

УДК 338.246.027:336.64

JEL classification: H82

DOI: <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2025/227-2/12>Лариса ШАУЛЬСЬКА, д-р екон. наук, проф.
ORCID ID: 0000-0002-7919-6733

e-mail: shaulska@knu.ua

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

Леся ЧУБУК, д-р екон. наук, доц.

ORCID ID: 0000-0003-2217-7117

e-mail: lesiachubuk@knu.ua

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

Дар'я ГАЙДАМАКА, магістр, консультант

ORCID ID: 0009-0006-6541-5866

e-mail: daria.haidamaka@gmail.com

ТОВ "EY Ukraine", Київ, Україна

МОДЕЛЬ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ ЗА ФІНАНСОВИМИ ПОКАЗНИКАМИ: АНАЛІЗ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ

Вступ. Актуальність дослідження обумовлена новизною запровадженого у практику корпоративного управління порядку щорічного погодження пропозицій щодо окремих фінансових показників державних підприємств і відповідної моделі розрахунку інтегрального оціночного показника. Мета дослідження полягає у виявленні потенційних шляхів до покращення якості результатів, отриманих у разі застосування моделі. Об'єктом дослідження виступають методичні підходи до оцінювання ефективності діяльності державних підприємств, предметом – питання відповідності фінансових коефіцієнтів моделі оцінювання інтегрального показника галузевим та іншим відмітним особливостям діяльності підприємств.

Методи. Для дослідження моделі та формування рекомендацій щодо її покращення застосовано методи критичного аналізу та розрахунку фінансових показників у тестовому режимі, синтезу узагальнювальних висновків, а також порівняння для виявлення схожих методичних підходів з інструментом IMF SOE HEALTHCHECK Toolkit, що є міжнародним стандартом оцінювання фінансової складової ефективності державних підприємств.

Результати. Порівняльний аналіз двох методичних інструментів показав, що національна модель більш адекватна до сучасних умов вітчизняної економіки, ніж інструмент МВФ, але потребує доопрацювання. Наведено перелік потенційних шляхів до покращення результатів, отриманих за допомогою моделі, через усунення методологічних недоліків її побудови. Виявлено основний проблемний аспект моделі – відсутність врахування галузевої специфіки у процесі оцінювання, який проілюстровано практичним її застосуванням для оцінювання підприємства фінансового сектору. На основі отриманих результатів надано рекомендації щодо покращення якості оцінювання.

Висновки. Модель розрахунку інтегрального показника загалом є корисним інструментом для оцінювання фінансового здоров'я державних підприємств, але потребує певних доопрацювань з боку її розробників. Особливої уваги потребує адаптація коефіцієнтів моделі до потреб оцінювання підприємств фінансового сектору, адже дослідженням встановлено, що значна частина показників не підходить для оцінювання, спотворюючи відображення дійсного фінансового стану підприємств. Отже, на базі отриманих результатів аналізу надано ряд рекомендацій щодо поліпшення методологічних аспектів оцінювання запровадженої моделі.

Ключові слова: державні підприємства, оцінювання фінансового здоров'я підприємств, підприємства фінансового сектору, коефіцієнтний аналіз.

Вступ

Питання підвищення ефективності діяльності державних підприємств та її оцінювання залишається актуальним з моменту набуття Україною незалежності та трансформації економічної системи. Але імплементація багатьох управлінських рішень традиційно стикалася з низкою проблем, які уповільнювали оптимізацію та розвиток державного сектору економіки. Спостерігається також загострення цих питань в умовах воєнного стану, оскільки підприємства стикаються із впливом негативних чинників, що призводять до скорочення або зупинки діяльності, зменшення збуту продукції, втрати постачальників, нестачі працівників, зростання потреби у допомозі для відновлення функціонування та підвищення ресурсоефективності.

За останній рік Уряд (Кабінет Міністрів України) зробив значні кроки у процесах реформування державного сектору економіки. Оцінювання результатів ефективності діяльності матиме ключову роль, зокрема і як прозорий інструмент оцінювання якості реформування державних підприємств. Тому формування якісної методології оцінювання стає ключовим елементом розвитку підприємств державного сектору економіки.

Метою дослідження є аналіз нової моделі оцінювання окремих фінансових показників, а також об'ясів

виплат на користь держави, бюджетного фінансування та квазіфіскальних операцій, зокрема й через виявлення її недоліків шляхом порівняння з інструментом IMF SOE HEALTHCHECK Toolkit та практичного застосування для оцінювання фінансового здоров'я вітчизняних державних підприємств, з подальшим формуванням рекомендацій для усунення виявлених вад і потенційних ризиків.

Об'єкт дослідження – методичні підходи до оцінювання ефективності діяльності державних підприємств, предмет – питання відповідності фінансових коефіцієнтів моделі оцінювання окремих фінансових показників, запровадженої Мінфіном України, а також галузевим та іншим особливостям діяльності підприємств.

Дослідження базується на аналізі законодавства України та міжнародних стандартів із питань управління державними підприємствами, основні з яких містяться у виданнях МВФ та ОЕСР.

Методи

У процесі дослідження використано методи аналізу, синтезу, порівняння. Аналіз дозволив розглянути окремі елементи моделі, а саме фінансові коефіцієнти, які використовують для оцінювання, виявити аспекти недоцільності або невідповідності їхнього застосування з позицій досягнення кінцевої мети оцінювання. Синтез

© Шаульська Лариса, Чубук Леся, Гайдамака Дар'я, 2025

допоміг об'єднати їх у цілісну систему та вивчити модель і її результати більш комплексно. Завдяки порівнянню вдалося визначити спільні та відмінні риси моделі й інструменту IMF SOE HEALTHCHECK Toolkit (International Monetary Fund, 2021). Деякі виявлені відмінності можуть бути використані для розроблення рекомендацій для покращення методології оцінювання. Насамкінець критичний аналіз і тестовий розрахунок коефіцієнтів для визначення інтегрального показника на прикладі фінансового підприємства застосовано для обґрунтування необхідності подальшого вдосконалення методики.

Результати

Економічні аспекти функціонування державних підприємств України – актуальна, але не широко представлена тема в публікаціях вітчизняних науковців. Під час аналізу літератури розглянуто роботи Н. Петришиної (Петришина, 2015), Ю. Алексерової (Алексерова, 2018), О. Посадневої та Т. Повод (Посаднева, 2021; Посаднева, & Повод, 2023), В. Вечерова (Вечеров, Орловська, & Кахович, 2021), Н. Курячої (Куряча, 2021), В. Слюсаря (Слюсар, 2023а; Sliusar, 2023b), О. Ярої (Яра та ін., 2023), Т. Гринько (Гринько, 2023), К. Рябової (Riabova, 2018). Основними сферами досліджень у вітчизняній науці є аналіз ролі державних підприємств у ринковій економіці України, аналіз наявних викликів і шляхи їх подолання, реформування сектору державної економіки тощо. Окремо вивчаються теми корпоративного управління та гармонізації української системи зі стандартами ЄС, як частина євроінтеграційних процесів. Також актуальними є дослідження макроекономічних аспектів діяльності державних підприємств, зокрема і їхній вплив на фінансову стабільність і фінансову політику України. Деякі дослідження стосуються вивчення можливостей розроблення інтегрованих моделей оцінювання ефективності діяльності державних підприємств, які враховували б поруч із кількісними показниками й індикаторами ефективності у часі також і якісні, пов'язані з виконанням підприємствами соціальних функцій (Український інститут майбутнього, 2021).

Попри важливість сектору підприємств державної власності, особливо в економіках країн, які розвиваються або мають ринково-планову економіку, у зарубіжній фаховій літературі зустрічаються лише окремі наукові дослідження щодо методів вимірювання ефективності функціонування державних підприємств, оцінювання фінансових ризиків та їхньої боргової стабільності. З-поміж них доцільно назвати публікації про вимірювання ефективності фінансових інститутів за допомогою моделей аналізу охоплення даних (DEA) (Nguyen, Dalrymple, & Azim, 2022), комплексне оцінювання ефективності функціонування державних підприємств (Taghizadeh-Hesary et al., 2019), оцінювання фінансових ризиків державних підприємств із використанням методів бенчмаркінгу та стрес-тестування (IMF PFM BLOG, 2022). Узагальнення підходів до оцінювання ефективності діяльності державних підприємств, здійснене у дослідженні (Taghizadeh-Hesary et al., 2019, pp. 2–5), показує, під час оцінювання автори використовують різні методи оцінювання залежно від виду їхнього аналізу. Деякі автори оцінюють продуктивність на основі рентабельності й інших фінансових показників, тоді як інші зосереджуються на вивченні різниці у продуктивності й ефективності між державними підприємствами та приватними фірмами. Водночас, хоча методи оцінювання і відрізняються від одного дослідження до іншого, в загальному випадку надають перевагу вимірюванню ефективності, продуктивності та прибутковості. Отже,

тема оцінювання ефективності діяльності державних підприємств потребує додаткового вивчення в аспекті методів і моделей оцінювання й обґрунтування вибору конкретних показників.

Держава, як власник державних компаній, несе відповідальність за їхню ефективність. Вона встановлює цілі, які відповідають потребам соціального й економічного розвитку держави:

- фінансові цілі (забезпечення фінансової стійкості, ефективне використання вкладеного капіталу, задовільного рівня ліквідності та платоспроможності, прибутковості та дивідендної доходності комерційних державних підприємств);

- операційні цілі (заходи з підвищення ефективності операційних процесів, оптимізації виробництва, ефективного використання ресурсів і диверсифікації продукції, а також заходи з підвищення рівня задоволеності споживачів і цільової аудиторії від отриманих послуг);

- нефінансові цілі (результати виконання цілей державної політики та спеціальних обов'язків, спроможності задовольнити суспільні інтереси, а також оцінювання соціальної відповідальності, соціального захисту працівників, заохочення їхнього професійного розвитку, оцінювання заходів щодо підтримки сталого розвитку) (Верховна Рада України, 2006; Чумак, 2019).

Ефективність досягнення цілей державної компанії напряму залежить від виконання зазначених вище цілей. Спеціальні показники ефективності для моніторингу їхнього виконання містяться у Листі очікування, стратегічному плані розвитку й інших планах підприємства.

Міжнародні стандарти щодо ефективного управління підприємствами встановлюють такі організації: ОЕСР, ЄБРР, Міжнародний банк та МВФ.

МВФ, наприклад, розробив модель для оцінювання діяльності підприємств – IMF SOE HEALTHCHECK Toolkit, яка націлена на допомогу урядам здійснювати моніторинг і контроль за діяльністю державних підприємств та оцінювати фінансові ризики, пов'язані з їхньою діяльністю. Оцінювання здійснюється за трьома напрямками: рентабельність, платоспроможність, ліквідність. Інструмент можна використовувати як для оцінювання окремих підприємств, так і для всієї галузі. Отримані результати використовують для класифікації підприємств за визначеними категоріями ризику. Особливістю моделі полягає у тому, що в ній крім фінансових показників, використовують інтегральний показник імовірності банкрутства Альтмана (International Monetary Fund, 2021).

За минулий 2024 р. Уряд доклав значні зусилля для підвищення ефективності управління державними підприємствами за допомогою реформування. Запроваджено Політику державної власності (Кабінет Міністрів України, 2024а), Методичні рекомендації щодо підготовки Листа очікувань власника (Міністерство економіки України, 2024) та прийнято низку інших документів, затверджених Постановами КМУ, що висвітлюють деякі питання щодо функціонування державних підприємств. Зокрема запроваджено новий порядок для оцінювання ефективності діяльності державних компаній України, у частині їхнього фінансового стану. Модель оцінювання окремих фінансових показників, а також обсягів виплат на користь держави, бюджетного фінансування та квазі-фінансових операцій застосовується до суб'єктів природних монополій і державних підприємств, плановий розрахунковий обсяг чистого прибутку яких перевищує 50 млн грн. Окремо ці показники можуть застосовуватись для фінансового оцінювання підприємств щодо виконання цілей та очікувань, визначених у Листі

очікувань. Метою моделі є відстеження балансу між обсягами виплат до державного бюджету та розвитком компанії, виявлення та запобігання фінансовим ризикам. Аналіз проводиться за трьома групами коефіцієнтів рентабельності, платоспроможності та ліквідності, розподіл за якими відбувається згідно з особливостями отримання фінансової підтримки від держави або навпаки – відповідно до наявності втрат через надання послуг за заниженими тарифами, детальніше це видно з табл. 1 (Кабінет Міністрів України, 2024b).

Оцінювання здійснюється за бальною системою за коефіцієнтами рентабельності, платоспроможності та ліквідності. Таким способом формується інтегральний показник, результати якого інтерпретують так:

прийнятний рівень – від 80 до 100 балів;

достатній рівень – від 60 до 79 балів;

недостатній рівень – від 30 до 59 балів;

неприйнятний рівень – менше 30 балів (Кабінет Міністрів України, 2024b).

Таблиця 1

Показники оцінювання фінансової ефективності, що увійшли до інтегрального показника

Група	Характеристика	Коефіцієнти для розрахунку
1	Підприємства, що не отримують фінансову підтримку від держави, державне кредитування та не здійснюють квазіфінансові операції	Коефіцієнт рентабельності діяльності (або коефіцієнт рентабельності власного капіталу для сфери фінансових послуг)
		Коефіцієнт фінансової стійкості
		Коефіцієнт поточної ліквідності
		+ 2 на вибір (але з різних груп Додатка Порядку 2)
2	Підприємства, що здійснюють квазіфінансові операції	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу
		Коефіцієнт фінансової стійкості
		Коефіцієнт поточної ліквідності
		+ 2 на вибір (але з різних груп Додатка Порядку 3)
3	Підприємства, що отримують бюджетне фінансування, кредити під державні гарантії або кредити з державного бюджету під відсоткові ставки, нижчі від ринкових	Коефіцієнт рентабельності EBITDA
		Коефіцієнт рентабельності власного капіталу
		Коефіцієнт фінансової стійкості
		Коефіцієнт відношення боргу до EBITDA
		Коефіцієнт поточної ліквідності

Джерело: складено авторами на основі (Кабінет Міністрів України, 2024b).

Якщо інтегральний показник достатній, але має негативну динаміку, або якщо він недостатній, Мінфін аналізує специфіку діяльності й інші чинники (Кабінет Міністрів України, 2024b). За неприйнятного рівня інтегрального показника Мінфін проводить консультації щодо можливостей покращення поточних результатів. Також отримані результати є основою для погодження обсягів виплат на користь держави, бюджетного фінансування та квазіфінансових операцій у плановому періоді (Кабінет Міністрів України, 2024b).

Модель структурно значно схожа на інструмент МВФ, зокрема і через однакові методичні підходи: врахування при оцінюванні рентабельності, платоспроможності, ліквідності. Така добірка груп показників є доволі збалансованим і різнобічним поглядом на діяльність підприємства. За допомогою показників рентабельності держава аналізує ефективність використання активів державного підприємства для отримання прибутку, який буде спрямовано на дивіденди виплати акціонерам. Оцінювання платоспроможності дає розуміння, чи стійке державне підприємство до непередбачуваних збитків, чи погасить воно вчасно свої борги і при цьому зможе продовжувати свою господарську діяльність, а також, чи не несе воно фінансових ризиків державі. Ліквідність дозволяє оцінити здатність державного підприємства сплатити вчасно всі поточні зобов'язання (International Monetary Fund, 2021, p. 6). Спираючись на це, можна зробити висновок, що модель на перший погляд здається привабливою для використання.

Деталізований порівняльний аналіз обох моделей наведено в табл. 2.

Як бачимо, обидві моделі оцінювання не є ідеальними і всеохоплюючими за сферами застосування та потребують доопрацювання. Обидві моделі мають свої переваги, а також мають потенціал щодо їх удосконалення. Проблемні аспекти та напрями підвищення обґрунтованості інтегрального показника подано нижче.

1. Ризик дисфункціональної поведінки, особливо для соціально значущих підприємств. Велика кількість державних підприємств мають як комерційні цілі (бути прибутковими), так і нефінансові (цілі реалізації державної політики, соціальні цілі, цілі щодо підтримки державної безпеки та суверенітету тощо). За умов застосування стандартизованих фінансових показників для всіх підприємств, може потенційно виникнути конфлікт з основною метою діяльності підприємства. У гонитві за прийнятними рівнями фінансових показників, підприємства можуть нехтувати основними своїми цілями та завданнями.

Розглянемо, наприклад, АТ "Укрзалізниця", яке має забезпечити доступність послуг громадського транспорту для широкого загалу. У поняття доступність вкладається не лише цінова політика, а й покриття залізничного полотна, наявність сполучення у віддалених малонаселених пунктах. Орієнтир на прибутковість може спричинити підвищення тарифів (зокрема й маніпуляції з квитками, вагонами (відмова від плацкартних) тощо), скорочення кількості потягів або повну їх відміну на неприбуткових маршрутах, що суперечитиме меті існування підприємства.

НАК "Нафтогаз України" й інші підприємства видобувної промисловості можуть підвищувати рентабельність у короткостроковій перспективі за рахунок застосування небезпечніших для навколишнього середовища методів видобутку (на верхній межі дозволеної норми обсягів видобутку копалин).

Прикладами інших можливих конфліктів комерційних та інших (операційних, соціальних) цілей підприємств можуть бути такі: нехтування безпекою на електростанціях, виснажливе користування ґрунтами, інтенсивне вирубування лісу тощо.

Потенційне розв'язання проблеми – розроблення показників на рівні груп чи галузей, які синхронізували б фінансову та нефінансову складові. У разі застосування спеціалізованих показників, які дозволили б окремо оцінити комерційну та некомерційну діяльність державного

підприємства, акцент зміститься з прибутковості на ефективність. Наприклад, для підприємств лісового господарства як спеціалізовані показники можна використати прямі витрати на заготівлю та збут на тонну, показники, пов'язані зі збільшенням площі лісових насаджень у межах узгодженого бюджету тощо (значущі для державних підприємств показники, в межах їхнього контролю, мають пропонуватися органами управління підприємств, їх добір і цільові значення – повинні перевірятися відповідними галузевими міністерствами до початку погодження із центральними органами). Також можливо варто

застосувати інтегрований підхід для одночасного оцінювання фінансових і нефінансових складових. Наприклад, відповідно до Рекомендацій ОЕСР державі варто проводити окреме оцінювання комерційних і некомерційних складових діяльності державних підприємств, щоб мінімізувати вплив спеціальних зобов'язань, бюджетного фінансування та квазіфіскальних операцій на оцінювання фінансових показників та не знижувати вимоги до цільової рентабельності (OECD, 2024). Нині існує деяка адаптація цього принципу в моделі, але вона недостатня для справедливого оцінювання підприємств.

Таблиця 2

Порівняльний аналіз моделей оцінювання ефективності державних підприємств

Критерій	Модель розрахунку інтегрального показника	Інструмент МВФ	Коментар
Кількість показників	5 показників	15, але деякі можна не використовувати для підрахунку остаточного результату	Підхід моделі розрахунку інтегрального показника є більш збалансованим, адже встановлює чітку кількість показників із розподілом за видами критеріїв (у разі застосування інструменту МВФ підприємство може зловживати сильними сторонами, що спотворить результат аналізу). Також кількість показників моделі інтегрального показника є оптимальною: не обтяжує підприємства розрахунком, а відповідальні органи моніторингом
Вибір показників	Є 2 на вибір, а для тих підприємств, що фінансуються з бюджету – 5 чітко сформованих показників (бо це найризикованіші підприємства)	Немає чіткого правила вибору, але рекомендується вибирати залежно від діяльності державного підприємства	Модель розрахунку інтегрального показника ґрунтується на підході, що передбачає надання підприємствам певної свободи у виборі показників (за можливості). Щодо підприємств із бюджетним фінансуванням, то варто також приділити увагу адаптації моделі під особливості конкретних підприємств
Сфера застосування	Природні монополії та державні підприємства з плановою прибутковістю більше 50 млн грн	Усі державні підприємства, що здійснюють комерційну діяльність (крім банків і фінансових)	Модель розрахунку інтегрального показника передбачає селективність охоплення під час оцінювання, застосування лише щодо певних видів підприємств, у той час як інструмент МВФ зорієнтовано на широке використання для сфери оцінювання комерційних підприємств
Можливість застосування для оцінювання фінансового сектору	Передбачена формально, але практично не може бути забезпечена	Немає	Інтегральний показник потребує доопрацювання й адаптації для оцінювання фінансових підприємств
Можливість застосування для оцінювання бюджетних установ	Немає	Немає	Інструменти оцінювання обох моделей варто застосовувати лише для комерційних підприємств, у іншому випадку застосування коефіцієнтного аналізу не має сенсу
Варіація порогових значень коефіцієнтів	Є, залежно від того, чи здійснює державне підприємство квазіфіскальні операції, чи залучає кредитування під державні гарантії або з бюджету	Немає	Методичний підхід моделі розрахунку інтегрального показника виглядає як більш раціональний, особливо з погляду можливостей зменшення граничних значень для державних підприємств, що здійснюють квазіфіскальні операції, для пом'якшення тиску зобов'язань. Також на відміну від інструменту МВФ у ньому передбачено верхні граничні значення для показників ліквідності

Джерело: складено авторами на основі (International Monetary Fund, 2021; Кабінет Міністрів України, 2024b).

2. Зовнішній вплив на прибутки підприємства. Фінансові показники багатьох державних підприємств можуть певною мірою залежати від зовнішніх чинників, рішень регулятора ринку або суб'єкта управління. Отже, рівень показників стає неконтрольованим із боку державного підприємства, зазнає впливу систематичних ризиків. Наприклад, дохідність АТ "НЕК "Укренерго" залежить від установлених тарифів на електроенергію Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг. З міркувань доступності суспільного блага для всіх верств населення, ціни на електроенергію встановлюють нижчі за ринкові. Таке рішення напряму впливає на фінансовий результат компанії через зменшення чистого доходу.

Також варто враховувати нагромадження пільг, наданих державою для певних соціальних груп. Інший приклад негативного впливу систематичних ризиків – повномасштабне вторгнення. Через закриття повітряного простору для цивільної авіації з погляду безпеки, окремі підприємства – державні та комунальні аеропорти, ДП "Укр аерорух" – втратили ринок через відсутність комерційних рейсів. Отже, у процесі фінансового оцінювання Уряду варто враховувати ступінь контрольованості державним підприємством фінансових результатів. 3. Невраховування галузевих особливостей підприємств, зокрема й фінансових. Модель не передбачає корегування граничних значень залежно від галузі. Це

може призвести до того, що досягнення цільових показників для отримання "прийнятного" рівня інтегрального показника для низки підприємств буде неможливим. Варто враховувати особливості бізнес-моделей, зокрема і спосіб формування чистого доходу та чистого прибутку, тривалість фінансового та виробничого циклів, наявність запасів тощо. Такий підхід дозволяє врахувати особливості кожного сектору економіки, забезпечити точнішу оцінку результатів діяльності та сприяти впровадженню відповідних стратегій для покращення фінансових показників. Нехтування галузевими відмінностями у фінансовому оцінюванні може призвести до демотивації персоналу підприємства або дисфункціональної поведінки.

4. Негативний вплив наявності активів, що розміщені на окупованих територіях, на значення фінансового показника підприємства в цілому. Модель не передбачає процедуру розрахунку показників в умовах втрати контролю над частиною підприємства внаслідок вторгнення. Згідно з листом Державної податкової служби України, необоротні активи та запаси, які відображалися в бухгалтерському обліку до введення воєнного стану та які на дату складання фінансової звітності фактично перебувають на тимчасово окупованій території або в районах проведення воєнних (бойових) дій, продовжують обліковуватись у складі активів підприємства (до проведення інвентаризації) (М.Е.Дос., 2022). Згідно зі стандартами МСФЗ активи визнаються за умови контролю підприємства над його використанням (Рада з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, 2012). У випадку окупації чи активних бойових дій контроль зазвичай втрачений. Існує значна невпевненість щодо майбутнього оцінювання цих активів, тому може бути доцільним, принаймні для оцінювання динаміки, збільшення резервів на очікувані збитки та припинення нарахування амортизації за таких умов. Для адекватного оцінювання державних компаній доцільно розділяти баланс, доходи та витрати на основі можливості контролю, а також окремо оцінювати показники для тієї частини підприємства, на яку держава та посадові особи підприємства мають вплив.

5. Модель не встановлює мінімально необхідних кількісних значень щодо входження окремих складових до інтегрального показника, тобто не вказує на мінімальну кількість показників із груп рентабельності, платоспроможності, ліквідності. Це може призвести до неналежного комплексного оцінювання державного підприємства, оскільки вплив "слабких" показників із низькими ваговими коефіцієнтами може компенсуватись іншими показниками.

6. Інтегральний показник моделі – дискретний, а отже для підвищення загального значення показника, своєю чергою, підвищення окремих складових фінансових показників має бути таким, щоб перетнути поріг діапазону. Тому позитивну динаміку інтегрального показника, навіть за наявності позитивних якісних змін щодо ряду окремих показників, включених до його складу, не завжди можна простежити. Варто відображати пропорційні зміни залежно від змін у проміжних фінансових показниках. Є ймовірність, що державні підприємства можуть значно поліпшити свої результати (відносно їхньої власної бізнес-моделі, конкурентів, історичних показників тощо), але це все одно не вплине на рівень інтегрального показника, що може мати демотивувальний ефект.

7. Модель не враховує наявність від'ємного власного капіталу в окремих державних підприємствах (афілійована структура, дочірнє підприємство, власник власного капіталу – суб'єкт управління).

8. Виникають сумніви щодо досяжності певних порогових значень показників. Наприклад, чи є досяжними зазначені пороги абсолютної ліквідності (мінімум – 0,71,

тобто найліквідніші активи мають покривати більше 71 % поточних зобов'язань).

9. Загроза виникнення технічних помилок: модель потребує логічного узгодження показників (існує потреба усунення таких неузгодженостей як, наприклад, визначення під час оцінювання на вибір показників ліквідності, які не можуть обраховуватись разом з обов'язковим показником поточної ліквідності).

10. Також можливими є маніпуляції з боку підприємств, спрямовані на формальне покращення окремих показників зміною їх співвідношення з фінансовою базою. Наприклад, для підвищення показника швидкої ліквідності у структурі робочого капіталу можна зменшити обсяг запасів порівняно з вільними коштами. Встановлення цієї складової як цільового показника очевидно утворює конфлікт з іншими цілями: швидку ліквідність можна підняти, затримуючи оплати постачальникам та іншим кредиторам, або через зменшення норми запасу ремонтних матеріалів. Останнє рішення призведе до погіршення показників операційної ефективності – збільшення часу на усунення наслідків, а отже це суперечить основним цілям державного підприємства.

11. Фінансові показники, також варто встановлювати, враховуючи інвестиційний план підприємства, оскільки через значні капітальні інвестиції може відбутись погіршення ліквідності, рентабельності, боргового навантаження тощо в поточному періоді. Але, оцінюючи ефективність, варто врахувати, що причини тимчасово низьких показників у поточний момент часу можуть забезпечити їхнє зростання в майбутньому. Проте також варто робити аналіз здатності підприємства реалізовувати інвестиції без загрози фінансовій стабільності.

Передбачено, що врахування цих зауважень дасть змогу отримати якісніший результат оцінювання, що сприятиме кращому моніторингу підприємств державної форми власності та більшій об'ґрунтованості рішень щодо них.

На думку авторів, однією з основних проблем моделі є неврахування особливостей функціонування підприємств різних галузей. Найбільш очевидно проявляється ця проблема у застосуванні моделі до підприємств фінансового сектору. З метою аргументації тези щодо недосконалого врахування галузевої специфіки діяльності підприємств і виявлення подальших напрямів покращення моделі досліджено особливості практичного застосування моделі для фінансових підприємств.

Як демонстраційний приклад для тестового розрахунку обрано ПрАТ "Укрфінжитло", що займається іпотечним кредитуванням за пільговими відсотковими ставками (відоме як "єОселля") (Українська фінансова житлова компанія). ПрАТ "Укрфінжитло" має значний прибуток, що перевищує 50 млн грн, а отже, також проводитиме оцінювання за допомогою моделі (ПрАТ "Українська фінансова житлова компанія", 2024). Результати оцінювання й аналізу стану підприємства за моделлю фінансових показників надано в табл. 3.

За інтегральним показником підприємство отримує 75 балів, хоча діагностична спроможність цієї високої оцінки доволі сумнівна через характер та особливості розрахунку показників, що на неї вплинули. Натомість схожий за структурою показників інструмент МВФ за інструкцією не може бути застосований для оцінювання цього підприємства.

Недосконалість моделі обумовлена насамперед певними особливостями функціонування підприємства, що спотворюють результати оцінювання. По-перше, компанія має низькі показники операційної діяльності, зокрема від'ємний рівень показника EBITDA. Це

пояснюється тим, що основні доходи – фінансові, отже, операційні збитки покриваються після їх врахування, особливо зважаючи на те, що іпотека надається за заниженими відсотковими ставками. Тому цей показник не доречний для оцінювання державних підприємств фінансового сектору. Розробникам від Уряду варто розглянути інші підходи та показники для оцінювання фінансових ризиків. По-друге, основні активи іпотечних

підприємств – довгострокові, а отже, вони переважно не-оборотні. Тому цілком очікувано може виникати оціночна ситуація, коли оборотні активи складають мінімальну частину валюти балансу, а показники ліквідності внаслідок цього виявляються неінформативними.

У табл. 4 наведено аналіз усіх запропонованих моделлю показників для фінансового підприємства 1-шої групи.

Таблиця 3

Аналіз ПрАТ "Укрфінжитло" за інтегральним показником

Коефіцієнт	Результат	Бал
Рентабельність власного капіталу	0,11	15
Фінансова стійкість	11,55	20
Відношення боргу до активів	0,08	20
Поточна ліквідність	0,95	0
Період обороту дебіторської заборгованості	2,00	20
Усього		75

Джерело: розраховано авторами на основі (ПрАТ "Українська фінансова житлова компанія", 2022; ПрАТ "Українська фінансова житлова компанія", 2024).

Таблиця 4

Аналіз застосовності показників 1 групи для підприємств фінансового сектору

Показник	Застереження щодо застосування	Інтерпретація значення
Коефіцієнт рентабельності діяльності	Розрахунок не має сенсу, оскільки чистий фінансовий результат значно більший за чистий дохід від реалізації. Основні доходи підприємства – фінансові, вони не входять до чистого доходу. Альтернативно пропонується застосувати коефіцієнт рентабельності фінансових доходів (ROFI), який буде більш інформативним індикатором ефективності основної діяльності підприємства. Також можна використати показник чистої відсоткової маржі	Не розраховувався
Коефіцієнт рентабельності операційних витрат	Фінансовий результат від операційної діяльності у компанії від'ємний, оскільки вираховано операційні витрати, але не визнано основний дохід – фінансовий. Показник враховує собівартість, якої немає у підприємства. Оскільки підприємство фінансове, то і значні витрати та ризики (формування резервів), також фінансові. Отже, застосування показника не має сенсу, по-перше, показник матиме від'ємне значення, що зменшить інтегральний показник, хоча підприємство функціонує ефективно. По-друге, показник не є інформативним. Альтернативні показники: коефіцієнт операційної ефективності, що відображає покриття операційних витрат фінансовими доходами	Не розраховувався
Коефіцієнт зростання операційних витрат	Оцінювання динаміки витрат від основної діяльності ускладнено, оскільки у розрахунку передбачено врахування собівартості, а натомість не беруться до уваги фінансові витрати. Альтернативою, яка давала б змогу відтворити ключову ідею оцінювання динаміки витрат основної діяльності, міг би бути коефіцієнт, який замість собівартості враховував би фінансові витрати	Не розраховувався
Коефіцієнт рентабельності EBITDA	Не є релевантним через від'ємне значення EBITDA, що ділиться на чистий дохід від реалізації, який є доволі малим, адже не враховує основне джерело доходів. Альтернатива – рентабельність фінансових доходів	Не розраховувався
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	Є обов'язковим. Помітних застережень щодо обмеженості у застосуванні немає. Викривлень результатів не вбачається	Кожна гривня власного капіталу генерує 0,11 грн чистого прибутку, що є достатнім рівнем значення показника, враховуючи значну перевагу власного капіталу над позиковим. Покращення показника можливе за рахунок розширення послуг, оптимізації витрат, зменшення ризиків щодо непогашеної заборгованості
Коефіцієнт рентабельності активів	Одночасно не можна використовувати з рентабельністю власного капіталу. Коефіцієнти схожі за суттю	Не розраховувався
Коефіцієнт зростання доходів	Застереження щодо доцільності розглядати динаміку чистого доходу від реалізації, що не враховує фінансові доходи. Еквівалентом може бути показник зростання не доходів, а прибутку до оподаткування, або фінансових доходів	Не розраховувався
Коефіцієнт фінансової стійкості	Обов'язковий для розрахунку показник. Загалом показник є універсальним для всіх галузей і підходить для застосування	Власний капітал перевищує зобов'язання в 11,55 рази, отже компанія дуже фінансово стійка

Закінчення табл. 4

Показник	Застереження щодо застосування	Інтерпретація значення
Коефіцієнт покриття EBITDA фінансових витрат	Для розрахунку застосовується EBITDA, отже показник матиме від'ємне значення. Показник не підходить для використання. Альтернативою першому показнику може бути коефіцієнт покриття фінансових витрат чистими відсотковими доходами, другому – коефіцієнт відношення боргу до чистих відсоткових доходів	Не розраховувався
Коефіцієнт відношення боргу до EBITDA		
Коефіцієнт відношення боргу до власного капіталу	Коефіцієнт можна використовувати. Є схожим на коефіцієнт відношення боргу до активів, тому їх не можна використовувати разом (хоча таке зауваження не логічне, з однієї підгрупи можливо застосувати максимум два показники, один з яких обов'язковий (у групі платоспроможності це – фінансова стійкість, тому залишається лише один на вибір показник)	Не розраховувався
Коефіцієнт відношення боргу до активів	Показник є застосовним та допомагає зрозуміти, який відсоток виданих кредитів забезпечено власними коштами підприємства	Лише 8 % активів забезпечено запозиченими коштами, підприємство фінансово стійке та не залежить від боргу, що робить підприємство гнучкішим
Коефіцієнт поточної ліквідності	Коефіцієнт має застереження щодо використання, по-перше, основні активи – довгострокові, а отже вони переважно необоротні, тому оборотні активи складають значно меншу частину активів. По-друге, у підприємства немає запасів, тому поточна ліквідність відповідає швидкій. Оборотні активи складаються з грошових коштів і дебіторської заборгованості (нараховані відсотки, строк сплати яких не настав), тому на кінець року оборотні активи можуть значно переважати поточні зобов'язання, оскільки всі кошти, що залучені для фінансування іпотечних програм – довгострокові, тому використовувати зазначені в моделі граничні значення не варто	Значення показника є нижчим за порогове, хоча підприємство фінансово здорове
Коефіцієнт відношення боргу до власного капіталу	Коефіцієнт можна використовувати. Є схожим на коефіцієнт відношення боргу до активів, тому їх не можна використовувати разом (хоча таке зауваження не логічне, з однієї підгрупи можливо застосувати максимум два показники, один з яких обов'язковий (у групі платоспроможності це – фінансова стійкість, тому залишається лише один показник на вибір)	Не розраховувався
Коефіцієнт швидкої ліквідності	Не можуть розраховуватись одночасно з обов'язковим коефіцієнтом поточної ліквідності. Також є певні застереження, описані в пункті вище	Не розраховувався
Коефіцієнт абсолютної ліквідності		
Період обороту дебіторської заборгованості	Для розрахунку використовується чистий дохід, що у випадку діяльності, пов'язаної з наданням кредитів, спотворює економічний зміст показника оборотності, адже дебіторська заборгованість у цьому разі – нараховані відсотки, що формують фінансові доходи. До того ж дебіторська заборгованість не є ключовим елементом операційної моделі таких фінансово-кредитних підприємств за рахунок довготривалості наданих кредитів. Альтернативний показник: період обслуговування кредитного портфеля як відношення середнього залишку боргу до середнього щомісячного платежу	Високе кількісне значення показника позбавлене економічного сенсу
Період обороту кредиторської заборгованості	У підприємства немає собівартості реалізованої продукції, отже знаменник дорівнює 0, що робить розрахунок неможливим. Також кредиторська заборгованість за продукцію відсутня через особливість операційної моделі	Не розраховувався

Джерело: розроблено авторами.

Підсумовуючи результати аналізу з табл. 4, автори дійшли висновку, що модель не придатна для застосування для оцінювання фінансових підприємств, оскільки більшість показників не має економічного сенсу через особливості операційної діяльності. З показників рентабельності можливим для застосування є лише обов'язковий показник рентабельності власного капіталу, з показників платоспроможності – обов'язкова фінансова стійкість та/або коефіцієнт відношення боргу до власного капіталу, або коефіцієнт відношення боргу до активів, у той час, як із групи показників ліквідності немає жодного релевантного оціночної ситуації показника. Тому розробникам від Уряду варто більшою мірою адаптувати модель для потреб оцінювання підприємств фінансового сектору, ніж це зроблено зараз.

Дискусія і висновки

У ході дослідження виявлено, що IMF SOE HEALTHCHECK Toolkit і модель оцінювання окремих

фінансових показників мають спільний підхід до оцінювання, що полягає у комплексному врахуванні показників рентабельності, платоспроможності та ліквідності. На думку авторів, хоча модель у цілому є більш продуманою, ніж інструмент МВФ, але також потребує доопрацювання. Зокрема виявлено такі перспективні напрями її покращення: усунення ризику дисфункціональної поведінки (нефінансові цілі мають бути пріоритетніші за фінансові); мінімізація врахування зовнішніх неконтрольованих впливів (результати оцінювання фінансових показників повинні відображувати контрольовану підприємством діяльність, а не наслідки зовнішнього впливу та систематичні ризики); посилення галузевої специфіки показників (коефіцієнти у складі інтегрального показника мають більшою мірою враховувати галузеві особливості підприємств); розв'язання проблеми визначення активів на непідконтрольних територіях та їхнього негативного впливу на результат оцінювання;

посилення пріоритизації оцінювання підприємств за групами показників; зменшення дискретності значень інтегрального показника; адаптація показників для підприємств із від'ємним власним капіталом; переоцінювання досяжності деяких граничних значень показників; усунення технічних помилок; врахування впливу капітальних інвестицій на результати; пошук шляхів мінімізації ризику маніпуляції результатами з боку підприємств. Врахування цих зауважень даватиме змогу отримати якісніший результат оцінювання, а отже, забезпечуватиме вищу якість моніторингу.

Практичне дослідження моделі першочергово викликало сумнів щодо можливості застосування моделі оцінювання за обраними фінансовими показниками для підприємств фінансового сектору, адже методологія порівняльного інструменту МВФ не передбачає її використання щодо таких підприємств. Українську модель намагались адаптувати до потреб оцінювання фінансового сектору, але спроба не дала очікуваних результатів. Аналіз можливості застосування всіх зазначених коефіцієнтів показав, що з показників рентабельності придатним є лише обов'язковий показник рентабельності власного капіталу; з показників платоспроможності – обов'язкова фінансова стійкість та/або коефіцієнт відношення боргу до власного капіталу, або коефіцієнт відношення боргу до активів; з показників ліквідності немає жодного релевантного оціночної ситуації показника. Модель потребує більшої адаптації для підприємств фінансового сектору, у зв'язку із чим у дослідженні надано пропозиції щодо використання у моделі деяких конкретних показників. Пропозиції містять показники, що є відповідниками до тих, які пропонується замінити, за суттю, але водночас скорегованими під особливості бізнес-моделі фінансових підприємств.

Внесок авторів: Лариса Шаульська – супервізія, концептуалізація, написання (перегляд і редагування), Леся Чубук – методологія, аналіз та висновки, написання (перегляд і редагування), Дар'я Гайдамака – методологія, аналіз та висновки, написання (оригінальна чернетка).

Список використаних джерел

- Алексєрова, Ю. (2018). Управління фінансовими ресурсами державних підприємств. *Причорноморські економічні студії*, 30(2), 45–48. [http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2018_30\(2\)_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2018_30(2)_12)
- Верховна Рада України. (2006). *Про управління об'єктами державної власності* (Закон України від 21.09.2006 р. № 185-V (зі змінами від 30.10.2024 р. № 4042-IX)). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#Text>
- Вечеров, В., Орловська, Ю., & Кахович, О. (2021). Управління державними підприємствами: перегляд цінностей як відповідь на вимоги цифрової економіки. *Економічний простір*, 166, 29–34. <https://prostor.pdaba.dp.ua/index.php/journal/issue/view/41>
- Гринько, Т. (2023). Підприємництво: сучасні виклики, тренди та трансформації. Біла К. О. <https://philarchive.org/archive/PAVZRK>
- Кабінет Міністрів України. (2024a). *Деякі питання Політики державної власності* (Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2024 р. № 1369). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-n#Text/>
- Кабінет Міністрів України. (2024b). *Про затвердження Порядку щорічного погодження пропозицій щодо окремих фінансових показників, а також обсягів виплат на користь держави, бюджетного фінансування та квазіфінансових операцій, які включатимуться до листа очікувань власника, а також до фінансових планів, стратегічних планів розвитку та інвестиційних планів на середньострокову перспективу суб'єктів господарювання державного сектору економіки* (Постанова Кабінету Міністрів України від 27.08.2024 р. № 984). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984-2024-n#Text>
- Куряча, Н. (2022). Особливості функціонування державних підприємств. *Освіта і наука*, 2(33), 241–250. <https://msu.edu.ua/educationandscience/wp-content/uploads/2023/02/Міжнародний-науковий-журнал-Освіта-і-наука-223-2023-241-250.pdf>
- Міністерство економіки України. (2024). *Про затвердження Методичних рекомендацій щодо підготовки листа очікувань власника* (Наказ Мінекономіки від 01.10.2024 № 24098). <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v4098930-24#Text>

Петришина, Н. (2015). Державні підприємства України: проблеми функціонування та шляхи їх вирішення. *Економіка і право*, 18(30), 73–79. <https://enpui.npu.edu.ua/bitstream/handle/123456789/18891/Petryshyn.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Посаднева, О. М., & Повод, Т. М. (2023). Роль державних підприємств у економічній системі України. *Таврійський науковий вісник. Серія: Економіка*, 15, 192–200. <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2023.15.23>

Посаднева, О. М. (2021). Проблематика функціонування державних підприємств в Україні. *Science and education: Problems, prospects and innovations*, 852–857.

ПРАТ "Українська фінансова житлова компанія". (2022). *Фінансова звітність за 2021 рік*. https://clarity-project.info/edr/44098710/finances?current_year=2021

ПРАТ "Українська фінансова житлова компанія". (2024). *Фінансова звітність за рік, що завершився 31 грудня 2023 року*. https://ukrfinzhytlo.in.ua/wp-content/uploads/2024/04/Richnyy-zvit_2023_BDO_AUDYT.pdf

Рада з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку. (2012). *Міжнародні стандарти фінансової звітності* (МСФЗ, МСФЗ для МСП, включаючи МСБО та тлумачення КТМФЗ, ПКТ) (зі змінами станом на 01 січня 2012 року). https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_010#Text

Слюсар, В. (2023a). Взаємодія внутрішнього та зовнішнього фінансового контролю державних підприємств України у контексті євроінтеграції. *Економіка та суспільство*, 58. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-58-28>

Український інститут майбутнього (2021, 12 листопада). *Державні підприємства в Україні: ефективність бізнес-моделей*. <https://uifuture.org/publications/derzhavni-pidpryemstva-v-ukrayini-efektyvnist-biznes-modelej/>

Українське фінансове житло. (n.d.). *Головна сторінка*. <https://ukrfinzhytlo.in.ua/>

Чумак, О. В. (2019). Збалансованість показників економічної діяльності державних підприємств у нефінансовій звітності. *Економічний простір*, 14, 137–148. <https://doi.org/10.30838/P.ES.2224.040719.137.539>

Яра, О. С., Гулак, О. В., Слюсаренко, С. В., & Мосьондз, С. О. (2023). Публічний контроль за стратегічними об'єктами в процесі реформування державних підприємств. *Law review of kyiv university of law*, 2, 84–88. <https://doi.org/10.36695/2219-5521.2.2023.18>

IMF PFM BLOG (2022, 28 February). Baum, A., Medas, P., Soler, A., & Sy, M. *Assessing Fiscal Risks from State-Owned Enterprises: Benchmarking and Stress Testing*. <https://blog-pfm.imf.org/en/pfmblog/2022/02/assessing-fiscal-risks-from-state-owned-enterprises-benchmarking-and-stress-test>

International Monetary Fund. (2021). *State-owned enterprise health check tool*. <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-HCT>

М.Е.Дос. (2022, 7 листопада). *Як списати знижене та зіпсоване майно під час війни: роз'яснює Мінфін*. <https://medoc.ua/blog/jak-spisati-znishchene-ta-zipsovane-majno-pid-chas-vijni-rozjasnju-minfin>

Nguyen, Q. H., Dalrymple, J., & Azim, M. (2022). Efficiency assessment of state-owned financial institutions using data envelopment analysis: the case of Vietnam. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(3), 815–830.

OECD. (2024). *Competitive Neutrality Toolkit: Promoting a Level Playing Field*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/3247ba44-en>

Riabova, K. O. (2018). State-owned enterprises and privatization "by new". *Scientific works of National Aviation University. Series: Law Journal "Air and Space Law"*, 3(48), 162–165. <https://doi.org/10.18372/2307-9061.48.13202>

Sliushar, V. (2023a). Control of the operational efficiency of state-owned enterprises. *Efektivna ekonomika*, 8. <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2023.8.40>

Sliushar, V. (2023b). Control of the operational efficiency of state-owned enterprises. *Efektivna ekonomika*, 8. <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2023.8.40>

Taghizadeh-Hesary, F., Yoshino, N., Kim, Chul Ju, & Mortha, A. (2019, 10 May). *A Comprehensive Evaluation Framework on the Economic Performance of State-Owned Enterprises*. ADBI Working Paper 949. <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/503461/adbi-wp949.pdf>

References

- Alekserova, Yu. (2018). Management of financial resources of state-owned enterprises. *Black Sea Economic Studies*, 30(2), 45–48 [in Ukrainian]. [http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2018_30\(2\)_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/bses_2018_30(2)_12)
- Cabinet of Ministers of Ukraine. (2024a). *Certain Issues of State Ownership Policy* (Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine No. 1369 dated 29.11.2024) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1369-2024-n#Text/>
- Cabinet of Ministers of Ukraine. (2024b). *On the Approval of the Procedure for Annual Approval of Proposals Regarding Certain Financial Indicators, as well as the Amounts of Payments to the State Market, Budgetary Financing, and Quasi-Fiscal Operations Included in the Owner's Expectation List, as well as in the Financial Plans, Strategic Development Plans, and Medium-Term Investment Plans of State-Owned Enterprises* (Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine dated 27.08.2024 No. 984) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984-2024-n#Text>
- Chumak, O. V. (2019). Balance of indicators of economic activity of state-owned enterprises in non-financial reporting. *Economic scope*, 146, 137–148 [in Ukrainian]. <https://doi.org/10.30838/P.ES.2224.040719.137.539>
- Grynko, T. (2023). *Entrepreneurship: modern challenges, trends and transformations*. Bila K.O. [in Ukrainian]. <https://philarchive.org/archive/PAVZRK>

International Accounting Standards Board. (2012). *International Financial Reporting Standards* (IFRS, IFRS for SMEs, including IAS and IFRIC/SIC Interpretations) (as amended up to January 1, 2012) [in Ukrainian]. https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_010#Text

IMF PFM BLOG (2022, 28 February). Baum, A., Medas, P., Soler, A., & Sy, M. *Assessing Fiscal Risks from State-Owned Enterprises: Benchmarking and Stress Testing*. <https://blog-pfm.imf.org/en/pfmblog/2022/02/assessing-fiscal-risks-from-state-owned-enterprises-benchmarking-and-stress-test>

International Monetary Fund. (2021). *State-owned enterprise health check tool*. <https://www.imf.org/en/Topics/fiscal-policies/Fiscal-Risks/Fiscal-Risks-Toolkit/Fiscal-Risks-Toolkit-SOE-HCT>

Kuryacha, N. (2022). Peculiarities of functioning of state-owned enterprises. *Education and Science*, 2(33), 241–250 [in Ukrainian]. <https://msu.edu.ua/educationandscience/wp-content/uploads/2023/02/International-Scientific-Journal-Education-and-Science-223-2023-241-250.pdf>

M.E.Doc. (2022, November 7). *How to Write Off Destroyed and Damaged Property during the War: Clarification from the Ministry of Finance* [in Ukrainian]. <https://medoc.ua/blog/jak-spisati-znishchene-ta-zipsovane-majno-pid-chas-vijni-rozjasnju-minfin>

Ministry of Economy of Ukraine. (2024). *On the Approval of Methodological Recommendations for Preparing the Owner's Expectation Letter* (Order of the Ministry of Economy No. 24098 dated 01.10.2024) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v4098930-24#Text>

Nguen, Q. H., Dalrymple, J., & Azim, M. (2022). Efficiency assessment of state-owned financial institutions using data envelopment analysis: the case of Vietnam. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(3), 815–830.

OECD. (2024). *Competitive Neutrality Toolkit: Promoting a Level Playing Field*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/3247ba44-en>

Petryshyn, N. (2015). State-owned enterprises of Ukraine: problems of functioning and ways of their solution. *Economics and Law*, 18(30), 73–79 [in Ukrainian]. <https://enpuir.npu.edu.ua/bitstream/handle/123456789/18891/Petryshyn.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Posadneva, O. M., & Povod, T. M. (2023). The role of state-owned enterprises in the economic system of Ukraine. *Tavria Scientific Bulletin. Series: Economics*, 15, 192–200 [in Ukrainian]. <https://doi.org/10.32782/2708-0366/2023.15.23>

Posadneva, O. M. (2021). Problems of the functioning of state-owned enterprises in Ukraine. *Science and education: Problems, prospects and innovations*, 852–857 [in Ukrainian].

Riabova, K. O. (2018). State-owned enterprises and privatization "by new". *Scientific works of National Aviation University. Series: Law Journal "Air and Space Law"*, 3(48), 162–165. <https://doi.org/10.18372/2307-9061.48.13202>

Sliusar, V. (2023a). Control of the operational efficiency of state-owned enterprises. *Efektivna ekonomika*, 8. <https://doi.org/10.32702/2307-2105.2023.8.40>

Sliusar, V. (2023b). Interaction of internal and external financial control of state-owned enterprises of Ukraine in the context of European integration. *Economy and Society*, 58 [in Ukrainian]. <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-58-28>

Taghizadeh-Hesary, F., Yoshino, N., Kim, Chul Ju & Mortha, A. (2019, 10 May). *A Comprehensive Evaluation Framework on the Economic Performance of State-Owned Enterprises*. ADBI Working Paper 949. <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/503461/adbi-wp949.pdf>

Ukrainian financial housing company PJSC. (2022). *Financial statements for 2021* [in Ukrainian]. https://clarity-project.info/edr/44098710/finances?current_year=2021

Ukrainian financial housing company PJSC. (2023). *Financial statements for the year ended December 31, 2023* [in Ukrainian]. https://ukrfinzhytlo.in.ua/wp-content/uploads/2024/04/Richnyy-zvit_2023_BDO_AUDYT.pdf

Ukrainian financial housing. (n.d.). *Home page*. <https://ukrfinzhytlo.in.ua/>

Ukrainian Institute of the Future (2021, November 12). *State-owned enterprises in Ukraine: effectiveness of business models* [in Ukrainian]. <https://uifuture.org/publications/derzhavni-pidpryyemstva-v-ukrayini-efektyvnist-biznes-modelej/>

Vechevov, V., Orlovskaya, Yu., & Kakhovych, O. (2021). Management of state-owned enterprises: a review of values as a response to the requirements of the digital economy. *Economic Space*, 166, 29–34 [in Ukrainian]. <https://prostir.pdaba.dp.ua/index.php/journal/issue/view/41>

Verkhovna Rada of Ukraine. (2006). *On Managing Objects That Are in State Ownership* (Law of Ukraine dated of 21.09.2006 No. 185-V (as amended on 30.10.2024 No. 4042-IX)) [in Ukrainian]. <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/185-16#Text>

Yara, O. S., Gulak, O. V., Slyusarenko, S. V., & Mosyondz, S. O. (2023). Public control over strategic objects in the process of reforming state-owned enterprises. *Law review of kyiv university of law*, 2, 84–88 [in Ukrainian]. <https://doi.org/10.36695/2219-5521.2.2023.18>

Отримано редакцію журналу / Received: 27.02.25

Прорецензовано / Revised: 24.03.25

Схвалено до друку / Accepted: 10.04.25

Larisa SHAULSKA, DSc (Econ.), Prof.

ORCID ID: 0000-0002-7919-6733

e-mail: shaulska@knu.ua

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

Lesia CHUBUK, DSc (Econ.), Assoc. Prof.

ORCID ID: 0000-0003-2217-7117

e-mail: lesiachubuk@knu.ua

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

Daria HAIDAMAKA, Master of Arts, adviser

ORCID ID: 0009-0006-6541-5866

e-mail: daria.haidamaka@gmail.com

LLC "EY Ukraine", Kyiv, Ukraine

A MODEL FOR ASSESSING THE EFFECTIVENESS OF STATE-OWNED ENTERPRISES BY FINANCIAL INDICATORS: ANALYSIS AND IMPROVEMENT

Background. The relevance of this study is determined by the novelty of the corporate governance practice regarding the annual approval of Order for specific financial indicators of state-owned enterprises and the corresponding model for calculating the integral evaluation indicator. The study aims to identify potential ways to improve the quality of results obtained through the application of the model. The object of the study is the methodological approaches to assessing the effectiveness of state-owned enterprises, while the subject is the compliance of financial ratios with the model for evaluating specific financial indicators, as well as the volumes of payments to the state, budget financing, and quasi-fiscal operations concerning sectoral and other distinctive characteristics of enterprise activities.

Methods. The study utilized critical analysis methods, test-mode financial indicator calculations, synthesis of generalized conclusions, and comparative analysis to identify similarities between the national model and the IMF SOE Healthcheck Toolkit, which serves as an international standard for assessing the financial efficiency of state-owned enterprises.

Results. A comparative analysis of the two methodological tools revealed that the national model is more well-thought-out than the IMF instrument but still requires refinement. The article presents a list of potential ways to improve the results obtained through the model by addressing methodological shortcomings in its construction. The main problematic aspect of the model—its lack of consideration for sectoral specifics—was identified and illustrated through a practical application to a financial sector enterprise. Based on the results, recommendations for improving the quality of evaluation were provided.

Conclusions. The integral indicator calculation model is generally a useful tool for assessing the financial health of state-owned enterprises but requires certain refinements by its developers. Special attention should be paid to adapting the model's coefficients to the needs of financial sector enterprises, as the study found that a significant portion of the indicators is unsuitable for evaluation, distorting the actual financial condition of enterprises. Based on the analysis results, a series of recommendations were provided to enhance the methodological aspects of the implemented assessment model.

Keywords: state-owned enterprises, financial health assessment of SOEs, financial sector enterprises, ratio analysis.

Автори заявляють про відсутність конфлікту інтересів. Спонсори не брали участі в розробленні дослідження; у зборі, аналізі чи інтерпретації даних; у написанні рукопису; в рішенні про публікацію результатів.

The authors declare no conflicts of interest. The funders had no role in the design of the study; in the collection, analyses or interpretation of data; in the writing of the manuscript; or in the decision to publish the results.