

В диссертационный совет ФГБОУ ВО
“Российская академия народного
хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации”
119571 Москва, проспект Вернадского, д. 82

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации на диссертацию Шилова Кирилла Дмитриевича “Криптовалюты как финансовые активы: функции, структура рынка и факторы доходностей”, представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 Финансы

Актуальность темы исследования

С течением времени криптовалюты трансформировались в самостоятельный, внутренне неоднородный класс финансовых активов. Ёмкость мирового криптовалютного рынка в настоящее время сопоставима с показателями глубины многих рынков традиционных финансовых активов. При этом целый ряд концептуальных и прикладных вопросов, касающихся рынка криптовалют, до сих пор не имеет однозначных ответов. Речь, в частности, о том, в какой степени крупнейшие по капитализации криптовалюты выполняют функции денег, какие факторы решающим образом влияют на их ценообразование и динамику доходности и т.д. Эти вопросы занимают центральное место в диссертационном исследовании К.Д. Шилова и обуславливают его актуальность.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации

Обоснованность положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации, обеспечена тем, что её автор владеет

необходимыми знаниями в области теории финансов, моделей ценообразования активов, макроэкономики, эконометрики временных рядов. В работе квалифицированно применён широкий спектр общенаучных (анализ, синтез, аналогия, дедукция, индукция, сравнительный анализ и т.д.) и специальных методов, прежде всего, в части эконометрической оценки моделей ценообразования криптовалют.

Представленная диссертация соответствует следующим пунктам Паспорта специальности 5.2.4 Финансы: 6. Небанковские финансовые институты; 7. Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем; 19. Финансовые риски. Финансовый риск-менеджмент финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере; 24. Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков; 29. Роль и функции денег в экономической системе; 34. Новые технологии в финансовом секторе, их влияние на состояние рынков финансовых услуг. Цифровые финансовые технологии (финтех). Цифровые финансовые активы.

Особого внимания заслуживают следующие результаты, полученные диссертантом:

- предложена авторская таксономия рынка криптовалют, причём раскрыто её развитие в динамике;
- обоснована роль Bitcoin как актива тезаврации и прообраза “тихой гавани” в условиях криптовалютного рынка;
- осуществлена декомпозиция вклада внутренних и внешних факторов стоимости ведущих криптовалют - Bitcoin и Ether, которая свидетельствует о весьма ограниченной роли внутренних факторов;

- построены многофакторные модели ценообразования активов для криптовалют, базирующиеся на принципах CAPM, которые продемонстрировали значительную подверженность криптовалют систематическому крипторыночному риску, а также их зависимость от фактора размера (капитализации).

Теоретическая и практическая значимость работы

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в развитии методологии анализа криптовалютного рынка с учётом его неоднородности. Результаты диссертационного исследования могут применяться в таких учебных дисциплинах, как “Международные финансы”, “Финансовая экономика”, “Финансовая эконометрика” и т.п. Кроме того, материалы диссертации могут быть положены в основу авторского элективного курса по актуальным проблемам криптовалютного рынка.

С практической точки зрения, результаты, полученные в диссертации, представляют несомненный интерес для широкого круга инвесторов, инфраструктурных участников рынка-криптобирж, а также национальных финансовых регуляторов, в том числе, для Банка России.

Замечания по работе

Диссертационное исследование К.Д. Шилова, тем не менее, не свободно от ряда недостатков и дискуссионных моментов.

- При анализе влияния внешних факторов на доходности Bitcoin и Ether диссертант использует исключительно фондовые индексы, индексы облигационного рынка и рынка сырьевых товаров. С учётом событий последних лет этот перечень целесообразно расширить за счёт сентометрических индексов, характеризующих неопределённость экономической политики и геополитический риск. В

контексте и в развитие результатов, полученных диссертантом, здесь есть место и для прикладного вопроса: есть ли у ведущих криптовалют потенциал для хеджирования такого рода рисков? См., например, исследование Mo et al. (2025).

- В диссертации, как при разработке авторской таксономии криптовалют, так и при моделировании драйверов их доходностей, автор избегает дискуссии о взаимосвязи крипторынка с ESG-повесткой. Между тем, экологические последствия майнинга криптовалют - довольно активно разрабатываемая исследовательская тема. В этой связи диссертанту следовало бы также рассмотреть возможность включения ESG-метрик в свой количественный анализ. См., например, работу Wang et al. (2026).
- При отборе “наилучших” моделей, объясняющих доходности криптовалют, насколько можно судить по тексту, диссертант не прибегает к методам машинного обучения. Вместе с тем, количество переменных это вполне позволяло сделать. Чем объясняется решение оказаться от применения ML-методов?
- Диссертация, в целом, написана хорошим академическим языком, но не все досадные опечатки и оформительские недочёты удалось устранить. В частности, во Введении следовало бы привести (по крайней мере, в скобках) не русифицированные, оригинальные имена авторов. Также некоторые термины, характеризующие технологические особенности функционирования криптовалют, уместно было разъяснить в форме постраничных сносок.

Заключение по работе

Перечисленные замечания не влияют на общую положительную оценку диссертационного исследования К.Д. Шилова. Оно носит оригинальный завершённый характер, содержит решение комплекса важных научных и прикладных проблем, безусловно, может быть допущено до защиты в диссертационном совете. Положения, выносимые на защиту, в целом, корректно обоснованы, имеют научную и практическую ценность, что соответствует требованиям Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842, и Порядка присуждения учёной степени кандидата наук, учёной степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утверждённого приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 30 апреля 2025 года № 02-763, а соискатель, Шилов Кирилл Дмитриевич, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 Финансы.

**член диссертационного совета
д.э.н., профессор, заведующий
кафедрой прикладной экономики
ФГАОУ ВО «Московский государственный
институт международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел
Российской Федерации»**

27.05.2026 г.

Личные данные составителя отзыва:

Столбов Михаил Иосифович
E-mail: stolbov.m@my.mgimo.ru
Тел.: +7 (495) 234-84-99
Адрес: 119454, Москва, проспект Вернадского, 76



М.И. Столбов

