

ВІДГУК

офіційного опонента – доктора економічних наук, професора,
професора кафедри обліку і аудиту
Закарпатського угорського університету імені Ференца Ракоці II
ПОЙДИ-НОСИК Ніни Никифорівни
на дисертаційну роботу Земцова Сергія Борисовича
на тему: «Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора
на фондовому ринку в умовах цифровізації»,
подану на здобуття ступеня доктора філософії
з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки»
за спеціальністю 051 «Економіка»

1. Актуальність теми дисертаційного дослідження. Цифрова трансформація фінансового сектору принципово змінила не лише технічні способи доступу фізичних осіб до фондового ринку, а й економічну роль домогосподарств у процесах акумуляції та перерозподілу капіталу. Зниження операційних бар'єрів, поширення мобільних брокерських сервісів, автоматизованої аналітики та дистанційної ідентифікації розширюють інвестиційні можливості роздрібного інвестора. Водночас технологічна доступність сама по собі не гарантує раціональності рішень: вона може посилювати інформаційну залежність, надмірну торговельну активність, поведінкові викривлення, кіберризики та вразливість непрофесійного інвестора до складних фінансових продуктів. Саме суперечність між швидким розширенням цифрового доступу і повільнішим формуванням інституційної та поведінкової готовності роздрібних інвесторів визначає наукову значущість обраної теми.

Для України ця проблематика має додатковий стратегічний вимір. Низька глибина корпоративного сегмента, домінування державних боргових інструментів, валютні та воєнні обмеження, недостатня довіра до фінансових посередників поєднуються з потребою у внутрішніх довгострокових ресурсах для відновлення

економіки. За таких умов роздрібний інвестор може стати не лише споживачем фінансової послуги, а й каналом трансформації заощаджень домогосподарств у ресурс ринку капіталу. Проте реалізація цього потенціалу потребує узгодженого механізму, що поєднує захист інвестора, фінансову освіту, цифрову інфраструктуру, портфельну дисципліну та зрозумілі стимули до довгострокового інвестування.

Дисертація Земцова С. Б. відповідає цій потребі, оскільки розглядає діяльність роздрібного інвестора не фрагментарно, а як цілісну адаптивну систему, пов'язану з інституційним середовищем, поведінковими характеристиками, ринковою мікроструктурою та завданнями повоєнного відновлення. Обрана тема є актуальною, своєчасною та має вагоме теоретичне, прикладне і суспільне значення.

2. Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертацію виконано відповідно до плану наукових досліджень Університету «КРОК» у межах тем «Національна економіка та економіки галузевих ринків в умовах інституційної невизначеності» (реєстраційний номер 0120U100086) та «Напрями трансформації національної фінансової системи в економічному циклі» (реєстраційний номер 0123U102899).

У межах цих тем здобувачем обґрунтовано роль роздрібного інвестора як елемента фінансової системи і каналу трансформації заощаджень домогосподарств в інвестиційні ресурси, розвинуто підходи до оцінювання ефективності його рішень та запропоновано напрями удосконалення відповідного механізму в контексті цифровізації, євроінтеграції, фінансової інклюзії та повоєнного відновлення. Зміст дисертації органічно узгоджується із зазначеними напрямами науково-дослідної роботи.

3. Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій.

Наукові положення, висновки та рекомендації дисертації є логічно пов'язаними й достатньо аргументованими. Мета дослідження конкретизована у

дев'яти завданнях, кожне з яких знаходить послідовне розв'язання у відповідному підрозділі. Така побудова забезпечила перехід від уточнення економічної природи роздрібного інвестора та конструювання механізму його діяльності до діагностики української і зарубіжної практики, а далі – до формування адаптивної портфельної та національної моделей.

Методологічну основу становить сукупність взаємодоповнювальних загальнонаукових і спеціальних методів дослідження: історико-логічного, системного, структурно-функціонального, порівняльного, інституційного, нормативно-правового, фінансового, портфельного, поведінкового, статистичного, економетричного, сценарного та мікроструктурного аналізу. Важливо, що методи не перелічені формально: вони співвіднесені з конкретними завданнями, а результати теоретичного узагальнення перевіряються статистичними зіставленнями, модельними профілями, аналізом державних облігацій і демонстраційною апробацією авторської методики на даних книги заявок другого рівня.

Інформаційна база охоплює праці українських і зарубіжних учених, нормативно-правові акти, матеріали Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, міжнародних регуляторних та аналітичних організацій, а також авторські розрахунки. Обґрунтованість підсилюється зіставленням українських умов із практиками розвинутих ринків, чітким розмежуванням демонстраційних сценаріїв і прогнозів. Сукупність цих ознак дає підстави позитивно оцінити достовірність і внутрішню узгодженість одержаних результатів.

4. Наукова новизна одержаних результатів.

Науковий внесок здобувача не зводиться до механічного поєднання відомих положень портфельної теорії, поведінкових фінансів і цифрової економіки. Його цілісність полягає у зміні масштабу аналізу: окреме інвестиційне рішення

розглядається як елемент адаптивного економічного механізму, в якому ресурси домогосподарства, поведінка інвестора, правила доступу, цифрова інфраструктура, витрати, ринкова ліквідність і регуляторний захист взаємно визначають кінцеву результативність.

Науковим положенням, одержаним уперше, є методика ідентифікації та економічної обробки значних обсягів ордерів за даними глибини книги заявок другого рівня. Її наукова цінність полягає не лише у формалізації видимої ліквідності, а у включенні мікроструктурної інформації до механізму прийняття рішень роздрібним інвестором. Методика поєднує оцінювання значущості ордерів, виявлення зон концентрації ліквідності, визначення локального дисбалансу й близькості до поточної ціни, а також перевірку часової стійкості сигналу в єдиному тактичному фільтрі, який уточнює момент виконання операції, але не підміняє портфельної стратегії. Саме таке функціональне обмеження підвищує наукову коректність розробки.

Змістовним теоретичним здобутком є трактування роздрібного інвестора як учасника, що зберігає індивідуальну природу рішень, але за умов цифрової координації може формувати квазі-інституційний сегмент і створювати системні ринкові ефекти. Розроблена структурно-логічна модель переводить це положення у повний цикл: від фінансової мети та ризик-профілю до вибору інструментів, контролю чистого результату, ребалансування і корекції поведінки. Тим самим автор поєднує внутрішню логіку домогосподарства із зовнішнім регуляторним та інфраструктурним контуром.

Методичне значення має перехід від номінальної до багатовимірної оцінки ефективності. Запропонований розширений показник чистої результативності враховує транзакційні, податкові та валютні витрати, втрати ліквідності й інформаційно-часові витрати; у ширшій діагностичній системі його доповнюють оцінки поведінкової якості, цифрової стійкості та інституційного захисту. У поєднанні з адаптивною моделлю портфеля, де державні облігації та ліквідний

резерв утворюють захисне ядро, а диверсифікаційний блок розширюється відповідно до профілю інвестора, це формує практично придатну логіку для українського середовища.

Завершує авторську концепцію національна модель, що поєднує регуляторно-захисний, фіскально-стимулюючий, цифрово-інфраструктурний, освітньо-поведінковий, продуктово-ринковий та відновлювально-інвестиційний компоненти. Її наукова цінність полягає у встановленні зв'язку між фінансовою стійкістю домогосподарства, розвитком роздрібного сегмента і мобілізацією внутрішнього ресурсу відновлення. Пропозиція щодо індивідуального інвестиційного рахунку осмислена не як відокремлена податкова пільга, а як інституційний канал формування довгострокової та відповідальної інвестиційної поведінки. Загалом результати характеризуються належним рівнем новизни, взаємопов'язаністю та самостійністю авторського осмислення.

5. Повнота викладення результатів дослідження в опублікованих працях. Основні результати дисертації достатньо повно відображено у 10 наукових працях: 4 статтях у наукових фахових виданнях України, 1 статті у міжнародному виданні та 5 публікаціях у матеріалах науково-практичних конференцій. Загальний обсяг становить 4,46 друкованих аркушів, з яких особисто здобувачеві належить 3,86 друкованих аркушів. Тематика публікацій відповідає змісту дисертації, а особистий внесок у працях, виконаних у співавторстві, конкретизовано. Результати пройшли належну апробацію у фаховому науковому середовищі.

6. Практичне значення одержаних результатів. Практичне значення полягає у можливості використання розробок органами державного управління, регуляторами, професійними учасниками ринку капіталу, цифровими платформами та освітніми установами. Для регуляторів і органів державного управління корисними є пропозиції щодо класифікації клієнтів, захисту активів, індивідуальних інвестиційних рахунків, цифрової фінансової інклюзії та

поетапного спрямування заощаджень у регульовані інструменти. Для професійних учасників ринку придатними є підходи до прозорого розкриття витрат, профілювання клієнта, портфельного моніторингу та використання даних книги заявок як допоміжного аналітичного фільтра. Для освітньої практики значення мають моделі поведінкової дисципліни, оцінювання чистої результативності та навчальні сценарії.

Результати впроваджено у міжнародній компанії «EXELE CAPITAL LIMITED», товариствах з обмеженою відповідальністю «Реалголд» і «Еліт Декор», а також в освітньому процесі Університету «КРОК» під час викладання дисциплін «Фінансовий трейдинг» і «Фінансова економетрика». Довідки про впровадження підтверджують можливість практичного застосування підходів до аналізу ринкових умов, оцінювання інструментів, управління ризиками та чистої результативності інвестиційних рішень.

7. Аналіз структури та змісту дисертації. Дисертація має логічну і завершену структуру: анотацію, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел та додатки. Загальний обсяг становить 333 сторінки, основний зміст викладено на 248 сторінках. Робота містить 74 таблиці, 25 рисунків, 227 використаних джерел і 10 додатків. Зміст анотації узгоджується з основними положеннями дисертації.

У першому розділі автором розвинуто теоретичні засади дослідження: уточнено зміст поняття «роздрібний інвестор», обґрунтовано його квазі-інституційний вимір, побудовано структурно-логічну модель механізму та сформовано багатовимірний підхід до оцінювання ефективності. Сильною стороною розділу є поєднання класичних фінансових положень із поведінковими та цифровими чинниками, завдяки чому інвестор досліджується не як абстрактний раціональний суб'єкт, а як учасник конкретного інституційного середовища.

Другий розділ має аналітико-діагностичний характер. У ньому автором зіставлено українську інституційну архітектуру з міжнародними підходами,

досліджено зростання участі фізичних осіб у сегменті державних облігацій, сформовано профілі та стратегії, запропоновано багаторівневу діагностику і проведено апробацію авторської мікроструктурної методики. Важливо, що автор не ототожнює технічний доступ із ефективністю та розмежовує статистично підтверджені тенденції, модельні портфелі й демонстраційні сценарії.

У *третьому розділі* діагностовані автором обмеження трансформовано у систему рішень: адаптивну модель управління ризиками і дохідністю, поведінкові запобіжники, цифровий контур фінансової інклюзії, концепцію індивідуального інвестиційного рахунку, національну модель та дорожню карту її реалізації. Така побудова забезпечує завершеність дослідження, оскільки рекомендації безпосередньо впливають із результатів попередніх розділів. Висновки відповідають поставленим завданням, а анотація змістовно відображає основні результати, новизну та практичне значення роботи.

8. Відповідність тексту дисертації вимогам академічної доброчесності.

Ознайомлення з дисертацією та публікаціями здобувача дає підстави констатувати дотримання принципів академічної доброчесності. Запозичені положення, статистичні дані й нормативні матеріали супроводжуються посиланнями, авторські результати змістовно відокремлено, а особистий внесок у спільних публікаціях визначено. У тексті не виявлено ознак фабрикації чи фальсифікації, демонстраційні сценарії та припущення позначено належним чином. Робота відповідає вимогам академічної доброчесності та може бути рекомендована до публічного захисту.

9. Дискусійні положення та зауваження.

Позитивно оцінюючи науковий рівень і практичну спрямованість роботи, доцільно звернути увагу на окремі положення, що можуть визначати напрями подальших досліджень.

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 облігації та ліквідний резерв як захисне ядро портфеля, водночас визнаючи ризик надмірної концентрації роздрібною 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.

Наведені зауваження мають конструктивний характер і не знижують загальної позитивної оцінки дисертаційної роботи.

Загальний висновок

Дисертаційна робота Зємцова Сергія Борисовича на тему «Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації» є завершеним, самостійним і актуальним науковим дослідженням. У ній розв'язано важливе наукове завдання, одержано нові обґрунтовані результати, досягнуто мети та виконано поставлені завдання. Основні положення достатньо повно висвітлено у публікаціях і апробовано у практичній та освітній діяльності.

значенням дисертація Зємцова Сергія Борисовича відповідає вимогам пп. 5, 6, 7, 8, 9 «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 зі змінами, а її автор – Зємцов Сергій Борисович – заслуговує на присудження наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 – Економіка галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри обліку і аудиту
Закарпатського угорського університету
імені Ференца Ракоці II



Ніна ПОЙДА-НОСИК

підпис Пойда-Носик Н.Н. засвідчую
Зав. від. кадрів Звертсаді О.В.
Закарпатський угорський університет
імені Ференца Ракоці II Звертсаді

