

Г.В. СВИРИДЕНКО. ФІНАНСОВО-ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ

Досліджуються етапи становлення законодавчої бази ринку цінних паперів в Україні, розкриваються проблеми фінансово-правового регулювання діяльності акціонерного товариства як учасника ринку цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, фондовий ринок, корпоративне законодавство.

Исследуются этапы становления законодательной базы рынка ценных бумаг в Украине, раскрываются проблемы финансово-правового регулирования деятельности акционерного общества как участника рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, фондовый рынок, корпоративное законодательство.

The stages of becoming of legislative base of security market in Ukraine, the problems of the financially-legal adjusting of activity of joint-stock company open up as a participant of security market.

Key words: market of equities, fund market, corporative legislation.

У сучасних фінансово-економічних умовах розвинений фондовий ринок (ринок цінних паперів) є вкрай потрібним елементом фінансової системи країни і засобом ефективного функціонування її економіки, оскільки виконує функцію залучення інвестиційних ресурсів до реального сектора економіки¹. Перехід до ринкової економіки, створення сучасної фінансово-кредитної системи, кількісне зростання корпоративних підприємств, масштабна емісія цінних паперів сприяли становленню й розвитку ринку цінних паперів в Україні. Дана обставина значно актуалізує необхідність ретроспективного дослідження питань фінансово-правового регулювання діяльності акціонерних товариств на ринку цінних паперів, що дає можливість виявити певні закономірності та динаміку цих процесів.

З огляду на економічну сутність поняття ринку цінних паперів (далі – РЦП) не відрізняється від визначення ринку будь-якого іншого товару. Відмінність полягає лише в порівнянні самого об'єкта досліджуваного ринку. Ринок цінних паперів – це частина позикових капіталів, де здійснюється емісія і купівля-продаж цінних паперів. Через ринок цінних паперів (банки, спеціальні кредитно-фінансові інститути і фондову біржу), що опосередкований відповідними правовідносинами, акумулюються грошові накопичення підприємств, банків, держави і приватних осіб, що спрямовуються на виробниче і невиробниче вкладення капіталів². Отже, ринок цінних паперів можна визначити як сукупність фінансово-правових відносин з приводу випуску та обігу цінних паперів між його учасниками, а також оцінювати з двох позицій: з точки зору обсягів залучення коштів з різних джерел і з точки зору вкладення вільних коштів у будь-який інший ринок.

Залучення коштів може здійснюватися за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. До зовнішніх джерел, як правило, належать амортизаційні відносини і отриманий прибуток. До зовнішніх джерел – банківські позики і кошти, отримані від випуску цінних паперів. Вільні кошти можуть бути використані для прибуткового

інвестування у різні сфери виробничої та іншої господарської діяльності.

Для змістовної характеристики чинного законодавства України у сфері РЦП важливим є питання визначення кола суб'єктів цієї специфічної діяльності. На основі аналізу даного законодавства можна виокремити такі види суб'єктів РЦП: емітенти – держава в особі уповноваженого органу, органи місцевого самоуправління, юридичні особи, у випадках, передбачених законом, фізичні особи. Емітенти від свого імені випускають цінні папери і зобов'язуються виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску (банки, фінансово-кредитні установи, підприємства, компанії); інвестори – держава, органи місцевого самоуправління, фізичні або юридичні особи, які купуватимуть цінні папери від свого імені за свій рахунок з метою одержання доходу чи збільшення вартості цінних паперів або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до чинного законодавства; професійні учасники РЦП – суб'єкти господарської діяльності, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку. Це – юридичні особи, які діють виключно на підставі спеціальних дозволів (ліцензій), що видаються в порядку, встановленому чинним законодавством. При здійсненні професійної діяльності на РЦП зазначені особи можуть виконувати різноманітні дії (у тому числі виступати емітентами й інвесторами), хоча основним їх завданням є діяльність, що сприяє організації та підтриманню РЦП (консультування, посередницька діяльність, облік цінних паперів, організація торгівлі цінними паперами тощо). Зазначені особи, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, зобов'язані додержувати встановлених чинним законодавством обов'язкових нормативів необхідної кількості власних коштів та інших показників і вимог, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами³.

Отже, регулювання РЦП охоплює всі види діяльності та усі види операцій на ньому і здійснюється органами чи організаціями, уповноваженими виконувати дані функції. Чинним законодавством України визначено дві основні форми регулювання РЦП: 1) державно-правова – переважно через державні органи з передавання незначної кількості повноважень професійним учасникам ринку; 2) інституційно-правова – більшість повноважень надається об'єднанням професійних учасників ринку при збереженні за державою контрольних функцій.

Безумовно, за будь-якої форми основним елементом є законодавче регулювання РЦП. Саме цей елемент створює необхідну нормативно-правову базу для ринкових відносин учасників РЦП⁴.

Першими законодавчими актами, що регулювали відносини на РЦП, стали Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» (1991 р.), який на даний час втратив чинність, та Закон України «Про господарські товариства» (1991 р.). Так, в Законі України «Про господарські товариства»⁵ ст. 24 було визначено саме поняття акціонерного товариства (далі – АТ) як товариства, яке має статутний (складений) капітал, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства, а ст. 27 – умови випуску акцій відповідно до вимог, встановлених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Варто зауважити, що перші цінні папери були виключно іменними, а всі операції з ними проводились у межах, окреслених емітентом. Фондові операції, як правило, не здійснювалися, що цілком пояснювалося на той момент недостатнім регулюванням цього процесу державним органом влади середнього рівня – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в межах своєї компетенції⁶.

Подальше розширення РЦП пов'язане з прискоренням темпів приватизації в країні і, відповідно, домінуванням корпоративної форми власності. До найважливіших заходів цього періоду відносять розробку Концепції функціонування й розвитку фондового ринку України (1995 р.) і Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (1996 р.). Таким чином, до кінця 1996 р. були закладені організаційні та правові основи фондового ринку України.

Так, згідно Концепції функціонування й розвитку фондового ринку України учасниками фондового ринку є емітенти цінних паперів – юридичні особи, які від свого імені випускають цінні папери і зобов'язуються виконувати обов'язки, що випливають з умов їх випуску⁷. Цінні папери випускаються з метою залучення фінансових ресурсів для свого розвитку. Приватизація повинна стати одним з основних джерел появи в країні цінних паперів у процесі розвитку фондового ринку. Передувати формуванню більш об'ємного ринку цінних паперів має перетворення великих і середніх державних підприємств у відкриті акціонерні товариства. В свою чергу, в процесі приватизації мають ширше використовуватися можливості інфраструктури фондового ринку (розміщення акцій через фондові біржі, залучення до поширення акцій торговців цінними паперами тощо). Акціонерні товариства, створені у процесі приватизації, з самого початку діяльності повинні орієнтуватися на стандарти випуску акцій у нематеріалізованій формі.

На етапі первинного розміщення акцій підприємств, що приватизуються, використання клірингово-розрахункової та депозитарної інфраструктури фондового ринку допоможе здійснити органічний перехід до вторинного обігу цих цінних паперів на фондовому ринку. На першому етапі функціонування та розвитку фондового ринку України повинні бути забезпечені законодавством гарантії без оподатковуваного режиму переходу вітчизняних та іноземних інвестицій в акції, облигації та інші цінні папери відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, а також пільгове оподаткування діяльності на фондовому ринку, виключення подвійного оподаткування дивідендів, інших доходів від діяльності з цінними паперами. Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»⁸ було створено державну систему регулювання фондового ринку в особі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР), а ст. 11 визначено відповідальність юридичних осіб (у тому числі – і акціонерних товариств) за правопорушення на РЦП. Це фактично встановлювало перелік проведення необхідних заходів для здійснення операцій з цінними паперами на РЦП для акціонерних товариств. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (1998 р.) продовжив формування механізму регулювання діяльності акціонерних товариств на РЦП⁹. Згідно цього закону був створений Національний депозитарій України з метою побудови цілісної системи обліку прав власності на цінні папери, а також встановлення форм обігу акцій емітентів на РЦП. Так, згідно із ст. 4 Закону цінні папери, обіг яких дозволено на території України, і цінні папери, на які поширюється дія законів України, можуть випускатися в документарній та бездокументарній формах. Форма випуску цінних паперів визначається за рішенням емітента про випуск цінних паперів, затверджується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при реєстрації випуску та є підставою для взяття цих цінних паперів на обслуговування Національною депозитарною системою як іменних цінних паперів у докумен-

тарній формі, цінних паперів на пред'явника у документарній формі або цінних паперів у бездокументарній формі, іменна ідентифікація власників яких здійснюється на підставі облікового реєстру рахунків власників у зберігача. Випуск цінних паперів у документарній формі здійснюється емітентом шляхом виготовлення сертифікатів, які випускаються з урахуванням вимог, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Період розвитку діяльності РЦП з 2001 р. характеризується прийняттям низки законів, що відображали якісні зміни в економіці країни. Так, Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (2001 р.) містить поняття і зміст прав юридичної особи, яка і створюється у формі відкритих акціонерних товариств, що провадять виключно діяльність із спільного інвестування¹⁰. В преамбулі закону визначено, що завданням цього законодавчого акту є регулювання суспільних відносин, які виникають у сфері спільного інвестування щодо створення та діяльності суб'єктів спільного інвестування, забезпечення гарантій прав власності на цінні папери та захист прав учасників фондового ринку. Однак жодним положенням вказаного закону не було врегульовано механізм здійснення обігу цінних паперів інституту спільного інвестування як учасника РЦП з іншими нормативно-правовими документами. Таким чином, цей Закон виконував організаційну та координаційну функцію щодо використання цінних паперів в діяльності спільних інститутів інвестування у вигляді відкритих акціонерних товариств. Об'єктом регулювання є не стільки інститути спільного інвестування (до корпоративних інвестиційних фондів застосовуються вимоги як до емітентів акцій відкритого акціонерного товариства), скільки компанії з управління їхніми активами. І хоча вони мають справу не тільки з цінними паперами, але все одно вважаються професійними учасниками ринку цінних паперів. З іншого боку, державне регулювання компаній з управління активами інституційних інвесторів в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Удосконалення системи захисту прав та інтересів інвесторів, підвищення ролі державного регулювання РЦП, подальший розвиток інфраструктури фондового ринку, системи біржової торгівлі для підвищення ліквідності та прозорості фондового ринку, вдосконалення механізму доступу дрібних інвесторів до операцій з цінними паперами через інститути фінансових посередників, збільшення обсягів залучення інвестицій акціонерних товариств через емісію акцій та облігацій відбулося з прийняттям Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» (2001 р.)¹¹.

Закон України «Про акціонерні товариства» (2008 р.) став важливим кроком у напрямі приведення українського корпоративного законодавства до визначен у світі стандартів¹². Розділ IV цього Закону присвячений цінним паперам акціонерного товариства. Ст. 24 Закону визначає особливості обігу цінних паперів акціонерного товариства на фондовій біржі, що входить в систему діяльності РЦП. Нормами цієї статті встановлені наступні положення обігу цінних паперів акціонерного товариства, а саме: 1) публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. Укладання договорів купівлі-продажу акцій публічного акціонерного товариства, яке пройшло процедуру лістингу на фондовій біржі, здійснюється лише на цій фондовій біржі з урахуванням положень частини першої цієї статті; 2) акції приватного акціонерного товариства не можуть купуватися та/або продаватися на фондовій біржі, за винятком продажу шляхом проведен-

ня на біржі аукціону; 3) акціонерне товариство не має права приймати в заставу власні цінні папери; 4) правочини щодо акцій вчиняються в письмовій формі. Норми ст. 24 Закону «Про акціонерні товариства» визначають особливості обігу цінних паперів – зазвичай, акцій власне акціонерних товариств та окремих його типів – публічного акціонерного товариства (далі – ПуАТ) і приватного акціонерного товариства (далі – ПрАТ). У п. 1 ст. Закону на ПуАТ покладається обов'язок проходити лістинг і залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі, а сукупність процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам і вимогам, установленим у правилах організатора торгівлі, встановлюється абз. 8 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹³.

У свою чергу, відповідно до п. 1 розділу 1 Положення про функціонування фондових бірж затвердженого Рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 р.¹⁴ біржовий реєстр є складовою біржового списку, що містить інформацію стосовно лістингових цінних паперів; біржовий список – це документ фондової біржі, який містить інформацію щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, які в конкретний момент часу на відповідну дату допущені до торгівлі на фондовій біржі за категорією лістингових цінних паперів або за категорією позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Отже, норма, визначена п. 1 ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства» про обов'язковий лістинг акцій публічних товариств, за допомогою якої сподівалися вирішити проблему додаткового залучення ліквідних фінансових ресурсів на українському фондовому ринку, лише позбавила шанси залучати гроші з фондового ринку. Пункт 2 ст. 24 Закону визначає одну з відмінностей ПрАТ та його акцій, зокрема, заборону їх купівлі-продажу на фондовій біржі, крім випадків продажу акцій цього товариства шляхом проведення на біржі аукціону (конкурентного способу визначення покупця). Останнє може мати місце, наприклад, у разі продажу ПрАТ викуплених ним у акціонерів власних (емітованих цим товариством) акцій з метою їх продажу інвесторам, які сплатять найвищу ціну за акції й у такий спосіб забезпечать надходження до ПрАТ додаткових коштів. Пункт 3 ст. 24 Закону забороняє приймати в заставу власні цінні папери і стосується акціонерних товариств будь якого типу. Таке обмеження має на меті захистити інтереси і товариства, і акціонерів, і кредиторів, оскільки фактично може призвести до набуття акціонерними товариствами власних акцій поза межами процедури їх викупу, передбаченої статтями 66–69 Закону України «Про акціонерні товариства».

Отже, ринок цінних паперів відіграє важливу роль у суспільному відтворенні і є ефективним механізмом функціонування ринкової економіки, інструментом мобілізації фінансових ресурсів. Водночас серед недоліків РЦП – відсутність логічно завершеної конструкції правового забезпечення формування національного ринку цінних паперів та участі акціонерних товариств в його діяльності.

Ключовою проблемою регулювання діяльності акціонерних товариств на вітчизняному ринку цінних паперів залишається нерозвиненість його організаційно-правового сегмента. Повноцінне функціонування РЦП потребує вирішення ціло-го ряду регуляторних проблем, у тому числі системного вдосконалення нормативної бази ринку. Таке вдосконалення вимагає внесення змін до нормативно-правових актів та прийняття нових. Передусім, є необхідність оперативного вирішення проблем діяльності акціонерних товариств як учасників фондового ринку, які забезпечують надходження у необхідних обсягах фінансових ресурсів до ділових

одиниць. Цьому сприятиме прийняття єдиного закону, що визначатиме усі правила поведінки на фондовому ринку для проведення операцій з цінними паперами, правила реєстрації учасників ринку, заходи та санкції щодо порушників законодавства; розкриття і доступ до інформації на фондовому ринку засобами інфраструктури фондового ринку та за допомогою глобальних інформаційних систем.

Аналіз нормативно-правової бази та відповідної юридичної літератури з питань фінансово-правового регулювання діяльності акціонерних товариств на ринку цінних паперів дає можливість зробити висновок, що окреслена проблема повинна розглядатися не лише як комплексна галузь законодавства та включати норми різних галузей права, а набувати значення вирішення визначеного питання з позиції фінансового права. Натомість практично не дослідженими залишаються питання, пов'язані з фінансово-правовим регулюванням ринку цінних паперів і фінансовим контролем за ним, а також з природою сукупності правових норм, що регулюють ринок цінних паперів і входять в систему фінансового права; про фінансову сутність цінних паперів; про фінансово-правові ознаки відносин, що складаються на ринку цінних паперів, та особливостей здійснення фінансового контролю над ринком цінних паперів при участі акціонерних товариств.

1. *Гридічна М.В.* Управління акціонерних товариств: Навч. посіб. – К.: А.С.К., 2005. – 384 с. 2. *Іванов В.М.* Финансовый рынок: Конспект лекций. – 2-е изд., Стереотип. – К.: МАУП, 2001. – 112 с. 3. *Костюченко О.А.* Банківське право: Підручник. – 3-тє вид. – К., 2003. – 218 с. 4. *Чередниченко Н.І.* Ринок цінних паперів: Методичні вказівки і завдання для самостійного вивчення дисципліни. – К.: МАУП, 2004. – 88 с. 5. *Закон України «Про господарські товариства»* // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49. – Ст. 682. 6. *Розвиток фондового ринку в Україні* [Електронний ресурс]: http://priority-finance.com.ua/ukr/investor_info/biblio_investor/ 7. *Концепції функціонування й розвитку фондового ринку України* // ВВР України. – 1995. – № 33. – Ст. 257. 8. *Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»* // ВВР України. – 1996. – № 51. – Ст. 292. 9. *Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»* // ВВР України. – 1998. – № 15. – Ст. 67. 10. *Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»* // ВВР України. – 2001. – № 21. – Ст. 103. 11. *Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»* // ВВР України. – 2002. – № 1. – Ст. 1. 12. *Закон України «Про акціонерні товариства»* // Урядовий кур'єр. – 2008. – № 202. 13. *Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»* // ВВР України. – 2006. – № 31. – Ст. 268. 14. *Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 № 1542 «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж»* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>