https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44

CC BY

Российский рынок корпоративных облигаций после 2022 года: структурные изменения и финансовые инновации

Михаил Сергеевич Макушкин
E-mail: mikhailmakushkin@gmail.com, ORCID: 0000-0002-3491-1561
НИУ ВШЭ, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В статье рассматриваются финансовые инновации на российском рынке корпоративных облигаций как ответ на структурные изменения, произошедшие в экономике после 2022 г. Ужесточение монетарной политики сделало внутренние процентные ставки запредельно высокими для компаний, а введенные санкции закрыли выход на внешние рынки капитала. Несмотря на все эти ограничения, российские компании адаптировались к новым реалиям и даже нарастили объемы первичных размещений облигаций.
В работе показано, что важную роль в этой адаптации сыграли финансовые инновации. На основе большого массива данных по эмиссиям корпоративных облигаций после 2022 г. проанализированы и представлены три вида инструментов, являющихся, на наш взгляд, новинками для российского фондового рынка — облигации с переменным купоном (флоатеры), локальные валютные облигации, а также дисконтные и конвертируемые облигации.
Обнаружено, что новые инструменты в ряде случаев позволили снизить стоимость обслуживания долга. Кроме того, они способствовали росту объемов корпоративных заимствований и восстановлению ликвидности российского рынка облигаций за счет замещения исчезнувших сегментов. Вместе с тем подчеркивается, что восстановление рынка обусловлено не только финансовыми инновациями, но и общей стабилизацией экономической ситуации, адаптацией участников к новым условиям и развитием внутренней рыночной инфраструктуры.

Ключевые слова: *корпоративные облигации, процентные ставки, флоатеры, замещающие облигации, валютные облигации*

JEL: *G12, G13, E43*

Благодарности: *исследование выполнено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ (HSE-BR-2025-044).*

Для цитирования: *Макушкин М. С. Российский рынок корпоративных облигаций после 2022 года: структурные изменения и финансовые инновации // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 27–44. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44.*

© Макушкин М. С., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44

Russian Corporate Bond Market After 2022: New Challenges and Financial Innovations

Mikhail S. Makushkin

HSE University, Moscow, Russian Federation

mikhailmakushkin@gmail.com, https://orcid.org/0000-0002-3491-1561

Abstract

This article examines financial innovations in the Russian corporate bond market as a response to structural changes in the economy following 2022. The tightening of monetary policy has led to prohibitively high interest rates for domestic companies, while the sanctions have closed access to external capital markets.

Despite these constraints, Russian firms have successfully adapted to the new environment and even increased the volume of primary bond issuances. The study shows that financial innovations played a significant role in this adaptation process. Using a large dataset on corporate bond issuances after 2022, we identify the changes in the patterns of bond issuance. Three main types of financial innovations are highlighted: floating-rate bonds, new locally denominated currency bonds, and exotic instruments such as discount notes and convertible bonds.

Our findings indicate that financial innovations after 2022 contributed to preserving and expanding corporate bond issuance while supporting the recovery of liquidity in the Russian bond market. In some cases, the new instruments reduced borrowing costs and partially substituted for market segments that became unavailable after 2022. At the same time, the recovery of the bond market cannot be attributed solely to financial innovations, but also reflects broader economic stabilization, market adaptation to the new institutional environment, and the development of domestic market infrastructure.

Keywords: *corporate bonds, interest rates, floating rate bonds, foreign currency bonds, replacement bonds*

JEL: *G12, G13, E43*

Acknowledgments: *The article was prepared within the framework of the Basic Research program at HSE University (HSE-BR-2025-044).*

For citation: *Makushkin M.S. (2026). Russian corporate bond market after 2022: new challenges and financial innovations. Financial Journal, 18 (4), 27–44 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44.*

© Makushkin M.S., 2026

ВВЕДЕНИЕ

После 2022 г. российский рынок облигаций прошел через серьезные структурные изменения. Из-за введенных санкций с рынка практически полностью ушли нерезиденты, а для российских компаний закрылся канал выхода на международные рынки капитала. Параллельно с этим на фоне разгона инфляции произошло ужесточение монетарной политики, и процентные ставки в рублях выросли до рекордных уровней.

Несмотря на перечисленные факторы, российский рынок облигаций после кратковременного падения в 2022 г. с 2023 г. продолжил уверенный рост. Общий объем рынка рублевых облигаций вырос с 16 трлн руб. в конце 2021 г. до 33 трлн руб. к концу 2025 г. [Ермак, Сулима, 2026]. Это можно объяснить сохранившейся потребностью российских компаний в инвестициях. Несмотря на санкционное давление и внешние ограничения, серьезного замедления экономики не произошло. У компаний все еще осталась потребность занимать — и для выполнения существующих крупных инвестиционных программ,

и для финансирования новых инвестиционных проектов, в том числе связанных с исполнением государственного заказа [Морозов, Азарина и др., 2025а].

С другой стороны, на адаптацию рынка к новым реалиям повлияли финансовые инновации в дизайне эмиссий. На рынке бóльшую роль стали играть облигации с плавающим купоном, появились замещающие и локальные валютные облигации. Некоторые эмитенты стали прибегать к таким инструментам финансирования, как дисконтные[1] и конвертируемые[2] облигации.

В настоящей статье ставится задача ответить на исследовательский вопрос: как финансовые инновации помогли адаптироваться российскому рынку облигаций к произошедшим структурным изменениям? С опорой на крупный массив данных по первичным размещениям облигаций были проанализированы инструменты, ставшие популярными на рынке после 2022 г.: облигации с плавающим (переменным) купоном (флоатеры, от англ. floater — «плавающий»), новые валютные облигации (замещающие и квазивалютные), а также конвертируемые и дисконтные облигации.

Показано, что появление новых финансовых инструментов помогло эмитентам сохранить и даже нарастить объемы заимствований. В некоторых случаях новые инструменты помогают оптимизировать стоимость заимствований и упростить обслуживание долга. Новые типы облигаций также способствовали восстановлению ликвидности рынка после ухода крупных игроков и исчезновения части привычных инструментов (в частности, евробондов). Однако полностью объяснить восстановление рынка новыми финансовыми инструментами нельзя. Доля классических корпоративных облигаций на рынке остается по-прежнему высокой. Не менее важную роль в трансформации рынка сыграли постепенная стабилизация экономической ситуации, адаптация к новой институциональной среде, а также развитие внутренней рыночной инфраструктуры.

Новизна настоящего исследования заключается в рассмотрении финансовых инноваций на рынке облигаций как ответа на структурные изменения. Существуют отдельные исследования, посвященные обзору новых инструментов на российском рынке [Тропина, 2023; Таквель, 2024; Козлов, 2025; Морозова, 2025; Попова, Руденко, 2025], а также фокусирующиеся на роли санкционных ограничений [Морозов, 2024; Соколова, 2024]. Однако системное исследование реакции облигационного рынка на произошедшие после 2022 г. изменения проводится впервые. Накопленный за четыре года после февраля 2022 г. массив рыночных данных позволяет достоверно ответить на поставленный исследовательский вопрос, отделив краткосрочные тенденции от структурных изменений.

Выводы работы будут полезны как эмитентам, так и инвесторам. Для первой группы статья предлагает описание возможностей оптимизации стоимости привлечения долгового финансирования. Инвесторы найдут в статье обзор новых инструментов облигационного рынка, описание действия их механизма и основных рисков.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Изменения на российском рынке после 2022 г. привлекают широкое внимание отечественных исследователей. В работе [Соколова, 2024] анализируются альтернативные

---

[1] *Дисконтные облигации размещаются по цене ниже номинальной стоимости и, как правило, не имеют фиксированной купонной доходности (бескупонные облигации). При погашении инвестор получает доход в виде разницы между номинальной стоимостью облигации и ценой ее покупки. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/683813ae9a79473b11775147?ysclid=mrj6dvkjmq52187677&from=copy#p1.*

[2] *Конвертируемые облигации обеспечивают инвестору регулярный доход в виде купонных выплат с возможностью конвертировать данный актив в определенное количество акций эмитента; одна из разновидностей так называемых гибридных финансовых инструментов. URL: https://www.finam.ru/publications/item/chto-takoe-konvertiruemaya-obligaciya-kogda-oni-nuzhny-investoru-20210430-19200/?ysclid=mrj6vsk32n475976111.*

источники формирования инвестиций в условиях санкционных ограничений. В статье [Морозов, 2024] обсуждаются перспективы развития срочного рынка в условиях санкций. В исследовании [Козлов, 2025] выявляются проблемы развития российского рынка корпоративных облигаций.

Другие исследователи фокусируются на новых инструментах рынка облигаций. Так, в статье [Тропина, 2023] рассматриваются облигации с плавающим купоном и их защитные характеристики. В работе [Макушкин, 2025] моделируются технические особенности облигаций с переменным купоном. Привлекли внимание в академической литературе и новые валютные инструменты: обсуждаются основы рынка замещающих облигаций [Морозова, 2025], анализируются доходности валютных облигаций на российском рынке [Попова, Руденко, 2025], изучаются перспективы развития сегмента локальных юаневых облигаций [Таквель, 2024; Макушкин, 2026].

Мнения о состоянии рынка облигаций можно почерпнуть из интервью, взятых экспертами журнала Cbonds Review у профессиональных участников рынка. Рустем Кафиатуллин (Банк Синара) в числе причин роста российского рынка облигаций называет переориентацию крупных заемщиков с международных рынков еврооблигаций на локальный рынок[3]. Екатерина Малеева (Совкомбанк) подчеркивает растущую роль флоатеров на российском рынке[4]. Александр Ермак (БК Регион) перечисляет причины рекордной активности на первичном рынке корпоративных облигаций[5]. Роберт Смакаев (Совкомбанк) в качестве объяснения для парадокса роста рынка в год рекордных ставок называет привлекательность рынка облигаций по сравнению с банковскими кредитами и рефинансированием старых долгов[6].

В зарубежной литературе тема структурных изменений на российском рынке после 2022 г. не покрыта. События 2022 г. рассматриваются преимущественно сквозь призму их влияния на международные рынки. Так, в работе [Umar, Polat et al., 2022] показывается, что связь между российским и иностранными фондовыми рынками после 2022 г. существенно снизилась. Аналогичные наблюдения, но применительно к товарному рынку, приводятся в статье [Fang, Shao, 2022]. А в работе [Sohag, Gainetdinova et al., 2022] на примере России моделируются эффекты от геополитических шоков на обменные курсы валют.

Несмотря на наличие отдельных исследований по структурным изменениям на рынке после 2022 г. и по новым финансовым инструментам, видится пробел в понимании адаптации рынка к новым реалиям через финансовые инновации. Цель настоящей работы — восполнить этот пробел.

ДАННЫЕ

Для ответа на поставленный исследовательский вопрос были изучены следующие материалы.

Проанализированы данные по первичным эмиссиям корпоративных облигаций на российском рынке начиная с 2020 г. Собраны следующие параметры эмиссий: эмитент, валюта, срочность, номинал, тип облигации, ставка и тип купона, рейтинг и сектор эмитента. Были исключены из рассмотрения структурные облигации, секьюритизированные выпуски и цифровые финансовые активы. Все данные по эмиссиям были получены с аналитической платформы Cbonds.

---

[3] *Кафиатуллин Р. Год под знаком флоатеров // Cbonds Review. 2024. № 4.*

[4] *Малеева Е. Флоатеры: мимолетный тренд или новый стандарт инвестиций // Cbonds Review. 2025. № 1.*

[5] *Ермак А. Рекордная ликвидность на первичном рынке корпоративных облигаций: причины и источники // Cbonds Review. 2025. № 2.*

[6] *Смакаев Р. Почему рынок капитала поставил рекорд в год экстремальной ставки // Cbonds Review. 2025. № 4.*

Для анализа изменения стоимости привлечения долга после 2022 г. были использованы различные агрегированные индексы доходностей облигаций Московской биржи[7], а также индексы надбавок при первичном размещении, публикуемые Cbonds[8].

Для анализа уровня ликвидности российского рынка до и после 2022 г. были использованы ежегодные обзоры рынка облигаций, публикуемые БК Регион [Ермак, Сулима, 2025, 2026]. Эти обзоры содержат агрегированную информацию по оборотам торгов, полученную на основе детальных данных Московской биржи.

Для анализа статистической информации по российскому рынку облигаций используются также данные из обзоров Банка России финансовых инструментов и финансовых рынков [Морозов, Азарина и др., 2025a, 2025b].

СТРУКТУРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ

Для понимания природы финансовых инноваций на рынке облигаций последних лет необходимо прежде всего привести описание структурных изменений, произошедших после 2022 г.

Первое важное изменение связано с санкционными ограничениями. До 2022 г. российские компании активно занимали на рынке еврооблигаций. Основными валютами займов выступали доллары и евро. Для компаний, ориентированных на внутренний рынок, еврооблигации давали возможность привлечения более дешевого синтетического финансирования. Иностранные ставки были ниже внутренних, что позволяло оптимизировать стоимость обслуживания долга. А компании, ориентированные на экспорт и имеющие инвестиции за рубежом, с помощью еврооблигаций могли получать источники финансирования своих проектов непосредственно в иностранной валюте [Теплова, Соколова, 2018].

После 2022 г. доступ на международные рынки капитала для российских компаний оказался закрыт, а с локального рынка ушли международные инвесторы. Если в 2021 г. доля нерезидентов на рынке гособлигаций составляла 20%, то к концу 2024 г. этот показатель упал до 5% [Морозов, Азарина и др., 2025b]. Параллельно с этим происходила переориентация экспорта с западных рынков на восточные. Юань пришел на смену доллару и евро в качестве ключевой валюты экспорта. Это способствовало появлению нового сегмента юаневых облигаций, доля которых к концу 2025 г. составила 47% рынка валютных облигаций [Ермак, Сулима, 2026].

Второе изменение связано с внутренними экономическими факторами. После 2022 г. в стране заметно усилилась инфляция. На своем пике в 2025 г. годовая инфляция достигла уровня в 10,3%[9] при официальной цели Банка России в 4%. Все это потребовало от регулятора более жестких действий в области монетарной политики. Ключевая ставка достигла рекордного уровня в 21% в конце 2024 г. По таким высоким ставкам обслуживание долга для некоторых компаний стало недоступным.

Наряду с рыночными изменениями после 2022 г. произошел и ряд институциональных. Во-первых, были созданы правовые рамки для появления замещающих облигаций, которые позволили российским эмитентам частично перенести обязательства по еврооблигациям в российскую инфраструктуру[10]. Во-вторых, популярным стал механизм размещения облигаций через специализированные финансовые общества (СФО). Правовой контур для таких размещений существовал уже давно[11], однако именно после 2022 г. подобные конструкции стали заметно чаще использоваться на рынке корпоративных облигаций.

---

[7] *Московская биржа. Индексы облигаций. URL: https://www.moex.com/ru/index/RGBI/about.*

[8] *Cbonds. Cbonds разработал линейку индексов значений надбавки к ключевой ставке Банка России или RUONIA. 12 декабря 2024 г. URL: https://cbonds.ru/news/3200659/.*

[9] *По данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/.*

[10] *Федеральный закон от 14 июля 2022 г. № 292-ФЗ.*

[11] *Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ.*

Это отразилось в отраслевой структуре первичных размещений: в 2024 г. максимальный объем размещений (42% от общего объема) пришелся на категорию прочих финансовых институтов (включает СФО) [Ермак, Сулима, 2025]. Среди 25 крупнейших эмитентов, наряду с известными российскими компаниями, появились такие новые имена, как «СФО Идеи и Инвестиции» и «СФО Оптимум Финанс». Хотя формально такие облигации и классифицируются как корпоративные размещения, их финансовая структура менее прозрачна, а детальный анализ затруднен низкой степенью раскрытия информации.

Что осталось неизменным после 2022 г., так это потребность в привлечении заемных средств [Морозов, Азарина и др., 2025а]. Несмотря на первые опасения, российская экономика справилась с шоком. ВВП сначала сократился на 2,1% в 2022 г., но начиная с 2023 г. вернулся к росту (3,6% в 2023 г. и 4,2% в 2024 г.)[12]. Российские компании стали занимать ниши, освободившиеся после ухода иностранных предприятий [Земцов, Баринова и др., 2023]. Заметно выросли и объемы государственного заказа [Малкина, Балакин, 2024]. А у крупных компаний сохранились начатые еще до 2022 г. инфраструктурные проекты, требующие масштабного финансирования. Все это потребовало от российских эмитентов адаптации к новым условиям рынка.

ИЗМЕНЕНИЯ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

1. Флоатеры

Первое крупное изменение на российском рынке облигаций после 2022 г. — это рост популярности облигаций с переменным купоном, также известных как флоатеры, у которых значение купона неизвестно заранее, а привязано к некоторой базовой ставке. Облигации с плавающим купоном существовали на российском рынке еще до 2022 г. В 2014 г. первые выпуски облигаций федерального займа (ОФЗ) с привязкой купона к ставке RUONIA разместил Минфин России. Из корпоративных игроков на рынке флоатеров были активны преимущественно крупные компании: РЖД, ВТБ, ВЭБ и «Газпром». Поэтому назвать флоатеры абсолютно новым инструментом для российского рынка нельзя. Тем не менее доля таких облигаций на конец 2021 г. на рынке была незначительной, всего около 10% от общего объема первичных размещений. Она начала расти лишь после 2022 г. В 2024 г. уже три четверти от общего объема первичных размещений рублевых корпоративных облигаций было размещено в формате флоатеров (левая часть рис. 1). При анализе разбивки по количеству выпусков облигаций (правая часть рис. 1) также наблюдается рост популярности флоатеров, однако динамика менее выражена. Это указывает на то, что облигации с переменным купоном выпускаются в основном крупными компаниями, в то время как мелкие эмитенты предпочитают более привычные облигации с фиксированным купоном.

Интересное отличие сформировавшегося рынка корпоративных флоатеров от рынка ОФЗ с переменным купоном (ОФЗ-ПК) состоит в выборе базовой ставки для расчета величины купона. Если все ОФЗ-ПК используют ставку RUONIA[13] [Макушкин, 2025], то на рынке корпоративных облигаций преобладает ключевая ставка. В 2024 г. 75% от всех рублевых размещений корпоративных флоатеров предусматривали купон на основе ключевой ставки (левая часть рис. 2). Причем если оценивать количество выпусков корпоративных облигаций, то этот индикатор практически полностью доминирует на рынке флоатеров в последние годы (правая часть рис. 2). Иными словами, ставка RUONIA в основном выбирается крупными эмитентами, активно оперирующими на денежном рынке, в то время как менее крупные эмитенты предпочитают более привычную ключевую ставку.

---

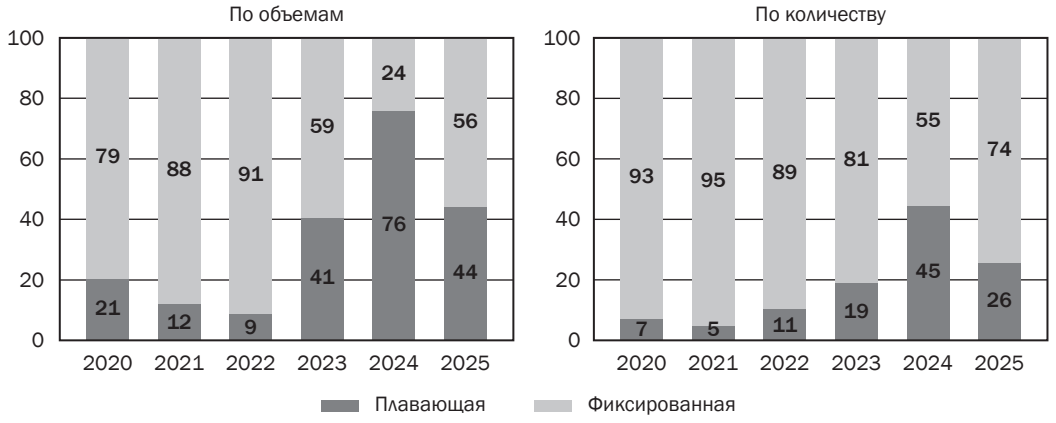
[12] *По данным Росстата. URL: https://rosstat.gov.ru/.*

[13] *RUONIA (англ. Ruble OverNight Index Average, индекс среднесрочной овернайт оплаты рублем) — средневзвешенная ставка по необеспеченным межбанковским займам в рублях на один день. На межбанковском рынке RUONIA позволяет оценивать соотношения спроса и предложения ликвидности. URL: https://www.rbc.ru/base/13/03/2026/6984a0d69a7947979ae4f402?ysclid=mrkf2bc4w1114027669#contents-1.*

Можно выделить несколько причин популярности флоатеров с привязкой к ключевой ставке. Во-первых, купон на основе ключевой ставки более понятен для инвесторов. Он рассчитывается как простая сумма ключевой ставки и премии к ней, без сложного усреднения, присущего купонам на основе RUONIA. Во-вторых, в условиях резких изменений ключевой ставки облигации с купоном на основе RUONIA менее привлекательны, так как из-за усреднения базовой ставки купон таких облигаций отстает от купонов аналогичных облигаций с ключевой ставкой [Макушкин, 2025]. В-третьих, ключевая ставка более понятна и удобна компаниям реального сектора, которые привыкли кредитоваться у крупных банков по ключевой ставке.

Рисунок 1

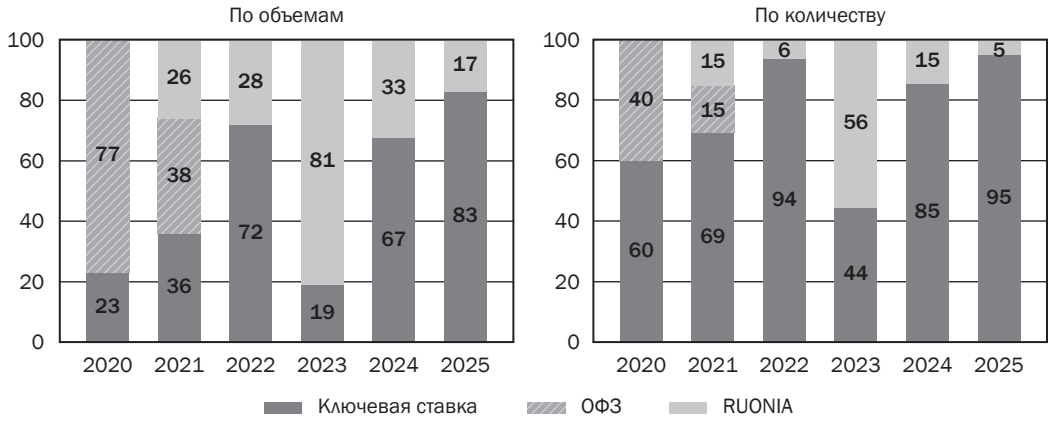
Разбивка первичных размещений рублевых облигаций по типу купонной ставки, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Рисунок 2

Разбивка первичных размещений рублевых флоатеров по базовой ставке купона, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Общий рост популярности облигаций с плавающим купоном можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, флоатеры позволяют эмитенту снизить долгосрочную стоимость обслуживания долга при ожидании снижения ключевой ставки. В условиях высоких текущих процентных ставок и ожидания их дальнейшего снижения эмитенту невыгодно

фиксировать высокий купонный платеж на длительный срок. Вместо этого эмитенты логично выбирают облигации с переменным купоном, которые подразумевают более низкие купонные платежи в будущем (в предположении, что изменение ставок будет соответствовать ожиданиям).

Во-вторых, флоатеры более привлекательны для консервативных инвесторов в условиях высокой волатильности процентных ставок и неопределенности относительно дальнейшей монетарной политики. Привязка купона к плавающей ставке сокращает дюрацию[14] облигации и тем самым снижает волатильность ее цены, что позволяет инвестору защитить свои вложения от негативной переоценки. Другими словами, такой дизайн облигации позволяет привлечь на рынок дополнительные объемы за счет таргетирования различных риск-профилей инвесторов.

На западных рынках облигации с переменным купоном появились еще в 1970-е гг. Мотивация к выпуску флоатеров у эмитентов в то время была похожая. В условиях высоких процентных ставок было необходимо сделать облигации более привлекательными для инвесторов и оптимизировать стоимость заимствований для компаний [Ramaswamy, Sundaresan, 1986]. Исследования по западным рынкам показывают, что высокий уровень текущих процентных ставок и ожидание их дальнейшего снижения увеличивают вероятность выпуска компанией облигаций с переменным купоном [Barry, Mann et al., 2009; Tewari, Ramanlal, 2021]. В данном контексте можно утверждать, что рост популярности флоатеров на российском рынке после 2022 г. соответствует международным тенденциям.

Дальнейшая судьба флоатеров в России зависит от монетарной политики Банка России. В 2025 г. он вернулся к циклу снижения ключевой ставки. На рынке появились первые после 2022 г. крупные размещения с фиксированным купоном. Однако процентные ставки все еще остаются достаточно высокими. По прогнозам ЦБ РФ (по состоянию на май 2026 г.)[15], среднее значение ключевой ставки в 2026 г. ожидается на уровне 14–14,5%. А следовательно, можно предположить, что выпуски облигаций с плавающим купоном в ближайшее время продолжатся.

2. Локальные валютные облигации

Другой важной финансовой инновацией для российского рынка стало «переизобретение» рынка валютных облигаций. После 2022 г. размещение еврооблигаций на международных рынках для российских компаний стало невозможным. А уже находящиеся в обращении еврооблигации оказались заблокированными для российских инвесторов. Все это привело к появлению двух новых валютных инструментов.

Первый — это замещающие облигации (ЗО). Их идея состоит в предоставлении внутренним инвесторам замены попавшим под блокировку еврооблигациям российских компаний. Отсюда и слово «замещающие» в названии. Замещающие облигации по условиям (купон, номинал, валюта, дата погашения), как правило, полностью соответствуют оригинальным еврооблигациям. Отличие состоит лишь в валюте платежей — все купонные платежи и выплата номинала при погашении осуществляются в рублях по курсу ЦБ.

Первые замещающие облигации в сентябре 2022 г. разместил «Газпром», вслед за ним — «Лукойл», «Металлоинвест» и «ФосАгро». На конец 2025 г. в обращении находилось 73 выпуска ЗО с совокупным номиналом в 21 млрд долл. США в эквиваленте.

Важную роль в появлении замещающих облигаций сыграло Министерство финансов Российской Федерации. Сначала была создана правовая рамка для размещения ЗО

---

[14] *Дюрация (от англ. duration — «длительность») — срок возвращения средств, вложенных в облигацию.*

[15] *Банк России. Комментарий к среднесрочному прогнозу Банка России. 7 мая 2026 г. URL: https://cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/comment_07052026/.*

в виде Федерального закона от 14.07.2022 № 292-ФЗ[16]. В 2024 г. Минфин России и сам разместил тринадцать выпусков ОФЗ взамен своих еврооблигаций (девять — в долларах и четыре — в евро), что усилило доверие рынка к инструменту и создало суверенный бенчмарк для ценообразования ОФЗ.

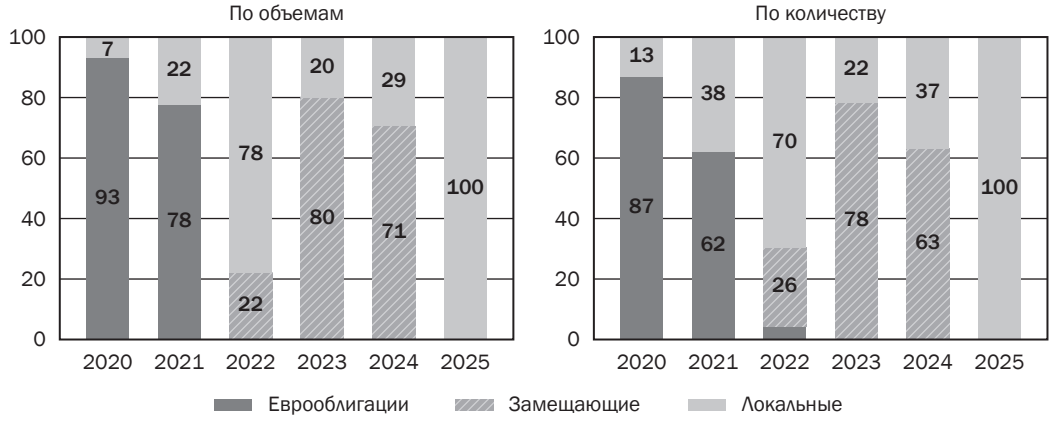
Произошедшие изменения полностью изменили ландшафт рынка валютных облигаций. С первичного рынка исчезли еврооблигации, которые в 2021 г. отвечали практически за 80% всего объема размещений (рис. 3). На смену еврооблигациям пришли сначала замещающие (76% первичных размещений в 2024 г.), а затем локальные валютные облигации (100% первичных размещений валютных облигаций в 2025 г.). Анализ количества выпущенных облигаций показывает: это ожидаемо, учитывая, что основные эмитенты валютных облигаций — крупные компании-экспортеры.

В отличие от еврооблигаций, новые валютные облигации ориентированы на внутреннего инвестора. Их номинал выражен в валюте, но платежи в большинстве случаев осуществляются в рублях по курсу ЦБ. Из-за этого такие облигации также называют квазивалютными. Основной валютой локальных облигаций по-прежнему остается доллар США. При этом бóльшую роль на рынке стали играть и облигации, номинированные в юанях (рис. 4). В 2022 г. первый выпуск юаневых облигаций разместил «Русал». Вслед за ним на рынок вышли «Полюс», «Металлоинвест», «Роснефть» и «Сегежа». В конце 2025 г. первые ОФЗ в юанях разместил и Минфин России. Особенностью юаневых ОФЗ стала возможность выбора валюты платежей — юани либо эквивалент в рублях.

Рост популярности квазивалютных облигаций можно объяснить следующими причинами. Во-первых, они позволяют эмитенту привлечь средства по ставкам заметно ниже, чем в рублях. Так, для эмитентов первого эшелона долларовые ставки составляют около 6–7%, в то время как за аналогичные рублевые выпуски им необходимо платить 15–20% годовых (в зависимости от срочности). Во-вторых, квазивалютные облигации выглядят привлекательными для инвесторов, стремящихся получить экспозицию на иностранную валюту. В условиях, когда торговля долларами и евро на биржевом рынке стала невозможна, квазивалютные облигации выглядят как удобный инструмент для защиты от обесценения рубля.

Рисунок 3

Разбивка первичных размещений валютных облигаций по типу облигации, %

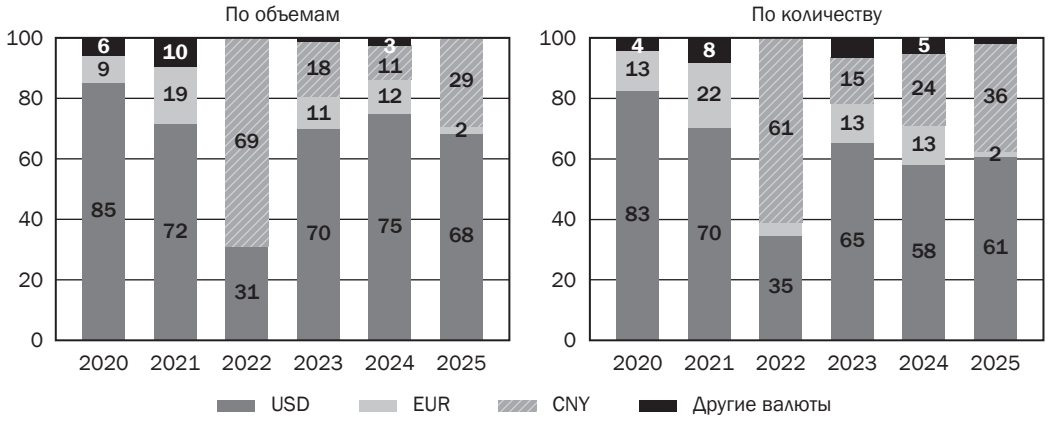


Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

[16] *«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, признании утратившим силу абзаца шестого части первой статьи 7 Закона Российской Федерации „О государственной тайне“, приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей регулирования корпоративных отношений в 2022 и 2023 годах».*

Рисунок 4

Разбивка первичных размещений валютных облигаций по валюте эмиссии, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Что касается роста популярности облигаций в юанях, то он связан с переориентацией российского сырьевого экспорта с западных рынков на восточные [Азиева, 2023]. У компаний-экспортеров появился стабильный канал выручки в юанях, а в стране накопилась избыточная юаневая ликвидность. Кроме того, юань остается одной из последних мировых валют, по которой еще доступны открытые биржевые торги, что повышает прозрачность ценообразования локальных облигаций в юанях.

Практика выпуска локальных валютных облигаций, скорее всего, продолжится в ближайшие годы. Причем по мере роста торговых оборотов с восточным странами юань будет занимать все бóльшую долю на рынке облигаций. Вероятно, также увеличится срочность валютных выпусков. Так, на конец 2025 г. все корпоративные облигации в юанях были краткосрочными. Однако появление облигаций Минфина России в юанях дало дополнительный толчок развитию рынка юаневых облигаций, так как на рынке появился новый суверенный бенчмарк, в том числе на длинные сроки [Макушкин, 2026].

3. Другие инструменты

Одним из ответов рынка на высокие ставки можно считать появление инструментов, ранее нетипичных для российского рынка. К ним относятся, например, дисконтные и конвертируемые облигации. Пока это единичные истории, поэтому считать их появление структурным изменением нельзя. Однако сам факт возникновения таких выпусков говорит о высокой степени адаптивности рынка к дифференцированию, разнообразию финансовых инструментов.

Дисконтные облигации — это облигации с нулевым (или очень низким) купоном, которые размещаются по цене ниже номинала. Крупным эмитентом таких облигаций является Сбербанк, выпустивший к концу 2025 г. бескупонных облигаций на 160 млрд руб. Крупный квазибескупонный выпуск (на 120 млрд руб.) разместила и компания «Газпром нефть» (ставка купона 2% при цене первичного размещения в 50%). Общий объем размещений бескупонных и квазибескупонных облигаций составил 170 млрд руб. в 2024 г. и 250 млрд руб. в 2025 г. Для сравнения: в 2020 г. было выпущено дисконтных облигаций всего на 11 млрд руб. И все же в настоящее время доля таких инструментов на рынке еще невелика (не более 3% от общего объема размещений рублевых корпоративных облигаций).

Для компании-эмитента преимуществом дисконтной облигации является отсутствие промежуточных платежей за обслуживание долга. Процентные платежи по данному инструменту зашиты в разницу между ценой размещения облигаций и ценой их погашения (номиналом). В результате эмитент может перенести плату за долг на более дальние периоды.

Для инвестора привлекательность дисконтной облигации заключается в возможности зафиксировать доходность к погашению. В расчете доходности к погашению по стандартным облигациям предполагается, что купон может реинвестироваться по той же ставке, что и доходность облигации. Однако в условиях инвертированной кривой доходностей, наблюдавшейся на рынке весь 2024 г., и ожиданий по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики реинвестирование купонов по тем же ставкам становится проблематичным. У дисконтных облигаций купонов нет, соответственно, нет и риска их реинвестирования.

Другим преимуществом дисконтных облигаций для инвестора является их привлекательное налоговое обложение. Купон по облигации облагается налогом, а изменение цены облигации (при ее удержании до погашения) — нет. В ситуации, когда типичные купоны на рынке составляют 15–20%, такая налоговая оптимизация может приводить к материальным различиям в фактической чистой доходности купонных и бескупонных облигаций.

При этом инвестор, вкладывающий средства в дисконтные облигации, должен осознавать и дополнительные риски. Во-первых, это более высокая дюрация из-за отсутствия купонных платежей и, следовательно, более высокая волатильность цены такой бумаги. Когда у облигации отсутствует купон, ее дюрация становится равной срочности облигации. Например, по состоянию на конец 2025 г. для дисконтной облигации Сбербанка RU000A10C8S6 с погашением в августе 2030 г. дюрация составляла 4,6 года. А для ОФЗ-ПД-26251 с купоном в 9,5% и погашением в том же августе 2030 г. дюрация составляла 3,6 года[17]. Во-вторых, это более высокий кредитный риск, поскольку все платежи приходятся на конечную дату погашения облигации.

На западном рынке дисконтные облигации — это привычный инструмент. Мотивация к выпуску дисконтных облигаций компаниями изучена, например, в работе [Fisher, Brick et al., 1983]. Однако основными эмитентами бескупонных облигаций являются государства. Например, все краткосрочные облигации Казначейства США выпускаются в формате бескупонных облигаций. Интересный долгосрочный квазибескупонный выпуск есть у Министерства финансов Великобритании (погашение в 2061 г. с купоном в 0,5%). В этом плане российский опыт выглядит весьма необычно. Эмитенты дисконтных облигаций в России — это исключительно частные компании, в то время как все ОФЗ Минфина России выпускаются в купонном формате.

Еще один относительно новый инструмент для российского рынка — это локальные конвертируемые облигации. До 2022 г. их уже выпускали российские компании, но только на международном рынке. Такие выпуски были, например, у «Яндекса», VK и Ozon. Однако первые локальные выпуски конвертируемых облигаций появились только в 2025 г. Сначала, в июле 2025 г., их по закрытой подписке разместило ПАО «МГКЛ» на 1,9 млрд руб., а в октябре похожий выпуск на 3 млрд руб., но на бирже, разместила ГК «Самолет».

Разумеется, в общем объеме первичного рынка корпоративных облигаций (около 4,1 трлн руб. в 2025 г.) эти цифры выглядят незначительными. Однако появление такого инструмента — интересный ответ компаний на произошедшие структурные изменения. Преимущество конвертируемой облигации для эмитента состоит в снижении стоимости обслуживания долга. К примеру, трехлетняя конвертируемая облигация ГК «Самолет»

[17] *По данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.*

предлагает инвестору купон в 13% годовых, в то время как аналогичные классические бумаги этого же эмитента платят годовой купон в 22%. В обмен на более низкий купон инвестор получает опцион на покупку акций компаний, что теоретически может оказаться выгодным вложением. Однако с учетом состояния российского фондового рынка и отсутствия прозрачного рынка опционов на акции преимущества такого типа инструментов для инвестора выглядят неочевидными.

На международном рынке сегмент конвертируемых облигаций развит гораздо более сильно. По данным Bloomberg, его объем за 2024 г. оценивается примерно в 440 млрд долл. США. Основные эмитенты — это технологические компании с большим потенциалом роста. Российское регулирование позволяет выпускать конвертируемые облигации[18], но будет ли этот инструмент востребован рынком в дальнейшем — пока непонятно.

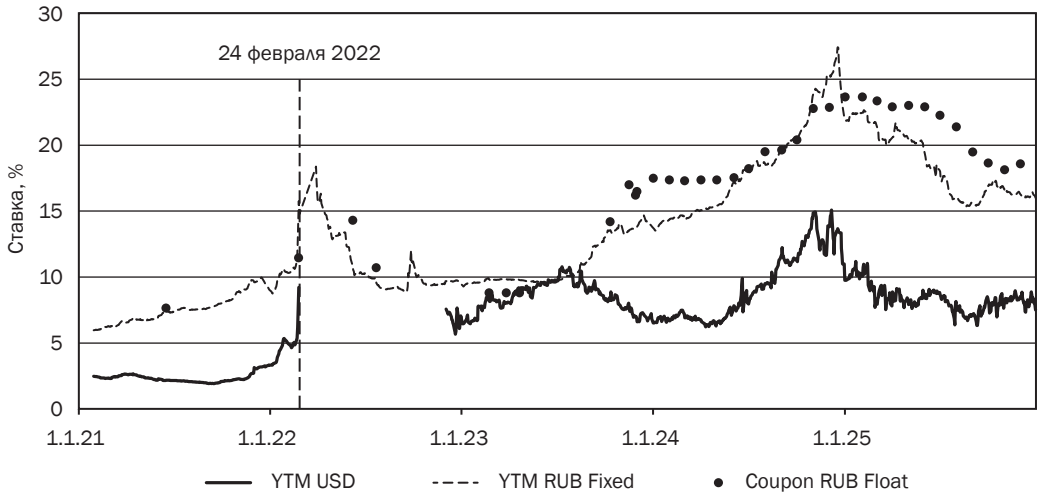
СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДОЛГА

Говоря об изменениях на российском рынке облигаций после 2022 г., невозможно обойти стороной вопрос изменения стоимости привлечения долга. Чтобы оценить, как этот показатель изменился с тех пор, проведем сравнение доходностей различных инструментов, рассмотренных в предыдущем разделе, с доходностями классических облигаций с фиксированным купоном до и после 2022 г. (рис. 5). Для полноты сравнения и для учета различий в базовых ставках наряду с анализом доходностей рассмотрим динамику кредитных спредов относительно соответствующих безрисковых бенчмарков (рис. 6).

Для рублевых облигаций с фиксированным купоном в качестве индикатора доходности был использован индекс Московской биржи RUCBNS Y, отражающий средневзвешенную доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций российского рынка. Кредитный спред определяется как разница между доходностью индекса и доходностью ОФЗ, интерполированной по кривой доходностей Московской биржи (G-Curve) на дюрацию индекса.

Рисунок 5

Доходности основных видов облигаций до и после 2022 г.

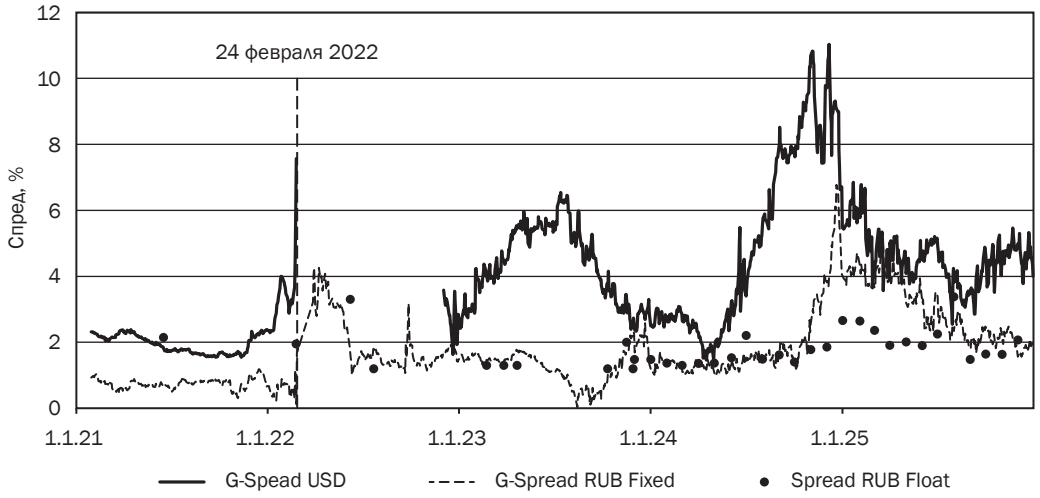


Источник: рисунок автора по данным Cbonds и Московской биржи. URL: https://cbonds.com/calc/ и URL: https://www.moex.com/.

[18] *Банк России. Отчет об оценке фактического воздействия регуляторных требований к конвертируемым облигациям. 2025. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/184409/ofv_20251014.pdf.*

Рисунок 6

Кредитные спреды для различных видов облигаций до и после 2022 г.



Источник: рисунок автора по данным Cbonds и Московской биржи. URL: https://cbonds.com/calc/ и URL: https://www.moex.com/.

Для валютного сегмента в период до 2022 г. используется индекс корпоративных еврооблигаций Московской биржи RUCEU Y, а после 2022 г. — индекс замещающих облигаций RURPLTR Y. Сравнение данных индексов во времени представляется оправданным, поскольку эмитентами замещающих облигаций являются те же компании, которые ранее привлекали финансирование через рынок еврооблигаций. В обоих случаях G-Spread рассчитывается как разница между доходностью индекса и доходностью казначейских облигаций США (US Treasuries), интерполированной на соответствующую дюрацию индекса.

Для облигаций с плавающим купоном анализ доходности к погашению затруднен необходимостью формировать предположения относительно будущей траектории базовых процентных ставок, что осложняет их сопоставление с облигациями с фиксированным купоном. В рамках настоящего исследования в качестве упрощенного индикатора стоимости привлечения долга по облигациям с плавающим купоном используется сумма действующей базовой ставки и премии к ней. Данный показатель не является оценкой доходности к погашению в строгом смысле, однако позволяет сопоставлять условия заимствования в различные периоды. Поскольку, как было показано ранее, наиболее значительную часть рынка флоатеров составляют выпуски с привязкой купона к ключевой ставке, для анализа ограничимся данным сегментом. Для периода до 2022 г. анализ проводился на основе отдельных выпусков облигаций инвестиционного уровня. Для периода после 2022 г. используется индекс средневзвешенной надбавки к ключевой ставке по первичным размещениям облигаций российских эмитентов, публикуемый Cbonds.

Что касается других долговых инструментов, рассмотренных в предыдущем разделе (дисконтные и конвертируемые облигации), то данные инструменты были исключены из анализа. Это связано с ограниченным числом выпусков и недостаточным объемом наблюдений, необходимым для проведения систематического сравнения.

Результаты, представленные на рис. 5, свидетельствуют о существенном росте стоимости привлечения долга после 2022 г. по всем рассматриваемым инструментам. При этом факторы, определяющие данный рост, различаются для рублевого и валютного сегментов рынка.

Для рублевых облигаций основным драйвером повышения доходностей является рост безрисковых ставок на фоне ужесточения денежно-кредитной политики Банка России. Кредитные спреды для облигаций с фиксированным купоном при этом тоже несколько выросли. Если до 2022 г. их средний уровень спреда для эмитентов инвестиционного класса составлял около 1%, то после 2022 г. он вырос примерно до 2%. В отдельные периоды, в частности в конце 2025 г., средний кредитный спред достигал 6%.

В валютном сегменте основной причиной роста доходностей стало, напротив, расширение кредитных спредов. Для валютных облигаций оно оказалось более выраженным, чем для рублевых. Средний уровень спреда увеличился примерно с 2% до 2022 г. до 5% после 2022 г. Подобная динамика представляется закономерной, если учитывать сокращение круга инвесторов, готовых предоставлять финансирование в иностранной валюте после ухода нерезидентов с российского рынка капитала. Однако, даже несмотря на существенный рост кредитных спредов, стоимость привлечения валютного долга для эмитентов остается ниже стоимости рублевого финансирования. Следует учитывать, что данное снижение стоимости фондирования сопровождается дополнительным валютным риском, связанным с возможным увеличением рублевого эквивалента платежей при ослаблении национальной валюты. Тем не менее для компаний, получающих значительную часть выручки в иностранной валюте (компании-экспортеры), данный риск в значительной степени естественным образом хеджируется. Поэтому замещающие и квазивалютные облигации можно считать эффективным способом оптимизации стоимости фондирования для таких заемщиков.

Динамика доходностей облигаций с плавающим купоном в целом сопоставима с динамикой доходностей рублевых облигаций с фиксированным купоном. Такой результат ожидаем, поскольку ключевым фактором, определяющим стоимость обоих инструментов, является денежно-кредитная политика Банка России. При этом наблюдаемое в отдельные периоды превышение доходности флоатеров над доходностью облигаций с фиксированным купоном следует интерпретировать с осторожностью. В расчетах доходности флоатеров на рис. 5 было использовано только текущее значение ключевой ставки, тогда как будущая доходность флоатера зависит и от будущих значений базовой ставки. В условиях инверсии кривой доходности, наблюдавшейся на российском рынке в 2025 г., ожидаемая доходность будет ниже текущих оценок.

Анализ кредитных спредов на рис. 6 показывает, что премии по облигациям с плавающим купоном в среднем сопоставимы со спредами облигаций с фиксированным купоном. Следовательно, различия в стоимости привлечения финансирования между двумя инструментами не носят систематического характера. Некоторое расхождение наблюдалось в конце 2024 – начале 2025 г., однако его интерпретация осложняется методологическими особенностями используемых данных: премии по флоатерам рассчитываются на основе первичного рынка, тогда как кредитные спреды облигаций с фиксированным купоном определяются по котировкам вторичного рынка. Интересным наблюдением является рост премии для первичных размещений флоатеров в конце 2024 г. Это, вероятно, объясняется ростом предложения таких инструментов и конкуренцией эмитентов за средства инвесторов. Однако отчасти это связано и с общими рыночными условиями. Увеличение спредов в этот период наблюдалось для всех типов инструментов.

Таким образом, отсутствуют убедительные основания считать облигации с плавающим купоном однозначно более дешевым или более дорогим источником финансирования по сравнению с облигациями с фиксированным купоном. Скорее, данные инструменты ориентированы на различные предпочтения инвесторов, что позволяет эмитентам расширять круг потенциальных инвесторов, диверсифицируя источники фондирования.

ликвидность

Наконец, обсудим изменения в ликвидности российского рынка корпоративных облигаций после февраля 2022 г. В табл. 1 приводится статистика по годовым оборотам торгов, объему облигаций в обращении и оборачиваемости, рассчитанной как отношение оборота за год к объему рынка на конец года. Статистика представлена в разбивке по инструментам; для сопоставления также приведены данные по рынку ОФЗ. Расчеты подготовлены на основе ежегодных обзоров российского рынка облигаций БК Регион.

К сожалению, в доступных данных напрямую не раскрывается ликвидность облигаций с переменным купоном. Кроме того, проблематично провести сравнение ликвидности еврооблигаций до 2022 г. с ликвидностью новых валютных облигаций, так как еврооблигации обращались на внебиржевом рынке. Для такого анализа потребовалось бы более детальное рассмотрение микроструктуры рынка, которое выходит за рамки данной работы.

Как видно из сравнения в табл. 1, в 2022 г. ликвидность российского корпоративного облигационного рынка сначала резко снизилась. Особенно сильно это заметно в сегменте ОФЗ, где традиционно большую роль играли нерезиденты (снижение оборачиваемости с 43 до 20%), но и на корпоративном рынке наблюдалось снижение оборотов торгов (с 2,2 трлн руб. в 2021 г. до 1,5 трлн руб. в 2022 г.).

Таблица 1

Ликвидность вторичного рынка российских облигаций

Тип облигаций	2021	2022	2023	2024	2025
Биржевой оборот за год (млрд руб.)					
ОФЗ	6,564	3,633	5,489	3,354	7,429
Суверенные ЗО				93	525
Корпоративные облигации	2,194	1,486	2,941	3,708	5,067
Корпоративные облигации в юанях			200	163	638
Корпоративные ЗО			535	534	427
Объем на конец года (млрд руб.)					
ОФЗ	15,282	17,883	19,963	22,990	29,760
Суверенные ЗО				2,805	1,527
Корпоративные облигации	16,322	18,891	23,470	29,908	32,966
Корпоративные облигации в юанях			1,063	1,700	1,717
Корпоративные ЗО			1,735	2,393	1,657
Оборачиваемость (%)					
ОФЗ	43	20	27	15	25
Суверенные ЗО				3	34
Корпоративные облигации	13	8	13	12	15
Корпоративные облигации в юанях			19	10	37
Корпоративные ЗО			31	22	26

Источник: составлено автором на основе ежегодных обзоров рынка облигаций БК Регион. URL: https://region.broker/.

Однако начиная с 2023 г. ликвидность рынка начала восстанавливаться. В 2023–2025 гг. корпоративный сегмент не только нарастил объемы размещений, но и восстановил оборачиваемость. В росте оборотов торгов большую роль сыграли новые валютные инструменты. Совокупно замещающие облигации и новые выпуски в юанях отвечают практически за 20% общих оборотов торгов корпоративными облигациями. При этом доля таких облигаций в общем объеме рынка составляет только 10%. Показатель оборачиваемости по новым валютным облигациям также выше, чем в среднем по корпоративному рынку облигаций, — особенно для облигаций в юанях (37% против 15% в 2025 г.).

Более высокую ликвидность новых валютных облигаций можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, их эмитентами, как правило, являются компании первого эшелона, облигации которых традиционно более ликвидные. Во-вторых, валютные облигации становятся более привлекательными для инвесторов в условиях ограничения биржевых торгов валютой. Из-за привязки выплат к будущему курсу валют такие облигации позволяют инвестору получить валютную экспозицию через ликвидный биржевой инструмент.

Таким образом, финансовые инновации, произошедшие на российском рынке облигаций после 2022 г., внесли существенный вклад в восстановление его ликвидности. Замещающие облигации и новые выпуски, номинированные в юанях, частично заменили инструменты, исчезнувшие с российского рынка после введения санкционных ограничений, и сформировали новые ликвидные сегменты вторичного рынка. Вместе с тем восстановление ликвидности нельзя объяснить исключительно появлением новых инструментов. Не менее важную роль сыграли постепенная стабилизация финансового рынка, адаптация эмитентов и инвесторов к новой институциональной среде, а также развитие внутренней рыночной инфраструктуры.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье были проанализированы финансовые инновации на российском рынке корпоративных облигаций, возникшие как адаптационный ответ на глубокие структурные изменения в экономике после 2022 г. Резкое ужесточение денежно-кредитной политики привело к существенному росту внутренних процентных ставок, что значительно увеличило стоимость заимствований для нефинансовых компаний. Одновременно введенные санкционные ограничения фактически закрыли для российских эмитентов доступ к международным рынкам капитала и традиционным источникам валютного финансирования. В совокупности эти факторы сформировали беспрецедентно жесткие условия для долгового финансирования корпоративного сектора.

Несмотря на данные ограничения, российские компании смогли достаточно быстро адаптироваться к новым условиям функционирования финансового рынка. Более того, начиная с 2023 г. наблюдался устойчивый рост объемов первичных размещений корпоративных облигаций, что свидетельствует о сохранении значимости облигационного рынка как ключевого канала привлечения капитала. В работе показано, что важную роль в этом процессе адаптации сыграли финансовые инновации, позволившие эмитентам гибко перераспределять процентные и валютные риски, а также оптимизировать стоимость обслуживания долга в условиях высокой макроэкономической неопределенности. Однако полностью объяснить восстановление российского рынка финансовыми инновациями нельзя. Как показал проведенный в работе анализ, классические корпоративные облигации продолжают активно выпускаться эмитентами, что указывает на общую адаптацию рынка к новым реалиям.

Эмпирический анализ основан на обширном массиве данных по эмиссиям корпоративных облигаций, размещенных после 2022 г., что позволило выявить существенные изменения в структуре и характеристиках размещений по сравнению с предыдущими периодами. В частности, фиксируются сдвиги в типах купонных выплат и валютной структуре первичных размещений. На основе полученных результатов в статье выделяются три ключевых направления финансовых инноваций на российском рынке корпоративных облигаций.

Первое направление связано с активным распространением облигаций с переменным купоном, доходность по которым привязана к ключевой ставке. Эти инструменты позволяют эмитентам снижать риск фиксации высокой процентной ставки на длительный срок, а инвесторам — получать защиту от резких колебаний процентных ставок. Второе направление представлено развитием новых выпусков облигаций, номинированных в локальных валютах, которые стали заменой традиционным валютным инструментам в условиях санкционных

ограничений. Третье направление включает использование более сложных и относительно редких для российского рынка инструментов, таких как дисконтные и конвертируемые облигации, расширяющие набор возможных финансовых стратегий для эмитентов.

Показано, что использование данных инновационных инструментов позволяет компаниям более эффективно управлять стоимостью и структурой заимствований. Одновременно они формируют дополнительные инвестиционные возможности для внутренних инвесторов, что особенно актуально в условиях высокой волатильности процентных ставок и ограниченной доступности зарубежных финансовых активов.

Полученные в работе выводы имеют прикладное значение и могут быть использованы эмитентами при разработке оптимального дизайна облигационных выпусков с учетом текущих макроэкономических условий и внешних ограничений. Кроме того, приведенный обзор новых финансовых инструментов на рынке будет полезен частным инвесторам, вкладывающим средства в корпоративные облигации.

Список источников / References

1. Азиева Р. Х. Перспективы сотрудничества России и Китая в контексте развития топливно-энергетического комплекса // Прогрессивная экономика. 2023. № 9. С. 49–67. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54765681_95789163.pdf. Azieva R.H. (2023). Prospects for Cooperation Between Russia and China in the Context of the Development of the Fuel and Energy Complex. *Progressive Economy*, 9, 49–67 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54765681_95789163.pdf.
2. Ермак А., Сулима М. Обзор рынка облигаций за 2024 г. // Брокерская компания «Регион». 2025. С. 50. URL: https://www.region.ru/upload/iblock/050/Rynok_obligatsii_2024.pdf. Ermak A., Sulima M. (2025). Review of Russian Bond Markets During 2025. BK Region, 50 (in Russ.). https://www.region.ru/upload/iblock/050/Rynok_obligatsii_2024.pdf.
3. Ермак А., Сулима М. Обзор рынка облигаций за 2025 г. // Брокерская компания «Регион». 2026. С. 33. URL: https://www.region.ru/upload/iblock/c8e/xg9bymasb26f3fu14c6oa9l7njkyvcyy/REGION_FI_Research_2025.pdf. Ermak A., Sulima M. (2026). Review of Russian Bond Markets During 2025. BK Region, 33 (in Russ.). https://www.region.ru/upload/iblock/c8e/xg9bymasb26f3fu14c6oa9l7njkyvcyy/REGION_FI_Research_2025.pdf.
4. Земцов С. П., Баринова В. А. и др. Санкции, уход иностранных компаний и деловая активность в регионах России // Экономическая политика. 2023. Т. 18. № 2. С. 44–79. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54102104_39513070.pdf. Zemtsov S.P., Barinova V.A. et al. (2023). Sanctions, Exit of Foreign Companies and Business Activity in the Russian Regions. *Economic Policy*, 18 (2), 44–79 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54102104_39513070.pdf.
5. Козлов М. О. Основные тенденции и проблемы развития рынка корпоративных облигаций в России // Экономика и бизнес: теория и практика. 2025. Т. 3. № 121. С. 159–166. https://doi.org/10.24412/2411-0450-2025-3-159-166. Kozlov M.O. (2025). Main Trends and Problems of Corporate Bond Market Development in Russia. *Economy and Business: Theory and Practice*, 3 (121), 159–166 (in Russ.). https://doi.org/10.24412/2411-0450-2025-3-159-166.
6. Макушкин М. С. Детерминанты доходностей облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 5. С. 8–25. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-8-25. Makushkin M.S. (2025). Determinants of the Yield on Russian Sovereign Bonds with Floating Coupons. *Financial Journal*, 17 (5), 8–25 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-8-25.
7. Макушкин М. С. Новые ОФЗ в юанях — построение кривой доходностей // Деньги и кредит. 2026. Т. 85. № 2. С. 82–100. URL: https://rjmf.econs.online/2026/2/constructing-yield-curve-for-yuan-denominated-ofzs/. Makushkin M.S. (2026). Constructing the Yield Curve for New Yuan-Denominated OFZs. *Russian Journal of Money & Finance*, 85 (2), 82–100 (in Russ.). URL: https://rjmf.econs.online/2026/2/constructing-yield-curve-for-yuan-denominated-ofzs/.
8. Малкина М. Ю., Балакин Р. В. Тенденции развития российской экономики в период новых антироссийских санкций // Russian Journal of Economics and Law. 2024. Т. 18. № 2. С. 287–313. https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313. Malkina M.Yu., Balakin R.V. (2024). Trends in the Russian Economy Development During the New Anti-Russian Sanctions. *Russian Journal of Economics and Law*, 18 (2), 287–313 (in Russ.). https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313.
9. Морозов А. Г., Азарина В. и др. Обзор российского финансового сектора за 2024 год. Аналитический материал // Банк России. 2025a. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55548/fs_review_2024.pdf. Morozov A., Azarina V. et al. (2025a). Review of Financial Instruments. *Bank of Russia* (in Russ.). URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55548/fs_review_2024.pdf.
10. Морозов А. Г., Азарина В. и др. Обзор финансовых инструментов за 2024 год. Аналитический материал // Банк России. 2025b. URL: https://www.cbr.ru/ec_research/analitics/. Morozov A., Azarina V. et al. (2025b). Review of the Russian Financial Sector. *Bank of Russia* (in Russ.). https://www.cbr.ru/ec_research/analitics/.

11. Морозов В. В. Тенденции и перспективы развития срочного рынка в России в условиях санкций // Экономика и управление. 2024. Т. 30. № 5. С. 592–601. https://doi.org/10.35854/1998-1627-2024-5-592-601. Morozov V.V. (2024). Trends and Prospects for the Development of the Derivatives Market in Russia under Sanctions. *Economics and Management*, 30 (5), 592–601 (in Russ.). https://doi.org/10.35854/1998-1627-2024-5-592-601.
12. Морозова А. А. Рынок замещающих облигаций в России: теоретические основы, структура и перспективы развития // Social Phenomena and Processes. 2025. Т. 8. № 1. С. 102–109. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_82579854_55786569.pdf. Morozova A.A. (2025). The Replacement Bond Market in Russia: Theoretical Foundations, Structure and Development Prospects. *Social Phenomena and Processes*, 8 (1), 102–109 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_82579854_55786569.pdf.
13. Попова Е. М., Руденко С. А. Валютные облигации на российском рынке ценных бумаг // Интеллект. Инновации. Инвестиции. 2025. № 4. С. 90–101. https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90. Popova E.M., Rudenko S.A. (2025). Foreign Currency Bonds on the Russian Securities Market. *Intellect. Innovations. Investments*, 4, 90–101 (in Russ.). https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90.
14. Соколова Е. Ю. Финансовый рынок России в условиях санкционных ограничений: поиск альтернативных источников формирования инвестиций // Дискуссия. 2024. Т. 3. № 124. С. 82–90. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67965110_99365212.pdf. Socolova E.Y. (2024). The Russian Financial Market in the Context of Sanction Restrictions: The Search for Alternative Sources of Investments. *Discussion*, 3 (124), 82–90 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67965110_99365212.pdf.
15. Таквель В. В. Потенциал юаневых корпоративных облигаций на российском фондовом рынке // Прогрессивная экономика. 2024. № 11. С. 28–38. https://doi.org/10.54861/27131211_2024_11_28. Takvel V.V. (2024). Potential of Yuan Corporate Bonds on the Russian Stock Market. *Progressive Economy*, 11, 28–38 (in Russ.). https://doi.org/10.54861/27131211_2024_11_28.
16. Теплова Т. В., Соколова Т. В. Исследовательские поля облигационных рынков. Москва: ИНФРА-М, 2018. 455 с. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=37176009. Teplova T.V., Sokolova T.V. (2018). Research Fields of Bond Markets. Moscow: INFRA-M. 455 p. (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=37176009.
17. Тропина Ж. Н. Облигации с плавающим купоном — ведущий защитный инструмент на российском долговом рынке 2023 года // Сибирская финансовая школа. 2023. Т. 4. С. 37–42. https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-4-37-42. Tropina J. (2023). The Leading Protective Tool in the Russian Debt Market in 2023. *Siberian Financial School*, 4, 37–42 (in Russ.). https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-4-37-42.
18. Barry C.B., Mann S.C. et al. (2009). Interest Rate Changes and the Timing of Debt Issues. *Journal of Banking & Finance*, 33 (4), 600–608. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.006.
19. Fang Y., Shao Z. (2022). The Russia-Ukraine Conflict and Volatility Risk of Commodity Markets. *Finance Research Letters*, 50, 103264. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103264.
20. Fisher L., Brick I.E. et al. (1983). Tax Incentives and Financial Innovation: The Case of Zero-Coupon and Other Deep-Discount Corporate Bonds. *Financial Review*, 18 (4). 292–305. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1983.tb00156.x.
21. Ramaswamy K., Sundaresan S.M. (1986). The Valuation of Floating-Rate Instruments: Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*, 17 (2), 251–272. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90066-8.
22. Sohag K., Gainetdinova A. et al. (2022). The Response of Exchange Rates to Economic Policy Uncertainty: Evidence from Russia. *Borsa Istanbul Review*, 22 (3), 534–545. https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.002.
23. Tewari M., Ramanlal P. (2021). Analysis of Floating Rate Bonds and the Firm Characteristics: Evidence from the Stock Price Reaction. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 10 (4), 1–11. https://doi.org/10.20525/ijfbs.v10i4.1357.
24. Umar Z., Polat O. et al. (2022). The Impact of the Russia-Ukraine Conflict on the Connectedness of Financial Markets. *Finance Research Letters*, 48, 102976. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102976.

Информация об авторе

***Михаил Сергеевич Макушкин**, кандидат экономических наук, стажер-исследователь Центра финансовых исследований и анализа данных Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва*

Information about the author

***Mikhail S. Makushkin**, Candidate of Economic Sciences, Intern Researcher at the Centre for Financial Research & Data Analytics, National Research University Higher School of Economics, Moscow*

Статья поступила в редакцию 24.12.2025
Одобрена после рецензирования 27.06.2026
Принята к публикации 31.07.2026

The article submitted December 24, 2025
Approved after reviewing June 27, 2025
Accepted for publication July 31, 2026