



ФИНАНСЫ/FINANCE

DOI: <https://doi.org/10.60797/IRJ.2026.167.70> EDN: TWUZOV

ПЕРЕОРИЕНТАЦИЯ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ ЕВРООБЛИГАЦИЙ: ИЗ ЕВРОПЫ В КИТАЙ

Научная статья

Поздняков Н.А.^{1,*}, Казанский А.В.², Ольшевский А.А.³¹ ORCID : 0009-0000-7934-0478;² ORCID : 0000-0003-0901-5711;³ ORCID : 0009-0001-3333-6331;^{1,2,3} Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация

* Корреспондирующий автор (st133613[at]student.spbu.ru)

Предложена: 25.01.2026; Принята: 29.04.2026; Опубликовано: 18.05.2026

Аннотация

В статье рассматриваются вопросы использования корпоративных еврооблигаций как способа финансирования отечественного бизнеса. Текст работы содержит краткую историческую справку об использовании внешних корпоративных заимствований российскими компаниями до введения санкций. Приведены ограничения, обуславливающие невозможность использования классических еврооблигаций как инструмента финансирования в текущей экономической и политической конъюнктуре. Определены альтернативные способы привлечения долгового финансирования российским бизнесом через каналы внутреннего и внешнего рынков (в т.ч. через рынок юаневых панда-облигаций). Продемонстрированы факторы эффективности стратегии финансирования с использованием панда-облигаций.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, долговой рынок, финансовые рынки, облигации, источники финансирования, внешний долг, корпоративные облигации, еврооблигации, панда-облигации.

THE SHIFT OF RUSSIAN EUROBOND ISSUERS: FROM EUROPE TO CHINA

Research article

Pozdnyakov N.A.^{1,*}, Kazansky A.V.², Olshevskiy A.A.³¹ ORCID : 0009-0000-7934-0478;² ORCID : 0000-0003-0901-5711;³ ORCID : 0009-0001-3333-6331;^{1,2,3} Saint Petersburg State University, Saint-Petersburg, Russian Federation

* Corresponding author (st133613[at]student.spbu.ru)

Suggested: 25.01.2026; Accepted: 29.04.2026; Published: 18.05.2026

Abstract

The article discusses the use of corporate Eurobonds as a way to finance domestic businesses. The text of the paper contains a brief historical background on the use of external corporate loans by Russian companies prior to the imposition of sanctions. The limitations that make it impossible to use Eurobonds as a financing tool in the current economic and political environment are given. Alternative ways of debt financing of Russian business through the channels of domestic and foreign markets (including the yuan panda-bond market) are identified. The effectiveness factors of the panda bond financing strategy are demonstrated.

Keywords: securities market, debt market, financial markets, bonds, sources of financing, external debt, corporate bonds, Eurobonds, panda bonds.

Введение

Выпуск еврооблигаций долгое время являлся одним из способов финансирования крупных российских компаний. Введение беспрецедентных по объёму и степени влияния санкций против Российской Федерации, её бизнеса и отдельных лиц сделали получение внешних заимствований невозможным.

Выбранное направление исследования является актуальным, поскольку недоступность традиционных способов получения внешнего долгового финансирования требует от российского бизнеса поиска новых путей привлечения средств.

Целью исследования является оценка привлекательности эмиссии панда облигаций для российских компаний.

Чтобы обеспечить достижение заявленной цели исследования, был сформирован следующий список задач:

- предоставить основную методологическую базу для формирования однозначного понимания объекта исследования, рассматриваемого в настоящей научной статье;
- изучить достоинства и недостатки еврооблигаций как способа внешнего финансирования;
- рассмотреть ранее распространённую схему выпуска еврооблигаций российскими компаниями в контексте текущих санкционных ограничений;
- оценить потенциальную привлекательность панда-облигаций в качестве возможной замены традиционных еврооблигаций, выпускаемых на финансовых рынках Европы и США;

– определить альтернативные способы финансирования отечественного бизнеса через долговые инструменты.

Методы и принципы исследования

Основными методами исследования являются: анализ российской и зарубежной академической и отраслевой литературы, посвящённой корпоративному внешнему долгу (преимущественно — еврооблигациям); работа с официальными статистическими источниками; построение таблиц и графиков. Поскольку тема статьи требует использования наиболее актуальной информации, что обусловлено постоянно меняющейся финансово-политической конъюнктурой, значительный объём данных был получен из авторитетных Интернет-СМИ и пресс-релизов компаний.

Основные результаты работы

Для того чтобы обеспечить методологическую базу настоящей работы, необходимо рассмотреть основные используемые в ней понятия.

Еврооблигации являются одной из форм внешнего долга. Внешний долг можно понимать как обязательства, номинированные в иностранной валюте, тогда под внутренним будут пониматься обязательства в рублях (подход Министерства финансов Российской Федерации). Банк России, в свою очередь, определяет внешний долг как обязательства перед нерезидентами России [1]. Признак резидентства в большей мере соответствует целям настоящего исследования, поэтому для классификации долга на внутренний и внешний в дальнейшем будет использоваться подход Банка России (ЦБ).

Еврооблигация — это эмиссионная долговая ценная бумага, выпущенная на внешнем («евро», офшорном, международном) рынке облигаций. В зависимости от валюты, в которой выпускаются еврооблигации, они могут называться евродолларовыми, евровыми, евроеновыми, евроюаневыми и даже еврорублевыми [2], [3]. Чтобы устранить возникшие противоречия (с одной стороны, внешним долгом является долг в валюте, отличной от рубля (подход Минфина), с другой — существуют рублевые еврооблигации; с одной стороны, кредитором по внешнему долгу должны быть нерезиденты (подход ЦБ), с другой — держателями еврооблигаций могут (могли) быть резиденты РФ, торгующие через российских брокеров), отметим, что ключевым критерием еврооблигаций является внешняя инфраструктура, в которой они выпускаются, а не валюта, в которой они номинированы, и не резидентство их держателей. Подробное рассмотрение того, что именно понимается под объектом исследования (еврооблигациями) в настоящем исследовании важно, поскольку в отдельных источниках акцент в определении облигаций как «евро» делается именно на валюте выпуска, которая должна быть отличной от национальной, а не на инфраструктуре, в которой этот выпуск осуществлялся [4].

Мотивация компаний, проявляющих интерес к зарубежным рынкам в целом (внешние кредитные или облигационные заимствования, двойной листинг и другие формы) обычно сводится к следующему: стремление повысить узнаваемость компании, расширить базу инвесторов (в случае использования биржевых инструментов), получить доступ к большим по объёму рынкам, снизить стоимость капитала, диверсифицировать источники привлечения финансирования, улучшить корпоративное управление в соответствии с предъявляемыми требованиями. К наиболее распространённым недостаткам ориентированного на внешнее финансирование подхода относят: необходимость раскрывать информацию в соответствии с дополнительными требованиями (перед зарубежным инвестором или кредитором — в случае с непубличными формами финансирования, перед неограниченным кругом пользователей финансовой отчётности — в случае с публичными); дополнительные издержки для обеспечения соответствия иностранным требованиям по корпоративному управлению и раскрытию информации [5].

К специфическим достоинствам еврооблигаций относят более низкую ставку процента относительно ставок процентов, характерных для внутреннего рынка, а также приобретение кредитной истории публичных заимствований, что теоретически может способствовать упрощению доступа к финансированию [6]. При этом упомянутое следствие выпуска еврооблигаций может распространяться как на внешние, так и на внутренние рынки, что объясняется положительными репутационными эффектами и эффектами узнаваемости, описанными ранее. Специфическим риском еврооблигаций для их эмитента является валютный риск, который возникает в случае, если эмитент осуществляет конвертацию валют для расчёта с зарубежными инвесторами или если валюта поступления выручки эмитента отличается от валюты, в которой номинирован долг [7].

Особенности выпуска еврооблигаций российскими эмитентами: исторический опыт, текущие ограничения

Существует два основных способа юридического оформления эмиссии еврооблигаций — напрямую (direct issuance, non-SPV route, direct route) и через специально созданную компанию (SPV (Special Purpose Vehicle) или SPE (Special Purpose Entity)) [8], [9].

Первый способ подразумевает выпуск бумаг на международных рынках национальными компаниями непосредственно, что создаёт дополнительные требования для таких эмитентов с точки зрения местного законодательства. К примеру, к условиям допуска к публичному обращению еврооблигаций по решению Банка России отнеслись дополнительные требования к эмитентам в части языка проспекта корпоративных еврооблигаций, критерии к брокеру, представляющему интересы эмитента, прочие условия, необходимые для получения разрешения Банка России [8], [10].

При втором способе выпуск еврооблигаций проходил не через российскую компанию напрямую, а через специально созданную компанию (SPV) — эмитента, имевшего гарантию (поручительство) материнской компании, которая фактически являлась конечным заемщиком. Юридически передача вырученных от эмиссии облигаций средств российской организации оформлялась в виде займа (SPV — займодавец, российская компания — заёмщик). Предполагалось, что именно за счёт платежей по такому займу фактический эмитент должен выплачивать купоны и гасить номинал по еврооблигациям [8], [10], [11]. С точки зрения вопросов регулирования фокус внимания здесь смещается на правовые нормы иностранной юрисдикции, в которой планировалось осуществлять выпуск, поскольку

публичным заёмщиком здесь выступает SPV, а долговые отношения SPV — материнская компания носят непубличный характер, что по-прежнему требует соблюдения валютного контроля и правил трансграничных переводов, действующих в обеих странах.

Наиболее распространённой схемой выпуска еврооблигаций российских компаний исторически был второй вариант, предполагающий использование иностранного эмитента, специально созданного для целей привлечения долга на международном рынке еврооблигаций [10], [11]. В таблице 1 кратко приведена роль различных участников эмиссии евробондов в соответствии с их принадлежностью конкретной юрисдикции (РФ, иностранная юрисдикция).

Таблица 1 - Основные стороны, участвующие в выпуске еврооблигаций

DOI: <https://doi.org/10.60797/IRJ.2026.167.70.1>

Сторона	Роль	Санкционные ограничения
Российская юрисдикция		
Материнская компания	Конечный заёмщик, выступает поручителем по выпущенным еврооблигациям. Регулярно выплачивает свои обязательства по займу перед SPV. Условия процентного займа аналогичны условиям выпуска облигаций.	Включение компаний в санкционные списки США и ЕС, ограничение (запрет) банковских транзакций.
Национальный расчётный депозитарий (НРД)	Учет прав российских инвесторов, приобретающих еврооблигации через внутреннюю инфраструктуру.	Аналогично предыдущему пункту: включение НРД в санкционные списки сделало технически невозможным осуществление платежей по еврооблигациям российским держателям; отечественные брокеры остались изолированными от внешнего рынка.
Брокеры	Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий свою деятельность в соответствии с российским законодательством (в т.ч. ФЗ N 39 «О рынке ценных бумаг»)	
Держатели	Приобретение бумаг через российских брокеров, имевших счета в НРД, который ранее обладал счетами в Euroclear. При этом отдельная часть российских инвесторов, имевших доступ в зарубежную инфраструктуру, могла приобретать еврооблигации напрямую.	
Иностранная юрисдикция		
SPV	Выпуск и обслуживание еврооблигаций. Специально созданная организация обязана передать привлечённые от выпуска евробондов средства российской компании в виде займа. Платежи по такому займу идут на регулярные выплаты процентов (купонов), а также погашение номинальной стоимости в конце срока.	Уход ключевого управленческого персонала; отказ аудиторских, бухгалтерских и иных организаций от оказания услуг SPV в связи с санкционным комплаенсом.
Держатели	Иностранные приобретатели еврооблигаций, осуществляющие сделки через внешнюю финансовую инфраструктуру.	Недоступность расчётов в валюте, отказ банковской инфраструктуры проводить платежи
Трасти (trustee)	Представление интересов держателей в отношениях с	Санкционный запрет на оказание трастовых услуг

Сторона	Роль	Санкционные ограничения
	эмитентом, контроль (мониторинг) его текущего финансового состояния. Коллегиальный орган управления траста — общее собрание — формировалось из числа держателей бумаг.	российским юридическим лицам сделал функционирование данного института невозможным.
Платежные агенты	Осуществление платежей держателям облигаций. Зачастую платёжными агентами выступали крупнейшие мировые банки — Bank of New York Mellon, City Bank, J.P. Morgan	Деньги материнских компаний не могут быть переведены платёжному агенту, следовательно, осуществление его (агента) функций невозможно.
Зарубежная инфраструктура, обеспечивающая учёт прав и обязательств по ценным бумагам	Основные организации: Euroclear (специализируется на совершении сделок с ценными бумагами, хранении и обслуживании активов данных ценных бумаг) и Clearstream (расчётно-клиринговая организация, осуществляющая хранение ценных бумаг, клиринг, и расчёты по операциям с ними).	Отказ Euroclear и Clearstream от взаимодействия с НРД, прекращение информационного обмена между юрисдикциями на инфраструктурном уровне.
Брокеры	Профессиональные участники иностранных финансовых рынков, на которых происходит эмиссия еврооблигаций. Осуществляют сделки с еврооблигациями по поручению их держателей.	Разрыв отношений на уровне НРД — Euroclear, ограничение расчётов и другие последствия санкций сделали работу зарубежных брокеров невозможной.

Примечание: составлено авторами на основе [10], [11], [12], [13]

Таким образом, исходя из сведений, приведённых в таблице 1, становится очевидно, что в ближайшем будущем еврооблигации как инструмент финансирования российского бизнеса будет недоступен до тех пор, пока отношения со странами Запада не будут нормализованы и введённые против России санкции не будут сняты. При этом данный вывод в первую очередь справедлив для наиболее распространённых форм еврооблигаций, ориентированных на финансовые рынки Европы и США. Несмотря на это, в истории российских корпоративных заимствований имели место прецеденты выпуска публичного долга в иных (отличных от «Западных») юрисдикциях. Так, в 2017 году «Русалу» удалось выпустить панда-бонды на 1,5 млрд юаней (Rmb), что на тот момент составляло порядка \$210 млн [14], [15].

К панда-облигациям (Panda Bonds) относят облигации иностранных по отношению к Китаю эмитентов, номинированные в юанях (CNY; Renminbi (Rmb)) и размещённые на внутреннем финансовом рынке материкового Китая [16]. В рамках подхода к определению еврооблигаций, которого придерживаются авторы настоящей статьи, панда-облигации российских эмитентов можно отнести к еврооблигациям, поскольку их главное отличие от классических еврооблигаций заключается в стране выпуска (Китай, а не США или страны Европы).

Как и в случае с традиционными еврооблигациями, концепция панда-бондов включает в себя различные по содержанию инструменты. Всего можно выделить 4 типа панда-облигаций в соответствии с их эмитентами: облигации международных институтов развития, правительственные облигации других стран, облигации финансовых институтов и облигации нефинансовых компаний [31]. Упомянутые типы панда-бондов с соответствующими примерами конкретных эмитентов представлены в таблице 2.

Таблица 2 - Типы панда-облигаций. Примеры международных эмитентов

DOI: <https://doi.org/10.60797/IRJ.2026.167.70.2>

Типы эмитентов	Орган регистрации/утверждения	Типы облигаций	Примеры эмитентов
Международные институты развития (International)	Эмитент должен зарегистрироваться в NAFMII (до 2018 года)	Юаневые облигации (RMB Bond)	Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB), International Finance



Типы эмитентов	Орган регистрации/утверждения	Типы облигаций	Примеры эмитентов
development institution)	также требовалось одобрение от PBOC и 5 других министерств)		Corporation (IFC), Asian Development Bank (ADB), New Development Bank (NDB)
Суверенные облигации (Foreign government Agency)	Эмитент должен зарегистрироваться в NAFMII	Юаневые облигации (RMB Bond)	Польша, Венгрия, Корея, Канада (провинция Британская Колумбия)
Финансовые институты (Financial institution)	Эмитенту необходимо получить разрешение от PBOC	Облигации финансовых институтов (Financial institution bond)	Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC(HK)), National Bank of Canada, Wing Lung Bank
Нефинансовые компании (Non-financial enterprise)	Эмитент должен зарегистрироваться в NAFMII	Инструменты долгового финансирования (Debt Financing Instrument)	Mercedes Benz, BMW AG, Veolia Environment Group, Air Liquide, Trafigura Group

Примечание: NAFMII – National Association of Financial Market Institutional Investors; PBOC – People’s Bank of China; составлено авторами на основе [31]

Приведённые примеры демонстрируют, что эмитенты панда-облигаций представлены широким спектром участников экономических отношений: от крупных транснациональных финансовых и нефинансовых корпораций, до международных институтов развития и суверенных государств. При этом можно отметить, что несмотря на доминирование эмитентов из материкового Китая и Гонконга, иностранное участие на рассматриваемом рынке с каждым годом увеличивается [31].

Краткая характеристика рынка панда-облигаций

Рынок панда-облигаций демонстрирует активный рост в последние годы. Так, совокупная стоимость выпусков в 2024 г. достигла 194,8 млрд юаней. При этом объём размещений год к году вырос на 26,1% относительно 2023 г., тогда как количество выпусков – на 16% до 109. Помимо прочего, данная динамика была достигнута за счёт увеличения числа эмитентов с 20 в 2022 г. до 44 в 2024 г. [17].

Главной площадкой, на которой проходят размещения панда-бондов, является не биржа, а межбанковский рынок: в 2024 году всего лишь 2 из 44 эмитентов использовали биржу в качестве инфраструктуры для эмиссии [17]. Однако здесь же следует заметить, что межбанковский рынок облигаций в Китае (China Interbank bonds market) играет более важную роль в обращении облигаций в Китае в целом, даже если мы не рассматриваем панда-облигации. К примеру, в 2021 году на межбанковскую торговлю приходилось 88% от общей непогашенной задолженности (total outstanding volume), тогда как на 2 основные биржи Китая — Шанхайскую и Шэньчжэньскую — 10% и 2% соответственно. Из этого следует, что основными участниками рынка облигаций в Китае являются банки и другие институциональные участники внебиржевой торговли (OTC, Over the counter), тогда как частные инвесторы играют гораздо менее значимую роль [18].

Исходя из определения панда-облигаций, можно предположить, что их эмитентами являются исключительно внешние по отношению к Китаю организации. В действительности же большая часть эмиссий на данном рынке приходится на фактически китайские структуры, которые зарегистрированы в офшорных юрисдикциях Каймановых островов, Гонконге, Британских и Виргинских островах. Так, в 2024 году на такие офшорные компании пришлось 71,5 % всех выпусков (60,9% номинала). Второй по величине категорией эмитентов панда-облигаций являются иностранные коммерческие компании и компании с иностранным участием — 24,8% всех выпусков в 2024 году (28,9% от совокупной номинальной стоимости). Оставшиеся 3,7% выпусков (10,2% от общего объёма размещений) в 2024 году пришлись на международные финансовые институты. Несмотря на то, что концепция панда-облигаций не исключает выпуск публичного долга суверенных эмитентов, в предыдущем году данная категория участников не проявила активности на рассматриваемом рынке [17].

Распределение выпущенных в 2024 году панда-бондов по срокам до погашения представлено в таблице 3.

Таблица 3 - Структура выпущенных в 2024 году панда-облигаций по срокам до погашения

DOI: <https://doi.org/10.60797/IRJ.2026.167.70.3>

Срок	Количество выпусков	Доля от общего числа выпусков, %	Объем эмиссий, млрд юаней	Доля в общего объеме эмиссий, %
До года	19	17,4	43,9	22,5
От года до трёх лет	58	53,2	105,2	54,0
Более трёх лет	32	29,4	45,7	23,5

Примечание: составлено авторами на основе [17]

Таким образом, среди новых выпусков преобладает группа среднесрочных бумаг со сроком до погашения 1–3 года — 53,2% всех выпусков (54% от общего объёма по номиналу). Наиболее краткосрочные выпуски до 1 года составили лишь 17,4% по количеству, заняв при этом 22,5% в объёме эмиссий. Обратная ситуация наблюдалась по категории облигаций со сроком до погашения, превышающим 3 года: 29,4% по числу выпусков и 23,5% от общего объёма.

При этом внутри группы панда-облигаций «три года и более» 22,02% от общего числа выпусков и 18,07% доли общего объёма эмиссий соответственно приходятся на бумаги сроком от 4 до 5 лет [17]. Это свидетельствует о непопулярности рассматриваемого инструмента для привлечения длинного долга, поскольку на выпущенные в 2024 г. панда-облигации со сроком обращения, превышающим 5 лет, приходится незначительная доля.

Последний тезис также подтверждается анализом вторичного рынка панда-облигаций: по состоянию на 15 апреля 2025 года в обращении отсутствовали выпуски со сроком более 10 лет; при этом на выпуски со сроком в 5–10 лет приходилось 5,61% от общего числа выпусков (12 штук) и 3,37% от общего объёма, что эквивалентно 13,7 млрд юаней на рассматриваемую дату [17].

Платежи (купоны) по панда-облигациям обычно рассчитываются по фиксированным ставкам. Так, в 2024 году на данный вид бумаг пришлось 94,4% от совокупной стоимости новых выпусков. Другой особенностью панда-бондов являются низкие проценты: средневзвешенная ставка купона в 2024 году составляла 2,33%, на 15 апреля 2025 года — 1,96% [17]. При этом необходимо подчеркнуть, что снижение средней ставки купонов до 2 процентов произошло в первом квартале 2025 года, хотя ещё в 2022 году показатель составлял порядка 3,4% [19], что также не является высокой ставкой, если сравнить с российскими корпоративными облигациями, выпущенными в юанях. Для сравнения, средневзвешенная эффективная доходность к погашению по индексу Cbonds Russia Corporate CNY YTM Index составила порядка 9% за первый квартал 2025 года, среднее значение по 2024 году — 8,58% соответственно [20].

Однако купоны на китайском рынке облигаций кажутся низкими не только в сопоставлении с текущей ситуацией в российской экономике, но и по сравнению с глобальной финансовой конъюнктурой. Эксперты отмечают, что многие компании из США и Европы также интересуются панда-облигациями в связи с выгодными процентными ставками, которые гораздо ниже, чем на внутренних рынках. С другой стороны, переориентация компаний на «Восток» позволила бы дочерним компаниям, которые уже осуществляют свою деятельность в Китае, привлекать долг на местном уровне, чтобы исключить транзакционные издержки, возникающие при использовании схем, включающих источники финансирования из третьих стран. Данную стратегию финансирования называют «в Китае для Китая» ("in China for China") [19].

Обсуждение

В последнее время в отечественных СМИ всё чаще можно было встретить заголовки о том, что ряд крупнейших российских организаций проявляли интерес к китайскому рынку долга: ПАО «НОВАТЭК», АО «Атомэнергпром» (управляется Государственной корпорацией «Росатом»), ПАО «Сибур», АО «Зарубежнефть», ПАО «Газпром», АО «Альфа-Банк», СПАО «Ингосстрах», АО «Россельхозбанк», АО «Русал», ОАО «РЖД» и другие компании получили кредитные рейтинги от китайских агентств [21], [26]. Российская Федерация также имеет несколько суверенных кредитных рейтингов в Китае [27].

Однако необходимо отметить, что наличие кредитного рейтинга выполняет и другие функции, помимо основной (получение доступа к заёмному финансированию). Так, наличие рейтинга от локального агентства, например, китайского, демонстрирует другим местным контрагентам уровень риска при сотрудничестве с данным бизнесом в ходе осуществления нормальной хозяйственной деятельности, не связанной с отношениями «заёмщик-кредитор» [26]. Суверенный кредитный рейтинг страны также может использоваться в качестве прокси-показателя оценки риска её компаний [27].

Несмотря на это, отдельные компании, такие как «Северсталь», действительно всерьёз рассматривают размещение облигаций в Китае как один из потенциальных источников финансирования в обозримой перспективе [28]. При этом Росатом и его дочерние компании обычно оценивают как наиболее вероятных заёмщиков на рынке панда-облигаций, поскольку данной структуре в значительной мере удалось избежать санкционных последствий, чего нельзя сказать про другие крупные российские компании и группы компаний [14].

При этом эффективность стратегии финансирования, включающей использование панда-облигаций, заключается в низких ставках финансирования, а также в естественном хеджировании валютных рисков и снижении транзакционных издержек при условии, если компания-заёмщик имеет значительную долю юаневой выручки и осуществляет свою деятельность в Китае.

Здесь же следует заметить, что в пользу перспективности использования панда-бондов российскими эмитентами в будущем говорит и то, что роль юаня в качестве иностранной валюты, в которой выпускаются облигации, в последние годы значительно выросла. Структура выпусков облигаций в РФ в иностранной валюте (без учёта замещающих облигаций и еврооблигаций) представлена на рисунке 1.

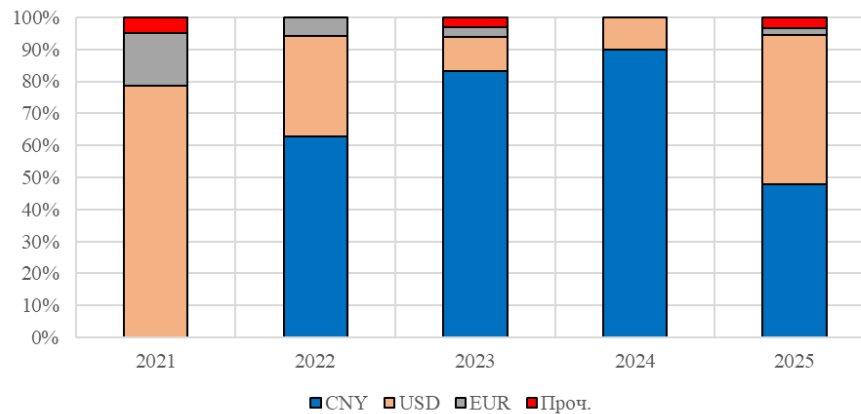


Рисунок 1 - Структура выпусков облигаций в иностранной валюте (без учёта замещающих облигаций и еврооблигаций)

DOI: <https://doi.org/10.60797/IRJ.2026.167.70.4>

Примечание: составлено авторами по данным Cbonds.ru

Анализ динамики, приведённой на рисунке 1, показал, что юань в 2021 году не использовался эмитентами в качестве иностранной валюты для выпуска облигаций на российском рынке публичного долга. Ситуация резко изменилась в 2022 году в связи с объективными причинами, заключающимися в санкционных ограничениях и контрсанкционных мерах. Общее число выпусков облигаций, номинированных в CNY, составило 63% в 2022 г., 83% в 2023 г., 90% в 2024 г. и 48% в 2025 г. соответственно. Таким образом, данная статистика свидетельствует о том, что юань на настоящий момент является одной из основных иностранных валют, в которых производится эмиссия облигаций в России.

Обсуждаемые в настоящей статье проблемы финансирования российского бизнеса и методы их решения отвечают актуальному политическому дискурсу, поскольку межгосударственные отношения Российской Федерации и Китайской Народной Республики характеризуются углублением взаимодействия и сотрудничества двух стран, в том числе в части торговых, инвестиционных и финансовых сфер [29], [30]. Как было продемонстрировано выше, увеличение степени сотрудничества во всех трёх сферах одновременно имеет синергетический эффект для потенциальных заёмщиков на рынке панда-облигаций: реализация совместных проектов, увеличение объёмов экспортно-импортных отношений, а также повышение значимости юаня как иностранной валюты позволят нивелировать отдельные риски внешнего финансирования для российских компаний, тем самым повысив преимущества данного инструмента.

Общим риском (ограничением) для всех иностранных компаний является потенциальное закрытие рынка панда-облигаций на фоне глобальной финансовой и экономической напряжённости в мире [19]. В случае с российским бизнесом к этому добавляется специфический риск вторичных санкций по отношению к китайским брокерам, банкам и другим участникам потенциальных размещений [14].

Таким образом, панда-облигации необходимо рассматривать как потенциально-возможный, но не единственный инструмент замещения традиционных (ориентированных на рынки Европы и США) еврооблигаций. В качестве других альтернативных вариантов можно назвать замещение внешнего долга внутренним (сценарий, который фактически реализуется сегодня); переток инвестиций из других инструментов на рынок облигаций, а также переток части банковских депозитов на рынок публичного долга; выпуск проектных облигаций институтов развития и другие [1]. Следовательно, привлечение капитала из дружественных стран является одним из возможных способов финансирования отечественных компаний; последующий анализ данного способа необходимо осуществлять в контексте прочих альтернатив и с учётом присущих ему достоинств, недостатков и ограничений.

Заключение

В рамках настоящего исследования была выполнена обоснованная оценка панда-облигаций как альтернативы ранее распространённых еврооблигаций, выпускаемых российскими компаниями в США и странах Европы. Особенности рынка панда-бондов и углубление отношений России и Китая делают данный инструмент привлекательным для отечественных заёмщиков, что было продемонстрировано на примере многочисленных новостных статей, рассмотренных ранее.

Научная ценность работы заключается в уникальной компиляции источников информации по теме еврооблигаций (в т.ч. панда-облигаций) как инструмента финансирования российского бизнеса в условиях текущей политической и финансово-экономической конъюнктуры.

Дальнейшими направлениями исследований могут стать: разработка схем конкретных решений по выпуску панда-облигаций с точки зрения юридических и финансовых ограничений, санкционного комплаенса и особенностей



хозяйственной деятельности потенциальных эмитентов; оценка возможностей внутреннего долгового рынка в контексте замещения внешних корпоративных заимствований; оценка текущего состояния российского облигационного рынка и предложение возможных мер по его развитию.

Конфликт интересов

Не указан.

Рецензия

Все статьи проходят рецензирование. Но рецензент или автор статьи предпочли не публиковать рецензию к этой статье в открытом доступе. Рецензия может быть предоставлена компетентным органам по запросу.

Conflict of Interest

None declared.

Review

All articles are peer-reviewed. But the reviewer or the author of the article chose not to publish a review of this article in the public domain. The review can be provided to the competent authorities upon request.

Список литературы / References

1. Переход С.А. Оценка рисков внешнего корпоративного долга российских компаний : дис. ... канд. экон. наук : 5.2.4 : защищена 2025-09-17 / С.А. Переход. — Москва, 2025. — 146 с. — URL: http://elib.fa.ru/avtoreferat/Perekhod_diss.pdf (дата обращения: 16.11.2025).
2. Финансовая экономика : учебник : в 2 т. / под науч. ред. В.В. Иванова, Н.А. Львовой. — Москва : Проспект, 2023. — Т. 2. — 688 с.
3. Международная облигация (Еврооблигация) // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/glossary/international-bond-eurobond/> (дата обращения: 16.11.2025).
4. Eurobond – Overview, How it Works, Benefits to Issuers and Investors // Corporate Finance Institute (CFI). — 2020. — URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/eurobond/> (accessed: 16.11.2025).
5. Bin-Dohry A.S. Destination choice of the dual listing decision: The case ASEAN-5 firms / A.S. Bin-Dohry, H.K. Shahar, S. Sabki // Cogent Economics & Finance. — 2023. — Vol. 11. — № 2. — P. 1–18. — DOI: 10.1080/23322039.2023.2233773.
6. Тулгаева А.П. Привлечение финансовых ресурсов на международном рынке. Особенности займов посредством еврооблигаций / А.П. Тулгаева // Экономика и социум. — 2016. — № 1 (20). — С. 1475–1491. — EDN VXWACR.
7. Якунина А.В. Риски облигационного финансирования / А.В. Якунина, Ю.В. Семернина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2012. — № 36 (126). — С. 2–13. — EDN PCTDVJ.
8. Давыдкин С.М. Анализ размещений еврооблигаций крупных российских компаний на зарубежных площадках / С.М. Давыдкин, С.Г. Квеквескири // Финансы, деньги, инвестиции. — 2017. — № 4 (64). — С. 18–26. — EDN YMQYZK.
9. Чугай С. Использование компаний специального назначения при выпуске еврооблигаций / С. Чугай // Банковский вестник. — 2012. — № 25 (570). — С. 28–32. — EDN KVYKGA.
10. Процесс подготовки эмиссии облигаций. Глава 3. Допуск корпоративных еврооблигаций к торгам на Московской бирже // Московская Биржа. — URL: <https://bondguide.moex.com/articles/bond-preparation-process/29> (дата обращения: 22.11.2025).
11. Флоров О. Еврооблигации. Часть 1: схема выпуска / О. Флоров // Право.ру. — 2024. — URL: <https://pravo.ru/opinion/250879/> (дата обращения: 22.11.2025).
12. Фролов О. Еврооблигации. Часть 2: влияние санкций / О. Фролов // Право.ру. — 2024. — URL: <https://pravo.ru/opinion/251786/> (дата обращения: 23.11.2025).
13. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (последняя редакция) : [принят Государственной Думой 20 марта 1996 г. : одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 г.] // КонсультантПлюс. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 23.11.2025).
14. China paves way for renminbi fundraising by Russian energy giants // Financial Times. — URL: <https://www.ft.com/content/ee8ddacb-79be-4000-a1ed-716d52c60a37> (accessed: 30.11.2025).
15. Рузлева Е. За дешевым юанем: зачем российским компаниям размещать облигации в Китае / Е. Рузлева // Forbes.ru. — 2025. — URL: <https://www.forbes.ru/investicii/545589-za-desevym-uanem-zacem-rossijskim-kompaniam-razmesat-obligacii-v-kitae> (дата обращения: 30.11.2025).
16. Панда облигации // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/glossary/panda-bonds/> (дата обращения: 30.11.2025).
17. Лысенко К. Панды на волне — обзор рынка панда-облигаций 2024 года / К. Лысенко, Т. Тирских // Эксперт РА. — 2025. — URL: https://raexpert.ru/researches/ua/panda_bonds_2024/ (дата обращения: 30.11.2025).
18. China bond market insight – 2022 // Bloomberg Professional Services (Bloomberg Finance). — URL: <https://assets.bhbhub.io/professional/sites/10/China-bond-market-booklet-2022.pdf> (accessed: 30.11.2025).
19. Foreign companies flock to ‘panda bond’ market in hunt for China hedge // Financial Times. — 2025. — URL: <https://www.ft.com/content/af4ed068-ef31-45a3-a462-3db25b55ce76> (accessed: 30.11.2025).
20. Cbonds Russia Corporate CNY YTM Index // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/91643/> (accessed: 30.11.2025).
21. Алифирова Е. Китай готовит почву для привлечения средств в юанях на своем рынке для российских энергетических компаний / Е. Алифирова // Neftegaz.ru. — 2025. — URL: <https://neftgaz.ru/news/finance/899189-kitay-gotovit-pochvu-dlya-privlecheniya-sredstv-v-yuanakh-na-svoem-rynke-dlya-rossiyskikh-energetich/> (дата обращения: 07.12.2025).



22. Альфа-банк получил международный кредитный рейтинг от агентства в КНР // РБК. — 2024. — URL: <https://www.rbc.ru/industries/news/65d4db829a79472dc21e2319> (дата обращения: 07.12.2025).
23. Шелудченко С. Первый российский страховщик рассказал о получении китайского рейтинга / С. Шелудченко // Ведомости. — 2023. — URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/12/22/1012417-pervii-rossiiskii-strahovschik-o-poluchenii-kitaiskogo-reitinga> (дата обращения: 07.12.2025).
24. РСХБ получил самый высокий кредитный рейтинг по оценке кредитного рейтингового агентства Китая China Lianhe Credit Rating Co., Ltd (Lianhe Ratings) // РСХБ. — 2025. — URL: <https://www.rshb.ru/news/25032025-000003> (дата обращения: 07.12.2025).
25. Кульша А. «Русал» получил кредитные рейтинги в Китае / А. Кульша // Ведомости. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2025/04/24/1106502-rusal-poluchil-reitingi-v-kitae> (дата обращения: 07.12.2025).
26. Крупнейшее рейтинговое агентство Китая присвоило РЖД кредитный рейтинг // Официальный сайт РЖД. — 2024. — URL: <https://company.rzd.ru/ru/9401/page/78314?id=216832> (дата обращения: 07.12.2025).
27. Кульша А. Россия получила уже четвертый суверенный кредитный рейтинг в Китае / А. Кульша // Ведомости. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2025/08/18/1132242-rossiya-poluchila-chetvertii-suverennii-kreditnii-reiting-v-kitae> (дата обращения: 07.12.2025).
28. Кульша А. «Северсталь» планирует разместить облигации в Китае / А. Кульша // Ведомости. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2025/04/23/1106084-severstal-planiruet-razmestit-obligatsii-v-kitae> (дата обращения: 07.12.2025).
29. Совместное заявление Российской Федерации и Китайской Народной Республики о дальнейшем углублении отношений всеобъемлющего партнерства и стратегического взаимодействия в новую эпоху в ознаменование 80-летия Победы Советского Союза в Великой Отечественной войне, Победы китайского народа в Войне сопротивления японской агрессии и образования Организации Объединенных Наций (от 08.05.2025) // Официальный сайт Президента Российской Федерации. — 2025. — URL: <http://www.kremlin.ru/supplement/6309> (дата обращения: 07.12.2025).
30. Межгосударственные отношения России и Китая // РИА Новости. — 2025. — URL: <https://ria.ru/20250831/kitay-2024058810.html> (дата обращения: 07.12.2025).
31. National Association of Financial Market Institutional Investors: Panda Bond Manuals (English Version) // NAFMII. — 2024. — URL: <https://www.nafmii.org.cn/xhdt/202407/P020240705533955123889.pdf> (accessed: 09.01.2026).

Список литературы на английском языке / References in English

1. Perekhod S.A. Ocenka riskov vneshnego korporativnogo dolga rossijskih kompanij [Risk assessment of external corporate debt of Russian companies] : dis. ... of PhD in Economics : 5.2.4 : defense of the thesis 2025-09-17 / S.A. Perekhod. — Moscow, 2025. — 146 p. — URL: http://elib.fu.ru/avtoreferat/Perekhod_diss.pdf (accessed: 16.11.2025). [in Russian]
2. Finansovaja jekonomika [Financial economics] : textbook : in 2 vols. / edited by V.V. Ivanov, N.A. Lvova. — Moscow : Prospekt, 2023. — Vol. 2. — 688 p. [in Russian]
3. Mezhdunarodnaya obligaciya (Evroobligaciya) [International Bond (Eurobond)] // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/glossary/international-bond-eurobond/> (accessed: 16.11.2025). [in Russian]
4. Eurobond – Overview, How it Works, Benefits to Issuers and Investors // Corporate Finance Institute (CFI). — 2020. — URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/finance/eurobond/> (accessed: 16.11.2025).
5. Bin-Dohry A.S. Destination choice of the dual listing decision: The case ASEAN-5 firms / A.S. Bin-Dohry, H.K. Shahar, S. Sabki // Cogent Economics & Finance. — 2023. — Vol. 11. — № 2. — P. 1–18. — DOI: 10.1080/23322039.2023.2233773.
6. Tultaeva A.P. Privlechenie finansovyh resursov na mezhdunarodnom rynke. Osobennosti zajmov posredstvom evroobligacij [Attracting financial resources in the international market. Features of loans through Eurobonds] / A.P. Tultaeva // Jekonomika i socium [Economics and Society]. — 2016. — № 1 (20). — P. 1475–1491. — EDN: VXBACR. [in Russian]
7. Yakunina A.V. Riski obligacionnogo finansirovaniya [Risks of bond financing] / A.V. Yakunina, Ju.V. Semernina // Finansovaja analitika: problemy i reshenija [Financial Analytics: Science and Experience]. — 2012. — № 36 (126). — P. 2–13. — EDN PCTDVJ. [in Russian]
8. Davydkin S.M. Analiz razmeshhenij evroobligacij krupnyh rossijskih kompanij na zarubezhnyh ploshhadkah [Analysis of accommodation of Eurobonds of large Russian companies on foreign exchanges] / S.M. Davydkin, S.G. Kvekveskiri // Finansy, den'gi, investicii [Finance, Money, Investments]. — 2017. — № 4 (64). — P. 18–26. — EDN YMQYZK. [in Russian]
9. Chugai S. Ispol'zovanie kompanij special'nogo naznachenija pri vypuske evroobligacij [Use of special purpose companies when issuing Eurobonds] / S. Chugai // Bankovskij vestnik [Banking Bulletin]. — 2012. — № 25 (570). — P. 28–32. — EDN KVKYKA. [in Russian]
10. Process podgotovki emissii obligacij. Glava 3. Dopusk korporativnyh evroobligacij k torgam na Moskovskoj birzhe [Bond issuance preparation process. Chapter 3. Admission of corporate Eurobonds to trading on the Moscow Exchange] // Moskovskaya Birzha [Moscow Exchange]. — URL: <https://bondguide.moex.com/articles/bond-preparation-process/29> (accessed: 22.11.2025). [in Russian]
11. Florov O. Evroobligacii. Chast' 1: shema vypuska [Eurobonds. Part 1: issuance scheme] / O. Florov // Pravo.ru. — 2024. — URL: <https://pravo.ru/opinion/250879/> (accessed: 22.11.2025). [in Russian]
12. Frolov O. Evroobligacii. Chast' 2: vlijanie sankcij [Eurobonds. Part 2: impact of sanctions] / O. Frolov // Pravo.ru. — 2024. — URL: <https://pravo.ru/opinion/251786/> (accessed: 23.11.2025). [in Russian]



13. Federal'nyj zakon "O rynke cennyh bumag" ot 22.04.1996 № 39-FZ (poslednjaja redakcija) [Federal Law "On the Securities Market" № 39-FZ of 22.04.1996 (last edition)] // Konsul'tantPlyus [ConsultantPlus]. — URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (accessed: 23.11.2025). [in Russian]
14. China paves way for renminbi fundraising by Russian energy giants // Financial Times. — URL: <https://www.ft.com/content/ee8ddacb-79be-4000-a1ed-716d52c60a37> (accessed: 30.11.2025).
15. Ruzleva E. Za deshevym juanem: zachem rossijskim kompanijam razmeshhat' obligacii v Kitae [For the cheap yuan: why Russian companies need to place bonds in China] / E. Ruzleva // Forbes.ru. — 2025. — URL: <https://www.forbes.ru/investicii/545589-za-desevym-uanem-zacem-rossijskim-kompanijam-razmesat-obligacii-v-kitae> (accessed: 30.11.2025). [in Russian]
16. Panda obligacii [Panda bonds] // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/glossary/panda-bonds/> (accessed: 30.11.2025). [in Russian]
17. Lysenko K. Pandy na volne — obzor rynka panda-obligacij 2024 goda [Pandas on the wave — review of the panda bond market in 2024] / K. Lysenko, T. Tirsikh // Jekspert RA. — 2025. — URL: https://raexpert.ru/researches/ua/panda_bonds_2024/ (accessed: 30.11.2025). [in Russian]
18. China bond market insight – 2022 // Bloomberg Professional Services (Bloomberg Finance). — URL: <https://assets.bhub.io/professional/sites/10/China-bond-market-booklet-2022.pdf> (accessed: 30.11.2025).
19. Foreign companies flock to 'panda bond' market in hunt for China hedge // Financial Times. — 2025. — URL: <https://www.ft.com/content/af4ed068-ef31-45a3-a462-3db25b55ce76> (accessed: 30.11.2025).
20. Cbonds Russia Corporate CNY YTM Index // Cbonds.ru. — URL: <https://cbonds.ru/indexes/91643/> (accessed: 30.11.2025).
21. Alifirova E. Kitaj gotovit pochvu dlja privilechenija sredstv v juanjah na svoem rynke dlja rossijskih jenergeticheskikh kompanij [China paves the way for yuan fundraising on its market for Russian energy companies] / E. Alifirova // Neftegaz.ru. — 2025. — URL: <https://neftegaz.ru/news/finance/899189-kitaj-gotovit-pochvu-dlja-privlecheniya-sredstv-v-yuanyakh-na-svoem-rynke-dlja-rossijskikh-energetich/> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
22. Alfa-bank poluchil mezhdunarodnyj kreditnyj rejting ot agentstva v KNR [Alfa-Bank received an international credit rating from an agency in China] // RBC. — 2024. — URL: <https://www.rbc.ru/industries/news/65d4db829a79472dc21e2319> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
23. Sheludchenko S. Pervyj rossijskij strahovshhik rasskazal o poluchenii kitajskogo rejtinga [The first Russian insurer spoke about receiving a Chinese rating] / S. Sheludchenko // Vedomosti. — 2023. — URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/12/22/1012417-pervii-rossiiskii-strahovschik-o-poluchenii-kitajskogo-rejtinga> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
24. RSHB poluchil samyj vysokij kreditnyj rejting po ocenke kreditnogo rejtingovogo agentstva Kitaja China Lianhe Credit Rating Co., Ltd (Lianhe Ratings) [RSHB received the highest credit rating from the Chinese credit rating agency China Lianhe Credit Rating Co., Ltd (Lianhe Ratings)] // RSHB. — 2025. — URL: <https://www.rshb.ru/news/25032025-000003> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
25. Kulsha A. "Rusal" poluchil kreditnye rejtingi v Kitae [Rusal received credit ratings in China] / A. Kulsha // Vedomosti. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2025/04/24/1106502-rusal-poluchil-rejtingi-v-kitae> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
26. Krupnejshee rejtingovoe agentstvo Kitaja prisvoilo RZhD kreditnyj rejting [China's largest rating agency assigned a credit rating to Russian Railways] // Oficial'nyj sajt RZHD [Russian Railways official website]. — 2024. — URL: <https://company.rzd.ru/ru/9401/page/78314?id=216832> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
27. Kul'sha A. Rossija poluchila uzhe chetvertyj suverennyj kreditnyj rejting v Kitae [Russia has already received its fourth sovereign credit rating in China] / A. Kul'sha // Vedomosti. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2025/08/18/1132242-rossiya-poluchila-chetvertii-suverennii-kreditnii-rejting-v-kitae> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
28. Kul'sha A. "Severstal" planiruet razmestit' obligacii v Kitae [Severstal plans to place bonds in China] / A. Kul'sha // Vedomosti. — 2025. — URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2025/04/23/1106084-severstal-planiruet-razmestit-obligatsii-v-kitae> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
29. Sovmestnoe zavajvenie Rossijskoj Federacii i Kitajskoj Narodnoj Respubliki o dal'nejšem uglublenii otnoshenij vseob'emljushhego partnerstva i strategicheskogo vzaimodejstvija v novuju jepohu v oznamenovanie 80-letija Pobedy Sovetskogo Sojuza v Velikoj Otechestvennoj vojne, Pobedy kitajskogo naroda v Vojne soprotivlenija japonskoj agresсии i obrazovanija Organizacii Ob'edinennyh Nacij (ot 08.05.2025) [Joint statement of the Russian Federation and the People's Republic of China on further deepening relations of comprehensive partnership and strategic interaction in the new era to mark the 80th anniversary of the Victory of the Soviet Union in the Great Patriotic War, the Victory of the Chinese people in the War of Resistance against Japanese Aggression and the formation of the United Nations (dated May 8, 2025)] // Oficial'nyj sajt Prezidenta Rossijskoj Federacii [The official website of the President of the Russian Federation]. — 2025. — URL: <http://www.kremlin.ru/supplement/6309> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
30. Mezhgosudarstvennye otnoshenija Rossii i Kitaja [Interstate relations between Russia and China] // RIA Novosti. — 2025. — URL: <https://ria.ru/20250831/kitay-2024058810.html> (accessed: 07.12.2025). [in Russian]
31. National Association of Financial Market Institutional Investors: Panda Bond Manuals (English Version) // NAFMII. — 2024. — URL: <https://www.nafmii.org.cn/xhdt/202407/P020240705533955123889.pdf> (accessed: 09.01.2026).