

Мельник О.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів підприємств
ДВНЗ “Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана”,

Якимчук Т.П.,

аспірантка кафедри фінансів підприємств
ДВНЗ “Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана”

ЕМІСІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ ГІРНИЧОДОБУВНОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ З ВИПУСКУ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Проведено аналіз емісійних процедур щодо випуску корпоративних облігацій підприємствами гірничодобувної промисловості. Досліджено фінансові показники діяльності з метою визначення перспектив галузі щодо розвитку ринку корпоративних облігацій.

The authors of the article carried out analysis of emission features concerning corporate bond floating by the enterprises of mining industry. Financial indices of the activities are investigated with the purpose of specifying the prospects of the industry in the development of corporate bond market.

На сьогодні найпоширенішими на фондовому ринку України є випуски корпоративних облігацій. Надаючи емітентам великі можливості щодо залучення коштів на забезпечення розвитку господарської діяльності, корпоративні облігації стали ефективним інструментом інвестиційної політики підприємств. У вітчизняній практиці випуску боргових цінних паперів облігації підприємств як альтернатива банківському кредитуванню почали використовуватися в 1996 році. Надалі питома вага емітованих облігаційних позик у обсязі довгострокових зобов'язань підприємств України безперервно зростала. Так, у 1996 році їх питома вага не перевищувала 0,5 %, а у 2006-му цей показник зріс до 10,3 %.

Ринок корпоративних облігацій виявився найдинамічнішим сегментом фондового ринку України. Починаючи з 2000 року спостерігалася загальна тенденція до зростання частки обсягів зареєстрованих випусків корпоративних облігацій у загальному обсязі випуску цінних паперів з 0,45 % до 26,25 % у 2006-му. Головними причинами таких змін на ринку облігацій стали рівень і тенденції розвитку економіки, а також спрямування руху процентних ставок.

За окремими оцінками станом на початок вересня 2007 року випуск корпоративних облігацій за промисловою структурою засвідчив безумовне лідерство будівельної галузі (44,7 %) і фінансового сектору (34,3 %). Значна частка випуску позик припадала на торгівлю (9,5 %) та харчову промисловість (4,7 %) ¹. Підприємства

¹ Румянцев С. Розвиток ринку корпоративних облігацій // Цінні папери України. — 2007. — № 40. — С. 14.

гірничодобувної промисловості були представлені на ринку корпоративних облігацій поодинокими випусками й незначними обсягами емісій. Адже попри вагомий внесок зазначених підприємств у розвиток економіки України вони працюють на фізично зношеному обладнанні та мають постійну нестачу власних оборотних коштів навіть за щорічного зростання прибутків. Недостатня увага з боку керівництва підприємств гірничодобувної промисловості щодо фінансування інвестицій у основний капітал за рахунок власних коштів та відсутність зацікавленості кредитних установ вкладати кошти в ризикові й низькорентабельні проекти можуть призвести до негативних наслідків господарської діяльності таких підприємств та стримування розвитку економіки в цілому. Тому залучення коштів шляхом емісії корпоративних облігацій підприємствами гірничодобувної промисловості в умовах обмеженості їхніх власних коштів повинне стати пріоритетним напрямком їх фінансування.

Найповніше питання використання корпоративних облігацій як фінансового інструмента на фондовому ринку розглянуто у працях Р.С. Уїлсона та Ф.Дж. Фабощі, Р. Брейлі та С. Майєрса, У.Ф. Шарпа, Г.Дж. Александера, Д.В. Бейлі. Систематизацію видів облігацій за класифікаційними ознаками та розгляд теоретичних аспектів їх випуску здійснено О. Мозговим, В. Шелудьком, Ю. Кравченком. Проблеми стану й розвитку ринку корпоративних облігацій України досліджено О. Охріменком, Ю. Прозоровим, О. Вальчишеним, Р. Сіржуком, Б. Стеценком. Попри значну кількість наукових праць, що висвітлюють проблеми ринку цінних паперів у цілому, низку принципів для розвитку вітчизняного ринку корпоративних облігаційних запозичень питань досліджено недостатньо. Це питання забезпечення цільового використання залучених від розміщення облігацій грошових коштів, питання створення ефективного механізму контролю дотримання законодавства, а також можливостей розвитку окремих сегментів ринку корпоративних облігацій і відсутності перспектив розвитку інших.

Завданням даної статті є визначення особливостей емісійної діяльності, стану й перспектив використання на фондовому ринку облігацій підприємств гірничодобувної промисловості.

У 2003 році першими емітентами корпоративних облігацій у гірничодобувній промисловості України стали державні підприємства, що мало стратегічне значення для її економіки. За період 2003—2007 років емітентами в цій галузі виступили 12 підприємств, які здійснили 19 емісій на загальну суму 2,31 млрд грн (із урахуванням погашених випусків). Розподіл емітентів корпоративних облігацій гірничодобувної промисловості за видами економічної діяльності зображено на рис. 1.

Слід зазначити, що емітенти, про яких ідеться, зосереджені переважно в Дніпропетровській, Донецькій та Житомирській областях, що зумовлено географічним розташуванням продуктивних сил в Україні. Із них успішне розміщення запланованих випусків забезпечили відкриті акціонерні товариства “Криворізький залізо-

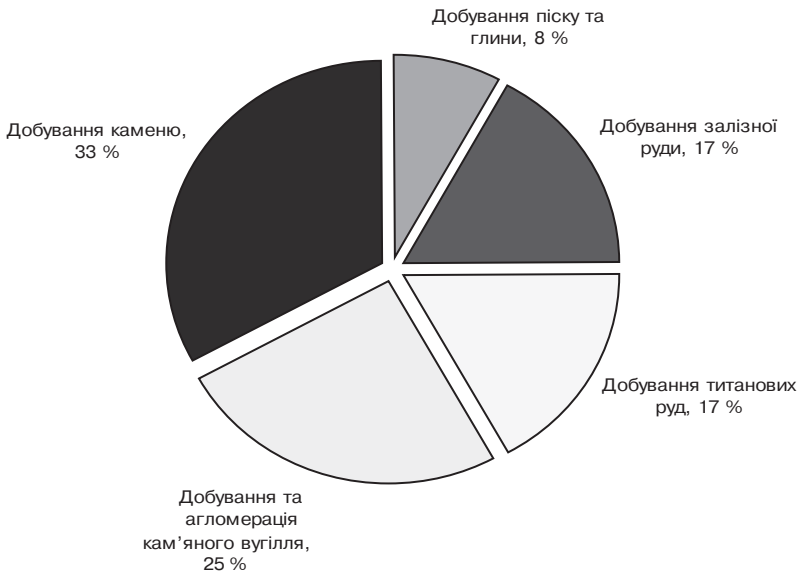


Рис. 1. Структура емітентів корпоративних облігацій гірничодобувної промисловості України за видами економічної діяльності

рудний комбінат” (здійснено два випуски), “Краснодонвугілля” (три випуски), “ДХК “Павлоградвугілля” (п’ять випусків).

Проведені нами дослідження параметрів емісії облігацій підприємств гірничодобувної промисловості дали змогу виокремити в розвитку ринку корпоративних облігацій цього сектору два етапи: 1) дебютні випуски підприємств гірничодобувної промисловості; 2) здебільшого технічні випуски великих підприємств даного сектору промисловості (табл. 1 і 2).

Таблиця 1. Умови емісії облігацій підприємств гірничодобувної промисловості України першого етапу*

Назва підприємства	Рік випуску	Обсяг залучених коштів, тис. грн	Номінальна вартість, грн	Період обігу, роки	Процентна ставка, %	Умови обігу
Дочірнє підприємство “Вільногірський державний гірничо-металургійний комбінат”	2003	28 000	1 000 000	3,0	д/н	д/н
Дочірнє підприємство “Іршанський державний гірничо-збагачувальний комбінат”	2003	17 000	1 000 000	3,0	15	обмежений
ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля” (I випуск)	2004	50 000	1 000 000	7,1	0,001	вільний
ТОВ “Самарський гранітний кар’єр”	2004	11 000	1000	3,0	7	д/н

* Джерело: Складено за даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. (Див.: Офіційний сайт Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. — <http://www.smida.gov.ua>)

Таблиця 2. Умови емісії облігацій підприємств гірничодобувної промисловості України другого етапу (2005—2007 роки)*

Назва підприємства	Обсяг залучених коштів, тис. грн	Номінальна вартість, грн	Період обігу, роки	Процентна ставка, %	Умови обігу
ВАТ "Брикет"	20 000	1000	7,0	плаваюча	вільний
ВАТ "Докучаєвський флюсоделомітний завод"	41 400	100 000	5,2	12,5	обмежений
ВАТ "ДХК "Павлоградвугілля" II випуск	134 700	5 388 000	5,0	0,001	вільний
III випуск	130 000	5 000 000	7,0	0,001	обмежений
IV випуск	310 000	5 000 000	8,9	0,001	обмежений
V випуск	590 000	5 000 000	11,1	15,0	обмежений
ВАТ "Краснодонвугілля" I випуск	150 000	3 000 000	11,1	0,001	обмежений
II випуск	200 000	10 000 000	9,9	0,001	обмежений
III випуск	200 000	10 000 000	10,2	0,001	обмежений
ВАТ "Криворізький залізорудний комбінат" I випуск	60 000	50 000	10,0	0,001	обмежений
II випуск	237 000	1000	9,0	10,1	обмежений
ВАТ "Новотроїцьке рудоуправління"	97 000	100 000	5,1	12,5	обмежений
ВАТ "ПВП "Кривбасвибхупром"	15 000	100 000	5,2	12,5	обмежений
ВАТ "Просянський гірничо-збагачувальний комбінат"	6610	66 100	5,1	0,8	обмежений
ТОВ "Гулянецький щебзавод"	15 000	50 000	5,0	плаваюча	обмежений

*Джерело: Складено за даними Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України.

Перший етап емісійної діяльності гірничодобувних підприємств із випуску облігацій характеризувався виходом на ринок боргових запозичень підприємств, які залучали невеликі за розмірами обсяги коштів при номінальній вартості випущених цінних паперів 1 000 000 грн. А те, що при випусках облігацій гірничодобувних підприємств у 2003—2004 роках використовувалися занижені процентні ставки (за середньоринкових 18—20 %), свідчить про застосування облігацій як засобу двостороннього кредитування підприємствами один одного. Підприємству-емітентові це надавало такі переваги при випуску боргових цінних паперів, як можливість віднесення витрат, пов'язаних із залученням кредитних ресурсів, до валових витрат; залучення коштів за ставкою, набагато нижчою, ніж проценти за банківськими кредитами; отримання нерегульованих обсягів залучених коштів; тривалого генерування прибутку для погашення зобов'язань; прогнозування витрат коштів у майбутньому.

Для підприємства-інвестора кредитування шляхом облігаційної позики давало змогу перевести грошові активи підприємства в менш ліквідну їх форму та знизити інфляційний ризик; отримати грошовий потік у вигляді купонних платежів; одержати знижки при купівлі продукції підприємства — емітента цінних паперів; прогнозувати майбутні доходи з високим ступенем імовірності; отримати дивіденди за акціями у вигляді процентів за облігаціями.

Утім, при здійсненні емісійної діяльності підприємств гірничодобувної промисловості не виконувався такий принцип ефективності функціонування на фондовому ринку, як прозорість і відкритість. Так, у офіційній інформації про емісію облігацій дочірніх підприємств “Іршанський державний гірничо-збагачувальний комбінат”, “Вільногірський державний гірничо-металургійний комбінат” і ТОВ “Самарський гранітний кар’єр” (табл. 1) відсутні дані щодо окремих параметрів емісії й фінансової діяльності емітентів (умов обігу, процентної ставки, купонного періоду та форм публічної фінансової звітності). Іншими словами, перші спроби використання облігацій як джерела дешевих ресурсів, відсутність розвинутого інституту фінансових посередників і законодавчого поля для попередження неринкових схем залучення фінансових ресурсів не забезпечили становлення, а тим більше розвитку ринку облігацій цього сектору.

Пожвавлення емісійної діяльності підприємств гірничодобувної промисловості сталося у 2005—2006 роках. У цей період Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 12 емісій, що втричі більше, ніж у 2003—2004 роках. Емісійні параметри корпоративних облігацій гірничодобувної промисловості в цей період характеризувалися переважно закритими розміщеннями, великими обсягами залучених коштів і тривалим терміном обігу. До того ж при розміщенні цінних паперів емітенти почали звертатися до послуг андеррайтерів. Публічним емісіям мав присвоюватися кредитний рейтинг, що вимагало підвищення прозорості діяльності підприємств.

Випуски облігацій гірничодобувних підприємств із обмеженим колом обігу мали певні загальні особливості. Так, спостерігалось збільшення встановлених емітентами термінів обігу облігацій — у середньому з 5-ти до 11 років. Сплата процентів передбачалася один раз на рік за облігаціями ВАТ “Докучаєвський флюсоделомітний завод”, ВАТ “Новотроїцьке рудоуправління”, ВАТ “Криворізький залізорудний комбінат” — одночасно з погашенням облігацій ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля” та ВАТ “Краснодонвугілля”. Орієнтація на залучення коштів від одного стратегічного партнера або власника емітента, з одного боку, та легальний механізм зменшення оподаткування, з другого, зумовили зростання кількості випусків облігацій із фіксованою ставкою, що не перевищувала 1% при ринкових ставках за більшістю корпоративних облігацій 14—16%. Єдиним випуском облігацій із плаваючою ставкою, що характеризувалася відповідністю змін доходності за цінними паперами змінам процентних ставок на ринку, став випуск цінних паперів ВАТ “Брикет”.

Важливими для інвесторів на ринку є наявність при випусках облігацій таких параметрів, як дострокове погашення в разі зміни процентної ставки та додаткові гарантії за зобов'язаннями, що забезпечують істотне зниження ризиків інвесторів. Емітовані гірничодобувними підприємствами облігації випускалися як звичайні та не передбачали наявності додаткового забезпечення, що пояснювалося приватними розміщеннями. Лише у випадку з випуском облігацій ВАТ “Брикет” було підписано договір страхування ризику непогашення процентів та основної суми боргу.

Варто розглянути також питання надійності емітованих облігацій по досліджуваних підприємствах. Показником надійності боргових цінних паперів є кредитний рейтинг, тобто спосіб оцінювання ступеня ймовірності того, що емітент-позичальник виконає взяті на себе зобов'язання з погашення облігацій. Утім, закриті розміщення боргових цінних паперів підприємств гірничодобувної промисловості не супроводжувалися визначенням кредитного рейтингу, оскільки така вимога не передбачена в законодавстві. Слід зазначити, що публічні випуски облігацій на досліджуваних підприємствах характеризувалися спекулятивним рівнем довгострокових кредитних рейтингів за Національною рейтинговою шкалою². Проте така ситуація є типовою для ринку корпоративних облігацій України, оскільки за даними агентства “Кредит-Рейтинг” у період 2005—2007 років на фондовому ринку спостерігалось зменшення питомої ваги кредитних рейтингів боргових інструментів із інвестиційним рівнем — як у відносному, так і в абсолютному значенні (рис. 2).

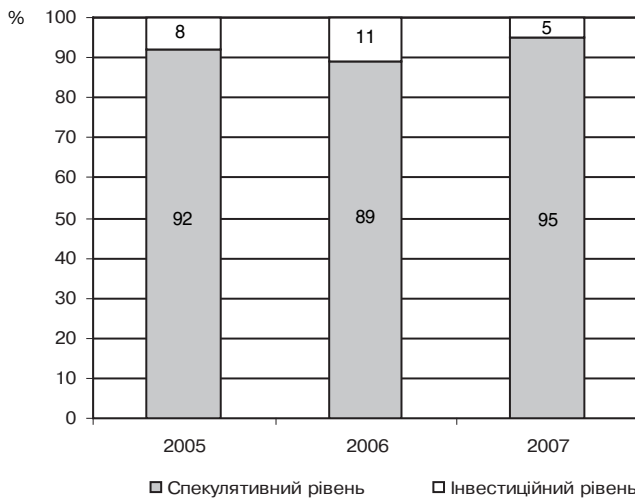


Рис. 2. Структура кредитних рейтингів емітентів корпоративних облігацій України за рівнем у 2005—2007 роках

² Про затвердження Національної рейтингової шкали: Постанова КМУ від 26 квітня 2007 року № 665 // Офіційний вісник України. — 2007. — № 32. — С. 25.

Кредитний рейтинг на рівні “uaBB+” цінним паперам ВАТ “Брикет” забезпечили такі фактори: нетривалий період функціонування підприємства, зростання попиту на його продукцію; високі значення показників фінансового стану підприємства-емітента протягом попередніх періодів його діяльності. Даний рівень рейтингу свідчить про наявність мінімальної ймовірності несвоєчасного й неповного погашення основної суми боргу та процентів за облігаціями.

Найризикованішими виявилися облігації другого випуску ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля”. Рейтинг цих боргових інструментів було підвищено агентством “Кредит-Рейтинг” 26.03.2007 із рівня “uaB—” до “uaB”. Отже, позичальник спроможний виплачувати проценти й основну суму за борговими зобов’язаннями, але ймовірність дефолту за зобов’язаннями в його випадку вища, ніж у позичальника з кредитним рейтингом “uaBB”³.

Зауважимо також, що корпоративні облігації ВАТ “Брикет” і ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля” мали низьку ліквідність, що було спричинено відсутністю в Україні вторинного ринку облігацій гірничодобувних підприємств. Тимчасом акції емітентів гірничодобувної промисловості є дуже привабливими для інвесторів. У 2007 році обсяг торгів акціями підприємств цієї галузі на ПФТС, за нашими розрахунками, становив 6,8 % від загального обсягу торгів акціями, а капіталізація ринку акцій зазначених підприємств — 15,5 % від загальної капіталізації ринку акцій, що на 2,8 відсоткового пункту більше від показника підприємств електроенергетики та вдвічі менше за показник підприємств металургійного комплексу — лідерів ринкової капіталізації акцій⁴.

Привертає увагу емісійна діяльність підприємств із видобутку кам’яного вугілля. Вони стали найбільшими емітентами, на випуски яких припадало 77 % загального обсягу облігацій гірничодобувних підприємств. Так, протягом 2005—2007 років ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля” зареєструвало 4 випуски облігацій на загальну суму 1,16 млрд грн. Враховуючи великі обсяги випуску й номінал облігацій, потенційними інвесторами підприємств гірничодобувної промисловості не можуть виступати фізичні особи (табл. 3).

Ефективне розміщення публічних випусків цінних паперів обумовлено тим, що було чітко визначено інвестора, під якого встановлювався можливий розмір позики. Корпоративні облігації ВАТ “ДХК “Павлоградвугілля” другої та четвертої емісії у повному обсязі викуплені ВАТ “Авдієвський коксохімічний завод”, який фактично був власником підприємства-емітента й володів 92,1 % його акцій. Четвертий і п’ятий випуски викупило ТОВ “Донбаська паливно-енергетична компанія”, яке в липні 2007 року дістало у власність акції емітента від ВАТ “Авдієвський коксохімічний завод”⁵. Аналогічна схема використовувалася при

³ Офіційний сайт агентства “Кредит-Рейтинг”. — <http://credit-rating.com.ua>.

⁴ Офіційний сайт ПФТС. — <http://www.pfts.com>.

⁵ Офіційний сайт “Систем Кепітал Менеджмент”. — <http://www.scm.com.ua>.

Таблиця 3. Випуск, розміщення й обіг облігацій підприємств гірничодобувної промисловості України*

Назва підприємства	Період	Наявні облігації, тис. грн	Випущено у звітному році, тис. грн	Усього випущених облігацій, тис. грн	Розміщено серед		Залишок нерозміщених облігацій, тис. грн
					юридичних осіб, тис. грн	інвесторів інших країн, тис. грн	
ВАТ "ДХК "Павлоград-вугілля"	на 01.01.04	0	50 000	50 000	50 000		
	на 01.01.05	50 000	134 700	184 700	184 700	—	—
	на 01.01.06	184 700	130 000	314 700	314 700	—	—
	на 01.01.08	314 700	900 000	1 214 700	1 214 700	—	—
ВАТ "Краснодон-вугілля"	на 01.01.05	0	150 000	150 000	150 000	—	—
	на 01.01.06	150 000	200 000	350 000	350 000	—	—
ВАТ "Криворізький залізорудний комбінат"	на 01.01.05	0	60 000	60 000	60 000	—	—
	на 01.01.06	60 000	62 000	122 000	122 000	—	—
ТОВ "Самарський гранітний кар'єр"	на 01.01.05	11 000	0	11 000	10 071	—	929
ВАТ "ПВП "Кривбасвибхупром"	на 01.01.06	0	15 000	15 000	—	5000	10 000
ВАТ "Докучаєвський флюсоделомітний завод"	на 01.01.06	0	41 400	41 400	—	15 600	25 800
ВАТ "Новотроїцьке рудоуправління"	на 01.01.06	0	9700	9700	1900	—	7800

* Джерело: За даними форми № 2-Б термінової "Звіт про випуск, реалізацію та обіг цінних паперів".

розміщенні облігацій ВАТ "Краснодонвугілля", щоправда розміщення в цьому випадку було закритим.

Такі з досліджуваних підприємств, як ВАТ "ПВП "Кривбасвибхупром" і ВАТ "Докучаєвський флюсоделомітний завод", розміщували боргові цінні папери серед інвесторів інших країн. Ця умова підписки на облігації на другому підприємстві — одна з тих, що визначені планом приватизації пакета акцій та Концепцією післяприватизаційного розвитку підприємства.

Проведений аналіз дав змогу виявити такі недоліки емісійної діяльності підприємств гірничодобувної промисловості: невелика питома вага корпоративних облігацій гірничодобувних підприємств на фондовому ринку; відсутність організованого вторинного ринку облігацій гірничодобувних підприємств унаслідок високої частки закритих випусків; низька інвестиційна привабливість емітованих боргових цінних паперів гірничодобувних підприємств; високий ризик вкладання коштів у цінні папери, що мають спекулятивний рівень кредитного рейтингу; відсутність достатньої інформаційної прозорості й відкритості емітентів як невід'ємної риси розвиненого фондового ринку.

Таким чином, можемо сформулювати визначальні напрями активізації емісійної діяльності досліджуваних підприємств на ринку корпоративних облігацій, а саме:

— запровадження Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку дієвого контролю вільного доступу до інформації про емітента, яка не належить до інсайдерської. Державна установа “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”, як уповноважена особа з розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі Комісії про ринок цінних паперів, на сьогоднішній день не спроможна забезпечити своєчасність і повноту висвітлення інформації про діяльність емітентів. До того ж програмне забезпечення створеної Агентством бази даних не надає можливості отримання інформації про емітентів боргових інструментів через свою недосконалість;

— сприяння зацікавленості емітентів облігацій у підвищенні інформаційної прозорості. З цією метою слід посилити відповідальність емітентів цінних паперів шляхом подання на розгляд Верховної Ради України пропозицій ДКЦПФР про збільшення штрафних санкцій. Згідно з чинним законодавством юридичні особи за ненадання, несвоєчасне надання або надання наперед недостовірної інформації про діяльність підприємства мають сплатити штраф у розмірі до 1000 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян⁶. Проте, як свідчить практика, на емітентів із великими обсягами валового доходу від реалізації продукції, до яких належать і більшість підприємств гірничодобувної промисловості, існуюча система штрафів істотно не впливає, а тому не забезпечує зацікавленості у прозорості бізнесу емітентів;

— встановлення на державному рівні законодавчої норми з обов’язкового фінансування капітальних вкладень на підприємствах, що мають рівень зношеності основних засобів 70 % і більше, в обсягах, які дали б змогу знизити цей рівень до 50 % протягом 2-3 років за умови ефективності діяльності підприємства. Така нормативна вимога спонукала би підприємства гірничодобувної промисловості в умовах обмеженого доступу до довгострокових банківських кредитів залучати кошти шляхом випуску корпоративних облігацій.

⁶ Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 р. № 475/96-ВР зі змінами та доповненнями // Відомості Верховної Ради. — 1996. — № 51. — Ст. 292.