

**Ганна Миколаївна КАЛАЧ**

кандидат економічних наук, доцент,  
декан факультету економіки та оподаткування,  
Національний університет Державної податкової служби України  
E-mail: a.n.kalach@gmail.com

**СУТНІСТЬ ТА МЕТОДИ ОЦІНКИ ТРАНСАКЦІЙНИХ ВИТРАТ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Калач, Г. М. Сутність та методи оцінки трансакційних витрат на фондовому ринку [Текст] / Ганна Миколаївна Калач // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 17. – № 1. – С. 132-138. – ISSN 1993-0259.

**Анотація**

**Мета.** Обґрунтування наукової гіпотези щодо необхідності виокремлення і вимірювання трансакційних витрат як важливого інституційного чинника ефективності фондового ринку, визначення основних типів трансакцій, факторів, які впливають на величину трансакційних витрат, та уточнення методів їх вимірювання.

**Методи.** Для дослідження сутності, типів та функцій трансакцій на фондовому ринку застосовувалась методологія інституціонального аналізу. Для оцінки рівня трансакційних витрат на фондовому ринку України використовувались ординалістський метод, який передбачає ранжування трансакційних витрат за ступенем їх значущості, і кардиналістський, який полягає у вартісній оцінці витрат на різних рівнях економіки: мікрорівні, мезорівні, макрорівні. Для аналізу інформаційної відкритості ринку було використано метод порівняльного аналізу.

**Результати.** Досліджено сутність трансакційних витрат на фондовому ринку та методи їх кількісної оцінки. Розкрито зміст та функції основних типів трансакцій, основні чинники, які впливають на рівень трансакційних витрат. Визначено, що для вибору джерел залучення капіталу доцільно використовувати ординалістський підхід до аналізу трансакційних витрат, для вартісної оцінки рівня витрат більш перспективним є кардиналістський метод. Для зменшення рівня трансакційних витрат запропоновано змінити модель розкриття інформації емітентів цінних паперів.

**Наукова новизна.** На основі використання методології інституціонального аналізу доведено, що трансакційні витрати є важливим чинником ефективності фондового ринку. Уточнено трактування сутності трансакції на фондовому ринку як сукупності дій (взаємодії) економічних суб'єктів у процесі відчуження і привласнення прав на цінні папери, розкрито їх функції. Запропоновано визначення трансакційних витрат фондового ринку як витрат учасників ринку на проведення трансакцій з цінними паперами, які виникають в умовах невизначеності та асиметрії інформації.

**Практична значущість.** Пропозиції стосовно зміни моделі інформаційної відкритості фондового ринку можуть зменшити витрати учасників ринку на пошук достовірної інформації і трансакційні витрати.

**Ключові слова:** трансакційні витрати; фондовий ринок; методи оцінки трансакційних витрат.

**Ganna Mykolayivna KALACH**

PhD in Economics, Associate Professor,  
Dean of the Faculty of Economics and Taxation  
National University of the State Tax Service of Ukraine  
E-mail: a.n.kalach@gmail.com

**THE NATURE AND METHODS OF THE EVALUATION OF THE TRANSACTION COSTS ON THE STOCK MARKET**

**Abstract**

**Purpose.** The scientific hypotheses about the necessity of allocating and measuring of transaction costs as an important institutional factor of efficiency of the stock market is grounded. The main types of transactions and the

---

factors that influence on the amount of transaction costs are identified. The methods for their measuring are clarified.

**Methodology.** The methodology of the institutional analysis is used for consideration of essence, types and functions of transactions on the stock market. The ordinal method, which involves ranking of transaction costs according to their relevance, and the cardinal method, which involves the valuation of the costs in different levels of economics: micro, mezzo, macro levels, are used for the estimation of level of transaction costs on the Ukrainian stock market. The method of comparative analysis is used for the analysis of the information transparency of the market.

**Results.** The essence of transaction costs on the stock market and their quantitative estimation methods are considered in the article. The content and functions of the major types of transactions and the main factors affecting the level of transaction costs are revealed. It is determined that in order to select sources of raising of capital it will be appropriate to use the ordinal method of the analysis of transaction costs. For the evaluation of the level of costs it will be more appropriate to use the cardinal method. In order to reduce transaction costs it is offered to change the model of information disclosure of securities issuers.

**Scientific originality.** Based on the methodology of institutional analysis it is proved that institutional costs are an important factor in the effectiveness of the stock market. The interpretation of the essence of transactions on the stock market is clarified. It is considered as a set of actions (interaction) of economic subjects in the process of alienation and the attribution of rights to securities. Their functions are revealed. It is proposed to define transaction costs of the stock market as costs of market participants to conduct transactions with securities that occur in conditions of uncertainty and information asymmetry.

**Practical value.** Proposals as for the change of the model of the information transparency of the stock market can reduce the costs of market participants for the search of reliable information and the transaction costs.

**Keywords:** transaction costs; stock market; evaluation methods of transaction costs.

**JEL classification:** D82, D47

---

### Вступ

Відповідно до класичної теорії корпоративних фінансів «головним завданням фондового ринку є розподіл прав власності на запаси капіталу в економіці» [1, с. 383], а розподіл цих прав здійснюється за допомогою контрактних взаємовідносин між учасниками ринку. Сучасний досвід функціонування фондового ринку свідчить про тенденцію до зростання кількості контрактних взаємовідносин та рівня транзакційних витрат, пов'язаних з структуризацією та регламентацією розподільчих відносин, це підтверджує актуальність предмета дослідження. Виокремлення транзакційних витрат фондового ринку як окремого об'єкта дослідження дозволить поглибити теорію транзакційних витрат та виробити практичні рекомендації щодо їх оптимізації.

Дослідження транзакцій як феномена ринкової економіки здійснювали представники багатьох наукових шкіл, проте основний внесок у розробку цієї теорії транзакційних витрат зробили представники інституціоналізму Х. Демсец, Дж. Р. Коммонс, Р. Коуз, Д. Норт, проблему кількісного вимірювання транзакційних витрат досліджували Г. Демсец, Дж. Уолліс, російський вчений А. Шастітко, вітчизняні дослідники М. Вергуненко, О. Тарасенко та інші.

Аналіз наукових публікацій показав недостатність глибоких теоретичних напрацювань щодо визначення та типізації транзакційних витрат на фондовому ринку, ідентифікації основних чинників, які визначають рівень цих витрат, та брак досліджень методів їх вимірювання.

### Мета статті

Метою статті є обґрунтування наукової гіпотези щодо необхідності виокремлення і вимірювання транзакційних витрат як важливого інституційного чинника ефективності фондового ринку, визначення основних типів транзакцій, уточнення методів вимірювання та визначення чинників, які впливають на величину транзакційних витрат.

### Виклад основного матеріалу дослідження

Упродовж тривалого панування неокласичної теорії роль транзакційних витрат недооцінювалася. Неокласичні моделі ефективного фондового ринку виходили з тези, що інститути ринку є стабільними, на ринках відсутні ризики, які пов'язані з невиконанням контрактів, «правила гри» однакові для всіх учасників, інформація є однаково доступною для всіх учасників, а ціни відображають усю доступну інформацію.

На відміну від неокласиків, Д. Норт [2] зазначав, що ефективним може бути лише ринок з нульовими транзакційними витратами, що передбачає неперсоніфікований обмін. Проте обмін завжди здійснюється між конкретними учасниками, тому при укладанні контрактів важливе значення мають неринкові

---

чинники, такі, як репутація контрагента, його надійність, історія виконання ним угод, отже персоніфікований обмін, доступ до інсайдерської інформації можуть породжувати маніпуляції з ринком, і збільшення трансакційних витрат, пов'язаних з оцінкою ризику.

У найбільш загальному вигляді трансакційні витрати – це цінність ресурсів, які витрачаються на здійснення трансакцій. Уперше поняття трансакційних витрат ввів Р. Коуз у своїй статті «Природа фірми», він визначив їх як витрати функціонування ринку, які пов'язані з вивченням ринку, проведенням переговорів, укладанням контрактів, забезпеченням їх виконання і так далі. Р. Коуз зазначав, що для забезпечення процесу обміну з'являтимуться спеціалісти – дилери і брокери. Саме витрати такої діяльності він назвав трансакційними витратами. [3, с. 11-12] За визначенням К. Ерроу, трансакційні витрати – це витрати, які виникають, коли індивіди обмінюють свої права власності в умовах неповної інформації або підтверджують їх у тих самих умовах. [4, с. 53-68]

Серед сучасних науковців також не спостерігається суперечливих позицій щодо визначення трансакційних витрат, зокрема А. Шастітко трактує останні як витрати ресурсів (грошей, часу, праці тощо) для планування, адаптації і контролю за виконанням зобов'язань індивідів у процесі відчуження та привласнення власності і свобод, що прийняті в суспільстві [5, с. 138].

Таким чином, трансакційні витрати розуміються переважною більшістю науковців як витрати функціонування ринку. Під трансакційними витратами фондового ринку ми розуміємо витрати учасників на проведення трансакцій з цінними паперами, що виникають в умовах невизначеності та асиметрії інформації.

В інституційному середовищі фондового ринку можна виокремити такі функції трансакцій:

- інформаційного інструментарію (публічна інформація про емітентів, стандарти інформації, рейтингові агентства), що зменшує інформаційну невизначеність для учасників обміну;
- зменшення ризиків та їх наслідків (хеджування, страхування, гарантії);
- передбачуваності і зрозумілості операцій (стандарти здійснення операцій та укладання угод);
- створення стандартних правил і обов'язкових вимог (щодо діяльності професійних учасників ринку, котирування цінних паперів);
- скорочення витрат, які пов'язані з оцінкою альтернатив і вибору (наявність рейтингових агентств, розрахунок індексів).

За допомогою цих функцій трансакції забезпечують рух, регулювання, перерозподіл та координацію матеріальних, фінансових та інформаційних потоків на фондовому ринку і мінімізують вплив трансакційних витрат на очікувані вигоди.

Розуміння змісту трансакційних витрат, умов їх виникнення, значення з погляду ефективності використання ресурсів засновано на понятті «трансакція». О. Вільямсон наводить таке визначення: «трансакція відбувається тоді, коли товар або послуга переходить від завершальної точки одного технологічного процесу до вихідної точки іншого, суміжного з першим. Одна стадія діяльності закінчується і починається інша» [6, с. 689]. Трансакція – це не обмін товарами, а відчуження і привласнення прав власності і свобод, прийнятих у суспільстві.

Д. Коммонс виокремлював три типи трансакцій: торгової, раціонування і управління.

У дослідженні торгової трансакції важливим є вивчення робочих правил обміну та їх неперервності. «Робочі правила завжди беруться до уваги, тому що вони є очікуваннями того, що учасники можуть, повинні або зробити, або не зробити, або того, що їм дозволено або не дозволено зробити під впливом колективної дії» [7]. Таким чином, сукупність дій учасників обміну є технологічним процесом, а сама трансакція – взаємодією між економічними суб'єктами.

Якщо застосовувати це положення до фондового ринку, то трансакцією на фондовому ринку є сукупність дій (взаємодії) економічних суб'єктів під час проведення торгової трансакції. Іншими словами, трансакцію можна розглядати як економічний маршрут, який містить виконання певних дій у процесі відчуження і привласнення прав на цінні папери.

Сучасний фондовий ринок є великою інформаційною системою, більшість угод на цьому ринку укладається в режимі реального часу за допомогою спеціального програмного забезпечення, які передбачають наступний економічний маршрут (дії):

- електронна маршрутизація наказів на купівлю-продаж цінних паперів (передача наказів користувачів у систему за допомогою електронних засобів);
- автоматичне виконання трансакцій (трансформація наказів в угоди);
- розповсюдження попередньої інформації (про ціни купівлі-продажу і розмір торгового лоту) електронним способом;
- реєстрація угоди в депозитарії.

Тобто з позиції аналізу торгової трансакції ринок є нейтральним, а ефективність взаємодії учасників (результат процесу) залежить від початкових умов розподілу інформації, а також від критеріїв її інтерпретації економічними суб'єктами, що беруть участь у цьому процесі.

---

---

Трансакція раціонування передбачає перерозподіл повноважень між учасниками ринку спільним органом, що виконує функцію специфікації прав власності, володіє недоступною для більшості інформацією в разі її асинхронного існування. Такий спільний орган (інституція) за рахунок спеціалізації та професіоналізації зменшує трансакційні витрати і перетворює їх у доходи від своєї діяльності. Це робить більш ощадливими для учасників трансакції такі процедури, як обмін інформацією, захист інтересів, механізм відповідальності, одержання кваліфікації. На фондовому ринку такою інституцією є, наприклад, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

У трансакції управління ключовими є відносини підпорядкування, які є наслідком асиметричних прав суб'єктів трансакції, отже, об'єктом трансакції управління є поведінка однієї із сторін відносин. Р. Коуз стверджував про існування принаймні двох механізмів координації: цінового механізму розподілу ресурсів та організаційного механізму, який заснований на принципі ієрархії, згідно з яким використовується влада. Зростання трансакційних витрат усередині інститутів та між ними призводить до необхідності державі виконувати певні трансакції шляхом державного санкціонування специфікації прав. Найбільш ефективними інститутами специфікації прав є законодавчі норми, що визначають необхідність чинити дії згідно з законом. Таким чином, трансакція управління завершує становлення інституційного статусу учасника ринку.

Державна трансакція управління виникає як інституційна реакція на збільшення витрат обміну між різними інститутами. Поки недержавні інститути самі справляються зі своїми внутрішніми конфліктами на основі власних правил, норм і стандартів діяльності, вони не мають потреби в загальній інституалізації своєї діяльності за допомогою держави, але на певному етапі розвитку останні втрачають можливість самостійно упорядковувати свої відносини, унаслідок чого відбувається невиправдане зростання трансакційних витрат. Тоді з'являється необхідність накладання на певний інститут більш сильної системи обмеження у вигляді санкціонованих і захищених державою норм і правил поведінки з метою упорядкування його внутрішніх зв'язків. Водночас інститути можуть використовувати державні трансакції для створення штучних вхідних бар'єрів, які б забезпечували їм монопольне становище та рентоорієнтовану поведінку. У таких випадках держава покликана зняти протиріччя між різними інститутами з урахуванням їх інтересів та суспільної вигоди.

Однією з найскладніших проблем економічної теорії є вимірювання і прогнозування трансакційних витрат.

Методи розрахунку трансакційних витрат обґрунтовані в роботах зарубіжних вчених Г. Демсеца, У. Меклінга, Дж. Уоліса, спроби кількісної оцінки трансакційних витрат містяться в працях таких вчених, як А. Шастітко, О. Тарасенко. Але, незважаючи на велику кількість робіт, запропоновані в них методики дають лише приблизні оцінки величини витрат через відсутність окремого обліку трансакційних витрат ведення бізнесу та відповідних статистичних даних.

Основні методи оцінки трансакційних витрат можна поділити на ординалістський та кардиналістський. Більшість дослідників нової інституціональної теорії використовує ординалістський підхід, пояснюючи зміни структури трансакцій в економіці або в галузі заміщенням внутрішньфірмових трансакцій ринковими і навпаки, появу нових гібридних форм інституційних угод змінами у відносних трансакційних витратах.

Ординалістський метод передбачає ранжування трансакційних витрат за ступенем їх значущості, при цьому кожен з дослідників звертає увагу на найбільш цікаві з його точки зору, елементи: інформаційні витрати, витрати моніторингу за поведінкою агента, витрати впливу. Ординалістський метод прийнятний для порівняння джерел залучення капіталу і вибору оптимального варіанта інвестування за критерієм трансакційних витрат. Проте цей метод не дає змоги суб'єкту ринку оцінити вартість залучення капіталу з урахуванням трансакційних витрат у грошовому еквіваленті.

Водночас здійснено багато спроб дати кількісну оцінку трансакційних витрат за допомогою кардиналістського методу. Кількісні методи є більш перспективними, оскільки у структурі та динаміці трансакційних витрат як на мікро-, так і на макрорівні знаходять відображення: стан конкурентних процесів та нормативно-правового регулювання, рівень правової культури, інституціональна організація, співвідношення ризику і прибутковості різних активів, ефективність корпоративного управління.

Дослідження підходів до вартісного оцінювання трансакційних витрат у межах кардиналістського методу дає змогу стверджувати, що на сьогодні не існує загальноприйнятої методики їх розрахунку, але можна виділити три групи методів для різних рівнів економіки, а саме: мікрорівня; мезорівня; макрорівня.

На мікроекономічному рівні найбільш придатною щодо можливості практичного застосування в Україні є класифікація трансакційних витрат за методом, запропонованим Ернандо де Сото [8], який пропонує об'єднати в окрему групу витрати укладання контракту та захисту прав власності і позначити їх терміном «ціна підпорядкування закону», до цієї групи він відносить: витрати на реєстрацію

---

підприємства (юридичної особи), отримання ліцензій, відкриття рахунку в банку, отримання юридичної адреси та виконання інших формальностей; витрат продовження діяльності у межах закону, пов'язаних з необхідністю сплати податків; виконання вимог закону у сфері трудових відносин, сплати судових витрат у межах легальної судової системи.

Дослідження факторів, які визначають рівень трансакційних витрат на макрорівні, вперше було зроблено Д. Норттом та Дж. Уоллісом. Для оцінки трансакційних витрат на макрорівні вчені запропонували використовувати поняття трансакційного сектору. Вони внесли в цей сектор оптову та роздрібну торгівлю, страхування, банківський сектор, операції з нерухомістю, витрати на апарат управління в інших галузях, витрати держави на судову та правоохоронну діяльність. Зростання державного трансакційного сектору, на думку дослідників, має подвійну природу, з одного боку, через те, що державні органи не зазнають впливу конкуренції і не мотивовані зменшувати витрати, з іншого – збільшення кількості контрактів вимагає зростання діяльності держави щодо забезпечення прав власності. М. Вергуненком розроблено методичку оцінки та дослідження трансакційних витрат в економіці України, що відштовхується від методичного підходу Д. Нортона та Дж. Уолліса. За оплатою праці середньорічна частка трансакційного сектору України складає 43,9 %, за валовим прибутком – 48,5 %, за ВВП – 41,3 %, за доходами -27,1 % [9].

Першу спробу кількісної оцінки трансакційних витрат на мезорівні зробив Х. Демсец, об'єктом аналізу була Нью-Йоркська фондова біржа як засіб забезпечення швидкого обміну цінними паперами й титулами власності. Вчений виокремив три елементи в складі трансакційних витрат при здійсненні обміну через біржу: комісійні брокерам, спред, податок на трансферт.

Х. Демсец абстрагувався від податків, тому що вважав, що вони не пов'язані безпосередньо з діяльністю біржі і лише ускладнюють розрахунок. При такому підході трансакційні витрати містять: комісійні брокерам (встановлюються як відсоток від угоди) та спред (розрив між ціною, яку сплатив би покупець, якщо чекав би укладання угоди за ціною, яка його влаштовує, та ціною, яка склалася на біржі).

Користуючись методикою Г. Демсеца, український вчений О. Тарасенко зробив розрахунки спреду при торгівлі в ПФТС [10]. Розрахунки показали, що середній спред на ринку найбільш ліквідних українських акцій становить 20,85 %, у той час, як на американському фондовому ринку – 0,52 % (для акцій з найбільшою капіталізацією). Таким чином, через низьку ліквідність акцій, використання біржі для швидкого обігу акцій пов'язано з високими трансакційними витратами.

О. Тарасенко також розробив моделювання впливу на рівень трансакційних витрат таких показників діяльності корпорацій, як: капіталізація акцій, сума укладених угод, ціна акції, рівень лістингу. Результати моделювання показали, що за інших рівних умов збільшення капіталізації компанії, зростання обсягу угод призводять до зменшення спреду, отже, до зменшення трансакційних витрат. Дослідник також зазначає, що суттєвий вплив на рівень трансакційних витрат на організованому ринку акцій має розміщення акцій товариства у першому рівні лістингу, ці витрати перебирає на себе емітент акцій.

Х. Демсец зазначає, що величина трансакційних витрат «може бути високою порівняно з вигодами через «природні» труднощі здійснення трансакцій або через причини правового характеру». Величина трансакційних витрат «природного» характеру, на думку дослідника, є оберненопропорційною до активності здійснення трансакцій. Він зазначає, що на величину трансакційних витрат при обміні правами на фондовій біржі впливають такі фактори: кількість гравців на ринку; кількість угод; кількість ринків; ціна паперу.

Оскільки трансакція визначається як відчуження прав власності, можна зробити висновок, що «причинами правового характеру» є так звані «жмут прав», який називається специфікацією прав власності. Якщо специфікація прав не встановлена, це називається розмиванням прав власності, наслідком якої є зменшення мотивації до ефективного використання власності та раціонального використання ресурсів.

Специфікація прав власності в Україні характеризується переважанням права управління, що характеризує її як номенклатурну форму власності. Наслідком недостатньої специфікації прав власності є зростання ролі держави в контексті перерозподілу ВВП (з 15-25 % на початку ХХ ст. до 35-55 % - наприкінці сторіччя). Таким чином, держава контролює значну частку «жмуту» прав власності приватних підприємств.

Слабка специфікація прав власності призводить до таких негативних наслідків:

- збільшуються трансакційні витрати обміну легально зафіксованими правочинностями, тому економічні суб'єкти вдаються до нелегальних форм специфікації прав власності, крайнім випадком якої є виведення активів із корпорації як об'єкта права в тіньову економіку або за кордон, це призводить також до гальмування ліквідного ринку акцій;

- 
- держава втрачає реальний вплив на підприємства, які формально цілком або частково знаходяться у державній власності, що призводить до втрат державного бюджету внаслідок зловживань вищого менеджменту;
  - розмаїття форм власності стає формальним, оскільки усі вони не захищені достатньою мірою і не диференційовані. Номінальний власник, з одного боку, не має гарантій одержання повних вигод від формально приналежних йому ресурсів, а з іншого – не обов'язково несе усі витрати, що можуть виникати у процесі функціонування цих ресурсів, причому баланс потоків вирішальним чином залежить від зв'язків у владних структурах;
  - державні правочинності перетворилися на особливий вид активів, володіння якими дозволяє одержувати частину прибутку у вигляді своєї ренти, це негативно позначається на процесах розвитку приватного та корпоративного сектору, а отже – на розвиток фондового ринку.

Таким чином, недоліки специфікації прав власності суттєво збільшують трансакційні витрати та гальмують розвиток фондового ринку. Для подолання негативних явищ у цій сфері необхідно забезпечити чітку специфікацію прав власності, надійний захист прав власника на активи, що йому належать, надійний захист прав власності при їх легальній передачі іншому власнику.

На мікроекономічному рівні особливу увагу вчені звертають на розрахунки витрат пошуку інформації та попередження опортунізму. Перехід від економіки індустріального типу до постіндустріального передбачає значне посилення ролі інформації як важливого економічного ресурсу.

Світова практика знає дві моделі розкриття інформації на фондовому ринку:

- американська – базується на розкритті інформації учасниками ринку цінних паперів перед державним регулятором. Хоча Комісія з цінних паперів і бірж (SEC) встановлює стандарти розкриття інформації, проводить досить суворі перевірки, проте не перевіряє кожного звіту. Емітенти самостійно відповідають за їх якість, намагаючись залучити авторитетного аудитора, щоб у інвестора не було сумнівів у достовірності інформації. Водночас існує спеціалізована служба EDGAR On-line, яка надає послуги з обробки і систематизації інформації щодо звітності емітента, така послуга є платною і оплачується користувачами за підпискою;
- європейська – передбачає розкриття інформації емітентами перед організаторами торгів, який самостійно визначає ступінь публічності цієї інформації, її форму, а іноді і структуру змістової частини. Протягом 2002-2004 років ця модель зазнала значної трансформації у бік посилення ролі регулятора. У кількох європейських країнах паралельно діють системи розкриття інформації, що підтримуються організаторами торгів і регулятором.

В Україні вимоги щодо розкриття інформації встановлюються значною кількістю нормативно-правових актів, загалом нараховується більше 15 законодавчих та нормативних документів, які часто не відповідають одні одним. Така розпорошеність нормативних документів заважає учасникам ринку отримувати відповідну інформацію, призводить до її асиметрії та виникнення конфліктних ситуацій, а отже, збільшує трансакційні витрати агентів ринку.

Для удосконалення інформаційної відкритості українського фондового ринку пропонуємо:

- розробити та затвердити єдиний нормативний акт щодо забезпечення розкриття інформації про емітента перед НКЦПФР;
- змінити модель інформаційної відкритості шляхом запровадження подвійного розкриття інформації, за якою регулятор вимагає мінімум даних, а організатори торгів нарощують інформаційну цілісність в аналітичному аспекті (такі системи діють у Китаї, Гонконзі, Індії), але це можливо лише за умов формування Єдиної біржової фондової системи;
- удосконалити процес подання інформації емітентами. Національна система розкриття інформації повинна бути інтегрованою як вертикально, так і горизонтально. Доцільно створити загальний інформаційний портал, який би містив безкоштовну інформацію про емітентів, доступну для широкого кола користувачів.

### **Висновки та перспективи подальших досліджень**

За результатами проведеного дослідження можна зробити висновок, що найбільш прийнятними для вивчення трансакційних витрат на фондовому ринку є методологічні положення інституційної теорії, ключовим принципом якої є економія трансакційних витрат. Застосування цих положень дозволило визначити зміст трансакцій на фондовому ринку та їх основні функції. Проведений аналіз методів кількісної оцінки трансакційних витрат довів те, що ординалістський метод є прийнятним для порівняння джерел залучення капіталу та вибору оптимального варіанта інвестування. Для оцінки рівня трансакційних витрат у вартісному еквіваленті більш перспективним є кардиналістський метод. Визначено, що основними чинниками збільшення трансакційних витрат на фондовому ринку України є: слабка специфікація прав власності, низькі показники капіталізації ринку, незначні обсяги укладених угод з цінними паперами, інформаційна непрозорість ринку. Для розробки практичних рекомендацій

---

щодо шляхів зменшення трансакційних витрат на фондовому ринку та розширення теоретичних знань у цій галузі потребують подальшого наукового дослідження: стан конкурентного середовища учасників ринку, ефективність діяльності інститутів та інституцій фондового ринку, які забезпечують проведення трансакцій.

### Список літератури

1. Fama, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* [Текст] / Eugene F. Fama // *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association* New York, N. Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417.
2. Норт Д. *Институты, институциональные изменения и функционирование экономики* [Текст]: монографія, пер. с англ. А. Н. Нестеренко; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. — М. : Фонд экономической книги “Начала”, 1997. — 180 с. ISBN 5-88581-006-0.
3. Коуз Р. *Природа фирмы* / пер. с англ. Б. Пинскера: в сб. *Теория фирмы* // сост. В. М. Гальперин. — СПб. : Экономическая школа, 1995. — с. 11-32. — Серия «Вехи экономической мысли». — ISBN 5-900428-18-4.
4. Arrow, Kenneth. J. *The Potentials and Limits of the Market in Resource Allocation*. In: G. R. Feiwel (ed.). *Issues in Contemporary Microeconomics and Welfare*. London: Macmillan, 1985, p. 107-124.
5. Шаститко А. *Новая институциональная экономическая теория* [Текст]: монографія / А. Е. Шаститко; — 3-е видання перероб. і доп. — М. : Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002. — 591с. ISBN 5-7782-0435-3
6. Уильямсон О. *Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация* / О. Уильямсон ; пер. с англ. Ю. Е. Благова, В. С. Катъкало, Д. С. Славнова, Ю. В. Федотова, Н. Н. Цытович. — Спб. : Лениздат; CEV Press, 1996. — 702 с. ISBN 5-289-01816-6
7. Commons J. R. *Institutional Economics* / J. R. Commons // *American Economic Review*. — 1931. — Vol. 21. — P. 648 – 657.
8. Сото де Э. *Иной путь*. [Текст]: монографія, пер. с англ. Б. Пинскер: / Эрнандо де Сото. — М. : Catallazy, 1995. — 320 с. ISBN 978-5-901901-72-4
9. Wallis J. J., North D. C. *Measuring the transactional sector in American economy, 1870-1970*. -- In: *Long-term factors in American economic growth* [Текст] / J. J. Wallis, D. C. North. Ed. by Engerman S., Chicago, 1986.
10. Вергуненко М. *Аналіз рівня трансакційних витрат країни: тенденції і перспективи для України*. [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/Portal/SocGum/sver/200811/chapters/chapter/chapter1part12.pdf>.

### References

1. Fama, Eugene F. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, 25, 2, 383- 417.
2. Nort, Duglas. (1997). *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, trans. A. N. Nesterenko, Moscow, *Fond Ekonomicheskoy knigi “Nachala”*. (In Russian)
3. Coase, Ronald. (1937). *The Nature of the Firm*. — St. Petersburg : *Ekonomicheskaya shkola*.
4. Arrow K. J. (1985). *The Potentials and Limits of the Market in Resource Allocation*. *Issues in Contemporary Microeconomics and Welfare*. — London: Macmillan.
5. Shastitko, A. (2002). *New institutional economic theory*. — Moscow : *Ekonomicheskyy fakultet MGU*.
6. Williamson, O. (1996). *The Economic Institutions of Capitalism*. — St. Petersburg, Lenizdat. (In Russian)
7. Commons, J. R. (1931). *Institutional Economics*. *American Economic Review*, 21, 648-657.
8. Soto De Hernando. (1995). *The Other Path*. — Moscow: Catallazy. (In Russian)
9. Wallis, J. J. & North, D. C. (1986). *Measuring the transactional sector in American economy, 1870-1970*. - In: *Long-term factors in American economic growth*. — Chicago.
10. Vergunenko, M. (n.d.). *Analysis of the level of the countries' transaction costs: trends and prospects for Ukraine*. Retrieved October, 15, 2014, from : URL <http://www.nbuv.gov.ua/Portal/SocGum/sver/200811/chapters/chapter/chapter1part12.pdf>

Стаття надійшла до редакції 27.09.2014 р.