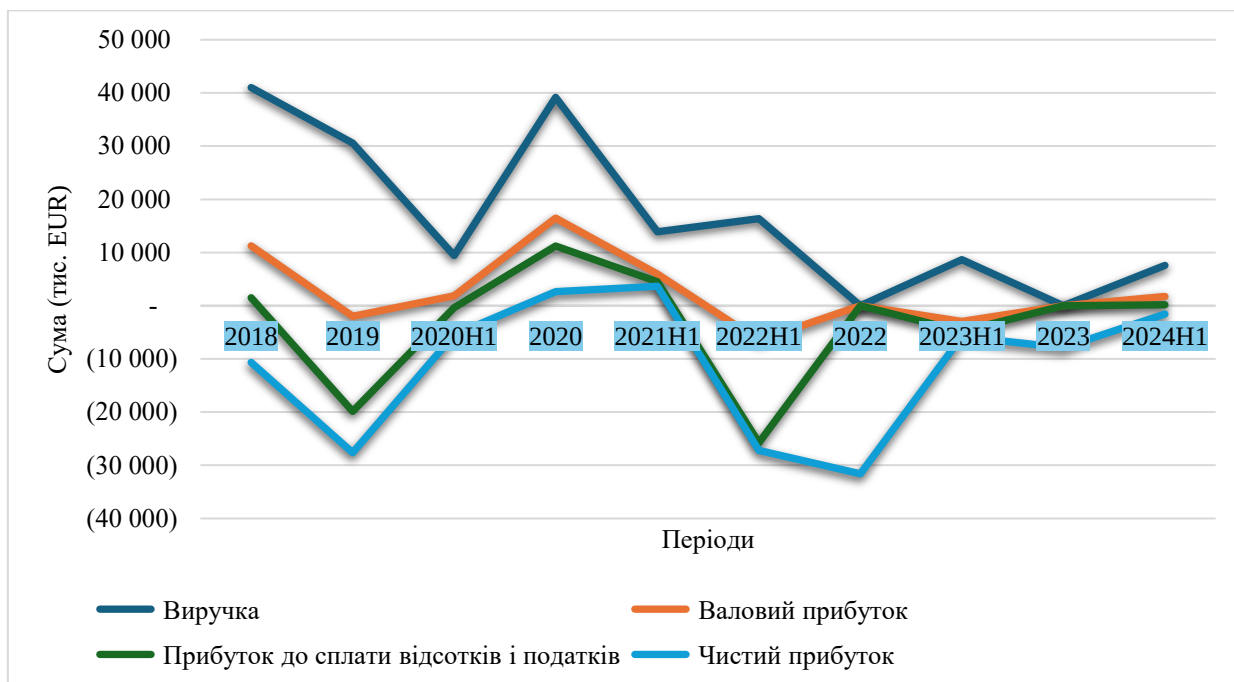


Рис. 2.9. Динаміка формування фінансово-економічних показників AgroGeneration, 2018-2024pp.

** Складено автором на основі фінансової звітності AgroGeneration [21]*

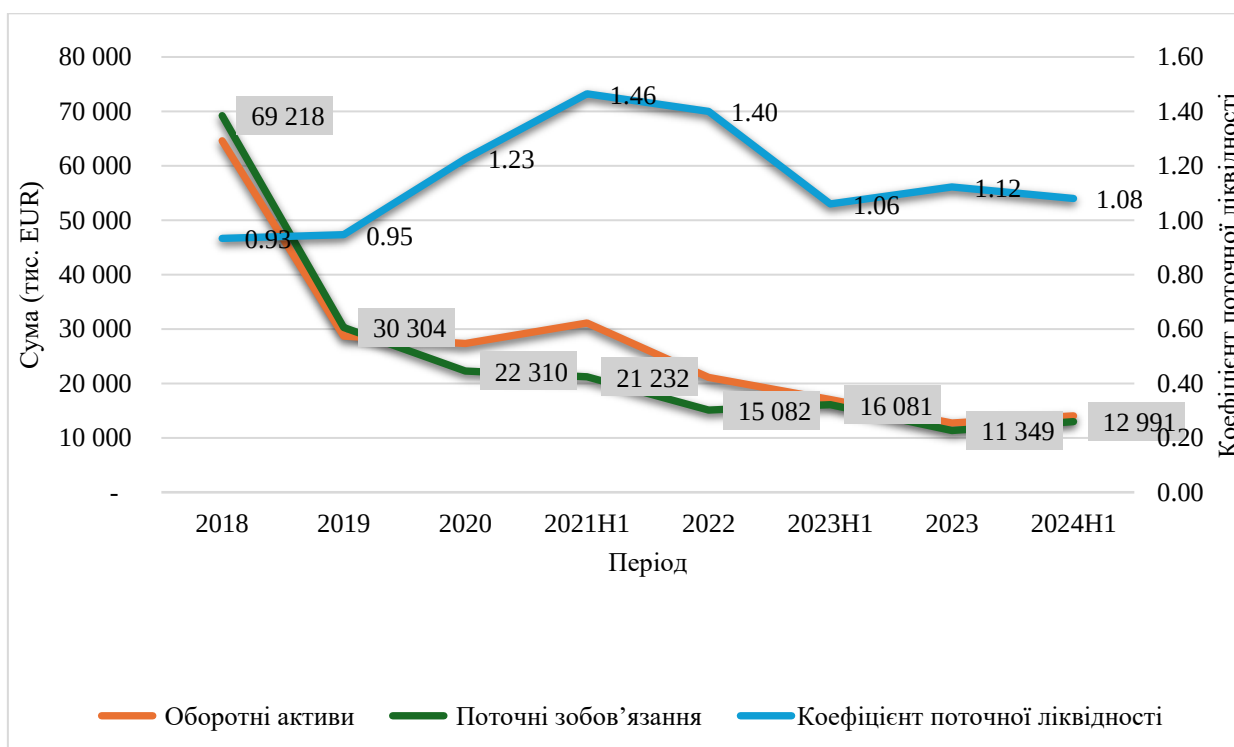


Рис. 2.10. Динаміка формування оборотних активів, поточних зобов'язань та грошових коштів AgroGeneration, 2018-2024pp.

** Складено автором на основі фінансової звітності AgroGeneration [21]*

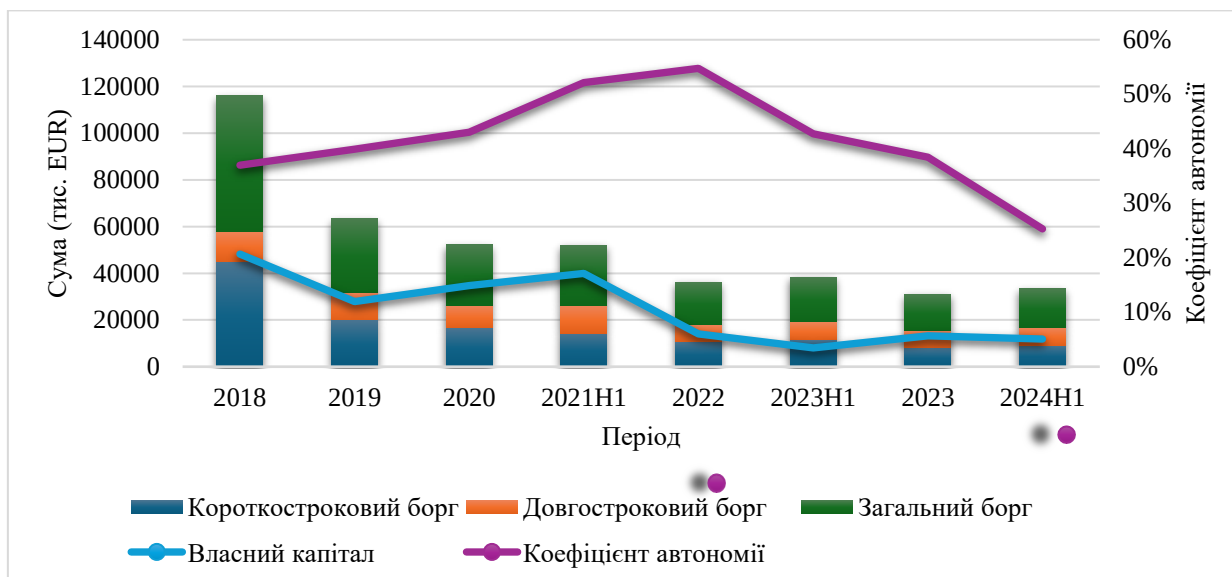


Рис. 2.11. Динаміка боргового навантаження AgroGeneration, 2018-2024рр.

** Складено автором на основі фінансової звітності AgroGeneration [21]*

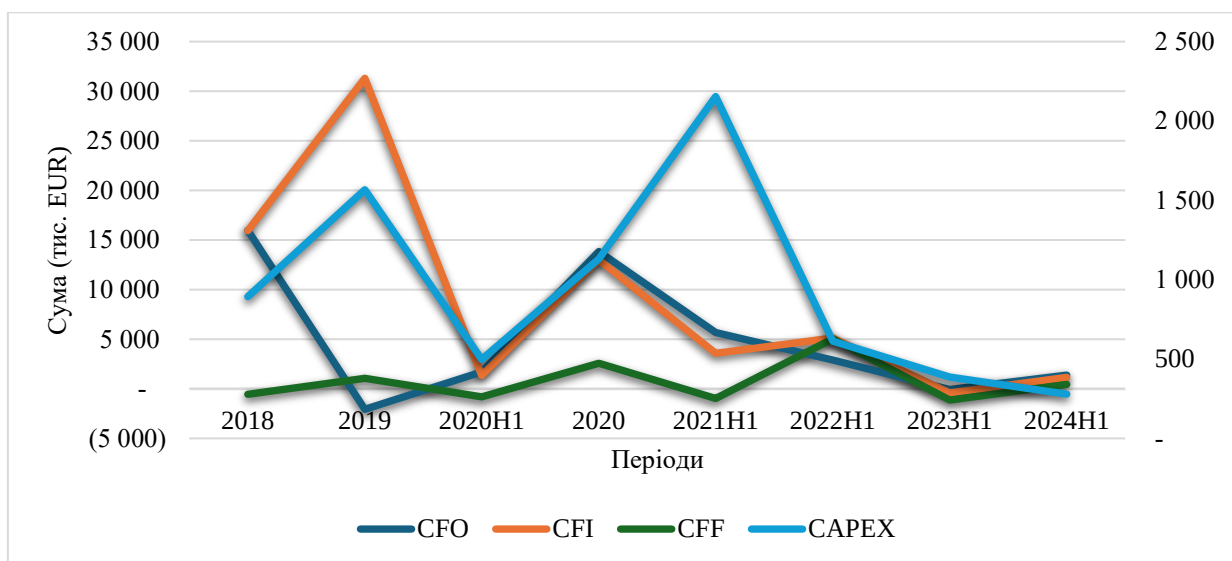


Рис. 2.12. Динаміка грошових потоків AgroGeneration, 2018-2024рр.

** Складено автором на основі фінансової звітності AgroGeneration [21]*

AgroGeneration виробила 171 тис. т зернових та олійних культур, виручка становила 31 млн євро, а чистий збиток - 27,7 млн євро; рівень чистого боргу у 2019 р. перевищував 35 млн євро. У 2018 р. виручка була вищою (74 млн євро), тому саме 2019 р. використано як еталон (базовий період) для порівняння. До пандемії COVID-19 та початку повномасштабної війни компанія функціонувала у відносно стабільному середовищі таблиця 2.3.

Корпоративна біхевіористика AgroGeneration під дією екзогенних шоків

Етап	Характеристика шоків для компанії	Напрями прийняття корпоративних рішень та індикатори фінансової результативності прийняття рішень.
Етап 1	Відсутність суттєвих фінансових втрат; стрес-тест організаційної гнучкості перед майбутніми кризами.	Дистанційна робота, вахтовий метод, евакуація персоналу.
Етап 2	Розширення інвестиційних горизонтів; стимул до довгострокових орендних договорів і оновлення техніки.	Довгострокові контракти з пайовиками, модернізація МТБ.
Етап 3	Катастрофічні прямі втрати активів і площ; форсований перехід до режиму виживання.	Евакуація персоналу, переорієнтація на безпечні поля, прості культури. Виручка - 25,9 млн євро, чистий збиток - 31,6 млн євро, пряма воєнна шкода - 16,7 млн євро, втрата - 32 тис. га.
Етап 4	Подвоєння вартості короткострокового кредиту; посилення дисципліни грошових потоків.	Реструктуризація боргу, перехід на маржинальні культури (сояшник, кукурудза), залучення грантів. Нові гривневі кредити під підвищені ставки; чистий борг впав до 12,9 млн євро.
Етап 5	«Вікно можливостей» для відновлення валютних надходжень і стабілізації цін.	Диверсифікація логістики (море + залізниця ЄС), форвардні контракти, страхування. Виручка у 2023 р. - 16,9 млн євро; частина кредитів погашена за рахунок валютних надходжень.
Етап 6	Зростання собівартості через перебої з електропостачанням; уразливість аграрної інфраструктури.	Закупівля генераторів, ремонт електроліній, оптимізація графіка сушіння. Чистий збиток у 2023 р. - 7,9 млн євро (частково - підвищені енергетичні витрати).
Етап 7	Регіональна гетерогенність ризиків; обмежена пряма шкода, але зниження врожайності через втрату зрошення.	Посухостійкі культури, буріння свердловин, накопичувальні резервуари, підтримка громад. Виручка - 16,9 млн євро, пряма фінансова шкода обмежена.
Етап 8	Повторне закриття морських шляхів; затоварення та продажі із дисконтом.	Переорієнтація на сухопутні переходи, склади біля кордону, нові покупці у сусідніх країнах. Частина зерна реалізована на внутрішньому ринку з дисконтом.
Етап 9	Адаптаційна можливість - часткове відновлення експорту без повного колапсу грошового потоку.	Розподіл потоків (коридор + залізниця), страхування ризиків, координація з міжнародними партнерами.
Етап 10	Курсові збитки через асиметрію гривневих доходів і валютних зобов'язань.	Збільшення гривневих контрактів, форварди, скорочення валютного боргу. У ІП 2024 р. основна частина фінансових витрат - курсові збитки.
Етап 11	Затримки на кордоні - розриви в оборотному капіталі та додаткові транспортні витрати.	Оптимізація маршрутів (Словаччина, Румунія), нарощення складських запасів, відстрочки платежів.
Етап 12	Початок здешевлення кредитів; поступове відновлення інвестиційної активності.	Зміна власника: NOVAAGRO Ukraine викупила 56,9% акцій (жовтень 2024 р.), повна заміна наглядової ради, скорочення персоналу, погашення боргу перед попереднім власником коштом урожаю. Нового зовнішнього фінансування не залучено. Виручка за 2024 р. - 22,6 млн євро (проти 16,9 млн євро), чистий збиток звужено до 1,5 млн євро (проти 7,9 млн євро), EBITDA - 5,7 млн євро, чистий борг знижено до 9,2 млн євро (-38%).

Джерело: складено автором на основі річної фінансової та операційної звітності AgroGeneration за 2018-2024 рр. і звіту правління за 2024 рік [21]

Більшість її земельних активів була зосереджена в Харківській, Сумській та Дніпропетровській областях, що забезпечувало доступ до портової логістики та кредитних ресурсів.

Контрольний пакет акцій на той час належав інвестиційній групі SigmaBleyzer через кіпрську компанію Konkur Investments, а наглядову раду формували переважно іноземні директори.

Реакція AgroGeneration на шоки досліджуваного періоду має виражений оборонний характер. Після втрати 32 тис. га земель і зазнання прямих воєнних збитків на третьому етапі фінансова політика компанії визначалася не зіставленням очікуваної вигоди з ризиком, а прагненням не допустити подальших втрат. Це проявилось у згортанні капітальних інвестицій, накопиченні грошових коштів і відмові від залучення нових зобов'язань.

Показово, що протягом 2024 року компанія не залучила жодного нового зовнішнього фінансування, а зниження чистого боргу до 9,2 млн євро пояснюється не підвищенням ефективності діяльності, а погашенням заборгованості перед попереднім власником за рахунок виручки від реалізації урожаю. Навіть на тлі здешевлення кредитних ресурсів і відновлення експортних каналів готовність до ризику не зростала, що свідчить про тривале тяжіння фінансових рішень до нижньої межі коридору допустимих дій.

Слабкість корпоративного фільтра підтверджується інституційними фактами. Зовнішні аудитори BDO Paris і FIDAG три роки поспіль - за підсумками 2022, 2023 та 2024 років - заявляли про неможливість підтвердити достовірність фінансової звітності через відсутність фізичного доступу до виробничих об'єктів у Харківській області. Унаслідок цього під сумнівом залишалася достовірність значної частини показників балансу та звіту про фінансові результати. Така систематична втрата зовнішнього аудиторського контролю свідчить про те, що управлінські рішення протягом тривалого часу ухвалювалися без належного незалежного аудиту. Восени 2024 року відбулася зміна контролю над компанією: українська група NOVAAGRO викупила

контрольний пакет акцій у попереднього іноземного власника, після чого склад наглядової ради було повністю оновлено, а 56,9% голосів зосередилося в руках одного власника без участі незалежних директорів. Концентрація власності та відсутність ефективних механізмів наглядового контролю є прямою емпіричною ознакою слабого корпоративного управління, за якого поведінкові відхилення керівництва не отримують належного інституційного стримування.

Збереження операційної діяльності забезпечувалося переважно завдяки операційним заходам: диверсифікації логістичних маршрутів, використанням резервних джерел енергопостачання, переходу на вирощування більш маржинальних культур і підтримці місцевих громад. Саме цим траєкторія AgroGeneration відрізняється від підприємств із високою якістю корпоративного управління, які за аналогічних зовнішніх шоків обирали більш наступальні стратегії розвитку. Це підтверджує центральну гіпотезу дослідження про визначальну роль корпоративного управління як інституційного фільтра у формуванні фінансової поведінки підприємств.

Kernel - велика агропромислова група, головний офіс якої розташований у Києві, а акції котируються на Варшавській фондовій біржі. Бізнес-модель компанії охоплює виробництво та експорт соняшникової олії й шроту, фасування олії, зернотрейдинг, сільськогосподарське виробництво, надання послуг зі зберігання зерна на елеваторах, а також експлуатацію морських терміналів. На рисунках 2.13-2.16 наведено динаміку основних фінансових показників компанії за весь період дослідження.

Фінансовий рік Kernel завершується 30 червня, тому показник FY2018 охоплює період із липня 2017 р. до червня 2018 р. У 2018 фінансовому році компанія отримала виручку 2,403 млрд дол. США, показник EBITDA становив 222,5 млн дол. США, а чистий прибуток, що припадає на акціонерів, - 52,1 млн дол. США; рентабельність за показником EBITDA становила 9,3%.

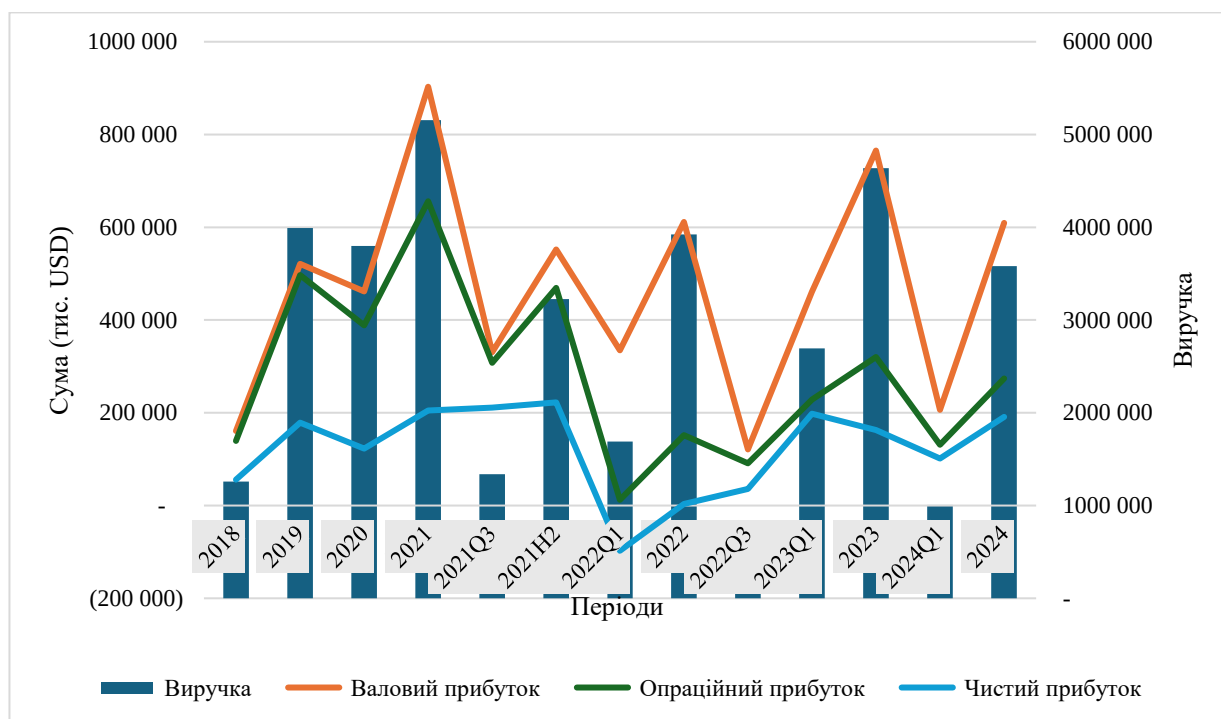


Рис. 2.13. Динаміка формування фінансово-економічних показників Kernel, 2018-2024рр.

Джерело: фінансова та операційна звітність Kernel [4]



Рис. 2.14. Динаміка формування оборотних активів, поточних зобов'язань та грошових коштів Kernel, 2018-2024рр.

Джерело: фінансова та операційна звітність Kernel [4]

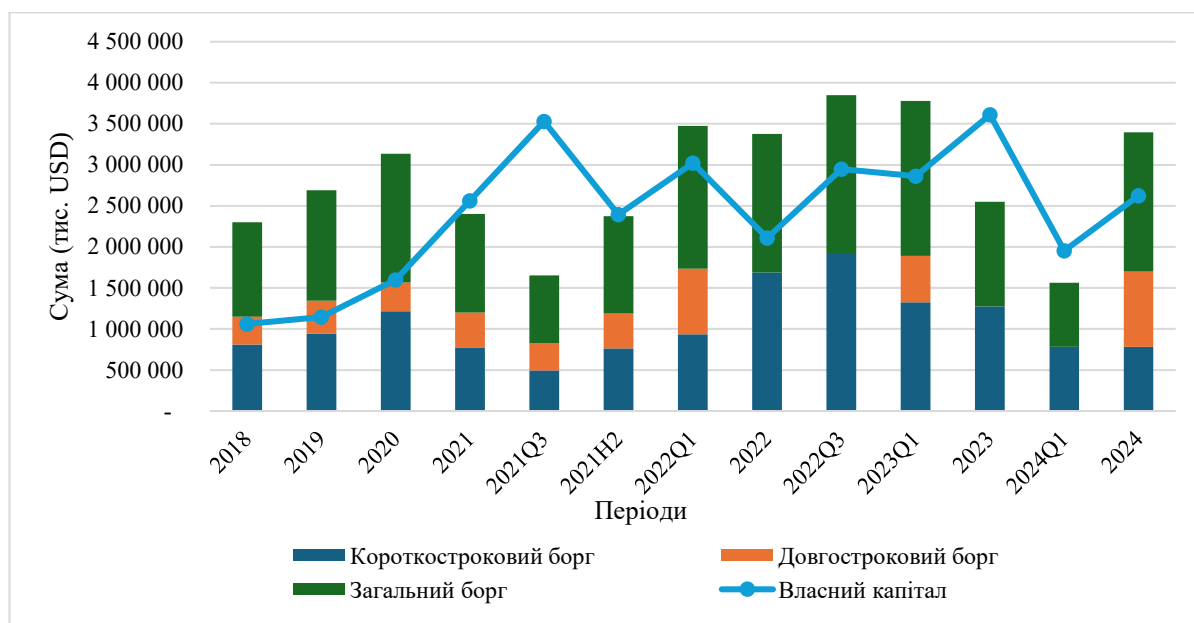


Рис. 2.15. Динаміка формування фінансової стійкості Kernel 2018-2024рр

Джерело: фінансова та операційна звітність Kernel [4]

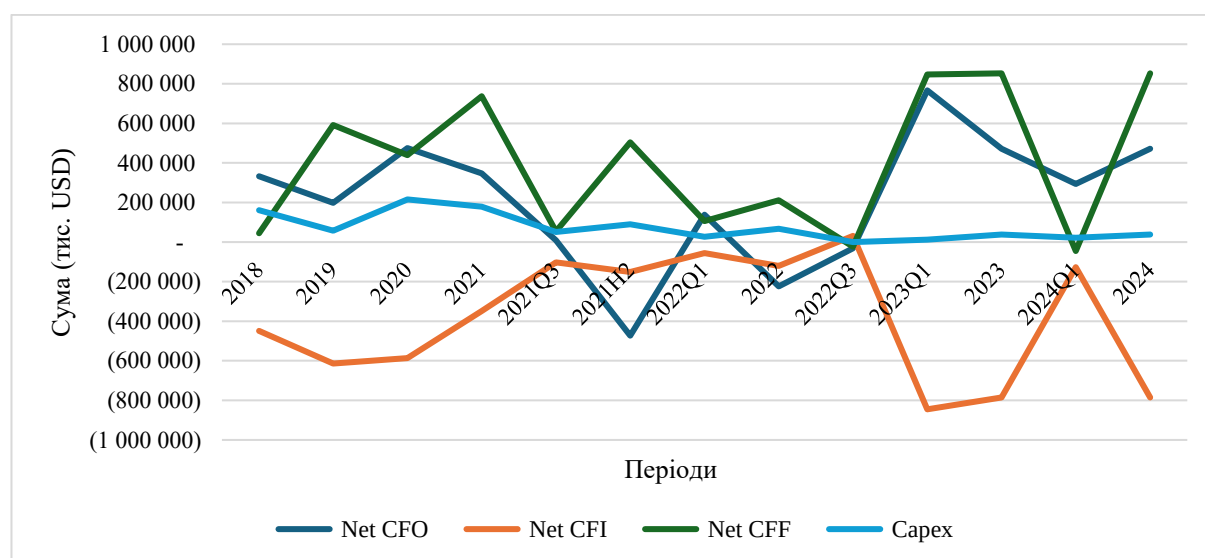


Рис 2.16. Динаміка грошових потоків Kernel 2018-2024рр.

Джерело: фінансова та операційна звітність Kernel [4]

У FY2019 виручка зросла до 3,99 млрд дол. США, EBITDA - до 346 млн дол. США, чистий прибуток - до 189 млн дол. США, тоді як рентабельність EBITDA становила 8,7%. Основними чинниками такого зростання були високі врожаї, збільшення обсягів експорту зернових культур і соняшникової олії, а також розширення переробних потужностей. До початку кризового періоду компанія активно інвестувала в розвиток логістичної інфраструктури та наросувала земельний банк (таблиця 2.4).

Корпоративна біхевіористика Kernel під дією екзогенних шоків

Етап	Характеристика для компанії	Дії компанії та ключові показники
Етап 1	Відсутність суттєвих фінансових втрат; швидка адаптація завдяки диверсифікованій структурі бізнесу та сприятливим світовим цінам.	Оптимізація витрат, переорієнтація логістики, укріплення контрактної бази. EBITDA - 385 млн євро (проти 346 млн дол. США у 2019 р.); експорт зерна +29,7% (7,9 млн т); термінальна перевалка +44,7% (6,67 млн т).
Етап 2	Розширення інвестиційних горизонтів; можливість консолідувати земельний банк (600+ тис. га) та залучати довгострокове фінансування.	Інвестиції у залізничні вагони та портові термінали, посилення управління оборотним капіталом. Виручка - 5,595 млрд дол. США, EBITDA - 806 млн дол. США, ЧП - 513 млн дол. США, чистий борг ↓ до 836 млн дол. США, борг/EBITDA - 1,4.
Етап 3	Зупинка портів, руйнування логістики, часткова втрата активів на півдні; збитки від військової агресії \$495 млн.	Збереження ліквідності, реструктуризація боргу, призупинення інвестиційних програм, підтримка персоналу та армії (26 млн дол. США). Виручка - 5,332 млрд дол. США (-4,7%), EBITDA ↓ у 3,7 рази до 220 млн дол. США, чистий збиток 41 млн дол. США,
Етап 4	Різке подорожчання короткострокового фінансування; тиск на обслуговування боргу на тлі вже погіршених показників.	Скорочення товарних запасів, прискорення продажів, переговори з кредиторами. Основна мета - стабілізація показника чистий борг/EBITDA для збереження доступу до кредитних ліній.
Етап 5	«Вікно можливостей» для відновлення експорту через чорноморські порти; покращення валютних надходжень.	Відновлення відвантажень через порти Одеси, часткове погашення боргу. Пропускна здатність обмежена; вартість страхування та фрахту зросла.
Етап 6	Зростання операційних витрат через пошкодження енергоінфраструктури;	Закупівля генераторів і пального, побудова резервних мереж живлення. Експорт через зерновий коридор продовжувався попри енергетичний тиск.
Етап 7	Регіонально диференційований вплив: основні потужності у центрі та на заході - прямі збитки менші, але логістика постраждала.	Оцінка ризиків на зрошуваних землях, коригування логістичних маршрутів. Додаткові витрати на відновлення інфраструктури в постраждалих регіонах.
Етап 8	Повторне обмеження морського експорту; зростання логістичних витрат і поглиблення грошових розривів.	Переорієнтація на дунайські порти та автомобільні коридори. Витрати на транспортування зросли; частина зерна реалізовувалась із дисконтом.
Етап 9	Поступове відновлення морського експорту через альтернативний коридор; повернення до довоєнних обсягів до березня 2024 р.	Інвестиції у власний флот і термінали разом з іншими трейдерами. До березня 2024 р. - відновлення довоєнних обсягів морського експорту.
Етап 10	Зміна валютних ризиків: доходи у валюті, частина витрат у гривні - вплив на переоцінку боргу.	Посилення валютного хеджування, активне утримання валютних резервів. За 2023 р.: ЧП - 299 млн дол. США, виручка - 3,455 млрд дол. США (-35%), EBITDA - 544 млн дол. США (+у 2,5 рази).
Етап 11	Короткострокові затримки експорту через блокади на польському кордоні; потреба в додатковому оборотному капіталі.	Диверсифікація маршрутів через Румунію та Угорщину, збільшення залізничних перевезень.
Етап 12	Здешевлення фінансування; відновлення інвестиційної активності та повернення до довоєнних обсягів експорту.	Відновлення інвестицій у портові термінали, нарощення морського експорту, повна заміна боргового тягаря на стабільний грошовий потік. FY2025: виручка - 4,115 млрд дол. США (+15%), EBITDA - 466 млн дол. США (+22%), ЧП - 238 млн дол. США (+42%), чистий борг знижено до 143 млн дол. США, борг/EBITDA - 0,3.

*Джерело: фінансова та операційна звітність Kernel [4]

Рівень боргового навантаження залишався контрольованим: коефіцієнт «чистий борг/EBITDA» у FY2018 становив 2,8, а операційний грошовий потік був достатнім для фінансування подальшого розвитку. Контрольний пакет акцій належав компанії Namsen Limited, кінцевим бенефіціарним власником якої є голова ради директорів Андрій Веревський. Соціальні витрати у 2018 фінансовому році становили 2,4 млн дол. США, середньооблікова чисельність персоналу - 15 116 осіб, а частота виробничого травматизму - 0,55 випадку на 1 млн людино-годин.

Згідно з даними таблиці 2.4, Kernel послідовно розширювала логістичні потужності, будувала термінали в чорноморських портах і збільшувала парк залізничного рухомого складу, що сприяло зниженню транспортних витрат. У 2020 році обсяг перевалки зерна зріс на 44,7% і досяг 6,67 млн т, а обсяг експорту - 7,9 млн т. Розвиток логістичної інфраструктури забезпечив істотне зростання показника EBITDA у FY2021 - до 806 млн дол. США, коли високі доходи від перевалки компенсували зниження маржинальності олійного сегмента. Під час повномасштабної війни придбання терміналу в порту Рені на Дунаї, а також інвестиції у баржі та судна типу coaster дали змогу зберегти експортні потоки, що сприяло відновленню виручки до 3,58 млрд дол. США у 2024. Реакція компанії відповідає моделі раціональної адаптації: замість згортання капітальних інвестицій керівництво спрямувало фінансові ресурси на розвиток альтернативної логістичної інфраструктури. Таким чином, підприємство рухалося не до нижньої межі коридору допустимих фінансових рішень, а до його розширення. Висока якість корпоративного управління - незалежний аудит компаніями «великої четвірки», збалансований склад ради директорів і функціонування комітетів з управління ризиками - дала змогу зберегти раціональний характер фінансових рішень навіть у період максимального впливу воєнного шоку у 2022 році, коли коефіцієнт «чистий борг/EBITDA» сягнув 6,8.

У 2022 р. Kernel спрямувала 26 млн дол. США на реалізацію соціальних ініціатив і підтримку ЗСУ, що посилювало витратний тиск і стало одним із чинників формування чистого збитку в розмірі 41 млн дол. США. У межах проєкту «Разом до Перемоги» компанія забезпечувала п'ять військових бригад, організовувала логістичну підтримку та надала допомогу на понад 1,33 млрд грн. Попри короткострокове погіршення фінансових результатів, така політика сприяла зміцненню ділової репутації, соціального капіталу та підтриманню безперервності операційної діяльності в прифронтових регіонах. Уже у 2023 р. компанія відновила прибутковість, отримавши 299 млн дол. США чистого прибутку.

Окремої уваги потребує зміна структури корпоративного контролю Kernel протягом досліджуваного періоду. У 2023 році контролюючий власник через компанію Namsen Limited ініціював делістинг акцій із Варшавської фондової біржі, а додаткова емісія 216 млн нових акцій збільшила його частку приблизно з 41% до понад 94% голосів. Група міноритарних акціонерів, яка володіла близько 21,7% капіталу, оскаржувала ці рішення в судах Люксембургу, однак у 2024-2025 роках позови були відхилені. Цей епізод свідчить, що навіть за формально високої якості корпоративного управління концентрація власності може звужувати систему наглядових противаг.

Для цілей цього дослідження ключовим є те, що Kernel зберіг незалежний зовнішній аудит, прозоре розкриття інформації відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності та дієві комітети ради директорів. Завдяки цьому корпоративний фільтр продовжував стримувати можливі поведінкові відхилення під час ухвалення управлінських рішень. Водночас наведений приклад демонструє, що якість корпоративного управління не є статичною характеристикою, а змінюється разом зі структурою власності. Крім того делістинг сам по собі зменшує рівень зовнішнього ринкового контролю за рішеннями менеджменту.

Agroton Public - агрохолдинг, що спеціалізується на вирощуванні зернових та олійних культур, торгівлі й зберіганні сільськогосподарської продукції, а також веденні тваринництва. На рисунках 2.17-2.20 представлено динаміку основних фінансових показників підприємства за весь період дослідження.

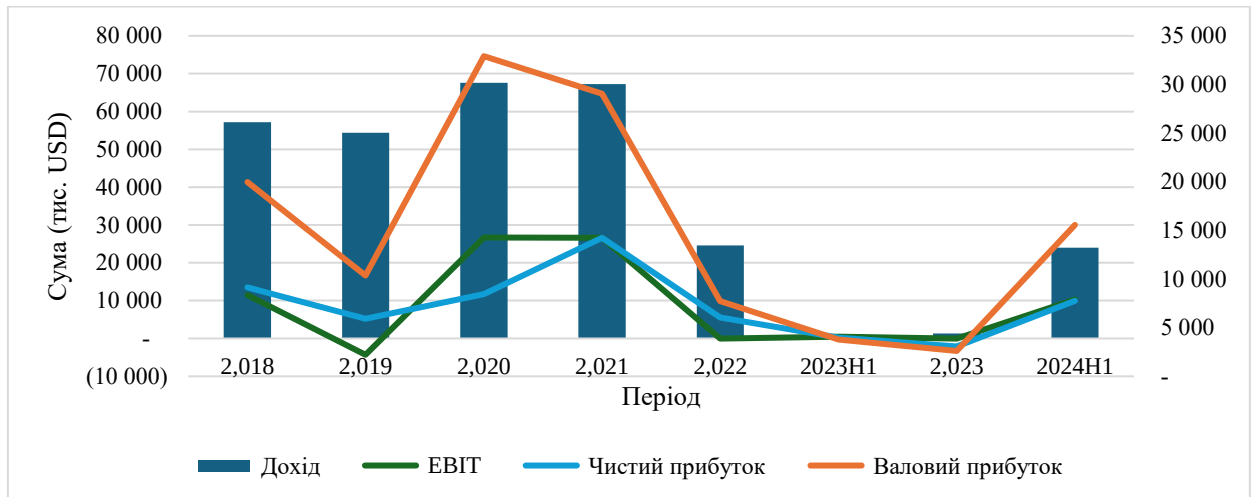


Рис.2.17. Динаміка формування фінансово-економічних показників Agroton, 2018-2024рр.

**Джерело: фінансова та операційна звітність Agroton [5]*

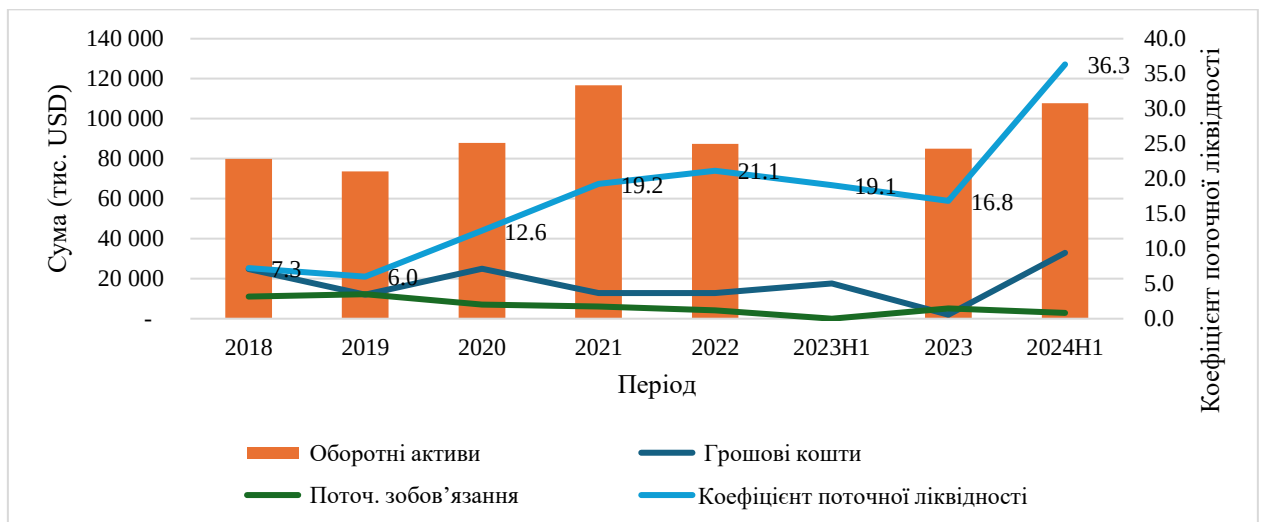


Рис.2.18. Динаміка формування оборотних активів, поточних зобов'язань та грошових коштів Agroton, 2018-2024рр.

**Джерело: фінансова та операційна звітність Agroton [5]*

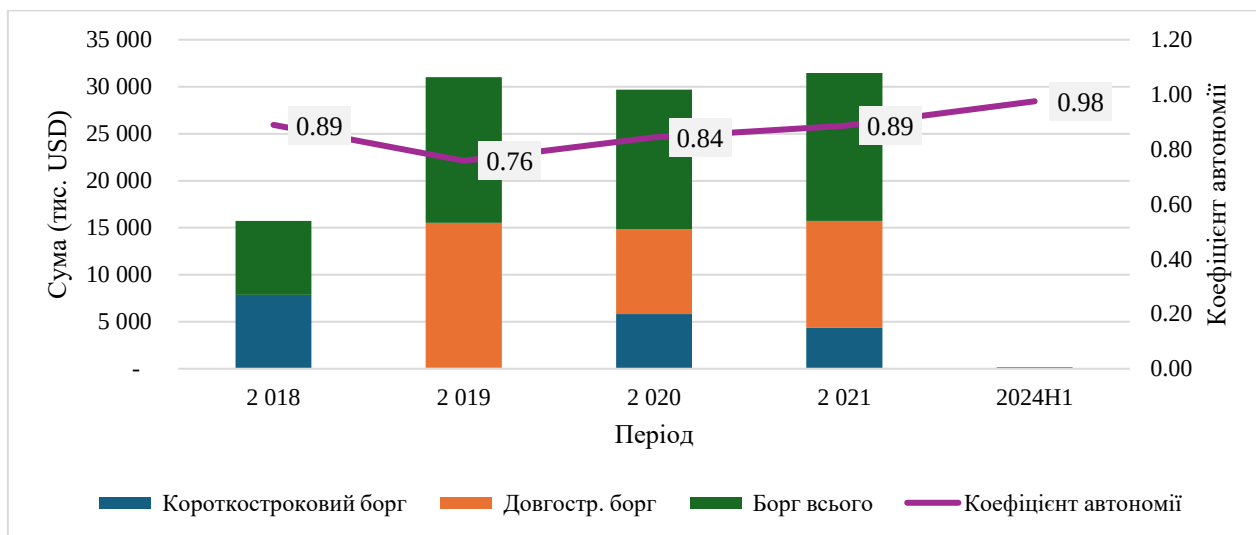


Рис.2.19. Динаміка формування фінансової стійкості Agroton 2018-2024рр.

**Джерело: фінансова та операційна звітність Agroton [5]*

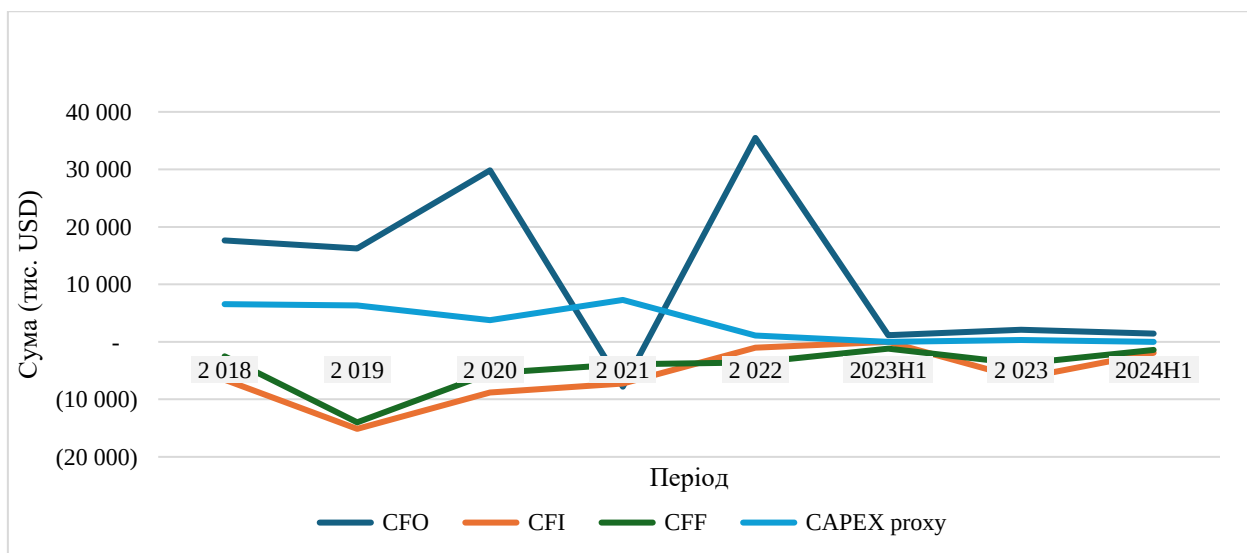


Рис.2.20. Динаміка грошових потоків Agroton 2018-2024рр.

**Джерело: фінансова та операційна звітність Agroton [5]*

До 2022 року Agroton функціонував у відносно стабільних умовах. Дохід підприємства коливався в межах 54-68 млн дол. США, валовий прибуток сягнув 32,9 млн дол. США у 2020 році, а чистий прибуток зріс до 26,6 млн дол. США у 2021 році. Боргове навантаження залишалося низьким: загальний борг не перевищував 15,7 млн дол. США, що забезпечувало підтримання ліквідності переважно за рахунок власних коштів, а не залучених ресурсів. Це підтверджується стабільним перевищенням оборотних активів над поточними

зобов'язаннями. Повномасштабне вторгнення суттєво змінило траєкторію розвитку підприємства. Унаслідок окупації сільськогосподарських угідь в Луганській області дохід у 2022 році знизився до 24,6 млн дол. США, а у 2023 році - до 1,3 млн дол. США, що фактично означало згортання операційної діяльності.

Динаміка грошових потоків (рис. 2.20) відображає зазначений перелом. Операційний грошовий потік залишався додатним майже протягом усього періоду і навіть зріс до 35,5 млн дол. США у 2022 році, однак це було зумовлено не виробничою ефективністю, а реалізацією накопичених запасів. Інвестиційний потік залишався стабільно від'ємним за мінімальних капітальних вкладень, тоді як фінансовий потік був від'ємним внаслідок поступового погашення боргу. Після 2022 року всі три потоки суттєво скоротилися, що підтверджує перехід компанії до стану фактично «холдингової оболонки». Поетапну динаміку поведінки підприємства детально проаналізовано в таблиці 2.5.

Компанія не демонструє ні стратегічної адаптації, ні поведінкової надлишковості - вона ілюструє стан повного колапсу операційного простору, за якого будь-яка управлінська поведінка стає неістотною щодо домінуючого зовнішнього шоку. Повномасштабне вторгнення 2022 року знищило саму ресурсну базу, яка є передумовою ухвалення будь-яких управлінських рішень. У термінах коридору допустимих рішень це означає, що коридор не звузився, а фактично зник: зовнішнє обмеження поглинуло весь простір вибору, не залишивши місця для поведінкової компоненти. Менеджмент не здійснив жодної варіативної дії, яку можна було б кваліфікувати як стратегічний вибір. Евакуація персоналу, реалізація запасів і згортання виробництва є радше реакціями виживання, а не результатом управлінських рішень.

Організація втратила здатність аналізувати середовище та формувати альтернативи, оскільки саме середовище перестало бути операційно релевантним.

Корпоративна біхевіористика Agroton під дією екзогенних шоків

Етап	Характеристика для компанії	Дії компанії та ключові показники
Етап 1	Пандемія практично не вплинула на виробництво, оскільки сільське госп-во визнано критичною інфраструктурою. Зростання цін на зернові компенсувало логістичні збої.	Польові кампанії продовжено без змін; опора на власне зберігання. Виручка - 67,6 млн дол. США (+24%), валовий прибуток - 32,9 млн дол. США, ЧП - 11,8 млн дол. США, чисті активи - 101,6 млн дол. США.
Етап 2	Ринок землі мав обмежений вплив - значна частина угідь знаходилась у Луганській обл., де інвестиційний горизонт залишався невизначеним через заморожений конфлікт.	Максимізація виробництва на підконтрольних ділянках. Виручка -57,3 млн дол. США (-15%), валовий прибуток - 38,5 млн дол. США, ЧП - 26,6 млн дол. США, чисті активи - 134,1 млн дол. США.
Етап 3	Луганська обл. перейшла під повну окупацію - компанія втратила доступ до більшості угідь, техніки та елеваторів. Виручка впала на 57 %. Курсові збитки - 37,7 млн дол. США знизили чисті активи.	Евакуація персоналу; переорієнтація на залишкові ділянки у підконтрольних зонах; реалізація накопичених запасів (соняшник - 24,1 млн дол. США з 24,6 млн дол. США виручки). Виручка - 24,6 млн дол. США (-57%), ЧП - 5,6 млн дол. США, чисті активи - 101,9 млн дол. США.
Етап 4	Підвищення ставки НБУ до 25 % збільшило вартість фінансування, проте для компанії цей ефект був другорядним - ключовою проблемою залишалася втрата активів через окупацію.	Мінімізація нових позик; збереження ліквідності для залишкового виробництва. Фінансові витрати 2022 р.: 17 тис. дол. США
Етап 5	Зернова ініціатива мала мінімальний вплив - до 2023 р. виробничі обсяги скоротилися до критично малого рівня через брак доступних угідь.	Часткова реалізація залишків через наявні канали. Виручка у 2023 р. - 1,32 млн дол. США (-95%): пшениця - 0,54 млн дол. США, соняшник - 0,39 млн дол. США, скотарство - 0,33 млн дол. США.
Етап 6	Удари по енергосистемі мали обмежений операційний вплив - більшість об'єктів або окуповані, або фактично недіючі.	Підтримка залишкової тваринницької ферми за рахунок резервного живлення. Операційні витрати 2023 р. зросли до 1,83 млн дол. США.
Етап 7	Підриг Каховської дамби не торкнувся активів компанії - вони розташовані в Луганській та частково Харківській областях, поза зоною затоплення.	Без прямої реакції. Мінімальне виробництво тривало. Операційний збиток 2023 р. -3,3 млн дол. США.
Етап 8	Вихід рф із зернової ініціативи не змінив становища - компанія не мала значних обсягів для морського експорту.	Реалізація через внутрішній ринок. Чистий збиток 2023 р.: -2,1 млн дол. США, чисті активи - 96,4 млн дол. США (переважно балансові оцінки нерухомості).
Етап 9	Гуманітарний морський коридор не вплинув на операції - відсутні ані виробничі обсяги, ані логістичні потужності для відновлення експорту.	Виручка Н1 2024 - 86 тис дол. США (проти 714 тис дол. США у Н1 2023). Збиток Н1 2024 -2,6 млн. дол. США Чисті активи групи -675 тис дол. США
Етап 10	Перехід до режиму гнучкого валютного курсу продовжив ерозію капіталу через трансляційні збитки.	Відсутність валютного хеджування через мінімальні грошові потоки. Позиція пасивна.
Етап 11	Блокади на кордоні з Польщею практично не вплинули - компанія не здійснювала експортних поставок через сухопутні коридори.	Без реакції. Операційна активність мінімальна.
Етап 12	Зниження ставки до 13 % не змінило операційної реальності - компанія є фактично холдинговою оболонкою з від'ємними чистими активами та відсутністю доступу до основних активів.	Утримання корпоративної структури та лістингу на Варшавській біржі; Компанія фактично перетворилася на холдингову оболонку: виручка ІП 2024 - 86 тис дол. США, операційний збиток - 3,5 млн дол. США, чисті активи групи - 675 тис дол. США.

*Джерело: складено автором на основі звітності Agroton за 2018-2024

Збереження лістингу на Варшавській фондовій біржі та корпоративної структури - єдиний інституційний актив, що залишився, - свідчить радше про інерцію організаційної форми, ніж про проактивну стратегію.

Таким чином, кейс Agroton визначає нижню межу операційної стійкості агробізнесу в умовах збройного конфлікту та демонструє, що географічна концентрація активів у зоні бойових дій є незворотним структурним ризиком, який не може бути нейтралізований жодними фінансовими чи поведінковими механізмами адаптації.

ІМС - інтегрована аграрна група, яка займається вирощуванням зернових і олійних культур, тваринництвом та переробкою. Фінансову діяльність представлено на рисунках 2.21-2.24:

До кризи ІМС Group демонструвала сталий розвиток. У 2018 р. виручка склала 131,6 млн дол. США, нормалізована EBITDA - 50,8 млн дол. США, а чистий прибуток - 27,6 млн дол. США. 2019 рік був менш вдалим: виручка зросла до 169,6 млн дол. США, однак чистий прибуток знизився до 7,3 млн дол. США, що відображало коливання світових цін на зерно та збільшення виробничих витрат. Довгострокові зобов'язання становили 93,6 млн дол. США, а короткострокові - 71,6 млн дол. США на кінець 2019 р., що свідчило про значну кредитну залежність.

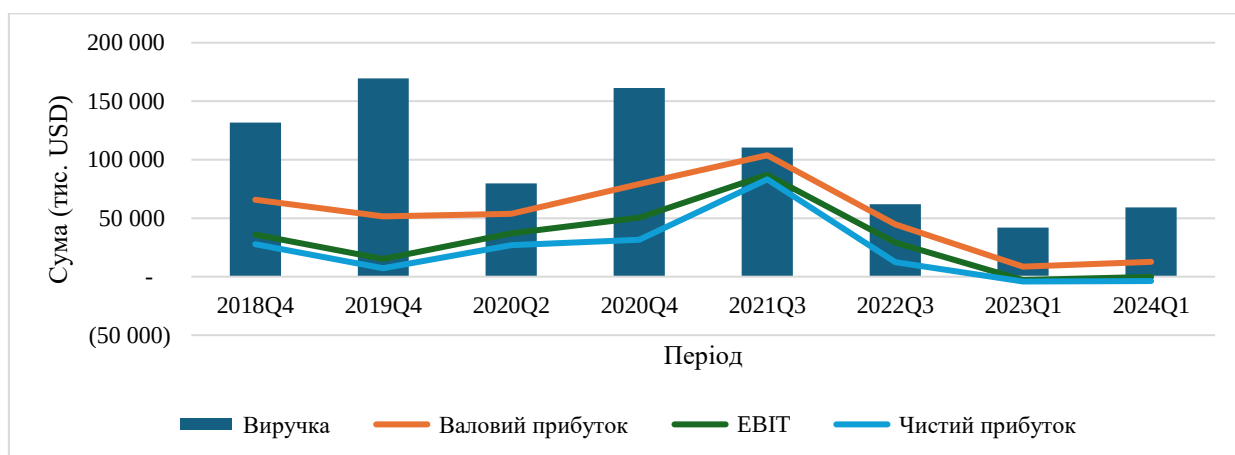


Рис.2.21. Динаміка формування фінансово-економічних показників ІМС, 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність ІМС [3]*

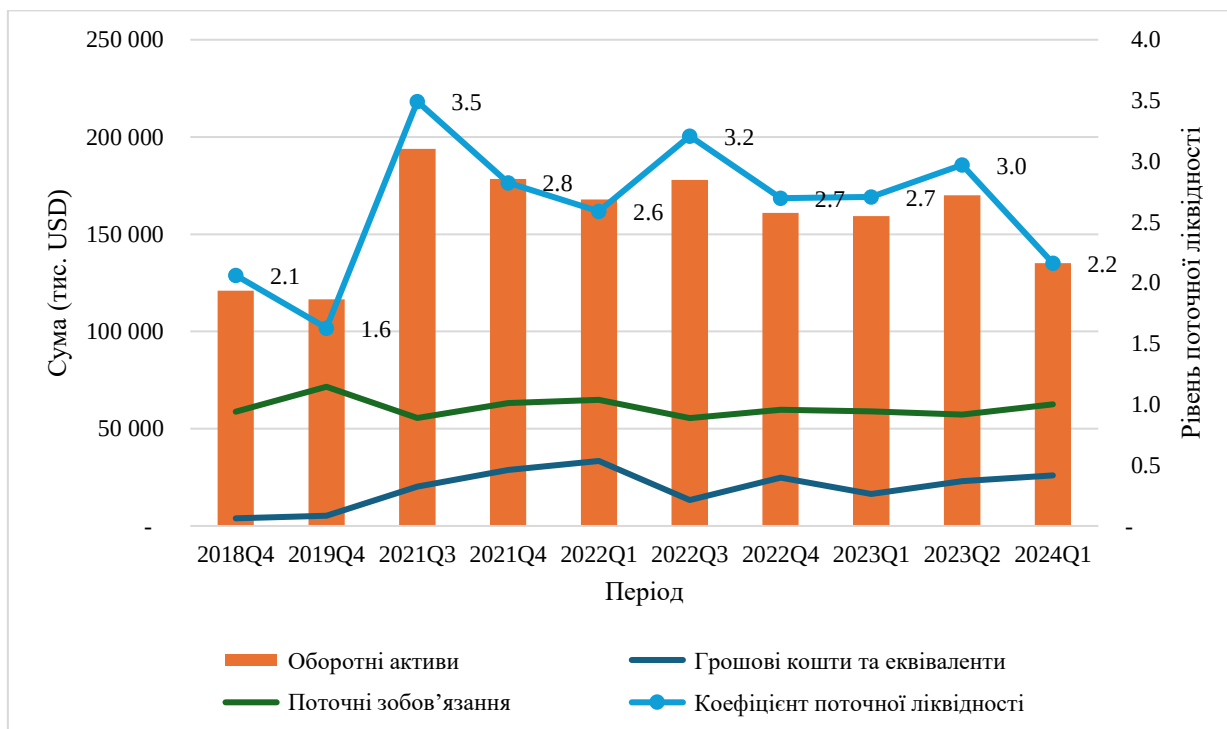


Рис.2.22. Динаміка формування оборотних активів, поточних зобов'язань та грошових коштів ІМС, 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність ІМС [3]*

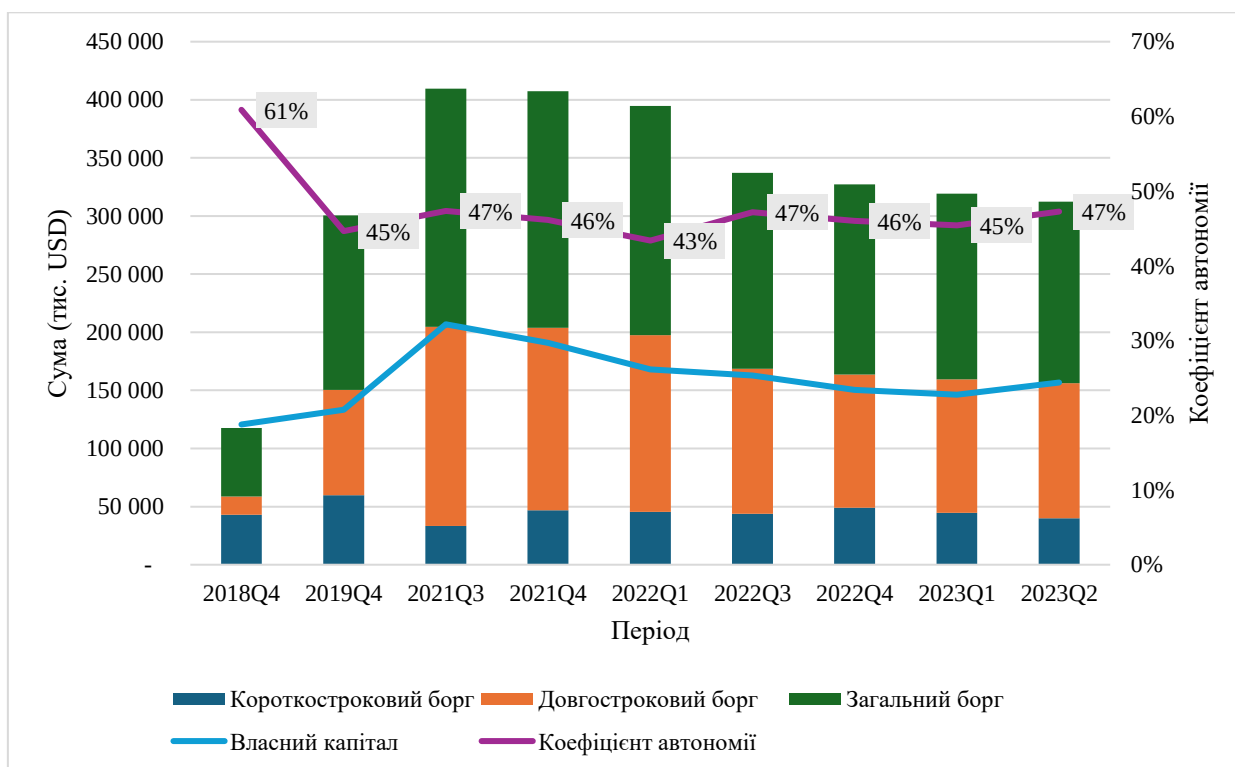


Рис.2.23. Динаміка формування фінансової стійкості ІМС 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність ІМС [3]*

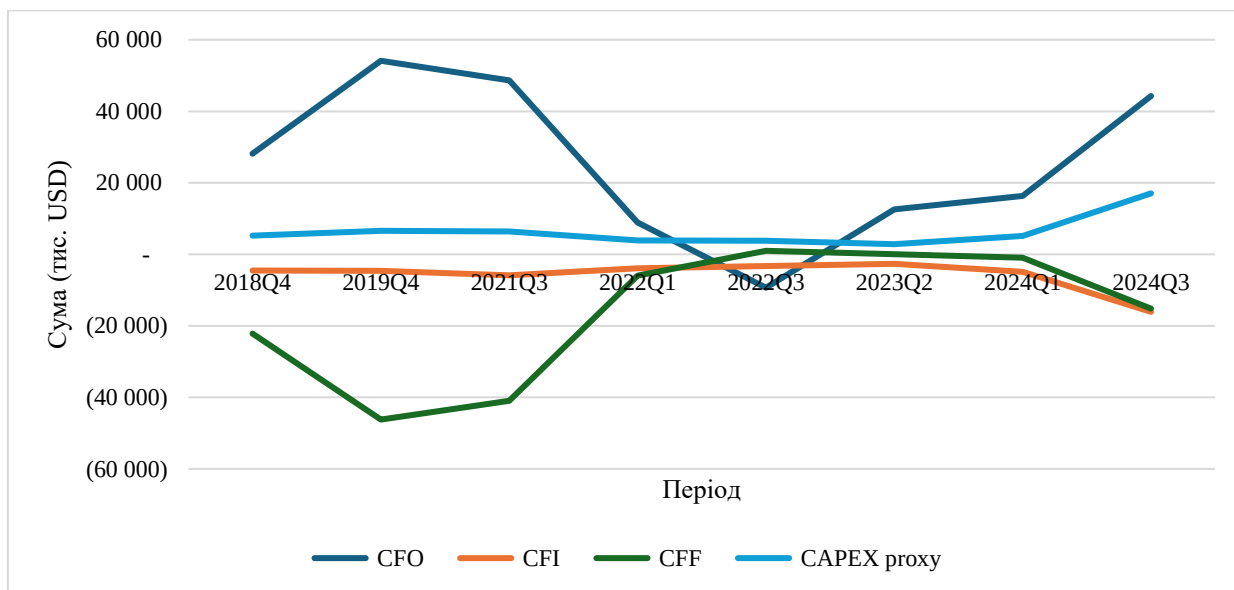


Рис 2.24. Динаміка грошових потоків ІМС 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність ІМС [3]*

Щодо нефінансової діяльності, компанія діяла у режимі інтенсивного зростання, тобто інвестувала в техніку й елеваторні потужності, розвивала ІТ-інфраструктуру для прецизійного землеробства та запроваджувала програми з охорони праці. Уже у 2016 р. розпочато формування системи управління охороною здоров'я, безпекою та довкіллям (HSE) і впроваджено екологічний моніторинг підприємств. У 2019 р. запроваджено процедури раціонального використання води та управління відходами, що зменшувало екологічні ризики та сприяло довгостроковому збереженню родючості ґрунтів. Такі заходи формували основу для стійкості компанії до майбутніх шоків.

ІМС увійшла в кризовий період з відносно стабільними фінансами, помірним борговим навантаженням та сформованою культурою сталого розвитку. Якість корпоративного «фільтра» підкріплювалася незалежним аудитом, прозорою звітністю за міжнародними стандартами, функціональною гарячою лінією комплаєнсу Ethicontrol та затвердженою довгостроковою екологічною стратегією. Інвестиції у виробничу техніку, логістику й охорону праці забезпечували гнучкість, а програми збереження ресурсів і екологічного моніторингу знижували витрати та майбутні ризики. Поетапну поведінку компанії проаналізовано в таблиці 2.6.

Корпоративна біхевіористика ІМС під дією екзогенних шоків

Етап	Дії компанії та ключові показники
Етап 1	Дистанційні канали управління, медичні й санітарні протоколи, резервні маршрути постачання, цифровий контроль посівів. Виручка - 161,4 млн дол. США, нормалізована EBITDA - 71,8 млн дол. США, ЧП - 31,7 млн дол. США.
Етап 2	Збільшення орендного банку, оптимізація структури посівів, запуск «ІМС SMART GREEN STRATEGY 2023-2033», гаряча лінія Ethicontrol. Виручка - 181,7 млн дол. США, EBITDA - 110,3 млн дол. США, ЧП - 78,7 млн дол. США (рекорд), Чисті запозичення/EBITDA - 0,4.
Етап 3	Збереження робочих місць, виплата зарплат мобілізованим (94 особи), відстрочки для 500+ працівників, тренінги з безпеки, бомбосховища, гуманітарна підтримка громад. Виручка - 114,0 млн дол. США, EBITDA - 36,2 млн дол. США, ЧП - 1,1 млн дол. США.
Етап 4	Обмежений вплив завдяки завчасному скороченню гривневих кредитів до початку війни; фокус на власних ресурсах і збереженні ліквідності. Рівень боргового навантаження залишився керованим.
Етап 5	Нарощування продажів кукурудзи в 2-му півріччі 2022 р., скорочення запасів, покращення грошових потоків. Кукурудза становила 97% доходів; EBITDA частково відновилась.
Етап 6	Перехід на автономні джерела енергії, заміна газу відходами зерна (програма енергоефективності вже діяла), мінімізація зупинок виробництва. Швидка адаптація завдяки попереднім інвестиціям.
Етап 7	Операції зосереджені у Полтавській, Чернігівській та Сумській областях - поза зоною прямого впливу. Прямі виробничі втрати незначні; проведено екологічний моніторинг.
Етап 8	Пошук альтернативних каналів збуту, скорочення адміністративних витрат, підтримка ліквідності через залізничні відвантаження. EBITDA впала до 3,2 млн дол. США, ЧП - 21 млн дол. США у 2023 р.
Етап 9	Розподіл потоків між морськими та залізничними каналами, співпраця з міжнародними організаціями. Поставки частково відновлені, повна нормалізація не досягнута.
Етап 10	Диверсифікація каналів відвантаження (залізниця), скорочення операційних витрат, збереження ліквідності. Курсові втрати вплинули на чистий результат, але дефолту вдалось уникнути.
Етап 11	Розширення залізничних відвантажень, нарощування складських запасів, підвищення зарплат на 20% (липень 2023), підтримка родин мобілізованих, посилення корпоративних ESG-політик. Ліквідність збережена.
Етап 12	Нарощування обсягів кукурудзи, соняшнику та пшениці, дисципліна у витратах, розвиток елеваторних потужностей. За 9 місяців 2024 року: виручка - 140,8 млн дол. США (+43%), нормалізована EBITDA - 71,1 млн дол. США (зростання у 5 разів порівняно з 13,9 млн дол. США за 9М2023), ЧП - 47,2 млн дол. США (проти збитку 2,3 млн дол. США роком раніше). Повне відновлення прибутковості після провального 2023 року.

**Джерело: складено автором на основі річної та проміжної консолідованої звітності ІМС за 2018-2025 рр. [3]*

Поведінка ІМС протягом усіх дванадцяти етапів відповідає моделі раціональної проактивної адаптації. Навіть у найважчому 2023 році, коли нормалізована EBITDA впала до 13,9 млн дол. США за дев'ять місяців, компанія не згортала довгострокову програму розвитку, а продовжувала імплементацію екологічної стратегії та інвестиції в логістичну автономію. Ключовим рішенням стало вкладення близько 22 млн дол. США у власний парк із 300 зерновозів, що дозволило майже повністю відмовитися від послуг сторонніх перевізників і знизити питомі транспортні витрати.

У термінах коридору допустимих рішень це означає, що менеджмент діяв не біля нижньої межі, у режимі виживання, а рухався до розширення коридору через капітальні інвестиції в стійкість. Сильний корпоративний фільтр - незалежний аудит, прозоре розкриття, диверсифікована рада - утримував рішення в раціональному режимі навіть на піку шоку, що й відображено в найвищому серед усієї вибірки коефіцієнті стійкості 0,6929 за 2024 рік.

За дев'ять місяців 2025 року виручка зменшилася на 16% - до 118,6 млн дол. США, оскільки через рекордні обсяги продажу у 2024 році запаси зерна на початок 2025 року були нижчими, що скоротило обсяги реалізації. Основним джерелом доходу залишалася кукурудза (69,6% виручки), тоді як продаж соняшнику і пшениці суттєво скоротився. Витрати зменшилися пропорційно, тому компанія не лише зберегла, а й наростила прибутковість: нормалізована EBITDA зросла на 24% - до 88,0 млн дол. США, а чистий прибуток - на 43% до 67,5 млн дол. США завдяки вищим світовим цінам на зерно. Здатність збільшувати прибуток при падінні виручки підтверджує, що компанія керує витратами проактивно, а не просто реагує на ринок.

Нефінансова поведінка компанії продовжила диверсифікувати канали збуту, збільшуючи відвантаження залізничним та автомобільним транспортом. Акцент робився на підвищенні ефективності обробітку та зниженні собівартості. Безпекові й екологічні програми зберігалися: ІМС проводила навчання з мінної безпеки та підтримувала функціонування систем екологічного моніторингу.

Хоча обсяги продажу в I півріччі 2025 р. зменшилися через нижчі запаси, ІМС змогла скоротити витрати і втримати позитивні показники EBITDA завдяки високим світовим цінам на зерно та операційній ефективності. Послідовне продовження соціальних та екологічних ініціатив підвищує довіру працівників і партнерів, що сприяє стійкості бізнесу.

Astarta Holding - вертикально інтегрований агропромисловий холдинг із земельним банком близько 220 тис. га у восьми областях, найбільший виробник цукру в Україні. Проаналізуємо фінансову та нефінансову поведінку компанії; на рисунку 2.25 наведено основні показники операційної діяльності:

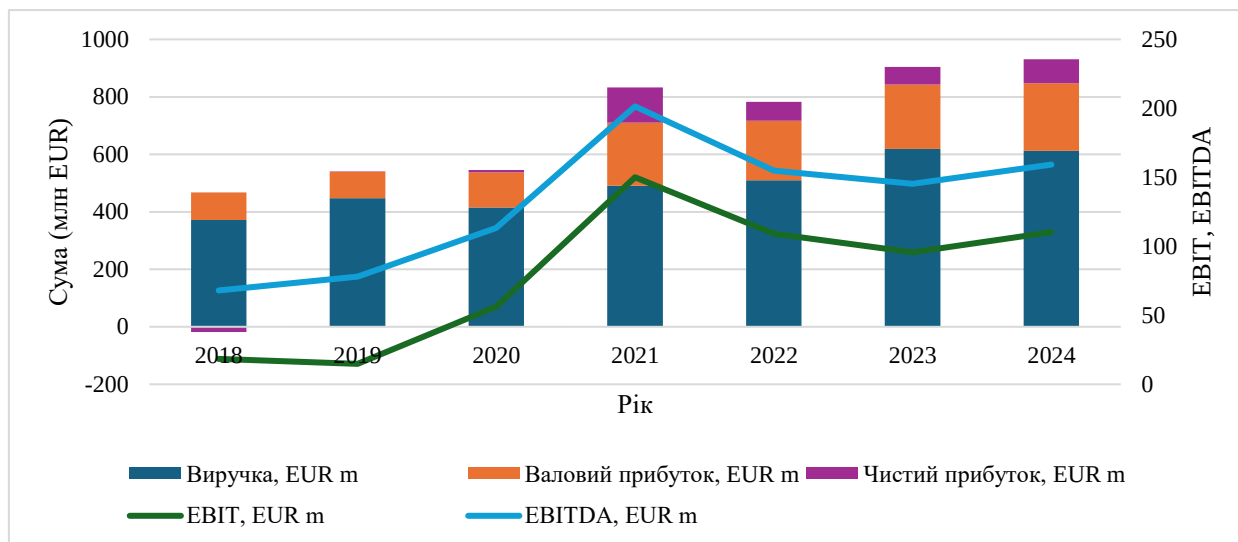


Рис. 2.25. Динаміка формування фінансово-економічних показників Astarta, 2018-2024pp.

** Джерело: фінансова та операційна звітність Astarta [2]*

До настання кризових шоків Astarta реалізовувала стратегію цифрової трансформації, розширювала потужності зерносховищ, укладала довгострокові угоди з фермерами та здійснювала оптимізацію роботи цукрових заводів. Виручка компанії становила 448 млн євро (+20% p/p), EBITDA - 78 млн євро (маржа 17%), ЧП - 1,7 млн євро, а співвідношення чистого боргу до EBITDA - 3,5. Оцінимо біхевіористичні особливості фінансової поведінки компанії (табл. 2.7).

Наведений аналіз етапів, поданий у таблиці 2.7, дає змогу виокремити 4 ключові механізми стійкості, які простежуються протягом більшості досліджуваних етапів.

Запровадження програм охорони здоров'я та перехід на дистанційний формат роботи під час пандемії дали змогу зберегти трудову дисципліну й уникнути виробничих простоїв, що стало однією з передумов зростання показника EBITDA на 46 % у 2020 р.

Корпоративна біхевіористика Астара під дією екзогенних шоків

Етап	Дії компанії та ключові показники
Етап 1	Захист здоров'я персоналу, перехід на дистанційну роботу, продовження інвестицій у техніку, закриття непрофільних цукрових активів, погашення банківської заборгованості. Виручка - 416 млн євро (-7%), EBITDA - 113 млн євро (+46%, маржа 27%), ЧП - 8,6 млн євро, чистий борг/EBITDA - 1,1.
Етап 2	Закріплення довгострокових договорів оренди, розвиток IT-системи AgriChain, завершення мережі зерносховищ (550 тис. т), виплата дивідендів 0,5євро/акцію, інвестиції у відновлювану енергетику та біогаз. Виручка - 491 млн євро (+18%), EBITDA - 201 млн євро (маржа 41%), ЧП -122 млн євро, чистий борг/EBITDA - 0,8.
Етап 3	Гуманітарний проєкт «Common Help UA» (716 тис. осіб, ~600 млн грн), збереження посівної та збирання врожаю, активація біоенергетичного комплексу (біогаз для соєвого заводу), альтернативні логістичні маршрути. Виручка - 510 млн євро (+4%), EBITDA - 155 млн євро (маржа 30%), ЧП - 65 млн євро, експорт - 54% виручки.
Етап 4	Обмеження нових позик, реінвестування внутрішніх грошових потоків, скорочення капітальних витрат, зниження чистого боргу, жорстка дисципліна розрахунків із кредиторами. Фінансові витрати - 21,5 млн євро (оренда) + 6,4 млн євро (інші).
Етап 5	Відновлення експорту цукру й олійних культур морем, диверсифікація логістики (море + залізниця), оптимізація торгових ланцюгів. Експортна виручка у 2023 р. - 325 млн євро (53% виручки).
Етап 6	Повне завантаження біоенергетичного комплексу (біогаз - 75% споживання газу на соєвому заводі у 2023 р. проти 50% у 2022 р.), встановлення генераторів на фермах та елеваторах, власна генерація електроенергії на цукрових заводах. Мінімізація виробничих простоїв.
Етап 7	Рекордні врожаї кукурудзи й цукрових буряків, нарощування переробки, розвиток посухостійких культур і буринь резервуарів. Виручка - 619 млн євро (+21%), EBITDA - 145 млн євро (через зростання логістичних та енергетичних витрат).
Етап 8	Диверсифікація маршрутів: залізниця (ЄС), автотранспорт, Дунайські порти (Румунія, Молдова). Частина зерна реалізована на внутрішньому ринку. 53% виручки залишалось експортним у 2023 р.
Етап 9	У 2024 р. (програма USAID ERA): придбано 22 зернові напівпричепи та 40 залізничних вагонів; загальний парк - 240 вагонів (третина власних потреб). Розподіл потоків між коридором, залізницею та міжнародними партнерами. Зниження залежності від зовнішніх перевізників.
Етап 10	Утримання частини боргових зобов'язань у євро та доларах США як природного механізму хеджування валютних ризиків; збільшення гривневих контрактів із форвардними угодами; скорочення валютного боргу. Експорт 66% виручки у 2024 р. слугував вбудованим механізмом хеджування валютних ризиків.
Етап 11	Оптимізація маршрутів через Словаччину та Румунію, нарощення складських запасів поблизу кордону, відстрочки платежів для збереження ліквідності, купівля нових зерновозів, активізація Дунайських портів. Виробничі та експортні обсяги 2023-2024 рр. залишалися високими.
Етап 12	Рекордне виробництво цукру за сім років (380 тис. т), зростання продажів цукру на 15% до 229 млн євро і чотириразове збільшення його експорту, ефективний контроль витрат, реінвестування у виробництво та енергетику. Виручка - 612 млн євро (-1%), EBITDA - 159 млн євро (маржа 26%, +3 п.п.), ЧП 83 млн євро (+34%), експорт зріс із 54% до 66% виручки, чистий борг до EBITDA на низькому рівні євро.

* Джерело: складено автором на основі річних звітів Astarta Holding за 2018-2024 рр. [2]

Гуманітарний проєкт «Common Help UA», реалізований на третьому етапі, охопив понад 716 тис. осіб, а обсяг наданої допомоги становив близько 600 млн грн. Це сприяло зміцненню репутації компанії, підтриманню

лояльності персоналу та забезпеченню безперервності операційної діяльності в перший рік повномасштабного вторгнення.

Послідовне нарощення потужностей біоенергетичного комплексу, розпочате ще до початку повномасштабної війни, забезпечило відчутний ефект після масованих атак на енергетичну інфраструктуру України у жовтні 2022 р. У 2023-2024 рр. біогаз забезпечував уже 75 % енергоспоживання соєвого заводу (проти 50 % у 2022 р.), що дало змогу знизити операційні витрати та зберегти рівень операційної рентабельності. Саме ця виробнича база стала підґрунтям для реалізації стратегії декарбонізації, затвердженої у 2023 р., яка передбачає скорочення викидів парникових газів на 44 % до 2030 р.

Інвестиції в елеваторні комплекси, залізничні вагони та зерновози, здійснені поетапно, сформували власну логістичну вертикаль, яка забезпечувала можливість оперативно переорієнтовувати перевезення між різними маршрутами (морський транспорт - залізниця - дунайські порти - автомобільний транспорт) залежно від поточних обмежень. До 2024 р. парк компанії налічував 240 залізничних вагонів, а мережа із 7 елеваторів загальною місткістю 562 тис. т була адаптована до зберігання нішевих сільськогосподарських культур. У результаті частка експорту у структурі виручки зросла з 53 % у 2023 р. до 66 % у 2024 р., незважаючи на повторне припинення роботи морських коридорів на восьмому етапі та блокування прикордонних переходів на одинадцятому етапі.

Розташування виробничих активів переважно у центральних і західних областях України пом'якшило негативний вплив руйнування Каховської дамби. Паралельно компанія впроваджувала технології регенеративного землеробства: площа земель із мінімальним обробітком ґрунту досягла 177 тис. га, а площа під покривними культурами - 16 тис. га. Після реформи ринку землі було запроваджено цифрову платформу AgriChain. Активне позиціонування в глобальних ESG-рейтингах відкрило доступ до фінансування з боку міжнародних фінансових інституцій, зокрема ЄБРР, та

сприяло зміцненню довіри інвесторів, що набуло особливого значення після переходу України до режиму керованої гнучкості валютного курсу гривні.

Аналіз тринадцяти етапів свідчить, що фінансова стійкість Astarta у 2018-2024 роках забезпечувалася не лише дисципліною управління балансом. Так, співвідношення чистого боргу до EBITDA знизилося приблизно з 2,4 у 2018 році до 0,8 напередодні повномасштабного вторгнення, а й послідовним накопиченням нефінансових активів - енергетичної незалежності, власної логістичної вертикалі та соціального капіталу. Відносно нижчий показник фінансової стійкості Astarta порівняно з іншими підприємствами групи високої стійкості відображає не слабкість фінансового стану, а свідомо обрану інвестиційну стратегію. Зростання співвідношення чистого боргу до EBITDA до 1,5 у 2025 році було зумовлене капітальними інвестиціями у будівництво заводу з виробництва соєвого протеїнового концентрату вартістю понад 80 млн дол. США та нового насіннепереробного комплексу. Отже, компанія нарощувала боргова навантаження з метою розширення виробничих потужностей, а не для покриття операційних розривів. Саме така комбінація фінансових і нефінансових чинників дала змогу компанії у 2024 р., попри тривалу війну та високу валютну волатильність, утримати виручку на рівні 612 млн євро, збільшити маржу EBITDA до 26 % і наростити чистий прибуток на 34 % - 83 млн євро. Таким чином, нефінансові ініціативи у випадку Astarta виступали не додатковими витратами, а стратегічними інвестиціями, що забезпечували вимірюваний фінансовий ефект у кожному з ключових кризових епізодів.

KSG Agro - найменше підприємство досліджуваної вибірки із земельним банком близько 21 тис. га, розташованим переважно у Дніпропетровській області. Компанія характеризується вузькою вертикальною інтеграцією, що поєднує рослинництво і свиначство, а корпоративний контроль зосереджений у руках основного власника. Для оцінювання реакцій і поведінки компанії на кожному з досліджуваних етапів було зібрано та опрацьовано фінансову

звітність, матеріали засобів масової інформації, а також інтерв'ю менеджменту щодо логістичних рішень, переорієнтації виробництва та реалізації корпоративної стратегії. На рисунку 2.26 наведено динаміку основних фінансових показників підприємства.

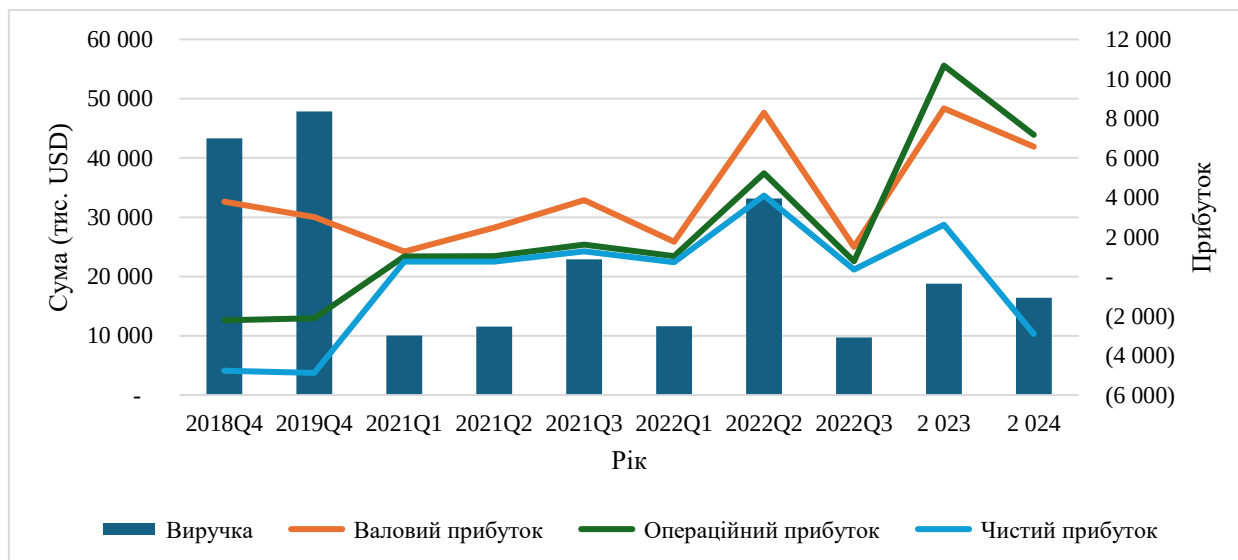


Рис. 2.26. Динаміка формування фінансово-економічних показників KSG AGRO, 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність KSG AGRO Агро [6]*

У докризовий період підприємство здійснювало активну інвестиційну діяльність і модернізацію тваринницького комплексу, завершивши рік із чистим прибутком у розмірі 4,1 млн дол. США. Поведінкові особливості фінансової політики підприємства на окремих етапах проаналізовано в таблиці 2.8.

У кожному кризовому епізоді менеджмент обирав не оптимальне, а перше прийнятне рішення, що забезпечувало операційну безперервність у межах наявного ресурсного коридору. Така логіка задоволення мінімально прийнятним результатом замість пошуку найкращого є класичною ознакою обмеженої раціональності, яка посилюється під впливом невизначеності.

Однотимчасний тиск бойових дій, монетарного стиску та логістичної блокади звузив коридор до єдиного стратегічного якоря - вертикальної інтеграції рослинництва й свинарства, яка з операційного рішення перетворилася на механізм виживання.

Корпоративна біхевіористика KSG AGRO під дією екзогенних шоків

Етап	Дії компанії та ключові показники
Етап 0	Модернізація свинарського комплексу, планування інвестицій. Виручка - 23,9 млн дол. США, собівартість - 26,9 млн дол. США, валовий прибуток - 2,6 млн дол. США, ЧП - 4,1 млн дол. США.
Етап 1	Накопичення запасів зерна та пального, використання власного збіжжя для кормів, переорієнтація на внутрішній продаж свинини. Виручка - 21,3 млн дол. США (-11%), собівартість - 19,0 млн дол. США (-29%), валовий прибуток - 6,8 млн дол. США, операційний прибуток - 4,9 млн дол. США, ЧП - 1,3 млн дол. США.
Етап 2	Консолідація земельного банку, модернізація репродуктора, викуп частки міноритарних акціонерів у свинарстві. Виручка - 30,7 млн дол. США (+44%), валовий прибуток - 10,6 млн дол. США, операційний прибуток - 8,3 млн дол. США, ЧП - 17,7 млн дол. США (включно з одноразовим доходом від продажу дочірньої компанії).
Етап 3	Посівна й збиральна кампанії під обстрілами, стратегічні запаси насіння й пального, перехід до структури 60/40 озимих/ярових, спрямування зерна на власний комбикормовий завод для збереження свинарства. Виручка - 16,2 млн дол. США (-47%), валовий прибуток - 3,2 млн дол. США, операційний прибуток - 0,4 млн дол. США, ЧП - 1,7 млн дол. США.
Етап 4	Переукладання кредитних ліній (гривня - 25%, валюта - 9%), пролонгація акціонерської позики 15,5 млн дол. США до 2036 р., мінімізація нових інвестицій, фокус на підтримці ліквідності. Усі капітальні проекти відкладено.
Етап 5	Експорт понад 4,2 тис. т зерна (пшениця, кукурудза, ячмінь) до Азії й Африки у I півріччі 2023 р.; паралельне використання власного зерна для кормів. Виручка - 18,8 млн дол. США (+16%), валовий прибуток - 0,5 млн дол. США, операційний збиток - 1,6 млн дол. США, ЧП - 1,2 млн дол. США.
Етап 6	Закупівля генераторів та альтернативних джерел енергії для безперебійної роботи свиногокомплексів і елеваторів. Капіталовкладення підвищили собівартість, але дозволили уникнути операційної зупинки.
Етап 7	Переведення зрошення на альтернативні джерела, скорочення посівів для збереження ґрунтової вологості та зменшення ризику повної втрати врожаю. Негативний вплив на врожайність обмежений вимушеною адаптацією.
Етап 8	Диверсифікація каналів збуту: річкові порти Дунаю та автомобільні переходи. Збитковість 2023 р. збережена, але повної зупинки експорту уникнуто; грошові потоки підтримано.
Етап 9	Відновлення морських поставок через Чорне море, комбінування маршрутів (море + річка + авто), підвищення ефективності свинарства завдяки сучасним генетичним лініям. Виручка - 22,1 млн дол. США (+18%), валовий прибуток - 5,8 млн дол. США, операційний прибуток - 3,7 млн дол. США, ЧП - 2,4 млн дол. США.
Етап 10	Хеджування валютних позицій, оптимізація валютної структури балансу, збільшення частки зернового (валютного) експорту для природного покриття валютного боргу.
Етап 11	Диверсифікація маршрутів (Словаччина, Румунія, Дунайські порти), нарощення складських запасів поблизу кордону. Фінансовий вплив обмежений, але підтверджена необхідність мультимаршрутної логістики.
Етап 12	Планування розширення свинарства, активізація стратегії злиттів і поглинань у країнах ЄС для диверсифікації доходів і захисту від геополітичних ризиків. Зменшення фінансових витрат і відновлення інвестиційного горизонту. За підсумком 2024 року: виручка - 22,1 млн дол. США (+18%), чистий прибуток - 2,37 млн дол. США (проти збитку 1,09 млн дол. США у 2023 році), власний капітал відновлено з від'ємного значення 0,834 млн дол. США) до +4,832 млн дол. США.

Джерело: складено автором на основі річної консолідованої звітності KSG Agro S.A. за 2019-2024 pp. [6]

Використання власного зерна як кормової бази усувало залежність від зовнішніх ринків у період, коли доступ до них був істотно обмежений.

Саме внутрішній трансфер ресурсів за схемою «зерно - комбікорм - свинина» виконував функцію мінімізації ризику, компенсуючи обмежену доступність традиційних фінансових інструментів. Це дало змогу зберегти прибутковість тваринницького сегмента навіть у 2022-2023 рр., коли доходи від реалізації зернових культур різко скоротилися, а фінансові витрати суттєво зросли внаслідок підвищення облікової ставки НБУ до 25 % та пролонгації акціонерської позики.

Водночас така модель характеризується високим концентраційним ризиком. Зокрема, вузька вертикальна інтеграція робить компанію вразливою до шоків, які одночасно спливають на обидва виробничі напрями, наприклад до регіональне знищення посівних площ або виникнення епізоотій.

Поведінкова складова фінансових рішень залишалася локальною й проявлялася переважно поза зоною безпосереднього впливу шоківих чинників. Це виявлялося в оновленні генетичного потенціалу поголів'я свиней, диверсифікації джерел доходів через надання послуг з обробітку ґрунту, а також плануванні угод зі злиття та поглинання (M&A) у країнах ЄС. Такі рішення свідчать про поступовий перехід від реактивної до проактивної моделі управління. Отже, компанія поступово переходила від використання наявних ресурсів до пошуку нових можливостей розвитку, що є необхідною передумовою забезпечення її довгострокової конкурентоспроможності. Водночас реалізація такої стратегії потребує стабілізації зовнішнього середовища та розширення доступу до капіталу, який наразі залишається для підприємства обмеженим.

Для Ukrproduct Group на основі аналізу фінансової звітності, інформаційних повідомлень та інших джерел, що характеризують фінансові й нефінансові аспекти діяльності компанії, визначено динаміку її поведінки на окремих етапах впливу екзогенних шоків. На рисунку 2.27 наведено основні показники фінансової діяльності підприємства за досліджуваний період.

Докризовий період характеризувався ефективним контролем витрат і позитивним впливом валютних курсових різниць, що забезпечило компанії рекордний чистий прибуток. Основну увагу було зосереджено на забезпеченні безпечності харчових продуктів, екологічній відповідальності та підтримці місцевих громад.

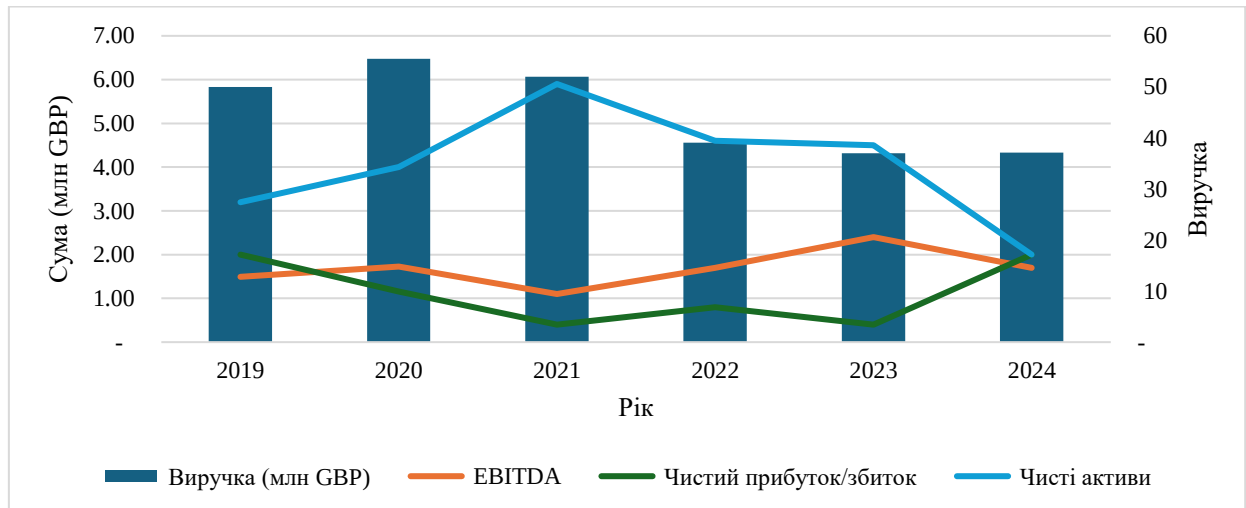


Рис. 2.27. Динаміка формування фінансово-економічних показників Ukrproduct Group, 2018-2024рр.

** Джерело: фінансова та операційна звітність Ukrproduct Group [7]*

Виручка 50 млн фунтів стерлінгів(+35%), валовий прибуток - 4,73 млн фунтів стерлінгів (+50%), операційний прибуток - 1,49 млн фунтів стерлінгів, ЧП - 2,0 млн фунтів стерлінгів, чисті активи - 3,2 млн фунтів стерлінгів. Варто зазначити, що Ukrproduct є єдиним підприємством досліджуваної вибірки, яке складає фінансову звітність у фунтах стерлінгів і подає фінансові показники в мільйонах, а не в тисячах. Крім того, це єдине підприємство вибірки, діяльність якого не належить до сільськогосподарського виробництва. Компанія спеціалізується на переробці молока, не має власного земельного банку та здійснює лістинг на ринку AIM Лондонської фондової біржі. Поведінку компанії на окремих етапах впливу екзогенних шоків проаналізовано в таблиці 2.9.

Протягом досліджуваного періоду простежувалася стійка асиметрія між фінансовою та нефінансовою складовими процесу прийняття управлінських

рішень. У відповідь на кожен екзогенний шок менеджмент послідовно концентрував ресурси на сегментах із найбільш передбачуваними грошовими потоками - виробництві товарів першої необхідності (плавлених сирів, спредів і масла), що відповідає таким поведінковим механізмам, як евристика доступності та уникнення невизначеності. Саме це значною мірою пояснює збереження відносно стабільного рівня EBITDA попри істотне скорочення виручки у 2022-2023 рр.

Водночас нефінансова поведінка щодо управління персоналом, логістичної адаптації та соціальної відповідальності виконувала функцію буфера витрат. Евакуація складу до м. Житомир, реалізація програм утримання кадрів і дотримання вимог стандарту ISO 22000 підвищували короткострокові витрати, проте знижували операційний ризик та підтримували довіру контрагентів, що є важливою передумовою збереження кредитних відносин. Показово, що EBRD не ініціював дострокового погашення боргу, незважаючи на порушення ковенантів, що свідчить про те, що репутаційний капітал компанії мав вимірювану фінансову цінність.

Ключовою вразливістю Ukrproduct Group залишається структурний дисбаланс між операційною адаптивністю та борговою стійкістю. Зокрема, нарахування відстрочених комісій EBRD у 2024 р. перетворило операційне відновлення на чистий збиток, а чисті активи скоротилися до 1,6 млн фунтів стерлінгів станом на середину 2025 р.

Це означає, що подальша фінансова поведінка компанії перебуватиме під домінуючим впливом зв'язуючого обмеження - необхідності реструктуризації боргу, а не стратегічного вибору.

Така ситуація звужує простір для варіативних фінансових рішень і посилює вплив зовнішніх шоків на майбутні результати діяльності підприємства.

Важливо розмежувати операційну та фінансову складові цього збитку.

Таблиця 2.9

Корпоративна біхевіористика Ukrproduct під дією екзогенних шоків

Етап	Характеристика для компанії	Дії компанії та ключові показники
Етап 1	Молочні продукти як товари першої необхідності підтримали виручку, але валютні різниці обернули операційний прибуток на чистий збиток.	Дистанційна робота, фокус на найпопулярніших продуктах, прискорення цифрових продажів, обмеження капітальних витрат, адаптація логістики. Виручка - 55,5 млн фунтів стерлінгів (+11,1%), валовий прибуток - 4,7 млн фунтів стерлінгів, операційний прибуток -0,84 млн фунтів стерлінгів (-43,7%), ЧП - 1,16 млн фунтів стерлінгів.
Етап 2	Ринок землі розширив інвестиційні горизонти, але девальвація гривні та дефіцит сировинного молока стиснули маржу, також наявне часткове закриття заводу.	Переорієнтація на продукти з високою доданою вартістю (плавлений сир +24%, перероблені сирні продукти +98% у гривні), розширення брендового експорту (+60,5%), відновлення співпраці з АТБ, оптимізація енерго- та водоспоживання
Етап 3	Різке падіння виручки, зміна асортименту (масло -61,6%, спреди +35,9%), зростання транспортних витрат та чистий збиток через девальвацію.	Перенесення центрального складу до Житомира, відстрочки клієнтам, скорочення адміністративних і збутових витрат на 2,5%, сертифікація ISO 22000, підтримка громад. Виручка - 39,1 млн фунтів стерлінгів (-24,8%), EBITDA - 1,7 млн фунтів стерлінгів, ЧП -- 0,8 млн фунтів стерлінгів.
Етап 4	Подорожчання фінансування загостило проблеми з обслуговуванням кредиту EBRD.	Переговори про реструктуризацію кредиту EBRD без прискорення погашення з боку банку; мінімізація нових запозичень, жорсткий контроль ліквідності.
Етап 5	Зернова ініціатива покращила доступність транспортних потужностей і полегшила експорт молочних продуктів, стабілізувала операційні грошові потоки.	Відновлення експорту сухого молока та спредів, стабілізація логістики. Виручка у гривні 2023 р. +8%, продажі плавленого сиру +12,4% у гривні.
Етап 6	Перебої у виробництві й логістиці через масові відключення; зростання собівартості через генератори та паливні запаси.	Закупівля генераторів, диверсифікація джерел енергії, розробка планів безперебійної роботи, акцент на енергоефективності. Собівартість виробництва зросла.
Етап 7	Підриг Каховської дамби загрожував зростанням цін на сировинне молоко через зниження врожайності кормових культур.	Диверсифікація закупівель сировини, укладання довгострокових контрактів із фермерами для стабілізації поставок і захисту від цінових стрибків.
Етап 8	Закриття Чорноморського коридору скоротило валютні надходження; продажі сухого молока обвалилися.	Переорієнтація на внутрішній ринок, використання сухопутних коридорів, мінімізація виробництва сухого молока. Продажі сухого молока -52,1% у гривні.
Етап 9	Гуманітарний морський коридор відновив частину експорту, зростання нових категорій (напої, снеки) підтримало бренд і рентабельність.	Відновлення маркетингових кампаній, розвиток напоїв і снеків, вихід на нові товарні категорії. Продажі квасу та напоїв +90,2% у гривні, виручка у гривні +8%.
Етап 10	Перехід до керованої гнучкості зменшив курсові збитки у 2023 р., але підвищив валютні ризики у 2024 р.	Хеджування валютних позицій, перегляд цін для збереження маржі, управління валютною структурою балансу. ЧП 0,4 млн фунтів стерлінгів (проти збитку 0,8 млн фунтів стерлінгів у 2022 р.)
Етап 11	Блокада польських перевізників зупинила поставки, збільшила запаси та дебіторську заборгованість; розрив оборотного капіталу.	Жорсткіший контроль платіжної дисципліни, переорієнтація товаропотоків на альтернативні переходи. Логістичні витрати і потреба в оборотному фінансуванні зросли.
Етап 12	Дешевше кредитування підтримало ліквідність, але нарахування відстрочених комісій EBRD обернуло операційне відновлення на чистий збиток.	Погашення попереднього кредиту, нова кредитна лінія 70 млн грн під 9%, зростання масла +70%, напоїв +31% (комбуча). Виручка 37,1 млн фунтів стерлінгів (у гривні +13%), EBITDA 1,7 млн фунтів стерлінгів (-29%), ЧП -2,0 млн, чисті активи 2,0 млн фунтів стерлінгів, борг перед EBRD понад 9,7 млн євро

*Джерело: складено автором на звітності Ukrproduct Group за 2019-2025 [7]

На операційному рівні компанія залишалася прибутковою (операційний прибуток - 1,08 млн фунтів стерлінгів у 2024 році) і нарощувала виручку у гривневому еквіваленті на 13%, тоді як чистий збиток майже повністю зумовлений ретроспективним нарахуванням комісій EBRD за відстрочку платежів, застосованих за період із жовтня 2016 року.

Отже, реактивність Ukrproduct Group стосується насамперед управління успадкованим борговим навантаженням, а не операційної моделі, яка демонструвала ознаки адаптивності.

Проведений емпіричний аналіз семи українських агропромислових підприємств (AgroGeneration, Kernel, Agroton, IMC, Astarta, KSG Agro, Ukrproduct Group) дозволив зафіксувати гетерогенність їхніх фінансових реакцій на серію екзогенних шоків 2018-2024 років. Дослідження підтверджує, що за однакових зовнішніх тригерів (пандемія, повномасштабна війна, енергетичний та логістичний шоки, монетарне стискування) компанії демонструють різні траєкторії стійкості, які формуються в межах їхнього специфічного корпоративного коридору рішень.

Результат аналізу впливу біхевіористики на фінансовий стан агропромислових підприємств дозволяє виділити чотири ключові закономірності корпоративної поведінки в умовах воєнно-повоєнного контексту:

Розмежування вимушеної та варіативної поведінкової адаптації. Усі досліджені компанії застосовували два типи реакцій. Вимушені дії були прямою відповіддю на об'єктивне звуження простору рішень (наприклад, зупинка інвестицій під час монетарного стиску НБУ, реструктуризація боргів, скорочення посівних площ у прифронтових зонах). Натомість варіативні дії відображали стратегічний вибір менеджменту: перехід на альтернативні джерела енергії, розвиток власної логістики чи впровадження систем точного землеробства. Саме ефективність варіативних рішень визначала здатність компанії утримувати ринкові позиції.

Нефінансова поведінка як фундамент фінансової стійкості. Аналіз доводить, що збереження прибутковості (маржі EBITDA) та ліквідності досягалося переважно через нефінансові ініціативи. Так, інвестиції в логістичну диверсифікацію (власні вагони «Астарті», флот Kernel) та енергетичну автономію (біогазові комплекси, генератори) нівелювали вплив блекаутів та закриття портів. Окрім того, соціальна відповідальність, підтримка громад та утримання персоналу (як у Kernel та Ukrproduct) дозволили уникнути критичного дефіциту кадрів та зберегти операційну безперервність.

Протягом 2022-2024 років фінансова біхевіористика підприємств пройшла чітку еволюцію. Перший етап (шок 2022 року) супроводжувався переходом у «режим виживання» з жорсткою економією та акумулюванням ліквідності. Відкриття зернових та гуманітарних коридорів запустило «режим адаптації». Зниження облікової ставки НБУ у 2024 році стало маркером переходу до «режиму відновлення», що супроводжується поступовим розморожуванням капітальних інвестицій. Ефект докризового запасу міцності, підприємства, які увійшли в кризу з низьким борговим навантаженням та високим рівнем діджиталізації/ESG-стандартів (наприклад, Astarta, IMC), продемонстрували значно вищу здатність поглинати шоки. Натомість компанії зі значним борговим тягарем були змушені витратити більше ресурсів на фінансове балансування (реструктуризації) на шкоду операційній гнучкості.

Біхевіористика агропромислових підприємств безпосередньо впливає на їхній фінансовий стан через ліквідність, боргове навантаження, інвестиційну активність, грошові потоки та здатність підприємства відновлюватися після шоку. Виявлені гетерогенні реакції на однотипні зовнішні шоки підтверджують, що фінансова стійкість є не лише наслідком ринкової кон'юнктури, а й результатом якості корпоративного управління, структури власності та здатності підприємства уникати непропорційних біхевіористичних реакцій.

2.3. Оцінка фінансової стійкості агропромислових підприємств відповідно до корпоративної біхевіористики

До 2021 року український агропродовольчий сектор демонстрував стійке зростання: частка зернового виробництва сягала майже 30 % валової продукції сільського господарства й охоплювала близько 15 млн га орних земель. За обсягами експорту зерна Україна посідала друге місце у світі - у 2020 році постачання перевищило 9,4 млрд дол. США. Однак упродовж 2019-2024 років підприємствам довелося ухвалювати як поведінкові рішення, доцільність яких визначали вони самі, так і вимушені, спричинені пандемією COVID-19, відкриттям ринку сільськогосподарських земель та повномасштабною війною.

Зазначені чинники, зокрема, вплинули на формування позитивної тенденції нарощення частки власного капіталу у загальній структурі капіталу агропромислових підприємств. Фінансову стійкість агропромислових підприємств оцінено відповідно до запропонованої концепції корпоративної біхевіористики, яка передбачає розмежування вимушених реакцій на зовнішні шоки та поведінкового вибору самих підприємств. Для цього послідовно проаналізовано ключові фінансові рішення підприємств галузі, результати їх реалізації та можливі альтернативні варіанти. До початку повномасштабної війни більшість підприємств фінансували оборотний капітал переважно за рахунок нерозподіленого прибутку та інших власних джерел (близько 40 %), тоді як ще приблизно 30 % фінансування забезпечували за рахунок комерційного кредиту постачальників. Така структура фінансування була результатом свідомого управлінського вибору, спрямованого на зниження залежності від банківського кредитування.

Узагальнювальним індикатором фінансової стійкості обрано коефіцієнт, що визначається як відношення різниці між активами та поточними зобов'язаннями до сукупних активів і відображає частку майна,

профінансовану за рахунок власних та довгострокових джерел. Динаміку показника для семи досліджуваних підприємств за 2018-2024 рр. наведено в таблиці 2.10.

Таблиця 2.10

**Динаміка коефіцієнт фінансової стійкості агропромислових підприємств,
2018-2024рр.**

Підприємство	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AgroGeneration	0.47	0.57	0.67	0.71	0.59	0.65	0.60
Kernel	0.63	0.77	0.63	0.75	0.61	0.74	0.58
Agroton	0.89	0.89	0.94	0.96	0.96	0.95	0.98
IMC	0.70	0.76	0.81	0.85	0.82	0.78	0.89
Astarta	0.62	0.73	0.88	0.89	0.87	0.88	0.90
KSG Agro	н/д	0.41	0.60	0.69	0.19	0.16	0.24
Ukrproduct	0.48	0.17	0.23	0.27	0.27	0.27	0.12

**Джерело: розраховано автором за консолідованою фінансовою звітністю підприємств (Додаток Л)*

Наведені дані засвідчують виразну диференціацію підприємств за рівнем фінансової стійкості. Найвищі та найстабільніші значення демонструє Agroton (0,89-0,98), що відповідає моделі майже повного самофінансування активів. Стійке зростання коефіцієнта характерне для Astarta (з 0,62 до 0,90) та IMC (з 0,70 до 0,89), тоді як Kernel і AgroGeneration утримували показник у помірному діапазоні з тимчасовим зниженням у 2022 р. під впливом воєнного шоку. Протилежну траєкторію має KSG Agro: після відносно стійкого 2021 р. (0,69) коефіцієнт обвалився до 0,16-0,24, що вказує на переважання поточних зобов'язань у структурі фінансування. Найнижчі значення впродовж усього періоду зберігав Ukrproduct зі стійкою тенденцією до зниження (з 0,48 до 0,12).

Виходячи з вищезначеного, рівень коефіцієнта не визначається масштабом активів: порівняно невеликий Agroton випереджає за стійкістю значно більші Kernel і AgroGeneration, а Ukrproduct із KSG Agro опиняються в нижній частині рейтингу попри відмінні розміри.

Коефіцієнт фінансової стійкості враховує не лише власний капітал, а й довгострокові зобов'язання, тому для уточнення джерел стійкості його

доцільно доповнити коефіцієнтом автономії, що визначається як відношення власного капіталу до сукупних активів. Розрив між двома показниками відображає частку активів, профінансовану за рахунок довгострокового боргу. Значення коефіцієнта автономії за 2018-2024 рр. подано в таблиці 2.11.

Таблиця 2.11

Коефіцієнт автономії агропромислових підприємств, 2018-2024 рр.

Підприємство	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AgroGeneration	0.37	0.40	0.52	0.55	0.38	0.42	0.37
Kernel	0.48	0.48	0.50	0.64	0.49	0.74	0.61
Agroton	0.89	0.76	0.84	0.89	0.96	0.95	0.98
IMC	0.61	0.45	0.49	0.46	0.46	0.45	0.56
Astarta	0.49	0.58	0.66	0.72	0.69	0.70	0.73
KSG Agro	<0	0.15	0.30	0.33	(0.36)	(0.03)	0.14
Ukrproduct	0.07	0.16	0.22	0.26	0.27	0.27	0.12

**Джерело: розраховано автором за консолідованою фінансовою звітністю підприємств (Додаток Л)*

Коефіцієнт автономії дає суворішу оцінку, оскільки враховує виключно власний капітал. Для Agroton його значення майже збігається з коефіцієнтом фінансової стійкості (0,89-0,98), що підтверджує фінансування активів переважно за рахунок власних коштів. Натомість у AgroGeneration розрив між показниками сягає 0,23 (0,60 проти 0,37 у 2024 р.), тобто майже чверть активів забезпечено довгостроковим боргом, а формальна стійкість значною мірою спирається на залучені джерела. Astarta, IMC та Kernel зберігали помірний рівень автономії з поступовим нарощенням власного капіталу.

Найкритичніша ситуація — у KSG Agro: у 2022 р. коефіцієнт набув від'ємного значення (−0,36), а у 2018 та 2023 рр. перебував на межі нуля, що свідчить про від'ємний власний капітал, коли накопичені збитки перевищили його обсяг, тобто про ознаки технічної неплатоспроможності. Ukrproduct протягом усього періоду утримував автономію на низькому рівні (0,07-0,27). Зіставлення двох коефіцієнтів увиразнює основний висновок: підприємства з консервативною фінансовою поведінкою сформували достатній буфер

власного капіталу й зберегли стійкість під час шоків, тоді як боргозалежні стратегії призвели до ерозії капіталу та втрати фінансової автономії.

До 2022 р. кредити та лізинг розглядалися агропромисловими підприємствами як інструмент розвитку: 56 % всіх господарств та 85 % великих фермерів використовували банківські кредити, тоді як використання страхування та лізингу корелювало з розміром підприємства. Системний характер проблем доступу до кредитних ресурсів та шляхи їх подолання раніше дослідили О. Лемішко та Н. Шевченко на матеріалах кредитування аграрного сектору України [46]. Після початку повномасштабної війни банківське кредитування з інструменту розвитку перетворилося на механізм забезпечення операційної діяльності підприємств. Державна програма «Доступні кредити 5-7-9 %» фактично стала основним джерелом фінансування суб'єктів господарювання. Упродовж 2022-2024 рр. її учасниками стали 45 189 підприємств, з яких 6 985 - агропромислові підприємства, що отримали кредити на загальну суму 39,65 млрд грн. Водночас програма зазнала суттєвих змін. Якщо під час пандемії COVID-19 вона була орієнтована насамперед на надання антикризового фінансування, то після 2022 р. її дію поширено на великі агрохолдинги та підприємства енергетичного сектору. Частка субсидованих кредитів у чистому портфелі банків досягла 40 %, тоді як майже 90 % нових кредитів видавалися саме в межах цієї програми. За таких умов для більшості агропромислових підприємств участь у програмі була не результатом стратегічного вибору, а вимушеною реакцією на обмежений доступ до альтернативних джерел фінансування.

На рисунку 2.28 наведено динаміку лізингового, кредитного та субсидійного фінансування агропромислових підприємств.

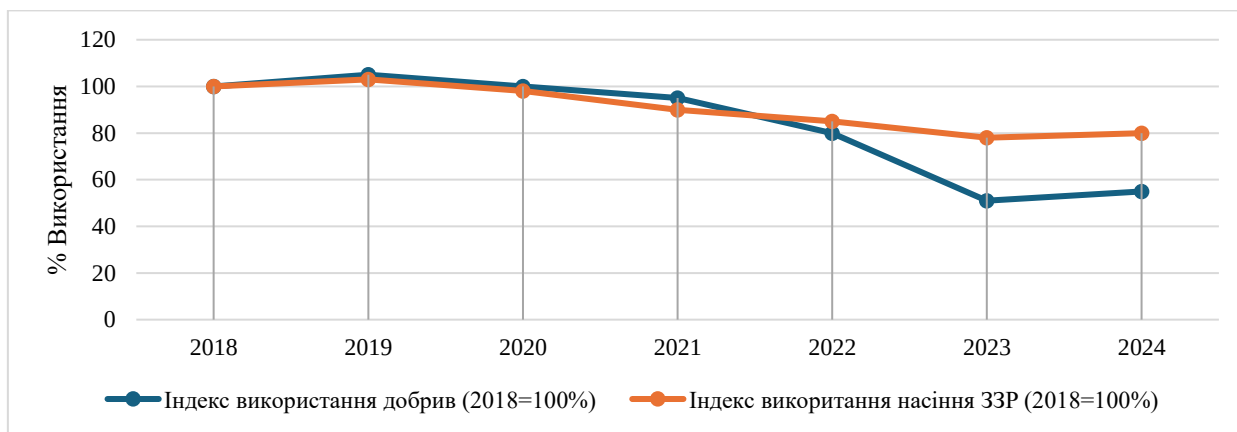


Рис.2.28. Динаміка зміни індексів використання синтетичних добрив та насіння (ЗЗР) аграрними підприємствами України, 2018-2024рр.

**Джерело: складено автором на основі [26; 134]*

Під час війни витрати на добрива знизилися майже вдвічі (2023 р.), оскільки фермери були змушені скорочувати витрати.

Ринок землі відкрився 1 липня 2021 р., а вже у 2024 р. обсяг ринку досяг 245,8 тис. га, що на 38 % більше ніж у 2023 р., а середньозважена ціна - близько 45 738 грн/га (додаток Ж). Підприємства вирішували продавати або купувати землю, орієнтуючись на ринкові ціни; 20-25 % земель залишались недоступними через окупацію.

Ринок відкрився у 2021 р., у 2024 р. обсяг угод зріс до 245,8 тис. га, а середня ціна - до 45 738 грн/га. Також частка недоступних земель, яку оцінюють у 20-25 % через окупацію. У 2022 продано 116 тис. га; 20-25% земель недоступні через окупацію. У 2023 продано 178,7 тис. га., середня ціна 41 тис. грн/га. У 2024 обсяг становив 245,8 тис. га; ціна 45 738 грн/га.

Світовий банк і донори направили кошти для відновлення агросфери. Програма «ARISE» на \$550 млн (\$320 млн - грант) фінансувала кредити «5-7-9 %» з фокусом на агробізнес.

Кредитні гарантії та гранти дозволяли підприємствам вижити, але залежність від них означала вимушене рішення. Представимо динаміку грантів та гарантій на рисунку 2.29:

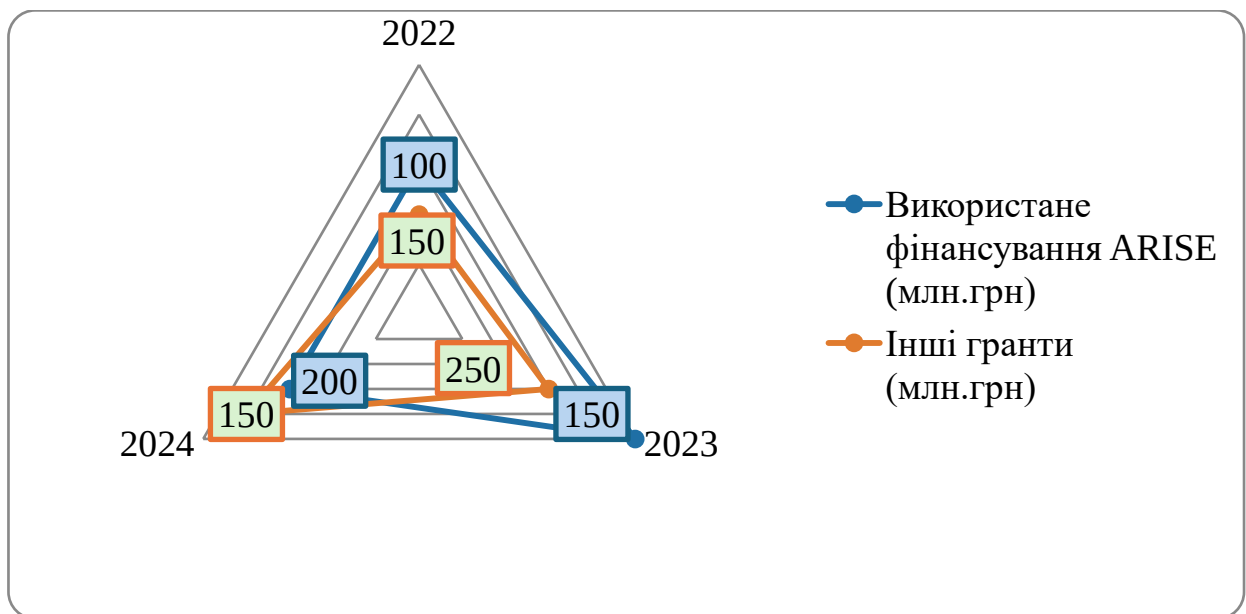


Рис. 2.29. Динаміка використання фінансування програми (ARISE) агропромислових підприємств, млн.грн., 2022-2024рр.

**Джерело: складено автором на основі [119]*

На рисунку 2.29, видно, що програма ARISE спрямувала \$550 млн, з яких \$320 млн - грант для підтримки агробізнесу.

До 2022 р. 90 % аграрного експорту відвантажувалось через чорноморські порти. Російська блокада знизила експорт зерна більш ніж на 80 %, та з липня 2022 р. зернова угода частково відновила роботу портів Одеса, Чорноморськ і Південний.

Після виходу РФ із угоди у липні 2023 р. Україна відкрила тимчасовий експортний коридор, через який до березня 2024 р. було вивезено 34 млн. тон продукції.

Компанії змушені були переорієнтовувати вантажі на порти ЄС (Румунії, Болгарії, Польщі, Хорватії, Німеччини), що збільшило відстань у 5 разів і підвищило вартість транспортування у 3-4 рази.

Частка Дунайських портів у загальному експорті зросла у 2023 р. до 45 %, але у 2024 р. після відкриття одеських портів знизилась до 13 %. Представимо логістичні зміни на рисунку 2.30. Унаслідок блокади чорноморських портів аграрні підприємства були змушені активніше використовувати залізничний та автомобільний транспорт.

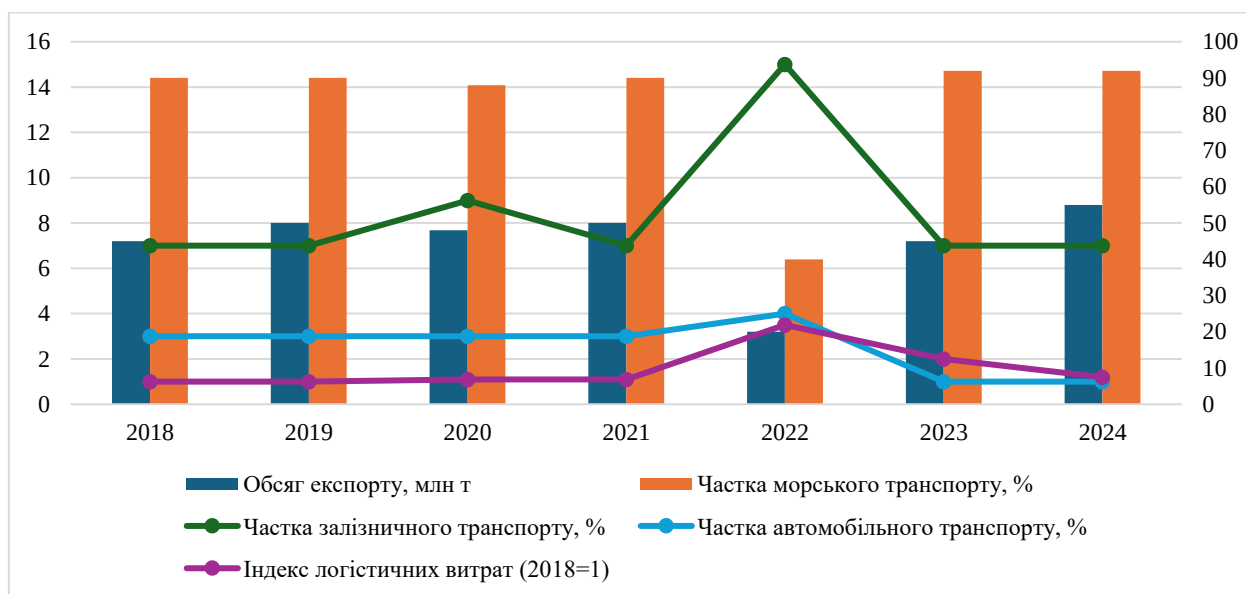


Рис. 2.30. Динаміка та структура логістики в Україні, 2018-2024рр.

**Джерело: складено автором на основі [92]*

У 2023 р. автомобільний транспорт забезпечував близько 4 % аграрного експорту, тоді як частка залізничних перевезень становила 15 % [134]. Це спричинило дефіцит вагонів, локомотивної тяги та вантажного автотранспорту, а також істотне зростання логістичних витрат.

Втрата доступу до частини чорноморських портів змусила експортерів використовувати Дунайсько-Констанцький маршрут. У 2023 р. через дунайські порти було перевезено близько 29 млн т вантажів, що майже вдвічі перевищило показник 2022 р. Однак уже у 2024 р. обсяг перевезень скоротився у зв'язку з відновленням роботи морських експортних маршрутів [134].

Унаслідок бойових дій сотні підприємств були релоковані до західних областей України. Динаміку релокації підприємств наведено на рисунку 2.31.

За даними Міністерства економіки України, станом на жовтень 2022 р. 761 підприємство релокувалося із зон активних бойових дій. Із них 80 % уже відновили роботу, 274 підприємства шукали нові локації, а 623 підприємства відмовилися від релокації у зв'язку з деокупацією територій. Найбільше підприємств перемістилося до Львівської (30 %), Закарпатської (17 %), Чернівецької (11 %) областей.



Рис. 2.31. Зони релокації агропромислових підприємств у 2022 році

**Джерело: складено автором на основі [144]*

Унаслідок окупації територій і їхнього мінування у 2022-24 рр. посівні площі зернових та олійних культур скоротилися на 16 % порівняно і 2019-21 рр. Динаміку зміни посівних площ наведено на рисунку 2.32.

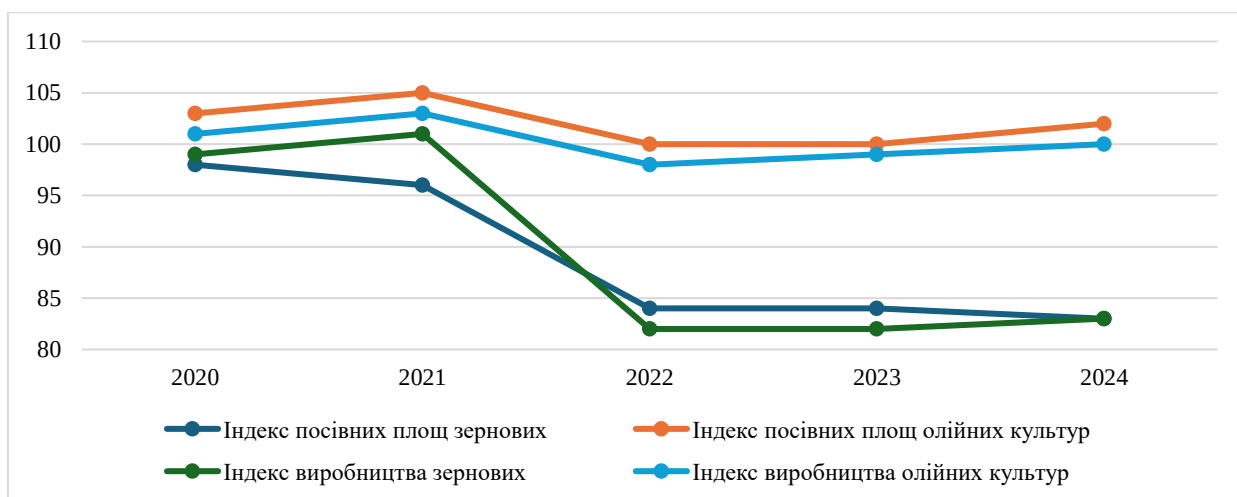


Рис. 2.32. Динаміка індикаторів посівних площ та виробництва зернових та олійних культур агропромислових підприємств України, 2020-2024рр.

**Джерело: складено автором на основі [26; 134]*

Означені вище фактори спричинили зниження виробництва на 18 %. Виробники також переорієнтовувалися з малоприбуткової пшениці на олійні культури та кукурудзу, бо у 2023 р. зернові залишались збитковими, а олійні були хоча й мінімально, але прибуткові.

Згідно з дослідженням FAO (2022), площі, на яких застосовуються технології точного землеробства (PATs), охоплювали 8,4 млн га, що становить

45 % земель, які обробляються комерційними господарствами. При цьому 50 % фермерів, які вже використовують PATs, висловлюють готовність до подальших інвестицій. Більшість фермерів із площами понад 500 га зацікавлені у впровадженні PATs (Додаток З).

Однак бар'єрами є висока вартість: встановлення обладнання на фермі площею 10 тис. га коштує від 413 тис. грн до 3 млн грн залежно від рівня точності, а також складність оцінювання окупності та нестача кваліфікованого персоналу.

У 2024 р. закон дозволив юридичним особам купувати до 10 000 га, що суттєво активізувало угоди. Станом на 2024 р. відбулося понад 311 тис. угод, на площу 698 тис. га, а ринок досяг довоєнних рівнів у контрольованих областях.

Використання прибутків та коштів постачальників зменшувало фінансові ризики і дозволяло уникнути відсоткових платежів. Проте така модель обмежувала інвестиції у капітальні витрати, у 2019 р. лише 10 % фінансування спрямовувалось на довгострокові інвестиції, тоді як 90 % - на оборотні потреби. Це стримувало модернізацію техніки, що виявилось критичним під час війни.

До 2022 р. фермери активно використовували банківське кредитування (56 % господарств, 85 % великих підприємств). Кредити дозволяли збільшувати площі та купувати техніку. Це покращувало рентабельність, але робило підприємства залежними від кредитних ставок та валютного ризику. Після девальвації гривні у 2020 р. ця модель втратила привабливість.

Державне субсидування відсоткових ставок у 2020-2021 рр. дозволяло МСП отримувати кредити під 0-9 %. Після 2022 р. програма стала єдиним інструментом фінансування посівної: 6 985 агропідприємств отримали кредити на 39,65 млрд грн (Додаток Є).

Для багатьох підприємств це забезпечило ліквідність і можливість провести посівну під час війни. Однак розширення програми на великі

компанії збільшило частку субсидованих кредитів у портфелі банків до 40 %, що створило ризики наростання простроченої заборгованості (від 1 % до 7 % у 2023 р.).

Через високі логістичні витрати та падіння цін на зерно в 2023 р. фермери скоротили використання добрив на 49 %. Це тимчасово зменшило собівартість виробництва, однак може призвести до зниження врожайності та довгострокового погіршення родючості ґрунтів. У 2025 р. очікується зниження врожайності на 4-5 %.

Купівля землі дозволяла збільшити площу та використовувати її як заставу під кредити, підвищуючи доступність фінансування. Водночас висока вартість (45-46 тис. грн/га) та невизначеність через окупацію територій, робили операції ризикованими. Орендні ставки зросли до 8 697 грн/га, що збільшило витрати орендарів.

У світовій практиці прибутковість фермерів, які використовують RATs, є на 45-86 дол. США/га вища за фермерів, які їх не застосовують [26]. В Україні площа застосування RATs становила 8,4 млн га (45 % комерційних площ), і понад 50 % користувачів планували нарощувати інвестиції. Висока вартість обладнання (413 тис. грн до 3 млн грн для ферми площею 10 тис. га) та нестача кваліфікованих кадрів залишалися стримуючими факторами. Попри це, точне землеробство сприяло оптимізації витрат на насіння, добрива й паливо, що позитивно впливало на фінансові результати. Отже, доцільно виокремити зовнішні операційні рішення:

Логістичні рішення, зокрема зміна маршрутів експорту зерна на Дунайські та європейські порти, збільшили логістичні витрати в 3-4 рази та знизили доходи виробників. Водночас тимчасовий зерновий коридор через Чорне море з серпня 2023 р. забезпечив експорт у обсязі 34 млн т, що наблизило доходи до рівня дії «зернової угоди». У 2024 р. відновлення роботи одеських портів знизило транспортні витрати: вартість перевезення 1 т зерна залізницею на 100 миль зменшилась з 5,82 дол. до 4,38 дол., а баржовим

транспорт - майже до нуля. Частка морського експорту зросла до 92 %, що відновило рентабельність експорту та покращило фінансові результати.

Переїзд підприємств у безпечні регіони дозволив зберегти виробничі потужності та робочі місця. Близько 761 підприємство перемістилися, з них 80 % вже відновили роботу. Однак релокація вимагала капіталовкладень у нові майданчики, призводила до тимчасових простоїв і втрати локальних ринків. Водночас без релокації багато підприємств були б зруйновані, тому цей захід зменшив сукупні збитки.

Скорочення посівних площ на 16 % та переорієнтація з пшениці на олійні культури дозволили мінімізувати збитки: у 2023 р. зернові залишалися збитковими, тоді як олійні культури забезпечували хоча й мінімальний, але прибуток. Скорочення площ, однак, призвело до падіння виробництва на 18 % і втрати частини експортної виручки.

Скорочення використання добрив як вимушене рішення зменшило обігові витрати, але негативно вплинуло на врожайність і довгострокову прибутковість. Прогнозоване зниження врожайності на 4-5 % у 2024 р. означає недоотриманий прибуток.

Зростання ринкових цін на землю та орендних ставок (8 697 грн/га) підвищило витрати фермерів-орендарів, однак для власників землі стало додатковим джерелом доходу. Водночас інвестиції в землю під час війни залишалися ризиковими через високу невизначеність.

Уряд запровадив виплати у розмірі 3 100 грн/га для фермерів із земельними ділянками до 120 га та 5 300 грн на одну голову худоби для господарств із поголів'ям до 100 голів. Ці виплати частково компенсували втрати, пов'язані з війною, і покривали витрати на посівну кампанію.

Для емпіричної оцінки впливу раціональнішої поведінки на галузь, визначимо ймовірний внесок аграрного сектору у ВВП за «ідеального» рівня фінансових рішень. За такий гіпотетичний рівень прийнято частку ВВП, що сформувалася б за збереження максимальної частки сектору - 10,89 %,

досягнутої у 2021 році, коли за відносної макростабільності та сприятливих цін підприємства працювали без жорсткого зовнішнього примусу.

На рисунку 2.33 подано порівняння аграрного сектору як складової ВВП та його частки за умов «ідеальної поведінки». 2021 рік вважається «ідеальним» прикладом корпоративної поведінки аграрного сектору: високі світові ціни на зерно та олію, відносна макроекономічна стабільність і відновлення урожайності забезпечили значний вклад аграрного сектору у ВВП. Тому, цей відсоток взяли за ідеал рівня корпоративної поведінки, при мінімальному негативному впливі екзогенних шоків.

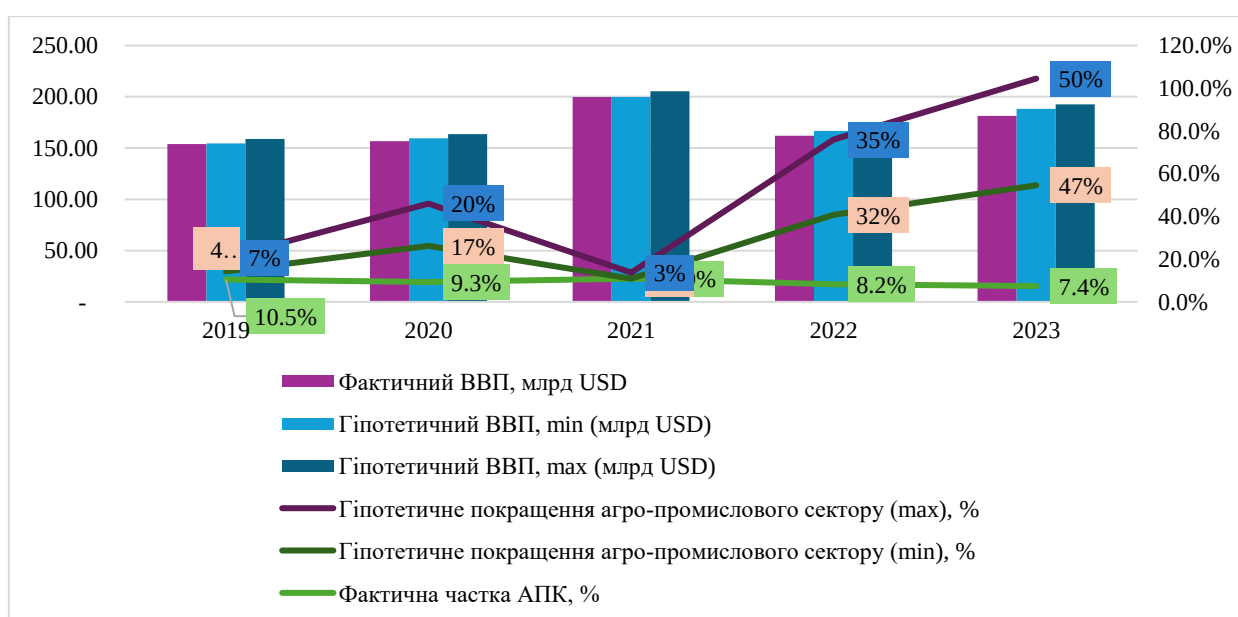


Рис. 2.33. Динаміка впливу гіпотетичної біхевіористики аграрного сектору на ВВП України за 2019-2023рр.

**Джерело: складено автором на основі [101; 134]*

Припускаючи, що внесок інших секторів не змінюється, гіпотетичний ВВП GDP_t^{ideal} розраховували за формулою:

$$GDP_t^{ideal} = \frac{(1 - s_t) GDP_t}{(1 - s_{ideal})};$$

де $s_{ideal} = 0,1089$ - ідеальна частка - базис агросектору за 2021 рік (10,89 %).

Різниця між гіпотетичним та фактичним значеннями показує, на скільки міг зрости ВВП за умови «ідеальної» поведінки підприємств аграрного сектору економіки (детальний розрахунок наведено в додатку О).

З рисунку 2.33 видно, що найбільший потенційний приріст у гіпотетичному сценарії припадає на 2023 р. - близько 7,1 млрд дол. США як мінімальне значення та 11,4 млрд дол. США як максимальне значення. Для 2022 р. можливий приріст становив би 4,85 млрд дол. США мінімально та 8.86 млрд дол. США максимально, а для 2020-2019 рр. - 2,78 (6.86 мін) і 0,67 (4.91 макс) млрд дол. США відповідно. Це відображає вплив спаду частки агросектору після 2021 р. на загальний ВВП.

Розрахунки показують, що за умови постійної частки підприємств аграрного сектору на рівні 2021 р. (10,89 %) ВВП України у 2023 р. міг бути на 7,1 - 11.4 млрд дол. США вищим, а кумулятивний приріст за 2019-2023 рр. становив би понад 37.62 млрд дол. США.

Ці результати підкреслюють економічну важливість агропромислового комплексу для України та необхідність інвестувати в інновації, логістику й агрострахування для підвищення стійкості сектору.

Навіть в умовах війни підприємства залишалися головним джерелом валютних надходжень: у 2023 р. на них припадало 65 % усіх експортних доходів та 21,66 млрд євро виручки [134]. Відновлення і майбутній розвиток галузі залежить від того, чи зможуть аграрні підприємства перейти від кризового виживання до стійких бізнес-моделей.

До повномасштабної війни аграрний сектор України демонстрував зростання: зернові культури становили близько 30 % сільськогосподарського виробництва, оброблялося ~15 млн га ріллі, а експорт зерна у 2020 р. перевищив 9,4 млрд дол. США. У 2019-2024 рр. на поведінку господарств вплинули пандемія COVID-19, відкриття ринку землі та повномасштабна війна. Це змусило підприємства ухвалювати свідомі та вимушені рішення (самофінансування, кредитування, зниження витрат на добрива, зміна

логістики, релокація тощо), що суттєво позначилося на фінансових результатах.

Переважна більшість агрофірм до війни фінансувала робочий капітал за рахунок нерозподіленого прибутку та авансів постачальників, скорочуючи залежність від банків. Водночас до 2022 р. понад половина господарств користувалась банківськими кредитами; після початку повномасштабного вторгнення практично єдиним джерелом фінансування стали пільгові позики за державною програмою «5-7-9%». Частка субсидованих кредитів у кредитних портфелях банків зросла до 40 %, а 90 % нових позик видавалися через цю програму. Це дозволило підтримати ліквідність підприємств, але збільшило кредитну залежність та ризики простроченої заборгованості.

Внаслідок логістичних труднощів і падіння цін на зерно аграрії у 2023 р. скоротили внесення добрив майже удвічі, а використання насіння та засобів захисту рослин - на 13-22 %. Це тимчасово знизило собівартість, однак створює ризики скорочення урожайності на 4-5 % у наступні роки та погіршення родючості ґрунтів.

Після відкриття ринку землі у 2021 р. обсяг угод швидко зростає; у 2024 р. продано 245,8 тис. га зі середньою ціною 45 738 грн/га. Землю також купували для використання як заставу під кредити. Водночас 20-25 % угідь залишаються недоступними через окупацію, а високі ціни та орендні ставки (8 697 грн/га) підвищують фінансові ризики для орендарів.

До війни 90 % експорту зерна здійснювалось через чорноморські порти; блокада знизила обсяги експорту більш ніж на 80 %. Запровадження тимчасового морського коридору та переорієнтація потоків на дунайські та європейські порти спочатку збільшили логістичні витрати у 3-4 рази, але з відкриттям одеських портів у 2024 р. вартість перевезень знову знизилась. У 2023 р. дунайські порти забезпечили 45 % експорту, але після відновлення роботи чорноморських портів їхня частка впала до 13 %.

Через бойові дії понад 760 підприємств переїхали до західних областей; близько 80 % із них вже відновили роботу, однак релокація потребувала значних інвестицій та тимчасово знижувала виробництво. Площі посівів зернових та олійних культур у 2022-2024 рр. скоротилася приблизно на 16 %, що зумовило зниження виробництва на 18 %. Фермери переорієнтувалися з малоприбуткової пшениці на відносно прибуткові олійні культури та кукурудзу.

За даними FAO, у 2022 р. технології точного землеробства (PATs) застосовувалися на 8,4 млн га, або на 45 % комерційних площ. Однак високі інвестиційні витрати і нестача кваліфікованих кадрів обмежують впровадження. FAO рекомендує створювати демонстраційні поля та прості у використанні інструменти, підвищувати фінансову й цифрову грамотність фермерів, сегментувати рішення за розміром господарств та впроваджувати технології поетапно. Також необхідно розвивати незалежні консультаційні служби та налагоджувати передачу знань між фермерами.

Умови війни змусили підприємства перебудовувати логістику, скорочувати посівні площі, знижувати використання добрив та насіння, залучати міжнародні гранти й субсидії. Ці рішення допомогли вижити, але знизили рентабельність і погіршили довгострокову ефективність.

Порівняння фактичної частки аграрного сектору у ВВП із «ідеальною» (10,89 % у 2021 р.) показало, що за 2019-2023 рр. Україна недоотримала понад 37,6 млрд дол. США потенційного ВВП. Найбільший потенційний приріст у 2023 р. становив 7,1-11,4 млрд дол. США. Це свідчить про значний розрив між фактичними результатами та потенціалом за умов ефективної корпоративної поведінки. Таким чином, потрібна системна робота для підвищення ефективності корпоративних рішень і стійкості сектору.

Отже, оцінка фінансової стійкості агропромислових підприємств відповідно до концепції корпоративної біхевіористики підтверджує, що вирішальним чинником стійкості є не розмір активів, а якість корпоративного

управління, рівень інституційного захисту та здатність підприємства адаптувати фінансові рішення до зовнішнього тиску. Підприємства з сильним корпоративним управлінням зберігають ліквідність, підтримують інвестиційну активність і швидше переходять до відновлення, тоді як підприємства зі слабким управлінським фільтром демонструють панічне скорочення витрат, заморожування інвестицій і погіршення таксономічного коефіцієнта стійкості.

Висновки до розділу 2

На основі проведеної оцінки забезпечення розвитку біхевіористичних корпоративних фінансів було опрацьовано аналітичний інструментарій щодо фінансової діяльності семи публічних агропромислових компаній України а також, апробовано концепцію коридору допустимих фінансових рішень та обґрунтовано трирівневий підхід до її практичного застосування. Зовнішні межі коридору відображає індекс жорсткості екзогенних обмежень, що поєднує п'ять напрямів тиску - монетарно-кредитний, валютний, ціновий, стан фінансових резервів держави та логістику експорту.

Стан корпоративного рівня оцінено за розширеним індексом якості управління, у якому замість традиційних чотирьох складових використано вісім, що враховують склад наглядової ради, розподіл повноважень керівника та захист прав дрібних акціонерів. Особистий рівень характеризує індекс індивідуального порогу чутливості. Він фіксує ту межу зовнішнього тиску, за якою корпоративні фільтри втрачають здатність стримувати панічні реакції керівництва. Сукупність цих показників уможливорює розмежування вимушеної реакції на шок та поведінкового відхилення в межах коридору.

Запропоновано таксономічний коефіцієнт стійкості (IEO), який включає 5 складових, а саме: монетарно-кредитну, валютну, цінову та інфляційну, золотовалютних резервів, логістично-експортний. Застосування означеного

коефіцієнту дозволяє розробити алгоритм впливу біхевіористики на фінансовий стан агропромислових підприємств, у відповідності до поведінкових алгоритмів відновлення, виживання чи критичного стану.

Впровадження емпіричних методів дослідження дозволило зробити висновки, що за тотожних зовнішніх шоків масштаб поведінкових реакцій підприємства визначається якістю його корпоративного управління, а не силою самого шоку чи обсягом активів. У 2022 році індекс жорсткості екзогенних обмежень досяг максимуму 3,01. Підприємства з високою якістю управління (Astarta, Kernel, ІМС) утримали поріг чутливості вище цього рівня, у межах 3,07-3,21, завдяки чому зберегли ліквідність і не припинили інвестиційної діяльності. Натомість компанії зі слабкими управлінськими інститутами мали поріг, нижчий за рівень шоку, а їхній коефіцієнт стійкості знижувався до 0,14-0,43; керівництво переходило до панічної економії, згортання інвестицій і фінансових маніпуляцій. Застосування таксономічного методу Хельвіга з відстанню Махаланобіса дало змогу розподілити підприємства на три групи - ті, що відновлюються, ті, що виживають, і ті, що панікують. Одержані результати спростовують поширене припущення про те, що значний обсяг активів сам собою гарантує стійкість бізнесу.

Фінансові рішення агропідприємств упродовж 2019-2024 років мали змішаний характер. До початку війни переважали самофінансування та банківське кредитування, тоді як після повномасштабного вторгнення майже єдиним доступним джерелом стали пільгові позики за програмою «5-7-9 %», частка яких у банківських портфелях сягнула 40 %. Під тиском витрат і логістичних обмежень виробники вимушено скоротили внесення добрив майже на 49 %, а використання насіння та засобів захисту рослин - на 13-22 %, що згодом спричинило зниження врожайності на 4-5 %. Блокада морських портів зменшила експорт більш ніж на 80 % і підвищила вартість перевезень у три-чотири рази, доки відновлення чорноморського коридору не повернуло

обсяги морського експорту до 92 %. Наведена динаміка унаочнює межу, на якій вимушена адаптація переходить у поведінковий вибір керівництва.

Окремим результатом розділу є запропонований спосіб оцінювання витрат від нерациональної поведінки через частку сектору у валовому внутрішньому продукті країни. Аналітичні розрахунки показали, що за збереження максимальної частки 2021 року (10,89 %) валовий внутрішній продукт України у 2023 році міг би бути на 7,1-11,4 млрд дол. вищим, а сукупні втрати за 2019-2023 роки перевищили 37,6 млрд дол. Це дало змогу пов'язати поведінку окремих підприємств із наслідками для національної економіки та сформулювати підґрунтя для розробки сценарних прогнозів щодо розвитку корпоративних біхевіорисичних фінансів.

РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ БІХЕВІОРИСТИЧНИХ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В КОНТЕКСТІ ВПЛИВУ НА ФІНАНСОВУ СТІЙКІСТЬ АГРОПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Перспективні напрями мінімізації витрат агропромислових підприємств

Масштаб кризових втрат агропромислових підприємств лише частково зумовлений екзогенними факторами впливу, у тому числі екзогенними шоками. Вагоме значення має фінансовий стан, у якому підприємство входить у кризовий період. Водночас фінансова діяльність більшості підприємств орієнтована на реагування постфактум: підприємства зі слабким корпоративним управлінням схильні до заморожування інвестицій, надмірного накопичення ліквідності та непродуктивного використання фінансових ресурсів. Така поведінка негативно впливає на фінансовий стан підприємства, призводить до втрати потенційного доходу та зростання необґрунтованих фінансових витрат.

У зв'язку з цим виникає необхідність визначення превентивних напрямів мінімізації витрат агропромислових підприємств, які мають бути реалізовані ще до настання або посилення зовнішнього шоку. Цільова спрямованість фінансової діяльності підприємства повинна полягати не лише у реагуванні на кризові явища, а насамперед у завчасному формуванні фінансової стійкості та мінімізації майбутніх втрат.

Важливим напрямом мінімізації витрат агропромислових підприємств є впровадження технологій точного землеробства. Замість обмеженої адаптації аграрні підприємства можуть цілеспрямовано інвестувати у диференційований висів, точне внесення добрив та засобів захисту рослин, використовуючи грантові програми та довгострокове кредитування. За даними Державної

служби статистики України [26], технологіями точного землеробства охоплено 8,4 млн га, або близько 45% посівних площ. Потенціал їх подальшого поширення становить приблизно 3,8 млн га. Середній обсяг інвестицій для господарства із земельним банком 10 тис. га становить 480-720 тис. дол. США, а строк їх окупності - 5-7 років.

На основі проведених розрахунків (додаток Д) встановлено, що впровадження технологій точного землеробства забезпечує підвищення врожайності на 10-12%, зменшення виробничих витрат і, відповідно, отримання додаткового прибутку в розмірі близько 100 дол. США на 1 га. За результатами дослідження, в Україні близько 3,8 млн. га сільськогосподарських угідь і досі обробляються без застосування технологій точного землеробства. За умови їх масового впровадження на зазначеній площі потенційний приріст прибутку може становити близько 380 млн дол. США щороку. Повне впровадження технологій точного землеробства на площах, відведених під вирощування зернових та олійних культур, дало б змогу отримувати близько 2,4 млрд дол. США додаткового прибутку щороку, що еквівалентно приблизно 1,3% ВВП України у 2023 році. Крім того, застосування технологій точного землеробства дає змогу скоротити використання мінеральних добрив на 10-30%, що забезпечує одночасне зниження виробничих витрат і негативного впливу на довкілля.

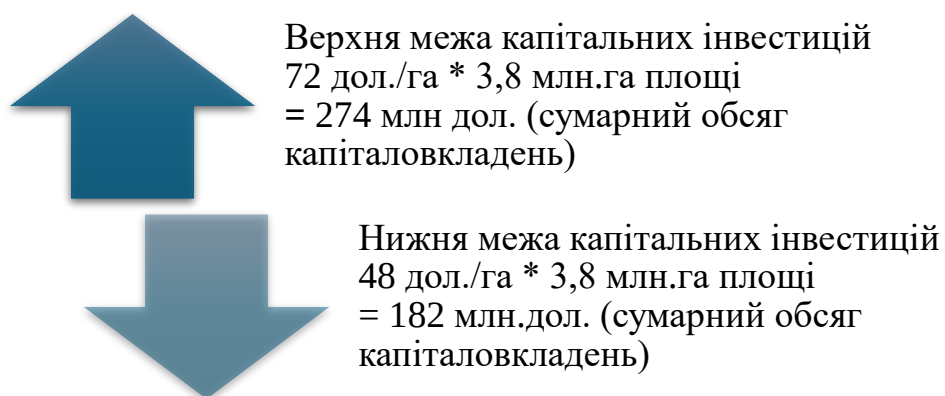


Рис.3.1. Сценарії інвестування в технологію точного землеробства (PATs)

**Джерело: розраховано автором на основі [26]*

Навіть за консервативної оцінки додаткові інвестиційні витрати в розмірі 48-72 дол. США на гектар забезпечують отримання щонайменше 100 дол. США додаткового прибутку з гектара. Окремим резервом зростання є повернення до господарського використання неактивних земель, зокрема тимчасово окупованих угідь сільськогосподарського призначення, які наразі виведені з виробничого процесу. На рис. 3.2 наведено динаміку формування прибутку з урахуванням поступового залучення цих земель.

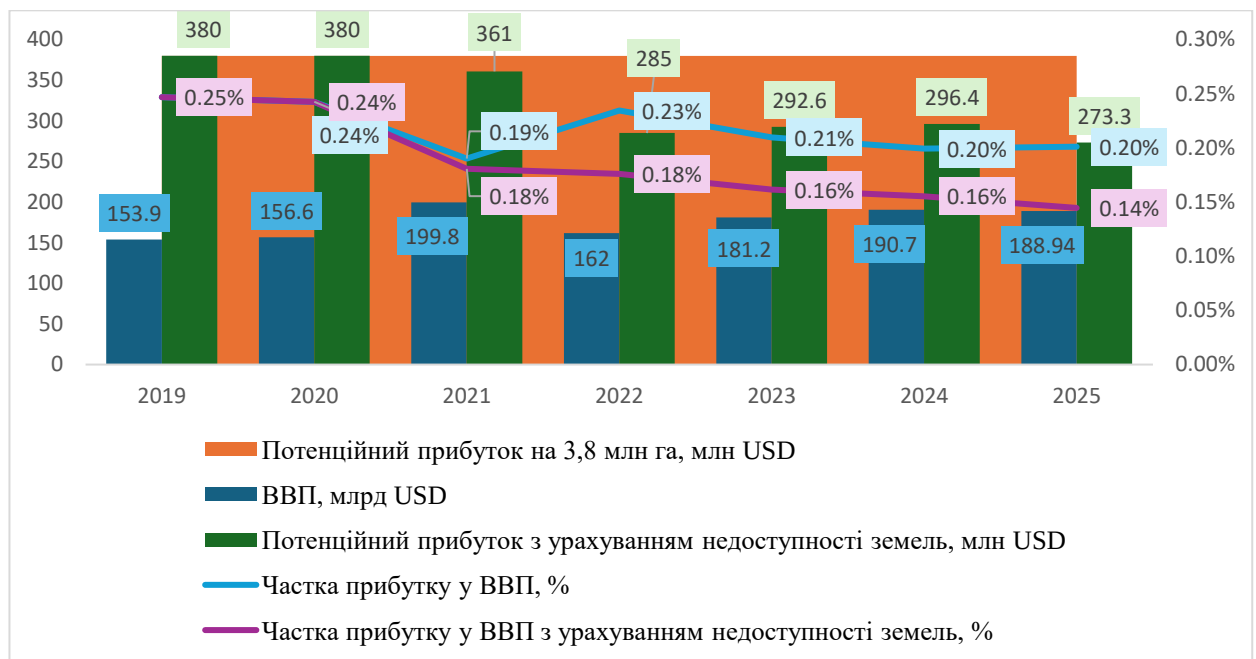


Рис. 3.2. Динаміка формування прибутку аграрними підприємствами, що використовували технологію точного землеробства (PATs)

Джерело: складено автором на основі Додатка Д

Реальна окупність інвестицій у технології точного землеробства становить 5-7 років. Згідно з проведеними розрахунками (додаток Д), впровадження технологій точного землеробства на додаткових 3,8 млн га забезпечує щорічний приріст прибутку, еквівалентний 0,2-0,25 % валового внутрішнього продукту. За умови повного охоплення зернового та олійного секторів (близько 24 млн га) потенційний додатковий прибуток становитиме близько 2,4 млрд дол. США на рік, що відповідає приблизно 1,3 % ВВП України за 2023 рік.

Для прискорення впровадження технології точного землеробства необхідно реалізувати комплекс заходів, що охоплює створення демонстраційних проєктів і розвиток цифрових дорадчих служб, забезпечення доступності фінансових інструментів (гранти і пільгових кредитів) для малого та середнього бізнесу, підготовку кваліфікованих кадрів, а також розвиток інфраструктури збору і оброблення даних, зокрема навігаційних систем, моніторів урожайності тощо.

З огляду на це найбільш доцільним є використання комбінованої моделі фінансування, основу якої становить державна програма пільгового кредитування «5-7-9%». Технології точного землеробства характеризуються відносно коротким строком окупності, проте потребують значних початкових інвестицій. Тому доцільно забезпечити можливість отримання кредитів строком на 5-7 років із процентною ставкою не вище 5%, а для прифронтових регіонів - до 1%. Важливо також передбачити сезонні пільгові періоди тривалістю до 6 місяців для фермерів, які отримують виручку після збору врожаю. Чинні умови державної програми «5-7-9%» загалом відповідають зазначеним вимогам і дають змогу фінансувати не лише придбання обладнання, а й його технічне обслуговування та навчання персоналу [112].

Доцільним є також використання фінансових інструментів співфінансування, що передбачають 20% власного фінансування та 80% залучених коштів під державні гарантії. Оптимальною є модель співфінансування, яка поєднує самофінансування, державні гарантії, банківські кредити. За таких умов держава має забезпечувати часткове гарантування кредитів або компенсацію частини кредитних ризиків через механізми міжнародних фінансових інституцій, зокрема програм Світового банку та Європейського банку реконструкції та розвитку, що сприятиме активізації банківського кредитування аграрних підприємств.

Окрему увагу доцільно приділити грантовим програмам та компенсаційним механізмам, спрямованим на підвищення продуктивності

аграрного сектору. Насамперед це стосується розширення грантового фінансування цифрових рішень (відповідно до модель, описаної в підрозділі 3.2). Вважаємо доцільним створити окрему державну програму «Грант на цифрове землеробство», яка передбачатиме компенсацію до 70% вартості обладнання для точного землеробства, з підвищенням до 80% для прифронтових регіонів та обов'язковим співфінансуванням 20-30% (додаток Д).

Наступним кроком має стати компенсація витрат аграрних підприємств на сільськогосподарську техніку та зрошення сільськогосподарських земель за рахунок державних програм [119]. Програму компенсації 25% вартості вітчизняної сільськогосподарської техніки доцільно продовжити й розширити, включивши до переліку обладнання комплекси точного землеробства та збільшивши розмір компенсації до 40% для техніки й обладнання з високим рівнем локалізації виробництва. Водночас варто зберегти чинні програми компенсації 30% вартості систем зрошення (до 50% - для підприємств прифронтових територій) та 30% вартості будівництва або модернізації сховищ. Реалізація цих заходів сприятиме інтеграції технологій точного землеробства із сучасними системами управління водними ресурсами та логістичною інфраструктурою.

Важливим напрямом державної підтримки вважаємо фінансову підтримку інфраструктури збору й оброблення даних. Доцільно передбачити фінансування встановлення сенсорних мереж, метеостанцій та інтернет-підключень у сільській місцевості. Європейський досвід, зокрема реалізація проєктів ATLAS і DEMETER, засвідчує важливість створення єдиного простору даних [26]. З огляду на це доцільним є створення в Україні національного аграрного дата-центру з відкритим доступом до інформації про врожайність, характеристики ґрунтів та інші дані, необхідні для впровадження технологій точного землеробства.

Паралельно із запровадженням грантових програм необхідно фінансувати навчальні програми для фермерів і створення сервісних центрів, які надаватимуть консультаційну та технічну підтримку щодо налаштування обладнання точного землеробства, аналізу даних і прийняття управлінських рішень. Без належного рівня підготовки фахівців навіть сучасні цифрові технології не забезпечать повної реалізації свого потенціалу та очікуваного економічного ефекту.

Усі запропоновані програми державної підтримки - пільгове кредитування, дотації, гранти та компенсаційні механізми - мають бути спрямовані на відновлення та подальший розвиток аграрного сектору України що в свою чергу позитивно вплине на забезпечення продовольчої безпеки та сталий розвиток аграрного сектору економіки.

Доцільно також розширити можливості використання грантових програм міжнародних партнерів, зокрема USAID AGRO, Mercy Corps та Світового банку, для фінансування впровадження цифрових технологій в аграрному секторі економіки. За рахунок таких програм іноземне обладнання може закуповуватися із залученням грантового фінансування USAID обсягом до 1 млн дол. США. Водночас державна політика має передбачати підтримку вітчизняних виробників обладнання для точного землеробства з метою стимулювання розвитку національного машинобудування та цифрових технологій. Обов'язковою умовою реалізації грантових і кредитних програм має бути забезпечення прозорості використання коштів шляхом оприлюднення результатів їх використання, а також відкритого доступу до узагальнених даних щодо врожайності, продуктивності та ефективності впроваджених технологій. Це дозволить формувати національні моделі прогнозування й об'єктивно оцінювати ефективність програм.

Означені заходи сприятимуть підвищенню врожайності сільськогосподарських культур, оптимізації виробничих витрат, зростанню

доходів аграрних підприємств, що, в свою чергу, посилить адаптаційну спроможність аграрного сектору до впливу екзогенних шоків.

Важливим напрямом підвищення економічної ефективності аграрного виробництва є перехід до ширшого використання органічних добрив і технологій їх точкового внесення. За фактичними даними [134], у 2023 році фермери скоротили обсяги внесення добрив на 49%. Порівняльну характеристику вартості мінеральних та органічних добрив наведено в додатку Е.

Органічні добрива характеризуються значно нижчою вартістю порівняно із синтетичними аналогами, однак містять меншу концентрацію поживних речовин. Так, гранульовані органічні добрива містять близько 4% азоту, 2,5% фосфору та 2,3% калію, проте їхня вартість є співставною з окремими видами мінеральних добрив, що зумовлено необхідністю додаткової переробки та фасування [56]. Повільновивільнювані та інгібовані добрива можуть коштувати у 10-15 разів дорожче за традиційні мінеральні добрива в розрахунку на одиницю діючої речовини (азоту). Водночас їх використання забезпечує істотне зменшення втрат поживних елементів, підвищує ефективність засвоєння добрив рослинами та сприяє зниженню негативного впливу на довкілля.

За внесення 0,3 т/га комплексного NPK 16-16-16 (поширена в Україні норма) до ґрунту надходить 48 кг азоту, 48 кг фосфору і 48 кг калію на гектар [56]. Вартість такого внесення становить близько 202 дол. США на гектар.

За внесення 7 т/га органічних добрив із вмістом 1,1% азоту, 0,8% фосфору та 0,5% калію до ґрунту надходить 77 кг азоту, 56 кг фосфору і 35 кг калію на гектар. Вартість такого внесення становить лише близько 38 дол. США на гектар [56].

Порівняльний аналіз свідчить, що органічні добрива забезпечують надходження більшої кількості азоту та фосфору порівняно зі стандартною нормою мінеральних добрив, водночас їх застосування потребує значно

менших фінансових витрат. Так, вартість одного кілограма азоту в мінеральних добривах (амонійній селітрі, карбаміді, карбамідно-аміачній суміші) становить у середньому 1,3-1,6 дол. США, тоді як у комплексному добриві NPK 16-16-16 вона перевищує 4 дол. США за кілограм азоту. Для звичайних органічних добрив цей показник становить близько 0,49 дол. США, тоді як для гранульованих органічних добрив - близько 5,1 дол. США, що пояснюється додатковими витратами на їх перероблення, гранулювання та фасування [56].

Якщо припустити, що підтримання оптимального рівня живлення рослин дало б змогу уникнути очікуваного зниження врожайності на 4-5%, потенційний ефект для України був би суттєвим. У 2023 році експортна виручка агросектору становила 22,75 млрд дол. США. За таких умов додатковий приріст урожайності на 4-5% міг би забезпечити збільшення експортної виручки на 0,91-1,14 млрд дол. США, що відповідає приблизно 0,5-0,6% ВВП України у 2023 році та близько 0,48-0,6% ВВП України у 2025 році. Крім того, підтримання належного рівня родючості ґрунтів створює передумови для забезпечення їх довгострокової продуктивності та сталого використання [25; 134].

Оптимальним підходом є комплексне поєднання переробки гною, точного внесення мінеральних добрив, застосування повільновивільнюваних препаратів та розширення площ вирощування бобових культур. Використання такого комплексу заходів дає змогу підвищити ефективність використання поживних речовин до 80-89% і знизити забруднення довкілля [56].

За результатами наукових досліджень, покривні культури здатні накопичувати й передавати наступним культурам близько 112 кг азоту на гектар, що істотно зменшує потребу у використанні синтетичних добрив. Крім того, ротація з бобовими покращує мінералізацію ґрунту й зменшує вимивання азоту. Повільновивільнювані добрива та інгібітори дорожчі за традиційні, але у поєднанні з органікою вони дозволяють знизити загальні дози мінеральних

добрив, зменшити втрати у ґрунтових водах та підвищити коефіцієнт використання елементів живлення [56].

Окремо варто зазначити, що в Україні утилізується до 90% органіки [25]. Переробка та повернення органічних добрив у поля дали б змогу зменшити потребу в імпорті добрив і сприяли б розвитку циркулярної економіки. Тому державна підтримка має передбачати не лише компенсацію вартості добрив, а й стимулювання розвитку їхнього вітчизняного виробництва. Доцільно також визначити однією з умов надання державної підтримки дотримання екологічних практик, зокрема використання органічних відходів і технологій точного дозування добрив.

Скорочення використання мінеральних добрив після 2022 року посилило ризики порушення балансу поживних елементів у ґрунтах. Водночас поєднання органічних добрив, сидератів, точкового внесення та повільновивільнюваних препаратів може забезпечити достатній рівень живлення рослин за нижчої собівартості. За проведеними розрахунками, використання органічних добрив на основі курячого посліду замість стандартних доз мінеральних добрив дає змогу покрити потребу в азоті та фосфорі й зменшити витрати приблизно у п'ять разів.

Результати наукових досліджень також свідчать, що застосування інгібіторів та повільно-вивільнюваних добрив знижують втрати азоту та забруднення на 48-64 % [56].

За використання переробленої органіки доцільно запровадити додаткову компенсацію, зокрема на рівні 30 дол. США/т для звичайної органіки та 60 дол. США/т для гранульованої. Такий підхід дає змогу частково покривати транспортні витрати та стимулювати підприємства інвестувати у переробку органічних відходів.

Вважаємо що дотації мають супроводжуватись грантовими програмами та пільговими кредитами, спрямованими на:

- будівництво компостувальних і біогазових установок;

- закупівлю обладнання для точного внесення добрив (зокрема аплікаторів із регульованою дозою, датчиків N-Sens та ґрунтових сканерів);
- розроблення цифрових сервісів і навчання агрономів.

Також, вважаємо за необхідне створити централізовану електронну систему обліку надходжень і використання NPK, з публічним доступом для фермерів. Виплата субсидій має здійснюватися за умови подання даних про фактичне внесення добрив і результати аналізів ґрунтів.

Оскільки баланс NPK істотно відрізняється між областями України, ставки субсидій і пріоритети інвестицій доцільно коригувати залежно від дефіциту або надлишку певних елементів живлення.

Очікуваними результатами реалізації запропонованих заходів є зменшення використання синтетичних добрив на 30-40%, підвищення ефективності використання поживних речовин до 80-89% та скорочення втрат елементів живлення через емісії й поверхневий стік. У зв'язку з цим доцільно розробити програму рециркуляції органіки та розвитку інфраструктури на основі міжнародного досвіду:

Поточні оцінки свідчать, що в Україні щороку утворюється понад 90 млн т органічних відходів [134], однак близько 90 % цього обсягу не використовується в рослинництві. Економічна вартість невикористаних поживних елементів становить приблизно 2,2 млрд дол. США на рік.

У цьому контексті ключовим завданням є створення системи збору, переробки та повернення органічних відходів у сільськогосподарське виробництво. Програму доцільно реалізувати у три етапи.

Перший етап (2026-2027 рр.) передбачає формування аналітичної та інституційної основи. Насамперед проводиться інвентаризація поголів'я, обсягів утворення гною та наявних сховищ за областями, що дає змогу сформувати карту регіонів із надлишком і дефіцитом поживних речовин. На цій основі запускаються 5-10 демонстраційних майданчиків (по одному на макрорегіон) із різними технологіями: компостуванням для відкритого ринку,

малими анаеробними дигесторами потужністю 30-500 кВт для виробництва біогазу й електроенергії (за зразком голландської Jumpstart [35]) і грануляція органічних добрив. Капітальні витрати підтримуються субсидіями до 70% на змішувачі, розкидачі й системи укріття сховищ із захопленням біогазу - відповідно до підходів програми USDA [27]. Паралельно формується мережа регіональних центрів компетенцій спільно з університетами та дорадчими службами для розроблення планів інтегрованого управління поживними речовинами та навчання агрономів.

Другий етап (2027-2030 рр.) передбачає масштабування переробки органічних відходів, зокрема будівництво кооперативних біогазових комплексів потужністю 50-100 тис. т/рік, які перероблятимуть сировину кількох ферм. Орієнтовна вартість таких комплексів становить 10-15 млн дол. США (за аналогією французького ЕМАА [60]). Додатково передбачається встановлення 200-300 малих анаеробних установок (<400 кВт) із фінансуванням до 50% капітальних витрат, а також стимулювання продажу біометану через тариф на «зелений газ» за прикладом нідерландської програми SDE+ [76]. Окремим механізмом є субсидування транспортування гною за логістичним ланцюгом «ферма → центр → поле» з компенсацією витрат на паливе та амортизацію. На цьому етапі також запроваджуються національні стандарти на добрива з переробленої органіки, гармонізовані з нормами ЄС, що відкриває можливості для експорту та залучення іноземних інвестицій.

Третій етап завершує перехід до циркулярної системи. Частку органіки доводять до 30% азоту та 50% фосфору в структурі внесення, що відповідає рекомендаціям UKSEN і дає змогу скоротити синтетичний азот на 37% [56]. Передбачається впровадження технологій мембранного очищення, хімічного вилучення фосфору, піролізу та гідротермального карбонування [48]. Завершальним кроком є оцінювання скорочення викидів та запуск системи торгівлі вуглецевими кредитами для підприємств, що впроваджують біогазові технології та зменшують емісію метану.

Для обґрунтування напрямів логістичної модернізації доцільно проаналізувати рішення окремих українських і зарубіжних компаній та оцінити їхню технологічну спрямованість і потенційний економічний ефект. Agro Region у 2022 р. побудувала парк із приблизно 40 зерновозних вагонів [134]. Це дало змогу забезпечити незалежність від орендованих вагонів. Як наслідок, логістичні витрати зменшилися приблизно на 30 %.

ІМС у 2024-2025 рр. інвестував 22 млн дол. у власний парк зерновозів: було придбано 140 вагонів, ще 10 отримано від USAID, усього сформовано парк із 300 вагонів. Завдяки власному вагонному парку ІМС практично відмовилася від орендованих вагонів, що дозволило значно скоротити витрати на перевезення [3].

Nibulon за 30 років створила інтегровану логістичну мережу, яка включає понад 82 судна та 13 річкових перевантажувальних терміналів; загальний обсяг інвестицій перевищує 600 млн дол. США [134]. У 2024 р. компанія інвестувала 22,5 млн дол. США у будівництво перевантажувального терміналу «Бессарабська» на Дунаї, який окупився до кінця року: філія перевантажила понад 3,8 млн т зерна. Власний флот забезпечив перевезення до 60 % зерна річковим транспортом, що дало змогу зменшити навантаження на автомобільні дороги, вивівши з них близько 500 тис. вантажівок і приблизно 12 млн т вантажів, а також збільшити загальні обсяги перевезень до 4 млн т/рік. Інвестиції в термінал «Бессарабська» окупились менш ніж за рік, що свідчить про значне зниження витрат та підвищення доходів.

Kernel у 2022 р. придбала термінал у порту Рені на Дунаї та інвестувала у баржі, коастери й систему дрібнотоннажних перевезень з метою забезпечення ефективного експорту через Дунай. Зазначені інвестиції дали змогу збільшити експорт на 600 тис. т/рік [4].

Yara International - великий виробник добрив - запустила перше у світі електричне автономне контейнерне судно Yara Birkeland (2021 р.) [90]. Воно обладнане літій-іонною батареєю ємністю 6,8 МВт-год і замінило 35 тис.

поїздок дизельними вантажівками на маршруті між заводом у Порсгунні та портом Брівік. За три роки судно здійснило понад 250 рейсів, перевезло понад 35 тис. контейнерів і скоротило викиди CO₂ приблизно на 1 тис. т/рік. Економія витрат пов'язана із відсутністю витрат на паливе та екіпаж [90].

Cargill (США) впровадила на своїх суднах технологію WindWings - сталеві вітрила висотою 123 фути. Їх використання дає змогу зменшити споживання дизельного палива на 20 % і, відповідно, скоротити операційні витрати [81].

З огляду на наведені приклади, доцільним є створення приватно-державних партнерств для будівництва перевалочних терміналів, підтримка придбання рухомого складу через пільгові кредити, удосконалення митних та прикордонних процедур, а також розширення застосування цифрових систем планування маршрутів. Додатково, конкуренція між портами (Одеса, Дунай, Констанца) стимулюватиме зниженню тарифів і підвищенню ефективності логістики.

Вважаємо за доцільне, щоб Україна приєдналася до майбутньої цифрової митної платформи ЄС та широко застосовувала електронні черги, системи планування маршрутів та RTTVР на залізничних і портових переходах. Це дасть змогу скоротити час простою, підвищить прозорість процедур та зменшити корупційні ризики.

Водночас конкуренція між портами стимулює зниження ставок. Зменшення обсягів перевезень призвело до скорочення фрахту у дунайському кластері приблизно вдвічі, а вартість перевалки на дунайських терміналах знизилася з 15 до 5 дол. США [134]. Однак перевага Одеси залишається завдяки глибоководним можливостям і коротшим маршрутам. Тому стратегія України має поєднувати відновлення чорноморських портів (за умови забезпечення безпеки) з розвитком дунайської інфраструктури як альтернативного напрямку.

Окремо оцінено потенційний ефект від придбання земельних активів у період відкриття ринку землі. За середньої ціни близько 41 тис. грн/га на початковому етапі та 45 738 грн/га у 2024 році потенційний приріст вартості становив близько 4 738 грн/га (додаток К). Для 245,8 тис. га це відповідає близько 1,16 млрд грн, або 31 млн дол. США. Отже, порівняно з технологічною модернізацією та логістичними інвестиціями земельна стратегія має другорядний макроекономічний ефект.

У таблиці 3.1 наведено порівняння основних альтернативних дій та їхнього економічного ефекту порівняно з фактичною поведінкою підприємств, тобто здійснено оцінювання альтернативної біхевіористики як діяльності на випередження - впровадження корпоративних раціональних рішень до настання екзогенних шоків. Показники наведено в мільярдах доларів США та як частку від ВВП; вигоди розраховано незалежно, а їх поєднання могло б забезпечити синергетичний ефект.

Таблиця 3.1

Результативність мінімізації витрат агропромислових підприємств

Альтернативна біхевіористика	Основні передумови мінімізації витрат агропромислових підприємств	Сума потенційного додаткового доходу	Додаткове нарощення частки аграрного сектору у ВВП України за рахунок альтернативної біхевіористики
Масове впровадження PATs	Охоплення додаткових 3,8 млн га; 100 дол. США/га додаткового прибутку; потенціал повного впровадження - 2,4 млрд дол. США	0,38 - 2,4	0,21 - 1,34
Оптимальне внесення добрив, органічні добрива	Уникнення 4-5 % падіння врожайності завдяки точному внесенню та органічним добривам	0,91 - 1,14	0,51 - 0,64
Диверсифікація логістики й власна інфраструктура	Скорочення додаткових витрат на 15 дол. США /т для 33 млн т експортованої продукції, використання нового коридору	0,5	0,28
Раннє придбання земель сільськогосподарського призначення	Купівля землі за 41 тис. грн/га до зростання ціни до 45 738 грн/га	0,03	0,02
Повний пакет альтернатив (PATs + добрива + логістика)	Сумарний ефект від трьох основних стратегій	3,81 - 4,04	2,13 - 2,26

*Джерело: складено автором за Додатками Д і Е

Вважаємо, що альтернативна біхевіористика забезпечує вимірюваний результат саме через мінімізацію витрат. Найбільший ефект досягається внаслідок інвестицій у розширене відтворення та органічне живлення: вартість підживлення гектара знижується зі 202 до 38 дол. США, майже у п'ять разів. Точне землеробство дає змогу скоротити витрати на добрива, насіння й паливо на 10-30 % , а диверсифікація логістики - 15 дол. США з тонни експорту; натомість раннє придбання земельних активів забезпечує найменший ефект. Загалом найбільший сукупний потенціал зосереджений у цифровізації та технологічній модернізації виробництва. Поєднання точного землеробства, інтегрованого живлення та логістичних інвестицій забезпечить додатковий ефект на рівні 3,8-4,0 млрд дол. США, або 2,1-2,3 % ВВП. Для порівняння, гіпотетичне збереження частки аграрного сектору у ВВП на рівні 10,89 % у 2019-2023 рр. збільшило б кумулятивний ВВП більш ніж на 37,6 млрд дол. США, що підтверджує: ефективна корпоративна біхевіористика є не менш значущою за макроекономічні умови.

3.2. Моделювання впливу якості корпоративного управління на фінансову стійкість агропромислових підприємств

У світовій фінансовій науці бракує математично обґрунтованих моделей, які дозволяли б відокремити вплив зовнішнього шоку від суто поведінкового залишку рішень, що ухвалюються в межах коридору рішень. Потребують подальшого емпіричного дослідження питання щодо того, за якого рівня зовнішнього тиску необґрунтованість прийняття управлінських рішень негативно впливає на корпоративний захист підприємства. Окремо постає питання впливу інвестування у розширене відтворення, зокрема у інноваційні, технологічні та екологічні проєкти, не лише на оптимізацію витрат, а й на підвищення раціональності фінансових рішень. У роботі корпоративне управління розглядається як система фільтрів, через які вплив екзогенних

факторів, зокрема зовнішніх шоків, трансформує поведінкові реакції менеджерів підприємств. На цій основі побудовано модель корпоративної поведінки, наведену на рис. 3.3.

У межах цієї моделі корпоративне управління трактується як система фільтрів. Інструменти корпоративного управління не впливають на формування раціонального механізму, який автоматично реагує на кризу, і зменшує екзогенний тиск на підприємство. Водночас за слабого корпоративного управління когнітивно-поведінкові патерни можуть зумовлювати ірраціональність у процесі прийняття фінансових рішень.

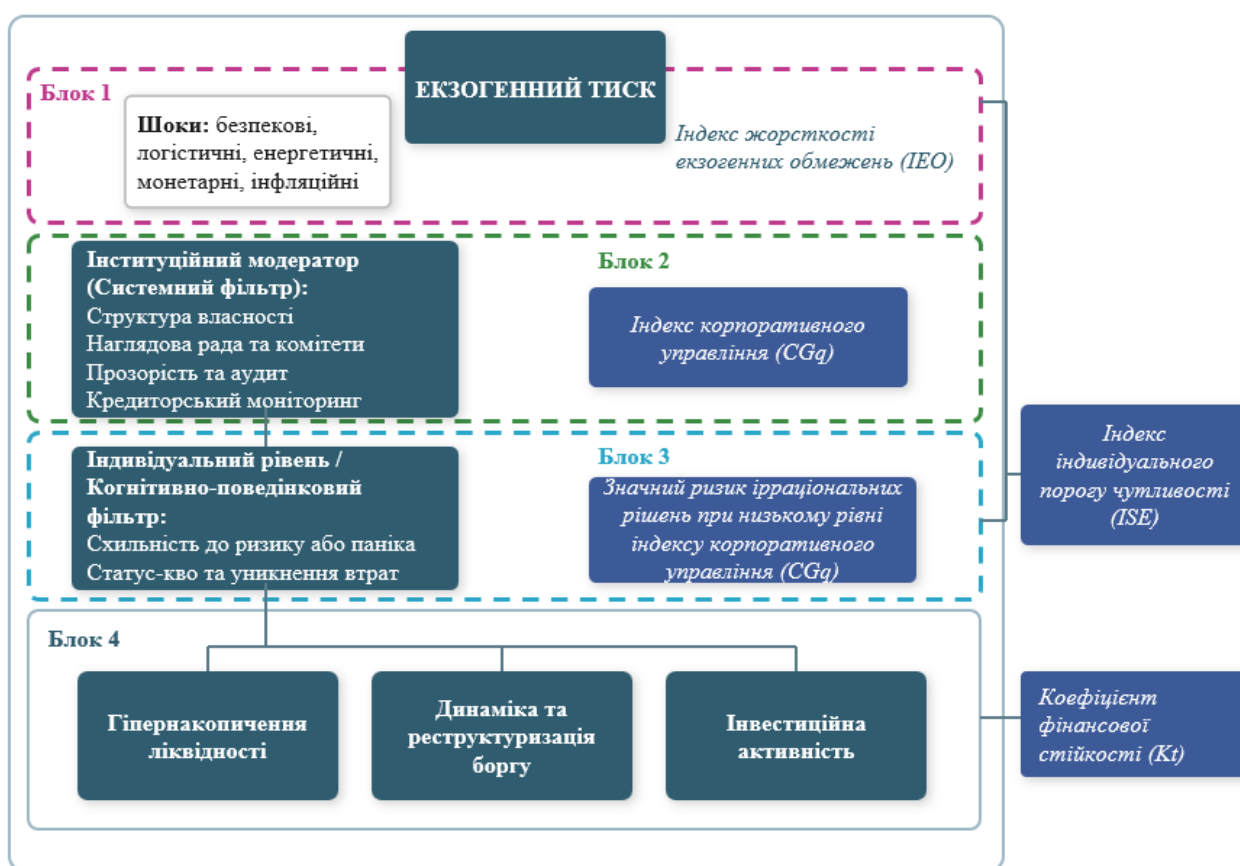


Рис. 3.3. Модель впливу якості корпоративного управління на біхевіористику агропромислових підприємств під час дії екзогенних факторів впливу

**Джерело: складено автором самостійно*

Унаслідок цього виникають поведінкові біаси (схильність до ризику, необґрунтоване уникнення витрат). Зовнішній шок з блоку 1 формує межі того, що підприємство взагалі може реалізувати, та здійснює на нього системний

тиск. Якщо корпоративний фільтр у блоці 2 є сильним, він нейтралізує панічні реакції керівника в блоці 3 і забезпечує формування раціональних фінансових рішень у блоці 4, що, своєю чергою, сприяє високому коефіцієнту стійкості. Натомість за слабого корпоративного фільтра панічні реакції керівника з блоку 3 трансформуються у фінансові рішення блоку 4, що призводить до хаотичності управління та втрати ефективності. Основні закономірності цього процесу наведено на рис. 3.4.

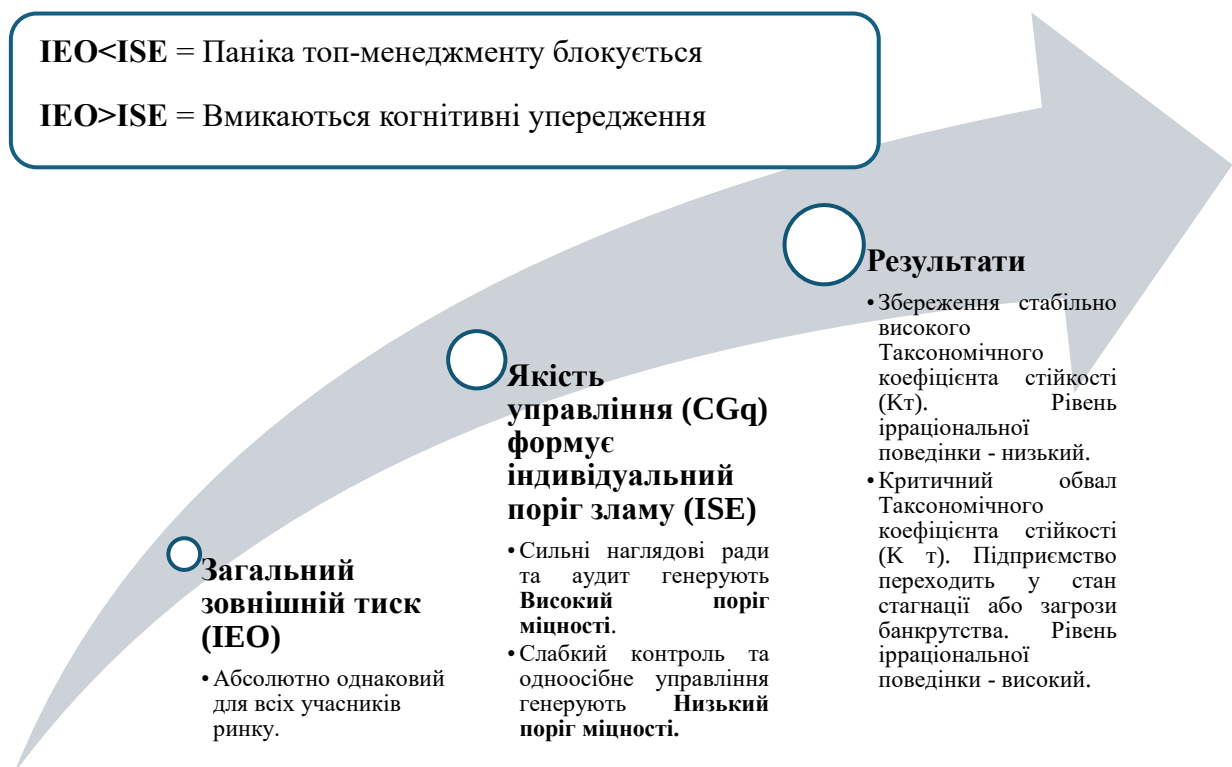


Рис. 3.4. Закономірність впливу якості корпоративного управління на фінансову стійкість підприємства

**Джерело: складено автором*

Кінцевий рівень виживання, виражений коефіцієнтом фінансової стійкості, визначається тим, чи здатна корпоративна структура утримати тиск у межах, які не перевищують індивідуальний поріг чутливості. Відповідно, стратегія дій для різних підприємств є неоднаковою.

Підприємству із низькою якістю корпоративного управління слід передусім нейтралізувати вплив психологічних помилок керівників, щоб не погіршити ситуацію ірраціональними рішеннями. Натомість підприємствам із

високою якістю управління доцільно зосередитися не на психологічних похибках, а на пошуку інвестиційних напрямів, що найбільше впливають на фінансові результати.

Для глибшого розкриття цих відмінностей необхідний інтегральний показник якості корпоративного управління.

Якість корпоративного управління традиційно оцінювали за скоринговою моделлю, що включала чотири характеристики: незалежність ради директорів, підтвердження звітності аудитором «великої четвірки», наявність комітету з ризиків та прозорість звітності. Кожна характеристика набувала значення 1 за наявності відповідної ознаки та 0 - за її відсутності. Однак така модель фіксує переважно статичні структурні параметри й не враховує динамічних та поведінкових чинників управління.

Проведений аналіз за базовим 4-факторним індексом якості корпоративного управління підтвердив обмеженість пояснення стійкості лише через масштаб активів. Зокрема, Agroton, попри значний земельний банк, продемонстрував низьке значення таксономічного коефіцієнта стійкості. Натомість підприємство ІМС, маючи менший масштаб діяльності, завдяки вищій якості корпоративного управління досягло кращих показників стійкості.

Це свідчить про те, що розмір активів без інституційного контролю не гарантує фінансової стійкості.

Втрата аудиторського підтвердження миттєво руйнує довіру кредиторів і звужує коридор рішень до підтримання рівня мінімальної фінансової рівноваги. Компанії з прозорим аудитом, така як Astarta та Kernel мали змогу залучати капітал навіть у розпал війни. Також, окремо доведено, що аудит утримує менеджмент від маніпуляцій з оцінкою біологічних активів, а саме когнітивного викривлення - бажаного мислення [58].

Імплементація стандартів діяльності компанії (ESG), які оцінюють її вплив на екологію, соціальну відповідальність, та якість корпоративного управління, є важливим інструментом сучасного корпоративного

менеджменту. Проведені дослідження засвідчили пряму кореляційну залежність між наявністю ESG-стратегії та здатністю підприємства до впровадження інноваційних розробок.

Якщо метою корпоративного управління є забезпечення сталого розвитку підприємства, (наприклад стратегія регенеративного землеробства в компанії Astarta), корпоративна біхевіористика не допускає скорочення витрат на якісні добрива чи захист зовнішнього середовища, та гарантує довгострокову орієнтацію рішень замість короткозорої економії.

Ефект інституційного стримування паніки на підприємствах другої групи (KSG Agro, Ukrproduct) полягає в тому, що зовнішній шок ($CGq \leq 0.25$) безпосередньо трансформувався у когнітивне упередження уникнення втрат.

Це підтверджується їхніми реальними діями - повною зупинкою капітальних інвестицій у 2022 році та процесами реструктуризації боргу. У компаніях першої групи незалежна рада директорів та комітети з ризиків математично нейтралізували цей страх, змусивши менеджерів інвестувати у власну логістику, що вже у 2023 році призвело до відновлення маржинальності: зокрема, EBITDA підприємства Astarta сягнула 26%.

Емпірично доведено, що для успішного функціонування агропромислового підприємства в умовах перманентних криз критично необхідною є не лише оптимізація виробничих витрат, а створення сильного незалежного наглядового механізму [16].

Впровадження незалежних директорів та прозорого аудиту виступає не просто юридичною формальністю, а науково доведеним інструментом захисту капіталу від ірраціональної поведінки, паніки або надмірної самовпевненості вищого керівництва [16].

Поточна модель чотирьох складових індексу корпоративного управління, ідеально фіксує статичні структурні елементи контролю.

Проте вона повністю ігнорує динамічні та демографічні аспекти вищого керівництва, які безпосередньо впливають на когнітивну різноманітність,

здатність до обробки інформації та інтенсивність моніторингу в умовах гострого дефіциту часу. У таблиці 3.2 проаналізуємо обмеження поточної моделі та визначимо напрями її удосконалення.

Отже, перелік складових оцінки якості корпоративного управління потребує розширення.

Таблиця 3.2

Характеристика 4-х складового індексу якості корпоративного управління

Поточний індекс	Обмеження з точки зору біхевіористичних фінансів	Напрямок необхідного розширення показника корпоративного управління
Оцінка лише статичних процедур - наявність комітетів, аудиту	Не враховує швидкість та регулярність функціонування цих процедур під час швидкоплинних шоків.	Інтеграція показників інтенсивності нагляду (наприклад, частота засідань ради).
Ігнорування когнітивного складу ради директорів	Передбачає, що будь-яка група незалежних директорів генерує однаковий рівень раціональності, ігноруючи феномен групового мислення.	Впровадження метрик демографічної та когнітивної диверсифікації для прямого впливу на схильність до ризику.
Відсутність оцінки концентрації влади в руках CEO	Не враховує, що сильний CEO може домінувати над формально незалежною радою, просуваючи власні когнітивні упередження.	Додавання індикатора розділення повноважень для розриву ланцюга упереджень.
Ігнорування структури власності - виключно внутрішній аудит	Модель не враховує, що тип власника (інституційний проти родинний) диктує різний рівень тиску на менеджмент у кризові періоди.	Інтеграція фактора захисту міноритаріїв та частки інституційних інвесторів як зовнішнього дебіасингу.

**Джерело: складено автором самотійно*

Аналіз сучасних звітів Організації економічного співробітництва та розвитку, Міжнародного валютного фонду щодо ринків, що розвиваються, а також публікацій у провідних фінансових журналах дозволяє виокремити чотири нові індикатори: монетарно-кредитний, валютний, ціновий та інфляційний, золото-валютних резервів, логістично-експортний. Усі вони логічно вбудовуються в концепцію корпоративного фільтра (рисунок 3.4) і

мають емпірично підтверджену здатність підвищувати коефіцієнт корпоративного захисту у формулі індексу чутливості.

Перший важливий індикатор - демографічна та фахова різноманітність складу керівних органів. Згідно з теорією верхніх ешелонів та теорією ресурсної залежності [16], така різноманітність ради директорів суттєво змінює спосіб ухвалення рішень в умовах високої невизначеності. Емпіричні дослідження підтверджують, що ради з вищим рівнем різноманітності пильніше стежать за діями керівництва. Через це у керівників менше можливостей приховувати проблеми або приймати рішення, що ґрунтуються на надмірній самовпевненості.

Особливо важлива у цьому контексті гендерна складова, оскільки вона одночасно стимулює зважене ставлення до ризику таі пом'якшує управлінську схильність до уникнення втрат. Хоча жінки-директори в середньому самі частіше уникають ризику, їхня присутність на рівні ради дає парадоксальний, але позитивний системний ефект. Щоб компенсувати власну обережність і забезпечити максимізацію вартості для акціонерів, гендерно різноманітні ради свідомо формують потужніші стимули для виконавчого керівництва, заохочуючи його до прийняття виважених ризиків.

Глобальні емпіричні дані свідчать, що зростання гендерної різноманітності ради на одне стандартне відхилення підвищує чутливість винагороди керівника до коливань фінансових результатів на 10.3% [16]. Це безпосередньо стимулює керівників ухвалювати виважені інвестиційні рішення, а не впадати в «параліч ліквідності» під час кризи. Водночас вплив різноманітності у періоди гострих шоків має складну нелінійну природу. Окремі дослідження виживання компаній під час пандемії COVID-19 показали, що надмірна різноманітність може призводити до тривалих дискусій і конфліктів, а отже - до тимчасового уповільнення відновлення цін на акції в гострий період. Проте з погляду забезпечення довгострокової фінансової стійкості, здатності адаптуватися та захисту організаційної культури фахова

різноманітність є потужним антикризовим демпфером, що блокує групове мислення та розширює спектр стратегічних альтернатив.

Тому впровадження показника гендерної та фахової різноманітності - формалізованого як наявність щонайменше 25-30% представників іншої статі або чітких критеріїв фахової різноманітності у раді - посилюватиме здатність корпоративного фільтра у блоці 2 стримувати ірраціональність директора з блоку 3. Цей параметр стає математичною протиположністю уникненню втрат і не дозволяє високому індексу жорсткості екзогенних обмежень спровокувати повну зупинку інвестицій.

Другий показник - інтенсивність роботи керівних органів. Наявність формально незалежної ради сама собою є необхідною, але не є достатньою умовою ефективного управління кризою. Якщо рада збирається лише номінально, цей фільтр не працює. Динамічним показником активності та здатності корпоративного фільтра швидко реагувати є частота засідань ради директорів та її комітетів. Емпіричні дослідження корпоративного управління в періоди глобальних фінансових криз виявляють пряму позитивну кореляцію між частотою засідань ради та фінансовими показниками компанії - рентабельністю активів та власного капіталу [16]. Особливо це характерно для ринків, що розвиваються. Якщо рада збирається понад чотири рази на рік на регулярній основі, а в кризовий період переходить на щомісячні екстрені засідання, її дорадча функція суттєво посилюється. Незалежні директори не лише здійснюють контроль за керівництвом, а й оперативно надають експертну підтримку та коригують відхилення від раціональної стратегії в режимі реального часу. Окремо варто зазначити, що тематично-специфічні засідання - наприклад, щодо стратегій зростання, використання капіталу чи поглинань - сприяють жорсткішому узгодженню інтересів через механізми винагороди. У моменти гострих зовнішніх шоків, коли індекс жорсткості екзогенних обмежень різко зростає (наприклад, до 3,01 у 2022 році), часті засідання знижують імовірність того, що когнітивні упередження керівника

тривалий час визначатимуть рішення компанії. Будь-яке ірраціональне рішення швидко стає предметом колегіального перегляду. Таким чином, показник частоти засідань ради вбудовує у модель динамічну складову - швидкість реакції корпоративного фільтра. Якщо рада збирається рідко, раптовий шок встигає повністю обернутися у затяжну паніку керівника. Висока частота засідань, навпаки, підвищує часову гнучкість фільтра, дозволяючи системі швидко реагувати на зміни зовнішнього тиску.

Третій показник якості управління - структура розподілу вищої корпоративної влади. Якщо одна й та сама особа одночасно обіймає посади генерального директора та голови наглядової ради, виникає небезпечна концентрація влади. У період гострої кризи така концентрація здатна звести нанівець будь-який корпоративний захист. Дослідження підтверджують: компанії, в яких ці посади поєднані в одній особі, значно частіше потрапляють у фінансовий стрес, банкрутують або дефолт в умовах нестабільної економіки [16].

Згідно з агентською теорією, розділення двох вищих посад є принципово важливим для об'єктивного моніторингу та захисту інтересів акціонерів [58]. З погляду поведінкових фінансів, розмежування цих функцій є ключовим механізмом стримування упереджень. Воно не дозволяє когнітивним викривленням однієї особи - її надмірній самовпевненості або страху втрат - монополізувати корпоративну політику. Коли керівник не контролює порядок денний ради, його пропозиції щодо скорочення капітальних витрат або надлишкового накопичення ліквідності проходять незалежну перевірку.

Отже, показник розподілу функцій (1 - посади розділені, 0 - посади поєднані) виступає найміцнішим структурним бар'єром у корпоративному фільтрі. Без цього розмежування формула стійкості різко втрачає свою силу: навіть якщо формально у раді є незалежні директори, вони не зможуть протистояти паніці, якщо керівник, який її генерує, одночасно керує їхніми засіданнями та контролює потоки інформації.

Четвертий показник - зовнішній вимір корпоративного управління. Висока концентрація власності в руках однієї особи чи родини, з одного боку, прискорює ухвалення рішень на початкових етапах кризи. З іншого - значно підвищує ризик зловживань та виведення активів. Домінантні власники можуть ухвалювати рішення, орієнтуючись насамперед на власні інтереси: вилучати ліквідність або, навпаки, надмірно скорочувати ризики з метою захисту особистого капіталу, ігноруючи довгострокову стійкість фірми та інтереси інших стейкхолдерів.

Натомість висока частка інституційних інвесторів і надійні механізми захисту прав дрібних акціонерів корелюють з кращими фінансовими результатами та значно нижчим ризиком корпоративного провалу в кризові періоди [58]. Інституційні інвестори стають потужним стримувачем упереджень. Вони вимагають жорсткішого дотримання стандартів фінансової та екологічної прозорості і забезпечують зовнішній дисциплінарний контроль за рішеннями менеджменту. Таким чином, показник захисту прав дрібних акціонерів охоплює як законодавчі чи статутні механізми такого захисту, так і ступінь участі інституційного капіталу в структурі власності.

Цей показник доповнює якість зовнішнього аудиту та посилює загальну архітектуру корпоративного фільтра, зменшуючи простір для прихованого накопичення збитків або ірраціонального утримання ліквідності. Його дія полягає в тому, що управлінські рішення стають більш чутливими до реакції ринку та очікувань інвесторів, що обмежує можливість відхилення від довгостроково раціональної траєкторії розвитку.

Запропоновані нові показники вимагають калібрування моделі для точнішого відображення природи корпоративного фільтра та взаємозв'язку між структурними і поведінковими елементами управління.

Замість спрощеної 4-компонентної моделі з рівними вагами пропонується запровадити 8-компонентну зважену математичну функцію. Різні механізми управління мають різну силу впливу на стримування

іраціональних рішень у кризових умовах. Тому доцільно відмовитися від припущення про рівні частки (0,25) та застосувати диференційовані вагові коефіцієнти, сума яких дорівнює 1.0.

Розширений індекс корпоративного управління має такий вигляд:

$$(3.1) CGq_{ext} = \sum_{i=1}^8 a_i * V_i;$$

Де $V_i \in \{0,1\}$ - бінарна змінна, що відображає наявність або відсутність відповідної характеристики корпоративного управління на підприємстві. Розподіл ваг a_i визначаємо на основі значущості кожного фактора для забезпечення фінансової стійкості під час шоків.

Таблиця 3.3

Структура і вагові показники розширеного індексу корпоративного управління (CGq_{ext})

Змінна (V_i)	Опис індикатора стійкості	Категорія нагляду (Модератор)	Вага (α_i)	Особливість індексу складових корпоративного управління
Abig4	Якість зовнішнього аудиту (Big4)	Жорсткий базовий контроль	0.15	Гарантує об'єктивність фінансових метрик, блокує маніпуляції з ліквідністю.
Ndual	Відсутність дуальності CEO/Голови	Жорсткий базовий контроль	0,15	Фізично розділяє Блок 2 (Фільтр) і Блок 3 (Паніка менеджера), унеможливаючи конфлікт інтересів.
Bind	Незалежність ради директорів	Структурний нагляд	0,15	Забезпечує незалежність та об'єктивність колегіальної оцінки шоку ІЕО.
MinP	Захист міноритаріїв	Структурний зовнішній тиск	0,15	Нівелює "ілюзію розміру", блокує виведення капіталу мажоритаріями, стимулює CAPEX.
Rcom	Наявність комітету з ризиків	Операційно-аналітичний нагляд	0,10	Інституалізує аналіз метрик ІЕО на випередження.
Bmeet	Частота засідань ради	Динамічний нагляд	0,10	Забезпечує високу швидкість спрацювання фільтра, запобігаючи інерційному спаду.
Gdiv	Когнітивна/Гендерна диверсифікація	Поведінковий дебіасинг	0,10	Прямо та безпосередньо знижує вплив уникнення витрат, вирівнюючи толерантність до ризику.
ESGrep	Сталий розвиток (ESG звітність)	Стратегічний нагляд	0,10	Формує довгострокову архітектуру вибору, захищаючи інвестиції в майбутнє.
Всього			1,00	

**Джерело: складено автором самостійно*

Така розширена зважена модель забезпечує глибший і більш реалістичний розподіл значень індексу та уникає надмірних спрощень, коли

компанія з базовими процедурними характеристиками одразу отримує ідеальний бал. Чотири найвагоміші складові отримали вагу по 0,15 - це базові й структурні бар'єри, які блокують маніпуляції зі звітністю й монополізацію влади, тому вони мають найбільшу значущість. Решта чотири компоненти мають вагу по 0,10, оскільки вони радше впливають на швидкість і якість реакції, ніж формують самі бар'єри. Завдяки цьому модель краще розрізняє підприємства за їхньою реальною здатністю витримувати високий рівень зовнішнього тиску.

Емпіричне тестування моделі здійснено на вибірці агропромислових компаній України за 2019-2024 роки. З метою виявлення взірцевих значень складових індексу та перевірки дієвості запропонованого розширення проведено емпіричне дослідження для найбільших та середніх агропромислових компаній України (матриці оцінки корпоративного управління наведено в додатках М і М1). Зв'язок між індексом якості корпоративного управління та коефіцієнтом стійкості представлено на рис. 3.5.

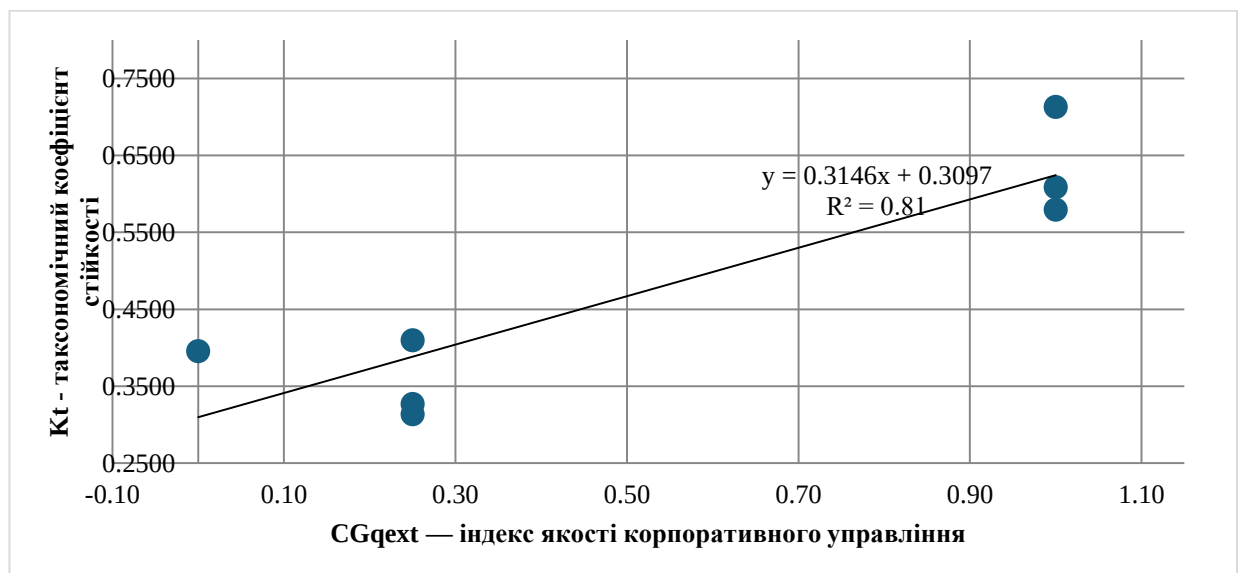


Рис.3.5. Залежність таксономічного коефіцієнта стійкості від розширеного індексу корпоративного управління

**Джерело: складено автором на основі [2-7; 21]*

Точкова діаграма виявляє сильний позитивний зв'язок між якістю корпоративного управління та таксономічним коефіцієнтом стійкості:

коефіцієнт кореляції $r = 0,90$, коефіцієнт детермінації $R^2 = 0,81$, а емпіричні точки розташовані поблизу лінії тренду, описаної рівнянням: $K_t = 0,315 \cdot \text{CGqext} + 0,310$. Підприємства з максимальним індексом якості корпоративного управління ($\text{CGqext} = 1,0$) - Astarta, Kernel, ІМС - групуються у верхній зоні діаграми зі значеннями коефіцієнта стійкості 0,58-0,71, тоді як компанії зі слабким індексом корпоративного управління (CGqext від 0 до 0,25) демонструють значення 0,31-0,41. Оскільки в межах вибірки індекс набуває лише трьох значень - 0; 0,25 і 1,0, - лінія регресії відображає насамперед контраст між двома групами підприємств, а не безперервну залежність. Водночас розрив між цими групами є чітко вираженим. Це підтверджує, що сам по собі розмір активів без належного корпоративного захисту не гарантує фінансової стійкості підприємства. Саме це явище в межах дослідження визначено як «ілюзія розміру».

Проведений емпіричний аналіз підтверджує ключову закономірність: фінансова стійкість агропромислового підприємства визначається не тільки абсолютним масштабом сформованих активів, а і силою корпоративного фільтра. Тому державна політика має бути спрямована не лише на субсидування кредитів у межах програми «5-7-9%», а й на стимулювання підвищення якості корпоративного управління. За відсутності такого стимулювання навіть пільгове кредитування не забезпечує формування довгострокової стійкості підприємств. Особливої уваги потребує гендерний аспект корпоративного управління. Попри те, що станом на березень 2026 року 81% українських компаній мали у складі наглядових рад жінок, середній рівень їхнього представництва становив лише 31%, а формалізовані політики різноманітності запроваджено лише у 33 % компаній [87]. За таких умов доцільним є впровадження добровільних цільових орієнтирів щодо забезпечення представництва кожної статі на рівні не менше 30 %, що, за результатами проведеного дослідження, сприятиме підвищенню порога чутливості підприємства до зовнішніх шоків.

Доповнимо складові таксономічного коефіцієнта для агропромислових підприємств України (рисунк 3.7), включивши до його структури індекс адаптивності аграрного підприємства (I_{AD}).

Для розрахунку індексу фінансової стійкості використано показники, що відображають здатність підприємства зберігати платоспроможність в умовах зовнішнього тиску, а саме: рівень фінансової автономії, боргове навантаження (співвідношення чистого боргу до EBITDA) та запас ліквідності. Індекс адаптивності аграрного підприємства ґрунтується на галузевій специфіці.

Його основу становлять показники ефективності використання земельного банку, насамперед маржинальний дохід на гектар і динаміка операційної рентабельності, які відображають здатність підприємства адаптувати виробничі й логістичні процеси до екзогенних обмежень.

Обидва індекси нормуються в діапазоні від 0 до 1 та інтегруються в єдиний таксономічний коефіцієнт, який характеризує відстань між фактичним станом компанії та еталонним рівнем розвитку. Індекс індивідуального порогу чутливості відображає захисний потенціал підприємства, тобто його здатність протистояти зовнішнім шокам. За своєю сутністю цей індекс має прогностичний характер, оскільки дає змогу оцінити чи зможе підприємство витримати дію кризового чинника.

Для забезпечення комплексності оцінювання реакції агропромислових підприємств на зовнішні шоки доцільно вдосконалити таксономічний коефіцієнт, який відображає рівень їхньої стійкості на основі поведінкової реакції на екзогенні чинники.

Складові, що найкраще відображають таксономічний коефіцієнт з урахуванням специфіки агропромислового виробництва, наведено на рис. 3.6.

Таксономічний аналіз дає змогу перейти від описової оцінки окремих фінансових показників до комплексного вимірювання посткризового стану рівноваги підприємства. Розрахований коефіцієнт є об'єктивним індикатором успішності адаптації підприємства та відображає відстань між його фактичним

станом і теоретично можливим еталоном розвитку в нових економічних реаліях.

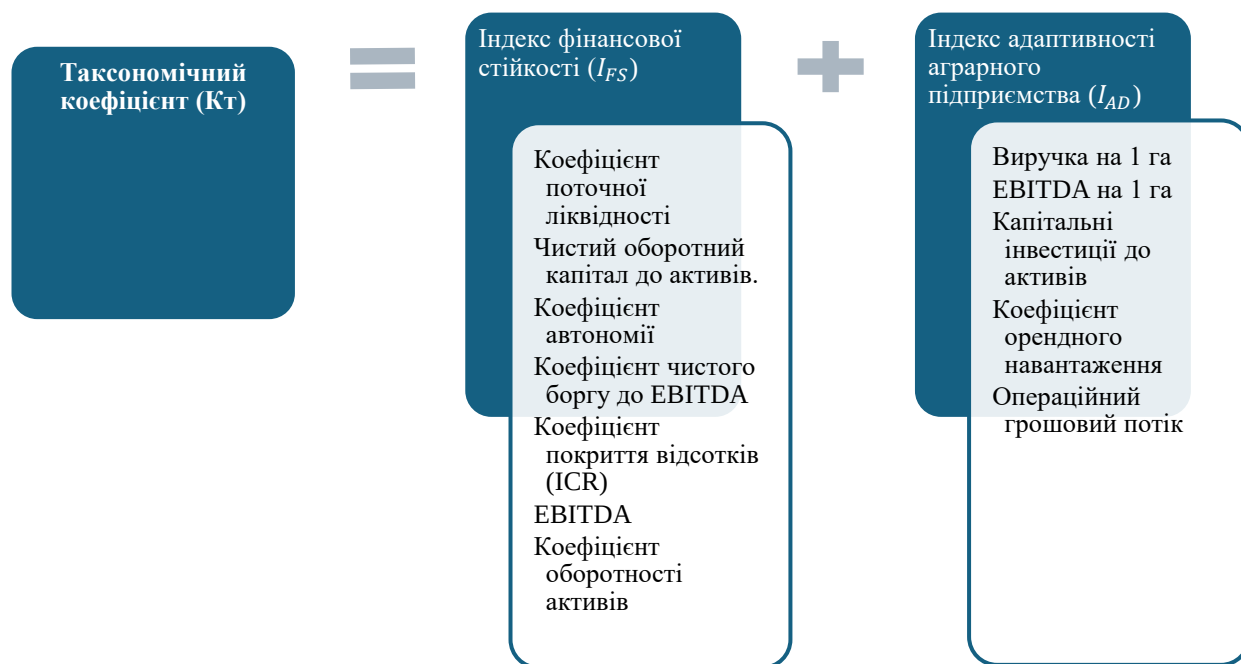


Рис. 3.6. Складові таксономічного коефіцієнта (K_t) з урахуванням аграрної специфіки

**Джерело: складено автором*

Перша складова коефіцієнта характеризує статичну стійкість, тобто здатність підприємства зберігати фінансову рівновагу, платоспроможність і цілісність під впливом кризових чинників. Вона відображає ефективність фінансового управління в умовах стресу. Друга складова характеризує динамічну адаптивність, тобто здатність підприємства ефективно функціонувати в нових, змінених умовах. Це галузевий показник, який відображає ефективність використання основного виробничого ресурсу агропромислових підприємств - земельного банку.

У контексті подолання кризових явищ коефіцієнт стійкості дозволяє розподілити підприємства за типом реакції на три групи. До першої належать підприємства, що реалізують стратегію відновлення та характеризуються високим значенням коефіцієнта стійкості. Вони не лише зберегли фінансову автономію, а й упровадили адаптаційні заходи, які дали змогу підтримати високу ефективність використання земельного банку та зберегти

маржинальний дохід на гектар. Другу групу становлять підприємства, що реалізують стратегію виживання. Для них характерне поєднання відносно стабільного фінансового стану з низьким рівнем динамічної адаптивності. Такі підприємства зберегли платоспроможність завдяки жорсткій економії та накопиченню ресурсів, однак їхня здатність до структурної адаптації істотно знизилася. До третьої групи належать підприємства, які перебувають у критичному стані та мають низьке значення коефіцієнта стійкості. У цьому випадку кризові явища призвели до погіршення як статичної стійкості, так і динамічної адаптивності, що свідчить про низьку опірність бізнес-моделі до дії екзогенних шоків.

Для перевірки запропонованої моделі зіставимо індекс жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО), індекс індивідуального порогу чутливості (ІСЕ) та таксономічний коефіцієнт (K_t) під час дії кризових шоків.

Побудова динамічного індексу індивідуального порогу чутливості вимагає чіткого визначення трьох базових компонентів: індексу жорсткості екзогенних обмежень, розширеного індексу якості корпоративного управління та таксономічного коефіцієнта стійкості.

Індекс жорсткості екзогенних обмежень відображає сукупний макроекономічний та фізичний тиск на компанію. До його складу включено п'ять основних напрямів зовнішнього впливу: безпекові ризики (окупація територій, руйнування активів), логістичні шоки (блокада чорноморських портів, зростання вартості фрахту), енергетичні шоки (відключення електроенергії, руйнування генеруючих потужностей), монетарні та інфляційні шоки. Таким чином, індекс характеризує об'єктивний рівень зовнішнього тиску, в умовах якого функціонує підприємство, незалежно від особливостей його внутрішньої організації та якості корпоративного управління. Динаміка індексу в Україні протягом досліджуваного періоду була мінливою. У 2021 році за сприятливих умов значення індексу становило -0,52. У 2022-му воно різко зросло до 3,01, що відповідало максимальному рівню

зовнішнього тиску. У 2023 році значення індексу знизилося до 1,80, а у 2024 році стабілізувалося на рівні 1,24.

Таксономічний коефіцієнт є інтегральним показником, що характеризує рівень фінансової стійкості, фінансової ефективності та адаптивності підприємства до змін зовнішнього середовища. Він узагальнює результати реалізації операційних, інвестиційних і фінансових рішень та відображає фактичний рівень стійкості підприємства після впливу екзогенних шоків. Він обчислюється на основі індексу динамічної адаптивності та індексу фінансової стабільності й узагальнює результати всіх ухвалених підприємством операційних, інвестиційних та фінансових рішень.

Наступним інструментом оцінки якості корпоративного управління, вважаємо динамічний індекс індивідуального порогу чутливості, який характеризує максимальний рівень зовнішнього шоку, який конкретне підприємство здатне витримати без переходу до ірраціонального стану. Тому цей індекс не є сталою величиною, а являє собою безперервну функцію, що залежить від базового рівня стійкості економіки, якості корпоративного управління (фільтра) та накопиченого запасу фінансової стійкості підприємства (таксономічного коефіцієнту стійкості K_t).

$$(1.4) ISE_{i,t} = IEO_{base} + (\lambda * CGq_{ext,i}) + (\gamma * K_{i,t-1})$$

У цій формулі $ISE_{i,t}$ репрезентує індивідуальний поріг чутливості конкретного підприємства і у розрахунковому періоді t . IEO_{base} виступає як базовий рівень толерантності до шоку та виступає системною константою. Для українського аграрного сектору його емпірично встановлено на рівні 1.0, на основі аналізу історичних даних щодо стійкості підприємств в умовах ринкової нестабільності.

Коефіцієнт інституційного захисту λ є мультиплікатором, який відображає, наскільки якість корпоративного управління здатна розширити, коридор раціональних фінансових рішень. У запропонованій моделі цей коефіцієнт відіграє ключову роль, оскільки підтверджує, що інституційні

механізми корпоративного управління мають вагоміший вплив на забезпечення фінансової стійкості, ніж сам лише обсяг сформованих активів. Оптимальне значення коефіцієнта λ визначено на рівні 1,5, що забезпечує найкращу калібровку моделі за результатами її апробації на історичних даних за 2021-2024 роки. Цей множник застосовується до розширеного індексу якості корпоративного управління підприємства $CGq_{ext,i}$, значення якого змінюється в діапазоні від 0 до 1.

Коефіцієнт γ виступає мультиплікатором фінансової інерції та організаційної пам'яті й у запропонованій моделі встановлений на рівні 1,0. Він множиться на таксономічний коефіцієнт стійкості компанії за попередній період ($K_{i,t-1}$), відображаючи той факт, що підприємство, яке акумулювало запас міцності та ефективності у минулому році, входить у новий шоківий період із вищим індивідуальним порогом чутливості.

Сутність запропонованого індексу індивідуального порогу чутливості полягає у безпосередньому зіставленні об'єктивного рівня зовнішнього макроекономічного тиску з інституційно зумовленою здатністю компанії протистояти його негативному впливу.

Алгоритм корпоративної біхевіористики, як було показано в підрозділі 1.3, функціонує у двох режимах. У режимі раціональної адаптації, коли індекс жорсткості екзогенних обмежень (IEO) не перевищує індекс індивідуального порогу чутливості (ISE), корпоративний фільтр поглинає тиск і підприємство ухвалює виважені рішення. У режимі ірраціональної поведінки, коли індекс жорсткості екзогенних обмежень перевищує індивідуальний поріг чутливості, керівництво потрапляє під вплив когнітивних упереджень, що проявляється у заморожуванні інвестицій, надмірному накопиченні ліквідності та хаотичному нарощуванні боргових зобов'язань. Детальний опис особливостей функціонування обох режимів наведено в розділі 1.3.

Для емпіричної перевірки запропонованого індексу ISE та оцінювання його впливу на фінансову поведінку підприємств проаналізовано 7

агропромислових підприємств України, які згруповано за рівнем якості корпоративного управління ($CGq_{ext,i}$). Такий підхід дає змогу наочно продемонструвати відмінності між моделями раціональної проактивної поведінки та ірраціональної реакції на кризові явища під час ухвалення корпоративних фінансових рішень (рис. 3.8).

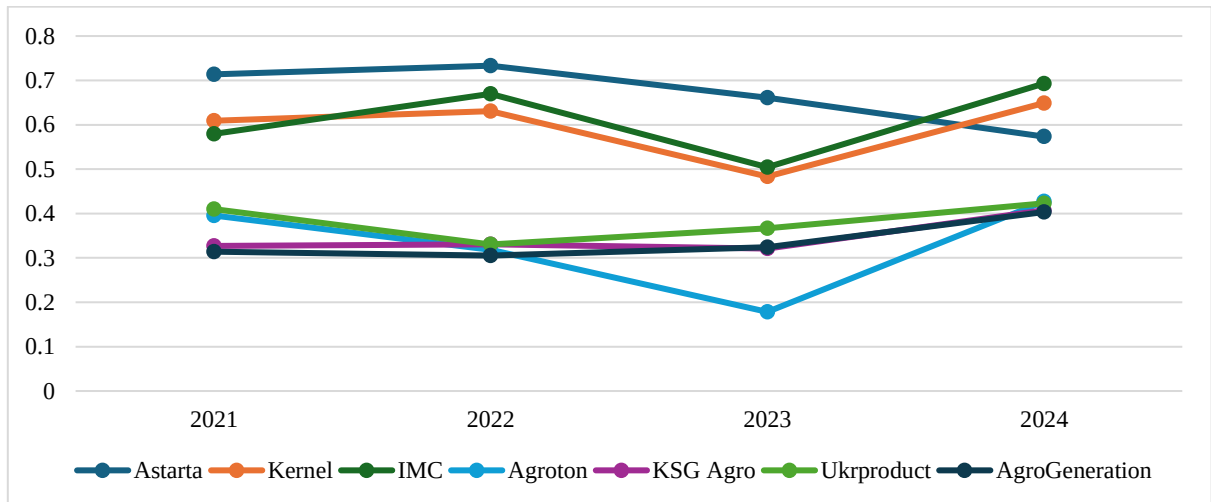


Рис 3.7. Динаміка формування таксономічного коефіцієнта стійкості (K_T) агропромислових підприємств України, 2021-2024рр.

**Джерело: розраховано автором за даними [2-7; 21]*

Група 1 охоплює компанії Astarta, Kernel та IMC, які характеризуються найвищим рівнем якості корпоративного управління ($CGq_{ext} = 1.0$). Для цих підприємств характерні незалежні та професійно диверсифіковані ради директорів, регулярне проведення аудиту компаніями Великої четвірки, функціонування ефективних комітетів з управління ризиками, а також високий рівень прозорості корпоративного управління, підтверджений реалізацією ESG-стратегій. Зокрема, Astarta здійснює нефінансову звітність відповідно до стандартів GRI, а IMC реалізує затверджену стратегію сталого («зеленого») розвитку. Сукупність зазначених характеристик сформувала потужний корпоративний фільтр, який забезпечив цим компаніям високий рівень індексу індивідуального порогу чутливості (ISE), достатній для поглинання навіть найсильніших екзогенних шоків.

Для оцінювання поведінки компанії Astarta у період дії найпотужнішого зовнішнього шоку застосуємо запропоновану модель розрахунку ISE. Використовуючи базове значення IEO (1.0), мультиплікатора інституційного захисту ($\lambda = 1.5$) та історичної міцності ($K_{2021} + 0.7133$), розрахуємо індивідуальний поріг чутливості підприємства:

$$(3.3) ISE_{Astarta,2022} = 1.0 + 1.5(1.0) + 0.7133 = 3.2133;$$

Порівняння значення індексу індивідуального порогу чутливості (ISE) із рівнем макроекономічного шоку ($IEO = 3.01$) свідчить, що $IEO < ISE$. Отже, індивідуальний поріг чутливості підприємства не був перевищений, корпоративний фільтр ефективно нейтралізував вплив зовнішнього тиску, а екзогенні шоки не вплинули на прийняття корпоративних управлінських рішень.

Під час енергетичного шоку керівництво Astarta не вдалося до надмірного накопичення ліквідності чи необґрунтованого скорочення інвестицій. Навпаки, компанія здійснила масштабні капітальні вкладення у розбудову біогазового комплексу. Це стратегічне рішення дало змогу забезпечити до 75% потреб соєпереробного заводу в енергії за рахунок власного біогазу, істотно зменшивши залежність від дорогого та дефіцитного природного газу.

Паралельно Astarta продовжила інвестувати у власну ІТ-систему AgriChain, призначену для прецизійного управління земельним банком, що сприяло оптимізації використання виробничих ресурсів і зниженню операційних витрат. Компанія також зберегла збалансовану структуру капіталу, поступово скорочуючи чисте боргове навантаження. У результаті маржа EBITDA у 2024 році досягла вражаючих 26%. Така поведінка відобразилася у зростанні K_t з 0,7133 у 2021 році до 0,7331 у 2022 році, незважаючи на війну. Подальшим підтвердженням довгострокової інвестиційної стратегії стало спрямування у 2024 році 75 млн. євро на

будівництво нового заводу з переробки сої, підтверджуючи курс на стратегічний розвиток навіть в умовах тривалої кризи.

Kernel реалізувала іншу модель адаптації, зосередивши увагу на формуванні логістичної незалежності та забезпеченні стратегічної ліквідності. Розрахунок індивідуального порогу чутливості для Kernel у 2022 році демонструє аналогічно високий рівень корпоративної стійкості:

$$ISE_{Kernel,2022} = 1.0 + 2.1(1.0) + 0.6087 = 3.1087 \quad (3.4)$$

Рівень індексу жорсткості екзогенних обмежень знову виявився нижчим за індивідуальний поріг чутливості підприємства ($3.01 < 3.1087$), що свідчить про збереження режиму раціонального прийняття корпоративних фінансових рішень. Зіткнувшись із повною блокадою чорноморських портів, через які до початку повномасштабного вторгнення здійснювалося близько 90% експорту, компанія не скоротила операційну діяльність, а здійснила оперативну логістичну переорієнтацію. Замість того, щоб ірраціонально заморозити інвестиції у 2021-2022 роках Kernel придбав перевалочний термінал у порту Рені на річці Дунай та здійснив значні інвестиції у формування власного парку залізничних зерновозів. Попри те, що фінансова звітність фіксує значний запас ліквідності у 617 млн дол. США на середину 2024 року, - цей показник не є свідченням панічного накопичення ліквідності. Навпаки, він відображає формування стратегічного фінансового резерву, який супроводжувався одночасним скороченням чистого боргу до 281 млн дол. США, а співвідношення чистого боргу до EBITDA знизилося до 0,7, що характеризує безпечний рівень боргового навантаження.

ІМС: інвестиції в ефективність попри війну. Розрахунок ISE для компанії ІМС на початок війни має такий вигляд:

$$ISE_{IMC,2022} = 1.0 + 1.5(1.0) + 0.5796 = 3.0796 \quad (3.5)$$

ІМС демонструвала проактивну модель корпоративної поведінки. У відповідь на транспортний колапс компанія раціонально інвестувала 22 млн доларів США у закупівлю 300 власних залізничних вагонів, що дозволило їй

практично повністю відмовитися від послуг дорогих сторонніх перевізників і мінімізувати вплив логістичних «вузьких місць». Паралельно підприємство не відмовилося від реалізації довгострокової стратегії розвитку, продовживши імплементацію екологічної «Smart Green Strategy 2023-2033». Прозорість фінансової звітності, підтверджена незалежним аудитом, забезпечила збереження високого рівня фінансової гнучкості та сприяла найвищій динаміці зростання K_t серед досліджуваних компаній: з 0,5796 у 2021 році до 0,6699 у 2022 році, та подальшого зростання до 0,6929 у 2024 році.

Отже, у межах групи 1 результати моделювання підтверджують емпіричні спостереження. Завдяки високому $CGq_{ext,i}$ (1,0), індекс ISE цих компаній знаходився в діапазоні 3,07 - 3,21, що перевищувало рівень екстремального макроекономічного шоку 2022 року (3,01).

Відповідно, психологічна паніка топ-менеджменту була заблокована жорсткими інституційними фільтрами. Компанії уникнули когнітивних упереджень, продовживши життєво необхідні капітальні інвестиції у критичну інфраструктуру (термінали, вагони, біогаз, IT). Це забезпечило їм збереження маржинальності та зростання коефіцієнта стійкості K_t , довівши вищу економічну ефективність проактивної поведінки.

Компанії, що перебувають у зоні ірраціональної поведінки та панічних управлінських реакцій (Група 2) включають Agroton, KSG Agro, Ukrproduct та AgroGeneration. Для цих підприємств характерні системні недоліки корпоративного управління, зокрема відсутність визнаного міжнародного аудиту ($Abig4=0$), номінальні комітети з ризиків ($Rcom=0$) та відсутність прозорості ESG-звітності ($ESGrep=0$). Їхній інституційний захист є надзвичайно слабким ($CGq_{ext,i}$).

Фінансова біхевіористика агрохолдинга Agroton є класичним прикладом когнітивного викривлення, відомого як «ілюзія розміру» [49]. Незважаючи на величезний земельний банк (>100 тис. га), компанія має нульовий рівень якості управління ($CGq_{ext} = 0.00$).

$$ISE_{Agroton,2022} = 1 \mp 1.5(0.00) + 0.3957 = 1.3957 \quad (3.6)$$

$IEO_{2022}(3.01) \gg ISE(1.3957)$. Рівень індексу корпоративного управління виявився нижчим за рівень індексу екзогенного шоку, що означає повне перевищення зовнішнім тиском внутрішнього інституційного порогу стійкості. У результаті відбулося порушення нормального механізму прийняття управлінських рішень і перехід компанії до режиму реактивної поведінки, що супроводжувався втратою контрольованості бізнес-процесів та подальшим делістингом. У 2022 році Agroton вимушено обнулив усі свої борги в фінансовій звітності через повну недоступність кредитних ресурсів та різкого зниження довіри з боку фінансових інституцій. Проте найбільш ірраціональною дією стало рішення 2023 року: замість спрямування обмежених коштів на відновлення критичних операційних процесів (капітальні інвестиції скоротилися до 306 тис. дол. США) компанія інвестувала 6,7 млн дол. США у портфельні фінансові інструменти на тлі падіння виручки до 1,3 млн дол. США. Такі дії свідчать про порушення базових принципів фінансового менеджменту, зокрема ризик-менеджменту, та відображають слабкість корпоративного управління як системи біхевіористичного контролю. Додатковим фактором дестабілізації стала відсутність аудиту рівня Big4 (звіти перевіряла маловідома EXSUS LTD), що ще більше посилює інформаційну асиметрію та знизило рівень довіри до звітних даних. Унаслідок цього таксономічний коефіцієнт стійкості K_t демонстрував різке погіршення: з 0,3957 у 2021 році до 0,3183 у 2022 році та подальшого зниження до 0,1783 у 2023 році, що відповідає стану критичної фінансової дестабілізації.

AgroGeneration: режим жорсткого виживання та втрата аудиту. Компанія має слабкий інституційний фільтр ($CGq_{ext} = 0.25$).

$$ISE_{AgroGeneration,2022} = 1.0 + 1.5(0.25) + 0.3137 = 1.6887 \quad (3.7)$$

$IEO_{2022}(3.01) > ISE(1.6887)$. Поріг інституційної стійкості було перевищено: рівень екзогенного шоку, що значно перевищив внутрішні захисні механізми компанії, трансформувався у когнітивне упередження типу

уникнення втрат. Унаслідок втрати близько 32 тис. га земель на Харківщині та формування чистого збитку у 31.6 млн євро, менеджмент перейшов у режим «глухої оборони». В умовах монетарного стиску (облікова ставка НБУ на рівні 25%) компанія здійснила ірраціональне, тотальне заморожування високоризикових інвестицій (CAPEX), зосередившись виключно на економії та пошуку безвідсоткових грантів. Відбувся панічний перехід до вирощування «простіших» або суто маржинальних культур (соняшник, кукурудза), з відмовою від складних, але довгостроково вигідних агротехнологій. Найбільш руйнівним для репутації стало те, що аудитор BDO Paris офіційно заявив про неможливість підтвердження звітності за 2022-2023 роки через втрату доступу до первинної документації. Втрата аудиторського підтвердження призвела до суттєвого погіршення рівня довіри інвесторів і закріплення низьких значень таксономічного коефіцієнта стійкості K_t у діапазоні 0,3052-0,3241.

KSG Agro: поведінкова похибка уникнення витрат та заморожування капіталу.

$$ISE_{KSG,2022} = 1.0 + 1.5(0.25) + 0.3269 = 1.7019 \quad (3.8)$$

$IEO_{2022}(3.01) > ISE(1.719)$ Поріг інституційної стійкості було перевищено; відсутність дієвих комітетів з управління ризиками фактично усунула внутрішні механізми стримування управлінської реакції на зовнішній тиск. Унаслідок цього макроекономічні шоки викликали ірраціональну реакцію уникнення втрат, що призвело до повної зупинки капіталовкладень у 2022 році. Замість проактивної адаптації, компанія була змушена піти на важку реструктуризацію боргів (пролонгація облігацій серії В) під значним тиском кредиторів, рефінансуючись під 25% річних. Лише у 2024 році, коли зовнішній тиск спав ($IEO = 1.24 < ISE_{2024}$), компанія почала «розморожувати» інвестиції, втративши два роки розвитку. K_t компанії залишався на зниженому рівні, досягнувши лише 0,4073 у 2024 році.

Ukrproduct: криза ліквідності та дефолт.

$$ISE_{Ukrproduct,2022} = 1.0 + 1.5(0.25) + 0.4097 = 1.7847 \quad (3.9)$$

$IEO_{2022}(3.01) > ISE(1.7847)$. Поріг інституційної стійкості порушено; характеризувалася повністю реактивною моделлю управління, що зводилася до ситуативного «гасіння кризових проявів». Компанія увійшла в стан перманентної ліквідної кризи, порушивши кредитні ковенанти ЄБРР ще у 2021 році, а у 2022 році фактично припинила виконання зобов'язань за ними. Станом на 2024 рік обсяг грошових коштів знизився до критичного рівня 0,1 млн фунтів стерлінгів, тоді як борг перед EBRD сягнув 9,7 млн євро (8,1 млн фунтів стерлінгів) при чистих активах лише 2,0 млн фунтів стерлінгів. Замість пошуку системних операційних рішень, керівництво залучало нові кредити (70 млн грн) під високі відсотки лише для того, щоб уникнути миттєвого банкрутства. Кт знизився з 0,4097 у 2021 році до 0,3303 у 2022 році.

Отже, для підприємств другої групи низька якість корпоративного управління призвела до того, що індивідуальні пороги чутливості цих компаній (1,39 - 1,78), які виявилися майже вдвічі нижчими за рівень макроекономічного шоку 2022 року (3,01). За таких умов корпоративний фільтр виявився неефективним, а управлінська паніка не мала інституційних обмежень. Це призвело до ірраціональної поведінки — згортання необхідних капітальних інвестицій, накопичення неефективної ліквідності, порушення фінансових зобов'язань, втрати аудиторського підтвердження та поступового зниження вартості бізнесу, що відобразилося у падінні коефіцієнтів фінансової стійкості.

Масштабування моделі ISE з рівня окремих корпорацій на рівень аграрного сектору України загалом дозволяє пояснити низку системних економічних аномалій та неефективних рішень, які приймалися масовим сегментом підприємств у 2022-2024 роках.

Під впливом логістичних обмежень та зростання собівартості у 2023 році українські сільськогосподарські товаровиробники масово перейшли до вимушеного скорочення використання добрив на 49%, насіння та засобів захисту рослин (ЗЗР) - на 13-22%. З позицій поведінкових фінансів така

стратегія є проявом когнітивного упередження уникнення втрат, коли короткострокова економія ліквідності домінує над оцінкою довгострокових наслідків. У результаті підприємства ігнорують потенційну деградацію ґрунтового ресурсу та пов'язане з цим прогнозоване зниження врожайності на 4-5% у середньостроковій перспективі.

На противагу цьому, компанії з високим індексом ISE (які подолали паніку) застосовували раціональний підхід - інвестування в системи точного землеробства (PATs). Хоча впровадження PATs вимагає значних початкових інвестицій (близько 480-720 тис. дол. США на 10 тис. га, або 48-72 дол. США/га), ці технології генерують додатковий прибуток мінімум 100 дол. США/га на рік, забезпечуючи економію добрив на 10-30% при одночасному зростанні врожайності на 10-12%. Таким чином, раціональні капіталовкладення у цифровізацію та точне землеробство не лише пом'якшують вплив шоків витрат, але й забезпечують окупність інвестицій у межах одного операційного циклу.

Альтернативним високораціональним рішенням для підприємств із обмеженим рівнем капіталізації є перехід на інтегроване управління поживними речовинами (INMP), зокрема заміна дорогих синтетичних добрив (вартістю понад 200 дол. США/га) на органічні (близько 38 дол. США /га), що знижує витрати у п'ять разів, зберігаючи рівень азоту та фосфору. Проте, охоплені панікою ($IEO > ISE$) фермери просто відмовляються від внесення ресурсів.

Щодо боргової поведінки, до початку повномасштабної війни значна частина агропідприємств України дотримувалася змішаної моделі фінансування оборотного капіталу. Приблизно 40% робочого капіталу фінансувалося за рахунок нерозподіленого прибутку, а 30% - за рахунок комерційних кредитів від постачальників. Це був проактивний вибір для зниження залежності від банківської системи. Ті ж підприємства, які активно

залучали банківські кредити (56% фермерів), розглядали їх як інструмент розвитку та розширення земельного банку.

Однак після монетарного шоку 2022 року (ставка НБУ на рівні 25%) та логістичного колапсу боргова поведінка сектору радикально змінилася. Кредитування поступово трансформувалося з інструменту розвитку в механізм вимушеного забезпечення ліквідності, необхідної для підтримання операційної діяльності. Державна програма «Доступні кредити 5-7-9%» перетворилася на фактично єдиний механізм фінансування МСП. Станом на 2024 рік програмою скористалися близько 7 тисяч агропідприємств (на суму майже 40 млрд грн), а частка субсидованих кредитів у новому портфелі банків досягла аномальних 90% [112]. Для підприємств зі слабким інституційним захистом ця програма створила ефект морального ризику (moral hazard): компанії накопичують борги, субсидовані державою та грантами Світового банку (програма ARISE на 550 млн дол. США), замість того, щоб проводити структурну оптимізацію витрат.

Логістичний параліч та інфраструктурна адаптація суттєво змінили структуру зовнішньої торгівлі агросектору. До 2022 року 90% аграрного експорту йшло через чорноморські порти. Їхня блокада спричинила збільшення логістичного плеча у 5 разів, а вартості транспортування у 3-4 рази (маршрути через дунайські порти Румунії, автотранспорт до ЄС) [134].

Для компаній, у яких індивідуальний поріг чутливості був перевищений, зазначена трансформація означала колапс маржинальності. Вони були змушені працювати в умовах зростання витрат на логістику, використання сторонніх перевізників за підвищеними тарифами, накопичення запасів на елеваторних потужностях та виникнення касових розривів унаслідок фрикційних шоків, зокрема обмежень на прикордонних переходах. Натомість раціональні ринкові гравці з високим значенням індексу індивідуального порогу чутливості ISE (Kernel, IMC, Nibulon) відповіли на цей шок стратегічними капітальними інвестиціями у власну логістичну автономію (купівля вагонів, будівництво

річкових терміналів на Дунаї). Ця автономія дозволила їм повністю нівелювати інфляцію логістичних послуг та відновити експортні обсяги ще до повноцінного запуску морського коридору у 2024 році.

Емпірична перевірка запропонованої нової математичної моделі індивідуального порогу чутливості до макроекономічних шоків в аграрному секторі України дозволяє сформулювати низку як наукових, так і практичних висновків.

Передусім встановлено, що статичні підходи до оцінки фінансової стійкості, які базуються на фіксованих порогових значеннях (наприклад, 0,6 або 1,5), є методично обмеженими, оскільки не враховують динамічних змін у фінансовому капіталі компанії та якості її корпоративного управління. Реальна стійкість визначається не лише масштабом активів — що підтверджується концепцією «ілюзії розміру», зокрема на прикладі зниження таксономічного коефіцієнта стійкості Agroton до рівня 0,1783 - а передусім функціональною здатністю корпоративного фільтра нейтралізувати когнітивні упередження управлінського персоналу та забезпечувати раціональність фінансових рішень в умовах шоків.

Динамічний індекс індивідуального порогу чутливості демонструє, що розширене корпоративне управління відіграє роль ключового демпфера зовнішніх шоків, зокрема через мультиплікативний ефект параметра $\lambda=1,5$. Компанії, які впровадили аудит «великої четвірки», сформували комітети з ризиків, незалежні та різноманітні за складом ради директорів і дотримувалися стандартів сталого розвитку - зокрема Astarta, Kernel, ІМС - сформували поріг чутливості, що перевищував 3,07. Цей рівень виявився вищим за найсильніший макроекономічний шок 2022 року. Унаслідок цього зазначені компанії не перейшли в режим управлінської паніки, зберегли раціональність розподілу капіталу, реалізували стратегічні інвестиції в логістичну інфраструктуру та енергетичну автономність і, як наслідок, підтримали та

підвищили операційну маржинальність. Їхні коефіцієнти стійкості у 2024 році зросли до 0,64 - 0,90.

Емпіричні результати також підтверджують зворотній механізм дії моделі. Коли рівень зовнішнього тиску перевищує індивідуальний поріг чутливості підприємства, відбувається руйнування корпоративного фільтра, і керівництво переходить до руйнівних поведінкових моделей. Компанії з низьким індексом управління - KSG Agro, Ukrproduct, AgroGeneration - у таких умовах демонстрували ірраціональні реакції, зокрема різке скорочення капітальних інвестицій, накопичення неефективної ліквідності, втрату довіри з боку аудиторів та випадки дефолтного стану за кредитними зобов'язаннями.

Таким чином, результати моделювання впливу якості корпоративного управління на фінансову стійкість агропромислових підприємств підтверджують, що розширений індекс якості корпоративного управління визначає рівень індексу індивідуального порогу чутливості та здатність підприємства зберігати раціональність фінансових рішень під час шоку. Поєднання незалежного аудиту, регулярного моніторингу, фахової різноманітності рад і систем управління ризиками є не лише організаційним, а й кількісно обґрунтованим інструментом підвищення фінансової стійкості підприємства.

3.3. Сценарні прогнози впливу макроекономічного тиску і корпоративної стійкості на фінансовий стан агропромислових підприємств

Втрати агропромислових підприємств під час кризових шоків зумовлені не лише зовнішніми обмеженнями, а й нераціональними рішеннями керівництва, які погіршують фінансові результати. Оскільки шоки - зокрема пандемія, відкриття ринку землі, повномасштабна війна - мають повторюваний характер і залишаються значною мірою непрогнозованими, виникає потреба у завчасному визначенні стратегічних напрямів, здатних мінімізувати втрати та підвищити стійкість аграрного сектору. Для забезпечення емпіричної

обґрунтованості моделювання корпоративної поведінки необхідним є прогнозування макроекономічного середовища, яке формує базу зовнішніх шоків. У межах запропонованої поведінкової моделі ці шоки агрегуються в індексі жорсткості екзогенних обмежень. Його прогнозування на період 2026-2029 років потребує інтеграції оцінок Міжнародного валютного фонду, Світового банку та Національного банку України, які визначають ключові параметри очікувань щодо вартості капіталу, інфляційного тиску та валютних ризиків, що, у свою чергу, формують межі фінансових рішень корпоративного сектору.

Згідно з аналітичними розрахунками (розділ 2.1), динаміка макроекономічних показників свідчить про поступовий перехід від гострого шоку 2022 року, коли індекс жорсткості екзогенних обмежень досягав 3,01, до фази повільної стабілізації з ознаками крихкого відновлення. У 2025 році темпи зростання реального валового внутрішнього продукту України сповільнилися до 1,8-2,0%, що зумовлено руйнуванням енергетичної інфраструктури, дефіцитом робочої сили внаслідок мобілізаційних процесів та обмеженнями експортної логістики. За прогнозами МВФ та НБУ, у 2026 році очікується стримане економічне зростання в межах 1,8-2,5% [88; 122]. Цей прогноз базується на припущенні, що активні бойові дії триватимуть більшу частину року, виснажуватимуть державні фінанси та стримуватимуть приватні інвестиції у відновлення основних фондів. Помітне прискорення економічної динаміки до 3,0-4,0% очікується лише у 2027-2028 роках. Воно пов'язане з початком масштабної відбудови інфраструктури, поверненням частини вимушених мігрантів та зростанням прямих іноземних інвестицій. За оцінками МВФ, починаючи з 2028 року, ці інвестиції можуть досягати 8-17 млрд дол. США щорічно [88].

Інфляція є одним із ключових чинників, що активує когнітивні упередження керівників, особливо в умовах знецінення гривневої ліквідності. Вона напряму впливає на вартість капіталу та структуру операційних витрат

агропромислових підприємств. Сучасна динаміка інфляції контрольована, проте характеризується підвищеною чутливістю до зовнішніх шоків. Після тимчасового зниження до однозначних значень споживча інфляція у лютому 2026 року прискорилася до 7,6% у річному вимірі, тоді як базова утрималася на рівні 7,0%. Згідно з базовим сценарієм, на кінець 2026 року показник становитиме близько 7,5%, що відображатиме відкладений вплив девальвації та зростання тарифів на енергоносії. Потім очікується поступове зниження інфляції до 6,0% у 2027 році та виходу на цільовий орієнтир НБУ у 5,0% у 2028 році. Останнє стане важливим сигналом для відновлення довгострокового корпоративного кредитування.

Монетарна політика Національного банку є ключовим трансмісійним каналом впливу макроекономічних шоків на вартість боргового фінансування компаній. Зниження або підвищення облікової ставки безпосередньо звужує або розширює простір фінансових можливостей корпоративного сектору. У першому кварталі 2026 року НБУ почав обережно пом'якшувати монетарну політику й знизив облікову ставку до 15,0%. Регулятор утримує її на цьому рівні, щоб гривневі фінансові інструменти залишалися привабливими, а девальваційні очікування - стриманими. За офіційним сценарієм НБУ, поступове зниження ставки триватиме до 11,6% на кінець 2026 року, потім до 10,0% у 2027 році та близько 9,0% у 2028-му за умови відсутності нових суттєвих безпекових шоків [122].

Не менш важливим параметром для експортно орієнтованого аграрного сектору є режим курсоутворення. Запроваджена НБУ стратегія керованої гнучкості курсу дозволяє частково пом'якшувати частину зовнішніх шоків, але водночас породжує невизначеність для компаній із високим борговим навантаженням у іноземній валюті. За оцінками аналітиків, у 2026 році середній курс становитиме близько 45,0 грн за долар. За консервативним сценарієм МВФ, у 2027-2028 роках курс ослабне до 47,8-48,2 грн [88]. Така курсова динаміка виконує функцію природного компенсатора для

агропромислових підприємств із високою часткою валютної експортної виручки. Гривневий еквівалент їхнього прибутку до виплати відсотків, податків та амортизації штучно зростає. Водночас підприємства з незбалансованою валютною структурою боргу зазнають значних курсових збитків, що змушує їх вдаватися до складних інструментів фінансового страхування.

Додатковим фактором жорсткості екзогенних обмежень виступає стан зовнішньоторговельної логістики. У 2025-2026 роках логістична інфраструктура агроекспорту зазнає глибоких структурних змін. Експортні обсяги залишаються зниженими через скорочення загального врожаю та збереження безпекових ризиків. У результаті перехідні запаси зернових культур у вітчизняних сховищах зросли до 11,5 млн тон (з них 4,0 млн тон пшениці та 4,3 млн тон кукурудзи) [134]. Це створює значний тиск на ціни на внутрішньому ринку.

Морські порти Великої Одеси у межах гуманітарного морського коридору відновили домінуючу роль і забезпечують до 85% морського експорту агропродукції. Натомість частка дунайських портів, які у 2022-2023 роках виконували роль альтернативи, знизилася до 13% [134]. Така динаміка відображає зміщення інтересів експортерів від мінімізації ризиків до оптимізації масштабів експорту та зниження фрахтових витрат.

Узагальнений макроекономічний прогноз, який формує основу для моделювання індексу жорсткості екзогенних обмежень до 2029 року, представлено у таблиці 3.4. Отримані результати свідчать, що навіть за відсутності повного економічного колапсу, зовнішнє середовище залишатиметься несприятливим для корпоративного розвитку щонайменше до початку 2027 року. Це вимагатиме від підприємств максимальної мобілізації внутрішніх ресурсів управління.

Динаміка індексу екзогенних обмежень (ІЕО) у прогнозі позитивна: за базовим сценарієм він спадає з 1,80 у 2025 році до 1,00 у 2029-му, тобто

зовнішній тиск поступово слабшає, а відчутне пом'якшення настає лише після 2027 року.

Таблиця 3.4.

**Консолідований макроекономічний прогноз ключових
макроекономічних індикаторів України як базис розрахунку індексу
екзогенних обмежень (ІЕО), 2025-2029рр.**

Макроекономічні індикатори	2025, факт	2026 Прогноз	2027 Прогноз	2028 Прогноз	2029 Прогноз
Реальний ВВП (зміна, %)	1.9	1.8 - 2.5	3.0 - 3.5	3.7 - 4.0	4.0 - 4.5
Споживча інфляція (кінець року, %)	8.0	7.5	6.0	5.0	5.0
Облікова ставка НБУ (середня за IV кв., %)	15.5	11.6	10.0	9.0	8.5
Обмінний курс (середньорічний, грн/USD)	42.0	45.0	47.0 - 48.2	48.5 - 50.0	> 50.0
Рівень безробіття (%)	11.6	10.2	9.0	7.0	6.5
Потреба у зовнішньому фінансуванні (млрд USD)	42.5	38.0 - 51.4	42.7	21.6	< 15.0
Агрегований маркер ІЕО (базовий сценарій)	1.80	1.65	1.30	1.10	1.00

**Джерело: синтезовано автором на основі даних МВФ, Світового банку, НБУ та макроекономічних центрів [88; 122]*

Деталізацію зовнішнього тиску за окремими каналами представлено на рис. 3.8 (повну декомпозицію за каналами тиску на 2021-2029 рр. наведено в додатку Н). П'ять ключових каналів попередньо стандартизовано відносно докризового періоду 2018 - 2021 років, після чого агреговано в індекс із рівними вагами. Резервний і логістичний канали входять інвертовано: зменшення міжнародних резервів або скорочення експортних можливостей інтерпретується як посилення жорсткості екзогенних обмежень.

Починаючи з 2023 року, монетарний та інфляційний тиск поступово послаблюється, тоді як міжнародні резерви, підтримані зовнішньою фінансовою допомогою, виконують роль пом'якшувального фактора. Водночас логістично-експортний канал залишається головним обмеженням для аграрного сектору та тимчасово посилюється у 2025-2026 роках унаслідок зниження врожайності та збереження безпекових ризиків. Єдиним стійким

висхідним чинником тиску в горизонті до 2029 року виступає валютний канал, що відображає поступову та контрольовану девальвацію гривні.

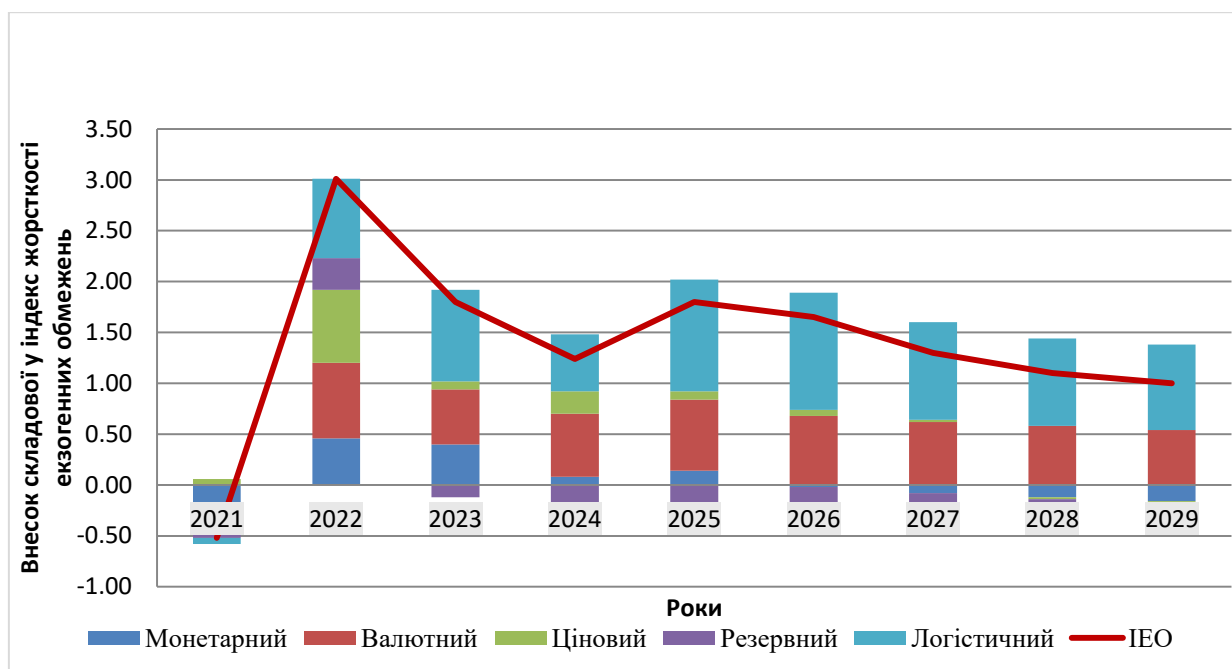


Рис. 3.8. Декомпозиція та прогноз індексу жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) за складовими, 2021-2029 рр.

**Джерело: синтезовано автором на основі [99;122]*

Саме тому навіть за відсутності нового системного шоку зовнішнє середовище для агропромислових підприємств залишатиметься помірно жорстким, а вирішальним чинником їх траєкторії розвитку є не сам рівень зовнішнього тиску, а здатність корпоративних фільтрів його поглинати.

Відповідно до базового положення біхевіористичних корпоративних фінансів, макроекономічний шок не впливає на рішення керівників безпосередньо. Будь-який зовнішній тиск проходить через систему внутрішніх корпоративних фільтрів. Саме вони задають індивідуальний поріг чутливості підприємства, що виражений через відповідний індекс. Логіка моделі ґрунтується на простій нерівності: якщо поточний рівень зовнішнього тиску не перевищує порогу чутливості компанії, корпоративна структура поглинає стрес і запобігає виникненню панічних управлінських реакцій. У такому випадку компанія здатна ухвалювати раціональні рішення, зокрема

здійснювати виважені капітальні інвестиції, спрямовані на підвищення продуктивності або оптимізацію логістики.

Якщо ж рівень жорсткості середовища перевищує поріг чутливості, корпоративний захист «проривається». У цьому випадку місце раціонального аналізу займають когнітивні упередження керівництва. Серед них найсильнішими є евристика доступності та виражене уникнення втрат. Під впливом цих упереджень керівництво починає хаотично накопичувати готівкові кошти, порушує боргові ковенанти, заморожує інвестиції в розвиток і агресивно скорочує операційні витрати. У середньостроковій перспективі це призводить до повної зупинки розвитку та руйнування вартості компанії.

Ключовим параметром, що визначає здатність підприємства розширювати свій коридор раціональних рішень і підвищувати поріг чутливості, є рівень якості корпоративного управління. У моделі він виражений через розширений індекс якості корпоративного управління, що виступає головним множником у функції розрахунку індексу чутливості. Базову чотирикомпонентну модель розширено до восьми параметрів, що дозволяє враховувати не лише статичні інструменти контролю, а й динамічні механізми стримування упереджень керівників. Кожному компоненту надано відповідну статистичну вагу залежно від здатності зменшувати кризові когнітивні відхилення.

Найбільшу вагу (0,15) у моделі має наявність аудиту «великої четвірки». Цей показник означає, що фінансова звітність підприємства підтверджена аудитором світового рівня. Висока якість зовнішнього аудиту унеможливорює бухгалтерські маніпуляції з оцінкою біологічних активів та приховування реального стану ліквідності від кредиторів у періоди паніки.

Таку саму вагу (0,15) має розмежування повноважень голови ради та керівника. Цей компонент передбачає, що посади генерального директора й голови наглядової ради обіймають різні люди. Такий підхід перешкоджає

монополізації процесу ухвалення рішень і запобігає поширенню когнітивних викривлень однієї особи на всю корпоративну вертикаль.

Окремою складовою з вагою 0,15 виступає незалежність ради директорів. Її роль полягає в забезпеченні об'єктивної колегіальної оцінки шоку. Ще одна складова з вагою 0,15 - захист прав дрібних акціонерів та присутність інституційних інвесторів. Цей компонент стримує власників контрольного пакету від виведення активів чи капіталу в періоди макроекономічної нестабільності.

Динамічна частина індексу починається з показника частоти засідань ради директорів (вага 0,10). Йдеться про регулярність проведення засідань - як правило, не рідше чотирьох разів на рік. Рада, що збирається частіше, особливо у кризові періоди, здатна швидко виявляти й коригувати помилкові, емоційно забарвлені рішення керівників.

З тією самою вагою (0,10) до моделі включено наявність спеціалізованого комітету з ризиків, що закріплює аналіз ризиків як інституційну практику.

Одним із найновіших компонентів є гендерна та фахова різноманітність ради директорів (вага 0,10). Міжнародні дослідження свідчать, що за наявності понад 25-30% представників іншої статі або фахівців зі суміжних галузей ефект групового мислення руйнується. Це підвищує здатність ради до раціонального ризику в умовах високої невизначеності та стимулює інноваційність, запобігаючи потраплянню компанії у пастку надмірної ліквідності.

Восьмою складовою є звітність зі сталого розвитку (вага 0,10). Вона формує довгострокові орієнтири підприємства й захищає бюджети на екологічні проєкти та підтримку персоналу від скорочення в умовах орієнтації на короткострокову оптимізацію витрат. Емпірична перевірка моделі та її здатності забезпечувати стійкість здійснюється за допомогою таксономічного коефіцієнта стійкості. Він поєднує показники фінансової стабільності та

динамічної адаптивності земельного банку. Дані за 2024 рік для вибірки агропромислових підприємств - Astarta, Kernel, IMC, Agroton, KSG Agro, Ukrproduct та AgroGeneration - демонструють виразну поляризацію сектору, що прямо корелює з якістю інституційних фільтрів.

Таблиця 3.5.

Інтегральні показники стійкості (Kt), стабільності (IFS) та адаптивності (IAD) агропромислових підприємств у 2024 році

Підприємство	Масштабний кластер	IFS (Фінансова стабільність)	IAD (Адаптивність активів)	(Kt)	Характер поведінкової реакції на шоки
IMC	(Великі)	0.6936	0.6922	0.6929	Проактивна. Інвестиції у власні вагони (22 млн дол. США), імплементація стратегії Smart Green.
Kernel	(Великі)	0.6176	0.6804	0.6490	Проактивна. Масштабна перебудова логістики на Дунайський кластер, інвестиції у портові термінали.
Astarta	(Великі)	0.4477	0.6990	0.5734	Проактивна. Системні інвестиції у біогаз для енергетичної автономії та глибинна діджиталізація управління.
Agroton	(Середні)	0.3998	0.4541	0.4270	Панічна/Реактивна. Втрата операційного контролю, загроза делістингу, замороження будь-якого розвитку.
Ukrproduct	(Середні)	0.4235	0.4222	0.4229	Реактивна. Гостра криза ліквідності, порушення боргових ковенантів, вимушена реструктуризація заборгованості.
KSG Agro	(Середні)	0.3306	0.4840	0.4073	Патологічне уникнення втрат. Повне замороження CAPEX, стагнація операційного розвитку задля виживання.
AgroGeneration	(Середні)	0.3925	0.4141	0.4033	Панічна. Жорстка економія коштів, відмова міжнародного аудитора підтвердити фінансовий звіт.

**Джерело: синтезовано та розраховано автором на базі консолідованої фінансової звітності компаній [2-7; 21]*

Аналіз отриманих результатів спростовує поширену ілюзію розміру, згідно з якою обсяг земельного банку автоматично гарантує підприємству виживання (табл. 3.5.).

Наприклад, компанія Agroton, попри статус великого землевласника, у 2024 році показала один із найнижчих коефіцієнтів стійкості - 0,4270. Це пояснюється відсутністю сучасних інститутів управління: незалежного аудиту немає, рішення ухвалюються одноосібно. Під тиском екзогенних обмежень керівництво втратило контроль над ситуацією і продукувало переважно ірраціональні рішення. Подібна ситуація склалася і в AgroGeneration з коефіцієнтом 0,4033. Втрата аудиторського підтвердження від BDO через неможливість доступу до активів миттєво підірвала довіру кредиторів і звузила горизонт планування до простого виживання. Натомість великі агрохолдинги - ІМС з коефіцієнтом 0,6929, Kernel - 0,6490 та Astarta - 0,5734 - демонстрували іншу поведінку.

Вони системно дотримувалися вимог щодо різноманітності складу рад директорів, зберігали незалежний аудит «великої четвірки» та впроваджували стандарти сталого розвитку. Усе це забезпечило їм поріг чутливості, достатній для поглинання сильного шоку. Керівництво уникнуло панічних реакцій і продовжило реалізацію масштабних капітальних інвестицій у розвиток логістики та технологічну модернізацію. Це дозволило стабільно утримувати коефіцієнт стійкості в безпечному діапазоні.

Виявлений математичний зв'язок між прогнозованим рівнем макроекономічного тиску та корпоративною стійкістю компаній дозволяє побудувати сценарні прогнози розвитку аграрного сектору на 2026-2029 роки.

Кожен сценарій враховує не лише прямий вплив війни та ринкових цін, а й здатність керівників долати власні когнітивні обмеження залежно від якості інституційного нагляду (рисунок 3.9). Сценарій А - базова стабілізація і поступова модернізація (імовірність 60%). За цим сценарієм поточна військова ситуація зберігається до кінця 2026 року, після чого інтенсивність бойових дій поступово знижується. Зовнішнє макрофінансове фінансування надходить рівномірно і становить понад 38 млрд дол. США щорічно у 2026-2027 роках.

Облікова ставка НБУ продовжує знижуватися й у 2027 році сягає близько 10%, що робить гривневе кредитування доступнішим для надійних позичальників.

	ЗОВНІШНІ УМОВИ	ПОВЕДІНКОВА РЕАКЦІЯ	СТІЙКІСТЬ І РЕЗУЛЬТАТ
(А) Стабілізація імовірність 60 %	Війна до кінця 2026 р., далі спад. Фінансування понад 38 млрд \$/рік, ставка НБУ = 10 %. ІЕО 1,3-1,6.	Лідери модернізуються; аутсайтери уникають ризику.	Кт для підприємств лідерів 0,75-0,85. Поляризація сектору - закріплення лідерів, витіснення слабких.
(Б) Інституційний злам імовірність 20 %	Ескалація, удари по енергетиці, блокада портів. Ставка понад 20 %, курс понад 55 грн/\$. ІЕО 2,5-3,0.	Вживання сильних; паніка й дефолти решти.	Кт масово нижче критичної межі 0,25. Інституційний злам, масові дефолти.
(В) Структурне відновлення імовірність 20 %	Завершення гарячої фази 2026-2027. ПП понад 15 млрд \$/рік, ставка < 9 %, порти відновлено. ІЕО < 0,5.	Розморозка CAPEX; страх втрат змінюється страхом упущеної вигоди.	Кт понад 0,90. Прискорене відновлення й модернізація сектору.

Рис. 3.9. Сценарії розвитку агропромислового сектору 2026-2029 рр.

*Джерело: створено автором

Логістика функціонує переважно через тимчасовий коридор у порти Великої Одеси, однак супроводжується високими преміями за воєнні ризики та страхування. Загальний рівень індексу жорсткості екзогенних обмежень коливається в межах 1,3-1,6 і не досягає пікових значень 2022 року.

У такому середовищі корпоративний сектор остаточно ділиться на дві групи. Підприємства-лідери - ІМС, Kernel, Astarta - матимуть індивідуальний поріг чутливості, що стабільно перевищуватиме рівень зовнішнього тиску. Відсутність організаційної паніки дозволить їм здійснити глибоку модернізацію: масово впровадити технології точного землеробства, розвинути власну автономну енергогенерацію (біогазові установки, сонячні станції) та збільшити парк власних вагонів, щоб зменшити залежність від залізничних операторів. Завдяки цим рішенням їхній коефіцієнт стійкості до 2029 року

стабільно зросте до 0,75-0,85, що закріпить їхнє лідерство на світовому ринку. Компанії з низьким рівнем корпоративного управління - наприклад, Agroton чи Ukrproduct - навпаки, залишатимуться в зоні нестабільності. Їхній поріг чутливості пробиватиметься навіть помірними шоками. Керівництво таких компаній і далі уникатиме ризиків. Переважатиме стратегія самофінансування, агресивна економія на якісних мінеральних добривах, що неминуче спричинить приховану деградацію ґрунтів, та свідома відмова від оновлення техніки. Коефіцієнт стійкості цих підприємств застрягне на рівні 0,35-0,45, через що у 2028-2029 роках вони стануть першочерговими кандидатами на поглинання або банкрутство.

Сценарій В - песимістичний, інституційний злам (імовірність 20%). Розглядається різка ескалація бойових дій. Її супроводжують значні, незворотні руйнування енергетичної інфраструктури по всій країні та повне блокування морської експортної логістики. Затримка міжнародної макрофінансової допомоги змушує Уряд та НБУ повернутися до емісійного фінансування дефіциту бюджету. Це призводить до стрімкого підвищення облікової ставки понад 20% і неконтрольованої девальвації гривні до рівнів понад 55 грн за долар. Загальний рівень індексу жорсткості екзогенних обмежень повертається до пікових значень 2,5-3,0. За таких умов уникнути управлінської деградації зможуть лише компанії з найвищою якістю корпоративного управління і значним, завчасно сформованим запасом валютної ліквідності. Корпоративні фільтри - незалежні комітети та розподіл функцій голови ради і керівника - дозволять їм перейти у режим жорсткого антикризового планування з частими екстреними засіданнями ради. Експортні потоки швидко переорієнтуються на Дунайський кластер та наземні залізничні переходи з ЄС без втрати керованості. Водночас для більшості ринку - компаній із рівнем управління нижче 0,60 - цей сценарій означатиме повний пробій захисту. На практиці це обернеться масовими дефолтами за зобов'язаннями, панічним продажем активів за безцінь, розривом

довгострокових договорів із пайовиками та переведенням ліквідності в долари при одночасному зупиненні весняно-польових робіт. Коефіцієнти стійкості в агросекторі масово опустяться нижче критичної межі 0,25.

Сценарій С - оптимістичний, прискорене структурне відновлення (імовірність 20%). Сценарій передбачає завершення гарячої фази війни до кінця 2026 - початку 2027 року. Це відкриває шлях для надходження репараційних коштів, макрофінансової допомоги на відбудову та значного обсягу прямих іноземних інвестицій - понад 15 млрд дол. США на рік. НБУ отримує можливість різко пом'якшити монетарну політику й знижує ставку до однозначних значень - нижче 9,0%. Повноцінно відновлюється робота всіх портів, що значно знижує вартість фрахту та страхування. Індекс жорсткості екзогенних обмежень швидко падає до історично нормальних значень - нижче 0,5. У таких умовах докорінна зміна середовища спровокує масову розморозку відкладених капітальних інвестицій. Страх втрат, характерний для воєнних років, швидко поступиться місцем іншому упередженню - страху упущеної вигоди. На цьому етапі висока якість корпоративного управління, особливо наявність незалежних комітетів з ризиків, відіграватиме вже зовсім іншу роль. Вона буде потрібна не для стимулювання розвитку, а навпаки - для стримування керівників від надмірно агресивного та ейфоричного нарощування боргу на хвилі повоєнного оптимізму. Компанії, що зуміють витримати баланс і впровадять жорсткі стандарти сталого розвитку, отримають доступ до найдешевшого європейського інституційного капіталу й досягнуть еталонних показників стійкості - понад 0,90.

Щоб подолати наслідки макроекономічних шоків і перевести компанії із зони стагнації у зону розвитку, у роботі запропоновано детальні алгоритми операційної та інвестиційної трансформації. Усі вони ґрунтуються на одному принципі: лише компанії з сильним корпоративним управлінням здатні ухвалити ці раціональні, хоча й капіталомісткі, рішення.

Перший алгоритм передбачає цифрову перебудову виробництва та масштабування технологій точного землеробства. На відміну від реактивного скорочення витрат, цей підхід формує проактивну траєкторію адаптації: підприємство зменшує фізичні обсяги внесення добрив і засобів захисту рослин, підвищує точність виробничих рішень та зберігає потенціал урожайності. Детальні розрахунки економічного ефекту цього напряму наведено у підрозділі 3.1. У межах сценарного прогнозування його доцільно розглядати як один із ключових інструментів підвищення індексу динамічної адаптивності (IAD) та таксономічного коефіцієнта стійкості (Kt).

Другим алгоритмом є перебудова системи живлення рослин, інтегроване управління поживними речовинами та використання органіки. За постійного цінового шоку на ринку енергоносіїв, що є сировиною для виробництва азотних добрив, та зростання логістичних витрат, скорочення внесення синтетичних мінеральних добрив стало незворотною тенденцією. Це створює ризики поступової деградації родючості українських ґрунтів. Водночас перехід на збалансоване органічне живлення виступає потужним стабілізатором операційної маржі та інструментом кліматичної стійкості. Алгоритм передбачає запровадження плану інтегрованого управління поживними речовинами на рівні кожного агрохолдингу. Він відходить від моделі виключно хімічного підживлення: базовий обсяг синтетичного азоту замінюється продуктами переробки - переробленим гноєм, компостами та сидератами разом - із розширенням посівів бобових культур. Синтетичні препарати, зокрема повільновивільнювані з інгібіторами нітрифікації, застосовуються лише для точкової корекції виявлених дефіцитів у період вегетації. Економічна ефективність такого підходу є суттєвою.

Традиційна хімічна система живлення (норма внесення - 0,3 тонни комплексного мінерального добрива NPK 16:16:16 на гектар) обходиться аграрію приблизно у 202 дол. США на гектар. Альтернативна органічна система (7 тон звичайного гною на гектар) потребує лише 38 дол. США на

гектар. Окремо доцільно порівняти вартість діючої речовини - азоту. Один кілограм азоту в синтетичних добривах, зокрема в аміачній селітрі чи карбамідно-аміачній суміші, коштує фермеру 13-1,6 дол. США, а в комплексному NPK перевищує 4 дол. США за кілограм. Натомість один кілограм азоту в органічних добривах коштує всього 0,49 дол. США. Гранульовані органічні добрива є дорожчими - близько 5,1 дол. США за кілограм, оскільки потребують промислової переробки, сушіння та фасування. Водночас вони є значно зручнішими для транспортування на великі відстані. Біохімічна ефективність органічних добрив часто недооцінюється. Внесення семи тон органічних добрив на гектар забезпечує надходження до ґрунту 77 кг азоту, 56 кг фосфору та 35 кг калію. За вмістом азоту й фосфору це перевищує показники стандартної норми внесення хімічного добрива NPK, яка забезпечує по 48 кг кожної діючої речовини. Крім того, поєднання органічних добрив з ґрунтовими датчиками в системі інтегрованого живлення підвищує загальний коефіцієнт засвоєння елементів живлення до 80-89%, що зменшує їх втрати через вимивання у підземні води та викиди парникових газів. На макроекономічному рівні підтримка оптимального рівня живлення рослин дає змогу уникнути зниження врожайності щонайменше на 4-5%, яке є практично неминучим у разі подальшого скорочення внесення добрив без належної компенсації органічними джерелами поживних речовин. Це забезпечить збереження 0,91-1,14 млрд дол. США експортної валютної виручки щороку, що відповідає збереженню приблизно 0,5-0,6% ВВП України (за показниками 2023 року).

Третім алгоритмом є автономізація логістики та інфраструктурний захист. Для подолання таких зовнішніх обмежень, як військові блокади морських портів або непередбачувані ускладнення на сухопутних кордонах із ЄС (зокрема страйки перевізників), компаніям необхідно докорінно змінити підхід до управління ланцюгами постачання. Логістика має перейти з категорії звичайних операційних витрат, які механічно скорочуються в кризу, у

категорію стратегічних капітальних інвестицій у забезпечення стійкості бізнес-моделі.

Першим кроком є зменшення залежності від вагонного парку АТ «Укрзалізниця» та приватних операторів у періоди пікового попиту. Ефективність такої стратегії підтверджує приклад ІМС, коефіцієнт стійкості якої становив 0,6929. Компанія інвестувала близько 22 млн дол. США у формування власного парку з 300 сучасних зерновозів, що значно знизило питомі витрати на тонно-кілометр транспортування продукції.

Другим кроком є розбудова мультимодальних експортних кластерів. Йдеться про створення власних перевантажувальних терміналів на сухопутних залізничних кордонах із європейською вузькою колією та розширення потужностей у Дунайському кластері. Наприклад, Kernel і Nibulon, реалізувавши проєкт «Бессарабська» вартістю 22,5 млн дол. США завдяки ефективному корпоративному управлінню змогли переорієнтувати капітальні інвестиції на розвиток дунайської інфраструктури. Це не лише забезпечило відновлення їхніх експортних потоків, а й дало змогу окупити інвестиції менш ніж за один рік.

Третій крок полягає в розширенні власних потужностей зі зберігання продукції. Йдеться про будівництво нових технологічних силосів та сучасних зерносховищ з використанням державних компенсаційних механізмів. Це дає змогу підприємству самостійно управляти товарними запасами - притримувати зерно під час логістичних збоїв і реалізовувати продукцію в періоди пікових світових цін. У такий спосіб компанія уникає вимушеного продажу продукції зі значним дисконтом одразу після збору врожаю, коли відчувається дефіцит ліквідності.

Впровадження описаних алгоритмів - точне землеробство, переробка органічної сировини, логістична автономія - потребує значних початкових капіталовкладень. Водночас обов'язковою вимогою для збереження фінансової стабільності є те, щоб ці інвестиції не призводили до виснаження власного

оборотного капіталу підприємства. Тому оптимальною поведінковою стратегією для компаній із високою якістю корпоративного управління є продумане поєднання різних фінансових інструментів, що максимізує використання зовнішніх стимулів і субсидій, зберігаючи частку власного фінансування на безпечному рівні 20-30%.

Фінансування запропонованих алгоритмів має ґрунтуватися на поєднанні субсидованих кредитів, грантового співфінансування, державних компенсацій та міжнародних кредитних гарантій. У сценарному прогнозі ці інструменти виконують не самостійну, а допоміжну функцію: вони знижують тиск на власний оборотний капітал підприємств і дають змогу реалізувати капіталомісткі заходи без погіршення ліквідності.

При формуванні сценаріїв розвитку аграрного сектору необхідно врахувати наступне, за для забезпечення ефективної діяльності підприємство повинно подолати внутрішній опір, зумовлений когнітивними упередженнями.

Тому одночасно з поданням інвестиційних заявок підприємство має здійснити структурну перебудову системи корпоративного управління. Це передбачає чіткий розподіл повноважень між головою ради та керівником підприємства, включення до складу ради незалежних директорів і експертів із різних галузей, а також упровадження міжнародних стандартів звітності зі сталого розвитку. Така інституційна трансформація не лише підвищить якість управлінських рішень і мінімізує ризик панічних реакцій на зовнішні шоки, а й стане позитивним сигналом для міжнародних кредиторів та інвесторів. Прозорість діяльності й наявність надійних корпоративних фільтрів підтверджуватимуть раціональність управління, що, своєю чергою, сприятиме здешевленню залучення як боргового, так і акціонерного капіталу на міжнародних фінансових ринках.

Інституційний чинник є визначальним для забезпечення стійкості підприємства. Результати емпіричного моделювання підтверджують, що виживання, фінансова стабільність і здатність до розвитку агропромислових

підприємств у турбулентний період 2026-2029 років визначаються не масштабами операційної діяльності чи розміром земельного банку, а насамперед якістю корпоративного управління. Поширене уявлення про те, що великі масштаби діяльності автоматично забезпечують стійкість підприємства, не знаходить емпіричного підтвердження: великі компанії зі слабкими інститутами корпоративного управління можуть втрачати стійкість швидше, ніж середні підприємства, здатні до своєчасної адаптації. Саме висока якість корпоративного управління виступає ключовим чинником стійкості, оскільки забезпечує ефективне поглинання зовнішніх шоків - інфляції, девальвації, логістичних обмежень і блоkad - та запобігає ухваленню емоційних і економічно необґрунтованих управлінських рішень.

Розшарування корпоративного сектору. Підприємства, які системно інвестували час та ресурси у впровадження незалежного міжнародного аудиту, розмежування функцій голови ради і керівника, у регулярний інтенсивний моніторинг з боку різноманітної за складом ради директорів, демонструють здатність перетворювати макроекономічні кризи у стратегічні можливості розвитку. Насамперед це стосується великих компаній - ІМС, Kernel, Astarta, - для яких розрахований коефіцієнт стійкості перевищує 0,57. Замість реактивного згорання діяльності ці підприємства ухвалюють виважені управлінські рішення та спрямовують значні інвестиційні ресурси на розвиток власної логістичної інфраструктури, технологічну модернізацію й підвищення операційної автономності.

На протилежному полюсі перебувають компанії зі слабким, номінальним корпоративним управлінням, зокрема Agroton чи KSG Agro, коефіцієнт стійкості яких становить 0,40-0,42. Для таких підприємств характерними є переважання короткострокових реакцій на кризу, хронічне недоінвестування капітальних вкладень та поступова втрата конкурентних позицій порівняно з більш адаптивними учасниками ринку.

Технологічна модернізація приносить вимірюваний економічний ефект. Відмова від реактивних стратегій виживання на користь розвитку, зокрема через широке впровадження точного землеробства і повного переходу на органічне живлення рослин, забезпечує відчутний економічний ефект. Використання органічних добрив замість традиційних мінеральних дає змогу знизити витрати на живлення одного гектара зі 202 до 38 дол. США, водночас забезпечуючи надходження до ґрунту більших обсягів азоту й фосфору. Паралельне впровадження точного землеробства гарантує понад 100 дол. США на гектар чистого додаткового прибутку за рахунок зростання врожайності на 10-12%. У макроекономічному вимірі ці кроки можуть приносити національній економіці до 2,4 млрд дол. США щорічного прибутку, що еквівалентно 1,3% ВВП.

Крім того, застосування інтегрованих систем живлення рослин сприятиме збереженню понад 1,14 млрд дол. США експортної валютної виручки щороку завдяки запобіганню деградації родючості ґрунтів.

Отже, результати сценарного прогнозування на 2026-2029 роки свідчать, що підприємства з високим індексом індивідуального порогу чутливості зберігають траєкторію відновлення навіть за несприятливих макроекономічних умов.

Натомість підприємства зі слабким корпоративним управлінням залишаються в зоні ризику виживання або паніки. Реалізація запропонованих алгоритмів потребує фінансово-інституційної узгодженості: поєднання власних бізнес-планів підприємств із державними програмами компенсації, міжнародними грантами та субсидованим довгостроковим кредитуванням.

Висновки до розділу 3

Обґрунтовано перспективні напрями мінімізації витрат агропромислових підприємств. Доведено, що в умовах екстремальних шоків

одним з напрямів зменшення фінансових витрат та підвищення врожайності є запровадження інноваційних технологій точного землеробства. Проведені розрахунки засвідчили, що впровадження означених технологій дає щонайменше 100 дол. США додаткового прибутку з гектара, підвищує врожайність на 10-12 %, а інвестиції в обсязі 48-72 дол. США/га окуповуються менш ніж за рік. За умови впровадження технологій точного землеробства на площі 3,8 млн га додатковий прибуток може становити близько 380 млн дол. США, тоді як повне охоплення зерново-олійного сектору забезпечить до 2,4 млрд дол. США додаткового прибутку, що відповідає приблизно 1,3 % валового внутрішнього продукту України за 2023 рік. На відміну від наявних підходів, які ґрунтуються переважно на використанні грантового фінансування, запропоновано комплексний механізм поєднання пільгового кредитування, субсидованих грантів (до 70 % вартості обладнання, а у прифронтових регіонах до 80 %) та співфінансування з боку самих підприємств. Крім того, доведено економічну недоцільність скорочення витрат шляхом зменшення обсягів внесення добрив. Натомість обґрунтовано доцільність застосування технологій точкового внесення та інтегрованих систем органічного живлення рослин.

Запропоновано модель корпоративної поведінки підприємства, яка описує причинно-наслідковий ланцюг «зовнішній шок - корпоративний фільтр - паніка керівника - фінансові рішення». Визначено, що корпоративна біхевіорисика не є проявом повної ірраціональності фінансового управління, а відображає вплив поведінкових чинників у межах інституційних обмежень підприємства. У межах запропонованої моделі вдосконалено індекс якості корпоративного управління, шляхом включення до його складу поведінкових і динамічних компонентів, зокрема показників гендерної та професійної різноманітності ради директорів, частоти проведення засідань, розмежування повноважень керівника і голови ради, а також рівня захисту дрібних акціонерів. На основі цього індексу вперше розроблено динамічний індекс

індивідуального порогу чутливості, який дає змогу кількісно оцінити граничний рівень зовнішнього шоку, за якого підприємство зберігає здатність до раціонального ухвалення фінансових рішень.

Обґрунтовано консолідований макроекономічний прогноз ключових макроекономічних індикаторів України як основу розрахунку індексу екзогенних обмежень (ІЕО) та розроблено сценарний прогноз макроекономічного середовища до 2029 року. Встановлено, що за базовим сценарієм повільне зростання валового продукту у 2025-2026 роках поступово змінюється прискоренням економічного розвитку до 3-4 % у 2027-2029 роках, інфляція знижується з 8 % до 5 %, облікова ставка НБУ - з 15,5 % до 9 %, а частка одеських портів у загальному обсязі перевалки вантажів зростає до 85 %. Прогнозна динаміка індексу жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) відображає поступове відновлення макроекономічного середовища: після досягнення екстремального значення 3,01 у 2022 році він знизився до 1,80 у 2025-му, а за базовим сценарієм поступово скоротиться до 1,00 у 2029 році. При цьому найбільш тривалий стримувальний вплив зберігатиме логістично-експортний канал, тоді як послаблення монетарного та інфляційного тиску, а також нарощування міжнародних резервів стануть основними чинниками зниження рівня екзогенних обмежень. На основі економіко-математичного моделювання впливу якості корпоративного управління емпірично підтверджено, що агропромислові підприємства з високою якістю управління мали поріг чутливості близько 3,07-3,21, що перевищує екстремальний шок 2022 року (3,01). Це дало їм змогу уникнути панічних управлінських реакцій, зберегти інвестиційну активність і продовжити реалізацію програм розширеного відтворення. Водночас агропромислові підприємства зі слабкими інститутами корпоративного управління мали поріг нижчий за рівень шоку, що спонукало їх до прийняття необґрунтованих фінансових рішень, та зниженню рівня корпоративної стійкості. Сформульовано алгоритми переходу агропромислових підприємств від моделі панічного виживання до моделі

сталого розвитку. Запропоновані алгоритми передбачають удосконалення системи корпоративного управління шляхом запровадження незалежних наглядових рад, комітетів з управління ризиками, забезпечення гендерної та професійної різноманітності складу рад директорів, проведення обов'язкового незалежного аудиту, впровадження звітності зі сталого розвитку, а також реалізацію стратегічних інвестицій у технології точного землеробства, відновлювану енергетику та розвиток власної логістичної інфраструктури.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі розв'язано важливе науково-прикладне завдання - обґрунтовано та розроблено поведінкові моделі корпоративних фінансів підприємств агропромислового сектору України в умовах екзогенних шоків, зокрема воєнних, логістичних та макрофінансових. Узагальнення одержаних результатів дає підстави для таких висновків.

1. На основі узагальнення сучасних теоретичних підходів вітчизняних і зарубіжних дослідників та критичного аналізу еволюції концепцій поведінкових фінансів обґрунтовано доцільність трактування поведінкових корпоративних фінансів не як сукупності управлінських помилок, а як багаторівневої системи, у межах якої взаємодіють три ключові компоненти: зовнішній тиск, корпоративні інститути та індивідуальні характеристики керівника. У такій системі корпоративне управління виконує функцію фільтра, що послаблює або підсилює вплив поведінкових чинників на фінансові рішення підприємства. Порівняльний аналіз зарубіжних і українських підходів засвідчив, що традиційний для західних моделей акцент на надмірній самовпевненості керівника як домінантному поведінковому викривленні не відображає специфіки функціонування українських підприємств у воєнний період. В умовах високої невизначеності та екзогенних шоків провідним поведінковим чинником стає страх втрат, який стримує інвестиційну активність і зумовлює підвищену схильність до консервативних рішень. Уточнення цього базового припущення створило методологічне підґрунтя для подальших теоретичних узагальнень і розроблення інструментарію оцінювання поведінкових реакцій підприємств.

2. З метою розмежування управлінських рішень, зумовлених об'єктивними зовнішніми обмеженнями, та рішень, сформованих під впливом поведінкових чинників, у дисертаційній роботі введено та обґрунтовано поняття коридору допустимих фінансових рішень. Запропонований підхід має

не описовий, а критеріальний характер, оскільки дає змогу аналітично визначити межі, у яких управлінські дії можуть вважатися вимушеними або поведінково зумовленими. Показано, що рух уздовж меж коридору, спричинений дією зовнішніх обмежень, відображає вимушені рішення, тоді як стійке відхилення всередині коридору свідчить про наявність поведінкових реакцій керівника. Такий підхід усуває поширену методологічну помилку, коли будь-які зміни фінансової політики підприємства в умовах кризи автоматично інтерпретуються як прояви ірраціональності. Запровадження коридору допустимих фінансових рішень забезпечує більш точне й обґрунтоване трактування управлінської фінансової поведінки в умовах високої невизначеності.

3. Для кількісного оцінювання сили екзогенного впливу на підприємства аграрного сектору в дисертаційній роботі розроблено індекс жорсткості зовнішніх обмежень, який інтегрує п'ять ключових напрямів тиску: монетарно-кредитний, валютний, ціновий та інфляційний, стан фінансових резервів держави і параметри експортної логістики. Узагальнення цих показників у єдиному індексі забезпечує можливість комплексного вимірювання зовнішнього середовища, у якому формуються управлінські рішення підприємств. Визначальною особливістю запропонованого індексу є включення логістичних обмежень експорту, які відсутні у чинних в Україні індикаторах фінансового стресу, орієнтованих переважно на моніторинг банківської системи. Для аграрних підприємств, діяльність яких критично залежить від функціонування портів і транспортних коридорів, саме логістичний компонент є ключовим фактором виживання. Це забезпечує вищу чутливість індексу до реальних умов господарювання та підвищує його аналітичну цінність у періоди кризових потрясінь.

4. У дисертаційній роботі здійснено оцінювання якості корпоративного управління на основі удосконаленого індексу, структуру якого розширено з чотирьох до восьми складових. До індикатора включено

додаткові елементи, що характеризують склад і функціонування ради директорів, розподіл повноважень керівника, а також рівень захисту прав дрібних акціонерів. Розширення індексу забезпечує більш комплексне відображення реальних управлінських процесів на підприємстві. Показано, що така структура індексу дає змогу оцінювати не лише формальну наявність процедур корпоративного управління, а й фактичну здатність системи стримувати непродумані або імпульсивні управлінські рішення, які можуть виникати під впливом зовнішнього тиску чи поведінкових упереджень керівника. Це підвищує аналітичну точність оцінювання корпоративної стійкості та ефективності механізмів контролю.

5. Центральним методичним результатом дисертаційної роботи є розроблення індексу індивідуального порогу чутливості керівника підприємства, який уперше адаптовано до корпоративного рівня. Якщо раніше подібні індикатори застосовувалися переважно для аналізу поведінки окремих інвесторів, то запропонований підхід дає змогу кількісно визначати межу, за якою система корпоративного управління втрачає здатність нейтралізувати поведінкові упередження менеджменту. Індекс дає змогу завчасно ідентифікувати ризик переходу підприємства від раціональної моделі поведінки до панічної, що є критично важливим у періоди високої невизначеності та зовнішнього тиску. Отримані результати також спростовують поширене припущення про те, що значний обсяг активів автоматично забезпечує стійкість бізнесу: показано, що поведінкові чинники можуть нівелювати ефект масштабу та призводити до деструктивних управлінських рішень незалежно від розміру підприємства.

6. Емпірична перевірка запропонованої моделі на вибірці із семи агрохолдингів підтвердила її практичну придатність та аналітичну надійність. Встановлено, що підприємства з високою якістю корпоративного управління характеризувалися індивідуальним порогом чутливості в межах 3,07-3,21, що перевищувало рівень зовнішнього шоку 2022 року (3,01). Це забезпечило

збереження інвестиційної активності та відсутність переходу до деструктивних управлінських реакцій. Натомість підприємства зі слабкими управлінськими інститутами мали поріг чутливості, нижчий за рівень шоку, що зумовило перехід до панічної економії, скорочення інвестицій та використання фінансових маніпуляцій. Для оцінювання кінцевого стану підприємств удосконалено таксономічний метод Хельвіга шляхом доповнення його показниками фінансової стабільності та адаптивності структури земельного банку. Це дало змогу сформулювати типологію поведінкових реакцій підприємств у кризових умовах, виокремивши три групи: ті, що відновлюються, ті, що виживають, та ті, що демонструють панічні реакції. Отримані результати підтверджують валідність моделі та її здатність відображати реальні механізми поведінкової адаптації бізнесу.

7. У дисертаційній роботі вперше для вітчизняної практики здійснено кількісне оцінювання економічних втрат, зумовлених нераціональною поведінкою підприємств, шляхом співвіднесення їхніх реакцій із часткою аграрного сектору у валовому внутрішньому продукті. Розрахунки показали, що за умови збереження максимальної частки сектору, зафіксованої у 2021 році (10,89 %), обсяг валового продукту у 2023 році міг бути на 7,1-11,4 млрд дол. США більшим. Сукупні втрати за період 2019-2023 рр. перевищили 37,6 млрд дол. США. Отримані результати дозволили вперше встановити прямий зв'язок між поведінковими реакціями окремих підприємств і макроекономічними втратами країни, що підкреслює системний характер впливу управлінських рішень на економічну динаміку в умовах кризових потрясінь. Це формує підґрунтя для подальшого розвитку методів оцінювання поведінкових фінансових ризиків та їх урахування в економічній політиці.

8. Важливим практичним результатом дисертаційної роботи є кількісна оцінка ефективності альтернативних стратегій поведінки підприємств в умовах високої невизначеності. Розрахунки показали, що

впровадження технологій точного землеробства забезпечує щонайменше 100 дол. США додаткового доходу з гектара, а за умови повного охоплення зерново-олійного сектору потенційний приріст може становити до 2,4 млрд дол. США на рік. Перехід до систем органічного удобрення здатний зберегти до 1,14 млрд дол. США виручки, а модернізація логістичної інфраструктури - понад 0,5 млрд дол. США. Сукупний економічний ефект від реалізації зазначених стратегій оцінюється на рівні 3,8-4,0 млрд дол. США на рік, що відповідає приблизно 2,3 % валового внутрішнього продукту. Для забезпечення можливості впровадження таких заходів запропоновано комбіновану модель фінансування, яка поєднує пільгові кредити, грантові програми та власні кошти підприємств, що робить ці стратегії доступними не лише для великих агрохолдингів, а й для малих і середніх виробників.

9. Завершальним етапом дисертаційної роботи стала розробка сценарних прогнозів впливу макроекономічного тиску і корпоративної стійкості на фінансовий стан агропромислових підприємств. Означені прогнози на період - до 2029 року, побудовані з урахуванням динаміки макроекономічних параметрів та очікуваного послаблення зовнішнього тиску. Прогноз передбачає поступове відновлення економічної активності: прискорення темпів зростання ВВП до 3-4 %, зниження інфляції з 8 % до 5 %, а також зменшення облікової ставки з 15,5 % до 9 %. Такі зміни формують передумови для переходу підприємств із зони панічного виживання до зони стабільного розвитку. Для забезпечення цього переходу обґрунтовано комплекс управлінських та інвестиційних заходів, зокрема: формування незалежних наглядових рад, створення комітетів з ризиків, дотримання гендерних квот, запровадження обов'язкового аудиту та звітності зі сталого розвитку, а також впровадження заходів, щодо розширеного відтворення, інвестування у інноваційні технології точного землеробства, відновлювану енергетику, а також - у власну логістичну інфраструктуру, навіть у періоди шоків. Запропонована методика прогнозування та оцінювання стійкості є

практично придатною для фінансових директорів, наглядових рад, профільних органів державної влади, включно з відповідним міністерством і Національним банком України, а також для міжнародних фінансових інституцій під час визначення умов підтримки відбудови та розвитку аграрного сектору України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Advances in Behavioral Economics / ed. by C. F. Camerer, G. Loewenstein, M. Rabin. Princeton : Princeton University Press, 2004. 768 p.
2. Annual Report and Consolidated Financial Statements of Astarta Holding N.V. for 2018-2024. Amsterdam : Astarta Holding N.V., 2018-2024. URL: <https://astartaholding.com> (дата звернення: 30.05.2026).
3. Annual Report and Consolidated Financial Statements of IMC S.A. for 2018-2024. Luxembourg : IMC S.A., 2018-2024. URL: <https://www.imcagro.com.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
4. Annual Report and Consolidated Financial Statements of Kernel Holding S.A. for FY2018-FY2024. Luxembourg : Kernel Holding S.A., 2018-2024. URL: <https://www.kernel.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
5. Annual Report and Financial Statements of Agroton Public Limited for 2018-2024. Nicosia : Agroton Public Limited, 2018-2024. URL: <https://www.agroton.com.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
6. Annual Report and Financial Statements of KSG Agro S.A. for 2018-2024. Luxembourg : KSG Agro S.A., 2018-2024. URL: <https://ksgagro.com> (дата звернення: 30.05.2026).
7. Annual Report and Financial Statements of Ukrproduct Group Ltd for 2018-2024. London : Ukrproduct Group Ltd, 2018-2024. URL: <https://www.ukrproduct.com> (дата звернення: 30.05.2026).
8. Bai Y., Li X. The impact of digital finance on farmers' consumption decisions: an analysis based on the moderating effect of risk preference. *International Review of Financial Analysis*. 2025. Vol. 98. Art. 102910. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.102910>
9. Baker M., Ruback R. S., Wurgler J. Behavioral corporate finance: a survey. *Handbook of Empirical Corporate Finance* / ed. by B. Espen Eckbo. Amsterdam : Elsevier, 2007. P. 145-186. DOI: <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50018-4>

10. Baker M., Wurgler J. A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59, No. 3. P. 1125-1165.
11. Baker M., Wurgler J. Behavioral corporate finance: an updated survey. *Handbook of the Economics of Finance* / ed. by G. M. Constantinides, M. Harris, R. M. Stulz. Amsterdam : Elsevier, 2013. Vol. 2, Part A. P. 357-424. DOI: <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00005-7>
12. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*. 2002. Vol. 57, No. 1. P. 1-32. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
13. Barberis N. Thirty years of prospect theory in economics: a review and assessment. *Journal of Economic Perspectives*. 2013. Vol. 27, No. 1. P. 173-196. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.27.1.173>
14. Barberis N., Shleifer A., Vishny R. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 49, No. 3. P. 307-343. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
15. Barberis N., Thaler R. A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance* / ed. by G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz. Amsterdam : Elsevier, 2003. Vol. 1, Part B. P. 1053-1128. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01027-6](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01027-6)
16. Behrens T. Corporate Governance Protective Filter : dissertation. Berlin : Freie Universität Berlin, 2021. 306 p.
17. Ben-David I., Graham J. R., Harvey C. R. Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*. 2013. Vol. 128, No. 4. P. 1547-1584. DOI: <https://doi.org/10.1093/qje/qjt023>
18. Bernanke B. S., Gertler M., Gilchrist S. The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of Macroeconomics* / ed. by J. B. Taylor, M. Woodford. Amsterdam : Elsevier, 1999. Vol. 1, Part C.. 1999. Vol. 1. P. 1341-1393. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10034-X](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10034-X)

19. Betzer A., van den Bongard I., Schweder F., Theissen E., Volkmann C. All is not lost that is delayed: overconfidence and investment outcomes. *Review of Managerial Science*. 2023. Vol. 17, No. 7. P. 2297-2324. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11846-022-00578-w>
20. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the behavior of others: conformity, fads, and informational cascades. *Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12, No. 3. P. 151-170.
21. Consolidated Financial Statements and Management Report of AgroGeneration S.A. for 2018-2024. Paris : AgroGeneration, 2019-2024. URL: <https://agrogeneration.com/reports> (дата звернення: 30.05.2026).
22. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A. Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*. 1998. Vol. 53, No. 6. P. 1839-1885. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
23. De Bondt W. F. M., Thaler R. Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40, No. 3. P. 793-805. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
24. De Long J. B., Shleifer A., Summers L. H., Waldmann R. J. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*. 1990. Vol. 98, No. 4. P. 703-738.
25. Depletion of Ukraine's soils threatens long-term global food security: scenario analysis of integrated nutrient management / S. Medinets et al. Wallingford : UK Centre for Ecology & Hydrology, 2025. URL: <https://www.ceh.ac.uk> (дата звернення: 30.05.2026).
26. Digital technologies in the grain sector of Ukraine / D. Prikhodko et al. FAO Investment Centre Country Highlights, No. 18. Rome : FAO, 2022. URL: <https://www.fao.org/3/cc1600en/cc1600en.pdf> (дата звернення: 30.05.2026).
27. Environmental Quality Incentives Program (EQIP) : Conservation Practices for Manure Management / Natural Resources Conservation Service. Washington, D.C. : U.S. Department of Agriculture, 2024. URL:

<https://www.nrcs.usda.gov/programs-initiatives/equip-environmental-quality-incentives> (дата звернення: 30.05.2026).

28. Fama E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. 1970. Vol. 25, No. 2. P. 383-417.

29. Fama E. F. Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. 46, No. 5. P. 1575-1617.

30. Farmers in Ukraine to Benefit from World Bank Support : Ukraine Agriculture Recovery Inclusive Support Emergency (ARISE) Project. Washington, D.C. : The World Bank, 2023. URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/10/30/farmers-in-ukraine-to-benefit-from-world-bank-support> (дата звернення: 30.05.2026).

31. Heaton J. B. Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*. 2002. Vol. 31, No. 2. P. 33-45. DOI: <https://doi.org/10.2307/3666221>

32. Hirshleifer D. Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*. 2001. Vol. 56, No. 4. P. 1533-1597. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00379>

33. Irimia-Diéguez A., Velicia-Martín F., Aguayo-Camacho M. Predicting fintech innovation adoption: the mediator role of social norms and attitudes. *Financial Innovation*. 2023. Vol. 9. Art. 36. DOI: <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00434-6>

34. Janis I. L. Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes. 2nd ed. Boston : Houghton Mifflin, 1982. 351 p.

35. Jumpstart : Mono-Manure Digestion Initiative of FrieslandCampina / HoSt Bioenergy. Wageningen, 2023. URL: <https://www.host-bioenergy.com> (дата звернення: 30.05.2026).

36. Kahneman D. Thinking, fast and slow. New York : Farrar, Straus and Giroux, 2011. 499 p.

37. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*. 1979. Vol. 47, No. 2. P. 263-291.

38. Keynes J. M. The General Theory of Employment, Interest, and Money. London : Macmillan, 1936. 384 p.
39. Khanal A. R., Omobitan O. Rural finance, capital constrained small farms, and financial performance: findings from a primary survey. *Journal of Agricultural and Applied Economics*. 2020. Vol. 52, No. 2. P. 288-307. DOI: <https://doi.org/10.1017/aae.2019.45>
40. Ladrón de Guevara Cortés R., Tolosa L. E., Rojo M. P. Prospect theory in the financial decision-making process: an empirical study of two Argentine universities. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 2023. Vol. 28, No. 55. P. 116-133. DOI: <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2021-0272>
41. Leepipatpiboon P., Castrovillari C., Mineyama T. Macroeconomic Shocks and Conflict. IMF Working Paper WP/23/68. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2023. 40 p.
42. Lemishko O. Formation of analytical tools of capital reproduction in the agricultural sector of Ukraine. *Agricultural and Resource Economics*. 2020. Vol. 6, No. 3. P. 64-79. DOI: <https://doi.org/10.51599/are.2020.06.03.04>
43. Lemishko O. Modelling of endogenous factors impacting the efficiency of the aggregate capital in Ukraine's agriculture. *Economic Annals-XXI*. 2018. Vol. 170, No. 3-4. P. 10-14. DOI: <https://doi.org/10.21003/ea.V170-02>
44. Lemishko O. Tax policy tools used to stimulate agriculture: their implementation and effectiveness. *Economic Annals-XXI*. 2017. Vol. 167, No. 9-10. P. 18-22. DOI: <https://doi.org/10.21003/ea.V167-04>
45. Lemishko O. The transformative impact of financial technology on behavioral finance. *The Economic Bulletin of Donbass*. 2024. No. 4 (78). P. 56-63. DOI: [https://doi.org/10.12958/1817-3772-2024-4\(78\)-56-63](https://doi.org/10.12958/1817-3772-2024-4(78)-56-63)
46. Lemishko O., Shevchenko N. Lending in the agricultural sector of Ukraine: challenges and solutions. *Economic Annals-XXI*. 2021. Vol. 192, No. 7-8 (2). P. 74-87. DOI: <https://doi.org/10.21003/ea.V192-07>

47. Lemishko O., Titenko Z., Shevchenko N. Behavioural economics as a tool for improving financial policy in Ukraine's agricultural sector. *Economics and Business Management*. 2025. Vol. 16, No. 3. P. 179-196. DOI: <https://doi.org/10.31548/economics/3.2025.179>
48. MainstreamBIO : Mainstreaming Small-Scale Bio-Based Solutions across Rural Europe : Horizon Europe Project No. 101059420 (2022-2025) / European Commission. Brussels, 2025. URL: <https://cordis.europa.eu/project/id/101059420> (дата звернення: 30.05.2026).
49. Malmendier U. Behavioral corporate finance. NBER Working Paper No. 25162. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2018. 60 p. DOI: <https://doi.org/10.3386/w25162>
50. Malmendier U., Tate G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*. 2005. Vol. 60, No. 6. P. 2661-2700. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
51. Malmendier U., Tate G., Yan J. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*. 2011. Vol. 66, No. 5. P. 1687-1733. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
52. Miller M. H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *Journal of Economic Perspectives*. 1988. Vol. 2, No. 4. P. 99-120. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.2.4.99>
53. Minsky H. P. The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74. Annandale-on-Hudson, NY : The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. 10 p.
54. Modigliani F., Miller M. H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*. 1961. Vol. 34, No. 4. P. 411-433.
55. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958. Vol. 48, No. 3. P. 261-297.

56. Nutrient Management and Manure Recycling : Integrated Approaches. Wallingford : UK Centre for Ecology & Hydrology (UKCEH), 2023. URL: <https://www.ceh.ac.uk> (дата звернення: 30.05.2026).
57. Odean T. Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*. 1998. Vol. 53, No. 5. P. 1775-1798. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00072>
58. OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. Paris : OECD Publishing, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>
59. Parise G., Rubin M. Green window dressing. *The Journal of Finance*. 2025. Vol. 80, No. 6. P. 3555-3588. DOI: <https://doi.org/10.1111/jofi.13499>
60. Plan Énergie Méthanisation Autonomie Azote (EMAA): Agricultural Biogas and Nitrogen Autonomy Programme / Ministère de l'Agriculture ; Ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie. Paris, 2013. 12 p. URL: http://agriculture.gouv.fr/IMG/pdf/plan_EMAA_VF_cle0ded2a.pdf (дата звернення: 30.05.2026).
61. Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*. 1986. Vol. 59, No. 2. P. 197-216. DOI: <https://doi.org/10.1086/296325>
62. Romer C. D., Romer D. H. The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy. Rethinking Stabilization Policy. Proceedings of the Economic Policy Symposium - Jackson Hole. Kansas City : Federal Reserve Bank of Kansas City, 2002. P. 11-78.
63. Rzeszutek M., Godin A., Szyszka A., Augier S. Managerial overconfidence in capital structure decisions and its link to aggregate demand: an agent-based model perspective. *PLOS ONE*. 2021. Vol. 16, No. 8. Art. e0255537. DOI: <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0255537>
64. Scharfstein D. S., Stein J. C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*. 2000. Vol. 55, No. 6. P. 2537-2564.

65. Shefrin H. Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing. Oxford : Oxford University Press, 2000. 408 p.
66. Shefrin H., Statman M. Behavioral aspects of the design and marketing of financial products. *Financial Management*. 1993. Vol. 22, No. 2. P. 123-134. DOI: <https://doi.org/10.2307/3665864>
67. Shefrin H., Statman M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. *The Journal of Finance*. 1985. Vol. 40, No. 3. P. 777-790. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
68. Shiller R. J. From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*. 2003. Vol. 17, No. 1. P. 83-104. DOI: <https://doi.org/10.1257/089533003321164967>
69. Shiller R. J. Irrational Exuberance. Princeton : Princeton University Press, 2000. 296 p.
70. Shleifer A., Vishny R. W. The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*. 1997. Vol. 52, No. 1. P. 35-55. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x>
71. Simon H. A. A Behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*. 1955. Vol. 69, No. 1. P. 99-118.
72. Simon H. A. Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review*. 1956. Vol. 63, No. 2. P. 129-138.
73. Simon H. A. Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review*. 1959. Vol. 49, No. 3. P. 253-283.
74. Statman M. Behavioral finance: finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*. 2014. Vol. 14, No. 2. P. 65-73. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2014.03.001>
75. Stein J. C. Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance* / ed. by G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz. Amsterdam : Elsevier, 2003. Vol. 1, Part P. 111-165. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9)

76. Stimulering Duurzame Energieproductie en Klimaattransitie (SDE++) : Renewable Gas Subsidy Scheme / Netherlands Enterprise Agency (RVO). The Hague : Government of the Netherlands, 2024. URL: <https://english.rvo.nl/subsidies-financing/sde> (дата звернення: 30.05.2026).
77. Sumiyana S., Hadi M. F., Pratama G. N. P. The transformative impact of financial technology on managerial overconfidence: a behavioural perspective. *Frontiers in Psychology*. 2022. Vol. 13. Art. 1008944. DOI: <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1008944>
78. Thaler R. H. Behavioral economics: past, present, and future. *American Economic Review*. 2016. Vol. 106, No. 7. P. 1577-1600. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.106.7.1577>
79. Thaler R. H., Sunstein C. R. Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness. New Haven : Yale University Press, 2008. 293 p.
80. Thaler R. Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*. 1985. Vol. 4, No. 3. P. 199-214. DOI: <https://doi.org/10.1287/mksc.4.3.199>
81. The World's First Wind-Powered Ocean Vessel's Maiden Voyage : Pyxis Ocean WindWings Results / Cargill. Minneapolis, 2024. URL: <https://www.cargill.com/2024/first-wind-powered-ocean-vessel-maiden-voyage> (дата звернення: 30.05.2026).
82. Tversky A., Kahneman D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*. 1974. Vol. 185, No. 4157. P. 1124-1131. DOI: <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
83. Tversky A., Kahneman D. Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model. *The Quarterly Journal of Economics*. 1991. Vol. 106, No. 4. P. 1039-1061.
84. Tversky A., Kahneman D. The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*. 1981. Vol. 211, No. 4481. P. 453-458. DOI: <https://doi.org/10.1126/science.7455683>

85. UK Aid to Ukraine : Rapid Review. London : Independent Commission for Aid Impact (ICAI), 2024. URL: <https://icai.independent.gov.uk/review/uk-aid-to-ukraine/> (дата звернення: 30.05.2026).
86. Wang H., Li J., Chen Y. Farmers' risk attitudes, borrowing behavior, and agricultural production decisions: evidence from southwestern China. *Frontiers in Sustainable Food Systems*. 2026. Vol. 10. Art. 1784380. DOI: <https://doi.org/10.3389/fsufs.2026.1784380>
87. Women in Governance: Diversity, Inclusion, and Beyond in Supervisory Boards / Deloitte Ukraine, Women on Boards Ukraine. Київ, 2026. URL: <https://www.deloitte.com/ua/en/about/press-room/gender-diversity-supervisory-boards-ukraine-corporate-landscape.html> (дата звернення: 30.05.2026).
88. World Economic Outlook : Ukraine Country Data / International Monetary Fund. Washington, D.C., 2025. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO> (дата звернення: 30.05.2026).
89. Wuepper D., Bukchin-Peles S., Just D., Zilberman D. Behavioral agricultural economics. *Applied Economic Perspectives and Policy*. 2023. Vol. 45, No. 4. P. 2094-2105. DOI: <https://doi.org/10.1002/aepp.13343>
90. Yara Birkeland : The World's First Zero-Emission Autonomous Container Ship / Yara International. Oslo, 2025. URL: <https://www.yara.com/knowledge-grows/game-changer-for-the-environment/> (дата звернення: 30.05.2026).
91. Zhao Y., Wang J. The impact of financial resilience on farmers' entrepreneurial decision-making. *Humanities and Social Sciences Communications*. 2025. Vol. 12. Art. 1456. DOI: <https://doi.org/10.1057/s41599-025-05895-5>
92. Аграрний експорт України : аналітичні матеріали / Міністерство аграрної політики та продовольства України. Київ, 2024. URL: <https://minagro.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).

93. Багорка М., Юрченко Н. Когнітивні викривлення у прийнятті рішень щодо купівлі товарів та послуг: невидимі сили на ринку. *Економіка та суспільство*. 2024. № 53. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-53-5>
94. Бахчиванжи Л. А., Богач В. М. Роль інституційних трансформацій у формуванні фінансового потенціалу аграрних підприємств у воєнний і повоєнний періоди. *Економіка харчової промисловості*. 2024. Т. 16, Вип. 1. С. 55-61. URL: <http://jnas.nbu.gov.ua/article/UJRN-0001504796> (дата звернення: 30.05.2026).
95. Білоченко А. М. Кредитування аграрного сектору України в умовах війни. *Економіка та суспільство*. 2023. Вип. 48. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-3>
96. Біляк Ю. В. Моделі фінансової поведінки суб'єктів господарювання в аграрному секторі в умовах конфліктів інтересів. *Сучасні питання економіки і права*. 2020. Вип. 2. С. 9-20. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Sper_2020_2_3 (дата звернення: 30.05.2026).
97. Біляк Ю. В. Моделювання фінансової поведінки суб'єктів господарювання в умовах економічних конфліктів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2026. № 9. С. 210-218. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2026.9.210>
98. Біляк Ю. В. Фінансова поведінка аграрних підприємств: типологія стратегій і вплив на фінансову безпеку. *Інвестиції: практика та досвід*. 2025. № 15. С. 139-144. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2025.15.139>
99. Богодюк О. Розвиток приватного інвестиційного ринку України: роль заощаджень та цифрових фінансових інструментів. *Вчені записки Університету «КРОК»*. 2026. № 1 (81). С. 143-148. DOI: <https://doi.org/10.31732/2663-2209-2026-81-143-148>
100. Бондаренко С. М., Копа С. О. Управління джерелами фінансування сільськогосподарських підприємств. *Економіка та суспільство*. 2025. Вип. 74. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-74-88>

101. Валовий внутрішній продукт України : статистична інформація / Державна служба статистики України. Київ, 2024. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
102. Вдовенко Н. М., Діброва А. Д. Трансформаційні аспекти біхевіористичних фінансів у системі державного регулювання рибного господарства України та в умовах кризових викликів. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука». Серія: «Економічні науки»*. 2025. Т. 1, № 11 (103). С. 45-52. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2025-11-11559>
103. Вдовенко Н. М., Лемішко О. О., Бондаренко В. М. Трансформація біхевіористичних корпоративних фінансів для формування організаційно-економічного механізму забезпечення транспортного обслуговування виробників сільськогосподарської продукції. *Modeling the development of the economic systems*. 2025. № 3. С. 261-265. DOI: <https://doi.org/10.31891/mdes/2025-17-34>
104. Горват Т., Дуб М. Когнітивні упередження: сутність та вплив на фінансові рішення. *Підприємництво і торгівля*. 2024. № 43. С. 29-35. DOI: <https://doi.org/10.32782/2522-1256-2024-43-04>
105. Гудзь О. Є. Фінансово-кредитні важелі ефективного відтворення сільськогосподарського виробництва. *Облік і фінанси АПК*. 2023. № 2. С. 61-69.
106. Гуменюк О. Економічні механізми формування поведінкових фінансових рішень у сучасному ринковому середовищі. *Економіка та суспільство*. 2025. № 82. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2025-82-75>
107. Давиденко Н. М., Гордей О. Д., Новицька С. В. Поведінкові фінанси та їх вплив на споживчі вподобання різних поколінь. *Вісник післядипломної освіти. Серія «Соціальні та поведінкові науки; Управління та адміністрування»*. 2025. Вип. 31 (60). С. 158-174.
108. Давиденко Н. М., Скрипник Г. О. Корпоративні фінанси : підручник. Київ : НУБіП України, 2023. 396 с.

109. Давиденко Н., Лемішко О. Вплив цифровізації на фінансову поведінку українських домогосподарств. *Сталий розвиток економіки*. 2025. № 3 (54). С. 206-209. DOI: <https://doi.org/10.32782/2308-1988/2025-54-31>
110. Демиденко Л., Наконечна Ю. Фінансова стійкість аграрного сектору економіки України в умовах воєнного стану. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2023. № 1 (222). С. 48-55. DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2023/222-1/6>
111. Дмитришин Л. І., Поклітор Л. З., Катрич В. М. Цифрові фінанси як інструмент розвитку малих та середніх підприємств в умовах євроінтеграції. *Цифрова економіка та економічна безпека*. 2025. № 2 (17). С. 167-173. DOI: <https://doi.org/10.32782/dees.17-27>
112. Доступні кредити 5-7-9%: статистика виконання державної програми / Міністерство фінансів України. Київ, 2024. URL: <https://mof.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
113. Дубина М. В., Жаворонок А. В. Цифрова трансформація фінансового сектору світової економіки: тенденції та ризики. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2022. № 1 (29). С. 9-22.
114. Дубина М., Тарасенко А., Тарасенко О. Напрямки підвищення рівня фінансової грамотності домогосподарств в умовах диджиталізації сфери фінансових послуг. *Економіка та суспільство*. 2023. № 56. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-56-17>
115. Дубина М., Холявко Н., Попело О. Цифровізація ринку фінансових послуг: переваги та ризики для домогосподарств. *Науковий вісник Полісся*. 2023. № 2 (25). С. 160-177. DOI: [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2022-2\(25\)-160-177](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2022-2(25)-160-177)
116. Дудинець Л. А., Голуб Г. Г., Голуб Р. Р. Фінансова поведінка домогосподарств та її детермінанти. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2019. Вип. 2 (136). С. 17-23.

117. Жаворонок А. В., Ткачук І. Я. Вплив діджиталізації ринку фінансових послуг на кредитну поведінку домогосподарств. *Проблеми сучасних трансформацій. Серія: економіка та управління*. 2023. № 10. DOI: <https://doi.org/10.54929/2786-5738-2023-10-08-04>
118. Житар М. Стратегія управління фінансовою діяльністю підприємства в умовах діджиталізації бізнес-процесів. *Економіка та суспільство*. 2024. № 67. DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-67-9>
119. Звіт про стан реалізації державної підтримки сільськогосподарських товаровиробників / Міністерство аграрної політики та продовольства України. Київ, 2024. URL: <https://minagro.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
120. Золотоверха А. В., Краус Н. М., Краус К. М. Цифровізація банківських інституцій в умовах глобальної трансформації фінансового сектору. *Європейський науковий журнал економічних та фінансових інновацій*. 2023. Т. 2, № 12. С. 82-94. DOI: <https://doi.org/10.32750/2023-0206>
121. Іващенко М. В. Когнітивні упередження, пов'язані з інформацією, та їх прояв у прийнятті фінансових рішень. *Бізнес Інформ*. 2024. № 4. С. 207-213. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-4-207-213>
122. Інфляційний звіт. Жовтень 2024 року / Національний банк України. Київ, 2024. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2024-Q4.pdf (дата звернення: 30.05.2026).
123. Кальченко О., Зеленська О., Лесун С. Фінансова поведінка домогосподарств у контексті розвитку поведінкових фінансів. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2023. № 4 (36). С. 280-290. DOI: [https://doi.org/10.25140/2411-5215-2023-4\(36\)-280-290](https://doi.org/10.25140/2411-5215-2023-4(36)-280-290)
124. Карлін М. І., Стащук О. В., Борисюк О. В. Роль фінансів домогосподарств у функціонуванні фінансового ринку України: безпековий аспект. *Причорноморські економічні студії*. 2024. Вип. 90. С. 95-101. DOI: <https://doi.org/10.32782/bses.90-14>

125. Кізима Т. О. Фінансова грамотність населення: зарубіжний досвід і вітчизняні реалії. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2012. Вип. 2. С. 64-71.

126. Козлова І. М., Велика О. Ю. Адаптація та фінансова стійкість фермерських господарств України в умовах воєнного стану. *Економічний вісник НТУУ «Київський політехнічний інститут»*. 2025. № 35. С. 136-142. DOI: <https://doi.org/10.20535/2307-5651.35.2025.352393>

127. Кульчицький І. І. Цифрова економіка та економічна безпека підприємства: стратегії управління. *Актуальні питання економічних наук*. 2024. № 6. DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.14575016>

128. Лаба Л. В., Шевченко А. М. Фінансові та кадрові ризики у механізмі стратегічного управління підприємствами, побудованому на принципах проєктного менеджменту. *Економічний вісник НТУУ «Київський політехнічний інститут»*. 2025. № 35. С. 149-154. DOI: <https://doi.org/10.20535/2307-5651.35.2025.352395>

129. Лемішко О. О. Відтворення капіталу в аграрному секторі економіки: проблеми розробки і реалізації фінансової політики : монографія. Київ : НУБіП України, 2019. 779 с.

130. Лемішко О. О., Вдовенко Н. М., Шевченко Н. Ю. Організаційний механізм еволюції біхевіористичних фінансів і фінансового контролінгу транспортного обслуговування виробників сільськогосподарської продукції в умовах цифрової економіки. *Міжнародний науковий журнал «Інтернаука»*. Серія: «Економічні науки». 2025. Т. 1, № 10 (102). С. 66-72. DOI: <https://doi.org/10.25313/2520-2294-2025-10-11489>

131. Лемішко О., Близнюк В. Фінансова політика підприємств в умовах воєнного стану. *Біоекономіка та аграрний бізнес*. 2024. Т. 15, № 2. DOI: [https://doi.org/10.31548/economics15\(2\).2024.054](https://doi.org/10.31548/economics15(2).2024.054)

132. Меркулова Т. В., Максимов М. С. Прийняття рішень у малому підприємстві: поведінкові аспекти. *Бізнес Інформ*. 2024. № 10. С. 144-151. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-10-144-151>
133. Нікіфоров П. О., Марич М. Г. Поведінкові фінанси : навчальний посібник. Чернівці : Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, 2022. 144 с.
134. Огляд агропромислового комплексу України : експорт, логістика, посівні площі / Міністерство аграрної політики та продовольства України. Київ, 2024. URL: <https://minagro.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
135. Огляд банківського сектору / Національний банк України. Київ, 2024. URL: <https://bank.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).
136. Оліфер І. О. Вплив когнітивних упереджень на прийняття фінансових рішень. *Економіка і регіон*. 2025. № 1 (96). С. 204-210. DOI: [https://doi.org/10.26906/EiR.2025.1\(96\).3765](https://doi.org/10.26906/EiR.2025.1(96).3765)
137. Оліфер І. О. Індекс індивідуального порогу чутливості в діагностиці біхевіористики агропромислових підприємств. *Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія «Економічні науки»*. 2026.
138. Оліфер І. О. Прогнозування розвитку біхевіористичних фінансів. *Український економічний часопис*. 2024. № 6. С. 23-37. DOI: <https://doi.org/10.32782/2786-8273/2024-6-15>
139. Оліфер І. О. Розвиток та порівняльний аналіз національних та зарубіжних аспектів поведінкових корпоративних фінансів. *Економіка і управління*. 2025. Вип. 1. С. 147-155. DOI: <https://dspace.e-u.edu.ua/handle/123456789/975>.
140. Повод Т. Поведінкові фінанси: сутність та підходи до визначення. *Таврійський науковий вісник. Серія: Економіка*. 2022. Вип. 14. С. 102-109.
141. Попело О. В., Холявко Н. І., Дубина М. В., Тарасенко А. В. Вплив інноваційно-інформаційних технологій фінансових установ на трансформацію

фінансової поведінки домогосподарств. *Проблеми економіки*. 2022. № 1. С. 105-112. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2022-1-105-112>

142. Ринок землі в Україні : аналітичний огляд. Opendatabot. 2024. URL: <https://opendatabot.ua/analytics/landmarket-2024-5> (дата звернення: 30.05.2026).

143. Сільське господарство України : статистичний щорічник / Державна служба статистики України. Київ, 2024. URL: <https://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).

144. Стан та тенденції релокації бізнесу в умовах воєнного стану / Міністерство економіки України. Київ, 2022. URL: <https://me.gov.ua> (дата звернення: 30.05.2026).

145. Степаненко О. І., Канельська А. В. Фінансова стійкість підприємств в період воєнного стану: ризики, загрози, шляхи їх подолання. *Підприємництво та інновації*. 2024. Вип. 33. С. 123-130. DOI: <https://doi.org/10.32782/2415-3583/33.21>

146. Талер Р. Поведінкова економіка. *Як емоції впливають на економічні рішення* / пер. з англ. С. Крикуненко. Київ : Наш Формат, 2018. 464 с.

147. Танклевська Н. С., Мірошніченко В. О. Фінансова стійкість підприємств в умовах цифрової економіки. *Бізнес Інформ*. 2024. № 3. С. 249-255. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2024-3-249-255>

148. Тарасенко І. О. Європейська та українська практика захисту прав споживачів фінансових послуг : навч. посібник. Київ : КНУТД, 2023. 216 с.

149. Федулова І. В. Формування культури управління ризиком на підприємстві. *Менеджмент організацій і адміністрування: теорія та практика* : кол. монографія / за ред. Н. С. Скопенко, О. І. Драган. Київ : Кафедра, 2020. С. 77-92.

150. Шалигіна І., Рибіна Л. Вплив грантової та державної підтримки на фінансові результати аграрних підприємств у прифронтових регіонах України.

Сталий розвиток економіки. 2026. № 2 (59). С. 511-520. DOI:
<https://doi.org/10.32782/2308-1988/2026-59-70>

151. Шевченко О. М., Рудич Л. В. Розвиток фінансових технологій в умовах цифровізації економіки України. *Ефективна економіка*. 2020. № 7. DOI:
<https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.7.61>

152. Юрій С. І., Кізима Т. О. Фінансова грамотність населення в діалектиці сучасних освітніх тенденцій. *Фінанси України*. 2012. № 2. С. 16-25.

153. Ярмоленко В. В. Інвестування у розвиток сільського господарства. *Таврійський науковий вісник. Серія: Економіка*. 2024. № 20. С. 174-181. DOI:
<https://doi.org/10.32782/2708-0366/2024.20.20>

ДОДАТКИ

Довідки про впровадження

Додаток А

№ 45/8 від «15» квітня 2026 р.

ДОВІДКА

про практичне впровадження наукових результатів дисертаційної роботи

Оліфера Івана Олександровича на тему

«Розвиток біхевіористичних корпоративних фінансів України в сучасних умовах»

Видана здобувачу наукового ступеня доктора філософії кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України Оліферу Івану Олександровичу на підтвердження того, що виконані ним у дисертаційній роботі розробки та сформовані на їх підставі практичні рекомендації щодо ухвалення фінансових управлінських рішень в умовах зовнішніх обмежень використовуються в господарській діяльності «ТОВ «АГРОН-ТЕХ».

У роботі підприємства використано методику оцінки впливу макроекономічного тиску і корпоративної стійкості на фінансовий стан агропромислових підприємств, що надало змогу побудувати сценарні прогнози розвитку підприємства на період до 2029 року, розробити інструментарій зниження макроекономічного тиску на власний оборотний капітал.

Впровадження результатів дисертаційної роботи Оліфера І.О. дозволяє реалізувати на практиці низку організаційно-економічних заходів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості та конкурентоспроможності підприємства загалом.



Директор ТОВ «АГРОН-ТЕХ»
Михайло ЮШЕНКО

(власне ім'я, прізвище)

ЗАТВЕРДЖУЮ

Проректор з наукової роботи та
інноваційної діяльності
Національного університету
біоресурсів і природокористування
України, доктор
сільськогосподарських наук, професор

Оксана БОНХА

2026 р.

ПОГОДЖЕНО

Проректор з науково-педагогічної
роботи та цифрової трансформації
Національного університету біоресурсів
і природокористування України, доктор
педагогічних наук, професор

Олена ГЛАЗУНОВА

2026 р.

АКТ

про впровадження/використання результатів дисертації здобувача
ступеня доктора філософії в навчальний процес

Даним актом стверджується, що результати дисертаційної роботи на тему «Розвиток біхевіористичних корпоративних фінансів України в сучасних умовах», яка представлена на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування», виконаної Оліфером Іваном Олександровичем, використовуються в навчальному процесі при викладанні дисциплін: «Фінанси підприємств»; «Корпоративні фінанси» в рамках підготовки здобувачів першого (бакалаврського) рівня вищої освіти зі спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» (зокрема, вивчаються механізми нейтралізації поведінкових ризиків, напрями підвищення фінансової стійкості підприємств у кризових умовах); при викладанні дисципліни «Фінансовий менеджмент» в рамках підготовки здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти зі спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» (зокрема, опрацьовується інструментарій якості корпоративного управління і оцінки здатності системи корпоративного управління блокувати імпульсивні та необґрунтовані управлінські фінансові рішення).

Декан економічного факультету,
к.е.н., доцент

Андрій МУЗИЧЕНКО

Завідувач кафедри фінансів,
д.е.н., професор

Наталія ШВЕЦЬ

Громадська спілка
«УКРСАДВИНПРОМ»

Юридична адреса: Україна, 03022, м.
Київ, вул. Васильківська, 37, оф. 414
СДРПОУ: 40330214
www.ukrsadvinprom.com
e-mail: info@ukrsadvinprom.com
тел: +38(068)703 93 93,
+38(044) 2574207



«Association of gardeners,
vine-growers and winemakers
of Ukraine»

Public Association
Registered address: 37 Vasylykivska Str.,
office 414, Kyiv, 03022, Ukraine
USREOU code: 40330214
www.ukrsadvinprom.com
e-mail: info@ukrsadvinprom.com
tel: +38(068)703 93 93,
+38(044) 2574207

від 09.06.2026 № 26-47

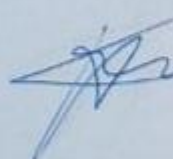
ДОВІДКА
про практичне впровадження наукових результатів дисертаційної
роботи
Оліфера Івана Олександровича на тему
«Розвиток біхевіористичних корпоративних фінансів України в
сучасних умовах»

Видана здобувачу наукового ступеня доктора філософії кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України Оліферу Івану Олександровичу на підтвердження того, що виконані ним у дисертаційній роботі розробки та сформовані на їх підставі практичні рекомендації щодо ухвалення фінансових управлінських рішень в умовах зовнішніх обмежень використовуються в господарській діяльності членів громадської спілки «УКРСАДВИНПРОМ».

У роботі господарств використано розрахунок індексу якості корпоративного управління, що надало змогу оцінити здатність корпоративного управління підприємства блокувати необґрунтовані управлінські фінансові рішення та підвищити точність оцінювання корпоративної фінансової стійкості підприємств.

Впровадження результатів дисертаційної роботи Оліфера І.О. дозволяє реалізувати на практиці низку організаційно-економічних заходів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості та конкурентоспроможності підприємств загалом.

З повагою,
Голова ГС «УКРСАДВИНПРОМ»


 І.О. Оліфер



**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНА НАУКОВА УСТАНОВА
«ІНСТИТУТ МОДЕРНІЗАЦІЇ ЗМІСТУ ОСВІТИ»**

вул. Митрополита Василя Липківського, 36, м. Київ, 03035, тел./факс: (044) 248 25 13
E-mail: info@imzo.gov.ua, https://imzo.gov.ua, код ЄДРПОУ 39736985

На № 28.1/77-05 від 10.06.2026

ДОВІДКА

про практичне впровадження наукових результатів дисертаційної роботи

Оліфера Івана Олександровича на тему

«Розвиток біхевіористичних корпоративних фінансів України

в сучасних умовах»

Видана здобувачу наукового ступеня доктора філософії кафедри фінансів Національного університету біоресурсів і природокористування України Оліферу Івану Олександровичу на підтвердження того, що виконані ним у дисертаційній роботі розробки та сформовані на їх підставі практичні рекомендації щодо ухвалення фінансових управлінських рішень в умовах зовнішніх обмежень використовуються в господарській діяльності Державної наукової установи «Інститут модернізації змісту освіти».

У роботі підприємства застосовано використано розрахунок індексу якості корпоративного управління, що надало змогу оцінити здатність корпоративного управління підприємства блокувати необґрунтовані управлінські фінансові рішення та підвищити точність оцінювання корпоративної фінансової стійкості підприємства.

Впровадження результатів дисертаційної роботи Оліфера І. О. дозволяє реалізувати на практиці низку організаційно-економічних заходів, спрямованих на підвищення фінансової стійкості та конкурентоспроможності підприємства загалом.

Голова комісії з реорганізації,
Доктор економічних наук, доцент

Євген БАЖЕНКОВ

Підпис Голови комісії з реорганізації, доктора економічних наук, доцента Баженкова Є. В. засвідчую.

Начальник відділу кадрів
ДНУ «Інститут модернізації змісту освіти»

Ганна Марченко



Додаток Д

Ключові показники результативності впровадження системи штучного землеробства (PATs)

Тип	Значення
Інвестиційний діапазон для 10 тис. га	480-720 тис. USD
Витрати на 1 га	48-72 USD/га
Потенційна економія/прибуток	≥ 100 USD/га/рік
Економія на добривах	10-30 %
Зростання врожайності	близько 10-12 %

*Джерело: [26].

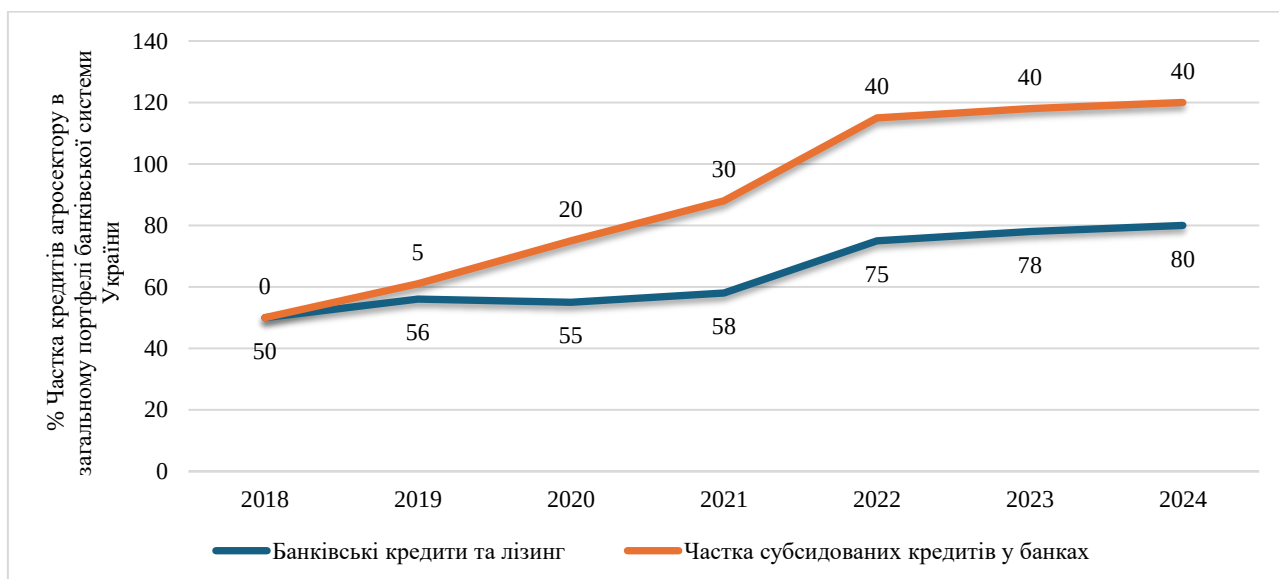
Додаток Е

Порівняння цін на мінеральні та органічні добрива

Тип добрива	Середня ціна (тис. грн/т)	Орієнтовна ціна (USD/т)
Аміачна селітра	19-20	530
Карбамід	23	625
КАС 32 %	17,5-18,5	489
Комплексне NPK 16-16-16 (2023 р.)	24,75	672
Фосфатні добрива	17,5-18	489
Калійні добрива	19-19,5	530
Звичайні органічні добрива	0,2	5,4
Гранульований органічні добрива	7,5	204

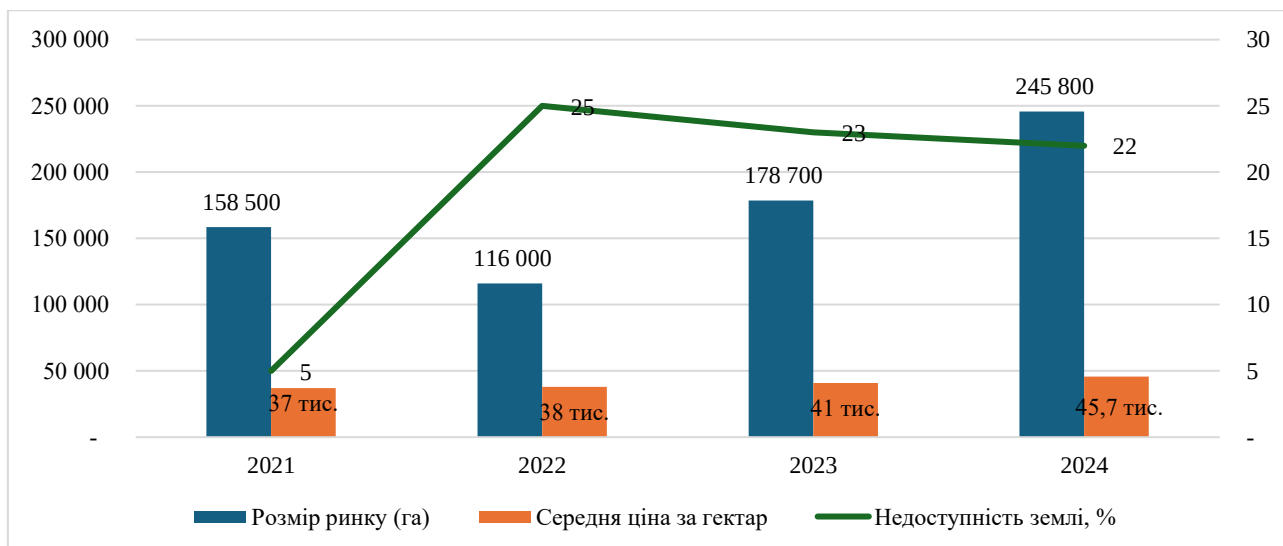
*Джерело: [134].

Динаміка кредитування та субсидування аграрного сектору економіки України, 2018-2024рр.



*Джерело: [30;112]

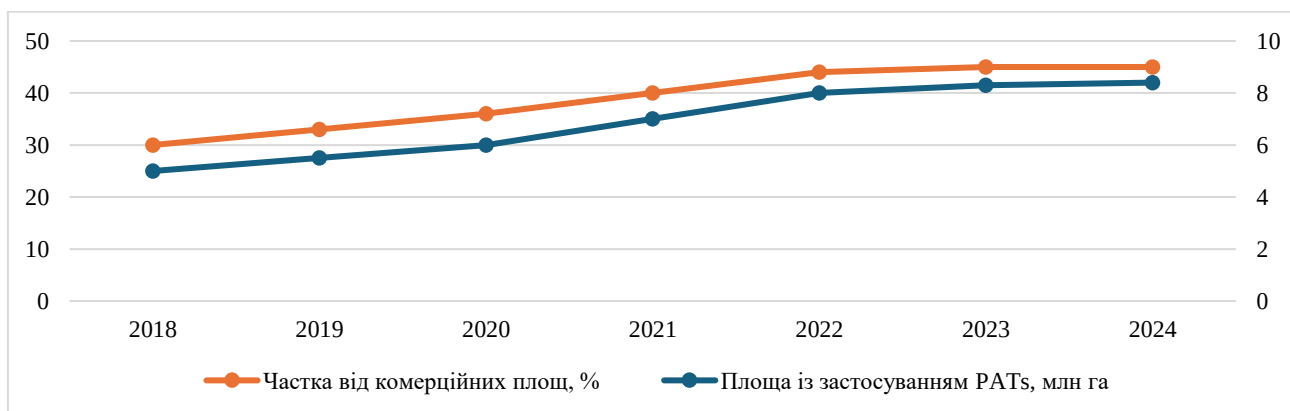
Динаміка ринку землі в Україні, 2021-2024рр.



Динаміка ринку землі в Україні, 2021-2024рр.

*Джерело: [142]

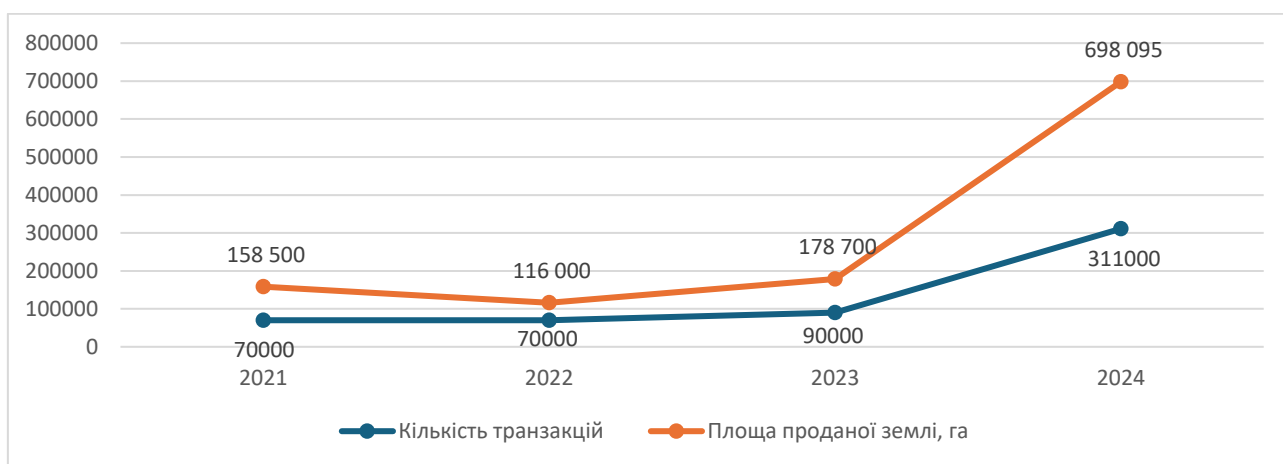
Динаміка застосування системи точного землеробства (PATs) аграрними підприємствами України, 2018-2024рр.



Динаміка застосування системи точного землеробства (PATs) аграрними підприємствами України, 2018-2024рр.

*Джерело: [26]

Динаміка ключових індикаторів ринку землі сільськогосподарського призначення в Україні, 2021-2024рр.



Динаміка ключових індикаторів ринку землі сільськогосподарського призначення в Україні, 2021-2024рр.

*Джерело: [142]

Методика та розрахункова база коефіцієнтів фінансової стійкості й автономії агропромислових підприємств

Коефіцієнти розраховано на основі річної консолідованої фінансової звітності семи підприємств за 2018-2024 рр., складеної за міжнародними стандартами фінансової звітності. Показники балансу взято станом на кінець відповідного року. Обидва коефіцієнти є безрозмірними, що забезпечує зіставність підприємств із різними валютами звітності.

Таблиця Л.1 - Алгоритм розрахунку показників

Показник	Формула	Складові звітності	Економічний зміст
Коефіцієнт фінансової стійкості (КФС)	$(A - ПЗ) / A$	A - підсумок активів (валюта балансу); ПЗ - поточні зобов'язання	Частка активів, профінансована власним капіталом і довгостроковими зобов'язаннями
Коефіцієнт автономії (КА)	$ВК / A$	ВК - власний капітал; A - підсумок активів	Частка активів, профінансована виключно власним капіталом

Таблиця Л.2 - Джерельна база розрахунку

Підприємство	Валюта звітності	Використана фінансова звітність
AgroGeneration	EUR, тис.	Річні консолідовані звіти за 2018-2024 рр.
Kernel	USD, тис.	Річні консолідовані звіти (фінансовий рік) за 2018-2024 рр.
Agroton	USD, тис.	Річні та проміжні звіти Agroton Public Limited за 2018-2024 рр.
IMC	USD, тис.	Річні та проміжні звіти (звіт про фінансовий стан) за 2018-2024 рр.
Astarta	EUR, тис.	Консолідовані річні звіти за 2018-2024 рр.
KSG Agro	USD, тис.	Річні та квартальні звіти за 2018-2024 рр.
Ukrproduct	GBP, млн	Річні звіти Ukrproduct Group за 2019-2024 рр.

Примітки. Коефіцієнт фінансової стійкості для KSG Agro за 2018 р. не визначено (н/д), оскільки від'ємний власний капітал унеможливорює змістовну інтерпретацію показника.

Джерело: складено автором.

Матриця оцінки корпоративного управління агропромислових підприємств

Компанія	Bind	Abig4	Rcom	ESGrep	Gdiv	Ndual	MinP
Astarta	1 - у раді 6 директорів, з яких троє незалежні	1 - звітність підтверджували PwC/EY; 2024 р. аудит здійснює Kreston (не Big4), але до 2023 р. використовувались послуги Big4	1 - Комітети з аудиту, винагород та сталого розвитку	1 - публікує інтегровані звіти з ESG та має стратегію регенеративного землеробства	0 - у наглядовій раді немає жінок	1 - генеральний директор і голова ради різні особи	1 - 26 % акцій у вільному обігу, частка Fairfax Financial Holdings 30 %
Kernel	1 - рада складається з восьми членів, включно з двома незалежними директорами	1 - компанія традиційно користується послугами Deloitte (Big4) (на основі річних звітів; без доступу до 2024 р. підтвердження)	0 - окремого комітету з ризиків не виявлено	1 - щорічні звіти зі сталого розвитку; стратегія ESG	1 - у раді дві жінки (25 %)	1 - виконавчий директор відділений від голови ради (Андрій Веревський є головою, CEO - Євген Осипов)	1 - понад 30 % акцій у вільному обігу; присутні міжнародні інституційні інвестори
IMC	1 - у раді щонайменше двоє незалежних директорів (Альфонс Балманн та Анджей Шурек)	0 - використання Big4-аудиторів не підтверджено; компанія насамперед дотримується правил Варшавської біржі	0 - відсутня інформація про наявність ризик-комітету	0 - немає окремого ESG-звіту, хоча повідомляється про сталу діяльність	1 - у складі ради є принаймні одна жінка (комерційна директорка Олена Крисенко)	1 - голова ради та CEO різні особи	1 - 18 % акцій у вільному обігу; решта належить засновнику Олександру Петрову та голові Алекс Ліссьце
MHP	1 - рада з трьох незалежних і трьох виконавчих директорів	1 - користується послугами Deloitte (Big4) у якості аудитора	1 - має Комітет аудиту та ризиків; у 2024 р. реформувала структуру ради, відокремивши виконавчих та незалежних членів	1 - публікує інтегровані звіти;	1 - у раді одна жінка (CFO Вікторія Капелюшна)	1 - посади голови ради та CEO розділені	1 - компанія котирується на LSE, значний free float

Матриця оцінки корпоративного управління агропромислових підприємств

Nibulon	1 - рада директорів містить кількох незалежних членів (згідно з корпоративним кодексом)	1 - фінансову звітність перевіряє Deloitte	1 - діє Комітет з ризиків та аудиту	1 - публікує ESG-звіти; інвестує у регенеративне землеробство	0 - інформація про жінок у раді відсутня	1 - посади розділені	1 - участь міжнародних фінансових інституцій та free float
KSG Agro	0 - рада з чотирьох директорів (усі чоловіки, більшість представляє головного акціонера)	0 - аудит здійснює Crowe (топ-10, але не Big4)	0 - комітети з ризиків або аудиту відсутні	0 - ESG-звітність відсутня	0 - немає жінок у раді	1 - CEO та голова ради розділені	0 - міноритарні акції практично відсутні
Agro Generation	0 - рада з трьох членів без незалежних директорів	0 - аудит BDO Paris; у 2023 р. аудитор відмовився підтверджувати звіти через відсутність доступу до активів	0 - комітетів з ризиків немає	0 - ESG-звітність відсутня	1 - CEO Ольга Шантир - єдина жінка в раді	0 - голова ради (Віктор Шкарбан) водночас контролює управління	0 - відсутня суттєва частка free float
Agroton	1 - у раді є двоє не-виконавчих директорів	0 - аудитор не належить до Big4	1 - діє аудит-комітет, що виконує функції управління ризиками та збирається двічі на рік	0 - ESG-звіти відсутні	0 - інформації про жінок у раді немає	0 - засновник Ігор Журавльов суміщає посади CEO та голови ради	0 - free float мінімальний
Ukrproduct	0 - дані про незалежність ради відсутні; рада невелика	0 - аудитори BDO, що не входять до Big4	0 - комітети з ризиків немає	0 - ESG-звітність не публікується	0 - у раді відсутні жінки	1 - виконавчий директор та голова ради розділені	0 - free float низький

Додаток Н

Декомпозиція та прогноз індексу жорсткості екзогенних обмежень (ІЕО) за каналами тиску, 2021-2029 рр.

Індекс жорсткості екзогенних обмежень обчислено як середньозважену п'яти каналів зовнішнього тиску з рівними вагами (0,20). Кожен канал стандартизовано відносно докризового періоду 2018-2021 рр., прийнятого за базовий рівень зі значенням 1,00; перевищення цього порога фіксує посилення тиску порівняно з докризовою нормою. Резервний і логістично-експортний канали входять інвертовано: скорочення міжнародних резервів або експортних можливостей трактується як зростання жорсткості обмежень. Внесок каналу в підсумковий індекс дорівнює добутку нормалізованого субіндексу на вагу 0,20, а сума п'яти внесків відтворює значення ІЕО відповідного року.

Канал тиску (індикатор)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Вихідні індикатори (емпіричний базис)									
Монетарний — облікова ставка НБУ, % (середня)	8,5	25,0	15,5	13,5	15,5	11,6	10,0	9,0	8,5
Інфляційний — споживча інфляція, % (кінець року)	10,0	26,6	5,1	12,0	8,0	7,5	6,0	5,0	5,0
Валютний — курс, грн/USD (середньорічний)	27,3	32,3	36,6	40,2	42,0	45,0	47,6	49,3	51,0
Резервний (інв.) — міжнар. резерви, млрд USD (кін.)	30,9	28,5	40,5	43,8	42,1	36,6	35,0*	36,0*	38,0*
Логіст.-експортний (інв.) — морський експорт, % довоєн.	100	28*	58*	86*	80*	88*	95*	100*	104*
Внесок каналу в ІЕО (нормалізовано, рівна вага 0,20)									
Монетарний	0,20	0,68	0,46	0,38	0,34	0,30	0,24	0,20	0,18
Інфляційний	0,24	0,72	0,36	0,40	0,32	0,29	0,24	0,20	0,18
Валютний	0,14	0,52	0,50	0,44	0,40	0,40	0,32	0,28	0,26
Резервний (інв.)	0,17	0,54	0,40	0,33	0,28	0,26	0,22	0,18	0,16
Логіст.-експортний (інв.)	0,20	0,55	0,68	0,40	0,46	0,40	0,28	0,24	0,22
ІЕО (агрегований індекс)	0,95	3,01	2,40	1,95	1,80	1,65	1,30	1,10	1,00

Розраховано автором на основі даних НБУ, Держстату, МВФ і Світового банку [88; 99; 122]

**Розрахунок гіпотетичного внеску аграрного сектору у ВВП України за умов «ідеальної» фінансової поведінки,
2019-2023 рр.**

За ідеальний рівень корпоративної поведінки прийнято частку аграрного сектору у ВВП 2021 р. (10,89%), сформовану за відносної макростабільності та сприятливої цінової кон'юнктури. Гіпотетичний ВВП обчислено за припущення незмінного внеску інших секторів:

Потенційний приріст відображає недоотриманий обсяг ВВП унаслідок відхилення фінансової поведінки від еталонного рівня. Розрахунок подано у двох сценаріях, що відповідають верхній і нижній оцінкам фактичної частки сектору: вищій частці відповідає мінімальний приріст, нижчій — максимальний. Номінальний ВВП узято за даними Світового банку, частку сектору [101; 134].

Рік	Номінальний ВВП, млрд USD	Фактична частка агросектору s _t , %	Гіпотетичний ВВП за частки 10,89 %, млрд USD	Потенційний приріст ВВП, млрд USD
2019	153,9	8,05 - 10,50	154,6 - 158,8	0,67 - 4,91
2020	156,6	6,99 - 9,31	159,4 - 163,5	2,78 - 6,86
2021	199,8	10,89 (база)	199,8	0 (базовий рік)
2022	162,0	6,02 - 8,22	166,8 - 170,9	4,85 - 8,86
2023	178,8	5,21 - 7,35	185,9 - 190,2	7,10 - 11,40
Кумулятивно 2019-2023				15,4 - 32,0

Розраховано автором за даними Світового банку та [101; 134]

Найбільший потенційний приріст припадає на 2023 р. — 7,1-11,4 млрд дол. США; 2021 р. є базовим, тому приріст дорівнює нулю. Кумулятивний недоотриманий приріст ВВП за 2019-2023 рр. оцінено в 15,4-32,0 млрд дол. США.