

Ігор Святославович КРАВЧУК

к. е. н., доцент, доцент кафедри банківського менеджменту та обліку
Тернопільський національний економічний університет

ЕВОЛЮЦІЯ ПІДХОДІВ ДО ВИНИКНЕННЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Анотація

На основі аналізу еволюції теорії цінних паперів та діючих правових вимог щодо випуску та обігу цінних паперів, використовуючи в якості фільтру наукової парадигми методологічний плюралізм, запропоновано реєстраційно-договірну гіпотезу виникнення емісійних цінних паперів, яка передбачає для документарних фінансових інструментів набуття чинності дуалістичних речово-зобов'язальних прав в результаті «подвійної реєстрації» та після укладання договорів про продаж з першими власниками, а при емісії цінних паперів у формі записів на рахунках – на основі «подвійної реєстрації» та «подвійного договору».

Ключові слова: цінний папір; дематеріалізація; річ; зобов'язання; договірна теорія; теорія одностороннього волевиявлення.

Игорь Святославович КРАВЧУК

к. э. н., доцент, доцент кафедры банковского менеджмента и учета
Тернопольский национальный экономический университет

ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ К ВОЗНИКНОВЕНИЮ ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация

В результате анализа эволюции теории ценных бумаг и действующих правовых требований относительно выпуска и обращения ценных бумаг, используя в качестве фильтра научной парадигмы методологический плюрализм, предложено регистрационно-договорную гипотезу возникновения эмиссионных ценных бумаг, которая предусматривает для документарных финансовых инструментов обретение силы дуалистических вещно-обязательственных прав в результате «двойной регистрации» и после заключения договоров о продаже с первыми собственниками, а при эмиссии ценных бумаг в форме записей на счетах – на основании «двойной регистрации» и «двойного договора».

Ключевые слова: ценная бумага; дематериализация; вещь; обязательство; договорная теория; теория одностороннего волеизъявления.

Igor KRAVCHUK

PhD, associate professor, Department of Banking Management and Accounting
Ternopil National Economic University,
e-mail: igskrav@gmail.com

EVOLUTION OF APPROACHES TO THE ORIGIN OF SECURITIES

Abstract

In the article an authorial hypothesis with regard to the origin of securities in modern scientific paradigm is offered by analysis of evolution of securities theory and present legal requirements about issue and circulation of securities, using methodological pluralism as the methodological filter of scientific paradigm, in particular essentialism and descriptivism.

The conducted analysis of evolutionary development of theories of securities origin (contractual and one-sided desire) allowed to identify their main defect (unaccount of the government role) and to offer the registration-contractual hypothesis of the origin of documentary issuer's securities, which provides for the entry into force of dualistic material-obligation rights (rights on securities and rights from securities) as a result of "double registration" (issue of securities and report on the results of their placing) and after the concluding of the sale contracts with the first holders.

At dematerialization (issue of securities in the form of records on securities accounts) a registration-contractual hypothesis can be outlined as an origin of securities on the basis of "double registration" (issue and report on placing) and "double agreement" (the agreement with depositary entity and agreement with the first holders). Unissuering securities arise up with regard to the contractual theory, i.e. on the basis of agreement between the first holder and person who gives out a document.

Keywords: securities; dematerialization; thing; liabilities; contractual theory; one-sided desire theory.

JEL Classification G23, K11, K22.

Постановка проблеми. У сучасній економіці формуються новітні парадигми функціонування ринку фінансових інструментів, швидкість видозміни яких значно зросла, зважаючи на вплив фінансових інновацій та революційний розвиток інформаційних технологій.

Ядром наукової парадигми ринку фінансових інструментів є власне фінансовий інструмент. Визначення даної економічної категорії потребує формування цілісної онтології (терміносистеми) для формулювання чітких гомогенних дефініцій видів фінансових інструментів та визначення взаємозв'язків між ними.

Еволюційно ринок фінансових інструментів виник на основі ринку документарних цінних паперів, а тому важливим є окреслення особливостей цінних паперів, що дозволить їх відрізнити від інших новітніх груп фінансових інструментів, зокрема деривативів.

Для визначення змісту поняття «цінний папір» доцільно застосовувати міждисциплінарний підхід аналізу економічного та юридичного дискурсу. Так, обіг цінних паперів пов'язаний з речами щодо яких Р. Саватьє зазначає: «Річ існує лише завдяки своїй економічній корисності. Але цю властивість вона отримує для людини лише завдяки правам, якими він володіє у відношенні до цієї речі. Таким чином, економічна корисність речі передбачає відповідне її правове становище. І навпаки, права, які відносяться до речі, враховують економічну оцінку її корисності» [13].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теорія цінних паперів активно розроблялася ще з XIX ст., що знайшло своє відображення у працях Г. Бруннера (H. Brunner), Ф. фон Савіньї (F. von Savigny) М. Таллера (M. Thaller), Е. Якобі (E. Jacobi), Я. Кунце (J. Kuntze), С. Віванте (C. Vivante), Г. Шершеневича, Н. Нерсесова, М. Агаркова, В. Гордона. В Україні на високому науковому рівні вивчення сутності цінних паперів здійснено В. Яроцьким. Дослідження фахівців стосуються двох основних груп теорій цінних паперів (договірної та одностороннього волевиявлення), які потребують критичного аналізу з точки зору сучасного розвитку ринку цінних паперів.

Постановка завдання. Метою статті є розробка авторської гіпотези щодо виникнення цінних паперів у сучасній науковій парадигмі на основі аналізу еволюції теорії цінних паперів та діючих правових вимог щодо випуску та обігу цінних паперів, використовуючи в якості методологічного фільтру наукової парадигми методологічний плюралізм, зокрема есенціалізм та дескриптивізм.

Виклад основного матеріалу. Поняття цінного паперу пройшло процес трансформації через поділ (акція без права голосу, інвестиційний сертифікат, сертифікат до права голосу), комбінацію різних паперів (модифіковані цінні папери, складні цінні папери) та відхилення від концепції цінного паперу (титули, наближені до цінних паперів, деривативи) [22, с. 395].

Прототипи цінних паперів використовувалися в економічних відносинах ще у Стародавні часи. Ділова переписка за період XIX-XVIII ст. до н.е. в Каніші [17, с. 48] містить інформацію про кредитні записи на пред'явника, договірний процент, а також про нарахування складних процентів. Значним досягненням, що в майбутньому (в середні віки) сприяв розвитку ринку цінних паперів, була можливість переведення боргу на іншу особу, однак лише зі згоди кредитора (аналогічна можливість була описана в римському праві). У цьому випадку виготовлявся новий документ, і кредитор не мав більше права пред'являти вимоги до попереднього боржника [12, с. 37]. У римському праві попередниками боргових цінних паперів були синграфи (договори фіксації передачі грошей) та хірографи (вид боргових розписок) [11, с. 380].

Італійські купці почали активно використовувати векселі, хоча ще до того в арабських країнах була розповсюджена практика використання схожих боргових зобов'язань – хавали і суфтаджи, а раніше подібні цінні папери з'явилися у Китаї в часи династії Тан (VII-X ст.), коли розвивались кредитні відносини і з'явилися паперові гроші. Перші фінансові інструменти, які нагадували державні облігації, почали використовуватися у Китаї у період династії Південна Сун у XIII ст. – в той же час, що і у Венеції та інших італійських містах [9, с. 8].

За даними Ф. Броделя облігації державної позики дуже рано служили об'єктом торгівлі у Венеції, у Флоренції – ще до 1328 р., у Генуї, де існував активний ринок розписок (*luoghi*) і платіжних зобов'язань (*paghe*) банку «Каса ді Сан-Джорджо», не кажучи вже про куксен (Кухен) – акції-«частки» німецьких рудників, які з XV ст. котирувалися на лейпцігських ярмарках, іспанські хурос (*jugos*) – державні ренти, французькі ренти на Ратушу (з 1522 р.) або ж ринок рент у ганзейських містах, починаючи з XV ст. Веронські статuti у 1318 р. узаконили угоду на строк (*mercato a termine*) [2, с. 88].

Правове відображення цінних паперів, зокрема векселя як договору, вже було здійснено в *Ordonnance de Commerce* 1673 р., в якому описано, що вексель виникає з особливого договору міні з переказом (*contrat de change*), в силу якого одна сторона сплачує валюту, а інша видає вексель [14, с. 112].

Словосполучення «цінні папери» в його сучасному термінологічному значенні вперше було введено в правову лексику статтею 271 Німецького торгового уложення 1862 р. і реципійовано законодавством і доктриною дореволюційної Росії, а пізніше – СРСР і України як одної із союзних республік [18, с. 18].

На підставі аналізу розвитку цінних паперів як економічно-правових інструментів фінансових відносин можна визначити дві системи їх існування, а саме документарну (емісія або видача у паперовій формі як документів) та постдокументарну (випуск у формі запису на рахунках).

У XIX ст. F. von Savigny запропонував можливість уникнення цесії на основі використання передачі цінних паперів як документів на пред'явника і визначив цінні папери як матеріальні блага, в які матеріалізувалися права, тобто «утілеснилися». Його вважають засновником матеріалізованої теорії цінних паперів (теорія *Verkörperungstheorie*), яка обґрунтовує їх обіг як документів [19, с. 4]. Наприкінці XIX ст. теорія інкорпорації (як розвиток теорії von Savigny) щодо матеріалізації нематеріальних благ у документі стала повсякденною в Європі і домінувала до періоду активного розвитку емісій та обігу цінних паперів у формі електронних записів на рахунках наприкінці XX ст.

У межах документарної системи в європейській науці запропоновано дві базові теорії (договірна та одностороннього волевиявлення) щодо моменту виникнення цінних паперів, які надалі модифікувалися (рис. 1).

Згідно М. Агаркова засновником теорії цінних паперів (і прихильником саме договірної теорії) можна вважати Brunner'a, робота якого з'явилася в 1882 р. у складі другого тому відомого курсу німецького торгового права, який вийшов під редакцією Endemann'a. Brunner'у належить честь виявлення та точного визначення поняття цінного паперу [1].

Згідно договірної теорії обов'язок укладача відносно будь-якого презентанта ґрунтується на договорі про передачу (*Begebungsvertrag*), укладеному між укладачем і першим набувачем паперу через його видачу (*Geben*) і прийняття (*Nehmen*) [7]. Це так звана стара договірна теорія [23, с. 84], прихильниками якої були Н. Brunner, Н. Thöl, L. Goldschmidt, Н. Krasnopolski, Г. Шершеневич, М. Агарков. Даний договір укладається тільки на користь першого набувача, так що всі наступні набувачі є його наступниками (стара договірна теорія); на думку інших авторів, договір між емітентом паперу і його першим набувачем укладається одночасно на користь всіх наступних набувачів, так що останні разом із власністю на папір набувають самостійне право з паперу (багатоконтрактна теорія). Стара договірна теорія була піддана значній критиці, зокрема Н. Нерсесов вважав, що Brunner змішує два моменти у цінних паперах: виникнення і придбання прав за ними. Традиція (передача) є необхідною для другого моменту, а не для першого [10].

Розробником теорії делегації є М. Thaller (1907), який розробив власний підхід до цінних паперів на основі інституту делегації (угоди, в силу якої одна особа (делегат) приймає на себе зобов'язання у відношенні до іншої (делегатарія) за пропозицією третьої особи (делеганта). З його точки зору емітент паперу є делегатом, перший набувач – делегантом і наступний набувач – делегатарієм. Кожен з наступних делегатаріїв, передаючи папір іншому, в свою чергу,

виступає в якості делеганта. Емітент паперу, випустивши папір, тим самим авансом акцептував в якості своїх кредиторів всіх наступних покупців паперу [1]. Таким чином, теорію делегації можна вважати варіантом багатоконтрактної теорії.

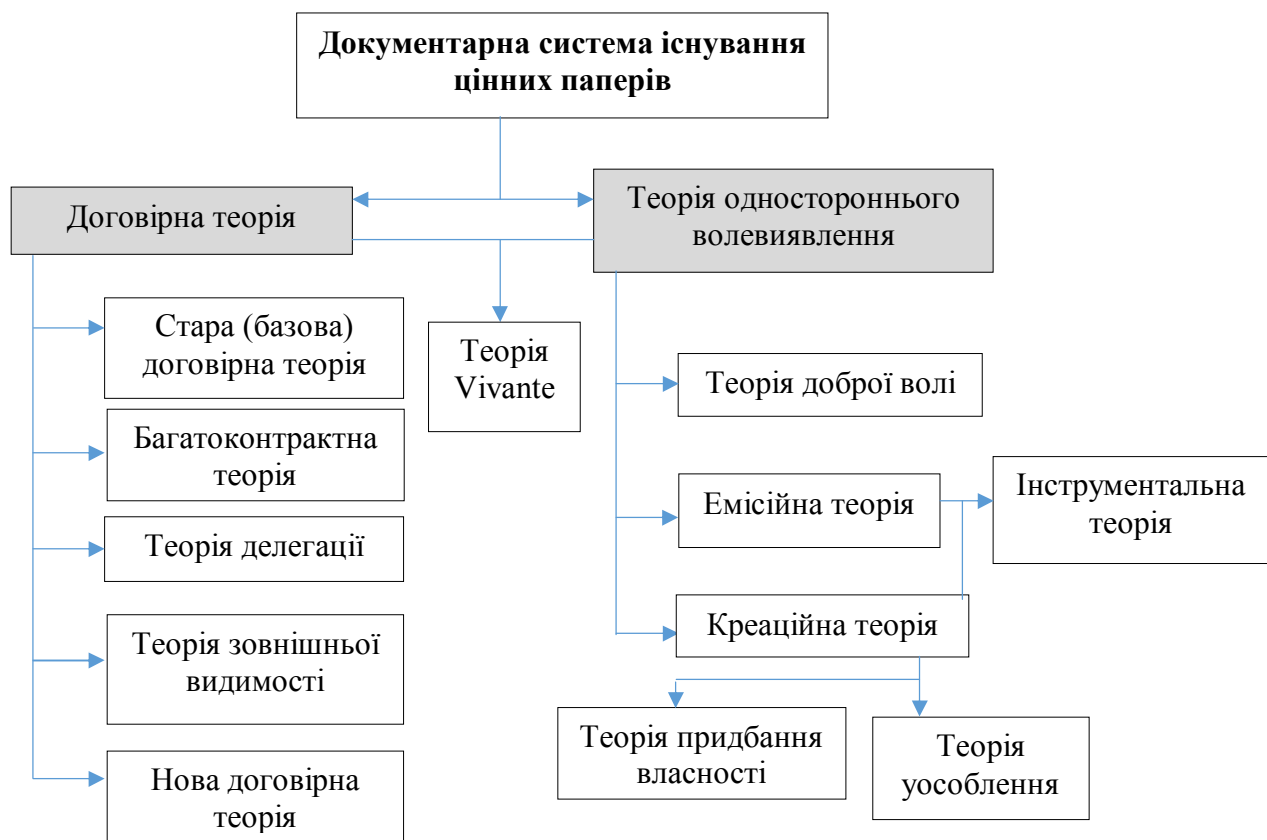


Рис. 1. Теорії виникнення цінних паперів¹

¹Примітка. Побудовано автором за даними М. Lemonnier, В. Яроцького, М. Агаркова, Н. Нерсесова, В. Гордона, Є. Крашеніннікова

Теорія зовнішньої видимості (Rechtsscheintheorie) розроблена німецьким вченим Е. Ясоби (1901) визначає, що «... у ході правового регулювання відносин, пов'язаних із здійсненням посвідчених цінними паперами майнових прав, щодо їх добросовісних набувачів зовнішня видимість права (тобто ті форми, в яких дійсно існує право звичайно проявляється в обороті) дорівнює реально існуючому суб'єктивному праву. [...] Добросовісний набувач цінного папера на пред'явника може довіритися зовнішній видимості реально неіснуючого (такого, що має лише зовнішню видимість) посвідченого ним майнового права» [18, с. 339-340].

Згідно нової або модифікованої договірної теорії, тобто об'єднання договірної теорії та теорії зовнішньої видимості, написане зобов'язання виникає на цінному папері тільки шляхом чинного договору перенесення прав з цінних паперів, який укладається між емітентом документу і його першим набувачем [23, с. 85].

Таким чином, договірна теорія, яка згідно М. Lemonnier може зараз вважатися за таку, що пояснює сутність цінного паперу [23, с. 81], передбачає, що цінний папір набуває чинності тільки на основі договору. Дана теорія буда реалізована в італійський і французький період векселів [16, с. 164], у російському Статуті про векселі від 1832 р. [3, с. 61], в Ordonnance de Commerce 1673 р. [14, с. 112] та у чинному французькому праві щодо цінних паперів [23, с. 80].

У деяких нормативних документах (в тому числі діючих на даний час) власне цінні папери визнаються договорами. Згідно IAS 32 [21] цінні папери як фінансові інструменти є договорами, а у Цивільному кодексі РФ [5] визначено, що договір позики може бути укладений

шляхом випуску і продажу облігацій (ст. 816), зокрема договір державної позики укладається шляхом придбання позикодавцем державних облігацій або інших державних цінних паперів (ст. 817).

Іншим напрямом у дослідженнях виникнення цінних паперів є теорія одностороннього волевиявлення (J. Kuntze, Carlin, Stobbe, W. Endemann, J. Bluntschli, C. Grünhut, Н. Нерсесов, В. Гордон, В. Яроцький). Прибічники цієї теорії виходили з того, що майнові права, посвідчені цінними паперами, виникають у результаті формалізації в документі односторонньої волі емітента [18, с. 342].

Креаційна теорія (як варіант теорії одностороннього волевиявлення) була запропонована J. Kuntze (1884) і передбачає, що цінний папір виникає після його свідомого підписання боржником. J. Kuntze в паперах на пред'явника розрізняє два моменти: створення (*creatio*) і випуск в обіг (*emission*). Перший з вказаних моментів залежить від волі приватної особи (боржника); що стосується другого моменту, тобто випуску паперів в обіг (передбачається, що папір має ціллю циркулювати в цивільному обороті), то вимагається для цього державний дозвіл, якщо вони випускаються масою [10].

Креаційна теорія відображена у німецькому праві, зокрема у §793-794 Цивільного кодексу (BGB – *Bürgerliches Gesetzbuch*) [20].

Теорія придбання власності (Carlin, 1889) як варіант розвитку креаційної теорії передбачає, що для виникнення прав і обов'язків необхідні дві передумови: 1) наявність паперу на пред'явника, який виникає від дієздатної особи і містить передбачені законом реквізити, і 2) придбання відмінною від укладача особою власності або іншого речового права на папір [7].

Теорію уособлення також можна вважати варіантом креаційної теорії, оскільки на прикладі векселя векселедавець стає зобов'язаним за векселем починаючи від часу складання векселя [14, с. 114]. Розробник даної теорії Bekker вважає, що папір є юридичним суб'єктом, або *loco creditoris*, носій вимоги, а власник документу є тільки представником юридичного суб'єкта [10].

Емісійна теорія (розробник Stobbe) обґрунтовує виникнення зобов'язання за цінним папером у момент його випуску. На прикладі векселя В. Гордон зазначає: «Поняття «випуску», згідно цієї теорії, необхідно строго відрізнити від поняття видачі (*geben*), якої вимагає від векселедавця договірна теорія поряд з прийняттям (*nehmen*) від покупця векселя. Не вимагається обов'язково, щоб вексель був «випущений» визначеній особі: достатньо, щоб вексель вибув з володіння векселедавця за його волею. [...] Практичні наслідки цієї теорії полягають в тому, що за векселем, який вибув з володіння векселедавця без його волі (при втраті чи крадіжці), векселедавець платити не зобов'язаний. У цьому відношенні теорія випуску суттєво відрізняється від теорії креації, яка стверджує, що векселедавець у цьому випадку платити зобов'язаний» [4].

Теорія доброї волі (добросовісного придбання) запропонована швейцарським вченим J. Bluntschli щодо паперів на пред'явника і застосована С. Grünhut'ом (1887) для пояснення юридичної природи векселя. Відповідно до теорії добросовісного набувача, для виникнення прав за цінними паперами необхідно, щоб належно оформлений емітентом документ був прийнятий особою, яка, згідно з положеннями цивільного права, є добросовісним набувачем [18, с. 345]. Згідно В. Гордона: «...вексельне зобов'язання створюється одностороннім волевиявленням зі сторони векселедавця; створене ж вексельне зобов'язання може не мати сили у відношенні до даного покупця, якщо буде заперечено його добросовісність. Поки не вдасться довести, що покупець знав про це, що видачі векселя насправді не було, вексель має повну силу у відношенні до нього, тому що зобов'язання створене одностороннім волевиявленням векселедавця» [4]. Право розпорядження цінними паперами залежить не від права власності, а від добросовісності володіння (*bono fides*) [10]. В. Яроцький вважає, що теорія добросовісного набувача є недостатньо універсальною, оскільки її положення засновані на окремому випадку – придбанні документа недобросовісним набувачем [18, с. 345]. Однак, на нашу думку, принцип

bono fides є одним з центральних для розвитку ринку документарних цінних паперів і це підтверджує М. Lemonnier: «Якби набувачі мали нести ризик дефектності емісії і безправного перенесення, то б дисконтували ризик у ціні, яку схильні заплатити за цінні папери. Оскільки право охороняє перед цим ризиком, не має потреби його врахування ними в процесі встановлення ціни, яку готові заплатити за цінні папери, які купують. Таке рішення дає можливість емітентам залучення капіталу за кращою ціною, ніж би це відбувалося в протилежній ситуації. Надає це також можливість ефективнішого функціонування ринку цінних паперів» [23, с. 37].

Український вчений В. Яроцький запропонував інструментальну теорію цінних паперів, яка також базується на односторонньому волевиявленні і врахуванні креаційної та емісійної теорій. Він обґрунтував прийнятність принципу одностороннього волевиявлення щодо правових норм стосовно цінних паперів в Україні, а також вважає, що інструментальне призначення цінних паперів у механізмі правовстановлення ілюструє теоретичну неспроможність повного ігнорування правового значення односторонньої формалізації емітентом посвідчених ними майнових прав, а відтак свідченням однобічності положень договірної концепції [18, с. 356]. Адже виникнення цінних паперів як оборотоздатного об'єкта-інструмента посвідчення майнових прав у цивільному обороті можливе лише у випадку наявності цілісної сукупності необхідних юридичних фактів, юридичний склад яких визначається особливостями їх видової конструкції і формою випуску. Його складовими завжди є односторонньо-управоможуючий правочин емітента по установленню майнових прав шляхом оформлення цінних паперів масових або індивідуальних емісій і наданню їм значення об'єкта-інструмента посвідчення майнових прав, а також їх емісія (випуск або видача) в поєднанні з іншими необхідними юридичними фактами [18, с. 362].

Італійський вчений С. Vivante (1926) у своєму курсі торговельного права здійснив монографічне дослідження цінних паперів, зокрема на основі поєднання теорії одностороннього волевиявлення та договірної теорії. Так, відносини між боржником за папером і першим його набувачем визначаються укладеним між ними договором, а відношення боржника до наступних покупців – одностороннім волевиявленням, яке отримало свій вираз у змісті паперу [1].

Головним недоліком більшості описаних теорій є неврахування ролі держави у виникненні цінних паперів.

Аналізуючи процес емісії цінних паперів згідно сучасних правових норм (на прикладі українського законодавства), можна запропонувати новий підхід щодо визначення виникнення документарних емісійних цінних паперів – реєстраційно-договірну гіпотезу (враховує елементи договірної теорії та креаційної теорії Kuntze), згідно якої цінні папери формально виникають у момент реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) випуску цінних паперів, і наступним етапом є присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номеру, що може здійснюватися тільки для вже існуючих цінних паперів. При укладанні договорів з першими власниками набувають чинності права на цінний папір та права з цінного паперу. Однак цінні папери отримують повну юридичну силу тільки при після реєстрації звіту про результати розміщення цінних паперів у НКЦПФР, тобто емісійні цінні папери набувають чинності в результаті «подвійної реєстрації» та укладанні договорів про продаж з першими власниками.

При дематеріалізації (випуску цінних паперів у формі записів на рахунках у цінних паперах) реєстраційно-договірну гіпотезу можна окреслити як виникнення цінних паперів на основі «подвійної реєстрації» (реєстрація випуску та реєстрація звіту про розміщення) та «подвійного договору» (договору з депозитарною установою та договору з першим власником). При іммобілізації (знерухомилення існуючого документарного випуску цінних паперів на рахунках) зміна форми цінного паперу на електронну здійснюється виключно на підставі договору з депозитарною установою.

Неемісійні документарні цінні папери (наприклад, ощадні (депозитні) сертифікати, заставні) набувають чинності в момент їх передачі першому власнику, тобто, з нашої точки зору, вони виникають (набувають чинності права на цінний паперів та права з цінного паперу) на підставі договору між першим власником та особою, яка видає документ.

Документарна система цінних паперів, а також всі вище описані теорії, базуються на визнанні дуалістичної правової конструкції цінних паперів – як речі (*res*) та як зобов'язання (*obligatio*). Н. Нерсесов (як прихильник креаційної теорії) вважає, що цінні папери при виникненні слід розглядати як зобов'язання, в процесі обігу – як річ і при виконанні – як зобов'язання [10]. У розумінні договірної теорії, на нашу думку, при виникненні цінний папір вже функціонує і як зобов'язання, і як річ, оскільки набуває статусу цінного паперу на підставі договору щодо його продажу.

Цінні папери як річ дозволяють здійснювати права на цінний папір на основі реалізації права власності, що сприяє збільшенню мобільності майнових та немайнових прав, інкорпорованих у цінний папір. Здійснення прав на документарний цінний папір має свої особливості для цінних паперів на пред'явника, продаж яких здійснюється шляхом їх вручення (передачі), ордерних – на основі індосаменту, іменних – на основі цесії, яка включена в договір купівлі-продажу (а для акцій і шляхом запису в реєстрі акціонерів). В Україні цінні папери відносяться до речей згідно ст. 177 Цивільного кодексу України (ЦКУ) [15], що дозволяє забезпечити їх оборотоздатність згідно ст. 178 ЦКУ.

Цінні папери як річ є правовою фікцією [18, с. 139; 19, с. 157], тобто можна вважати, що вони є штучною юридичною конструкцією речі для забезпечення обігу майнових та немайнових прав в економіці у формі документів.

В основі обігу документарних цінних паперів діє правило, що право з цінного паперу слідує за правом на цінний папір.

Цінні папери як зобов'язання передбачають реалізацію власниками *прав з цінного паперу*, а саме майнових прав з виконання емітентами зобов'язань щодо виплати купонних платежів та повернення номінальної вартості боргових цінних паперів, отримання дивідендів за акціями тощо, а також немайнових прав, зокрема щодо права голосу на зборах акціонерів. Майнові та немайнові права щодо акцій об'єднуються в понятті «корпоративні права» (у тому числі згідно [6]) і тому можна вважати необґрунтованим підхід деяких вчених [7; 8] щодо наявності в цінних паперах речових, зобов'язальних і корпоративних прав, оскільки у випадку акцій останні є складовими зобов'язальних прав.

В економічній практиці домінування для потенційних власників тих чи інших прав щодо цінних паперів залежить від цілей інвестора. Якщо інвестор (як правило з короткостроковим інвестиційним горизонтом) розраховує на дохід у результаті приросту ціни цінного паперу, то головним для нього є право на цінний папір, тобто юридичне забезпечення оборотності для пришвидшення зміни права власності на цінний папір. У випадку інвесторів (як правило з довгостроковим інвестиційним горизонтом), які планують отримувати стабільний періодичний дохід з цінних паперів, важливою є реалізація прав з цінного паперу.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Проведений аналіз еволюційного розвитку теорій виникнення цінних паперів (договірної та одностороннього волевиявлення) дозволив ідентифікувати їх головний недолік (неврахування ролі держави) та запропонувати реєстраційно-договірну гіпотезу виникнення документарних емісійних цінних паперів, яка передбачає набуття чинності дуалістичних речово-зобов'язальних прав (прав на цінний папір та прав з цінного паперу) в результаті «подвійної реєстрації» (випуску цінних паперів та звіту про результати їх розміщення) та після укладання договорів про продаж з першими власниками. При дематеріалізації (випуску цінних паперів у формі записів на рахунках у цінних паперах) реєстраційно-договірну гіпотезу можна окреслити як виникнення цінних паперів на основі «подвійної реєстрації» (випуску та звіту про розміщення) та «подвійного договору» (договору з депозитарною установою та договору з першим власником). Неемісійні цінні папери виникають

згідно договірної теорії, тобто на підставі договору між першим власником та особою, яка видає документ.

Список літератури

1. Агарков М. Учение о ценных бумагах / М. Агарков. – М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927.
2. Бродель Ф. (1988). Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV-XVIII вв., Т. 2. Игры обмена / Ф. Бродель. – М.: Прогресс, 1988. – 632с.
3. Васильева В. Вексель как инструмент современного финансового рынка и его правовая природа / В. Васильева В., С.Литвинова С. – Уссурийск: Изд-во УГПИ, 2010. – 121 с.
4. Гордон В. Вексельное право. Сущность векселя, его составление, передача и протест / В. Гордон. – Харьков: Юридическое издательство НКЮ УССР, 1926.
5. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ.
6. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI.
7. Крашенинников Е. Ценные бумаги на предъявителя / Е. Крашенинников. – Ярославль, 1995.
8. Лазурин М. К определению ценных бумаг / М. Лазурин, Л. Крашенинникова // Очерки по торговому праву. Сборник научных трудов. – 1994. – № 1. – С. 66–69.
9. Мошенский С. Рынок ценных бумаг. Трансформационные процессы / С. Мошенский. – Москва: Экономика, 2010. – 240 с.
10. Нерсесов Н. (1889). О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права / Н. Нерсесов. – Москва: Университетская типография, 1889. – 135 с.
11. Підпригора О. Римське право: Підручник / О. Підпригора, Є. Харитонов. – Київ: Юрінком Інтер, 2006. – 512 с.
12. Рифтин А. Старо-Вавилонские юридические и административные документы в собраниях СССР / А. Рифтин. – Москва: Издательство Академии наук СССР, 1937. – 176 с.
13. Саватье Р. Теория обязательств / Р. Саватье. – Москва: “Прогресс”, 1972. – 440 с.
14. Федоров А. Вексельное право / А. Федоров. – Одесса: “Экономическая” типография. 1906. – 701 с.
15. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV.
16. Шершеневич Г. Учебникъ торгового права / Г. Шершеневич. – М.: Московское научное издательство, 1919. – 373 с.
17. Янковская Н. Ойкумена Амарнской эпохи и Крит / Н. Янковская // История и современность. – 2010. – № 1. – С. 35–60.
18. Яроцький В. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції) / В. Яроцький. – Харків: Право, 2006. – 544 с.
19. Chun C. Cross-border Transactions of Intermediated Securities / C. Chun. –Berlin: Springer Berlin Heidelberg, 2012. – 504 p.
20. German Civil Code (BGB), 1896.
21. IAS32. Financial Instruments: Presentation, 2015.
22. Le Cannu, P. (1993). L’ambiguité d’un concept négatif: les valeurs mobilières / P. Le Cannu // Bull. – 1993. – № 1.
23. Lemonnier M. Europejskie modele instrumentów finansowych / M. Lemonnier. – Warszawa: LEX a Wolters Kluwer business, 2011. – 426 s.

References

1. Agarkov, M. (1927). *The doctrine about securities*. Moscow: Financial publisher NKF USSR.
2. Braudel, F. (1988). *Civilization, Economy and Capitalism, 15th–18th Centuries. The Wheels of Commerce. Vol.2*. Moscow: Progress.
3. Chun, C. (2012). *Cross-border Transactions of Intermediated Securities*. Berlin: Springer

Berlin Heidelberg.

4. Fedorov, A. (1906). *Law of bill*. Odessa: Economic Press.
5. *German Civil Code (BGB) (1896)*.
6. Gordon, V. (1926). *Law of bill. The essence of the bill, its drafting, passing and protest*. Kharkov: Law publisher NKY USSR.
7. IAS32 (2015). *Financial Instruments: Presentation*.
8. Krashenninikov, E. (1995). *Bearer securities*. Yaroslavl.
9. Lazurin, M., Krashenninikova, L. (1994). *Essence of securities. Essays on commercial law*, 1, 66-69.
10. Le Canu, P. (1993). *L'ambiguité d'un concept négatif: les valeurs mobilières*. Bull, 1.
11. Lemonnier, M. (2011). *Europejskie modele instrumentów finansowych*. Warszawa: LEX a Wolters Kluwer business.
12. Moshensky, S. (2010). *Securities market. Transformation processes*. Moscow: Economy.
13. Nersesov, N. (1889). *Bearer securities from the point of view of civil law*. Moscow: University Press.
14. Pidoprygora, O., & Kharytonov, Y. (2006). *Roman law*. Kyiv: Yurinkom Inter.
15. Riftin, A. (1937). *Old-Babylonian legal and administrative documents in the collections of the USSR*. Moscow: Academy of Science Press.
16. Russian Federation. *The Gosudarstvennaya Duma (1994). The Civil Code of Russian Federation*.
17. Sauatiei, R. (1972). *Theory of liabilities*. Moscow: Progress.
18. Shershenevich, G. (1919). *Textbook of commercial law*. Moscow: Moscow scientific press.
19. Ukraine. *The Verkhovna Rada of Ukraine (2003). The Civil Code of Ukraine*.
20. Ukraine. *The Verkhovna Rada of Ukraine (2008). The Law of Ukraine "On joint-stock companies"*.
21. Vasilieva, V., & Litvinova, S. (2010). *Bill as instrument of modern financial market and its legal entity*. Ussurijsk: UGPI.
22. Yankovskaia, N. (2010). *Oikoumena of Amarn epoch and Crete. History and the present*, 1, 35-60.
23. Yarotskyi, V. (2006). *The securities in mechanism of law regulation of property relations*. Kharkiv: Pravo.