

## ФИНАНСЫ

---

---

**Т.Н. ПОЛЯКОВА**

кандидат экономических наук,  
доцент ФГАОУ ВО «Омский государственный университет  
им. Ф.М. Достоевского»

### РОССИЙСКИЙ РЫНОК БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ: АНАЛИЗ РАЗМЕЩЕНИЯ

В статье анализируется практика размещения биржевых облигаций российскими компаниями. В исследовании приводится оценка объемов и сроков заимствования, а также состава эмитентов, масштаба их деятельности, отраслевой и региональной принадлежности. Как показывает анализ, несмотря на неблагоприятные внешние условия, за временным падением рынка следует его восстановление. Сделан вывод, что проводимые экономические реформы содействуют развитию российского рынка биржевых облигаций.

**Ключевые слова:** биржевые облигации, размещение облигаций, эмитенты, Московская биржа, российская экономика, санкции.

**JEL:** G10, G14.

**DOI:** 10.52180/2073-6487\_2022\_5\_97\_118.

#### Введение

На сегодняшний день облигации стали востребованным инструментом привлечения средств для компаний на российском фондовом рынке. Регистрируемые через Московскую биржу биржевые облигации занимают заметное место среди публичных обязательств российских компаний [1; 2], и это неслучайно. К основным факторам можно отнести следующие. Для эмитентов и инвесторов просматривается ряд преимуществ биржевых облигаций. Через биржу упрощаются облигационные заимствования. Биржа при выборе эмитента устанавливает определенные требования относительно надежности компании. За некоторым исключением биржевые облигации размещаются по открытой подписке неограниченному кругу инвесторов.

В последние годы складывается неблагоприятный внешний фон для российской экономики. Нарастающий поток западных санкций

с середины 2014 г. и его безудержность в 2022 г. ставит целью развалить экономическую ситуацию внутри России. Пандемия коронавируса спровоцировала кризис мировой экономической кооперации, оказала влияние на экономику России. Погружение в кризис не всегда означает трагический исход. Экономика России отстраивается: активизируются внутренние источники, оцениваются новые возможности.

Состояние экономики одновременно оказывает воздействие и на финансовые рынки в целом, и на долговой рынок в частности. Исследование рынка биржевых облигаций в условиях, когда экономика испытывает внешние вызовы и угрозы, представляется весьма актуальным.

### **Характеристика биржевых облигаций без особых условий выпуска**

В исследуемую группу облигационных выпусков компаний включены размещаемые на Московской бирже биржевые облигации (со сроком обращения от одного года) без особых условий выпуска, подходящие под параметры, указанные в табл. 1.

Таблица 1

**Параметры биржевых облигаций без особых условий выпуска**

<b>Показатель</b>	<b>Параметры</b>
Способ размещения	Открытая подписка
Валюта номинала и купона	Рубль
Бумаги для квалифицированных инвесторов	Нет
Тип купона	Постоянный; переменный; плавающий
Структурированность	Неструктурные
Субординированность	Несубординированные
Амортизируемость	Неамортизируемые
Конвертация	Неконвертируемые
Индексируемость	Неиндексируемые
Вид обеспечения	Необеспеченные

*Источник:* составлено автором.

Особые условия выпуска биржевых облигаций вносят ограничения на обращение бумаг.

Инвестиции неквалифицированных инвесторов в облигации с особыми условиями выпуска (структурные; субординированные; амортизируемые; конвертируемые) связаны с определенными рисками. Отдельные виды облигаций (структурные; субординированные) эми-

тируют только финансовые институты. Выпуск индексируемых облигаций не является характерным случаем для компаний. Выпуск облигаций в валюте представляет такой же риск, как и для инвестора.

Основной класс облигаций на рынке – это купонные облигации. При этом размер купона известен до конца срока погашения облигации или определен на купонные периоды. Выбор облигации по типу купона обусловлен стратегией инвестора и ожиданиями эмитента в отношении положительного экономического эффекта от использования ставки купона.

Необеспеченные облигации выпускаются без предоставления обеспечения. Обслуживание долга обеспечивается активами, денежными потоками, инвестиционными проектами эмитента.

Биржевые облигации без особых условий выпуска являются удобным и выгодным рыночным инструментом для компаний-эмитентов и инвесторов. Статистика размещения подтверждает данный вывод. В корпоративном секторе Московской биржи объем размещения биржевых облигаций без особых условий выпуска (срок обращения от одного года) с 2015 по 2021 г. составил 10,9 трлн руб.

## Объемы размещения

С учетом объемов и сроков размещения и погашения облигаций можно зафиксировать в каждый момент времени сложившийся размер заимствования. На конец 2021 г. в обращении находилось 760 выпусков биржевых облигаций без особых условий выпуска (срок обращения от одного года) от 189 компаний-эмитентов; их объем превысил 8,88 трлн руб., что составило 6,78% ВВП. В структуре обращения наибольшая доля приходилась на размещение с 2015 по 2021 г. – 712 выпусков от 183 эмитентов – 8,35 трлн руб. (см. табл. 2).

В период с 2015 по 2021 г. ежегодное размещение исследуемых видов облигаций превысило 1,0 трлн руб. В результате обороты первичного рынка существенно увеличивали капитализацию текущего обращения.

С началом специальной военной операции на Донбассе усилилась негативная внешнеполитическая повестка западных стран в отношении России, ужесточилось санкционное давление на национальную экономику. Российское руководство делает решительные шаги, реагируя на внешние угрозы. В частности, резкий подъем ключевой ставки с 9,5 до 20% с 28.02.2022 г. позволил поддержать финансовую и ценовую стабильность.

В период роста ставок замедляется активность на первичном рынке облигаций. Эмитенты проявляют осторожность. Инвесторы ищут пути альтернативного вложения средств. Облигационный рынок с обеих сторон воспринимается как рискованный.

**Объем биржевых облигаций без особых условий выпуска в обращении на конец 2021 г.**

Показатели	До 2015		2015–2021		Итого	
	А*	В	А	В	А	В
Банковский сектор	20 (11)	160	174 (27)	1720	194 (30)	1880
Финансовый сектор	6 (4)	9	163 (30)	1284	169 (30)	1294
Нефть и газ	17 (3)	340	65 (10)	3213	82 (10)	3553
Электроэнергетика	0 (0)	0	37 (13)	222	37 (13)	222
Металлы и добыча	1 (1)	1	27 (9)	228	28 (10)	229
Машиностроение	2 (2)	10	24 (14)	84	26 (15)	94
Транспорт	0 (0)	0	41 (7)	500	41 (7)	500
Химия и минеральные удобрения	0 (0)	0	14 (5)	123	14 (5)	123
Строительство и недвижимость	0 (0)	0	38 (20)	221	38 (20)	221
Телекоммуникации и связь	1 (1)	10	52 (9)	472	53 (9)	482
Потребительский сектор	0 (0)	0	28 (11)	147	28 (11)	147
Прочие	1 (1)	2	49 (28)	138	50 (29)	140
<b>Итого</b>	<b>48 (23)</b>	<b>532</b>	<b>712 (183)</b>	<b>8353</b>	<b>760 (189)</b>	<b>8885</b>

\*А – количество выпусков (эмитентов); В – облигационный объем, млрд руб.

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

Наблюдаемое снижение объемов размещения биржевых облигаций без особых условий выпуска в 2021 г. получило продолжение в 2022 г. В первые два месяца текущего года объем размещения от 7 эмитентов составил 57 млрд руб. В марте и апреле не зафиксировано ни одного размещения на рассматриваемом рынке. Последовательное снижение ключевой ставки с 20 до 9,5% определило умеренный рост рынка – во втором квартале размещено 17 выпусков от 10 эмитентов на 153 млрд рублей (см. табл. 3).

Российский рынок переживает нелегкие времена на фоне ужесточения экономических санкций. Испытания на воздействие внешних факторов рынок проходил и в предыдущие годы, но, однако, он восстанавливался.

Первые санкции США и ЕС в отношении России введены в 2014 г. Падение рынка преодолено в 2015 г., по итогам 2017 г. обороты первичного рынка выросли вдвое. После 2014 г. санкции только расши-

рялись. Новый скачок геополитического противостояния произошел в 2018 г., рынок отреагировал резким снижением. Далее наблюдался рост рынка и его восстановление в 2020 г. до уровней, аналогичных 2017 г. Более сдержанно рынок отреагировал на эскалацию геополитической напряженности в 2021 г.

Таблица 3

**Объем размещения биржевых облигаций без особых условий выпуска в 2022 г. (срок обращения облигаций от одного года)**

Показатели	1 кв. 2022 г.		2 кв. 2022 г.		Итого	
	А*	В	А	В	А	В
Банковский сектор	2 (2)	5	2 (1)	7	4 (2)	12
Финансовый сектор	2 (2)	18	1 (1)	9	3 (2)	27
Нефть и газ	0 (0)	0	1 (1)	10	1 (1)	10
Машиностроение	0 (0)	0	1 (1)	4	1 (1)	4
Транспорт	0 (0)	0	2 (1)	25	2 (1)	25
Строительство и недвижимость	2 (2)	25	1 (1)	10	3 (3)	35
Телекоммуникации и связь	0 (0)	0	8 (3)	80	8 (3)	80
Лесопромышленная отрасль	1 (1)	9	1 (1)	8	2 (1)	17
<b>Итого</b>	<b>7 (7)</b>	<b>57</b>	<b>17 (10)</b>	<b>153</b>	<b>24 (14)</b>	<b>210</b>

\*А – количество выпусков (эмитентов); В – облигационный объем, млрд руб.

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

Таким образом, исторические примеры на рубеже 2015–2021 гг. свидетельствуют, что негативные внешние события провоцируют временное падение рынка, за которым следует его восстановление.

Экономика России противостоит внешним вызовам и угрозам. Кризис на фоне пандемии коронавируса не приобрел системного характера в силу принятия своевременных антикризисных мер в области здравоохранения, в экономике в целом и в сфере нефтедобычи, в том числе. Последствия пандемии не идут в сравнение с политикой регулярного ввода санкций в отношении России, направленных на возникновение фундаментальных негативных последствий для всей российской экономики.

Страна поступательно решает появляющиеся экономические проблемы, стремясь не допустить их одновременного и кумулятивного воздействия [3, с. 151]. С другой стороны, негативная внешняя среда способна сформировать и обратный эффект.

Так, ограничения присутствия российских компаний на международном финансовом рынке привели к переориентации долгового финансирования на внутренний финансовый рынок [4, с. 167]. В усло-

виях пандемии коронавируса, на фоне падения формируемых денежных потоков и рекордно низких ставок, рынок рос за счет потребности компаний в ликвидности<sup>1</sup>.

Кроме того, начиная с 2016–2017 гг. происходит перераспределение денежных сбережений граждан в пользу инструментов фондового рынка [5, с. 68]. В пандемийный 2020 г. ускорилась тенденция к переходу в альтернативные традиционным банковским депозитам финансовые инструменты<sup>2</sup>. Массовый приход розничных инвесторов на рынок обусловлен стимулирующими налоговыми льготами, мерами монетарной политики, развитием телекоммуникационных и финансовых технологий.

Таким образом, рынок осваивает новые экономические реалии: достигается финансовый суверенитет, формируется ликвидность рынка и спрос на заемные средства.

Ликвидность рынка можно оценить по количеству новых эмитентов. С начала 2016 г. на рынок биржевых облигаций вышло более 160 новых (относительно 2015 г.) компаний. Максимальное количество новых эмитентов фиксируется в 2019 г. В то же время, даже в годы наибольшего объема размещения, не отмечается существенного увеличения количества эмитентов.

Часть эмитентов выпускает новые облигации, чтобы мобилизовать средства для погашения обращающихся выпусков. Так, при размещении новых выпусков с 2015 по 2021 г. у 43 компаний наблюдается временной разрыв между датой начала размещения и погашения обращающихся активов в пределах трех месяцев. Из них 50% приходится на некредитные финансовые организации. Вместе с тем привлечение средств, поддерживающее текущий объем облигаций в обращении, формирует кредитную историю компании.

Выпуск облигаций может быть разовым, если решается однократная потребность в финансировании. Для эмитентов, имеющих потребность в регулярном финансировании и планы по размещению облигаций в течение нескольких лет, становится актуальной регистрация программ биржевых облигаций: сначала регистрируется общий объем потенциального выпуска, затем размещаются отдельные транши [4, с. 168]. За счет эмиссии облигаций в рамках программ достигается высокий эффект привлечения долгового финансирования

<sup>1</sup> Российский рынок корпоративных облигаций: преодолеть нестабильность. <https://www.raexpert.ru/docbank/804/304/9a1/b6c6cf48add84b022b4906e.pdf>.

<sup>2</sup> Морозов А., Азарина В., Ахметов А., Гамова Н., Камальдинова Т., Кузьмина Т., Петренева Е., Поршаков А., Чернядьев Д. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. Банк России. [http://www.cbr.ru/collection/collection/file/32168/overview\\_2020.pdf](http://www.cbr.ru/collection/collection/file/32168/overview_2020.pdf).

[6, с. 78]. Эмитент имеет возможность «конструировать» отдельные выпуски с нужными параметрами, соответствующими своим текущим потребностям и запросам инвестора<sup>3</sup>. Так, в 2021 г. выпуски облигаций 64 из 74 компаний проходят в рамках зарегистрированных программ биржевых облигаций. Для сравнения: в 2015 г. только 12 эмитентов из 69 воспользовались возможностью регистрации программ биржевых облигаций.

## Сроки обращения

Статистика размещения с 2015 по 2021 г. показывает, что рынок биржевых облигаций без особых условий выпуска поддерживает высокий уровень средне- и долгосрочного заимствования (срок обращения облигаций от 3 лет) – 75% от общего объема размещения, что говорит об инвестиционной привлекательности данных инструментов.

Рекордные объемы долгосрочного заимствования (срок обращения облигаций от 7 лет) фиксируются в 2017 и 2020 г. (периоды пикового роста рынка).

Объемы займов на длительный срок принимают максимальные значения в 2017 г. (1,4 трлн руб.). Резкое снижение инфляции и последующее смягчение денежно-кредитной политики, а также ввод налоговых льгот для частных инвесторов и повышение требований Банка России к минимальному уровню кредитного рейтинга выпуска (эмитента) ряда категорий облигаций – это основные события, которые дали импульс развитию рынка рублевых облигаций в 2017 г.<sup>4</sup>

Низкие процентные ставки и высокий уровень спроса позволили компаниям удлинить сроки заимствования в 2020 г. Объем размещения долгосрочных облигаций составил 1,2 трлн руб.

В 2021 г. на фоне всплеска инфляционных рисков ужесточается денежно-кредитная политика государства. Рост ключевой ставки Банка России сопровождается увеличением ставок доходностей на облигационном рынке. В этот период нестабильных процентных ставок эмитенты резко снизили активность на долгосрочном облигационном рынке<sup>5</sup>. Рынок практически вернулся к показателям 2015 г. (0,2 трлн руб.).

---

<sup>3</sup> Программа биржевых облигаций (ПБО). <https://bondguide.moex.com/terms/85>.

<sup>4</sup> БК Регион: Рынок рублевых облигаций: заоблачный спрос 2017 года. <https://bonds.finam.ru/news/item/bk-region-rynok-rublevykh-obligaciy-zaoblachnyiy-spros-2017-goda>.

<sup>5</sup> Российский рынок корпоративных облигаций: преодолеть нестабильность. <https://www.raexpert.ru/docbank/804/304/9a1/b6c6cf48add84b022b4906e.pdf>.

В первой половине 2022 г. заимствования от 7 лет в стоимостном выражении значительно уступают показателям предыдущих лет и реализуются в моменты снижения ключевой ставки.

Как видно, динамика рынка «длинных» облигаций определяется условиями рыночной конъюнктуры. Рынок растет на избыточной ликвидности и низких уровнях доходности и, как следствие, становится для предприятий источником инвестиционных ресурсов. Размещения на длительный срок откладываются в случае неустойчивой ситуации на рынке.

Активными заемщиками на рынке краткосрочных обязательств (срок обращения от 1 года до 3 лет) являются кредитные организации – 50% от общего объема заимствования в 2015–2021 гг. Выпуск краткосрочных облигаций позволяет банкам достигать цели – пополнения ликвидности, что соответствует профилю их деятельности (в отличие от компаний реального сектора, которые имеют потребности в долгосрочном финансировании).

### **Отраслевая структура размещения**

Согласно данным по отраслевой активности, на рынке можно выделить несколько периодов в его развитии (см. табл. 4).

В 2015–2017 гг. активный рост объема рынка происходил в первую очередь за счет компаний нефтегазового сектора. В этот период объемы заимствования компаний кредитно-финансовой сферы постепенно стабилизировались, облигационные займы становились все более привлекательными для представителей других отраслей.

В 2018 г. заметное ослабление позиций нефтяников, газовиков, энергетиков (с учетом их крупных займов в 2015–2017 гг.) привело к значительному, практически двукратному (на 49%) сокращению рынка. Лидеры рынка уступили первенство банкам. Кроме того, усилили свое присутствие на рынке транспортные компании, представители химической отрасли.

В 2019–2020 гг. активность рынка заметно повысилась. Суммы займов компаний топливно-энергетического комплекса превысили размеры обязательств кредитно-финансовых организаций. Масштабы заимствования компаний связи и телекоммуникаций стали сравнимы с отраслевыми объемами размещения в предыдущие годы. За ресурсы рынка начали конкурировать металлурги и ритейлеры. В этот период наблюдался также возрастающий интерес представителей других отраслей к размещению бумаг.

Снижение объемов размещения в 2021 г. обусловлено резким ростом процентных ставок и закономерным последующим сниже-



Таблица 4

Объем размещения и отраслевая структура биржевых облигаций без особых условий выпуска в 2015–2021 гг. (срок обращения облигаций от одного года)

Показатели	2015–2021		2015		2016		2017		
	A*	B	%B	A	B	A	B	A	B
Банковский сектор	320(42)	2720	25,0	58(24)	250	31(9+6*)	180	35(10+4*)	276
Финансовый сектор	218(43)	1555	14,3	34(14)	146	24(8+5*)	131	27(6+6*)	233
Нефть и газ	84(10)	3770	34,6	12(3)	425	21(3+1*)	849	19(4+0*)	1233
Электроэнергетика	70(17)	440	4,0	23(11)	118	12(7+2*)	94	6(4+0*)	51
Металлы и добыча	34(10)	283	2,6	3(2)	20	6(1+3*)	45	5(2+0*)	35
Машиностроение	39(16)	144	1,3	6(4)	20	6(2+1*)	32	6(2+3*)	25
Транспорт	44(7)	539	5,0	3(1)	50	3(1+0*)	45	8(1+2*)	86
Химия и минеральные удобрения	18(5)	158	1,4	2(1)	10	1(1+0*)	5	2(1+1*)	20
Строительство и недвижимость	67(24)	318	2,9	3(1)	15	9(1+4*)	44	11(3+4*)	58
Телекоммуникации и связь	63(10)	572	5,2	3(2)	40	9(1+5*)	67	11(5+0*)	98
Потребительский сектор	44(14)	248	2,3	7(4)	42	4(1+1*)	30	2(1+1*)	8
Прочие	67(35)	154	1,4	2(2)	7	0(0+0*)	0	3(0+2*)	6
<b>Итого</b>	<b>1068 (233)</b>	<b>10900</b>	<b>100</b>	<b>156 (69)</b>	<b>1143</b>	<b>126 (35+28*)</b>	<b>1522</b>	<b>135 (39+23*)</b>	<b>2129</b>

Окончание табл. 4

Показатели	2018		2019		2020		2021	
	А	В	А	В	А	В	А	В
Банковский сектор	33(9+2*)	409	58(13+3*)	546	44(14+2*)	426	61(15+1*)	633
Финансовый сектор	30(9+8*)	182	36(13+5*)	245	30(13+2*)	242	37(10+3*)	376
Нефть и газ	8(3+2*)	165	12(4+1*)	205	7(3+1*)	859	5(1+2*)	34
Электроэнергетика	4(3+1*)	21	11(4+3*)	48	13(8+0*)	98	1(1+0*)	10
Металлы и добыча	1(0+1*)	5	7(1+4*)	88	10(3+0*)	70	2(1+0*)	20
Машиностроение	1(1+0*)	5	9(2+5*)	20	6(5+0*)	17	5(2+3*)	26
Транспорт	11(3+0*)	114	9(2+1*)	120	4(1+1*)	40	6(2+2*)	85
Химия и минеральные удобрения	3(1+1*)	40	3(1+1*)	10	4(2+1*)	45	3(3+0*)	28
Строительство и недвижимость	15(7+5*)	68	10(5+2*)	36	7(3+4*)	29	12(6+4*)	67
Телекоммуникации и связь	6(4+0*)	60	16(4+0*)	153	13(4+1*)	115	5(2+2*)	40
Потребительский сектор	4(1+3*)	1	12(4+2*)	82	8(6+0*)	58	7(3+3*)	26
Прочие	12(3+6*)	17	24(5+13*)	50	17(3+9*)	52	9(5+3*)	22
<b>Итого</b>	<b>128 (43+29*)</b>	<b>1086</b>	<b>207 (58+40*)</b>	<b>1602</b>	<b>163 (65+21*)</b>	<b>2052</b>	<b>153 (51+23*)</b>	<b>1367</b>

А – количество выпусков (эмитентов); В – облигационный объем, млрд руб. (%); \* – количество новых (относительно 2015 г.) эмитентов.  
 Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

нием активности эмитентов, особенно реального сектора<sup>6</sup>. 70% от совокупного объема размещения пришлось на долю заимствования компаний кредитно-финансовой сферы.

Статистика размещения в 2015–2021 гг. свидетельствует о том, что российский рынок биржевых облигаций является высококонцентрированным. Отраслевое распределение на рынке облигаций в целом отражает место отраслей в экономике страны.

Отрасль нефти и газа имеет стратегическое значение для страны. Из суммарного объема облигационного размещения 34,6% приходится на нефтегазовую отрасль. Высокие долговые обязательства нефтегазовой отрасли традиционно связаны с высокой инвестиционной деятельностью.

Государство имеет весомую долю в финансовом секторе экономики. Ощутимые объемы заимствования показывают банковский сектор (25,0%) и некредитные финансовые институты (14,3%). Банковский сектор использует облигационные займы для своей основной деятельности – кредитования компаний и физических лиц. На долговом рынке широко представлены финансовые компании, испытывающие потребности в привлечении ресурсов, – инвестиционные, лизинговые.

Для экономики страны системно значимыми являются компании транспортной, электроэнергетической и строительной отраслей. Однако доли их участия в накопленном объеме размещения незначительны и составляют для транспорта – 5%, электроэнергетики – 4%, строительства – 2,9%.

Структурные диспропорции в национальной экономике оказывают сдерживающее воздействие на реализацию ее внутреннего экономического потенциала [7, с. 106]. В настоящее время в России динамично развивается сектор телекоммуникаций и связи. Как следствие, на рынке облигаций компании данного сектора начинают играть заметную роль.

В 2022 г. оттесняется на второй план облигационное предложение со стороны экспортно-сырьевых компаний и кредитно-финансовых организаций. Обнаруживается их серьезная уязвимость перед внешними угрозами. Санкции ограничивают свободное движение экспортных товаров и участие представителей финансовой сферы в мировом рынке капитала. Компании сырьевого сектора перестраивают потоки своей продукции на новые рынки<sup>7</sup>. Финансовая сфера в своей работе большее внимание уделяет решению задач внутренней экономики<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Регион Группа компаний. Долговой рынок. Специальный обзор. <https://region.ru/upload/iblock/771/7713c2ffcade56b224f0f63f8ce8d587.pdf>.

<sup>7</sup> Санкции-2022. Первые итоги: российский сырьевой сектор. <https://journal.openbroker.ru/analitika/sankcii-2022-pervye-itogi-rossijskij-syrevoj-sektor>.

<sup>8</sup> Набиуллина заявила о необходимости структурной перестройки экономики. [https://1prime.ru/state\\_regulation/20220421/836719801.html](https://1prime.ru/state_regulation/20220421/836719801.html).

В текущем году стремительно развивается ситуация по преодолению экономических последствий санкций. Планируются и реализуются меры государственной поддержки по инфраструктурным сферам деятельности, в частности, строительства, телекоммуникаций, информационных технологий.

Рынок облигаций в 2022 г. становится источником финансирования развития ряда крупных компаний, ориентированных на внутренний рынок и технологии, – АО «Почта России», ПАО «Ростелеком», ПАО «МТС», ГК «Автодор», ОАО «РЖД», ГК «Инград». Деятельность национального почтового оператора АО «Почта России» нацелена на всестороннюю трансформацию в современную цифровую компанию<sup>9</sup>. ПАО «Ростелеком» делает акцент на развитии собственных высокотехнологичных направлений бизнеса<sup>10</sup>. ПАО «МТС» успешно продвигает дополнительные услуги среди абонентов. Деятельность ГК «Автодор» направлена на развитие национальной сети автомобильных дорог. ОАО «РЖД» выполняет задачи национального железнодорожного перевозчика и владельца железнодорожной инфраструктуры общего пользования.

Отрасль жилищного строительства чувствительна к кризису. Драйвером роста строительной отрасли станет дальнейшее снижение ключевой ставки в течение текущего года, что приведет к снижению ипотечных ставок. Ипотечный рынок уже показывает признаки восстановления после спада в апреле 2022 г.<sup>11</sup> В мае 2022 г. крупная девелоперская компания «Инград» разместила на бирже облигационный заем на 10,0 млрд руб.

Меры государственной поддержки субъектов хозяйствования и смена лидерства в отраслях экономики могут поменять вектор развития всей экономики России и обеспечить достижение национальных целей.

## Крупные эмитенты

Активность крупных компаний-эмитентов и инвестиционная привлекательность их бумаг оказывают значительное влияние на рынок биржевых облигаций.

<sup>9</sup> Почта России Обзор стратегии развития 2020–2030. <https://www.pochta.ru/documents/10231/6764792782/Стратегия+развития+АО+«Почта+Россия»+2020-2030гг..pdf/84a52d4e-78d1-448a-bdcd-c6b087b420ca>.

<sup>10</sup> Что обещает акционерам новая стратегия и дивидендная политика «Ростелекома». <https://journal.open-broker.ru/radar/novaya-strategiya-rostelecoma>.

<sup>11</sup> Обзор строительной отрасли в России 2020–2022: прошлые успехи и новые вызовы. <https://journal.open-broker.ru/analitika/obzor-stroitelnoj-otrasli-v-rossii>.

Займы госкомпании «Роснефть» представляют собой отдельную историю с впечатляющими динамикой и результатами. Объем облигаций НК «Роснефть», находящихся в обращении на конец 2021 г., составляет 30% от общего объема обращающихся активов, а в стоимостном выражении равен 2 666, млрд руб. Лидер нефтяной отрасли своими выпусками заметно изменяет структуру облигационного предложения. Так, размер выпусков компанией в 2017 г. соответствует почти 50% капитализации всего рынка (см. табл. 5).

Таблица 5

**Облигации НК «Роснефть» (сроком обращения от одного года)**

Период размещения	Объем размещения, млрд руб./ количество выпусков	Доля в размещении, %		Объем в обращении на 31.12.2021 г., млрд руб./ количество выпусков
		отрасли	рынка	
2015	400/ 8	94,1	35,0	0/ 0
2016	650/ 3	76,6	42,7	650/ 3
2017	1051/ 8	85,2	49,4	1051/ 8
2018	70/ 2	42,4	6,4	70/ 2
2019	80/ 4	39,0	5,0	80/ 4
2020	815/ 3	94,9	39,7	815/ 3
<b>Итого</b>	<b>3066/ 28</b>	<b>82,1</b>	<b>32,2</b>	<b>2666/ 20</b>

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

За НК «Роснефть» следуют другие крупные заемщики, хорошо известные рынку государственные компании: ПАО «Сбербанк», ВЭБ.РФ, ОАО «РЖД».

Выпуск облигаций успешно реализуется крупными публичными компаниями [8, с. 56]. Крупные компании отличаются устойчивым финансовым положением, высоким уровнем информационной прозрачности и хорошей кредитной историей [2, с.57]. Их платежеспособность и способность своевременно обслуживать свой долг не вызывает сомнений у других участников финансового рынка<sup>12</sup>.

Для крупных заемщиков рынок обеспечивает долгосрочные и крупные суммы заимствования. На долю выпусков от 30 крупных эмитентов приходится 80% от общего объема размещения и 86% от долгосрочного объема размещения (см. табл. 6).

<sup>12</sup> Необеспеченные облигации / необеспеченные обязательства. <https://bondguide.moex.com/terms/63>.

**Крупные эмитенты на рынке биржевых облигаций без особых условий выпуска (срок обращения облигаций от одного года)**

№	Отрасль экономики/ Эмитент (накопленный объем заимствования с 2015 по 2021 г. от 60 млрд руб.)	В размещении с 2015 по 2021 г.			
		объемы всего, млрд руб.	объемы от 7 лет, млрд руб.	выпуски всего	выпуски от 7 лет
	<i>Нефть и газ</i>	3647	2805	71	33
1	Роснефть*	3066	2666	28	20
2	Транснефть*	286	59	17	3
3	Газпромнефть*	220	30	15	2
4	Башнефть*	75	50	11	8
	<i>Банковский сектор</i>	2272	247	215	28
5	Сбербанк*	781	0	37	0
6	Банк ГПБ	332	78	35	5
7	Банк ВТБ*	316	0	41	0
8	Альфа-Банк	215	45	26	7
9	РСХБ*	195	45	22	4
10	Росбанк	145	45	17	8
11	Банк ФК Открытие	130	2	20	1
12	Промсвязьбанк	94	0	9	0
13	Совкомбанк	65	32	8	3
	<i>Финансовый сектор</i>	1355	682	116	67
14	ВЭБ. РФ*	581	20	33	1
15	Система АФК	240	220	24	22
16	ДОМ.РФ*	205	155	17	12
17	ГТЛК*	144	144	19	19
18	Концерн Россиум	120	120	7	7
19	РЕСО-лизинг	66	24	16	6
	<i>Телекоммуникации и связь</i>	495	135	50	18
20	МТС	185	10	18	1
21	Ростелеком*	135	60	11	5
22	Мегафон	110	0	9	0
23	Почта России*	65	65	12	12
	<i>Транспорт</i>	446	261	30	18
24	РЖД*	446	261	30	18
	<i>Строительство и недви- жимость</i>	149	87	17	6
25	ПИК СЗ	79	22	12	2
26	ГК «Инград»	70	65	5	4

№	Отрасль экономики/ Эмитент (накопленный объем заимствования с 2015 по 2021 г. от 60 млрд руб.)	В размещении с 2015 по 2021 г.			
		объемы всего, млрд руб.	объемы от 7 лет, млрд руб.	выпуски всего	выпуски от 7 лет
	<i>Потребительский сектор</i>	170	0	16	0
27	Магнит	170	0	16	0
	<i>Электроэнергетика</i>	144	81	17	9
28	ФСК ЕЭС*	76	66	8	7
29	Россети Московский регион*	68	15	9	2
	<i>Химия и минеральные удобрения</i>	70	0	4	0
30	Уралкалий	70	0	4	0
	Итого	8747	4298	536	179
	<i>Прочие</i>	2153	700	532	131
	<b>Всего</b>	<b>10900</b>	<b>4998</b>	<b>1068</b>	<b>310</b>

\* – государственные компании и компании с государственным участием.

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

В выборку попали компании с накопленным объемом заимствования с 2015 по 2021 г. от 60,0 млрд руб. Половина элементов данной выборки приходится на государственные компании и компании с государственным участием. Список крупных компаний в качестве участников рынков данной выборкой не исчерпывается.

Высокая концентрация эмитентов является проблемой облигационного рынка [9, с. 35]. Преобладание присутствия на рынке крупных компаний означает неравномерность распределения ресурсов, неизбежно влияющей на объем и структуру национального производства.

### Эмитенты-субъекты МСП

Из вышесказанного следует, что именно крупные компании определяют ландшафт российского рынка облигаций. Однако рынок из года в год привлекает эмитентов – субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП). Структура финансирования этих предприятий меняется. Банковское кредитование может быть ограничено рядом финансовых и организационных факторов. Размещение корпоративных облигаций обладает рядом преимуществ по сравнению с банковским кредитованием [10, с. 160], дополнительным источником финансирования и рациональным решением при развитии бизнеса, а также шагом к публичности.

В фокусе экономической политики государства находятся программы развития регионов, поддержка быстрорастущих компаний и стимулирование деловой активности предприятий, в том числе субъектов МСП [11, с. 117]. Одним из приоритетных проектов Московской биржи является развитие долгового рынка и повышение его доступности для малого и среднего бизнеса [12, с. 487].

Малые и средние эмитенты учатся работать с публичным долгом и биржей<sup>13</sup>. Анализ участников рынка показывает, что 49 субъектов МСП разместили облигационные выпуски на 57,4 млрд рублей. При этом четверть объема размещения приходится на долгосрочные выпуски от 11 предприятий (см. табл. 7). Конечно, это немного (49 из 233 эмитентов, разместивших облигации), но это весьма многообещающе.

Таблица 7

**Показатели рынка биржевых облигаций без особых условий выпуска сегмента МСП (срок обращения облигаций от одного года)**

Период размещения	В размещении, всего			В размещении, > 7 лет		
	объем, млрд руб.	количество		объем, млрд руб.	количество	
		выпусков	эмитентов		выпусков	эмитентов
2015	1,1	1	1	0,0	0	0
2016	16,1	7	4	5,0	1	1
2017	7,9	10	7	0,1	1	1
2018	8,3	25	17	2,6	5	2
2019	5,8	29	23	2,1	8	5
2020	6,7	16	14	5,1	3	3
2021	11,4	13	13	0,0	0	0
<b>Итого</b>	<b>57,5</b>	<b>101</b>	<b>49 (17*)</b>	<b>14,9</b>	<b>18</b>	<b>11</b>

\* количество субъектов РФ.

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

Представительство на рынке эмитентов данной категории неравномерно в региональном разрезе. Причину этого можно объяснить экономической неоднородностью пространства страны [7, с. 108]. Почти половина эмитентов-субъектов МСП расположены в двух финансовых и демографических центрах – г. Москва и г. Санкт-Петербург. Основные направления их деятельности – финансовая сфера, технологии, строительство и недвижимость.

<sup>13</sup> Российский рынок корпоративных облигаций: преодолеть нестабильность. <https://www.raexpert.ru/docbank/804/304/9a1/b6c6cf48add84b022b4906e.pdf>.



Хозяйственная деятельность эмитентов нестоличных регионов по большей части относится к отраслям, обеспечивающим развитие региональной экономики. Весомую долю в облигационном предложении занимают предприятия, занятые переработкой и производством пищевой продукции, представляющие Ростовскую, Саратовскую, Пензенскую, Омскую области, Алтайский и Забайкальский края. На рынок выходят строительные компании и предприятия розничной торговли, сосредоточенные в крупных городах, – в Екатеринбурге, Челябинске, Владивостоке, Калининграде.

Ряд компаний машиностроительной отрасли расширяют границы деятельности за пределы региона, например, Завод «Криалэнергострой» (поставка энергетического оборудования), ООО «Новосибирский завод резки металла» (металлопереработка), НПО «Моторные технологии» (поставка автоматических промывочных установок).

По оценке руководителя ООО «Сибирский комбинат хлебопродуктов» Ильи Баринова, заимствование на бирже – это более честное и стабильное финансирование для развивающихся предприятий<sup>14</sup>. Базовые требования для входа на рынок просты: срок существования потенциального эмитента, организационно-правовая форма, генерируемая выручка.

Но, из-за того, что облигации сегмента МСП более чувствительны к экономическим кризисам, а на текущем рынке инвесторы предпочитают высокую доходность, которую субъекты МСП предложить не могут, данные обстоятельства вызывают определенные сложности для МСП при входе на рынок. Влияние на облигационное предложение со стороны субъектов МСП сдерживается также отсутствием или низким уровнем кредитного рейтинга. Низкое кредитное качество эмитентов перекрывает возможности для их выхода на биржевой рынок.

Сохранение доступа предприятий к рынку долгового капитала, кроме того, требует прозрачности информации о себе и ее раскрытия<sup>15</sup>.

Действенной мерой по поддержке эмитентов является реализация федеральной программы субсидирования малого и среднего бизнеса при размещении ценных бумаг на бирже. Данная программа продлена до конца 2023 г. При наличии государственной поддержки кредитные рейтинги станут еще доступнее, что повысит прозрачность долгового рынка и доверие инвесторов<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Облигации Сибирский комбинат хлебопродуктов форум. <https://smart-lab.ru/bonds/SivKHP>.

<sup>15</sup> Российский рынок корпоративных облигаций: преодолеть нестабильность. <https://www.raexpert.ru/docbank/804/304/9a1/b6c6cf48add84b022b4906e.pdf>.

<sup>16</sup> Правительство компенсирует компаниям МСП расходы на получение рейтинга агентства «Эксперт РА». <https://www.raexpert.ru/releases/2021/jan19>.

Важны также меры по продвижению инвестиционной привлекательности бумаг малого и среднего бизнеса. В целях содействия привлечению инвестиций компаниями Московская биржа выделяет сектор компаний, демонстрирующих рост финансовых показателей, включающий в приоритетном порядке компании малой и средней капитализации<sup>17</sup>. По состоянию на конец 2021 г. 15 субъектов МСП из 49, разместившие облигации с 2015 по 2021 г., допущены в Сектор Роста. При этом отдельные компании (АО ГК «Пионер» и ПАО «Светофор Групп») полностью выполнили свои публичные обязательства (см. табл. 8).

Таблица 8

## Эмитенты из Сектора Роста при Московской бирже

№	Эмитент	Отрасль	В обращении на 31.12.2021 г.	
			количество выпусков	объем, млрд руб.
	Эмитенты-субъекты МСП		20	5,51
1	Завод КЭС, г. Казань	Машиностроение	1	0,15
2	ООО «НЗРМ», г. Новосибирск	Машиностроение	1	0,08
3	ООО НПП «Моторные технологии», г. Пенза	Машиностроение	2	0,11
4	ООО «Охта Групп», г. Санкт-Петербург	Строительство и недвижимость	2	1,24
5	ООО «Энергоника», г. Москва	Строительство и недвижимость	1	0,05
6	АО «ГК «Пионер», г. Москва	Строительство и недвижимость	0	0,00
7	ООО «ЭБИС», г. Москва	Химия	4	0,85
8	ООО «ПР-Лизинг», г. Москва	Финансовый сектор	2	2,15
9	АО «ММЦБ», г. Санкт-Петербург	Высокие технологии	1	0,03
10	ООО «Сибирский КХП», Омская область	Пищевая промышленность	1	0,10
11	АО «Регион-Продукт», Пензенская область	Пищевая промышленность	1	0,05

<sup>17</sup> Сектор Роста — Московская Биржа | Рынки. <https://www.moex.com/s2151>.

№	Эмитент	Отрасль	В обращении на 31.12.2021 г.	
			количество выпусков	объем, млрд руб.
12	ООО «Ред Софт», г. Москва	Информационные технологии	2	0,20
13	ООО «Бифорком Тек», г. Москва	Информационные технологии	1	0,25
14	ООО «С-Инновации», г. Москва	Высокие технологии	1	0,25
15	ПАО «Светофор Групп», г. Санкт-Петербург	Высокие технологии	0	0,00

Источник: рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская биржа». <https://www.moex.com>.

## Заключение

Российский рынок биржевых облигаций, будучи органической частью национальной экономики, адекватно реагирует на внешние вызовы.

Экономический кризис на фоне пандемии коронавируса не приобрел системного характера. Рынок восстановил стабильность к концу 2020 г. в результате притока ликвидности и спроса на заемные средства.

Последствия пандемии коронавируса не идут в сравнение с политикой регулярного ввода санкций в отношении России, призванных вызвать фундаментальные негативные сдвиги в отечественной экономике. В развитии национальной экономики наблюдается переход от адаптации к изменившимся внешним условиям к проактивным действиям. Реализуются беспрецедентные меры на макроэкономическом уровне. Стремительно развивается ситуация по активизации внутреннего потенциала. Оцениваются новые возможности и перспективы для экономики.

В свою очередь история развития рынка облигаций с 2015 г. по 2021 г. дает примеры восстановления после падения на фоне экономической нестабильности. На этапе восстановительной активности рынок демонстрирует значительные объемы и высокий уровень средне- и долгосрочного заимствования, открыт для новых эмитентов, в том числе для субъектов МСП. Очевиден также факт, что спад рынка на высоких уровнях доходности в текущем году является следствием усиления роли внешнеполитических факторов в экономике.

Предпринимаемые государством структурные реформы в экономике (реализация отраслевых и региональных программ развития, инфраструктурных и технологических проектов, мер поддержки небольших компаний) направлены на стабилизацию экономического положения. Кроме того, это позволит существенно снизить негативное влияние факторов, сдерживающих развитие рынка, таких как отраслевая концентрация и доминирование крупных эмитентов, и повысит устойчивость рынка к внешнему воздействию. Это требует времени, но сегодня уже заметны новые, перспективные тенденции развития российского рынка облигаций.

Во-первых, наблюдается движение в сторону финансового суверенитета (переориентации долгового финансирования на внутренний финансовый рынок).

Во-вторых, снижается роль облигационного предложения со стороны экспортно-сырьевых компаний и кредитно-финансовых организаций, уязвимых перед внешними угрозами.

В-третьих, все более заметными на рынке облигаций становятся позиции крупных компаний, деятельность которых ориентирована на внутренний рынок и на высокотехнологичный прорыв.

В-четвертых, отмечены прецеденты использования биржевых облигаций предприятиями МСП. К тому же и региональные компании наряду со столичными открывают для себя возможности рынка.

Наконец, Московская биржа, как организатор торгов, предлагает участникам рынка ряд инструментов, активизирующих облигационное предложение и инвестиционный спрос.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Савалей В.В. Рынок корпоративных облигаций в России: особенности сегментации и возможности расширения // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2021. Т. 19. № 3. С. 38–49. DOI: 10.24147/1812-3988.2021.19(3).38-49.
2. Семернина Ю.В. Специфические особенности российского рынка облигаций // Финансы и кредит. 2012. № 8 (488). С. 51–58.
3. Тимофеев И.Н. Сомнительная эффективность? Санкции против России до и после февраля // Россия в глобальной политике. 2022. Т. 20. № 4. С. 136–152. DOI: 10.31278/1810-6439-2022-20-4-136-152.
4. Сысоева Е.Ф. Российский рынок облигаций: драйверы роста // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. 2018. № 2. С. 166–172.
5. Куликова Е.И. Расширение спектра инвестиционных инструментов для частного инвестора на российском финансовом рынке // Финансовая жизнь. 2018. № 2. С. 67–71.
6. Балюк И.А. Рынок корпоративных облигаций: международный опыт и российская практика // Финансы: теория и практика. 2019. Т. 23. № 2. С. 74–83. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83.

7. *Топольский Р.А.* Структурные диспропорции как угроза экономической безопасности государства // Социально-экономические явления и процессы. 2015. Т. 10. № 6. С. 106–113.
8. *Абрамова М.А., Луныков О.В.* Финансовый рынок России и стимулирование внутреннего инвестора: механизм взаимодействия // Известия С-Пб ГЭУ. 2019. №5–2 (119). С. 54–60.
9. *Теплова Т.В., Столяров А.И.* Особенности развития основных сегментов фондового рынка РФ (облигации и акции) на современном этапе // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2017. № 6. С. 31–48.
10. *Касимова Д.Ф., Касимов Т.С.* Облигации как источник финансирования малого и среднего бизнеса в России // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2021. № 6 (162). С. 157–161. DOI: 10.34773/EU.2021.6.30.
11. *Ушанов А.Е.* К вопросу о развитии инструментов фондового рынка для субъектов малого и среднего бизнеса // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия «Экономика». 2020. № 1. С. 117–124. DOI:10.24143/2073-5537-2020-1-117-124.
12. *Шевченко Д.А.* Потенциал биржевой инфраструктуры для стимулирования структурных преобразований в российской экономике // Вестник Академии знаний. 2020. № 37 (2). С. 486–489. DOI: 10.24411/2309-4788-2020-10216.

## REFERENCES

1. *Savaley V.V.* The corporate bond market in Russia: specifics of segmentation and expansion opportunities // Herald of Omsk University. Series «Economics». 2021. Vol. 19. No. 3. Pp. 38–49. DOI: 10.24147/1812-3988.2021.19(3). (In Russ.).
2. *Semernina Yu.V.* Specific features of the Russian bond market // Finance and Credit. 2012. No. 8 (488). Pp. 51–58. (In Russ.).
3. *Timofeev I.N.* Dubious effectiveness? Sanctions against Russia before and after february // Russia in Global Affairs. 2022. Vol. 20. No. 4. Pp. 136–152. (In Russ.). DOI: 10.31278/1810-6439-2022-20-4-136-152.
4. *Sysoeva E.F.* Russian bond market: drivers of growth // Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management. 2018. No. 2. Pp. 166–172. (In Russ.).
5. *Kulikova E.I.* Expanding the range of investment instruments for private investors in the russian financial market // Financial Life. 2018. No. 2. Pp. 67–71. (In Russ.).
6. *Balyuk I.A.* Corporate Bond Market: International Experience and Russian Practice // Finance: Theory and Practice. 2019. Vol. 23. No. 2. Pp. 74–83. (In Russ). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83.
7. *Topolsky R.A.* Strutral disproportions as threat of economic security of the state // Social and economic phenomena and processes. 2015. Vol. 10. No. 6. Pp. 106–113. (In Russ.).
8. *Abramova M.A., Lunyakov O.V.* Financial market of Russia and promoting a domestic investor: mechanism of interaction // Proceedings of the St. Petersburg State University of Economics. 2019. No. 5–2 (119). Pp. 54–60 (In Russ).
9. *Teplova T.V., Stolyarov A.I.* The features of the main segments of stock market development in the Russian Federation (bonds and stocks) at the present stage // The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2017. No. 6. Pp. 31–48. (In Russ).

10. *Kasimova D.F., Kasimov T.S.* Bonds as a Source of Financing for Small and Medium-Sized Businesses in Russia // *Economics and Management: Research and Practice Journal*. 2021. No. 6. Pp. 157–161. (In Russ). DOI: 10.34773/EU.2021.6.30.
11. *Ushanov A.E.* On development of stock market instruments for small and medium-sized businesses // *Vestnik of Astrakhan State Technical University. Series: Economics*. 2020. No. 1. Pp. 117–124. (In Russ). DOI: 10.24143/2073-5537-2020-1-117-124.
12. *Shevchenko D.A.* The potential of exchange infrastructure to stimulate structural changes in the Russian economy // *Bulletin of the Academy of Knowledge*. 2020. No. 37 (2). Pp. 486–489. (In Russ). DOI: 10.24411/2309-4788-2020-10216.

Дата поступления рукописи: 16.09.2022 г.

#### ABOUT THE AUTHOR

**Polyakova Tatiana Nikolaevna** – Cand. Sci (Econ.), Associate Professor at the Omsk State University n.a. F.M. Dostoevsky, Omsk, Russia.  
Polyakova@chemomsu.ru

#### RUSSIAN MARKET OF EXCHANGE-TRADED BONDS: PLACEMENT ANALYSIS

The article analyzes the practice of placing exchange-traded bonds by Russian companies. The study provides an estimate of the volume and terms of borrowing, as well as the composition of issuers, the scale of their activities, industry and regional affiliation. The analysis shows, that despite unfavorable external conditions, a temporary market decline is followed by its recovery. It is concluded that the ongoing economic reforms contribute to the development of the Russian market of exchange-traded bonds.

**Keywords:** *exchange bonds, placement of bonds, issuers; Moscow Exchange, Russian economy, sanctions.*

**JEL:** G10, G14.