

УДК 336.76  
JEL: G10, G12  
DOI 10.24147/1812-3988.2021.19(3).38-49

## РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ: ОСОБЕННОСТИ СЕГМЕНТАЦИИ И ВОЗМОЖНОСТИ РАСШИРЕНИЯ

В.В. Савалей

Владивостокский государственный университет экономики и сервиса (Владивосток, Россия)

### Информация о статье

Дата поступления  
11 июня 2021 г.

Дата принятия в печать  
1 сентября 2021 г.

### Тип статьи

Аналитическая статья

### Ключевые слова

Корпоративные облигации,  
биржевые облигации, эмитент,  
сегментация рынка, фондовая  
биржа, финансовая поддержка  
малого и среднего бизнеса

**Аннотация.** Ожидаемое восстановление экономического роста в постпандемический период будет сдерживаться ограниченными возможностями бизнеса по финансированию своей инвестиционной деятельности. В статье рассмотрены преимущества и недостатки одной из широко распространенных в мировой практике форм привлечения внешнего капитала – эмиссии корпоративных облигаций. Показано, что облигационное финансирование пока уступает по объемам таким формам, как выпуск акций и банковский кредит, но имеет хорошие перспективы расширения масштабов. Благоприятным фактором становится упрощение и ускорение регистрационных процедур по включению биржевых облигаций в листинги фондовых бирж. В статье исследована инструментальная и территориальная сегментация российского рынка биржевых облигаций на основе данных Московской фондовой биржи за 2019–2020 гг. Выявлены характерные структурные особенности этого звена фондового рынка: заметное преобладание на нем облигаций кредитных и микрофинансовых организаций и существенная неравномерность территориальной рассредоточенности эмитентов из сектора нефинансовых организаций. Сделан вывод, что потенциал активизации эмиссионной деятельности в российских регионах следует связывать с выходом на этот рынок предприятий малого и среднего бизнеса. Выделены основные факторы, затрудняющие небольшим региональным компаниям доступ на фондовый рынок. Рассмотрены меры государственной финансовой поддержки эмиссионной деятельности малого и среднего предпринимательства. Сформулированы предложения по корректировке критериев и условий получения такой поддержки и по расширению набора инструментов, стимулирующих эмиссионную деятельность небольших компаний.

## THE CORPORATE BOND MARKET IN RUSSIA: SPECIFICS OF SEGMENTATION AND EXPANSION OPPORTUNITIES

V.V. Savaley

Vladivostok State University of Economics and Service (Vladivostok, Russia)

### Article info

Received  
June 11, 2021

Accepted  
September 1, 2021

### Type paper

Analytical paper

### Keywords

Corporate bonds, exchange-traded bonds, issuer, market segmentation, stock exchange, financial support for small and medium-sized businesses

**Abstract.** The expected recovery of economic growth in the post-pandemic period will be constrained by limited opportunities for businesses to finance their investment activities. The article discusses the comparative advantages and disadvantages of one of the widespread forms of attracting external capital – the issue of corporate bonds. It is shown that bond financing is still inferior in volume to such forms as the issue of shares and bank loans, but has good prospects for expanding the scale. A favorable factor is the simplification and acceleration of registration procedures for the inclusion of exchange-traded bonds in the listings of stock exchanges. The article examines the instrumental and territorial segmentation of the Russian market of exchange-traded bonds based on the data of the Moscow Stock Exchange for 2019–2020. The characteristic structural features of this link of the stock market are revealed. They are a noticeable predominance of bonds of credit and microfinance organizations on it and a significant unevenness of the territorial dispersion of issuers from the sector of non-financial organizations. The conclusion is that the potential for activation of emission activity in the Russian regions should be associated with the entry into this market of small and medium-sized businesses. The main factors that make it difficult for small regional companies to access the stock market are highlighted. The measures of state financial support for the emission activity of small and medium-sized businesses are considered. The author formulated proposals to adjust the criteria and conditions for obtaining such support and to expand the set of tools that stimulate the emission activity of small and medium-sized companies.

**1. Введение.** Каждый кризис мирового масштаба в определенной мере меняет (корректирует) стратегию инвестиционного поведения хозяйствующих субъектов. В развивающихся странах эти изменения проявляются в усилении влияния финансовых ограничений на базовые социально-экономические процессы, как показано Е. Шоломицкой на анализе и сопоставлении инвестиционных стратегий российских предприятий до и после кризиса 2008–2009 гг. [1]. Для экономик с высокой долей государственного присутствия в капиталах компаний, что характерно для России, еще одним посткризисным проявлением становится углубляющийся разрыв в возможностях привлечения инвестиционного финансирования частными предприятиями по сравнению с квазирыночными (с государственным капиталом).

Ожидаемое в ближайшие годы восстановление экономического роста после спада в пандемический период приведет к заметному увеличению потребностей отечественного бизнеса в финансировании как текущей деятельности, так и воспроизводственного процесса. Поэтому представляется обоснованным прогноз экспертов<sup>1</sup> по повышению в ближайший период активности предприятий на кредитном и фондовом рынках.

С учетом отмеченных выше финансовых ограничений в посткризисный период особую роль в мобилизации инвестиционного капитала предстоит выполнить рынку корпоративных облигаций, который становится важной площадкой для частных компаний, не имеющих доступа к государственному финансированию.

**2. Обзор литературы.** Облигационное заимствование как инструмент долгового финансирования корпоративного бизнеса имеет ряд характерных черт, отмеченных в работах зарубежных и отечественных исследователей. Еще в 1930-е гг. Й. Шумпетером отмечалось, что устойчивый экономический рост невозможен без развитого финансового рынка, важнейшим сегментом которого выступают долговые ценные бумаги [2]. Широкое развитие мирового облигационного рынка началось в 1960-е гг., этот этап описан в работах Р. Джонстона [3], К. О'Мэлли [4], Р. Уилсона и Ф. Фабоцци [5]. Новый импульс и новый этап развития рынка корпоративных облигаций связан с глобализацией мировых финансов и доминированием моделей долгового финансирования, используемых как государственными институтами, так и

корпоративным сектором. К концу XX в. стало очевидным, что динамика экономического роста стран и корпораций стала зависимой от уровня развития инфраструктуры финансового долгового рынка и его масштабов, что показано, например, С. Гуриевым [6] и С. Дубининым [7].

В России инструменты корпоративного облигационного заимствования стали широко применяться в сравнении с мировой практикой недавно, лишь в 2010-е гг. Но в научной отечественной литературе уже сформировался определенный багаж публикаций, в которых анализируются текущее состояние и структура рынка облигаций [8–11], исследуются достоинства и недостатки облигационных займов в сопоставлении с другими формами долгосрочного финансирования [12; 13], обсуждается состояние нормативно-правовой обеспеченности стадий функционирования этого рынка [9]. При оценке масштабов облигационного заимствования в сопоставлении с банковским кредитованием, финансовым лизингом, проектным финансированием авторами отмечается пока еще достаточно скромный «вклад» облигационных инструментов в финансирование инвестиционной деятельности российских предприятий. По оценкам, например, В. Едроновой и Д. Маслаковой [14], этот рынок обеспечивал в середине 2010-х гг. не более 4 % долгосрочных инвестиций в корпоративном секторе. Данный факт формирует актуальность исследований по выявлению причин, тормозящих расширение данного механизма корпоративного финансирования, и разработке предложений по стимулированию выхода российских компаний на облигационный рынок. Следует также отметить, что активно развивается регуляторное нормотворчество, касающееся рынка корпоративных облигаций, что отражается на динамике и структурных характеристиках этого рынка и формирует запрос на анализ происходящих изменений.

**3. Цель и методы исследования.** Предлагаемая статья имеет целью актуализировать место и роль облигационных займов в системе долгового финансирования российских предприятий в условиях изменяющейся экономической конъюнктуры, выделить особенности инструментальной и территориальной сегментации рынка корпоративных облигаций, рассмотреть возможности расширения этого рынка за счет использования цифровых техноло-

гий и вовлечения предприятий малого и среднего бизнеса. В ходе исследования применялись методы динамического и структурного анализа, сопоставлений, обобщения и систематизации публикаций отечественных и зарубежных специалистов по проблемам функционирования рынка облигаций.

#### **4. Результаты исследования**

**4.1. Сопоставление преимуществ и рисков облигационного финансирования с другими формами привлечения капитала.** Широкое применение облигационных инструментов финансирования в России началось после кризиса 2008–2009 гг. Первая половина 2010-х гг. характеризовалась стабилизацией макроэкономической ситуации, что способствовало удлинению горизонта прогнозирования цен и процентных ставок, формированию долгосрочных инвестиционных программ и, как следствие, поиску новых источников инвестиционного финансирования, в числе которых российские компании всё активнее стали использовать эмиссию своих облигаций. А с введением во второй половине 2010-х гг. экономических санкций в отношении допуска России на глобальный финансовый рынок роль механизма облигационного заимствования еще более возросла.

В российской практике финансирования инвестиционной деятельности основными способами привлечения капитала бизнесом являются выпуск акций (вид долевого финансирования), банковский кредит и облигационное заимствование (разновидности долгового финансирования). Применяется и так называемое гибридное финансирование, в котором сочетаются признаки и долгового, и долевого финансирования. Гибридное финансирование реализуется преимущественно в формах проектного финансирования и в некоторых видах краудфандинга.

Каждый из трех основных способов финансирования развития бизнеса имеет свои сравнительные преимущества перед двумя другими, но также и сравнительные недостатки и риски, отражающие его специфику.

Так, использование долевой формы финансирования через привлечение капитала акционеров на открытом рынке укрепляет финансовый фундамент организации, создает предпосылки для долгосрочного устойчивого функционирования, но при этом формируются риски потери контроля над компанией, ее поглощения или слияния, повышаются требования к инфор-

мационной открытости, регулярности публикации финансовой и управленческой отчетности.

Использование долгового финансирования в виде банковских кредитов освобождает компанию от ряда обязательств по открытию информации, существенно снижает риски потери контроля заемщика над своим бизнесом, но при этом у компании возрастают долговая нагрузка на капитал и процентная нагрузка на выручку и, как следствие, формируются риски потери финансовой устойчивости и платежеспособности. Кроме этого, ограничивается часть имущественных прав (при залоговой форме обеспечения кредита) либо возникают дополнительные обязательства перед гарантами и поручителями.

Формат облигационного финансирования имеет много схожего с банковским кредитованием, но вместе с тем и ряд отличий. Одним из преимуществ облигационного займа является необязательность его залогового обеспечения, в то время как банки при рассмотрении кредитной заявки предпринимателя практически всегда требуют предоставить такое обеспечение [15; 16]. Фондовые биржи принимают решение о включении биржевых облигаций в листинг на основе комплексного анализа финансово-экономической надежности эмитента, не выделяя специально необходимость залогового обеспечения выпуска.

Еще одно позитивное отличие заключается в сроках привлечения финансового капитала, которые в среднем при выпуске корпоративных облигаций заметно длиннее, чем при привлечении банковского кредита, и редко когда бывают меньше трех лет, а чаще всего устанавливаются в диапазоне 5–10 лет. Кредитные же организации, наоборот, крайне редко соглашаются открывать финансирование заемщику на срок свыше трех лет, купирова этим вполне реальные риски неопределенности длинного кредитного горизонта. Дополнительным преимуществом является и необязательность ранней амортизации долга, как это принято в кредитных сделках, что позволяет эмитенту пользоваться начальным объемом займа весь срок обращения облигаций.

Отсутствие контроля за целевым расходованием привлеченных средств – еще одна отличительная особенность облигационного заимствования, которая позволяет бизнесу гибко использовать заемный капитал для своего развития. Банки же во многих случаях отслежи-

вают объемы и направления расходования заемщиками выделенных им кредитных ресурсов, требуя соответствия условиям кредитного договора.

Важным моментом является также сохранение эмитентом облигаций независимости в принятии всех управленческих решений, в то время как банк, выступая часто в роли основного кредитора, может оказывать влияние на принятие некоторых решений.

При сопоставлении параметров облигационной формы финансирования бизнеса с банковским кредитом следует учитывать и ряд осложняющих факторов при эмиссии облигаций. Так, при дебютном вхождении в облигационный рынок эмитент вынужден устанавливать повышающие надбавки к купонным ставкам как «премию» инвесторам за недостаточную известность своих ценных бумаг. Следует также считаться с более высокими затратами на подготовку первичной эмиссии облигаций по сравнению с подготовкой кредитного договора. И в случае сочетания двух этих условий цена облигационного капитала будет явно выше среднего банковского процента. Потребуется и более длительный период подготовки и регистрации эмиссионных документов, что также нейтрализует ряд преимуществ облигационного займа по сравнению с банковским кредитом. К тому же компания-эмитент должна быть готова к частичному открытию своей финансово-экономической информации, что для ряда российских компаний критично.

Очевидно, что выбор облигационной формы финансирования бизнеса должен происходить с учетом всех факторов, способных повлиять на эффективность конечного результата.

**4.2. Инструментальная и территориальная сегментация российского рынка корпоративных облигаций.** Инструментальная сегментация облигационного рынка может быть выполнена по нескольким признакам: а) по месту регистрации облигационного выпуска; б) по виду облигации; в) по профилю экономической деятельности эмитента.

В настоящее время долговые ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке в России, регистрируются следующими институтами: Министерством финансов, Банком России, Московской и Санкт-Петербургской фондовыми биржами. За каждым из этих институтов закреплены регистрационные функции по определенным видам облигаций.

Министерство финансов регулирует выпуск и обращение государственных и муниципальных облигаций, основное назначение которых – финансирование дефицита бюджетов разных уровней власти либо рефинансирование их долговых обязательств.

Банк России, выступающий в роли национального финансового мегарегулятора, обладает полномочиями регистрации классических корпоративных облигаций.

Российское законодательство допускает также регистрацию выпусков корпоративных облигаций непосредственно на фондовой бирже, которая осуществляет присвоение идентификационного номера выпуску облигаций и их допуск к торгам в соответствии с Правилами листинга. Облигации этого типа принято называть биржевыми, к настоящему времени они формируют доминирующий сегмент внутреннего облигационного рынка.

Размещение биржевых облигаций происходит через открытую подписку на бирже, что позволяет привлекать широкий круг инвесторов и обеспечивает их ликвидность. Требования к содержанию проспекта биржевых облигаций значительно более либеральные, чем к проспекту классических облигаций. Выпуск биржевых облигаций происходит без государственной регистрации, без сбора дополнительной документации, без публикации расширенного проспекта эмиссии и оплаты госпошлины – всеми организационными моментами занимаются специалисты фондовой биржи. За счет такого регламента время между подачей заявки и появлением облигаций в листинге биржи может составлять 1–2 суток, если биржевые облигации размещаются не в первый раз и соблюдены все требования по пакету документов. При первичном размещении период регистрации возрастает до 30–60 дней. Многие компании поэтому регистрируют на бирже долгосрочные и даже бессрочные программы выпуска своих облигаций, с указанием максимального объема эмиссии по программе. В рамках такой программы можно оперативно довыпускать нужные объемы ценных бумаг. Это позволяет рассчитывать на быстрое поступление денежных средств и вовлечение их в операционный и инвестиционный циклы.

Упрощенный порядок регистрации биржевых облигаций, естественно, отражается и на объемах привлекаемых денежных средств. Так, в 2019 г. Московской фондовой биржей

(ЗАО «ФБ ММВБ») было зарегистрировано 58 программ биржевых облигаций с максимально возможным объемом эмиссии по ним в размере 1 678,5 млрд руб. (табл. 1). В том же году Банком России было зарегистрировано 106 выпусков классических облигаций, но с меньшим (в 2,4 раза) суммарным объемом эмиссии – 692,3 млрд руб.

В 2020 г. различия в объемах эмиссии биржевых и классических облигаций еще более усилились: объем первых составил более 10 трлн руб., что уже в 7,6 раза превысило выпуск классических облигаций. Главную роль в таком росте сыграла зарегистрированная Московской фондовой биржей программа выпуска биржевых облигаций на 7 трлн руб. ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», который выступает крупнейшим игроком на рынке финансирования жилищного строительства.

Масштабный вывод на рынок ипотечных облигаций, предпринятый ООО «ДОМ.РФ», привел к резкому увеличению доли финансо-

вых организаций в структуре рынка биржевых корпоративных облигаций. Она достигла в 2020 г. 75,8 % при 34,0 % в 2019 г., но в 2018 г. на облигации этих организаций приходилось почти 88 % общего объема биржевых облигаций. Таким образом, в отдельные годы облигации кредитных и микрофинансовых организаций формируют крупнейший сегмент рынка корпоративных облигаций в нашей стране.

Долговые ценные бумаги кредитных и микрофинансовых организаций выступают важнейшим инструментом фондирования этих организаций, обеспечивая им ресурсную базу кредитования. Эта специфика назначения данной группы облигаций не позволяет их рассматривать как инструмент прямого инвестиционного финансирования. Эту роль выполняют только долгосрочные облигации, выпускаемые предприятиями и организациями нефинансового (реального) сектора экономики, которые формируют особый сегмент российского долгового рынка.

Т а б л и ц а 1. Характеристика выпусков облигаций, зарегистрированных Банком России и Московской фондовой биржей в 2019–2020 гг.

Table 1. The characteristic of bond issues registered by the Bank of Russia and the Moscow Stock Exchange in 2019-2020

Показатель	Выпуски облигаций, зарегистрированные Банком России				Программы выпуска биржевых облигаций, зарегистрированные Московской фондовой биржей			
	Количество		Объем, млрд руб.		Количество		Максимальный объем эмиссии, млрд руб.	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Всего	106	107	692,3	1 325,4	58	59	1 678,5	10 147,7
Из них без учета кредитных и микрофинансовых организаций	н/д	н/д	н/д	н/д	50	49	1 106,5	2 460,7

*Примечание.* Сост. по данным официального сайта Московской фондовой биржи (<https://www.moex.com/ru/listing/securities-registered.aspx>) и Статистического бюллетеня Банка России (<https://www.cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskii-byulleten-banka-rossii/>). К сожалению, Банком России не публикуются данные по эмитентам регистрируемых облигационных программ, что не позволяет учесть отдельно выпуски нефинансовых и финансовых организаций (этим объясняется присутствие обозначения «н/д» («нет данных») в таблице).

Из табл. 1 следует, что в 2019 г. суммарный объем зарегистрированных выпусков биржевых облигаций предприятиями нефинансового сектора экономики составил 1 106,5 млрд руб., а в 2020 г., несмотря на спад экономической активности, – 2 406,7 млрд руб. Рост составил 2,2 раза, притом что количество программ выпуска биржевых облигаций не возросло (50 – в 2019 г. и 49 – в 2020 г.), соответ-

ственно, средний объем эмиссии по одной программе увеличился с 21,5 до 50,2 млрд руб.

При наблюдаемой положительной динамике процесса «бондизации» (от англ. *bonds* – «облигации») российской экономики объемы облигационного заимствования еще существенно уступают двум другим альтернативным формам финансирования развития бизнеса: эмиссии акций и банковскому кредитованию.

Так, только в IV квартале 2020 г. было зарегистрировано 404 выпуска акций российскими акционерными обществами на сумму 2,2 трлн руб., что сопоставимо с годовым объемом эмиссии облигаций компаниями нефинансового сектора. А объем банковских кредитов, выданных корпоративным клиентам в этом же квартале на срок свыше 3 лет (что сопоставимо со стандартными сроками обращения облигаций), составил 32,9 трлн руб.<sup>2</sup> Для сравнения: суммарный объем находившихся в обращении корпоративных облигаций составлял на начало 2021 г. примерно 14,5 трлн руб.<sup>3</sup> Эти цифры свидетельствуют о еще нераскрытом потенциале облигационных заимствований как механизма привлечения инвестиционного капитала предприятиями реального сектора экономики.

Анализ территориального распределения эмитентов, зарегистрировавших программы выпуска биржевых облигаций на Московской фондовой бирже в 2019–2020 гг. (табл. 2), позволяет выявить ряд особенностей этой сегментации облигационного рынка:

1. Отчетливо заметно преобладание эмитентов из Центрального федерального округа (и преимущественно из Московской агломерации), на который приходится около 80 % объемов выпускаемых биржевых облигаций. Предприятия-эмитенты этого округа в 2,3 раза нарастили в 2020 г. выпуск биржевых корпоративных облигаций, сформировав тем самым сводный темп роста всего российского рынка (120 %). Средний объем выпуска по одной об-

лигационной программе составил в этом округе 79,9 млрд руб., что в 1,5 раза выше, чем в среднем по рынку.

2. Для большинства территорий в 2019–2020 гг. была характерна нестабильность эмиссионной деятельности: за годом активности часто следовал резкий спад, и наоборот. Так, через год после регистрации в 2019 г. компаниями Приволжского федерального округа девяти облигационных программ на общую сумму в 137,5 млрд руб. (второе место по этому показателю среди округов) количество таких программ снизилось до четырех, а суммарный объем – до 28,5 млрд руб. (предпоследнее место среди округов). В Дальневосточном федеральном округе в 2019 г. предприятия не зарегистрировали ни одной облигационной программы, а в 2020 г. – уже три на общую сумму 60 млрд руб., что оказалось выше, чем в трех округах. Существенный рост объемов регистрируемых облигационных программ в 2020 г. произошел в Южном (до 126 млрд руб., второе место среди округов) и Сибирском (до 106 млрд руб., третье место) федеральных округах.

3. Явно не соответствует уровню индустриального развития территорий эмиссионная активность предприятий, расположенных в Приволжском и Уральском федеральном округах. Худшие же показатели эмиссионной деятельности предприятий в последние два года отмечены в Северо-Кавказском федеральном округе (одна зарегистрированная программа выпуска корпоративных облигаций).

Таблица 2. Территориальное распределение эмитентов нефинансового сектора экономики, зарегистрировавших программы выпуска биржевых облигаций

Table 2. Territorial distribution of issuers of the non-financial sector of the economy that have registered programs for the issuance of exchange-traded bonds

Федеральный округ	Количество программ		Максимальный объем эмиссии, млрд руб.	
	2019	2020	2019	2020
Центральный	21	25	865,5	1 997,8
Северо-Западный	3	4	6,8	71,5
Приволжский	9	4	137,5	28,5
Южный	3	4	16,0	126,0
Северо-Кавказский	–	1	–	27,0
Уральский	6	4	20,7	43,5
Сибирский	9	4	60,0	106,4
Дальневосточный	–	3	–	60,0
Всего по Российской Федерации	51	49	1 106,5	2 460,7

Примечание. Сост. по данным официального сайта Московской фондовой биржи (<https://www.moex.com/ru/listing/securities-registered.aspx>).

Территориальная сегментация рынка корпоративных облигаций, с одной стороны, отражает сложившуюся дифференциацию российских регионов по уровню их инвестиционной привлекательности как индикатора инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков на территории. С другой же стороны, она является «зеркалом» гипертрофированной концентрации финансового капитала в столичном регионе, притом что фактические производственные (материальные) активы и трудовые ресурсы рассредоточены по всей стране. Но именно производственный капитал формирует инвестиционный спрос и, соответственно, спрос на долгосрочное финансирование. Удовлетворяется же этот спрос через центры финансовой ответственности, сосредоточенные в крупных корпорациях и вертикально интегрированных структурах, расположенных, как правило, в столичном регионе.

**4.3. Развитие механизмов стимулирования эмиссионной деятельности малого и среднего предпринимательства.** Экономические «паспорта» российских регионов в настоящее время представлены преимущественно малыми и средними предприятиями. Значительная доля крупных и крупнейших региональных компаний в последние 15–20 лет утратила экономическую и управленческую самостоятельность и превратилась в дочерние и иные аффилированные подразделения различных холдингов и корпораций национального масштаба. Эта особенность российской экономики обуславливает вывод, что перспективы расширения рынка облигационного заимствования следует связывать с выходом на него малого и среднего предпринимательства в регионах. Этот сектор российской экономики остро нуждается в инвестиционном капитале, но его возможности по привлечению такого капитала из банковской системы сильно ограничены как проблемами залогового обеспечения кредитов соответствующего качества, так и высокими премиями за риск, закладываемыми банками в процентные ставки.

Привлечение облигационного капитала в определенной мере свободно от этих ограничений. Но активный выход небольших компаний на рынок облигаций сдерживается пока следующими факторами:

1. Барьеры комиссионных, консультационных и иных затрат на подготовку необходимых документов для регистрации займа, а так-

же на размещение облигаций составляют около 2 % от объема выпуска, а это немалые деньги для предпринимателя, которые к тому же косвенно удорожают стоимость привлекаемого капитала.

2. Расположенные в регионах местные банки из-за отсутствия устойчивого спроса не нарабатывают опыт оказания андеррайтинговых и консультационных услуг потенциальным эмитентам из среды регионального бизнес-сообщества, а работающие в регионах филиалы крупных финансовых институтов ограничены в своих полномочиях и переадресовывают клиентов на центральные офисы в специализированные подразделения; однако, скромные размеры облигационных займов, в которых заинтересованы мелкие и средние компании (в большинстве своем это 100–300 млн руб.), малопривлекательны для крупных финансовых институтов, которые предпочитают работать с программами выпуска от 1 млрд руб. и выше.

3. Небольшим и, как следствие, малоизвестным предприятиям в случае дебютного выпуска облигаций приходится соглашаться на более высокие, чем в среднем по рынку ставки купонов, чтобы привлечь инвесторов и разместить весь заявленный объем облигационного займа. Это также удорожает заимствование и нивелирует зачастую выгоды облигационных форм финансирования по сравнению с кредитными.

Следует однако отметить, что в последнее время российские власти принимают определенные меры по повышению привлекательности облигационной эмиссии для малого и среднего предпринимательства (далее – МСП), с тем чтобы активизировать процесс «бондизации» по всей территории страны.

Постановлением Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. № 532 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям – субъектам малого и среднего предпринимательства в целях компенсации части затрат по выпуску акций и облигаций и выплате купонного дохода по облигациям, размещенным на фондовой бирже» запущена программа субсидирования выпусков акций и облигаций предприятиям МСП. В рамках этой программы эмитент может получить возмещение части своих расходов по организации выпуска ценных бумаг и части расходов на купонные выплаты.

На 2019–2024 гг. установлены следующие параметры субсидирования:

– общая сумма господдержки – более 47 млрд руб.;

– количество субсидируемых выпусков ценных бумаг – не менее 100;

– эмитенту компенсируются путем перевода на его расчетный счет расходы по подготовке выпуска в размере до 2 % от объема размещения облигаций, но не более 1,5 млн руб., и купонные выплаты в размере до 70 % от их суммы, но не более 70 % от размера ключевой ставки Банка России;

– объем выпуска облигаций у одного участника программы не должен превышать 1 млрд руб., а срок их погашения – трех лет.

Основные критерии для включения в список получателей субсидий:

а) быть субъектом МСП, т. е. соответствовать требованиям Федерального закона от 24 июля 2007 г. № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации»;

б) не иметь отрицательной кредитной истории и налоговой задолженности;

в) быть налоговым резидентом Российской Федерации и не быть аффилированным с госструктурами;

г) иметь годовую выручку более 120 млн руб. со средним темпом ее прироста за последние три года не менее 10 %.

Важным поддерживающим фактором для выхода небольших предприятий на рынок облигационного заимствования является также наличие механизма гарантий и поручительств государственных структур, который минимизировал бы риски инвесторов, повысив тем самым привлекательность этого вида ценных бумаг для покупки на фондовом рынке. Такой механизм предложен в 2019 г. Федеральной корпорацией по развитию малого и среднего предпринимательства (АО «Корпорация МСП»). Он призван обеспечить исполнение обязательств субъектов МСП по погашению облигаций и уплате процентов по ним.

Программы субсидирования и гарантийно-поручительской поддержки субъектов МСП позволяют им не только рассчитывать на снижение прямых и косвенных расходов на этапах размещения, обслуживания и погашения корпоративных облигаций, но также имеют важный информационно-стратегический эффект. Изучение условий получения финансо-

вой поддержки позволяет любой предпринимательской структуре оценить свои возможности и свою позицию в условной матрице преимуществ и рисков при выходе на рынок облигационного заимствования. Даже этап подготовки заявки на участие в таких программах, которая готовится, как правило, совместно с банком-партнером или другим организатором выпуска облигаций, может оказать значительное влияние на инвестиционно-стратегические представления о перспективах развития бизнеса, о культуре управленческой отчетности, о принципах взаимодействия с экономическими контрагентами и финансовыми посредниками.

Вместе с тем подготовка необходимой документации для получения финансовой поддержки субъектом МСП – процесс достаточно трудоемкий, а критерии одобрения заявки – довольно жесткие. Так, в условиях масштабного падения спроса на продукцию и услуги предпринимательства, вызванного пандемией коронавируса, требования Министерства экономического развития по минимальным объемам годовой выручки и темпам ее роста (не менее 10 % в год), чтобы рассчитывать на включение в Программу субсидирования, выглядят практически невыполнимыми для подавляющего числа субъектов МСП.

Непросто выполнить и ряд условий Корпорации МСП для заключения Договора о предоставлении поручительства / гарантии по погашению облигаций. Среди них, например, такие как предварительное заключение кредитного рейтингового агентства (при наличии) или ожидаемый рейтинг облигаций, наличие обеспечения договора поручительства / гарантии, а при финансировании инвестиционных проектов за счет эмиссии облигаций потребуются выполнить и приложить к заявке ряд достаточно сложных финансово-экономических расчетов и обоснований.

В условиях резко изменившейся текущей экономической конъюнктуры по сравнению с тем периодом, когда принимались описанные выше программы и механизмы финансовой поддержки бизнеса, ряд критериев и условий в них должны быть откорректированы в сторону смягчения.

Специального рассмотрения заслуживает включение в состав инструментов финансовой поддержки программ эмиссии облигаций субъектами МСП такой опции, как выкуп части



займа федеральными и региональными институтами развития. Такая мера способна, во-первых, ускорить поступление денежных средств на счета эмитентов и сразу же задействовать их в бизнесе, а во-вторых, послужит сигналом сообществу инвесторов и фондовому рынку о государственном поощрении таких облигационных программ. Роль подобных «якорных» инвесторов могли бы выполнять по поручению Корпорации МСП некоторые из ее банков-партнеров.

В эпоху цифровой экономики значительная роль в активизации процесса «бондизации» российской экономики отводится инвестиционным интернет-платформам, на которых с помощью технологичного интерфейса в режиме удаленного доступа создаются площадки по купле-продаже ценных бумаг, включенных в листинги фондовых бирж, площадки с услугами по профессиональной экспертизе проектов, по подготовке проспектов эмиссий акций и облигаций, по коммуникативным и обучающим технологиям и инструментам финансового рынка. Подобная инвестиционная платформа, получившая название «Восход», была разработана и запущена в 2016 г. инвестиционной компанией «Фридом Финанс» при поддержке АО «Фонд развития Дальнего Востока». Ее цель – привлечение инвестиций в проекты Дальнего Востока на основе имплементированного сервиса по покупке акций и облигаций дальневосточных эмитентов. Представляется полезным изучить пятилетний опыт функционирования информационной системы «Восход» и распространить на другие российские регионы.

**5. Заключение.** Облигационное заимствование постепенно становится в России одним из базовых источников привлечения капитала для финансирования развития бизнеса. Этому способствуют следующие его преимущества по сравнению с банковским кредитованием:

1) необязательность залогового обеспечения займа;

2) более длинные горизонты привлечения и сохранения начального объема финансового капитала без широко распространенной при обслуживании кредита ранней амортизации долга;

3) отсутствие внешнего контроля за целевым расходованием эмитентом заемных средств и за принятием управленческих решений.

К факторам, нейтрализующим эти преимущества, следует отнести:

1) необходимость раскрытия достаточно широкой финансовой и управленческой информации;

2) более длительные сроки по подготовке необходимых эмиссионных документов;

3) необходимость устанавливать премиальные надбавки к среднерыночным процентным ставкам при дебютном выходе эмитента на фондовый рынок.

Устойчивая динамика роста российского рынка корпоративных облигаций в немалой степени обусловлена упрощением процедур регистрации программ их выпуска. Эти упрощения, в первую очередь, касаются регламента регистрации биржевых облигаций непосредственно на фондовых биржах. Либерализация процедур включения корпоративных облигаций в листинги фондовых бирж способствовала тому, что сектор биржевых облигаций занял доминирующие позиции на этом рынке, существенно превышая объемы выпуска классических, коммерческих и иных типов облигаций.

В структуре же самих биржевых облигаций в одни годы выпуска (2018, 2020) преобладали долговые ценные бумаги кредитных и микрофинансовых организаций, в другие (2019) – облигации нефинансовых организаций.

Анализ территориального распределения эмитентов биржевых облигаций, относящихся к реальному сектору экономики, показал гипертрофированную концентрацию их в Центральном федеральном округе, и прежде всего в Московской агломерации. При этом такие индустриально развитые территории, как, например, Уральский и Приволжский федеральные округа, характеризовались крайне низкими объемами эмиссии корпоративных облигаций.

Сложившаяся территориальная сегментация рынка корпоративных облигаций не соответствует географической конфигурации производительных сил в нашей стране. Региональный бизнес в условиях дефицита финансовых ресурсов испытывает серьезные затруднения с доступом к финансовому капиталу на фондовом рынке. Одной из причин этого является «уход» крупных и крупнейших региональных компаний под юрисдикции корпораций национального масштаба, а занимающие их места в экономической структуре регионов предприятия малого и среднего бизнеса не в состоянии выполнить все требования по подготовке и ре-

гистрации эмиссионных облигационных программ.

Развернутая в России начиная с 2019 г. система государственной финансовой поддержки субъектов МСП в целях стимулирования их облигационной активности способна упростить и удешевить процедуры оформления облигационных займов. Однако, изменившаяся в связи с пандемией коронавируса экономическая конъюнктура в стране диктует необходимость корректировки некоторых критериев и условий получения этой поддержки, а также, по мнению автора, расширения ее инструментов путем создания, например, механизма выкупа федеральными и региональными институтами развития части облигационного займа при стартовом размещении облигаций. Это позволило бы ускорить поступление денежных средств на счета эмитентов с более быстрым вовлечением их в хозяйственный оборот, а также по-

служило бы сигналом фондовому рынку о государственной поддержке облигационной программы эмитента.

Субъекты МСП способны придать заметный импульс восстановлению экономического роста в регионах, если получают возможность доступа к финансовым ресурсам в нужных объемах и по «справедливой» цене.

#### Примечания

<sup>1</sup> См., напр.: Все, что нужно знать о прогнозах на 2021 // BCS Express. 31 дек. 2020. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/vse-cto-nuzhno-znat-o-prognozakh-na-2021>.

<sup>2</sup> Статистический бюллетень Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskiy-byulleten-banka-rossii/>.

<sup>3</sup> Список зарегистрированных программ биржевых облигаций // Московская биржа: офиц. сайт. URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities-registered.aspx>.

#### Литература

1. Шоломицкая Е. В. Корпоративный долговой навес и инвестиции в российской экономике // Экономический журнал ВШЭ. – 2016. – Т. 20, № 2. – С. 337–367.
2. Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. – М.: Директ-Медиа, 2007. – 400 с.
3. Johnston R. B. Economics of the Euro-market: History, theory and policy. – New York: Palgrave Macmillan, 1982. – 334 p.
4. O'Malley C. Bonds without borders: A history of the Eurobond market. – Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2014. – 288 p.
5. Уилсон Р. С., Фабоици Ф. Дж. Корпоративные облигации: Структура и анализ: пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 446 с.
6. Гурьев С. Мифы экономики. Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – 320 с.
7. Дубинин С. К. Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: теория и практика. – 2017. – Т. 21, № 4 (100). – С. 6–21. – DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-4-6-21.
8. 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.
9. 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.
10. Фасиков Ю. Ф. Облигационные займы как источник финансирования социально-экономического развития на региональном и федеральном уровне // Молодой ученый. – 2015. – № 16. – С. 319–322.
11. Теплова Т. В., Соколова Т. В. Посткризисные тенденции на облигационном рынке // Финансы и кредит. – 2014. – № 25 (601). – С. 2–15.
12. Соколова Т. В. Анализ факторов, влияющих на развитие рынка корпоративных и государственных рублевых облигаций // Управление корпоративными финансами. – 2015. – № 5. – С. 294–307.
13. Галенская К. В., Теплова Т. В. Облигации или банковские кредиты: выбор компаний и реакция инвесторов на российском фондовом рынке // Управленческий учет и финансы. – 2016. – № 3. – С. 172–197.

14. Едророва В. Н., Маслакова Д. О. Заемное финансирование инвестиций: источники, формы, механизмы, инструменты // Финансы и кредит. – 2018. – № 8 (776). – С. 1829–1843. – DOI: 10.24891/fc.24.8.1829.

15. Тищенко А. А. Соблюдение принципа обеспеченности кредитов залогом в банковском секторе России // Финансы и кредит. – 2018. – Т. 24, № 10. – С. 2295–2315. – DOI: 10.24891/fc.24.10.2295.

16. Евтушенко Е. В., Павлова Ю. А., Гайфуллина М. М. Основные принципы и условия банковского кредитования // Вестник УГНТУ. Наука, образование, экономика. Серия экономика. – 2017. – № 2. – С. 7–15.

### References

1. Sholomitskaya E. Corporate debt overhang and investment in Russia. *HSE Economic Journal*, 2016, Vol. 20, no. 2, pp. 337-367. (in Russian).

2. Schumpeter J. *The Theory of Economic Development*. Moscow, Direkt-Media publ., 2007. 400 p. (in Russian).

3. Johnston R.B. *Economics of the Euro-market: History, theory and policy*. New York, Palgrave Macmillan publ., 1982. 334 p.

4. O'Malley C. *Bonds without borders: A history of the Eurobond market*. Chichester, John Wiley & Sons publ., 2014. 288 p.

5. Wilson R.S., Fabozzi F.J. *Corporate Bonds: Structure and Analysis*. Moscow, Al'pina publ., 2005. 446 p. (in Russian).

6. Guriev S. *Mify ekonomiki. Zabluzhdeniya i stereotipy, kotorye rasprostranyayut SMI i politiki [Myths of economics. Misconceptions and stereotypes propagated by the media and politicians]*. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber publ., 2014. 320 p. (in Russian).

7. Dubinin S.K. Financialization of economic growth and the Russian national financial system. *Finance: Theory and Practice*, 2017, Vol. 21, no. 4 (100), pp. 6-21. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-4-6-21. (in Russian).

8. Alekseeva I.A., Makarova E.V. Russian corporate bond market: trends and development prospects. *Bulletin of Baikal State University*, 2017, Vol. 27, iss. 3, pp. 389-400. DOI: 10.17150/2500-2759.2017.27(3).389-400. (in Russian).

9. Balyuk I.A. The corporate bond market: international experience and Russian practice. *Finance: Theory and Practice*, 2019, Vol. 23, no. 2 (110), pp. 74-83. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-2-74-83. (in Russian).

10. Fasikov Yu.F. Obligatsionnye zaimy kak istochnik finansirovaniya sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya na regional'nom i federal'nom urovne [Bonded loans as a source of financing for social and economic development at the regional and federal level]. *Young Scientist*, 2015, no. 16, pp. 319-322. (in Russian).

11. Teplova T.V., Sokolova T.V. Post-crisis tendencies in the bond market. *Finance and Credit*, 2014, Vol. 20, iss. 25, pp. 2-15. (in Russian).

12. Sokolova T.V. Analiz faktorov, vliyayushchikh na razvitie rynka korporativnykh i gosudarstvennykh rublevykh obligatsii [Analysis of factors influencing the development of the market for corporate and government ruble bonds]. *Upravlenie korporativnymi finansami*, 2015, no. 5, pp. 294-307. (in Russian).

13. Galenskaya K.V., Teplova T.V. Obligatsii ili bankovskie kredyty: vybor kompanii i reaktsiya investorov na rossiiskom fondovom rynke [Bonds or bank loans: the choice of companies and the reaction of investors on the Russian stock market]. *Upravlencheskii uchet i finansy*, 2016, no. 3, pp. 172-197. (in Russian).

14. Edronova V.N., Maslakova D.O. Debt financing of investments: sources, forms, mechanisms, instruments. *Finance and Credit*, 2018, Vol. 24, iss. 8, pp. 1829-1843. DOI: 10.24891/fc.24.8.1829. (in Russian).

15. Tischenko A.A. Compliance with the principle of collateralization of loans in the banking sector of Russia. *Finance and Credit*, 2018, Vol. 24, iss. 10, pp. 2295-2315. DOI: 10.24891/fc.24.10.2295. (in Russian).

16. Evtushenko E.V., Pavlova Ju.A., Gaifullina M.M. Basic principles and conditions of bank lending. *Bulletin USPTU. Science, education, economy. Series economy*, 2017, no. 2, pp. 7-15. (in Russian).

**Сведения об авторе**

**Савалей Виктор Васильевич** – д-р экон. наук, профессор кафедры экономики и управления  
Адрес для корреспонденции: 690014, Россия, Владивосток, ул. Гоголя, 41  
E-mail: viktor.savaley@vvsu.ru  
РИНЦ AuthorID: 425974

**About the author**

**Viktor V. Savaley** – Doctor of Economics Sciences, Professor of the Department of Economics and Management  
Postal address: 41, Gogolya ul., Vladivostok, 690014, Russia  
E-mail: viktor.savaley@vvsu.ru  
RSCI AuthorID: 425974

**Для цитирования**

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.

**For citations**

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).38-49. (in Russian).