

- економічна". Випуск 55.- Донецьк, ДонНТУ, 2003. – 256с. – С.76-82.
12. Статистичний щорічник Хмельницької області за 2001р. / Хмельницьке обласне управління статистики. – Хмельницький, 2002. – 459с.
13. Про стан і тенденції розвитку малих

підприємств в Україні //Статистичний бюлетень: Держкомстат України, 2003.

14. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки/ Пер. з англ. І.Дзюб. – К.: Основи,2000. – 198 с.

Стаття поступила в редакцію 06.01.2004

**О.В. ТАРАСЕНКО,**  
ДонНТУ

## ВИМІРЮВАННЯ ТРАНСАКЦІЙНИХ ВИТРАТ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.

Фондовий ринок у світі розглядається як важливий інструмент впливу на діяльність відкритих корпорацій. Це можна пояснити тим, що інформація про ефективність того чи іншого способу використання обмежених ресурсів розпилена між економічними агентами, а ринок збирає та транслює цю інформацію через ціни. Крім того, навіть у ідеальній економіці існує асиметрія інформації між ринковими агентами, тому інвестор повинен платити за ризик. Фондовий ринок через можливості портфельних інвестицій, диверсифікації та похідних фінансових інструментів дає можливість зменшити плату за ризик. Однак самі по собі створення акціонерних товариств та фінансовий ринок не здатні забезпечити ефективний рух ресурсів. Необхідно створити відповідні правила гри та механізми, які б забезпечували виконання цих правил.

Але у сучасних умовах фондовий ринок в Україні не відіграє провідної ролі. Українські компанії коштують мізерні долі того, чого вони б коштували за умов розвинутого фондового ринку. Це відображає впевненість ринку в тім, що менеджери компаній мають можливості по виводу прибутків, які формально належать акціонерам.

Крім того, можна висунути гіпотезу про те, що трансакційні витрати використання цього інституту для координації діяльності ринкових агентів та зменшення гостроти конфліктів з приводу розподілу до-

ходів через взаємовигідний обмін є зависокими. Концепція трансакційних витрат є на сьогодні однією з центральних у новій інституціональній теорії. Однак у процесі аналізу актуальною стає проблема відсутності загальноприйнятої методики кількісної оцінки трансакційних витрат як у масштабах економіки в цілому, так і на фондовому ринку. Розробка такої методики дозволить більш ґрунтовно вивчати умови та альтернативні напрямки еволюції суспільної системи, проаналізувати характер трансформації якої зазнає інституціональне середовище.

Аналізу трансакційних витрат на фондовому ринку присвячували свої роботи Х. Демсец[1], Т. Лоеб, Х. Столл, Р. Веллі, Р. Бардвай, Л. Брукс, Б. М. Коллінз, Ф.Фабоцці [2], які розробили методологічні основи аналізу трансакційних витрат на прикладі фондового ринку США. Серед українських дослідників можна відмітити роботи С. Архіреєва та Я. Зінченка [6], які проаналізували трансакційні витрати формування та розвитку фондового ринку України. Однак поки методику аналізу трансакційних витрат на фондовому ринку не можна вважати загальноприйнятою. Тому проблему розробки комплексного методологічного підходу до вимірювання трансакційних витрат поки що не можна вважати такою, що вирішена.

Автор статті ставить за мету визначити структуру трансакційних витрат на

©О.В. Тарасенко,2004

фондовому ринку України, дати їхню кількісну оцінку на прикладі Першої фондової торгівельної системи (далі – ПФТС) та визначити фактори, які впливають на їхню величину.

Серед інтегральних витрат, якими займається економічна наука, розрізняють два типи витрат:

- трансформаційні витрати, тобто «production costs» - «виробничі витрати»;
- трансакційні витрати, тобто «transaction costs».

Трансформаційні витрати можна назвати «виробничими витратами» лише умовно, тому що в значимі виробничі витрати входять і трансформаційні, і трансакційні витрати. Проте для розрізнення ми будемо їх так називати, розуміючи під «production costs» трансформаційні, а не інтегральні витрати. Помітимо, що для трансформаційних витрат устояного позначення немає.

Трансформаційні витрати є витрати, що супроводжують процес фізичної зміни матеріалу, у результаті чого ми одержуємо продукт, що має визначену цінність. У ці витрати входять не тільки витрати обробки матеріалу, але і витрати, пов'язані з плануванням і координацією процесу виробництва, якщо останній стосується технології, а не взаємин людей.

Трансакційні витрати є витратами, що забезпечують перехід прав власності з одних рук в інші й охорону цих прав. На відміну від трансформаційних витрат, трансакційні витрати не пов'язані із самим процесом створення вартості. Вони забезпечують трансакцію. Можна сказати, що трансформаційні витрати створюють блага, властивості яких мають цінність для індивіда або колективного агента економіки (підприємства, фірми, асоціації). Наприклад, стіл, послуга лікаря або автомобіль мають безпосередню цінність. В очищеному вигляді трансформаційні витрати створюють цінності. А в що вкладаються трансакційні витрати? В інституціональній теорії існує декілька визначень.

Уперше це поняття ввів Рональд Коуз. У своїй статті «Природа фірми» (1937) [8] він визначив трансакційні витра-

ти як витрати функціонування ринку. До цього економічною теорією передбачалося, що ринок безкоштовний, що агенти ринку нічого в нього не вкладають, що ціновий механізм забезпечує координацію, доведення сигналів до агентів ринку абсолютно безкоштовно або за такими цінами, якими можна знехотити. Коуз пояснює факт існування фірми наявністю значних витрат функціонування цінового механізму. За Коузом, фірма виникає тоді, коли агентські витрати, пов'язані з тим, що ти довіряєш щось своїм агентам, менше, ніж витрати функціонування ринку, тобто трансакційні витрати.

Коуз протиставляв трансакційним витратам, що він відносив тільки до ринку, так звані «агентські витрати», що виникають усередині фірми. Природно, що в рамках фірми люди, найняті нами, починають поводитися, переслідуючи власні інтереси, і за ними треба доглядати. Тому щораз особа опиняється перед вибором: або створити фірму, або найняти когось як постійного працівника, або вийти на ринок і забезпечити виконання цієї роботи на основі ринкових механізмів.

За визначенням Ерроу, трансакційні витрати – це витрати, що виникають, коли індивіди обмінюють свої права власності в умовах неповної інформації або підтверджують них у тих же умовах (підтвердження прав власності - захист тих прав власності, що у вас є зараз). Коли люди обмінюються правами власності, вони вступають у контрактні відносини. Коли вони підтверджують своє право власності, вони не вступають ні в які контрактні відносини, право в них уже є, але вони захищають його від нападок третіх осіб. Вони бояться, що їхні права власності будуть порушені третьою стороною, тому витрачають ресурси на захист цих прав (наприклад, будують огорожу, утримують поліцію і т.п.).

Також трансакційні витрати розглядаються як вартість ресурсів, які спрямовуються на створення і використання інституцій (Фуруботн, Рихтер). Подібний підхід дозволяє аналізувати будь-які гос-

подарські системи та процеси трансформації цих систем.

А. Шастітко трактує трансакційні витрати як відносну цінність ресурсів, які використовуються для планування, адаптації та контролю за виконанням задач у різних структурах, які впорядковують відносини між економічними агентами, що обмінюються правами власності [10, с.551].

Таким чином, в даний час трансакційні витрати розуміються переважною більшістю вчених інтегрально, як витрати функціонування системи.

Одним з найважливіших питань, яке постає перед дослідниками трансакційних витрат, є питання про способи кількісної оцінки трансакційних витрат. Критики цього напрямку економічної теорії вказують на те, що трансакційні витрати взагалі неможливо вимірити через те, що емпірична перевірка результатів дослідження неможлива. Однак у неокласичній економічній теорії нікого не засмучує можливість побудови кривої попиту без вимірювання корисності. [5]

В економічній літературі існує два підходи до можливості кількісної оцінки трансакційних витрат: ординалістський та кардиналістський. Більшість дослідників у рамках нової інституціональної теорії використовує ординалістський підхід, пояснюючи зміни структури трансакцій в економіці чи галузі, появу нових гібридних форм інституціональних угод змінами у відносних трансакційних витратах [10, с. 292].

Разом з цим здійснено багато спроб дати кількісну оцінку трансакційних витрат у кардиналістському варіанті, тобто отримати такі кількісні дані, які показували б величину трансакційних витрат або їхню долю у валовому національному або валовому внутрішньому продукті, долю у ціні угоди або як суму необхідну для того, щоб угода відбулась.

Аналізуючи трансакційні витрати на Нью-Йоркській фондовій біржі як витрати використання біржі для забезпечення швидкого обміну цінних паперів на гроші, Х.Демсец [1, с.37] виділяв три елементи в складі трансакційних витрат:

- 1) комісійні брокерам;
- 2) спред;
- 3) податок за трансферт;

Автор методики під час аналізу трансакційних витрат пропонує абстрагуватися від податків, оскільки вони лише ускладнюють аналіз, не впливаючи на висновки. Крім того, податки не пов'язані безпосередньо з функціонуванням біржі. Більш того, останні плани податкової реформи в США передбачають відміну податку на доходи від продажу цінних паперів, таким чином ця стаття трансакційних витрат у США стає неактуальною.

Величина комісійних брокерам встановлюється на основі колективної угоди членів біржі як процент від ціни акції. Тому головну увагу при аналізі трансакційних витрат слід приділяти спреду.

Спред виникає як розрив між ціною, яку сплатив би або отримав би гравець, якщо чекав би укладення угоди за ціною, яка його влаштує, та ціною, що склалася.

Якщо  $P_p$  – ціна термінової купівлі акції;

$P_{pr}$  – ціна термінового продажу акції;

$P_p - P_{pr} = S$  – спред.

Тоді

$S/P_{cp} = (P_p - P_{pr})/P_{cp}$

можна розглядати як рівень трансакційних витрат при торгівлі акціями.

Користуючись вище наведеною методикою, підраховуємо величину спреда при торгівлі у ПФТС так званими блакитними фішками – акціями найбільш популярних емітентів на фондовому ринку. Розрахунки здійснювались на основі даних ПФТС, результати яких викладено у таблиці 1.

Таблиця 1

## Розрахунок рівня спреду в ПФТС.[3]

Назва емітента	19.04.03		19.05.03		S/Ср 19.04.03	S/Ср 19.05.03	Ср
	Ціна покупки (bid)	Ціна продажу (asked)	Ціна покупки (bid)	Ціна продажу (asked)			
Центренерго	0,94	0,99	0,95	0,99	2,59	2,06	2,33
Західенерго	19,75	24,15	20	23,7	10,02	8,47	9,24
Київенерго	3	4,8	3,75	4,8	23,08	12,28	17,68
НТЗ	1,6	3,75	2,4	3	40,19	11,11	25,65
Стирол	8,6	11	10	12	12,24	9,09	10,67
Донбасенерго	1	6	1	6	71,43	71,43	71,43
Укрнафта	22	23,7	21,85	23,3	3,72	3,21	3,47
Укртелеком	0,17	0,3	0,18	0,3	27,66	25,00	26,33
В середньому					23,87	17,83	20,85

Середній спред на ринку найпривабливіших акцій склав 20,85 % від вартості акції, що порівняно з аналогічними показниками на американському фондовому ринку: від 0,52% (для акцій компаній з найбільшою капіталізацією) до 6,55% (для акцій компаній з найменшою капіталізацією) – величина надмірна[10, с. 268].

Таким чином, можна відмітити, що через низьку ліквідність акцій використання фондового ринку для швидкого обігу акцій пов'язано з зависокими трансакційними витратами.

Далі можна висунути кілька гіпотез про взаємозв'язок трансакційних витрат використання фондового ринку та основних показників діяльності корпорації, такими як:

- загальна капіталізація компанії;
- сума укладених угод;
- ціна акції;
- рівень лістингу;

Для аналізу впливу цих чинників побудуємо економетричну багатофакторну модель лінійної регресії на основі даних веб-сайтів ПФТС та ІФГ "Сократ"[3,4]. Для побудови моделі було використано інформацію про результати торгів акціями 35 підприємств України у травні 2003 року.

$$Y = a_0 + a_1 \cdot X_1 + a_2 \cdot X_2 + a_3 \cdot X_3 + a_4 \cdot X_4,$$

Де  $Y$  – рівень трансакційних витрат (середньозважений спред);

$X_1$  - загальна капіталізація компанії;

$X_2$  - ціна останньої угоди по акції;

$X_3$  – обсяг угод (середній за 3 місяці);

$X_4$  – фіктивна змінна (1-перший рівень лістингу, 0 – другий чи третій).

Після проведення належних розрахунків отримуємо модель:

$$Y = 0,978 - 0,01847 \cdot \sqrt[3]{X_1} - 0,109 \cdot \sqrt[3]{X_2} - 0,011 \cdot \sqrt[3]{X_3} - 0,231 \cdot X_4$$

F-стат = 24,509; (Fкрит = 4,11 за 1% рівня значущості)[7, с.370]

$$R^2 = 0,777;$$

Результати моделювання свідчать про те, що за інших рівних умов збільшення капіталізації компанії, зростання обсягу угод призводять до зменшення спреду, тобто до зменшення трансакційних витрат користування фондовим ринком. Ці результати аналогічні тим, що отримані для американського фондового ринку. Висновок щодо зменшення спреду зі зростанням ціни акції суперечить світовій практиці, але для України це можна пояснити тим, що акції українських підприємств, які викликають зацікавлення в інвесторів, мають реальну ціну, в той час як акції, які майже нікого не цікавлять, коштують якусь формальну ціну, але угод за нею не відбувається впродовж значного часу. Крім того суттєвий вплив на обсяг трансакційних витрат має розміщення акцій товариства у першому рівні лістингу у торговій системі. Реєстрація за першим рівнем є на 100 гривень дорожчою, але це є певною рекламою акцій[3]. Таким чином, відбувається процес перебирання емітентом на себе частини трансакційних витрат ринкових гравців.

Отже, можна зробити висновок, що трансакційні витрати на фондовому ринку України залишаються надмірними. Це призводить до того, що дрібний акціонер не має реальної можливості позбутися акцій товариства, у якому його інтереси не захищено. Таким чином, такий важливий елемент зовнішнього контролю, яким є у світовій практиці фондовий ринок, в Україні не відіграє належної ролі. Зважаючи на тяжіння української моделі корпоративного управління до континентальних зразків, на перший погляд не слід особливо цим перейматися – контроль з боку юридичних чи фізичних осіб, які сконцентрували значні пакети акцій, за умов транзитивної економіки здається більш ефективним. Але заради підвищення ефективності корпоративного управління важливим є існування інституціональних альтернатив, мета-конкуренція інституцій як єдиний реальний шлях зниження трансакційних витрат у цьому секторі економіки.

Викладені у статті методичні підходи до оцінки трансакційних витрат вико-

ристання фондового ринку, які базуються на іноземному досвіді, дозволяють проводити більш обґрунтований аналіз витрат використання фондового ринку України для реалізації прав акціонерів та факторів, які впливають на рівень цих витрат. Обґрунтована оцінка трансакційних витрат на фондовому ринку України сприятиме визначенню шляхів підвищення впливу фондового ринку як важливого важеля корпоративного контролю над діяльністю українського корпоративного сектору, що сприятиме подальшому економічному зростанню в Україні.

### Література

1. Demsetz H. Cost of Transactioning // *Quarterly Journal of Economics*. 1968. V. 81. № 1., 33-53.
2. Ning Wang .Measuring Transaction Cost: An Incomplete Survey//<http://coase.org>
3. [www.pfts.kiev.ua](http://www.pfts.kiev.ua)
4. [www.sokrat.kiev.ua](http://www.sokrat.kiev.ua).
5. Zylbersztajn D. Costs of Business Formalization: Measuring Transaction Costs in Brazil // [www.isnie.org](http://www.isnie.org).
6. Архиреев С.И., Зинченко Я.В. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка Украины //Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Випуск 55. – Донецьк, ДонНТУ, 2003. –с.71-76.
7. Доугерти К. Введение в эконометрику.- М.: ИНФРА-М, 2001.-402с.
8. Коуз Р. Фирма, рынок и право.// [www.libertarium.ru/old/library/firm.html#2](http://www.libertarium.ru/old/library/firm.html#2)
9. Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи, 2000. – 198 с.
10. Шаститко А. Новая институциональная экономическая теория. М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002.- 591с.

Статья поступила в редакцию 14.01.2004