

## ОБЩАЯ ЗАБЛОКИРОВАННАЯ СТОИМОСТЬ КАК ПОКАЗАТЕЛЬ ОЦЕНКИ КРИПТОВАЛЮТНЫХ ПРОЕКТОВ

Д.А. Доценко, магистрант  
Алтайский государственный университет  
(Россия, г. Барнаул)

DOI:10.24412/2500-1000-2023-11-2-59-62

**Аннотация.** В статье раскрывается сущность общей заблокированной стоимости как показателя оценки проектов криптовалютного сектора децентрализованных финансов. Уделяется внимание стейкингу и его видам. Рассматриваются особенности применения показателей капитализации – циркулирующей капитализации и капитализации при полной эмиссии, недостатки их использования. Выяснено, что существует значимая разница между анализом общей заблокированной стоимостью отдельного криптовалютного проекта и анализом общей заблокированной стоимости блокчейн-экосистемы.

**Ключевые слова:** криптовалюта, блокчейн, общая заблокированная стоимость, стейкинг, капитализация, криптовалютный рынок.

Криптовалютный рынок представляет собой рынок развивающийся, вместе с ним также развиваются методы оценки криптовалютных проектов и экосистем. Особенно это справедливо в отношении сформировавшегося в 2020-2021 гг. сектора децентрализованных финансов (DeFi). Особенностью криптовалютных проектов этого сектора является сходство с принципом работы классических банков: система депозитов (что в секторе децентрализованных финансов имеет название стейкинг). С возникновением стейкинга появился новый показатель – общая заблокированная стоимость (Total Value Locked, TVL). Целью статьи является исследование общей заблокированной стоимости как показателя оценки криптовалютных проектов и экосистем.

Как уже отмечалось, появление показателя общей заблокированной стоимости было связано с возникновением депозитов в криптовалютной сфере или стейкинга. С технической точки зрения такие депозиты реализованы через смарт-контракты – развернутые в блокчейне программы. Стейкинг представляет собой весьма широкое понятие и включает в себя любой механизм вида: пользователь вносит свои средства и ожидает получить проценты или другие формы дохода. Из основных видов стейкинга можно выделить: предоставле-

ние средств в смарт-контракты залогового кредитования (что весьма близко к банковским депозитам); предоставление средств в смарт-контракты децентрализованных обменников (что также имеет название провайдинг ликвидности); предоставление средств в схожие с финансовыми пирамидами смарт-контракты; стейкинг, обеспечивающий функционирование блокчейна (как альтернатива майнингу).

Так как вся информация в блокчейне является общедоступной, суммарное количество средств, размещенное (или заблокированное) пользователями в смарт-контрактах, беспрепятственно отслеживается в реальном времени. Этот показатель получил название общая заблокированная стоимость. В отечественной научной литературе это явление является слабо исследованным. Портал vs.ru определяет общую заблокированную стоимость как «...показатель, который измеряет сумму всех активов, заблокированных в протоколах DeFi на блокчейне» [1]. Портал РБК описывает общую заблокированную стоимость как «...один из ключевых показателей, помогающих понять ценность сервиса, протокола или приложения, работающего на блокчейне» [2].

Общая заблокированная стоимость представляет собой альтернативу другому

показателю – рыночная капитализация, использование которой при оценке проектов было связано с несколькими проблемами. Существует 2 вида капитализации – циркулирующая капитализация (также она называется рыночной) и капитализация при полной эмиссии.

Циркулирующая капитализация представляет собой рыночную оценку криптовалюты, находящейся в свободном обращении, такая криптовалюта может быть свободно куплена и продана на биржах и обменниках. Капитализация при полной эмиссии включает в себя циркулирующую капитализацию, а также текущую рыночную оценку всей криптовалюты, которая в данный момент по тем или иным причинам не выпущена в свободное обращение (например, по заранее оговоренному плану не все инвесторы еще получили свою криптовалюту в полном объеме). Часто полная капитализация превышает циркулирующую многократно, что крайне затрудняет оценку проекта в долгосрочной перспективе. Часто в циркулирующую капитализацию входит навсегда утерянная криптовалюта (например, утерян кошелек с этой криптовалютой), отслеживать и учитывать утерянные активы весьма сложно. Показатели капитализации могут использоваться в целях манипуляции: например, создатели проекта формально могут выпустить в обращение весь запланированный объем своей криптовалюты, но при этом фактически создать такой механизм распределения, что большая часть предложения криптовалюты тайно или явно окажется в руках создателей проекта, после чего они смогут завышать рыночную оценку.

Общая заблокированная стоимость в отличие от показателей капитализации

имеет единственный путь подсчета. Пользователь при совершении операции производит над своими средствами действия – предоставляет их смарт-контракту, что сразу дает понять, что эти средства не утеряны и находятся в свободном обращении. Но этот показатель не решает проблему манипуляции: создатели проекта после получения большей части своей же криптовалюты и завышения ее рыночной цены могут отправить эти средства в стейкинг на своем же проекте и таким образом получить для своего проекта и завышенную капитализацию, и завышенную общую заблокированную стоимость.

Общая заблокированная стоимость рассчитывается для отдельных криптовалютных проектов, для совокупностей проектов и для блокчейнов как экосистем. Этот показатель свидетельствует об активности пользователя в проекте или экосистеме. При анализе инвестиционной привлекательности общая заблокированная стоимость сравнивается с показателями капитализации. В статье РБК [2] превышение общей заблокированной стоимости над капитализацией предлагается рассматривать как признак недооцененности проекта и его криптовалюты, а обратную ситуацию – как признак переоцененности проекта. Такой подход справедлив при анализе отдельных проектов, но при этом не подходит для анализа блокчейнов, так как общая заблокированная стоимость всего блокчейна обычно кратно меньше, чем капитализация криптовалюты этого блокчейна. В таблице 1 рассматриваются 2 проекта – децентрализованная обменник Uniswap и проект по залоговому кредитованию Venus.

Таблица 1. Рыночная капитализация и общая заблокированная стоимость Uniswap и Venus по месяцам [3; 4]

Дата	Uniswap		Venus	
	Рыночная (циркулирующая) капитализация, млн. долл.	Общая заблокированная стоимость, млн. долл.	Рыночная (циркулирующая) капитализация, млн. долл.	Общая заблокированная стоимость, млн. долл.
Ноябрь 2023	2440	3332	82	591
Октябрь 2023	2580	3208	73	619
Сентябрь 2023	2520	3263	56	635
Август 2023	3770	3746	68	711
Июль 2023	3050	4057	64	686
Июнь 2023	2900	4143	72	786
Май 2023	3160	4093	95	944
Апрель 2023	3500	3938	74	854
Март 2023	4950	4090	82	826
Февраль 2023	5010	3971	76	870
Январь 2023	3940	3281	55	651
Декабрь 2022	4470	3492	53	1061
Ноябрь 2022	5430	4217	62	905

Как уже отмечалось, для отдельных проектов общая заблокированная стоимость нередко может быть меньше, чем рыночная капитализация. Общая заблокированная стоимость в Venus по некоторым месяцам превышает капитализацию в 10-20 раз. Иная ситуация наблюдается в

блокчейнах. Капитализация криптовалюты блокчейна сравнивается с суммарной общей заблокированной стоимостью всех проектов, функционирующих в рассматриваемом блокчейне. В таблице 2 рассматриваются одни из самых популярных блокчейнов - Ethereum и Solana.

Таблица 2. Рыночная капитализация и общая заблокированная стоимость Ethereum и Solana по месяцам [3; 4]

Дата	Ethereum		Solana	
	Рыночная (циркулирующая) капитализация, млрд. долл.	Общая заблокированная стоимость, млрд. долл.	Рыночная (циркулирующая) капитализация, млрд. долл.	Общая заблокированная стоимость, млрд. долл.
Ноябрь 2023	218,39	22,74	16,15	0,41
Октябрь 2023	200,94	21,23	8,83	0,33
Сентябрь 2023	197,82	21,64	8,06	0,31
Август 2023	223,07	22,93	9,60	0,32
Июль 2023	232,42	26,95	7,56	0,27
Июнь 2023	225,33	26,67	8,26	0,27
Май 2023	225,00	27,99	8,98	0,28
Апрель 2023	219,44	28,85	8,17	0,28
Март 2023	196,54	28,44	8,30	0,26
Февраль 2023	194,14	27,24	8,91	0,26
Январь 2023	146,45	22,10	3,66	0,21
Декабрь 2022	158,57	23,59	5,14	0,29
Ноябрь 2022	192,45	30,65	11,72	0,97

Общая заблокированная стоимость всех проектов, построенных на определенном блокчейне, кратно меньше рыночной капитализации криптовалюты этого блокчейна. При этом в рыночной капитализации блокчейна не учитываются капитали-

зации построенных на нем проектов. Скорее всего, с помощью общей заблокированной стоимости не удастся определить недооцененность или переоцененность блокчейна, так как по такому критерию блокчейн всегда будет переоцененным.

Таким образом, криптовалютный рынок постоянно развивается, а вместе с ним развиваются подходы к оценке рынка в целом, отдельных его секторов. Одним из относительно новых показателей оценки криптовалютных проектов является общая заблокированная стоимость. Использование этого показателя вместе с рыночной

капитализацией может помочь оценить недооцененной или переоцененной является криптовалюта проекта. Но при этом такой подход не позволяет аналогично оценивать блокчейны, так они имеют намного большую капитализацию, чем отдельный проект.

#### Библиографический список

1. Что такое TVL и насколько важен этот показатель для DeFi. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://vc.ru/u/1304906-crypto-smi/638311-chto-takoe-tvl-i-naskolko-vazhen-etot-pokazatel-dlya-defi?ysclid=lpk3bw6d9v918274089> (Дата обращения: 25.11.2023).
2. Измерить блокчейн. Чем важен показатель TVL и как его правильно считать. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/crypto/news/64a3e3f89a79478d01fe2df5> (Дата обращения: 25.11.2023).
3. Total Value Locked (USD) // DefiLlama. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://defillama.com> (Дата обращения: 27.11.2023).
4. Top 100 Cryptocurrencies by Market Capitalization // CoinMarketCap. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://coinmarketcap.com> (Дата обращения: 27.11.2023).

### TOTAL VALUE LOCKED AS AN INDICATOR OF THE EVALUATION OF CRYPTOCURRENCY PROJECTS

**D.A. Dotsenko, Graduate Student**  
**Altai State University**  
**(Russia, Barnaul)**

***Abstract.** The article reveals the essence of the total value locked as an indicator of the evaluation of projects in the cryptocurrency sector of decentralized finance. Attention is paid to staking and its types. The features of the application of capitalization indicators – circulating capitalization and capitalization with full issue, the disadvantages of their use are considered. It was found out that there is a significant difference between the analysis of the total value locked of an individual cryptocurrency project and the analysis of the total value locked of the blockchain ecosystem.*

***Keywords:** cryptocurrency, blockchain, total value locked, staking, capitalization, cryptocurrency market.*