

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. 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 ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.4. Финансы

Актуальность темы исследования. Появление первой криптовалюты назад стало редким для истории финансов явлением, связанным с возникновением нового класса инвестиционных активов. В отличие от классических классов активов, криптовалюты не имеют прямого исторического аналога с точки зрения децентрализованной природы, программируемости и отсутствия эмитента в традиционном понимании. Изначально воспринимаемый как технологическая новация с признаками финансовой пирамиды, рынок криптовалют достиг размера, сопоставимого с рынками акций крупных стран, и привлек внимание институциональных инвесторов и финансовых регуляторов. При этом внутренняя структура крипторынка заметно усложнилась. На смену первоначальному представлению о криптовалютах как о «цифровых деньгах» пришло многообразие цифровых активов с различными экономическими функциями и механизмами формирования стоимости. В этой связи диссертационное исследование Шилова К.Д., посвященное анализу структуры этого нового рынка, экономической сущности цифровых активов и механизмов их ценообразования, является актуальным как для финансовой науки, так и для регуляторной практики.

Достоверность и научная обоснованность результатов исследования.

Достоверность результатов диссертационного исследования обеспечивается применением современного эконометрического инструментария (регрессионного анализа временных рядов, многофакторных моделей ценообразования, построенных на принципах CAPM и модели Фама-Френча), а также систематическим перебором большого числа спецификаций моделей, что снижает риск избирательной интерпретации результатов. Информационную основу работы составляет обширный массив данных: ценовые ряды, ончейн-метрики блокчейнов, показатели DeFi-рынка, а также цены традиционных финансовых активов и безрисковые ставки. Полученные выводы соотнесены с актуальными публикациями ведущих исследователей в области криптовалют и финансовых рынков, что свидетельствует о встроенности работы в актуальную научную дискуссию.

Новизна научных положений исследования. Научная новизна диссертации К. Д. Шилова определяется комплексным подходом к анализу криптовалютного рынка как неоднородной среды. Центральным результатом является разработка авторской таксономии криптовалют, основанной на выделении платежных активов, платформенных токенов, токенов управления и иных категорий. Значимым вкладом также является анализ монетарных свойств Bitcoin, сочетающего признаки платежного средства и средства сбережения. Самостоятельное значение имеет эмпирическое обоснование структурной трансформации криптовалютного рынка после 2018 года от стадии фрагментации к состоянию высокой взаимосвязанности с наличием общих факторов риска. Кроме того, в диссертации адаптированы и апробированы многофакторные модели ценообразования, построенные по аналогии с моделью Фама-Френча, применительно не к отдельным криптовалютам, а к категориальным портфелям цифровых активов. Это позволило выявить различия в чувствительности отдельных групп криптовалют к систематическому риску крипторынка.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость работы состоит в развитии представлений о криптовалютах как гетерогенном классе финансовых активов. Исследование также вносит вклад в дискуссию о монетарной природе Bitcoin, обосновывая его промежуточное положение между фиатными валютами и золотом. Практическая значимость результатов связана с возможностью их использования инвесторами при формировании диверсифицированных портфелей внутри крипторынка и выборе корректного периода анализа, в том числе с учетом структурных изменений рынка после 2018 года. Для регуляторов результаты исследования могут быть полезны при обосновании дифференцированного и риск-ориентированного подхода к регулированию цифровых активов.

Дискуссионные вопросы, комментарии и пожелания. Несмотря на довольно хорошее качество проведённого исследования, следует отметить ряд дискуссионных вопросов и замечаний.

1. При оценке факторных моделей доходностей категориальных портфелей автор использует сырые (gross) доходности, не скорректированные на безрисковую ставку. В классической постановке CAPM и модели Фама-Френча зависимая переменная — это избыточная доходность портфеля сверх безрисковой ставки, и рыночный фактор также конструируется как избыточная доходность рынка. Игнорирование этой корректировки может означать смещение альфы и приводить к её некорректной оценке.

2. Все категориальные портфели в работе взвешены по рыночной капитализации. Данный подход, несмотря на свою распространённость, имеет известный недостаток: портфель концентрируется в нескольких крупнейших активах категории, и фактически тестируется динамика «лидеров» сегмента, а не категории в целом. Равновзвешенные портфели (1/N) в этом смысле являются более «демократичным» тестом однородности категории, а модели с ними могут давать несколько иные результаты.

3. Авторская функциональная классификация криптовалют является важным элементом исследования, поскольку позволяет рассматривать

крипторынок как совокупность категорий с различными экономическими функциями. Вместе с тем принадлежность отдельных криптовалют к той или иной категории не всегда является однозначной и устойчивой во времени. Многие токены могут одновременно выполнять функции платежного средства, инвестиционного актива, инструмента управления, залога или элемента инфраструктуры конкретного протокола. Кроме того, по мере развития проекта фактическая экономическая роль токена может меняться. В этой связи было бы полезно подробнее раскрыть, каким образом в работе учитываются пересечение категорий и возможная смена функциональной природы цифровых активов во времени.

4. В работе показано, что фактор ликвидности во многом совпадает с фактором размера, поскольку наиболее высокие торговые объемы обычно характерны для криптовалют с высокой капитализацией. В связи с этим интерпретация фактора размера как самостоятельной риск-премии требует некоторой осторожности и потенциально может указывать на необходимость использования альтернативных показателей, например оборачиваемость, спреда или показатели ценового воздействия сделок, если такие данные доступны.

Перечисленные замечания, однако, не умаляют научной ценности представленной диссертации.

Вывод: 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 экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Член диссертационного совета РАНХиГС,
Кандидат экономических наук
Старший научный сотрудник Лаборатории анализа
институтов и финансовых рынков ИПЭИ
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и
государственной службы
при Президенте Российской Федерации»



М.И. Чернова

«03» июня 2026 г.

119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82
тел. +7 (916) 228-72-33, chernova-mi@ranepa.ru



Подпись Черновой М.И. заверено.
Вручил специалисту Мухомов А.В. Мух
03.06.2026