

## 5.2. ЭКОНОМИКА

### 5.2. ECONOMY

#### Научная статья

УДК 336.763.1

DOI: 10.25683/VOLBI.2024.66.861

#### Alexey Pyich Bolvachev

Doctor of Economics,  
Professor of the Department of Sustainable Development Finance,  
Plekhanov Russian University of Economics  
Moscow, Russian Federation  
Bolvachev.AI@rea.ru

#### Yulia Tambieвна Akhvlediani

Doctor of Economics,  
Professor of the Department of Global Financial Markets and  
Fintech,  
Plekhanov Russian University of Economics  
Moscow, Russian Federation  
Akhvlediani.YT@rea.ru

#### Kirill Andreevich Koshelev

Postgraduate of the Department of Sustainable Development  
Finance, scientific specialty 5.2.4 — Finance,  
Plekhanov Russian University of Economics  
Moscow, Russian Federation  
Koshelevka@list.ru

#### Алексей Ильич Болвачев

д-р экон. наук,  
профессор кафедры финансов устойчивого развития,  
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова  
Москва, Российская Федерация  
Bolvachev.AI@rea.ru

#### Юлия Тамбиевна Ахвледяни

д-р экон. наук,  
профессор кафедры мировых финансовых рынков и финтех,  
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова  
Москва, Российская Федерация  
Akhvlediani.YT@rea.ru

#### Кирилл Андреевич Кошелев

аспирант кафедры финансов устойчивого развития, научная  
специальность 5.2.4 — Финансы,  
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова  
Москва, Российская Федерация  
Koshelevka@list.ru

### ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ МЕХАНИЗМ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦИФРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

5.2.4 — Финансы

**Аннотация.** Использование системного взгляда на развитие любой отрасли помогает повышать эффективность функционирования, стабильность отношений и защиту интересов участников. В контексте рынка цифровых финансовых активов это обуславливается тем, что системный подход, во-первых, позволяет анализировать взаимосвязи между различными элементами рынка и создавать эффективные стратегии развития. Во-вторых, он предоставляет возможность идентифицировать и управлять следующими рисками: нарушение финансовой стабильности, мошенничество, отмывание денежных средств, — в конечном итоге, обеспечивая стабильность и надежность рынка. В-третьих, обобщение информации об участниках экономических отношений, складывающихся в результате обращения цифровых финансовых активов, позволяет разработать и внедрить соответствующие правила и процедуры, обеспечивающие защиту интересов эмитентов, инвесторов, а также предотвращение незаконных действий.

В статье рассматривается модель институционального механизма развития рынка цифровых финансовых

активов, представленная в виде системы взаимосвязей между субъектами рынка на макро-, мезо- и микроуровнях. Представленный механизм основан на трех блоках, определяющих цели и интересы основных групп субъектов, формальные и неформальные нормы и правила в экономическом сообществе, а также эффективность функционирования механизма в целом. В качестве целевых индикаторов предложен набор показателей деятельности, позволяющих в количественном выражении оценить результаты достижения целей на каждом из уровней развития рынка.

Предложенный институциональный механизм имеет цель обеспечить стабильность, эффективность и справедливость в экономических отношениях с использованием цифровых финансовых активов, выполняя роль фундаментального организационного и регуляторного фактора.

**Ключевые слова:** цифровые финансовые активы, цифровые валюты, организационно-экономический механизм, институциональный механизм, целевые индикаторы, цифровизация, финансовый рынок, бездокументарные ценные бумаги, финтех, регулирование, нормы/правила, стратегия

**Для цитирования:** Болвачев А. И., Ахвледяни Ю. Т., Кошелев К. А. Институциональный механизм развития рынка цифровых финансовых активов // Бизнес. Образование. Право. 2024. № 1(66). С. 13—17. DOI: 10.25683/VOLBI.2024.66.861.

## INSTITUTIONAL MECHANISM FOR THE DEVELOPMENT OF THE DIGITAL FINANCIAL ASSETS MARKET

5.2.4 — Finance

**Abstract.** *Using a systemic view of the development of any industry helps to increase operational efficiency, stability of relationships and protection of the interests of participants. In the context of the digital financial assets market, this is due to the fact that a systemic approach, firstly, allows you to analyze the relationships between various market elements and create effective development strategies. Secondly, it provides the opportunity to identify and manage risks such as: violation of financial stability, fraud, money laundering, ultimately ensuring market stability and reliability. Thirdly, generalization of information about participants in economic relations resulting from the circulation of digital financial assets makes it possible to develop and implement appropriate rules and procedures to ensure the protection of the interests of issuers and investors, as well as the prevention of illegal actions.*

*In the article, the authors consider a model of the institutional mechanism for the development of the digital financial*

*assets market, presented in the form of a system of relationships between market entities at the macro, meso and micro levels. The presented mechanism is based on three blocks that determine the goals and interests of the main groups of subjects, formal and informal norms and rules in the economic community, as well as the effectiveness of the mechanism as a whole. A set of performance indicators is proposed as target indicators, allowing quantitative assessment of the results of achieving goals at each level of market development.*

*The proposed institutional mechanism aims to ensure stability, efficiency and fairness in economic relations using digital financial assets, serving as a fundamental organizational and regulatory factor:*

**Keywords:** *digital financial assets, digital currencies, organizational and economic mechanism, institutional mechanism, target indicators, digitalization, financial market, uncertificated securities, fintech, regulation, rules, strategy*

**For citation:** Bolvachev A. I., Akhvdiani Yu. T., Koshelev K. A. Institutional mechanism for the development of the digital financial assets market. *Biznes. Obrazovanie. Pravo = Business. Education. Law.* 2024;1(66):13—17. DOI: 10.25683/VOLBI.2024.66.861.

### Введение

**Актуальность темы исследования.** В соответствии с действующим законодательством цифровыми финансовыми активами (далее — ЦФА) признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске ЦФА в порядке, установленном федеральным законодательством, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы [1].

Применение системного подхода к развитию рынка ЦФА является крайне актуальной задачей в современном финансовом мире. Среди причин, почему это важно, можно отметить, во-первых, быстрое развитие цифровых технологий. С появлением блокчейн-технологии, криптовалют и других цифровых инструментов финансовые рынки сталкиваются с новыми вызовами и возможностями [2]. Системный подход позволяет анализировать взаимосвязи между различными элементами рынка и создавать эффективные стратегии развития. Во-вторых, неконтролируемое развитие рынка ЦФА может повлечь за собой риски для финансовой стабильности, включая мошенничество, отмывание денежных средств и иные формы нарушения действующего законодательства [3]. Системный подход предоставляет возможность идентифицировать и управлять такими рисками, обеспечивая стабильность и надежность рынка. В-третьих, обобщение информации об участниках экономических отношений, складывающихся в результате обращения ЦФА, позволяет разработать и внедрить соответствующие правила и процедуры, обеспечивающие защиту интересов эмитентов, инвесторов, а также предотвращение незаконных действий.

Таким образом, учет всех факторов внешней и внутренней среды на разных экономических уровнях позволяет

идентифицировать потенциальные возможности для развития инновационных финансовых инструментов и создания благоприятной инвестиционной среды [4]. В свою очередь, использование системного взгляда на развитие рынка ЦФА помогает обеспечить его эффективное функционирование, стабильность и защиту интересов участников.

**Изученность проблемы.** Большинство опубликованных в настоящее время научных работ сводятся к правовому статусу и оценке роли отдельных участников в обращении ЦФА или изучению возможностей и угроз, связанных с их распространением. Так, в статьях О. В. Содея, А. Н. Цупикова проводится анализ роли и полномочий Банка России в правовом регулировании выпуска и обращения ЦФА [5; 6]. Т. Э. Рождественская и А. Г. Гузнов рассматривают особенности правового статуса организаций, обеспечивающих цифровые финансовые технологии [7]. М. В. и А. И. Гончаровы и О. Ю. Споловихин анализируют экономические интересы и риски участников операций с ЦФА [8]. Е. А. Чумаченко и К. П. Безрукавая изучают основные направления цифровизации активов и влияние этого процесса на экономические субъекты [9].

**Научная новизна.** Настоящая статья является продолжением фундаментального подхода к исследованию категории ЦФА, изложенного в работах А. И. Болвачева, В. В. Колмакова, А. Ф. Лещинской, К. А. Кошелева. Общая логика исследования раскрывается через определение экономической сущности ЦФА и отнесение их к бездокументарным ценным бумагам для полноценного включения в гражданско-правовой оборот [10—12]. На основе сформированного статуса и понятийного аппарата ЦФА предлагается форма организационно-экономического механизма развития данного рынка, определяющая взаимосвязи и взаимозависимости структурных элементов рынка, отвечающих за стратегическое планирование, разрабатывающих направления развития инвестиционной деятельности, формирующих организационно-экономические условия функционирования рынка,

обеспечивающих развитие инфраструктуры, внедряющих меры стимулирования [13].

Дальнейшие исследования в области фундаментального подхода позволят углубить понимание взаимосвязей и влияния различных факторов на рынке ЦФА. В этой связи авторами предлагается институциональный механизм функционирования рынка ЦФА, под которым понимается система взаимодействий субъектов экономики на основе институтов, являющаяся структурной частью хозяйственного механизма экономики в целом и имеющая свою собственную структуру.

**Целью** исследования является представление институционального механизма функционирования рынка ЦФА. Достижение поставленной цели осуществляется посредством решения следующих **задач**:

- определить основных участников рынка ЦФА;
- сформировать систему взаимосвязей между субъектами рынка;
- разработать состав индикаторов для оценки состояния рынка ЦФА.

**Теоретическую основу** исследования составили научные труды ведущих экономистов, посвященные вопросам обращения ЦФА, определения их статуса и роли основных участников.

**Практическая значимость.** На основе указанного механизма должны определяться стратегические приоритеты развития рынка ЦФА в Российской Федерации.

**Методология.** В ходе исследования использовались следующие научные методы: анализ экономической информации, исторический метод, обобщение, систематизация, метод научной абстракции.

### Основная часть

Р. Скотт определял институциональную среду как совокупность трех элементов: регулятивного, когнитивного и нормативного [14]. Эти институциональные элементы могут оказывать разное влияние на субъектов — участников рынка. Регулятивный элемент включает в себя политические аспекты и политику государства по отношению к рынку в целом и отдельным его субъектам. Когнитивный элемент связан со знаниями, навыками, компетенциями субъектов рынка. Нормативный элемент связан с системой ценности в обществе.

*Институциональный механизм формирования и развития рынка ЦФА* может быть 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 ЦФА и использующих определенный набор стимулов и ограничений.

Институциональный механизм рынка ЦФА представлен на рисунке. В данном механизме выделены три блока: целевой, основной и результирующий.

*Целевой блок* представлен целями и интересами основных групп субъектов — участников рынка: органов государственной власти и Банка России, 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 привил 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.

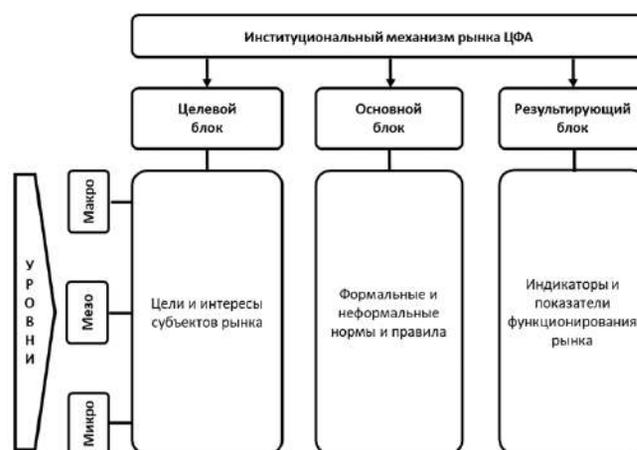


Рис. Институциональный механизм рынка ЦФА (разработано авторами)

*Результирующий блок* определяет эффективность функционирования механизма в целом на основании итоговых показателей — целевых индикаторов, позволяющих оценить в количественном выражении результаты функционирования рынка ЦФА.

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. Перечень целевых индикаторов функционирования рынка ЦФА представлен в таблице.

### Целевые индикаторы функционирования рынка цифровых финансовых активов

Показатель	Характеристика
Количество видов и типов ЦФА, ед.	Позволяет оценить степень дифференциации на рынке ЦФА, разнообразие предложения, отдельные виды и типы ЦФА, определить, насколько рынок ЦФА насыщен с точки зрения предложения
Объем выпущенных ЦФА на рынке в денежном выражении, руб.	Позволяет оценить общий объем предложения на рынке ЦФА, объем рынка ЦФА в рублях
Объем сделок на рынке ЦФА в натуральном выражении, шт.	Позволяет оценить объем обращения на рынке ЦФА в натуральном выражении, т. е. оборот рынка ЦФА в количестве совершенных сделок
Объем сделок на рынке ЦФА в денежном выражении, руб.	Позволяет оценить объем обращения на рынке ЦФА в денежном выражении, т. е. оборот рынка ЦФА в рублях

Показатель	Характеристика
Количество эмитентов, выпускающих ЦФА, ед.	Позволяет оценить потенциальный объем предложения на рынке ЦФА, количество эмитентов ЦФА и насыщенность рынка с точки зрения предложения, структуру рынка с точки зрения характеристик эмитентов, выпускающих ЦФА
Количество инвесторов — юридических лиц на рынке, совершивших хотя бы одну сделку с ЦФА, ед.	Позволяет оценить потенциальный и реальный спрос со стороны инвесторов — юридических лиц на рынке ЦФА
Количество розничных инвесторов на рынке, совершивших хотя бы одну сделку с ЦФА, чел.	Позволяет оценить потенциальный и реальный спрос со стороны инвесторов — физических лиц на рынке ЦФА
Количество операторов информационных систем на рынке ЦФА, ед.	Позволяет оценить степень развития инфраструктуры рынка ЦФА
Количество операторов обмена ЦФА, ед.	Позволяет оценить степень развития инфраструктуры рынка ЦФА
Количество зарегистрированных кошельков на платформах операторов информационных систем, ед.	Позволяет оценить потенциальный спрос на ЦФА со стороны заинтересованных в приобретении ЦФА пользователей информационной системы

*Примечание:* составлено авторами.

Предложенный институциональный механизм рынка ЦФА 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. Реализации потенциала развития рынка ЦФА в настоящее время препятствуют фрагментарность рынка (отсутствие связи между платформами операторов информационных систем), отсутствие ликвидности, или вторичного обращения этих инструментов, сла-

бая доступность рынка для институциональных инвесторов и недостаточно отработанные механизмы юридической защиты интересов инвесторов [15].

### Заключение

В рамках настоящей статьи авторами предложен институциональный механизм формирования и развития рынка ЦФА, который играет роль фундаментального организационного и регуляторного фактора в обществе, определяя структуру, правила и процедуры, необходимые для координации складывающихся вокруг ЦФА экономических отношений.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный закон от 31 июля 2020 г. № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».
2. Андрушин С. А. Технология распределенных реестров в финансовой сфере России // Банковское дело. 2018. № 2. С. 4—15.
3. Фомин А. Н. Криптовалюты в цифровой экономике: финансово-экономические аргументы «за» и «против»: анализ. докл. Центр стратегических оценок и прогнозов, 2017. 37 с. URL: <http://csef.ru/media/articles/7770/8861.pdf> (дата обращения: 27.09.2023).
4. Лещинская А. Ф., Романченко О. В., Захарова Д. С. Развитие финансового механизма стимулирования промышленности для эффективного восстановления национальной экономики с учетом реальных императивов // Шаг в будущее: Искусственный интеллект и цифровая экономика : сб. науч. ст. : в 3 т. М. : Рос. экон. ун-т им. Г. В. Плеханова, 2023. Т. 2. С. 130—139.
5. Содель О. В. Полномочия Банка России в области обращения цифровых финансовых активов и криптовалюты // Вестник Саратовской государственной юридической академии. 2022. № 4. С. 208—213. DOI: 10.24412/2227-7315-2022-4-208-213.
6. Цупиков А. Н. Роль Банка России в правовом регулировании выпуска и обращения цифровых финансовых активов // Евразийская адвокатура. 2023. № 1(60). С. 124—128. DOI: 10.52068/2304-9839\_2023\_60\_1\_124.
7. Рождественская Т. Э., Гузнов А. Г. Особенность правового статуса оператора информационной системы, в которой осуществляется выпуск цифровых финансовых активов, и оператора обмена цифровых финансовых активов как организаций, обеспечивающих цифровые финансовые технологии // Вестник Университета имени О. Е. Кутафина (МГЮА). 2021. № 9. С. 124—134. DOI: 10.17803/2311-5998.2021.85.9.124-134.
8. Гончарова М. В., Гончаров А. И., Споловихин О. Ю. Экономические интересы и риски участников операций с цифровыми финансовыми активами // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. 2023. Т. 25. № 2. С. 105—119. DOI: 10.15688/ek.jvolsu.2023.2.9.
9. Чумаченко Е. А., Безрукавая К. П. Развитие цифровых финансовых активов: возможность или угроза // Мир науки и мысли. 2023. № 2. С. 141—146.
10. Болвачев А. И., Колмаков В. В., Кошелев К. А. Теоретические аспекты обращения цифровых финансовых активов // Финансовый бизнес. 2023. № 9. С. 145—149.
11. Болвачев А. И., Кошелев К. А. Цифровые финансовые активы: экономическая сущность // Цифровая экономика: тенденции и перспективы развития : сб. тез. докл. нац. науч.-практ. конф. : в 2 т. М. : Рос. экон. ун-т им. Г. В. Плеханова, 2020. Т. 1. С. 236—243.
12. Кошелев К. А. Определение категории «цифровые финансовые активы»: экономический, правовой и учетные аспекты // Инновации и инвестиции. 2021. № 2. С. 114—117.

13. Koshelev K. A. Directions for the development of the digital financial assets market in the modern economy of the Russian Federation // Scientific research of the SCO countries: synergy and integration : Proceedings of the International conference, Beijing, July 12, 2023. Beijing, 2023. Pt. 1. Pp. 9—13.

14. Scott W. R. Institutions and organizations: Ideas and Interests. Los Angeles, CA : Sage Publications, 2008. 267 p.

15. Заруцкая Н. Глава Atomyze рассказала, чего не хватает для развития рынка ЦФА // Ведомости. 2023. 19 июня. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/06/19/981084-glava-atomyze-rasskazala-chego-ne-hvataet-dlya-razvitiya-rinka-tsfa> (дата обращения: 23.10.2023).

## REFERENCES

1. Federal Law of July 31, 2020 No. 259-FZ “On digital financial assets, digital currency and amendments to certain legislative acts of the Russian Federation”. Available at LRS ConsultantPlus. (In Russ.)

2. Andryushin S. A. Distributed ledger technology in the financial sector of Russia. *Bankovskoe delo = Banking*. 2018;2:4—15. (In Russ.)

3. Fomin A. N. Cryptocurrencies in the digital economy: financial and economic arguments «for» and «against». Analytical report. Center for Strategic Assessments and Forecasts, 2017. 37 p. (In Russ.) URL: <http://csef.ru/media/articles/7770/8861.pdf> (accessed: 27.09.2023).

4. Leshchinskaya A. F., Romanchenko O. V., Zakharova D. S. Development of a financial mechanism for stimulating industry for the effective restoration of the national economy, considering real imperatives. *Shag v budushchee: iskusstvennyi intellekt i tsifrovaya ekonomika. Collection of scientific articles*. Moscow, Plekhanov Russian University of Economics publ., 2023;2:130—139. (In Russ.)

5. Sodel O. V. Powers of the Bank of Russia in the circulation of digital financial assets and cryptocurrency. *Vestnik Saratovskoi gosudarstvennoi yuridicheskoi akademii = Saratov State Law Academy Bulletin*. 2022;4:208—213. (In Russ.) DOI: 10.24412/2227-7315-2022-4-208-213.

6. Tsupikov A. N. The role of the Bank of Russia in legal regulation issuance and circulation of digital financial assets. *Evrasiiskaya advokatura*. 2023;1(60):124—128. (In Russ.) DOI: 10.52068/2304-9839\_2023\_60\_1\_124.

7. Rozhdestvenskaya T. E., Guznov A. G. The features of the legal status of the operator of the information system in which digital financial assets are issued, and of the operator of the exchange of digital financial assets as organizations that provide digital financial technologies. *Vestnik Universiteta imeni O. E. Kutafina (MGYuA) = Courier of Kutafin Moscow State Law University (MSAL)*. 2021;9:124—134. (In Russ.) DOI: 10.17803/2311-5998.2021.85.9.124-134

8. Goncharova M. V., Goncharov A. I., Spolovikhin O. Yu. Economic Interests and Risks of Participants in Operations with Digital Financial Assets. *Vestnik Volgogradskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika = Journal of Volgograd State University. Economics*. 2023;25(2):105—119. (In Russ.). DOI: 10.15688/ek.jvolsu.2023.2.9

9. Chumachenko E. A., Bezrukavaya K. P. Development of digital financial assets: opportunity or threat. *Mir nauki i mysli = The World of Science and Ideas*. 2023;2:141—146. (In Russ.)

10. Bolvachev A. I., Kolmakov V. V., Koshelev K. A. Theoretical aspects of circulation of digital financial assets. *Finansovyi biznes*. 2023;9:145—149. (In Russ.)

11. Bolvachev A. I., Koshelev K. A. Digital financial assets: economic essence. *Tsifrovaya ekonomika: tendentsii i perspektivy razvitiya. Collection of abstracts of reports of the National scientific and practical conference*. Moscow, Plekhanov Russian University of Economics publ., 2020;1:236—243. (In Russ.)

12. Koshelev K. A. Definition of the category of “digital financial assets”: economic, legal and accounting aspects. *Innovatsii i investitsii = Innovation and Investment*. 2021;2:114—117. (In Russ.)

13. Koshelev K. A. Directions for the development of the digital financial assets market in the modern economy of the Russian Federation. *Scientific research of the SCO countries: synergy and integration. Proceedings of the international conference, Beijing, July 12, 2023*. Beijing, 2023;1:9—13.

14. Scott W. R. Institutions and organizations: Ideas and Interests. Los Angeles, CA, Sage Publications, 2008. 267 p.

15. Zarutskaya N. The head of Atomyze tells what is missing for the development of the DFA market. *Vedomosti*. June 19, 2023. (In Russ.) URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2023/06/19/981084-glava-atomyze-rasskazala-chego-ne-hvataet-dlya-razvitiya-rinka-tsfa> (accessed: 23.10.2023).

Статья поступила в редакцию 23.10.2023; одобрена после рецензирования 12.11.2023; принята к публикации 05.12.2023.  
The article was submitted 23.10.2023; approved after reviewing 12.11.2023; accepted for publication 05.12.2023.