

УДК 347.457(477)

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ОПТИМІЗАЦІЇ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Труба В.І., к. ю. н.,
доцент, декан економіко-правового факультету
Одеський національний університет імені І.І. Мечникова

У статті відзначається, що основною особливістю відносин, які складаються на ринку цінних паперів, є їх безпосередній зв'язок із відповідними об'єктами цивільних прав, взаємна залежність від правового режиму цінних паперів. Правове регулювання відносин на ринку цінних паперів побудовано за принципом єдності й диференціації – за наявності загальних норм існують значні відмінності при регламентації окремих видів цінних паперів. У статті доводиться необхідність підвищення ефективності перерозподільної функції й росту конкурентоспроможності ринку цінних паперів за рахунок оптимізації його структури.

Ключові слова: цінні папери, ринок цінних паперів, моделі фондового ринку.

В статье отмечается, что основной особенностью отношений, складывающихся на рынке ценных бумаг, является их непосредственная связь с соответствующими объектами гражданских прав, взаимная зависимость от правового режима ценных бумаг. Правовое регулирование отношений на рынке ценных бумаг построено по принципу единства и дифференциации – при наличии общих норм существуют значительные отличия при регламентации отдельных видов ценных бумаг. В статье доказывается необходимость повышения эффективности перераспределительной функции и роста конкурентоспособности рынка ценных бумаг за счет оптимизации его структуры.

Ключевые слова: ценные бумаги, рынок ценных бумаг, модели фондового рынка.

Truba V.I. THEORETICAL ASPECTS OF OPTIMIZATION MARKET SECURITIES OF UKRAINE

The Article notes that the main feature of the relations existing in the securities market, is their direct connection with the related objects of the civil rights, mutual dependence on the legal regime of securities. Legal regulation of the securities market is based on the principle of unity and differentiation – alongside with general rules, there are significant differences in the regulation of certain types of securities. The Author proves the necessity to improve the efficiency of the redistributive function and to increase the competitiveness of the securities market by optimizing its structure.

Key words: securities, securities market, stock market models.

Сьогодні у суспільстві сформувалася тривала потреба в знаннях в галузі цінних паперів, ринку цінних паперів, біржової справи. Тому дослідження правової природи цінних паперів, особливостей правового регулювання їхнього обігу є одними з найперспективніших напрямків сучасної цивілістики. Ринок цінних паперів розглядається в цій статті в динаміці, завдяки чому виявляється діалектика його існування. Такі найважливіші категорії діалектики, як протиріччя, якість і кількість, випадковість і необхідність, можливість і дійсність, сприяють виявленню глибинних процесів його еволюції. Все це дає можливість скласти уявлення про перспективи розвитку ринку цінних паперів, сприяє формуванню економічного і юридичного мислення.

Значний внесок у розвиток цієї проблематики внесли: Чарльз Дагвід, Б. Браун, Р. Гільфердінг. Серед українських і російських учених слід зазначити роботи Н. С. Кузнєцової, І. Р. Назарчук, В. Л. Яроцького, В. А. Белова, Ю. С. Сизова, Є. О. Суханова, М. М. Агаркова.

Насамперед необхідно проаналізувати зміст ключової категорії – категорію цінних паперів. Цінні папери як об'єкт цивільних прав є інститутом, що сформувався в порівняно недавній час. Документи, що відповідають сучасним критеріям цінного паперу, з'явилися лише в 1882 році.

Процеси комерціалізації цивільного права (розвитку й удосконалення майнового

обороту) привели до пошуку юридичних конструкцій, які дозволили б підвищити оборотоздатність об'єктів. Один з подібних прийомів і полягав в тому, щоб оформити майнові права за допомогою спеціальних документів – прообразів цінних паперів.

Спочатку під цінним папером мався на увазі не самостійний об'єкт цивільного обігу, а певний документ, який розумівся винятково як спосіб придбання й передачі засвідчуваних ним прав. Специфіка полягала в тому, що права, оформлені таким документом, передавалися в особливому, зазвичай спрощеному порядку.

Як правильно зазначав М. М. Агарков, «протягом XIX століття й дотепер найбільшу увагу в науці привертає питання про те, який юридичний факт є підставою виникнення права, вираженого в папері. На думку одних, такою підставою є договір між укладачами паперу та його набувачем, на думку інших – одностороннє волевиявлення укладача» [1, с. 111].

З появою цінних паперів відбувається спрощення легітимації прав за певним суб'єктом. Легітимація за допомогою цінного папера повинна здійснюватися винятково формальними способами. Боржник за цінним папером не вправі перевіряти повноваження направленої кредитором особи, яка вимагає виконання. Щоб звільнитися від обов'язку за цінним папером, необхідно вчинити виконання тому, хто відповідає офіційно встановленим формальним ознакам.



Так, якщо погодитись із твердженням В. Л. Яроцького, що поширення правового режиму об'єктів цивільних прав на цінні папери (інструмент фіксації майнових прав) здійснюється в регламентаційних цілях. Надання їм значення об'єкта – інструмента, розрахованого на використання конструкції цінних паперів при реалізації уповноважених приписів норм цивільного права й саморегулювання досліджуваних відносин самими їх учасниками. Завдяки цьому цінні папери набувають інструментального значення й підлягають застосуванню не тільки емітентом у механізмах правового моделювання і правовстановлення, а й правоволодільцем у механізмах правоздійснення, правопередачі, правовідновлення і правозахисту [2].

Цінні папери здобувають правовий статус об'єктів майнового обороту. Це юридично дозволило додати операціям з передачі цивільних прав, засвідчених цінними паперами, форму угод.

Визначення цінних паперів закріплює ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [3]. Зазначена стаття говорить, що «цінні папери – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, і передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам».

І так, проаналізувавши, що варто розуміти під цінним папером, можна перейти безпосередньо до характеристики ключових моментів і виробленню основних напрямків розвитку фондового ринку України.

Останнім часом світова фінансова система переживає не найкращі часи. Те, що здавалося міцним і непорушним, наприклад, той же ринок іпотечних цінних паперів, на наших очах перетворюється в безглузде накопичення сек'юритизованих активів, які залишають своїм власникам лише облудні надії на державну підтримку.

Відбуваються серйозні зміни у всіх сферах фінансового ринку. Міняється поведінка його учасників, зазнають трансформації основні підходи до його державного регулювання, приймаються нові закони. Очевидно, що ми перебуваємо на порозі появи нової моделі світової фінансової системи, яка вмістить в собі зміни останніх десятиліть. Залишається лише припускати, яке втілення прийме новий фінансовий порядок, і яка роль буде відведена ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів. Однак щоб не трапилося, можна бути абсолютно впевненим в тому, що в процесі змін, які відбуваються, ключова роль буде приділятися саме праву. Уже зараз ми відчуваємо необхідність глибокої ревізії основних засад, які регламентують поведінку учасників фінансового ринку, як у рамках окремих юрисдикцій, так і на регіональному рівні. Певна річ, для того щоб зрозуміти зміст процесів, що відбуваються на світових фінансових ринках, необхідно детально вивчити особливості сучасного правового регулюван-

ня ринку цінних паперів, проаналізувати історію розвитку законодавства в цій сфері.

Ринок цінних паперів є одним з найбільших досягнень людства. З'явившись порівняно недавно, він за кілька сторіч став невід'ємним елементом сучасної економіки, замикаючи на собі інтереси цілих держав, найбільших корпорацій та приватних інвесторів.

Ще на початку XX століття Чарльзом Дагвідом була висловлена думка, що ринок цінних паперів «становить нервовий центр політичного й фінансового життя націй, де уважно стежать за всіма скільки-небудь важливими фактами, щоб миттєво відреагувати на їхню появу. Саме цей ринок можна назвати барометром добробуту й руйнування» [4]. Більш того, на думку Ю.С. Сизова, ринок цінних паперів фактично став одним із символів реалізації економічних свобод людини: свободи кожного надавати свої накопичення для використання у виробничих процесах, у яких сам він не приймає особистої участі [5, с. 9]. По своїй суті ринок цінних паперів є частиною фінансового ринку, на якому відбуваються процеси перерозподілу вільних коштів. Як правило, у складі фінансового ринку виділяють грошовий ринок і ринок капіталів (цю класифікацію використовують Світовий банк і Міжнародний валютний фонд). Цей підхід обумовлений особливим характером фінансових ресурсів, які обслуговують оборотний і основний капітал. На грошовому ринку перебувають в обігу кошти, які забезпечують рух короткострокових позик (до одного року). На ринку капіталів здійснюється рух довгострокових накопичень зі строком більше одного року [6, с. 16-17]. Однак, не слід думати, що грошовий ринок являє собою винятково ринок банківських кредитів, а ринок капіталів – цінних паперів.

Поряд з поняттям «ринок цінних паперів» досить часто вживається й інша конструкція: «фондовий ринок». У свою чергу, слово «фонди» походить від італійського «fondo» – у середньовічній Італії так позначалися цінні папери. В економічній і юридичній літературі згадані терміни використовуються як рівнозначні [7, с. 15]. Немає жодних підстав відходити від сформованих традицій, і у зв'язку із цим, у даний момент, законодавець закріпивши в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», поняття «ринок цінних паперів» застосовує нарівні з терміном «фондовий ринок» [3]. Суть ринку цінних паперів традиційно приваблювала до себе дослідників. Наприклад, на початку XX століття були популярні праці Рудольфа Гільфердинга, зокрема, «Фінансовий капітал: новітня фаза в розвитку капіталізму» [8, с. 16]. Він відзначав три базових підстави фондового ринку. По-перше, це наявність фондових цінностей як основи фіктивного капіталу. По-друге, Гільфердінг виділяв необхідність фондової біржі як ринку обігу фондових цінностей. Економічне значення фондової біржі, на думку науковця, полягає в постійно діючому механізмі монетизації фіктивного капіталу, тобто його трансформації в грошовий капітал і навпаки. По-третє, відзначалися зростаючі зазіхання потенційних і реальних інвесторів на дохід. Дослідник вважав

акціонерний капітал інвестиційно-привабливим і підкреслював серед переваг акціонерного товариства в порівнянні з індивідуальними підприємствами легкість залучення капіталу й більшу здатність накопичення. Такі визначення погоджувались та є актуальними для сучасного підходу до організації та функціонування фондового ринку. Як зазначає Н. С. Кузнецова, «державні органи регулювання задають правила організації та функціонування ринку. Торговці мають змогу торгувати акціями, а емітенти-розміщувати свої акції з метою отримання прибутку для всіх трьох сторін. Крім того, органи регулювання можуть забороняти проведення операцій чи торгів на ринку цінних паперів» [9, с. 35].

У спеціальній літературі досить розповсюджений такий підхід, при якому фондовий ринок фактично зводиться до обігу цінних паперів. Наприклад, Є. О. Суханов під ринком цінних паперів розуміє «...сукупність угод, вчинених учасниками майнового обороту із приводу цінних паперів» [10, с. 3].

У той же час Є. Г. Хоменко вважає, що ринок цінних паперів – це сфера обігу товару особливого роду за встановленими правилами на відповідній території між зацікавленими суб'єктами [11, с. 8]. Інший автор, М. І. Петров, у загальному виді визначає ринок цінних паперів як сукупність, систему економічних відносин, що виникають між особами, які у встановленому законодавством порядку наділені правом на здійснення фінансових операцій у відношенні об'єктів, що перебувають в обігу на ринку цінних паперів [12, с. 72]. На думку А. Є. Молотникова, ринок цінних паперів – це система взаємовідносин із приводу цінних паперів й інших фінансових інструментів, що виникає між емітентами, інвесторами, професійними учасниками, а також іншими особами, функціонування якої забезпечується регулюючим впливом держави, а також ґрунтується на принципах саморегулювання [13, с. 15].

Однак зазначені вище автори не враховують, що на фондовому ринку між його учасниками виникають різнопланові стосунки, не тільки безпосередньо пов'язані з обігом цінних паперів. У статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [3]. На нашу думку, було б не коректним сприймати ринок цінних паперів усього лише як сукупність угод, і законодавче закріплення ринку цінних паперів максимально точно відображає суть даної категорії.

Найважливіший позитивний ефект ринку цінних паперів, що вказує на деякі аспекти оптимізації, полягає в тому, що він дозволяє в максимально короткий термін забезпечити перелив капіталів з галузей, що втрачають наявний потенціал розвитку, в нові перспективніші сфери економічної діяльності. Завдяки цьому підвищується ефективність національної економіки, відбувається раціональний розподіл ресурсів, при цьому відсутня необхідність впливу на процеси, що відбуваються, третіми особами, наприклад, державою. Цей

підхід, що зберігся й продовжує використовуватися нашими сучасниками, існував серед учених, що досліджували ринок цінних паперів на початку XX століття.

У той же час не можна не відзначити й негативну особливість ринку цінних паперів. Як відзначають багато вчених, йому властива висока чутливість до політичних, економічних, правових змін у країні й за кордоном. По своїй суті фондовий ринок – це ринок очікувань, його учасники будують свою поведінку, багато в чому опираючись на свої суб'єктивні уявлення про майбутнє. Хотілося б у продовження цієї теми навести думку директора Департаменту управління та корпоративних фінансів НКЦПФР Алли Папаїки. Як зауважила Алла Папаїка: «фондовий ринок забезпечує рух капіталу шляхом обігу цінних паперів та їхніх похідних. І саме через механізми фондового ринку формуються пропозиція та попит на інвестиційні ресурси, відбувається їхня акумуляція й перерозподіл. Доступ українських емітентів до іноземних площадок – не менш важливий крок у напрямку стрімкого розвитку ринку цінних паперів. Серед ринків, про які можна говорити в перспективі як про площадки для виходу українських емітентів, Гонконг, Лондон і Варшава...» [14].

Фондовий ринок виконує відразу декілька взаємозалежних завдань. Серед них необхідно відзначити такі:

- акумулювання тимчасово вільних грошових ресурсів і направлення їх на розвиток перспективних галузей економіки;
- обслуговування державного боргу. Завдання покриття бюджетного дефіциту вирішується через ринок державних цінних паперів, що має свою структуру й правила функціонування;

- перерозподіл права власності;
- спекулятивні операції.

На думку автора, для формування цілісного підходу до аспектів оптимізації ринку цінних паперів необхідно порушити й традиційне питання про класифікацію фондового ринку. У кожній державі існують різні системи організації ринку цінних паперів. У цьому зв'язку говорять про наявність різних моделей фондового ринку. Базовими моделями вважаються американська модель і німецька модель. В інших державах так чи інакше поєднуються різні риси, властиві вищезазначеним моделям, що дозволяє говорити про їхній змішаний характер. Україна не є виключенням. На нашу думку, варто було б згадати про інші моделі фондового ринку. Виходячи із кваліфікуючої ознаки як «достатність капіталу», можливо виділити п'ять моделей ринків цінних паперів:

- модель абсолютно недостатнього капіталу (Італія);
- модель щодо недостатнього капіталу або фінансування (Німеччина);
- модель надлишкового капіталу або ліквідуюча (Англія, США);
- модель достатнього капіталу (Скандинавія, Австралія);
- перехідні моделі (Голландія, Франція).

Модель ринку цінних паперів в Україні так само, як і в країнах на пострадянському про-



сторі, на думку автора, відноситься до моделі «абсолютно недостатнього капіталу».

На завершення цього дослідження, у цілому, можна відзначити, що ріст і оптимізація фондового ринку України, здобуває якісно нову динаміку при обов'язковій умові наявності тривалого періоду політичної й економічної стабільності, розвитку ринкової інфраструктури – тільки тоді існує реальна можливість збалансованого росту обсягів ринкової торгівлі.

Ситуація на ринку цінних паперів безпосередньо впливає на реальний сектор економіки, даючи можливість залучення інвестиційного капіталу. Більша частина інвестицій являє собою фінансові інвестиції в цінні папери. Впровадження інформаційних технологій та інновацій у фінансовій сфері, міжнародна інтеграція фінансових систем, лібералізація фінансових ринків, а за допомогою інформаційних технологій не тільки значно збільшилися можливості доступу до інформації учасників фінансових ринків, але й відбулися істотні зміни в структурі цих ринків.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Агарков М. М. Избранные труды по гражданскому праву: в 2 т [текст] / М. М. Агарков. – Москва: АО «Центр ЮрИнфоР, 2002. – Т.1. – 489 с.
2. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин [текст]: автореф. дис. д-ра юрид. наук / В. Л. Яроцький. – Харків: Нац. юрид. акад. України ім. Ярослава Мудрого, 2007. – 80 с.
3. Про цінні папери та фондовий ринок [текст]: закон України від 23 лютого 2006 року // Відомості Верховної Ради України. -2006. -№31. -Ст.268.
4. Huebner S. S. Scope and Functions of the Stock Market [Text] / Annals of the American Academy of Political and Social Science. Vol.35. No.3. 1910. 483p.
5. Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт [Электронный ресурс]. М.: Планета, 1999. С.9. – Режим доступа: URL:http://www.mirkin.ru/_docs/book_035.pdf.
6. Рынок ценных бумаг: [учебник] / Под общ. ред. Н. И. Берзона. – М.: Юрайт, 2011. – 530 с.
7. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка / А. В. Габов. – М.: Статут, 2011. – 1104 с.
8. Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма / Р. Гильфердинг. – М.: Знаменский и К, 2011. – 480с.
9. Кузнецова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування [Текст] / Н. С.Кузнецова. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 526 с.
10. Суханов Е. А. Вступительная статья к книге Белова В. А. Ценные бумаги в российском гражданском праве [Текст] / Под ред. проф. Е. А. Суханова. – М., 1996. – 587 с.
11. Хоменко Е. Г. Правовое регулирование рынка ценных бумаг: учебно-практическое пособие [Текст] / Е. Г. Хоменко. – М.: Юрист, 2008. – 174 с.
12. Петров М. И. Правовое регулирование рынка ценных бумаг [Текст] / М.И.Петров. – СПб: Питер, 2005. – 240 с.
13. Молотников А. Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг [Текст] / А. Е. Молотников. – М.: Стартап, 2013. – 549 с.
14. Папаика А. Какими инструментами наполнится украинский фондовый рынок [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.minfin.com.ua>.-Название с экрана.