

formation of creative management that depend on internal and external factors that are divided into positive, negative, direct impacts and indirect effects. It is noted that the successful implementation of creative management at the enterprise managers should create a system of creative management. The author presented the main directions (organizational structure, human resources management system, management system Knowledge resources, creative organizational culture) and pidnapryamy Creative Management (selection of the personnel, support of creative groups of personnel, training, motivation, creativity, information management and knowledge formation and the development of creative cultural components of creative leadership) and the main problem that must be addressed to improve the organization's own creativity. Determined that the analysis of creative management involves: identifying objects of creative management evaluation system (goals, subjects and objects, methods and techniques of creative management, creative ideas and solutions, information and communication); specification of coefficients that describe the objects in the system of evaluation of creative management and their calculation; selection and analysis of the factors that influenced the actual state of creative management system (within the meaning of (economic and managerial factors) on the source of (internal and external factors) impact on the nature of the object (positive and negative factors of impact) on the power influence on the object (factors that strongly influence the object, the factors vital for the object) on the bonds of some factor other (factors that are directly related, factors having indirect contact with each other, factors unrelated)). It's showd factors which characterize the creative enterprise management system (coefficient of consistency purposes of the system of creative management, the implementation rate of the purposes of the system of creative management, coefficient scanning purposes in creative management system, etc).

УДК 336.761.6

ЗМІСТ ТА СТРУКТУРА ТРАНСАКЦІЙНИХ ВИТРАТ ФОНДОВОГО РИНКУ

ТАРАСЕНКО О.В.,
кандидат економічних наук, доцент,
Донецький державний університет
управління

У статті розглянуто особливості структури трансакційних витрат операцій на фондовому ринку на сучасному етапі; розроблено методологічні підходи, щодо скорочення трансакційних витрат використання фондового ринку.

***Ключові слова:** фондовий ринок, явні та неявні трансакційні витрати, спред.*

В статье рассмотрены особенности структуры транзакционных издержек операций на фондовом рынке на современном этапе; разработаны методологические подходы к снижению транзакционных издержек использования фондового рынка.

Ключевые слова: фондовый рынок, явные и неявные транзакционные издержки, спред.

The article deals with features and structure of stock market transaction costs. Developed methodological approaches to transaction costs of stock market reduction.

Keywords: stock market, explicit and implicit transaction costs, spread.

Постановка проблеми. Світовий фондовий ринок залишається важливим механізмом акумуляції та розподілу інвестиційних ресурсів. Через те, що використання цінового механізму не є безкоштовним, торгові операції на фондовому ринку супроводжуються транзакційними витратами. Величина та структура транзакційних витрат можуть суттєво впливати на прибутковість діяльності на фінансових ринках, а також суттєво обмежувати вибір інвестиційних стратегій. Отже, аналіз транзакційних витрат фондового ринку відіграє важливу роль у організації та планування біржової торгівлі та дає можливість розуміння поведінки її учасників.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Аналізу транзакційних витрат на фондовому ринку присвячували свої роботи Х. Демсец [1], М. Коллінз, Ф. Фабозці [2], які розробили методологічні основи аналізу транзакційних витрат. У роботах І. Домовица, Дж. Глена та А. Мадхавана [3], Ч. Джонса [4] здійснено кількісну оцінку елементів транзакційних витрат торгівлі на фондових біржах США та світу. Серед українських дослідників можна відмітити роботи С. Архіреєва та Я. Зінченка [5], які проаналізували транзакційні витрати формування та розвитку фондового ринку України,

Мета статті – визначити структуру транзакційних витрат фондового ринку та визначити шляхи їх скорочення.

Вклад основного матеріалу дослідження. Уперше поняття «витрати транзакцій» ввів Р. Коуз. У своїй статті «Природа фірми» (1937) він визначив транзакційні витрати, як витрати функціонування ринку. До цього економічною теорією передбачалося, що використання цінового механізму на ринку є безкоштовним, агенти ринку нічого в нього не вкладають, ціновий механізм забезпечує координацію, доведення сигналів до агентів ринку абсолютно безкоштовно або за такими цінами, якими можна зневажити [6].

У фінансовій економіці транзакційні витрати розуміються переважно як витрати інвестування у фінансові ринки, які включають у себе комісійні брокерам спред між попитом та пропозицією, податки на трансфер прав власності.

Розуміння того що витрати окрім трансформаційних мстять у собі ще якісь з'явилося у роботі Дж. Хікса (1935) «До питання про спрощення теорії грошей» у якій він розглядає транзакційний попит на гроші, хоча не називає його. Він вказує на те, що індивіди не схильні робити короткострокові інвестиції, які обіцяють невеликий прибуток, з одного боку через наявність

витрат пов'язаних з комісійними брокерам та іншими зборами та податками, а з іншого боку через те, що не бажають турбуватися з цього приводу [7, с. 4].

Вперше термін «транзакційні витрати» було застосовано у 1950 році у маловідомій статті Дж. Маршака «Раціональна поведінка, невизначеність та вимірювана корисність», у якій автор пов'язує «так звані транзакційні витрати» з витратами ресурсів для забезпечення процесу обміну [8, с. 115]. Хоча М. Клаес відмічає, що термін «транзакційні витрати» з'явився поза академічною середою, ймовірно у фінансовому секторі. Термін «транзакція» вперше зустрівся у 1647 році, отже випадково поняття «транзакційні витрати» могло б з'явитися і раніше середини ХХ ст. [9, с. 570].

Подальше поширення застосування терміну транзакційні витрати відбулося у роботах Тобіна та Баумоля, які трактували транзакційні витрати як витрати торгівлі [10; 11]. У рамках цього підходу транзакційні витрати трактуються як:

- витрати ресурсів, включаючи час, на збір, обробку, аналіз інформації, вимірювання, комунікацію, розробку контракту, консультації з юристами та іншими фахівцями;
- різницю між ціною попиту та ціною пропозиції на ринку [10, с. 575].

Х. Демсец (1968) у роботі «Витрати транзакцій», присвяченій вимірюванню транзакційних витрат на конкретному ринку визначає транзакційні витрати як витрати обміну правами власності. Для прикладу фондової біржі він уточнює це визначення наступним чином – це витрати, пов'язані з обміном прав власності на гроші на права власності на акції – та зазначає, що в залежності від того, що вважати транзакційними діями це визначення, а з ним й величину транзакційних витрат можна розширити або звужити [1, с. 35].

Наприклад, у даному випадку до поняття транзакційних витрат можна залучити витрати на створення активів, що обмінюються, а також витрати, пов'язані з отриманням інформації про ринок (вартість телефонних розмов, витрати на читання звітів брокерів, тощо).

Аналізуючи транзакційні витрати операцій з акціями на Нью-Йоркській фондовій біржі Х. Демсец виділяв три елементи в складі транзакційних витрат [1, с. 38]:

1. комісійні брокерам;
2. спред;
3. податок за трансферт.

При аналізі транзакційних витрат Х. Демсец пропонує абстрагуватися від податків оскільки вони лише ускладнюють аналіз, не впливаючи на висновки. Крім того податки не пов'язані безпосередньо з функціонуванням біржі.

Величина комісійних брокерам встановлюється на основі колективної угоди членів біржі як процент від ціни акції, зазвичай вельми незначний, і через це головну увагу при аналізі транзакційних 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 влаштовує, та ціною, що склалася.

Якщо Рп – ціна термінової купівлі акції;

$R_{пр}$ – ціна термінового продажу акції;

$R_{п-Р_{пр}}$ – S-спред.

Тоді $S/R_{спр}=(R_{п-Р_{пр}})/R_{спр}$ можна розглядати як рівень трансакційних витрат при торгівлі акціями.

Дещо інший підхід застосовано Дж. Константінідісом, який розглядає трансакційні витрати як витрати утримання ненульового грошового балансу, якщо він позитивний, він говорить про витрати утримання (від інвестування), якщо навпаки, негативний – то тоді існують витрати пов'язані зі штрафами за це у певній формі. Крім того він розрізняє постійні трансакційні витрати та пропорційні (змінні) [12].

Подібний підхід застосовано Дж. Феррісом до аналізу трансакційних витрат торгового кредиту. З одного боку, товар може бути поставлено раніше обумовленого терміну і з цим пов'язані витрати утримання, а з іншого боку – товар може бути поставлено пізніше ніж було домовлено і це призводить до витрат, пов'язаних зі штрафними санкціями. Однак Дж. Ферріс вказує на чітку різницю між трансакційними витратами, які пов'язує з недосконалою інформацією про майбутнє та витратами, пов'язаними з мірами перестороги [13, с. 265].

Важливо відмітити, що автор пропонує методологію оцінки порівняльної ефективності торгового кредиту, тобто інституції. Він порівнює вигоди пов'язані з застосуванням торгового кредиту з додатковими витратами на енфорсмент і якщо приведена вартість перших перевищує приведену вартість останніх, то ця інституція (у даному випадку торговий кредит) застосовується.

Більш складний підхід продемонстровано у роботі Б. Коллінза та Ф. Фабоцці. За їхньою схемою:

- трансакційні витрати = постійні витрати + змінні витрати;
- постійні витрати = комісійні + податки + винагороди за трансфер;
- змінні витрати = витрати виконання + альтернативні витрати;
- витрати виконання = витрати пов'язані з впливом на ціни + витрати вибору часу проведення операції на ринку;
- альтернативні витрати = очікуванні результати - реальні результати
- витрати виконання - постійні витрати.

Витрати, які пов'язані з впливом на ціни, відбивають рух цін на актив, який є результатом торгів плюс спред між ціною попиту та пропозиції для гравців на ринку. Витрати вибору часу проведення операції на ринку відбивають рух цін під час трансакції, тобто між її початком та завершенням, пов'язаний з трансакціями інших учасників ринку [2].

Взагалі, робіт з вимірювання трансакційних витрат у сфері фінансової економіки досить багато. Це можна пояснити з одного боку наявністю спеціалізованого бізнесу з аналізу трансакційних витрат для професійних інвесторів, а з іншого – наявністю загальноприйнятого розуміння того, що є трансакційні витрати, та поширеної інформації для аналізу, яку досить просто отримати.

На сучасному етапі у структурі трансакційних витрат торгових операцій на фінансовому ринку можна виділити:

- явні витрати (комісії брокерів, біржові збори, податки);

- неявні витрати (ринкові спреди, витрати впливу на ринок, альтернативні витрати).

Явні витрати є видимою частиною витрат торгівлі, які можуть бути визначені до початку торгової операції. Однак, наприклад, комісійні брокерів окрім витрат безпосередньо пов'язаних зі здійсненням угод на ринку, містять витрати на дослідження, аналітику та вдосконалення технології торгівлі, що ускладнює вимірювання явних витрат.

Серед неявних витрат значну долю займають ринкові спреди. Спред пов'язаний з компенсацією витрат постачальника ліквідності (маркетмейкера, ділера або спеціаліста) та складається з наступних компонентів:

- витрати виконання біржових наказів – природна компенсація зусиль постачальника ліквідності, який фактично купує певний цінний папір та перепродає його за вищу ціну клієнту;

- витрати контролю за структурою портфелю цінних паперів – компенсація за додатковий ризик постачальника ліквідності, через те, що необхідність виконання наказів учасників ринку вимагає наявності у його портфелі цінних паперів, відмінних від оптимальних з точки зору бажаного співвідношення ризику до прибутку;

- витрати несприятливого відбору – витрати, які існують через наявність на ринку торговців, яким доступна певна приватна інформація, яка дозволяє точніше оцінювати вартість певних фінансових інструментів та здобувати додатковий прибуток за рахунок інших учасників ринку. Для компенсації збитків постачальник ліквідності збільшує серед.

Наступний елемент неявних витрат – це витрати впливу на ринок, які можна оцінити як різницю між ціною фінансового інструменту, за якою відбулася угода, та передаюча ціна за умови, що угоди б не було. Зазвичай витрати впливу на ринок є тим більшими, чим більшою є розмір угоди та видимістю угоди для інших учасників ринку.

Останній елемент неявних витрат – це альтернативні витрати або втрачена вигода від змін цін на фінансові інструменти у процесі реалізації торгової операції. Альтернативні витрати можна поділити на три групи:

- операційні альтернативні витрати – витрати пов'язані з часовим розривом між моментом, коли було прийнято рішення здійснити ринкову угоду та моментом часу, коли брокер отримує відповідний наказ;

- витрати неоптимального моменту здійснення угоди – витрати, пов'язані з часовим розривом між моментом отримання брокером наказу та фактичним моментом його виконання;

- витрати нездійснених угод – виникають тоді, коли за певних причин брокеру не вдалося виконати наказ клієнта.

Величина трансакційних витрат торгових операцій на фондовому ринку має стійку тенденцію до скорочення, хоча і досі залишається значною. Наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі за останнє сторіччя відносна величина трансакційних витрат скоротилася майже у вісім разів [4, с. 45].

Дослідження засвідчують, що у співвідношення явних та неявних трансакційних витрат торгових операцій у світі переважають явні витрати, які складають приблизно дві третини усіх трансакційних витрат. Однак, фондовий

ринок США є виключенням. На американських біржах у середньому неявні трансакційні витрати перевищують 60 % усіх трансакційних витрат [3]. Це пов'язано зі скороченням явних витрат завдяки технологічним інноваціям та покращенню інституційного забезпечення торгівлі.

Глобалізація фінансових ринків, зростання конкуренції серед торгівельних майданчиків, запровадження систем автоматизованої торгівлі призводять до подальшого скорочення трансакційних витрат та збільшенню, особливо це стосується ринків, що розвиваються.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Отже, можна зробити низку узагальнень.

По-перше, у структурі трансакційних витрат на фондовому ринку можна виокремити дві значні групи: явні та неявні трансакційні витрати.

По-друге, явні витрати мають більший потенціал до скорочення за рахунок інновацій у сфері організації торгівлі та поліпшення інституціонального забезпечення.

По-третє, неявні трансакційні витрати можна скоротити за рахунок збільшення кількості учасників торгівлі, обсягів торгівлі та запровадження автоматизованих торгових систем.

Скорочення трансакційних витрат розширює можливості ефективного перерозподілу фінансових ресурсів у економічній системі та сприятиме глобальному економічному зростанню.

Література:

1. Demsetz H. Cost of Transacting // Quarterly Journal of Economics. – 1968. V.82. – №1. – pp. 33-53.
2. Collins B., Fabozzi F.A methodology for measuring transaction costs // Financial Analysts Journal. – 1991. – Vol. 47. – pp. 27-36.
3. Domowitz, I., Glen, J. and Madhavan, A. (2001), Global Equity Trading Costs, Research Paper, Investment Technology Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.504.5485&rep=rep1&type=pdf>
4. Ch. Jones A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs – 2002 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: 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.
5. Coase R. The Nature of Firm // Economica. – 1937. – Nov. – №4. – p. 386- 405.
6. Hicks, J.R., A Suggestion for Simplifying the Theory of Money, Economica, 2 (N.S.) – 1935. – pp. 1-19.
7. Marschak J. Rational Behavior, Uncertainty Prospects, and Measurable Utility // Econometrica, 18, 1950. – pp.111-141.
8. Klaes M. The birth of the concept of transaction costs: issues and controversies // Industrial and Corporate Change. – 2000. – 9(4) – pp. 567-93.
9. Tobin J. The Interest-Elasticity of Transactions Demand for Cash // The Review of Economics and Statistics. – 1956. – Aug. – Vol. 38. – No.3. – pp. 241-247.

10. Baumol W. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach // The Quarterly Journal of Economics. – 1952. – Vol. 66. – No. 4. – pp. 545 -556.

11. Constantinides G. Stochastic Cash Management with Fixed and Proportional Transaction Costs // Management Science. – 1976. – Vol. 22., No.12. – pp. 1320-1331.

12. Ferris J.A. Transactions Theory of Trade Credit Use // The Quarterly Journal of Economics. – 1981. – May – Vol.96. – No. 2. – pp. 243-270.

World stock market is an important mechanism for the accumulation and distribution of investment resources. Because of the usage of the price mechanism is not free, the stock market trading is accompanied with transaction costs.

The size and structure of the transaction costs can significantly affect the profitability of trading and limit the choice of investment strategies. Transaction costs analysis of the stock market plays an important role in the organization and planning of trading and enables understanding of the behavior of its members.

For the first time the concept of «transaction costs» was introduced by R. Coase. In «The Nature of the Firm» (1937) he defined transaction costs as costs market functioning. Prior to that economics assumed that usage of the price mechanism is free.

In the financial economics transaction costs are primarily understood as the cost of investing in financial markets, which include commissions to brokers spread between supply and demand, taxes on transfer of property rights. The transaction costs of trading in the financial market include:

explicit costs (commission brokers, stock exchange fees, taxes);

implicit costs (market spreads, market impact costs, opportunity costs).

The globalization of financial markets, increased competition among trading platforms, introduction of automated trading leads to further reduction of transaction costs, especially in emerging markets. The explicit costs have a greater potential of reduction at the expense of innovation in the field of trade and the improvement of institutional support. Implicit transaction costs can be reduced by increasing the number of participants in trading volume of trade and the introduction of automated trading systems. Reducing transaction costs enhances the efficiency of reallocation of financial resources in the economy and promote global economic growth.