

## Привлечение долгового финансирования для средних российских компаний: возможности рынка облигаций

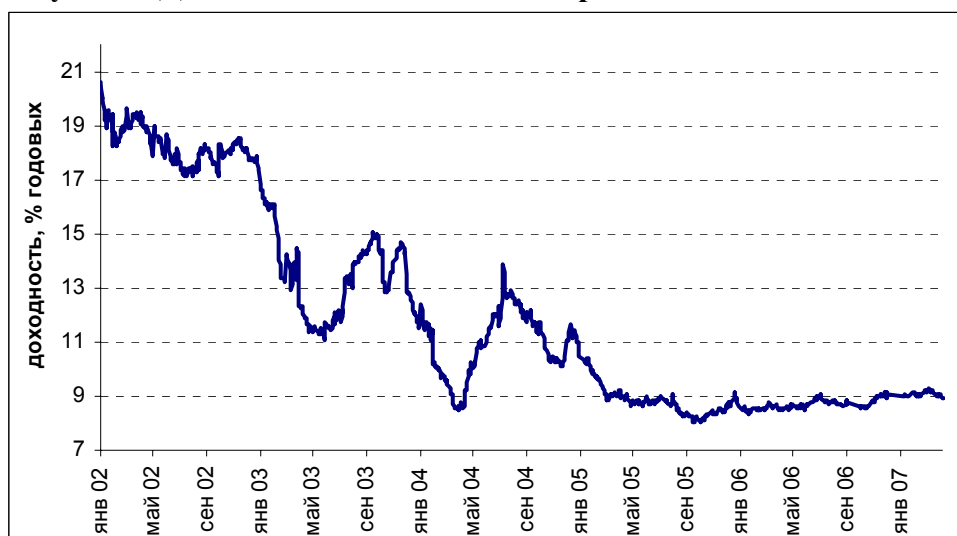
Пашкова Н.А.<sup>13</sup>, Родионов И.И.<sup>14</sup>

*Российский рынок корпоративных облигаций в большей степени рынок компаний среднего бизнеса. Крупные российские компании, так называемые «голубые фишки» предпочитают западные рынки для размещения долговых обязательств и привлечения синдицированных кредитов, так как объем привлекаемых ресурсов обычно превышает финансовые возможности российских инвесторов. Компании небольших размеров в свою очередь зачастую не имеют доступа к публичным рынкам капитала из-за ограничений достаточности собственного капитала для выпуска ликвидных и востребованных рынком займов. В данном случае ключевым вопросом становится правильное позиционирование средних компаний для успешного размещения публичных долговых обязательств и снижения стоимости заимствований. В данной статье рассматриваются факторы, определяющие условия размещения, и возможности по улучшению практики корпоративных заимствований.*

Затратами эмитента при привлечении заимствований на публичных рынках капитала являются выплаты купонных платежей и затраты на организацию выпуска. В части затрат на организацию есть фиксированная часть – выплаты регуляторам и другие постоянные платежи, и гибкая часть, на которую компания может повлиять, — комиссия банка-организатора, которая зависит от переговорной силы эмитента, сложности организации и структуры выпуска. Ставка купона формируется исходя из оценки инвесторами кредитного риска компании, премии за дебютное размещение, премии за низкую ликвидность. Оптимизация размещений долговых инструментов и снижение стоимости заимствований рассматривается только в части «гибких затрат» — комиссии банка и доходности бумаг [5]. Доходность рублевых облигаций значительно снизилась за последние несколько лет, существенно увеличив привлекательность рынка облигаций для российских компаний.

<sup>13</sup> Магистр экономики, ГУ-ВШЭ.

<sup>14</sup> Профессор, докт. эконом.наук.

**Рисунок 1. Динамика индекса Zetbi-Corp.**

*Источник: ИА Cbonds [16]*

На ценообразование бумаги и другие условия размещения и обращения облигаций влияет принадлежность ценной бумаги к тому или иному рискованному классу или «эшелону» рынка долгов. Отнесение того или иного актива к определенному рискованному классу на международных рынках решается с помощью кредитных рейтингов. На российском рынке корпоративных облигаций рейтинги имеют менее 20% бумаг [2], что не позволяет использовать такой простой и эффективный способ «эшелонирования» облигаций. Поэтому для определения «эшелонов» российского рынка корпоративных облигаций принято учитывать множество различных факторов.

### **Сегмент средних компаний и эшелоны на рынке облигаций**

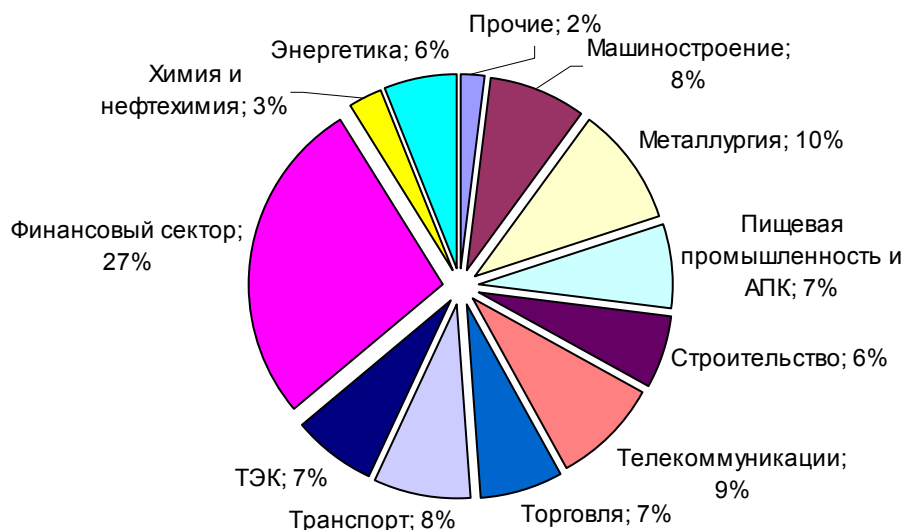
Рынок рублевых облигаций принято разделять на три «эшелона». Компании среднего бизнеса могут входить как во второй, так и в третий «эшелон» — в зависимости от позиционирования компании и ряда других факторов. Двумя основными факторами при отнесении бумаги к тому или иному «эшелону» служат кредитное качество эмитента и ликвидность облигационного займа [4]. При оценке кредитного качества основными факторами являются [9, 10]:

- отраслевая принадлежность компании;
- структура капитала;
- наличие правовых или налоговых рисков;
- наличие и уровень кредитных рейтингов (от международных рейтинговых агентств);
- формат публикуемой финансовой отчетности (МСФО, РСБУ, аудит отчетности);
- финансовое состояние эмитента (уровень долговой нагрузки, рентабельность, динамика развития).

Отраслевая принадлежность эмитента на российском рынке не носит столь однозначного характера для включения в тот или иной «эшелон». Однако отраслевые риски оказывают существенное влияние на кредитное качество эмитентов, а следовательно, можно сделать обобщение об эшелонной

принадлежности тех или иных отраслей. Так, к первому «эшелону» традиционно относят компании нефтегазовой и энергетической отраслей. Второй «эшелон» более диверсифицирован, к нему, как правило, относят компании из химической и нефтехимической, телекоммуникационной, транспортной, металлургической и машиностроительной отраслей. К третьему «эшелону» чаще всего относят компании строительной, пищевой (АПК) и торговой отраслей.

**Рисунок 2. Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций в 2006 году (по объему эмиссий)**



*Источник: Cbonds, расчеты автора*

Отраслевая структура российского рынка корпоративных облигаций изменялась в сторону большей диверсификации и смещением рынка в сторону банковских заимствований [2]. Если в 2000 году преобладали займы нефтегазового сектора, то уже в 2004 году доля каждого сектора не превышала 20%. В 2006 году наибольшую долю рынка заняли облигации финансового сектора (27%), 16% пришлось на ценные бумаги телекомов, доля остальных отраслей не превышает 10%.

К первому «эшелону», или так называемым «голубым фишкам», относятся облигации крупнейших российских компаний, преимущественно с государственным участием, которые являются системообразующими предприятиями для ряда отраслей экономики. К облигациям первого эшелона в настоящий момент относят выпуски Газпрома, Лукойла, ФСК ЕЭС, РЖД, ТНК и Внешторгбанка. Суммарный объем этих выпусков составляет порядка 80 млрд рублей, что составляет около 15% рынка корпоративных облигаций. Отличительные черты компаний первого «эшелона» – существенные масштабы бизнеса, хорошие финансовые показатели, в том числе умеренная долговая нагрузка и высокий уровень рентабельности, наличие финансовой отчетности по МСФО, а также кредитных рейтингов от ведущих международных рейтинговых агентств. Риск инвестирования в эти бумаги зачастую определяется как квазисуверенный риск. Кроме того, бумаги первого «эшелона» отличаются высокой ликвидностью, что обеспечивается высокими объемами облигационных выпусков (от 5 млрд рублей). Так, на долю «голубых фишек» приходится около 40–50% оборота вторичных торгов в корпоративном сегменте. Более того, они входят в ломбардный список Банка России, что позволяет получать рефинансирование под залог данных бумаг для инвесторов.

Ко второму «эшелону» как правило, относят менее крупные компании по сравнению с «голубыми фишками», однако занимающие лидирующее положение в отрасли или регионе. Большинство данных компаний частные или с ограниченным участием государства. Кредитное качество компаний второго «эшелона» может существенно различаться внутри «эшелона». Сюда входят компании, которые по своим параметрам близки к «голубым фишкам», но имеют ряд особенных рисков, таких как меньший масштаб деятельности и отсутствие государственной поддержки. Обычно к такому «хорошему второму эшелону» относят крупные негосударственные банки и крупных отраслевых лидеров. Также во второй «эшелон» входят компании, достаточно крупные по размеру бизнеса и с хорошей финансовой отчетностью, но имеющие дополнительные факторы риска, такие как отсутствие отчетности по МСФО, отсутствие рейтингов международных рейтинговых агентств, ограничения региона присутствия. Как правило, к таким компаниям относятся ведущие автомобилестроительные, металлургические, машиностроительные и пищевые компании. Достаточно крупные размеры бизнеса и невысокие отраслевые риски повышают инвестиционную оценку данных бумаг. Однако во второй «эшелон» относят также более рискованные компании, которые несут высокие бизнес-риски, характеризуются удовлетворительной финансовой отчетностью, низким уровнем раскрытия информации и отсутствием рейтингов. Положительными факторами оценки данных служит хорошее положение в отрасли, высокие темпы роста и перспективы развития. Ликвидность облигаций второго «эшелона» находится на среднем уровне и сильно зависит от объема выпуска и активности организатора.

К третьему «эшелону» относят так называемые «мусорные облигации» (*junk bonds*). Первоначально данный термин был введен Майклом Милкеном, известным финансистом 80-х годов XX века. Он подразумевал высокодоходные облигации малоизвестных небольших компаний с низким кредитным качеством и низкой ликвидностью. В настоящее время на международных рынках к «мусорным облигациям» относят бумаги с рейтингом ниже инвестиционного уровня. Так как рейтинг обязательств Российской Федерации находится на второй ступени инвестиционного уровня, то большинство российских компаний даже в случае получения рейтинга попадут в блок *junk bonds*. Таким образом, на российском рынке критериями отнесения бумаг к «мусорным» мы используем термины, первоначально введенные Милкеном. На российском рынке корпоративных облигаций в третий «эшелон» попадают бумаги с низкой ликвидностью и высокими кредитными рисками эмитента. Как правило, данные компании несут высокие бизнес-риски, отраслевые и правовые риски, занимают второстепенное положение в отрасли, имеют высокую долговую нагрузку и средние размеры бизнеса. Также к третьему «эшелону» относятся небольшие быстрорастущие компании с активной инвестиционной политикой и высокой долговой нагрузкой. Здесь преобладают компании пищевой, торговой, строительной и девелоперской отраслей.

Деление на «эшелоны» на российском рынке весьма условно и проводится каждым инвестором в зависимости от собственных критериев оценки. Однако отнесение компании-эмитента к тому или иному эшелону существенно влияет на уровень ставок заимствований. Позиционирование компании и отнесение к какому-либо эшелону является определяющим для определения параметров и стоимости финансирования.

### Ценообразование рублевых корпоративных облигаций

Исследование рынка рублевых корпоративных облигаций проводится с целью выявления наиболее значимых факторов ценообразования и определения зависимости от них цены/доходности долговых ценных бумаг российских компаний, в том числе компаний среднего бизнеса.

Для анализа ценообразования был выбран период длиной в 19 торговых дней с 05.03.2007 по 30.03.2007, для которого были рассчитаны средние значения спрэдов выпусков корпоративных облигаций. Спрэд ценных бумаг рассчитывался как разница между эффективной доходностью к погашению или к оферте корпоративных облигаций и облигаций города Москвы при соответствующей дюрации. Базовым активом для расчета были выбраны следующие облигации города Москвы:

**Таблица 1. Облигации города Москвы, на основе которых рассчитывалась кривая Москвы**

| Ценная бумага | Объем эмиссии, рублей |
|---------------|-----------------------|
| Москва-29     | 5 000 000 000         |
| Москва-36     | 4 000 000 000         |
| Москва-38     | 5 000 000 000         |
| Москва-39     | 10 000 000 000        |
| Москва-40     | 5 000 000 000         |
| Москва-41     | 10 000 000 000        |
| Москва-42     | 5 000 000 000         |
| Москва-44     | 20 000 000 000        |
| Москва-47     | 10 000 000 000        |
| Москва-48     | 30 000 000 000        |

### Выборка исследования

Объектом исследования в данной работе выступают рублевые облигации российских компаний. Для определения выборки корпоративных облигаций основным критерием была выбрана ликвидность обращения ценных бумаг, как фактор эффективного рыночного ценообразования [3]. Цены и доходность низколиквидных бумаг не отражают реальной оценки рынком справедливой стоимости, а зачастую являются индикативными котировками организатора/маркетмейкера выпуска или других участников рынка. Поэтому в проводимом исследовании выборка анализируемых выпусков корпоративных облигаций, не включающих бумаги банковского и финансового секторов, ограничивается высоколиквидными бумагами для получения релевантных результатов.

Выявление наиболее ликвидных корпоративных облигаций было произведено по результатам анализа торгов на ММВБ за I квартал 2007 года. Критериями выбора были выбраны показатели объема торгов в рублях в режиме основных сделок, переговорных сделок и сделок РЕПО и количества сделок за период [3]. В итоге было выбрано 70 ценных бумаг 70 эмитентов, суммарный объем которых составил 186 192 595 000 рублей, что составляет порядка 43,53%

суммарного объема рынка рублевых корпоративных облигаций российских эмитентов. В выборке представлены по одному выпуску каждого эмитента вне зависимости от ликвидности торгов ценных бумаг, так как факторы ценообразования всех выпусков одного эмитента являются одинаковыми. Суммарный объем торгов в основном режиме за 1 квартал 2007 года выбранных бумаг составил 44 296 297 968 рублей, или 52,97% общих торгов рынка за указанный период, а количество сделок составило 17 626, то есть 39,24% рынка.

Дополнительным критерием выбора ценных бумаг послужила отраслевая принадлежность компаний-эмитентов. Для выявления влияния отраслевых рисков на ценообразование ценных бумаг необходимо включение в выборку нескольких компаний в каждой отрасли, различных по кредитному качеству и объему выпусков. В результате в выборке оказались компании-эмитенты следующих отраслей:

- топливно-энергетический комплекс (ТЭК), в который вошли компании нефтегазовой отрасли в количестве 5 и 1 топливно-сервисная компания;
- энергетика (7 компаний);
- химия и нефтехимия (6 компаний);
- транспорт, в который вошло 4 компании, одна из которых — РЖД с займом на 10 млрд рублей, и остальные три компании авиатранспорта с невысокой ликвидностью были добавлены для увеличения репрезентативности выборки;
- телекоммуникации (6 компаний);
- торговля (11 компаний);
- металлургия и горнодобывающая промышленность (6 и 1 компании соответственно);
- машиностроение (8 компаний);
- АПК и пищевая промышленность (2 и 4 компании соответственно);
- строительство и промышленность строительных материалов (4 и 3 компании соответственно);
- легкая промышленность (2 компании).

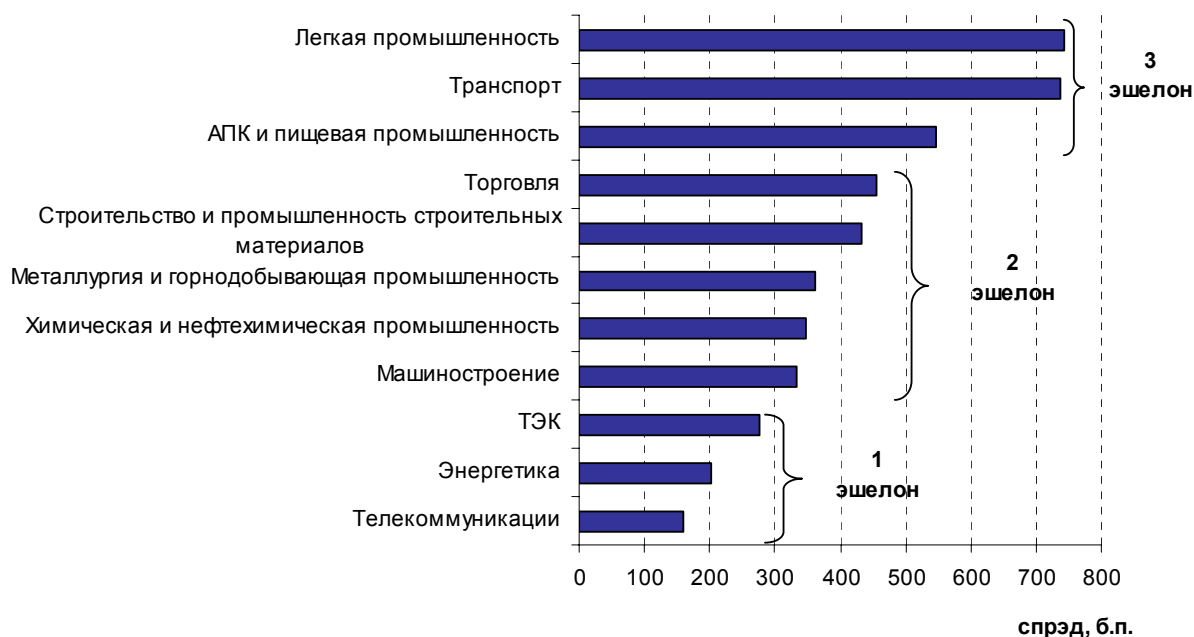
Объем эмиссии рассматриваемых компаний варьируется от 750 млн до 10 млрд рублей с максимальным сроком погашения 12.09.2013 и сроком обращения от 2 до 7 лет. Доля суммарного объема эмиссий каждой отрасли не превышает 15%, минимальный объем составляет 1,5% у выпусков компаний легкой промышленности наибольшую долю занимают эмиссии компаний энергетике, ТЭКа, торговли и телекоммуникаций, что связано с большими объемами эмиссий компаний данных отраслей. По объему торгов доля каждой отрасли не превышает 15,5%, а минимальный объем занимает 4,3% у выпусков компаний легкой промышленности.

### **Отраслевой фактор**

Для начала попытаемся понять, насколько ценообразование рублевых облигаций зависит от отраслевой принадлежности эмитента. Наименьшие спреды наблюдаются в отрасли телекоммуникаций – в среднем 159 базисных пунктов, в отрасли энергетике – 202 базисных пунктов. Также низкие спреды наблюдаются в облигациях нефтегазовой отрасли – 277 базисных пунктов. Следует отметить, что в данных секторах преобладают крупные компании преимущественно с государственным участием, что относится к отраслям ТЭК и энергетике в первую очередь. Многие облигации относятся инвесторами к «голубым фишкам», что определяет отнесение данных отраслей к первому «эшелону» российского рынка

корпоративных облигаций, спрэд по которым мы ограничиваем в диапазоне от 0 до 300 базисных пунктов к кривой облигаций города Москвы. Можно сделать вывод, что наиболее низкая стоимость финансирования на рынке рублевых облигаций присуща компаниям, формирующим базовые отрасли экономики и характеризующимся насыщением и умеренным развитием рынка, являющимся во многом инфраструктурными, и создающим предпосылки для развития других отраслей.

Рисунок 3. Ценообразование корпоративных облигаций по отраслевым группам



*Источник: расчеты автора*

В ценовом диапазоне от 300 до 500 базисных пунктов оказалось большинство ценных бумаг. Средний спрэд облигаций отрасли машиностроения – 333 базисных пунктов, химии и нефтехимии – 348 базисных пунктов, металлургии и горнодобывающей промышленности – 361 базисных пунктов, строительства и промышленности строительных материалов – 433 базисных пунктов, торговли – 455 базисных пунктов. Выпуски компаний – представителей вышеуказанных отраслей – традиционно относятся ко второму эшелону рынка рублевых облигаций. Важно отметить, что три вышеуказанные отрасли – машиностроение, химия и нефтехимия и металлургия – с рядом оговорок можно назвать инфраструктурными, так как компании в данных отраслях производят то, что обеспечивает функционирование инфраструктурных отраслей и то, что фактически является сырьем для практически всех остальных отраслей промышленности. Две другие отрасли – строительство и торговля – характеризуются высокими темпами развития и существенными отраслевыми рисками, что и определяет их более высокий уровень доходности.

Наибольшие спрэды (от 500 до 800 базисных пунктов) наблюдаются по облигациям компаний АПК и пищевой промышленности – 548 базисных пунктов, транспорта – 737 базисных пунктов, и легкой промышленности – 743 базисных пунктов. Особенностью данных отраслей, по сравнению с предыдущими, является то, что они производят конечный продукт или предоставляют услуги как в транспортной отрасли, ориентированные непосредственно на потребителя, индивидуального или корпоративного, что несет в себе риски, связанные с

маркетингом и продажами продукции. В случае компаний АПК и легкой промышленности дополнительным фактором, обуславливающим высокие спрэды по их облигациям, является непрозрачность корпоративной структуры, характерная для многих компаний данных отраслей. В случае же транспортной отрасли, не считая РЖД, которая традиционно относится к «голубым фишкам», в анализ попали в основном авиакомпании, крайне негативным фактором ценообразования которых является низкий уровень конкурентоспособности отрасли в целом.

Однако данное деление не является жестким, дифференциация по эшелонам наблюдается и внутри секторов. Так, говоря о нефтегазовом комплексе, необходимо отметить, что в нем присутствуют как эмитенты первого эшелона – Газпром и «Лукойл», так и эмитенты второго эшелона – НОВАТЭК, «Татнефть». Крайне высока дифференциация и в металлургической отрасли. В частности, выпуски облигаций таких компаний, как ОМК, ТМК и СГ «Мечел», вполне можно отнести к «нижней границе» второго эшелона, тогда как бумаги «Инпрома» и «Тулачермета» по ряду параметров можно отнести к третьему эшелону.

Общий вывод относительно влияния отраслевой принадлежности эмитента на позиционирование его облигаций в целом можно свести к следующему: энергетическим и ресурсным секторам экономики соответствует более высокий эшелон; секторам, ориентированным на конечного потребителя, — более низкий. Или, другими словами, принадлежность облигационного выпуска к тому или иному эшелону зависит от инфраструктурной значимости ее эмитента для российской экономики в целом. В действительности текущая структура российской экономики предполагает большую устойчивость базовых, инфраструктурных отраслей, характеризующихся наименьшей степенью переработки, что находит отражение и в ценообразовании рублевых облигаций.

Наличие дифференцированного ценообразования облигаций внутри однородных отраслевых групп указывает на необходимость детального анализа эмитентов с целью отнесения их облигационных займов к тому или иному эшелону рублевых облигаций.

### Рейтинг финансового состояния эмитента

Для целей анализа финансовых показателей эмитентов авторами был разработан рейтинг финансового состояния по шкале от 0 до 100 пунктов (или от D до A+) в буквенном выражении:

**Таблица 2. Рейтинг финансовых показателей эмитента.**

|    |        |
|----|--------|
| A+ | 90—100 |
| A  | 80—90  |
| A- | 70—80  |
| B+ | 60—70  |
| B  | 50—60  |
| B- | 40—50  |
| C+ | 30—40  |
| C  | 20—30  |
| C- | 10—20  |
| D  | 0—10   |

Данный рейтинг оценивает эмитентов по пяти компонентам финансового состояния: размер бизнеса (вес 0,4), структура капитала и уровень долговой нагрузки (вес 0,4), уровень рентабельности (вес 0,1), уровень ликвидности (вес 0,05) и динамика развития (вес 0,05). Веса выбраны по результатам регрессии



зависимости спреда от финансовых показателей, а также экспертной оценки [7,11]. Использовались следующие финансовые показатели: выручка компании, активы, операционная рентабельность, рентабельность EBITDA, выручка/долг, долг/активы, долг/EBITDA, текущая ликвидность, рост выручки годовой.

$$(1) \quad SP = C(1) + C(2)X1 + C(3)X2 + C(4)X3 + C(5)X4 + C(6)X5$$

SP – средний спред доходности облигаций каждого эмитента

Регрессоры:

X1 – размер бизнеса,

X2 – рентабельность,

X3 – долговая нагрузка,

X4 – темп роста,

X5 – ликвидность.

Каждый регрессор представляет оценку вышеперечисленных параметров по нескольким финансовым показателям. Регрессоры были нормированы.

Далее строились регрессии без ряда регрессоров. Наиболее значимой регрессией (по R squared) оказалась следующая регрессия:

$$(2) \quad SP = C(1) + C(2)X1 + C(4)X3$$

что подтверждает определяющую значимость размеров компании и долговой нагрузки для оценки доходности долговых обязательств инвесторами.

### Результаты регрессии:

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 04/29/07 Time: 00:24

Sample: 1 70

Included observations: 70

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| X1                 | -0.106375   | 0.038566              | -2.758280   | 0.0086   |
| X3                 | 0.121183    | 0.194897              | 1.101417    | 0.0917   |
| C                  | 440.0880    | 83.85380              | 5.248277    | 0.0000   |
| R-squared          | 0.158928    | Mean dependent var    |             | 413.1205 |
| Adjusted R-squared | 0.117901    | S.D. dependent var    |             | 211.9759 |
| S.E. of regression | 199.0880    | Akaike info criterion |             | 13.49112 |
| Sum squared resid  | 1625078.    | Schwarz criterion     |             | 13.61277 |
| Log likelihood     | -293.8046   | F-statistic           |             | 3.873669 |
| Durbin-Watson stat | 1.410411    | Prob(F-statistic)     |             | 0.028779 |

Затем строилась регрессия на основе зависимости спреда от рейтинга компании.

$$(3) \quad SP = C(1) + C(2)R$$

SP – средний спред доходности облигаций каждого эмитента.

Регрессоры:

R – рейтинг компании (от 0 до 100 баллов).

### Результаты регрессии:

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares  
 Date: 04/30/07 Time: 08:52  
 Sample: 1 70  
 Included observations: 70

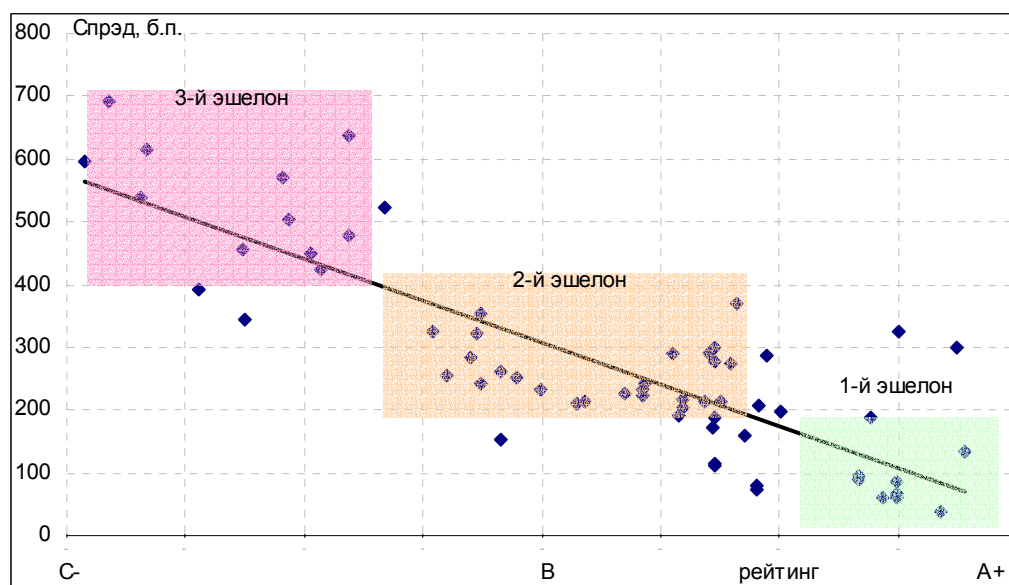
| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| R                  | -0.267472   | 0.091957              | -2.908672   | 0.0058   |
| C                  | 461.0179    | 33.78468              | 13.64577    | 0.0000   |
| R-squared          | 0.167664    | Mean dependent var    |             | 413.1205 |
| Adjusted R-squared | 0.147846    | S.D. dependent var    |             | 211.9759 |
| S.E. of regression | 195.6795    | Akaike info criterion |             | 13.43522 |
| Sum squared resid  | 1608200.    | Schwarz criterion     |             | 13.51632 |
| Log likelihood     | -293.5749   | F-statistic           |             | 8.460373 |
| Durbin-Watson stat | 1.413719    | Prob(F-statistic)     |             | 0.005779 |

В итоге регрессия значима на уровне R squared 16,77% и F-статистики 8,46.

### Результаты исследования

Согласно проведенному регрессионному анализу, средний уровень спрэдов для облигаций 1-го эшелона, то есть облигаций, эмитенты которых имеют рейтинг от «А-» до «А+», составляет порядка 50—200 базисных пунктов, бумаги второго эшелона (рейтинг от «В-» до «В+») торгуются со спрэдом от 200 до 400 базисных пунктов, а спрэды выпусков третьего эшелона (рейтинг эмитентов ниже «С+»), как правило, превышают 400 базисных пунктов.

**Рисунок 4. Доходности рублевых корпоративных облигаций на основе анализа финансовых показателей**



Источник: расчеты автора

Безусловно, эшелонирование и оценка справедливого уровня спрэдов рублевых облигаций на основании только их финансовой отчетности имеют ряд

существенных ограничений, связанных прежде всего с характером исходной информации. Несовершенство бухгалтерского учета и российского законодательства позволяет не отражать в финансовой отчетности действительное финансовое положение компании, что снижает привлекательность представленного подхода. Тем не менее использование финансовых показателей эмитентов для эшелонирования и ценообразования рублевых облигаций имеет смысл, поскольку позволяет оценивать сравнительную привлекательность компаний – представителей различных отраслей.

Дополнительными факторами ценообразования долговых ценных бумаг помимо финансовых показателей являются корпоративное управление и стратегия компании на финансовых рынках [12]. Характерными признаками эмитентов с качественным корпоративным управлением является наличие отчетности по МСФО, своевременное ее представление, четкие и ясные цели облигационного займа, наличие аудиторского заключения о деятельности компании, свободный доступ к интересующей информации инвесторов, наличие рейтинга международных рейтинговых агентств [8,15]. Справедливое ценообразование, в свою очередь, зависит от эффективности рынка ценных бумаг, которая также характеризуется информационной прозрачностью. Таким образом, рекомендацией эмитентам для снижения стоимости заимствований на публичных рынках служит создание четкой и ясной стратегии поведения на финансовых рынках, повышение качества корпоративного управления и максимизация транспарентности.

В перспективе структура рынка рублевых корпоративных облигаций будет изменяться в сторону более высокой степени дифференциации эмитентов по кредитному качеству при формировании двух ключевых сегментов – инвестиционного и спекулятивного. Данное изменение будет связано с увеличением выхода на рынок облигаций все большего количества компаний низкого кредитного качества, которым необходимо в первую очередь рефинансировать существующие долги и которых привлекает высокая рыночная ликвидность. С другой стороны, произойдет переоценка рисков компаний «второго» эшелона, что приведет к сужению спреда в рамках второго эшелона. Задачей компаний среднего бизнеса становится, таким образом, устойчивое вхождение во второй эшелон – инвестиционный сегмент российского рынка облигаций.

#### Список использованных источников:

1. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ.
2. *Архипов А.* Анализ структуры рынка рублевых долговых обязательств и ее прогноз // Рынок ценных бумаг. Рынок долгов. Россия Выпуск 4. 2006
3. *Лобанов А.А.* Энциклопедия финансового риск-менеджмента. 2-е изд., испр. и доп. М.: Альпина Паблишер. 2005. – 878 с.
4. *Твардовский В.В.* Риски эмитента и ожидаемая доходность облигаций // Рынок ценных бумаг, 2006. № 5.
5. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Ричард С. Уилсон, Фрэнк Дж. Абоцци. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
6. Wild J.J., Subramanyan K.R. Financial Statement Analysis. McGraw Hill: Irwin, 2004. –559 p.
7. Black F., Scholes M. The pricing of options and corporate liabilities // Journal of Political Economy, 1973. № 81.
8. Bris A., Ivo Welch. The optimal concentration of creditors // NBER Working papers №. 8652, December 2001.

9. Elton E., Gruber M., Agrawal D., Mann C. Explaining the rate spread on corporate bonds // Journal of Finance, 2001. № 56 (1), pp. 247—277.
10. Estrella A. Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information // Basel Committee on Banking Supervision, 2000. №2.
11. Jorion P. Financial Risk Manager Handbook (FRM), 2d ed. John Wiley & Sons, Inc. 2003. – p/ 701.
12. Kaplan S.N. Berk A. Sensoy, Per Stromberg/ What are firms? Evolution from birth to public companies // NBER Working papers # 11581, August 2005/
13. Kwon K. O. A simple continuous measure of credit risk // Lund University: Working papers, 2003. № 14.
14. Wayne L. Credit Raters Get Scrutiny and Possibly a Competitor // New York Times. 2002. – p. C1.
15. Woojin Kim, Weisbach M.S. Do firms go public to raise capital? // NBER Working papers № 11197, March 2005.
16. <http://www.cbonds.info> – Информационно-аналитическое агентство.
17. <http://www.cbr.ru> – Официальная страница ЦБ РФ.
18. <http://www.micex.ru> – Официальная страница ФБ ММВБ.