

УДК 336.63

Федосов В.М.

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

Дробязко А.О.

кандидат економічних наук, провідний науковий співробітник,
ДННУ «Академія фінансового управління»

Стеценко Б.С.

кандидат економічних наук, доцент,
докторант кафедри фінансів,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

КРИПТОВАЛЮТИ: ШАНС ДЛЯ ПОДОЛАННЯ ЕКСТЕРНАЛІЙ ЧИ ФІНАНСОВА БУЛЬБАШКА?

В статті здійснено спробу аналізу сучасних тенденцій у сфері криптовалют з погляду класичних та новітніх підходів у теорії грошей. Встановлено функціональну спроможність, переваги та недоліки криптовалют порівняно з «класичними» грошима. Окреслено ключові чинники, які визначили масове зростання зацікавленості інвесторів у купівлі таких валют. Визначено ризики, що притаманні інвестиціям у криптовалюту на сучасному етапі. Обґрунтовано сценарій розвитку регуляторної політики щодо цих операцій як в цілому на глобальному рівні, так і в Україні.

Ключові слова: інформаційна економіка, гроші, валюта, валютний ринок, криптовалюта, теорія грошей, державне регулювання.

КРИПТОВАЛЮТЫ: ШАНС ДЛЯ ПРЕОДОЛЕНИЯ ЭКСТЕРНАЛИЙ ИЛИ ФИНАНСОВЫЙ ПУЗЫРЬ?

Федосов В.М., Дробязко А.А., Стеценко Б.С.

В статье сделана попытка анализа современных тенденций в сфере криптовалют с точки зрения классических и новейших подходов к теории денег. Оценена функциональная способность, преимущества и недостатки криптовалют в сравнении с «классическими» деньгами. Очерчены ключевые факторы, которые определили массовое наращивание заинтересованности инвесторов в приобретении таких валют. Определены риски, которые присущи инвестициям в криптовалюту на современном этапе. Обоснованы сценарии развития регуляторной политики относительно таких операций как в целом на глобальном уровне, так и в Украине.

Ключевые слова: информационная экономика, деньги, валюта, валютный рынок, криптовалюта, теория денег, государственное регулирование.

CRYPTOCURRENCIES: A CHANCE FOR OVERCOMING OF EXTERNALS OR FINANCIAL BUBBLE?

Fedosov V., Drobyazko A., Stetsenko B.

In this article attempt to analyze the current trends in the field of cryptocurrencies in terms of classical and new approaches in the theory of money is made. The functional capacity, advantages and disadvantages of cryptocurrencies in comparison with "classical" money are established. The key factors that determined the massive growth of investors' interest in the purchase of electronic currencies are outlined. The risks inherent to investments in cryptocurrency at the present stage are determined. The scenarios of the development of regulatory policy concerning such operations, both globally and in Ukraine, are justified.

Keywords: information economy, money, currency, currency market, cryptocurrency, theory of money, state regulation.

Постановка проблеми. Активна інформаційна кампанія, яка часто межує з відвертою «пропагандою», спряла швидкому впровадженню у свідомість пересічних українців поняття «криптовалюта». При цьому медійний ряд як правило робить акценти на словах та словосполученнях «валюта», «доступність», «прибуток», «легка тор-

гівля», «швидке зростання» і т.п. Проте і на рівні наукових кіл процеси, що відбуваються у сфері криптовалют викликають значний ажіотаж – численні конференції, семінари, круглі столи та симпозиуми. В свою чергу, на прагматичному рівні – спекулятивне зростання вартості котирування криптовалют на різних торговельних май-

данчиках, розвиток незалежної від регуляторів країн інфраструктури, початок торгівлі похідними.

Є цілком аргументовані побоювання що за усім цим інформаційним «цунамі» поступово втрачається, «розмивається» по справжньому науковий підхід до такого складного та неординарного явища як криптовалюта. У запропонованій статті зроблена спроба поєднати дослідження криптовалют і з погляду фінансової теорії, і в контексті суспільного усвідомлення, і з позиції інформаційного ефекту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Зауважимо, що проблематика криптовалют лише останнім часом здобула належне місце у фахових дослідженнях. У цьому плані слід виділити роботи Т. Бодаревої, О. Бречка, С. Волосович, Т. Желюк, А. Задорожної, Г. Карчевої, С. Кучми, А. Полчанова, С. Шевчука та ін. Саме у 2016-2017 році у вітчизняній науці з'явився цілий ряд статей, спрямованих на теоретичне обґрунтування сутності віртуальних валют, їх економічної та правової природи, оцінки перспектив використання в господарському обороті.

Разом з тим, незважаючи на масоване зростання уваги до цієї тематики, значна частина в першу чергу теоретичних, а потім і прагматичних аспектів пов'язаних з ринком криптовалют залишається поза дослідницькою увагою. А галопуюче зростання кількісних показників цього сегменту відтісняє на другий план насправді важливі та складні питання в теорії та практиці.

Мета статті. Мета статті – розглянути сутнісні характеристики криптовалют з погляду фінансової теорії, окреслити перспективи розвитку вказаного сегменту з погляду його державного регулювання.

Виклад основного матеріалу. Для сучасної економіки характерним є постійне кількісне зростання інформаційних потоків. Економічна інформація пронизує усі без виключення сфери людської діяльності, а технологія збору та обробки інформації перетворилася на ключовий стратегічний пріоритет не тільки на рівні держав та корпорацій, але й навіть для індивідуумів. Проте навряд чи можна у період 2016-2017 рр. знайти більш поширювану у світі інформацію ніж ту, яка стосується криптовалют.

Для України саме криптовалюти стали головними «ньюсмейкерами» у вказаному періоді, випереджаючи

за ступенем поширюваності навіть найбільш популярну в Україні інформацію політичного змісту. Більше того, з'явилися «посольства та представництва Bitcoin» в Україні, стрічка новин рясніє різноманітними історіями про невпинне збагачення власників криптовалют.

В чому полягає феномен такої популярності криптовалют в Україні? На наш погляд, для пошуку відповіді на це питання треба провести аналіз своєрідної тріади «інформаційний контекст – позиція бізнесу – політика держави» та накласти його на існуючі теоретичні концепції».

Найбільш простим поясненням того, що відбувається навколо криптовалют в Україні є динаміка їх курсу – майже до кінця 2016 року інформація про цей феномен була цікавою хіба о вузькопрофільним спеціалістам та економістам теоретикам (рис. 1):

Цілком зрозуміло, що в країні, де надзвичайно велика кількість жителів проживає за межею бідності, можливість наростити свій капітал в 20 та більше разів викликає великий надзвичайний азіотаж. При цьому, Bitcoin та інші криптовалюти використовуються різними верствами населення в Україні по-різному.

Зокрема, дуже швидко було сформовано окремий сегмент бізнесу – різноманітні навчальні курси по криптовалютам. Скоріше можна говорити про швидку переорієнтацію компаній, що давно працювали на цьому ринку – з традиційних валютних цінностей та цінних паперів на криптовалюти. Втім, оцінювати перспективи їх розвитку можна дуже обережно – коли ціна одного Bitcoin перевищила 1000 дол. США, а потім і 10000 дол. США це природним чином обмежило кількість потенційних клієнтів через високі бар'єри для «входу» на ринок. Втім на ринку достатня кількість криптовалют з незначним номіналом (наприклад, ціна Ripple коливається в межах 1,1 дол. США).

Цікавим є підхід до криптовалют з боку вітчизняних можновладців – окремі з них позиціонують себе як крупних власників криптовалют, інші (забуваючи про сутність технології Blockchain¹) вперто роблять вигляд, що ніякого відношення до цього ринку не мають, треті – намагаються поступово розробити та впровадити законодавчу базу.² Можна припустити (зважаючи на початок е-декларування в Україні), що

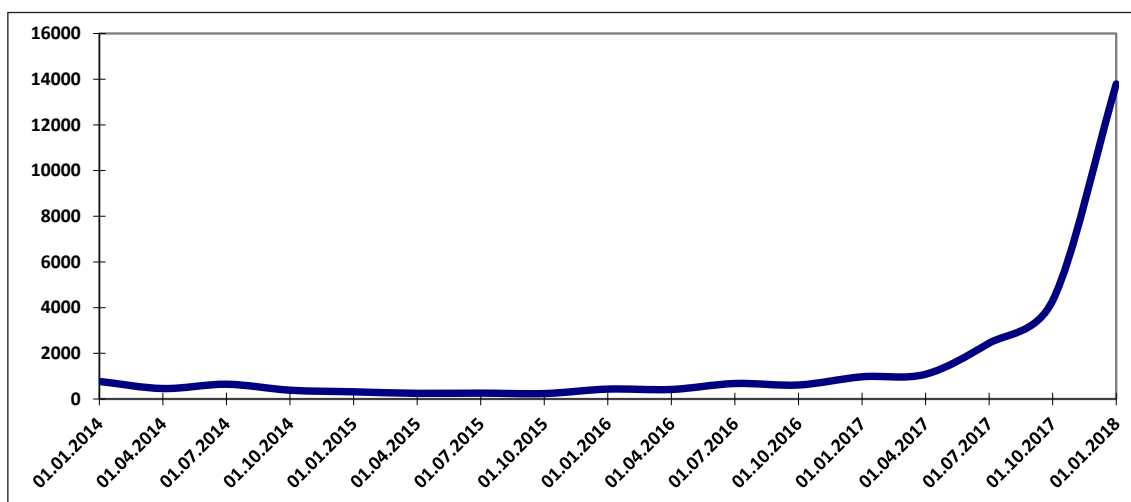


Рис. 1. Курс криптовалюти Bitcoin у 2014-2017 рр., дол. США

Джерело: складено авторами за [1]

частина представників політикуму намагатиметься використати різке зростання вартості криптовалют для пояснення походження своїх статків.

Пересічні громадяни України на криптовалюту звернули увагу саме у 2017 році – в період коли активне зростання їх капіталізації співпало з активною кампанією в різноманітних засобах масової інформації. Як приклад – історія з продажем нерухомості в Києві за криптовалюту, яка була висвітлена у засобах масової інформації будь-якого спрямування – від розважальних до суто економічних.

Власник житла (громадянин США) продав свою нерухомість за криптомонети. Власником криптовалюти виступила американська компанія Velton/Zegelman, а платформою для реалізації угоди став стартап Proyu. Тобто, фізична особа передала право власності на нерухомість в Україні іноземній юридичній особі згідно договору міни, уклавши смарт-контракт. Контракт виконувався одночасно в різних юрисдикціях без обмежень на валютні розрахунки з боку фінансових регуляторів та із реальною купівлею-продажем матеріальних ресурсів.

Насамкінець, поява та швидке здороження криптовалюти призвело до різноманітних проявів злочинності – як у віртуальному середовищі, так і доволі прозаїчних.

Якщо усі вказані процеси екстраполувати на рівень сучасної фінансової науки, то виникає логічне запитання: «Що собою представляють криптовалюти? Гроші? Фінансові інструменти? Цінні папери?Щось інше?». Найчастіше віртуальні валюти порівнюють з електронними грошима (табл. 1):

З табл. 1 чітко видно, що основну різницю між електронними грошима та віртуальними валютами можна сформулювати наступним чином: по-перше, для крипто валют характерний значно вищий рівень децентралізації під час випуску; по-друге, крипто валюти не відображають вартість національних валют; по-третє, електронні гроші мають статус законного платіжного засобу.³ В ряді інших робіт, вчені, які аналізували вказане питання [3-4] зазначали ще відносно нещодавно, що для криптовалют характерний значно вищий рівень ризику порівняно з електронним грошима, а визнання в якості платежу можливе лише в межах певного віртуального суспільства. Як сприймати зазначені трансформації – як боротьбу майбутнього з минулим,

чи як просто черговий крок до формування «фінансової бульби» всепланетарного масштабу?

Для відповіді на це питання повернемося до транзакції щодо купівлі київської нерухомості за віртуальну валюту та оцінимо її з позиції функцій грошей.⁴

1. Криптовалюта як засіб платежу. За нерухомість розраховувалися віртуальною валютою, вартість якої не забезпечена жодним центральним банком. Порівнюючи в цій угоді криптовалюту та гривню, візьмемо до уваги той факт, українська національна валюта з моменту введення в обіг девальвувала відносно долара США приблизно в 15 разів і не є конвертованою за капітальними операціями. Таким чином з погляду виконання функцій засобу платежу великої різниці між гривнею та криптовалютою немає. Цілком зрозуміло, що галопуюче зростання вартості криптовалют призвело і до поступового зростання їх використання в якості засобу платежу;

2. Криптовалюта як міра вартості. Вважаємо, що скоріше ця функція не була виконана ніж була. По-перше, тому що оцінку вартості майна що проходило по договору міни робили за ринковими цінами в у цей період України (у гривні, або у доларах США); по-друге, і податки були сплачені в гривні, хоча про цю «дрібницю» з погляду вітчизняного бізнесу у повідомленнях преси не згадується.

3. Криптовалюта як засіб нагромадження. Можемо припустити, що виконання віртуальним валютами цієї функції є сумнівним, як через високу волатильність самих курсів, так і за можливістю швидко перетворити крипто монети у реальні грошові знаки для абсолютної більшості (виділено нами – В.Ф., А.Д., Б.С.) громадян України. При чому треба мати на увазі типову для України ситуацію – якщо вчора в цьому місці можна було обміняти криптовалюту на гроші або товари, не факт, що сьогодні Вам в цьому не буде відмовлено.

4. Криптовалюти як засіб обігу. На сучасному етапі віртуальна валюта може виконувати функцію засобу обігу лише частково, оскільки за неї можна купити тільки товар, продавець якого готовий прийняти крипто монетами. Фактично обіг криптовалют тримається виключно на довірі учасників.

5. Криптовалюти як світові гроші. Виходячи з того, що поставка товару (квартири) проти платежу відбувалася у різних юрисдикціях, важко заперечувати наявність цієї функції. Хоча, зауважимо, що світові гроші в класич-

Таблиця 1. Різниця в сутності віртуальних валют та електронних грошей

Критерій	Віртуальна валюта	Електронні гроші
Спосіб зберігання	В електронній формі	В електронній формі
Емітент	Децентралізований випуск, відсутній єдиний емітент	Емітент, власник платіжної системи, як правило, банк
Чи є цифровим засобом відображення вартості національної валюти	Ні	Так
Статус законного платіжного засобу	Ні	Так
Є зобов'язанням емітента по поверненню грошових засобів юридичній або фізичній особі	Ні	Так

Джерело: систематизовано авторами за [2]

¹ Технологія представляє собою розподілену базу даних, особливість якої в тому, що список записів послідовно доповнюється, при цьому нові записи прив'язуються до старих і підтверджуються за рахунок криптографічних алгоритмів.

² Цей аспект проблеми буде розглянуто нижче.

³ Як буде показано нижче, поступово віртуальні валюти набувають ознак платіжного засобу, проте цей процес є фрагментарним та визначається позицією бізнес-середовища і відповідних національних регуляторів.

⁴ Зауважимо, що усі без виключення параметри угоди не були оприлюднені, тому автори щодо окремих з них зробили цілком природні та об'єктивні допущення.

ній економіці більше оперують в валютах, що емітовані центральними банками із стабільними економіками.

Аналогічним чином можна провести аналіз зазначеної угоди з позиції функцій обігу цінних паперів:

– розрахункова функція. Про неї вже говорилося, але все ж зазначимо, що і для абсолютної більшості цінних паперів в Україні така функція є надзвичайно обмеженою;

– мобілізаційна функція вже притаманна криптовалютам, зокрема через механізм проведення ICO (Initial Coin Offering), коли інвесторам пропонується певна кількість криптомонет, кошти від розміщення яких спрямовуються на розвиток проекту;

– управлінська функція для сучасних криптовалют, на наш погляд, відсутня. «Віртуальні монети» майняться (видобуваються) за єдиним алгоритмом у багатьох центрах одночасно, тому, прямого управлінського (адміністративного) впливу немає. Це розглядається і як перевага, і як недолік крипто валюти;

– запозичувальна функція. Можна припустити, що якщо окремі брокерські компанії допускають розрахунок за свої послуги у крипто валюті, то запозичення у віртуальних валютах є лише справою відносно недалекого майбутнього;

– забезпечувальна функція. Теоретично «віртуальна валюта» може бути прийнята у заставу, але за приватним контрактом запозичення (смайт- угода, як у наведеному прикладі). З огляду на вимоги, які формують органи фінансового моніторингу та центральні банки, «віртуальні гроші» не скоро будуть прийматися в якості застави за реальними кредитами;

– перерозподільна функція навряд чи виявиться у короткостроковому періоді, лише можна допустити продаж однієї криптовалюти за іншу крипто валюту.

Надзвичайно складним та неоднозначним є питання щодо державного регулювання віртуальних валют. Цілком зрозуміло, що в цьому плані «виділяється» Україна. З одного боку ми маємо позицію фінансових регуляторів (Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг): «...складна правова природа крипто валют не дозволяє визнати їх ані грошовими коштами, ані валютою і платіжним засобом іншої країни, ані валютною цінністю, ані електронними грошима, ані цінними паперами, ані грошовим сурогатом [5]».

З іншого, групою народних депутатів зареєстровано законопроект «Про внесення змін до Податкового

кодексу України (щодо стимулювання ринку криптовалют та їх похідних в Україні)», у пояснювальній записці до якого зазначено: «З метою створення умов для стимулювання розвитку діяльності криптовалют в Україні та їх видобування (реальні умови для майнерів), використання криптовалют у повсякденному житті та захист прав, законних інтересів споживачів й надавачів цих послуг, професійних учасників ринку...» [6].

З нашої точки зору, можна припустити, що вітчизняний політикум намагатиметься в питанні регулювання ринку віртуальних валют рухатися в фарватері Європейського Союзу. Це припущення витікає з того факту, що відповідною угодою про асоціацію передбачено доволі жорсткі вимоги щодо реформування вітчизняного фінансового сектору (щодо виконання яких є значні перестороги). Таким чином, складно уявити, що вітчизняні регулятори виявлятимуть надмірну самостійність у підходах до вирішення цієї проблеми до того часу, коли вона не буде повноцінно вирішена на рівні Європейського Союзу.

Висновки. Україна входить в ТОП-10 країн світу по кількості користувачів Bitcoin, саме тому питання про статус віртуальних валют постає особливо гостро. У вирішенні цього питання слід виходити з двох факторів: по-перше, віртуальні валюти є і будуть вживані ринком; по-друге, для віртуальних валют характерні високі ризики. В будь-якому випадку однією із основних тенденцій для цього сегменту буде поступове інституційне оформлення ринку – поява різноманітних установ, які розширюватимуть спектр доступних послуг з використанням віртуальних валют.

Враховуючи, що малозабезпечене населення навряд чи зможе працювати на цьому ринку і втрачати гроші на ризикованих операціях, можна погодитися із стриманою заявою національних регуляторів. Регуляція цієї сфери в умовах України неодмінно приведе до зловживань з боку силових органів, яких у кібербезпеці у нас є вже багато.

Можна припустити, що не очікуючи ініціативи з боку державних органів, учасники, що мають доходи від роботи з віртуальними валютами будуть об'єднуватися у саморегулюючі організації і спільними силами розробляти стандарти, які у майбутньому зможуть стати зваженими законодавчими ініціативами.

Загалом, визнаємо, що на сучасному етапі розвитку криптовалюти, як економічне явище поставили більше запитань, ніж відповідей.

1. *Cryptocurrency Market Capitalizations [Electronic source]. – CoinMarketCap. Official site. – Режим доступу: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/#charts>. – Назва з екрана.*

2. *Виртуальные валюты. Ключевые определения и потенциальные риски в сфере противодействия отмыванию денег/финансированию терроризма / Отчет ФАТФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа к ресурсу: http://www.eurasiangroup.org/files/FATF_docs/Virtualnye_valyuty_FATF_2014.pdf.*

3. *Virtual Currency Schemes. European Central Bank, 2012. – [Электронный ресурс]. – Режим доступу: http://www.ecb.int/press/mediacentre/2012/12/121228/virtual_currency_schemes.pdf.*

4. *Пантелеева Н. Нові форми грошей в умовах формування інформаційного суспільства / Н. Пантелеева // Вісник Національного банку України. – № 5. – 2015. – С. 25-31.*

5. *Спільна заява фінансових регуляторів щодо статусу криптовалют в Україні від 30.11.2017 р. Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=59735329&cat_id=55838.*

6. *Проект Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо стимулювання ринку криптовалют та їх похідних в Україні)» [Електронний ресурс]. – Верховна рада України. Офіційний сайт. – Режим доступу: www.rada.gov.ua.*