

УДК 336.71

**О. І. Скоробогач,**  
викладач кафедри фінансів та банківської справи  
Чортківського інституту підприємництва і бізнесу,  
здобувач кафедри банківського менеджменту та обліку  
Тернопільського національного економічного університету



## СУТНІСТЬ І ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

*У статті розкрито сутність поняття «фінансова нестабільність». Розглянуто найбільш поширені в науковій літературі визначення фінансової нестабільності. Досліджено різні теоретичні підходи до аналізу виникнення явища фінансової нестабільності.*

**Ключові слова:** фінансова нестабільність, фінансова стабільність, фінансові кризи.

### А. И. Скоробогач СУЩНОСТЬ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К АНАЛИЗУ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

*В статье раскрыта сущность понятия «финансовая нестабильность». Рассмотрены наиболее распространенные в научной литературе определения финансовой нестабильности. Исследованы различные теоретические подходы к анализу возникновения явления финансовой нестабильности.*

**Ключевые слова:** финансовая нестабильность, финансовая стабильность, финансовые кризисы.

### O. I. Skorobogach ESSENCE AND THEORETICAL APPROACHES TO THE ANALYSIS OF FINANCIAL INSTABILITY

*The article reveals the essence of the concept of financial instability. The most popular definitions of financial instability in the scientific literature are considered. Various theoretical approaches of the phenomenon of financial instability are investigated.*

**Key words:** financial instability, financial stability, financial crisis.

**Постановка проблеми.** За минулі двадцять років країни в усьому світі тією чи іншою мірою потерпали від фінансової нестабільності. Банківські кризи стали настільки поширеними, що практично кожна країна відчула їх негативний вплив. Деякі економічні системи зазнали руйнівного ефекту від повномасштабних фінансових криз. Фінансова нестабільність є особливо серйозною проблемою для відсталих країн, однак вона так само сильно вражає і промислово розвинені країни.

З огляду на зростання фінансової нестабільності у світовому масштабі не дивно, що уряди і центральні банки почали дедалі більше перейматися з'ясуванням процесів, які призводять до фінансової нестабільності, а також виробленням механізмів, що дозволяють запобігти цьому явищу. Тому дослідження суті фінансової нестабільності та причин її виникнення є сьогодні вкрай актуальним.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Значний внесок у дослідження джерел виникнення фінансової нестабільності зробили такі зарубіжні вчені, як Ф. Аллен, Д. Гейл, К. Кіндлебергер, А. Крокетт, Р. Лагуноф, Ф. Мішкін, Х. Мінські, О. Уільямсон, Р. Фергюсон, І. Фішер, Дж. Шиназ, С. Шрефт. Серед вітчизняних учених у цьому напрямку працюють Я. Белінська, В. Геєць, Я. Жалило. Досліджуючи причини фінансової кризи, вони здебільшого використовують такі поняття, як «макроекономічна нестабільність» і «грошово-кредитна нестабільність». Водночас питання сутності фінансової нестабільності та основних джерел її виникнення залишаються нерозкритими.

**Метою статті** є виявлення сутності поняття «фінансова нестабільність» та дослідження основних причин нестабільності фінансових ринків.

**Основні результати дослідження.** Виникнення поняття фінансової нестабільності, на думку багатьох авторів, зумовлено тим, що набагато зручніше визначити стабільність системи через опис фінансових криз, ніж шляхом розгляду поняття фінансової стабільності. І справді, напружені епізоди фінансової кризи, такі як спекулятивні «бульбашки», проблеми ліквідності, великі обсяги заборгованості, ризики банкрутства, є досить помітними, а отже, дозволяють описати ситуації, здатні викликати потенційну нестабільність системи.

Фінансова нестабільність, за Ф. Мішкіним, трапляється тоді, коли шоки, що зачіпають фінансову систему, зупиняють потік інформації, а відтак ця система не може більше

виконувати своєї головної функції – трансформувати заощадження в інвестиції [1].

А. Крокетт визначає фінансову нестабільність як ситуацію, де економічні дії потенційно погіршені через коливання цін на грошові кредити або нездатність фінансових установ дотримуватися своїх договірних зобов'язань [2].

Ф. Аллен та Г. Дуглас розглядають фінансову нестабільність як ситуацію, де «...маленькі потрясіння призводять до непропорційно великого ефекту» [3]. Аналогічної думки дотримуються Р. Лагуноф і С. Шрефт, які пишуть: «У макроекономіці термін «фінансова нестабільність» використовується... для позначення чутливості фінансової системи до великих фінансових криз, викликаних малими, звичайними економічними потрясіннями» [4].

Таким чином, фінансову нестабільність можна визначити як вразливість фінансової системи до фінансових криз.

Теоретичні підходи до визначення причин і механізмів поширення фінансових криз сприяли формуванню теоретичної основи для виникнення двох підходів до аналізу джерел фінансової нестабільності. Перший підхід зосереджується на макрорівні й ґрунтується на походженні феномену циклічної нестабільності. Другий підхід базується, головним чином, на мікроекономічній основі та спирається на теорію передової фірми і теорії рішень [5].

Відповідно до макроекономічного підходу, фінансові кризи виникають через зміни ділового циклу, спричинені надмірною вартістю кредитів, що, своєю чергою, обумовлює прямий зв'язок між фінансовою нестабільністю та реальною економікою.

Беручи за основу механізм поведінки інвесторів в умовах невизначеності Дж. М. Кейнса, Х. Мінські висунув теорію фінансової нестабільності (гіпотеза фінансової нестабільності), що описує залежність між фінансовим розвитком і економічним зростанням [6]. Капіталістичні економічні системи активізують ріст через фінансові канали (банк та фінансові ринки), враховуючи витрати на ресурси та орієнтуючись на майбутні прибутки. Цикл, згідно з цією теорією, стимулюється великою кількістю технічних і фінансових нововведень (євродоларові позики, сек'юритизація та ін.), які супроводжуються значним збільшенням ставок депозитів та інвестицій. Як посередник фінансова система дозволяє витягнути ці збереження з економіки і зміцнити рівень показників прибутковості. Проте, щоб позитивно відповісти на попит на позики і зобов'язання та

гарантувати тривалість цього процесу, фірми часто розширюють свою діяльність через стратегії нововведення, що сприяє пришвидшенню обігу валюти і зростанню загального рівня цін. Під час перших фаз ділового циклу інвестиції спричиняють сильну фінансову прибутковість. Прискорення процесу нововведення та збільшення кредитування веде до зміни в обсягах капіталізації банків. Банки намагаються максимально наростити свій прибуток через кредитування, що призводить до надання переваги спекулятивному кредитуванню і Понці-фінансуванню перед капіталізацією. Це спричинює надмірне кредитування, що, своєю чергою, ставить банки у велику залежність від повернення наданих кредитів. Банки, вимагаючи погашення кредитів у підприємств, змушують їх терміново продавати свої активи для повернення боргу, що веде до зниження вартості цих активів, а отже, до розгортання економічної та фінансової кризи.

К. Кіндлебергер вважає, що навіть коли явище фінансової нестабільності не має таких самих амплітуд та ефектів, як фінансові кризи, воно характеризується аналогічною послідовністю стадій [7].

Мікроекономічні теорії дозволяють пояснити взаємозв'язок між діловим циклом і фінансовою нестабільністю, проте вони акцентують увагу тільки на поведінці економічних агентів під час різних фаз циклу. Розвиток теорій рішення сприяв розумінню певних механізмів, що розкривають явище фінансової нестабільності. Зокрема теорії інформаційних асиметрій та ірраціональної поведінки агентів дали змогу краще прояснити сутність фінансової нестабільності, а тому вважаємо за доцільне провести їх аналіз.

Нові прогнози мікроекономічних теорій зробили можливим сформулювати причини виникнення фінансової кризи, а також проаналізувати джерела фінансової нестійкості. Для цього потрібно спочатку дослідити компоненти фінансової системи, і зокрема функціонування фінансових установ, платіжних систем та фінансових ринків.

Причини нестабільності фінансових установ походять від природи їх діяльності. Роботи О. Уільямсона, Ф. Мішкіна підтверджують, що збільшення інформаційних асиметрій заохочує агентів звертатися до фінансових установ, аби зменшити несприятливий вибір [8].

Організація фінансових дій за допомогою фінансової установи дає змогу виробити інформацію високого рівня достовірності, що сприяє встановленню рівноваги між заявниками та постачальниками капіталу. Але для її підтримки необхідна довіра до фінансової установи, що дозволяє уникнути банківської паніки. Як відомо, стабільна діяльність банків гарантується через депозити економічних агентів, зняття готівки якими відбувається за часом великих чисел. У разі виникнення випадку, який послабляє впевненість у системі, прискорюється темп виведення депозитів вкладників, що зобов'язує фінансового посередника ліквідувати його позиції по інших кредитах, а це спричинює великі втрати капіталу. Така ланцюгова реакція призводить до падіння цін на активи і значного погіршення іміджу фінансових посередників. У відповідь вкладники, через відсутність впевненості, продовжують знімати з рахунків свої заощадження і, таким чином, зумовлюють банківську паніку у фінансовій системі. Д. Діамонд і П. Дібвіг стверджують, що навіть ті вкладники, які зберігають впевненість, можуть визнати за необхідне забрати свої збереження [9]. Таким чином, фінансовий посередник має справу із двома вимогами: підтримати ліквідність вкладників, а також ліквідувати їх кредити в потрібний момент і за привабливою ціною. Це часто веде до ризику трансформації, який повертає систему посередництва у бік, уразливий до банківської паніки.

Зміна поведінки вкладників у багатьох випадках відбувається внаслідок витоку інформації про банківські кредити. Втрата конфіденційності пояснюється погіршенням якості банківської роботи, що викликано або зовнішніми явищами у фінансових установах, або системними проблемами, зумовленими ірраціональною поведінкою економічних агентів. Мікроекономічна теорія розглядає п'ять

причин, через які фінансові установи безперервно піддаються цим ризикам: катастрофічна короткозорість, мімікрія, агентські проблеми, негативні зовнішні фактори і структура банківської галузі.

Катастрофічна короткозорість пов'язана з оцінкою ризику різними економічними і фінансовими агентами. Неможливість уникнення лиха фінансовим посередником виникає через незнання тривалості платоспроможності економічних агентів. Зазвичай він може обчислити кількість та виміряти сумнівну надійність (ризик), але не здатний установити невизначеність [10]. Ризик завжди залишається приблизною об'єктивною вірогідністю, тоді як невизначеність може бути оцінена тільки суб'єктивною вірогідністю, яку неможливо виміряти, що повертає фінансову установу в ситуацію короткозорості та може призвести до непередбачуваної катастрофи.

Мімікрія – синонім наслідувальної поведінки. Втручання контролюючих органів в управління банківськими проблемами, які є ідентичними для всіх банків, заохочує фінансові установи дотримуватися подібних стратегій. Таким чином, посередники можуть застосувати надмірні стратегії прийняття ризику, одночасно надаючи проблемам погіршення якості позик публічного характеру в разі виникнення кризи, пов'язаної із цим явищем.

Агентські проблеми з'являються в разі наявності інформаційної асиметрії між акціонером і агентом (менеджером). Узагалі, агент має привілейований доступ до інформації порівняно з акціонерами, заохочуючи їх приймати рішення, які виходять із власних інтересів агента, зі шкодою для акціонерів. Наприклад, ризиковане інвестування гарантує акціонеру більшу прибутковість, але піддає фінансову установу високим ризикам. Цією стратегією можна досягти високої прибутковості та зміцнити своє положення в установі. Стосунки між вкладниками, фінансовими установами і претендентами на капітал – основні відносини в агентстві. З одного боку, власники проєктів, у яких є необхідна інформація про якість їх інвестицій (ризик-прибутковість), не можуть розділити її з фінансовою установою і піддавати її недооціненню ризику. З другого боку, вкладники не знають способу, за допомогою якого банк управляє їх капіталом, наражаючи на ризик неплатежу. Ці дві ситуації заохочують агента, що має відповідну інформацію, скористатися нею у власних інтересах, а фінансові установи – брати на себе більше ризику для досягнення мети (рівня рентабельності) вкладників та акціонерів. Окрім того, власники інвестиційних планів, знаючи про наміри фінансових установ, здійснюють менш небезпечні інвестиції, розділяють із ними більш ризикові проєкти. Це гарантує короткостроковий прибуток і загрожує безпеці діяльності фінансових установ.

Негативні зовнішні ефекти виникають тоді, коли рішення, прийняте однією або декількома установами, негативно впливає на їх зовнішнє середовище. Таким чином, зобов'язання фінансових установ у ризикових ситуаціях ураховують цей тип зовнішнього ефекту. Наприклад, проблема ліквідності, яка зачіпає конкретну установу, заохочує її звернутися до міжбанківського ринку і центрального банку. Це матиме негативні впливи на інші установи, які будуть змушені перебрати на себе невдачі першої.

Структури фінансового сектору, що конкурують між собою, можуть бути чинником надмірного ризику, тоді як існування монополістичної структури сприяє збільшенню ризиків на рівні гігантської установи (занадто великий, щоб зазнати невдачу). Тому на ринку конкурує більше однієї банківської установи, що знижує вірогідність виникнення явищ нестійкості. Так само зміни, які зачіпають структуру банківської системи (банкрутство банку, створення банку, злиття, розподіл), згідно із Б. Бернанке, можуть справляти вплив на реальні витрати, здійснювані фінансовими установами, і включати в себе нормування кредиту, що призводить до зменшення інвестицій і впевненості у фінансовій системі [11].

Явище нестабільності фінансових установ має тенденцію погіршуватися в геометричній прогресії, що пояс-

нюється двома причинами: по-перше, існуванням фінансових відносин між установами на міжбанківському ринку й на рівні платіжної системи, по-друге, неповною інформацією, яка доступна установам. Насправді вкладники і кредитори фінансових установ довіряють думці тільки однієї установи стосовно життєстійкості інших установ, оскільки всі вони структурно подібні та управляють аналогічними ризиками.

Фінансова нестабільність розвивається в геометричній прогресії під час проведення платіжних операцій між різними установами. Фінансові установи, які здійснюють операції через грошовий ринок, прагнуть зберегти ліквідність через платіжну систему. Відтак ці установи щодня зазнають зустрічного ризику, ризику ліквідності й ринкового ризику. Якщо, наприклад, у фінансової установи є сумніви відносно ліквідності та платоспроможності іншої установи, то це може призвести до скасування або затримки укладеної угоди. За такої ситуації високою є вірогідність виникнення подій, що подібні до банківської паніки, оскільки втрата впевненості у платоспроможності установи може уповільнити активність на грошовому ринку, спонукаючи вкладників швидко забрати свої кошти.

Крім того, мережі обробки платіжних систем подеколи перериваються, що викликає затримки платежів між фінансовими установами, створює труднощі для всіх учасників, а відтак призводить до системних проблем ліквідності. Установи, що тісно взаємопов'язані між собою, виявляються беззахисними перед потенційними проблемами, які зачіпають платіжні системи.

Нестабільність, яку може викликати платіжна система, не обмежується національним контекстом. Іноземні банки через свої філії у приймаючих країнах мають змогу проводити операції з місцевими установами. Таким чином, платіжні системи стають дедалі більше взаємозалежними і дисбаланс однієї з них може бути легко переданий іншій. Вони являють собою важливий канал, через який просочується ризик інфекції. Ця конфігурація надає платіжній системі міжнародного виміру.

Нестабільність фінансових ринків часто порівнюють із значним коливанням цін на активи, наслідки якого безпосередньо впливають на інвестиційні стратегії фірми, споживання і фінансове здоров'я учасників. Причини нестабільності у фінансових установах ті самі, що зумовлюють нестабільність цін на активи. Одна з причин – брак чи недостовірність інформації. Невпевненість у майбутніх темпах прибутковості ускладнює точну оцінку цін на активи. У разі інформаційного дефекту за основу ухвалення рішення береться пізнавальна раціональність. Її часто пов'язують із суб'єктивною вірогідністю, яка великою мірою залежить від очікуваного виконання. Головні пояснення нестійкості ринків можуть бути сформульовані на основі дослідження валютного та фондового ринків. Проте проблеми нестабільності подеколи виникають через появу нових трендів на ринку сировини і ринку нерухомості.

Нестабільність на валютному ринку залежить від курсу валюти, прийнятого органами державної влади. У випадку валютних проблем посилюється контроль з боку фінансових органів, тож нестабільність може з'явитися в разі відчутної зміни вартості національної валюти на зовнішньому ринку. Валютна криза виникає здебільшого тоді, коли учасники валютного ринку не довіряють стабільності національної валюти. Відтак вони намагаються ліквідувати свої валютні запаси (подібно до банківської паніки). Як наслідок, відбувається зниження вартості валюти, що призводить до втрати довіри до неї. Встановлення нового курсу валюти та підвищення процентних ставок має за мету стабілізувати інвестиції, але подібні дії можуть спричинити зниження вартості компаній і банків.

Починаючи з кризи 1930-х років і до кризи 2007 року, появу фінансових криз значною мірою зумовлювали фондові ринки. І справді, падіння цін на активи на фондових ринках та зменшення ліквідності можуть призвести до падіння великих за розмірами компаній і фінансових установ, чие фінансування тісно пов'язане із кредитними рин-

ками. До причин, які пояснюють походження нестабільності на фондових ринках, відносяться ірраціональна поведінка і нестабільність макроекономічної структури.

Раціональність агентів – основний постулат існування фондових ринків, що передбачає оцінку цін на активи, яка починається з основної вартості. Інформаційна ефективність сприяє рівновазі на фондових ринках. Проте існування вторинного ринку ставить під сумнів законність припущення про ефективність ринків. Дійсно, фондові ринки були створені, щоб перетворювати збереження на інвестиції, однак для гарантування ліквідності було необхідно розвинути вторинний ринок. Ця нова конфігурація, яка підтримує спекуляції, спонукала до відділення цін на активи від їх основної вартості й викликала надмірну мінливість кредитів. Подібна деформація цін відбувається через наслідувальні рухи, які призводять до «раціональної нелогічності». Це явище триває до появи шоку, який цілком змінює криву цін на активи, що негативно відбивається на вартості фірм із значними розмірами і фінансових фірм, повертаючи цінам їх внутрішню вартість.

Інше джерело нестабільності на фондових ринках – неочікувані макроекономічні коливання. Ціни на активи – майбутні проектування економічної продуктивності фірм. Погіршення макроекономічної або політичної ситуації веде до зміни сподівань економічної продуктивності на фондових ринках. Падіння цін на активи спричиняє зниження вартості фінансових установ. І навпаки, сприятливі макроекономічні умови можуть позитивно впливати на очікування агентів та спонукати до переоцінки вартості тих грошових кредитів, які здатні викликати появу епізоду фінансової нестабільності.

**Висновки.** Інтеграція міжнародних ринків капіталу та процеси глобалізації зумовили потребу в дослідженні причин, які викликають нестабільність у фінансовій системі. Широка мережа фінансових відносин, які сприяють зростанню взаємозалежності фінансових фірм і ринків, створює більше труднощів для однієї фірми, ринку або платіжної системи та поширюється на інші складові системи. Коливання цін на одному ринку швидко охоплює інші ринки в різних географічних районах або сегментах ринку.

Таким чином, у результаті проведеного дослідження з'ясовано, що кожен компонент фінансової системи – потенційне джерело фінансової нестабільності. Тому контролюючі органи повинні бути пильними і приділяти особливу увагу різним ендегним та екзогним шокам, які впливають на ці компоненти. Подальші дослідження проводитимуться в напрямі аналізу ролі центральних банків у подоланні фінансової нестабільності.

#### Література

1. Mishkin F. S. *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective* / F. S. Mishkin. – Chicago : National Bureau of Economic Research, Inc., 1991. – 3400 p.
2. Crockett A. *The theory and practice of financial instability* / Andrew D. Crockett. – Princeton : Essays in international finance. – 1997. – No. 203. – 52 p.
3. Franklin A. *Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices* / Allen Franklin, Douglas Gale. – New York : Journal of the European Economic Association. – 2004. – No. 2 (6). – P. 1015–1048.
4. Lagunoff R. *A Model of Financial Fragility* / Roger D. Lagunoff, Stacey L. Schreft. – Kansas City : Journal of Economic Theory. – 2001. – No. 99. – P. 220–264.
5. Abouch M. *Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks* / Mohamed Abouch, Saidi Abdessamad, Zakaria Firano. – Agdal : International Research Journal of Finance and Economics. – 2012. – Issue 84. – P. 76–94.
6. Minsky H. P. *Has Theory Of Systemic Fragility* / H. P. Minsky. – New York : Wiley, 1977. – P. 543–561.
7. Kindleberger C. P. *Handled, Panics and Crashes, has History Of Financial Crises* / C. P. Kindleberger. – New York : BASIC Books, 1978. – P. 102–123.
8. Williamson O. E. *Corporate Control and Behavior Business* / O. E. Williamson. – Prentice-Hall : Englewood Cliffs, 1970. – P. 90–102.
9. Diamond D. *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity* / D. Diamond, P. Dybvig. – Washington : Newspaper of Political Economy. – 1983. – No. 91. – P. 401–419.
10. Knight F. H. *Risk, Uncertainty And Profit* / F. H. Knight. – Boston : In Series Of Reprints Of Scarce Texts In Economics. – 1921. – No. 16. – P. 56–69.
11. Bernanke B. S. *Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of The Great Depression* / B. S. Bernanke. – Stanford : American Economic Review, 1983. – P. 257–276.

Стаття надійшла до редакції 25 червня 2012 року