

ФИНАНСЫ

Т.Н. ПОЛЯКОВА

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

РОССИЙСКИЙ РЫНОК БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ: АНАЛИЗ ОБРАЩЕНИЯ

В работе анализируется обращение корпоративных облигаций без особых условий выпуска, регистрируемых через Московскую биржу. Приведена оценка соответствия параметров облигационных выпусков текущим требованиям инвесторов. Отмечено, что надежность и ликвидность облигаций приобретает особое значение при выборе бумаг инвестором и поддерживает устойчивость рынка. Формируются приоритетные направления инвестиционных вложений, определяющие существенные движения на рынке облигаций.

Ключевые слова: биржевые облигации, обращение облигаций, инвесторы, оферта, купоны, риск и доходность, дефолт, индекс облигаций, Московская биржа.

УДК: 336.76

EDN: PGESBX

DOI: 10.52180/2073-6487_2023_3_64_83

Введение

Сегодня изменение внешнеэкономической среды и связанная с ним перестройка отечественной экономики оказывают влияние на все аспекты функционирования экономики.

Рынок корпоративного долга реагирует на происходящие события и процессы. Отношения между участниками рынка на этапе размещения облигаций определяются потребностями эмитентов и требованиями инвесторов к уровню дохода и риска. Инвесторы оценивают будущую ликвидность бумаг и текущее состояние рынка держателей облигаций. Из этого следует, что вторичный рынок, связывая инвесторов между собой, выступает условием обеспечения функционирования первичного рынка [1, с. 154].

Биржевые облигации занимают заметное место в корпоративном секторе Московской биржи, поскольку за некоторым исключением размещаются по открытой подписке неограниченному кругу инвесторов, в отличие от классических и коммерческих облигаций, поэтому исследование современного состояния рынка корпоративного долга в части обращения биржевых облигаций представляется актуальным.

В исследуемую группу облигационных выпусков включены биржевые рублевые купонные¹ облигации российских компаний (со сроком обращения от одного года) без особых условий выпуска (необеспеченные, неструктурные, несубординированные, неамортизируемые, неконвертируемые, неиндексируемые). Отмеченные параметры не вносят ограничения на обращение бумаг, что делает последние удобным рыночным инструментом для инвесторов [2, с. 99]. Для оценки уровня развитости вторичного рынка принят во внимание ряд объемных и структурных его показателей. Информационную основу исследования составили статистические данные из следующих источников: ПАО «Московская Биржа», Банк России.

Объемы вложений

Российский рынок биржевых облигаций без особых условий выпуска в период с 2015 по 2022 г. не показывает стабильно положительную динамику изменения объемных показателей, тем не менее инвестирование в облигации на этапе размещения может считаться вполне устойчивым (от более 1,0 трлн руб. ежегодно) и весьма заметным (до более 2,0 трлн руб. в отдельные годовые отрезки).

В рассматриваемый период рынок клонился к упадку в условиях экономических последствий пандемии коронавируса, в годы существенного реагирования на негативную внешнеполитическую повестку западных стран в отношении России и санкционное давление на национальную экономику. Одновременно с этим рынок показывал примеры восстановления и роста как результат адаптации к изменяющемуся внешнему фону.

Позитивное воздействие на рынок оказывают переориентация долгового финансирования на внутренний рынок в связи с ограничениями присутствия российских компаний на международном финансовом рынке [3, с. 167] и возросшая активность отечественных частных инвесторов, проявляющих интерес к корпоративному долгу². По дан-

¹ Облигации с постоянным, переменным, плавающим купоном.

² Пахунов К. Новости России. Экономическое обозрение: доходность облигаций. Почему Бонды рвут на части, прогнозы и мнение экспертов. Облигации 2019. Ставка доходности. Новости. (7 октября 2019) | Expert.ru. <https://expert.ru/expert/2019/41/bondyi-rvut-na-chasti/> (дата обращения: 07.10.2019).

ным Московской биржи в 2022 г. наибольшая доля вложений частных инвесторов в долговые бумаги – 83,9% – приходилась на корпоративные облигации³.

В то же время при оценке динамики рынка следует учитывать влияние крупных объемов заимствования отдельных эмитентов. Так, облигационные выпуски НК «Роснефть» в периоды последовательно снижающейся ключевой ставки занимают особое место на первичном рынке, обеспечивая значительный его рост с 2015 по 2017 г. и в 2020 г. (см. табл. 1).

Таблица 1

Объемы размещения облигаций НК «Роснефть»

Период начала размещения	Объемы, млрд руб.	Ключевая ставка Банка России, %		
		начало периода	середина периода	конец периода
2015 г.	400,0	17,00	11,50	11,00
2016 г.	650,0	11,00	10,50	10,00
2017 г.	1051,0	10,00	9,00	7,75
2018 г.	70,0	7,75	7,25	7,75
2019 г.	80,0	7,75	7,50	6,25
2020 г.	815,0	6,25	4,50	4,25

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>; Банк России. <https://www.cbr.ru>.

Без учета вложений в бумаги НК «Роснефть» уровень участия инвесторов из года в год остается относительно стабильным – около 1,0 трлн руб. Отдельно большими инвестиционными объемами (1,5 трлн руб.) выделяется 2019 г., фиксирующий высокий спрос на облигации со стороны частных инвесторов в ожидании дальнейшего падения ставки⁴.

Ужесточение денежно-кредитной политики с середины 2021 г. и резкий подъем ключевой ставки с 28.02.2022 г. до 20,00% создали ситуацию проявления осторожных действий на рынке со стороны эмитентов и перехода частных инвесторов с рынка в банковский сектор. Ступенчатое снижение ставки до 7,50% внесло оживление: рынок восстановился и по итогам 2022 г. его объем превысил значение в 1,1 трлн руб.

³ Московская Биржа | Более 6 млн человек в 2022 году открыли брокерские счета на Московской бирже. <https://www.moex.com/n53950/?nt=106/> (дата обращения: 10.01.2023).

⁴ Пахунов К. Новости России. Экономическое обозрение: доходность облигаций. Почему Бонды рвут на части, прогнозы и мнение экспертов. Облигации 2019. Ставка доходности. Новости. (7 октября 2019) | Expert.ru. <https://expert.ru/expert/2019/41/bondyi-rvut-na-chasti/> (дата обращения: 07.10.2019).

Оферта

Развитие рынка корпоративных облигаций в России сопровождается удлинением сроков заимствований [4, с. 392]. Кроме того, значительные объемы заимствования приходятся на выпуски с длительным сроком обращения. Эта тенденция проявляется и на исследуемом рынке.

В эмиссионные параметры выпусков с длительным сроком обращения зачастую заложена возможность досрочного погашения. К настоящему времени у 269 из 355 выпусков облигаций от 7 лет⁵ предусмотрена ближайшая оферта на 2023 г. и последующие годы, что в стоимостном выражении составляет почти 84% от объема выпусков с данными временными характеристиками. С начала 2021 г. выпуск облигаций от 7 лет осуществляется исключительно на условиях возможного досрочного погашения (см. табл. 2).

Таблица 2

Биржевые облигации без особых условий выпуска в обращении на 31.12.2022 г. (без учета реструктуризированного долга в обращении после дефолта)

Период начала размещения	Возможность досрочного погашения: выпуски от 7 лет/объемы*, млрд руб.	Ближайшая оферта в 2023 г.: выпуски от 7 лет/объемы*, млрд руб.	Ближайшая оферта после 2023 г.: выпуски от 7 лет/объемы*, млрд руб.	В обращении: выпуски от 7 лет/объемы*, млрд руб.	В обращении: выпуски всего/объемы*, млрд руб.
до 2015 г.	43/ 496,1	10/ 40,5	1/ 5,0	46/ 527,1	46/ 527,1
2015 г.	37/ 213,3	21/ 121,5	1/ 3,0	37/ 213,3	37/ 213,3
2016 г.	35/ 878,1	12/ 701,5	16/ 110,0	38/ 909,1	42/ 964,1
2017 г.	47/ 1348,3	25/ 806,9	21/ 540,9	50/ 1388,8	58/ 1468,8
2018 г.	35/ 410,9	15/ 161,0	19/ 230,0	43/ 474,7	67/ 697,3
2019 г.	50/ 425,4	15/ 75,7	31/ 329,6	56/ 492,1	103/ 992,0
2020 г.	39/ 1117,2	13/ 880,5	26/ 236,6	42/ 1162,2	128/ 1809,9
2021 г.	21/ 203,8	2/ 6,0	19/ 197,8	21/ 203,8	131/ 1234,2
2022 г.	22/ 247,7	3/ 21,2	19/ 226,5	22/ 247,7	106/ 1107,2
Итого	329/ 5340,8	116/ 2814,8	153/ 1879,4	355/ 5618,8	718/ 9013,9

* – объемы с учетом доразмещений по состоянию на 31.12.2022 г.

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

⁵ В данной работе обособляются облигационные выпуски от 7 лет как выпуски с длительным сроком обращения, обеспечивающие весомую долю объема в обращении – 62% (по состоянию на 31.12.2022 г.).

По сути, облигации с офертой – это несколько последовательных коротких облигаций с постоянным купоном, преобразованные в один длинный выпуск с сохранением преимуществ для обеих сторон⁶. Для инвестора это возможность высвободить средства для более доходного реинвестирования. Для эмитента это способ минимизировать неопределенность и избежать частых перевыпусков краткосрочных обязательств.

Ситуации полного досрочного погашения облигаций не являются частыми, складываются преимущественно в сегменте бумаг крупных компаний, в том числе государственных и с государственным участием, что указывает на финансовые возможности последних. Наблюдаемый в последние годы рост корпоративных действий в части полного досрочного погашения облигаций вполне объясним естественным результатом накопления облигационной массы в обращении (см. табл. 3).

Таблица 3

Показатели полного досрочного погашения биржевых облигации без особых условий выпуска (без учета полного досрочного погашения облигаций эмитентов со статусом «дефолт»)

Период начала размещения	Полное досрочное погашение: выпуски/ объемы, млрд руб.		
	2020 г.	2021 г.	2022 г.
2015 г.	1*/ 3,4*	2+1*/ 10,0+5,0*	4*/ 14,6*
2016 г.	2+2*/ 22,0+20,0*	5+1*/ 37,6+10,0*	3+1*/ 17,0+5,0*
2017 г.	2+1*/ 3,1+10,0*	1*/ 15,0*	3*/ 20,0*
2018 г.	2/ 2,3	1*/ 5,0*	—
2019 г.	—	1/ 3,0	6+2*/ 48,0+10,0*
2020 г.	—	2*/ 12,3*	4/ 27,5
2021 г.	—	—	3*/ 11,5*
Итого	6+4*/ 27,4+33,4*	8+6*/ 50,6+47,3*	13+13*/ 92,5+61,1*

* – выпуски/ объемы облигаций государственных компаний и компаний с государственным участием.

Расчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

Типы купонов

Покупатель долговой бумаги получает регулярный доход, как правило, в виде купонов различных типов – постоянные, переменные, плавающие. Процентная ставка по облигации с плавающим купоном привязана к изменению какого-либо индикативного финансового инструмента, например, инфляции, ключевой ставки или иного инди-

⁶ Галактионов И. Оферта по облигациям. Что нужно знать инвестору об этом. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/oferta-po-obligatsiiam-cto-nuzhno-znat-investoru-ob-etom> (дата обращения: 22.02.2018).

катора. Размер переменного купона привязан к оферте. Процентная ставка по облигации с постоянным купоном известна с момента выпуска и одинакова весь срок обращения бумаги.

На Московской бирже корпоративные облигации с плавающим купоном достаточно редки. Будущая доходность по таким бумагам только прогнозируется инвестором. В основном встречаются бумаги с переменными и постоянными купонами.

Различные типы купонов облигаций определяются экономической конъюнктурой. Сроки обращения бумаг тоже имеют значение: на коротком временном интервале имеется более определенное (четкое) представление о состоянии экономики и рыночной конъюнктуре. В этой ситуации закрепление размера купона до даты погашения облигации выглядит приемлемым решением. В то время как дальние сроки инвестиций сопряжены с высоким уровнем неопределенности [5, с. 1673], что обуславливает выпуски облигаций с изменяющимися купонами.

В российской практике имеются отдельные долгосрочные облигационные выпуски с постоянным купоном, главным образом, от государственных компаний и компаний с государственным участием. Принимая во внимание ухудшение экономической ситуации, в последние три года использование компаниями такой практики прекратилось (см. табл. 4).

Таблица 4

Размещенные облигации без особых условий выпуска по типу купона (без учета облигаций эмитентов со статусом «дефолт»)

Период начала разме- щения	Постоянный купон, количество:		Переменный купон, количество:		Плавающий купон, количество:		Итого, количе- ство:
	выпусков всего/ выпус- ков от 7 лет	эмитентов	выпусков всего/ выпус- ков от 7 лет	эмитентов	выпусков всего/ выпус- ков от 7 лет	эмитентов	
2015 г.	12/ 0+1*	10	124/ 34	57	10/ 6	7	146/ 65
2016 г.	36/ 2+5*	25	80/ 31	38	7/ 3	6	123/ 60
2017 г.	66/ 1+4*	35	56/ 42	31	9/ 6	4	131/ 61
2018 г.	56/ 0+1*	33	54/ 30	34	18/ 12	12	128/ 71
2019 г.	119/ 0+4*	48	72/ 49	45	13/ 8	11	204/ 99
2020 г.	88/ 0	52	63/ 38	38	11/ 7	8	162/ 86
2021 г.	110/ 0	53	36/ 21	23	5/ 0	4	151/ 72
2022 г.	68/ 0	38	31/ 19	21	7/ 3	5	106/ 59

* – количество выпусков от государственных компаний и компаний с государственным участием.

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

Кредитный рейтинг

Значимой информацией для инвестора являются сведения о кредитоспособности эмитента или кредитного качества выпусков облигаций. В своей инвестиционной практике инвесторы пользуются кредитными рейтингами эмитентов (выпусков бумаг).

Кредитный рейтинг представляет собой экспертное суждение о способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства и позволяет судить о степени кредитного риска эмитента в целом или по его отдельным обязательствам⁷.

Национальные кредитные рейтинговые агентства, аккредитованные Банком России (АО «АКРА», АО «Эксперт РА», ООО «НРА», ООО «НКР»), имеют право присваивать кредитные рейтинги компаниям и эмитируемым ими долговым обязательствам. Регулятор сопоставляет рейтинговые категории рейтинговых шкал указанных агентств с выделением уровней кредитоспособности (финансовой надежности/ финансовой устойчивости): максимальный, высокий, средний, низкий⁸, что позволяет соотнести рейтингуемые объекты, имеющие оценки от различных агентств.

Максимальный уровень кредитоспособности соответствует кредитоспособности финансовых обязательств Правительства Российской Федерации. Высокое кредитное качество указывает на низкий риск кредитного дефолта эмитента, отражает инвестиционный уровень облигации. Более низкие рейтинги являются индикаторами повышенного кредитного риска, отражают инвестиционные облигации среднего качества и неинвестиционные уровни бумаг (спекулятивные, преддефолтные).

Требованиям кредитоспособности от умеренно высокого уровня и выше по шкале по меньшей мере одного из четырех национальных рейтинговых агентств на конец 2022 г. соответствует довольно высокий процент облигационных выпусков крупных компаний с началом размещения до 2021 г. включительно – 85% (476 выпусков из 562). При этом большинство выпусков облигаций (около 90%) нефтегазовой отрасли, транспорта, электроэнергетики, связи и телекоммуникаций, добычи и металлопереработки, а также банковского сектора имеют отмеченное кредитное качество. А выпуски облигаций с рейтингом, представляющие химическую отрасль и лесную промышленность,

⁷ Информация о сопоставлении рейтинговых шкал российских кредитных рейтинговых агентств | Банк России URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=30122021_101000PR2021-12-30T10_03_38.htm (дата обращения: 30.12.2021).

⁸ Информация о сопоставлении рейтинговых шкал российских кредитных рейтинговых агентств | Банк России URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=30122021_101000PR2021-12-30T10_03_38.htm (дата обращения: 30.12.2021).

являются инвестиционными высокого качества, вообще не имеют спекулятивных (неопределенных) элементов, обнаруживающих высокий кредитный риск (см. табл. 5).

Таблица 5

Биржевые облигации без особых условий выпуска от крупных эмитентов с кредитным рейтингом* в обращении на 31.12.2022 г. (без учета реструктуризированного долга в обращении после дефолта)

Отрасль экономики	Количество выпусков: с рейтингом от умеренно высокого до максимального уровня/ с рейтингом всего/ всего	Количество эмитентов: с рейтингом от умеренно высокого до максимального уровня/ с рейтингом всего/ всего
Химия и минеральные удобрения	7/ 7/ 7	3/ 3/ 3
Нефть и газ	75/ 76/ 76	9/ 10/ 10
Транспорт	33/ 35/ 35	4/ 5/ 5
Банковский сектор	137/ 144/ 144	20/ 26/ 26
Связь и телекоммуникации	42/ 45/ 45	7/ 9/ 9
Электроэнергетика	25/ 26/ 28	9/ 10/ 12
Металлы и добыча	20/ 20/ 22	7/ 7/ 9
Строительство и недвижимость	20/ 22/ 24	9/ 11/ 13
Финансовый сектор	95/ 113/ 128	8/ 11/ 17
Машиностроение	9/ 12/ 17	4/ 6/ 9
Потребительский сектор	7/ 9/ 11	3/ 5/ 6
Пищевая промышленность	3/ 6/ 8	1/ 4/ 5
Лесная промышленность	3/ 3/ 3	1/ 1/ 1
Прочие	0/ 4/ 14	0/ 1/ 6
Итого	476/ 522/ 562	85/ 98/ 131

* – с началом размещения до 2021 г. включительно.

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

В 2022 г. на Московской бирже размещено 106 выпусков облигаций, исследуемых в данной работе (см. табл. 4), в том числе 98 выпусков от крупных компаний. Из этих 98 выпусков не классифицированы по качеству через национальный рейтинговый механизм всего 3 выпуска от компаний: ООО «ХК Финанс», ООО «РГ Лизинг», ООО «Концерн «Россиум». 94% (89 выпусков из 95 выпусков с рейтингом от национальных рейтинговых агентств) от 44 крупных компаний имеют кредитный рейтинг, причем не ниже умеренно высокого уровня. Лишь

6 выпусков от 5 эмитентов имеют средний уровень рейтинга. Показатели качества бумаг выпуска 2022 г. могут считаться высокими, определены возросшими в кризисные времена требованиями со стороны инвесторов к надежности бумаг и кредитоспособности эмитентов.

Наличие у компании кредитного рейтинга есть подтверждение ее открытости и прозрачности, что вызывает большее доверие к эмитенту со стороны инвесторов.

В последние годы, учитывая низкие ставки и ликвидность от различных инвесторов, средние и малые компании оценили привлекательность рынка долгового капитала. По состоянию на конец 2022 г. 58 выпусков бумаг от 35 эмитентов-субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) находились в обращении. Высокая подверженность компаний из реестра субъектов МСП текущему экономическому кризису⁹ обусловила сокращение выпусков их долговых бумаг в 2022 г. – 8 выпусков от 7 эмитентов. В то же время чуть больше половины выпусков данной категории эмитентов имеют рейтинговую оценку, и в основном соответствующую среднему и низкому уровню финансовой надежности.

Национальные рейтинговые агентства не охватывают всех российских эмитентов долговых бумаг. Если бумаги не классифицируются по качеству через рейтинговый механизм, тогда перед принятием инвестиционного решения инвестору необходимо самостоятельно оценить риски, обратиться к аналитической информации, предоставляемой биржей.

В целях снижения рисков финансовых потерь инвесторов Московская биржа формирует Сектор повышенного инвестиционного риска как совокупности бумаг с неопределенным уровнем инвестиционного риска¹⁰. Так, 26 выпусков долговых обязательств, находящихся в обращении на конец 2022 г., объемом 6,7 млрд руб. от 15 эмитентов включены в Сектор риска (см. табл. 6). Только два облигационных выпуска (из 106 выпусков 2022 г.) лизинговой компании ООО «Роял Капитал» включены в Сектор риска на основании ранее включенных в Сектор бумаг эмитента. 11.04.2022 г. эмитенту присвоен средний уровень кредитоспособности по национальной рейтинговой шкале с прогнозом «стабильный». Доходы, причитающиеся владельцам ценных бумаг, ООО «Роял Капитал» выплачивает в полном объеме и в срок.

Таким образом, в целях наиболее эффективного принятия решений инвестору предлагается информация, содержащая оценку риска инвестирования от национальных рейтинговых агентств и Московской биржи.

⁹ НРА. МСП: восстановление отложено на 4 года. Аналитический обзор. <https://rusbonds.ru/rb-docs/analytics/msp.pdf> (дата обращения: 21.10.2022).

¹⁰ Московская Биржа | Рынки. <https://www.moex.com/ru/markets/risksector/> (дата обращения: 29.10.2022).

**Биржевые облигации без особых условий выпуска в обращении
на 31.12.2022 г. из Сектора компаний повышенного инвестиционного
риска при Московской бирже**

Отрасль экономики	Эмитент	Количество выпусков	Объемы размещений, млрд руб.
Финансовый сектор	ООО «АС ФИНАНС»	1	0,1
	ООО «Директ Лизинг»	2	0,3
	ООО «Роял Капитал»	2+2**	0,2+0,1**
	ООО «Солид-Лизинг»	4	0,7
	ООО «ЭкономЛизинг»	2	0,4
	ООО МФК «КарМани»*	1	0,3
Транспорт	ООО «Круиз»	1	0,1
Строительство и недвижимость	ООО «ЛИТАНА»	1	0,3
	ПАО «ЧЗПСН-Профнастил»*	1	0,5
Потребительский сектор	ООО «ПЮДМ»	3	0,3
	ООО «ТП «Кировский»	1	1,2
Пищевая промышленность	ООО «Агрохолдинг «Солтон»	1	0,1
	ООО «Урожай»	2	0,3
	ООО «Группа «Продовольствие»*	1	0,1
Прочие	АО «Ситиматик»*	1	1,7
Итого		24+2**	6,6+0,1**

* – эмитенты, не являющиеся субъектами малого и среднего предпринимательства.

** – выпуски/ объемы, млрд руб., размещенные в 2022 г.

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

Купонная доходность

Риск и доходность в инвестировании имеют тесную связь. Степень кредитного риска является ключевой характеристикой облигации, которая определяет привлекательность для инвестиций в целом и ее доходность¹¹. Чем ниже кредитный рейтинг, тем выше доходность долговых обязательств – эмитент выплачивает инвесторам премию за риск 3–5%¹².

¹¹ *Галактионов И.* Сколько стоит риск? Кредитные спреды по облигациям. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/skol-ko-stoit-risk-kreditnye-spredy-po-obligatsiam> (дата обращения: 13.02.2019).

¹² *Шшишков А.* Сложные облигации: что такое кредитный рейтинг и что он показывает. <https://gazprombank.investments/blog/education/complicated-bonds/> (дата обращения: 22.02.2022).

Сегмент высокодоходных облигаций (ВДО) небольшой, включает в основном эмитентов-субъектов малого и среднего предпринимательства. Надежные заемщики, как правило, крупные публичные компании, выпускают низкорисковые облигации, купонная доходность которых близка к значению ключевой ставки.

В 2022 г. первичный рынок адекватно реагировал на изменение ключевой ставки Банка России: приостановка выпуска облигаций в период установления ставки на рекордно высоком уровне и рост размещения во второй половине года в условиях последовательного ее снижения. Ожидаемо сформировался спред (разница) между доходностями надежных и рискованных бумаг. Однако в сложившихся условиях (после финансового шока) надежные компании предлагали инве-

Таблица 7

Купонная доходность биржевых облигаций без особых условий выпуска, размещенных в 2022 г., по состоянию на 31.12.2022 г.

Категории эмитентов	Банковский сектор	Финансовый сектор	Нефть и газ	Электроэнергетика	Металлы и добыча	Машиностроение	Транспорт	Химия и минеральные удобрения	Строительство и недвижимость	Телекоммуникации и связь	Потребительский сектор	Прочие
Постоянный купон: средневзвешенная (по объемам размещения) ставка купона, %												
A*	9,11	9,36	9,33	8,65	10,80	12,70	11,87	—	11,62	9,99	9,27	11,10
B	—	16,00	—	—	—	—	—	—	14,38	—	16,00	16,62
Переменный купон: средневзвешенная (по объемам размещения) ставка купона, %												
A	9,10	11,33	10,15	9,05	9,75	11,31	—	—	13,02	10,00	—	10,29
B	—	19,00	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

* – А – крупные эмитенты; В – эмитенты-субъекты МСП.

Расчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>; Банк России. <https://www.cbr.ru>.

сторам купонную доходность заметно выше ключевой ставки. Одновременно доходность первичных размещений ВДО отражала рост премии за риск.

В 2022 г. доходность и надежность облигаций крупных компаний определили направление инвестиционных потоков, а условия заимствования оказали негативное влияние на количество новых выпусков от эмитентов-субъектов МСП и широту их отраслевой принадлежности (см. табл. 7).

В 2022 г. ухудшились условия размещения облигаций российских компаний, о чем свидетельствует существенное повышение купонной доходности облигационных займов против стоимости банковского кредитования¹³. Но тем не менее, привлекательность облигационных займов по-прежнему сохраняется благодаря ряду причин. Это и наличие широкой инвестиционной базы, и формирование открытой публичной кредитной истории российских компаний. Кроме того, облигационные выпуски представляют собой наиболее стабильную часть по отношению к кредитному потоку¹⁴, открывая тем самым возможность гибкого управления совокупным долгом компании [6, с. 160].

Дефолты

Составляющими кредитного риска являются как неликвидность бумаг, так и вероятность дефолта эмитента по облигациям.

Неблагоприятный сценарий развития событий по облигациям – это неисполнение эмитентом обязательств перед владельцами его эмиссионных ценных бумаг (по выплате купона, исполнению оферты, погашению номинала) и установление статуса «дефолт» правилами размещения и обращения облигаций на бирже.

В российской практике обращения биржевых облигаций без особых условий выпуска имеются факты неисполнения обязательств, приведшие к таким последствиям, как введение в отношении организации процедуры, применяемой в деле о банкротстве (процедуры наблюдения), признание организации банкротом (проведение конкурсного производства), прекращение деятельности организации (см. табл. 8).

¹³ Средневзвешенные (по объемам предоставленных кредитов) процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в декабре 2022 г., свыше 1 года/ свыше 3 лет, % годовых: всего от 8,56 до 8,51%/ в том числе субъектам МСП от 9,89 до 9,49%.

¹⁴ Хохрин А. Чем же облигации лучше банковских кредитов? Учитывая, что последнее, вроде как, дешевле. <https://smart-lab.ru/blog/575973.php>. (дата обращения: 21.11.2019).

**Дефолтные события эмитентов с признаками банкротства
по состоянию на 01.06.2023 г.**

Период начала размещения	Отрасль экономики/ Эмитент	Количество выпусков	Объемы размещения, млрд руб.	Период наступления дефолтного события	Доля в годовом отраслевом размещении, %
Недвижимость		7	17,1		
2015 г.	ОАО «Аргус»	1	0,5	2017 г.	100
2015 г.	ООО «РГС Недвижимость»	1	5,0	2017 г.	
2016 г.	ООО «РГС Недвижимость»	5	11,6	2017 г.	92
Банковский сектор		5	19,0		
2015 г.	ООО «Внешпромбанк»	1	7,0	2016 г.	6
2015 г.	ПАО «Нота-Банк»	1	2,0	2015 г.	
2015 г.	ПАО «Татфондбанк»	2	8,0	2016 г.	
2016 г.	ПАО «Татфондбанк»	1	2,0	2016 г.	1
Финансовый сектор		25	253,1		
2015 г.	АО «Инвестиционная компания»	1	1,0	2017 г.	23
2015 г.	ООО Диджитал Инвест»	2	10,0	2019 г.	
2015 г.	ООО «Регион-Инвест»	1	5,0	2019 г.	
2015 г.	АО «Открытие Холдинг»	3	30,0	2020 г.	
2016 г.	ООО Диджитал Инвест»	5	50,0	2019 г.	50
2016 г.	ООО «Регион-Инвест»	5	50,0	2019 г.	
2016 г.	АО «Открытие Холдинг»	1	25,0	2020 г.	
2016 г.	АО «ПромСвязьКапитал»	1	10,0	2018 г.	
2017 г.	АО «Открытие Холдинг»	4	65,0	2020 г.	23
2017 г.	ПАО «Волга Капитал»	1	1,0	2019 г.	
2017 г.	ООО «ПСН ПМ»	1	6,1	2018 г.	
Потребительский сектор		6	5,5		
2015 г.	ООО «Мир мягкой игрушки»	1	0,9	2016 г.	5
2015 г.	ООО «Югинвестрегион»*	1	1,0	2016 г.	
2016 г.	ПАО «Вторресурсы»*	1	0,4	2017 г.	9
2016 г.	ОАО «ДОМО»	1	2,5	2017 г.	

Период начала размещения	Отрасль экономики/ Эмитент	Количество выпусков	Объемы размещения, млрд руб.	Период наступления дефолтного события	Доля в годовом отраслевом размещении, %
2019 г.	ООО «Каскад»	1	0,3	2021 г.	0,4
2021 г.	ООО «Главторг»**	1	0,4	2024 г.	1
Пищевая промышленность		1	0,1		
2020 г.	ООО «Дядя Денер»**	1	0,1	2023 г.	0,3
Итого	Эмитентов: 19	44	294,8		

* – исключение из ЕГРЮЛ юридического лица в связи наличием в ЕГРЮЛ сведений о нем, в отношении которых внесена запись о недостоверности.

** – в 2023 г. в отношении юридического лица в деле о несостоятельности (банкротстве) введено наблюдение.

Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>.

В случае присвоения статуса «дефолт» нередки случаи, когда компании находят возможности погасить (реструктурировать) долг, оставаясь действующими. В то же время совокупный стоимостный эффект такого рода корпоративных действий многократно уступает разрушительным результатам в случае несостоятельности компаний с признаками банкротства (см. табл. 9).

Как видно, большое количество случаев дефолта показывают выпуски, размещенные в 2015–2017 гг. Кризисные явления 2014–2015 гг. выявили, что не все корпоративные заемщики способны обеспечить в своем бизнесе рентабельность, покрывающую возросшие процентные ставки, и сохранить должную финансовую устойчивость [7, с. 154].

Далее, из года в год размещаемые выпуски показывают уменьшение частоты появления и масштабов дефолтных событий. С одной стороны, в кризисной ситуации компании ищут новые пути реализации накопленного потенциала. Вместе с тем в кризисные времена внимание инвесторов на первичном рынке сосредотачивается на бумагах понятных и прозрачных компаний, а не на рискованных облигациях в низших эшелонах. Иначе говоря, ситуация на рынке укладывается в формулу «надежные облигации для консервативных инвесторов».

Наряду с объемными показателями дефолтных событий их отраслевое распределение выступает в качестве характеристики рынка облигаций.

Статистика дефолтных событий показывает, что зачастую финансовую неустойчивость с признаками банкротства демонстрируют ком-

**Дефолтные события действующих эмитентов по состоянию
на 01.06.2023 г.**

Период начала размещения	Отрасль экономики/ Эмитент	Количество выпусков / количество погашенных выпусков	Объемы размещения, млрд руб.	Объемы в обращении, млрд руб.	Период погашения
Банковский сектор		6/ 2	21,6	0,12	
2015 г.	АКБ «Пересвет»	5/ 2	16,6	0,1	2018 г., 2021 г., 2035 г.
2016 г.	АКБ «Пересвет»	1/ 0	5,0	0,02	2036 г.
Финансовый сектор		10/ 4	15,7	9,1	
2015 г.	ООО «Еврофинансы-Недвижимость»	1/ 0	2,0	1,8	2021 г., 2025 г.
	ООО «Прайм Финанс»	1/ 0	5,0	5,0	
2016 г.	ПАО «НДК»	1/ 0	2,0	2,0	2018 г., 2021 г.
	ООО «Кит Финанс Капитал»	2/ 2	3,0	0,0	
2017 г.	ООО «Кит Финанс Капитал»	2/ 2	3,4	0,0	2018 г.
2019 г.	ООО «Ломбард «Мастер»	1/ 0	0,1	0,1	2021 г.
2020 г.	ООО «Ломбард «Мастер»	2/ 0	0,2	0,2	2022 г., 2023 г.
Транспорт		1/ 1	5,0	0,0	
2015 г.	ПАО «ДВМП»	1/ 1	5,0	0,0	2022 г.
Потребительский сектор		1/ 0	0,2	0,0	
2016 г.	ПАО «Айс стим Рус»	1/ 0	0,2	0,0	2019 г.
Нефть и газ		4/ 0	9,0	9,0	
2017 г.	ООО «Самаратранснефть-Терминал»	3/ 0	5,6	5,6	2023 г.
2018 г.	ООО «Самаратранснефть-Терминал»	1/ 0	3,4	3,4	2023 г.
Химия		4/ 0	0,9	0,9	
2019 г.	ООО «Эбис»	2/ 0	0,3	0,3	2022 г.
2020 г.	ООО «Эбис»	1/ 0	0,2	0,2	2023 г.
2021 г.	ООО «Эбис»	1/ 0	0,4	0,4	2024 г.
Прочие		1/ 0	0,04	0,04	
2019 г.	ООО «Кисточки-Финанс»	1/ 0	0,04	0,04	2025 г.
Итого	Эмитентов: 11	27/ 7	52,4	19,2	

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

пании финансового сектора – 25 выпусков с суммарным объемом размещения порядка 253,1 млрд руб. Почти 50% указанного размера обязательств в данном сегменте обнаруживает крупный участник рынка АО «Открытие Холдинг». В 2015–2016 гг. Банком России отозваны лицензии на осуществление банковских операций у ООО «Внешпромбанк», ПАО «Нота-Банк», ПАО «Татфондбанк».

Финансовые организации демонстрируют чаще всех признаки банкротства, поскольку именно они испытывают частые потребности в пополнении ликвидности, что является направлением их профессиональной деятельности в сравнении с иными лицами. Отметим, что в сложный экономический 2022 г. громких банкротств в финансовом секторе не было.

На фоне редких случаев выхода на рынок компаний, работающих в сфере недвижимости, ООО «РГС Недвижимость» резко выделяется по масштабам публичного долга с потерей платежеспособности.

Допускают дефолт (см. табл. 8) по своим обязательствам компании потребительского сектора. В кризисный период падает спрос и покупательская активность, что сказывается на показателях маржинальности компаний.

В сегменте эмитентов реального сектора экономики есть единичные истории дефолтов. Дефолт допустили действующие компании: ПАО «Дальневосточное морское пароходство»¹⁵, ООО «Самаратранснефть-Терминал»¹⁶ и ООО «Эбис» по переработке пластиковых отходов¹⁷.

В целом компании, допустившие дефолт, оказались неспособны по показателям прибыли обслуживать долг, наращиваемый высокими темпами. Напротив, компаниям, которые в любые моменты времени трезво оценивают свои силы, имеют востребованный рентабельный бизнес, сопутствует успех на облигационном рынке¹⁸.

Индекс облигаций

Значит, при формировании портфеля долговых ценных бумаг для инвестора является важным анализ эффективности деятельности и долговой нагрузки компании-эмитента. Кроме того, уместно отме-

¹⁵ Пучкарев Д. ДВМП. Разбор эмитента. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/dvmp-razbor-emitenta>. (дата обращения: 22.10.2020).

¹⁶ «Самаратранснефть-Терминал» начинает год с очередного дефолта. <https://boomin.ru/publications/news/samaratransneft-terminal-nachinaet-god-s-defolta/> (дата обращения: 11.01.2019).

¹⁷ ЭБИС: Запуганная история. <https://boomin.ru/publications/article/ebis-zaputannaia-istoria/> (дата обращения: 10.11.2022).

¹⁸ Никонов М., Галиева Г. Российский рынок корпоративных облигаций: возврат к качеству. https://raexpert.ru/researches/ua/bond_maket_2022/ (дата обращения: 19.10.2022).

Показатели индекса корпоративных облигаций RUSBITR

Показатель	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г. 1 кв.	2022 г. 2 кв.	2022 г. 3 кв.	2022 г. 4 кв.
Капитализация, учитываемая в RUSBITR, конец периода, млрд руб.	261,6	343,0	579,0	1585,6	2021,0	1338,4	2153,3	1915,1	2175,2	1967,5	2022,2
RUSBITR, значение закрытия, конец периода	285,52	316,32	355,17	370,87	423,91	458,90	458,66	413,68	468,51	470,83	496,61
Объем торгов по облигациям, входящим в базу расчета RUSBITR (основной рынок), среднедневной, млн руб.	642,0	1108,0	1359,0	2325,3	3173,8	2451,3	1797,8	1439,5	1078,5	1417,3	1019,0*
Количество выпусков в составе RUSBITR	27	37	55	132	159	111	165	165	180	161	161
Ключевая ставка Банка России, конец периода, %	11,00	10,00	7,75	7,75	6,25	4,25	8,50	20,00	9,50	7,50	7,50

* – объем торгов по облигациям, входящим в базу расчета RUSBITR (основной рынок), среднедневной, 1223,8 млн руб. в 2022 г. Рассчитано и составлено автором по: ПАО «Московская Биржа». <https://www.moex.com>; Банк России. <https://www.cbr.ru>.

чать предпочтения других участников рынка в отношении приобретаемых активов. Именно отслеживание биржевых индексов позволяет инвестору реагировать на изменение рыночных настроений.

Индекс RUCBITR Московской биржи, основной индикатор рынка российского корпоративного долга, включает наиболее ликвидные облигации российских заемщиков с дюрацией более года, рассчитывается по методам совокупного дохода и чистых цен¹⁹. По состоянию на конец 2022 г. индекс RUCBITR охватывает 161 выпуск облигаций от 58 эмитентов, представляющих основные отрасли отечественной экономики.

Интересен также и тот факт, что биржевые облигации и биржевые облигации без особых условий выпуска представляют большинство в составе индекса RUCBITR Московской биржи, соответственно 97% (156 выпусков из 161) и 80% (129 выпусков из 161).

С 2015 по 2022 г. в шесть раз увеличилось количество выпусков, проходящих по биржевым параметрам ликвидности для включения в базу расчета индекса RUCBITR, почти в восемь раз до 2,0 трлн руб. выросла капитализация рынка, учитываемая в индексе.

Вплоть до пандемийного 2020 г. стремительно росли объемы торгов по облигациям из индексной базы. Низкие показатели торговых объемов в последующие годы говорят о снижении инвестиционной активности, вызванного шоковыми для российской экономики внешними факторами. В 2022 г. движение рынка происходило волнами как по капитализации, так и по объемам торгов – фаза повышения сменяется фазой понижения (см. табл. 10).

Заключение

Анализ обращения на Московской бирже рублевых купонных биржевых облигаций без особых условий выпуска (со сроком обращения от одного года) позволяет сделать следующие выводы.

Уровень участия инвесторов на этапе размещения облигаций с 2015 по 2022 г. (в условиях экономических последствий, вызванных внешними вызовами и угрозами) является верным признаком устойчивого рынка.

Соответствие параметров облигационных выпусков текущим требованиям инвесторов придает устойчивость рыночным отношениям. Надежность и ликвидность облигаций приобретает особое значение при выборе бумаг инвестором. Кредитный рейтинг облигаций (эмитента) становится значимым инструментом инвестора. Биржевой

¹⁹ Московская Биржа | Индексы. <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR> (дата обращения: 29.12.2022).

индекс оказывается важным индикатором для понимания рыночных настроений в отношении ликвидных активов.

Как следствие, формируются приоритетные направления инвестиционных вложений, определяющие существенные движения на рынке облигаций:

- увеличивается количество облигационных выпусков, проходящих по биржевым параметрам ликвидности;
- большая часть облигационных выпусков в обращении приобретает инвестиционное качество;
- размещаемые выпуски показывают уменьшение частоты появления и масштабов дефолтных событий;
- закрепляется возможность досрочного погашения облигационных выпусков с длительным сроком обращения.

ЛИТЕРАТУРА

1. Борщ Л.М. Влияние фундаментальных факторов и механизмов на развитие фондового рынка // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. 2018. № 4. С. 153–164.
2. Полякова Т.Н. Российский рынок биржевых облигаций: анализ размещения // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2022. № 5. С. 97–118. DOI: 10.52180/2073-6487_2022_5_97_118.
3. Сысоева Е.Ф. Российский рынок облигаций: драйверы роста // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. 2018. № 2. С. 166–172.
4. Алексеева И.А., Макарова Е.В. Российский рынок корпоративных облигаций: тенденции и перспективы развития // Известия Байкальского государственного университета. 2017. Т. 27, № 3. С. 389–400. DOI: 10.17150/2500-2759.2017.27(3).389-400.
5. Султанов И.С. Анализ влияния различных экономических показателей на спреда доходности российских рублевых корпоративных облигаций // Финансы и кредит. 2018. Т. 24. № 27. С. 1669–1688.
6. 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.
7. Берзон Н.И., Ерофеева Т.М. Российский рынок корпоративных облигаций: история развития, текущие тенденции, проблемы и перспективы // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2018. № 44. С. 150–165.

REFERENCES

1. Borsh L.M. Influence of the fundamental factors and mechanisms on the development of the stock market // Scientific Bulletin: finance, banking, investment. 2018. No. 4. Pp. 153–164. (In Russ).
2. Polyakova T.N. Russian market of exchange-traded bonds: placement analysis // Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences. 2022. No. 5. Pp. 97–118. DOI: 10.52180/2073-6487_2022_5_97_118. (In Russ).

3. *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.).
4. *Alekseeva I.A., Makarova E.V.* Russian corporate bond market: tendencies and development prospects // Bulletin of Baikal State University. 2017. Vol. 27. No. 3. Pp. 389–400. (In Russ.).
5. *Sultanov I.R.* Analyzing the influence of different economic variables on the yield spread of ruble-denominated corporate bonds // Finance and Credit. 2018. Vol. 24. No. 27. Pp. 1669–1668. (In Russ.).
6. *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. DOI: 10.34773/EU.2021.6.30. (In Russ.).
7. *Berzon N.I., Erofeeva T.M.* The Russian corporate bond market: the history of development, current trends, problems and prospects // Tomsk State University Journal of Economics. 2018. No 44. Pp. 150–165. DOI: 10.17223/19988648/44/10. (In Russ.).

Дата поступления рукописи: 12.03.2023 г.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Полякова Татьяна Николаевна – кандидат экономических наук, доцент ФГАОУ ВО «Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского», Омск, Россия
Polyakova@chemomsu.ru

ABOUT THE AUTHOR

Tatiana N. Polyakova – Cand. Sci (Econ.), Associate Professor at Dostoevsky Omsk State University, Omsk, Russia
Polyakova@chemomsu.ru

RUSSIAN MARKET OF EXCHANGE-TRADED BONDS: ANALYSIS OF CIRCULATION

The author analyzes the circulation of corporate bonds without special issue terms that are registered through the Moscow Exchange, and makes an assessment of whether the parameters of bond issues meet the current requirements of investors. It is noted that the reliability and liquidity of bonds, supporting the stability of the market, become particularly important when investors choose securities. Priority investment areas, which determine significant movements in the bond market, are being shaped.

Keywords: *exchange bonds, circulation of bonds, investors, offer, coupons, risk and profitability, default, bond index, Moscow Exchange.*

JEL: G10, G14