

Надійшла до редакції 07.11.2003 р.

УДК 347.457

В.Л. Яроцький, канд. юрид. наук, доцент
Національна юридична академія України
імені Ярослава Мудрого, м. Харків

ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК ПРАВОВИЙ ЗАСІБ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗДІЙСНЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

Цінні папери традиційно розглядаються в цивілістиці як різновид матеріальних об'єктів цивільних прав. Але крім цього на легальному й доктринальному рівнях вони визначаються як документи, що цілком відповідає особливостям їх багатогранної правової природи. Цінні папери у їх значенні документів у механізмі цивільно-правового регулювання мають додаткове функціональне призначення як правові засоби забезпечення встановлення і здійснення майнових прав, визначених їх змістом. Це дозволяє досліджувати їх особливості не тільки як однієї з категорій матеріальних об'єктів цивільних прав, а й як різновид правових засобів, що забезпечує функціонування в цивільному обороті відповідних категорій майнових прав. Проблема визначення функціональних особливостей цінних паперів як різновиду правових засобів у цивілістиці не досліджувалася, що зумовлює актуальність її всебічного розгляду. Окремою, не дослідженою раніше частиною вказаної основної проблеми, є розгляд окреслених чинним законодавством України особливостей застосування цінних паперів для забезпечення здійснення інвестиційної діяльності в Україні. Розгляд основних особливостей цінних паперів як правових засобів забезпечення функціонування виражених у їх змісті майнових прав у сфері інвестиційної діяльності, а також впливу їх цінносних та інших економіко-правових характеристик на їх привабливість для інвесторів – мета даної статті.

Відповідно до положень ст. 1 Закону України "Про інвестиційну діяльність" інвестиціями є всі види майнових і інтелектуальних цінностей, вкладених в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) чи досягається соціальний ефект [3]. Згідно з ч. 2 цієї ж статті такими цінностями можуть бути акції та інші цінні папери. Цінні папери, які використовуються в інвестиційній діяльності, варто йменувати інвестиційними. Термін "цінні", вживаний у словосполученні "цінні папери", і "цінності", ви-

користаний у наведеній нормі Закону, як вбачається, мають подібне термінологічне значення. Дослідження правового значення терміна "цінність" у словосполученні "цінні папери", як видиться, дозволить визначити їх правове значення і як об'єктів цивільних прав, і як правового засобу, що використовується в інвестиційній діяльності. Аналіз цінних паперів щодо їх цінності як об'єктів цивільних прав і правових засобів забезпечення здійснення інвестиційної діяльності є логічно виправданий. Терміни, що позначають ті чи інші правові явища, не тільки служать засобом їх термінологічного вирізнення, а й (в ідеалі) найбільшою мірою відбивають їх сутність.

Прикметник "цінні" є похідним від іменника "цінність". Цінність слід розглядати не тільки як соціально-економічну, а й як правову категорію. Однак очевидним є й те, що в цивільному праві, предмет якого складають насамперед особисті немайнові й майнові відносини, більшість правових явищ мають економічний зміст, що виступає чинником, який багато в чому визначає їх правову форму і функціональне призначення в механізмі цивільно-правового регулювання і цивільно-му обороті, включаючи фінансово-інвестиційну сферу. Тому дослідження цінних паперів як одного з таких правових явищ, на нашу думку, буде найбільш плідним і принесе вагомі результати тільки при комплексному, економіко-правовому підході до вирішення найактуальніших проблем правового регулювання відносин, що виникають у зазначених сферах. Комплексний підхід до розгляду цих правових явищ припускає, з одного боку відособлене, з іншого – цілісне взаємозалежне дослідження, що полягає в з'ясуванні особливостей впливу їх економічної сутності на притаманну їм правову природу. Повною мірою пізнати природу відповідного правового явища, не досліджуючи сутність його економічного змісту (за його наявності), найчастіше неможливо. Досить високий рівень розвитку сучасних досліджень у правовій сфері взагалі й у межах науки цивільного права, зокрема, зумовлює необхідність застосування комплексного підходу, який передбачає всебічне дослідження більшості цивільно-правових явищ із застосуванням у необхідних випадках прийомів, методів і категорій, використовуваних як правовою, так і економічною науками.

У довідковій літературі категорія "цінність" розглядається в трьох значеннях – як ціна, вартість, як важливість, значення чого-небудь і як цінний предмет, явище [2, с.759]. З урахуванням цього прикметник "цінний" у прямому значенні тлумачиться як предмет з позначеною вартістю, ціною – в першому значенні або як цінний предмет – у другому. Показово те, що для ілюстрації першого значення прикметника "цінний" за приклад у довідковій літературі наводиться термін "цінні

папери". Як вбачається, пояснення правової природи й інвестиційної привабливості цінних паперів, засноване тільки на цьому значенні прикметника "цінний", не було б усебічним, тому що базувалося б на занадто спрощеному підході, у той час як розгляд наведених двох його значень категорії "цінність", що містяться в словнику, дозволяє глибше усвідомити особливості правової природи цінних паперів.

Категорія "цінність" у довідковій літературі розглядається з погляду важливості, значення якого-небудь явища чи предмета для чого-небудь. У цьому ж значенні вона трактується і в енциклопедичному словнику Ф.О. Брокгауза й І.О. Єфрона [6, с.326]. У зазначеному виданні акцент зроблений саме на господарсько-правову значущість тих чи інших явищ, що є особливо важливим для предмета дослідження цієї статті. Цінністю в зазначеному словнику визнається уявлення людини про господарське значення предметів зовнішнього, матеріального світу. У цьому контексті, з нашого погляду, правове значення цінного папера як правового засобу, що використовується в цивільному обороті взагалі і в інвестиційній діяльності, зокрема, доцільно розкривати через його характеристику як певного блага, що має відповідне господарське (у широкому розумінні) значення для відповідних заінтересованих суб'єктів цивільного права. У словнику С.І. Ожегова в необхідному ракурсі благо тлумачиться як те, що дає достаток, благополуччя, задовольняє потреби [2, с.44]. У філософсько-правовому аспекті розрізняють духовні, моральні й матеріальні блага, здатні задовольняти відповідні людські потреби [6, с.40]. Дослідження духовних і моральних благ виходить за межі предмета цієї статті. Матеріальні блага з філософсько-правової точки зору прийнято поділяти на вільні й господарські [6, с.488]. Слід зауважити, що в сучасному цивільному праві аксіоматичним є розгляд як матеріальних об'єктів цивільних прав речей, грошей і цінних паперів, хоча в широкому розумінні перелік благ, що мають приватноправове значення, ними не вичерпується. Наприклад, окремі категорії благ, правові зв'язки стосовно яких розглядаються як різновиди інвестиційних правовідносин, становлять майнові права і об'єкти інтелектуальної власності. Стаття 4 Закону України "Про інвестиційну діяльність" поряд з цінними паперами визначає інтелектуальні цінності (за термінологією цього Закону) як об'єкти інвестиційної діяльності.

Вільними благами називаються предмети і явища матеріального світу, не залучені до господарської діяльності, на прикладі якої слід проілюструвати взаємозв'язок і взаємозалежність економічних і правових явищ. Господарська діяльність являє собою сукупність дій, що мають внутрішній економічний зміст. Тому вона за своєю природою є

економічною категорією. Однак суспільні відносини, що виникають у результаті її здійснення, урегульовані нормами права (причому положеннями кількох галузей права – цивільного, трудового, господарського, підприємницького). У цьому ракурсі господарська діяльність може виступати об'єктом дослідження у царині права, а з моменту закріплення її поняття в законодавстві набуває значення правової категорії. Зокрема, Закон України "Про ліцензування певних видів господарської діяльності" містить її легальне формулювання [4]. Згідно зі ст. 1 цього Закону господарською діяльністю є будь-яка діяльність, у тому числі підприємств – юридичних осіб, а також фізичних осіб – суб'єктів підприємницької діяльності, пов'язана з виробництвом (виготовленням) продукції, торгівлею, наданням послуг, виконанням робіт. Наведене дозволяє зазначити економіко-правовий характер і загальногалузеве значення розглядуваної категорії, а також її взаємозв'язок із відносинами у сфері реалізації інвестицій. Цей висновок ґрунтується на легальному визначенні інвестиційної діяльності, що міститься в ст. 2 Закону України "Про інвестиційну діяльність." Відповідно до зазначеної норми нею є сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави по реалізації інвестицій. У найбільш функціональних формах вона можлива, з нашої точки зору, тільки в результаті здійснення господарської діяльності, у тому числі й у сфері випуску й обігу цінних паперів.

Більшість цінних паперів, як інвестиційні інструменти організованого (фондового) й неорганізованого (стихійного) ринків, на відміну від речей, не можуть мати хоча й продиктовану кон'юктурою ринку, але єдину вартість, яка не зазнає занадто частих змін. Участь цінних паперів у цивільному обороті характеризується постійними коливаннями їх вартісних характеристик. Причому більшість інвестиційних паперів мають декілька вартісних характеристик. Вартість цінного папера, допущеного до котирування на фондовій біржі, може бути номінальною, реальною й курсовою. Номінальною (від лат. *nominalis* – іменний) є вартість документарного цінного папера, зазначена в тексті його бланка [5, с. 345]. Номінальна його ціна найбільшу правову значимість набуває при його емісії й погашенні.

У період обігу цінного папера найбільш істотне значення мають реальна й курсова ціна. Реальною є ціна документа, збалансована попитом і пропозицією на нього як на організованому (фондовому), так і на неорганізованому (стихійному, іноді його ще йменують "вуличним") ринку цінних паперів. Курсовою є ціна цінних паперів, що котируються на фондовій біржі. Номінальну, реальну й курсову ціну цінного папера не можна ототожнювати. Реальна ціна може бути в декілька разів

вищою або нижчою номінальною. Цей висновок можна проілюструвати на прикладі акцій. Номінальна ціна акцій визначається засновницькими документами відповідного акціонерного товариства й виражена в тексті її бланка чи в обліковому записі стосовно бездокументарних цінних паперів. Якщо акціонерне товариство створено для здійснення особливо прибуткових видів діяльності, а в числі його засновників є відомі й авторитетні серед потенційних інвесторів підприємці, уже при первинному розміщенні його акції можуть користуватися підвищеним попитом і реалізовуватися за ціною, що перевищує номінальну. У цьому випадку засновники можуть одержувати так званий емісійний дохід – різницю між номінальною вартістю цінних паперів і тією ціною, за якою вони продаються при їх первинному розміщенні, якщо вона перевищує номінальну. Ціну, за якою реалізуються акції при їх первинному розміщенні, якщо вона перевищує номінальну, прийнято іменувати “емісійною”.

За емісійною ціною можуть реалізовуватись також інші інвестиційно привабливі цінні папери, наприклад, казначейські зобов'язання, облігації, опціони тощо. У цьому разі емісійний дохід одержує їх емітент. Реальна ціна акцій також може бути вище номінальної, причому іноді в декілька разів. Так, якщо в результаті багаторічної успішної господарської діяльності відповідного акціонерного товариства багаторазово зросте склад і вартість його майна, піднімається й реальна ціна випущених ним акцій, яка в сукупності з високою прибутковістю, зумовленою високим розміром дивідендів і ліквідністю неминує спричинити їх інвестиційну привабливість і внаслідок збільшення споживчого попиту на них призведе до підвищення курсової, котирувальної ціни. Саме тому акції в цьому сенсі іменують “цінними паперами росту”. І навпаки, реальна ціна акцій акціонерного товариства, що працює неефективно і внаслідок цього знаходиться у такому фінансово-господарському стані, який загрожує банкрутством, може бути в декілька разів нижчою номінальною. Курсова вартість цінних паперів може відрізнятись як від номінальної, так і від реальної їх ціни. Вона може бути завищена, тому потенційні інвестори, як правило, не купують їх до того моменту, поки котирувальна ціна не зрівняється з реальною.

Вартість (ціна) цінних паперів у сфері інвестиційної діяльності має не тільки економіко-правове, а й формально-юридичне (як теоретичне, так і практичне) значення. Зокрема, номінальна вартість акцій та інших цінних паперів, якщо це передбачено чинним законодавством чи умовами випуску, є одним з їх реквізитів. Як правило, недотримання вимог чинного законодавства щодо включення ціни як обов'язкового ре-

квізиту в текст документа, має наслідком його невизнання цінним папером (ч. 2 ст. 196 ЦК). Вартість цінних паперів – це елемент сукупності відомостей, що становлять правову інформацію, яка підлягає обов'язковому включенню в проспекти емісії цінних паперів, випуск яких підлягає реєстрації в Державній комісії з цінних паперів і фондового ринку. Крім того, для оплатних договорів, спрямованих або на первинне розміщення цінних паперів, або на їх відчуження тим чи іншим способом надалі, на стадії їх обігу, ціна набуває характеру суттєвої умови, невключення якої у їх зміст також є підставою для визнання відповідних правочинів недійсними. У цьому випадку вартість цінних паперів варто розглядати в ще одному правовому значенні – як ціну договору.

Значення вартості цінних паперів при врахуванні практичних аспектів реалізації інвестиційних правовідносин шляхом укладення договору полягає в наступному. Відповідно до ст. 9 Закону України "Про інвестиційну діяльність" основним правовим документом, що регулює взаємини між суб'єктами інвестиційної діяльності, є договір. Домовленість сторін стосовно ціни при покупці цінних паперів у межах здійснення інвестиційної діяльності є однією з суттєвих умов інвестиційних договорів, які укладаються у цій царині. Таке ж правове значення має і домовленість сторін щодо вартісної оцінки інвестицій, що впливає на оцінку розміру частки інвестора. Така необхідність виникає при спільному інвестуванні згідно з нормативними положеннями, викладеними в абз. 5 ч. 2 ст. 5 Закону України "Про інвестиційну діяльність". Таким чином, теоретичні аспекти дослідження вартісних характеристик цінних паперів, що використовуються в межах інвестиційної діяльності, мають не тільки суто теоретичне, а й важливе практичне значення.

Слід зазначити, що вартісні характеристики цінного папера при здійсненні інвестиційної діяльності тільки на перший погляд можуть розглядатися як такі, що відіграють виключно економічну роль. Власне, ціна дійсно є економічною категорією. Однак комплекс відносин, пов'язаних із ціновими аспектами участі цінних паперів у цивільному обороті в інвестиційній діяльності, без сумніву, має правове значення. Зокрема, номінальна ціна цінного папера в більшості випадків визнається чинним законодавством як його реквізит, ціна договору купівлі-продажу, предметом якого є передача цінних паперів, є однією з його суттєвих умов. Таким чином, цінові (вартісні) характеристики цінних паперів можуть бути предметом дослідження в сфері права.

З урахуванням вищенаведеного можемо підвести деякі підсумки. Цінні папери як об'єкти інвестиційних правовідносин характеризуються багатраспектністю свого функціонального призначення. Положення

статей 1 і 4 Закону України "Про інвестиційну діяльність" встановлюють можливість використовувати їх і як різновид інвестицій, і як об'єкт інвестиційної діяльності. Деякі різновиди цінних паперів використовуються як джерела фінансування інвестиційної діяльності. Відповідно до ст. 10 зазначеного Закону остання може відбуватися за рахунок позикових (наприклад, шляхом випуску облігацій) і залучених (у статутний фонд товариства) фінансових коштів інвестора. Перші стають об'єктом інвестиційної діяльності в результаті розміщення облігаційних позик, що виступають опосередкованим джерелом її фінансування. Залученими фінансовими активами в цій статті розглядаються кошти інвестора, отримані ним від продажу акцій. У таких випадках облігації й акції в розглядуваних правовідносинах набувають правового значення інвестиційних цінних паперів. Певне правове значення має і прибутковість (здатність приносити доход) інвестиційних цінних паперів. Зокрема, кошти, отримані в результаті розміщення облігаційних позик, доцільно використовувати при здійсненні інвестиційної діяльності, що має високий рівень рентабельності. Умови випуску облігацій як цінних паперів, здатних приносити доход, мають в обов'язковому порядку містити положення, що визначають характер і рівень їх прибутковості. Можливість віднесення розглядуваних цінних паперів до процентних чи безпроцентних (цілових) облігацій (у термінології зазначеного Закону) визначає правові характеристики їх прибутковості. Для процентних облігацій обов'язковим реквізитом цінного папера законодавством встановлюється розмір і терміни виплати відсотків. Для безпроцентних (цілових) обов'язковим реквізитом є визначення товару (послуг), під які вони випускаються. З нашого погляду, обидва види облігацій підлягають широкому застосуванню в цивільному обороті у якості правових засобів забезпечення фінансування інвестиційної діяльності.

Порівняно з речами як найчисленнішою категорією використовуваних в інвестиційних правовідносинах матеріальних об'єктів цивільних прав особливість цінних паперів у досліджуваному аспекті полягає в наступному. Цінні папери характеризуються більш частими і не завжди точно прогнозованими змінами їх ринкової (реальної) й курсової вартості. Ці їх вартісні характеристики можуть істотно відрізнятися від їх номінальної вартості. Це пояснюється тим, що ринок цінних паперів є гнучкішим і динамічнішим, ніж товарний. На ціну й інвестиційну привабливість речей як товарів та об'єктів цивільного обороту, впливають передусім їх кількість на ринку, споживчі властивості, якість, собівартість та інші чинники економічного характеру. Коливання вартості цінних паперів на фондовому ринку зумовлені не тільки приве-

деними мікроекономічними чинниками. Загальний стан ринку цінних паперів узагалі й коливання вартісних характеристик цінних паперів, зокрема, викликано такими макроекономічними чинниками, як загальний стан економіки, характер і рівень інфляційних процесів, показники платоспроможності й інвестиційної активності населення тощо. На інвестиційні процеси на ринку цінних паперів значною мірою впливають не тільки економічні, а й політичні чинники, які іноді зазнають аналізу й узагальнення з боку авторитетних міжнародних дослідницьких організацій. Результати таких досліджень об'єктивуються в щорічних рейтингах та індексах (наприклад, індекс рівня економічної свободи чи рівень інвестиційних ризиків [1, с.8 – 9]). Характерними тільки для цінних паперів є такі мікроекономічні чинники їх інвестиційної привабливості, як рівень їх прибутковості, ліквідності, фінансової стабільності їх емітента та інші показники, що впливають на попит і позицію на них.

Таким чином, цінні папери є ефективним правовим засобом забезпечення інвестиційної діяльності в Україні. Встановлений для них правовий режим матеріальних об'єктів цивільних прав й зумовлені цим їх властивості дозволяють використовувати їх і як інвестиції (ст. 1 Закону України "Про інвестиційну діяльність"), і як об'єкти інвестиційної діяльності (ст. 4 вказаного Закону), і як опосередковане джерело її фінансування (ст. 10 цього Закону). Перспективи подальших досліджень у даному напрямку полягають у визначенні особливостей цінних паперів як фондових цінностей, а також проблем їх функціонування на ринку цінних паперів.

Список літератури : 1. *Задыхайло Д.В.* Инвестиционное право Украины.: Сб. норм.- прав. актов с комментариями. – Х.: Эспада, 2002. – 752 с. 2. *Ожегов С.И.* Словарь русского языка. 18 изд., – М.: Рус. яз., 1986. – 759 с. 3. Про інвестиційну діяльність: Закон УССР від 18. 09. 1991 р. № 1560-ХІІ // Відом. Верх. Ради України.-1991.-№ 47. Ст. 646. 4. Про ліцензування певних видів господарської діяльності: Закон України від 01. 06. 2000 р. № 1775-ІІІ // Відом. Верх. Ради України.-2000.-№ 36.-Ст. 299. 5. Словарь иностранных слов / Гл. ред. *Ф.Н. Петров*.-16 изд., испр. – М.: Рус. яз., 1988. – 623 с. 6. Энциклопедический словарь. – Т.4 / Изд.: *Ф.А.Брокгауз; И.А. Ефрон*. – СПб.: Типоли-тография (И.А. Ефрона), Прачешный пер., № 6. – 1903. – 326с.

Надійшла до редакції 20.11.2003 р.