

**ЭМИССИЯ ОБЛИГАЦИЙ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИЙ*****Ольга Валерьевна ЕРМОЛАЕВА**

студентка департамента корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
ermolaevabmf@mail.ru

История статьи:

Принята 23.12.2016
Принята в доработанном
виде 13.01.2017
Одобрена 20.01.2017
Доступна онлайн 15.03.2017

УДК 336.647.2**JEL:** G32, G34**Аннотация**

Тема. Изучение в качестве источника финансирования организации выпуска облигаций. Исходя из российских реалий, компании расширяют свое присутствие на фондовом рынке и замещают банковские кредиты выпусками облигаций. В то же время увеличиваются объемы выпуска корпоративных облигаций по сравнению с объемом государственных, а ведущие секторы экономики увеличивают свое долевое участие в общем объеме новых выпусков. Облигации становятся перспективным финансовым инструментом.

Цели. Выявить специфику проведения эмиссии корпоративных облигаций для привлечения финансирования. Дать теоретическую оценку целесообразности этого процесса и оценить текущее состояние российского рынка облигаций.

Методология. Использованы анализ и обобщение научной литературы по теме, структурный анализ особенностей применения облигационного финансирования.

Результаты. Выявлены основополагающие характеристики облигационной эмиссии как источника финансирования, сформулированы ее основные преимущества и проблемы, а также дана статистическая оценка текущего и перспективного состояний рынка.

Выводы. Эмиссия облигаций является одним из способов улучшения операционной деятельности конкретной компании на рынке и достижения желаемых результатов. Организации продолжают заменять банковские кредиты облигационным финансированием с целью сокращения текущих затрат и приобретения возможности перехода к более дешевым источникам.

Ключевые слова:

облигация, кредит, эмиссия,
процент, финансирование

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Любая организация вне зависимости от специфики деятельности и отраслевой направленности сталкивается с необходимостью поиска надежных источников финансирования для развития. Существует возможность выбора между заемным финансированием и собственным акционированием, проектным и венчурным, облигационным финансированием и др.

Зачастую компания не располагает достаточным объемом собственных средств, ее деятельность не направлена на реализацию перспективных проектов, а ее вложения не характеризуется быстрым сроком окупаемости.

В таком случае организация в качестве недорогого источника рассматривает выпуск облигаций.

Согласно Федеральному закону от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» облигация представляет собой эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Организация, выпустившая долговое обязательство, привлекает заемные средства,

* Автор выражает благодарность кандидату экономических наук, доценту департамента корпоративных финансов и корпоративного управления Финансового университета при Правительстве Российской Федерации Людмиле Дмитриевне КАПРАНОВОЙ за советы и ценные замечания при работе над статьей.

которые необходимо возратить полностью с выплатой процента через определенное время. Таким образом, облигация имеет ограниченный срок действия и срок погашения номинальной стоимости.

Способность корпорации возратить долг зависит от ее прибыльности, на которую рассчитывает инвестор. На рынке облигаций вкладчики ищут твердые гарантии и кредитуют компании в уверенности, что те не прекратят своего существования до срока погашения займа и выполнят свои долговые обязательства. И в обмен на такие гарантии инвесторы соглашаются на более низкую доходность, поскольку облигации отличаются относительно низким риском по сравнению, например, с акциями¹.

Эмитент облигаций (при их публичном размещении) не должен иметь к моменту эмиссии убытков. Кроме того, предприятие должно иметь высокую составляющую «живых» денег в своих поступлениях. В настоящее время инвесторы как никогда заинтересованы в надежности, и предприятие действительно должно иметь показатели, однозначно указывающие на то, что при любом варианте развития событий оно сможет погасить свои облигации, поскольку в ином случае инвесторы не будут приобретать данные корпоративные облигации [1].

Таким образом, организация призвана обеспечить привлекательность финансовых инструментов, а менеджмент компании должен:

- гарантировать процентные выплаты;
- проанализировать способность компании погасить имеющуюся задолженность по всем основаниям;
- оценить финансовую независимость и оптимизировать структуру капитала [2];

¹ Рынок облигаций: курс для начинающих. М.: Альпина Паблишерз, 2014. 340 с.

- произвести анализ платежеспособности фирмы, ликвидности активов, рентабельности функционирования и других качественных параметров деятельности компании².

Корпорации, несмотря на ухудшение конъюнктуры рынка и возможные риски [3], рассматривают эмиссию облигаций в качестве достаточно привлекательного источника финансирования, поскольку:

- суммы, которые можно заимствовать на рынке облигаций, обычно крупнее тех, что готов предоставить отдельно взятый банк;
- заемщики обычно стремятся к наиболее конкурентным ставкам финансирования, которые не всегда могут быть предложены банками;
- необходимый срок займа превышает тот срок, на который банк готов предоставить средства, например при финансировании долгосрочного инвестиционного плана;
- рынок облигаций позволяет быстро получить денежные средства, иногда в течение суток³.

Организация рассматривает эмиссию облигаций в качестве источника инвестиций, поскольку данная мера призвана:

- покрыть краткосрочный дефицит денежных ресурсов для финансирования оборотных средств с целью ликвидации диспропорций в балансе между основными и оборотными активами;
- покрыть долгосрочный дефицит денежных ресурсов, необходимых для капиталоемких вложений (связанных с реконструкцией, модернизацией, ремонтом производственных мощностей).

² Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В. Фондовый рынок: учеб. пособие для высших учебных заведений экономического профиля. М.: Вита-Пресс, 1998. 400 с.

³ Рынок облигаций: курс для начинающих. М.: Альпина Паблишерз, 2014. 340 с.

Помимо привлечения средств для финансирования выпуск облигаций может использоваться для реструктуризации бизнеса. В данном случае изменяются структура собственности и направление деятельности, что может привести к новому наиболее высокому уровню конкурентоспособности предприятия.

Также возможна секьюритизация активов, то есть превращение неликвидных активов в ликвидные ценные бумаги.

Таким образом, организация зачастую применяет практику выпуска облигаций для реализации финансовых планов. Однако данная мера также может привести к созданию прочной и благоприятной кредитной и биржевой истории, увеличению силы бренда путем раскрытия информации, которая пройдет аудиторскую проверку. Эмиссия также дает возможность в будущем конструировать сложные (экзотические) финансовые инструменты одного эмитента⁴. В то же время возможно проявление недостатков данного вида финансирования:

- неопределенности исходов эмиссии вследствие недостаточной секьюритизации отечественного рынка ценных бумаг;
- пробелов действующего законодательства;
- отсутствия роста собственного капитала организации (как, например, при эмиссии акций) [4];
- потери части привлеченных ресурсов, если предприятие является ориентированным на экспорт и получает выручку в иностранной валюте⁵.

⁴ Ступникова Е.А., Дмитренко Ю.О. Финансирование строительных проектов путем выпуска облигаций // *Transport Business in Russia*. 2011. № 1. С. 107–108.

⁵ Хмелев И.Б., Новикова М.А. Формирование системы отбора эффективного механизма финансирования проектов предприятий Российской Федерации // *Transport Business in Russia*. 2011. № 6. С. 178–180.

Организация помимо использования эмиссии облигаций может прибегать к другому долговому инструменту – кредиту. Однако, несмотря на некоторое сходство данных инструментов, следует различать их основные преимущества и недостатки для принятия грамотного управленческого решения.

Облигации и кредиты являются долговыми инструментами. В то время как первые выпускаются компаниями или правительствами для продажи и получения взамен денежных средств, вторые представляют собой индивидуальные долговые обязательства в отношениях между физическим лицом и кредитором.

Когда компания хочет привлечь деньги, финансировать новый проект, удовлетворить существующие обязательства или покрыть операционные расходы, она может продать облигации. С помощью инвестиционного банка корпорация продает облигации населению, процентные ставки и цены варьируются в зависимости от потребностей продавца и кредитоспособности компании. Держатели облигаций не получают контроля над компанией по сравнению с акционерами, однако получают проценты (купоны) и выплаты до акционеров в том случае, если компания обанкротится. Также держатели могут свободно продавать облигации другим инвесторам на вторичном рынке⁶.

В то время как облигации обычно предполагают более высокую доходность, привлечение заемных средств в качестве кредитов предоставляет защиту от риска изменения процентных ставок [5].

Стоимость обслуживания банковских кредитов выражена в процентной ставке по кредиту, а стоимость обслуживания

⁶ Gellert A. Difference Between Bonds & Loans. URL: <http://budgeting.thenest.com/difference-between-bonds-loans-31926.html>

корпоративных облигаций – в доходности облигаций к погашению⁷.

При определении доходности от использования кредита возникают множество предположений и, как следствие, меньшая определенность, в отличие от облигаций [6].

В то же время большинство облигаций предлагают фиксированный купон и имеют более жесткие условия погашения. Более того, доходность по займу в итоге может оказаться ниже, чем доходность облигаций, или даже отрицательной, поскольку большинство кредитов может быть погашено по номиналу (величине тела кредита) либо пересмотрено в любое время.

Облигации также предоставляют возможность ограничения обязательств, когда единственным обязательством эмитента является выплата процентов и возвращение основной суммы по истечении срока, в то время как кредит накладывает ограничения на заемщика в границах кредитного соглашения⁸.

Таким образом, когда речь идет об эмиссии облигаций, инвестор имеет более определенное представление о потенциальных потоках доходов⁹.

Более того, существенной разницей между банковским кредитованием и финансированием с помощью облигаций является тот факт, что банки действуют как частные аналитики и не распространяют свою оценку заемщика, в то время как рейтинговые агентства, биржевые институты выступают в качестве общественных наблюдателей и распространяют данную

информацию не только существующим держателям облигаций, но и третьим лицам, то есть потенциальным будущим кредиторам. Данная особенность позволяет устранить информационную асимметрию [7].

Выходя на фондовый рынок, организация становится прозрачной и привлекательной для российских и зарубежных инвесторов и приобретает возможность привлекать средства в будущем дешевле и в большем объеме¹⁰.

Таким образом, по сравнению с банковским кредитованием облигационное финансирование имеет ряд преимуществ:

- контролируемую возможность размещения облигационного займа среди большого числа заемщиков, и, следовательно, снижение зависимости от одного кредитора;
- меньшую длительность подготовки эмиссии ценных бумаг (от двух до шести месяцев) по сравнению с оформлением банковского кредита, процесс которого включает в себя подготовку ряда документов, оформление залога, подписание документов и согласование параметров кредита);
- вероятность создания положительной кредитной истории и рейтинга эмитента, укрепление благоприятного отношения к компании потенциальных инвесторов, кредиторов и контрагентов и более выгодные условия для последующего нового размещения займов;
- возможность эмитента управлять объемом долга путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке в соответствии с текущим состоянием платежного баланса, в то время как банку не выгодно досрочное погашение основной суммы долга;
- расширение потенциальной базы кредиторов и инвесторов и, как следствие, возможность

⁷ Андреева А.К. Сравнение привлекательности корпоративных облигаций и банковских кредитов для заемщиков // *Инновационная наука*. 2015. № 6. С. 18–19.

⁸ Fedorov S. Advantages & Disadvantages of Bonds in Comparison to Bank Loans. URL: http://www.ehow.com/info_8319134_advantages-bonds-comparison-bank-loans.html

⁹ Phlegar J. The Hunt For Yield: Bank Loans Or High-Yield Bonds? URL: <http://www.forbes.com/sites/investor/2013/02/27/the-hunt-for-yield-bank-loans-or-high-yield-bonds/#1d638e2376ac>

¹⁰ Малинникова М.Е. Предпосылки и направления модернизации в финансовой модели предприятий // *Статистика и математические методы в экономике*. 2011. № 6. С. 90–91.

существенного увеличения объемов заимствования, тогда как потенциальный объем заимствования через кредит ограничен финансовыми ресурсами отдельных крупных банков¹¹.

Анализируя специфику применения эмиссии облигаций в качестве источника финансирования организации, следует отметить современное состояние и тенденции развития рынка облигаций в России как основные предпосылки для увеличения корпоративного присутствия на долговом фондовом рынке.

Отличительной чертой отечественного рынка корпоративных облигаций является то, что более 95% активов вторичного рынка обращается на организованных биржах. В 2015 г. количество эмитентов корпоративных облигаций, представленных на этом рынке, увеличилось на 8,1%: 349 компаний по сравнению с 323 годом ранее. Количество выпусков облигаций показывает долгосрочную тенденцию к росту, по сравнению с 2008 г. увеличившись на 67,5% (рис. 1) [8].

За последние десять лет средний темп роста рынка корпоративных облигаций в номинальном объеме составил 34% годовых. По итогам 2015 г. объем выпуска корпоративных облигаций составил 8 068 млрд руб., что превышает этот показатель за предыдущий год на 21,8%. Тем не менее по сравнению с объемом валового внутреннего продукта (ВВП) внутренний рынок корпоративных облигаций остается незначительным: в 2015 г. отношение объема внутреннего долгового рынка к ВВП составило 23,4%.

Отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций представлена на рис. 2.

Приведенные данные подтверждают, что основные секторы экономики страны расширяли свое присутствие на облигационном рынке, и за десять лет доля банковского сектора

увеличилась почти на 30%, нефтегазовой отрасли – в 2,7 раза, а финансовой – в 2,9 раза.

На вторичном биржевом рынке оборот корпоративных облигаций в 2015 г. составил 4,8 трлн руб., что превышает показатель предыдущего года на 6%. Индекс ликвидности вторичного рынка облигаций снизился на 10% до 63% [8].

Также наблюдается положительная тенденция к замещению банковских кредитов локальными корпоративными облигациями (рис. 3). Так, с 2009 г. доля облигаций в объеме корпоративных займов выросла с 30 до 37%¹².

Таким образом, облигационное финансирование является перспективным источником [9], требующим большего внимания со стороны регулирующих органов. Банком России был разработан перечень соответствующих мер на среднесрочную (2016–2018 гг.) и частично – долгосрочную перспективу. Среди них – развитие рынка облигаций и синдицированных кредитов.

Предполагается, что данные мероприятия окажут непосредственное влияние на стимулирование экономического роста путем обеспечения конкурентного доступа субъектов российской экономики к долговому и долевым финансированию, инструментам страхования рисков.

Кроме того, развитие долгового рынка создаст благоприятные условия для прихода заемщиков – представителей крупного бизнеса на рынок облигаций и будет способствовать относительному высвобождению капитала кредитных организаций.

Таким образом, в банковском секторе возникнет возможность увеличения объемов кредитования заемщиков, не имеющих доступа к рынку облигаций, в том числе малого и среднего бизнеса.

¹¹ Стратегия компании на рынке долгового капитала. URL: https://raexpert.ru/researches/bonds1/#Глава_6

¹² Кузнецова А. Российский рынок облигаций – вызовы и перспективы: м-лы XIII Российского облигационного конгресса. М., 2015. С. 2–4.

Переход Банка России к таргетированию инфляции, а также активное развитие процентных ставок на рынке облигаций, привязанных к инфляции, дадут возможность *инвестировать средства в долгосрочные активы*, которые приносят реальные доходы.

Развитие долгового сегмента должно внести свой вклад в решение вопроса о потенциальном дефиците рыночного обеспечения финансовой системы, а также о *снятии с банковского сектора нагрузки кредитования крупных российских корпораций*. Спрос на рыночное обеспечение может возрасти в связи с планируемым переносом рынка производных финансовых инструментов на обеспеченную основу, а также развитием инструментов денежного рынка путем преимущественного использования обеспеченных кредитов, в том числе сделок РЕПО.

Развитие рынка облигаций позволит трансформировать относительно короткие ресурсы банковской системы в виде депозитов в долгосрочные источники капитала для российских эмитентов. Чтобы привлечь на рынок новых эмитентов облигаций, а также увеличить спрос на механизм долгового финансирования, Банк России в среднесрочной перспективе планирует провести ряд мероприятий по *стимулированию крупного бизнеса* к привлечению заемных средств на рынке облигаций.

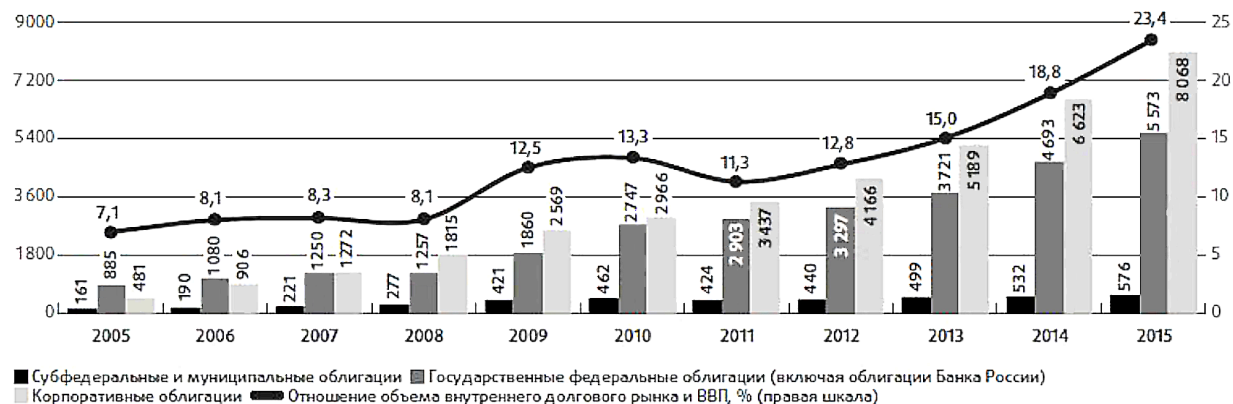
Важным условием развития рынка облигаций является сокращение расходов эмитентов при выпуске ценных бумаг. Банк России совместно с заинтересованными ведомствами будет продолжать оптимизацию регулирования процедуры эмиссии, что предполагает в том числе *упрощение государственной регистрации выпусков ценных бумаг* путем удаления дубликатов и избыточной информации из документации и создания возможности ее подачи для регистрации в электронном виде¹³.

Таким образом, российский рынок облигаций имеет хорошие перспективы для дальнейшего развития [10] и является приоритетным направлением развития финансового рынка в целом. От успеха этого сегмента зависят результаты функционирования системы рефинансирования Банка России, развитие срочного рынка, стабильность денежного рынка, инвестиционный результат негосударственного пенсионного обеспечения и страхования жизни¹⁴.

Облигации, как один из наиболее дешевых и простых источников финансирования, будут рассматриваться компаниями для повышения качества управления деятельностью [11], увеличения ликвидности и платежеспособности [12]. Облигации, имея ряд преимуществ по сравнению с кредитами, будут замещать банковские займы, а доля корпоративного присутствия на долговом биржевом рынке будет расти [13].

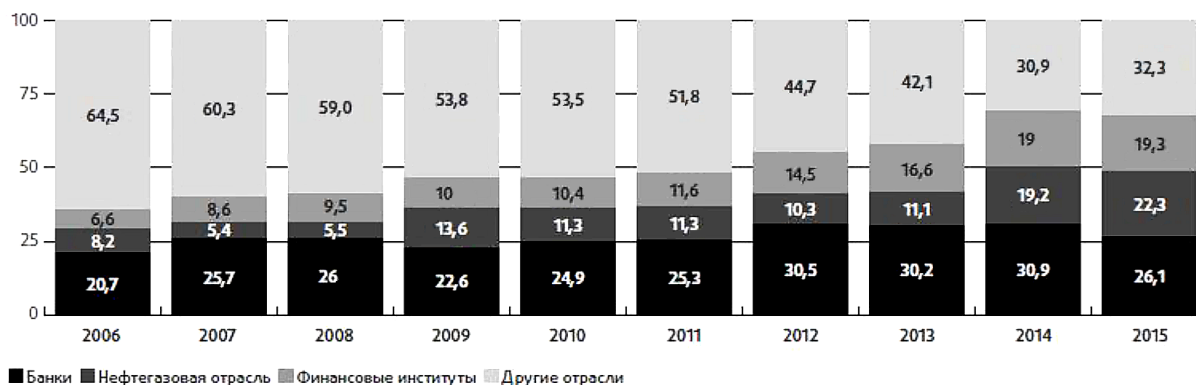
¹³ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 гг. М.: Центральный банк РФ, 2016.

¹⁴ Рева М. Как Банк России хочет оздоровить финансовый рынок.
URL: https://regnum.ru/analytics/author/maksim_reva.html

Рисунок 1**Динамика изменения объемов выпуска облигаций в России (2005–2015 гг.), млрд руб.****Figure 1****Trends in volume of bonds issued in Russia (2005–2015), billion RUB**

Источник: [8]

Source: [8]

Рисунок 2**Отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций (2006–2015 гг.), %****Figure 2****Breakdown of sectors where issuers of corporate bonds operate (2006–2015), percentage**

Источник: Tregub A.Ya., Grabucha I.Yu. Russian Stock Market: Events and Facts. National Stock Market Participants Association, 2015, pp. 17–23

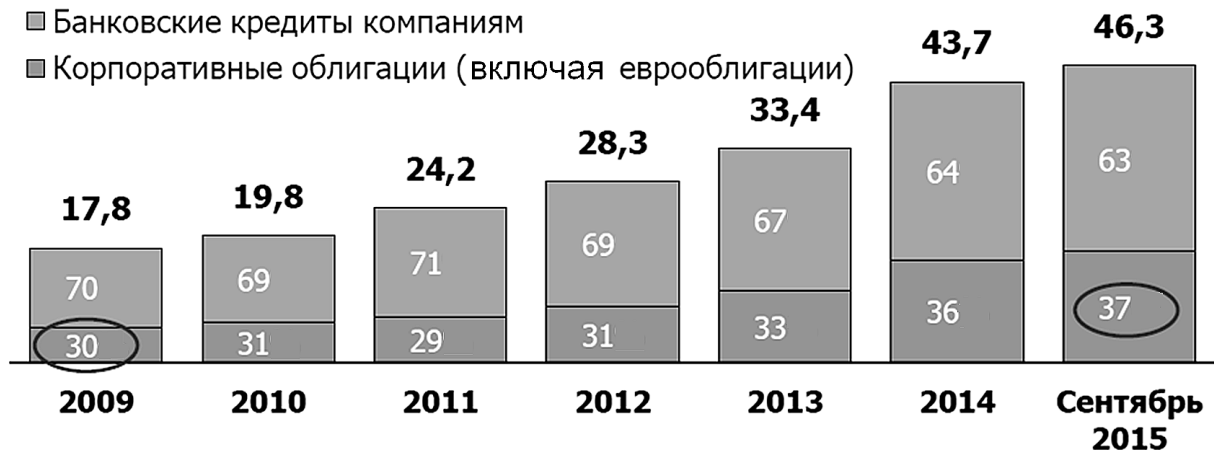
Source: Tregub A.Ya., Grabucha I.Yu. Russian Stock Market: Events and Facts. National Stock Market Participants Association, 2015, pp. 17–23

Рисунок 3

Соотношение объема корпоративных облигаций и корпоративных кредитов (2009–2015 гг.), трлн руб.

Figure 3

Trade-off between volume of corporate bonds and corporate loans (2009–2015), trillion RUB



Источник: материалы XIII Российского облигационного конгресса. URL: <http://cbonds-congress.com/events/271/materials>

Source: 13th Russian Bond Congress. Available at: <http://cbonds-congress.com/events/271/materials>

Список литературы

1. Ульдянова Е.Ю., Мельникова Л.Ф. Эмиссия облигаций // Современные наукоемкие технологии. 2014. № 7-1. С. 92–93.
2. Bolton P., Scharfstein D.S. Optimal Debt Structure and the Number of Creditors. *The Journal of Political Economy*, 1996, vol. 104, no. 1, pp. 1–25. doi: 10.1086/262015
3. Зенкина О.И. Облигационный рынок России: макроэкономические ожидания и современные реалии // Корпоративные финансы. 2012. № 3. С. 87–89. URL: https://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303680598/cfj23_87_89_Zenkina_.pdf.
4. Виногоров А.В. Преимущества размещения акций в сравнении с банковским кредитом и выпуском облигаций // Вестник Чувашского университета. 2007. № 4. С. 1–2.
5. Галенская К.В., Теплова Т.В. Облигации или банковские кредиты: выбор компаний и реакция инвесторов на российском фондовом рынке // Управленческий учет и финансы. 2016. Т. 3. С. 172–197.
6. Hale G. Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers. URL: <http://aida.econ.yale.edu/~gh79/jmp.pdf>.
7. Tanaka M. Bank loans versus bond finance: implications for sovereign debtors. *Bank of England Working Paper*, 2005, no. 267, p. 38.
8. Tregub A.Ya., Grabucha I.Yu. Russian Stock Market: Events and Facts. National Stock Market Participants Association, 2015, pp. 17–23.
9. Кузьмина М.И., Мерзликина Г.С., Минаева О.А. и др. Деловая репутация бизнеса: стоимостная оценка и управление: монография. Волгоград: ВолгГТУ, 2015. С. 128.
10. Лялин В.А. Становление и развитие российского рынка облигаций // Проблемы современной экономики. 2014. № 1. С. 131–134.
11. Хачатуров С.Е. Организация производственных систем. Тула: Шар, 1996. 202 с.
12. Desai H., Jain P.C. Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 54, iss. 1, pp. 75–101.
13. Пашкова Н.А., Родионов И.И. Привлечение долгового финансирования для средних российских компаний: возможности рынка облигаций // Корпоративные финансы. 2007. № 2. С. 43–54. URL: https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182476/pashkova_43-54.pdf.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке сведений, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

ISSUE OF BONDS AS A SOURCE TO FINANCE ACTIVITIES OF ORGANIZATIONS

Ol'ga V. ERMOLAEVA

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
ermolaevabmf@mail.ru**Article history:**

Received 23 December 2016

Received in revised form

13 January 2017

Accepted 20 January 2017

Available online

15 March 2017

JEL classification: G32, G34**Abstract****Importance** The article focuses on the issue of bonds as a source of corporate finance. Considering the Russian operating environment, companies expand their presence in the stock market and replace bank loans by issuing bonds.**Objectives** The research identifies the specifics of issuing corporate bonds for fund raising purposes. The research also provides a theoretical rationale whether the process is feasible and evaluates the current state of the Russian market of bonds.**Methods** I analyze and summarize scientific literature on the matter, and use a structural analysis of the specifics of bond-based finance.**Results** I found fundamental characteristics of a bond issue as a source of finance, formulated its key advantages and challenges, and provided a statistical view of the current and future market situation.**Conclusions and Relevance** Bond issue is one of the methods to improve corporate operations in the market and achieve desired results. Entities will continue replacing bank loans with bonds so to cut their operating expenses and striving for more affordable sources of finance.**Keywords:** bonds, loan, issue, interest, financing

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

Acknowledgments

I express my gratitude to Lyudmila D. KAPRANOVA, PhD in Economics, Associate Professor of the Department for Corporate Finance and Corporate Governance in the Financial University under the Government of the Russian Federation for the valuable advice and comments on the article.

References

1. Ul'dyanova E.Yu., Mel'nikova L.F. [Issue of bonds]. *Sovremennye naukoemkie tekhnologii = Modern High Technologies*, 2014, no. 7-1, pp. 92–93. (In Russ.)
2. Bolton P., Scharfstein D.S. Optimal Debt Structure and the Number of Creditors. *The Journal of Political Economy*, 1996, vol. 104, no. 1, pp. 1–25. doi: 10.1086/262015
3. Zenkina O.I. [The Russian bond market: Macroeconomic expectations vs reality]. *Korporativnye finansy*, 2012, no. 3, pp. 87–89. (In Russ.) Available at: https://cfjournal.hse.ru/data/2012/12/19/1303680598/cfj23_87_89_Zenkina_.pdf.
4. Vinogorov A.V. [Advantages of shares offering in comparison with a bank loan and issue of bonds]. *Vestnik Chuvashskogo universiteta = Bulletin of Chuvash University*, 2007, no. 4, pp. 1–2. (In Russ.)
5. Galenskaya K.V., Teplova T.V. [Bonds or bank loans: a choice of companies and investors' response in the Russian stock market]. *Upravlencheskii uchet i finansy = Management Accounting and Finance*, 2016, iss. 3, pp. 172–197. (In Russ.)
6. Hale G. Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers. Available at: <http://aida.econ.yale.edu/~gh79/jmp.pdf>.
7. Tanaka M. Bank Loans versus Bond Finance: Implications for Sovereign Debtors. *Bank of England Working Papers*, 2005, no. 267, p. 38.

8. Tregub A.Ya., Grabucha I.Yu. Russian Stock Market: Events and Facts. National Stock Market Participants Association, 2015, pp. 17–23.
9. Kuz'mina M.I., Merzlikina G.S., Minaeva O.A. et al. *Delovaya reputatsiya biznesa: stoimostnaya otsenka i upravlenie: monografiya* [Business reputation: appraisal and management: a monograph]. Volgograd, VSTU Publ., 2015, 128 p.
10. Lyalin V.A. [Origination and development of the Russian bond market]. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*, 2014, no. 1, pp. 131–134. (In Russ.)
11. Khachaturov S.E. *Organizatsiya proizvodstvennykh sistem* [Organization of productive systems]. Tula, Shar Publ., 1996, 202 p.
12. Desai H., Jain P.C. Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 54, iss. 1, pp. 75–101. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00032-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00032-X)
13. Pashkova N.A., Rodionov I.I. [Debt financing for medium-sized Russian companies: opportunities of the bond market]. *Korporativnye Finansy*, 2007, no. 2, pp. 43–54. (In Russ.) Available at: https://cfjournal.hse.ru/data/2010/12/31/1208182476/pashkova_43-54.pdf.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.