

УДК: 336Д.  
JEL: F32, G32, G34

Ю. Петленко, канд. екон. наук, доц.  
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

## ІНСТИТУЦІЙНИЙ АНАЛІЗ ФІНАНСІВ ВЕРТИКАЛЬНО-ІНТЕГРОВаниХ СТРУКТУР В УКРАЇНИ

*У статті визначено економічний зміст та умови інституційного розвитку фінансового механізму вертикально-інтегрованих структур в Україні, розглянуто організаційні форми вертикальної інтеграції та охарактеризовано їх вплив на розподіл майнової залежності між учасниками вертикально-інтегрованої структури на основі участі у власності. Розкрито роль фінансового механізму вертикально-інтегрованої компанії, визначено його роль у гармонізації взаємовідносин держави, власників, менеджерів і кредиторів, що сприяють економічному зростанню та високому рівню капіталізації. Відтак, вартість компанії необхідно розглядати як один з основних показників її ефективності, тому завдання визначення та управління вартістю відноситься до пріоритетних задач корпорацій.*

**Ключові слова:** інституційний аналіз, фінансовий механізм, вертикальна інтеграція, корпоративна форма капіталу, фінансовий капітал, вартість компанії.

**Постановка проблеми.** Інституційний підхід дозволяє сформувати базу аналітичних особливостей організації фінансів та формування результатів ієрархічної взаємодії організаційних систем і підсистем у вертикально-інтегрованих компаніях. При цьому, кінцевий результат діяльності кожної ланки (або елемента) підсистеми нижчого рівня стає початковим ресурсом для підсистеми більш високого рангу і т.д. Відтак, застосування інституційного аналізу при вивченні реальних взаємозв'язків у структурі вертикально-інтегрованої компанії, дозволяє, в кінцевому рахунку, їх формалізувати, групувати та класифікувати, а встановлені залежності використовувати для характеристики ефективності фінансового механізму вертикально-інтегрованих структур.

Таким чином, актуальність обраної теми визначається зростаючою роллю фінансів вертикально-інтегрованих структур у формуванні своєрідної основи індустріального розвитку вітчизняної економіки, а також важливістю зростання їхньої капіталізації у довгостроковому періоді.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Визначення специфіки формування інституційного середовища для розвитку фінансових взаємовідносин вертикально-інтегрованих структур є особливо актуальним, оскільки їх діяльність відіграє важливу роль у розвитку ринкової економіки і сприяє зниженню ризику фінансової неспроможності контрагентів шляхом отримання контролю над їхньою поведінкою на ринку та/або власністю. Теоретичні аспекти фінансової діяльності вертикально-інтегрованих структур досліджуються у працях вітчизняних (М.Тугана-Барановського, В.Базилевича, М.Діденка, А.Ігнатюк, С.Науменкової, Г.Філюк) та зарубіжних (В.Джевонса, Дж.Кларка, Л.Вальраса, М.Адельмана, Ф.Найта, Дж.Стіглера, Г.Бейна, М.Перрі, Ж.Тіроля, Дж.Спенглера, Р.Коуза, О.Уільямсона, С.Гроссмана, А.Алчяна, Г.Демсеца, О.Харта. та інших) вчених.

**Невирішені раніше частини загальної проблеми.** Динамічний характер сучасної економіки зумовлює необхідність глибокого та критичного переосмислення фундаментальних економічних теорій, в частині тих, що стосуються еволюції фінансів вертикально-інтегрованих структур. У сучасній економічній науці напрацьовано потужний апарат і методології дослідження різних економічних явищ, проте ще не повною мірою вдається провести інституційний аналіз динамічних процесів, пов'язаних з фінансуванням розвитку сучасних вертикально-інтегрованих структур. Тому вирішення цієї важливої проблеми, має надзвичайно важливе практичне значення і спрямоване на об'єктивне відображення сучасних змін у фінансуванні вертикально-інтегрованих структур.

**Мета статті** – дослідження інституційних факторів модифікації вартості фінансового капіталу вертикально-інтегрованих компаній.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В рамках інституційного аналізу роль фінансів у розвитку вертикально-інтегрованих структур характеризується низкою показників, що включають – ціни, податки, мита, пільги, штрафи, санкції, дотації, субсидії, банківський кредитний і депозитний відсоток, облікову ставку, тарифи [1], а також визначаються ефективні межі діяльності вертикально-інтегрованих структур з позиції транзакційних витрат та узгодження інтересів компанії, держави та суспільства (в особі споживачів).

Саме тому характер сучасних динамічних змін фінансів вертикально-інтегрованих структур найбільш яскраво розкривається у їхньому фінансовому механізмі, як системі фінансових форм, методів, важелів та інструментів, які використовуються за відповідного нормативного, правового та інформаційного забезпечення [2, С. 22]. Складовими елементами фінансового механізму є первісні та підсумкові явища, і вся сукупність або послідовність економічних явищ. Серед них найбільш цікавим є вплив інституційного середовища на модифікацію вартості фінансового капіталу вертикально-інтегрованих компаній з урахуванням відкритого і закритого фінансових механізмів. Так, до першого виду відносяться – фінансові механізми інтеграції – національної й світової фінансових систем, державного і корпоративного секторів, – кінцевим результатом діяльності яких є нове або модернізоване явище. А до другого, закриті фінансові механізми, притаманне їм дублювання та відтворення первісних явищ у сучасних умовах господарювання.

В умовах інституційного середовища важливим елементом фінансового механізму, як складної ієрархічної системи управління, є відносини власності. Тому постає необхідність збалансування інтересів усіх зацікавлених сторін, держави, власників, менеджменту та суспільства. Крім того виникає потреба окремого дослідження інституційних взаємовідносин між: власниками і державою, власниками і менеджментом, власниками і кредиторами, між самими власниками, з метою встановлення впливу факторів ендогенного та екзогенного характеру на формування і розвиток фінансового механізму регулювання та управління вертикально-інтегрованими компаніями.

Важливою характеристикою сучасних тенденцій розвитку української економіки є формування і посилення ринкової влади вертикально-інтеграційних структур, що формують основу розвитку національної економіки і виступають в якості ефективної форми самофінансування, консолідації матеріальних ресурсів і виробничого капіталу різних господарських суб'єктів. Разом з тим, світові тенденції розвитку вертикально-інтегрованих структур (обвальне падіння споживчого попиту та обсягів виробництва; брак інвестицій і оборотних кош-

тів; скорочення державних замовлень і невизначеності перспектив розвитку цілої низки наукомістких галузей: машинобудування, авіаційного та космічного будування, суднобудування тощо) диктують необхідність докорінної зміни підходів до фінансування та запровадження нових організаційних форм кооперації та/або інтеграції, що зумовлено необхідністю подолання наслідків світової фінансової кризи.

До числа внутрішніх українських чинників, що спонукають підприємства до об'єднання у вертикально-інтегровані структури, можна віднести: зростання трансакційних витрат у результаті відмови від прямого державного управління та зміни характеру взаємовідносин між підприємствами в ході ринкових трансформацій. Відновлення зруйнованих виробничо-технологічних зв'язків і структурна перебудова виробництва неможливі без координації діяльності всіх технологічних ланок і залучення необхідного обсягу фінансування. Тому в умовах сьогодення вертикально-інтегровані структури зіштовхуються з необхідністю оперативного прийняття управлінських рішень, що викликано – змінами ринкового середовища, поведінкою конкурентів, змінами складивчих потреб та рівнем його платоспроможного попиту. У цьому зв'язку виникає потреба організації ефективної системи контролю.

Мільнер Б.З. стверджує, що коли швидкість прийняття управлінських рішень падає, необхідно вдаватися до певного рівня децентралізації, – вище керівництво приймає рішення, управлінці середньої ланки передають та погоджують їх, а робітники – виконують, оскільки принцип "команд і контролю", є високо затратним та повільно адаптується до змін на ринку [3, С.86].

Окрім зростання затрат, вертикальна інтеграція впливає на розвиток конкуренції між учасниками ринку: постачальниками сировини, виробниками готової про-

дукції, торгівельними посередниками та роздрібними підприємствами. Тому при вивченні вертикальних взаємовідносин виробників з постачальниками та дистриб'юторами відштовхуватимемося від різностороннього аналізу унеможливлення встановлення монопольної влади на ринку. Так, Ігнатюк А.І. відзначає, що вертикально-інтегровані структури отримують більшу ринкову владу порівняно з монопольною, яку вони отримують, зважаючи лише на обсяги реалізації на одному ринку. Вертикально-інтегрована структура має додаткові конкурентні переваги, оскільки може більшою мірою знижувати ціну товару, одержувати більший прибуток через зниження витрат, а також забезпечувати безперебійні поставки сировини та готової продукції [4, С.110].

Узагальнюючи зазначене вище, можемо сформулювати визначення "вертикально-інтегрованої структури" – це організаційна форма консолідованої діяльності, щонайменше двох фірм, які контролюють більше ніж одну стадію виробництва кінцевої продукції. Процес консолідації фірм у вертикально-інтегровану компанію може набувати різної, за силою взаємодії та характером взаємовідносин, організаційної стійкості, яку в ринковій економіці можливо оцінити ризиком уразливості. З метою вивчення можливих фінансових взаємодій між учасниками вертикально-інтегрованих структур детально розглянемо типові схеми їхньої організації.

В сукупності неокласичні теорії та інституційний аналіз ґрунтовно пояснюють природу ефективності існування вертикально-інтегрованих компаній, разом з тим існує і інший підхід, що доводить ефективність вертикальної інтеграції з позиції теорії контрактів. У цьому зв'язку представимо основні форми контрактів вертикально-інтеграційних структурних у відповідності до рівня уразливості їхньої організаційної стійкості (рис. 1).

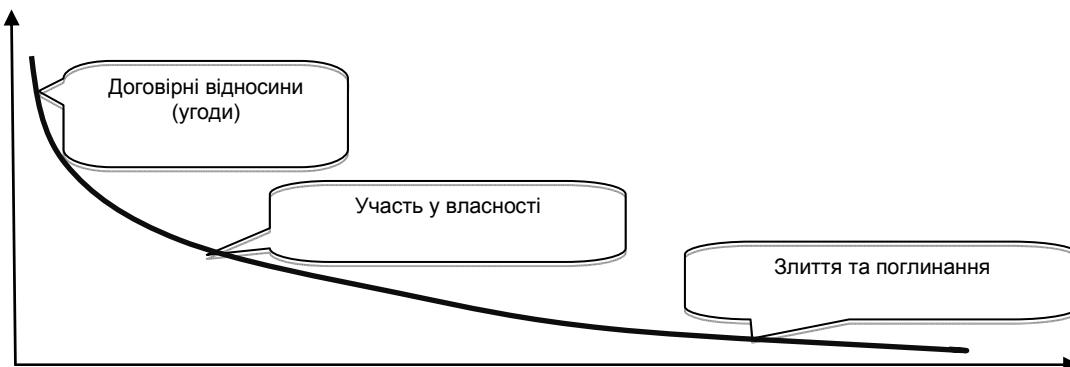


Рис.1. Рівень організаційної стійкості вертикально-інтегрованої структури за формами\*

\*Джерело: власна розробка автора.

Знизити ризики фінансової неспроможності контрагентів можливо шляхом отримання контролю над їхньою поведінкою на ринку та/або власністю. Досить часто вертикальний контроль встановлюється через вертикальні обмеження діяльності не інтеграційних фірм, шляхом укладання стандартних довгострокових договорів (угод) на поставку сировини, матеріалів, комплектуючих або напівфабрикатів та збут готової продукції, в яких зазначаються особливі умови, щодо умов та обсягів поставок, максимальних і мінімальних цін, валюти розрахунків, комерційного кредиту тощо. Як зауважувалося вище, високі затрати зі створення вертикально-інтегрованої структури спонукають виробників кінцевої продукції обмежуватися договірними відносинами з постачальниками та збутовими організаціями (дистриб'юторами), такі стру-

тури характеризуються високим рівнем уразливості через розпорошеність портфелю договорів та відсутність важелів попередження банкрутства або фінансової неспроможності контрагентів.

Координація діяльності та контроль над поведінкою контрагента на ринку, яку виробник кінцевої продукції отримує шляхом укладання договорів (угод) називається квазі-інтеграція. Розрізняють декілька форм вертикальної координації на основі квазі-інтеграційних об'єднань: довгострокові договори (угоди); стратегічні союзи (альянси); аутсорсинг; віртуальні корпорації; толлінг; договори (угоди) з використанням альтернативних форм розрахунків; договори франчайзингу тощо.

Нерозвиненість ринкової інфраструктури в умовах транзитивної економіки сприяє формуванню умов для

створення квазі-інтеграційних мереж та об'єднань. Більше того, неврегульованість відносин власності робить контроль над поставками і реалізацією готової продукції більш ефективним, ніж контроль над власністю фірми в цілому. За таких умов, *довгострокові договори* дозволяють встановлювати тривалі взаємовідносини між низкою постачальників та дистрибуторів та мінімізувати трансакційні ризики контрагентів виробника кінцевої продукції.

*Стратегічні союзи* (альянси, договори про співробітництво або угоди про розподіл продукції) укладаються між двома і більше незалежними фірмами для досягнення комерційних цілей, можуть набувати різноманітних організаційних форм та залучати різноманітних партнерів [4, С.835]. Варіантом стратегічного союзу є спільне підприємство, яке перебуває у спільному володінні та управлінні двох і більше незалежних венчурних партнерів.

Вертикальна квазі-інтеграція виникає на багатьох моносоністичних ринках проміжної продукції. Відсутність конкуренції через безальтернативність дистрибуторів чинить сильний вплив на поведінку виробника, зокрема: асортиментну, цінову та реалізаційну. *Аутсорсинг* (контракти субпідряду), сприяє підпорядкуванню політики дрібних виробників інтересам великих покупців і створює достатньо умов для встановлення вертикального контролю над поведінкою субпідрядників та отримання конкурентних переваг на ринку.

Для *віртуальних корпорацій*, важливою є угода про стратегічне співробітництво, яка включає широкомасштабний аутсорсинг практичних функцій та укладається як з постачальниками, так і виробниками. Основна мета створення віртуальних корпорацій – об'єднання фундаментальних технологій та компетенцій для, найбільш повного задоволення споживчого попиту на ринку. Нові організаційні форми віртуальних корпорацій не дають чіткого уявлення про їхні організаційні межі, проте створюють умови для роботи в реальному масштабі часу в усьому світі.

Своєрідною формою вертикального квазі-інтеграційного об'єднання є *толлінг* – це взаємовідносини, що складаються у процесі виробництва кінцевої продукції на умовах давальницької сировини, що передбачає збереження права власності постачальника проміжної продукції

на кінцевий продукція, за умови оплати доданої вартості його виробнику. Значна частка давальницької сировини в загальному обсязі проміжної продукції, одержуваної виробником, за інших рівних умов, веде до зниження конкурентоспроможності продукції на ринку. Розповсюдження толлінгу у міжнародному бізнесі пояснюється особливою формою інтернаціоналізації трансакційних витрат: зовнішні трансакційні витрати, пов'язані з інформацією та забезпеченням контрактів, трансформуються у внутрішні непрозорі витрати вертикального об'єднання.

Також, однією з унікальних форм квазі-інтеграційних об'єднань стали *договори (угоди) з використанням альтернативних форм розрахунків* – бартеру, розрахунків готівкою, векселями різних емітентів, податкових звільнень, казначейських зобов'язань та інших фінансових інструментів. Використання не грошових розрахунків, за відсутності механізму банківської підтримки комерційного кредитування, у період активних ринкових трансформацій, сприяло можливості ухилення від сплати податків і сприяло розвитку "тіньової" економіки. Крім того, використання альтернативних розрахунків суттєво обмежувало потенційну конкуренцію як між постачальниками так і покупцями продукції.

Саме тому для розвитку інтегрованої структури із розгалуженою дистрибуторською мережею застосовують договори франчайзингу, які дозволяють поширювати стандартизовану процедуру збуту товару на весь асортимент певної торгової марки або торгового знаку (бренду).

Для повної інтеграції вертикально-інтегрована структура повинна задіяти важелі підтримки ефективного контролю за поведінкою фірм на ринку і отримати контроль над їхньою власністю. Участь у власності характеризується помірним ризиком уразливості стабільності організаційної структури.

Найбільш поширеною формою організації вертикально-інтегрованих структур на основі участі у капіталі є придбання активів (майна) з подальшим створенням дочірньої фірми, що здійснюється за одним із двох способів: придбання активів (майна) у власність за договором безоплатного використання або за договором оренди основних засобів.

**Таблиця 1. Типова схема розподілу майнової залежності учасників вертикально-інтегрованої структури на основі участі у власності\***

Вид контролю	Частка участі у власності, %
Повний контроль	100
Повний контроль при наявності співвласників	75
Гарантований контроль (у загальному розумінні контрольного пакету)	51
Блокуючий або підконтрольний пакет	Більше 25
Залежна дочірня фірма	Менше 25
Пакет, що дозволяє акціонеру право позачергового скликання акціонерів	10 і більше

\*Джерело: власна розробка автора з урахуванням положень Закону України "Про акціонері товариства" від 17.09.2008 № 514-VI.

Придбання активів (майна) у власність може здійснюватися: шляхом прямого внесення активів (майна) в уставний капітал; на основі договору купівлі-продажу; в рахунок оплати боргу, який зараховується інтегрованою структурою; в рахунок погашення боргу, що виник перед інтегрованою структурою.

При визначенні майнової залежності між учасниками вертикально-інтегрованої структури застосовують наступну систему контролю (таблиця 1).

Розподіл прав на проміжну продукцію зазвичай визначається внутрішньо-корпоративними договорами та рівнем залежності учасників від інтегратора. Тоді, як практичний дозволяє стверджувати, що розподіл прав на проміжну продукцію, за звичай, визначається рівнем внутрішніх боргових відносин.

Найвищий рівень організаційної стабільності у вертикально-інтегрованих структурах досягається у процесі ринкового злиття та поглинання компаній, внаслідок на-

буття повного права на активи (майно). Ван Хорн Дж. визначає злиття, як об'єднання двох і більше компаній, при якому тільки одна фірма продовжує діяти як юридична особа [5, С.846]. Слід звернути увагу, що вертикальні злиття при яких виробники об'єднуються з постачальниками та дистрибуторами, можуть мінімізувати трансакційні витрати. Організаційною формою таких об'єднань стають концерни, тоді як конгломерати, створені у процесі злиття компаній з різнорідними видами діяльності не досягають повної економічної виробничих затрат.

Виходячи з характеру організаційної взаємодії можна визначити роль фінансів у забезпеченні сталого розвитку вертикально-інтегрованих структур, що проявляється завдяки функціонуванню внутрішнього фінансового механізму компанії і представляє собою різнорівневу ієрархічну систему основних взаємозалежних елементів, типових груп (принципів, методів, інструментів і т.п.), а також способів їх взаємодії, включаючи інтеграцію, в результаті якої

гармонізуються взаємовідносини держави, власників, менеджерів і кредиторів. Кінцевим результатом діяльності такого механізму є економічне зростання та високий рівень капіталізації у довгостроковому періоді. Саме тому управління вартістю відноситься до пріоритетних задач управління вертикально-інтегрованою структурою.

Реалізація поставленої задачі, вимагає детального вивчення об'єктів та напрямків інвестування фінансових ресурсів акумульованих вертикально-інтегрованою компанією. З огляду на це особливої ваги набувають

питання оцінки ринкової вартості капіталу вертикально-інтегрованої структури та його модифікації під впливом змін умов ринкового середовища.

У широкому понятті синтезія "модифікація" визначає якісно різні стани або різновиду чого-небудь. Під "модифікацією вартості капіталу" розуміють різні форми вартості капіталу, що утворюються під впливом різних факторів та призначені для об'єктивної оцінки ринкових активів в процесі їх комерційного використання та управління ринковою вартістю.

**Таблиця 2. Динаміка розподілу акціонерного капіталу в промислово розвинених країнах у 2011 році, %\***

Власники акцій	Країни			
	США	Великобританія	Японія	Німеччина
Фінансові інститути, зокрема:	31,6	52,2	46,9	23,1
• комерційні банки	–	5,2	17,1	11,5
• страхові компанії	4,9	44,7	19,8	11,6
• пенсійні фонди	22,4	–	9,2	–
• інші фінансові інститути	4,3	2,3	10,8	–
Нефінансові організації	13,8	8,8	23,7	42,8
Усі корпорації	45,4	61,0	70,6	65,9

\*Джерело: за матеріалами – Фінансова система України: взаємодія корпоративного та державного секторів / Т. І. Єфименко, І. О. Лютий, С. С. Гасанов та ін. – К. : ДННУ "Акад.фін. управління", 2012 – С. 46., а також [Ел. ресурс]. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11306.pdf>.

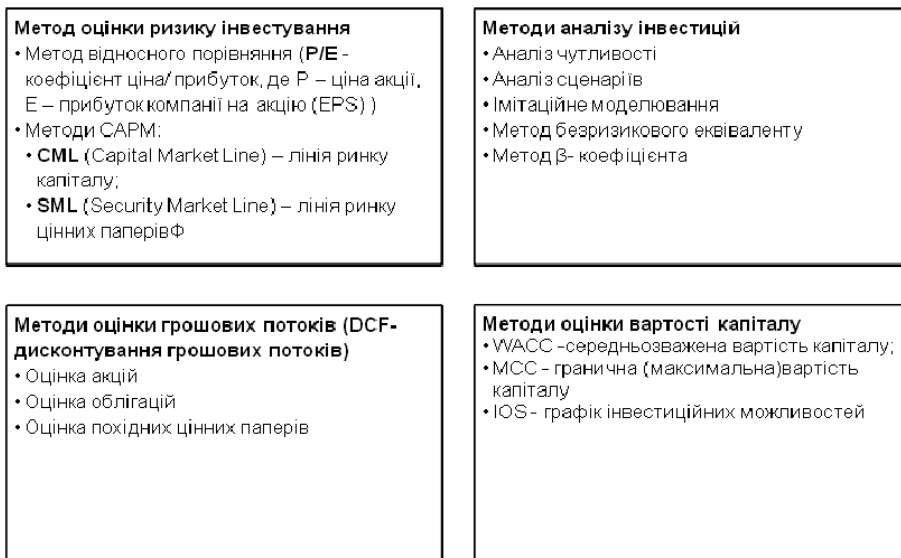
Як видно з даних таблиці 2, основна частка корпоративного капіталу у розвинених країнах концентрується у корпораціях фінансового сектору, що виступають у якості інституційних інвесторів для реального сектору. В той же час, низька капіталізація і неліквідність більшості українських корпорацій, нерозвиненість українського фондового ринку вимагають адаптації стандартних моделей оцінки з урахуванням специфіки сучасного стану української економіки.

Звернемо увагу на той факт, що для більшості українських компаній завдання максимізації ринкової вартості компанії поки не стала пріоритетним напрямком у практиці управління. Один з головних чинників такої ситуації – нерозвиненість фондового ринку, який не виконує своєї функції контролю за ефективністю роботи менеджерів. Тому останні не мають достатніх стимулів для максимізації добробуту акціонерів, мінімізації агентських витрат, ефективного управління власністю акціонерів.

Зрозуміло, що методи визначення ефективності інвестицій в реальні та фінансові активи є основою аналізу ринкової вартості (рис.1) капіталу вертикально-інтегрованої структури і повинні адекватно враховувати особли-

вості стану сучасної економіки України, умови та способи формування вартості капіталу. Саме для цього при визначенні оптимальної структури капіталу зіставляють інвестиційні можливості вертикально-інтегрованої структури з граничною вартістю її капіталу, розрахованою за методом середньозваженої вартості капіталу (*англ. weighted average cost of capital, WACC*), як показника, що характеризує ціну кожного джерела фінансування, акумульованого вертикально-інтегрованою структурою.

Оцінку середньозваженої вартості капіталу (WACC) можна здійснювати за допомогою декількох методів, що залежатиме від тактики та можливостей залучення додаткового капіталу для фінансування учасників вертикально-інтегрованої структури. Звідси, можна зробити висновок, що у контексті підвищення капіталізації, найбільш об'єктивним методом оцінки ринкової вартості компанії є метод, заснований на аналізі динамічних змін вартості грошових потоків, оскільки він дозволяє визначити поточну інвестиційну привабливість компанії для акціонерів та інвесторів, а також передбачити можливість її приросту у майбутніх періодах.



**Рис.1. Методи оцінки ефективності інвестицій в реальні та фінансові активи\***

\*Джерело: узагальнено автором на основі загальновідомої інформації.

Основними критеріями оцінки інвестиційної привабливості компанії є:

- ринкові умови (здатність ринку поглинути нову емісію акцій);
- права та інтереси наявних акціонерів акціонерно-го товариства;
- надійність прогнозів щодо майбутнього прибутку акціонерного товариства. Зважаючи на зазначене про-

понуємо також при оцінці інвестиційної привабливості компанії враховувати, її життєвий цикл та способи акумулювання капіталу. Із розвитком компанії змінюється та ускладнюється структура капіталу. Так на певному етапі кожна компанія зіштовхується з проблемою розширення обсягів своєї діяльності та потребує додаткового фінансування.

Таблиця 3. Сукупний рівень концентрації в промисловості України\*

Великі компанії	Частка великих компаній в обсязі реалізованої продукції (%)			
	2000	2004	2008	2012
10	22,3	20,9	19,5	18,7
20	30,0	29,5	28,6	27,4
50	42,3	41,9	42,9	43,4
100	51,1	52,7	54,5	56,3
150	-	-	60,4	59,9
200	-	-	64,3	63,7

\* Джерело: за даними звітів Антимонопольного комітету за відповідні роки [Ел. ресурс]. – <http://www.amc.gov.ua/amku/control/main/uk/publish>

Найбільш простим способом отримати додаткове фінансування є банківське та комерційне кредитування. Зокрема, векселі є невід'ємною складовою фінансування виробничого процесу, вони прискорюють обіг ресурсів компанії, а їхня вартість, прямо залежить від відносин із контрагентами компанії. Облігації, єврооблігації, синдіковані кредити передбачають складніший механізм залучення коштів, що опосередковується процесом андеррайтингу, а його вартість залежить від ризику фінансових посередників та інвесторів.

Приватне та публічне розміщення акцій, як спосіб залучення капіталу, є доволі дорогим, тому стає доступним лише для таких компаній, як вертикально-інтегровані структури, що досягли етапу повної зрілості, а процес формування їхнього фінансового капіталу компаній адекватно відображає їхнє позиціонування у ринковому середовищі. Формування фінансового капіталу у вертикально-інтегрованих структурах відбувається шляхом інтеграції банківського і промислового капіталу, яка характеризується об'єктивними тенденціями розвитку виробництва і капіталу, представляє собою економічну форму концентрації промисловості і є об'єктивним наслідком прагнення до збільшення прибутку.

За даними таблиці 3 видно, що у промисловості України цей процес відбувається не стільки за рахунок власне самої концентрації, як шляхом централізації капіталу, внаслідок поглинання одного підприємства іншим, що являється наслідком активізації формування об'єднань компаній шляхом злиттів і поглинань. Зокрема, 100 найбільших компаній забезпечують реалізацію більше половини випущеної в країні продукції, і це показник протягом останнього десятиліття має тенденцію повільного зростання, з 51,1% у 2000 році до 56,3% у 2012 році.

Як наслідок, концентрація виробництва в своєму найбільш загальному вигляді проявляється у зростанні активів і підвищенні продуктивності праці великих компаній, що дозволяє нівелювати вплив ринкового середовища на фінансову стабільність вертикально-інтегрованої структури, завдяки можливості суттєвого збільшення обсягів виробленої продукції, після чого використовують процедуру злиттям з існуючими підприємствами для розширення ринків та отримання синергетичних ефектів.

Тому, саме концентрація і централізація виробничих, науково-технічних, інтелектуальних, фінансових, інформаційних ресурсів дозволяє вертикально-інтегрованим структурам отримати більш високу норму прибу-

тку і забезпечити стабільність результатів діяльності за рахунок наступних переваг:

1) збільшення обсягів виробництва в короткі терміни та використання ефекту економії на витратах виробництва та обігу на одиницю продукції;

2) використання переваг від кооперації та спеціалізації праці;

3) можливість підтримувати диверсифікований портфель проектів НДДКР, зменшуючи ризик невдач за окремими проектами;

4) концентрація зусиль на найбільш прибуткових проектах;

5) своєчасне оновлення основного капіталу, робочої сили;

6) створення єдиної інфраструктури для організацій, що входять в корпоративну структуру (наявність єдиної інформаційної мережі, банківської, страхової, кадрової, маркетингової, консалтингової інфраструктури; можливість інтеграції наукових досліджень, розвиток соціальної інфраструктури тощо);

7) зниження відсоткових ставок при залученні кредитних ресурсів, що пов'язано з наявністю значних ліквідних активів.

Концентрація і централізація виробництва у вертикально-інтегрованих структурах зумовлює збільшення грошових потоків та опосередковано сприяє зростанню ролі банків, як в самих структурах, так і в економіці в цілому. Зростання грошових потоків відбувається за рахунок масштабного збільшення обсягів прибутку і амортизаційних відрахувань компаній, учасників вертикально-інтегрованих структур. Ці кошти зосереджуються на рахунках банків головних компаній, оскільки саме вони забезпечують обслуговування грошового обороту між усіма учасниками вертикально-інтегрованої структури. Внаслідок чого зростає власний капітал "кишенькових", для вертикально-інтегрованих структур, банків, і обсяг отриманого ними прибутку.

Розпоряджаючись вільними коштами, банки виступають як кредитори вертикально-інтегрованих структур. А останні, нарощуючи обсяги виробництва, потребують додаткового фінансування. Таким чином, концентрація і централізація банківського капіталу відбувається, за рахунок збільшення обсягів грошових потоків та фінансових потреб вертикально-інтегрованих структур. Внутрішні зв'язки між банками і компаніями у рамках вертикально-інтегрованих структур формуються на основі відносин власності. Банки здійснюють випуск і розмі-

щення цінних паперів вертикально-інтегрованих структур, отримуючи прибуток від участі у капіталі; забезпечують фінансування реорганізацій цих компаній; кредитують їх під заставу цінних паперів і активів. В результаті тісного взаємозв'язку і взаємозалежності банків і вертикально-інтегрованих структур, у останніх виникає фінансовий капітал. Традиційно виділяють наступні властивості сучасного фінансового капіталу:

1) розширення складу інтегрованого капіталу, який крім традиційного, став включати страховий капітал, капітал пенсійних та інвестиційних фондів, ощадних та інших установ;

2) інтегрований капітал стає всеохоплюючим : у ньому зливаються відносини власності та контролю фінансових і не фінансових компаній різних галузей промисловості;

3) фінансовий капітал включає не тільки великі компанії, а й підпорядковує собі дрібне виробництво;

4) посилюється процес формування фінансово-промислового капіталу, в якому вирішальна роль належить промислового капіталу.

Тож фінансовий капітал трансформуючись у фінансово-промисловий капітал набуває особливостей цілісної економічної системи інтегрованих форм капіталу, кожна з яких може розглядатися, як підсистема, або сукупність взаємопов'язаних елементів, що виконують властиві тільки їм функції. В той же час розвиток фінансового капіталу полягає не тільки в тому, що він еволюціонує у фінансово-промисловий капітал, а й у подвійній природі фінансового капіталу: з одного боку – це грошовий капітал, з іншого – продуктивний капітал, в рамках якого здійснюється процес виробництва. Саме наявність відокремленої грошової форми промислового капіталу зумовило розвиток різноманітних організаційних форм вертикально-інтегрованих структур, сприяло становленню та розвитку сучасної економіки України.

Отже, фінансовий капітал вертикально-інтегрованих структур можна визначити як систему відносин між взаємопов'язаними суб'єктами економічної діяльності, що виникає в процесі кругообігу фінансових ресурсів для забезпечення відтворювального процесу. У зв'язку з цим, розглянемо, як зміна інституційного середовища формування фінансового капіталу впливає на модифікацію ринкової вартості вертикально-інтегрованої структури.

Для початку виділимо найбільш загальні ознаки фінансового капіталу:

1) це фінансові ресурси – гроші, в широкому сенсі,

2) цей рух грошей, що здійснюється порівняно незалежно від руху матеріальних активів.

Найчастіше поняття "фінансовий капітал" характеризується, як сукупності фінансових (грошових) ресурсів, до яких відносять грошові кошти, а також права отримати, виплатити або обміняти грошові кошти, включаючи кредити, акції, облігації, деривативи та інші цінні папери, тобто спрощено фінансовий капітал можна представити, як фінансові активи з притаманними їм властивостями:

1. Надійність, як міра збереження результатів праці, ця умова виникає в силу розривів в часі і просторі всіх процесів виробництва, обміну, споживання товарів.

2. Ліквідність, що передбачає можливість швидкого перетворення фінансових ресурсів в будь-який інший вид товарів, послуг.

3. Мобільність – у сучасній економіці саме фінансові ресурси мають можливість швидкого переміщення в будь-яку точку планети, де виникає в них необхідність і можливість вигідного використання.

4. Універсальність – в даний час всі економічні відносини стають фінансовими відносинами.

5. Здатністю до подільності без розподілу реальних активів: це забезпечує залучення коштів не тільки великих, а й дрібних інвесторів, що зменшує час, необхідний для збору інвестицій, збільшує швидкість обороту інвестицій, підвищує прибутковність капіталу. Для дрібних інвесторів це означає можливість збільшити свої доходи, диверсифікувати інвестиційний портфель, а також дає можливість підвищити мотивацію працівників шляхом їх участі в капіталі компанії.

6. Особливість цінних паперів як товару: цінні папери після акту купівлі-продажу не споживаються, не виходять зі сфери обігу до моменту її погашення. Власник цінного паперу до моменту погашення може її повернути в будь-який момент на ринок.

Відтак, матеріальним носієм фінансового капіталу є банкноти і різні види цінних паперів. Цінні папери повинні відповідати таким вимогам:

1. Цінний папір – це документ, що засвідчує право власника цінних паперів на певне майно, або дохід, а також наявність інших прав, закріплених законодавчо (наприклад, право участі в управлінні компанією). Це право має передаватися одночасно з передачею цінного паперу, не вимагаючи державної реєстрації.

2. Цінний папір засвідчує безумовне право власника цінних паперів. Цінні папери в багатьох випадках є грошовими сурогатами.

Існує точка зору, згідно з якою, цінні папери – це форма грошей на сучасній стадії розвитку економіки, зокрема звичайні акції – це вид фінансових грошей, призначених для вираження цінності бізнесу як товару [6, С.39]. Ці гроші виконують функцію міри цінності і засобу накопичення. Але все-таки, гроші та цінні папери – різні економічні категорії : цінні папери не завжди виконують функцію грошей як засобу обігу і не є мірою вартості.

Основними різновидами цінних паперів у сучасній економіці є акції, облігації, векселі та похідні цінні папери – опціони, варанти, ф'ючерси, свопи та ін. [7, С.41]. Самі грошові банкноти також є одним з різновидів цінних паперів і являють собою боргові зобов'язання або безстроковий вексель центрального банку.

Права власності на активи, оформлені документально, є необхідною умовою існування капіталу. Специфіка власності полягає в тому, що оголошені правові відносини (документально оформлені) можуть не збігатися з реально існуючими економічними відносинами власності. Існування економічних і юридичних відносин власності незалежно один від одного є неефективним і не сприяє економічному та соціальному розвитку суспільства. Саме розбіжність у визначенні економічних і юридичних відносин власності пояснюють багато дослідників нездатність української економіки до стійкого зростання.

Для того щоб система прав власності сприяла створенню капіталу, вона повинна відповідати таким умовам:

1) бути максимально доступною для всіх громадян;

2) надійно забезпечувати захист прав власника;

3) бути стабільною;

4) бути справедливою.

У цьому випадку юридичні та економічні відносини власності будуть єдині, і сприятимуть перетворенню активів у капітал.

Перуанський інституціоналіст Ернандо де Сото виділив шість ефектів приватної власності, завдяки яким активи можуть стати капіталом: фіксація економічного потенціалу активів; інтеграція розрізненої інформації; відповідальність власників; підвищення ліквідності активів; розвиток суспільних зв'язків; паспортизація угод [8, С.50].

Інституційні фактори, що впливають на вартість акцій вертикально-інтегрованих структур, зазвичай при класифікації не виділяються, але в сучасній економіці саме ці

фактори роблять важливий вплив на вартість об'єктів обміну. Стосовно вартості акцій можна сказати, що вартість акцій залежить від ефективності використання функціональних характеристик матеріальних і нематеріальних активів вертикально-інтегрованих структур, зосереджених у певному інституційному середовищі.

До інституційних факторів належать: 1) *сукупність формальних норм* – нормативні правові акти, що регулюють різні аспекти господарської діяльності (закони, стандарти, розпорядження і т. д.); 2) *сукупність неформальних норм* – кодекси, норми поведінки, культурні традиції і т.д., що визначають стійкі норми соціальної поведінки та дії; 3) *механізми і структури*, що забезпечують виконання цих норм і формують стандарти поведінки відповідно до норм.

Оскільки ключем до економічного зростання є ефективна організація економіки, де інститути виступають фундаментальними факторами розвитку економічних систем в довгостроковій перспективі, то інституційні чинники можна визначити як фактори, що формують, підтримують і модифікують вартість капіталу вертикально-інтегрованих структур. Однак, без трансформації системи традиційних інститутів, норм і правил, створення необхідних інституційних передумов, неможливо побудувати справжню ринкову інфраструктуру спроможну забезпечити ефективний розвиток економіки. При цьому справа зводиться не тільки до видання необхідних законів, потрібні умови для їх практичної реалізації.

Одним з найбільш важливих факторів, який слід враховувати при оцінці акцій, є ступінь розвитку фондового ринку. Сучасний український фондовий ринок відрізняється особливостями, які необхідно враховувати при застосуванні методів оцінки бізнесу: олігополія, невеликі обороти ринку і велика інформаційна асиметрія, породжують цінові коливання на фондовому ринку, суттєво збільшують ризик ринкового маніпулювання і використання заборонених торгових практик, насамперед, інсайдерських угод, які підвищують системний ризик. Таким чином, олігополістичні структури ринку створюють нерівні умови для учасників ринку, що посилює вплив на системний ризик українського фондового ринку.

Основою управління фінансами вертикально-інтегрованої структури, є фінансовий механізм, що функціонує, як управлінська система. Він включає цілу низку систем цілей, ресурсних обмежень і показників оцінки економічної ефективності та дозволяє визначити правила фінансово-організаційного характеру за якими взаємодіють усі структурні елементи, як із внутрішнім, так і зовнішнім середовищем.

Водночас фінансовий механізм вертикально-інтегрованої структури дозволяє впливати на формування необхідної взаємодії елементів складної системи, яка, у свою чергу, є частиною зовнішнього середовища. Таким чином вертикально-інтегровані структури своїм існуванням зобов'язані середовищу, що сприяло їх формуванню. Цілі формування вертикально-інтегрованих структур, зазвичай відображають тенденції основних напрямків розвитку національної економіки.

Такі фінансові відносини, на практиці, відображають взаємодію між елементами внутрішньої та зовнішньої систем регулювання та управління діяльністю вертикально-інтегрованих структур. При цьому рівень внутрішнього внутрішньої взаємодії структурних елементів компанії та їх системний взаємозв'язок визначаються рівнем обмежень, які диктує зовнішнє середовище.

Значимо, що до числа обмежень господарської самостійності структурних підрозділів компанії відносяться організаційна самостійність у договірній роботі, проведення незалежної цінової (затратної) та фінансової політики.

Виходячи із зазначеного, рівень фінансової незалежності та наявність обмежень визначають потенціал вертикально-інтегрованої структури до самоорганізації, оскільки самоорганізація є результатом якості взаємодії самої структури та внутрішньо-системних взаємовідносин між внутрішніми структурними підрозділами. Встановлення та дослідження якості взаємодії структур усіх рівнів, дозволяє виявити певну циклічність етапів у її розвитку.

При дослідженні якості взаємодії внутрішніх систем вертикально-інтегрованої структури слід, також, враховувати послідовність причино-наслідкових взаємозв'язків, характерних для кожного етапу розвитку структури, як єдиної системи, а також детермінованість або стохастичність поведінки при реорганізації системи під час зміни циклів розвитку. Для виявлення механізмів такого впливу необхідно розглядати цілу низку параметрів, акцентуючи увагу на можливості порівняння, співставлення та пошуку аналогій.

На сучасному етапі розвитку економіки України важливого значення набуває теоретичне та емпіричне обґрунтування здатності фінансово-організаційних систем до самоорганізації. Так трансформація форм власності та інтеграційні процеси в глобальній економіці сформували передумови для приватизації найбільших державних підприємств та виникнення значної кількості юридичних осіб формально або неформально об'єднаних у групи (асоціації, холдинги) (Таблиця 4). У цьому зв'язку посилюється необхідність балансування інтересів держави та приватних власників.

**Таблиця 4.** Динаміка формування акціонерних товариств, асоціацій, корпорацій інших об'єднань юридичних осіб в Україні у 1997 – 2012рр. (на початок року)\*

Назва показника	Роки									
	1997	2001	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Акціонерні товариства	30922	34942	34571	33084	31993	31100	30169	28748	26568	
Асоціація	1902	2516	2679	2841	2953	3057	3125	3180	3222	
Корпорації	332	609	798	842	849	862	866	872	862	
Консорціум	51	57	77	84	84	89	92	92	94	
Концерн	353	380	397	403	400	396	30	387	373	
Інші об'єднання юридичних осіб	1194	2123	2061	1880	1774	1717	1634	1598	1532	

\*Джерело: Статистичний щорічник України за 2011 рік : довідкове видання / Державний комітет статистики України. – К. : Вид-во "Консультант". – 2012. – С. 84–85.

Розвиток акціонерної форми власності в Україні залежить від циклічності економічного розвитку національної економіки, так, у після кризовий період 1998 – 2001 років, кількість акціонерних товариств, утворених внаслідок приватизації досягла свого апогею у 2001 році, про що свідчать дані Таблиці 4.

Це пояснюється завершенням масової приватизації з використанням приватизаційних сертифікатів і початком періоду інтенсивної приватизації найбільших об'єктів, шляхом індивідуальної приватизації. Внаслідок приватизації створено вагомий недержавний сектор економіки, основу якого становлять понад 11 тисяч акціонерних товариств (Рис. 2.).

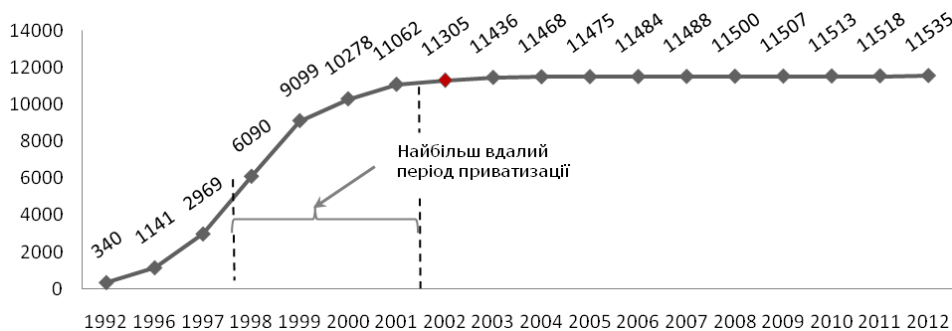


Рис.2. Створення акціонерних товариств внаслідок приватизації державного майна в Україні у 1992 – 2011 роках (дані на початок року)\*

\*Джерело: Звіт про роботу Фонду державного майна України, хід та результати виконання Державної програми приватизації у 2012 році [Ел. ресурс]. – Режим доступу : <http://www.spfu.gov.ua/>

Період 2000-2002 рр., найбільш удалим періодом приватизації стратегічно важливих підприємств (енергетичної, металургійної, суднобудівної галузей та ін..) [9], а з іншого – роками винайдення та апробації "технологій" роздержавлення поза полем приватизаційного законодавства. Оскільки на продаж пропонувались акції інвестиційно привабливих підприємств з числа не заборонених до приватизації, а такий продаж підпадав під значний політичний вплив.

Водночас, посилення кризи фінансово-економічного стану цілої низки підприємств, які готувалися до приватизації, вплинуло на часткову втрату інтересу покупців до придбання українських підприємств. До того ж, поширення використання способів тінювого роздержавлення за позаприватизаційними схемами, невідповідність систем галузевого державного регулювання підприємств монополістів, в першу чергу природних монополій, сприяли формуванню та розвитку вертикально-інтегрованих структур.

Поступово менеджери стають і контролюючими акціонерами в новостворених вертикально-інтегрованих компаніях, тобто із найманого персоналу перетворюються на власників. Такий процес є ключовою характеристикою "сірих" та "чорних" схеми корпоративних фінансів, "оптимізація оподаткування", "корупція", "кримінал", "контроль за фінансовими потоками" – ось неповний перелік факторів, які спричиняють формуванню вертикального контролю за діяльністю структурних підрозділів вертикально-інтегрованих структур, сприяли розвитку асоціацій, корпорацій та концернів (Таблиця 4).

Глибину приватизації можливо оцінити за підсумками проведеної інвентаризації об'єктів державної власності, так у Реєстрі корпоративних прав держави обліковуються 26,8 тис. юридичних осіб, які діють лише на основі державної власності та 629 господарських товариств, у статутному капіталі яких є державна частка [10], з них 539 акціонерних товариств, 60 товариств з обмеженою відповідальністю та 30 національних акціонерних і державних холдингових структур (НАК і ДХК) [10].

Сучасна практика господарювання показує, що держава посилює інтеграцію своїх активів шляхом участі та консолідації активів в державних холдингових компаніях (НАК і ДХК), у зв'язку з тим, що глобальну конкуренцію на світових ринках можуть витримати тільки вертикально-інтегровані структури з високим рівнем концентрації фінансових, матеріально-технічних та людських ресурсів.

З метою удосконалення інституційного середовища функціонування вертикально-інтегрованих структур та підвищення ефективності використання бюджетних кош-

тів планується оптимізувати не задіяні у виробництві основні засоби (скласти переліки майна для списання, передачі у комунальну власність, консервації та продажу) та продовжувати роботу з пошуку інвесторів з метою підготовки суб'єктів господарювання до приватизації.

Прикладом ефективної діяльності вертикально-інтегрованої структури є ВАТ "Турбоатом", який за результатами 9 місяців 2012 року значно збільшився обсяг реалізації продукції підприємства, зокрема цей показник перевищує показник за 2007 рік майже в 3 рази та становить 1 043,1 млн. грн., а показник чистого прибутку за 9 місяців 2012 року перевищує показник за 2007 рік майже в 7 разів та становить 237,59 млн.грн. ВАТ "Турбоатом" є найбільшим платником податків та обов'язкових платежів до бюджету, сума яких у 2011 році становить 110,585 млн.грн, а за результатами 9 місяців 2012 року – 160,4 млн.грн. Підприємством сформовано надійний портфель замовлень, підтверджений договорами, на загальну суму більш ніж 3 млрд.грн. з більше 15 країнами світу. Продукція товариства використовується в 45 країнах [10].

**Висновки та пропозиції.** Для сучасних вітчизняних вертикально-інтегрованих структур характерна модель корпоративного контролю, яка характеризується високим рівнем ризику через закритість бізнесу для зовнішніх інвесторів; непрозорістю і невизначеністю прав власності; відсутністю передумов для довгострокового розвитку; високими транзакційними витратами, необхідними для створення надлишкової концентрації акціонерного капіталу, лобюванням власних інтересів, надмірному контролю за поточною діяльністю структур. Сформовані інституційні умови сприяють зміцненню контролю менеджменту у переважній більшості структур і залежать від діяльності конкретних осіб, що посилює стійкість і стабільність ринкової капіталізацій вертикально-інтегрованих структур у довгостроковому періоді.

З метою створення дієвої моделі управління фінансами вертикально-інтегрованої структури доцільно створювати та розвивати ефективну організацію національної економіки, де інститути виступають фундаментальними факторами формування, підтримки та розвитку стандартів здійснення діяльності вертикально-інтегрованих структур у довгостроковій перспективі.

#### Список використаних джерел:

1. Борисов А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов. – М.: Книжный мир, 2003. – 895 с. [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bank24.ru/info/glossary/?srch=%D4%C8%CD%C0%CD%D1%CE%C2%DB%C9+%CC%C5%D5%C0%CD%C8%C7%CC>.



2. Ковалюк О. М.: Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) / О. М. Ковалюк. – Л.: Видавничий центр Львівського національного ун-ту ім. Івана Франка, 2002. – С.22. (396 с.).
3. Мильнер Б.З. Теория организации: учебник / Б.З. Мильнер. – М.: ИНФРА – М, 1999. – С. 86.
4. Ігнатюк А.І. Галузеві ринки: теорія, практика, напрями регулювання: монографія / А.І. Ігнатюк. – К.: ННЦ ІАЕ, 2010. – С. 110.
5. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. / Дж. Ван Хорн, Дж. Вахович. – 11-е изд. – М.: Вильямс, 2001. – С. 846.
6. Лютий І.О. Гроші та кредит: підруч. для студ. ВНЗ / І.О. Лютий, Н.І. Версаль, О.В. Любіна, О.Д. Рожко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 2010. – С.39.

7. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., перероб. і допов. – К.: Знання – Прес, 2003. – С.41.
8. Де Сото Е. Загадка капіталу. Чому капіталізм перемагає лише на Заході і ніде більше / Е. де Сото; пер. з англ. М. Климчук. – К.: Ніка – Центр, 2009. – С.50.
9. Звіт про хід виконання "Державної програми приватизації на 2000–2002 роки" у 2003 році [Ел. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.spfu.gov.ua/\\_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx](http://www.spfu.gov.ua/_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx).
10. Звіт про роботу Фонду державного майна України, хід та результати виконання Державної програми приватизації у 2012 році [Ел. ресурс]. – Режим доступу: [http://www.spfu.gov.ua/\\_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx](http://www.spfu.gov.ua/_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx).

Надійшла до редакції 08.01.14

Ю. Петленко, канд. екон. наук, доц.  
КНУ імені Тараса Шевченка, Київ

## ИНСТИТУЦИОННЫЙ АНАЛИЗ ФИНАНСОВ ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННАЯ СТРУКТУРА В УКРАИНЕ

*В статье определено экономическое содержание и условия институционального развития финансового механизма вертикально-интегрированных структур в Украине, рассмотрены организационные формы вертикальной интеграции и охарактеризованы их влияние на распределение имущественной зависимости между участниками вертикально-интегрированной структуры на основе участия в собственности. Раскрыта роль финансового механизма вертикально-интегрированной компании, определены способы гармонизации взаимоотношений государства, владельцев, менеджеров и кредиторов, способствующих экономическому росту и высокому уровню капитализации. Следовательно, стоимость компании необходимо рассматривать как один из основных показателей ее эффективности, поэтому задача определения и управления стоимостью относится к приоритетным задачам корпораций.*

*Ключевые слова: институциональная среда, финансовый механизм, вертикальная интеграция, корпоративная форма капитала, финансовый капитал, стоимость компании.*

Yu. Petlenko, PhD in Economics, Associate Professor  
Kyiv National Taras Shevchenko University, Kyiv

## INSTITUTIONAL ANALYSIS OF FINANCE VERTICALLY INTEGRATED STRUCTURE IN UKRAINE

*The article defines the content of the economic and institutional conditions of the financial mechanism of vertically integrated structures in Ukraine, considered the organizational form of vertical integration and describes their impact on the distribution of property between the parties depending vertically integrated structure based on ownership interests. The role of the financial mechanism of the vertically integrated company, identified ways of harmonizing relations between the state, the owners, managers and lenders that promote economic growth and high levels of capitalization. Therefore, the value of the company must be regarded as one of the main indicators of its effectiveness, so the task of identifying and managing the value refers to the priorities of corporations.*

*Keywords: institutional environment, financial mechanism, vertical integration, the corporate form of capital, financial capital, the company's value.*

УДК 336.16  
JEL H7

С. Рибак, канд. екон. наук, доц.  
Міністерство фінансів України, Київ

## ПРОБЛЕМИ СОЦІАЛІЗАЦІЇ МІЖБЮДЖЕТНИХ ВІДНОСИН В УКРАЇНІ

*В статті визначено проблеми соціалізації міжбюджетних відносин в Україні та напрями подальшого реформування для динамічного соціально-економічного розвитку держави.*

*Ключові слова: бюджетна система, бюджетне регулювання, бюджетна політика, міжбюджетні відносини, місцеві бюджети, державний бюджет.*

**Постановка проблеми.** Вагому роль у реалізації стратегії соціалізації бюджетної політики України відіграють міжбюджетні відносини. Розв'язання суперечності, що виникає між необхідністю досягнення високої якості життя населення в процесі соціалізації бюджетної політики і потребами стимулювання економічного розвитку регіонів, перебуває в площині продовження удосконалення міжбюджетних відносин, які регулюються державою шляхом впливу на процеси їх формування через зміну принципів і способів мобілізації бюджетних доходів і політики видатків практично на всіх стадіях бюджетного процесу, формування і коригування бюджетних взаємозв'язків, а також пошуку механізмів та інструментів активізації внутрішніх ресурсів регіонів. Особливості соціально-економічного розвитку України значною мірою впливають на проблему взаємодії бюджетів різних рівнів і потребують негайного реформування міжбюджетних відносин, що є особливо актуальним для формування місцевих бюджетів.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню проблем трансформації бюджетної системи і

механізму бюджетного регулювання в Україні, розробки та реалізації ефективної бюджетної політики, соціалізації та посилення регулюючої функції бюджетної системи присвячено праці провідних вітчизняних науковців, зокрема: Білої С., Василюк О., Жаліла Я., Кириленко О., Кравченка В., Кушнір М., Луніної І., Медведкової Н., Молдована О., Опаріна В., Павлюк К., Полозенка Д., Соколовської А., Тищук Т., Шевченко О. та інших. Проте визначення проблем соціалізації міжбюджетних відносин в Україні в контексті реалізації стратегії соціалізації бюджетної політики держави потребує подальших наукових досліджень, що обумовлює постановку мети даної статті.

**Метою статті** є визначення проблем соціалізації міжбюджетних відносин в Україні та напрямів подальшого реформування для динамічного соціально-економічного розвитку держави.

На нашу думку, сутність соціалізації міжбюджетних відносин полягає у визначенні пріоритетів фінансування потреб стимулювання економічного розвитку регіонів через механізм реалізації бюджетної політики держави у напрямі пошуку інструментів активізації внутрішніх