

Рішення
разової спеціалізованої вченої ради
про присудження ступеня доктора філософії

Здобувач ступеня доктора філософії **Сергій Борисович ЗЕМЦОВ** 1982 року народження, громадянин України, освіта вища: закінчив у 2005 році Харківську національну академію міського господарства, отримав диплом спеціаліста за спеціальністю «Економіка підприємства».

На даний час працює трейдером-аналітиком у міжнародній компанії EXELE CAPITAL LIMITED, де виконує функції провідного фахівця з технічного аналізу, формує та реалізує інвестиційні рішення, контролює ризики й позиції, здійснює операції на фондовому ринку.

Виконав акредитовану освітньо-наукову програму «Економіка» ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК».

Разова спеціалізована вчена рада, утворена наказом ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» від «23» червня 2026 року № 051-19-26 у складі:

Голови разової спеціалізованої вченої ради – **Ірини Петрівни МІГУС**, доктора економічних наук, професора, професора кафедри управління фінансово-економічною безпекою ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК».

Рецензента – **Олесі Олександрівни АНАНЬСВОЇ**, кандидата економічних наук, доцента кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК».

Рецензента – **Ольги Григорівни ЧУМАЧЕНКО**, кандидата економічних наук, доцента, доцента кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК».

Офіційного опонента – **Андрія Олександровича ЗОЛКОВЕРА**, доктора економічних наук, професора, професора кафедри фінансів Київського національного університету технологій та дизайну.

Офіційного опонента – **Ніни Никифорівни ПОЙДИ-НОСИК**, доктора економічних наук, професора, професора кафедри обліку і аудиту Закарпатського угорського університету імені Ференца Ракоці II.

На засіданні «20» серпня 2026 року прийняла рішення про присудження ступеня доктора філософії з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» **Сергію Борисовичу ЗЕМЦОВУ** на підставі публічного захисту дисертації «Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації» за спеціальністю 051 «Економіка» з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

Дисертацію виконано у ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», м. Київ.

Науковий керівник **Ігор Іванович РУМИК**, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК».

Дисертацію подано у вигляді спеціально підготовленого рукопису, виконаного державною мовою, що є комплексним, цілісним, завершеним науковим дослідженням, містить нові науково-обґрунтовані результати, що відрізняються новизною в постановці і вирішенні теоретичних і практичних завдань формування економічного механізму діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації, що має істотне значення для галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

Зокрема, вперше розроблено авторську методику ідентифікації та економічної обробки значних обсягів ордерів за даними Level II, яка передбачає визначення типового рівня ліквідності, коефіцієнтів значущості ордерів, зон концентрації ліквідності, локального дисбалансу попиту і пропозиції, відстані до mid-price та часової стійкості сигналу як тактичного аналітичного фільтра для роздрібного інвестора, що дозволяє на практиці підвищити якість тактичних інвестиційних рішень та інтегрувати мікроструктурний аналіз до системи портфельного управління роздрібного інвестора; на основі дослідження еволюційного розвитку поняття «роздрібний інвестор» та теоретичного аналізу його економічної природи роздрібного інвестора визначено як фізичну особу, яка інвестує власні кошти у фінансові інструменти ринку капіталу відповідно до особистих фінансових цілей, ризик-профілю, інвестиційного горизонту та рівня фінансово-цифрової компетентності, не маючи статусу професійного учасника ринку; розроблений структурно-логічний підхід до визначення економічного механізму діяльності роздрібного інвестора як адаптивної системи взаємодії мотиваційного, ресурсного, інструментального, портфельного, інституційного, регуляторного, поведінкового та інформаційно-технологічного компонентів, що охоплює повний цикл інвестиційної діяльності: формування фінансової мети, оцінювання ресурсів і ризик-профілю, вибір інструментів, формування портфеля, цифровий супровід, моніторинг результатів, ребалансування і корекцію стратегії та поєднує індивідуальну логіку поведінки інвестора з інституційними умовами функціонування фондового ринку; доведено, що оцінка результативності має враховувати не лише номінальну дохідність, а й ризик, ліквідність, диверсифікацію, транзакційні витрати, податкове навантаження, валютні й конвертаційні витрати, інформаційно-часові витрати, поведінкову якість рішень, цифрову стійкість та рівень інституційного захисту й може бути визначена на основі розширеного показника ROI* як прикладного інструменту визначення чистої результативності інвестиційного рішення в умовах реальних ринкових обмежень; на основі аналізу інституційної архітектури доступу роздрібних інвесторів до фондового ринку України у міжнародному порівнянні встановлено, що українська модель має базові правові передумови для розвитку, однак потребує подальшої гармонізації з європейськими стандартами у частині класифікації клієнтів, оцінки придатності фінансових продуктів, розкриття ризиків і витрат, захисту клієнтських активів, компенсаційних механізмів, операційної стійкості цифрових платформ і контролю поведінки посередників з урахуванням критичних бар'єрів, зокрема низької глибини ринку, обмеженості корпоративного сегменту, валютних обмежень, інформаційної асиметрії та

недостатнього рівня довіри населення до фондових інструментів; на основі дослідження інвестиційних стратегій і профілів роздрібних інвесторів запропоновано враховувати ризик-апетит, інвестиційний горизонт, стартовий капітал, стабільність доходів, ліквідний резерв, фінансову й цифрову грамотність, поведінкові патерни та доступність інструментів шляхом впровадження в Україні гібридно-адаптивної моделі, за якої ОВДП і ліквідний резерв виконують функцію захисного ядра, а інструменти ширшої диверсифікації – ETF, акції, корпоративні облігації, інвестиційні фонди та інші регульовані активи – включаються поступово відповідно до ризик-профілю інвестора та стану регуляторної інфраструктури; запропоновано багаторівневу діагностичну модель оцінювання ефективності функціонування економічного механізму роздрібного інвестора в умовах волатильності, що охоплює ресурсний, інструментальний, транзакційний, податково-валютний, поведінковий, інституційний та технологічний рівні та дозволяє оцінювати не лише дохідність портфеля, а й якість доступу до ринку, стійкість інвестиційної поведінки, відповідність інструментів профілю інвестора, чисту результативність операцій і здатність механізму зберігати функціональність за умов ринкових шоків; обґрунтовано напрями удосконалення інституційного забезпечення та фінансової інклюзії роздрібного інвестора як здатності фізичної особи безпечно, усвідомлено й економічно доцільно використовувати інструменти ринку капіталу, а не лише як технічну можливість придбати цінний папір з віднесенням до ключових елементів цифрового контуру інклюзії дистанційну ідентифікацію, стандартизоване відкриття рахунку, інтегровані брокерські сервіси, депозитарний облік, освітні модулі, попередження про ризики, оцінку придатності продукту, прозоре розкриття комісій, механізми скарг і цифрово-аналітичну підтримку рішень; запропоновано національну модель економічного механізму роздрібного інвестора в умовах посткризового відновлення, що поєднує регуляторно-захисний, фіскально-стимулюючий, цифрово-інфраструктурний, освітньо-поведінковий, продуктово-ринковий і відновлювально-інвестиційний компоненти та дозволяє регуляторам, органам державного управління, професійним учасникам ринку капіталу, цифровим фінансовим платформам та освітнім установам розвивати програми індивідуальних інвестиційних рахунків, підвищити захист інвесторів, формувати якісні освітні програми і залучати заощадження домогосподарств до фінансування повоєнного відновлення економіки України.

За своїм змістом дисертація відповідає вимогам Порядку підготовки здобувачів вищої освіти ступеня доктора філософії та доктора наук у вищих навчальних закладах (наукових установах), затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 23 березня 2016 року № 261 (із змінами), Вимогам до оформлення дисертації, затверджених наказом Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 року № 40 (із змінами) і Порядку присудження ступеня доктора філософії та скасування рішення разової спеціалізованої вченої ради закладу вищої освіти, наукової установи про присудження ступеня доктора філософії, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 12 січня 2022 року № 44 (із змінами).

Основні положення та висновки дисертаційного дослідження знайшли своє відображення у 10 наукових працях, 4 статті опубліковано у наукових фахових виданнях України, 1 стаття - у міжнародних наукових журналах, що додатково відображають наукові результати дослідження, а також 5 публікацій, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації.

1. Румик, І., & Земцов, С. (2024). ЕКОНОМІЧНІ ЗАСАДИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ РОЗДРІБНИМИ ІНВЕСТИТОРАМИ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ. *Вчені записки Університету «КРОК»*, 3(75), 11-20. <https://doi.org/10.31732/2663-2209-2024-75-11-20> (0,63 др. арк. Особистий внесок автора полягає в узагальненні чинників прийняття рішень роздрібними інвесторами та обґрунтуванні поведінково економічних аспектів їх інвестиційної активності та становить 0,31 др. арк.)

2. Земцов, С. (2025). МЕТОДИКА ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА ЕКОНОМІЧНОЇ ОБРОБКИ ЗНАЧНИХ ОБСЯГІВ ОРДЕРІВ ЯК ІНСТРУМЕНТ ПІДТРИМКИ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ РОЗДРІБНИМ ІНВЕСТИТОРОМ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 2(8), 388-398. [https://doi.org/10.60022/2\(8\)-49S](https://doi.org/10.60022/2(8)-49S) (0,81 др. арк.)

3. Ziemtsov, S. (2025). COMPARATIVE ANALYSIS OF RETAIL INVESTING: FROM NSA AND AFG TO THE PROSPECTS OF CREATING SIMILAR ASSOCIATIONS IN UKRAINE. *Economic Forum*, 15(4), 81-93. <https://doi.org/10.62763/ef/4.2025.81> (0,81 др. арк.)

4. Земцов, С.Б. (2026). СТРУКТУРНО-ЛОГІЧНА МОДЕЛЬ МЕХАНІЗМУ ІНВЕСТИВАННЯ РОЗДРІБНИХ ІНВЕСТИТОРІВ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ. *Актуальні проблеми сталого розвитку*, 3(1), 299-306. [https://doi.org/10.60022/3\(1\)-37S](https://doi.org/10.60022/3(1)-37S) (0,5 др. арк.)

У дискусії взяли участь (голова, рецензенти, офіційні опоненти) та висловили зауваження:

Голова разової ради – **МІГУС Ірина Петрівна**, доктор економічних наук, професор, професор кафедри управління фінансово-економічною безпекою ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» задала такі запитання:

1. Поясніть, будь ласка, яким чином у дисертації Ви методологічно узгоджуєте три рівні аналізу роздрібного інвестування: індивідуальні рішення, квазі-інституційний вплив сукупної активності та формування внутрішнього інвестиційного ресурсу національної економіки?

2. Який контур, на Вашу думку, є системоутворюючим у запропонованій Вами структурно-логічній моделі економічного механізму діяльності роздрібного інвестора та яким чином він забезпечує адаптивність прийняття інвестиційних рішень?

3. Вами запропоновано національно орієнтовану модель економічного механізму роздрібного інвестора. Чи можливо узгодити фінансові інтереси домогосподарств із макроекономічними завданнями держави у контексті мобілізації внутрішнього капіталу для відновлення України? Якщо так, то як саме?

Рецензент – **АНАНЬЄВА Олесь Олександрівна**, кандидат економічних наук, доцент кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та

права «КРОК», надала позитивну рецензію із зауваженнями:

1. Науково обґрунтованим і практично корисним є включення до показника ROI* транзакційних, податкових, валютних, ліквіднісних та інформаційно-часових витрат (с. 111-112). Водночас універсальне застосування показника може бути ускладнене суб'єктивністю грошової оцінки часу, витраченого на пошук інформації, аналіз ринку та ухвалення рішень. Для можливості порівняння результатів доцільно було б запропонувати стандартизований алгоритм оцінювання інформаційно-часових витрат або кілька варіантів їх розрахунку залежно від типу інвестора та характеру стратегії.

2. Обґрунтованим є включення ОВДП до захисного ядра портфеля роздрібного інвестора, оскільки цей інструмент є відносно зрозумілим і має важливе значення для мобілізації внутрішнього капіталу (с. 115-147). Водночас модель виграла б від детальнішого аналізу наслідків надмірної концентрації заощаджень у державних боргових цінних паперах. Така концентрація може знижувати рівень диверсифікації та посилювати залежність портфеля від фіскального стану держави, валютної політики, інфляційної динаміки.

3. Запропонований цифровий контур фінансової інклюзії має значний практичний потенціал (с. 226-233). Водночас у роботі варто було б детальніше визначити організаційний механізм його створення, коло відповідальних установ, джерела фінансування, орієнтовну вартість упровадження та етапність реалізації.

4. Пропозиція щодо податкового стимулювання індивідуальних інвестиційних рахунків є перспективною (с. 246-249). Такі стимули можуть сприяти довгостроковому інвестуванню, але водночас можуть зменшувати бюджетні надходження та в окремих випадках надавати більші переваги домогосподарствам із високими доходами, які вже мають достатній обсяг заощаджень. Доцільно було б розглянути диференційовані ліміти пільг, умови тривалого утримання активів і механізми забезпечення соціальної збалансованості цього інструменту.

Рецензент – **ЧУМАЧЕНКО Ольга Григорівна**, кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри економіки та фінансів ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», надала позитивну рецензію із зауваженнями:

1. Автор зазначає, що у моделі імплементації ключових європейських регуляторних стандартів у механізм інвестування роздрібних інвесторів, що задає межі безпечної поведінки фінансових посередників і визначає мінімальні вимоги до захисту роздрібного інвестора, є опції прозорості та чіткого розкриття інформації, доступного виходу на іноземні фонди. Гіпотеза ефективного ринку передбачає три площини інформації і, відповідно, три ступені ефективного ринку. У цьому контексті здобувачу варто було би приділити більше уваги висвітленню відповіді на питання: «Яка ступінь прозорості дозволить посилити інвестиційну активність домогосподарств України?»

2. У процесі адаптації національної економічної моделі діяльності роздрібного інвестора на фінансовому ринку України до європейських

стандартів виникає два питання, що вимагають особливої уваги: 1) Наскільки квазі-інституціональний роздрібний інвестор може прогнозувати макроекономічні тенденції та одночасно проводити короткостроковий кон'юнктурний аналіз? 2) Загострення кризи капіталовкладень може позбавити виробничий сектор ресурсів для майбутнього відновлення. Відволікання роздрібною інвестора на фінансові ринки ще більше звужить ресурсну базу для відновлення зруйнованої інфраструктури. Вважаємо, що окремого пояснення від автора роботи потребує розуміння того, яким чином ці позиції можливо враховувати при формуванні загальноекономічної концепції формування фондового ринку України.

3. Автор притримується думки, що поширення цифрових платформ і мобільних застосунків компенсує недоліки фінансової грамотності, роблячи інвестиційні сервіси доступнішими та зрозумілішими для роздрібних користувачів, що у кінцевому підсумку впливає на якість інвестиційного процесу та результату. Трактовка автора залишається декларативною та не пояснює, яким чином цифрові платформи забезпечують ефективність інвестиційного процесу роздрібною інвестора.

4. Положення автора про те, що «Формування інвестиційного портфеля роздрібною інвестора ґрунтується на науково обґрунтованих принципах класифікації активів, диверсифікації та управління ризиками, а також на виборі відповідної стратегії інвестування, що забезпечує збалансоване співвідношення дохідності та безпеки інвестицій і дозволяє ефективно реалізувати інвестиційний потенціал роздрібною учасника фондового ринку» (с. 126) виглядає як ідеал моделі поведінки роздрібною інвестора та не може бути імперативом поведінки великої кількості учасників фондового ринку. У контексті цього доцільно пояснити, які саме пріоритети та в якій значимості визначають підходи інвесторів до формування своїх портфелів.

Офіційний опонент – **ЗОЛКОВЕР Андрій Олександрович**, доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів Київського національного університету технологій та дизайну, надав позитивний відгук із зауваженнями:

1. У роботі запропоновано багатовимірне оцінювання ефективності, яке поєднує чисту результативність, ризик, поведінкову якість, цифрову стійкість та інституційний захист. Разом із тим, доцільно було б чіткіше визначити логіку узгодження цих складових у разі суперечливих сигналів. Зокрема, потребує пояснення, чи може інвестиційне рішення вважатися ефективним за високого чистого результату, але надмірної концентрації, слабкої прозорості продукту або нестійкої поведінки інвестора, і який компонент має пріоритет у підсумковій оцінці.

2. Автор переконливо показує, що розширення участі фізичних осіб може підвищувати ліквідність і глибину ринку, але водночас визнає здатність цифрово синхронізованої поведінки посилювати короткострокову волатильність. У зв'язку з цим доцільно було б систематизувати умови, за яких переважає стабілізаційний або дестабілізаційний ефект: горизонт інвестування,

структура доступних продуктів, концентрація операцій, якість розкриття інформації та характер стимулів, закладених у цифрових платформах.

3. У дисертації поведінкові запобіжники – період охолодження, обмеження імпульсивних операцій, попередження про ризики та освітні модулі – розглядаються як складова підвищення стійкості інвестиційних рішень. Водночас потребує чіткішого обґрунтування межа між м'яким коригуванням поведінки та регуляторним обмеженням свободи вибору роздрібного інвестора. Доцільно було б систематизувати, які запобіжники мають застосовуватися до всіх користувачів, а які – залежати від ризик-профілю, рівня досвіду, складності фінансового продукту та виявлених ознак імпульсивної поведінки.

4. Порівняльний аналіз практик Сполучених Штатів Америки, Європейського Союзу, Канади та скандинавських країн є змістовним і корисним. Разом із тим, бажано було б виразніше представити критерії відбору іноземних моделей для адаптації в Україні з урахуванням інституційної зрілості, глибини ринку, рівня довіри, валютних обмежень та адміністративної спроможності. Це дозволило б відокремити першочергові рішення від тих, реалізація яких потребує попереднього формування ринкових передумов.

5. У дисертації роботизоване консультування, алгоритмічні рекомендації та цифрові платформи розглядаються одночасно як інструменти дисциплінування і як джерела модельних, операційних та поведінкових ризиків. Певної конкретизації потребує розподіл відповідальності між ліцензованим посередником, провайдером платформи, розробником алгоритму та самим інвестором. Доцільно також окреслити мінімальні вимоги до пояснюваності рекомендацій, аудиту моделей, можливості ручного втручання та повідомлення про цифрові інциденти.

6. Запропонована дорожня карта містить кількісні й якісні індикатори фінансової інклюзії, зокрема кількість рахунків, обсяги внесків, освітні результати та скарги інвесторів. Водночас сама наявність рахунку не завжди свідчить про сталу інвестиційну участь. Корисним доповненням було б визначення обмеженого набору показників змістовної інклюзії: регулярність і тривалість інвестування, чистий результат після витрат, відповідність продукту профілю клієнта, рівень диверсифікації, кількість порушень і динаміка фінансової грамотності.

Офіційний опонент – **ПОЙДА-НОСИК Ніна Никифорівна**, доктор економічних наук, професор, професор кафедри обліку і аудиту Закарпатського угорського університету імені Ференца Ракоці II, надала позитивний відгук із зауваженнями:

1. У роботі обґрунтовано трактування сукупності роздрібних інвесторів як квазі-інституційного сегмента фондового ринку. Такий підхід переконливо відображає можливість системного впливу цифрово скоординованої активності фізичних осіб. Водночас доцільно було б чіткіше окреслити якісні межі, за яких сукупність індивідуальних рішень набуває саме квазі-інституційних ознак, а не залишається ситуативною «стадною» реакцією: сталість координації, тривалість впливу, повторюваність поведінки та характер взаємодії з професійними учасниками.

2. Запропонована типологія стратегій і розрахункових профілів враховує горизонт, ліквідний резерв, стабільність доходу, фінансово-цифрову грамотність та ризик-апетит. Разом із тим, більшої уваги заслуговує динаміка переходу інвестора між профілями. Корисним доповненням було б визначення подій, що мають зумовлювати повторне профілювання: зміна фінансової мети, стабільності доходів, сімейних зобов'язань, інвестиційного досвіду або допустимого рівня втрат. Це посилює зв'язок між циклічністю механізму та практикою довгострокового супроводу клієнта.

3. Автор аргументовано визначає державні облигації та ліквідний резерв як захисне ядро портфеля, водночас визнаючи ризик надмірної концентрації роздрібної активності у державному борговому сегменті. Доцільно було б чіткіше систематизувати передумови переходу від такого ядра до повноцінної диверсифікації: достатня ліквідність корпоративних інструментів, належна якість розкриття інформації, наявність зрозумілих фондів і дієвих механізмів захисту, а також прийнятний рівень витрат. Це допомогло б показати, як запропонована модель уникатиме закріплення надмірної орієнтації ринку на державний борг.

4. Методика обробки значних обсягів ордерів апробована на даних ліквідного міжнародного інструмента, а можливість її застосування в Україні автор обґрунтовано пов'язує з наявністю надійної книги заявок. Проте доцільним було б чіткіше розмежувати сфери застосування методики залежно від глибини ринку та ліквідності інструмента. Окремого пояснення потребують критерії відмежування стійкої інформаційно значущої зони ліквідності від видимих заявок, які можуть бути швидко скасовані або мати маніпулятивний характер, навіть з урахуванням запропонованої перевірки часової стійкості.

5. Цифровий контур фінансової інклюзії об'єднує дистанційне відкриття рахунку, оцінювання придатності продукту, роботизоване консультування, освітні модулі, мікроструктурну аналітику та інструменти розподіленого реєстру. Така комплексність є перевагою моделі, але водночас створює ризик інформаційного перевантаження початківця. Доцільно було б чіткіше розмежувати базовий набір функцій для нового інвестора і розширений аналітичний рівень для досвідченого користувача, пов'язавши доступ до складніших сервісів із перевіркою знань та інвестиційного досвіду.

6. У дисертації запропоновано концепцію індивідуального інвестиційного рахунку, систему індикаторів національної моделі та поетапну дорожню карту її впровадження. Подальшої конкретизації потребує інституційний розподіл відповідальності за впровадження цієї моделі між регулятором ринку капіталу, податковими органами, депозитарною системою, банками, брокерами та освітніми провайдерами. Доцільно також чіткіше визначити критерії, за якими результати апробації можуть вважатися достатніми для масштабування без послаблення захисту інвестора і без непропорційних фіскальних втрат.

Результати відкритого голосування:

«За» 5 членів ради,

«Проти» 0 членів ради.

На підставі результатів відкритого голосування разова спеціалізована вчена рада присуджує **Сергію Борисовичу ЗЕМЦОВУ** ступінь доктора філософії з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» за спеціальністю 051 «Економіка».

Відеозапис трансляції захисту дисертації додається.

Голова разової спеціалізованої
вченої ради



Ірина МІГУС