

40. Tsygankova T., Yatsenko O., Obolenska T., Gordieieva T., Osadchuk V. (2023). Influence of industry 4.0 on strategies of companies entering the global market of data integration services. *Naukovyi Visnyk Natsionalnoho Hirnychoho Universytetu*. 2023, (2): 141–148; <https://doi.org/10.33271/nvngu/2023-2/141>

41. Shlapak A., Yatsenko O., Ivashchenko O., Zarytska N., Osadchuk V. (2023). Digital transformation of international trade in the context of global competition: technological innovations and investment priorities. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*, 6(53), 334–347. <https://doi.org/10.55643/fcaptp.6.53.2023.4241>.

42. Osadchuk, V., Yatsenko, O., & Iatsenko, O. (2024). Digital imperative and innovations in international trade. *Neuro-Fuzzy Modeling Techniques in Economics*, 13, 25–58. <http://doi.org/10.33111/nfmte.2024.025>

43. The Managed Intelligence Provider Playbook. Pax8 Nebula. URL: <https://www.pax8nebula.com/m/47ae41fea05803a4/original/The-Managed-Intelligence-Provider-Playbook.pdf>

44. Four Futures for Jobs in the New Economy: AI and Talent in 2030. WEF, 2025. URL: [https://reports.weforum.org/docs/WEF\\_Four\\_Futures\\_for\\_Jobs\\_in\\_the\\_New\\_Economy\\_AI\\_and\\_Talent\\_in\\_2030\\_2025.pdf](https://reports.weforum.org/docs/WEF_Four_Futures_for_Jobs_in_the_New_Economy_AI_and_Talent_in_2030_2025.pdf)

45. Autonomous AI Agents and the Reorganization of Power. U7Y Journal. URL: <https://www.u7y.com/articles/autonomous-ai-agents-and-the-reorganization-of-power>

46. Reinventing Work, Roles, and Leadership. PwC. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/issues/technology/beyond-automation.html>

47. From Metadata to AI Agents: Highlights from Gartner D&A 2025. Medium. URL: <https://medium.com/@illumex/from-metadata-to-ai-agents-highlights-from-gartner-d-a-2025-36ac47252f9e>

48. Gartner Top Strategic Technology Trends 2025. AgilePoint. URL: <https://www.agilepoint.com/gartner-top-strategic-technology-trend-2025>

*Стаття надійшла 10.11.2025; прийнята до друку 17.03.2026 року*

DOI 10.33111/vz\_kneu.42.26.01.20.138.144

ISSN printed: 2415-850X; online: 2415-8518.

УДК 658.155.4:330.322:502.131.1(477)(100) + 631.1

**Поліщук Євгенія Анатоліївна,**

Доктор економічних наук, професор, професор кафедри корпоративних фінансів  
і контролінгу Київського національного економічного університету  
імені Вадима Гетьмана  
ORCID: 0000-0002-6133-910X  
polishchuk@kneu.edu.ua

**Валько Яна Ігорівна,**

здобувачка вищої освіти магістерського рівня освітньої програми  
«Інвестиційний менеджмент»  
корпоративних фінансів і контролінгу  
Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана  
ORCID: 0000-0002-6133-910X  
yana.valko@gmail.com

## ESG-ОРІЄНТОВАНА ОЦІНКА ВАРТОСТІ КОМПАНІЙ АГРАРНОГО СЕКТОРУ НА ОСНОВІ МЕТОДУ DCF

**Yevheniia Polishchuk**  
Doctor of Science in Economics, Professor,  
Professor at Corporate Finance and Controlling Department  
Kyiv National Economic University named by Vadym Hetman  
ORCID: 0000-0002-6133-910X  
polishchuk@kneu.edu.ua

**Yana Valko**  
higher education student at the master's level  
of the educational program «Investment Management»  
Kyiv National Economic University named by Vadym Hetman  
ORCID: 0009-0006-9861-6373  
yana.valko@gmail.com

## ESG-ORIENTED VALUATION OF AGRICULTURAL SECTOR COMPANIES BASED ON DCF METHOD

**Анотація.** У статті розроблено теоретико-методичні підходи до ESG-орієнтованої оцінки вартості компаній аграрного сектору на основі інтеграції екологічних, соціальних та управлінських факторів (Environmental, Social, Governance — ESG) у модель дисконтованих грошових потоків (DCF) в умовах зростання економічної невизначеності та трансформації інвестиційних пріоритетів. Обґрунтовано, що сучасні глобальні виклики — кліматичні зміни, посилення вимог сталого фінансування, воєнні ризики та структурні трансформації економіки — формують нову парадигму оцінки бізнесу, у якій нефінансові чинники виступають важливими детермінантами довгострокової фінансової стійкості підприємств.

Доведено, що традиційні підходи до оцінки вартості компаній, засновані виключно на історичних фінансових показниках, не забезпечують повного врахування стратегічних ризиків і можливостей розвитку підприємств аграрного сектору. Визначено ключові канали впливу ESG-факторів на параметри моделі DCF через зміну прогнозованих грошових потоків, операційної ефективності, вартості капіталу та рівня ризику. Показано, що інтеграція ESG-компонентів дозволяє підвищити обґрунтованість визначення справедливої вартості бізнесу в умовах підвищеної турбулентності економічного середовища.

На основі порівняльного аналізу діяльності провідних українських агропромислових компаній — Kernel, МХП та Астарта — оцінено вплив ESG-практик на фінансово-економічні показники, інвестиційну привабливість і стратегічні перспективи розвитку. Встановлено, що впровадження енергоефективних технологій, використання відновлюваних джерел енергії, управління викидами парникових газів, розвиток людського капіталу та підвищення прозорості корпоративного управління сприяють зниженню операційних ризиків, стабілізації грошових потоків і покращенню доступу до фінансових ресурсів.

Запропоновано ESG-орієнтований підхід до модифікації DCF-моделі, який передбачає врахування нефінансових факторів через коригування прогнозованих показників діяльності та параметрів дисконтування. Порівняння результатів традиційної та ESG-інтегрованої оцінки підтвердило, що врахування принципів сталого розвитку забезпечує більш реалістичну оцінку вартості підприємств і дозволяє краще відобразити їх довгостроковий потенціал.

Наукова новизна дослідження полягає у розвитку методичних засад ESG-орієнтованої оцінки вартості компаній аграрного сектору шляхом інтеграції нефінансових показників у модель дисконтованих грошових потоків та емпіричній апробації запропонованого підходу на прикладі провідних українських агрохолдингів. Практична цінність результатів полягає у можливості використання ESG-DCF моделі інвесторами, фінансовими аналітиками та менеджментом компаній для підвищення якості інвестиційних рішень і стратегічного планування в умовах сталого розвитку.

**Ключові слова:** ESG-фактори, оцінка вартості бізнесу, метод DCF, сталий розвиток, аграрний сектор, фінансова стійкість, нефінансові показники, корпоративне управління, інвестиційна привабливість, ESG-інтеграція.

**Abstract.** The article develops theoretical and methodological approaches to ESG-oriented business valuation in the agricultural sector through the integration of environmental, social, and governance (ESG) factors into the discounted cash flow (DCF) model under conditions of increasing economic uncertainty and transformation of global investment priorities. It is substantiated that contemporary challenges, including climate change, sustainability-driven financial regulation, geopolitical instability, and wartime economic shocks, reshape traditional valuation paradigms by increasing the importance of non-financial determinants of long-term corporate value.

The study demonstrates that conventional valuation approaches based solely on historical financial indicators are insufficient for capturing strategic risks and development opportunities faced by agribusiness companies. Key transmission channels through which ESG factors influence firm value are identified, including their impact on projected cash flows, operational efficiency, cost structure, risk exposure, and the cost of capital. The integration of ESG considerations into valuation models enhances the reliability of fair value estimation in highly volatile economic environments.

Based on a comparative analysis of leading Ukrainian agribusiness companies — Kernel, MHP, and Astarta — the research evaluates the relationship between ESG practices and financial performance, investment attractiveness, and long-term strategic resilience. The findings indicate that energy efficiency initiatives, renewable energy adoption, greenhouse gas management, human capital development, and improved corporate governance transparency contribute to risk reduction, stabilization of cash flows, and improved access to financing.

An ESG-adjusted DCF framework is proposed, incorporating non-financial factors through modifications of forecast assumptions and discount rate parameters. A comparison between traditional and ESG-integrated valuation results confirms that incorporating sustainability principles leads to a more realistic estimation of firm value and better reflects long-term growth potential.

The scientific contribution of the study lies in advancing methodological foundations for ESG-integrated valuation and providing empirical evidence from the Ukrainian agricultural sector. The practical implications include the applicability of the ESG-DCF framework for investors, financial analysts, and corporate managers seeking to improve investment decision-making and strategic planning within the context of sustainable development.

**Keywords:** ESG factors, business valuation, discounted cash flow (DCF), sustainable development, agribusiness, financial sustainability, corporate governance, investment attractiveness, ESG integration.

JEL codes: G12, G31, M14, Q01, Q14

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах глобалізації та посилення викликів сталого розвитку питання інтеграції екологічних, соціальних та управлінських чинників (Environmental, Social and Governance — ESG) у фінансові моделі бізнес-оцінки стає надзвичайно актуальним. Зростання кліматичних ризиків, трансформація інвестиційних пріоритетів та підвищення вимог інституційних інвесторів до прозорості діяльності компаній зумовлюють переосмислення традиційних підходів до визначення вартості бізнесу. У міжнародній практиці ESG-фактори дедалі частіше розглядаються як суттєві драйвери довгострокової фінансової стійкості, конкурентоспроможності та інвестиційної привабливості підприємств.

Особливої ваги ця проблематика набуває для України, економіка якої функціонує в умовах структурної трансформації та воєнного стресу. Воєнні ризики,

порушення логістичних ланцюгів, енергетична нестабільність і зростання вартості капіталу суттєво підвищують невизначеність бізнес-середовища. У таких умовах традиційні фінансові моделі оцінки компаній, що базуються виключно на історичних фінансових показниках, виявляються недостатніми для адекватного відображення реального рівня ризиків і перспектив розвитку підприємств.

Агропромисловий сектор є одним із ключових драйверів економіки України, формуючи значну частку експорту, валютних надходжень і зайнятості населення. Водночас діяльність аграрних компаній безпосередньо пов'язана з підвищеними екологічними та соціальними ризиками, зокрема використанням природних ресурсів, викидами парникових газів, впливом на місцеві громади та забезпеченням продовольчої безпеки. Це обумовлює необхідність врахування ESG-показників при оцінці їх довгострокової вартості, оскільки екологічна ефективність, соціальна відповідальність і якість корпоративного управління дедалі більше впливають на доступ до фінансування, вартість капіталу та ринкову капіталізацію компаній.

Метод дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF) традиційно вважається одним із найбільш обґрунтованих інструментів оцінки вартості бізнесу, оскільки базується на прогнозуванні майбутніх грошових потоків і врахуванні ризиків через ставку дисконтування. Проте класична модель DCF здебільшого не передбачає системної інтеграції нефінансових чинників, що формують довгострокову стійкість підприємства. ESG-фактори впливають як на величину прогнозних грошових потоків (через операційну ефективність, витрати на ресурси, репутаційні ефекти та регуляторні вимоги), так і на параметри ризику, зокрема премію за ризик і вартість капіталу. Ігнорування цих аспектів може призводити до викривлення оцінки вартості компаній та неправильних інвестиційних рішень.

**Аналіз досліджень і публікацій.** Історія підходів до оцінки вартості бізнесу є відображенням еволюції економічної думки, зміни домінант у ринковій логіці та розвитку фінансових інструментів. З плином часу підприємства перестали оцінюватися виключно за залишковою вартістю активів — акценти змістилися на здатність генерувати грошові потоки, адаптацію до змін зовнішнього середовища та навіть нематеріальні чинники, такі як довіра інвесторів чи сталість управління.

На рис. 1 наведено ключові етапи становлення та трансформації трьох класичних підходів — витратного, порівняльного та дохідного, з акцентом на їх розвиток у контексті практики корпоративної оцінки. Цей таймлайн ілюструє, як від балансових розрахунків XX століття фінансова аналітика прийшла до багатофакторних DCF-моделей з інтеграцією ESG-факторів у XXI столітті.

Історично перші підходи до оцінки вартості бізнесу базувалися на облікових даних про активи підприємства. На початку XX століття вартість компанії отожднювали з її балансовою вартістю — різницею між активами та зобов'язаннями. Однак із розвитком ринкової економіки стало очевидно, що реальна цінність бізнесу може суттєво перевищувати вартість його матеріальних активів за рахунок нематеріальних факторів — репутації, клієнтської бази, управлінських компетенцій, очікуваних прибутків тощо. Уже в 1920-х роках у практиці з'явилося поняття гудвілу, тобто надлишкової вартості бізнесу понад чисті активи, що відображає потенціал майбутнього доходу підприємства. Це було революційним кроком, який заклав основи дохідного підходу, враховуючи майбутні прибутки та нематеріальні активи при оцінці компанії [2].



Рис. 1. Еволюція підходів до оцінки вартості бізнесу

Джерело: розроблено автором на основі [1, 2, 3, 4]

У другій половині XX ст. підходи до оцінки набули подальшого розвитку завдяки досягненням фінансової науки та появі стандартизованих методик. В 1960–1970-х роках активно розвивалися дохідні методи оцінки на основі приведення майбутніх грошових потоків, що отримали теоретичне обґрунтування в працях економістів (зокрема, Дж. Б. Вільямса, який ще у 1938 р. запропонував оцінювати акції за дисконтованими дивідендами) [3, с. 55–60]. Одночасно практики почали ширше застосовувати порівняльний підхід — оцінку бізнесу за ринковими мультиплікаторами аналогічних компаній, особливо з розвитком фондових ринків та розширенням доступу до інформації про угоди купівлі-продажу бізнесів.

З 1980–1990-х років відбулося становлення професії оцінювачів бізнесу та впровадження єдиних стандартів оцінки. У різних країнах створено професійні організації (наприклад, Американське товариство оцінювачів — ASA, Національна асоціація сертифікованих оцінювачів — NACVA тощо), які розробили методичні стандарти і вимоги до кваліфікації фахівців [1]. На міжнародному рівні були прийняті Міжнародні стандарти оцінки (IVS) під егідою International Valuation Standards Council, що встановлюють загальноприйняті принципи та підходи до оцінки бізнесу [4]. Стандарти передбачають використання трьох основних підходів — витратного, дохідного та порівняльного — або їхньої комбінації, залежно від специфіки об’єкта оцінки та наявності даних [1]. Таким чином, до кінця XX ст. склалася сучасна методична база оцінки вартості бізнесу, що поєднує різні підходи.

На початку XXI ст. зростання ролі нематеріальних активів та глобалізація ринків капіталу зумовили подальший розвиток оцінки. Попри домінування дохідних та ринкових методів у багатьох ситуаціях, витратний підхід залишається актуальним базисом оцінки, особливо для підприємств з великим обсягом матеріальних активів. Еволюційно саме від відновної вартості активів розпочиналась практика оцінювання, і досі метод скоригованої балансової вартості часто

використовується як відправна точка, що встановлює «нижню межу» оцінки компанії. Водночас дохідний підхід у формі моделі дисконтованих грошових потоків та порівняльний підхід на основі ринкових мультиплікаторів набули статусу основних інструментів оцінки діючих бізнесів в умовах ринкової економіки [1].

Сучасна теорія і практика сходяться на тому, що для найбільш достовірного визначення вартості доцільно розглядати підприємство з кількох позицій — вартості його активів, генерації доходів та ринкових орієнтирів, — і узгоджувати результати різних підходів для отримання об'єктивної оцінки.

У сучасній оціночній діяльності виділяють три фундаментальні підходи до оцінки вартості підприємства: витратний, порівняльний та дохідний. Кожен із них базується на різних принципах формування вартості — від обліку активів до здатності бізнесу генерувати прибуток у майбутньому.

Для ілюстрації цієї класифікації на рисунку 2 подано структурну схему основних підходів до оцінки бізнесу.

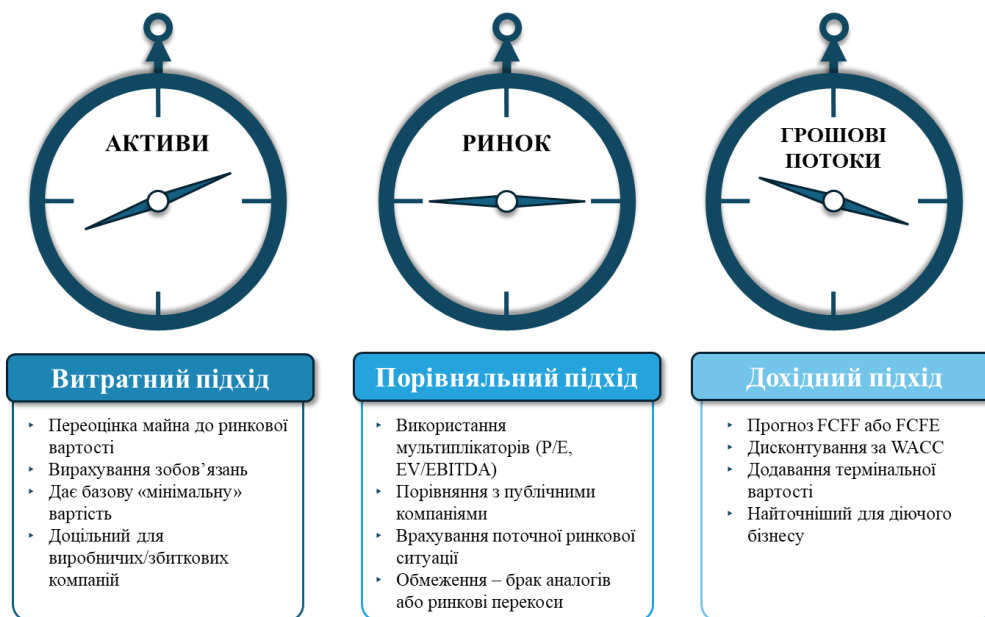


Рис. 2. Основні підходи до оцінки вартості бізнесу

Джерело: розроблено автором на основі [1, 5, 6]

Метод DCF (Discounted Cash Flow) — це найбільш поширений і фундаментальний спосіб оцінки бізнесу в рамках дохідного підходу [1]. Сутність методу полягає у тому, що вартість компанії дорівнює теперішній вартості майбутніх грошових потоків, які вона здатна генерувати для своїх власників [6]. Іншими словами, всі очікувані вільні грошові потоки підприємства приводяться (дисконтуються) до теперішнього моменту за допомогою ставки дисконту, яка відображає ризики бізнесу та вартість грошей у часі. Сума дисконтованих грошових потоків за прогностний період плюс залишкова (термінальна) вартість бізнесу після цього періоду і становить оцінювану вартість компанії.

Сталий розвиток — це концепція збалансованого розвитку людства, яка передбачає задоволення потреб нинішнього покоління без шкоди для можливостей майбутніх поколінь задовольняти свої потреби [7]. Інакше кажучи, йдеться про поєднання економічного зростання з соціальною справедливістю та захистом довкілля. У 2015 році Організація Об'єднаних Націй ухвалила «Порядок денний до 2030 року», сформулювавши 17 Цілей сталого розвитку (Sustainable Development Goals, SDGs) — від подолання бідності та голоду до боротьби зі зміною клімату [8]. Ці цілі надають глобальні орієнтири для бізнесу та урядів у впровадженні принципів сталого розвитку.

Поняття ESG (Environmental, Social, Governance) з'явилося як конкретизація сфер сталого розвитку, важливих для інвесторів та бізнесу. Термін ESG увійшов у широкий вжиток після публікації в 2004 році доповіді ООН «Who Cares Wins», де фінансовим інституціям було запропоновано інтегрувати екологічні, соціальні та управлінські критерії в інвестиційний аналіз [9]. На рисунку 3 нижче узагальнено основні компоненти ESG — екологічні, соціальні та управлінські аспекти — із прикладами типових показників, що використовуються для оцінювання діяльності компаній у кожному з напрямів.



Рис. 3. Ключові складові ESG: екологічні, соціальні та управлінські фактори

Джерело: розроблено автором на основі [10, 11]

ESG охоплює три групи факторів: екологічні (вплив компанії на довкілля — викиди, ресурси, енергоефективність тощо), соціальні (вплив на суспільство — трудові відносини, права людини, громади, безпека праці) та корпоративне управління (якість менеджменту, прозорість, права акціонерів, етичні норми) [10]. Важливо відзначити, що хоча ESG і сталий розвиток часто ототожнюють, між ними є різниця. Сталий розвиток охоплює широке коло екологічних, соціальних та економічних питань, тоді як ESG фокусується саме на тих аспектах, які суттєво впливають на фінансову результативність і ризики компанії [11]. Іншими словами, ESG-фактори — це вимірювані індикатори сталого розвитку, релевантні з точки зору бізнесу та інвесторів. За останні роки підхід ESG набув глобального поширення: за оцінками, до 2023 року обсяг активів під управлінням з урахуванням ESG досяг понад 30 трлн дол. США, а врахування ESG-факторів стало «мейнстрімом» у фінансовій сфері.

ESG-фактори можуть істотно впливати на вартість компанії, діючи через декілька фінансових каналів: ризики, вартість капіталу та операційну ефективність. Компанії з високими показниками ESG, як правило, більш стійкі та демонструють кращі фінансові результати у довгостроковій перспективі [36]. За даними мета-досліджень, бізнес-кейс (обґрунтованість) сталого та відповідального інвестування є емпірично підтвердженим: близько 90 % досліджень фіксують не-негативний зв'язок між показниками ESG та корпоративною фінансовою ефективністю, причому більшість виявляють статистично позитивний вплив ESG на результати компаній [12]. Новіші огляди підтверджують цю тенденцію: аналіз понад 1000 наукових праць у 2015–2020 рр. показав, що ~58 % досліджень фіксують позитивний зв'язок між ESG та фінансовою успішністю компаній, ~13 % — нейтральний, і лише у 8 % випадків виявлено негативний ефект. Отже, загальна картина свідчить: високий рівень уваги до ESG не шкодить вартості бізнесу, а часто співпадає з її зростанням.

**Невирішені частини проблеми.** Незважаючи на активний розвиток досліджень у сфері сталого фінансування, питання практичної інтеграції ESG-факторів у моделі оцінки вартості підприємств, особливо в країнах з ринками, що формуються, залишається недостатньо розробленим. Для українського аграрного сектору ця проблема є ще більш актуальною через поєднання високих галузевих ризиків, обмеженого доступу до капіталу та необхідності адаптації до європейських стандартів сталого розвитку.

Таким чином, виникає науково-практична потреба у вдосконаленні підходів до оцінки вартості компаній аграрного сектору шляхом інтеграції ESG-факторів у модель дисконтованих грошових потоків. Розроблення ESG-орієнтованої DCF-моделі дозволяє більш повно врахувати довгострокові ризики та можливості розвитку підприємств, підвищити обґрунтованість інвестиційних рішень і адаптувати методи фінансового аналізу до сучасних вимог сталого розвитку.

**Методи дослідження.** Вибір досліджуваних компаній у межах цієї роботи здійснювався із врахуванням кількох важливих критеріїв: галузевої значущості, масштабів діяльності, публічної доступності фінансової та ESG-звітності, а також потенційної релевантності для застосування DCF-моделі в умовах орієнтації на сталий розвиток.

Агропромисловий сектор України було обрано як об'єкт дослідження з огляду на його системоутворюючу роль в економіці країни. За даними Міністерства аграрної політики та продовольства України, у березні 2025 року експорт аграрної продукції сягнув 2,1 млрд грн, що становить 58 % від загального експорту країни [13]. Основу агроекспорту становлять кукурудза, соняшникова олія, пшениця, соя та м'ясо птиці. Порівняно з березнем 2024 року експорт агропродукції зріс на 4 % у вартісному вираженні. Це свідчить про збереження високої маржинальності продукції та конкурентоспроможності українських виробників на зовнішніх ринках.

Окрім експортної спроможності, агросектор забезпечує значну частку зайнятості. За статистикою Державної служби статистики України, у 2023 році в сільському, лісовому та рибному господарстві було зайнято 456,9 тис. осіб, що становить 6,1 % усіх працюючих у приватному секторі [14]. Якщо врахувати суміжні галузі, такі як переробна промисловість (зокрема виробництво олії, м'яса, цукру), цей показник суттєво зростає. Серед діючих суб'єктів господарювання агросектор

стабільно утримує вагому позицію: у 2023 році діяло понад 62 тис. суб'єктів, з яких третина — фермери та фізичні особи-підприємці [14].

Узгоджено з економічною структурою, аграрний сектор залишається основним джерелом валютних надходжень і локомотивом розвитку регіонів. Він формує до 20 % ВВП (включно з переробкою) [15], забезпечує продовольчу безпеку країни, створює робочі місця, особливо в сільській місцевості, і є однією з небагатьох галузей, які зберегли стабільність під час воєнного стану.

Першим етапом було вивчення реєстру великих платників податків, доступного через платформу Opendatabot станом на 2020 рік. Попри обмежений доступ до новішої інформації у зв'язку із воєнним станом, цей реєстр дає уявлення про найбільших гравців ринку. Із 1500+ підприємств було ідентифіковано 16 великих аграрних компаній, зокрема ТОВ «Кернел-Трейд», ПРАТ «МХП», ТОВ СП «НІБУЛОН», ТОВ «АТ Каргілл» та інші (детальніше у Додатку, що буде наданий за вимогою) [16].

Однак зважаючи на те, що ці дані охоплюють лише 2020 рік, цього було недостатньо для якісного аналізу трендів. Тому наступним кроком стало використання рейтингу агрохолдингів України за площею землі, опублікованого платформами Latifundist.com та Tripoli.land [19, 17]. Було зібрано повний перелік 118 агрокомпаній, з яких проаналізовано наявність фінансової звітності за 2019–2023 роки та наявність звітності із сталого розвитку або окремих ESG-розділів (детальніше у Додатку, що буде надано за вимогою).

Для аналізу обрано три провідні агрохолдинги України — «Kernel», «МХП» та «Астарта». Вибір обґрунтовано такими критеріями:

(1) Масштаб і значення компаній. За даними Реєстру великих платників податків та галузевих рейтингів, саме ці компанії очолюють аграрний сектор. Зокрема, у рейтингу податкових внесків агрокомпаній, опублікованому Forbes за результатами 2023 року, МХП посідає 1-е місце (сплачено 6,03 млрд грн податків у 2023 р.), Kernel — 2-е місце (4,35 млрд грн), Астарта — 3-є місце (2,31 млрд грн) [18].

(2) Лідерство в галузевих рейтингах. За рейтингами агрохолдингів Tripoli.land і Latifundist, всі три компанії входять до топ-5 за розміром земельного банку та виробничими показниками. Наприклад, за даними Tripoli.land, Kernel обробляв близько 435 тис. га земель (2-е місце в Україні), МХП — 346 тис. га (3-є місце), Астарта — 199 тис. га (6-е місце) [17].

(3) Доступність відкритої звітності. Всі три холдинги є публічними компаніями, що готують фінансову звітність за міжнародними стандартами (IFRS) і публікують Річні звіти та ESG-звіти. Зокрема, Kernel і Астарта котируються на Варшавській фондовій біржі, МХП — на біржі в Лондоні, тож їхні фінансові показники відкриті для інвесторів.

**Метою статті** є обґрунтування та практична апробація ESG-орієнтованого підходу до оцінки вартості компаній аграрного сектору шляхом інтеграції екологічних, соціальних і управлінських факторів у модель дисконтованих грошових потоків (DCF) для підвищення точності визначення справедливої вартості бізнесу в умовах зростаючих нефінансових ризиків і економічної невизначеності.

Для досягнення поставленої мети визначено такі завдання:

дослідити теоретичні підходи до врахування ESG-факторів у системі фінансової оцінки вартості бізнесу;

проаналізувати ESG-профіль провідних агропромислових компаній та визначити ключові фактори сталого розвитку, що впливають на їх фінансову ефективність;

визначити канали впливу ESG-показників на параметри моделі DCF (грошові потоки, ризики, ставку дисконтування);

адаптувати класичну модель дисконтованих грошових потоків із урахуванням ESG-ризиків і ESG-можливостей;

здійснити порівняльну оцінку вартості агропідприємств за традиційним та ESG-орієнтованим підходами;

оцінити вплив ESG-практик на інвестиційну привабливість і стратегічні перспективи компаній аграрного сектору.

Виклад основного матеріалу з обґрунтуванням наукової новизни

Порівняльний аналіз бізнес-моделей обраних компаній

Обрані агрохолдинги мають вертикально інтегровані бізнес-моделі, проте зі своєю спеціалізацією в межах агросектору. Розглянемо сфери діяльності, масштаби та ринки збуту кожної компанії, узагальнивши у Таблиці 1.

Таблиця 1

**ПОРІВНЯЛЬНІ ХАРАКТЕРИСТИКИ БІЗНЕС-МОДЕЛЕЙ ОБРАНИХ АГРОКОМПАНІЙ**

Показник	Kernel (олійно-зерновий)	МХП (птахівництво)	Астарта (цукрово-зерновий)
<b>Земельний банк, га</b>	~363 тис. (2023) (до 2022 — 500+ тис.)	~352 тис. (2023) (стабільно ~370 тис.)	~212 тис. (2023) (пікове 250 тис. у 2018)
<b>Основна продукція</b>	Зерно (кукурудза, пшениця), соняшникова олія	Курятина (бройлери), м'ясопродукти	Цукор буряковий, зернові (кукурудза, пшениця)
<b>Інтеграція (вертикальна)</b>	Вирощування → Олієпереробка → Елеватори → Експорт	Вирощування зерна → Корм → Птахофабрики → М'ясо → Переробка/біогаз	Вирощування буряків/зерна → Цукроваріння → Елеватори → Продаж
<b>Експортна виручка</b>	>60 % (олія, зерно)	~60 % (м'ясо, олія)	~53 % (зерно, олія, жом)
<b>Працівників</b>	10 904 особи	~28 788 осіб	7 233 особи
<b>Унікальні активи</b>	Морпорт (Термінал «Трансбалт» 8 млн т/рік); 3 олійні заводи; молочні ферми	Біогазові станції (3 шт); найбільша птахофабрика Європи; власна мережа магазинів	8 цукрозаводів (20 % ринку); соєвий завод; органічні ферми

Джерело: розроблено автором на основі [19, 17, 20, 21, 23]

Зіставлення показує, що Kernel і Астарта більш концентровані на рослинництві та експортоорієнтованих товарах (олія, зерно, цукор), тоді як МХП домінує в тваринництві з глибокою внутрішньою переробкою. Kernel має найбільшу інфраструктуру для експорту (власний порт), МХП — повний цикл птахівництва і розгалужену збутову мережу, Астарта — поєднує продовольчий (цукор) і сировинний бізнес. Це визначає різницю ризиків: Kernel та Астарта залежні від коливань світових цін на аграрну сировину, МХП — від платоспроможності споживачів

м'яса та ветеринарних ризиків. Однак інтеграція бізнесів у всіх трьох випадках підвищує стійкість: Kernel може компенсувати слабкий врожай трейдингом, МХП — дорогий корм власним виробництвом зерна і біогазом, Астарта — падіння цін на цукор експортом зерна та навпаки.

Оцінка фінансово-економічного стану агропромислових компаній

За період 2019–2023 років фінансові показники цих трьох провідних агропромислових компаній зазнали суттєвих коливань під впливом зовнішніх криз — пандемії COVID-19 та воєнних дій в Україні. Аналіз охоплює динаміку виручки, EBITDA, чистого прибутку, рентабельності, ліквідності й боргового навантаження, а також адаптивність бізнес-моделей до кризових умов. Окремо враховано вплив факторів ESG, таких як енергоощадність, екологічні витрати та корпоративна відповідальність, на фінансові результати компаній. Основні розрахунки показників наведено у розділі 2.1, а детальні дані фінзвітності — у Додатках (що будуть надані за вимогою). Аналіз здійснено на основі останньої доступної річної звітності — за підсумками 2023 року (для Kernel — фінансовий 2023 рік, що завершився 30.06.2023). Зведені дані наведено у таблиці.

Таблиця 2

**ПОРІВНЯННЯ ОСНОВНИХ ФІНАНСОВИХ МЕТРИК**

Показник	Kernel	МХП	Астарта
Виручка, млн дол. США	3 455,1	3 021,0	671,4
EBITDA, млн дол. США	544,0	445,0	159,94
EBITDA margin	15,7 %	14,7 %	23,8 %
Чистий прибуток (Net income), млн дол. США	299,0	142,0	67,15
Власний капітал (Equity), млн дол. США	1 743,99	1 567,0	546,55
ROE (Net income/Equity)	~17,1 %	~9,1 %	~12,3 %
CAPEX, млн дол. США	~100	158,8	~33–44
Сукупний борг (D), млн дол. США	1 719,1	1 618,0	185,86
Cash & cash equivalents, млн дол. США	954,1	436,0	14,5
Net Debt, млн дол. США	765,0	1 182,0	171,33
Net Debt/EBITDA	1,41x	2,66x	1,07x
Debt/Equity (D/E)	0,99	1,03	0,34
Ціна акції	14,76 Злотих = 3,77 дол. США	4,91 дол. США	49 Злотих = 12,50 дол. США
Кількість акцій в обігу	77 429 230	110 770 000	24 470 000
Ринкова капіталізація, млн дол. США	291,91	543,88	305,88
P/E	~0,98 (ринок WSE)	~3,83 (ринок LSE)	~4,6 (ринок WSE)

Джерело: розроблено автором на основі [20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28]

Аналіз фінансово-економічного стану трьох агропромислових компаній показав, що всі вони зазнали суттєвого впливу глобальних і національних криз у 2019–2023 рр., проте змогли більш-менш успішно адаптуватися. Пандемія у 2020 р. мала короткочасний стримуючий ефект на діяльність компаній, після чого у 2021 р. спостерігалось різке відновлення і пікові прибутки. Війна в Україні в 2022 р. стала безпрецедентним шоком: Kernel і МХП зіткнулися зі збитками, а Астарта — зі значним спадом прибутковості. Найбільше постраждали показники маржинальності та боргового навантаження, особливо у Kernel (нетто-борг/ЕВІТДА зріс до критичного рівня) та МХП (значний чистий збиток, що скоротив власний капітал). Втім, антикризові заходи дозволили покращити ситуацію вже у 2023 р.: компанії відновили операційну прибутковість (Kernel знову вийшов на прибуток, МХП швидко скоротив воєнні збитки, Астарта утримала стабільний прибуток) і забезпечили достатню ліквідність. Ключовими чинниками адаптивності стали диверсифікація діяльності, оперативна переорієнтація логістики та ринків збуту, а також впровадження ESG-підходів. Енергоефективність і власна генерація енергії (біогаз, біомаса) допомогли знизити витрати у періоди цінових шоків на ресурси, а заходи корпоративної відповідальності (підтримка персоналу, громади) забезпечили соціальну стійкість бізнесу. В усіх трьох компаніях акціонери утрималися від отримання дивідендів під час кризи, спрямовуючи кошти на підтримку операцій — це підкреслює пріоритет довгострокової стабільності над короткостроковим прибутком. Загалом, фінансово-економічний стан Kernel, МХП та Астарті наприкінці 2023 р. можна оцінити як задовільний та помірно стійкий. Хоча боргове навантаження і ризики все ще підвищені через триваючу невизначеність воєнного часу, компанії продемонстрували здатність пристосовуватися до викликів, зберігати ліквідність і генерувати прибуток навіть у кризових умовах. Це свідчить про ефективність їхніх бізнес-моделей та антикризових стратегій, а також про зростаючу роль принципів сталого розвитку в забезпеченні економічної витривалості аграрного сектора України в сучасних умовах.

Вплив ESG-факторів на фінансову ефективність і стратегічні перспективи

Для аграрного сектору України, що залишається однією з ключових галузей економіки та експорту, питання сталого розвитку є особливо важливим. Зокрема, згідно з даними CFA Institute та дослідженнями PwC, понад 80 % інституційних інвесторів вважають ESG-фактори фінансово суттєвими [88]. Це обумовлено як екологічними ризиками сільського господарства (викиди CO<sub>2</sub>, використання земельних ресурсів, водоспоживання), так і соціальною відповідальністю перед громадами в сільській місцевості, де агрохолдинги є основними роботодавцями й інвесторами.

Аналіз трьох провідних українських агрохолдингів — Kernel, МХП та Астарті — демонструє, що інтеграція ESG-ініціатив стає невід’ємною частиною їх фінансової стратегії і конкурентоспроможності. Компанії здійснюють екологічні проекти (перехід до «зеленої» енергії, підвищення енергоефективності, скорочення викидів), впроваджують соціальні програми для персоналу і громад, а також підвищують якість корпоративного управління, що разом генерує комплексний економічний ефект. Нижче (див. Таблицю 3) розглянуто вплив таких ESG-практик на ключові фінансові показники та репутаційний капітал.

Таблиця 3

## ВПЛИВ ESG-ФАКТОРІВ НА ФІНАНСОВУ ЕФЕКТИВНІСТЬ І СТРАТЕГІЧНІ ПЕРСПЕКТИВИ

Показник	Kernel	МХП	Астарта
Звітування по ESG до міжнародно визнаних стандартів	+	+	+
Стратегічна мета Net Zero	+	+	+
Учасники UN Global Compact	+	+	+
Sustainalytics	Severe Risk (46,5)	Severe Risk (43,2)	відсутній
Рівень нефінансової звітності	високий	високий	високий
Управління GHG	зменшення (-17 %)	зростання (+2,8 %)	зменшення (-17 %)
ВДЕ та енергоефективність	64 % ВДЕ	21 % ВДЕ	16 % ВДЕ
Раціональне водокористування	сухе охолодження	аудит води	автоматизація обліку
Утилізація відходів	91 %	97 %	>80 %
Зайнятість персоналу	10 904	28 788	7 233
Гендерний баланс	26 % жінок	політики рівності	37 % жінок
Навчання персоналу	141,7 тис.\$	120 тис.\$	Lean Academy
Гідні умови праці	+	+	+
Соціальні інвестиції	~4 млн\$	~3,5 млн\$	~1,2 млн\$
Підтримка під час війни	+	+	+
Незалежні директори	2 із 6	4 із 8	2 із 5
Прозорість власності	висока	висока	висока
Етика та антикорупція	+	+	+
ESG KPI	+	+	+

Джерело: розроблено автором на основі [67 72, 77].

Наявність структурованої, прозорої та верифікованої нефінансової звітності є основою для формування ESG-профілю компанії та оцінки її відповідності принципам сталого розвитку. Всі три досліджувані компанії — Kernel, МХП та Астарта забезпечують регулярну нефінансову звітність, що інтегрована у річні фінансові звіти або представлена у вигляді окремих публікацій [67 72, 77].

Проаналізовані приклади засвідчують, що впровадження ESG-практик вже сьогодні дає агропромисловим компаніям відчутні економічні вигоди та посилює їх стратегічні позиції. Екологічні ініціативи дозволяють знизити собівартість продукції за рахунок економії ресурсів і енергії, а також відкривають нові можливості — від виробництва «зеленої» енергії до отримання доходів від побічної продукції. Соціально відповідальна політика формує лояльний, продуктивний колектив і соціальну підтримку, що мінімізує операційні ризики і втрати, підвищуючи стійкість бізнес-моделі. Якісне корпоративне управління забезпечує ефективне стратегічне керівництво, прозорість і довіру з боку ринку, що прямо впливає на доступ до фінансування і вартість капіталу.

Звісно, ESG-орієнтація потребує значних зусиль і ресурсів, а окупність окремих проектів може бути відтермінованою. Проте у стратегічному горизонті такі інвестиції окупаються через зростання ефективності, зменшення ризиків і покращення доступу до ринків. Компанії, що вже сьогодні імплементують принципи сталого розвитку, закладають основу для довгострокового зростання і зміцнення ринкових позицій.

**Дискусія.** Отримані результати дослідження свідчать, що інтеграція ESG-факторів у модифіковану модель дисконтованих грошових потоків суттєво змінює результати оцінки вартості компаній у високоризикових економічних середовищах, зокрема в аграрному секторі України. Для досліджуваних підприємств застосування ESG-орієнтованої DCF-моделі забезпечило відчутне зростання оціненої вартості бізнесу в межах 14–21 %, що підтверджує безпосередній вплив показників сталого розвитку як на стійкість грошових потоків, так і на рівень вартості капіталу.

Отримані висновки узгоджуються з результатами сучасних міжнародних досліджень, які доводять, що ESG-показники сприяють зниженню специфічних ризиків компаній, підвищенню операційної ефективності та покращенню доступу до фінансових ресурсів [44, 45, 46]. Зокрема, врахування ESG-факторів у розрахунках призвело до збільшення вартості підприємств на 14–17 % порівняно з результатами традиційної DCF-оцінки, що корелює з висновками глобальних аналітичних досліджень MSCI [47] щодо позитивного впливу сталого розвитку на ринкову оцінку компаній.

Водночас український кейс демонструє специфічні особливості, які недостатньо відображені у попередніх наукових роботах. Зокрема, встановлено посилення взаємодії між ESG-факторами та воєнними шоками, що формують додаткові механізми впливу на вартість бізнесу. Умови воєнної економіки підвищують значущість соціальної відповідальності, енергетичної автономності та якості корпоративного управління як факторів адаптивної стійкості підприємств. У таких умовах ESG-практики виконують не лише репутаційну або регуляторну функцію, а виступають інструментом зниження системних ризиків і підтримання безперервності операційної діяльності.

Таким чином, результати дослідження розширюють існуючі наукові уявлення про роль ESG у формуванні вартості компаній, демонструючи, що в економіках із підвищеною макроекономічною та геополітичною невизначеністю вплив нефінансових факторів є більш вираженим порівняно зі стабільними ринками. Це підтверджує необхідність подальшого розвитку ESG-інтегрованих моделей оцінки бізнесу, адаптованих до специфіки ринків, що формуються, та кризових економічних умов.

**Висновки.** Проведене дослідження підтвердило зростаючу роль ESG-факторів як важливого елемента формування вартості компаній аграрного сектору та їх довгострокової фінансової стійкості. Аналіз діяльності провідних агропромислових підприємств показав, що інтеграція принципів сталого розвитку поступово стає складовою корпоративних стратегій і безпосередньо впливає на економічні результати бізнесу.

Отримані результати свідчать, що високий рівень нефінансової звітності, впровадження енергоефективних технологій, використання відновлюваних джерел енергії, ефективне управління викидами парникових газів та активна

соціальна політика сприяють зниженню операційних ризиків і підвищенню стабільності грошових потоків компаній. ESG-практики також позитивно впливають на доступ до зовнішнього фінансування, формують репутаційний капітал і зменшують вартість залученого капіталу.

У процесі дослідження встановлено, що ESG-фактори впливають на оцінку вартості бізнесу через два ключові канали:

1) зміну прогностичних грошових потоків унаслідок підвищення ресурсної ефективності та операційної стійкості;

2) коригування ставки дисконтування через зміну рівня ризику та вартості капіталу.

Порівняння традиційної DCF-моделі з ESG-орієнтованою оцінкою продемонструвало, що врахування нефінансових факторів дозволяє отримати більш реалістичну оцінку вартості підприємств, особливо в умовах підвищеної економічної та воєнної невизначеності. Компанії з більш розвинутою ESG-політикою характеризуються вищою інвестиційною привабливістю та кращими стратегічними перспективами розвитку.

Практична значущість дослідження полягає у можливості застосування запропонованого ESG-DCF підходу інвесторами, аналітиками та менеджментом компаній для підвищення обґрунтованості інвестиційних рішень і стратегічного планування. Запропонований підхід сприяє адаптації класичних методів фінансової оцінки до сучасних вимог сталого розвитку та інтеграції українських компаній у глобальний простір сталого фінансування.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з кількісною оцінкою впливу окремих ESG-компонентів на вартість капіталу, розробленням галузевих ESG-премій ризику та розширенням емпіричної бази досліджень для ринків, що формуються.

### **Література**

1. Miciuła I., Kadłubek M., Stępień P. Modern methods of business valuation: case study and new concepts // Sustainability. 2020. Vol. 12, № 7. P. 1–22. URL: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/7/2699> (дата звернення: 05.04.2025).

2. The art of valuation: reflections, stories, and strategies from business appraisal / ed. by R. Grabowski. PYA, 2022. Ch. 2: A brief history of business valuation.

3. Williams J. B. The theory of investment value. Cambridge : Harvard University Press, 1938. 247 p. URL: <https://ia801506.us.archive.org/18/items/in.ernet.dli.2015.225177/2015.225177.The-Theory.pdf> (дата звернення: 05.04.2025).

4. International Valuation Standards Council. International valuation standards (IVS) 2020 edition. London : IVSC, 2020. 120 p. URL: <https://iopcg.me/wp-content/uploads/2021/06/IVS-2020.pdf> (дата звернення: 05.04.2025).

5. Biloki K. Income, asset, market... why different valuation approaches matter // Marcum LLP Insights. January 27, 2022. URL: <https://www.marcumllp.com/insights/income-asset-market-why-different-valuation-approaches-matter> (дата звернення: 05.04.2025).

6. Damodaran A. Valuation: approaches and metrics — NYU Stern lecture notes. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> (дата звернення: 05.04.2025).

7. Aswath Damodaran: the dean of valuation // Quartr Insights. URL: <https://quartr.com/insights/investment-strategy/aswath-damodaran-the-dean-of-valuation> (дата звернення: 11.04.2025).

8. Цілі сталого розвитку ООН в Україні // UN Global Compact in Ukraine. URL: <https://globalcompact.org.ua/tsili-stijkogo-rozvytku/> (дата звернення: 11.04.2025).
9. United Nations Global Compact. Who cares wins: connecting financial markets to a changing world. United Nations, 2004. 52 p. URL: [https://www.unglobalcompact.org/docs/issues\\_doc/Financial\\_markets/who\\_cares\\_who\\_wins.pdf](https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
10. CFA Institute. Environmental, social and governance (ESG) issues in investing: a guide for investment professionals. CFA Institute, 2021. 38 p. URL: <https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.pdf> (дата звернення: 11.04.2025).
11. Сталий розвиток та ESG: основні поняття та відмінності // KPMG Ukraine. 2022. URL: <https://kpmg.com/ua/uk/blogs/home/posts/2022/02/stalyu-rozvytok-ta-esg.html> (дата звернення: 11.04.2025).
12. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // SSRN. 2015. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2699610](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610) (дата звернення: 11.04.2025).
13. Експорт української агропродукції у березні досяг 2,1 млрд доларів США // Міністерство аграрної політики та продовольства України. URL: <https://minagro.gov.ua/news/vitalii-koval-eksport-ukrainskoi-ahroproduksii-u-berezni-dosiah-21-mlrd-dolariv-ssha> (дата звернення: 07.04.2025).
14. Основні показники сільського господарства // Державна служба статистики України. URL: [https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/fin/osp/ksg/ksg\\_u/arch\\_ksg\\_u.htm](https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/fin/osp/ksg/ksg_u/arch_ksg_u.htm) (дата звернення: 08.04.2025).
15. Національні рахунки // Державна служба статистики України. URL: [https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr\\_u.htm](https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_u.htm) (дата звернення: 08.04.2025).
16. Реєстр великих платників податків // Opendatabot. URL: <https://opendatabot.ua/open/large-tax-payers> (дата звернення: 09.04.2025).
17. Агрохолдинги України // Tripoli.land. URL: <https://tripoli.land/agrokholdingi-ukrainu> (дата звернення: 10.04.2025).
18. Драйвери української економіки: агрокомпанії, що сплатили найбільше податків у 2023 році // Forbes Україна. URL: <https://forbes.ua/company/drayveri-ukrainskoi-ekonomiki-agrokompanii-shcho-splatili-naubilshe-podatkiv-u-2023-mu-26012024-18776> (дата звернення: 10.04.2025).
19. Рейтинг ТОП-100 агрохолдингів України // Latifundist. URL: <https://latifundist.com/rating/top100#366> (дата звернення: 09.04.2025).
20. Kernel Holding S. A. Annual report 2022. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022_Kernel_Annual_Report.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
21. MHP S. A. Annual report 2023. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/51d31/2ef40/69ea3acbd9a.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
22. Astarta Holding N.V. Annual report 2023. URL: [https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta\\_ar2023-2.pdf](https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta_ar2023-2.pdf) (дата звернення: 13.04.2025).
23. Агрохолдинг «Астарта» зменшив чистий прибуток на 5 % у 2023 році // Agravery. URL: <https://open4business.com.ua/agroholdingyng-astarta-zmenshyv-chystyj-prybutok-na-5-u-2023-roczii/> (дата звернення: 13.04.2025).
24. Kernel Holding S. A. Quote // Yahoo Finance. URL: <https://finance.yahoo.com/quote/KER.WA/> (дата звернення: 13.04.2025).
25. Kernel Holding S. A. Share details. URL: <https://www.kernel.ua/investor-relations/share-details/> (дата звернення: 13.04.2025).
26. MHP S. A. Quote // Yahoo Finance. URL: <https://finance.yahoo.com/quote/MHPC.IL> (дата звернення: 13.04.2025).
27. MHP S. A. Share information. URL: <https://mhp.com.ua/en/financial-information/share-information> (дата звернення: 14.04.2025).

28. Astarta Holding N. V. Quote // Yahoo Finance. URL: <https://nz.finance.yahoo.com/quote/AST.WA/> (дата звернення: 14.04.2025).
29. Kernel Holding S. A. Annual report 2019. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2019/10/Kernel\\_FY2019\\_Annual\\_Report\\_.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2019/10/Kernel_FY2019_Annual_Report_.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
30. Kernel Holding S. A. Annual report 2020. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2020/12/FY2020\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2020/12/FY2020_Kernel_Annual_Report.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
31. Kernel Holding S. A. Annual report 2021. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
32. Kernel Holding S. A. Annual report 2022. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022_Kernel_Annual_Report.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
33. Kernel Holding S. A. Annual report 2023. URL: [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023_Kernel_Annual_Report.pdf) (дата звернення: 11.04.2025).
34. MHP S. A. Annual report 2019. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/471be26b5ec.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
35. MHP S. A. Annual report 2020. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/45ee7/4173c/af9366a92bf9.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
36. MHP S. A. Annual report 2021. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/aeac4/7693c/ee66ef92c37520.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
37. MHP S. A. Annual report 2022. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/20ad4/aeac4/bfc7f1f5badd2.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
38. MHP S. A. Annual report 2023. URL: <https://api.next.mhp.com.ua/images/51d31/2ef40/69ea3acbd9a.pdf> (дата звернення: 12.04.2025).
39. Astarta Holding N. V. Annual report 2019. URL: <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-holding-nv-ar2019.pdf> (дата звернення: 13.04.2025).
40. Astarta Holding N. V. Annual report 2020. URL: <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-annual-report-2020.pdf> (дата звернення: 13.04.2025).
41. Astarta Holding N. V. Annual report 2021. URL: <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-annual-report-2021.pdf> (дата звернення: 13.04.2025).
42. Astarta Holding N. V. Annual report 2022. URL: <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2023/04/astarta-annual-report-2022-1.pdf> (дата звернення: 13.04.2025).
43. Astarta Holding N. V. Annual report 2023. URL: [https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta\\_ar2023-2.pdf](https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta_ar2023-2.pdf) (дата звернення: 13.04.2025).
44. Alves, C. F. and Meneses, L. L. (2024), "ESG scores and debt costs: exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 94. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240>
45. Priem, R. and Gabellone, A. (2024), "The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment?", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 15 No. 3, pp. 676–703. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2023-0254>
46. Tarulli, A., Morrone, D., Conte, D., Bussoli, C. and Russo, A. (2023), "The relevance of non-financial disclosure in influencing the cost of capital: empirical evidence from the agri-food sector", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 32 No. 4, pp. 1739–1751. <https://doi.org/10.1002/bse.3215>
47. MSCI ESG Research LLC (2024), "MSCI ESG ratings methodology", available at: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf> (accessed 28 November 2025).

## References

1. Miciuła, I., Kadłubek, M., & Stępień, P. (2020). Modern methods of business valuation: Case study and new concepts. *Sustainability*, 12(7), 1–22. <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/7/2699>
2. Grabowski, R. (Ed.). (2022). *The art of valuation: Reflections, stories, and strategies from business appraisal* (Ch. 2: A brief history of business valuation). PYA.
3. Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Harvard University Press. <https://ia801506.us.archive.org/18/items/in.ernet.dli.2015.225177/2015.225177.The-Theory.pdf>
4. International Valuation Standards Council. (2020). *International valuation standards (IVS) 2020 edition*. IVSC. <https://iopcg.me/wp-content/uploads/2021/06/IVS-2020.pdf>
5. Biloki, K. (2022, January 27). Income, asset, market... why different valuation approaches matter. *Marcum LLP Insights*. <https://www.marcumllp.com/insights/income-asset-market-why-different-valuation-approaches-matter>
6. Damodaran, A. (n.d.). *Valuation: Approaches and metrics — NYU Stern lecture notes*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
7. Quartr Insights. (n.d.). *Aswath Damodaran: The dean of valuation*. <https://quatr.com/insights/investment-strategy/aswath-damodaran-the-dean-of-valuation>
8. UN Global Compact in Ukraine. (n.d.). *Sustainable development goals in Ukraine*. <https://globalcompact.org.ua/tsili-stijkogo-rozvytku/>
9. United Nations Global Compact. (2004). *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. United Nations. [https://www.unglobalcompact.org/docs/issues\\_doc/Financial\\_markets/who\\_cares\\_who\\_wins.pdf](https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf)
10. CFA Institute. (2021). *Environmental, social and governance (ESG) issues in investing: A guide for investment professionals*. CFA Institute. <https://www.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.pdf>
11. KPMG Ukraine. (2022). *Sustainable development and ESG: Key concepts and differences*. <https://kpmg.com/ua/uk/blogs/home/posts/2022/02/stalyy-rozvytok-ta-esg.html>
12. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *SSRN Electronic Journal*. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2699610](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2699610)
13. Ministry of Agrarian Policy and Food of Ukraine. (2025). Export of Ukrainian agricultural products reached \$2.1 billion in March. <https://minagro.gov.ua/news/vitalii-koval-eksport-ukrainskoi-ahroproduksii-u-berezni-dosiah-21-mlrd-dolariv-ssha>
14. State Statistics Service of Ukraine. (n.d.). *Main agricultural indicators*. [https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/fin/osp/ksg/ksg\\_u/arch\\_ksg\\_u.htm](https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/fin/osp/ksg/ksg_u/arch_ksg_u.htm)
15. State Statistics Service of Ukraine. (n.d.). *National accounts*. [https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr\\_u.htm](https://www.ukrstat.gov.ua/imf/arhiv/nr/nr_u.htm)
16. Opendatabot. (n.d.). *Register of large taxpayers*. <https://opendatabot.ua/open/large-tax-payers>
17. Tripoli.land. (n.d.). *Agricultural holdings of Ukraine*. <https://tripoli.land/agrokholdingi-ukrainy>
18. Forbes Ukraine. (2024). Drivers of the Ukrainian economy: Agricultural companies that paid the most taxes in 2023. <https://forbes.ua/company/drayveri-ukrainskoi-ekonomiki-agrokompanii-shcho-splatili-naybilshe-podatkov-u-2023-mu-26012024-18776>
19. Latifundist. (n.d.). *Top-100 agricultural holdings of Ukraine*. <https://latifundist.com/rating/top100#366>
20. Kernel Holding S. A. (2022). *Annual report 2022*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022_Kernel_Annual_Report.pdf)
21. MHP S. A. (2023). *Annual report 2023*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/51d31/2ef40/69ea3acbd9a.pdf>

22. Astarta Holding N. V. (2023). *Annual report 2023*. [https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta\\_ar2023-2.pdf](https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta_ar2023-2.pdf)
23. Agravery. (2024). Astarta agricultural holding reduced net profit by 5 % in 2023. <https://open4business.com.ua/agroholdyng-astarta-zmenshyv-chystyj-prybutok-na-5-u-2023-roczy/>
24. Yahoo Finance. (n.d.). *Kernel Holding S.A. quote*. <https://finance.yahoo.com/quote/KER.WA/>
25. Kernel Holding S. A. (n.d.). *Share details*. <https://www.kernel.ua/investor-relations/share-details/>
26. Yahoo Finance. (n.d.). *MHP S.A. quote*. <https://finance.yahoo.com/quote/MHPC.IL>
27. MHP S. A. (n.d.). *Share information*. <https://mhp.com.ua/en/financial-information/share-information>
28. Yahoo Finance. (n.d.). *Astarta Holding N. V. quote*. <https://nz.finance.yahoo.com/quote/AST.WA/>
29. Kernel Holding S. A. (2019). *Annual report 2019*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2019/10/Kernel\\_FY2019\\_Annual\\_Report\\_.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2019/10/Kernel_FY2019_Annual_Report_.pdf)
30. Kernel Holding S.A. (2020). *Annual report 2020*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2020/12/FY2020\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2020/12/FY2020_Kernel_Annual_Report.pdf)
31. Kernel Holding S. A. (2021). *Annual report 2021*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2021/10/FY2021_Kernel_Annual_Report.pdf)
32. Kernel Holding S. A. (2022). *Annual report 2022*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2022/11/FY2022_Kernel_Annual_Report.pdf)
33. Kernel Holding S. A. (2023). *Annual report 2023*. [https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023\\_Kernel\\_Annual\\_Report.pdf](https://www.kernel.ua/wp-content/uploads/2023/10/FY2023_Kernel_Annual_Report.pdf)
34. MHP S. A. (2019). *Annual report 2019*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/3d944/512bd/471be26b5ec.pdf>
35. MHP S. A. (2020). *Annual report 2020*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/45ee7/4173c/af9366a92bf9.pdf>
36. MHP S. A. (2021). *Annual report 2021*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/aeac4/7693c/ee66ef92c37520.pdf>
37. MHP S. A. (2022). *Annual report 2022*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/20ad4/aeac4/bfc7f1f5badd2.pdf>
38. MHP S. A. (2023). *Annual report 2023*. <https://api.next.mhp.com.ua/images/51d31/2ef40/69ea3acbd9a.pdf>
39. Astarta Holding N. V. (2019). *Annual report 2019*. <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-holding-nv-ar2019.pdf>
40. Astarta Holding N. V. (2020). *Annual report 2020*. <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-annual-report-2020.pdf>
41. Astarta Holding N. V. (2021). *Annual report 2021*. <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2022/08/astarta-annual-report-2021.pdf>
42. Astarta Holding N. V. (2022). *Annual report 2022*. <https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2023/04/astarta-annual-report-2022-1.pdf>
43. Astarta Holding N. V. (2023). *Annual report 2023*. [https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta\\_ar2023-2.pdf](https://astartaholding.com/wp-content/uploads/2024/04/astarta_ar2023-2.pdf)
44. Alves, C. F. and Meneses, L. L. (2024), "ESG scores and debt costs: exploring indebtedness, agency costs, and financial system impact", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 94. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103240>
45. Priem, R. and Gabellone, A. (2024), "The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment?", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 15 No. 3, pp. 676–703. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2023-0254>

46. Tarulli, A., Morrone, D., Conte, D., Bussoli, C. and Russo, A. (2023), "The relevance of non-financial disclosure in influencing the cost of capital: empirical evidence from the agri-food sector", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 32 No. 4, pp. 1739–1751. <https://doi.org/10.1002/bse.3215>

47. MSCI ESG Research LLC (2024), "MSCI ESG ratings methodology", available at: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf> (accessed 28 November 2025).

*Стаття надійшла 01.11.2025; прийнята до друку 17.03.2026 року*

DOI 10.33111/vz\_kneu.42.26.01.21.145.151

ISSN printed: 2415-850X; online: 2415-8518.

УДК 336.711:336.74(477)

**Попова Крістіна Едуардівна**

студентка кафедри банківської справи та страхування,  
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана,  
Київ, Україна

e-mail: k.popova@student.sumdu.edu.ua  
ORCID: 0009-0003-9644-9899

**Макаров Олег Юрійович**

доктор філософії, доцент кафедри банківської справи та страхування,  
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана,  
Київ, Україна

e-mail: oleg.makarov@kneu.edu.ua  
ORCID: 0000-0001-9796-8736

## ТРАНСФОРМАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ВОЄННОГО СТАНУ

**Popova Kristina**

student of the department of Banking and Insurance,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman,  
Kyiv, Ukraine

e-mail: k.popova@student.sumdu.edu.ua  
ORCID: 0009-0003-9644-9899

**Makarov Oleg**

PhD, Associate professor of the department of Banking and Insurance,  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman,  
Kyiv, Ukraine

e-mail: oleg.makarov@kneu.edu.ua  
ORCID: 0000-0001-9796-8736

## TRANSFORMATION OF THE MONETARY POLICY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE UNDER MARTIAL LAW

**Анотація.** Актуальність дослідження зумовлено необхідністю забезпечення макрофінансової стабільності України в умовах повномасштабної війни, що спричинила різке зростання інфляційного тиску, валютних дисбалансів і фіскальних потреб держави. Воєнні шоки істотно змінили умови реалізації монетарної політики, обмежили ефективність класичних каналів трансмісії та зумовили використання