

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

УДК 658.14

**ОСТРОВСЬКА ГАЛИНА ЙОСИПІВНА**

**УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ВЕРТИКАЛЬНО-ІНТЕГРОВАНИХ  
ПІДПРИЄМСТВ НАФТОГАЗОВОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ**

Спеціальність 08.00.04 –  
економіка та управління підприємствами  
(за видами економічної діяльності)

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Тернопіль – 2007

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Тернопільському національному економічному університеті Міністерства освіти і науки України.

**Науковий керівник:** доктор економічних наук, професор  
**Сохацька Олена Миколаївна,**  
Тернопільський національний економічний університет,  
завідувач кафедри фінансового інжинірингу

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, доцент  
**Момот Тетяна Валеріївна,**  
Харківська національна академія міського господарства,  
завідувач кафедри обліку і аудиту

кандидат економічних наук  
**Подолець Роман Здиславович,**  
Науково-дослідний інститут нафтогазової промисловості  
ДП «Науканафтогаз» НАК «Нафтогаз України»,  
завідувач відділу проблем корпоративного управління  
та моделювання економічного розвитку департаменту  
економічних досліджень у нафтогазовій галузі

Захист відбудеться “25” січня 2008 р. о 13 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету за адресою: 46020, м. Тернопіль, вул. Львівська, 11а, зал засідань.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Тернопільського національного економічного університету за адресою: 46020, м. Тернопіль, вул. Львівська, 11.

Автореферат розісланий “24” грудня 2007р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради  
к.е.н., доцент



М. П. Шаварина

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Формування системи вартісно орієнтованого управління підприємством найповніше гармонізує економічні інтереси суб'єктів, пов'язаних з його діяльністю. Крім збільшення доходів та зменшення витрат, зростання вартості підприємства забезпечується покращенням іміджу, бренда, організаційною культурою, знаннями персоналу, впровадженням інновацій із синергетичним ефектом. Якщо збільшення прибутку та економія на витратах можуть здійснюватися для конкретного підприємства до певної межі, то зростання його вартості такої межі не має.

Сучасна теорія управління вартістю, крім традиційних активів, виділяє людський, інформаційний та організаційний капітали, які оцінити досить важко, однак саме вони створюють вартість і є джерелом конкурентних переваг, котрі майже неможливо скопіювати. Вищесказане суттєво змінює природу конкуренції на зовнішньому та внутрішньому ринках, де традиційні технології менеджменту з орієнтацією на максимізацію прибутку вже не дають бажаного результату. Особливої гостроти ці проблеми набувають у вертикально-інтегрованих підприємствах нафтогазової промисловості з потужними управлінськими центрами, які з творців вартості поступово перетворюються на її руйнівників, не спроможних ефективно діяти на нестабільних ринках нафти та газу.

На фоні кризи традиційних управлінських теорій у кінці ХХ- на початку ХХІ ст. активізувалися наукові пошуки з використанням міждисциплінарного підходу, що сприяло виникненню таких нових напрямів як управління вартістю (Value Based Management) та збалансована система показників (Balanced Scorecard), що активно використовуються у зарубіжній практиці.

Сучасними зарубіжними та вітчизняними дослідниками названих проблем є А. Маршалл, М. Браун, Дж. Хікс, А. Дамодаран, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін, Р. Каплан, Д. Нортон, Н. Ольс, Ж. Рой, М. Ветер, К. Уолш, П. Хорват, П. Гохан, Дж. Шим, Д. Сігел, О. М. Щербакова, С. В. Рассказов, С. В. Валдайцев, О. М. Алімов, О. Є. Кузьмін, О. М. Сохацька, Б. М. Литвин, О. Г. Мендрул, В. А. Панков, Т. В. Момот, Р. З. Подолець, Є. О. Зенченко та ін.

Водночас проблеми можливого поєднання технологій управління вартістю та збалансованої системи оціночних показників, зокрема для вертикально-інтегрованих нафтогазових підприємств, залишаються не дослідженими.

Врахування вагомості зазначених проблем для енергетичної безпеки України, необхідність їхнього вирішення і актуальність зумовили вибір теми дослідження та окреслили коло питань, які в ній розглядаються.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до програми науково-дослідних робіт Тернопільського національного економічного університету в межах держбюджетних тематик кафедри менеджменту «Дослідження і розробка інформаційної системи фінансового менеджменту» (державний реєстраційний номер 0197U012449), зокрема автору належить розробка розділу «Концепція структури інформаційної системи фінансового менеджменту» і кафедри фінансового інжинірингу «Впровадження стратегій, технологій та інструментів фінансового інжинірингу у

практику управління вітчизняними корпораціями» (державний реєстраційний номер 0107U002609), де автору належить розробка розділу «Управління вартістю організації».

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є теоретико-методологічне обґрунтування формування комплексної системи управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості та вироблення методичних рекомендацій щодо її впровадження на практиці. Досягнення зазначеної мети дисертаційної роботи передбачає виконання таких завдань, що визначають структуру роботи:

- узагальнити, систематизувати і критично проаналізувати теоретичні аспекти управління вартістю підприємств з метою вироблення власних методологічних підходів;
- дослідити сучасні технології управління вартістю та збалансованої системи оціночних показників з метою їхньої адаптації до вітчизняних умов;
- здійснити оцінку вартості вертикально-інтегрованих підприємств з використанням національних стандартів та інноваційних підходів (економічної доданої вартості й її модифікацій) як першого і контрольного етапів управління, що дасть змогу виявити рівень ефективності управлінського персоналу, основні центри створення та руйнування вартості;
- виробити концептуальні підходи до формування системи управління вартістю підприємств;
- запропонувати моделі управління вартістю підприємств у системі їхніх стратегічних пріоритетів;
- вдосконалити методику оцінювання перспектив зростання вартості підприємств;
- виробити підходи до організації вартісно орієнтованого управління на основі інтеграції із системою збалансованих оціночних показників.

**Об'єктом дослідження** є процес управління вартістю підприємств.

**Предмет дослідження** – теоретико-методологічні, методичні та практичні засади управління вартістю підприємств нафтогазової промисловості.

**Методи дослідження.** Для досягнення поставленої мети в роботі використано низку загальнонаукових і спеціальних методів дослідження, взаємопов'язаних та послідовно застосовуваних у загальній логіці аналізу: діалектичний метод пізнання, наукової абстракції, індукції та дедукції (при визначенні сутності вартості й її ключових факторів); метод порівняння і синтезу (класифікація видів вартості за суб'єктами); статистичні методи аналізу, графічний (аналіз ефективності управління підприємствами); економіко-математичне моделювання (моделі управління вартістю підприємств, що котирують акції на фондовому ринку); нормативно-прогнозні методи (визначення мультиплікатора для прогнозного оцінювання вартості).

Інформаційною базою дослідження стала наукова монографічна література, статті зарубіжних та вітчизняних вчених у періодичних виданнях, законодавчі та нормативні акти України, результати наукових досліджень вітчизняних та

зарубіжних наукових центрів, матеріали світових провідних інформаційних агенцій, Інтернету, статистичні матеріали за проблематикою дисертації.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в системному обґрунтуванні концептуальних підходів формування у вертикально-інтегрованих підприємствах нафтогазової промисловості системи управління вартістю (Value Based Management) із застосуванням як контролю збалансованих показників (Balanced Scorecard) та шляхи її реалізації в Україні.

До основних наукових результатів, які становлять особистий внесок автора у розробку досліджуваної проблеми, належать такі:

***вперше:***

– сформовано комплексну систему управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості, що поєднує позитивні риси двох інноваційних зарубіжних технологій: управління вартістю і управління за допомогою збалансованої системи оціночних показників та визначено етапи її впровадження;

– запропоновано стратегічну карту п'яти центрів створення вартості на підприємствах нафтогазової промисловості, в якій до таких складових як фінанси, споживачі, бізнес-процеси, персонал (людський, інформаційний та організаційний капітали) включено постачальників, враховуючи підвищений ризик цієї складової для національного ринку нафти і газу;

***удосконалено:***

– класифікацію видів вартості за суб'єктами оцінки, яку зручніше застосовувати в процесі оцінювання і прийняття управлінських рішень стосовно її нарощування;

– класифікацію принципів оцінки вартості, що враховує вплив змінного середовища та альтернативність;

– класифікацію факторів формування вартості через їхнє ранжування за трьома рівнями: загальним, на якому для управління вартістю слід застосовувати фінансові показники на основі економічного прибутку, що найбільшою мірою корелюють з ринковою оцінкою вартості, а також можуть використовуватись як у стратегічному так і в оперативному управлінні; за рівнем ділової одиниці, де особливо доцільні такі показники як операційний дохід, обсяг і рентабельність виробництва й інвестицій; за рівнем виконавців, де необхідна найбільша деталізація, щоб погодити фактори вартості з конкретними рішеннями, в яких компетентні оперативні менеджери;

***набули подальшого розвитку:***

– категорія «вартість підприємства», що трактується як визнаний еквівалент, виражений у грошових одиницях на конкретний момент часу, ймовірна величина, що визначається розрахунковим шляхом на основі прогнозованих дій через оцінювання факторів цінності, значущості підприємства для зацікавлених осіб і суспільства загалом;

– економіко-математичні моделі, за допомогою яких можна відстежувати зв'язок вартості підприємства з розподілом прибутку та її зміну в періоди часткової реструктуризації, що особливо важливо для вертикально-інтегрованих нафтогазових підприємств. Ці моделі не мають недоліків економічної доданої вартості EVA, яка потребує внесення значних поправок до балансних показників.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в розробці теоретико-методичних підходів до формування системи управління вартістю (Value Based Management) як інноваційної технології фінансового менеджменту через інтеграцію її з визнаною найуспішнішими зарубіжними корпораціями системою збалансованих показників (Balanced Scorecard) у вертикально інтегрованих нафтогазових підприємствах, що дало змогу запропонувати конкретні пропозиції та заходи щодо практичного впровадження елементів згаданої системи у фінансово-господарську діяльність цих підприємств.

Сформульовані в дисертації методичні рекомендації та практичні пропозиції використані в управлінській діяльності україно-австрійської консалтингової фірми «Munk, Andersen & Feilberg» (довідка про впровадження № 293 від 05.12.2005 р.), Тернопільського ТОВ «Орієнтир-Реформа» (довідка про впровадження № 12 від 10.03.2006 р.), Тернопільського лінійно-виробничого управління магістральних газопроводів «Львівтрансгаз» (довідка про впровадження № 388 від 23.05.2006 р.), Головного управління промисловості та розвитку інфраструктури обласної державної адміністрації (довідка про впровадження № 290/11-01-4 від 23.05.2006 р.).

Крім цього, результати дисертаційної роботи використано в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету при викладанні дисциплін «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий інжиніринг», «Інвестиційний менеджмент», «Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції» (довідка про впровадження № 126-29/21 від 11.01.2006 р.) та Тернопільського інституту економіки та підприємництва при викладанні дисциплін «Фінансовий менеджмент», «Фінансовий інжиніринг», «Інвестиційний менеджмент», «Фінанси підприємств», «Валютно-кредитні відносини» (довідка про впровадження № 83 від 19.04.2006 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Усі наукові результати, викладені в дисертаційній роботі, отримано автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті ідеї і положення, які є результатом самостійного дослідження здобувача.

**Апробація результатів дисертації.** Результати проведених наукових досліджень та основні положення дисертації доповідалися й обговорювалися на республіканській науково-практичній конференції «Теорія і практика сучасного менеджменту: проблеми та шляхи їх вирішення» (Тернопіль, 2002 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Розвиток ринкової економіки на Поділлі: здобутки, проблеми, перспективи» (Хмельницький, 2003 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні проблеми управління» (Київ, 2003 р.); Міжнародній науковій конференції «Розвиток підприємницької діяльності в Україні: історія та сьогодення» (Тернопіль, 2004 р.); Вузівській науково-практичній конференції «Розвиток корпоративного управління в глобальному середовищі» (Тернопіль, 2004 р.); Міжнародній науковій конференції «Актуальні проблеми регіонального розвитку в контексті європейської інтеграції» (Львів, 2005 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми розвитку економіки і підприємництва в Україні в контексті міжнародних інтеграційних процесів» (Тернопіль, 2005 р.).

**Публікації.** Основні положення і результати дисертаційного дослідження опубліковані в 24 наукових працях, у тому числі 9 у фахових виданнях. Загальний обсяг опублікованих матеріалів становить 7,3 д. а., з яких особисто автору належить 7,1 д. а.

**Структура і обсяг дисертаційної роботи.** Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, додатків та списку використаних джерел із 289 найменувань на 23 сторінках. Загальний обсяг дисертації становить 180 сторінок комп'ютерного тексту. Робота містить 29 таблиць і 26 рисунків.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** обґрунтовано актуальність дисертаційної роботи, визначено мету та завдання, об'єкт, предмет та методи дослідження, розкрито наукову новизну та практичне значення отриманих результатів.

У першому розділі **«Теоретичні аспекти управління вартістю підприємств»** розглянуто економічну сутність вартості підприємства, класифікацію видів, принципів та факторів її оцінювання, становлення методологічних підходів управління вартістю підприємства, сучасні інструменти і моделі управління вартістю підприємств.

У дисертації наголошено, що вартість належить до центральних категорій економічної теорії. Визначення вартості підприємства по-своєму формулює кожен учасник економічних відносин, який переслідує власну мету. Поняття вартості підприємства має безліч аспектів. У літературі, присвяченій оцінці підприємства, використовуються різні види вартості.

У результаті проведеного аналізу наукових джерел та офіційних документів як зарубіжних, так і вітчизняних оцінювачів запропоновано власне трактування категорії вартості підприємства як вираженого у грошових одиницях визнаного еквівалента – ймовірнісної величини, що визначається розрахунковим шляхом на основі прогнозування подій на конкретний момент часу через оцінювання факторів цінності, значущості підприємства для національних та зарубіжних споживачів та суспільства загалом.

У роботі наведено вдосконалену класифікацію видів вартості за критерієм суб'єктів, що потребують оцінювання. Цей критерій найбільше відповідає потребам управління, оскільки кожен з економічних суб'єктів користується певним видом вартості або замовляє її визначення в оцінювачів.

У дисертації наголошено, що оскільки не існує єдиної універсальної формули, за якою визначають вартість підприємства, як основні соціально-економічні фактори, взяті за основу її визначення, виділяють принципи оцінювання. У роботі ці принципи систематизовано та доповнено.

Система управління вартістю підприємства ґрунтується на виявленні і оптимізації ключових факторів вартості. Знати фактори вартості важливо з двох причин. По-перше, підприємство не може працювати безпосередньо з вартістю. По-друге, власне ці фактори вартості допомагають менеджерам вищого ешелону зрозуміти, що відбувається на всіх інших рівнях підприємства, і донести до них свої плани та наміри.

Таким чином, ефективне управління вартістю підприємства неможливе без виокремлення факторів формування вартості з метою з'ясування їхніх підпорядкованості, спрямованості дії та впливу на вартість для прийняття управлінських рішень, орієнтованих на її підвищення. Запропонована у дисертації типізація факторів дасть змогу зосередити увагу на ключових параметрах управління, які визначаються як інтереси зацікавлених осіб, час, фактори виробництва, ризик, та обґрунтувати методологічні підходи до виявлення сутнісних характеристик поточного й антикризового управління вартістю підприємств.

Подано вдосконалену класифікацію факторів вартості, зокрема за різними рівнями. Внутрішні фактори вартості запропоновано ранжувати за трьома рівнями: загальним, на якому для управління вартістю слід застосовувати фінансові показники на основі економічного прибутку, що найбільшою мірою корелюють з ринковою оцінкою вартості, а також можуть використовуватись в оперативному управлінні; за рівнем ділової одиниці, де особливо доцільні такі параметри, як операційний дохід, обсяг і рентабельність виробництва й інвестицій; за рівнем виконавців, де необхідна найбільша деталізація, щоб погодити фактори вартості з конкретними рішеннями, в яких компетентні оперативні менеджери.

Для кращого розуміння взаємозв'язку між факторами вартості запропоновано аналізувати різні сценарії розвитку подій, що допоможе менеджерам побачити взаємозв'язок стратегії і вартості. Фактори вартості та сценарії додають управлінню вартістю реалістичності, оскільки поєднують дії менеджерів з їхніми наслідками для вартості підприємства. Разом всі ці елементи формують вартісне мислення, без якого неможливе дійсне управління вартістю.

Управління вартістю національних підприємств перебуває на стадії становлення, причому переважно на основі емпіричних пошуків, а не теоретичних засад, тому воно ще не набуло властивостей органічного елементу цілісної системи управління. Поряд з цим методологічні та прикладні засади вартісного менеджменту постійно перебувають у полі зору іноземних науковців і фахівців, зокрема у США цей інформаційний потік нараховує тисячі публікацій.

У роботі розкрито суть двох самостійних новітніх концепцій формування цілей та відповідних показників і систем управління в межах нової управлінської парадигми, що отримали назви: управління, спрямоване на створення вартості, або VBM-менеджмент (Value Based Management) та збалансована система оціночних показників (Balanced Scorecard). Вартість (її приріст) – це вагомий економічний критерій, який відображає інтегральний ефект впливу прийнятих рішень на всі параметри, за якими оцінюється діяльність підприємства (частка ринку і міцність конкурентної позиції, доходи, інвестиційні потреби, операційна ефективність, податковий тягар, регулювання та, зрештою, потоки грошових коштів і рівень ризику) та який дає змогу ранжувати варіанти в ситуації множинного вибору. Тільки за наявності такого критерію забезпечується узгодженість, спрямованість (і, зрештою, збалансованість та ефективність) повсякденних зусиль на всіх рівнях управління.

Запропоновано щодо конкретного підприємства використовувати комбіновані схеми, що поєднують BSC і EVA (економічна додана вартість), як один з основних показників VBM. У таких випадках верхній фінансовий рівень формується на основі



EVA, вимоги якого потім визначають комплекс взаємопов'язаних цілей і завдань за ланцюжком:

фінанси ↔ споживачі ↔ внутрішньо фірмові бізнес-процеси ↔ персонал.

У дисертації показано зміну підходів до управління підприємствами впродовж останніх ста років (рис. 1).

| Фінансові показники   |  |   |   |   |  |
|---|--|---|---|---|--|
| 20-ті рр.<br>XX ст.   | 70-ті рр.<br>XX ст.  | 80-ті рр.<br>XX ст.   | 90-ті рр.. XX ст. –<br>початок XXI ст.  |   |  |
| – модель<br>Дюпона;<br>– ROI  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• ESP;</li> <li>• ROE;</li> <li>• RONA</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>• MV/BV;</li> <li>• RONA;</li> <li>• (CF)</li> </ul> | <table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="width: 50%; vertical-align: top;"> <b>VBM</b><br/>           – EVA;<br/>           – MVA;<br/>           – SVA;<br/>           – CVA;<br/>           – CFROI;<br/>           – RIM         </td> <td style="width: 50%; vertical-align: top;"> <b>BSC</b><br/>           показники<br/>           в чотирьох<br/>           проєкціях:<br/>           – фінанси;<br/>           – клієнти;<br/>           – бізнес-процеси;<br/>           – персонал         </td> </tr> </table> | <b>VBM</b><br>– EVA;<br>– MVA;<br>– SVA;<br>– CVA;<br>– CFROI;<br>– RIM | <b>BSC</b><br>показники<br>в чотирьох<br>проєкціях:<br>– фінанси;<br>– клієнти;<br>– бізнес-процеси;<br>– персонал |
| <b>VBM</b><br>– EVA;<br>– MVA;<br>– SVA;<br>– CVA;<br>– CFROI;<br>– RIM | <b>BSC</b><br>показники<br>в чотирьох<br>проєкціях:<br>– фінанси;<br>– клієнти;<br>– бізнес-процеси;<br>– персонал |   |   |   |  |

VBM (Value Based Management) – менеджмент, що ґрунтується на управлінні вартістю.

Рис. 1. Еволюція фінансових показників в оцінюванні ефективності управління

Проілюстровано сучасні інструменти управління вартістю, зокрема показник економічної доданої вартості, який:

- ◆ є інструментом, що дозволяє виміряти справжню прибутковість підприємства та управляти ним з позиції власників;
- ◆ є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості, від'ємна – про її зниження;
- ◆ є інструментом для визначення норми повернення на капітал (ROC), виокремлюючи частину грошового потоку, сформованого за рахунок інвестицій;
- ◆ відображає альтернативний підхід до концепції прибутковості (перехід від розрахунку рентабельності інвестованого капіталу (ROI), що вимірюється у процентному вираженні, до розрахунку економічної доданої вартості (EVA), в грошовому вираженні);
- ◆ базується на вартості капіталу як середньозваженому значенні різних видів фінансових інструментів, що використовуються для фінансування інвестицій;

- ◆ характеризує підвищення прибутковості переважно за рахунок збільшення ефективності використання капіталу, а не за рахунок спрямування основних зусиль на зменшення витрат із залучення капіталу;
- ◆ є показником, що розкриває керівникам підприємства шляхи впливу на прибутковість;
- ◆ дає змогу визначити вартість підприємства, а також допомагає оцінювати ефективність окремих підрозділів організації (окремих майнових комплексів).

У роботі охарактеризовано інші інструменти управління вартістю, зокрема модель Едварда – Белла – Ольсона (ЕВО), яка дає змогу використовувати переваги дохідного і майнового підходів до оцінювання вартості, деякою мірою мінімізуючи їхні недоліки, та модель опціонного ціноутворення Блейка – Шолеса, показано їхні переваги і недоліки та шляхи застосування в управлінні вітчизняними підприємствами.

У другому розділі дисертації **«Оцінка вартості вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості як основа ефективного управління»** наголошено, що управління вартістю підприємства найповніше гармонізує економічні інтереси суб'єктів, пов'язаних з його діяльністю. Крім збільшення доходів та зменшення витрат, зростання вартості забезпечується покращенням іміджу, брэнда, організаційною культурою, знаннями персоналу, впровадженням інновацій із синергетичним ефектом. Якщо розмір прибутку та економія на витратах можуть здійснюватися для конкретного підприємства до певної межі, то зростання його вартості такої межі не має.

У роботі вказано, що на досліджуваних нафтогазових підприємствах НАК «Нафтогаз України» система управління вартістю майже не застосовується, традиційні управлінські технології, спрямовані на зростання прибутку, не спрацьовують у складному змінному середовищі нафтогазових ринків. З метою вироблення наукових підходів до формування нової вартісно орієнтованої стратегії у дисертації значну увагу приділено оцінюванню вартості цих підприємств з використанням як традиційних, так й інноваційних зарубіжних методик та інструментів управління вартістю.

Оцінювання вартості вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості в роботі проводилося на прикладі НАК «Нафтогаз України» та її складових підприємств ВАТ «Укрнафта» та «Укртрансгаз». НАК «Нафтогаз України» є вертикально-інтегрованою компанією, монополістом у багатьох сферах нафтогазової промисловості або займає значну частку ринку.

Вартість НАК «Нафтогаз України» розраховувалась дохідним методом через прогноз майбутніх грошових потоків, ринковим способом визначалась вартість однієї зі складових НАК «Нафтогаз України» – ВАТ «Укрнафта», акції якої котируються на вітчизняному фондовому ринку, витратним методом встановлювалася вартість ДК «Укртрансгаз». У нашому випадку прогнозована вартість НАК «Нафтогаз України» становить 107,3 млрд. грн. Ця цифра є досить низькою, враховуючи кількість дочірніх підприємств, що ще раз підтверджує попереднє припущення щодо неефективності управління НАК «Нафтогаз України» та руйнування вартості замість її створення.

Так, вартість газотранспортних мереж ДК «Укргазтранс», визначена у дисертації витратним методом, на момент оцінювання становила 66,4 млрд. грн., ринкова вартість ВАТ «Укрнафта» – 38,58 млрд. грн., що дорівнює майже 40% вартості загалом НАК «Нафтогаз України», визначеної за прогнозними грошовими потоками, що ґрунтуються на її стратегічних документах та оцінці ситуації на ринку нафти і газу. На фондовому ринку акції ВАТ «Укрнафта» котируються близько 300 грн. за 25 копійчну акцію, що ще раз підтверджує висновок, зроблений щодо неадекватного оцінювання активів НАК «Нафтогаз України» у консолідованій фінансовій звітності й отриманій на її основі суттєво заниженої вартості Компанії загалом.

Зіставлення результатів показало, що сума вартостей кількох об'єктів, які входять до складу НАК «Нафтогаз України», перевищує вартість, визначену за балансовими показниками Компанії загалом, а це свідчить про те, що у вертикально інтегрованих компаніях, в яких є потужний управлінський центр, вартість створюють структурні підрозділи, а управлінський центр здебільшого руйнує її.

Визначення вартості за допомогою сучасних зарубіжних вартісно орієнтованих методик показало можливість використання показника EVA та його модифікацій не лише для оцінювання вартості, але й для управління нею. Запровадження нових технологій управління вартістю дає змогу не лише постійно контролювати її, а й впливати на центри створення і руйнування, що є особливо актуальним для вертикально інтегрованих підприємств.

У третьому розділі **«Формування системи управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості»** доведено, що традиційні системи контролю і звітності, побудовані на фінансових показниках, не дають змоги відстежувати названі процеси. В системах бухгалтерської звітності ігноруються або некоректно відображаються вартість нематеріальних активів, результати задоволення споживачів, персоналу, постачальників, партнерів та ін., хоча саме ці фактори і є джерелами конкурентних переваг.

Тому побудова системи управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств, зокрема в нафтогазовій промисловості, що функціонують в умовах значних ризиків, має охоплювати такі моделі, які можна органічно вписати у систему стратегічних пріоритетів. Цими пріоритетами в дисертації визначено впровадження на підприємствах нафтогазової промисловості системи збалансованих оціночних показників (Balanced Scorecard).

Побудовано економіко-математичну модель для визначення ринкової вартості НАК «Нафтогаз України» ( $P_t$ ) на основі його теперішньої вартості, ціни акціонерного капіталу, параметрів рентабельності акціонерного капіталу, частки випланих дивідендів, яка дає змогу здійснювати вартісно орієнтоване управління:

$$P_t = \frac{B_t \cdot (1 + R)}{1 + r_e} + B_t \sum_{i=2}^{\infty} \frac{(1 + (1 - k)R)^{i-1} (R - r_e)}{(1 + r_e)^i}, \quad (1)$$

де  $B_t$  – теперішня балансова вартість;  $r_e$  – ціна акціонерного капіталу;  $R$  – рентабельність акціонерного капіталу;  $k$  – частка виплати дивідендів.

Досліджено крайні випадки: для постійної виплати дивідендів у повному обсязі  $\kappa=1$  та випадок нульового значення  $\kappa$ , коли прибутки підприємства повністю спрямовуються на його розвиток. Якщо ж дивіденди виплачуються відповідно до моделі Лінтнера, то при управлінні вартістю підприємства стає на один параметр більше, ніж у разі пропорційної залежності дивідендів від прибутку. В цьому разі для визначення теперішньої ринкової вартості НАК «Нафтогаз» запропоновано формулу:

$$P_t = B_t \left( \frac{1+R}{1+r_e} \right) + \sum_{i=2}^{\infty} \frac{(R-r_e)(B_{t+i-2}(1+(1-ap)R) - (1-a)D_{t+i-2})}{(1+r_e)^i}, \quad (2)$$

де  $a$  та  $p$  – коефіцієнти в межах від нуля до одиниці;  $D_t = apNI_t(1-a)D_{t-1}$  – розмір дивідендів  $D_t$  за період  $t$  визначається не лише прибутком  $NI_t$  за цей період, а й розміром дивідендів, визначених у попередньому періоді  $D_{t-1}$ .

Розглянуто ще один можливий варіант моделі управління вартістю, який враховує потреби періодичної часткової реконструкції підприємства, а саме: кожного  $m$ -го періоду підприємство проводить часткову реконструкцію свого обладнання, що особливо актуально для нафтопереробних підприємств в Україні, яким необхідне поглиблення переробки сировини, через що рентабельність його капіталу в періоди  $(t+m)$ ,  $(t+2m)$ ,  $(t+3m)$  становить  $R_2$ , яке є меншим за рентабельність  $R_1$  в інші періоди, тобто  $R_2 < R_1$ .

Ринкову вартість підприємства пропонується визначати за допомогою економіко-математичної моделі, яка передбачає її залежність від інвестиційних процесів.

$$P_t = B_1 \frac{1+R_1}{1+r_e} + \sum_{i=2}^{m-1} \frac{B_{t+i-1}(R_1-r_e)}{(1+r_e)^i} + \sum_{j=1}^{\infty} (B_{t+jm-1} \frac{R_2-r_e}{(1+r_e)^{jm}} + \sum_{i=jm+1}^{(j+1)m-1} \frac{B_{t+i-1}(R_1-r_e)}{(1+r_e)^i}). \quad (3)$$

При відомих розмірах рентабельності  $R_1$  та  $R_2$  запропоновану модель можна використовувати як розрахункову для вибору оптимального періоду  $m$  проведення реконструкції з метою досягнення бажаного рівня ринкової вартості НАК «Нафтогаз». Особливо цінним є те, що модель дає змогу оцінити вартість при реконструкції (навіть кількох послідовних її періодах), що характерно для підприємств нафтогазової промисловості.

Ці економіко-математичні моделі дають змогу фінансовим менеджерам управляти вартістю Компанії, визначаючи оптимальний розмір прибутку, який залишається у розпорядженні підприємства і спрямовується на розвиток. Моделі не мають недоліків EVA, коли необхідно вносити значну кількість поправок до балансових показників і, що особливо важливо в умовах економіки України, вони можуть бути використані при управлінні вартістю підприємств, акції яких не котируються на фондовому ринку.

В дисертації вказано, що для швидко зростаючих підприємств, якими є нафтогазові підприємства, бухгалтерські баланси при визначенні сумарної вартості активів повністю ігнорують основний компонент вартості, її майбутнє зростання. Для підприємств, що здійснюють інвестиції у дослідницькі активи, проблеми збільшуються, оскільки балансова вартість не враховує найважливіший актив цих

підприємств – дослідницький. Для нафтогазових підприємств це значні кошти, які вони вкладають у розвідку родовищ, нові технології переробки і нові види енергії.

При будь-якому оцінюванні темпів зростання ключовим елементом вхідних даних є три джерела темпів зростання: по-перше, це минуле, хоча як оцінювання, так і використання колишньої динаміки зростання може виявитися проблематичним для більшості підприємств з їхніми змінними, а іноді й від'ємними доходами; друге джерело – це оцінки аналітиків самого зростання. Хоча вони можуть володіти інформацією, недоступною для решти учасників ринку, ця інформація не призводить до оцінок, що перевершують колишню динаміку зростання. Більше того, акцент, який роблять аналітики на прибутку на акцію, може виявитися проблемою при прогнозуванні операційного доходу. Третім і найбільш надійним джерелом оцінювання зростання є фундаментальні оціночні показники діяльності підприємств.

Зв'язок між оцінкою перспектив зростання і фундаментальними показниками залежить від того, які темпи зростання оцінюються. Для оцінювання зростання прибутку на акцію слід розглядати дохід на власний капітал і коефіцієнт нерозподіленого прибутку. Для оцінювання зростання чистого прибутку варто замінити коефіцієнт нерозподіленого прибутку на коефіцієнт реінвестування власного капіталу. Для оцінювання зростання операційного доходу необхідно використовувати дохід на капітал і коефіцієнт реінвестування.

Хоча окремі деталі в різних підходах можуть відрізнятися, у всіх них є загальні моменти. По-перше, зростання і реінвестиції пов'язані між собою, й оцінювання однієї з цих величин має бути пов'язане з оцінюванням іншої. Підприємства, які намагаються зростати високими темпами впродовж тривалих періодів, мають здійснювати реінвестиції для створення такого зростання. По-друге, якість зростання може бути різною залежно від підприємств, і кращою мірою якості зростання є дохід, який приносять інвестиції. Підприємства, які одержують вищі доходи на власний капітал і сукупний капітал, не тільки матимуть вищі темпи зростання, а й це зростання, крім всього іншого, збільшить їхню вартість. Використання запропонованих методик для оцінювання зростання нафтогазових підприємств в Україні дасть змогу запровадити технології управління вартістю, оскільки вони допомагають планувати її зростання за рахунок впливу на конкретні фундаментальні фактори.

У роботі запропоновано впровадження на підприємствах нафтогазової промисловості комплексної системи вартісно орієнтованого управління. Ця система передбачає поєднання двох управлінських технологій: управління вартістю та збалансованої системи оціночних показників. При впровадженні цієї системи виділено сім основних етапів (рис. 2).

Першим етапом впровадження системи управління вартістю підприємства є визначення вартості організації як точки відліку. Другий етап полягає у визначенні основних факторів вартості. З точки зору управління вартістю важливо побудувати систему факторів і, впливаючи на них, добиватися поступового зростання вартості. Система показників діяльності підприємства доводиться до окремих його підрозділів і відділів. Показники деталізуються для кожного рівня управління. Саме на цьому етапі запропоновано інтеграцію у VBM збалансованої системи показників – BSC.

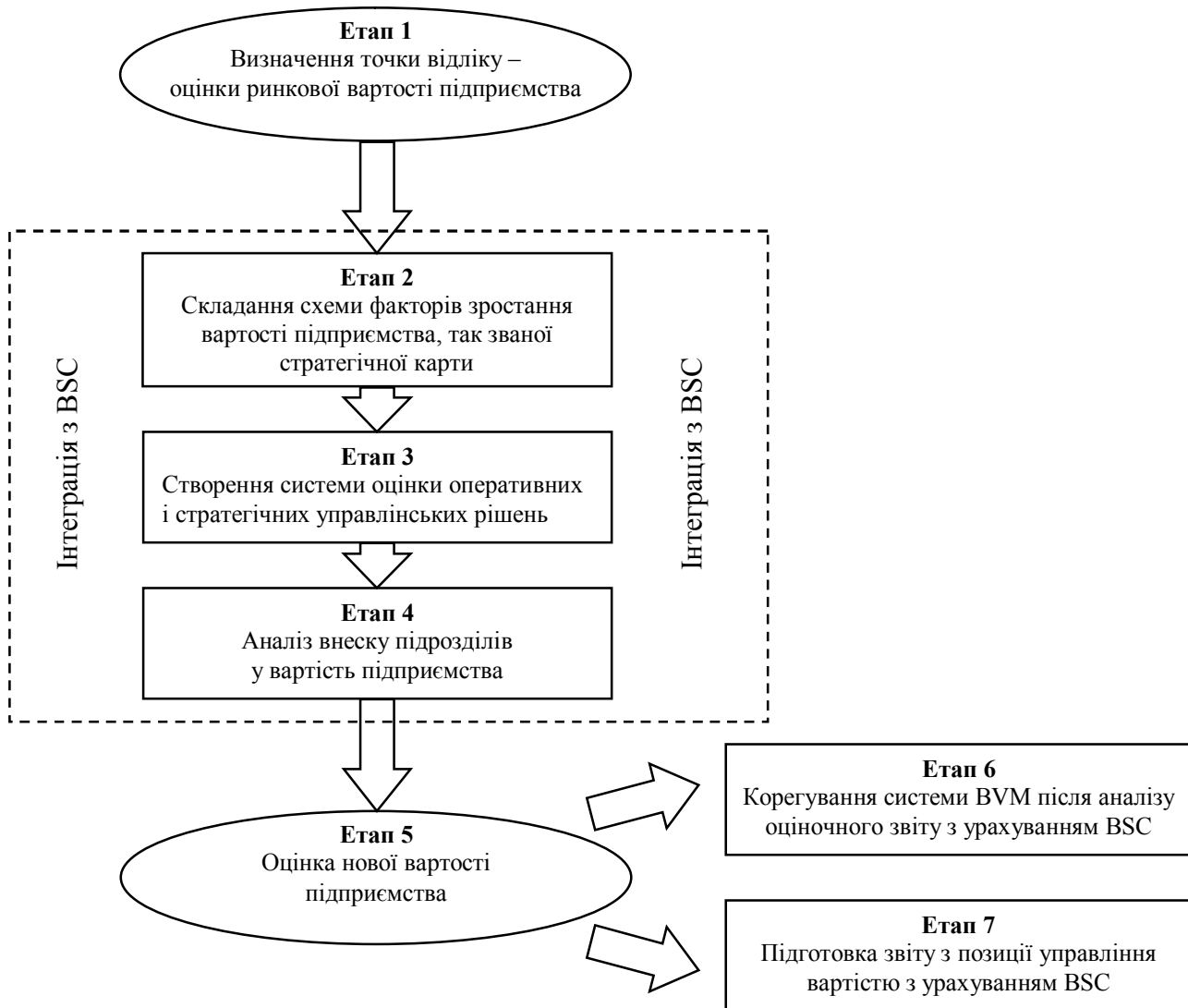


Рис. 2. Етапи впровадження системи управління вартістю (VBM і BSC)

Система управління вартістю трансформує місію та загальну стратегію підприємства в систему показників, які класифікуються за п'ятьма проєкціями: фінанси, споживачі, бізнес-процеси, постачальники, персонал (інтелектуальний, інформаційний та організаційний капітали) (рис. 3).

У роботі для НАК «Нафтогаз України» побудовано стратегічну карту майбутніх дій у сфері створення вартості та підтримці її стійкого зростання у довгостроковій перспективі. Стратегію зростання вартості Компанії описує модель із п'яти складових.

Фінансова складова є ключовою у збалансованій системі оціночних показників. Цілями у цій сфері визначено вдосконалення структури витрат, ефективність використання активів, збільшення можливостей отримання доходів, інвестування. Однак варто відзначити, що фінансова діяльність одночасно є запізнілим індикатором та головним показником успіху у зростанні вартості Компанії.

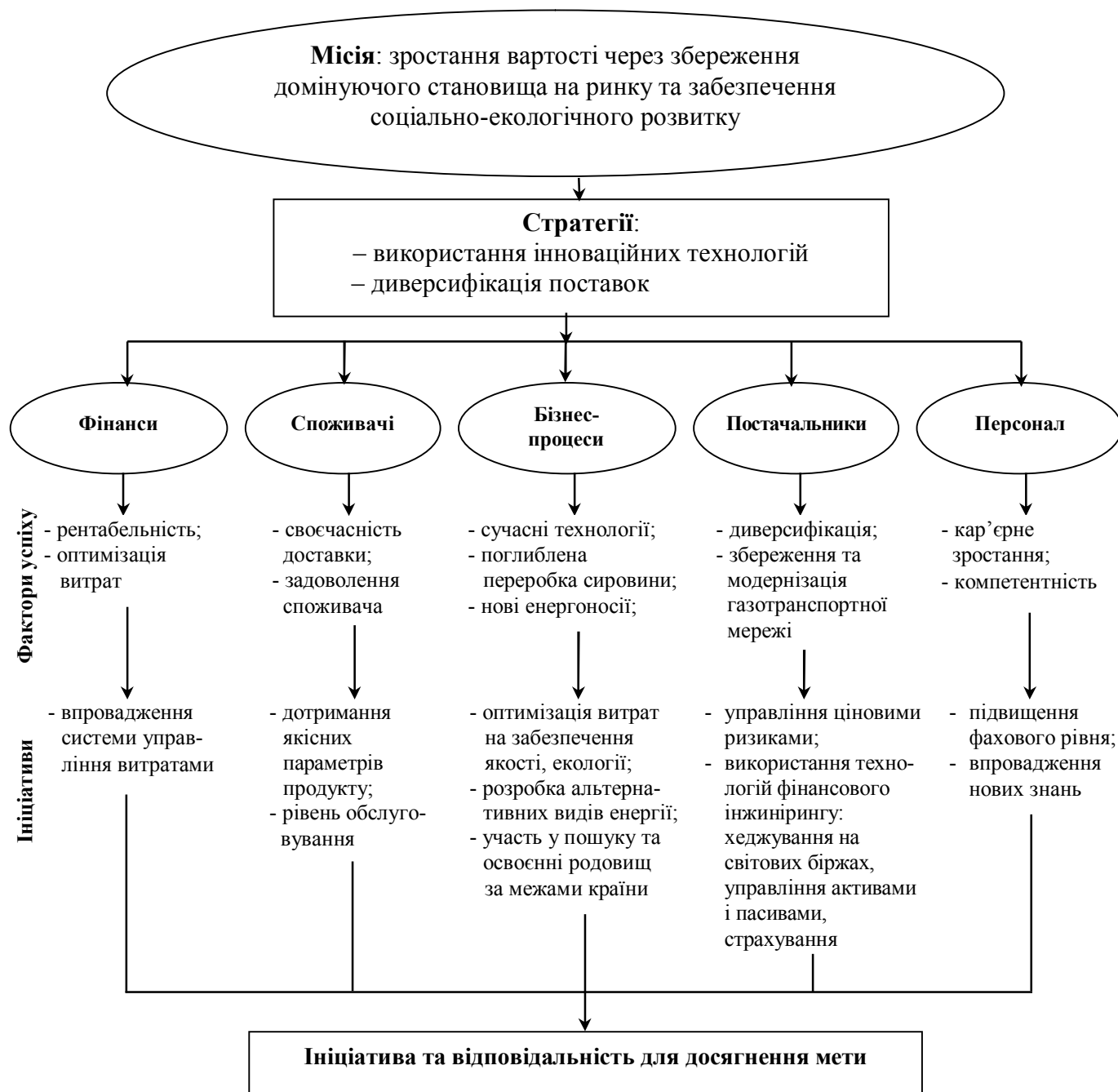


Рис. 3. Інтегрована система управління вартістю для нафтогазових підприємств

Основними показниками ефективності складової споживачів є: характеристики продукту/послуги (ціна, якість, наявність, вибір); взаємовідносини (обслуговування, партнерство); імідж (бренд).

Внутрішня складова – внутрішні бізнес-процеси, – ідентифікує основні процеси, які підлягають вдосконаленню і розвитку з метою зміцнення конкурентних переваг. Внутрішній бізнес-процес поділено на чотири комплексних компоненти: процеси операційного менеджменту (оптимізація витрат, розвиток матеріально-технічної бази, запровадження сучасних логістичних систем); управління клієнтами (сегментація клієнтів, збереження і розширення клієнтської бази); інноваційні процеси (модернізація нафтогазової системи, портфель розробки і розвитку нових

продуктів/послуг, нові технології розвідування, буріння, експлуатації родовищ); законодавчі та соціальні процеси (навколишнє середовище, безпека і здоров'я, працевлаштування, виконання соціально-екологічних вимог території).

У цій стратегічній карті додатково враховано складову постачальників, оскільки вона є джерелом ризиків, які можна класифікувати як катастрофічні. У цій складовій особливо доцільні такі параметри, як: ціна; партнерство, участь у бізнесі, урядова підтримка; оптимізація транспортної системи; надійність та диверсифікація поставок: участь у пошуку нових родовищ за межами країни; управління ризиками (хеджування, страхування).

Складова персоналу визначає інфраструктуру, яку Компанія має побудувати для забезпечення зростання і розвитку в довгостроковій перспективі. При цьому такий розвиток є результатом синергії трьох основних факторів: людських ресурсів, інформаційних систем і організаційних процедур. Нематеріальні активи – це основне джерело стійкого створення вартості. Складова навчання і розвитку описує, як люди, технології і загальна атмосфера Компанії сприяють реалізації стратегії. Поліпшені показники цієї складової є випереджуючими індикаторами для складових постачальників, внутрішніх бізнес-процесів, споживачів та фінансів.

## ВИСНОВКИ

На захист виносяться результати проведених у дисертації критичного аналізу та узагальнень сучасних концепцій, теорій, методологій і методик управління вартістю, що стали аналітичною базою для нового вирішення важливого й актуального завдання щодо вироблення системи управління вартістю вертикально-інтегрованих нафтогазових підприємств і дали змогу сформулювати низку висновків методологічного, методичного та науково-практичного спрямування:

1. Вартість упродовж останнього століття залишалася однією з найбільш дискусійних категорій економічної теорії. Причинами цього були різні погляди вчених-економістів, чії ідеї формували світогляд поколінь, держав і континентів. Еволюція поглядів відбувалася від розуміння вартості як суб'єктивної корисності блага до необхідних витрат на виробництво, через теорії трудової вартості, трьох факторів виробництва та витрат, попиту і пропозиції, граничної корисності, неокласичного синтезу тощо.
2. Становлення нових методологічних підходів до управління вартістю відбулося через запровадження двох інноваційних технологій – управління вартістю (Value Based Management) та управління на основі збалансованої системи показників (Balanced Scorecard), за допомогою яких категорію «вартість» було зараховано до бізнесу, поставивши стратегічним завданням зростання вартості підприємства у довгостроковій перспективі, що водночас задовольняє інтереси всіх зацікавлених сторін – власників, менеджерів, персонал, клієнтів, постачальників, державу.
3. З метою категорійного забезпечення дослідження запропоновано визначення категорії «вартість підприємства» як вираженого у грошових одиницях визнаного еквівалента на конкретний момент часу – ймовірної



величини, що визначається розрахунковим шляхом на основі прогнозованих подій через оцінювання факторів цінності, значущості підприємства для національних та зарубіжних зацікавлених осіб і суспільства загалом; уточнено класифікацію видів вартості за суб'єктами оцінювання та джерелами отриманого доходу, визначено основні принципи оцінювання вартості, виявлено фактори її формування і руйнування, що дозволить сформувати концептуальні підходи до формування системи управління вартістю підприємства.

4. Оцінювання вартості вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості, які об'єднують бізнес-процеси від розвідування родовищ до реалізації переробленої сировини, здійснювалося на прикладі НАК «Нафтогаз України» та складових, що займає значний обсяг ринку нафти і газу та є монополістом їхнього транспортування. Використання як традиційних та і нових методик визначення вартості НАК «Нафтогаз України» та її складових ВАТ «Укрнафта» і ДК «Укртрансгаз» показало, що сума вартості складових перевищує вартість Компанії, оскільки її потужний управлінський центр не створює вартості.
5. Досягнення стратегічної ефективності, що передбачає зростання вартості підприємства загалом і, зокрема, за рахунок покращення якості продукції, репутації, приросту нових знань та компетенцій, неможливо забезпечити у традиційних системах контролю і звітності, побудованих на фінансових показниках, що не дають змоги відстежити названі процеси. Побудова системи управління вартістю вертикально інтегрованих нафтогазових підприємств має охоплювати такі моделі, які можна вписати у систему стратегічних пріоритетів (фінанси, споживачі, бізнес-процеси, постачальники, персонал).
6. Запропонована в роботі інтегрована система управління вартістю (VBM і BSC) містить п'ять складових: 1) стратегічне планування інвестиційної вартості (бізнес-модель як якісний фундамент вартості та підбір провідних факторів вартості з визначенням розрахункового алгоритму і способу побудови фінансової моделі); 2) створення системи показників оцінювання оперативної діяльності; 3) моніторинг ключових факторів вартості; 4) мотивація персоналу в контексті «вартісного бачення»; 5) зміна комунікацій із зацікавленими сторонами в контексті створення вартості. Ця система дає змогу сфокусуватися на стратегії створення довгострокової (стійкої) вартості. Визначено етапи запровадження цієї системи і побудовано стратегічну карту майбутніх дій.
7. У системі управління вартістю запропоновано вдосконалені модифіковані моделі Ольсона, які можна застосовувати для акціонерної форми власності. У цьому разі за допомогою однієї з моделей пропонується відстежувати зв'язок вартості з розподілом прибутку (на реінвестиції та виплату дивідендів), другу модель необхідно використовувати при періодичній частковій реструктуризації підприємства, що особливо характерно для нафтогазової промисловості. За допомогою першої моделі показано шляхи її застосування у практиці управління ВАТ «Укрнафта», акції якої котируються на

вітчизняному фондовому ринку. Моделі не мають недоліків EVA, яка потребує внесення значної кількості поправок до балансових показників, їх легко використовувати в процесі управління.

8. У роботі запропоновано нову методику, яка дає змогу оцінити не лише сьогоденну вартість, а й перспективи її зростання. Ця методика охоплює три способи оцінювання вартості підприємств: на основі колишньої динаміки зростання доходів, використання інформації фондових аналітиків, застосування фундаментальних показників. У дисертації на прикладі ВАТ «Укрнафта» показано можливість використання цих методик для практичного управління вартістю вітчизняних нафтогазових підприємств.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

### *Статті у наукових фахових виданнях*

1. Островська Г.Й. Запровадження системи вартісно орієнтованого управління вертикально-інтегрованих підприємств // Галицький економічний вісник. – Тернопіль, 2007. – № 2. – С. 38–51.
2. Островська Г.Й. Методика оцінки перспектив зростання вартості корпорації // Галицький економічний вісник. – Тернопіль, 2006. – № 2. – С. 78–84.
3. Сохацька О.М., Островська Г.Й. Нові концептуальні засади управління корпораціями // Вісник Львівської комерційної академії. – Львів, 2005. – № 18. – С. 83–88. (Особистий внесок автора: запропоновано основні етапи впровадження системи управління вартістю на підприємстві).
4. Островська Г.Й. Управління фінансовою стійкістю підприємств в контексті збільшення вартості підприємства // Галицький економічний вісник. – Тернопіль, 2005. – № 1. – С. 119–126.
5. Островська Г.Й. Критичний огляд методик аналізу фінансового стану підприємства // Вісник ТАНГ. – Тернопіль, 2003. – №7. – С. 256–260.
6. Островська Г.Й. Прийняття управлінських рішень на основі даних аналізу фінансового стану підприємства // Вісник ТАНГ. – Тернопіль, 2002. – № 3. – С. 208–211.
7. Островська Г.Й. Сучасний стан та шляхи вдосконалення інформаційного забезпечення оперативного аналізу фінансової діяльності підприємства // Регіональні аспекти розвитку і розміщення продуктивних сил України: Зб. Наук. праць. – Тернопіль, 2002. – №6. – С. 66–70.
8. Островська Г.Й. Контролінг як сучасна концепція управління фінансовим станом підприємства // Вісник ТАНГ. – Тернопіль, 2002. – № 7. – С. 55–58.
9. Островська Г.Й. Механізм формування прибутку підприємства в процесі фінансової діяльності // Регіональні аспекти розвитку і розміщення продуктивних сил України: Зб. Наук. праць. – Тернопіль, 2001. – № 5. – С. 251–256.

### *Статті в інших виданнях*

10. Островська Г.Й. Роль та місце фінансових інженерів в управлінні фінансовою діяльністю / Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Малє та

- середнє банківництво в умовах становлення ринкової системи в Україні: Зб. наук. праць НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2005. – С. 368–373.
11. Островська Г.Й. Концепція EVA і оцінка ефективності менеджменту компанії / Проблеми розвитку економіки і підприємництва в Україні в контексті міжнародних інтеграційних процесів: Тези доп. всеукр. наук.-практ. конф. – Тернопіль, 2005. – С. 86–88.
  12. Островська Г.Й. Аналіз інструментарію фінансової діагностики / Розвиток корпоративного управління в глобальному середовищі: Тези доп. наук.-практ. конф. – Тернопіль, 2004. – С. 266-269.
  13. Островська Г.Й. Управління фінансовою стійкістю підприємства / Розвиток підприємницької діяльності в Україні: історія та сьогодення: Зб. матер. II міжнар. наук. конф. – Тернопіль, 2004. – С. 183–185.
  14. Островська Г.Й. Фінансові інновації в системі управління організацією / Сучасні проблеми управління: Зб. матер. II між нар. наук.-практ. конф. – К., 2003. – С. 108–110.
  15. Островська Г.Й. Фінансовий контроль в системі управління фінансами підприємств / Розвиток ринкової економіки на Поділлі: здобутки, проблеми, перспективи: Зб. матер. Всеукр. наук.-практ. конф. – Хмельницький, 2003. – С. 116-120.
  16. Островська Г.Й. Оцінка прибутковості підприємства / Банківська система України: проблеми становлення та перспективи розвитку: Зб. тез доп. міжнар. наук.-практ. конф. – Тернопіль, 1998. – С. 46-47.
  17. Островська Г.Й. Організація оперативного аналізу фінансової діяльності підприємства // Вісник Тернопільської академії народного господарства.– Тернопіль, 1998. – № 5. – С. 85–89.
  18. Островська Г.Й. Аналіз і удосконалення управління діяльністю фірми // Вісник Тернопільської академії народного господарства.– Тернопіль, 1997. – № 2. – С. 76-82.
  19. Островська Г.Й. Основні концепції сучасного фінансового менеджменту // Проблеми економіки України. Зб. наук. праць.– Тернопіль, 1996. – № 5. – С. 22-23.
  20. Островська Г.Й. Дохід і ризик // Тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 25-річчю кафедри економічного аналізу і 30-річчю інституту обліку і аудиту. – Тернопіль, 1996. – № 5. – С. 69–72.
  21. Островська Г.Й. Методика аналізу прибутку підприємства // Проблеми економіки України: Зб. наук. праць.– Тернопіль, 1995. – № 3. – С. 43–45.
  22. Островская Г.И. Анализ денежного потока на предприятии: Науч. записки / Под ред. С.И. Шкарабана. – Тернополь, 1995. – С. 42-47.
  23. Островська Г.Й. Деякі проблеми аналізу фінансових результатів в умовах діяльності закордонних фірм: Наук. записки / За ред. С.І. Шкарабана. – Тернопіль, 1993. – С. 62-66.
  24. Островська Г.Й. Фактори росту прибутку в умовах ринку // Проблеми економіки України: Зб. наук. праць.– Тернопіль, 1992.– № 1. – С. 88–90.

## АНОТАЦІЯ

**Островська Г.Й.** Управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами діяльності). – Тернопільський національний економічний університет, Тернопіль, 2007.

У дисертації розглянуто низку теоретичних, методологічних та прикладних проблем щодо управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості.

Сформовано комплексну систему управління вартістю вертикально-інтегрованих підприємств нафтогазової промисловості, що поєднує позитивні риси двох інноваційних управлінських технологій: управління вартістю і управління за допомогою збалансованої системи оціночних показників та визначено етапи її впровадження.

Запропоновано стратегічну карту п'яти центрів створення вартості на підприємствах нафтогазової промисловості (фінанси; споживачі; бізнес-процеси; постачальники; персонал).

*Ключові слова:* вартість підприємства, інтегрована система управління вартістю, система збалансованих показників, стратегічна карта.

## АННОТАЦИЯ

**Островская Г. И.** Управление стоимостью вертикально-интегрированных предприятий нефтегазовой промышленности. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.04 – экономика и управление предприятиями (за видами экономической деятельности). – Тернопольский национальный экономический университет, Тернополь, 2007.

В диссертации рассматриваются теоретические, методологические и прикладные проблемы управления стоимостью вертикально-интегрированных предприятий нефтегазовой промышленности.

Сформирована комплексная система управления стоимостью вертикально-интегрированных предприятий нефтегазовой промышленности, которая включает достоинства двух инновационных управленческих технологий: управление стоимостью и управление с помощью сбалансированной системы оценочных показателей, и определены этапы ее внедрения.

Предложена стратегическая карта пяти центров создания стоимости на предприятиях нефтегазовой промышленности (финансы; потребители; бизнес-процессы; поставщики; персонал).

*Ключевые слова:* стоимость предприятия, интегрированная система управления стоимостью, система сбалансированных показателей, стратегическая карта.

## ANNOTATION

**Ostrovska H.** Value Based Management of Vertically-Integrated Enterprises of the Oil Industry. – Manuscript.

The dissertation is aimed at receiving scientific Degree of Candidate of Economics for specialty 08.00.04 – Economics and Enterprises Management (by Activities). – Ternopil National Economic University, Ternopil, 2007.

The dissertation is devoted to the value based management of vertically-integrated enterprises of the oil and gas industry questions.

The theoretical and methodological aspects of value based management of enterprises are examined, in particular, the classification of value types is improved according to the subjects of estimation, sources of income and levels, which, unlike to the existent approaches, allows to choose the methods of its estimation in the process of management more exactly, principles of enterprises value estimation are systematized and complemented.

The typification of factors offered by the author will allow to pay attention to the key parameters of management, which are defined as interests of the interested people, time, factors of production, risk, and to ground methodological approaches to the essential descriptions exposure of current and antirecessionary management of the enterprise value.

Classification of value factors, in particular, according to different levels is improved in the research. It is proposed to range internal factors according to general, specific and operation levels.

The essence of two independent newest conceptions of aims forming and proper indexes and systems within the framework of new administrative paradigm, which got the names: management, aimed for value creation, or VBM-management (Value Based Management) and the balanced system of evaluative indexes (Balanced Scorecard) is described in the research. It is proposed in relation to a concrete enterprise to use the combined charts which combine BSC and EVA (economic value added) as one of basic indexes of VBM. Other instruments of value based management are also described, in particular Edwards-Bell-Ohlson (EBO) model, which allows to take advantages of profitable and property approaches of value estimation, in some way minimizing their drawbacks and Myron Scholes model of the option pricing, their advantages and disadvantages and ways of usage in domestic enterprises management are described.

The value estimation of vertically-integrated enterprises with the use of national standards and innovative approaches of the first and control stages of management, which allowed to find out the level of managerial staff efficiency, basic centers of value creation and destruction is carried out in the research.

Value determination with the help of modern foreign value-oriented methods showed the possibility of the EVA index and its modifications usage not only for the value estimation but also for its management. Introduction of new technologies of value based management enables not only its constant control but also influences on the centers of creation and destruction which is especially actual for vertically-integrated enterprises.

The application of the complex system of value-oriented management on the enterprises of oil and gas industry is proposed by the author. This system includes the combination of two innovative administrative technologies: value based management and the balanced scorecard system. The integrated system of value based management includes five components: 1) strategic planning of investment value; 2) creation of the index system of operative activity estimation; 3) monitoring of value key factors; 4) personnel motivation in the context of the “value vision”; 5) change of communication by the interested parties in the context of value creation. This system will provide the possibility of focusing on strategy of long-term (steady) value creation. The stages of this system application are defined.

Economically-mathematical models, with the help of which connection of the enterprise value with profit distributing and its change in periods of the partial restructuring can be traced, that is especially important for vertically-integrated oil and gas enterprises, are proposed in the value based management. These models do not lack EVA economic value, which requires inserting considerable amendments to the balance indications, they are easy to use in the process of enterprises value added management which shares are not quoted at the fund market.

A new method which allows not only to estimate a present value but also prospects of its growth is proposed in the research. This method includes three methods of enterprise value estimation: on the basis of the last dynamics of incomes growth; use of funds analysts information; use of fundamental indexes. The use of the offered methods for the estimation of value growth of Ukraine’s oil and gas enterprises will allow to apply technologies of value based management, as they enable to plan its growth due to influence on concrete fundamental factors.

The Strategy Card with the used 6 centers of value creation at the enterprises of oil industry (finance, clients, suppliers, business processes, human, informational and organizational capitals) is also offered.

Improving of expenses structure, efficiency of the assets use, increasing the possibilities of incomes receiving, investing are the proposed aims in the finances sphere. The strategy describes how an enterprise decides to provide the stable value growth for shareholders.

The basic indexes of client constituent efficiency are: descriptions of product/service (price, quality, presence, choice); mutual relations (service, partnership); image (brand).

The internal constituent, internal business processes, is the development of the detailed strategic aims, organized according to four clusters: operational management; customer relations management; innovations; legislative and social processes.

Constituent of suppliers includes such appropriate parameters as description of raw materials and description of suppliers.

The constituent of personnel education and development determines an infrastructure which the company must build for providing of growth and development in a long-term prospect. Thus such development is the result of synergy of three basic factors: human capital, systems and organizational procedures.

Key words: enterprise value, integrated system of value based management, Balanced Scorecard system, strategic card.