



Отримано: 09 січня 2020 р.

Прорецензовано: 24 січня 2020 р.

Прийнято до друку: 30 січня 2020 р.

e-mail: tkachenko_nt@ukr.net

ceo@сех.іо

DOI: 10.25264/2311-5149-2020-16(44)-184-190

Ткаченко Н. В., Луцкевич О. В. Наукова інтерпретація економічної природи цифрових цінних паперів. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»* : науковий журнал. Острог : Вид-во НаУОА, березень 2020. № 16(44). С. 184–190.

УДК: 336.01:330.3

JEL-класифікація: G10, G11

Ткаченко Наталія Володимирівна,*доктор економічних наук, професор, заступник директора з навчальної роботи,
Інститут післядипломної освіти Київського національного університету імені Тараса Шевченка***Луцкевич Олександр Володимирович,***здобувач, Чернігівський національний технологічний університет*

НАУКОВА ІНТЕРПРЕТАЦІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПРИРОДИ ЦИФРОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті розглянуто існуючі погляди науковців у контексті сформованих підходів щодо трактування та змістовного навантаження сутності дефініції «цінний папір», а саме: особливої форми існування капіталу, специфічного інвестиційного товару, фінансового інструменту та сукупності прав на ресурси. Визначено переваги та недоліки представлених підходів. Наведено авторську систематизацію властивостей цінних паперів: оборотність, ринковість, участь у суспільному обігу, документальність, стандартність, урегульованість і визнання державою, ліквідність, ризикованість та доходність. Обґрунтовано, що розвиток цифрових технологій призвів до створення цифрових цінних паперів. Представлено авторське розуміння сутності цифрових цінних паперів. На відміну від інших, таке визначення враховує сучасні тенденції діджиталізації фінансово-економічних відносин в сфері обігу цінних паперів.

Ключові слова: цінний папір, властивості цінних паперів, цифрові технології, цифрові цінні папери, оцифровані цінні папери, блокчейн-токени, бездокументарні цінні папери.

Ткаченко Наталія Владимировна,*доктор экономических наук, профессор, заместитель директора по учебной работе,
Институт последипломного образования Киевского национального университета имени Тараса Шевченко***Луцкевич Александр Владимирович,***соискатель, Черниговский национальный технологический университет*

НАУЧНАЯ ИНТЕРПРЕТАЦИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИРОДЫ ЦИФРОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В статье рассмотрены существующие взгляды ученых в контексте сложившихся подходов к трактовке и смысловой нагрузки сущности дефиниции «ценная бумага», а именно как: особой формы существования капитала, специфического инвестиционного товара, финансового инструмента и совокупности прав на ресурсы. Определены преимущества и недостатки представленных подходов. Приведена авторская классификация свойств ценных бумаг: оборачиваемость, рыночность, участие в общественном обращении, документальность, стандартность, урегулированность и признание государством, ликвидность, рискованность и доходность. Обосновано, что развитие цифровых технологий привело к появлению цифровых ценных бумаг. Представлено авторское понимание сущности цифровых ценных бумаг. В отличие от других, такое определение учитывает современные тенденции диджитализации финансово-экономических отношений в сфере обращения ценных бумаг.

Ключевые слова: ценная бумага, свойства ценных бумаг, цифровые технологии, цифровые ценные бумаги, оцифрованные ценные бумаги, блокчейн-токены, бездокументарные ценные бумаги.

Nataliia Tkachenko,*Doctor of Economics, Professor, deputy director of educational work, Institute of Postgraduate Education
of Taras Shevchenko Kyiv National University***Alexander Lutskevych,***competitor of a scientific degree, Chernihiv National Technological University*

THE SCIENTIFIC INTERPRETATION OF THE ECONOMIC

Modern trends in the development of new technologies, especially digital ones, are characterized by systemic transformations in all spheres of business, society and politics. The rapid introduction of digital technologies is taking place



in all areas of economic activity, including securities circulation. As a result, there is a need for an in-depth study of the economic nature of digital securities.

The purpose of the article is to carry out a critical analysis of the essence of the definition "securities", to systematize their properties and to study the peculiarities of transformation of the content of the studied concept in view of the development of digital technologies, in particular the presentation of the author's interpretation of digital securities.

The article examines the existing views of scientists in the context of the established approaches to the interpretation and substantive load of the essence of the definition of "securities", namely: the particular form of capital existence, specific investment goods, financial instruments and the set of rights to resources. The advantages and disadvantages of the presented approaches are identified. The author systematizes the properties of securities: turnover, marketability, participation in public circulation, documentation, standardization, regulation and recognition by the state, liquidity, riskiness and profitability. It is substantiated that the development of digital technologies has led to the creation of digital securities. When submitting the definition of the latter, it is obligatory to take into account: 1) subjects of transactions with securities (issuers and investors); 2) the nature of the relationships that arise between the entities in the securities transactions (property or loan relationships); 3) appointment of securities.

Under the digital security we offer to understand the information shell – the token of financial and economic relations that arise between the issuer and the investor regarding the attraction or borrowing of funds under the terms of a smart contract. Unlike others, this definition takes into account current trends in the digitization of financial and economic relations in the sphere of securities circulation.

Keywords: securities, securities properties, digital technologies, digital securities, digitized securities, blockchain tokens, undocumented securities.

Постановка проблеми. Сучасні тенденції розвитку нових технологій, насамперед, цифрових, характеризуються системними трансформаціями в усіх сферах бізнесу, суспільства та політики. Як наслідок, це зумовлює процес формування економіки нового типу – цифрової економіки. При цьому радше впровадження цифрових технологій відбувається у всіх сферах економічної діяльності, зокрема й у сфері обігу цінних паперів, що призводить до їх діджиталізації. Завдяки цьому виникає необхідність у поглибленому дослідженні економічної природи цифрових цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання сутності, функційності, видового представлення та підходів до оцінки цінних паперів ґрунтовно досліджені у працях вітчизняних і зарубіжних учених: О. Баула, З. Ватаманюк, В. Галанов, І. Івахненко, Ю. Конопльова, О. Ларіонова, Г. Лацик, А. Мішарев, Я. Міркін, О. Мозковий, С. Нортон, Г. Пальчевич, Д. Пенцов, В. Подплетній, В. Шелудько, У. Хінман, В. Чесноков, В. Цибульникова та ін. Однак науково-теоретичні засади аналізу цінних паперів з урахуванням бурхливого розвитку технології розподіленого реєстру та блокчейн-технології потребують глибших наукових пошуків. Через те, що дефініція «цифровий цінний папір» є похідним від поняття «цінний папір», розглянемо більш детально підходи вчених до визначення економічної сутності традиційного понятійного підгрунтя до тлумачення такого поняття.

Метою статті є здійснення критичного аналізу сутності дефініції «цінний папір», систематизація їх властивостей та дослідження особливостей трансформації змістовності досліджуваного поняття з огляду на розвиток цифрових технологій, зокрема представлення авторського трактування цифрових цінних паперів.

Виклад основного матеріалу дослідження. В економічній теорії відсутня усталена думка щодо трактування та змістовного навантаження сутності дефініції «цінний папір». Тому розглянемо існуючі погляди та твердження науковців у контексті сформованих підходів.

Цінний папір як особлива форма існування капіталу. Окремі вчені переконані, що цінні папери є самостійним видом капіталу, оскільки, обертаячись на ринку, вони можуть приносити дохід її власнику. Дослідники, які притримуються такої наукової позиції, зазвичай виходять з класичного визначення капіталу як вартості, що здатна до зростання.

Слід зазначити, що в свій час ще К. Маркс [1] ототожнював поняття цінного паперу та фіктивного капіталу. За його переконаннями, фіктивний капітал уособлюється в формі цінних паперів, регулярно генерує дохід їх власникам у вигляді дивідендів або процентів та здійснює самостійний рух на ринку цінних паперів.

Такий підхід розвиває В. М. Шелудько [2], яка переконана, що цінний папір є специфічною фіктивною формою існування капіталу, що відрізняється від його товарної, виробничої та грошової форм. Зазначена форма характеризується тим, що може вноситися до статутного капіталу акціонерного товариства, надаватися в заставу, обертатися на ринку як товар та приносити дохід, а в окремих випадках навіть й замінювати гроші. Натомість деякі інші вчені вважають, що цінні папери є різновидом грошового капіталу.

Справді, не можна не визнавати того факту, що цінні папери приносять дохід, і це, відповідно, робить їх капіталом для власників. Однак такий капітал, на нашу думку, значно відрізняється від реального капіталу, оскільки не функціонує в процесі виробництва.

Дещо по-іншому вважають інші вчені. За ними цінні папери є особливою формою існування капіталу, за якої її власник наділений правами на капітал, а не самим капіталом. Так, О. М. Мозковий [3] та В. А. Галанов [4] впевнені, що цінний папір є лише представником реально функціонуючого капіталу в економіці. На переконання вченого, цінний папір – це особлива форма існування капіталу поряд з його реалізацією в грошовій, виробничій та товарній формах. За такої особливої форми у власника капіталу капітал безпосередньо відсутній, але є майнові права на нього, які й фіксуються у формі цінного паперу.

Отже, зазначені вище автори зазначають, що цінні папери лише символізують капітал. Цінний папір, хоча і є однією з форм існування капіталу, але все ж таки відрізняється від нього. Тому, на переконання досліджених позицій окремих теоретиків, логічним є розуміння під цінним папером особливої форми прояву капіталу-власності, що можливий до переуступлення. Беззаперечно, що для власника цінного паперу він не завжди є капіталом. Як правило, це ті випадки, коли цінний папір не приносить дохід (наприклад, власник складського свідоцтва отримує відповідний товар зі складу тощо).

Варто зазначити, що в економічній літературі зустрічається ще й змішаний підхід, коли сутність цінного паперу розкривається в тому, що він, з одного боку, є представником капіталу, а з іншого – капіталом самим по собі. Погоджуємось з таким підходом, адже всі цінні папери в кінцевому підсумку є уособленням певних видів функціонуючого капіталу (товарного, грошового або виробничого) залежно від напрямків використання капіталу, отриманого замість цінного паперу, а також з тим, що цінний папір є фіктивним капіталом.

Цінний папір як специфічний інвестиційний товар. Друга група вчених трактує поняття цінного паперу як специфічного товару з певними характеристиками. Оскільки в широкому розумінні під товарами уявляють все, що може бути предметом торгових угод, тобто має мінову вартість, то з точки зору такого підходу, цінні папери підпадають під визначення товару. Але варто відмітити, що такий товар є специфічним, оскільки цінний папір не є ні фізичним товаром, а ні послугою.

Так, на думку А. А. Мішарева, цінний папір – це специфічний товар, що обертається на ринку, який має специфічну корисність та спеціальні способи її грошової оцінки [5, с. 35]. Схожу позицію займає і В. Ю. Цибульникова [6, с. 10], за якою цінні папери – це товар особливого роду, що не має власної вартості (вартість цінного паперу як такого є незначною), але здатний продаватися за високою ринковою ціною. Пояснення такого підходу полягає в обґрунтуванні того, що цінний папір, насамперед, наділений номіналом, являє собою певну величину реального капіталу, вкладеного в підприємство. Якщо ринковий попит на цінні папери виявиться вищим за пропозицію, то їх ціна перевищить номінал.

Як досить влучно відзначає В. М. Шелудько [2], цінний папір як товар відрізняється своїм розмаїттям форм, видів та типологією, залежністю від конкретних умов та цільовою спрямованістю обігу. Зазначимо, що цінний папір як товар характеризується яскравим проявом двох властивостей: по-перше, суспільною корисністю або споживчою вартістю; по-друге, міною вартістю, тобто здатністю обмінюватися відповідно до певних кількісних пропорцій на інші цінні папери, товари, гроші.

З нашої точки зору, важко не погодитись з тим, що цінні папери є специфічним товаром, адже їх можна передавати, купувати, продавати, обмінювати, дарувати тощо, тобто проваджувати дії та операції, які є характерними для товарних відносин. При цьому особливість цінних паперів як товару полягає в тому, що вони наділені більш високим ступенем універсальності відносно до інших товарів.

На увагу заслуговує думка З. Г. Ватаманюка [7], який розглядає цінні папери як інвестиційний товар. На переконання вченого, для інвестора всі цінні папери розрізняються лише за величиною отримуваного доходу. В той час, як інші властивості таких паперів, окрім здатності приносити дохід, є вторинними. Деякі автори [8; 9], підтримуючи таку позицію, вважають, що цінні папери виступають в якості документів, які є свідченням щодо інвестування капіталу.

Отже, на наше переконання, відмінною характеристикою товару є здатність задоволення будь-яких потреб покупців. Говорячи про цінні папери, мова йде про їх спроможність реалізувати цілі інвестора, насамперед, збереженість капіталу, отримання доходу від нього, приріст початкової величини капіталу, участь в управлінні капіталом та ін. Реалізація наведених цілей, на наше переконання, і характеризує задоволення специфічних потреб покупця цінних паперів. Справді, неправильним є ігнорування такої характеристики товарів, як їх вартість. В такому разі, коли мова йде про цінні папери, то це їх номінальна вартість, що визначається через вартість ресурсів, які передаються інвестором емітенту цінного паперу. Тож повністю погоджуємось з тим, що цінний папір можна визнати специфічним інвестиційним товаром, однак таке визначення не розкриває економічний зміст поняття цінного паперу в повному обсязі.

Цінний папір як фінансовий інструмент, що наділений певною грошовою характеристикою. Третя група вчених розглядає сутність поняття цінного паперу як фінансового інструменту з певною грошовою характеристикою. Так, В. М. Шелудько [2] визначає цінні папери через фінансові інструменти, за



допомогою яких вирішуються інвестиційні, платіжні, розрахункові, організаційні та інші питання. Дослідниця звертає увагу на практичне застосування цінних паперів, а саме: яким чином фінансовий інструмент, тобто цінні папери, використовуються для залучення інвестицій та вкладень фінансових ресурсів, покриття бюджетного дефіциту, здійснення платежів та застави, кредиту та його забезпечення, активізації товарного обороту, формування та зміни статутного капіталу, трансформації власності, реструктуризації та інших фінансово-господарських операцій.

Цікавим є наукове бачення Г. Лацик [10]. Вона визначає цінні папери як інструменти фінансування інвестицій. Свою позицію дослідниця обґрунтовує тим, що за умови придбання цінних паперів постачальник капіталу, тобто інвестор, та споживач капіталу (іншими словами емітент цінних паперів) вступають до цивільно-правових, фінансово-економічних відносин, які регламентуються умовами випуску цінних паперів. При цьому носіями таких умов виступають безпосередньо самі цінні папери.

Звернемося до Міжнародних стандартів фінансової звітності (IAS 32 [11]). В них чітко зазначається, що фінансові інструменти – будь-який договір, в результаті реалізації якого одночасно виникає фінансовий актив у однієї організації та фінансове зобов'язання або дольовий інструмент – в іншій.

Таку позицію підтримують й українські вчені-науковці. Так, Г. Т. Пальчевич та В. В. Подплетній [12] стверджують, що цінні папери – це документи, в яких наводяться вимоги до реальних активів (акцій, чеків, приватизаційних документів, коносаментів, житлових сертифікатів та ін.) та до безпосередньо самих цінних паперів (похідних цінних паперів). Позицію автора також поділяє В. Ю. Цибульникова [6, с. 11]. Відповідно до її наукового переконання, цінний папір є свідоцтвом, що засвідчує право його власника вимагати виконання зафіксованих зобов'язань з боку економічного суб'єкта (юридичної особи), який здійснив імітування такого паперу.

В. А. Галанов [4], розглядаючи цінний папір як актив, що приносить дохід, наголошує на тому, що саме капіталізація такого доходу призводить до набуття цінним папером грошової оцінки або ринкової ціни. Натомість А. А. Мішарев [5] визначає цінний папір як фондову цінність, а І. Івахненко – як особливу форму альтернативних (інвестиційних) грошей [13].

Погоджуємось з тим, що цінні папери є фінансовими інструментами. Так, для інвесторів цінні папери – це короткострокові або довгострокові фінансові вкладення, які здійснюються взаємн отримання грошових, товарних, боргових, майнових або інших прав до настання терміну погашення або перепродажу на вторинному ринку. Для емітента цінні папери є короткостроковим або довгостроковим фінансовим зобов'язанням.

Цінний папір як сукупність прав на ресурси. Деякі вчені подають тлумачення сутності цінного паперу на основі правового підходу, адже обіг цінних паперів регламентується законодавством. Своєю чергою, Я. М. Міркін [14] уточнює поняття цінних паперів як прав на ресурси. При цьому, кожному виду ресурсів відповідають свої цінні папери.

Цікавою є позиція Я. М. Міркіна [14], який визначає цінні папери як «дублікат реальних грошових коштів», своєрідний «титул власності». Погоджуємось з дослідником у тому, що в руках власника цінного паперу залишається титул власності, а реальне розпорядження капіталом передається до суб'єкта господарювання.

Вчені-дослідники також приділяють окрему увагу визначенню властивостей цінних паперів, оскільки саме завдяки ним проявляється сутність цінних паперів. Більшість вчених відзначають такі властивості цінних паперів: оборотність, ринковість, участь у цивільному обігу, документальність, стандартність, урегульованість та визнання державою, ліквідність, ризикованість, доходність.

Слід зазначити, що окремі автори також виділяють додаткові, до вище зазначених, якості цінних паперів. Наприклад, Г. Т. Пальчевич та В. В. Подплетній [12] зараховують до властивостей цінних паперів надійність, під якою розуміють спроможність виконувати закріплені за конкретним цінним папером функції впродовж тривалого періоду часу, а В. Чесноков [15] – безпечність та інвестиційний потенціал. Однак, на наш погляд, визнання надійності та безпечності властивостями цінних паперів, що виражають сутність останніх, суперечитиме існуванню іншої властивості цінних паперів – їх ризикованості. Також не погоджуємось з позицією Ю. А. Конопльової [16] стосовно трактування в якості властивості цінних паперів їх серійності, оскільки такий підхід звужує трактування цінних паперів до їх емісійного виду. Тож вважаємо перелік властивостей цінних паперів, представлений у табл. 1.1, вичерпним.

Отже, в сучасній економічній літературі представлені різноманітні наукові підходи до трактування сутності поняття цінного паперу, кожен з яких має свої переваги та недоліки (табл. 1). Таке різноманіття пояснюється тим, що вчені опрацьовують різні аспекти поняття цінного паперу залежно від мети та завдань дослідження.

Таблиця 1

Систематизація наукових підходів до визначення поняття цінного паперу

Визначення сутності цінних паперів	Переваги підходу	Недоліки підходу
Цінний папір як особлива форма існування капіталу		
Цінний папір – це особлива форма функціонування капіталу поряд з його існуванням у грошовій, виробничій та товарній формах. За такої форми у власника капіталу безпосередньо капітал відсутній, але є майнові права на нього, які й зафіксовані в формі цінного паперу.	Тракування цінного паперу як специфічної форми прояву капіталу-власності, що підлягає переуступці.	Звуження поняття цінних паперів до їх інвестиційного виду.
Цінний папір як специфічний інвестиційний товар		
Цінний папір – це специфічний товар, який обертається на ринку, характеризується специфічною корисністю та спеціальними способами її грошової оцінки.	Висвітлення характеристики цінного паперу як специфічного товару.	Відсутність уваги на цільових уста-новках інвестора в разі придбання цінних паперів.
Цінний папір як фінансовий інструмент, що наділений певною грошовою характеристикою		
Цінний папір – є документом, що засвідчує право його власника вимагати виконання певних зобов'язань з боку економічного суб'єкта, котрий випустив такий папір.	Розкриття практичних аспектів застосування цінних паперів.	Ототожнення поняття «цінний папір» з іншими фінансовими інструментами.
Цінний папір як сукупність прав на ресурси		
Цінний папір – це сукупність прав, здатних відділятися від об'єкта цих прав та самостійно обертатися.	Врахування положення чинного законодавства.	Залишення поза увагою фінансово-економічного змісту цінних паперів.

Джерело: розробка автора.

З нашої точки зору, змістовність та наповненість поняття «цінні папери» постійно розвивається та удосконалюється. Так, бурхливий розвиток цифрових технологій, а саме: технології розподіленого реєстру та блокчейн-технології, призвело до створення цифрових цінних паперів. Задля більш повного розкриття змістовного навантаження та сутності цифрових цінних паперів розглянемо зміст зазначених технологічних інновацій детальніше.

Розподілений реєстр (distributed ledger) представляє собою базу даних, що розповсюджується по декількох вузлах комп'ютерної мережі або обчислювальним пристроям. При цьому, оновлення до реєстру відбуваються незалежно кожним вузлом. Вже потім вузли «голосують» за такі оновлення, щоби запевнитися у тому, що більшість вузлів погоджується зі змінами, які відбуваються в базі даних. Таке голосування виконується автоматично відповідно до погодженого алгоритму. Варто зазначити, що новаторська особливість технології розподілених реєстрів полягає у функціонуванні бази даних, підтримування якої відбувається без централізованого управління або управляючого серверу.

Свою чергою, блокчейн (blockchain) є однією з форм розподіленого реєстру. Технологія блокчейн передбачає групування постійно зростаючого ланцюга записів (chain) у блоки (block), які поєднуються між собою в хронологічному порядку та захищаються від зовнішнього втручання з використанням криптографії. При цьому, блокчейн дозволяє лише додавати інформацію до бази даних, змінювати або видаляти раніше введені дані є неможливим [17].

Цікавим для розгляду та дослідження є той факт, що блокчейн технологія також передбачає використання «інтелектуальних» контрактів (smart-контрактів), які підлягають кодированню з метою автоматичного виконання договірних зобов'язань. Науковий аналіз доводить, що прибічники блокчейну вважають таку технологію необхідною задля наділення електронної бази даних менш вразливою для шахрайства. В цілому використання технології розподіленого реєстру, зокрема й блокчейн, дозволяє представляти інформацію про цінні папери у вигляді цифрового коду, який створюється за допомогою шифровальних (криптографічних) засобів, і це дозволяє здійснювати купівлю-продаж цінних паперів у режимі реального часу.

На наше переконання, логічним та правильним є розмежування цифрових (digital securities) та оцифрованих цінних паперів (digitized securities). Так, цифрові цінні папери – електронні записи (blockchain tokens – «блокчейн-токени») в електронній книзі [18]. При цьому, слід наголосити, що цифрові цінні папери не існують в документарній формі. Натомість оцифровані цінні папери – це вже документарні цінні папери, права власності на які представлені в електронному записі.

Слід також відмітити, що дематеріалізація цінних паперів є сучасною, загальною тенденцією розвитку фінансових ринків. Зрозумілим є те, що останні при цьому прагнуть зменшити витрати, пов'язані з обігом



цінних паперів, а також скоротити час, необхідний для переходу прав на цінні папери. Але варто зазначити, що на сьогоднішній день ще не всі вчені згодні визнавати існування цифрових цінних паперів.

Так, представники так званого «документарного підходу» наполягають на визнанні цінними паперами лише документарних цінних паперів, які є речами, що належать до рухомого майна. Що стосується так званих бездокументарних цінних паперів, то вони розглядаються не в якості цінних паперів, а лише через фіксацію майнових прав. Оскільки бездокументарні цінні папери не мають матеріального вираження, то вони не можуть бути визнані речами, а відповідно, й об'єктами права власності.

Наприклад, В. Ю. Цибульникова [6] відзначає такі ознаки цінних паперів: документована форма існування (цінний папір – це документ); дотримання встановленої форми та обов'язкових реквізитів при складенні (оформленні) цінного паперу; фіксування конкретних майнових прав власника цінного паперу; обов'язковість пред'явлення цінного паперу як документу при здійсненні або передачі майнових прав. Звідси зрозумілим і логічним є те, що поняття цінного паперу охоплює лише документи, які існують в паперовій формі, але не документи на технічних носіях інформації [19, с. 163–164].

Але слід відмітити, що в більшості економічно розвинених країн процес дематеріалізації цінних паперів практично вже завершився та на багатьох фондових ринках в обороті знаходяться виключно бездокументарні цінні папери. Тому окремі вчені, наприклад, Б. Альохін [20], визначають цінний папір як грошовий документ, що являє собою закріплену на матеріальному носії офіційну інформацію емітента, придбання якої призводить до виникнення взаємних прав і зобов'язань між емітентом та власником такого документу. При цьому матеріальним носієм може бути комп'ютерний запис.

Здійснений науковий аналіз дає змогу дійти висновку, що цифрові цінні папери фізично не виготовляються з паперу та як документи не існують. Однак варто визнати, що для власника важливим є не фізична наявність такого цінного паперу, а ті права, які цінний папір забезпечує йому. Так, якщо цінний папір фізично не виготовляється, а випускається в бездокументарній формі, тобто його існування фіксується у вигляді запису в реєстрі власників цінних паперів або у вигляді запису по рахунку депо, то така форма функціонування принципово не впливає на доходність цінного паперу або зручність його використання. Відтак, на нашу думку, поняття цінного паперу об'єднує в собі як документарні, так і бездокументарні (цифрові) цінні папери. Крім того, поняття цінного паперу обов'язково повинно розкривати, по-перше, суб'єктів операцій з цінними паперами (емітентів та інвесторів); по-друге, характер відносин, що виникають між суб'єктами операцій з цінними паперами (відносини власності або відносини позики); по-третє, призначення цінних паперів.

Висновки. Враховуючи викладене, під цифровим цінним папером пропонуємо розуміти інформаційну оболонку – токен фінансово-економічних відносин, що виникають між емітентом та інвестором з приводу залучення або запозичення грошових коштів на умовах смарт-контракту. На відміну від інших, таке визначення враховує сучасні тенденції діджиталізації фінансово-економічних відносин в сфері обігу цінних паперів.

Література:

1. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 3 : Процесс капиталистического производства, взятый в целом. 634 с.
2. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник. Київ : Знання, 2008. 535 с.
3. Мозковий О. М. Фондовий ринок : навч. посібн. Київ : Вид-во КНЕУ, 1999. 316 с.
4. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. Галанова В. А, Босава А. И. Москва : Финансы и статистика, 2006. 448 с.
5. Мишарев А. А. Рынок ценных бумаг : учебное пособие. Санкт-Петербург : ПИТЕР, 2007. 252 с.
6. Цибульникова В. Ю. Рынок ценных бумаг : учебное пособие. Томск : ФДО, ТУСУР, 2016. 167 с.
7. Ватаманюк З. Г. Баула О.В. Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Фінанси України*. 2007. № 5. С. 37–42.
8. Ларионова О. Б., Шанченко Н. И. Рынок ценных бумаг: основные инструменты. Ульяновск : УГТУ, 2008. 87 с.
9. Ткаченко Н. В. Проблематика функціонування організаторів торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України. *Економічний аналіз : зб. наук. праць*. 2015. Том 21. № 1. С. 268–275.
10. Лацик Г. Сутнісно-теоретичні основи фінансових інструментів. *Світ фінансів*. 2009. № 1 (18). С. 143–152.
11. IAS 32 «Финансовые инструменты: представление информации». URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/IAS_32.
12. Пальчевич Г. Т., Подплетний В. В. Ринок цінних паперів : навч. посібник. Кіровоград : ТОВ ПБЦ «Мавік», 2002. 238 с.
13. Івахненко І. Вплив ринку цінних паперів на інвестування в реальний сектор економіки. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2015. № 2 (167). С. 60–67.



14. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг : учебное пособие. Москва, 2002. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/metodika3.pdf.
15. Чесноков В. Фінансові інструменти. Херсон : В-во ХНД, 2007. 246 с.
16. Коноплева Ю. А. Характеристика ценных бумаг как финансового феномена в экономическом пространстве. *TERRA ECONOMICUS*. 2011. Т. 9. № 2. С. 33–35.
17. Steven Norton, CIO Explainer: What Is Blockchain?, Wall St. J. (Feb. 2, 2016, 12:49 AM). URL: <https://blogs.wsj.com/cio/2016/02/02/cio-explainer-what-is-blockchain/>.
18. William Hinman, Dir., Div. of Corp. Fin., SEC, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic), Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto (June 14, 2018). URL: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>.
19. Пенцов Д. А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США. Санкт-Петербург : Юрид. Центр Пресс, 2003. 300 с.
20. Алехин Б. Рынок ценных бумаг – экономическая основа вертикали власти. *Рынок ценных бумаг*. 2002. № 12. С. 29–34.