

4. Сальников В.А. Конкурентоспособность отраслей российской промышленности – текущее состояние и перспективы [Электронный ресурс] / В.А. Сальников, Д.И. Галимов // Отрасли и межотраслевые комплексы. — Режим доступа : <http://www.ecfor.ru/pdf.php?id=2006/2/04>.

5. Чемерис І.М. Конкуренція і конкурентоспроможність аграрного виробництва в сучасних умовах [Електронний ресурс]. — Режим доступа : <http://elibrary.nubip.edu.ua/5493/1/10cim.pdf>.

УДК: 658.152.011.4

## **КРЕДИТОСПРОМОЖНІСТЬ ЯК ЕКОНОМІЧНА ХАРАКТЕРИСТИКА ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ**

*Скорнякова Ю.Б., викладач*

*Запорізький національний університет*

*У статті обґрунтована доцільність і відповідна методика оцінки кредитоспроможності інвестиційних проектів, що передбачають залучення позикового капіталу. Розглянуті позитиви застосування розробленої методики як для кредиторів, так і для інвесторів – ініціаторів проектів, що приймають рішення стосовно залучення позикових коштів.*

*The authors substantiate the expediency and the appropriate method of evaluation the creditworthiness of investment projects that involve loan capital. The positives of the using of developed methodology are considered for both creditors and for investors – the initiators of the projects, who reach decisions about borrowing.*

**Постановка проблеми.** Життєвий цикл кожного інвестиційного проекту розпочинається з етапів планування та перспективного аналізу, від якості яких багато в чому залежить успішність реалізації проекту, якщо останній буде прийнятий до реалізації. Передусім, безумовно, йдеться про обґрунтування ефективності реалізації даного проекту для його повноцінних інвесторів, але в той же час, якщо у фінансуванні проекту беруть участь інші суб'єкти, актуалізується питання оцінки проекту з точки зору їх інтересів, які можуть відрізнятися від інтересів повноцінних інвесторів.

Будь-який інвестиційний проект, що передбачає залучення позикового капіталу, характеризується наявністю двох категорій учасників фінансування проекту, від рішення яких залежить прийняття даного проекту до реалізації, – повноцінних інвесторів та кредиторів. Таким чином, дослідження такого проекту має бути проведене не лише на відповідність інтересам повноцінних інвесторів, а й з позиції інтересів потенційних кредиторів. Методика ж дослідження інвестиційних проектів на відповідність інтересам кредиторів має ґрунтуватися на принципах участі останніх у фінансуванні проектів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання інвестиційного або проектного кредитування, особливо що стосується організаційних аспектів, розглядаються в працях багатьох вітчизняних та іноземних науковців. Серед них праці таких фахівців як Г. Бірман, І.О. Бланк, Б.В. Губський, К.З. Зуллас, В.Д. Лагутін, І.В. Ліпсіц, М.І. Савлук, Т.В. Майорова, Я.С. Меркумов, А.А. Пересада, В. Шарп та інші.

У той же час, досліджуючи реальні інвестиційні проекти, фінансування яких передбачає залучення позикових коштів, вчені практично не торкаються проблеми розробки методики оцінки, яка б відповідала специфіці таких проектів, особливо інтересам кредитних учасників проекту. Зазвичай пропонується здійснювати оцінку економічної ефективності проекту “в цілому” за допомогою вже традиційних як для світової, так і для вітчизняної теорії та практики динамічних показників із застосуванням в якості ставки дисконтування середньозваженої вартості капіталу (приміром, у Т.В. Майорової, А.А. Пересади [1, с. 72-85]). Як певну альтернативу такому підходу окремі науковці, приміром В.П. Савчук [2, с. 19-25], О.С. Волков [3, с. 117], розглядають можливість аналізу ефективності проектів, що передбачають залучення кредитних коштів, двома способами – методом оцінки ефективності проекту “в цілому”, та методом оцінки ефективності реалізації проекту для повноцінного інвестора. Зазвичай ці два методи розглядаються як альтернативні, але в той же час вказується, що на відміну від оцінки ефективності проекту “в цілому” планування грошових потоків і подальша оцінка ефективності реалізації проекту для повноцінного інвестора робить проект більш прозорим і зрозумілим для потенційних кредиторів.

З іншого боку, в умовах сучасної інвестиційної практики, коли значна частина інвестиційних проектів реалізується із залученням кредитних коштів, актуалізується питання оцінки інвестиційних проектів з точки зору потенційних кредиторів, тобто питання оцінки кредитоспроможності інвестиційних проектів підприємств. Така оцінка є надзвичайно важливою, по-перше, для потенційних кредиторів у ході прийняття рішень щодо фінансування проекту на умовах кредитування, по-друге, для інвесторів – ініціаторів проекту, що передбачає залучення позикових коштів, адже прийняття до реалізації проекту із низьким рівнем кредитоспроможності загрожує дефолтом проекту, що звичайно суперечить інтересам його інвесторів.

**Постановка завдання.** Метою даної статті є обґрунтування необхідності проведення оцінки кредитоспроможності інвестиційних проектів підприємств, а також презентація та обґрунтування методики такого дослідження.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Аналіз інвестиційного проекту з позиції інтересів потенційних кредиторів має ґрунтуватися насамперед на оцінці такої економічної характеристики проекту, як його кредитоспроможність, під якою, на нашу думку, слід розуміти здатність проекту продукувати грошові потоки, цілком достатні для розрахунку із кредиторами відповідно до заздалегідь узгодженого календаря повернення кредитних коштів і сплати відсотків.

Обґрунтовуючи методику оцінки кредитоспроможності інвестиційного проекту, слід насамперед зазначити, що кредитні кошти надаються на заздалегідь визначений строк під заздалегідь визначені відсотки. Відповідно дохід кредитора є чітко визначеним до початку реалізації проекту, і навіть якщо прибутковість проекту буде вищою за планову, дохід кредитора не збільшиться. З іншого боку, ризик кредитора також є обмеженим, адже повноцінний інвестор зобов'язаний повертати кредит та сплачувати визначені догово-

ром кредитування відсотки навіть у випадках, коли проект буде формувати доходи менші за планові. Окрім того, кредитор у разі невиконання зобов'язань інвестором – ініціатором проекту має право на стягнення боргів за рахунок продажу майна підприємства, на базі якого здійснюється реалізація проекту. Це, однак не означає повну відсутність ризику кредитування проекту – грошові потоки можуть виявитися настільки малими, що їх буде недостатньо для виконання зобов'язань перед кредитором, і навіть у разі банкрутства кредитор може не повернути собі надані для реалізації проекту кредитні кошти і не отримати дохід у вигляді відсотків.

Доречно також зазначити, що в науковій літературі присутні окремі думки щодо аспектів, які слід врахувати при формуванні методики оцінки інвестиційних проектів кредиторами. Так Т.В. Майорова зазначає, що “головним принципом участі банку у проектному фінансуванні проекту виступає його впевненість у реальності генерування потоків готівки, які забезпечують покриття боргу та відсотків за ним” [4, с.105]. Аналогічна теза присутня в науковій статті В. Балюка, А. Яцури: “...необхідною умовою прийняття інвестиційних рішень є аналіз достатності майбутніх грошових надходжень підприємства для обслуговування кредиту” [5, с. 20].

Таким чином, при виконанні перспективного аналізу кредитоспроможності інвестиційного проекту висновок має ґрунтуватися на тому, що: чим меншою є доля кредитних коштів у загальній сумі інвестованого в проект капіталу і чим меншою є доля коштів, що підлягають сплаті кредитором в загальному грошовому потоці, що продукується проектом, тим менш ризикованим є цей проект для кредитора. Збільшення долі коштів, що підлягають сплаті кредитором, в загальному грошовому потоці означає менший запас міцності та відповідно наближення до межі, за якою загального грошового потоку проекту виявиться недостатньо навіть для виконання зобов'язань перед кредитором.

Задля перевірки гіпотези про залежність здатності позичальника (повноцінного інвестора) своєчасно виконувати відповідні боргові зобов'язання перед кредитором – донором проекту від долі коштів, що згідно з проектною документацією має спрямовуватися на сплату відсотків та погашення основної суми боргу, в загальному грошовому потоці проекту було проведене наступне статистичне дослідження.

На умовах конфіденційності від трьох комерційних банків м. Запоріжжя була отримана інформація стосовно інвестиційних проектів, що були прийняті до кредитування, по-перше, щодо долі коштів, що підлягали сплаті кредитором, в загальній сумі грошового потоку проекту згідно з проектною документацією, й, по-друге, щодо дисципліни виконання боржником – інвестором своїх зобов'язань, тобто чи виконувались ці зобов'язання у відповідності до кредитного договору, чи мали місце несвоєчасний розрахунок за відсотками, сплатою основної суми боргу або реструктуризація заборгованості за ініціативи позичальника. Таким чином, автором були зібрані та систематизовані дані по 108 кредитних справах, що передбачають кредитування інвестиційних проектів промислових підприємств із сумою кредитного фінансування від 500,0 до 5000,0 тис. грн. за 2006-2009 роки (табл. 1).

**Вихідні дані для обґрунтування методики оцінки кредитоспроможності інвестиційних проектів підприємств**

Частка коштів, що спрямовуються на погашення боргових зобов'язань, в загальному грошовому потоці проектів, %	Кількість проектів	Кількість проектів, за якими боргові зобов'язання перед кредитором виконувались вчасно	Частка проектів, за якими боргові зобов'язання перед кредитором виконувались вчасно
До 15,0	18	18	1,00
Від 15,1 до 30,0	21	17	0,81
Від 30,1 до 40,0	27	16	0,59
Від 40,1 до 50,0	15	6	0,40
Від 50,1 до 55,0	10	3	0,30
Від 55,1 до 60,0	9	2	0,22
Понад 60,1	8	1	0,13
Усього	108	63	0,58

Розрахований за даними таблиці 1 коефіцієнт парної кореляції дорівнює – 0,97, що свідчить про наявність дуже сильного зворотного зв'язку між показниками, тобто: чим більшою є частка коштів, що спрямовуються на погашення боргових зобов'язань у загальному грошовому потоці проектів, тим меншою є частка проектів, за якими боргові зобов'язання перед кредитором виконувались вчасно, тобто рівень надійності кредитування є меншим.

Відповідно пропонується здійснювати оцінку кредитоспроможності проекту на підставі загального коефіцієнта надійності кредитування проекту.

Розрахунок коефіцієнтів надійності за кожним окремим періодом кредитування (місяцем, кварталом, роком – в залежності від принципів побудови календаря кредитування) здійснюється на підставі даних таблиці 2, а розрахунок загального коефіцієнта надійності кредитування здійснюється методом середньої геометричної за формулою 1. Індивідуальні значення коефіцієнтів надійності кредитування обґрунтовуються частками проектів, за якими боргові зобов'язання перед кредитором виконувались вчасно, у проведенному автором статистичному дослідженні.

**Коефіцієнти надійності кредитування за окремими періодами кредитування**

Частка коштів, що спрямовуються на погашення боргових зобов'язань, у загальному грошовому потоці проекту, %	Коефіцієнт надійності
До 15,0	1,0
Від 15,1 до 30,0	0,8
Від 30,1 до 40,0	0,6
Від 40,1 до 50,0	0,4
Від 50,1 до 55,0	0,3
Від 55,1 до 60,0	0,2
Понад 60,1	0,1

Загальний коефіцієнт надійності кредитування:

$$I = \sqrt[n]{i_1 * i_2 * \dots * i_i * \dots * i_n}, \quad (1)$$

де  $i_i$  – коефіцієнти надійності кредитування окремих періодів.

Застосування даної методики в практиці кредиторів дозволяє обґрунтувати рішення щодо вибору між альтернативними проектами за стандартних умов кредитування, а також за умови нормування відповідного показника – рішення щодо кредитування окремих інвестиційних проектів.

Важливим позитивом запропонованої методики є те, що вона дозволяє здійснювати оцінку кредитоспроможності не позичальника як такого, а його інвестиційних намірів, що є особливо важливим у випадках, коли неможливим або суттєво обмеженим є застосування традиційних методів оцінки кредитоспроможності позичальника.

Окремо варто зазначити, що при дослідженні альтернативних інвестиційних проектів результати оцінки кредитоспроможності можуть не відповідати результатам оцінки економічної ефективності реалізації даних проектів для повноцінних інвесторів. Автором вже досліджувався приклад, за яким за однакових умов кредитування більшою кредитоспроможністю з двох альтернативних для кредитора проектів відрізняється проект із меншим рівнем ефективності для повноцінного інвестора [6, с. 197-199]. Пояснюється це різними принципами участі у фінансуванні проектів повноцінних інвесторів і кредиторів та, відповідно, різними вимогами, що висувуються до проектів.

Безумовно, обґрунтовані вибірково статистичним дослідженням практики кредитування лише трьох комерційних банків одного регіону значення коефіцієнтів надійності кредитування за періодами кредитування (табл. 2) не можуть вважатися істиною в останній інстанції. Автором у даному випадку обґрунтовується методика оцінки кредитоспроможності як така. Впровадження її в практику прийняття рішень окремої банківської установи доцільно, на нашу думку, розпочати з аналогічного статистичного дослідження кредитних справ щодо кредитування інвестиційних проектів даною кредитною установою за останні роки. За підсумками такого дослідження кредитором можуть бути обґрунтовані відповідні значення коефіцієнтів кредитування за окремими періодами кредитування. Причому, на нашу думку, йдеться не про обґрунтування коефіцієнтів для окремого кредитора, а про розширення вибірки статистичного дослідження, адже значення коефіцієнтів надійності кредитування залежить не від характеристик окремого кредитора, а від характеристик певної сукупності інвестиційних проектів, для реалізації яких залучались кредитні кошти. Найкращим варіантом, що суттєво підвищив би обґрунтованість даної методики, було б проведення відповідного статистичного дослідження на рівні асоціації вітчизняних банківських установ.

Обґрунтована методика оцінки кредитоспроможності інвестиційного проекту є корисною не лише для потенційних кредиторів, а й для позичальників – повноцінних інвесторів, які залучають позикові кошти до фінансування проектів. Будь-який такий позичальник, що здійснює підприємницьку діяльність в межах правового поля, має бути зацікавлений у сумлінному виконанні своїх зобов'язань перед кредиторами. В іншому випадку на певних,

особливо перших, етапах реалізації проект може опинитися в стані дефолту – майно буде реалізоване для погашення зобов'язань, проект припинить своє існування, а кошти повноцінних інвесторів будуть частково або навіть повністю втрачені. В той же час за іншого календаря кредитування той же інвестиційний проект міг би бути успішно реалізований. Таким чином, розробляючи та надаючи до кредитування інвестиційний проект, його повноцінні інвестори мають впевнитися в його кредитоспроможності. В даному випадку актуалізується питання щодо нормування значення загального коефіцієнта надійності кредитування проекту. Безумовно повноцінний інвестор не намагатиметься досягти максимальної кредитоспроможності проекту, адже такою максимальною кредитоспроможністю будуть відрізнятися проекти, що взагалі не передбачають залучення позикових коштів, адже в таких випадках загальний коефіцієнт надійності кредитування дорівнюватиме 1. З позиції інтересів позичальника йдеться про певну межу, за якою проекти відрізнятимуться незадовільною кредитоспроможністю та, відповідно, занадто високим ризиком дефолту.

Задля обґрунтування такого мінімально допустимого значення загального коефіцієнта надійності кредитування проектів згадаємо, що більшість фахівців фінансового аналізу вважають критичним співвідношенням власних та позикових коштів співвідношення 50 % на 50 % [7, с. 212; 8, с. 137]. Якщо ж прийняти, що грошові потоки рівномірно розподіляються на інвестовані кошти, то за такого співвідношення коштів доля коштів, що спрямовується на виконання зобов'язань перед кредиторами, в загальній сумі грошового потоку має бути не більшою за 50,0 %, що відповідає коефіцієнту надійності кредитування в розмірі 0,4. Таким чином, обираючи календар кредитування, повноцінним інвесторам слід зважати на те, що загальний коефіцієнт надійності кредитування проекту має бути не менше за 0,4. В іншому випадку ризик дефолту проекту буде необґрунтовано високим.

**Висновки.** Оцінка кредитоспроможності, тобто здатності проекту продукувати грошові потоки цілком достатні для розрахунку із кредиторами відповідно до заздалегідь узгодженого календаря повернення кредитних коштів і сплати відсотків, є важливим етапом попереднього аналізу інвестиційних проектів, що передбачають залучення позикових коштів. Виконання такої оцінки пропонується здійснювати у відповідності до обґрунтованої методики на підставі загального коефіцієнта надійності кредитування (кредитоспроможності) інвестиційних проектів. Розроблена методика оцінки кредитоспроможності дозволяє, по-перше, кредиторам обґрунтовувати рішення щодо кредитування (або не кредитування) інвестиційних проектів підприємств за стандартних умов кредитування, по-друге, інвесторам – ініціаторам проектів, що передбачають залучення позикового капіталу, виявити і уникнути варіантів кредитування, що відрізняються необґрунтовано високим рівнем дефолту проектів.

Напрямок подальших досліджень автору видається проведення додаткових статистичних досліджень з метою підвищення рівня обґрунтування коефіцієнтів надійності кредитування за окремими періодами кредитування.

## Література:

1. Майорова Т.В. Інвестиційне кредитування: [навч. посібник] / Т.В. Майорова, А.А. Пересада. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.
2. Савчук В. Теорія і практика оцінки ефективності інвестицій в Україні / В. Савчук // Економіка України. – 2003. – № 12. – С. 19–25.
3. Волков А.С. Инвестиционные проекты: от моделирования до реализации / А.С. Волков. – М.: Вершина, 2006. – 256 с.
4. Майорова Т.В. Проектне фінансування як напрямок банківської діяльності / Т.В. Майорова // Розвиток фінансово-кредитних відносин в Україні: Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції вчених, викладачів, практичних працівників та молодих науковців 27 лютого 2004 року. – К.: КІБС, 2004. – С.103–105.
5. Балюк В. Довгострокове кредитування інвестиційних проектів / В. Балюк, А. Яцура // Банківська справа. – 2005. – № 2. – С. 17–28.
6. Скорнякова Ю.Б. Особливості оцінки реальних інвестиційних проектів кредитними установами / Ю.Б. Скорнякова // Прометей: регіональний збірник наукових праць з економіки. – 2009. – № 2(29). – С. 195–199.
7. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности / Л.А. Бернстайн; пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 528 с.
8. Ізмайлова К.В. Фінансовий аналіз: [навч. посіб.] / К.В. Ізмайлова. – [2-е вид., стереотип.]. – К.: МАУП, 2001. – 152 с.

УДК 332.2 : 336.2

## ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РОЗВИТКУ ЗЕМЕЛЬНИХ ВІДНОСИН В КОНТЕКСТІ СТАЛОГО ЗЕМЛЕКОРИСТУВАННЯ

*Степенко О.В., к.е.н.*

*ДУ "Інститут економіки природокористування  
та сталого розвитку" НАН України*

*Висвітлено основні аспекти фінансово-економічного забезпечення розвитку земельних відносин та визначено напрями їх вдосконалення в контексті сталого землекористування*

*It is displayed the basic aspects of financial and economic maintenance of development of ground relations and directions of their improvement in a context of sustainable development are defined*

**Постановка проблеми.** Питання раціонального землекористування особливо актуалізувалися в останній час, коли аграрна сфера зазнала масштабних інституціональних трансформацій. Особливою резонансністю відзначаються заходи щодо реформування відносин власності на земельні ресурси. Підвищилась також актуальність впровадження перспективних організаційно-правових форм аграрного виробництва та вдосконалення системи фінансово-економічного забезпечення сталого землекористування.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми раціоналізації землекористування вже давно є предметом наукових досліджень провідних вітчизняних учених, таких як Д. Бабміндра, Д. Добряк [5], А. Мартин [7], Л. Новаковський [8], А. Третяк [12], М. Хвесик [13] та ін. Поряд з цим, зали-