



## Цифровые финансовые активы как альтернативный инструмент привлечения финансирования в условиях сжатия традиционного рынка капитала

Михаил Юрьевич Макаров<sup>1✉</sup>, Ярослав Сергеевич Бабчин<sup>2</sup>, Аида Саркисовна Карамова<sup>3</sup>

<sup>1, 2</sup> Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики, Санкт-Петербург, Россия

<sup>3</sup> Сочинский государственный университет, Сочи, Россия

<sup>1</sup> [mikemakarov@mail.ru](mailto:mikemakarov@mail.ru)<sup>✉</sup>, <https://orcid.org/0000-0002-0130-2030>

<sup>2</sup> [babchinjs@gmail.com](mailto:babchinjs@gmail.com)

<sup>3</sup> [aida.karamova@mail.ru](mailto:aida.karamova@mail.ru)

### Аннотация

**Цель.** Выявить и провести комплексный анализ потенциала цифровых финансовых активов (ЦФА) как нового канала привлечения финансирования для субъектов экономики РФ в условиях ограниченной доступности традиционного капитала, а также выполнить оценку сопутствующих рисков и последствий для денежно-кредитной политики.

**Задачи.** Анализ причин, проявлений и последствий сжатия рынка капитала для реального сектора; проведение сравнительного анализа традиционных и основанных на ЦФА способов привлечения средств; систематизация моделей выпуска и обращения ЦФА как инструментов финансирования; изучение каналов влияния рынка ЦФА на денежно-кредитную систему РФ; оценка регуляторных и макроэкономических рисков, связанных с активным использованием ЦФА.

**Методология.** Методологическую основу исследования составили методы сравнительного, структурного и сценарного анализа, а также элементы аналитической обработки и графического представления информации.

**Результаты.** Выявлено, что сужение сегмента традиционного капитала в России имеет структурную природу, и это формирует устойчивый запрос на альтернативные инструменты финансирования, прежде всего со стороны малого и среднего предпринимательства, а также компаний инновационного сектора. Проведенный сравнительный анализ показал, что основные конкурентные преимущества ЦФА заключаются в адаптивности и оперативности эмиссии, возможности предусматривать индивидуальные параметры инвестирования посредством смарт-контрактов. Обобщены функциональные разновидности ЦФА; установлено, что каждая из моделей (utility-токен, инвестиционный токен, цифровые финансовые обязательства) позволяет решать определенную задачу по привлечению ресурсов, занимая самостоятельную нишу в процессе финансирования. Аргументировано утверждение о том, что развитие рынка ЦФА прокладывает новые пути для трансмиссии денежно-кредитной политики, порождая активы квазиденежного характера и способствуя изменению скорости оборота капитала, а значит, диктует необходимость адаптации подходов к монетарному регулированию. Прслеживается двойственная природа рисков: технологические свойства ЦФА одновременно создают уязвимости для финансовой стабильности и предоставляют возможности для увеличения ликвидности активов реального сектора.

**Выводы.** ЦФА — новый сегмент финансовой системы, который реализует дополняющую функцию по отношению к классическим банковским и биржевым инструментам. Наиболее востребованным потенциал ЦФА становится в ситуациях, в которых доступ к традиционному финансированию ограничен, выступая в роли резервного механизма, поддерживающего инвестиционную активность в реальном секторе. Результативность применения ЦФА напрямую определена корректным выбором типа токена, который должен в полной мере соответствовать экономическим потребностям эмитента, будь то предварительная реализация услуг, привле-

чение акционерного капитала либо секьюритизация активов. Для органов денежно-кредитного регулирования возрастающая значимость рынка ЦФА означает необходимость расширения аналитического кругозора и включения в него показателей, отражающих объемы выпуска и обращения цифровых активов. Существенную угрозу представляет собой неконтролируемое распространение частных суррогатов, выполняющих квазиденежные функции, что может ослабить влияние регулятора на параметры денежной массы и трансмиссионные механизмы. Регуляторные подходы должны строиться на принципах дифференциации и пропорциональности: ужесточение требований для системно значимых выпусков при сохранении упрощенных режимов для экспериментальных проектов малого бизнеса. Главным условием снижения рисков служит включение операторов платформ ЦФА в контур национальной системы финансового мониторинга и надзора. Для потенциальных эмитентов на первый план выходит не столько технологическая составляющая, сколько создание убедительной экономической модели токена и обеспечение доверия со стороны инвесторов. Дальнейшее развитие рынка представляется невозможным без формирования судебной и правоприменительной практики, которая позволит четко определять природу обязательств, закрепленных в смарт-контрактах. Таким образом, ЦФА представляют собой не краткосрочный тренд, а институциональный ответ на вызовы, стоящие перед современной финансовой системой, что требует от участников рынка продуманной и стратегически ориентированной позиции.

**Ключевые слова:** цифровые финансовые активы, цифровая валюта центральных банков, сжатие рынка капитала, цифровой рубль, криптовалюта, блокчейн

**Для цитирования:** Макаров М. Ю., Бабчин Я. С., Карамова А. С. Цифровые финансовые активы как альтернативный инструмент привлечения финансирования в условиях сжатия традиционного рынка капитала // *Экономика и управление*. 2026. Т. 32. № 5. С. 623–633. <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2026-5-623-633>

## Digital financial assets as an alternative tool for attracting financing under conditions of traditional capital market contraction

Mikhail Yu. Makarov<sup>1✉</sup>, Yaroslav S. Babchin<sup>2</sup>, Aida S. Karamova<sup>3</sup>

<sup>1, 2</sup> St. Petersburg University of Management Technologies and Economics, St. Petersburg, Russia

<sup>3</sup> Sochi State University, Sochi, Russia

<sup>1</sup> [mikemakarov@mail.ru](mailto:mikemakarov@mail.ru)<sup>✉</sup>, <https://orcid.org/0000-0002-0130-2030>

<sup>2</sup> [babchinjs@gmail.com](mailto:babchinjs@gmail.com)

<sup>3</sup> [aida.karamova@mail.ru](mailto:aida.karamova@mail.ru)

### Abstract

**Aim.** To identify and conduct a comprehensive analysis of the potential of digital financial assets (DFAs) as a new channel for attracting financing for economic entities in the Russian Federation under conditions of limited access to traditional capital, as well as to assess the associated risks and implications for monetary policy.

**Objectives.** To analyze the causes, manifestations, and consequences of capital market contraction for the real sector; to conduct a comparative analysis of traditional and DFA-based methods of raising funds; to systematize models for issuing and circulating DFAs as financing instruments; to examine the channels through which the DFA market influences the monetary system of the Russian Federation; to assess regulatory and macroeconomic risks associated with the active use of DFAs

**Methods.** The study utilized comparative, structural, and scenario analysis, as well as elements of analytical processing and graphical presentation of information.

**Results.** The narrowing of the traditional capital segment in Russia has a structural nature, creating a sustained demand for alternative financing instruments, primarily from small and medium-sized enterprises and companies in the innovation sector. The comparative analysis shows that the main competitive advantages of DFAs lie in the adaptability and speed of issuance and the ability to provide individual investment parameters through smart contracts. The functional varieties of DFAs are summarized; each model (utility token, investment token, digital financial obligation) addresses a specific resource-raising task, occupying its own niche in the financing process. We argue that the development of the DFA market opens new channels for monetary policy transmission, generating quasi-money assets and contributing to changes in the velocity of capital circulation, thereby necessitating the adaptation of approaches to

monetary regulation. A dual nature of risks is observed: the technological properties of DFAs simultaneously create vulnerabilities for financial stability and provide opportunities for increasing the liquidity of real sector assets.

**Conclusion.** DFAs represent a new segment of the financial system that performs a complementary function relative to classical banking and exchange instruments. The potential of DFAs becomes most valuable when access to traditional financing is limited, acting as a backup mechanism to support investment activity in the real sector. The effectiveness of using DFAs is directly determined by the correct choice of token type, which must fully correspond to the economic needs of the issuer, whether for the preliminary sale of services, raising equity capital, or asset securitization. For monetary authorities, the growing significance of the DFA market necessitates expanding the analytical horizon to include indicators reflecting the volume of issuance and circulation of digital assets. An uncontrolled spread of private surrogates performing quasi-money functions poses a significant threat, which could weaken the regulator's influence on money supply parameters and transmission mechanisms. Regulatory approaches should be based on the principles of differentiation and proportionality: stricter requirements for systemically important issuances while maintaining simplified regimes for experimental small business projects. A key condition for risk reduction is the inclusion of DFA platform operators in the national financial monitoring and supervision system. For potential issuers, the technological aspect is less critical than creating a convincing economic model for the token and ensuring investor trust. Further market development appears impossible without developing judicial and law enforcement practice that would allow for a clear determination of the nature of obligations embedded in smart contracts. Thus, DFAs are not a short-term trend but an institutional response to the challenges facing the modern financial system, which requires market participants to adopt a thoughtful and strategically oriented position.

**Keywords:** digital financial assets, central bank digital currency, capital market contraction, digital ruble, cryptocurrency, blockchain

**For citation:** Makarov M.Yu., Babchin Ya.S., Karamova A.S. Digital financial assets as an alternative tool for attracting financing under conditions of traditional capital market contraction. *Ekonomika i upravlenie = Economics and Management*. 2026;32(5):623-633. (In Russ.). <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2026-5-623-633>

## Введение

Актуальность темы исследования обусловлена глубинными структурными трансформациями, происходящими в глобальной и национальной финансовых системах, которые на протяжении 2020-х гг. привели к заметному сужению традиционных рынков капитала. Начавшееся стремительное развитие отрасли цифровых финансовых активов в определенной степени возникло в связи с противоречивой ролью финансовых институтов и Центральных банков [1] в период мирового финансового кризиса 2008 г. Сжатие традиционных рынков капитала проявляется в росте стоимости заемных средств, ужесточении регуляторных и залоговых требований, а также сокращении ликвидности на долговых и долевыми рынках. Для российской экономики такие тенденции усугубляются действием

геополитических факторов и санкционным давлением, существенно ограничивающим доступ нефинансового сектора к классическим источникам финансирования, то есть банковским кредитам и публичным размещениям ценных бумаг<sup>1</sup>.

В этих условиях цифровые финансовые активы (ЦФА), легализованные в российской правовой системе с 2021 г., представляют собой зарождающийся, но потенциально значимый альтернативный механизм мобилизации финансовых ресурсов. В отличие от криптовалют, ЦФА — это цифровые права, выпуск, учет и обращение которых регламентированы федеральным законодательством<sup>2</sup>. Их функциональная природа варьируется от утилитарных токенов, предоставляющих доступ к услугам, до инвестиционных токенов, аналогов цифровых акций или облигаций, а также токенизированных обязательств.

<sup>1</sup> Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2023 года. № 2 // Банк России. 2023. URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2\\_3\\_q\\_2023.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2_3_q_2023.pdf) (дата обращения: 05.04.2026).

<sup>2</sup> О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: федер. закон от 31 июля 2020 г. № 259-ФЗ // Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_358753/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/) (дата обращения: 01.04.2026).

## Материалы и методы

В исследовании применен комплексный подход к анализу ЦФА как нового канала привлечения финансирования для субъектов российской экономики. Эмпирической основой исследования послужили статистические и аналитические материалы о цифровизации экономики, экономические периодические издания, ресурсы сети Интернет, материалы аналитических центров, размещенные на официальных сайтах; материалы конференций и семинаров, открытые данные Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ, Банк России) и др. Использованы методы сравнительного, структурного и сценарного анализа, а также элементы экономико-математического моделирования для оценки потенциала рынка.

## Результаты и обсуждение

Анализ степени изученности рассматриваемой проблемы показал, что тема привлечения финансирования через цифровые активы представляет интерес для научного сообщества, особенно в аспектах поддержки бизнеса и адаптации к санкционному режиму.

Исследования отечественных ученых, в частности Ю. В. Бреховой и С. А. Севостьяновой, посвящены роли ЦФА в решении проблемы финансирования для российско-малого и среднего предпринимательства (МСП) [2]. Указывая на возрастающую сложность доступа к классическим источникам капитала, таким как банковские кредиты или фондовый рынок, ученые обосновывают важность интеграции ЦФА в финансовую практику компаний и выделяют регуляторную роль Банка России в данном процессе, хотя, на наш взгляд, с этим нельзя не согласиться.

Динамика развития отечественного рынка ЦФА за первые годы его существования подробно изучена Д. Р. Ахматовой и Е. В. Шавиной, что позволило исследователям на основе количественных и качественных оценок определить ключевые барьеры для его роста [3]. С целью преодоления этих препятствий ученые рекомендуют повышать финансовую грамотность участников рынка для укрепления доверия к новому инструменту.

В сфере международных расчетов Л. П. Харченко исследовала актуальное

ввиду внешних экономических ограничений применение ЦФА, имеющих, по ее мнению, такие свойства, как операционная эффективность и снижение издержек [4]. Результаты проведенного экспертного опроса свидетельствуют о значительном потенциале ЦФА для оптимизации трансграничных B2B-платежей.

В свою очередь, зарубежные исследователи, например Д. Ростас и М. Сокол, изучают выпуск криптоактивов как форму альтернативного финансирования корпораций, сосредоточив внимание на европейском регуляторном контексте (MiCA) [5]. Учеными дана оценка преимуществ и сопутствующих рисков механизмов ICO и STO. Центральным для них становится вопрос о пределах регулирования и возможностях свободного предложения цифровых токенов компаниями.

В исследовании О. Манты инновационные финансовые инструменты рассмотрены сквозь призму задач капитализации объектов культурного наследия. Речь идет и о том, что инструменты наподобие «зеленых» облигаций или краудфандинга критически важны для привлечения средств в эпоху цифровизации и устойчивого развития [6]. Работа ученого интересна, полагаем, своим синтезом финансового, управленческого и технологического подходов.

На материале действующих бизнесов О. Канц анализирует структуру финансирования при отсутствии организованного рынка ценных бумаг [7]. Выявленная им взаимосвязь между структурой капитала и эффективностью деятельности косвенно указывает на потребность экономик подобного типа в новых финансовых инструментах, способных заместить недоступные традиционные рынки и неформальный сектор.

Итак, отечественные исследования концентрируются на нормативно-инфраструктурных условиях развития рынка ЦФА, а работы зарубежных коллег расширяют проблематику до вопросов европейского регулирования и междисциплинарного применения. Однако комплексный анализ места ЦФА в национальной финансовой системе в период кризиса традиционных рынков, включая детальную оценку сравнительной эффективности и риск-профиля, остается областью, требующей дополнительных изысканий с учетом специфики развивающихся экономик [8].

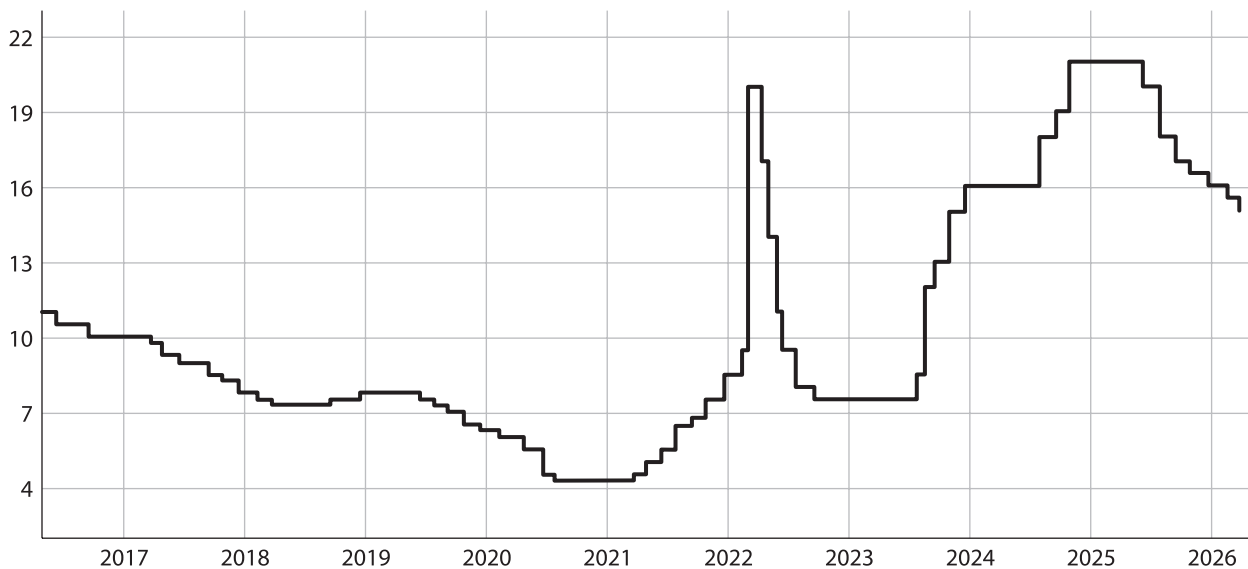


Рис. 1. График изменения ключевой ставки ЦБ РФ в 2017–2026 гг., %

Fig. 1. Dynamics of the key interest rate of the Central Bank of the Russian Federation, 2017–2026, %

Источник: составлено авторами по данным сервиса Trading Economics. См.: Ставка рефинансирования в России // Trading Economics. URL: <https://tradingeconomics.com/russia/interest-rate> (дата обращения: 05.04.2026).

В связи с целью исследования нами в первую очередь проведен анализ сжатия традиционного рынка капитала для установления причин, проявлений и последствий этого процесса. Сжатие рынка капитала (*capital market tightness*) — состояние финансовой системы, при котором существенно возрастает стоимость и снижается доступность внешнего финансирования для заемщиков. В российской экономике такой процесс носит комплексный характер, обусловленный внешними и внутренними факторами. К ключевым причинам данной ситуации, на наш взгляд, можно отнести следующие.

1. Геополитические факторы и санкции. Ограничения на доступ к международным платежным системам, отток иностранного портфельного капитала, блокировка активов и изоляция системно значимых финансовых институтов привели к фрагментации глобального рынка капитала для российских эмитентов.

2. Ужесточение денежно-кредитной политики Банка России. В ответ на инфляционное давление и необходимость финансовой стабилизации ключевая ставка в течение длительного периода поддерживалась на высоком уровне (в среднем 18 % в 2024–2025 гг.), что напрямую повысило стоимость рублевого кредитования, как видно на рисунке 1.

3. Консервативная позиция банковского сектора. Рост отраслевых и кредитных рисков спровоцировал ужесточение внутренних

стандартов андеррайтинга. Для МСП требования к залому стали часто непреодолимым барьером.

Процесс сжатия рынка капитала в российской экономике проявляется в следующем: рост стоимости заемных средств для нефинансовых организаций; снижение объемов размещений облигаций на Московской бирже (без учета государственного сектора); сокращение количества IPO/SPO до единичных случаев; ухудшение условий (сокращение средних сроков заимствований, преобладание выпусков облигаций с плавающей ставкой, повышение купонов). Некоторые авторы обращают внимание на значимость контроля, наряду с доходностью, а также показателей финансовых рисков, которым подвергаются вложенные средства в текущее турбулентное время [9].

В результате сжатия рынка капитала наблюдается ряд последствий для реального сектора экономики РФ: инвестиционный спад (высокая стоимость капитала делает многие долгосрочные инвестиционные проекты нерентабельными), смещение в структуре финансирования в пользу коротких денег (это повышает риски рефинансирования и снижает финансовую устойчивость компаний), селекция заемщиков (финансирование концентрируется в крупнейших и государственно значимых компаниях, а МСП и инновационные предприятия испытывают дефицит ликвидности).

## Сравнение инструментов привлечения финансирования

Table 1. Comparison of financing attraction instruments

Параметр	Банковский кредит	Выпуск облигаций (публичный)	Выпуск акций (IPO/SPO)	Выпуск ЦФА (инвестиционный токен / токен обязательства)
Целевая аудитория инвесторов	Один кредитор (банк)	Профессиональные инвесторы, квалифицированные инвесторы	Широкий круг инвесторов (для IPO)	Квалифицированные и потенциально неквалифицированные инвесторы (в зависимости от типа)
Скорость и сложность организации	Средняя (требуется анализ бизнеса, оформление залога)	Высокая (требуется подготовка эмиссионных документов, раскрытие информации, листинг)	Очень высокая (длительная подготовка, Due Diligence, регуляторное одобрение)	Относительно низкая (платформа выпуска определяет стандарты, смарт-контракты автоматизируют процессы)
Затраты (комиссии, издержки)	Процентная ставка, возможны комиссии	Комиссии андеррайтера, биржи, платежного агента, расходы на раскрытие	Очень высокие (до 10–15 % от объема привлечения)	Комиссия оператора платформы выпуска и обмена (потенциально ниже биржевых аналогов)
Требования к раскрытию информации	Конфиденциально для банка	Максимальные, в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг	Максимальные (проспект эмиссии, регулярная отчетность)	Гибкие, определяются правилами платформы и типом ЦФА. Могут быть ниже
Необходимость обеспечения (залога)	Часто обязательна	Не требуется (зависит от типа облигации)	Не требуется	Не требуется (для собственных токенов). При токенизации актив является обеспечением цифрового права
Ликвидность вторичного рынка	Отсутствует (кредит не торгуется)	Высокая (биржевой рынок)	Высокая (биржевой рынок)	Зависит от платформы. Может варьироваться от низкой (ограниченный круг контрагентов) до высокой (интеграция с биржевой инфраструктурой)
Возможность программирования функций	Нет (стандартный договор)	Ограничена (условия оферты)	Нет	Высокая. Смарт-контракт может автоматически начислять дивиденды/проценты, реализовать опционы, привязывать выплаты к KPI

Источник: составлено авторами.

Данный контекст формирует среду поиска альтернатив, при которых ЦФА могут выступать одним из возможных решений. В связи с этим нами проведен сравнительный анализ традиционных и инновационных (на основе ЦФА) способов привлечения финансирования по ключевым параметрам, что находит отражение в таблице 1.

С учетом сведений, представленных в таблице 1, можно указать следующие преимущества и недостатки ЦФА.

1. Главные конкурентные преимущества ЦФА: скорость и гибкость выпуска за счет автоматизации через смарт-контракты и менее бюрократизированных процедур на платформах; возможность привлечения средств под будущие продукты/услуги (Utility-токены) или для малых проектов,

не представляющих интерес для классических институциональных инвесторов; программируемость, позволяющая создавать сложные, кастомизированные условия инвестирования.

2. Основные недостатки ЦФА: низкая ликвидность и неразвитость вторичного рынка; волатильность оценки, особенно для токенов, не обеспеченных материальными активами; неопределенность и риски в регулировании (на текущий момент); ограниченный круг инвесторов (преимущественно квалифицированные).

Таким образом, ЦФА не являются прямой заменой банковского кредита или биржевых инструментов, но занимают нишевую позицию, эффективную для отдельных типов эмитентов и проектов. В контексте россий-

ского законодательства выделим несколько функциональных моделей ЦФА, различающихся по экономической сущности и потенциалу как инструмента финансирования.

1. Utility-токены (ЦФА, предоставляющие право на получение товаров/услуг) — предпродажа цифровых купонов на будущие товары или услуги эмитента. По сути, это инструмент предоплатного краудфандинга с использованием технологии распределенного реестра. Потенциал для финансирования заключается в том, что ЦФА позволяют привлечь средства на ранних стадиях развития проекта (стартапа), не отдавая долю в капитале и не оформляя кредит. Финансирование происходит напрямую от будущих потребителей. В качестве примера можно привести компанию по строительству коворкинг-центров, которая выпускает токены, дающие право на 100 часов использования пространства со скидкой 30 %. Вырученные средства идут на финансирование строительства. Однако это подходит не для всех бизнес-моделей, поскольку существует риск для инвесторов — неисполнение эмитентом обязательств.

2. Инвестиционные токены (ЦФА, аналог ценных бумаг) — цифровой актив, закрепляющий права его владельца на получение дохода (дивиденды, проценты) или части имущества в случае ликвидации. Наиболее близкий аналог — акции или доли в обществе с ограниченной ответственностью. Альтернатива классическому IPO или частному размещению для малых и средних компаний. Могут быть снижены издержки на организацию выпуска и владения. В качестве примера уместно упомянуть технологическую компанию, выпускающую миллион инвестиционных токенов, каждый из которых дает право на 0,001 % прибыли и голос на общем собрании токеновладельцев. Существуют и ограничения, так как требуется высокая степень зрелости компании и прозрачности для привлечения инвесторов. Вопросы регулирования корпоративных отношений происходят в цифровой форме.

3. Токенизация реальных активов (выпуск ЦФА, удостоверяющих право на товар или иное имущество) — создание цифровых «двойников» физических активов (недвижимость, оборудование, произведения искусства) или финансовых требований (дебиторская задолженность). ЦФА становится цифровым титулом собственности или залоговым свидетельством. Потенциал

для финансирования заключается в следующем: фракционная собственность — возможность продажи доли в дорогом активе (например, коммерческой недвижимости) при повышении ликвидности ранее «замороженных» активов; залоговая оптимизация — токенизированная дебиторская задолженность может легче учитываться и продаваться, улучшая оборотный капитал. Владелец склада способен токенизировать объект, выпуская 10 000 токенов. Инвесторы их покупают и тем самым становятся совладельцами, получая доход от аренды пропорционально доле. Однако должно осуществляться юридическое обеспечение перехода прав на реальный актив при передаче токена, в вопросах оценки и хранения базового актива.

4. Цифровые финансовые обязательства (ЦФО) — по сути, аналог облигации, то есть право требовать от эмитента уплаты номинальной стоимости и/или процентов. Позволяет организовывать P2P-кредитование или корпоративные займы на предварительно оговоренных в смарт-контракте условиях с автоматическим начислением и выплатой процентов. К примеру, компания выпускает ЦФО на 100 млн руб. сроком на год с ежемесячным купоном 1 %, а квалифицированные инвесторы покупают их на платформе. При этом кредитные риски остаются на инвесторе, что требует развитой системы оценки кредитоспособности эмитента.

Такое разнообразие моделей ЦФА позволяет гибко подходить к решению задач финансирования в зависимости от типа эмитента, стадии проекта и характеристик базового актива.

Далее оценим влияние развития рынка ЦФА на денежно-кредитную систему РФ. Расширение использования ЦФА как инструмента финансирования создает новые вызовы и возможности для денежно-кредитной политики Банка России. Влияние осуществляется через несколько ключевых каналов.

1. Воздействие на денежное предложение (M2). Высоколиквидные и стабильные ЦФА (например, токенизированные обязательства крупных надежных компаний или обеспеченные стейблкоинами) могут начать выполнять функции квазиденег, то есть средства сбережения и даже расчетов в отдельных экосистемах. Это приведет к появлению новых компонентов в широкой денежной массе, не в полной мере контролируемых ЦБ РФ. Если объем обращающихся

ЦФО, активно используемых для расчетов между контрагентами внутри цифровых платформ, достигнет 1 трлн руб., то скорректированный агрегат денежной массы (M2+), на наш взгляд, может оказаться на 1,5–2 % выше официального M2, что необходимо учитывать при таргетировании инфляции.

2. Влияние на кредитную активность и трансмиссионный механизм. Рынок ЦФА может выступать и в роли дополнения, и в роли замещения банковского кредита. Крупные компании, выпуская инвестиционные токены или ЦФО, вправе привлекать средства напрямую от инвесторов, минуя банки. Это сужает кредитный канал трансмиссии денежно-кредитной политики. Банки могут стать активными игроками на рынке ЦФА, то есть выпускать токены, токенизировать свои активы (например, кредитные портфели), использовать ЦФА в качестве обеспечения. Это создаст новый канал рефинансирования и управления ликвидностью.

3. Изменение скорости обращения денег и эффективности процентной политики. Программируемость и потенциально высокая скорость оборота ЦФА способны повысить транзакционную активность в экономике в целом, что создает риски инфляционного характера. Кроме того, если доходность ЦФА превратится в значимый рыночный ориентир, Банку России придется в таком случае ее учитывать при формировании сигналов относительно вектора своей процентной политики.

4. Влияние на валютный рынок и движение капитала. Применение ЦФА, выраженных в иностранной валюте либо привязанных к зарубежным активам, может сформировать дополнительные каналы для трансграничного перемещения капитала, что затруднит контроль за этими процессами [10].

Следовательно, регулятору необходимо совершенствовать инструментарий мониторинга и анализа рынка ЦФА, интегрируя их в систему индикаторов финансовой стабильности. Вероятно, на долгосрочном горизонте потребуется рассмотреть вопрос о распространении на операторов обмена ЦФА сферы прямого регулирующего и надзорного воздействия Банка России по аналогии с кредитными организациями.

Вместе с тем интеграция ЦФА в финансовую систему несет в себе ряд рисков, особенно в условиях турбулентности:

1) риски для финансовой стабильности. Рынки ЦФА, особенно новых токенов, подвержены спекулятивным пузырям и резким обвалам. Корреляция с традиционными рынками в период стресса может усиливать процикличность. В случае потери доверия к конкретному типу ЦФА или эмитенту скорость изъятия средств через платформы может быть мгновенной вследствие технологической природы, что спровоцирует каскадные неплатежи. Уязвимости смарт-контрактов, хакерские атаки на платформы могут привести к безвозвратной потере активов;

2) регуляторные и правовые риски. Возможность структурировать ЦФА таким образом, чтобы формально не подпадать под строгое регулирование как ценные бумаги или банковские операции, создавая «теневую» финансовую систему. Сложность принудительного исполнения обязательств, закрепленных в смарт-контракте, в традиционной правовой системе. Существует и риск мошеннических схем;

3) риски для денежно-кредитной политики и контроля за движением капитала. Широкое распространение частных стабильных токенов (стейблкоинов) может ослабить способность ЦБ РФ контролировать денежное предложение и выступать кредитором последней инстанции. Использование децентрализованных или зарубежных платформ для выпуска/покупки ЦФА может служить каналом утечки капитала за рубеж, трудно отслеживаемым для органов валютного контроля<sup>1</sup>.

Количественная оценка потенциального системного риска может быть проведена через анализ доли ЦФА в совокупных пассивах нефинансового сектора. По нашим оценкам, достижение этой доли уровня в 5–7 % создаст сигнальные точки для включения механизмов макропруденциального регулирования.

На основе проведенного анализа предлагаем концептуальную модель, позиционирующую рынок ЦФА как комплементарный сегмент финансовой системы, наиболее востребованный в условиях сжатия традиционного рынка капитала. Ядром системы

<sup>1</sup> Crypto-assets and Global Stablecoins // Financial Stability Board (FSB). July. 2023. URL: <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/crypto-assets-and-global-stablecoins/> (дата обращения: 01.04.2026).

выступают банковское кредитование и публичный рынок капитала для крупных, «прозрачных» эмитентов, а периферией (нишей ЦФА) — финансирование МСП, стартапов, проектов на ранней стадии, фракционное владение реальными активами, P2P-кредитование. Рынок ЦФА выступает как «испытательный полигон» и дополнение, перераспределяя риски на инвесторов, готовых к ним, и снижая транзакционные издержки для специфических операций. Связующими элементами являются институциональные инвесторы и банки, которые могут участвовать в рынке ЦФА как эмитенты, инвесторы или операторы платформ.

С учетом изложенного предлагаем несколько сценариев.

1. Для МСП и стартапов — выпуск utility-токенов при предпродаже услуг или инвестиционных токенов в целях привлечения венчурного финансирования от ограниченного круга инвесторов.

2. Для крупного бизнеса — токенизация дебиторской задолженности в целях ускорения оборачиваемости капитала; выпуск ЦФО в целях привлечения средств от квалифицированных инвесторов в обход банков.

3. Для финансовых институтов — создание платформ в целях выпуска и обращения ЦФА; токенизация собственных активов (например, ипотечных кредитов) в целях их продажи и высвобождения капитала.

Практические рекомендации, ориентированные на наиболее эффективное использование ЦФА для потенциальных эмитентов, могут заключаться в следующем.

1. Выбор модели ЦФА должен строго соответствовать бизнес-задаче: предпродажа — utility, привлечение инвестиций в капитал — инвестиционный токен, займ — ЦФО.

2. Необходима тщательная проработка экономики токена, его ликвидности и правовой базы. Критически важно выбрать надежного оператора платформы, включенного в реестр ЦБ РФ.

3. Для снижения волатильности и повышения доверия инвесторов следует рассмотреть модели с обеспечением реальными активами или доходами.

В данном контексте Банку России как регулятору, на наш взгляд, стоит:

1) развивать «регуляторную песочницу» для тестирования новых моделей ЦФА с участием банков и бирж;

2) внедрить поэтапное регулирование, то есть предусмотреть более мягкие требования для небольших по объему эмиссий субъектов МСП (с установлением лимита) и ужесточенные — для системно значимых выпусков ЦФА, особенно таких, которые по своим свойствам приближаются к банковским депозитам или платежным средствам;

3) создать и запустить систему отслеживания объемов выпуска и оборота ЦФА, обеспечив интеграцию данных, поступающих от операторов платформ. Проработать возможность отнесения крупнейших операторов к числу организаций, подпадающих под пруденциальный надзор;

4) сформулировать однозначную позицию в отношении стейблкоинов, особенно привязанных к рублю. Целесообразным представляется развитие концепции цифрового рубля в качестве государственной альтернативы, чтобы не допустить занятия этой ниши частными эмитентами;

5) активизировать международное взаимодействие в сфере регулирования ЦФА с целью предотвращения регуляторного арбитража и обеспечения контроля за трансграничными перемещениями средств.

## Выводы

Таким образом, можно заключить, что ЦФА обладают значительным потенциалом, хотя и ограниченным, в качестве альтернативного инструмента привлечения финансирования при сжатии традиционного рынка капитала. Ключевые преимущества цифровых активов — гибкость, скорость выпуска и программируемость — делают их привлекательными для МСП, стартапов и решения специфических задач крупного бизнеса (токенизации активов).

Однако развитие этого рынка сопряжено с рисками для финансовой стабильности, эффективности денежно-кредитной политики и защиты прав инвесторов. Поэтому главным фактором реализации позитивного сценария служит выстраивание сбалансированной, стимулирующей инновации, но при этом обеспечивающей стабильность регуляторной среды со стороны Банка России. Рынок ЦФА следует рассматривать не как панацею от проблем финансирования, но как важный элемент диверсификации финансовой системы, повышающий ее устойчивость и инклюзивность в долгосрочной перспективе.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Ивлева Е. С., Румянцева А. Ю., Бобров А. Г. Цифровые финансовые активы: процесс внедрения в России и за рубежом // *Инновации*. 2023. № 6. С. 61–65.
2. Брехова Ю. В., Севостьянова С. А. Цифровые финансовые активы как инструмент финансирования бизнеса // *Научный результат. Экономические исследования*. 2024. Т. 10. № 4. С. 119–127. <https://doi.org/10.18413/2409-1634-2024-10-4-1-1>
3. Ахматова Д. Р., Шавина Е. В. Развитие рынка цифровых финансовых активов в России // *Экономика и управление инновациями*. 2024. № 4. С. 20–31. <https://doi.org/10.26730/2587-5574-2024-4-20-31>
4. Харченко Л. П. Цифровые финансовые активы как инновации в международных расчетах в условиях внешних ограничений // *Известия Байкальского государственного университета*. 2024. Т. 34. № 4. С. 582–591. [https://doi.org/10.17150/2500-2759.2024.34\(4\).582-591](https://doi.org/10.17150/2500-2759.2024.34(4).582-591)
5. Sokol M., Rostáš D. Sale of crypto-assets as an alternative form of financing of business companies // *Law, legality, justice and jurisprudence – modern aspects and new challenges / Proc. of the Int. sci. conf. Split: Faculty of Law, University of Split, 2025*. P. 407–420. URL: <https://www.pravst.unist.hr/wp-content/uploads/2025/07/BOOK-OF-PROCEEDINGS-LAW-LEGALITY-FINAL.pdf> (дата обращения: 01.04.2026).
6. Manta O. P. The role and importance of innovative financial instruments in supporting innovation regarding the capitalization of heritage in the context of the digital era and sustainability // *International conference “Heritage capitalisation and development – identity, innovation, digitalisation, environment, awareness and security” (HERITAGE – IDEAS)*. (Bucharest, October 30–31, 2024). Bucharest: Romanian Academy, 2024. URL: [385492731\\_The\\_role\\_and\\_importance\\_of\\_innovative\\_financial\\_instruments\\_in\\_supporting\\_innovation\\_regarding\\_the\\_capitalization\\_of\\_heritage\\_in\\_the\\_context\\_of\\_the\\_digital\\_era\\_and\\_sustainability](https://doi.org/10.26730/2587-5574-2024-4-20-31) (дата обращения: 01.04.2026).
7. Kanz A Mutomb O. Financing structure of Congolese non-financial companies: Analysis of the determinants and empirical modeling in the absence of securities markets // *International Journal of Multidisciplinary and Current Research*. 2024. Vol. 12. No. 1. P. 59–71. <https://doi.org/10.14741/ijmcr/v.12.1.8>
8. Makarov M., Romyantseva A., Sintsova E. Prospects of CBDC implementation for financial inclusion in Russia // *Proc. of the 6<sup>th</sup> Int. conf. of economics, business, and entrepreneurship (Bandar Lampung, September 13–14, 2023)*. Bandar Lampung: University Lampung, 2023. P. 223–231. <http://dx.doi.org/10.4108/eai.13-9-2023.2341181>
9. Ивлева Е. С., Румянцева А. Ю., Кордович В. И. Анализ доходности и риска инвестиционных вложений в ценные бумаги // *Петербургский экономический журнал*. 2024. № 1. С. 24–32.
10. Головнин М. Ю. Роль политики центрального банка в обеспечении динамичного экономического развития в России // *Научные труды Вольного экономического общества России*. 2025. Т. 253. № 3. С. 153–164. <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2025-253-3-153-164>

## References

1. Ivleva E.S., Romyantseva A.Yu., Bobrov A.G. Digital financial assets: Implementation process in Russia and abroad. *Innovatsii = Innovations*. 2023;(6):61-65. (In Russ.).
2. Brekhova Yu.V., Sevostyanova S.A. Digital financial assets as a business financing tool. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya = Research Result. Economic Research*. 2024;10(4):119-127. (In Russ.). <https://doi.org/10.18413/2409-1634-2024-10-4-1-1>
3. Akhmatova D.R., Shavina E.V. Development of the digital financial assets market in Russia. *Ekonomika i upravlenie innovatsiyami = Economics and Innovation Management*. 2024;(4): 20-31. (In Russ.). <https://doi.org/10.26730/2587-5574-2024-4-20-31>
4. Kharchenko L.P. Digital financial assets as innovations in international settlements under external constraints. *Izvestiya Baikal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Bulletin of Baikal State University*. 2024;34(4):582-591. (In Russ.). [https://doi.org/10.17150/2500-2759.2024.34\(4\).582-591](https://doi.org/10.17150/2500-2759.2024.34(4).582-591)
5. Sokol M., Rostáš D. Sale of crypto-assets as an alternative form of financing of business companies. In: *Law, legality, justice and jurisprudence – modern aspects and new challenges*. Proc. Int. sci. conf. Split: Faculty of Law, University of Split; 2025:407-420. URL: <https://www.pravst.unist.hr/wp-content/uploads/2025/07/BOOK-OF-PROCEEDINGS-LAW-LEGALITY-FINAL.pdf> (accessed on 01.04.2026).
6. Manta O.P. The role and importance of innovative financial instruments in supporting innovation regarding the capitalization of heritage in the context of the digital era and sustainability. In: *International conference “Heritage capitalisation and development – iden-*

- tity, innovation, digitalisation, environment, awareness and security” (HERITAGE – IDEAS). (Bucharest, October 30-31, 2024). Bucharest: Romanian Academy; 2024. URL: 385492731\_The\_role\_and\_importance\_of\_innovative\_financial\_instruments\_in\_supporting\_innovation\_regarding\_the\_capitalization\_of\_heritage\_in\_the\_context\_of\_the\_digital\_era\_and\_sustainability (accessed on 01.04.2026).
7. Kanz A Mutomb O. Financing structure of Congolese non-financial companies: Analysis of the determinants and empirical modeling in the absence of securities markets. *International Journal of Multidisciplinary and Current Research*. 2024;12(1):59-71. <https://doi.org/10.14741/ijmcr/v.12.1.8>
  8. Makarov M., Rumyantseva A., Sintsova E. Prospects of CBDC implementation for financial inclusion in Russia. In: Proc. 6<sup>th</sup> Int. conf. of economics, business, and entrepreneurship (Bandar Lampung, September 13-14, 2023). Bandar Lampung: University Lampung; 2023: 223-231. <http://dx.doi.org/10.4108/eai.13-9-2023.2341181>
  9. Ivleva E.S., Rumyantseva A.Yu., Kordovich V.I. Profitability and risk analysis of investments in securities. *Peterburgskii ekonomicheskii zhurnal = Saint-Petersburg Economic Journal*. 2024;(1):24-32. (In Russ.).
  10. Golovnin M.Yu. The role of central bank policy in ensuring dynamic economic development in Russia. *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii = Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*. 2025;253(3):153-164. (In Russ.). <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2025-253-3-153-164>

## Информация об авторах

### Михаил Юрьевич Макаров

кандидат экономических наук, доцент,  
доцент кафедры международных финансов  
и бухгалтерского учета

Санкт-Петербургский университет технологий  
управления и экономики

190020, Санкт-Петербург, Лермонтовский пр.,  
д. 44а

### Ярослав Сергеевич Бабчин

аспирант

Санкт-Петербургский университет технологий  
управления и экономики

190020, Санкт-Петербург, Лермонтовский пр.,  
д. 44а

### Аида Саркисовна Карамова

кандидат экономических наук, доцент кафедры  
инновационных технологий в экономике  
и управлении

Сочинский государственный университет

354003, Краснодарский край, Сочи, Пластунская  
ул., д. 94

Поступила в редакцию 06.04.2026  
Прошла рецензирование 30.04.2026  
Подписана в печать 27.05.2026

## Information about the authors

### Mikhail Yu. Makarov

PhD in Economics, Associate Professor,  
Associate Professor at the Department  
of International Finance and Accounting

St. Petersburg University of Management  
Technologies and Economics

44A Lermontovskiy Ave., St. Petersburg 190020,  
Russia

### Yaroslav S. Babchin

postgraduate student

St. Petersburg University of Management  
Technologies and Economics

44A Lermontovskiy Ave., St. Petersburg 190020,  
Russia

### Aida S. Karamova

PhD in Economics, Associate Professor  
at the Department of Innovative Technologies  
in Economics and Management

Sochi State University

94 Plastunskaya St., Sochi, Krasnodar Krai, 354003,  
Russia

Received 06.04.2026  
Revised 30.04.2026  
Accepted 27.05.2026

**Конфликт интересов:** авторы декларируют отсутствие конфликта интересов,  
связанных с публикацией данной статьи.

**Conflict of interest:** the authors declare no conflict of interest  
related to the publication of this article.