

На правах рукописи



Кошелев Кирилл Андреевич

**Развитие рынка цифровых активов в современной экономике
Российской Федерации**

5.2.4. Финансы

Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2024

Работа выполнена на кафедре финансов устойчивого развития федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва.

Научный руководитель доктор экономических наук, профессор
Болвачев Алексей Ильич

Официальные оппоненты **Болонин Алексей Иванович**
доктор экономических наук, профессор,
федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего
образования «Московский государственный
институт международных отношений
(университет) Министерства иностранных дел
Российской Федерации», кафедра
международных финансов, профессор

Бадалов Лазарь Ашханович
кандидат экономических наук,
публичное акционерное общество «СПБ
Биржа», департамент внутреннего аудита,
директор

Ведущая организация федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего
образования «Казанский (Приволжский)
федеральный университет»

Защита состоится 17 сентября 2024 г. в 10:00 на заседании диссертационного совета 24.2.372.04 на базе ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» по адресу: 115054, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, корп. 3, ауд. 353.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре им. академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова» по адресу: 115054, г. Москва, ул. Зацепа, д. 43 и на сайте организации: <http://ords.rea.ru/>

Автореферат разослан «__» _____ 20__ г.

Ученый секретарь
диссертационного совета 24.2.372.04
доктор экономических наук, доцент

Михаил Сергеевич
Гордиенко

ОБЩАЯ ХРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Стремительное развитие информационных технологий и цифровизация экономики привели к возникновению различных видов цифровых активов, денег и технологий, применяемых для привлечения инвестиций, размещения сбережений, осуществления расчетов и платежей, существенно изменяющих устоявшиеся экономические отношения. Так, создание в 2009 году технологии блокчейн, основанной на распределенных реестрах, привело к появлению цифрового вида валюты – криптовалюты, токенизации различных активов и формированию нового класса цифровых финансовых активов.

В настоящее время рынок цифровых активов проходит начальную стадию своего развития. Исследования преимуществ новых видов активов позволяют находить все большее количество форм реализации и сфер для их применения, в том числе как механизма противодействия санкционным ограничениям в условиях фрагментации глобальной финансовой системы. К специализированным и венчурным проектам, рассчитанным на частных пользователей, присоединяются крупные игроки с предложениями для массового инвестора, центральные банки переходят к разработке и внедрению собственных цифровых валют. При этом активная фаза распространения пятого технологического уклада, основанного на цифровых технологиях, выходит далеко за пределы финансового сектора, что отражается в повышении общего уровня цифровизации экономики.

Несмотря на это, в финансовой сфере имеются существенные пробелы в части регулирования выпуска и обращения цифровых активов, обусловленные отсутствием комплексного подхода к определению сущности цифровых финансовых активов, интегрирующего в единое целое экономический, правовой и учетный аспекты, что в конечном итоге не позволяет в полной мере использовать все преимущества созданных технологий для полноценного включения цифровых активов в систему экономических и гражданских взаимоотношений.

Поэтому исследование экономической природы цифровых активов, регуляторных, институциональных и организационно-экономических аспектов введения их в оборот, нацеленное на стимулирование развития рынка цифровых финансовых активов является крайне актуальным на современном этапе развития экономики.

Степень научной разработанности проблемы

К числу фундаментальных исследований природы электронных денег и платежных систем относятся работы М.Вудфорда, Ч.Гудхарта, Г.Селджина, Б.Фридмана, Б.Шмитта, Л.Уайта. Среди отечественных исследователей фундаментальным подходом отличаются труды А.В.Бузгалина, А.И.Колганова. В трудах Дж.Бейкера, Д.Брукера, Дж.Колесанти, Дж.Купера предложен методологический подход к исследованию криптовалютного рынка.

Вопросам применения технологий распределенных реестров, блокчейн, а также созданным на их основе цифровым активам посвящены работы Д.Тапскотта, У.Могайара, М.Свон, Д.Приходько.

Вопросам исследования цифровых финансовых активов посвящено большое количество публикаций в журналах: К.Н.Ермолаева, А.В.Бердышева, К.Ю.Хватова, Н.Г.Щеголевой, Р.Г.Мальсаговой, В.В.Поляковой, Л.В.Тоқун, С.А.Андрюшина, С.Н.Володина, М.А.Маленко, А.В.Варнавского, Д.А.Кочергина, Н.В.Покровской, А.Г.Волеводза, В.А.Кутырина, А.Д.Левашенко, И.С.Ермохина, А.А.Коваль, А.С.Шерстобитова, О.А.Кусика, М.Л.Вартановой, Е.В.Дробот, Р.Ауера, А.Тобиаса, А.Бландина, Р.Инглиша и др.

Проблематике использования инвестиционных технологий, положенных в основу создания и использования цифровых активов, посвящены статьи в журналах Д.А.Корнилова, Е.В.Корниловой, Д.А.Зайцева, И.В.Елоховой, М.И.Ахметовой, А.В.Крутовой, А.В.Тетеневой, Дж.Чода, Ф.Касино.

Комплексным подходом к изучению теоретических аспектов функционирования цифровых финансовых активов отличаются работы Т.Э.Рождественской, А.Г.Гузнова, А.В.Захаркиной, Н.Е.Леонтьевой, И.А.Цинделиани, М.Г.Гирича, А.И.Болвачева. Развитию финансового механизма, обеспечивающему стимулирование экономики, в том числе с использованием цифровых технологий и финансовых активов, посвящены работы К.В.Ордова, А.Ф.Лещинской, О.В.Романченко, Д.С.Захаровой, Ю.Т.Ахвледиани, Е.Б.Шуваловой.

Исследования финансовых регуляторов, международных финансовых организаций и исследовательских институтов посвящены вопросам классификации цифровых активов, возможности встраивания цифровой валюты центральных банков в национальные платежные системы и вопросам регулирования рынка криптовалют. Исследования Банка России сконцентрированы на изучении зарубежного опыта применения криптовалют и вопросах регулирования рынка цифровых активов. При этом Банк России далеко продвинулся в вопросе исследования и внедрения собственной цифровой валюты, тестирование которой с участием кредитных организаций проходит с 2022 года.

CoinGecko, Cryptorank, Coin Metrics выступают агрегаторами данных по рынку криптовалют и предоставляют аналитику публичных токенов. Сервис Chainalysis занимается расследованием и публикацией отчетов о совершении незаконных операций с криптоактивами.

Вместе с тем, несмотря на большое количество публикаций в силу новизны проблематики цифровых активов и их применения отсутствуют работы, предоставляющие конкретные рекомендации по развитию российского рынка цифровых финансовых активов.

Целью исследования является разработка комплекса теоретических основ функционирования рынка цифровых финансовых активов и практических рекомендаций по формированию модели развития рынка цифровых финансовых активов.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие **задачи**:

1) Исследовать экономическую сущность, систематизировать существующие виды цифровых финансовых активов и методы их применения.

2) Обобщить международный и отечественный опыт регулирования рынка цифровых финансовых активов.

3) Проанализировать развитие международного и отечественного рынка цифровых финансовых активов, выявить основные драйверы и ограничения.

4) Проработать основные положения модели развития рынка цифровых финансовых активов, предусматривающие создание и применение соответствующих регуляторных, институциональных, организационно-экономических механизмов.

5) Оценить динамику развития рынка цифровых финансовых активов в России в среднесрочной перспективе.

Объектом исследования являются экономические отношения, возникающие при использовании цифровых финансовых активов.

Предметом исследования являются организационные, институциональные и регуляторные механизмы развития рынка цифровых финансовых активов и технологий привлечения инвестиций с их использованием.

Соответствие содержания диссертации паспорту научной специальности. Диссертация соответствует требованиям паспорта специальности Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации (экономические науки) по специальности 5.2.4. Финансы (пункт 34 «Новые технологии в финансовом секторе, их влияние на состояние рынков финансовых услуг. Цифровые финансовые технологии (финтех). Цифровые финансовые активы»).

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили фундаментальные труды российских и зарубежных специалистов по вопросам развития и применения технологии блокчейн и распределенных реестров в финансовой сфере, классификации и регулирования цифровых активов, функционирования платежных систем, обзоры рынка цифровых финансовых активов консалтинговых агентств, исследования международных финансовых организаций, а также нормативно-правовые акты по данной теме.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили данные международных и отечественных финансовых институтов, консалтинговых агентств, данные центральных банков и других органов государственного регулирования рынка цифровых финансовых активов различных стран, результаты торгов криптобирж, краудфандинговых и краудселлинговых платформ и др.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в формировании организационно-экономических и институциональных критериев

введения в экономический оборот цифровых финансовых активов, включая разработку рекомендаций по совершенствованию регулирования рынка цифровых финансовых активов в России.

Научная новизна подтверждается следующими полученными лично автором результатами, выносимыми на защиту:

1) Определены группы факторов (регулирование, развитие инновационных отраслей и технологий, повышение финансовой грамотности, степень надежности эмитентов и защиты инвесторов, процессы глобализации, конъюнктура финансовых и товарных рынков, снижение технологических рисков), оказывающие ключевое влияние на развитие рынка цифровых финансовых активов, с целью выявления критических точек воздействия на формирующуюся инфраструктуру рынка цифровых финансовых активов.

2) Составлена авторская модель организационно-экономического механизма формирования и развития рынка цифровых финансовых активов, основными элементами которой выступают шесть взаимосвязанных блоков: экономический, финансовый, информационного обеспечения, информационной безопасности, организационно-управленческий и нормативно-правового регулирования. Представленная модель направлена на повышение эффективности функционирования рынка цифровых финансовых активов в условиях его становления.

3) Разработан институциональный механизм формирования и развития рынка цифровых финансовых активов, представленный в виде системы упорядоченных взаимосвязей между субъектами рынка на макро-, мезо- и микроуровнях, регулируемых формальными и неформальными нормами и правилами. Институциональный механизм обеспечивает координацию складывающихся вокруг цифровых финансовых активов экономических отношений и способствует достижению целевых показателей.

4) Уточнено понятие «цифровые финансовые активы» исходя из экономического содержания, основанного на понимании цифровых финансовых активов как формы бездокументарных ценных бумаг, в целях полноценного включения данного вида активов в гражданско-правовой оборот.

5) Представлены рекомендации по совершенствованию регулирования отношений, связанных с выпуском, учетом и обращением цифровых финансовых активов, способствующие созданию действенных механизмов развития и стимулирования рынка цифровых финансовых активов.

6) Предложен среднесрочный прогноз выпуска цифровых финансовых активов на товарно-сырьевых рынках, в отрасли жилой недвижимости, а также в секторе корпоративных облигаций исходя из ожидаемых тенденций развития рынка цифровых финансовых активов в целях оценки его потенциала в современной экономике России.

Теоретическая значимость исследования состоит в обосновании концептуальных и методологических подходов к формированию и развитию национального рынка цифровых финансовых активов на основе комплексного и системного подходов в их сочетании, а также определении актуальных

инструментов развития и целевых индикаторов оценки результативности функционирования рынка цифровых финансовых активов.

Практическая значимость работы заключается в том, что разработанные в рамках исследования рекомендации и конкретные предложения направлены на повышение эффективности функционирования рынка цифровых финансовых активов и могут быть использованы на федеральном и региональном уровне при выработке государственной политики в области обращения цифровых финансовых активов.

Предложенные организационно-экономический и институциональный механизмы формирования и развития рынка цифровых финансовых активов в совокупности с факторами, определяющими ключевое воздействие на рынок, а также направления по совершенствованию регулирования рынка цифровых финансовых активов, могут применяться при разработке и реализации органами государственной власти, Банком России планов, стратегий, программ по развитию национального финансового рынка.

Предложения, разработанные в диссертации, могут использоваться органами государственной власти и управления Российской Федерации, научными, образовательными, общественными организациями на всех этапах осуществления проектов развития рынка цифровых финансовых активов.

Степень достоверности и апробация результатов исследования. Основные научные положения и результаты исследования представлены на международных, всероссийских научных и научно-практических конференциях и форумах: XXXIII Международные Плехановские чтения, Москва, 17.03.2020; национальная научно-практическая конференция «Цифровая экономика: тенденции и перспективы развития», Москва 22.10.2020-23.10.2020; X Международная научно-практическая конференция «Абалкинские чтения», Москва 26.04.2021-27.04.2021; IV Международный форум «Шаг в будущее: искусственный интеллект и цифровая экономика. Технологическое лидерство: взгляд за горизонт», Москва 25.11.2021-26.11.2021; XI Международная научно-практическая конференция «Абалкинские чтения», Москва 17.05.2022-18.05.2022; Международная научная конференция «Научные исследования стран ШОС: синергия и интеграция», Пекин, КНР 12.07.2023.

Публикации. По теме исследования опубликовано 15 научных работ общим объемом 9,71 печ. л. (8,42 авт. печ. л.), в том числе 9 статей в изданиях из Перечня рецензируемых научных изданий Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации объемом 7,65 печ. л. (6,77 авт. печ. л.).

Структура и объем работы. Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы, включающего 195 наименований, в том числе 51 источник на иностранном языке. Общий объем работы составляет 179 страниц, в том числе 26 таблиц и 25 рисунков.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

1. Определены группы факторов, оказывающие ключевое влияние на развитие рынка цифровых финансовых активов, с целью выявления критических точек воздействия на формирующуюся инфраструктуру рынка цифровых финансовых активов.

Огромный интерес к развитию блокчейн-технологий в финансовой сфере и появлению цифровых финансовых активов связан с активной фазой распространения пятого технологического уклада, основанного на цифровых технологиях. Вместе с тем появление нового вида активов и новая технологическая база для их обращения создали определенные трудности в их регулировании и применении.

По результатам изучения широкого круга научных работ выделены следующие основные факторы, сдерживающие развитие рынка цифровых финансовых активов в России в настоящее время:

- недостаточно развитое правовое поле регулирования цифровых финансовых активов;
- начальный этап развития стандартов и инфраструктуры, инновационных проектов по обеспечению оборота цифровых финансовых активов, включая проблемы интероперабельности платформ на внутреннем и международных рынках;
- ограничение функционала цифровых финансовых активов в качестве платежного средства и средства обмена в условиях волатильности и необеспеченности рынков цифровых валют;
- риски стабильности финансовой системы и обеспечения мер в сфере информационной безопасности при введении в оборот цифровых валют.

При этом последний фактор характеризуется угрозой конкуренции частной цифровой валюты и фиатной валюты, разрушения монополии центральных банков на печать денег и снижения общей эффективности проводимой денежно-кредитной политики. Кроме того, выделяется глобальная проблема отсутствия действенных инструментов контроля соблюдения требований в сфере противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (ПОД/ФТ), а также вероятность усиления проблемы волатильности капитальных потоков и валютизации сбережений в странах с развивающимися рынками.

Принимая во внимание сдерживающие обстоятельства на рынке цифровых финансовых активов, а также проведенный анализ тенденций в области развития технологий, формирования инвестиционных предпочтений, степени проникновения цифровых активов в экономику, целей и сфер их использования, характерных для рынка цифровых активов в контексте цифровой трансформации мировой экономики, выделены группы факторов, которые в перспективе окажут наибольшее влияние на развитие рынка (рисунок 1).



Рисунок 1 – Группы факторов, влияющих на развитие рынка ЦФА

При этом выполненное в рамках диссертационной работы исследование условий в которых разрабатываются цифровые валюты центральных банков показало, что проекты активно реализуются в странах с высоким уровнем инвестиций в развитие технологий, технических знаний и предпринимательского таланта, что дополнительно подтверждает обоснованность выделенных на рисунке 1 групп факторов.

Указанные группы факторов определяют критические точки воздействия на формирующуюся инфраструктуру рынка цифровых финансовых активов, комплексный учет которых в рамках создания механизмов развития рынка будет способствовать широкому проникновению цифровых финансовых активов в сферы экономических отношений.

2. Составлена авторская модель организационно-экономического механизма формирования и развития рынка цифровых финансовых активов, направленная на повышение эффективности функционирования рынка в условиях его становления.

Несмотря на то, что Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон о ЦФА) вступил в силу с 01.01.2021, динамика регистрации операторов информационных систем, в которых может осуществляться выпуск цифровых финансовых активов, выпуска в обращение различных видов цифровых финансовых активов позволяет сделать вывод, что система взаимоотношений вокруг цифровых финансовых активов только формируется.

В этой связи крайне актуальной задачей является разработка организационно-экономического механизма формирования и развития рынка цифровых финансовых активов, основанного на использовании комплексного и системного подходов в их сочетании.

Под организационно-экономическим механизмом рынка цифровых финансовых активов предлагается понимать совокупность элементов, которая включает: систему органов государственной власти и управления, обеспечивающую регулирование рынка цифровых финансовых активов и его инфраструктуры; совокупность субъектов экономической деятельности на рынке цифровых финансовых активов; систему и методы взаимодействия между участниками рынка цифровых финансовых активов; информационное обеспечение рынка; нормативно-правовую базу, регламентирующую процесс выпуска и обращения цифровых финансовых активов. Объектом регулируемых воздействий являются как цифровые финансовые активы и участники рынка, так и их взаимосвязи между собой.

Основными выгодоприобретателями приведения организационно-экономического механизма в действие с использованием выделенных подходов являются: органы государственной власти и управления Российской Федерации; научные, образовательные, общественные организации; операторы информационных систем и обмена цифровых финансовых активов; предприятия и организации – юридические лица всех форм собственности; физические лица.

Разработанный организационно-экономический механизм формирования и развития рынка цифровых финансовых активов представлен на рисунке 2 и включает 6 взаимозависимых блоков:

1) *Экономический блок* – отражает сформированный рынок производителей продукции по отраслям хозяйственной деятельности, показывает степень настоящей достаточности и стратегических перспектив развития, характеризует основные тренды инновационного развития в наукоемких отраслях и определяет уровень ликвидности рынка создателей материальных ценностей за счет предложения различных видов цифровых активов, обеспеченных соответствующим уровнем спроса.

2) *Финансовый блок* является стоимостным отражением экономического блока, определяет отношения участников, которые возникают в области обращения цифровых финансовых активов, платежей и расчетов с их использованием.

3) *Блок информационного обеспечения* является основным инструментом реализации предлагаемого организационно-экономического механизма рынка, представляет комплекс программных средств и устройств, направленных на проведение операций с цифровыми финансовыми активами, объединенных общей системой требований к их функционированию в условиях нерелевантности географического положения нашей страны, учитывая также важность сетевых эффектов и использования больших данных.

4) *Блок информационной безопасности*, призванный обеспечить формирование доверительной среды за счет безопасного взаимодействия пользователей, киберустойчивости инфраструктуры, противодействия мошенническим операциям, реализуя практику предотвращения несанкционированного доступа к формируемой информации для обеспечения ее конфиденциальности и целостности.

5) *Организационно-управленческий блок*, в задачи которого включаются методическое обеспечение функционирования рынка цифровых финансовых активов, разработка стратегических планов и моделирование дальнейших сценариев развития, аналитическая поддержка, формирование ключевых платформ с учетом сетевых эффектов и возможности использования больших данных.

б) *Блок нормативно-правового регулирования*, который обеспечивает рациональный выбор из существующих и разработку новых нормативно-правовых актов и регламентирующих документов, направленных на обеспечение соблюдения законодательства в сфере выпуска и обращения цифровых финансовых активов.

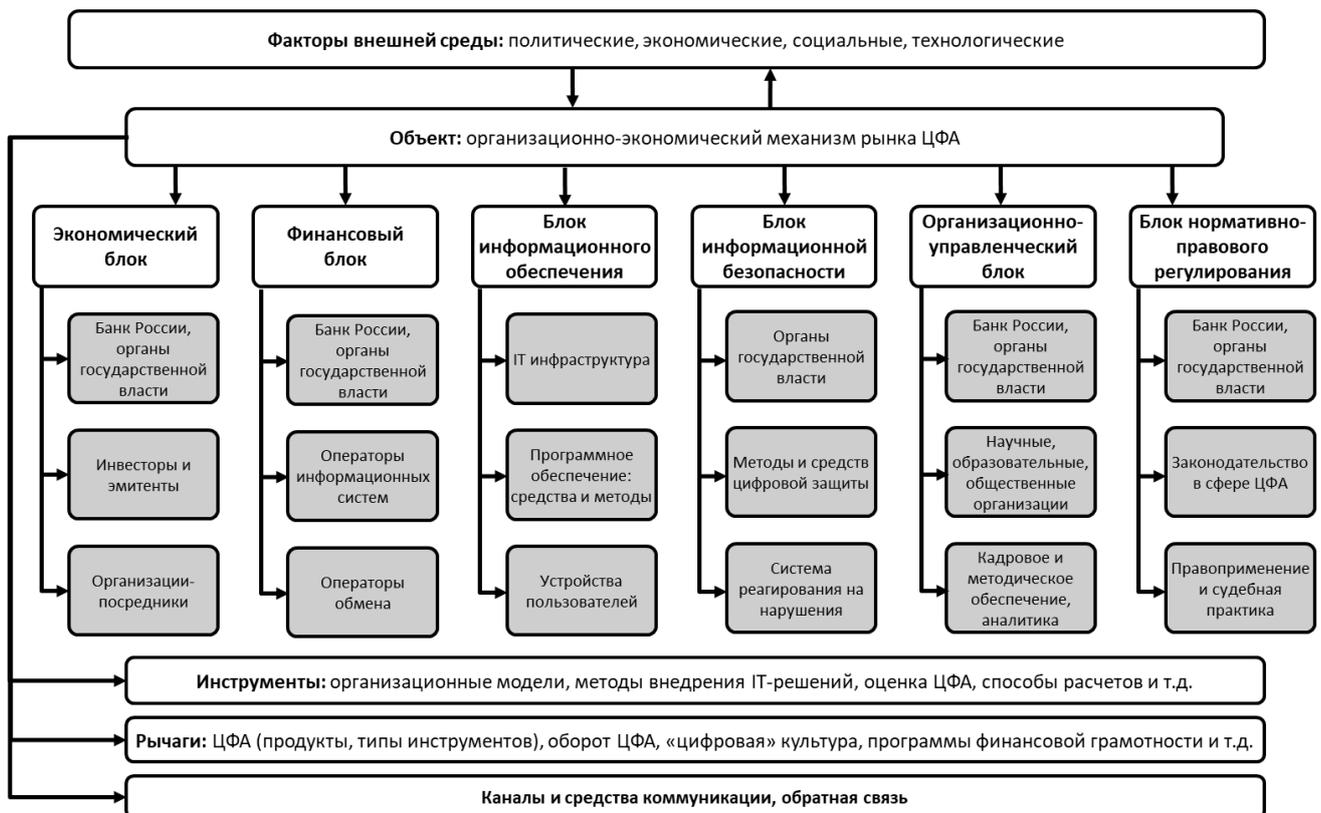


Рисунок 2 – Организационно-экономический механизм рынка ЦФА

Организационно-экономический механизм рынка цифровых финансовых активов в совокупности вышеприведенных блоков функционирует и развивается благодаря рычагам (например, таким как разнообразие активов, развитие «цифровой» культуры, повышение финансовой грамотности) и инструментам (типовые решения ИТ платформ и организационных моделей, оценка активов, методики), а также за счет обеспечения коммуникации и обратной связи между участниками рынка.

Использование формы организационно-экономического механизма, определяющей взаимосвязи и взаимозависимости структурных элементов рынка цифровых финансовых активов, позволит сформировать среду для расширения

и повышения эффективности функционирования рынка в условиях его становления.

3. Разработан институциональный механизм формирования и развития рынка цифровых финансовых активов с целью координации складывающихся вокруг цифровых финансовых активов экономических отношений и достижения целевых показателей.

Учет всех факторов внешней и внутренней среды на разных экономических уровнях позволяет идентифицировать потенциальные возможности для развития новых финансовых инструментов и создания благоприятной инвестиционной среды.

Поставленную задачу решает институциональный механизм формирования и развития рынка цифровых финансовых активов, под которым понимается система взаимодействий субъектов экономики на основе институтов, являющаяся структурной частью хозяйственного механизма экономики в целом и имеющая свою собственную структуру.

Институциональный механизм представлен в виде системы упорядоченных взаимосвязей между субъектами рынка на макро-, мезо- и микроуровнях, регулируемых формальными и неформальными нормами и правилами, с целью обеспечения высокой эффективности функционирования рынка цифровых финансовых активов и использующих определенный набор стимулов и ограничений (рисунок 3).



Рисунок 3 – Институциональный механизм рынка ЦФА

Представленный механизм включает три блока: целевой, основной и результирующий.

Целевой блок представлен целями и интересами основных групп субъектов – участников рынка: органов государственной власти и управления Российской Федерации, кредитных организаций, предприятий и организаций, физических лиц. Цели и интересы указанных групп на макро-, мезо- и микроуровнях могут значительно различаться.

Основной блок состоит из установленных правил и норм, которые могут быть основаны как на формальных принципах, обусловленных нормативно-правовым регулированием рынка, так и неформальных, обусловленных культурой делового оборота, сложившимися в экономическом сообществе традициями и ценностями, этическими нормами. Неформальные нормы и правила включают в себя также стимулы и ограничения, которые во многом определяют деятельность субъектов рынка.

Результирующий блок определяет эффективность функционирования механизма в целом на основании итоговых показателей – целевых индикаторов, позволяющих оценить в количественном выражении результаты функционирования рынка цифровых финансовых активов.

Целевые индикаторы – показатели деятельности, позволяющие в количественном выражении оценить результаты достижения целей на каждом из уровней развития рынка. Набор показателей необходим для выявления противоречий или несоответствий в деятельности экономических субъектов на основе формальных и неформальных правил и норм. С помощью стимулов и ограничений противоречия могут быть устранены.

Предложенный перечень целевых индикаторов функционирования рынка цифровых финансовых активов представлен в таблице 1.

Таблица 1 – Целевые индикаторы функционирования рынка ЦФА

Показатель	Характеристика
Количество видов и типов ЦФА, ед.	Оценка степени дифференциации на рынке ЦФА, разнообразие предложения отдельных видов и типов ЦФА. Позволяет определить насколько насыщен рынок ЦФА с точки зрения предложения.
Объем выпущенных ЦФА на рынке в денежном выражении, р.	Оценка общего объема предложения на рынке ЦФА. Позволяет оценить объем рынка ЦФА в рублях.
Объем сделок на рынке ЦФА в натуральном выражении, ед.	Оценка объема обращения на рынке ЦФА в натуральном выражении, т.е. оборот рынка ЦФА в количестве совершенных сделок.
Объем сделок на рынке ЦФА в денежном выражении, р.	Оценка объема обращения на рынке ЦФА в денежном выражении, т.е. оборот рынка ЦФА в рублях.
Количество эмитентов, выпускающих ЦФА, ед.	Оценка потенциального объема предложения на рынке ЦФА. Позволяет оценить количество эмитентов ЦФА и насыщенность рынка с точки зрения предложения, а также структуру рынка с точки зрения характеристик эмитентов, выпускающих ЦФА.
Количество инвесторов – юридических лиц на рынке, совершивших хотя бы одну сделку с ЦФА, ед.	Оценка потенциального и реального спроса со стороны инвесторов – юридических лиц на рынке ЦФА.

Показатель	Характеристика
Количество розничных инвесторов на рынке, совершивших хотя бы одну сделку с ЦФА, чел.	Оценка потенциального и реального спроса со стороны инвесторов – физических лиц на рынке ЦФА.
Количество операторов информационных систем на рынке ЦФА, ед.	Оценка степени развития инфраструктуры рынка ЦФА.
Количество операторов обмена ЦФА, ед.	Оценка степени развития инфраструктуры рынка ЦФА.
Количество зарегистрированных кошельков на платформах операторов информационных систем, ед.	Оценка потенциального спроса на ЦФА со стороны заинтересованных в приобретении ЦФА пользователей информационной системы.

Институциональный механизм является постоянно развивающейся системой, так как цели и интересы субъектов рынка, формальные и неформальные нормы и правила, а также целевые индикаторы функционирования рынка с течением времени могут существенно изменяться, исходя из факторов внешней среды и интересов его участников.

Таким образом, разработанный механизм имеет под собой цель обеспечить стабильность, эффективность и справедливость в экономических отношениях с использованием цифровых финансовых активов, выполняя роль фундаментального организационного и регуляторного фактора.

4. Уточнено понятие «цифровые финансовые активы» в целях полноценного включения данного вида активов в гражданско-правовой оборот.

Большое разнообразие видов цифровых финансовых активов требует соответствующих механизмов регулирования, что в целом определяется тем, какие из цифровых финансовых активов разрешены к обращению или применению в той или иной юрисдикции.

Обзор международного опыта показал использование двух подходов в решении данного вопроса: создание нового законодательства, регулирующего цифровые финансовые активы, или развитие существующего законодательства путем его настройки для регулирования новых видов цифровых активов. Очевидно, что выбранный в России путь создания отдельного законодательства, придающий цифровым финансовым активам особый статус цифровых прав, создает неопределенность для их обращения под воздействием различных норм права.

В работе автором обосновывается вывод о том, что цифровые финансовые активы выступают объектом гражданских прав и являются по своей экономической сущности бездокументарными ценными бумагами, обладатель которых – фактически носитель совокупности имущественных прав и возникающих в связи с ними правоотношений. Таким образом, токены являются аналогом ценных бумаг, которые находятся в свободном обращении на фондовой бирже с тем лишь отличием, что их обращение происходит в иных информационных системах.

Принимая во внимание изложенное, предлагается уточнить понятие «цифровых финансовых активов» в Законе о ЦФА следующим образом. Цифровые финансовые активы – бездокументарные ценные бумаги, обладающие номинальной стоимостью и дающие право их владельцу заявлять денежные требования и осуществлять иные имущественные права, в том числе права участия в капитале исключительно непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг и другие, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов в порядке, установленном Законом о ЦФА, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы.

Конструкция понятия «Цифровые финансовые активы» проиллюстрирована на рисунке 4.

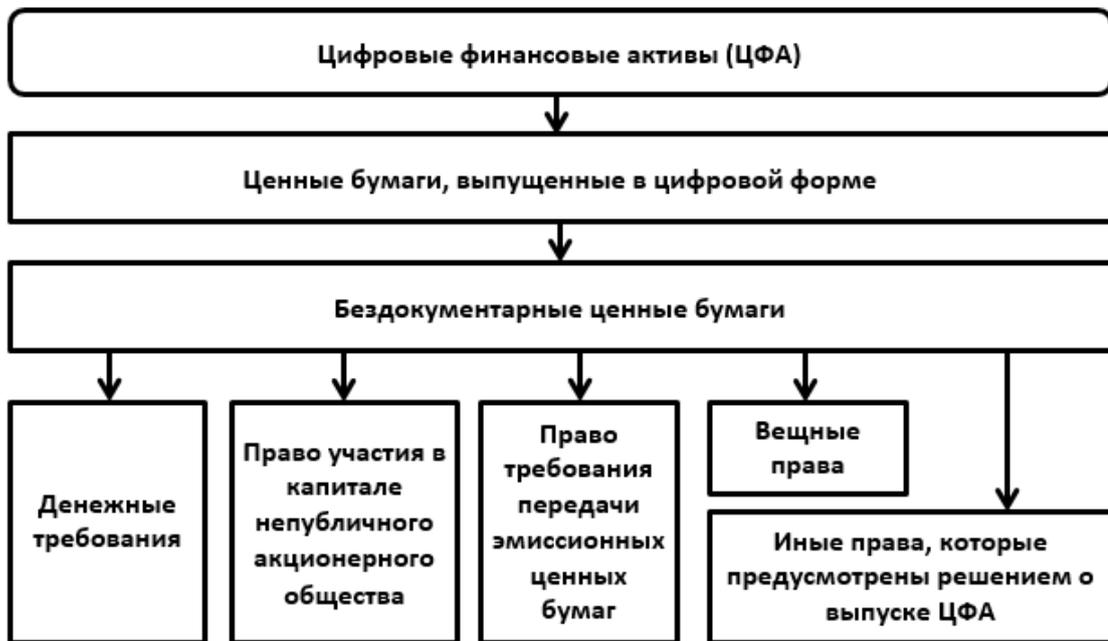


Рисунок 4 – Конструкция понятия «Цифровые финансовые активы»

С учетом сформулированного понятия в исследовании аргументируется необходимость разграничения регулирования цифровых финансовых активов, цифровой валюты и утилитарных цифровых прав.

Таким образом, отнесение цифровых финансовых активов к бездокументарным ценным бумагам позволяет исключить правовую неопределенность «права на право» обладания и осуществления операций с цифровыми финансовыми активами и полноценно включить данный вид активов в гражданско-правовой оборот.

5. Представлены рекомендации по совершенствованию регулирования отношений, связанных с выпуском, учетом и обращением цифровых финансовых активов, способствующие созданию действенных механизмов развития и стимулирования рынка цифровых финансовых активов.

Учитывая, что возникающие экономические и финансовые отношения по поводу цифровых финансовых активов находятся под воздействием различных норм права, формирующийся в настоящее время институт российских цифровых финансовых активов является межотраслевым. Поэтому введение в оборот цифровых финансовых активов требует изменений в различных сферах деятельности.

Прежде всего в работе сформулированы и обоснованы направления совершенствования регулирования в части оценки цифровых финансовых активов, установления объемов имущественных прав для их владельцев, а также по отношению к основным участникам, связанным с выпуском, учетом и обращением цифровых финансовых активов, включающие:

- ограничение некоммерческих организаций в выпуске цифровых финансовых активов, поскольку извлечение прибыли не является основной целью их деятельности, в то время как выпуск цифровых финансовых активов влечет за собой получение определенных экономических выгод их владельцу;
- отражение в Законе о ЦФА объема ответственности лиц, выпускающих цифровые финансовые активы;
- расширение перечня критериев, в соответствии с которым физическим или юридическим лицам может быть присвоен статус квалифицированного инвестора. В тоже время уместно ввести срок действия статуса, который предполагает его повторное подтверждение по истечению некоторого количества времени, и создать единый сквозной реестр квалифицированных инвесторов;
- выработку рекомендаций и требований в отношении функционирования операторов информационных систем и операторов обмена в части состава, квалификации, а также деловой репутации органов управления и персонала;
- разработку рекомендаций и требований в части правил работы информационной системы, обеспечивающих бесперебойность функционирования баз данных, безопасность и достоверность данных;
- определение оснований гражданско-правовой и других видов ответственности операторов информационной системы и обмена перед пользователями и органами государственной власти и управления;
- установление порядка взаимодействия оператора информационной системы с эмитентами в части проверки документов по выпуску цифровых финансовых активов (оценка базового актива, ответственность перед инвесторами, законность и правомерность содержания решения о выпуске цифровых финансовых активов);

- формирования порядка взаимодействия с органами государственной власти и управления в части предоставления им данных о цифровых финансовых активах и их владельцах.

Дополнительные рекомендации по вопросам регулирования обращения цифровых финансовых активов с учетом особенностей различных отраслей взаимоотношений, рассмотренные в диссертационной работе, обобщены в таблице 2.

Таблица 2 – Направления совершенствования законодательства РФ в части регулирования обращения ЦФА

Отрасль взаимоотношений	Направления совершенствования регулирования ЦФА
Договорные и обязательственные отношения	Включение ЦФА в гражданско-правовой оборот. Совершение различных видов сделок с ЦФА: купли-продажи, мены, дарения и др.
Банковская деятельность	ЦФА как имущество может быть объектом залога, уступки и т.д.
Предпринимательская и инвестиционная деятельность	Инвестиции в форме капитальных вложений в предпринимательские и другие проекты.
Налоговая деятельность	Налогообложение ЦФА. Расчет налоговой базы, налогов, налоговых льгот по сделкам с ЦФА. Формы налоговой отчетности по учету и сделкам с ЦФА, иные вопросы налогообложения.
Финансовая деятельность	ЦФА как средство платежей и расчетов, в том числе по внешнеторговым операциям.
Конкурсное производство	Включение ЦФА в конкурсную массу. Оценка ЦФА при включении в конкурсную массу для реализации. Новые стандарты по оценке ЦФА.
Наследство	Наследование ЦФА по закону и по завещанию. Обозначение состава ЦФА, идентификация и квалификация его правового статуса. Включение в обязанности Банка России ведение реестра владельцев ЦФА с правом получения доступа к информационной системе, электронному личному кабинету или аккаунту владельцев ЦФА от операторов информационной системы и обмена.
Нотариальная деятельность	Обязанность нотариуса проведения проверки наличия ЦФА у наследодателя. Формирование завещания по наследованию ЦФА закрытого типа.

В процессе технологической интеграции, регулирования цифровых финансовых активов и правоотношений, возникающих между всеми участниками рынка, выделяется основополагающая роль Банка России, обеспечивающего защиту прав и законных интересов участников рынка цифровых финансовых активов.

Совершенствование регулирования на принципах экономического содержания понятия «цифровые финансовые активы», гармонизации с действующим нормативно-правовым полем и технологической нейтральности

будет способствовать созданию действенных механизмов развития и стимулирования рынка цифровых финансовых активов.

6. Предложен среднесрочный прогноз выпуска цифровых финансовых активов исходя из ожидаемых тенденций развития рынка цифровых финансовых активов в целях оценки его потенциала в современной экономике России.

Рынок цифровых финансовых активов относительно новое экономическое явление, который на текущем этапе своего развития по объему значительно уступает рынку традиционных финансовых инструментов.

С целью исследования и анализа факторов внешней макросреды, которые влияют на развитие рынка цифровых финансовых активов, проведен PEST-анализ¹, учитывающий в балльной оценке вероятность и степень влияния политических, экономических, социокультурных и технологических факторов.

Результаты проведенного исследования, отраженные в таблице 3, свидетельствуют, что факторы макросреды в совокупности оказывают значительное положительное влияние на развитие рынка цифровых финансовых активов, то есть угрозы внешней среды не являются для рынка значительными.

Таблица 3 – Результаты анализа факторов макросреды: PEST

Факторы	Влияние, (+/-)
Политические	+2,7
Экономические	-3,5
Социальные	+6,7
Технологические	+17,0
Итоговая оценка	+22,9

При этом наибольшее положительное влияние на рынок цифровых финансовых активов оказывают технологические факторы – развитие технологий, инноваций, цифровизация финансового рынка и развитие инфраструктуры финансового рынка в России (общий итог +17,0 баллов).

Социальные факторы оказывают на рынок цифровых финансовых активов умеренное положительное влияние, в том числе за счет реализации программ обучения сотрудников для финансовой и IT отрасли, изменения потребительских предпочтений в финансовой сфере вследствие цифровизации финансовых услуг (общий итог +6,7 баллов).

Незначительное положительное влияние на рынок цифровых финансовых активов оказывают политические факторы, наиболее существенными из которых являются: негативный внешний фон в связи с геополитической ситуацией; установление законодательных ограничений в части ввоза и использования

¹ Аббревиатура образована от названия группы факторов: P – политические, E – экономические, S – социальные, T – технологические.

зарубежных информационно-коммуникационных технологий; проблема заблокированных активов (общий итог +2,7 балла).

Единственной группой факторов, оказывающих отрицательное влияние на рынок, является экономическая. Это прежде всего обусловлено усилением макроэкономической нестабильности, снижением предпринимательской активности, повышением ключевой ставки и сохранением инфраструктурных ограничений по отношению к России со стороны недружественных стран (общий итог -3,5 баллов).

На основе результатов PEST-анализа сформулированы основные тенденции развития национального рынка цифровых финансовых активов в перспективе трех-пяти лет:

- дальнейшая дифференциация цифровых финансовых активов, появление их новых видов;
- увеличение числа субъектов российского рынка цифровых финансовых активов: эмитентов и инвесторов, операторов информационных систем, операторов обмена цифровых финансовых активов;
- рост количества квалифицированных инвесторов;
- рост спроса на цифровые финансовые активы со стороны потребителей – физических лиц в связи с развитием инструментов долгосрочных сбережений и инвестиций, а также налоговых льгот;
- повышение объемов сделок с финансовыми инструментами, в том числе цифровыми финансовыми активами;
- настройка и совершенствование законодательства для регулирования российского рынка цифровых финансовых активов;
- импортозамещение в российском секторе информационно-коммуникационных технологий, в том числе будут замещены серверное и коммутационное оборудование, системы хранения данных и программное обеспечение;
- сохранение инфраструктурных ограничений по отношению к России со стороны недружественных стран, что негативно отразится на доступе к торговле иностранными ценными бумагами для резидентов, но в тоже время повысит спрос на российские цифровые финансовые активы;
- использование цифровых финансовых активов в качестве средства платежа и расчетов во внешнеторговых сделках в связи с курсом на девальютизацию российской экономики;
- повышение уровня цифровизации финансовых услуг.

Исходя из ожидаемых тенденций рынка общий прогноз предложения на российском рынке цифровых финансовых активов построен на предположении достижения минимальных значений выпуска цифровых финансовых активов в нефтегазовой отрасли, на рынках золота, алмазов, пшеницы, жилой недвижимости, а также – выпуска корпоративных цифровых облигаций в перспективе до 2025 года.

Указанное предположение обусловлено структурой Российского экспорта и потенциальной возможностью осуществления платежей за сырьевые ресурсы

с использованием цифровых финансовых активов во внешнеэкономических сделках, а также данными о фактических выпусках цифровых финансовых активов на национальном рынке в период 2022-2023 годов.

В соответствии с прогнозом, приведенным в таблице 4, совокупный объем российского рынка цифровых финансовых активов по итогам 2025 года составит 9,35 трлн р. При этом наибольшую долю российского рынка цифровых финансовых активов к 2025 году получают корпоративные цифровые облигации, цифровые финансовые активы на жилую недвижимость и нефтегазовые активы.

Таблица 4 – Прогноз объема российского рынка ЦФА до 2025 года, трлн р.

Активы	2023	2024	2025	Итого
Нефть и газ	-	0,57	0,59	1,16
Золото	0,00	0,12	0,14	0,26
Алмазы	-	0,02	0,02	0,04
Пшеница	-	0,07	0,09	0,16
Жилая недвижимость	-	0,61	0,76	1,37
Корпоративные цифровые облигации	0,02	2,88	3,46	6,36
Итого:	0,02	4,27	5,06	9,35

Выполненный прогноз объема рынка цифровых финансовых активов в среднесрочной перспективе отражает его значительный потенциал в современной экономике России, основные тенденции и перспективы развития.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В диссертационной работе проанализировано развитие международного и отечественного рынка цифровых финансовых активов, в результате которого определены группы факторов, комплексный учет которых в рамках создания механизмов развития рынка будет способствовать широкому проникновению цифровых финансовых активов в сферы экономических отношений. Принимая во внимание выделенные группы факторов предложен авторский подход к формированию организационно-экономического и институционального механизмов формирования и развития рынка цифровых финансовых активов в целях повышения эффективности его функционирования, а также обеспечения координации складывающихся вокруг цифровых финансовых активов экономических отношений, достижения целевых показателей.

По результатам исследования экономической природы цифровых финансовых активов, систематизации международного опыта регулирования рынка цифровых финансовых активов представлены рекомендации по совершенствованию нормативно-правовой базы Российской Федерации, направленные на полноценное включение данного вида активов в гражданско-правовой оборот и создание действенных механизмов развития и

стимулирования рынка. В частности речь идет о формировании понятийного аппарата и статуса цифровых финансовых активов, статуса участников отношений, связанных с выпуском, учетом и обращением цифровых финансовых активов, об особенностях обращения, а также об определении способов защиты прав на цифровые финансовые активы и других аспектах.

Предложенный прогноз количественных и качественных показателей российского рынка цифровых финансовых активов в зависимости от факторов внешней среды отражает его значительный потенциал в современной экономике России, основные тенденции и перспективы развития.

ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Рецензируемые научные издания

1. Болвачев, А.И. Тенденции развития и прогноз выпуска на рынке цифровых финансовых активов / А.И.Болвачев, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансовый бизнес. – 2024. – № 4(250). – С. 163-168. – ISSN: 0869-8589. – 0,69 печ. л. – 0,50 авт. печ. л.

2. Болвачев, А.И. Институциональный механизм развития рынка цифровых финансовых активов / А.И.Болвачев, Ю.Т.Ахвледиани, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Бизнес.Образование.Право. – 2024. – № 1(66). – С. 13-17. – ISSN: 1990-536х. – 0,63 печ. л. – 0,45 авт. печ. л.

3. Болвачев, А.И. Организационно-экономический механизм рынка цифровых финансовых активов / А.И.Болвачев, А.Ф.Лещинская, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2024. – Т. 21, № 1(133). – С. 85-95. – ISSN: 2413-2829. – eISSN: 2587-9251. – 1,38 печ. л. – 1,00 авт. печ. л.

4. Болвачев, А.И. Теоретические аспекты обращения цифровых финансовых активов / А.И.Болвачев, В.В.Колмаков, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансовый бизнес. – 2023. – № 9(243). – С. 145-149. – ISSN: 0869-8589. – 0,63 печ. л. – 0,50 авт. печ. л.

5. Кошелев, К.А. Рынок цифровых финансовых активов в России: основные направления развития и оценка экономического потенциала / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансовый бизнес. – 2023. – № 6(240). – С. 147-152. – ISSN: 0869-8589. – 0,75 печ. л. – 0,75 авт. печ. л.

6. Кошелев, К.А. Тенденции развития рынка цифровых финансовых активов в контексте цифровой трансформации мировой экономики / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26, № 4. – С. 80-94. – ISSN: 2587-5671. – eISSN: 2587-7089. – 1,88 печ. л. – 1,88 авт. печ. л.

7. Кошелев, К.А. Внедрение цифрового рубля: проблемы и перспективы / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансовая экономика. – 2022. – № 8. – С. 36-40. – ISSN: 2075-7786. – 0,63 печ. л. – 0,63 авт. печ. л.

8. Кошелев, К.А. Определение категории «цифровые финансовые активы»: экономический, правовой и учетный аспекты / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Инновации и инвестиции. – 2021. – № 2. – С. 114-117. – ISSN: 2307-180X. – 0,25 печ. л. – 0,25 авт. печ. л.

9. Кошелев, К.А. Классификация и регулирование рынка цифровых финансовых активов: международный и отечественный опыт / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Финансовый менеджмент. – 2021. – № 2. – С. 81-93. – ISSN: 1607-968X. – 0,81 печ. л. – 0,81 авт. печ. л.

Другие научные издания

10. Болвачев, А.И. Эмиссия цифрового рубля: к вопросу об агрегатах денежной массы / А.И.Болвачев, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Евразийский юридический журнал. – 2022. – № 7(170). – С. 212-213. – ISSN: 2073-4506. – 0,25 печ. л. – 0,15 авт. печ. л.

11. Болвачев, А.И. Роль цифровых валют в условиях трансформации мировой экономики / А.И.Болвачев, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Глобальная неопределенность. Развитие или деградация мировой экономики? : Сборник статей XI Международной научной конференции. В 2-х томах, Москва, 17–18 мая 2022 года / Под редакцией С.Д.Валентя. Том 2. – Москва: Российский экономический университет имени Г.В.Плеханова, 2022. – С. 127-132. – ISBN: 978-5-7307-1944-6. – 0,31 печ. л. – 0,20 авт. печ. л.

12. Кошелев, К.А. Цифровые валюты центральных банков: тенденции и перспективы / К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Шаг в будущее: искусственный интеллект и цифровая экономика. Технологическое лидерство: взгляд за горизонт, Москва, 25–26 ноября 2021 года / Под общей редакцией доктора экономических наук, кандидата технических наук П.В.Терелянского. – Москва: Российский экономический университет имени Г.В.Плеханова, 2022. – С. 140-145. – ISBN: 978-5-7307-1763-3. – 0,38 печ. л. – 0,38 авт. печ. л.

13. Болвачев, А.И. Цифровые финансовые активы: экономическая сущность / А.И.Болвачев, К.А.Кошелев. – Текст : непосредственный // Цифровая экономика: тенденции и перспективы развития : Сборник тезисов докладов национальной научно-практической конференции: в двух томах, Москва, 22–23 октября 2020 года. Том 1. – Москва: Российский экономический университет имени Г.В.Плеханова, 2020. – С. 236-243. – ISBN: 978-5-7307-1717-6. – 0,50 печ. л. – 0,30 авт. печ. л.

14. Koshelev, K.A. Directions for the development of the digital financial assets market in the modern economy of the Russian Federation / K.A.Koshelev. – The text : is direct // Scientific research of the SCO countries: synergy and integration : Proceedings of the International Conference, Beijing, 12 июля 2023 года. Vol. Part 1. – Beijing: Б. и., 2023. – P. 9-13. – ISBN: 978-5-905695-82-7. – 0,31 печ. л. – 0,31 авт. печ. л.

15. Koshelev, K.A. Legislative impediments to crypto assets in the Russian Federation / K.A.Koshelev. – The text : is direct // XXXIII international Plekhanov readings, 17 марта 2020 года, 2020. – P. 60-65. – ISBN: 978-5-7307-1640-7. – 0,31 печ. л. – 0,31 авт. печ. л.