

- 9001:2008. – [б. м.] : Вид-во ISO, 2008. – 42 с.
3. Момот А. И. Возможности создания системы управления качеством в сфере услуг / А. И. Момот, Е. В. Мирошниченко, Л. Н. Мясук // Вісник Донецького університету. Сер. В «Економіка і право». – Донецьк : ДУ, 2006. – Вип. 2, т. 1. – С. 43–248.
4. Громова Л. А. Качество образования в контексте программы ЮНЕСКО «Образование для всех»: российское видение : рек. по результатам науч. исследований / Л. А. Громова, С. Ю. Трапицын, В. В. Тимченко ; под ред. акад. Г. А. Бордовского. – С.Пб. : Изд-во РГПУ им. А. И. Герцена, 2006. – 340 с.

УДК 336.2

## СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНІ ЗРУШЕННЯ НА ВТОРИННОМУ РИНКУ ОВДП В УКРАЇНІ (2010–2012 РР.) ТА ЇХ НАСЛІДКИ

О. В. Процько

Після початку фінансової кризи у 2008 р. в умовах обмеження доступу до зовнішніх фінансових ринків і «замороження» траншів МВФ Україна як позичальник змушений був розвивати внутрішній ринок державних цінних паперів. Заходи щодо розміщення облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) активно підтримав Національний банк України та державні банки. Однак із метою подальшого розвитку ринку через зростаючі потреби у фінансових ресурсах необхідно розбудовувати ліквідний вторинний ринок.

Унаслідок зміщення пріоритетів боргової політики держави, змін законодавства та низки подій на фондовому ринку України в останні роки істотно зросла роль сегмента ринку державних цінних паперів для всієї фінансової системи України. У цій статті досліджено основні якісні та кількісні зрушення, які відбулись на ринку, в контексті посилення його функціональної спроможності в національній економіці.

Метою дослідження є аналіз основних тенденцій розвитку вторинного ринку державних цінних паперів України та обґрунтування напрямів його вдосконалення.

Враховуючи структурно-функціональні деформації національного фінансового ринку, стан державних фінансів, до основних функцій вторинного ринку державних цінних папе-

рів, які найбільш затребувані в нинішніх обставинах, відносяться:

- *Забезпечення ліквідності*: зростання обсягів розміщень державних цінних паперів і відповідне зростання обсягів вторинного ринку ДЦП, кількості та якості його учасників, розбудови ринкової інфраструктури. В Україні держава розміщує ДЦП через первинних дилерів. Отже, попит на первинному ринку ДЦП є похідним від попиту на вторинному ринку. Унаслідок цього держава з високоліквідним вторинним ринком ДЦП здатна без значних перевитрат залучити додаткові фінансові ресурси у разі необхідності. Розвинутий вторинний ринок є гарантією ліквідності цінного паперу, тобто інвестор має змогу вийти з кредитних відносин у будь-який час без значних для себе втрат. Для держави це означає можливість зменшити свої витрати на обслуговування таких залучень через зниження ризикової премії при їх розміщенні.

- *Індикативна*: обсяги операцій на ньому, розмір дисконту та ставка дохідності є індикаторами очікувань учасників ринку. Використовуючи такі данні, держава отримує можливість коригувати свою боргову політику щодо необхідності викупу своїх зобов'язань, зміни параметрів нових розміщень тощо.

- *Регулююча*: НБУ через операції на відкритому ринку має змогу вдосконалити управ-

ління грошовою масою, регулювання інфляції, впливати на валютний курс, формувати рівень дохідності на цінні папери тощо.

Після піку фінансово-економічної кризи накопичення ринкового внутрішнього державного боргу в Україні дало стрімкий імпульс для розвитку вторинного ринку державних цінних паперів (ДЦП): обсяги торгівлі на вторинному фондовому ринку у 2010–2012 рр. зросли з 257,3 млн од. до 470,2 млн од., або у 1,83 разу [4]. Крім того, протягом п'яти останніх років розвиток вторинного ринку сприяв створенню інституту первинних дилерів, конвертації бюджетних зобов'язань у державний борг шляхом випуску ПДВ-ОВДП у вересні

2010 р., фінансування банківських установ і державних підприємств через випуск ОВДП, зниження довіри до сегмента корпоративних цінних паперів, зміна законодавства щодо оподаткування операцій за цінними паперами.

З кінця 2010 – на початку 2011 р. в Україні відбувається поступове зростання частки біржових угод на вторинному ринку ДЦП. Фокусування на даному сегменті основних торговельних майданчиків і активізація конкуренції між ними призвели до створення сприятливих умов для розвитку біржової торгівлі. У травні 2013 р. 70 % угод купівлі-продажу були укладені на біржовому ринку, що становили 52 % загального обсягу операцій на ринку (рис. 1):

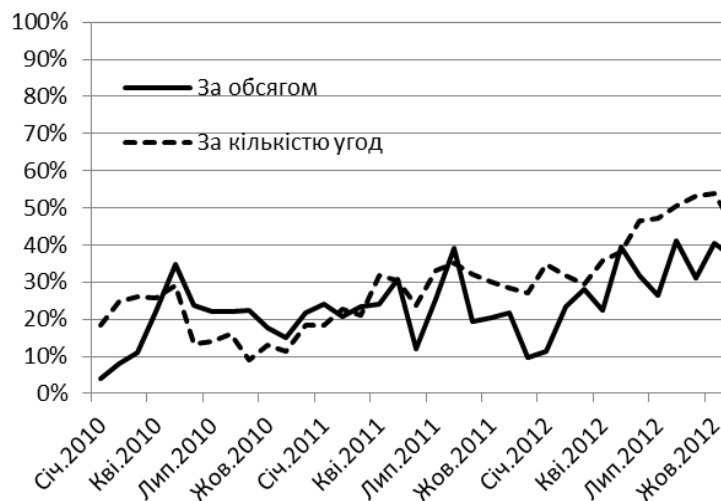


Рис. 1. Частка біржового ринку на вторинному ринку державних цінних паперів [4]

Крім того, з жовтня 2011 р. спостерігається зниження середнього розміру угод на біржовому ринку по відношенню до позабіржового. Середній розмір угоди на позабіржовому ринку у 2,2 рази більший за розмір угоди на біржовому ринку. І хоча частка адресних операцій залишається на рівні 90 % [6], ліквідність біржового ринку державних цінних паперів підвищується.

Про зростання ліквідності біржового ринку державних цінних паперів свідчить і збільшення відношення обсягів організованого вторинного ринку державних цінних паперів до обсягу ОВДП, що знаходяться в обігу: якщо у 2010 р. воно становило 40,44 %, у 2011 р. – 64,29 %, то у 2012 р. – вже 80,38 %.

З іншого боку, після кризи значно знизилася обсяги торгівлі корпоративними цінними паперами. Основним фінансовим інструментом на фондовому ринку стають ОВДП. Крім того, останнім часом в Україні відбулися значні зміни у оподаткуванні операцій з цінними паперами. Згідно зі змінами до Податкового кодексу України [1], ставка податку на прибуток з операцій з цінними паперами знизилася з 21 до 10 % та був введений акциз 1,5 % на позабіржові угоди, 0,1 % – для позабіржових угод з цінними паперами, що включені до біржового списку, а також 0 % – для цінних паперів, які торгуються на біржі та за якими розраховується біржовий курс. Під дію акцизу не підпадають державні та

муніципальні цінні папери, інвестиційні сертифікати та цінні папери фінансових установ, які належать державі або державним банкам.

2011 р. обсяги торгів на фондовому ринку становили 2,15 трлн грн [2], з яких лише 235 млрд грн припало на організований ринок. Крім того, 358,3 млрд грн, або 30,1 % – це

векселі, а 567,48 млн грн, або 26 % – позабіржові акції (рис. 2).

Зміни в законодавстві були спрямовані на вирішення таких основних завдань: усунення можливостей для схем з оптимізації податків і виведення капіталу закордон; наповненню державного бюджету; зростанню частки організованого ринку.

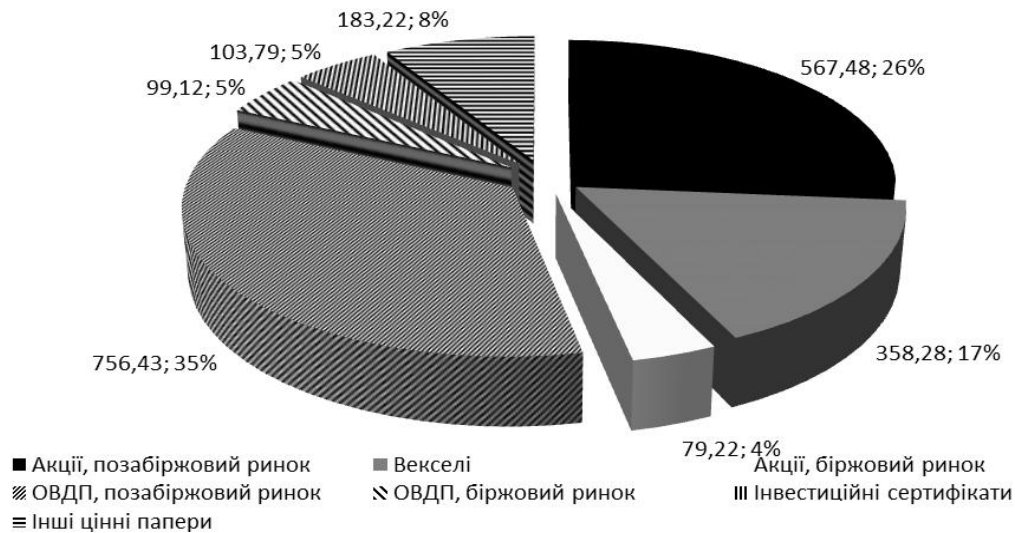


Рис. 2. Структура угод на фондовому ринку України у 2011 р. у розрізі фінансових інструментів, % [2]

Унаслідок податкових новацій наприкінці 2012 р. відбулося зниження активності на біржовому ринку. Активні торги відбувалися тільки на ринку ОВДП, у січні – лютому обсяги торгів на ньому становили біля 75–80 %

операцій на біржах (рис. 3), у березні становив рекордні 13,48 млрд грн. Вільна ліквідність була спрямована на ринок ДЦП, оскільки учасники ринку намагалися уникати ризиків, пов'язаних з неточностями законодавства.

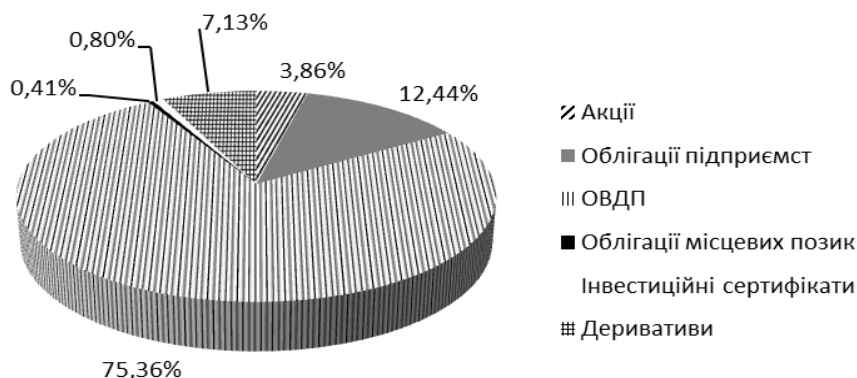


Рис. 3. Обсяги біржових операцій із цінними паперами наприкінці 2012 р. [5]

Щодо динаміки обсягів торгів у розрізі торговельних майданчиків, то до липня 2012 р. лідерство було за ФБ і ПФТС, яка підтримува-

ла торгівлю на 5–8 млрд грн на місяць (рис. 4). Втім, активне просування своїх послуг по операціях з ОВДП ФБ «Перспектива» призвело

до переходу на цей майданчик основних гравців на ринку: Укрексімбанку 5 грудня 2011 р. і Ощадбанку 1 червня 2012 р. Серед інших при-

чин зміни лідерства на ринку варто наголосити на тривалому конфлікті між акціонерами ПФТС у другій половині 2012 р. [3].

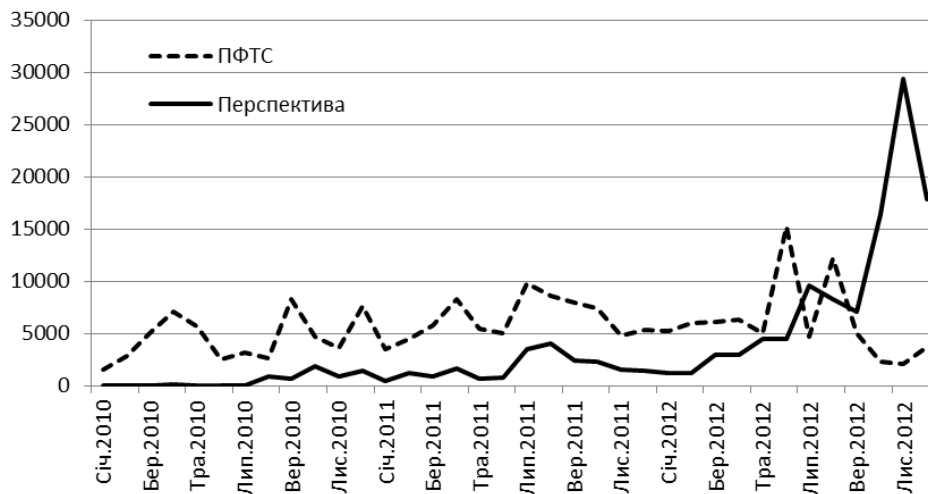


Рис. 4. Динаміка обсягів торгів державними цінними паперами на ФБ «ПФТС» і ФБ «Перспектива» (млн грн) [7, 8]

У структурі обсягів торгівлі обох торговельних майданчиків операції з ОВДП посідають перше місце. На ПФТС протягом 2010–2012 рр. частка операцій з ОВДП залишалася на рівні 70–90 % загального обороту і тільки за рахунок втрати своїх позицій у сегменті у

2013 р. знизилась до 60 % (рис. 5). ФБ «Перспектива» протягом 2012 р. почала активно відвойовувати сегмент ОВДП, унаслідок цього частка операцій з ОВДП і на ній становить 80–90 % загального торговельного обороту.

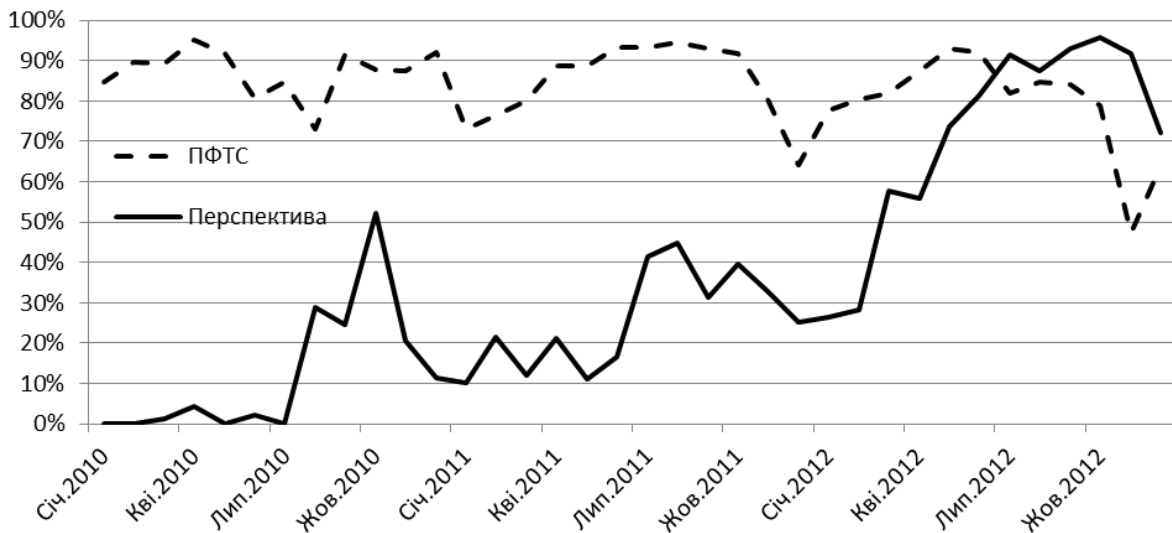


Рис. 5. Частка державних цінних паперів у торговельному обороті торговельних майданчиків [7, 8]

У ході розвитку торговельних систем і загострення конкуренції дві біржі продовжують упроваджувати нові технології торгів: тех-

нологія нетингу (взаємозалік здійснюється без реального руху грошових коштів і цінних паперів протягом дня), можливість викорис-

тання для торгівлі блокування цінних паперів замість грошей (тобто торговцям надається ліміт на купівлю цінних паперів під заставу цінних паперів), створення біржового маркет-мейкера для підняття ліквідності певної групи цінних паперів.

Останнім часом зазнала змін і структура строковості цінних паперів на вторинному ринку (рис. 6). Перш за все варто виокремимо

зниження частки довгострокових технічних цінних паперів, яка на початку 2010 р. становила більше 50 % операцій. Щодо ринкових цінних паперів, то їх строковість також зросла: якщо у 2010 – у першій половині 2012 р. вони становили 35–60 % місячного обсягу операцій, то наприкінці 2012 р. їх частка коливалась у межах 15,2–22 %.

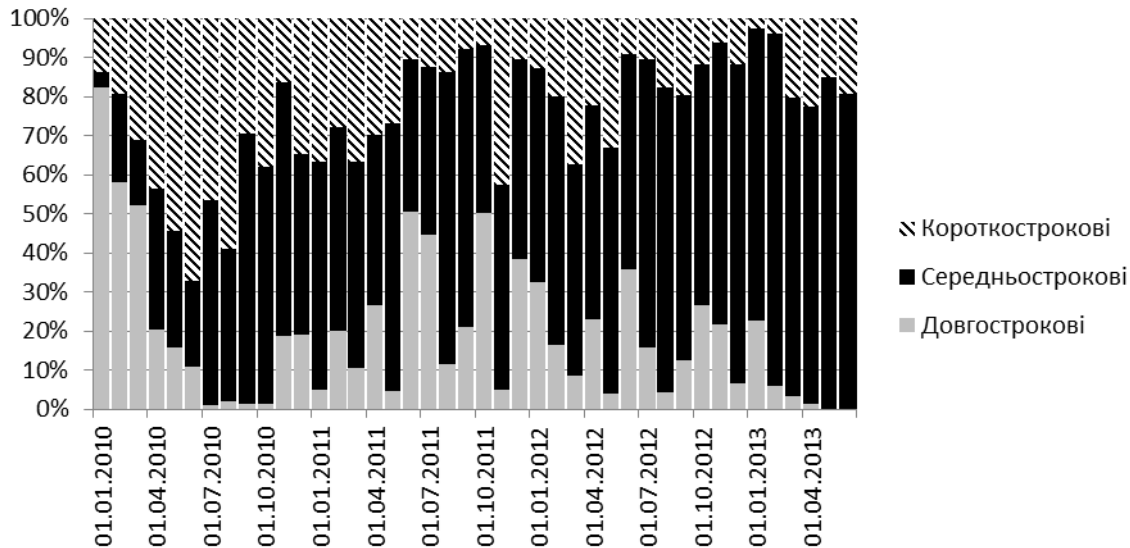


Рис. 6. Структура вторинного ринку за строковістю державних цінних паперів [4]

Таким чином, це дослідження показало, що державні цінні папери після кризи стали основним інструментом на фондовому ринку України. Основними факторами такої тенденції є:

- накопичення внутрішнього державного боргу;
- зниження довіри до корпоративних цінних паперів;
- зміни податкового законодавства;
- інституціональні зміни ринку ОВДП.

Зростання інтересу суб'єктів фондового ринку до цих інструментів було підтримано провідними біржовими майданчиками, які також сфокусувалися на підтримці операцій у цьому сегменті ринку. Зростання конкуренції між ФБ «ПФТС» і ФБ «Перспектива» позитивно впливає на подальший розвиток біржового сектора ринку ОВДП як у вигляді дояльних тарифів для учасників, так і розвитку торговельних систем. Разом з тим ключовим фактором розвитку для них залишається

побудова ефективних відносин з основними гравцями на ринку.

Поряд зі зростанням біржового сегмента варто відмітити підвищення ліквідності самого ринку, і хоча основні обсяги угод залишаються адресними, обсяги операцій із технічними та короткостроковими паперами скорочуються.

Очевидно, що у період післякризового відновлення, крім своїх основних функцій, вторинний ринок державних цінних паперів буде відігравати ключову роль у підтримці та стимулюванні розвитку інфраструктури фінансового ринку України загалом, що є позитивною тенденцією.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення

- адміністрування податків і зборів [Електронний ресурс] : Закон України № 5519-17 від 06.12.2012. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>. – Назва з екрана.
2. Український фондовий ринок у 2011 році [Електронний ресурс] : Звіт НКЦПФР. – Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf). – Назва з екрана.
  3. Максимчук Н. ПФТС возглавил Игорь Селецкий / Максимчук Н. // Коммерсантъ. Украина. – 04.02.2013. – № 16.
  4. Національний банк України. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня, 01.07.2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/files/vtor\\_rin.xls](http://www.bank.gov.ua/files/vtor_rin.xls). – Назва з екрана.
  5. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня – лютого 2013 року» [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку : [офіц. веб-сайт]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/images/icon-pdf.png>. – Назва з екрана.
  6. «Перспектива» не намерена внедрять институт маркет-мейкерів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bin.ua/news/finance/finances/134427-perspektiva-ne-namerena-vnedryat-institut-market.html>. – Назва з екрана.
  7. Підсумки торгів ФК ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/trade-results>. – Назва з екрана.
  8. <http://www.pfts.com/uk/trade-results>. – Назва з екрана.
  9. Результати торгів ФК Перспектива [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/Trade/CommonRate.aspx>. – Назва з екрана.

УДК 330.341.1

## ПРОЦЕС ПОДОЛАННЯ ТРУДНОЩІВ СТВОРЕННЯ ІННОВАЦІЙ

### З. В. Юринець, кандидат економічних наук

Важливим чинником успішної конкурентної діяльності підприємства є його спроможність і ефективність втілення інновацій. У зв'язку з наданням підприємствам самостійності у формуванні власної системи інноваційного менеджменту, підвищився рівень складності управління їхньою ефективністю. Щоб підняти ефективність інноваційної діяльності, потрібно поглиблено дослідити структуру і характер дії перешкод такій діяльності. Щоб зрозуміти ці аспекти, необхідно провести типологію явищ, подій і ситуацій, що перешкоджають процесу створення інновацій, упровадження значних змін у розв'язанні проблемних ситуацій, що склались на вітчизняних підприємствах [2, с. 31–38].

Вагомий науковий внесок у дослідження проблем створення інновацій у сучасних умовах розвитку економіки України зробили: Ю. М. Бажал, В. І. Вернадський, Н. Д. Кон-

дратьєв, С. І. Кравченко, Н. В. Краснокутська, О. Є. Кузьмін, П. Т. Савлук, Д. М. Черваньов, П. Н. Завлін, В. Г. Мединський, Р. А. Фатхутдінов, І. Ансоф, Б. Санто, М. Портер, А. Томпсон, Й. Шумпетер та ін. Проте й наразі актуальними залишаються питання дослідження перешкод створення інноваційної продукції, зокрема явищ, подій і ситуацій, які ці перешкоди зумовлюють.

Цілі статті полягають в аналізі перешкод створення інновацій в організаціях, здійсненні класифікації явищ, подій і ситуацій, які породжують перешкоди на шляху втілення інновацій і запропонувати модель процесу трансформації труднощів створення інновацій, використання якої дасть змогу менеджерам виробити рекомендації для покращення інноваційного процесу.

Перешкоди – це прояв негативних внутрішніх і зовнішніх впливів, які стають на заваді