

**ВОЗМОЖНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ICO В ЦЕЛЯХ
СТИМУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ И ОБЕСПЕЧЕНИЯ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛЬНОСТИ*****Елизавета Сергеевна УШАКОВА**

студентка факультета международных экономических отношений,
 Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
 Москва, Российская Федерация
 204630@edu.fa.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3611-7019>
 SPIN-код: отсутствует

История статьи:

Рег. № 496/2022
 Получена 31.10.2022
 Получена в
 доработанном виде
 20.11.2022
 Одобрена 13.01.2023
 Доступна онлайн
 28.02.2023

УДК 330.322.012,
 330.341.11, 336.747.5

JEL: E42, E44, F21, G15

Аннотация

Предмет. Активно развивающемуся бизнесу рынка криптовалют и Initial Coin Offering (ICO), а также негативной динамике, наблюдающейся на инвестиционных рынках, в особенности на рынках прямых инвестиций, значимость которых сложно переоценить в мировой экономике, посвящено много трудов российских и зарубежных ученых. Цифровые токены способствуют активному потоку финансирования наиболее рискованных инвестиционных проектов посредством использования механизмов ICO, основанных на системе учета ценностей в режиме реального времени. Это облегчает компаниям доступ на рынок, учитывая отсутствие жестких требований, а также приводит к уменьшению объема иностранных инвестиций, обеспечивающих устойчивый рост и воспроизводство.

Цели. Исследование природы инвестиций, осуществляемых при помощи выпуска ICO, торгуемых на криптовалютных биржах, при фактическом отсутствии гарантий для инвесторов, а также возможности обеспечения в дальнейшем с участием правительственного регулирования макроэкономической стабильности государств – реципиентов инвестиций, в том числе за счет введения цифровых валют, как механизмов, стимулирующих инновационные процессы.

Методология. В процессе научного исследования были использованы следующие теоретико-эмпирические методы: статистические, сравнительного анализа и экспертных оценок, обобщения и системного подхода.

Результаты. Предполагается, что при выпуске национальной цифровой валюты будет изменена структура финансовых рынков. Подобная ситуация приведет к сокращению объемов коммерческого кредитования во избежание существенных кредитных рисков. Данные обстоятельства вынудят компании увеличить объемы эмиссии ценных бумаг. Таким образом, возрастает роль центрального банка как агента на финансовом рынке. Если эмиссия национальной цифровой валюты не повлияет на спрос на денежную массу, то может увеличиться спрос регулятора на рыночные ценные бумаги. Следовательно, эмиссия любых цифровых валют окажет влияние на денежно-кредитную политику государства и макроэкономическую ситуацию в целом. В связи с этим крайне важна роль центрального банка как организатора и контроллера проводимых

* Автор выражает глубокую признательность доктору экономических наук, профессору департамента экономической теории Финансового университета при Правительстве Российской Федерации Динаре Рустемовне ОРЛОВОЙ за советы и ценные замечания при работе над данной статьей.

Ключевые слова: криптовалюты, ICO, прямые инвестиции, цифровые валюты, макроэкономическая стабильность

процессов.

Выводы. Развитие ICO как инструмента венчурного финансирования привело к необходимости совершенствования институциональной среды инновационной деятельности в целях снижения риска инвестора. Возможность внедрения цифровых валют, подконтрольных государству, будет способствовать стабильности национальной экономики и интенсификации воспроизводственных экономических процессов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2022

Для цитирования: Ушакова Е.С. Возможности использования механизма ICO в целях стимулирования инвестиций и обеспечения макроэкономической стабильности // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2023. – Т. 22, № 2. – С. 365 – 381.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.2.365>

Введение

Мировая экономика в настоящее время претерпевает существенные изменения, демонстрируя увеличивающуюся степень неопределенности и непредсказуемости влияния на глобальный мировой рынок в целом. Современные экономические отношения невозможны без международного перемещения капитала, в том числе на криптовалютных биржах. Значимость влияния инвестиций на экономику сложно переоценить, так как они позволяют не только внедрять новейшие технологии, чем, как правило, занимаются крупнейшие транснациональные компании, но и развивать экономику. Несмотря на некоторые благоприятные явления в российской экономике, сложившаяся ситуация с привлечением иностранного капитала является неоднозначной. Учитывая, что с 2014 г. возникают явления изоляции Российской Федерации в разных сферах международной деятельности, отмечено существенное падение объемов иностранных инвестиций в экономику РФ¹. При этом именно увеличение потока иностранного капитала, инвестируемого в российскую экономику, является одним из перспективных путей решения множества ключевых социальных проблем в нашей стране, в том числе возможности финансирования ее экономического роста.

Роль прямых инвестиций в макроэкономических процессах, а также сложившаяся ситуация на рынке прямых иностранных инвестиций

Известно, что наиболее простым средством зарабатывания денег является приобретение финансовых активов (акции, облигации). Вместе с тем прямые иностранные инвестиции вынуждают инвесторов принимать на себя риски, вытекающие из владения реальным активом, однако многие компании идут на эти шаги в случае наличия высоких ставок налогообложения в странах, в которых расположено основное предприятие, переводя бизнес в страны, в которых для его

¹ По данным аудиторско-консалтинговой компании Ernst & Yong (EY). Российское подразделение EY, выведенное из состава международной аудиторской сети, сменило название на Б1. URL: <https://b1.ru/>

ведения имеются наиболее либеральные условия. Как правило, к этому приводят экономические факторы, в том числе эффект масштаба.

Предприятие может инвестировать за границу и по конкурентным мотивам, когда политические или экономические преимущества инвестиций неочевидны. Основной причиной данного решения является возможность устранения имеющихся на рынке конкурентов, раздел международного рынка продукции.

Одним из наиболее простых методов прямого иностранного инвестирования является поглощение уже существующей зарубежной компании или слияние с ней. В случае, когда ценные бумаги компании обращаются на рынке, процесс приобретения значительно упрощается, риск переплаты за данный вид актива существенно снижен. Также в целях снижения рисков политической неопределенности применяется учреждение совместных предприятий или образование взаимовыгодных экономических альянсов. Долгосрочные вложения капитала, непосредственно направленные в конкретную компанию внутри страны для извлечения прибыли, источником формирования которых служат средства, поступающие из-за рубежа, относят к прямым иностранным инвестициям. Контрольная функция у страны-инвестора возможна в случае приобретения более 50% голосов в управлении; в случае же приобретения от 10 до 50% инвестор получает значительную степень влияния на управление предприятием².

В аналитическом отчете Ernst & Young (EY), сформированном в 2020 г., отмечено, что международные компании в связи с пандемией COVID-19 и падением цен на нефть были вынуждены пересмотреть свои инвестиционные планы. По итогам 2020 г. совокупный объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в российские нефинансовые компании достиг всего 1,4 млрд долл., что более чем в 20 раз меньше аналогичного показателя 2019 г. (28,9 млрд долл.).

Глобальные потоки ПИИ упали в 2020 г. на 35% за год, или до 1 трлн долл. В странах с переходной экономикой приток ПИИ упал на 58% – до 24 млрд долл. Российская Федерация, на которую приходилось более 40% притока, столкнулась с сокращением ПИИ до 10 млрд долл., или на 70%, что также было обусловлено снижением цен на ресурсы на рынке и следствием напряженной геополитики³. Серьезное локальное падение объема ПИИ в России с 2018 г. было вызвано деофшоризацией ТНК российского происхождения и продажей зарубежных аффилированных компаний российским инвесторам. Географическая структура ПИИ в Россию начала меняться за счет модернизации законодательства, появления антиофшорных законов и создания внутренних офшоров (Калининградская область и Приморье).

² Об иностранных инвестициях в Российской Федерации: Федеральный закон от 09.07.1999 № 160-ФЗ.

³ World Investment Report. United Nations UNCTAD. URL: <https://worldinvestmentreport.unctad.org/annex-tables>

Россия по портфельным иностранным инвестициям, по данным Банка России на 1 апреля 2021 г., являлась чистым должником: разница между накопленными активами 80,3 млрд долл. и пассивами 302,7 млрд долл. составляет 202,4 млрд долл. Что касается импорта иностранных инвестиций, то прямых инвестиций поступало в Россию также более половины от общего объема, прочих – около 25%, портфельных – около 20%. Прямые иностранные инвестиции в РФ в январе – сентябре 2021 г. составили 15,3 млрд долл., увеличившись в 3,8 раза по сравнению с предыдущим годом.

Россия заняла 11-е место в списке стран по количеству проектов ПИИ. По данным ЕУ, среди стран, которые больше всего инвестировали в Россию в 2020 г. были Германия, Китай и США. Экспорт предпринимательского капитала приводит к тому, что концерны высокоразвитых стран получают возможность увеличения объемов реализации товара, преодолевая таможенные барьеры, существенно экономя на издержках, используя в том числе дешевую рабочую силу на емких зарубежных рынках.

Инвестиционный климат в России крайне волатилен, о чем свидетельствует разнонаправленная динамика иностранного инвестирования. Объем инвестиционного сотрудничества существенно сократился, что формирует различный уровень развития экономик регионов Российской Федерации, их отраслевой специализации, и не создает благоприятной базы для развития инвестиционных сделок.

Проявления факторов сформировавшегося инвестиционного климата в России разнообразны и реализуются в активности инвесторов из-за рубежа, осуществляющих приток средств в российскую экономику. Изменение геополитической ситуации и введение санкций привели к увеличению инвестиционного риска. Под влиянием вводимых экономических санкций и принятыми контрмерами со стороны России в части обеспечения выплат по госдолгу в рублевом эквиваленте все ведущие рейтинговые агентства в феврале – марте 2022 г. существенно снизили рейтинги Российской Федерации как минимум до преддефолтного уровня.

Имеются сложности с расчетами в иностранной валюте при проведении трансграничных платежей по госдолгу в связи с приостановлением операций и арестом золотовалютных резервов Банка России. Аналогичные ситуации с вынужденным техническим дефолтом сложились в настоящее время и у ведущих российских компаний при исполнении долговых обязательств по еврооблигациям.

Транснациональные компании развитых стран в настоящее время изымают капитал из российской экономики. Многие крупные иностранные ТНК (например, BASF, Shell, General Motors, PepsiCo, Coca-Cola и др.), начиная с 2014 г. остановили совместные с российскими компаниями проекты и закрыли свои заводы на территории РФ. Особенная активность по выходу ТНК из экономики России начала проявляться с марта 2022 г.

Санкционная политика 2022 г., по мнению доктора экономических наук Б.М. Ческидова, привела к тому, что за счет маневра инвестиционным ресурсом (капиталом) санкции против финансовой инфраструктуры представляются наиболее результативными [1]. Предполагается, что введенные ограничения в отношении Российской Федерации с 24 февраля 2022 г., имеющие деструктивный эффект, могут быть использованы только в ретроспективе. По его же мнению, проведение анализа притока инвестиций еще менее репрезентативно, чем анализ показателя ВВП, учитывая возможное двоякое толкование: повышение конкурентоспособности локальных компаний может привести в дальнейшем к еще большему притоку инвестиций в страну, так как при анализе инвестиционного климата и эффективности вложений иностранные инвесторы ориентируются не только на внешнеполитическую ситуацию, но и на финансовые показатели реципиентов.

С учетом сложившейся ситуации текущие данные по обороту рынка инвестиций и заимствований, по мнению аналитиков, имеют вспомогательное значение для финансирования экономики. Данные выводы достигаются путем анализа доступной информации о сокращении инвестиционных сделок на глобальном рынке заимствований при одновременном увеличении сделок на локальном (растет количество сделок с ценными бумагами сырьевых компаний).

Прекращение притока инвестиций в страну с 24 февраля 2022 г., обусловленное исключительно административными механизмами, показывает, что пока анализ данного показателя бесполезен [1]. Следовательно, несмотря на негативную динамику иностранных инвестиций, подведение итогов о состоянии инвестиционного климата в 2022 г. не является полностью корректным.

Развитие экономики России невозможно без инвестиций в промышленность, сельское хозяйство, инфраструктуру, сферу услуг, которые бы позволили снять социальную напряженность, увеличив доходы бюджета не только за счет ресурсных источников доходов (нефть, газ и прочее сырье, экспортируемое из России), но и за счет прибыли от работы реально действующих на рынке фирм. Объемы венчурного финансирования в России незначительны, учитывая не только присущие ему правовые риски несовершенного законодательства, в том числе в международной сфере, но и финансовые риски недостижения окупаемости финансируемых инвестиционных проектов.

Больше всего ПИИ в России, по данным с 2005 по 2020 г., приходится на такие сферы, как недвижимость, нефтедобыча и переработка, а также транспортная инфраструктура, металлургия и оптовая и розничная торговля. Иностранные инвесторы концентрируют свои капиталы преимущественно в сырьевом секторе и в отраслях с низкой добавленной стоимостью. Эксперты прогнозируют уменьшение инвестиционного финансирования проектов в сфере добывающей промышленности, учитывая, что цены на нефтяном рынке сохраняют уровень, недостаточный для окупаемости добычи данного вида ресурса.

Динамика капитальных инвестиций по отраслям в 2005–2020 гг.⁴ представлена в табл. 1.

Согласно данным Росстата, в 2021 г. наибольшая инвестиционная активность была зафиксирована в части капиталовложений в машины и оборудование, в ИКТ и телекоммуникации, оборудование. На реконструкцию и модернизацию основных средств пришлось около 57%.

Инвестиции оказывают существенное влияние на макроэкономические процессы посредством сбалансированного развития отраслей. Их роль заключается в максимизации прибыли в воспроизводственных процессах.

В 2020 г. под воздействием политических условий усилилась внутренняя нестабильность инвестиционного потенциала России. В рамках страны темпы экономического развития определяют состояние инвестиционной сферы. Инвестиции в основной капитал – основа для экономического развития производства. Динамика инвестиций показывает их резкое снижение за годы рыночной экономики. По данным МВФ, норма накоплений к ВВП была на 40% выше, чем в Китае, в настоящее время уровень инвестиций упал в два раза и оказался в три раза ниже, чем в Китае. Объем инвестиций в 2018 г. был на 26,4% меньше уровня 1990 г. [2]. По данным Федеральной службы государственной статистики за 2019 г., их рост составил 1,7%, или 19,3 трлн руб. Инвестируемые в 2018 г. собственные средства организаций в основной капитал выросли до 55% (с 53% в предыдущем году)⁵.

С учетом сложившейся ситуации, обусловленной санкционной политикой со стороны ряда государств, отмеченные отток средств из России и приостановка инвестиций не формируют стабильного макроэкономического климата: снижается ВВП, растет инфляция, увеличивается количество безработных. Согласно Стратегии национальной безопасности, основными направлениями развития страны являются внедрение инноваций, модернизация промышленности и развитие приоритетных отраслей экономики в целях повышения инвестиционной привлекательности⁶. С учетом сложившейся геополитической ситуации необходимо ориентироваться на страны Азии и Ближнего Востока в качестве инвесторов.

Обращение криптовалют и рынок ICO с учетом использования технологии блокчейн

Рост использования информационных технологий в экономике, а особенно в области осуществления безналичных расчетов, продиктованный запросами

⁴ Вестник McKinsey. URL: <http://vestnikmckinsey.ru/transport-infrastructure-and-logistics/krupnyhe-proektyh-klyuchevyhe-factoryh-uspekha/Print?ysclid=lcx4r8ywqu921603438>

⁵ Инвестиции в России. 2021. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2021.pdf

⁶ О Стратегии национальной безопасности Российской Федерации: Указ Президента РФ от 31.12.2015 № 683.

экономических субъектов, которые ожидают не только сокращения срока осуществления платежей, но и снижения их стоимости при обеспечении сохранности денежных средств, приводит к увеличению роли денежно-кредитной политики государств. Проведение безналичных платежей по дистанционным каналам – реалии сегодняшнего дня. Криптовалюты и электронные деньги охватили большую часть платежных рынков в разных странах.

Initial Coin Offering (ICO) выступает формой привлечения инвестиций через выпуск и продажу цифровых токенов. Это осуществляется посредством различных форм привлечения капитала, как при Initial Public Offering (IPO), в том числе за иные криптовалюты. Посредством данной схемы инвестор получает актив, торгуемый на рынке, находящийся на ранней стадии, аналогичной венчурному финансированию.

Внедрение технологии блокчейн сильно повлияло на финансовый сектор. Во-первых, возникли проверка подлинности личности при транзакции, перевозка ценностей с сокращающимися издержками одновременно с повышением скорости доставки, созданием специального хранилища для них. Во-вторых, система блокчейн увеличила скорость получения кредита, обеспечивая при этом прозрачность сделки, а также автоматизировала многие функции инвестиционных банков, венчурных капиталистов, юристов, выполняемые при привлечении инвестиций, то есть при осуществлении инвестиций ICO.

Распределенная книга учета предоставила доступ к финансовым сервисам рисковому клиенту. Появились компании, предлагающие финансовые услуги на основе технологии блокчейн, такие как пиринговая сеть Abra (обеспечение переводов цифровой валюты), решающая вопросы проведения транзакций в течение часа при комиссии в 2% [3].

Следует отметить долгосрочный прирост стоимости инвестиционных вложений на рынке криптовалют, что обусловлено спросом на высокодоходные финансовые инструменты. Вместе с тем мнения экспертов в отношении перспектив существенно расходятся. Многие зарубежные аналитики отмечают рост и актуальность инноваций для развития денежного рынка, акцентируя внимание на вложениях в биткойны, стоимость которых достаточна для покрытия сопутствующих рисков. Вместе с тем многие российские экономисты отмечают, что это небезопасно.

По мнению кандидата экономических наук, доцента Финансового университета при Правительстве Российской Федерации М.А. Алленых, несмотря на то, что платежные инструменты, существующие в электронной форме, имеющие глобальный охват, будут эффективно сочетать функции традиционных денег с функциями и данными платформы, что приведет к перегруппировке денег [4].

Таким образом, как и любой актив, криптовалюты и инвестиции в формате ICO в существующей ситуации подвержены риску высокой волатильности.

Неподдерживаемый государством актив и необеспеченный реальным наполнением может в любой момент начать снижаться в цене.

В 2008 г. в период мирового финансового кризиса глобальную финансовую индустрию начало штормить. Именно в это время Сатоши Накамото сначала публикует статью, в которой описывает протокол электронной системы платежей, а потом уже создает торрент, где вместо файлов были цифровые деньги, названные биткоинами. Именно биткоин был основоположником для развития технологии блокчейн, доступной для всех, и применяемой как алгоритм цепочки блоков транзакций. Данный алгоритм позволял обмениваться цифровой валютой на основе транзакций, записываемых в глобальную бухгалтерскую книгу, распределенную между всеми участниками сети. Криптовалюта определяется как виртуальная (цифровая валюта), не созданная государством и не подконтрольная ему в отличие от традиционных фиатных денег.

Механизмом проведения ICO на его начальном этапе предусматривалось, что компания раскрывает всю информацию о проекте. В данном случае речь идет не только о планируемых к достижению бизнес-показателях, но и о технической документации. Организатором процесса могут стать непрофессиональные инвесторы, создающие собственные цифровые токены чаще всего на одной из существующих блокчейн-платформ (например, Ethereum). Ими могут являться как физические, так и юридические лица.

Рынок ICO является привлекательным для институциональных инвесторов. Оборот осуществляется на криптовалютных биржах. Контроль оборота токенов осуществляется в дальнейшем организатором с учетом условий выпуска. В большинстве случаев участники приобретают токены для спекулятивных целей.

Успех криптовалюты биткоин, имеющей безграничные возможности, открытые блокчейном, всколыхнули небывалую активность среди инвесторов и предпринимателей. Так, в 2014–2015 гг. в экосистему блокчейн был инвестирован 1 млрд долл. венчурного капитала [3]. Эра цифровой экономики определяет основные принципы блокчейна, такие как сетевая целостность или доверие между участниками сети, распределение нагрузки по всей пиринговой сети, выравнивание стимулов всех заинтересованных сторон, безопасность, приватность, защищенность прав при условиях снижения входного барьера и упрощенной верификации платежей.

По состоянию на август 2022 г., по данным CoinMarketCap, капитализация криптовалют (коин, стейблкоин, токен и др.) составила 1,1 трлн долл. (рис. 1). Доля биткоина, генерируемого существенным количеством криптотрейдеров, оценивается в размере 42% от общего объема (снизилась с 65% в предыдущем году)⁷. Такое количество сделок достигается отсутствием в криптовалютных сетях

⁷ CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/charts/>

единого центра подтверждения транзакций, в связи с чем каждый участник сети может стать центром создания блока для последующей записи [5], решив криптографическую задачу в процессе майнинга. Именно по такому принципу и запускаются в оборот биткоин, эфир и многие другие валюты.

Учитывая, что у криптовалют нет единого процессингового центра, может возникнуть проблема раздвоения баз данных, в связи с чем при получении данных о балансе кошелька необходимо вовлечение механизма консенсуса, корректирующего информацию о состоянии расчетов. Именно поэтому в процесс и вовлекается независимая финансовая система DeFi (или централизованная финансовая экосистема), которая не только позволяет совершать платежи независимо от местонахождения и доступа к банковской системе, но и включает в себя механизм контроля транзакций, что является более сложным механизмом, чем просто отправка и получение криптовалюты. Данная система открывает пользователям доступ к различным финансовым услугам, включая инвестирование.

До настоящего времени преимущества использования криптовалют и ICO нивелируются рядом существенных рисков. К видам рисков относятся отсутствие единого эмиссионного центра, отсутствие контроля над транзакциями, достаточно большое количество финансовых пирамид и банкротств среди создателей новых валют, отток капитала, довольно высокая волатильность при сомнительном характере операций, кроме того, отсутствие секретного ключа может привести к взлому и утрате денежных средств.

Майнинг криптовалют и ICO во всем мире может осуществляться не только физическими, но и юридическими лицами, в связи с чем объем торгов на бирже цифровыми активами в настоящее время существенен. Данные сделки в большинстве своем носят спекулятивный характер; ICO облегчает возможность для компаний привлекать финансирование, так как его механизм не предусматривает жестких регуляторных требований, что увеличивает риски инвесторов. Отмечая существенный рост объемов рынка криптовалют и прирост их стоимости, многие центральные банки озабочены данной ситуацией, учитывая, что регуляторы, вводя в своей деятельности требования Базель III (особенно в Российской Федерации), тем самым ослабляют деятельность банков.

Следует отметить, что, учитывая обозначенные недостатки, большинство стран пошли по пути правового регулирования криптовалют. В попытках упорядочить обращение цифровых активов на национальных рынках во многих государствах были приняты законы, регламентирующие их обращение. Не стала исключением и Российская Федерация, регулирующая обращение криптовалюты Федеральным Законом от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Банком России была предпринята попытка установить контроль над сформированным теневым рынком цифровых финансовых активов. К понятию

цифрового финансового актива Банк России относит не только криптовалюту, но и токены, которые появляются при проведении бизнесом ICO, реализуемого непрофессиональными инвесторами.

Необходимость введения цифровых валют государств в целях более полного контроля и обеспечения воспроизводственных процессов

С учетом теневого обращения на рынке криптовалют на основе технологии блокчейн⁸, несмотря на предпринимаемые государствами попытки упорядочить их оборот, в целях улучшения финансовой стабильности многими странами признана необходимость введения собственных цифровых валют. Активный прирост использования криптовалют, увеличивающих спекулятивные операции, привел к оттоку средств на национальных рынках.

В феврале 2020 г. Швеция стала первой страной, решившейся провести эксперимент с внедрением национальной цифровой валюты, но, к сожалению, недостатки технологий не смогли решить проблему, возникшую в отдаленных районах с помощью е-кроны⁹.

Китай запустил тестирование цифрового юаня в апреле 2020 г. Предполагается, что данный вид денежных средств превратит цифровую валюту в средство без кредитного риска, лишая банки денежного мультипликатора и увеличивая норму обязательных резервов с 15 до 100% [5]. Цифровой юань активно тестируется во всех городах, разработано мобильное приложение [6].

Перед Банком Англии правительство Великобритании поставило задачу внедрения цифровой валюты, посредством которой страна могла бы достигнуть монетарной устойчивости. В настоящее время британский цифровой фунт стерлингов находится в разработке, так же, как и российская цифровая валюта и цифровой доллар США.

Европейский центральный банк в настоящее время активно работает над проектом внедрения цифрового евро, способствующим цифровизации экономики. Предполагается, что данная валюта будет наиболее удобным и безопасным средством проведения расчетов.

Банком России обсуждаются и анализируются риски внедрения цифрового рубля, введение которого могло бы ограничить отток средств в иностранные цифровые валюты и привело бы к стимулированию инноваций в стране.

Считается, что цифровые валюты будут формироваться на основе технологий криптовалют, являясь при этом не виртуальными активами, а реальной электронной версией национального средства платежа. Предположительно

⁸ Технология блокчейн основана на обмене ценностями в режиме реального времени.

⁹ The Riksbank's e-krona pilot. February 2020.

URL: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/e-krona/2019/the-riksbanks-e-krona-pilot.pdf>

цифровые национальные деньги могут применяться также и для расчетов за финансовые активы, усиливая при этом конкуренцию на рынке.

Исходя из доклада Банка России¹⁰, цифровой рубль будет являться дополнительной формой национальной валюты, сочетая в себе свойства наличных и безналичных рублей. Главное отличие от криптовалют заключается в том, что устойчивое функционирование цифрового рубля будет гарантией государственного контроля в качестве поддержки Банка России. Данный фактор будет достигаться при помощи цифровых технологий. Для внедрения электронной национальной валюты потребуется создание специальной инфраструктуры в целях проведения онлайн- и офлайн-платежей, предположительно включающей возможность масштабирования и позволяющей расширить количество способов проведения платежей и расчетов в цифровой форме.

По мнению кандидата экономических наук, доцента департамента банковского дела и финансовых рынков Финансового Университета при Правительстве Российской Федерации Е.Ю. Соколовой [7], существуют опасения, что выпуск цифровых валют может повлиять на работу каналов денежно-кредитной трансмиссии, снижая спрос на наличные денежные средства и криптовалюты.

Согласно отчету Банка международных расчетов, предполагается, что децентрализованная передача данных, анонимность, доступность, начисление процентного дохода при эмиссии цифровых валют создаст ликвидное обязательство центрального банка. Цифровые валюты государств будут в первую очередь являться обязательством центральных банков, то есть устойчивость их функционирования будет обеспечиваться государством.

Вместе с тем существует вероятность негативного влияния на макроэкономическую стабильность в целом, обусловленная ростом международных резервов. Тем не менее к положительным аспектам относится то, что новейшие технологии, на основе которых функционируют криптовалюты, позволят уменьшить количество посредников.

Аналитики не исключают отрицательного действия механизма выпуска цифровых валют на функционирование денежно-кредитной трансмиссии. Это возможно в случае исключения коммерческих банков из схемы осуществления транзакций в цифровых валютах, из-за чего центральные банки могут снизить степень контроля ставок на рынке межбанковских кредитов.

Добавление нового инструмента приведет к макроэкономической стабильности исключительно в случае активного контроля со стороны центральных банков за осуществляемыми транзакциями, в том числе с сокращением использования в обороте криптовалют, а также неконтролируемого осуществления инвестиций

¹⁰ Цифровой рубль. Доклад для общественных консультаций. URL: https://cbr.ru/analytics/d_ok/dig_ruble/

в венчурные проекты в формате ICO, которые не предусматривают гарантий для инвесторов и защиты их прав при высокой доле мошеннических средств.

Заключение

Предполагается, что при выпуске национальной цифровой валюты будет изменена структура финансовых рынков. Подобная ситуация приведет к сокращению объемов коммерческого кредитования во избежание существенных кредитных рисков. Данные обстоятельства вынудят компании увеличить объемы эмиссии ценных бумаг.

Таким образом, возрастает роль центрального банка как агента на финансовом рынке. Если эмиссия национальной цифровой валюты не повлияет на спрос на денежную массу, то может увеличиться спрос регулятора на рыночные ценные бумаги. Следовательно, эмиссия любых цифровых валют окажет влияние на денежно-кредитную политику государства и макроэкономическую ситуацию в целом. В связи с этим крайне важна роль центрального банка, как организатора и контроллера проводимых процессов.

Тем не менее к положительным аспектам можно отнести то, что новейшие технологии позволят уменьшить количество посредников и комиссий, получить контроль над рынком спекулятивных операций и ICO, направив инвестиции в реальный сектор, что в перспективе должно оказать позитивное влияние на улучшение инвестиционного климата в целом.

Однако в платежных системах присутствует ряд рисков, включая кредитный, сопутствующий выпуску. В связи с этим сохраняются трудности технического и законодательного характера.

В некоторых странах уже идут обсуждения перспективы выпуска цифровых валют, обеспеченных гарантиями государств, для улучшения денежного обращения и стимуляции ноу-хау в секторе цифровой экономики, учитывая ее важность в экономической политике.

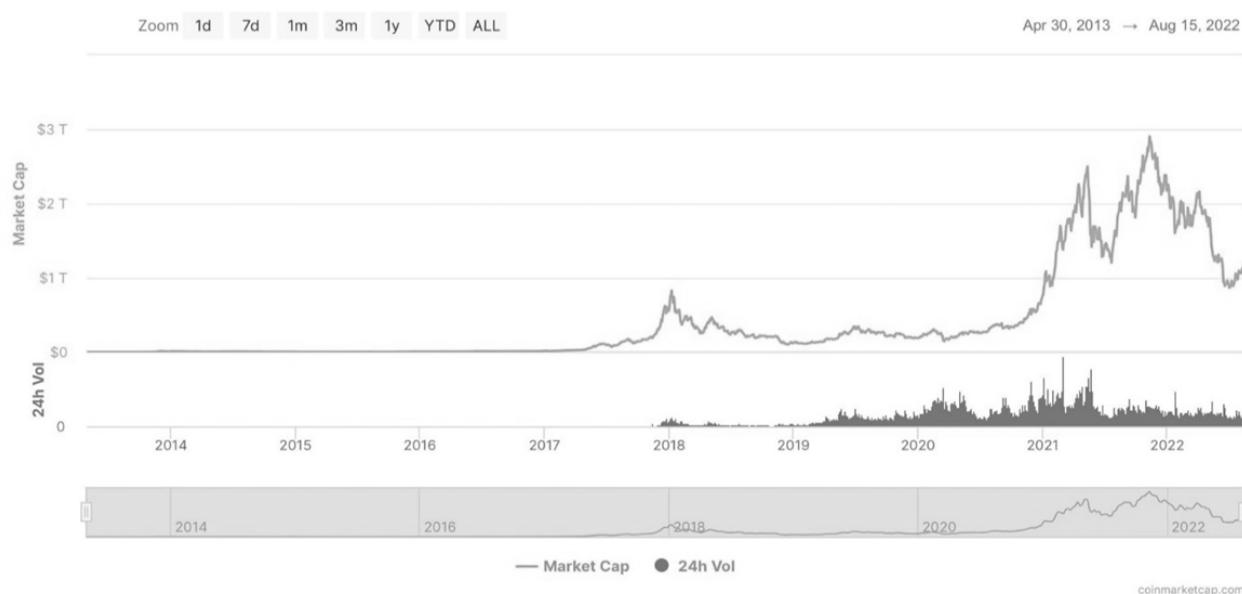
Рынок криптовалют является не только продуктом цифровой экономики, но и частью мирового финансового рынка. Цифровая валюта будет принята участниками рынка только в том случае, если она станет более привлекательной для использования или лучше подойдет для удовлетворения платежных потребностей, чем существующие альтернативы. Введение в денежное обращение национальной цифровой валюты ограничит риск перераспределения денежных средств как в криптовалюты, так и в цифровые валюты других государств, что будет способствовать макроэкономической и финансовой стабильности.

Таблица 1**Капитальные инвестиции по отраслям в 2005–2020 гг., млрд долл. США****Table 1****Capital investments by industry in 2005–2020, billion USD**

Отрасль	2005–2010	2011–2015	2016–2020
Нефть и газ: разведка и добыча	185	250	360
Нефть и газ: транспортировка	100	90	80
Нефть и газ: переработка и сбыт	25	85	30
Энергетика	55	140	130
Металлургия и горно-добывающая отрасль	45	40	10
Транспортная инфраструктура (включая дороги, мосты, железные дороги, аэропорты, порты)	105	155	310
Жилищное и коммерческое строительство (включая склады и офисы)	230	255	490
Итого...	745	1 015	1 410

Источник: Крупные проекты: ключевые факторы успеха. URL: <http://vestnikmckinsey.ru/transport-infrastructure-and-logistics/krupnyhe-proektyh-klyuchevyhe-factoryh-uspekha/Print?ysclid=lcx4r8ywqu921603438>

Source: Major Projects: Key Success Factors. URL: <http://vestnikmckinsey.ru/transport-infrastructure-and-logistics/krupnyhe-proektyh-klyuchevyhe-factoryh-uspekha/Print?ysclid=lcx4r8ywqu921603438>

Рисунок 1**Капитализация рынка криптовалют****Figure 1****Capitalization of the cryptocurrency market**

Источник: CoinMarketCap. Global Cryptocurrency charts. URL: <https://coinmarketcap.com/charts>

Source: CoinMarketCap. Global Cryptocurrency charts. URL: <https://coinmarketcap.com/charts>

Список литературы

1. Ческидов Б.М. Анализ эффективности санкционного воздействия на финансовую инфраструктуру на базе комплекса макроэкономических показателей // *Финансы*. 2022. № 3. С. 49–57.
2. Лазбунов П.П. Инвестиции в будущее России // *Инвестиции в России*. 2022. № 3. С. 3–10.
3. Tapscott D., Tapscott A. Blockchain Revolution. How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World. Penguin Canada, 2018, 432 p.
4. Алленых М.А. Цифровая валюта – частные деньги? // *Вестник Тверского государственного университета. Сер.: Экономика и управление*. 2021. № 1. С. 21–30. URL: <http://eprints.tversu.ru/10395/1/%D0%AD%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B0%20%E2%84%961-21-30.pdf>
5. Ушакова Е.С. Цифровой рубль – ответная мера на неконтролируемое обращение криптовалют и стимул для развития экономики // *Хроноэкономика*. 2021. № 3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovoy-rubl-otvetnaya-mera-na-nekontroliruemoe-obraschenie-kriptovalyut-i-stimul-razvitiya-ekonomiki?ysclid=lcx476pgra768295114>
6. Мазенина Ю.О. Перспективы использования цифрового юаня в международных расчетах компаний // *Экономика и предпринимательство*. 2020. № 11. С. 1336–1338.
7. Соколова Е.Ю. О некоторых аспектах эмиссии цифровых валют // *Инновации и инвестиции*. 2021. № 5. С. 130–133. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-nekotoryh-aspektah-emissii-tsifrovyyh-valyut?ysclid=lcx8gcrasx643821130>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2073-039X
eISSN 2311-8725

Investment Analysis

POTENTIAL OPPORTUNITIES OF USING THE ICO MECHANISM TO PROMOTE INVESTMENTS AND ENSURE MACROECONOMIC STABILITY

Elizaveta S. USHAKOVA

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
204630@edu.fa.ru
<https://orcid.org/0000-0003-3611-7019>

Article history:

Article No. 496/2022
Received 31 Oct 2022
Received in revised form
20 November 2022
Accepted 13 Jan 2023
Available online
28 February 2023

JEL classification: E42,
E44, F21, G15

Keywords:

cryptocurrency, ICO,
direct investment, digital
currency, macroeconomic
stability

Abstract

Subject. The article addresses the actively developing business of the cryptocurrency market and Initial Coin Offering (ICO), and the negative dynamics observed in the investment markets, especially in the direct investment markets.

Objectives. The aim is to explore the nature of investments made through ICOs involving coins traded on cryptocurrency exchanges, in the absence of guarantees for investors and the possibility of ensuring the macroeconomic stability of the recipient States of investments, with the participation of government regulation.

Methods. The study draws on statistical methods, comparative analysis, expert assessments, generalization, and the systems approach.

Results. It is assumed that when the national digital currency is issued, the structure of financial markets will be changed. This will lead to a reduction in the volume of commercial lending to avoid significant credit risks. Companies will be forced to increase the volume of securities issuance. Thus, the role of the Central Bank as an agent in the financial market will increase. If the issue of the national digital currency does not affect the demand for money supply, the regulator's demand for market securities may increase. Consequently, the issue of any digital currencies will influence the monetary policy of the State and the macroeconomic situation as a whole.

Conclusions. The development of ICO as a venture financing tool necessitated the improvement of institutional environment of innovation activities to mitigate investor risk. The possibility of introducing digital currencies controlled by the State will contribute to the national economy stability and reproductive economic processes intensification.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2022

Please cite this article as: Ushakova E.S. Potential Opportunities of Using the ICO Mechanism to Promote Investments and Ensure Macroeconomic Stability. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2023, vol. 22, iss. 2, pp. 365–381.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.2.365>

Acknowledgments

I express my deepest gratitude to Dinara R. ORLOVA, Doctor of Economics, Professor of the Department of Economic Theory of the Financial University under the Government of the Russian Federation, for her advice and valuable comments while working on this article.

References

1. Cheskidov B.M. [Analysis of the effectiveness of the sanctions impact on the financial infrastructure based on a set of macroeconomic indicators]. *Finansy = Finance*, 2022, no. 3, pp. 49–57. (In Russ.)
2. Lazbunov P.P. [Investments in the future of Russia]. *Investitsii v Rossii = Investments in Russia*, 2022, no. 3, pp. 3–10. (In Russ.)
3. Tapscott D., Tapscott A. *Blockchain Revolution: How the Technology Behind Bitcoin is Changing Money, Business, and the World*. Penguin Canada, 2018, 432 p.
4. Allenykh M.A. [Digital currency – private money?]. *Vestnik Tverskogo gosudarstvennogo universiteta. Ser.: Ekonomika i upravlenie = Tver State University Biullettin. Series Economics and Management*, 2021, no. 1, pp. 21–30.
URL: <http://eprints.tversu.ru/10395/1/%D0%AD%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B0%20%E2%84%961-21-30.pdf>
(In Russ.)
5. Ushakova E.S. [Digital ruble as the response on the uncontrolled circulation cryptocurrencies and motivation for development of the economy]. *Khronoekonomika*, 2021, no. 3. (In Russ.) URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovoy-rubl-otvetnaya-mera-na-nekontroliruemoe-obraschenie-kriptovalyut-i-stimul-razvitiya-ekonomiki?ysclid=lcx476pgra768295114>
6. Mazenina Yu.O. [Perspectives of digital renminbi usage in international payments]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2020, no. 11, pp. 1336–1338. (In Russ.)
7. Sokolova E.Yu. [About some aspects of digital currencies issue]. *Innovatsii i investitsii = Innovation and Investment*, 2021, no. 5, pp. 130–133.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/o-nekotoryh-aspektah-emissii-tsifrovyyh-valyut?ysclid=lcx8gcrasx643821130> (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.