

## **ПРОБЛЕМИ ОРГАНІЗАЦІЇ ТА УПРАВЛІННЯ ПЕРВИННИМ РИНКОМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

*У статті висвітлено проблеми організації та управління первинним ринком державних цінних паперів на основі створення системи первинних дилерів та фінансових посередників.*

*Ключові слова: цінні папери, боргові зобов'язання, комерційні банки, фінансові посередники, державний борг, ліцензування, дилери, ринок цінних паперів.*

Основна мета управління державним боргом полягає в тому, щоб як можна дешевше задовольняти потребу уряду в запозиченні коштів. Для досягнення цієї мети як первинний, так і вторинний ринки повинні бути широкими й ефективними, а вторинний ринок, якщо це можливо, – ще й глибоким і ліквідним. Існує кілька способів досягнення даної мети, однак більшість країн обирають певну сукупність фінансових фірм для виконання ролі фахівців-посередників на ринку державних цінних паперів між органами державної влади, з одного боку, і ринком – з іншого. Як правило, такі фірми називають первинними дилерами або “творцями ринку” (“market-makers”). На ринку державних цінних паперів у Великобританії вони відомі як “творці ринку цінних паперів із золотим обрізом” чи ГЕММС (“gilt-edged market-makers” – GEMMS), а у Франції їх називають фахівцями з цінних паперів Казначейства (СВТ) (SVTs). (Термін “цінні папери з золотим обрізом” використовується для позначення державних цінних паперів).

Організація системи первинних дилерів тісно пов'язана з діяльністю органів державної влади з реалізації ринкової грошово-кредитної політики, створення надійно функціонуючого грошового ринку і дотримання стабільної та передбачуваної емісійної політики.

У більшості країн з перехідною економікою система первинних дилерів створюється на основі існуючих комерційних банків відповідно до “універсальної банківської моделі”. Первинні дилери не обов'язково повинні бути незалежними фірмами, що працюють з цінними паперами відповідно до “англосаксонської” моделі.

Інститути первинних дилерів існують уже тривалий час в Канаді, Франції, Італії, Іспанії, Великобританії, США, де право працювати з державними цінними паперами надається на особливих умовах, а видана в такий спосіб ліцензія час від часу переглядається.

На відміну від цієї практики в Австралії, Німеччині, Японії, Нідерландах і Новій Зеландії не існує офіційно призначуваних первинних дилерів, хоча ряд фінансових фірм неофіційно співпрацюють з урядовими організаціями у питаннях розподілу та розвитку ринку державних цінних паперів.

Запроваджуючи інститути первинних дилерів з продажу державних цінних паперів, органи державної влади мають на меті виконання трьох основних завдань:

- 1) забезпечити максимальну участь в аукціонах з продажу державних цінних паперів учасників фондового ринку, які гарантують високу активність цього ринку та дозволять забезпечити високі ціни на цінні папери;
- 2) поліпшити ліквідність вторинного ринку, що потім повинно стимулювати роботу первинного ринку і, в остаточному підсумку, поліпшувати умови фінансування дефіциту Державного бюджету. Ліквідність ринку обов'язково підвищується, якщо існують активні “творці ринку”, які візьмуть на себе зобов'язання встановлювати за вимогою постійні ціни купівлі та продажу. Якщо така система діє ефективно, то вона дозволяє керуючому боргом, тобто центральному банку, який на початковому етапі становлення ринкової економіки є єдиним “творцем ринку”, поступово відмовлятися від цієї ролі. Це пов'язано з тим, що створення ринку державних цінних паперів не вважається функцією центрального банку, оскільки можуть виникнути певні протиріччя в реалізації основних цілей грошово-кредитної політики в рамках його операцій на грошовому ринку. У будь-якому випадку центральний банк не повинен підривати позиції і потенційну прибутковість первинних дилерів. Окрім того, центральний банк, зазвичай, не бажає піддавати себе ризикам, пов'язаним зі створенням такого ринку;
- 3) забезпечити розвиток конкуренції. Якщо іноземним фірмам дозволяють бути первинними дилерами, то вони можуть принести із собою на ринок додатковий капітал і, створюючи додаткову конкуренцію, сприяти зниженню комісійних або скороченню різниці між цінами заявки і пропозиції, зменшуючи тим самим вартість здійснення угод на вторинному ринку та стимулюючи в такий спосіб розвиток первинного ринку.

У більшості країн при відборі кандидатів використовуються схожі вимоги, яким вони повинні відповідати, перш ніж одержати дозвіл працювати первинними дилерами. Зазвичай, це є вимоги до

обсягу чистого капіталу або власних коштів; про мінімальний розмір капіталу для початку діяльності та про більш високий рівень показника, встановлений для відображення фактичної чи перспективної питомої ваги фірми в обороті ринку та оцінки органами державної влади ризиків, закладених у бізнес-план.

Офіційне визнання певної організації первинним дилером означає необхідність дотримання нею ряду зобов'язань по відношенню як до первинного, так і до вторинного ринку. До основних зобов'язань включають наступні:

1. Керуючий державним боргом зобов'язує первинних дилерів робити заявки на аукціонах щоб забезпечити розміщення державних цінних паперів. У деяких країнах устанавлюється мінімальна кількість цінних паперів, які первинні дилери зобов'язані викупити у визначений період часу (як правило, за один рік), що звичайно співвідноситься з розміром фірми або її питомою вагою в обороті вторинного ринку. В інших країнах існує загальне зобов'язання, що не має кількісних параметрів, – “творці ринку”, які здійснюють операції з центральним банком, викуплять усі нові серії цінних паперів, або через тендер, аукціон, подачу заявок на відповідну кількість цінних паперів і/або невиставлення заявок за межами реального цінового діапазону зі свідомим наміром програти конкурс. Очевидно, що ступінь виконання даного зобов'язання, контрольований центральним банком чи відомством по керуванню боргом, може відрізнятись в різних країнах і в окремо узятій країні з часом.

2. Первинні дилери зобов'язані гарантувати ліквідність на ринку державних цінних паперів. Природа даних вимог розрізняється і може змінюватись від загальних і точно не встановлених зобов'язань забезпечувати ліквідність через постійну присутність на ринку до дуже конкретних вимог, що встановлюють максимальну різницю між цінами покупки і продажу за конкретними обсягами і типами цінних паперів. Великобританія знаходиться всередині цього діапазону, зобов'язуючи ГЕММС встановлювати за вимогою й у будь-яких комерційних умовах постійні і реальні ціни купівлі-продажу, за якими вони готові укласти угоди. Разом з цим, питання про те, яку максимальну різницю слід дозволити між ціною продажу і ціною покупки після знижки на різні обсяги угод при оцінці, чи виконують “творці ринку” свої зобов'язання, залишається на розгляді органів державної влади. У деяких країнах первинні дилери зобов'язані укласти угоди за тими цінами, що вони показують; в інших – оголошені ціни носять лише показовий характер, а реального значення набуває фактична різниця між цінами попиту та пропозиції. Слід зазначити також, що в даний час у Великобританії існує вимога про участь на ринку за усім спектром державних цінних паперів, включаючи індексовані цінні папери, у той час як у ряді інших країн, таких як США і Франція, зобов'язання

поширюється тільки на створення ринку за основними видами цінних паперів, що є менш обтяжним. Існують аргументи на користь того, щоб дозволити “творцям ринку” спеціалізуватися на визначених секторах ринку, можливо, відбиваючи основу їх клієнтури: наприклад, якщо індексовані цінні папери не є провідним напрямком, дилерам може бути надана можливість відмовитися від роботи в цій сфері.

3. У деяких країнах необхідне підтвердження зобов'язань перед роздрібним ринком, особливо для індивідуальних інвесторів. Хоча для індивідуальних інвесторів більш прийнятні типи боргових зобов'язань, які не обертаються (наприклад, інструменти “національних заощаджень”, призначені для домогосподарств, або колективні інвестиційні інструменти, такі як пайові трести), у деяких країнах органи державної влади можуть прагнути до того, щоб значна частина операцій первинного дилера припадала на цей сектор ринку, або вимагати більш конкретних зобов'язань, пов'язаних із забезпеченням мережі місцевих відділень для зручності індивідуальних інвесторів. Органи державної влади можуть також установити обмеження на граничні відхилення спреда роздрібних цін від котирувань дилера на оптовому ринку. Однак слід зазначити, що велика різниця цін продажу і купівлі на роздрібному ринку в порівнянні з оптовим уявляється виправданою з огляду на відносно високу вартість операцій на роздрібному ринку і розподілу. Разом з цим, можна відзначити, що між розміром і ціною необов'язково існує простий зв'язок: для угод, що перевищують визначений розмір на оптовому ринку, спред може збільшуватись, щоб компенсувати зростаючий ризик при придбанні великого портфеля.

В обмін на зобов'язання первинні дилери можуть одержувати широкий спектр привілеїв на первинному і вторинному ринках або при здійсненні операцій з центральним банком.

Окрім того, первинні дилери одержують непрямі переваги, такі як престиж їх спеціального статусу на ринку державних цінних паперів чи прямий доступ до інформації про розміри і причини потреби уряду в запозиченні коштів.

Найбільш важливою перевагою на первинному ринку є ступінь ексклюзивного доступу. Він може приймати такі форми:

- 1) ексклюзивне право робити заявки на аукціонах;
- 2) ексклюзивне право робити заявки, але тільки на торгах “другого кола”, що часто проводяться на неконкурентній основі; у деяких країнах така можливість з'являється, якщо не вся серія цінних паперів виставляється на первинному аукціоні, у той час як в інших частина цінних паперів спеціально резервується для них;
- 3) ексклюзивні права робити заявки на визначені серії, такі як цінні папери, що випускаються в міру пред'явлення попиту за фіксованою ціною у Великобританії.

Можуть існувати ще більш деталізовані (але від цього не менш важливі) додаткові привілеї, пропонувані первинним дилерам:

- 1) звільнення від звичайної вимоги надавати кошти для оплати під час подачі заявок на аукціоні;
- 2) ексклюзивний доступ (тільки для здійснення угод і одержання інформації) до інформаційних систем міждилерських брокерів (ІДБ) там, де вони існують; це може допомогти первинному дилеру зважити ціну перед подачею заявки;
- 3) право робити заявки за телефоном; на високорозвинутому ринку послідовна можливість коректувати ціни, відображені в заявках, аж до останньої секунди до початку аукціону може надати важливу комерційну перевагу.

Відповідно до більшості положень про аукціони в них дозволяється брати участь усім: фінансові організації, компанії і навіть фізичні особи можуть робити прямі заявки. Окрім того, кожен, хто не впевнений, за якою ціною варто робити заявку, може подати “неконкурентну” заявку, хоча право робити таку заявку часто різними способами обмежується, особливо це стосується її розмірів. Однак, якщо взяти як приклад Великобританію, комерційна перевага, надана первинним дилерам у вигляді ексклюзивного права робити заявки за телефоном і звільнення від зобов’язання робити передоплату, означає, що прямі заявки безпосередніх інвесторів, навіть від таких провідних фінансових організацій як Пенсійний фонд, стають рідкісними; на аукціонах домінують первинні дилери. Число їх достатнє, щоб запропонувати гарні і конкурентноздатні послуги своїм клієнтам (оптовим і роздрібним). Основні організації, які інвестують кошти, у будь-якому випадку знаходяться в тісному контакті з первинними дилерами аж до останньої хвилини перед початком аукціону.

У ряді країн первинні дилери можуть одержувати відкриті переваги у сфері цін або комісійні в обмін на гарантію ефективного розміщення серії цінних паперів. Однак на розвинутих ринках ця практика має тенденцію до зникнення, тому що органи державної влади досить впевнені, що аукціони будуть адекватно покриті без надання спеціальних умов первинним дилерам.

Переваги на вторинному ринку вважаються менш важливими, ніж переваги, пов’язані з роботою первинного ринку. До них відносять наступні:

- 1) доступ до торгової системи міждилерських брокерів, який може бути ексклюзивним. Так, у Великобританії тільки ГЕММС мають доступ до інформаційних систем міждилерських брокерів. Вони можуть використовувати цей механізм для збільшення або скорочення своїх портфелів, не розкриваючи їх зміст один перед одним;
- 2) більш широкий діапазон дозволених операцій, ніж в інших біржових брокерів, особливо, можливість запозичити цінні папери і займати коротку позицію, щоб допомогти їм виконати їх функції “творців ринку”. Але в країнах із

загальними ринками “репо” зазначена перевага фактично не існує.

Визнання центральним банком первинного дилера основним чи ексклюзивним контрагентом може означати значну перевагу для цієї фірми, особливо, якщо їй також дозволено працювати на грошовому ринку, де центральний банк, швидше за все, виявлятиме активність у сфері виконання цілей грошово-кредитної політики. У ряді країн первинні дилери мають спеціальні механізми короткострокового запозичення коштів у центральному банку через пряме кредитування або через дисконтні цінні папери, а іноді через прямий доступ до “дисконтного вікна”.

Як правило, бажаним є існування механізму, хоча і не обов’язково ексклюзивного, що дозволяє первинним дилерам запозичити цінні папери і/або грошові кошти. Таким чином, первинним дилерам можна надати право використовувати механізм одержання:

- короткострокових грошових кредитів центрального банку під гарантію, що фінансування за ринковими ставками не є легко доступним, за умов дотримання максимальних меж, які залежать від розміру капіталу позичальника; даний механізм може дозволити “творцю ринку” утримувати “довгу” позицію до наступного робочого дня чи навіть протягом одного чи двох тижнів;
- цінних паперів на умовах “репо” від центрального банку (чи міністерства фінансів) у тих випадках, коли виконання зобов’язань по розвитку ринку могли привести до того, що первинний дилер залишився без достатньої кількості цінних паперів.

Також може виявитися необхідним, щоб Міністерство фінансів звільнило первинних дилерів від сплати деяких податків, якщо режим оподаткування заважає проведенню їх операцій по створенню ринку. Звичайно ж, це залежить від типу системи оподаткування, застосовуваного в кожній країні.

Завдяки тісним зв’язкам з центральним банком первинні дилери можуть одержувати більш своєчасну і точну інформацію, ніж інші учасники ринку. Вони можуть також розраховувати на те, що з ними будуть час від часу консультуватися з приводу структурних питань, які мають відношення до ринку, таких як його регулюючі положення або правила поведінки, і з приводу багатьох операційних аспектів, таких як ймовірний попит ринку на серії цінних паперів визначених типів або з визначеним терміном погашення.

Первинні дилери можуть розраховувати на періодичну допомогу в їх різноманітній повсякденній діяльності з боку керуючого боргом. Не викликає сумніву той факт, що в багатьох країнах первинним дилерам час від часу допомагають. Робити це може, наприклад, центральний банк, надаючи зі свого власного портфеля цінні папери, що можуть

знадобитися первинному дилеру (наприклад, щоб хеджувати конкретну операцію) за ціною, яка не дуже відрізняється від ринкової. Центральний банк може визнати це корисним для підтримки ліквідності ринку.

У цілому, на більшості розвинутих ринків тісний зв'язок між первинними дилерами і центральним банком відповідає їх взаємним інтересам. У той же час важливо забезпечити, щоб подібне співробітництво не завдало несправедливої шкоди іншим учасникам ринку або інвесторам.

При здійсненні спроб запровадити систему первинних дилерів на нових ринках ряд питань має першорядне значення.

У зв'язку з тим, що розвиток вторинного ринку дуже важливий, органам державної влади не слід виявляти зайву запобігливість у вимозі вузьких спредів і великих розмірів угод. На нестабільних ринках компанія може легко втратити гроші, їй може знадобитися здійснення захисних мір, що полягають у розширенні спреда і скороченні розміру угод. Владі слід на це звернути увагу.

Зобов'язання підтримувати аукціони може виявитися обтяжним, якщо ринок неактивний. Часто за результатами аукціонів будуть куплені не всі цінні папери, і на центральний банк можуть тиснути, щоб викупити залишок. У таких умовах органам державної влади варто утримуватися від зниження ціни. Навіть у випадку успішного проведення аукціону органам державної влади варто уникати спокуси запропонувати додаткову партію ідентичних цінних паперів, особливо за більш низькою ціною, у період, який іде відразу за аукціоном. У кожному з наведених випадків ті, що підписалися на цінні папери в ході аукціону, виявляться перед потенційними втратами у результаті зниження цін. Якщо органи державної влади однозначно бажано, щоб у ході аукціону було гарантоване розміщення всіх цінних паперів, то дилери мають повне право розраховувати на те, щоб їх робота була оплачена.

Якщо частиною зобов'язань первинних дилерів є розвиток або підтримка роздрібного ринку, центральному банку не слід підривати їх позиції, пропонуючи висококонкурентні інструменти вторинного ринку, наприклад, через свої відділення.

Говорячи про привілеї, слід зауважити, що ексклюзивний або переважний доступ на аукціони може бути малопривабливим на стадії зародження або стадії розвитку ринку. Тому з метою посилення стимулів для первинного дилера, спрямованих на підтримку аукціонів, може виявитися необхідним відсторонити деякі категорії, наприклад фінансові організації, корпорації, багатих інвесторів, що є фізичними особами, чи іноземних резидентів від прямої подачі заявок, принаймні на початковій стадії.

Дані кінцеві інвестори, якщо їх усунути від подачі заявок, будуть змушені купувати цінні папери через первинних дилерів; якщо первинні дилери правильно оцінили ринок, то вони зможуть заробити на націнці в рамках даного процесу. Індивідуальним інвесторам можна дозволити робити неконкурентні заявки на

аукціоні, якщо влада вважатиме це бажаним з розуміння державної політики. Альтернативою буде вимога до первинних дилерів створити спеціальний режим для невеликих роздрібних інвесторів. Проте органам державної влади не слід вводити систему первинних дилерів і одночасно дозволяти необмежений доступ до аукціонів на таких же умовах клієнтам первинних дилерів, особливо оптовим, таким як фінансові організації і корпорації. Говорячи іншими словами, треба дозволити первинним дилерам заробляти досить грошей для підтримки їх діяльності по створенню ринку і діставати розумний прибуток від інвестованого капіталу, який необхідний для одержання ліцензії.

Що стосується інших привілеїв, найбільш важливим, напевне, є механізм запозичення цінних паперів і/або грошових коштів, як правило, у центрального банку (але не в таких розмірах, що можуть підірвати ринок). Звичайно ж, є бажаним, щоб "творці ринку" мали механізм запозичення коштів, коли вони їм необхідні для виконання функцій, пов'язаних зі створенням ринку. Там, де центральні банки звикли працювати тільки з банками, їм варто визначитися, чи готові вони в даному конкретному випадку піддаватися ризику можливих збитків, пов'язаних з фірмами, що займаються цінними паперами. Це може втягнути центральні банки у процес прийняття складних рішень, і вони матимуть право встановлювати різні ліміти для своїх контрагентів. Але якщо вони дозволять як банкам, так і фірмам, що працюють з цінними паперами, брати участь у роботі того ж самого ринку, то з логічної точки зору їм не варто робити дискримінаційне розходження між двома секторами ринку державних цінних паперів, виявляючи готовність надавати кредити банкам, але не фірмам, що працюють з цінними паперами.

Не слід недооцінювати значення менш відчутних переваг, згаданих вище. Навіть на розвинутих ринках органам державної влади первинні дилери потрібні настільки, наскільки первинні дилери залежать від органів державної влади. Якщо система працює як слід, процес визначення цін буде удосконалюватися, і аукціони, треба сподіватися, повинні стати більш передбачуваними. Не варто забувати, що прагнення уряду запозичати кошти за низькою ціною в цілому не буде задовольнятися, якщо мережа первинних дилерів не буде досить широкою, а самі фірми не стануть досить доходними, щоб виконувати свою основну задачу.

Кожній країні варто розробити свій власний режим нагляду. Однак декілька загальних принципів можна виділити.

По-перше, органи державної влади захочуть визначити, хто буде піддаватися ризику у зв'язку з банкрутством первинного дилера і якою мірою різним категоріям контрагентів може знадобитися офіційний захист. Органам державної влади варто врівноважувати ризик, пов'язаний з тим, що основна сфера діяльності первинних дилерів може бути засмічена шкідливим діловим досвідом, отриманим

на інших секторах ринку, підтримкою первинних дилерів у розвитку нових інструментів і нових стратегічних підходів до торгівлі цінними паперами, від якого може виграти фінансовий розвиток у більш широкому змісті.

Органам державної влади необхідно з самого початку вирішити і чітко роз'яснити, хто здійснює нагляд за первинними дилерами. Основними кандидатами є незалежна Комісія з цінних паперів або департамент Центрального банку. Якщо ця роль покладається на центральний банк у той час як він проводить операції на грошовому ринку, використовуючи державні цінні папери, або є фінансовим агентом Міністерства фінансів у галузі випуску державних цінних паперів, функції нагляду варто доручити окремому департаменту з чіткими і досить обмеженими правами у сфері обміну інформації з департаментом, що відповідає за операції на ринку. Первинні дилери повинні бути впевнені, що інформація, яку вони надають з метою нагляду, не буде використовуватися для нанесення збитку їхнім операціям. З іншого боку, якщо функції нагляду передати, скажімо, Комісії з цінних паперів, то в цьому випадку співробітникам, що фактично виконують функції нагляду, необхідно мати як глибокі знання про ринок, так і визначене розуміння цілей політики органів державної влади у сфері створення мережі первинних дилерів. Контроль за виконанням зобов'язань по створенню ринку вимагає дуже обережного здійснення з боку центрального банку, або ж повинен проводитися в тісному співробітництві з ним.

Необхідно враховувати наступні вимоги в галузі політики:

- вимірювання власних коштів для зіставлення з економічними нормативами плюс будь-які правила, що будуть бажаними для захисту, наскільки це можливо, юридичних осіб, що працюють у сфері цього ринку, від можливих негативних подій в інших частинах будь-яких груп, яким належить дана фірма;
- вимірювання як ризику позиції за терміновими угодами, так і кредитного ризику. Перше, зазвичай, досягається шляхом дроблення пакета цінних паперів "творця ринку" на окремі категорії, кожна з яких вимагає окремого визначення ризику, що має за мету відбити відносну нестабільність цін у всій категорії. Існує також теоретична структура, що розвивається, для оцінки кредитного ризику і визначення лімітів для контрагентів, заснованих на стандартах, прийнятих у міжнародній практиці. У дійсності кредитний ризик вимагає регулярного контролю, особливо, через вимогу інформувати про деталі незавершених операцій і про те, як передбачається зробити за ними розрахунок, а також про всі незавершені операції з будь-яким контрагентом, який перевищує визначений відсоток власних коштів "творця ринку".

В обох випадках представникам органів державної влади варто усвідомлювати, що означатимуть для первинних дилерів у вартісному вираженні вимоги, які вводяться. І, звичайно ж, не можна недооцінювати правильне управління ризиками первинними дилерами.

Орган, що здійснює функції нагляду, повинен установити і ретельно контролювати виконання вимог про конкретний зміст щоденних, щотижневих, щомісячних чи щорічних звітів і про способи їх передачі – на папері, чи дискеті, за допомогою електронної пошти.

У багатьох системах як банкам, так і фірмам, що займаються цінними паперами, дозволяється займатися підприємницькою діяльністю у сфері державних цінних паперів, однак за ними може здійснюватися контроль з боку різних органів. Якщо б не була конкретна структура відомчої відповідальності за функції нагляду, визначення ризиків та інші нормативні підрахунки, застосовані до еквівалентних компаній, повинні бути однаковими в широкому змісті незалежно від того, як здійснюється підприємницька діяльність – від імені банку чи фірми, що працює з цінними паперами.

Фірма повинна на практиці зберігати активи своїх клієнтів окремо від своїх власних, навіть якщо закон цього не вимагає. Їй не слід дозволяти використовувати цінні папери, що належать клієнтам, для прямої чи непрямой підтримки своєї підприємницької діяльності.

Іноді виникає питання: чи є метою нагляду запобігання банкрутству? Надійні міри нагляду, здійснювані кваліфіковано й оперативно, у багатьох випадках захистять фірму від участі в небезпечних чи масштабних операціях як у плані обсягу стосовно власного капіталу, так і з огляду на ступінь ризику, пов'язаного з окремими контрагентами. Разом з цим, у визначених обставинах банкрутство фірми може бути неминучим. У такому випадку фірма повинна мати право на банкрутство за умови, що будь-яке згорання її підприємницької діяльності здійснюється організовано і проводиться в тісному співробітництві з контролером і в такий спосіб, щоб мінімізувати збиток для інших учасників ринку чи для репутації уряду на ринку.

І, нарешті, питання підготовки кадрів. Необхідно, щоб контролери, до якої б організації вони не входили, досить глибоко розуміли ринок і були підготовлені відповідним чином. У цих цілях дискусії з технічних питань з контролерами з інших країн можуть виявитися корисними, так як і направлення працівників на тимчасову роботу та обмін працівниками між організаціями, які діють на ринку, і відомством, що здійснює функції нагляду.

У більшості розвинутих країн встановлені правила про громадянство первинних дилерів. Дане питання варто розглянути також по відношенню до ринків, що розвиваються.

Аргументи на користь того, щоб допустити на ринок іноземні компанії, такі:

- якщо ринки капіталу в цілому, а ринок державних цінних паперів зокрема, відчуває нестачу капіталу, то допуск іноземних фірм буде очевидним способом збільшення капіталу;
- іноземні фірми принесуть на ринок компетентність і “ноу-хау”, тому що могли вже нагромадити досвід роботи як первинні дилери;
- збільшуючи число потенційних первинних дилерів, можна зменшити ризик, пов’язаний з можливою змовою проти органів державної влади у вузькому внутрішньому колі вітчизняних фірм.

Однак існують і контраргументи:

- заборона іноземним фірмам брати участь у внутрішньому ринку капіталу може використовуватися як важіль, що дозволяє забезпечити допуск вітчизняних фірм на іноземний ринок (хоча жодна фірма не може розраховувати на те, що її заявка на участь у роботі іноземного ринку буде серйозно розглянута, якщо вона не відповідає необхідним нормам нагляду). Великобританія ввела критерій взаємності, коли відкрила свій ринок для всіх країн у 1986 р. Французькі, німецькі (пізніше і японські) фірми, наприклад, тільки поступово одержали доступ на ринок державних цінних паперів Великобританії. Варто визнати, що подібна тактика ведення переговорів може суперечити міжнародним угодам і провокувати відповідні дії, можливо, в інших сферах підприємницької діяльності;
- агресивні і досвідчені іноземні первинні дилери, можливо, зможуть витиснути новоутворених, що проходять стадію становлення, вітчизняних первинних дилерів, що викликає обурення і, можливо, відповідну політичну реакцію або дискредитує всю концепцію системи первинних дилерів;
- здійснювати нагляд за іноземними фірмами, особливо, якщо підприємницькою діяльністю в дійсності керують з-за кордону, може виявитися ще більш складно, ніж за вітчизняними фірмами.

Зіткнувшись з подібними суперечностями, більшість органів державної влади на розвинутих ринках капіталу вибрали компромісне рішення; деталі його відрізняються в різних країнах, але загальні риси відповідають наступним положенням:

- іноземна фірма повинна забезпечити високу професійну присутність на внутрішньому ринку, що може стати предметом детального контролю з боку органів, що наглядають. Часто це вимагає реєстрації місцевої дочірньої компанії;
- якщо материнська фірма іноземна, то вона повинна взяти на себе зобов’язання підтримувати діяльність місцевої дочірньої компанії;
- деякі країни обмежують сферу діяльності іноземних фірм, скорочуючи їх загальне число або їх сукупну питому вагу в обороті ринку.

Загалом, таких мір варто уникати, хоча деякі правила,

такі як вимога до іноземних фірм або спільних підприємств наймати на роботу не менше визначеного відсотка місцевих працівників, як уявляється завоювали значне визнання.

Гласність передбачає наявність у громадськості швидкого доступу до повної і точної інформації про ціни на ринку, операції тощо, бо створення внутрішнього ринку первинних дилерів, які володіють олігополією на участь в аукціонах, відбувається через недостатню гласність. Органам державної влади, що відповідають за створення нового режиму роботи ринку, варто дуже уважно продумати, як вони можуть нейтралізувати дану тенденцію, забезпечивши максимальну гласність роботи ринку, особливо для рядового інвестора.

Система первинних дилерів “тисне” на керуючого боргом, щоб останній сформулював і дотримувався чітко визначеної емісійної стратегії на первинному ринку. В ідеалі ця діяльність повинні супроводжувати міри, що забезпечують гласність. Разом з цим, існує ряд практичних аргументів проти повної гласності на ринку державних цінних паперів:

- навіть на розвинутих ринках “творець ринку” зі значним портфелем визначеного державного цінного папера, що він бажає продати, наражається на серйозний ризик, який полягає в тому, що ринок змінить ціну в не вигідну для нього сторону, якщо його позиція стане надбанням гласності;
- можна заперечити тезу про те, що гласність більш важлива для невеликого роздрібного інвестора, ніж для великого оптового інвестора, який повинен мати можливість управляти своїми справами, особливо, якщо між декількома первинними дилерами розгорнулася конкуренція за право працювати з великими оптовими інвесторами;
- у будь-якому випадку первинні дилери, що виконують ділові доручення клієнтів, повинні на практиці, навіть якщо того не вимагає закон, відокремлювати ділові операції клієнтів від своїх власних; у такий спосіб клієнт повинен мати розумну довіру до первинного дилера.

Внаслідок цього на більшості розвинутих ринків був досягнутий компроміс, що включає, у першу чергу наступні елементи:

- первинні дилери зобов’язані бути членами фондової біржі і дотримуватися стандартних правил інформування біржі про угоди;
- на ринках державних цінних паперів допускаються спеціальні режими з огляду на важливість ринку для сукупних фінансових потреб уряду і макроекономічної політики;
- первинним дилерам можна забезпечити ексклюзивний доступ до інформаційних систем міждилерських брокерів. Вони можуть використовувати міждилерських брокерів для здійснення угод між собою, не розкриваючи їх

---

особистість або їх позиції за терміновими угодами;

- інформація про дрібні операції повинна повідомлятися негайно на фондову біржу, а інформація про великі угоди – або з затримкою, або, якщо обсяг надзвичайно великий, анонімно;
- якщо клієнти бажають робити угоди поза біржею, їм необхідно зрозуміти, що вони позбавляються визначеного захисту, який припускає здійснення угод на фондовій біржі. У деяких країнах, наприклад у Великобританії, позабіржові операції з державними цінними паперами заборонені, однак це є виключенням.

Організація забезпечення державного боргу розрізняється в різних країнах і на первинних і на вторинних ринках. На первинному ринку, як правило, Міністерство фінансів приймає основні політичні рішення, тому що управління державним боргом є частиною бюджетно-податкової політики. Але Міністерство фінансів може призначити центральний банк як свого фінансового агента; це зустрічається досить часто, особливо там, де центральний банк виконує також консультативну роль, що заснована на його знанні ринку. У ряді країн Міністерство фінансів передає всі або частину своїх повноважень незалежному відомству, що керує державним боргом.

Як правило, нагляд і офіційні операції на вторинному ринку є обов'язком центрального банку з огляду на їх зв'язок з операціями на грошовому ринку, які центральний банк звичайно проводить в ув'язуванні з грошово-кредитною політикою. Центральний банк може також брати участь у діяльності по створенню ринку, здійснюючи послуги невеликим роздрібним інвесторам.

Неважливо, хто бере на себе основну відповідальність по створенню системи первинних дилерів і проведення детальної роботи в даному напрямку, за умови, що потенційним учасникам достовірно відомо, хто приймає рішення. І які б розбіжності не виникали між різними офіційними органами, що мають зацікавленість у даному питанні (включаючи Комісію з цінних паперів, якщо така існує), вони повинні обговорюватися кулуарно, а не перед громадськістю. Там, де кілька організацій поділяють цю відповідальність, повинен існувати офіційний механізм, такий як політичний комітет, для прийняття рішень і розв'язування спорів.

Не можна перебільшити важливість адекватних попередніх консультацій з учасниками ринку про передбачувані нововведення і зміни. Органам державної влади необхідно завоювати довіру ринку для того, щоб одержувати всі переваги від будь-яких змін у системі. Консультації повинні бути справжніми, а не поверхневими. Багато чого можна сказати про випробувальний період, перш ніж нова система первинних дилерів або велике нововведення в існуючу систему запрацює. Первинним дилерам може бути корисно створити свою асоціацію, яка підтримуватиме постійний діалог з органами

державної влади з питань, що становлять взаємний інтерес.

З огляду на вищезазначене можна зробити висновок, що система первинних дилерів не є обов'язковою. Багато країн фінансують кредитування уряду досить успішно без такого посередництва. Слід зазначити, що на найбільш розвинутому ринку державних цінних паперів у Сполучених Штатах останні події означали, що первинні дилери втратили більшість спеціальних привілеїв і система, принаймні у своїй первозданній формі, може поступово "сходити зі сцени". Проте, на думку спеціалістів, у перехідний період від планової до ринкової економіки є стадія, на якій первинні дилери можуть відіграти корисну роль тому, що цим ринкам часто гостро не вистачає людського і фінансового капіталу, а владі може виявитися безпечніше працювати з обмеженим (однак не занадто маленьким) числом контрагентів. В одній чи двох таких країнах, що знаходяться на просунутій стадії перехідного періоду, система первинних дилерів була введена або буде введена найближчим часом. У ряді інших країн ведеться підготовка в даному напрямку.

### *Summary*

The article studies the organization and operational problems of primary markets of government securities on the basis of creation the primary dealers system, financial intermediaries and commercial banks operations.

---

Міщенко, С. В. Проблеми організації та управління первинним ринком цінних паперів  
[Текст] / С. В. Міщенко // Вісник Української академії банківської справи. - 2002. - N 1. - С.  
70 – 78.