

УДК 330.322
DOI 10.32342/2074-5354-2023-1-58-20

Є. О. ЯСЬКОВ,
здобувач ступеня доктора філософії з економіки,
НТУ «Дніпровська політехніка», м. Дніпро (Україна)
<https://orcid.org/0000-0002-5534-7453>

В. Л. СМЕСОВА,
доктор економічних наук, професор, професор кафедри економічної теорії та
міжнародних економічних відносин,
НТУ «Дніпровська політехніка», м. Дніпро (Україна)
<https://orcid.org/0000-0002-0444-4659>

РИНОК МІЖНАРОДНИХ РЕЙТИНГОВИХ АГЕНТСТВ ТА ПІДХОДИ ДО ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ КРАЇНИ

Результати дослідження вчених-економістів доводять, що прямі іноземні інвестиції є потужним двигуном розвитку економіки будь-якої країни світу. Одним із важливих аспектів збільшення обсягів інвестицій в національній економіці є її інвестиційна привабливість. Збір та аналіз даних для аналізу інвестиційної привабливості країн світу здійснюють Міжнародний валютний фонд, Організація Об'єднаних Націй, Світовий банк, міжнародні рейтингові агенції. Найбільш ємну та системну інформацію щодо інвестиційної привабливості національних економік дають оцінювання, що проводяться міжнародними рейтинговими агенціями.

Метою статті є обґрунтування методологічного підходу до оцінювання інвестиційної привабливості національної економіки на основі каскадного методу та комплексного аналізу.

Встановлено, що методологія формування рейтингів міжнародних агентств не завжди є прозорою і зрозумілою, при формуванні рейтингів наявні помилки і маніпуляції навіть у лідерів на цьому ринку, що призводить до значних фінансових втрат інвесторів. Проведено аналіз структури і динаміки ринку рейтингових агентств Європи у 2017–2021 рр., виявлено особливості його розвитку та основні лідери. Визначено основні етапи рейтингового оцінювання інвестиційної привабливості країни, що проводять міжнародні рейтингові агентства. Обґрунтовано сутність і слабкі місця методичних підходів до оцінювання інвестиційної привабливості країн світу міжнародних рейтингових агентств. Здійснено порівняння методології формування рейтингів міжнародних агентств з альтернативними методиками оцінювання.

Запропоновано як методологічний інструментарій проведення рейтингового оцінювання використовувати факторні методи, які дозволяють побудувати систему рейтингів каскадного типу. Виділено чотири каскади оцінювання інвестиційної привабливості – політичний, правовий, інституціональний, економічний, а також фактори та індикатори, які їх формують. Кожен каскад аналізується на основі регресивного підходу та формує загальний рейтинг інвестиційної привабливості. Після оцінювання результатів, отриманих за кожним каскадом, встановлюється, який саме з них найбільше впливає на загальний рейтинг. Таке оцінювання є більш інформативним порівняно з іншими методологічними підходами, оскільки дозволяє виявити найбільш впливову групу факторів при формуванні рейтингу інвестиційної привабливості, визначити каскади, які мають найбільше та найменше значення в загальній рейтинговій оцінці, а також проаналізувати сильні сторони і слабкі місця в економічній, правовій, інституціональній, політичній сферах країни-реципієнта.

Продемонстровано приклад застосування запропонованого методологічного підходу для гіпотетичних країн світу. Розроблено алгоритм аналізу інвестиційної привабливості досліджуваного об'єкта для цих країн.

Ключові слова: *інвестиційна привабливість, інвестиції, кредитний рейтинг, рейтингові агенції, методи оцінювання*

JEL: *D04, G24, P45*

Постановка проблеми. Зміни, які відбуваються у сучасному світовому господарстві, характеризують важливість активізації процесу інвестування для забезпечення стійкого зростання національної економіки. Інвестиції є основою для нормального функціонування та розвитку найбільш важливих видів економічної діяльності, соціальної сфери, виробництва суспільних благ, зайнятості, підвищення рівня та якості життя у суспільстві.

Одним із важливих аспектів збільшення інвестицій в національній економіці є її інвестиційна привабливість. Остання у найбільш вузькому значенні розглядається як сукупність економічних, соціальних, інституційних та інших умов для інвестування. У цьому зв'язку все більш актуальними стають дослідження методологічних підходів до оцінювання інвестиційної привабливості території та країни в цілому.

На сучасному етапі розвитку економічної науки існують різні методологічні підходи у цій сфері, що мають свої сильні і слабкі сторони. Одним із них є підхід, що використовують міжнародні рейтингові агентства.

Оцінювання інвестиційної привабливості національної економіки за вказаною методологією базується на агрегуванні, що являє собою об'єднання цілого комплексу взаємопов'язаних індикаторів інвестиційної активності країни в єдине ціле і формування на цій основі висновків щодо її інвестиційної привабливості для інвесторів. Основними недоліками такого підходу є:

– категоричність отриманого кінцевого показника (подається у вигляді певного кількісного значення) та відсутність будь-якого пояснення щодо факторів, які його формують;

– постійна зміна факторів та індикаторів у методології оцінювання, що ро-

бить неможливим порівняння отриманих результатів із попередніми періодом, проведення аналізу та прогнозування;

– використання експертних оцінок, що характеризуються суб'єктивністю та можуть відображати упереджену думку, особисту зацікавленість, бути зробленими наспіх або на основі неуважного аналізу, впливу інших людських факторів і що може негативно позначитися на кінцевому результаті оцінювання.

Тому більш ґрунтовні наукові дослідження методологічних підходів у цій сфері є важливими та актуальними і допоможуть відповісти на питання – як мінімізувати вказані недоліки в процесі оцінювання інвестиційної привабливості національної економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам оцінювання інвестиційної привабливості та удосконаленню методології формування рейтингу країни присвячено багато наукових праць вітчизняних та іноземних науковців. Такі українські вчені-економісти, як В.В. Вітлінський, В.М. Гранатуров, Л.Б. Долінський, А.Б. Камінський досліджували проблеми економіко-математичного моделювання розрахунку ризику, що можуть використовуватися при визначенні кредитних рейтингів. В.Л. Смесова, Г.М. Пилипенко, М.І. Іванова, Р.В. Карпенко та ін. виявили систему інституційних та економічних умов, які впливають на інвестиційну привабливість країн світу, а також інвестиційних можливостей цих країн, досліджували фактори, які впливають на прийняття рішень потенційних інвесторів щодо здійснення прямих іноземних інвестицій, а також на їх інвестиційну безпеку [1; 2].

Закордонні вчені У. Шарп, С. Альтман, Т. Бартон, С. Бригхем та рейтингові агенції (Standard & Poor's – США,

Moody's Investor's Service – США та Fitch Ratings – Великобританія, США) зосередилися на дослідженнях методологічних підходів, що використовують міжнародні агентства – лідери в процесі оцінювання інвестиційної привабливості національної економіки, проведенні порівнянь міжнародних рейтингів, розроблених цими агенціями, а також відповідних макроекономічних показників, які лежать в основі їхніх розрахунків [3; 4]. Зазначимо, що сам процес, описаний рейтинговими агентствами з комерційних міркувань, є поверхневим і не дуже прозорим. Результати порівняння методології оцінювання міжнародних рейтингових агентств свідчать про те, що використання незначної кількості змінних факторів забезпечує невисоку відповідність рейтингам [5; 6].

Також проводилися дослідження впливу рейтингів інвестиційної привабливості на ділову активність в країнах, а також зв'язок останньої із зміною показників рейтингових агентств, таких як Standard & Poor's (S&P Global Ratings), Moody's Investor's Service та Fitch Ratings Inc [7].

Крім того, закордонними науковцями здійснювався аналіз якості кредитних рейтингів країн, а також визначалася інформаційна цінність рейтингу залежно від завдань та часових горизонтів [8].

Проведені дослідження мали різні цілі та напрями, але одночасно з цим їхньою спільною рисою було проведення аналізу методології вибору факторів та індикаторів, що формують інтегральний показник рейтингу, а також впливу цих факторів на кінцевий результат.

Одночасно, незважаючи на значну кількість наукових праць, присвячених аналізу методологічних підходів до оцінювання інвестиційної привабливості країни, існує необхідність у здійсненні подальших досліджень у цій сфері. Дослідження, проведені ООН, доводять, що у світовій економіці відбувається постійне збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій [9, с. 12], і рейтинги міжнародних рейтингових агентств дуже сильно впливають на функціонування інвести-

ційного ринку та ринку капіталу. Тому удосконалення методології їх формування є актуальним і необхідним на сучасному етапі розвитку світового господарства.

Метою статті є обґрунтування методологічного підходу до оцінювання інвестиційної привабливості національної економіки на основі каскадного методу та комплексного аналізу.

Виклад основного матеріалу дослідження. Використання результатів дослідження світових рейтингових компаній є загальновідомою практикою при прийнятті інвестиційних рішень, тому що саме від місця країни у цих рейтингах залежить її інвестиційна привабливість та, як наслідок, обсяги прямих іноземних інвестицій до цієї країни. Кожен потенційний інвестор спочатку аналізує умови кредитування, систему оподаткування, правовий режим і законодавство у сфері інвестування у країні, в яку він планує вкладати свій капітал.

Кредитні рейтинги відображають кредитоспроможність емітентів та кредитні характеристики їхніх боргових інструментів, наприклад, державних облігацій, казначейських зобов'язань. І, відповідно, такі рейтинги, з одного боку, допомагають інвесторам зважити і порівняти ризики вкладання коштів у ті чи інші країни (бізнес-структури), цінні папери, проаналізувати доходність інвестицій, оцінити інвестиційний клімат у країні-реципієнті, і на основі цього прийняти обґрунтовані інвестиційні рішення. А з іншого боку – рейтинги формують сприятливий інвестиційний імідж для емітентів фондового ринку, підвищують рівень довіри до них з боку інвесторів, оскільки дають уявлення щодо спроможності емітентів відповідати за своїми зобов'язаннями.

Одночасно кредитні рейтинги не завжди є чесними й об'єктивними і не завжди можуть виступати надійним індикатором інвестиційної привабливості країн, тому що і у цих рейтингах можуть бути помилки. В історії розвитку ринку рейтингових агентств існувало багато прикладів, коли було зроблено помилки у процесі розрахунку показників рейтингу.

Ці помилки обумовлюють значні втрати інвесторів та формують недовіру до агентств, які їх розробляють. Наприклад, інвестиційний банк «Lehman Brothers» мав найвищий рівень інвестиційної привабливості у рейтингах, розрахованих компаніями – лідерами рейтингової аналітики. У червні 2008 р. компанія «Ernst & Young» проводила аудит цього банку і встановила високий рівень його кредитоспроможності та інвестиційної привабливості, незважаючи на виявлені маніпуляції у звітності. Однак вже у вересні 2008 р. банк подав заяву про визнання його банкрутом та мав збитки близько 700 млрд \$ США [10, с. 3, 13.].

Тому від правильності і точності результатів рейтингів залежать не тільки обсяги залучених інвестицій, кредитний потенціал, рівень прибутків та збитків інвесторів, але також і подальша репутація міжнародних рейтингових агентств.

До топ-3 найвпливовіших міжнародних рейтингових агентств у сфері кредитування відносять Standard & Poor's (S&P Global Ratings), що займає близько 50% ринку кредитних рейтингових агентств, Moody's Investor's Service (30% ринку) та Fitch Ratings Inc. (10% ринку відповідно) [11, с. 6].

Ці компанії здійснюють оцінювання інвестиційної привабливості різних країн, регіонів, галузей виробництва і фактично

регулюють світові кредитні та інвестиційні потоки. Зазначені рейтингові агенції становлять більше 90% ринку ЄС, усі інші – тільки 10% ринку у сукупності, причому кожне з них формує тільки близько 1% ринку (рис. 1). Оцінювання частки ринку, яку займає рейтингове агентство, відбувається на основі аналізу річного обсягу кредитування.

Для підтримання конкурентного середовища на ринку інвестиційно-кредитних рейтингів регламент зобов'язує залучати для проведення рейтингового оцінювання принаймні одне рейтингове агентство, що займає менше 10% цього ринку. Для цього Європейський орган з цінних паперів і ринків (ESMA) щорічно зобов'язаний публікувати перелік зареєстрованих кредитних рейтингових агентств із зазначенням їхньої загальної частки ринку (рис. 2) [15, с. 25].

Однак, незважаючи на спроби законодавчого врегулювання ринку кредитних рейтингів, у 2017–2021 рр. жодних суттєвих змін у розподілі рейтингового ринку не відбулося, і лідерами залишилися ті ж самі компанії (рис. 2) [11, с. 6; 12, с. 8; 13, с. 6].

Такі олігополістичні тенденції є проблемою економічного і соціального характеру насамперед для країн, що розвиваються та не знаходяться в зоні інтересів ТНК. Йдеться про методологію розрахунку рейтингу, на яку при певній зацікавлен-

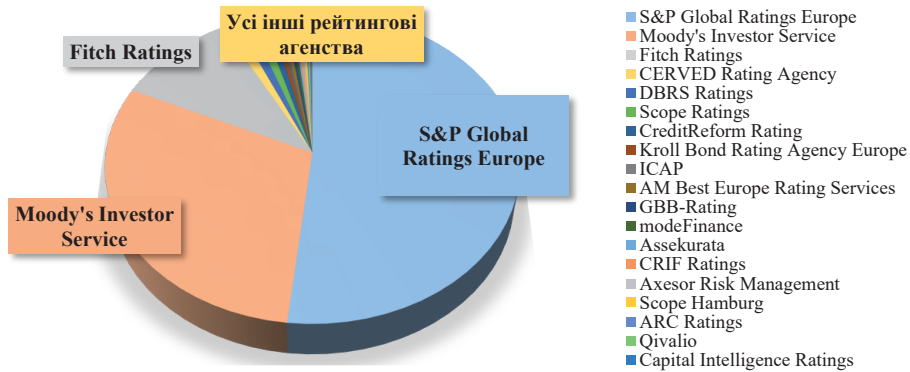


Рис. 1. Структура ринку рейтингових агентств у Європі 2021 р. [3]

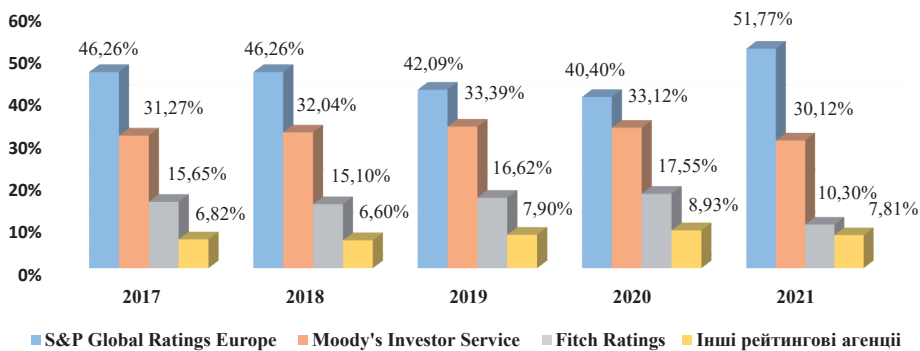


Рис. 2. Частка ринку найбільших рейтингових агенцій ЄС у 2017–2021 рр. [7]

ності дуже легко вплинути. Провідні рейтингові агенції декларують дотримання принципів незалежності у провадженні своєї діяльності та оцінюванні інформації. Однак країною заснування рейтингових агенцій з найбільшою часткою на ринку є США, і, відповідно, оцінювання показників здійснюється ними також у доларах США. Тому альтернативні методики розрахунку інвестиційної привабливості можуть дати інші результати оцінки стану об'єкта дослідження, зробленого у національній валюті потенційного інвестора або в натуральних величинах.

Основні етапи рейтингового оцінювання інвестиційної привабливості країни наведено на рис. 3.

На першому і другому етапах здійснюється збір інформації для оцінювання та проводиться аналіз сукупності факторів, що впливають на кредитну та інвестиційну привабливість країни. Зокрема аналізуються фактори інвестиційної привабливості країни, зміна яких може погіршувати макроекономічні умови та вплинути на ефективність активів, а саме:

- збільшення інфляції;
- збільшення відсоткових ставок;

- різке зниження цін на активи;
- девальвація валюти;
- зниження ВВП;
- зростання рівня безробіття та неплатоспроможності та ін.

Також відслідковуються порушення та сумнівні інвестиційні операції, законодавчо закріплені умови, за яких країна не виконує своїх зобов'язань за зобов'язаннями перед кредиторами, зокрема нефункціональне правове середовище, наявність системної банківської кризи, ступінь втручання і встановлення контролю державою над інвестиційним ринком, наприклад, впровадження програм допомоги позичальникам або можливість експропріації (націоналізації) активів [4, с. 3].

Одночасно слід зазначити, що фактори, які використовуються в процесі оцінювання, більшою мірою орієнтовані на міжнародні фінансові ринки, де домінують США. Тому, як наслідок, рейтинг США та суміжних з ними країн є високим, а всіх інших – нижчим.

При проведенні аналізу інформації найбільш поширеними методологічними підходами до оцінювання інвестиційної привабливості рейтинговими агентствами є:

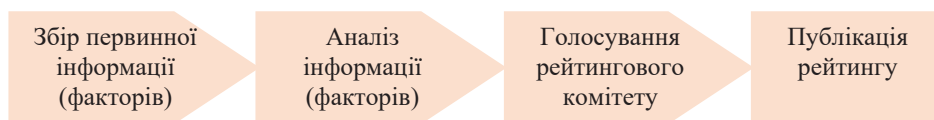


Рис. 3. Етапи формування рейтингу інвестиційної привабливості*

*Авторська розробка.

1) факторний розгорнутий метод – формування груп факторів, близьких за значенням, присвоєння їм питомих показників значущості. При цьому використовують як кількісний, так і якісний підходи. Саме цей метод є основою методології світових лідерів у складанні рейтингів, що дозволяє здійснити якісну оцінку. Наприклад: кредитний рейтинг України у 2022 р. за даними Fitch Ratings та Standard & Poor's мав якісне значення «selective default» – вибірковий дефолт, що означає, що країна не в змозі виконати фінансове зобов'язання у встановлені строки [14, с. 1];

2) факторний метод з урахуванням ризику – більш складніша методологія розрахунку, яка робить акцент на оцінюванні дохідності інвестицій відносно ризику їх втрати, а також на удосконаленій ризиковій методиці дохідності у динаміці (ризикової часової), що дозволяє говорити про інвестиційний клімат. Ця методологія набула широкого використання при оцінюванні інвестиційної привабливості окремих регіонів та галузей;

3) спрощений факторний метод – базований на використанні деяких основних факторів, які вірогідним чином визначають інвестиційну привабливість. Метод є найбільш ефективним для аналізу вузького сегмента ринку, території або конкретного об'єкта інвестування.

Недоліком зазначених методологічних підходів є суб'єктивна експертна оцінка при формуванні набору факторів і, як наслідок, – суб'єктивні результати

аналізу. Унаслідок цього інвестиційні рейтинги, що побудовані на застосуванні даної методології оцінювання, можуть бути необ'єктивними, лобіювати інтереси певних країн і територій, а отже, не можуть служити достовірною вхідною інформацією для незалежного інвестора при прийнятті рішень.

З метою вирішення цієї проблеми пропонується використати як методологічний інструментарій проведення рейтингового оцінювання факторні методи, що дозволяють побудувати систему рейтингів каскадного типу. Йдеться про оцінювання інвестиційної привабливості країни (території) на основі руху від загального до конкретного, коли кожний каскад буде розраховуватися за обраною методикою і мати вагу значущості (регресивний підхід).

Виділяється чотири рівні (каскади) оцінювання інвестиційної привабливості: політичний, правовий, інституціональний, економічний (рис. 4).

Усі рівні включають певний набір факторів, аналіз яких дає можливість здійснити оцінювання кожного рівня та сформувати відповідні рейтинги.

На основі результатів дослідження кожного каскаду формується кінцевий показник – загальний рейтинг. Після оцінювання результатів, отриманих за кожним каскадом, легко визначити, який саме з них найбільше впливає на загальний рейтинг. Таке оцінювання буде більш інформативним, оскільки дозволить отримати більш розгорнуті результати за кожною

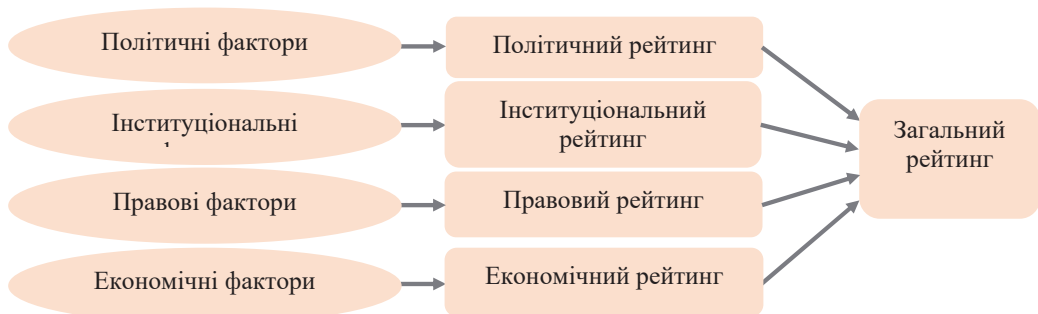


Рис. 4. Визначення рейтингу за каскадним підходом*

*Авторська розробка.

складовою рейтингу, а також визначати каскад (каскади), який має найбільше та найменше значення в загальній рейтинговій оцінці. Отже, це дозволяє виявити сильні і слабкі сторони в цілому об'єкта оцінювання та його каскадів.

Відповідно в результаті такого оцінювання загальний рейтинг інвестиційної привабливості, наприклад, для гіпотетичної «Країни» дорівнюватиме «XXX» з великим впливом політичної та економічної складових.

До основних факторів, які лежать в основі оцінювання політичного рейтингу, на наш погляд, належать:

- допустима частка іноземної участі в капіталі підприємства;
- наявність механізмів гарантій та захисту прав інвесторів;
- рівень корупції;
- стабільність політичної ситуації в країні та ін.

Інституціональний рейтинг, на наш погляд, включає оцінювання таких факторів, як:

- середній час та вартість реєстрації юридичної особи;
- рівень та якість освіти населення;
- доступ до мереж (електроенергетика, інтернет);
- рівень безробіття.

До факторів правового рейтингу слід віднести:

- відповідність нормативно-правової бази країни міжнародним стандартам;
- рівень правового захисту інвесторів;
- складність процедури найму іноземної робочої сили;
- податкові обмеження і пільги для іноземних інвесторів.

Економічний рейтинг включає оцінювання таких факторів, як:

- ВВП на душу населення;
- обсяги залучених прямих іноземних інвестицій;

– обсяги вилучених прямих іноземних інвестицій;

– рівень інфляції та ін.

Зазначений перелік оцінюваних факторів є базовим і може бути доповнений іншими факторами, аналіз яких повинен проводитися при прийнятті інвестиційних рішень. Оцінювання необхідно проводити на основі даних за останні 5-10 років, що дозволить забезпечити об'єктивність і точність отриманих результатів, проаналізувати зміни у політичному, правовому, економічному інституціональному середовищі.

Прийняття рішень потенційним інвестором включає чотири основні етапи, наведені на рис. 5.

Це класичний підхід до проведення інвестиційного аналізу, який полягає у формулюванні висновків на основі руху від загального до часткового. Логіка проведеного аналізу будується на такому: якщо на більш високому рівні наявні негативні тенденції і зміни, це є сигналом для інвесторів, що є проблеми вже на цьому рівні і що цей потенційний об'єкт не відповідає вимогам інвесторів. І навіть, коли нижчий рівень характеризується позитивними результатами і подає позитивні сигнали, даний об'єкт не розглядається як потенційний об'єкт для інвестування.

Проілюструємо проведення такого аналізу на прикладі.

Мета міжнародного інвестора – вкладання інвестицій в металургійну галузь в країні з прийнятним ризиком та певними фінансовими вимогами.

Перед початком оцінювання слід обрати об'єкти, які цікавлять потенційних інвесторів, та визначити, в яких країнах та яких регіонах вони знаходяться. Це буде основою для проведення аналізу. Припустимо, що обрано 9 об'єктів у 4 країнах світу (A_1, A_2, A_3, A_4).

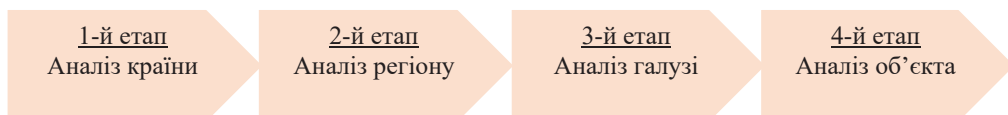


Рис. 5. Етапи прийняття рішень потенційним інвестором*

*Авторська розробка

Згідно із запропонованим планом дослідження на першому етапі проводиться аналіз інвестиційної привабливості країни (найвищого рівня). Якщо результати оцінювання у країні « A_1 » свідчать про наявність високих інвестиційних ризиків та незадовільний економічний стан – відсутній сенс проведення подальшого аналізу на нижчих рівнях. Відповідно ця країна не відповідає вимогам інвесторів до політичної, економічної, інституціональної або іншої сфери. Який сенс вкладати кошти у високодохідне металургійне підприємство у країні A , якщо у цій країні не створено необхідний рівень правового захисту для іноземних інвестицій або існують значні обмеження для вивезення капіталу за кордон, що не відповідає потребам інвесторів?

Коли ж рівень інвестиційних ризиків в країні є допустимим (наприклад, у країні A_2) і відповідає вимогам інвесторів, проводиться другий етап аналізу – на рівні регіону. На цьому етапі також застосовується логіка аналізу на попередньому етапі. Пам'ятаємо основні вимоги щодо ризику. Якщо ризик значний і не відповідає вимогам інвесторів, вкладати кошти в об'єкти, що знаходяться у цьому регіоні країни A_2 , вони не повинні. Регіон може характеризуватися відсутністю (недостатньою розвиненістю) інфраструктури, значною кількістю податків і зборів, високими ставками оподаткування або іншими неприйнятними умовами.

За наявності задовільного висновку щодо стану регіону, наприклад, у країні A_3 , можна переходити до наступного етапу – аналізу галузі. У нашому випадку оцінюються умови і ризики функціонування металургійної галузі країни A_3 – рівень конкуренції та монополізації, нормативно-правова база та інституційне середовище, умови і бар'єри для вступу у галузь, податковий тиск та пільги для іноземних інвесторів тощо. Крім того, необхідно проаналізувати найбільш розвинені галузі та напрями економічної діяльності у даному регіоні. Наприклад, якщо в регіоні домінує сільськогосподарська галузь, слід проаналізувати, чи наявні в регіоні

трудові ресурси для металургійного підприємства, вивчити місцеві екологічні вимоги та законодавство у сфері захисту навколишнього середовища, адже регіон, швидше за все, орієнтований на розвиток підприємств аграрної галузі. Набагато легше буде відкривати підприємство у тому регіоні, де домінуючою є саме металургійна галузь.

Після остаточного визначення з регіоном та галуззю переходимо до останнього етапу – аналізу підприємства.

Схематично алгоритм аналізу інвестиційної привабливості досліджуваного об'єкта, поданий на рис. 6, буде мати чотири блоки, що відповідають кожному рівню аналізу.

Такий алгоритм використовується для оцінювання інвестиційної привабливості будь-якого об'єкта та рівня аналізу – від країни до підприємства. Отже, використовуючи зазначений алгоритм (рис. 6), наведемо схему проведення аналізу інвестиційної привабливості потенційних об'єктів інвестування, що для досліджуваного прикладу буде мати такий вигляд (рис. 7).

У даній схемі порівнюються чотири країни (A_1, A_2, A_3, A_4) з потенційними інвестиційними регіонами ($B_{11}, B_{12}, B_{21}, B_{22}, B_{31}, B_{32}, B_{41}$), в яких є потенційні об'єкти інвестування ($D_{1111}, D_{1211}, D_{1311}, D_{2111}, D_{2211}, D_{3111}, D_{3211}, D_{3311}, D_{4111}$) металургійної галузі (C_1).

У схемі червоним кольором позначені об'єкти, які характеризуються неприйнятними для подальшого інвестування ризиками та не відповідають потребам і вимогам інвестора. Отже, червоні елементи необхідно виключити з потенційних об'єктів інвестування. Зеленим кольором, навпаки, позначені елементи, які інвестор повинен обрати як потенційних об'єктів інвестування та прийняти щодо них позитивне рішення.

У нашому прикладі в результаті оцінювання отримуємо чотири потенційних об'єкти інвестування $D_{1311}, D_{2111}, D_{3211}$ та D_{4111} , що відповідають прийнятному рівню інвестиційних ризиків. Одночасно такі об'єкти, як D_{1311} та D_{2111} , мають низьку рейтингову оцінку та не можуть бути

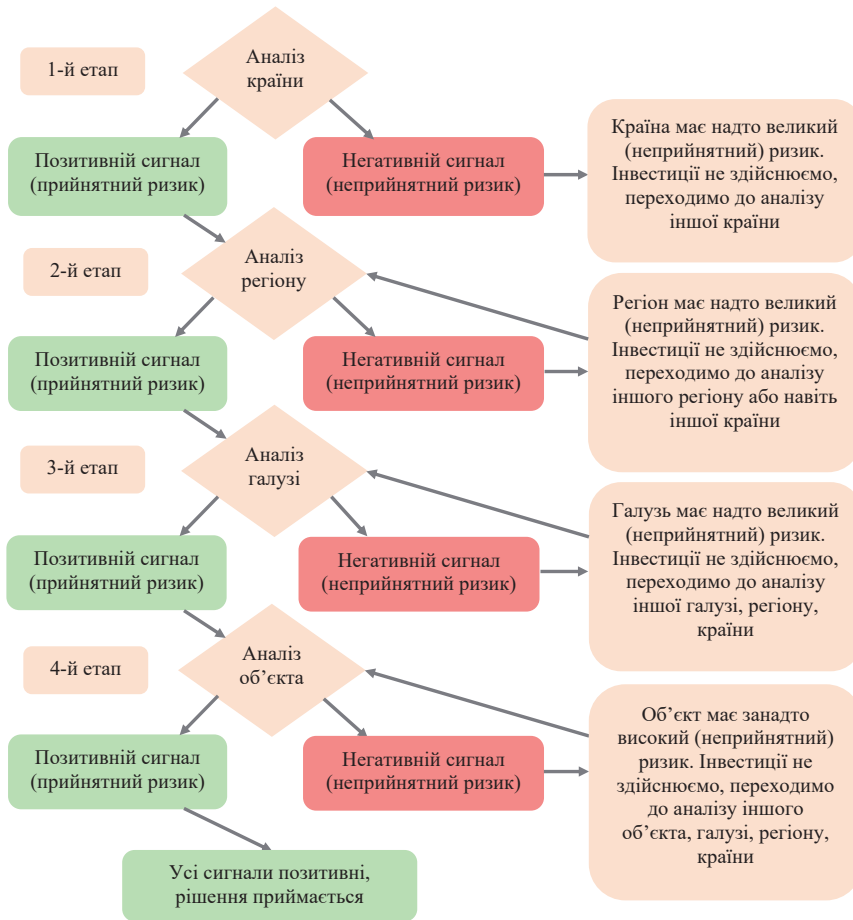


Рис. 6. Алгоритм інвестиційного аналізу об'єкта*
*Авторська розробка.

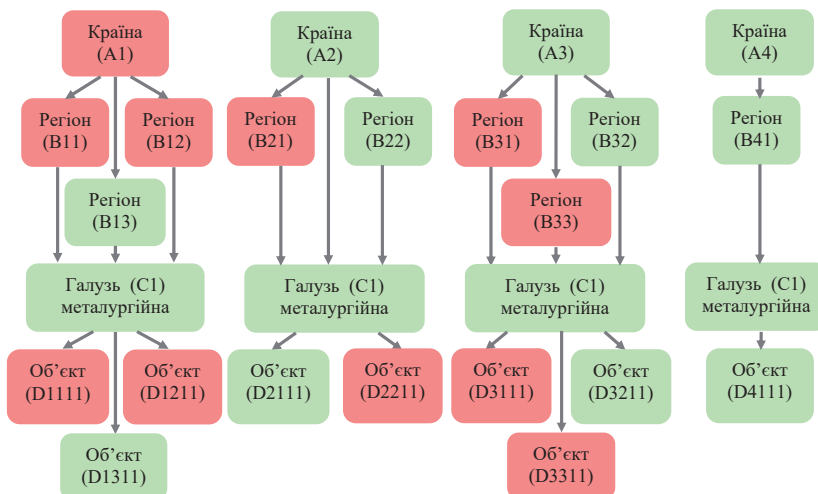


Рис. 7. Схема інвестиційного аналізу усіх об'єктів*
*Авторська розробка.

рекомендовані інвестору як об'єкти інвестування, тому що вони характеризуються високим рівнем інвестиційних ризиків на рівні країни та регіону.

Таким чином, у наведеному прикладі тільки два потенційні об'єкти інвестування (D_{3211} та D_{4111}) на всіх етапах аналізу здобули високу рейтингову оцінку та відповідають усім вимогам інвесторів. Методом порівняння обираємо кращий із них. Також можливо розглянути варіант диверсифікації ризиків і при наявності достатніх обсягів фінансових ресурсів інвестувати в обидва об'єкти одночасно.

Цей приклад чітко демонструє необхідність початку проведення оцінювання інвестиційної привабливості саме з рівня національної економіки. На даному рівні аналізу визначається доцільність реалізації прямих іноземних інвестицій та їх подальший кінцевий результат. Рейтингові агентства середнього рівня не здійснюють регулярний аналіз інвестиційної привабливості на рівні національної економіки за відсутності попиту на такі дослідження. Локальні інвестори проводять аналіз тільки на другому, третьому та четвертому рівнях, а перший рівень пропускають, тому що ризик на рівні країни не є актуальним для резидентів.

На відміну від резидентів іноземні інвестори насамперед цікавляться інвестиційною привабливістю країни, оскільки вони повинні перш за все подолати бар'єри входу на її інвестиційний ринок. Для вибору національної економіки як об'єкта інвестування та пріоритетних напрямів інвестицій у цій країні потенційні

іноземні інвестори найчастіше використовують результати оцінювання світових рейтингових агенцій.

Висновки. Таким чином, можна зробити висновок, що для прийняття зважених інвестиційних рішень необхідно проводити комплексний аналіз інвестиційної привабливості національної економіки, регіону та самого об'єкта інвестування на основі зіставлення рейтингів, показників і джерел інформації. При цьому слід враховувати, що результати оцінювання, отримані компаніями-лідерами ринку міжнародних рейтингів, є практично однаковими, хоча і подаються по-різному. Запропонований методологічний підхід до оцінювання інвестиційної привабливості дозволить більш точно визначати країну, галузь та об'єкт інвестування при прийнятті інвестиційних рішень. На основі цього підходу використовується системний підхід і виділяється три рівні аналізу, що проводиться на основі каскадного методу. Крім того, застосування даного підходу дозволяє виявити найбільш впливову групу факторів при формуванні рейтингу інвестиційної привабливості, а також проаналізувати сильні сторони і слабкі місця в економічній, правовій, інституціональній, політичній сферах країни-реципієнта.

Такий системний підхід до аналізу дозволить знизити ризик втрати капіталу інвесторами, визначити найбільш вузькі місця інвестиційного середовища країни, оцінювати потенційну прибутковість інвестицій та обирати напрями інвестування у майбутньому.

Список використаної літератури

1. Smiesova V., Pylypenko A., Ivanova M., Karpenko R. Economic and Institutional Conditions for Implementation of Economic Interests in the Countries of the World. *Montenegrin Journal of Economics*. 2019. Vol. 15, 4, 75–86. doi: 10.14254/1800-5845/2019.15-4.6.
2. Smiesova V., Ivanova M., Faizova S., Zolotukhina L., Karpenko R. Strengthening of the Power-property Tendencies and Forecasting their Impact on the Implementation of Interests of Households, Enterprises and the State. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*. 202028(2), 113–125. doi: <https://doi.org/10.46585/sp28020113>.
3. Standard & Poor's: Sovereign Rating Methodology (2014). URL: <https://enterprise.press/wp-content/uploads/2017/05/Sovereign-Rating-Methodology.pdf> (Accessed 08 December 2022).

4. Tam-Blumentahl L., Moreno M.P. (2021). Fitch Ratings agency report. Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria – Effective from 28 October 2021 to 15 July 2022. URL: <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/structured-finance-covered-bonds-country-risk-rating-criteria-28-10-2021> (Accessed 08 December 2022).

5. Téllez Valle C., Marín J.L.M. Sovereign Credit Ratings and Their Determination by the Rating Agencies. Investment Management and Financial Innovations. 2005. Vol. 2(4). P. 159–173. URL: https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:FlypHoiFHMMJ:https://www.businessperspectives.org/index.php/journals%3Fcontroller%3Dpdfview%26task%3Ddownload%26item_id%3D1308&cd=2&hl=uk&ct=clnk&gl=ua (Accessed 08 December 2022).

6. Guneren Genc E., Deniz Basar O. Comparison of country ratings of credit rating agencies with MOORA method. Business and Economics Research Journal. 2019. Vol. 10(2). P. 391–404. URL: <https://www.berjournal.com/wp-content/plugins/downloads-manager/upload/BERJ10219Article7p.391-404.pdf> (Accessed 08 December 2022).

7. Серветник Н. Синхронні та асинхронні коливання ділової активності в країнах в залежності від кредитного рейтингу. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка». 2013. № 6(147). С. 87–93.

8. Pennartz J., Snoeij J.P. Sovereign credit ratings: an assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch. 2012. No. 12/2, July. URL:

https://economics.rabobank.com/contentassets/9ae8cc07acd7454f82ed9664245fd10b/wp1202jsn_assessment_of_sovereign_credit_ratings.pdf (Accessed 08 December 2022).

9. United Nations. World Investment Report 2022: International tax. reforms and sustainable investment. 2022. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022_en.pdf (Accessed 08 December 2022).

10. Wiggins R.Z., Bennett R.L., Metrick A. The Lehman Brothers Bankruptcy D: The Role of Ernst & Young. Journal of Financial Crises. 2019. Vol. 1, Iss. 1. P. 100–123. URL: <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=journal-of-financial-crises> (Accessed 08 December 2022).

11. European Securities and Markets Authority. Report on CRA Market Share Calculation. 2021. URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-197_report_on_cra_market_share_calculation.pdf (Accessed 08 December 2022).

12. European Securities and Markets Authority. Report on CRA Market Share Calculation. 2019. URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-340_cra_market_share_calculation_2019.pdf (Accessed 08 December 2022).

13. European Securities and Markets Authority. Report on CRA Market Share Calculation. 2017. URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-209_-_cra_market_share_calculation_2017.pdf (Accessed 08 December 2022).

14. Reuters. Ukraine in default according to Fitch and S&P. 2022. URL: <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/sp-fitch-lower-ukraines-foreign-currency-rating-2022-08-12/> (Accessed 08 December 2022).

15. Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies. Official Journal of the European Union. 2009. 302/1–302/31. URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:EN:PDF> (Accessed 08 December 2022).

16. Valukas, A.R. (2010). Statement by Anton R. Valukas Examiner, Lehman Brothers Bankruptcy before the Committee on Financial Services United States House of Representatives regarding “Public Policy Issues Raised by the Report of the Lehman Bankruptcy Ex-

aminer”. URL: <https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Valukas,%20Anton%20R%20Public%20Policy%20Issues%20Raised%20by%20LBH%20Report%204-20-10.pdf> (Accessed 08 December 2022).

References

1. Smiesova V., Pylypenko A., Ivanova M., Karpenko R. (2019). Economic and Institutional Conditions for Implementation of Economic Interests in the Countries of the World. *Montenegrin Journal of Economics*, vol. 15, 4, 75-86. doi: 10.14254/1800-5845/2019.15-4-6.
2. Smiesova V., Ivanova M., Faizova S., Zolotukhina L., Karpenko R. (2020). Strengthening of the Power-property Tendencies and Forecasting their Impact on the Implementation of Interests of Households, Enterprises and the State. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, 28(2), 113-125. doi: <https://doi.org/10.46585/sp28020113>.
3. Standard & Poor’s: Sovereign Rating Methodology (2014). URL: <https://enterprise.press/wp-content/uploads/2017/05/Sovereign-Rating-Methodology.pdf> (Accessed 08 December 2022).
4. Tam-Blumentahl L., Moreno M.P. (2021). Fitch Ratings agency report. Structured Finance and Covered Bonds Country Risk Rating Criteria – Effective from 28 October 2021 to 15 July 2022. URL: <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/structured-finance-covered-bonds-country-risk-rating-criteria-28-10-2021>. (Accessed 08 December 2022).
5. Téllez Valle C., Marín J.L.M. (2005). Sovereign Credit Ratings and Their Determination by the Rating Agencies. *Investment Management and Financial Innovations*, vol. 2(4), pp. 159-173. URL: https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:FlypHoiFHM MJ:https://www.businessperspectives.org/index.php/journals%3Fcontroller%3Dpdfview%26task%3Ddownload%26item_id%3D1308&cd=2&hl=uk&ct=clnk&gl=ua (Accessed 08 December 2022).
6. Guneren Genc E., Deniz Basar O. (2019). Comparison of country ratings of credit rating agencies with MOORA method. *Business and Economics Research Journal*, vol. 10(2), pp. 391-404. URL: <https://www.berjournal.com/wp-content/plugins/downloads-manager/upload/BERJ10219Article7p.391-404.pdf> (Accessed 08 December 2022).
7. Servetnyk N. (2013). Synkhronni ta asynkhronni kolyvannia dilovoi aktyvnosti v krainakh v zalezhnosti vid kredytnoho reitynhu. [Synchronous and asynchronous fluctuations of business activity in the countries according to their credit rating] *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka. Seriiia «Ekonomika»*, vol. 6(147), pp. 87-93. URL: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2015/11/147_17.pdf (Accessed 08 December 2022).
8. Pennartz J., Snoeij J.P. (2012). Sovereign credit ratings: an assessment of sovereign ratings provided by Moody’s, S&P and Fitch. No. 12/2, July. URL: https://economics.rabobank.com/contentassets/9ae8cc07acd7454f82ed9664245fd10b/wp1202jsn_assessment_of_sovereign_credit_ratings.pdf (Accessed 08 December 2022).
9. United Nations (2022). World Investment Report 2022: International tax reforms and sustainable investment. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2022_en.pdf (Accessed 08 December 2022).
10. European Securities and Markets Authority. (2021). Report on CRA Market Share Calculation. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-197_report_on_cra_market_share_calculation.pdf (Accessed 08 December 2022).
11. European Securities and Markets Authority. (2019). Report on CRA Market Share Calculation. URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-340_cra_market_share_calculation_2019.pdf (Accessed 08 December 2022).

12. European Securities and Markets Authority (2017). Report on CRA Market Share Calculation. URL:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-209_-_cra_market_share_calculation_2017.pdf (Accessed 08 December 2022).

13. Reuters. (2022). Ukraine in default according to Fitch and S&P. URL: <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/sp-fitch-lower-ukraines-foreign-currency-rating-2022-08-12/> (Accessed 08 December 2022).

14. Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies. Official Journal of the European Union. 2009. 302/1-302/31. URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:EN:PDF>. (Accessed 08 December 2022).

15. Valukas A.R. (2010). Statement by Anton R. Valukas Examiner, Lehman Brothers Bankruptcy before the Committee on Financial Services United States House of Representatives regarding “Public Policy Issues Raised by the Report of the Lehman Bankruptcy Examiner”. URL: <https://ypfsresourcelibrary.blob.core.windows.net/fcic/YPFS/Valukas,%20Anton%20R%20Public%20Policy%20Issues%20Raised%20by%20LBH%20Report%204-20-10.pdf> (Accessed 08 December 2022).

16. Wiggins R.Z., Bennett R.L., Metrick A. (2019). The Lehman Brothers Bankruptcy D: The Role of Ernst & Young. Journal of Financial Crises. Vol. 1, Iss. 1, pp. 100-123. URL: <https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=journal-of-financial-crises> (Accessed 08 December 2022).

THE MARKET OF INTERNATIONAL RATING AGENCIES AND APPROACHES TO ASSESSING THE INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF THE COUNTRY

Yevhenii Yaskov, Dnipro university of technology, Dnipro (Ukraine).

E-mail: j.yaskov@gmail.com

Viktoriiia Smiesova, Dnipro university of technology, Dnipro (Ukraine).

E-mail: smesova_vl@ukr.net

DOI 10.32342/2074-5354-2023-1-58-20

Key words: *investment attractiveness, investments, credit rating, rating agencies, assessment methods*

JEL: *D04, G24, P45*

The research findings in the domain of economics prove that foreign direct investment is a powerful engine of the development of the economy of any country in the world. One of the important aspects of the increase in the volume of investments in the national economy is its investment attractiveness. The International Monetary Fund, the United Nations, the World Bank, and international rating agencies collect and analyze data to examine the investment attractiveness of the world's countries. The most comprehensive and systematic information on the investment attractiveness of national economies is provided by assessments conducted by international rating agencies.

The article is aimed at substantiation of the methodological approach to the assessment of the investment attractiveness of the national economy based on the cascade method and comprehensive analysis.

It has been established that the methodology for forming the rating of international agencies is not always transparent and clear. Even market leaders make mistakes when forming ratings, which leads to significant financial losses for investors. The structure and dynamics of the European rating

agencies market in 2017-2021 have been analysed. Its main leaders and development features have been identified. The main stages of the rating assessment of the country's investment attractiveness, which is carried out by international rating agencies, have been defined. The article reveals the essence and shortcomings of methodological approaches to the assessment of the investment attractiveness of countries by international rating agencies and provides a comparison of the rating methodology of international agencies with alternative assessment methods.

As a methodical toolkit for rating assessment, it is proposed to use factor methods that allow building a cascade-type system of ratings. Four cascades of assessment of investment attractiveness are specified – political, legal, institutional, and economic, as well as factors and indicators that shape them. Each cascade is analysed on the basis of the regression approach and forms an overall rating of investment attractiveness. After evaluating the obtained results for each cascade, it is determined which of them has the greatest impact on the overall rating. Such an assessment is more informative compared to other methodological approaches as it allows to identify the most influential group of factors in the formation of investment attractiveness rating, determine the cascades, that have the greatest and least value in the overall rating assessment, and analyse strengths and weaknesses in the economic, legal, institutional, and political spheres of the recipient country.

The authors have provided an example of the application of the proposed methodological approach to hypothetical countries and developed an algorithm for analysing the investment attractiveness of the investigated object in the context of these countries.

Одержано 15.12.2022.