

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

официального оппонента

по диссертации Шилова Кирилла Дмитриевича «Криптовалюты как
финансовые активы: функции, структура рынка и факторы доходностей» по
специальности 5.2.4. Финансы, представленную на соискание учёной степени
кандидата экономических наук, выполненную в Лаборатории исследования
цифровых финансов, Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара

Актуальность темы исследования.

Криптовалюты рассматриваются многими инвесторами как часть
пространства инвестиционных активов, а масштабы рынка криптовалют уже
заметно превосходят некоторые сегменты рынка капитала. В то же время
криптовалюты используются многими инвесторами как часть платежной
инфраструктуры, что обуславливает двойственный характер спроса на них.
В связи с этим исследования, направленные на анализ факторов доходности
криптовалют являются актуальными. Для России особую актуальность тема
приобретает в связи с ожидаемым изменением регулирования.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций
диссертационного исследования определяется последовательностью
постановки и решения исследовательских задач на основе современной
теоретико-методологической базы. Автор опирается на широкий круг
отечественных и зарубежных публикаций в области криптовалют, факторных
моделей и финансовой эконометрики, формулируя гипотезы, логично

вытекающие из выявленных пробелов в литературе. Изложение ведется от общего к частному. Применяемый инструментарий (методы анализа временных рядов, корреляционного и регрессионного анализа, построения факторных моделей и инвестиционных портфелей) полностью соответствует предмету и задачам исследования.

Достоверность эмпирических выводов подкрепляется сравнительным анализом нескольких спецификаций моделей, охватом различных категорий криптовалют и проверкой гипотез на разных временных интервалах, что позволило выявить структурный перелом рынка после 2017-2018 годов. Полученные результаты характеризуются внутренней логической непротиворечивостью, согласуются с современными научными представлениями и развивают существующие подходы к анализу цифровых активов. Практические рекомендации аргументированы результатами эконометрического анализа и могут быть использованы в академических исследованиях, риск-менеджменте и регулировании криптовалютного рынка.

Научная новизна результатов исследования

Научная новизна диссертационного исследования заключается в развитии подходов к анализу криптовалют как гетерогенного класса финансовых активов, выполняющих различные экономические функции. Автором предложена оригинальная классификация криптовалют, основанная на их функциональных характеристиках и роли в структуре криптовалютного рынка.

Существенным научным результатом является построение и эмпирический анализ категориальных портфелей криптовалют, что позволило выявить особенности действия общерыночных факторов доходностей для различных сегментов крипторынка. Представляет интерес и вывод автора о структурной трансформации криптовалютного рынка после 2017–2018 гг. и формировании устойчивых общерыночных факторов риска. К элементам научной новизны диссертации следует также отнести

проведённый автором анализ выполнения биткоином отдельных функций денег (средства обмена и средства сбережения). Автор показывает эволюцию экономического восприятия биткоина от инструмента «цифровой наличности» к активу, обладающему свойствами «цифрового золота», что позволяет уточнить его место в современной финансовой системе.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Теоретическая значимость исследования заключается в развитии научных представлений о криптовалютах как о неоднородном классе финансовых активов, выполняющих различные экономические функции и характеризующихся различными механизмами ценообразования. Предложенная автором функциональная классификация криптовалют, а также результаты анализа монетарной сущности биткоина и факторов доходностей различных категорий криптоактивов расширяют существующие подходы к исследованию цифровых финансовых активов и вносят вклад в развитие теории финансовых рынков применительно к криптовалютному сектору.

Практическая значимость исследования состоит в возможности использования полученных результатов профессиональными участниками финансового рынка, инвесторами и исследователями при анализе криптовалютных активов, формировании инвестиционных портфелей и разработке моделей риск-менеджмента.

Дискуссионные вопросы

Несмотря на общий высокий уровень диссертации можно отметить несколько дискуссионных замечаний:

1. Предложенная автором классификация криптовалют, при всей её научной и прикладной ценности, неизбежно имеет открытый характер, поскольку направлена на систематизацию чрезвычайно динамичной среды, в которой постоянно возникают новые типы цифровых активов.

Сам автор справедливо указывает на сложность построения строгой классификации криптовалют. Представляется, что диссертация выиграла бы от введения формального протокола классификации (например, на основе набора бинарных или порядковых признаков), который позволил бы снизить субъективность разметки и сделать таксономию воспроизводимой последующими исследователями.

2. В разделах 3.1 и 3.2 автор получает интересные результаты по факторам доходности биткоин и Ether. В частности, показана статистически значимая связь между концентрацией биткоинов на крупных адресах и его доходностью, что автор интерпретирует как аргумент в пользу нарратива «цифрового золота». Вместе с тем регрессионная значимость факторов сама по себе не всегда позволяет отделить причинно-следственную связь от общей динамики временных рядов. В дальнейшем этот результат можно было бы дополнительно проверить, например, с помощью тестов причинности по Грейнджеру или анализа реакции рынка на отдельные события — халвинги, регуляторные решения и др.
3. Автор обоснованно отмечает практическую значимость результатов для разработки дифференцированного и риск-ориентированного регулирования криптовалют. Вместе с тем этот вывод мог бы быть раскрыт подробнее. В частности, было бы полезно конкретизировать, какие регуляторные подходы могут соответствовать разным категориям криптовалют. Например, платёжным криптовалютам, токенам управления, мем-коином и другим группам активов. Это позволило бы усилить практическую значимость предложенной автором таксономии.

Отмеченные замечания носят преимущественно дискуссионный и рекомендательный характер и не умаляют теоретической и практической значимости проведённого исследования.

Заключение по работе: Диссертация Шилова Кирилла Дмитриевича «Криптовалюты как финансовые активы: функции, структура рынка и факторы доходностей» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития финансовой науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного 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, приказ об изм. № 02-1313 от 10.07.2025; приказ об изм. 02-1794 от 17.09.2025), а Шилов Кирилл Дмитриевич заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент,
доктор экономических наук
Заведующий кафедрой финансов и кредита
экономического факультета
ФГБОУ ВО «Московский государственный
университет имени М.В. Ломоносова»



И.Н. Гуров

«25» мая 2026 г.

119234, г. Москва, Ленинские горы, д. 1
Тел: +7 (916) 595-28-98, gurovin@my.msu.ru

