ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фонда «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара»

Диссертационное исследование на тему «Криптовалюты как финансовые активы: функции, структура рынка и факторы доходностей» по специальности 5.2.4 Финансы выполнена в лаборатории исследования цифровых финансов Фонда «Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара» соискателем ученой степени кандидата наук Шиловым Кириллом Дмитриевичем.

В период подготовки диссертации соискатель Шилов Кирилл Дмитриевич работал в Центре математического моделирования экономических процессов Института прикладных экономических исследований федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (2016-2023 гг.) и в лаборатории исследования цифровых финансов Фонда «Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара» (2023-2025 гг.) в должности научного сотрудника.

В 2014 г. Шилов Кирилл Дмитриевич окончил федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» г. Москва по программе бакалавриата по направлению 08.01.00 Экономика (диплом бакалавра № 00007д/2015).

В 2016 г Шилов Кирилл Дмитриевич окончил федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» г. Москва по программе магистратуры «Экономика и финансы» по направлению 38.04.01 Экономика (диплом магистра № 02720/2016).

В 2019 г. Шилов Кирилл Дмитриевич окончил аспирантуру Фонда «Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара» г. Москва по направлению подготовки 38.06.01 Экономика (диплом преподавателя-исследователя № 3/5).

Справка о сдаче кандидатских экзаменов № 79 от 22 октября 2025 г. выдана фондом «Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара».

Научный руководитель диссертации – Зубарев Андрей Витальевич, к.э.н., старший научный сотрудник Лаборатории исследования цифровых финансов Фонда «Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара».

По итогам обсуждения принято следующее заключение:

В диссертации Шилова Кирилла Дмитриевича поставлены и решены следующие научные **задачи:**

– изучены и систематизированы (классифицировано) существующие криптовалюты с точки зрения их экономических функций в историческом контексте развития рынка;

– проведён анализ монетарной сущности криптовалют и выполнение ими функций денег;

– проведён систематический анализ теоретической и эмпирической научной литературы, посвящённой исследованию криптовалют как нового класса финансовых активов и факторов их доходностей;

– сформулированы содержательные гипотезы о факторах доходностей криптовалют на уровне отдельных криптовалют (Bitcoin и Ether) и на уровне целых категорий;

– выявлены факторы доходностей криптовалют Bitcoin и Ether с помощью оценивания эконометрических моделей;

– проведена эконометрическая оценка моделей доходностей портфелей криптовалют, составленных по принципу принадлежности к определённой категории, и выявлены общерыночные криптовалютные факторы доходностей;

– обоснованы и качественно оценены структурные изменения, произошедшие на рынке криптовалют после 2018 года.

Диссертация Шилова Кирилла Дмитриевича соответствует **паспорту научной специальности 5.2.4 Финансы:**

п. 7. «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере»;

п. 19. «Финансовые риски. Финансовый риск-менеджмент»;

п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков»;

п. 29. «Роль и функции денег в экономической системе»;

п. 34. «Новые технологии в финансовом секторе, их влияние на состояние рынков финансовых услуг. Цифровые финансовые технологии (финтех). Цифровые финансовые активы».

Работа выполнена лично автором Шиловым Кириллом Дмитриевичем.

Актуальность темы исследования. Криптовалюты представляют собой достаточно новый и любопытный феномен XXI века. Несмотря на скептицизм со стороны широкого круга экономистов, финансистов, инвесторов и представителей финансовых регуляторов, а также на неопределённый регуляторный статус в большом количестве юрисдикций, капитализация рынка криптовалют последние 4 года не опускалась значительно ниже 1 трлн долларов США. К 2025 году в экономической и финансовой науке уже установился консенсус, что криптовалюты представляют собой новый вид финансовых активов, точные механизмы ценообразования которых, однако, остаются актуальным и активно исследуемым вопросом. Выявление факторов доходностей криптовалют является важной задачей для понимания источников вариации данного нового типа инвестиционных активов в контексте принятия инвестиционных решений. В свою очередь, анализ факторов доходностей с учётом выполняемых ими экономических функций является ценным в контексте выработки экономической политики, направленной на регулирование сферы цифровых валют.

Положения, выносимые на защиту и имеющие научную новизну (по каждому положению указан пункт Паспорта специальностей ВАК РФ научной специальности 5.2.4 Финансы):

1. Предложена оригинальная авторская таксономия (классификация) криптовалют на основе их сущностных характеристик и экономических функций, обуславливающая необходимость использования разных подходов к

моделированию их ценообразования. (6. «Небанковские финансовые институты», 7. «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере», 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков»).

2. Продемонстрировано, что Bitcoin частично выполняет две функции денег — средство платежа и средство сбережения, и занимает промежуточное положение между фиатными валютами и золотом. (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».)

3. Получена количественная оценка вкладов внутренних блокчейн-факторов в объяснении вариации доходностей ведущих криптовалют — Bitcoin и Ether (7. «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере», 34. «Новые технологии в финансовом секторе, их влияние на состояние рынков финансовых услуг. Цифровые финансовые технологии (финтех). Цифровые финансовые активы».).

4. Продемонстрирована эффективность применения модели ценообразования криптовалют, основанной на принципах CAPM и моделей Фама-Френч, для анализа доходностей категорий криптовалют (7. «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере», 19. «Финансовые риски. Финансовый риск-менеджмент»).

5. Показано, что динамика доходностей отдельных категорий криптовалют в значительной степени подвержена динамике доходностей всего криптовалютного рынка (7. «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов.», 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков»).

6. Обоснованы и эмпирически подтверждены существенные структурные изменения на рынке криптовалют после пузыря 2017–2018 гг (24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков»).

Практическая значимость работы. Результаты исследования имеют практическую значимость:

– для других исследователей;

– для профессиональных участников рынка, инвесторов;

– в выработке регулирования в области криптовалют, так как результаты обосновывают гетерогенность данного пространства активов, что может лечь в основу разработки более дифференцированного и риск-ориентированного подхода;

– для образовательной и просветительской деятельности при разработке учебных курсов и программ по финансам, экономике и финтеху.

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается, в первую очередь, в развитии представления о криптовалютах как о гетерогенном классе финансовых активов, о существовании различных категорий криптовалют, выполняющих совершенно разные экономические функции. Разработанная на основе этого таксономия криптовалют даёт новый исследовательский аппарат для анализа цифровых валют с учётом их функциональной неоднородности, что может быть применено при разработке моделей ценообразования криптовалют.

Значимыми также является результат анализа выполнения Bitcoin'ом функций средства платежа и средства сбережения, что способствует дальнейшему развитию подходов к оценке его стоимости и роли в инвестиционных портфелях.

Кроме того, исследование впервые показывает динамичность и эволюцию факторов доходностей криптовалют во времени. Обосновано существование разных этапов развития криптовалютного рынка – раннего (становления) и

позднего (после массового интереса), для которых характерны различные модели поведения цен и факторов риска.

Степень достоверности положений и результатов проведенных исследований. Достоверность результатов, выносимых на защиту, подтверждается корректностью использования современных количественных методов факторного и регрессионного анализа, репрезентативностью и высоким качеством информационной базы исследования, а также соответствием полученных выводов современным научным представлениям в области экономики и финансов, включая актуальные публикации российских и зарубежных авторов, изучающих криптовалюты.

Апробация результатов диссертации. Основные положения диссертации прошли научно-практическую апробацию и получили положительную оценку на нескольких международных и российских конференциях. Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами: программами конференций, протоколами защиты научно-исследовательских работ, выполненных по государственному заданию.

Публикации. Основные положения, выводы и результаты исследования изложены в 5 публикациях автора объемом 5 п.л., включая:

А. Статьи в изданиях, индексируемых международными базами данных:

– Шилов К. Д., Зубарев А. В. Не только биткоин: таксономия криптовалют в исторической перспективе //Финансы: теория и практика. – 2024. – Т. 28. – №. 6. – С. 122-133.

– Носков Н. А., Шилов К. Д. Эффективность рынка криптовалют после пандемии COVID-19 //Экономическая политика. – 2022. – Т. 17. – №. 6. – С. 140-165.

– Синельникова-Мурылева Е. В., Кузнецова М. Н., Шилов К. Д. Факторные модели доходности криптовалют: подход финансовой теории //Экономическая политика. – 2022. – Т. 17. – №. 1. – С. 8-33.

Б. Статьи в изданиях, включенных в Перечень изданий, рекомендованных ВАК России для опубликования основных научных результатов диссертации на соискание ученой степени кандидата наук.

– Шилов К. Д. Криптовалюты: тенденции рынка и санкции //Экономическое развитие России. – 2023. – Т. 30. – №. 2. – С. 43-50.

– Шилов К. Д., Зубарев А. В. Факторы доходности Ethereum как платформы для создания децентрализованных приложений //Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15. – №. 1. – С. 95-115.

На основании вышеизложенного диссертация Шилова Кирилла Дмитриевича на тему: «Криптовалюты как финансовые активы: функции, структура рынка и факторы доходностей» рекомендуется к защите на соискание ученой степени кандидата наук по специальности 5.2.4 Финансы.

Заключение принято на расширенном заседании научного направления «Макроэкономика и финансы» Фонда «Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара». На заседании присутствовало 20 человек, из них 2 участника со степенью доктора экономических наук и 7 участников со степенью кандидата экономических наук. Голосовали по повестке: «за» – 9 человек, «против» – 0 человек, «воздержалось» – 0 человек, протокол №1 от 23.10.2025 г.

Исполнительный директор
Фонда «Институт экономической
политики имени Е. Т. Гайдара», к.э.н. С.В. Приходько