

безпеки». Програми допомоги розраховані на всі прошарки суспільства, особливо на неповнолітніх дітей, безробітних та людей похилого віку.

Загалом національні системи соціальних виплат фінансуються за рахунок таких основних джерел надходжень:

- внески в системи соціального забезпечення, що виплачуються роботодавцями та/або працівниками;
- податки, які можуть становити або частину загальних державних доходів, або податки, що резервуються для спеціальних цілей;
- інвестиційні доходи;
- приватні вкладення наявних коштів чи страхові премії.

Однак більшість національних систем соціальних виплат фактично фінансуються одночасно з кількох джерел (табл. 1).

В Україні ж джерелами фінансування видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення населення, соціальну сферу є кошти державного та місцевих бюджетів, кошти позабюджетних фондів. Інші джерела фінансування соціального захисту мають незначні розміри або не використовуються взагалі.

Висновки: започатковане реформування сфери соціального захисту в Україні потребує невідкладних кроків з боку держави для посилення ролі недержавних інститутів соціального захисту, що призведе до зменшення тиску на державу в сфері соціального захисту населення.

Література

1. Соціальний захист населення в Німеччині [Електронний ресурс]. – Режи доступу : <http://www.pilga.in.ua/>
2. Коваль О.Я. Реформування пільг і привілеїв в Україні – наближення до європейських стандартів / Коваль О.Я., Тарасенко Л.Л., Яцків Т.Г. – Львів: Галицький друкар, 2009. – 216 с.
3. Система соціального захисту населення у Франції [Електронний ресурс]. – Режи доступу : <http://www.pilga.in.ua/>
4. Соціальний захист населення: досвід Японії [Електронний ресурс]. – Режи доступу : <http://www.pilga.in.ua/>
5. Американська модель соціального захисту населення [Електронний ресурс]. – Режи доступу : <http://www.pilga.in.ua/>
6. Давидюк О.О. Світовий досвід фінансування соціальних виплат [Електронний ресурс]. – Режи доступу : <http://www.cpsr.org.ua>

Надійшла 02.06.2010

УДК 336.71

А. Ю. СЕМЕНОГ

Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України», м. Суми

МОДЕЛІ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ У РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ: ПЕРЕВАГИ І НЕДОЛІКИ

У статті на основі вивчення наукових джерел і дослідницьких даних охарактеризовано моделі фінансових систем у розвинутих країнах, їх сучасний стан, тенденції розвитку, переваги і недоліки відносно споживачів фінансових ресурсів.

The models of the financial systems of the developed countries are characterized on the basis of study of scientific sources and research information in the article. Also modern situation, tendencies of development, advantages and lacks of different models of the financial system in relation to the users of financial resources are discovered.

Ключові слова: банкоцентрична модель фінансової системи, ринково орієнтована модель фінансової системи, банк, ринок цінних паперів.

Вступ

У контексті пошуку джерел економічного зростання активізуються дискусії стосовно ефективності існуючих моделей фінансових систем різних країн. Наразі актуальною є оцінка впливу банкоцентричної та ринково орієнтованої моделей фінансових систем на рівень розвитку національних економік. З метою вияву позицій кожної із моделей у певній економічній ситуації зростає потреба в розгляді досвіду функціонування відповідних моделей фінансової системи в розвинутих країнах.

Аналіз наукових джерел засвідчує, що у світовій теорії та практиці проблеми структури фінансової системи, її ефективне функціонування знайшли відображення у дослідженнях як зарубіжних, так і вітчизняних науковців. Зокрема, у працях Ф. Аллена, Т. Бека, Л. Гершенкрона, А. Маддалоні розглядаються аспекти визначення і порівняння структури фінансових систем країн світу; у фундаментальних дослідженнях Р. Голдсмита, А. Деміргуц-Кунда, Д. Крістопулоса, Р. Левайна, М. Столбова розглядаються

проблеми впливу фінансової системи на економічне зростання. Протягом останніх років питання структури фінансової системи стали об'єктом дослідження українських учених. Зокрема, В. Корнєєв визначає фактори, що зумовлюють банкоцентричну модель фінансового ринку України; С. Леонов розглядає фінансову структуру в контексті інвестиційного потенціалу банківської системи; С. Міщенко та С. Науменкова досліджують моделі фінансової системи в умовах побудови фінансового сектору України; І. Школьник окреслює стратегії розвитку фінансового ринку України з урахуванням існуючих моделей фінансових систем. Водночас низка питань, що стосуються аналізу особливостей моделей фінансових систем у розвинутих країнах, залишаються недостатньо дослідженими.

Постановка завдання

У межах статті проаналізуємо економічні передумови формування банкоцентричної та ринково орієнтованої моделей фінансових систем у розвинутих країнах, сучасний стан і тенденції розвитку означених моделей, переваги і недоліки функціонування відносно споживачів фінансових ресурсів.

Результати дослідження

Високоорганізована структура фінансової системи забезпечує ефективність залучення і трансформації фінансових ресурсів, розподіл ризику, збір інформації про об'єкти інвестування, фінансову стабільність, визначення каналів передачі грошово-кредитної політики. Основні відмінності в національних фінансових системах сформувалися у певних фазах індустріалізації. У країнах, що першими розпочали процес індустріалізації (наприклад, Великобританія), ключові підприємства фінансували нове виробництво, накопичуючи власний капітал або залучаючи його з ринку цінних паперів. Підприємства країн, які розпочали індустріалізацію пізніше, натомість зіштовхнулися із проблемами відсутності попередньо накопиченого капіталу та нерозвиненості ринку цінних паперів. В умовах ментального небажання інвесторів вкладати кошти в ризикові активи лише банки могли зібрати значні суми капіталу для розвитку нових галузей промисловості. Яскравим підтвердженням слугує фінансова система Німеччини, де, починаючи з другої половини XIX століття, контроль над фінансовою системою отримали банки. Вхідження банків до наглядових рад підприємств дозволило контролювати випуск цінних паперів, що стримувало розвиток фондового ринку [1]. Таким чином, саме банки відіграли вирішальну роль у динамічній індустріалізації Німеччини; ці установи забезпечили не тільки організацію значних сум капіталу, а й підприємницьке управління і стратегічне планування.

Однак, незважаючи на те, що етап індустріалізації заклав основи для побудови визначеної структури фінансової системи в кожній країні, до Першої світової війни кардинальних відмінностей у фінансових системах країн світу не прослідковувалося. Німецький вчений С. Вітолс слушно зауважує, що на початку 30-40-х рр. XX ст. у формуванні структури фінансової системи вирішальне значення набуло посилення державного регулювання [1]. Зокрема, у Сполучених Штатах Америки в умовах несуттєвих антиринкових настроїв використання ліберального підходу, що ґрунтувався на санкціонованих правилах «чесної гри», підвищило роль фондового ринку у розвитку фінансової системи. У Німеччині, навпаки, застосування корпоративістського підходу дозволило банкам зміцнити свої позиції у фінансовій системі й усунути державу від рішень розподілу кредиту. Натомість у Японії реформа фінансової системи увиразнила провідну роль банків, однак із суттєвим державним впливом через систему ліцензування й адміністративного керівництва.

Аналіз наукових джерел [1-8] дав можливість припускати, що історично сформувалися два основних типи фінансових систем. Банкоцентрична система широкого поширення набула в континентальній, зокрема в Центральній і Східній Європі, а також в Індії та Індонезії. Еталоном вважається Німеччина. Яскравим прикладом ринково орієнтованої моделі (моделі «з широкою участю», англосаксонської, американської) експерти вважають США, Великобританію, Канаду, Австралію, Мексику, Туреччину, Гон-Конг, Малайзію та Сінгапур.

Основним фінансовим посередником у банкоцентричній фінансовій системі виступає банківський сектор, а головним джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів – банківські кредити. У ринково орієнтованій фінансовій системі основний фінансовий посередник – це фінансові установи, що акумулюють ресурси через механізм ринку цінних паперів, а джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є фінансові ресурси, залучені на фондовому ринку в результаті розміщення корпоративних цінних паперів [2].

Фондовий сектор у зоні євро, як свідчить рис. 1, майже втричі поступається банківському сектору, однак облігації як приватного, так і державного секторів економіки становлять значну частку активів фінансової системи (понад 40 відсотків). Натомість Великобританія, володіючи більшою часткою банківського кредитування, аніж у континентальній Європі, відзначається високою капіталізацією фінансового ринку (118%) і водночас слабким ринком облігаційних позик. Отже, структура фінансової системи Великобританії є змішаною, з тяжінням до ринково орієнтованої моделі.

США за головними ознаками фінансової структури (відносно невелика частка банківських кредитів, високий розвиток фондового, особливо облігаційного ринку) відносять до країн з найбільш ринково орієнтованою економікою. Фінансовий ринок Японії характеризується розвинутими елементами обох моделей фінансової системи, проте менша капіталізація фондового ринку в порівнянні з Великобританією

засвідчує перевагу елементів банкоцентричної моделі. Азіатські країни, окрім Японії, в цілому повторюють модель Великобританії.

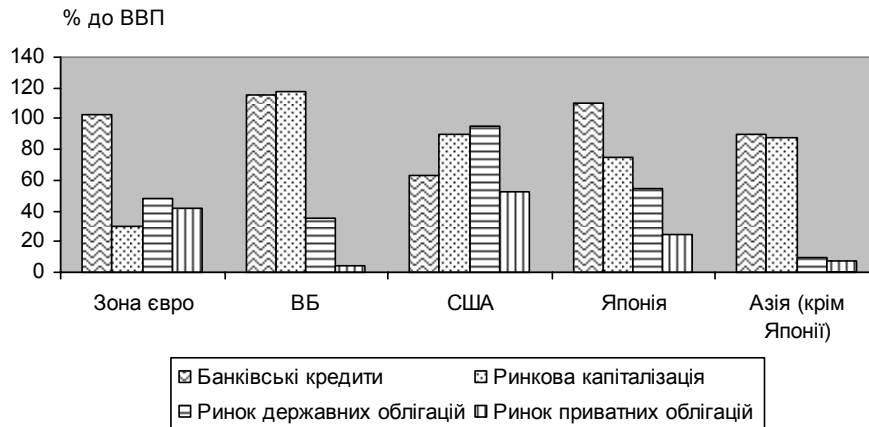


Рис. 1. Розмір фінансових ринків розвинутих країн світу та регіону [3]

Проте, враховуючи наявність ознак обох моделей фінансових систем у багатьох країнах, частина дослідників наголошують на необхідності розширення поданої класифікації. У цьому сенсі визначальний доробок М. Столбова. Російський економіст на підставі аналізу досліджень грецьких науковців розподілив країни ОЕСР на 5 кластерів [4, с. 18-19]. До першого кластеру вчений відніс країни з домінуючою роллю ринку цінних паперів у фінансовій системі та високим розвитком і низькою монополізацією банківського сектора (Південна Корея, США). Країни другого кластеру (Австрія, Бельгія, Німеччина, Ірландія, Нова Зеландія, Португалія) характеризуються банкоцентричною фінансовою системою з високою часткою концентрації; ринок акцій тут поступається ринку облігацій. Третій кластер складають країни з перевагою, але не домінуванням ролі банків (Нідерланди, Японія, Швейцарія, Великобританія). До четвертого кластеру М. Столбов відносить країни (Австралія, Канада, Данія, Фінляндія, Франція, Греція, Ісландія, Італія, Норвегія, Іспанія, Швеція), в яких банки і ринки цінних паперів мають однаковий рівень розвитку, однак нижчий за вищевказані країни. П'ятий кластер складають країни з низьким рівнем розвитку фінансового ринку і високою монополізацією банківського сектора (Чехія, Словаччина, Угорщина, Мексика, Туреччина). Роль інших фінансових посередників мінімальна, ринок акцій та облігацій у зародковому стані.

З урахуванням аналізу наукових досліджень С. Вітолса [5] з'ясуємо потреби основних груп споживачів фінансових ресурсів у відповідних моделях фінансових систем (табл. 1).

Таблиця 1

Потреби нефінансового сектору у виборі моделі фінансової системи (див. [5])

Нефінансовий сектор	Підсектор	Вибір моделі фінансової системи	
		Банкоцентрична	Ринково орієнтована
Корпоративний сектор	Малі та середні фірми (традиційні)	+	
	Малі та середні фірми (високотехнологічні)		+
	Великі фірми (великий борг)	+	
	Великі фірми (малий борг)		+
Сектор домогосподарств	Високі доходи		+
	Середні доходи	+	
	Низькі доходи	+	
Пенсійна система	Пенсії «по виходу»	+	
	Корпоративна пенсійна система	+	
	Капіталізована система		+

Корпоративний сектор – це сектор, що формує найбільший попит на послуги фінансових установ і виступає найбільшим дебітором і кредитором у промислово розвинутих країнах. Попит на фінансові продукти значно відрізняється залежно від типу і розміру фірми. Враховуючи значні фіксовані видатки на андеррайтинг цінних паперів на фондовій біржі, ринкова модель фінансів у порівнянні з банківським кредитом залишається дорогою та недоступною для малих та середніх підприємств. Причиною такого явища є велика вартість розміщення цінних паперів, яка для невеликих компаній може перевищувати суму залучених фінансових ресурсів. Водночас, і видатки на збір інформації про фірми також високі, що робить дані інвестиції неприбутковими для потенційного кредитора. Великі компанії з суттєвим боргом теж більше тяжіють до

банкоцентричної фінансової системи: потенційні інвестори розглядають їхні цінні папери надто ризикованими й відмовляються їх купувати, а банки навпаки зацікавлені у наданні нового кредиту, щоб не допустити дефолту за попереднім боргом. Натомість великі фірми з низьким борговим тягарем віддають перевагу ринково орієнтованій моделі фінансової системи через більший дохід від інвестування в цінні папери у порівнянні з банківським депозитом. Отже, банкоцентрична модель фінансової системи краще забезпечує потреби економіки країн з великою часткою малих та середніх підприємств або великих підприємств зі значними боргами. Яскравими представниками такої моделі виступають Німеччина та Японія. Наприклад, 65% та 70% компаній у цих країнах мають штат менше 500 робітників, натомість у США та Великобританії цей показник ледь перевищує 30%.

Сектор домогосподарств. Розподіл доходу і багатства в суспільстві також суттєво впливає на структуру фінансової системи, адже кожна група домогосподарств залежно від доходів висуває різні вимоги до фінансових інструментів. Домогосподарства зі значним доходом віддають перевагу фінансам фондового ринку через більш очікуваний дохід від інвестування. Домогосподарства з низьким доходом мають незначний простір для заощадження, тому їхні можливості обмежуються короткотерміновими банківськими депозитами. Групи домогосподарств із середнім доходом мають можливість зберігати більшу частку коштів, однак віддають перевагу менш ризиковим активам у порівнянні з «багатими» домогосподарствами, інвестуючи в довгострокові банківські депозити та облігації. Отже, банкоцентрична система отримує більш якісну підтримку в суспільстві зі значною часткою мало- та середньозабезпечених громадян.

Державний сектор через систему облігаційних позик теж впливає на формування фінансового ринку країни. Такі активи характеризуються стандартизованістю, регулярністю відповідно до бюджетного циклу та високою забезпеченістю бюджетними коштами і виступають серйозним конкурентом банківського кредитування. Наприклад, Японія і Німеччина у перші декади післявоєнного відновлення характеризувалися невеликим дефіцитом бюджету і навіть профіцитом, тому потреби в розвитку облігаційного ринку не існувало. Отже, у країнах зі значним державним боргом рівень розвитку фондового ринку, як правило, вищий.

Пенсійна система. Нагромаджуючи грошові фонди, пенсійна система формує попит на фінансові активи. Великі пенсійні фонди є одним з основних споживачів ринкових цінних паперів, отже, пенсійні системи, що забезпечують повне фінансування на індивідуальній основі (full funding on an individual basis) формують основи ринково орієнтованої моделі фінансової системи [5]. Навпаки система державної «пенсії по виходу» (pay as you go) та корпоративна пенсійна система, яка реінвестує кошти в компанію, зацікавлена у функціонуванні банкоцентричної фінансової системи. Державні пенсійні фонди, що інвестують кошти в банківські облігації, та не сек'юритизовані активи також підтримують банкоцентричну модель. Наприклад, у Німеччині функціонує державна пенсія «по виходу»; натомість японська пенсійна система лише частково капіталізована й інвестує переважно у довгострокові банківські депозити.

Результатом фінансової глобалізації можна назвати останні тенденції конвергенції моделей фінансових систем. На цьому наголошують такі дослідники, як З. Ватаманюк, О. Дорош [6], В. Корнєєв [7], С. Леонов [8]. Зокрема, банкоцентричні фінансові системи Японії та Німеччини поступово набувають рис «ринкової» моделі. Швидке старіння населення Японії та Німеччини стає серйозним тягарем для економіки, стримує економічне зростання й актуалізує потребу у появі пенсійних фондів американського зразка. Зростання державних видатків та потреб корпоративного сектора в капіталі зумовлює розвиток ринку цінних паперів. З цією метою уряди стимулюють операції нерезидентів на національному ринку капіталів. У зв'язку з цим у більшості країн континентальної Європи, як свідчать аналітичні матеріали НБУ [2], з 90-х років минулого століття були внесені законодавчі зміни, спрямовані на захист прав дрібних акціонерів (йдеться про розкриття інформації, принцип "одна акція – один голос", можливість заочного голосування). Зміни в регламентації діяльності фондового ринку європейських країн наближують структуру фінансової системи до англосаксонської моделі. Зокрема еталонні принципи корпоративного управління (Principles Corporate Governance), прийняті авторитетною міжнародною організацією OECD у 1999 році, ґрунтуються на англосаксонській моделі.

Отже, проведений нами аналіз наукових джерел засвідчує, що економічними передумовами формування банкоцентричної та ринково орієнтованої моделей фінансових систем у розвинутих країнах стали час переходу країни до етапу індустріалізації, особливості державного регулювання та потреби споживачів фінансових послуг. Яскравими прикладами банкоцентричної моделі є країни континентальної Європи і, насамперед, Німеччина; взірцем ринково орієнтованої моделі виступають англосаксонські держави й передусім США. Відповіддю на виклики часу стали процеси конвергенції моделей фінансових систем, зокрема активний розвиток фондового ринку європейських країн та підвищення ролі банків у США.

З урахуванням окресленого досвіду функціонування моделей фінансових систем у розвинутих країнах у наступних дослідженнях здійснимо аналіз структури фінансової системи України.

Література

1. Vitols S. The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems. Germany, Japan, and the United States [Electronic resource] / S. Vitols // WZB Discussion Paper. – 2001. – №01 – 302. – Access mode : <http://skylia.wzb.eu/pdf/2001/i01-302.pdf>.

2. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України : [інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О.І. Кіреєва, к.е.н. М. М. Шаповалової та Н. І. Гребеник]. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
3. Chui M. Financial Systems in Europe, the USA and Asia [Text] / M. Chui, A. Maddaloni, F. Allen // Oxford Review of Economic Policy. – 2004. – №4 (Vol. 20). – P. 490–508.
4. Столбов М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / Столбов М. И. – М. : Научная книга, 2008. – 208 с.
5. Vitols S. The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems [Electronic resource] / S. Vitols // WZB Discussion Paper. – 2002. – №02 – 901 – Access mode : <http://skylia.wzb.eu/pdf/2002/p02-901.pdf>.
6. Ватаманюк З. Г. Небанківські фінансові інститути у країнах Західної Європи / З. Г. Ватаманюк, О. Л. Дорош // Фінанси України. – 2003. – № 12. – С. 98–106.
7. Корнєєв В. Банкоцентрична основа фінансового ринку України / В. Корнєєв // Економіка України. – 2008. – № 9. – С. 18–26.
8. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : [монографія] / Леонов С. В. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.

Надійшла 15.05.2010

УДК 330.322.001.13

О. В. ПИЛИПЯК

Хмельницький національний університет

ДЕЯКІ ПРИКЛАДНІ АСПЕКТИ ПЛАНУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ В УМОВАХ РИЗИКІВ

Розглянуто підходи щодо розрахунку чистих грошових потоків в сучасній фінансовій практиці. Показано основні недоліки традиційних підходів до визначення чистих грошових потоків. Запропоновано оригінальну методологію оцінки чистих грошових потоків, яка ґрунтується на елементах теорії ймовірності.

The approaches to the calculation of net cash flows in modern financial practice. Displaying the main drawbacks of traditional approaches to determine net cash flows. An original methodology of estimating net cash flows, based on the elements of probability theory.

Ключові слова: грошовий потік, чистий грошовий потік, дисконтування, ймовірність, фінансовий результат.

Актуальність проблеми. Проблема коректного й обґрунтованого розрахунку грошових і загалом чистих грошових потоків існує вже доволі тривалий час. На сьогодні фахівці у галузі фінансового планування, інвестиційного проектування запропонували ряд підходів до її розв'язання, але переважна більшість із запропонованих підходів не відповідає сучасним реаліям швидкої економічної динаміки та ризиків.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питанням дослідження різних підходів щодо фінансового планування інвестиційної діяльності присвячено ряд робіт зарубіжних і вітчизняних учених-економістів: Беа Ф., Борисової В., Бромвіча М., Васюренка О., Губського Б., Дедікова О., Діхтла Е., Друкера П., Завліна П., Золотарьова А., Ковальова В., Лапко О., Лисяк Л., Морріса Д., Науменкової С., Стоянової О., Татаренко Н., Фролова П., Бріггема І., Хаймана Д., Хейя Д., Шарпа У., Шпремана К., Шумпетера Й. та інших.

Разом із цим вивчення й аналіз опублікованих за даною проблематикою робіт дозволили зробити висновок про те, що питання фінансового планування інвестиційної діяльності щодо вирішення проблеми коректного розрахунку чистих грошових потоків недостатньо розроблені як в суто науковому, так і в організаційно-практичному аспектах.

Цілі статті. Основна мета даної статті полягає у формуванні методики розрахунку чистого грошового потоку із врахуванням концепції дисконтування та можливих ризиків.

Виклад основного матеріалу. Сучасна фінансова практика виділяє доволі значну кількість різновидів грошового потоку. Так залежно від методів розрахунку грошового потоку виділяють:

1. Загальний (традиційний) грошовий потік.
2. Чистий операційний грошовий потік.
3. Вільний грошовий потік.
4. Залишковий грошовий потік.

Загальний (традиційний) грошовий потік (gross cash flow – GCF), рівний сумі валового прибутку та негрошових витрат (амортизація, резерви по сумнівних боргах) мінус негрошові доходи (переоцінка валютних активів).

Окремо виділяють чистий грошовий потік (net cash flow – NCF), який рівний сумі чистого прибутку та негрошових витрат. У вітчизняній проектній практиці чистий грошовий потік спрощено визначається так: