

Ценные бумаги как предмет финансово-экономического интереса и объект гражданско-правовых отношений



А.О. Иншакова

профессор, заведующая кафедрой гражданского и международного частного права Волгоградского государственного университета, доктор юридических наук. Адрес: 400062, Российская Федерация, Волгоград, Университетский проспект, 100. E-mail: gimchp@volsu.ru, ainshakova@list.ru.



А.И. Гончаров

профессор кафедры гражданского и международного частного права Волгоградского государственного университета, доктор юридических наук, доктор экономических наук. Адрес: 400062, Российская Федерация, Волгоград, Университетский проспект, 100. E-mail: gimchp@volsu.ru, goncharova.sofia@gmail.com.



Аннотация

Большинство ценных бумаг дает возможность вкладывать денежный капитал с целью егоращения, в то же время они являются правовым средством финансирования инвестиций. С одной стороны, выпуская ценные бумаги, организации привлекают денежные средства для развития своей предпринимательской деятельности. С другой стороны, для приобретателей ценные бумаги являются прежде всего способом получения дохода, как правило, без активного участия, без труда в организации. При приобретении ценных бумаг поставщик капитала (инвестор) и потребитель капитала (эмитент ценных бумаг) вступают в гражданско-правовые, финансово-экономические отношения, которые регламентируются условиями выпуска ценных бумаг. Носителями этих условий являются сами ценные бумаги. Это их свойство позволяет экономике сделать скачок вперед, поскольку, если бы ценные бумаги все время срока использования капитала оставались у инвестора, ситуация была бы тождественна банковскому кредитованию. Однако главная ценность бумаг в создании инвесторам возможности участия в активных и разнообразных отношениях и операциях, которые основаны на условиях и содержании ценных бумаг. Если при движении банковского кредитного капитала предметом отношений кредитора и заемщика является сумма денежного капитала, то отношения инвестора и организации, выпускающей ценные бумаги, строятся именно на ценных бумагах. За каждой ценной бумагой стоит капитал, а именно — вложенные в производительных, полезных целях денежные средства, работающие в рамках предпринимательской либо общественно-полезной деятельности. Продавая ценную бумагу, предыдущий владелец тем самым дает возможность новому владельцу ценной бумаги занять его место инвестора в финансово-экономическом отношении. Уступая место инвестора, продавец ценной бумаги не несет ответственности за качество данного «товара», оно неизменно и гарантируется эмитентом. Авторы рассматривают ценные бумаги с учетом их способности одновременно выступать предметом финансово-экономического интереса и объектом гражданско-правовых отношений.



Ключевые слова

эмитент, инвестор, ценная бумага, интерес, цена, фондовый рынок, капитал, рост, доход, сделка.

Библиографическое описание: Иншакова А.О., Гончаров А.И. Ценные бумаги как предмет финансово-экономического интереса и объект гражданско-правовых отношений // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2017. № 4. С. 97–110.

JEL: K10, K36; УДК: 347

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.4.97.110

Любая ценная бумага позволяет владельцу получить прирост вложенных в эти бумаги денежных средств либо сэкономить на расходах при операциях с товаром и имуществом. Так, чтобы удостоверитель факт внесения денежных средств или иных активов в совместный бизнес, предпринимательская организация выпускает и выдает каждому партнеру акции в количестве, пропорциональном полученному у него капиталу. Вложение капитала вкладчину или от одного лица в коммерческое дело на безвозвратной и бессрочной основе представляет собой акционерное финансирование. Прогрессивное развитие созданного акционерного общества позволяет акционеру регулярно получать дивиденды — часть прибыли этого общества; владелец акций может продать ценные бумаги за сумму, большую той, которая им была вложена¹.

Возможно, предприимчивые лица не предполагают заниматься производством товаров, выполнением работ, оказанием услуг, работая в составе коммерческой организации. Как инвесторов их интересует только получение прибыли на вложенный капитал, поэтому имеется возможность сформировать паевой инвестиционный фонд, из которого деньги будут вкладываться в ценные бумаги и другое имущество, чтобы со временем продавать дороже то, что раньше было приобретено дешевле, и получать прибыль. Во избежание ошибок и финансовых потерь инвесторы доверяют управление их фондом профессиональной управляющей компании, которая положительно зарекомендовала себя за многие годы успешной практической деятельности². Право инвестора-пайщика на долю собственности в таком фонде удостоверяется ценной бумагой, которая называется инвестиционным паем и выдается управляющей компанией. Пайщик получает доход от прироста стоимости своих инвестиционных паев, когда продает их по цене, выросшей относительно цены приобретения.

Выдавая кредиты под залог недвижимости, банки выдвигают требования к заемщикам, обязательства которых обеспечены ипотекой, при участии специальной управляющей организации превращают в ценные бумаги. Эта организация осуществляет учет и получение платежей от ипотечных заемщиков. Тем самым банк-кредитор добивается ускорения возврата кредита, продавая на рынке полученные ценные бумаги, а управляющая организация получает в управление требования, которые созданы банком-кредитором в результате выдачи долгосрочных кредитов и обеспечены залогом недвижимости (ипотечное покрытие).

Ипотечный сертификат участия удостоверяет право владельца на долю в общей собственности на ипотечное покрытие, а также право требовать у выдавшей сертификат организации надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, права на долю денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие. Инвесторы, приобретая ипотечные серти-

¹ См.: Агеев А.Б. Акционерное законодательство Швейцарии: постатейный комментарий. М., 2005. С. 28.

² См.: Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Паевой инвестиционный фонд и инвестиционный пай: некоторые проблемы правовой природы, вызванные рецепцией зарубежного права // Банковское право. 2008. № 3. С. 22.

фикуты участия, становятся кредиторами ипотечных заемщиков, регулярно получают возврат вложенных денег и проценты за кредит³.

Облигация — инвестиционная ценная бумага, которая удостоверяет право владельца на получение в указанной бумагой срок ее номинальной стоимости, а также процента по ставке, установленной этой же бумагой. Получение возможно и другим имуществом, которое равнозначно денежной сумме, инвестированной приобретателем облигации. Выпускают эти ценные бумаги только юридические лица. Оформляя получение займа, облигации дают их владельцам право на вложение денег в долг под проценты, без участия в делах организации-должника⁴.

При выдаче кредитов можно пустить в экономический оборот права банка-кредитора (получившего недвижимость в залог), а именно: требование на получение денежной суммы и право залога на имущество, которым подкрепляется финансовая состоятельность заемщика. Банк-кредитор может их продать и выручить денежные средства, которые снова может использовать на кредитование. После такой операции у заемщика появится новый кредитор, обладающий прежними правами залогодержателя. Для удобства использования в обороте эти права обременены в лаконичную, строго определенную документарную форму, их удостоверяет закладная. Приобретение закладной позволяет инвестору быстро становиться кредитором ипотечного заемщика, вкладывая деньги в долг под проценты, при этом обязательства самого заемщика обеспечены залогом недвижимости⁵.

Превращение банковского вклада в ценную бумагу позволяет придать вкладу оборотоспособность. С одной стороны, деньги вложены в банк, они гарантированно прирастают согласно заранее установленному проценту, в то же время у кредитора постоянно имеется законный заместитель этих вложенных денег — банковский сертификат. Эта ценная бумага позволяет получать проценты по вкладу, а также использовать банковский сертификат как удобное и компактное движимое имущество.

В отдельных случаях банковскому вкладчику необходимо, чтобы его вклад, а также проценты в любое время смог получить другой человек. Особенно привлекателен в подобных ситуациях вариант, чтобы имя будущего получателя заранее не требовалось определять и указывать в документе о таком банковском вкладе. Каждый гражданин имеет право распоряжаться собственными деньгами, в том числе и помещенными во вклад в коммерческом банке. Для широкого использования этого права в экономическом обороте существует особая ценная бумага — сберегательная книжка на предъявителя. Одновременно она позволяет получать проценты, которые предварительно по данному вкладу были установлены банком. В России в связи с обновлением в 2014 г. Гражданского кодекса сберегательной книжки на предъявителя больше нет⁶.

В современной рыночной экономике интенсивно используется особое расчетно-кредитное средство, допускающее наряду с широкими возможностями расчетов начисление процентов на одолженную сумму, такой документ называется векселем. Вексель

³ См.: *Абрамова Е.* Ипотечный сертификат участия // *Хозяйство и право.* 2008. № 4. С. 65.

⁴ См.: *Селивановский А.С.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М., 2014. С. 4.

⁵ См.: *Операции банков с ценными бумагами. Валютные и сопутствующие операции* : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Д.Г. Алексеева [и др.] ; отв. ред. Д.Г. Алексеева, СВ. Пыхтин. М., 2017. С. 13.

⁶ См.: *Ротко С.В., Тимошенко Д.А.* Сберегательная книжка на предъявителя; понятие, правовая природа и трансформация признака транзитивности в практической деятельности // *Нотариус.* 2008. № 6. С. 30–33.

применяется в расчетах вместо денег, что позволяет уменьшить расходы и ускорить расчеты, если бы они происходили в денежной форме, а также позволяет кредиторам быстро уступать свои требования к должнику другим лицам⁷.

В результате многовековой эволюции денег общепризнанной предъявительской ценной бумагой стала банкнота. В процессе этой эволюции сформировалось два явно различных вида денег: действительные деньги и знаки стоимости — заместители или представители действительных денег. Бумажные деньги появились в связи с затруднением металлического денежного обращения и начали функционировать вместо тяжелых и некомпактных серебряных и золотых монет. Банкнота или банковский билет как денежный знак, выпускаемый в обращение и гарантируемый центральным банком, позволяет рационально и быстро производить колоссальную массу наличных расчетов во всей экономике.

Чек является документарной ценной бумагой, которая оформляется с соблюдением всех установленных реквизитов. Чек удостоверяет право держателя получить у банка, в котором имеется счет чекодателя, деньги с его счета в сумме, которая определена в этой ценной бумаге. Очевидно, что, заменяя крупные суммы наличных денег, чек позволяет экономить на расходах при проведении финансовых расчетов⁸.

Перевозчик груза на морском судне выдает отправителю после приема от него груза коносамент. Коносамент можно выдать на имя определенного получателя, который сможет распорядиться грузом по своему усмотрению. Это именная ценная бумага — получатель груза может передать этот документ по именной передаточной надписи. Коносамент существенно ускоряет торговый оборот, поскольку груз, который везут морем многие тысячи миль, оказывается перепроданным в течение срока его движения несколько раз. Неоднократная смена получателя еще не прибывшего в порт назначения груза становится простой, удобной и упорядоченной при помощи передачи коносамента. Ускорение оборота прямо влияет на рост доходов от торговых операций⁹.

Простое складское свидетельство является документарной ценной бумагой на предъявителя; оно выдается товарным складом, подтверждая факт принятия указанного в этом свидетельстве товара на хранение, и удостоверяет право законного владельца свидетельства получить товар. Получатель простого складского свидетельства становится обладателем товарораспорядительного документа, который позволяет, передавая его другому лицу, передавать право собственности на товар, хранящийся на складе, а закладывая его в банк — помещать тот же товар в залог без физического движения самого товара.

Двойное складское свидетельство (документарная ценная бумага, объединяющая вместе два листа-документа) — это одновременно складское и залоговое свидетельство, выдаваемое складом в удостоверение принятия товара на хранение и дающее право законному держателю ценной бумаги получить со склада этот товар. Двойное складское свидетельство является товарораспорядительной ценной бумагой: передача документа другому лицу делает его владельцем товара, который представлен данным складским документом. Соединенные листы одинакового содержания, но с разными наименованиями и каждый со своим назначением, обеспечивают функционирование системы двух документов в складском хранении, тем самым способствуют активному обра-

⁷ См.: Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. М., 2008. С. 221.

⁸ См.: Эльяссон Л.С. Чековое право. М., 1927. С. 112.

⁹ См.: Рамберг Я. Комментарий ИСС к Инкотермс 2010: понимание и практическое применение. М., 2011. С. 164.

нию различных товаров, оставляя их неподвижными. Очевидно, что применение в торговом и финансовом обороте складских ценных бумаг позволяет весьма существенно экономить на расходах, поскольку вместо товаров могут обращаться их заменители — простые и двойные складские свидетельства¹⁰.

Чтобы работники акционерных обществ трудились добросовестно, инициативно, с полной отдачей, способствуя росту прибыли коммерческой организации, акционеры их поощряют, обеспечивая льготы при покупке акций акционерного общества с использованием особой ценной бумаги — опциона эмитента. Его покупатель получает право (но не обязанность) в установленный опционом эмитента срок в будущем или в течение установленного времени в будущем купить акции по заранее определенной цене. Акции работники приобретают со скидкой (либо с номинала, либо с текущей рыночной цены), поэтому такое приобретение является довольно выгодной операцией¹¹.

Российские депозитарные расписки в полном объеме представляют акции или облигации иностранных эмитентов в нашей стране и удостоверяют право собственности владельца российской депозитарной расписки на определенное количество этих акций или облигаций в отрыве от них. Совершая операции с различными российскими депозитарными расписками, инвесторы получают возможность получать приращение капитала, вкладывая денежные средства в экономику других стран¹².

Сделки купли-продажи ценных бумаг между продавцами и покупателями, которые повторяются многократно и происходят в огромных количествах, возможны при условии, что бумаги обращаются как финансовые и товарораспорядительные документы, обеспечивая приобретателю документа определенные права. Законы каждого государства подробно регламентируют порядок и формы составления ценных бумаг соответствующего вида.

В советский период (в 1930-е гг.) в нашей стране обращение ценных бумаг практически прекратилось. В 1937 г. СССР присоединился к Международной конвенции о векселях,¹³ но вексель использовали во внешнеэкономическом обороте. Постановлением ЦИК СССР и СНК СССР № 104/1341 от 7.08.1937 было утверждено «Положение о переводном и простом векселе». Это был единственный правовой акт о ценных бумагах до самого начала 1990-х гг. Облигации государственных займов СССР, которые распространялись среди советских граждан нередко в принудительном порядке, можно считать ценными бумагами только условно. Выпуски этих облигаций и тиражи выигрышей по ним прекратились в 1958 г., а погашение долга населению состоялось в 1974–1977 гг. На наш взгляд, только появившиеся с 1966 г. свободно обращающиеся облигации внутреннего выигрышного займа СССР можно считать финансовым инструментом — прообразом ценной бумаги.

В 1990-х гг. в России началось построение рыночной экономики, перед этим в СССР были приняты «Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик»

¹⁰ См.: Хайбрахманов Р.Р. Двойное складское свидетельство как ценная бумага: автореф. дис... к/ю. н. М., 2009. С. 4.

¹¹ См.: Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М., 2011. С. 983; Габов А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг: автореф. дис. ... д. ю. н. М., 2010. С. 8.

¹² См.: Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. М., 2017. С. 258–259.

¹³ Конвенция о Единообразном законе о переводном и простом векселе (заключена в Женеве 07.06.1930) // Собрание законов СССР. 1937. № 18. Ст. 108.

(1991), содержащие определение ценной бумаги: «Ценная бумага — это документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа». В нем мы видим два важных свойства ценной бумаги: она 1) удостоверяет имущественное право, 2) для реализации этого права обязательно требуется предъявление бумаги. Однако неконкретность первого официального определения позволяла относить массу различных документов к ценным бумагам.

В конце 1991 г. Правительство России утвердило «Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах РСФСР», предлагавшее уже несколько иную трактовку: «Ценная бумага — это денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ». Здесь мы отметим, что ценная бумага — не любой документ, а именно денежный. Вместе с тем из этого нормативно закрепленного определения ценной бумаги не очевидно, что по данному документу можно получить зафиксированную документом сумму. Получить сумму кредитор может только по долговой ценной бумаге в обещанный срок платежа, если должник имеет финансовую возможность расплатиться. Превратить такую бумагу в деньги можно при нахождении на нее покупателя, причем по цене, которая будет установлена соглашением покупателя с продавцом, и, вероятнее всего, будет отличаться от номинала ценной бумаги.

В данном определении бумаги имущественное право и отношение займа были ограничены альтернативно. Однако деньги — тоже имущество, и, приобретая долговую ценную бумагу, ее покупатель приобретает требование на получение процентов и основной суммы долга в заранее фиксированной сумме денег, являющихся частью имущества эмитента бумаги. Следовательно, трактовка ценной бумаги как документа, удостоверяющего имущественное право, полностью охватывает и долговые ценные бумаги, при этом уточнение «или отношение займа» для раскрытия сущности ценной бумаги излишне. Это было учтено в более поздних нормативных актах, разработанных в России.

Гражданский кодекс Российской Федерации (далее — ГК РФ) 1994 г. содержал значительно более точное определение: «Ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении». Логично, что в ГК РФ первоначально это определение было созвучно с определением ценной бумаги из Основ гражданского законодательства Союза ССР и республик (1991). При этом в ГК РФ имелось уточнение, что ценной бумагой может быть документ именно установленной формы и только имеющий все обязательные реквизиты. Следовательно, если документ составлен не по форме и в нем отсутствует хотя бы один из обязательных реквизитов, документ ценной бумагой не является.

Действующий ГК РФ (ред. от 28.03.2017) в ст. 142 устанавливает, что «ценными бумагами являются документы, соответствующие установленным законом требованиям и удостоверяющие обязательственные и иные права, осуществление или передача которых возможны только при предъявлении таких документов (документарные ценные бумаги). Ценными бумагами признаются также обязательственные и иные права, которые закреплены в решении о выпуске или ином акте лица, выпустившего ценные бумаги в соответствии с требованиями закона, и осуществление и передача которых возможны только с соблюдением правил учета этих прав в соответствии со статьей 149 ГК РФ (бездокументарные ценные бумаги)».

В научной литературе идет длительная дискуссия, можно ли относить «записи на счетах» к категории ценных бумаг¹⁴. С одной стороны, действительно, при бездокументарной форме выпуска ценные бумаги физически не изготавливаются из бумаги, и как документы они не существуют. Однако с другой стороны, опираясь на наши соображения, излагаемые ниже, следует признать, что владельцу важно не физическое наличие самой ценной бумаги, возможности (доход и удобство использования), те права, которые бумага своему владельцу обеспечивает. Если ценная бумага выпускается в бездокументарной форме и физически не изготавливается, причем ее существование фиксируется в виде записи в реестре владельцев ценных бумаг либо в виде записи по счету депо, такая форма существования принципиально не влияет на доходность или удобство использования. Необходимо только некоторое время, чтобы привыкнуть к выпискам из реестров либо выпискам по счетам депо, которые фигурируют вместо ценных бумаг, подразумеваемых виртуально. Это совсем нетрудно, поскольку законодателем в ст. 149 действующего ГК РФ предусмотрена подробная регламентация данных вопросов.

В современной практике документарной формы выпуска ценных бумаг довольно часто применяется депонирование сертификатов, а владение ценными бумагами также определяется на основании записей по счетам депо. Практически изготовленный выпуск ценных бумаг (сама физически отпечатанная бумага называется сертификатом, один сертификат может заменять несколько ценных бумаг) передается в депозитарий — на склад — и централизованно в этом депозитарии хранится. В обороте при совершении сделок фигурируют выписки по счету депо соответствующего владельца ценных бумаг. Как видим, в этом варианте централизованного хранения и обращения документарная форма выпуска ценных бумаг мало чем отличается от бездокументарной.

Документарная и бездокументарная формы ценных бумаг обуславливают разные фактические действия при их обращении. Чтобы в сделке купли-продажи (в рамках иной сделки) права, удостоверенные ценной бумагой, можно было передать, необходимо передать сам документ (ценную бумагу) или передать, переоформить права на ценную бумагу. Приобретатель, получивший документ — ценную бумагу, либо выписку по счету депо о зачислении на его лицевой счет прав, эквивалентных конкретному количеству ценных бумаг, — может в силу этого факта распоряжаться ценной бумагой и осуществлять удостоверенные ею права.

Принимая во внимание цели выпуска ценных бумаг, содержание и характер сделок, на которых основан их выпуск, способы вложения денежных средств и выплаты доходов, полагаем, что ценные бумаги рационально подразделить на следующие группы:

- 1) долевые ценные бумаги индивидуального инвестирования (акция, ипотечный сертификат участия) и коллективного инвестирования (инвестиционный пай);
- 2) долговые ценные бумаги коллективного инвестирования (облигация, опцион эмитента, российская депозитарная расписка) и индивидуального инвестирования (закладная, банковский сертификат, сберегательная книжка на предъявителя);
- 3) долговые расчетно-кредитные бумаги (вексель, банкнота, чек) и торговые бумаги (коносамент, простое складское свидетельство, двойное складское свидетельство);
- 4) ценные бумаги для приобретения и представления других ценных бумаг (опцион эмитента, российская депозитарная расписка).

¹⁴ См., напр.: Мурзин Д.В. Ценные бумаги — бестелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг. М., 1998. С. 79; Шевченко Г.Н. Документарные и бездокументарные ценные бумаги в современном гражданском праве // Журнал российского права. 2004. № 9. С. 34–42; Габов А.В. Неимущественные элементы в содержании ценной бумаги // Адвокат. 2009. № 4. С. 12–15.

Большинство ценных бумаг создают обширные возможности вложений денежного капитала с целью его приращения; в то же время, они являются инструментами финансирования инвестиций. С одной стороны, выпуская ценные бумаги, организации привлекают денежные средства для развития своей предпринимательской деятельности. С другой стороны, для приобретателей ценные бумаги являются прежде всего средством получения дохода, как правило, без активного участия, без труда в самой организации¹⁵.

Рассматривая возникающие в этой сфере финансовые потоки, можно утверждать, что внешне процесс финансирования инвестиций путем выпуска ценных бумаг вполне аналогичен движению банковского кредитного капитала. Фактически и при продаже ценных бумаг для их эмитента, и при зачислении заемщику суммы кредита от банка денежные средства превращаются в производительный капитал на определенных условиях.

При выделении кредита банком поставщик капитала (банк-кредитор) и потребитель капитала (заемщик) вступают между собой в урегулированные гражданским правом финансовые отношения, которые регламентируются в кредитном договоре. Экономический смысл отношений заключается в том, что заемщик в установленный кредитным договором срок обязуется возратить полученную в долг сумму. Кроме того, заемщик обязуется сверх этого внести за пользование капиталом плату — процент за кредит, который является ценой банковского кредитного капитала как товара.

При приобретении ценных бумаг поставщик капитала (инвестор) и потребитель капитала (эмитент ценных бумаг) также вступают между собой в урегулированные гражданским правом финансовые отношения, которые регламентируются условиями выпуска ценных бумаг. Носителями этих условий являются сами ценные бумаги. Это их свойство позволяет экономике сделать гигантский скачок вперед, поскольку если бы ценные бумаги на все время до окончания срока использования капитала оставались у инвестора, то ситуация была бы тождественна банковскому кредитованию. Однако главная ценность бумаг в том, что они дают инвесторам возможность участия в активных и разнообразных отношениях и операциях, которые основаны на условиях и содержании ценных бумаг. Если при движении банковского кредитного капитала предметом отношений кредитора и заемщика является сумма денежного капитала, то отношения инвестора и организации, выпускающей ценные бумаги, строятся именно на самих ценных бумагах. При этом потребитель капитала (эмитент ценных бумаг) выступает продавцом ценной бумаги, а поставщик капитала (инвестор) становится ее покупателем.

Простые и не перспективные для повторного использования в обороте отношения, возникающие при банковском кредитовании, не могут быстро и удобно переноситься на других участников и менять своих субъектов. Именно эта объективная потребность экономики удовлетворяется при выпуске ценных бумаг. Эмитент принимает комплекс финансово-экономических обязательств в момент выпуска ценных бумаг, причем обязательства сохраняются за ним на весь срок существования ценных бумаг данного выпуска. Инвестор (держатель) ценной бумаги согласно условиям выпуска ценных бумаг может легко и быстро передавать свое право собственности другому лицу путем продажи ценной бумаги или ее отчуждения иным способом. В результате ценные бумаги становятся объектами многократной купли-продажи с целью получения дохода от этих операций и, следовательно, обладают свойствами специфического товара.

Потребительная стоимость ценной бумаги как товара обеспечивается тем, что этот товар, будучи объектом вложений денежного капитала, создает возможность получения прироста от этих вложений, а также другие права, приобретаемые инвестором

¹⁵ См.: Основы портфельного инвестирования: учебник / Т.В. Никитина и др. М., 2017. С. 9–11.

одновременно с бумагой. Зафиксированные условиями бумаги возможности получения дохода и реализации других полезных для инвестора прав делают бумагу ценной. Совокупность возможностей, которые обеспечивает владельцу ценная бумага, непосредственно влияет на цену данного товара. Первейшей, конечно, является возможность получения дохода по ценным бумагам.

В практике хозяйственного оборота ценные бумаги приобретаются, прежде всего из финансового интереса, с целью получения по ним прироста (разницы в цене покупки и продажи, процентов и дивидендов). Цены, по которым происходят сделки купли-продажи ценных бумаг, как правило, непосредственно привязаны и прямо пропорциональны величине дохода, получаемого по ним. Если доход растет, то цены сделок с данной ценной бумагой повышаются; при уменьшении дохода цены сделок снижаются. Как финансовые инструменты ценные бумаги «умирают», если по ним четко не прогнозируется поступлений дохода в определенный срок в будущем.

Инвестирование денежных средств в ценную бумагу как в некий растущий долг-актив происходит только на этапе самой первой сделки по выводу ценной бумаги в обращение. Например, когда вновь созданное акционерное общество впервые размещает акции среди своих создателей-акционеров. С одной стороны, дивиденды по акциям не ограничены и зависят от величины полученной акционерным обществом прибыли, с другой стороны, каждый инвестор всегда прогнозирует доходность своих вложений именно в процентах на вложенный капитал за годовой срок. Аналогично организация-эмитент передает только что выпущенные облигации первому кредитору-приобретателю этого долга. В этом первичном размещении вложение приобретателя облигаций похоже на операцию банковского кредитования. Однако в дальнейшем судьба ценной бумаги отражает в корне другую финансово-экономическую природу отношений, складывающихся между ее предыдущими и последующими владельцами.

С финансовых позиций за каждой ценной бумагой стоит капитал, а именно — вложенные в производительных, полезных целях денежные средства, работающие в рамках предпринимательской либо общественно-полезной деятельности. Продавая ценную бумагу, предыдущий владелец тем самым дает новому владельцу бумаги возможность занять его место инвестора в этом финансово-экономическом отношении. Уступая место инвестора, продавец ценной бумаги не несет никакой ответственности за качество данного «товара», поскольку за весь срок владения бумагой он никак не мог изменить его. Качество этого специфического товара неизменно и скрепляется условиями, которые гарантирует эмитент, выпуская ценную бумагу, носителем этих условий является она сама.

Место в финансово-экономическом отношении, оформленном ценной бумагой, новый инвестор-приобретатель занимает в полном объеме, точно соответствующем тому объему прав, который предоставлялся ценной бумагой предыдущему инвестору. Однако с течением времени происходит поступательное развитие эмитента ценной бумаги, в процессе своей деятельности он растет. Его возможности обеспечивать прирост вкладываемого в его деятельность и имущество денежного капитала увеличиваются, что закономерно влечет удорожание указанного места, занятого инвестором. Поэтому в долгосрочном периоде (от года и более) цена, по которой ценная бумага продается, растет.

Очевидно, что в неблагоприятных экономических условиях способности эмитента обеспечивать приращение вкладываемого в него капитала инвесторы оценивают скептически. В кризисные периоды экономического развития они отказываются приобретать ценные бумаги, и если владельцы ценных бумаг в таких условиях пытаются их продать, то цена бумаг может быть очень низкой. Например, в разгар кризиса 2008–2009 гг. в феврале 2009 г. акцию Сбербанка можно было купить за 17 руб.; затем, когда анти-

кризисные меры были приняты и с оптимизмом восприняты хозяйствующими субъектами, в декабре 2010 г. акции Сбербанка можно было продать уже по 107 руб. за штуку. Конечно, в обстановке стабильного экономического развития не бывает такого фантастического роста цен акций, вместе с тем изменчивость цен (как рост, так и снижение) является их неотъемлемой характеристикой. Кроме того, существует так называемая ценовая память фондового рынка. Если цена бумаги однажды достигала высоких значений, то через какое-то время после снижения указанная цена снова будет достигнута и пройдена с повышением. Несомненно, если эмитент полностью теряет финансовую состоятельность и оказывается банкротом, никаких инвесторов не заинтересует приобретение его ценных бумаг, следовательно, их цена упадет до нуля.

Оформляя финансово-экономическое отношение превращения денежных средств в растущий производительный капитал между инвестором и эмитентом, ценная бумага реализует еще и эффект ценового мультипликатора. Она притягивает в сделку между предыдущим и новым владельцами ценной бумаги сумму, значительно больше той, которую в первый раз получил сам эмитент, то есть больше номинала ценной бумаги.

В таблице 1 отражено, что номинал обыкновенных акций Сбербанка с 1993 по 2001 гг. составлял всего 50 руб. за акцию, хотя в сделках между покупателями и продавцами они оценивались в несколько тысяч рублей¹⁶.

Таблица 1

Выпуск обыкновенных и привилегированных акций Сбербанка*

Порядковый номер выпуска	Дата регистрации отчета об итогах выпуска	Выпуски обыкновенных акций		Выпуски привилегированных акций		Размер уставного капитала, тыс. руб. (нарастающим итогом)
		Количество, шт.	Номинал, руб.	Количество, шт.	Номинал, руб.	
1	15.04.1993	45 000	50	250 000	1	2 500
2	29.06.1993	135 000	50	750 000	1	10 000
3	21.12.1993	720 000	50	4 000 000	1	50 000
4	12.04.1994	900 000	50	5 000 000	1	100 000
5	20.07.1995	1 900 000	50	–	–	195 000
6	28.09.1995	2 426 249	50	–	–	316 312
7	15.05.1996	2 873 751	50	40 000 000	1	500 000
8	25.12.1996	4 002 000	50	–	–	700 100
9	09.06.1998	1 000 000	50	–	–	750 100
10	04.06.2001	4 998 000	50	–	–	1 000 000
11 **	01.08.2006	19 000 000	3000	50 000 000	60	60 000 000
12	29.03.2007	2 586 948	3000	–	–	67 760 844
13 ***	19.07.2007	21 586 948 000	3	1 000 000 000	3	67 760 844

* с учетом деноминации денежных знаков

**увеличение номинала акций

*** дробление акций

¹⁶ Изменение УК и сведения о выпусках акций [Электронный ресурс]: URL: // <http://www.sberbank.com/ru/investor-relations/share-profile/shares> (дата обращения: 26.10.2017)

В итоге в 2006–2007 гг. Сбербанк выпустил новые обыкновенные акции номинальной стоимостью по 3000 руб. Однако цена акции в сделках между продавцами и покупателями превышала 100 тыс. руб. и Сбербанк принял решение об их дроблении в 1000 раз. К началу кризиса (к осени 2008 г.) цены сделок с акциями Сбербанка превышали 100 руб. за акцию.

В октябре 2017 г., несмотря на номинал 3 руб. за акцию, сделки между продавцами и покупателями происходили по цене на 90–95 % выше 100 руб. за акцию Сбербанка (таблица 2).

Как видно из таблицы 2, ценная бумага через гражданско-правовую сделку опосредует затраты инвестора на его вход в финансово-экономическое отношение с эмитентом, причем за цену, которая многократно выше номинала бумаги, она определяется не эмитентом, а самим инвестором и предыдущим владельцем под влиянием рыночной ситуации¹⁷.

Таблица 2

Рыночная капитализация Сбербанка в 2016–2017 гг.

Дата	Организатор торговли	Индивидуальный государственный регистрационный номер ценных бумаг	Количество акций, шт.	Рыночная цена акции, руб.	Рыночная капитализация, млрд. руб.
01.01.16	ЗАО «ФБ ММВБ»	10301481В	21586948000	101,18	2 184,2
01.01.16	ЗАО «ФБ ММВБ»	20301481В	1000000000	76,33	76,3
Итого капитализация:					2 260,5
01.01.17	ПАО Московская Биржа	10301481В	21586948000	171,85	3 709,7
01.01.17	ПАО Московская Биржа	20301481В	1000000000	130,19	130,2
Итого капитализация:					3 839,9

Ценная бумага является не только специфическим, но и быстрореализуемым (высоколиквидным) товаром. Например, невозможно продать за несколько минут 10 тыс. тонн зерна, но это легко сделать путем реализации простого складского свидетельства. Нет такого покупателя, который согласился бы купить, например, 100 тыс. тонн нефти, которая будет доставлена танкером ему в порт через два месяца. Однако это вполне достижимо с использованием коносамента, сделка с которым может быть совершена в течение часа. Это уникальное свойство ценных бумаг ведет к тому, что инвесторы вкладывают в них капитал, абстрагируясь от тех возможностей, которые ценные бумаги предоставляют фактически. В этих примерах приобретатель складского свидетельства, как правило, не имеет никакого интереса в получении 10 тыс. тонн зерна, а новый владелец коносамента не собирается принимать в порту 100 тыс. тонн нефти.

Аналогично квалифицированный инвестор, покупая акции Сбербанка в разгар кризиса, в феврале 2009 г. по 17 руб. за штуку, не собирается навсегда связывать судьбу с данным акционерным обществом. Дождавшись благоприятной обстановки, например, октября 2017 г., когда другие инвесторы будут готовы и согласны купить акции Сбербанка по 195 руб., владелец такого ликвидного товара продаст его и получит высокую прибыль, а именно — 1047% за 8,8 лет, что составляет более 118% годовых.

¹⁷ Акционерный капитал [Электронный ресурс]: URL: // <http://2013.report-sberbank.ru/ar/corporate-governance/share-capital/> (дата обращения: 26.10.2017)

Большинство инвесторов покупает ценные бумаги, чтобы через некоторое время их продать дороже цены приобретения. В результате ценные бумаги покупают и продают под влиянием потребности инвесторов получить приращение денежного капитала на том экономическом основании, что существуют успешно работающие эмитенты, либо пользующиеся спросом товары и имущество. Следовательно, ценная бумага — это урегулированный гражданским правом финансовый инструмент получения дохода в результате экономического роста эмитента, удорожания товара или имущества, которые данной ценной бумагой представлены, поэтому ценные бумаги были, остаются и будут предметом экономического интереса и объектом гражданско-правовых отношений.



Библиография

- Абрамова Е. Ипотечный сертификат участия // *Хозяйство и право*. 2008. № 4. С. 63–74.
- Агеев А.Б. Акционерное законодательство Швейцарии: Постатейный комментарий. М.: Статут, 2005. 237 с.
- Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве: учебное пособие по специальному курсу. 2-е изд. М.: ЮрИнфоР, 2008. 681 с.
- Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М.: Статут, 2011. 1104 с.
- Габов А.В. Проблемы гражданско-правового регулирования отношений на рынке ценных бумаг: автореф. дис. ... д. ю. н. М., 2010. 54 с.
- Лимитовский М. А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. 5-е изд. М.: Юрайт, 2017. 486 с.
- Мурзин Д.В. Ценные бумаги — бестелесные вещи. Правовые проблемы современной теории ценных бумаг. М.: Статут, 1998. 176 с.
- Операции банков с ценными бумагами. Валютные и сопутствующие операции: учебник и практикум / отв. ред. Д. Г. Алексеева, С. В. Пыхтин. М.: Юрайт, 2017. 182 с.
- Основы портфельного инвестирования: учебник / Т.В. Никитина и др. М.: Юрайт, 2017. 262 с.
- Рамберг Я. Комментарий ИСС к Инкотермс 2010: понимание и практическое применение. М.: Инфотропик Медиа, 2011. 352 с.
- Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Паевой инвестиционный фонд и инвестиционный пай: некоторые проблемы правовой природы, вызванные рецепцией зарубежного права // *Банковское право*. 2008. № 3. С. 22–24.
- Ротко С.В., Тимошенко Д.А. Сберегательная книжка на предъявителя; понятие, правовая природа и трансформация признака транзитивности в практической деятельности // *Нотариус*. 2008. № 6. С. 30–33.
- Селивановский А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2014. 584 с.
- Хайбрахманов Р.Р. Двойное складское свидетельство как ценная бумага: автореф. дис. ... к. ю. н. М., 2009. 28 с.
- Эльясон Л.С. Чековое право. М.: Финиздат, 1927. 118 с.

Securities as a Subject of Financial and Economic Interest and Object of Civil Law Relations



Agnessa Inshakova

Professor, Head, Department of Civil and International Private Law, Volgograd State University, Doctor of Juridical Sciences. Address: 100 Universitetskyy Prospekt, Volgograd 400062, Russian Federation. E-mail: gimchp@volsu.ru, ainshakova@list.ru



Alexander Goncharov

Professor, Department of Constitutional and Municipal Law, Volgograd State University, Doctor of Juridical Sciences, Doctor of Economic Sciences. Address: 100 Universitetskiy Prospekt, Volgograd 400062, Russian Federation. E-mail: gimchp@volsu.ru, goncharova.sofia@gmail.com.



Abstract

Most securities provide effective opportunities for investing money capital in order to increase it, at the same time, they are the legal priority of investments. On the one hand, issuing securities, organizations attract funds for the development of their entrepreneurial activities. On the other hand, for purchasers, securities, above all, a way of generating income, usually without active participation, without difficulty in the organization itself. Attraction of securities (capital) and investments of capital (citizenship of securities) are joined by civil-legal, financial and economic relations that regulate the issue of securities. The carriers of these conditions are the securities themselves. This is their correctness, if the securities are on all the time before the end of the period of use to get rid of it. However, the main value of securities is that they are investors who can participate in special, more active and diversified relationships and transactions that are based on the conditions and content of securities. If the movement of bank credit capital, the credit and credit organization will be one or another amount of money capital, then the relationship of the investor and the organization issuing securities are built on the securities themselves. For each security there is capital, namely, money invested in productive, useful purposes, working within the framework of some entrepreneurial or socially useful activity. By selling a security, the previous owner thereby gives access to securities to take his place as an investor in this financial and economic sense. Leaving his place as an investor, the seller of a security «Quality», it is invariably guaranteed by the issuer that issued the security. In this article, the authors examine the securities taking into account their ability to simultaneously act in the trade aspect of the financial and economic interest and the object of civil law relations.



Keywords

issuer; investor; security; interest; price; stock market; capital; growth; income; transaction.

Citation: Inshakova A.O., Goncharov A.I. (2017) Securities as a Subject of Financial and Economic Interest and Object of Civil Law Relations. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki*, no 4, pp. 97–110 (in Russian)

DOI: 10.17323/2072-8166.2017.4.97.110



References

- Abramova E. (2008) Ipotechnyy sertifikat uchastiya [Mortgage Certificate of Participation]. *Khozyaystvo i pravo*, no. 4, p 63–74.
- Ageev A.B. (2005) *Aktsionernoe zakonodatel'stvo Shveysarii: Postateynyy kommentariy* [Corporate Legislation of Switzerland. Commentary]. Moscow: Statut, 237 p. (in Russian)
- Alekseeva D.G., Pykhtin S.V. (2017) *Operatsii bankov s tsennymi bumagami. Valyutnye i sopushtvuyushchie operatsii* [Bank Transactions with Securities]. Moscow: Yurayt, 182 p. (in Russian)
- Belov V.A. (2008) *Tsennye bumagi v rossiyskom grazhdanskom prave* [Securities in Russian Civil Law]. Moscow: TsentrYurInfoR, 681 p. (in Russian)
- El'yasson L.S. (1927) *Chekovoe pravo* [Cheque Law]. Moscow: Finizdat, 118 p. (in Russian)
- Gabov A.V. (2010) *Problemy grazhdansko-pravovogo regulirovaniya otnosheniy na rynke tsennykh bumag: avtoref. diss...doktora juridicheskikh nauk* [The Civil Regulating at Securities Market. Doctor of Juridical Sciences Thesis Summary]. Moscow, 54 p.
- Gabov A.V. (2011) *Tsennye bumagi: Voprosy teorii i pravovogo regulirovaniya rynka* [Securities: Theory and Legal Regulation of Market]. Moscow: Statut, 1104 p. (in Russian)
- Khaybrakhmanov R.R. (2009) *Dvoynoe skladskoe svidetel'stvo kak tsennaya bumaga: (Avtoref. diss...kand. jurid. nauk)*. [Double Storage Certificate as a Security (Candidate of Sciences Thesis Summary)]. Moscow, 28 p.

- Limitovskiy M.A. (2017) *Investitsionnye proekty i real'nye optsiony na razvivayushchikhsya rynkakh* [Investments Projects and Options at Developing Markets]. Moscow: Yurayt, 486 p. (in Russian)
- Murzin D.V. (1998) *Tcennye bumagi — bestelesnye veschi*. Pravovye problemy [Securities are Non-Material Things. Issues of Legal Regulation]. Moscow: Statut, 162 p. (in Russian)
- Nikitina T.V. et al. (2017) *Osnovy portfel'nogo investirovaniya* [Basics of Portfolio Investments]. Moscow: Yurayt, 262 p. (in Russian)
- Ramberg J. (2010) *Kommentariy k Inkoterms 2010: ponimanie i prakticheskoe primeneniye* [Comments to Incoterms 2010: Understanding and Implementation]. Moscow: Infotropik Media, 352 p. (in Russian)
- Rotko C.B., Timoshenko D.A. (2008) Paevoy investitsionnyy fond i investitsionnyy pay: nekotorye problemy pravovoy prirody, vyzvannye retseptsiey zarubeznogo prava [Mutual Fund and Investment Fund]. *Bankovskoe pravo*, no. 3, p. 22–24.
- Rotko C.B., Timoshenko D.A. (2008) Sberogatel'naya knizhka na pred'yavitelya; ponyatie, pravovaya priroda i transformatsiya priznaka tranzitivnosti v prakticheskoy deyatelnosti [Savings Book Issued to Bearer: Concept and Legal Nature]. *Notarius*, no. 6, p. 30–33.
- Selivanovskiy A.S. (2014) *Pravovoe regulirovanie rynka tsennykh bumag* [Legal Regulation of Securities Market]. Moscow: National Research University Higher School of Economics, 584 p. (in Russian)