

## Вексельный рынок в России: состояние, проблемы и тенденции развития\*

### Bill Market in Russia: Status, Problems, and Development Trends

Г. ГАЛИМОВА, З. САФИНА,  
Ю. ЗАПОЛЬСКИХ, Т. ЛУБОВА

**Галимова Гузалия Абкадировна**, канд. экон. наук, доцент кафедры финансов и налогового регулирования Института экономики, управления и бизнеса ФГБОУ ВО «Уфимский университет науки и технологий» (УУНиТ). E-mail: ggalimova02@yandex.ru

**Сафина Зилия Забировна**, канд. экон. наук, доцент кафедры финансов и налогового регулирования Института экономики, управления и бизнеса УУНиТ. E-mail: zilya\_zabirovna\_safina@mail.ru

**Запольских Юлия Альфредовна**, канд. экон. наук, доцент кафедры финансов, анализа и учетных технологий Башкирского государственного аграрного университета (БГАУ). E-mail: banam74@mail.ru

**Лубова Татьяна Николаевна**, канд. экон. наук, доцент кафедры финансов, анализа и учетных технологий БГАУ. E-mail: lubova@list.ru

***Аннотация.** Актуальность темы обусловлена возрастающей ролью векселя как инструмента корпоративных финансов в условиях структурной перестройки экономики, ограниченного доступа к международным капиталам и санкционного давления. В 2023-2024 гг. вексельный рынок продемонстрировал устойчивость и стал важным источником краткосрочного финансирования для реального сектора, особенно в контексте высокой ключевой ставки Банка России. Анализ текущего состояния, выявление системных проблем и определение векторов развития необходимы для формирования прогноза и выработки рекомендаций для участников рынка.*

***Ключевые слова:** вексель, вексельный рынок России, долговые инструменты, альтернативное финансирование, цифровой вексель, цифровые финансовые активы.*

***Abstract.** The relevance of this topic stems from the growing role of bills of exchange as a corporate finance instrument amid economic restructuring, limited access to international capital, and sanctions pressure. In 2023-2024, the bill market demonstrated resilience and became an important source of short-term financing for the real sector, particularly in the context of the Bank of Russia's high key rate. Analysis of the current state, identification of systemic problems, and determination of development vectors are necessary for forecasting and developing recommendations for market participants.*

***Key words:** bill of exchange, Russian bill of exchange market, debt instruments, alternative financing, digital bill of exchange, digital financial assets.*

### Введение

Вексельный рынок России представляет собой сложную экосистему, состоящую из разнородных участников, каждый из которых выполняет специфические функции. Их взаимодействие определяет ликвидность, надежность и эффективность всего рынка.

Кредитные организации (банки) являются одними из наиболее значимых эмитентов на российском вексельном рынке. Они выпускают банковские векселя, которые выполняют несколько функций. Во-первых, это инструмент привлечения средств, альтернативный банковским вкладам. Во-вторых, банки используют векселя для проведения расчетных операций и формирования собственного портфеля высоколиквидных активов. К крупнейшим эмитентам этой категории относятся Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк и другие системообразующие кредитные организации.

\* Ссылка на статью: Вексельный рынок в России: состояние, проблемы и тенденции развития / Г. Галимова, З. Сафина, Ю. Запольских, Т. Лубова // Экономика и управление: научно-практический журнал. 2026. № 2. С. 176–181. DOI: 10.34773/EU.2026.2.31.

Корпоративный сектор (нефинансовые организации) составляет основу вексельной эмиссии в России. Компании используют векселя в трех основных направлениях. Кредитная функция заключается в оформлении коммерческого кредита при поставках товаров, работ, услуг через выпуск товарных векселей. Финансовая функция реализуется через привлечение заемных средств для пополнения оборотного капитала с помощью финансовых векселей. Расчетная функция позволяет использовать векселя в качестве средства платежа в рамках замкнутых цепочек – холдингов, кооперационных связей и технологических цепочек. Наиболее активными эмитентами выступают компании топливно-энергетического комплекса («Газпром», «Лукойл», «Роснефть»), металлургии («Норникель», «НЛМК», «Северсталь»), химической промышленности и машиностроения.

Государственные компании и субъекты хозяйствования с государственным участием также активно используют векселя для привлечения финансирования реализации инвестиционных проектов и проведения взаиморасчетов с контрагентами. К этой категории относятся такие крупные компании, как «РЖД», «Росатом», «Ростех» и другие. Их векселя пользуются высоким доверием на рынке и по своему статусу часто близки к корпоративным облигациям.

Кредитные организации являются не только эмитентами, но и крупнейшими инвесторами на вексельном рынке. Их деятельность как инвесторов включает несколько направлений. Банки формируют доходный портфель активов, приобретая векселя надежных эмитентов. Они предоставляют кредиты векселедержателям под залог векселей (ломбардные кредиты). Важной функцией является учет (дисконтирование) векселей, полученных от клиентов. Деятельность кредитных организаций на вексельном рынке строго регламентирована инструкциями Банка России.

Нефинансовые организации (корпорации) выступают на рынке как инвесторы, решая задачи эффективного размещения временно свободных денежных средств. Для них векселя часто являются альтернативой банковским депозитам. Особенностью этой категории инвесторов является то, что они часто являются «пассивными» инвесторами, предпочитающими держать векселя до погашения, ориентируясь при этом на надежность эмитента и сроки, совпадающие с их потребностями в ликвидности.

Индивидуальные инвесторы представлены на вексельном рынке в незначительной степени. Их основной мотивацией является размещение сбережений с целью получения более высокой доходности, чем по банковским вкладам. Отсутствие достаточной финансовой грамотности и невозможность проведения профессиональной осмотрительности делают операции с векселями для частных инвесторов высокорискованными.

Институциональные инвесторы, включая паевые инвестиционные фонды (ПИФы), негосударственные пенсионные фонды (НПФ) и страховые компании, используют векселя для диверсификации инвестиционного портфеля и достижения заданного уровня доходности при контролируемом риске. Их деятельность строго регламентирована Банком России.

Брокеры и дилеры играют ключевую роль в организации вывода векселей на организованные торги, прежде всего на Московскую биржу. Именно эти участники создают вторичный рынок векселей, обеспечивая возможность их досрочной продажи. Среди наиболее активных можно выделить «БКС Брокер», «Открытие Брокер», «Финам» и другие крупные компании.

Депозитарии выполняют функции учета и хранения как бездокументарных векселей (выпущенных в виде цифровых финансовых активов), так и сертификатов глобальных векселей (для документарной формы). Национальный расчетный депозитарий (НРД) является ключевым институтом для организованного рынка.

Банки как инфраструктурные агенты предоставляют специализированные услуги, повышающие привлекательность и надежность вексельного обращения. Крупные банки предлагают услуги авалирования, домициляции и инкассации за комиссию, создавая дополнительный бизнес на вексельном рынке.

Организаторы торговли (биржи) в лице Московской биржи предоставляют площадку для организованных торгов векселями, устанавливают стандарты листинга и обеспечивают прозрачность ценообразования. Биржевая торговля создает ориентиры для всего рынка, хотя объем торгов на организованном рынке значительно уступает внебиржевому обороту.

Регулятор и надзорные органы представлены, прежде всего, Банком России, который устанавливает правила для кредитных организаций, осуществляет надзор за их соблюдением и развивает рыночную инфраструктуру. Росфинмониторинг обеспечивает противодействие отмыванию доходов и финансированию терроризма через операции с векселями. Эти органы формируют правовое поле и обеспечивают стабильность финансовой системы в целом.

Эффективность вексельного рынка зависит от слаженного взаимодействия всех групп участников. Типичная цепочка взаимодействия может выглядеть следующим образом: корпорация-поставщик (эмитент) выдает товарный вексель корпорации-покупателю (инвестору). Последняя, нуждаясь в денежных средствах, учитывает этот вексель в банке (профессиональный участник/инвестор). Банк, в свою очередь, может либо держать вексель до погашения, либо продать его через брокера на бирже другому инвестору. На каждом этапе свою роль играют депозитарий (фиксирует права) и регулятор (контролирует риски).

Особенностью российского вексельного рынка является значительная доля внебиржевых операций, где прямые контрагенты договариваются об условиях сделок без посредников. Однако в последние годы наблюдается тенденция к увеличению доли организованных торгов через биржевые площадки, что повышает прозрачность и ликвидность рынка.

Таким образом, вексельный рынок представляет собой не просто отношения между двумя контрагентами, а разветвленную инфраструктуру, обеспечивающую трансформацию долгового обязательства в ликвидный финансовый актив. Понимание роли каждого участника позволяет адекватно оценивать риски и потенциал этого сегмента финансовой системы, а также прогнозировать направления его развития в условиях цифровизации и изменения регуляторной среды.

### **Методы**

Развитие вексельного рынка в 2020–2025 гг. представляет собой уникальный кейс адаптации финансового инструмента к последовательным внешним шокам. Рынок прошел через фазу вынужденного роста в условиях кризисов ликвидности и санкционного давления, после чего вступил в стадию структурной перестройки и поиска новой равновесной модели в изменившихся макроэкономических реалиях. Пандемия COVID-19 (2020–2021 гг.) создала беспрецедентный разрыв в цепочках поставок и вызвала острый дефицит оборотных средств у компаний, что активизировало использование векселей как инструмента коммерческого кредита. Последовавшие в 2022 г. геополитические события и санкционные ограничения привели к резкому ужесточению денежно-кредитных условий, ограничению доступа к международному фондированию и необходимости перестройки всей системы внутренних расчетов. В этих условиях вексель, обладающий свойствами абстрактности и безусловности, превратился из инструмента нишевого применения в системный элемент корпоративных финансов.

Ключевым индикатором, отражающим масштабы и динамику рынка, является статистика Банка России по объему векселей, учтенных в активах кредитных организаций. Данный показатель является наиболее репрезентативным, поскольку кредитные организации выступают основными акцептантами, учетчиками и держателями векселей, концентрируя в своих портфелях значительную часть обращающихся обязательств. Их отчетность позволяет отследить не только объемы, но и качество вексельной массы.

### **Результаты**

В 2020 г. рынок продемонстрировал рост на 8,2 %, что стало реакцией на пандемийный кризис. Предприятия, столкнувшись с проблемами денежного потока, активно использовали векселя для отсрочки платежей и поддержания хозяйственных связей. В 2021 г., на фоне

частичного восстановления экономики и смягчения денежной политики ЦБ, темпы роста замедлились до 7,3 %.

События 2022 г. стали катализатором беспрецедентного скачка. Рост на 16,5 % в 2022 г. и 15,3 % в 2023 г. был обусловлен комплексом факторов: уходом с рынка ряда иностранных кредиторов и инвесторов, резким повышением ключевой ставки до 20 % (в 2022 г.) и последующим сохранением ее на высоком уровне, что сделало банковские кредиты недоступными для многих компаний. Вексель стал инструментом выживания, позволяя проводить расчеты и привлекать финансирование в рамках замкнутых, доверительных цепочек партнеров. Доля векселей в активах банков выросла до 1,67 %, что свидетельствует об увеличении их относительной значимости.

К 2024 г. рынок вступил в фазу умеренного роста (прогноз +6 %). Высокая ключевая ставка (16 %) продолжала поддерживать спрос на альтернативные инструменты, однако экономика адаптируется, формируются новые логистические и финансовые цепочки. Прогноз на 2025 г. (+4,5–7 %) уже учитывал ожидаемое Минэкономразвитием и ЦБ РФ постепенное снижение ключевой ставки до 10–12 % к концу периода (чего так и не случилось). Это привело бы к некоторому снижению привлекательности векселей как высокодоходного актива, но сохранило бы их роль как расчетного инструмента в реконфигурированной экономике. Ожидалось, что к концу 2025 г. номинальный объем рынка стабилизируется в коридоре 2,75–2,9 трлн рублей.

Качественные изменения на вексельном рынке за рассматриваемый период не менее значимы, чем количественные. Произошла серьезная трансформация структуры как со стороны эмитентов, так и со стороны инвесторов, отражающая сдвиги в экономической политике и корпоративных стратегиях.

Наблюдается устойчивый тренд снижения доли банковских векселей и рост доли корпоративных (нефинансовых). Если в 2020 г. на банки приходилось 38 % рынка, то к 2024 г. их доля снизилась до 28 %. Это связано с несколькими причинами. Во-первых, в условиях санкций и ограничений крупные банки стали более осторожно подходить к эмиссии собственных долговых инструментов, фокусируясь на устойчивости фондирования. Во-вторых, регулятор (ЦБ РФ) ужесточил требования к рискам по операциям с векселями, что сделало их учет для банков менее капиталоемко-эффективным по сравнению с другими активами. В-третьих, и это главное, произошел взрывной рост спроса со стороны реального сектора. Компании, лишенные доступа к дешевым кредитам и столкнувшиеся с необходимостью выстраивания новых хозяйственных связей, массово обратились к векселям. Рост доли корпоративных векселей с 60 % до 70 % красноречиво свидетельствует о том, что этот инструмент стал для нефинансовых компаний ключевым механизмом управления ликвидностью и обеспечения непрерывности расчетов.

Углубляя отраслевой срез, можно выделить сектора-лидеры по объему корпоративных эмиссий. Их структура отражает традиционную специализацию российского экспорта. Абсолютными лидерами являются сырьевые и экспортно-ориентированные сектора. На ТЭК и металлургию совокупно приходится 68 % всего объема корпоративных векселей. Это объясняется их капиталоемкостью, длинным производственным циклом и исторически сложившейся практикой использования векселей в расчетах с контрагентами по всей технологической цепочке – от добывающих предприятий до переработчиков и трейдеров. Примечательна обратная зависимость между долей на рынке и доходностью: векселя компаний ТЭК, являясь наиболее надежными и ликвидными, предлагают наименьшую доходность (11–14 %). В то же время векселя строительных компаний, работающих в более рискованном сегменте с высокой волатильностью спроса, компенсируют риск премией, достигающей 20 % и выше. Отдельного внимания заслуживает рост активности в машиностроении (13 %), что косвенно указывает на увеличение объема госзаказа и программ импортозамещения в этой отрасли, требующих гибких схем финансирования кооперации.

Вексельный рынок остро реагирует на изменения денежно-кредитной политики. Доходность по векселям формируется как компенсация за кредитный риск эмитента и риск

ликвидности, на которую накладывается базовый уровень безрисковой ставки, задаваемой ключевой ставкой Банка России.

В период мягкой денежной политики (2020–2021 гг.) доходности находились на исторических минимумах. Резкий рост ключевой ставки в 2022–2023 гг. привел к синхронному скачку доходностей по всем категориям векселей. К началу 2024 г. доходность по векселям банков из топ-10 (13–15,5 %) практически сравнялась с ключевой ставкой (16 %), что отражает их статус высоконадежных инструментов. При этом спрэд между векселями первого эшелона (ТЭК) и бумагами компаний второго и третьего эшелонов существенно расширился, достигая 10–15 процентных пунктов. Это свидетельствует о повышении избирательности инвесторов и ужесточении требований к кредитному качеству в условиях неопределенности. Рынок четко сегментировал эмитентов: надежные компании могут привлекать средства с премией в 1–3 % к ставке ЦБ, тогда как менее надежные вынуждены платить сверхвысокую премию за риск. Напомним, что прогноз на 2025 г. предполагал постепенное сужение диапазонов доходности и их смещение вниз по мере реализации базового сценария ЦБ по снижению ключевой ставки до 10–12 % к концу года.

Ликвидность остается ахиллесовой пятой вексельного рынка. Основной оборот по-прежнему сосредоточен во внебиржевом сегменте, где сделки носят индивидуальный, подобранный характер. Однако организованная торговля на Московской бирже, несмотря на скромные абсолютные объемы, служит важным индикатором рыночных настроений и ценовым ориентиром.

Объем торгов вырос более чем в два раза за четыре года (с 45,2 до 105,3 млрд руб.), а количество сделок увеличилось на 57 %. Это говорит о постепенном, хоть и медленном, развитии института биржевой ликвидности. Рост числа инструментов в котировальных списках до 140 указывает на интерес со стороны новых эмитентов, в том числе среднего бизнеса, к публичному размещению своих обязательств. Однако важно контекстуализировать эти цифры: даже пиковый объем биржевых торгов в 2023 г. (105,3 млрд руб.) составлял лишь около 4,2 % от совокупного объема рынка (2 480 млрд руб.). Темпы роста за 8 месяцев 2024 г. (78,5 млрд руб.) проецировались на годовой уровень около 118 млрд руб., что указывало на продолжение роста, но с замедлением темпов. Это подтверждало тезис о том, что биржа выполняет, в первую очередь, функцию ценового дисконтирования и обеспечения ликвидности для ограниченного круга стандартизированных инструментов, в то время как основная масса векселей обращается в рамках закрытых двусторонних отношений.

### Заключение

На основании проведенного анализа макроэкономического контекста, структурных сдвигов и динамики ключевых показателей был сформирован консолидированный прогноз развития вексельного рынка России на 2025 год. Этот прогноз носил сценарный характер и был основан на базовых предположениях, заложенных в основных стратегических документах регулятора и правительства (таблица).

#### Сводный прогноз ключевых показателей вексельного рынка России на 2025 год

Показатель	Размер в 2025 году	Обоснование и факторы влияния
Совокупный объем рынка	2,8–2,95 трлн руб.	Умеренный рост (2–4 % в реальном выражении) при снижении ключевой ставки
Доля цифровых векселей	15–20 %	Ускорение цифровизации при поддержке регулятора и развития платформы «Мастерчейн»
Средняя доходность векселей ТЭК (1-й эшелон)	12,5–15 % годовых	Сближение с доходностью облигациям аналогичных эмитентов по мере снижения ставки ЦБ
Объем биржевых торгов	115–135 млрд руб.	Постепенный рост ликвидности организованного сегмента
Количество судебных споров	8–10 тыс. дел в год	Правовые сложности и наличие проблемных бумажных векселей

Ожидалась стабилизация номинального объема рынка в районе 2,9 трлн руб. при замедлении темпов роста до 4–7 %. Это будет означать завершение фазы «шокового» расширения

и переход к зрелому развитию, где рост будет определяться не столько внешними шоками, сколько внутренними потребностями экономики и успехом цифровой трансформации рынка.

Прогнозируемая доля цифровых векселей в 15–20 % от новых выпусков является индикатором глубины трансформации. В 2025 г. цифровой вексель на платформе распределенного реестра перестал быть экзотикой и стал стандартным продуктом для среднего и крупного бизнеса. Это кардинально снизит операционные и правовые риски, связанные с подделкой и учетом бумажных бланков. Успех этого направления будет критически зависеть от удобства и надежности технологических платформ (прежде всего, инфраструктуры Банка России) и ясности налогового регулирования операций с ЦФА.

Снижение доходности векселей первоклассных эмитентов до 12,5–15 % будет прямым следствием смягчения денежно-кредитной политики. Более важно то, что разрыв в доходности между векселями и облигациями аналогичных компаний будет сокращаться. Вексель будет все меньше рассматриваться как суррогат денег или высокорискованный актив, и все больше – как краткосрочный долговой инструмент, законное место в линейке корпоративных заемщиков.

Прогноз о сохранении высокого уровня судебных споров (8–10 тыс. дел) является тревожным сигналом. Он указывает на то, что значительная часть «старых» бумажных векселей, выпущенных до 2022 г., продолжит создавать проблемы. Правовая архаичность, сложности взыскания и мошенничество в бумажном сегменте будут сохраняться как тормозящий фактор, подчеркивая необходимость ускоренного перехода к цифровым форматам.

Несмотря на количественный рост и адаптационную устойчивость, российский вексельный рынок продолжает сталкиваться с комплексом глубоких системных проблем, которые сдерживают его качественное развитие, повышают транзакционные издержки и создают значительные риски для участников. Эти проблемы носят институциональный, инфраструктурный и технологический характер, уходя корнями в исторические особенности формирования рынка.

### Литература

1. Аналитика / Национальное рейтинговое агентство [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ra-national.ru/analytics/#material>
2. Доронина Н.Г., Семилютина Н.Г. Особенности регулирования финансового рынка в условиях цифровизации // Финансовое право в цифровую эпоху: Материалы Междунар. научно-практич. конф., Москва, 27 ноября 2020 г. М.: Российский государственный университет правосудия, 2021. С. 309–328.
3. Московская биржа [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/> (раздел «Данные»)
4. Обзор финансовой стабильности / Банк России [Электронный ресурс]. URL: <https://cbr.ru/finstab/review/>
5. Официальные документы / Министерство финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/document/>
6. Статистический бюллетень Банка России [Электронный ресурс]. URL: <https://cbr.ru/statistics/bbs/>
7. Федеральная служба государственной статистики (Росстат) [Электронный ресурс]. URL: <https://rosstat.gov.ru/>
8. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/> (разделы «Статистика», «Финансовые рынки», «Пресс-релизы»)