

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

Развитие Интернета, криптографии и финансовых технологий с одной стороны радикально изменило характер экономических отношений, а с другой – породило абсолютно новые явления цифрового мира. Одним из наиболее ярких примеров таких явлений стали криптовалюты – цифровые активы, созданные в Интернете и для Интернета и не существующие за его пределами вовсе. Первоначально криптовалюты воспринимались, скорее, как технологический эксперимент, перспективы которого были далеко не очевидны. Однако за сравнительно короткий период этот рынок не только сохранился, но и, претерпев ряд изменений, существенно вырос. Сегодня криптовалюты объединяют в себе черты инвестиционных активов, платёжных инструментов, цифровых средств сбережения и инфраструктурных решений для финансовых операций. Роль цифровых активов как альтернативного платёжного канала и иной формы организации финансового взаимодействия особенно проявилась в последние несколько лет, в том числе и в контексте отечественной ВЭД. В связи с этим исследование экономических функций криптовалют, структуры крипторынка и факторов доходностей цифровых активов является своевременным, практически значимым и обуславливает актуальность выбранной Шиловым К. Д. темы диссертационного исследования.

Диссертация выстроена последовательно и в этом смысле читается достаточно естественно. Автор сначала показывает, как вообще возник и развивался рынок криптовалют, какие этапы он прошёл и почему к настоящему времени уже нельзя говорить о криптовалютах как об одном простом и однородном явлении. История рынка в первой главе подана не сама по себе, но через попытку осмыслить эволюцию криптовалютного рынка, показать, как разрасталось пространство криптовалют и возникали новые активы, отличающиеся по своему позиционированию и экономическим функциям. Первая глава, таким образом, представляет самостоятельный научный интерес и, что немаловажно, является важным элементом дальнейшей логики исследования.

Во второй главе приведён обширный обзор литературы, посвященный обсуждению криптовалют в контексте экономической и финансовой науки, причём подробно освещен как пласт теоретических, так и эмпирических работ. Отдельного внимания заслуживает достаточно любопытный систематический и критический обзор литературы на тему выполнения криптовалютам (в первую очередь, Биткоином) основных функций денег – средства платежа и средства сбережений. Автор аргументировано показывает (хотя здесь и остаётся достаточно большое пространство для дискуссии), что Биткоин сегодня может выполнять функцию средства платежа, однако имеет все перспективы стать и новым активом для средства сбережения («цифровым золотом»).

По итогам первых двух глав Шилов К.Д. формулирует основные исследовательские гипотезы, которые достаточно ясно связаны с предшествующим анализом рынка и литературы. Сами гипотезы сформулированы содержательно. В них есть понятная исследовательская логика: если криптовалюты выполняют разные экономические функции, то и факторы их доходностей могут различаться; если рынок криптовалют прошёл несколько стадий развития, то его структура и связи с другими рынками также могли измениться; если Биткоин и Эфир занимают разное место в криптовалютной экосистеме, то и их динамика не обязана объясняться одним и тем же набором факторов.

Эмпирическая часть диссертации состоит из трёх отдельных эконометрических исследований, каждое из которых проверяет несколько из сформулированных содержательных гипотез. При этом каждой содержательной гипотезе в рамках каждого подраздела соответствует статистическая гипотеза, сформулированная уже в терминах ожидаемой значимости или знака коэффициентов, что заслуживает отдельной положительной оценки, так как, к сожалению, не всегда встречается в научных исследованиях. Сначала автор анализирует факторы доходностей Биткоина, рассматривая внутренние показатели блокчейна и связь с традиционными финансовыми активами. Затем отдельно исследуется Эфир как актив, связанный с функционированием сети Ethereum, смарт-контрактов и децентрализованных приложений. Наконец, третий эмпирический блок посвящён категориальным портфелям криптовалют. Этот переход к портфелям особенно важен, потому что он возвращает читателя к исходной идее первой главы: если криптовалютный рынок внутренне неоднороден, то анализировать его стоит не только на уровне отдельных активов, но и на уровне категорий.

Методологическая часть работы выглядит убедительно. Автор использует корреляционный и регрессионный анализ, методы анализа временных рядов, строит факторные модели. Видно, что проделана большая эмпирическая работа: проверяются разные спецификации, сопоставляются результаты для разных активов и сегментов рынка, отдельно обсуждается роль внутренних факторов и общерыночной динамики. Это делает выводы диссертации валидными, поскольку они основаны на серии взаимосвязанных эмпирических проверок.

Полученные результаты представляют существенный научный интерес. В частности, важным является вывод о сравнительно слабой объясняющей способности внутренних блокчейн-факторов для доходностей Биткоина и Эфира, а также результат о значимой роли общерыночного криптовалютного фактора для различных категорий цифровых активов. Не менее существенным является вывод о структурных изменениях криптовалютного рынка после 2017–2018 гг. Автор показывает, что современный крипторынок отличается от своего

раннего состояния: он становится более связанным, более сегментированным и в большей степени похожим на самостоятельный класс финансовых активов со своими внутренними факторами риска.

Результаты работы имеют также теоретическую и практическую значимость. Теоретическая значимость определяется тем, что в диссертации предложена логика анализа криптовалют через выполняемые ими экономические функции, развивающая представление о криптовалютах как о неоднородном классе финансовых активов и преодолевающая стандартный подход, при котором Биткоин фактически подменяет собой весь рынок. В практическом отношении результаты работы применимы для анализа криптовалютных портфелей, оценки рисков различных категорий цифровых активов и построения инвестиционных стратегий. Помимо этого, идея функциональной неоднородности криптовалют имеет непосредственное значение для регулирования, поскольку разные типы цифровых активов могут требовать различных подходов со стороны регуляторов и профессиональных участников рынка.

При общем положительном впечатлении от диссертации можно отметить несколько дискуссионных моментов:

1. Вывод о Биткоине как «цифровом золоте» является убедительным как исследовательская гипотеза, но требует осторожной интерпретации. Автор показывает, что Биткоин в восприятии инвесторов сблизился скорее с активом-средством сбережения, чем с платежным инструментом. Однако высокая волатильность, зависимость от рыночных нарративов, чувствительность к ликвидности и сравнительно короткая история наблюдений отличают Биткоин от золота как защитного актива. Поэтому тезис о «цифровом золоте» целесообразно формулировать не как окончательно установленный факт, а как эмпирически поддерживаемую, но сохраняющую дискуссионный характер характеристику.

2. Практическая рекомендация об использовании данных после 2018 года выглядит значимой, но может нуждаться в уточнении в зависимости от

исследовательской задачи. Автор убедительно показывает, что после пузыря 2017–2018 гг. рынок стал более взаимосвязанным и приобрел свойства единого класса активов. Вместе с тем исключение раннего периода может быть оправдано для задач современного риск-моделирования, но не всегда для исследований эволюции рынка, долгосрочных циклов, становления ликвидности или анализа исторических пузырей. Поэтому данную рекомендацию следует формулировать как применимую прежде всего к моделям, ориентированным на современную структуру крипторынка.

3. Слабая объясняющая способность внутренних блокчейн-факторов может быть связана не только с природой криптовалют, но и с выбранной частотой данных и спецификацией моделей. В работе используется анализ недельных доходностей, что методологически оправдано, однако часть ончейн-показателей может демонстрировать влияние на иных горизонтах — дневных, месячных или в режимах повышенной волатильности. Было бы полезно дополнительно обсудить, насколько вывод о слабой роли внутренних факторов устойчив к изменению частоты данных, лаговой структуры, нелинейных спецификаций и моделей с переключением режимов.

4. Хотя работа и посвящена анализу криптовалют как финансового инструмента, исследование бы выиграло, если бы автор уделил больше внимания регулированию рынка криптвалют в России и в мире и проанализировал перспективы легитимного использования этого инструмента с учётом имеющихся рисков и вызовов.

Указанные замечания, однако, не снижают общей положительной оценки диссертации и носят скорее дискуссионный характер.

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,
доктор экономических наук
Ведущий научный сотрудник лаборатории
исследований внешней торговли ИПЭИ
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и
государственной службы
при Президенте Российской Федерации»



А.Ю. Кнобель

«28» мая 2026 г.

119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82
тел. +7 (926) 521-16-66, knobel@ranepa.ru

*Подпись Кнобеля А.Ю.
заверено
ведущим специалистом
Щукариной Н.Н. Шир*

