

ВІДГУК

офіційного опонента – доктора економічних наук, професора,
професора кафедри фінансів
Київського національного університету технологій та дизайну
ЗОЛКОВЕРА Андрія Олександровича
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. У сучасних умовах трансформації ринку капіталу участь домогосподарств у фондовому інвестуванні набуває самостійного економічного значення. Роздрібний інвестор уже не обмежується роллю кінцевого споживача фінансової послуги: через сукупний попит, вибір інструментів і цифрові канали доступу він впливає на ліквідність, структуру фінансового посередництва та напрями мобілізації заощаджень. Водночас технологічне спрощення торгівлі не є тотожним підвищенню ефективності інвестиційних рішень. Мобільні платформи, автоматизовані рекомендації та оперативна аналітика знижують транзакційні бар'єри, але можуть посилювати інформаційну асиметрію, імпульсивність поведінки й залежність користувача від якості цифрового посередництва. Тому наукового опрацювання потребує механізм, який узгоджує фінансові цілі домогосподарства, портфельну дисципліну, інституційний захист і можливості цифрової інфраструктури.

Для України актуальність теми визначається структурою національного ринку капіталу. Адже зростання вкладень громадян у державні облігації засвідчує формування попиту на регульовані фінансові інструменти, але ще не означає становлення диверсифікованого роздрібного сегмента. Водночас нагальною є потреба формування внутрішньої інвестиційної бази, здатної підтримувати довгострокові економічні процеси без послаблення стандартів

захисту інвестора. Дисертаційна робота Земцова С. Б. безпосередньо спрямована на розв'язання цього наукового завдання, поєднуючи індивідуальний рівень прийняття рішень з інституційним, регуляторним і цифровим контурами фондового ринку. З огляду на це обрана тема є актуальною, своєчасною та має вагоме теоретичне і практичне значення.

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

Дисертаційне дослідження виконано в межах науково-дослідної тематики Університету «КРОК»: «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). Зміст дисертації розвиває зазначені напрями досліджень, поєднуючи аналіз участі домогосподарств у формуванні інвестиційного ресурсу фондового ринку з удосконаленням інструментарію оцінювання рішень роздрібного інвестора та визначенням інституційних, цифрових і поведінкових умов ефективного функціонування механізму його діяльності. Напрямок і зміст дисертації відповідають заявленим науково-дослідним темам.

3. Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій.

Обґрунтованість положень дисертації забезпечується відповідністю логіки дослідження поставленим меті та послідовністю розв'язання дев'яти завдань. У першому розділі сформовано теоретичні й методичні засади економічного механізму діяльності роздрібного інвестора; у другому здійснено інституційний, порівняльний та діагностичний аналіз; у третьому запропоновано адаптивну портфельну модель і національно орієнтовані рішення. Така побудова дає змогу простежити перехід від понятійного апарату до аналітичної перевірки та практичних рекомендацій.

Методичний інструментарій відповідає характеру поставлених завдань і охоплює системний, інституційний, порівняльний, поведінковий, статистичний, економетричний, фінансовий, портфельний, сценарний та мікроструктурний аналіз. Інформаційну основу становлять наукові праці, нормативно-правові

акти, офіційні матеріали Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерства фінансів України, міжнародних регуляторних і аналітичних організацій. Позитивної оцінки заслуговує чітке розмежування статистично підтверджених даних, модельних профілів, демонстраційних сценаріїв і результатів авторської апробації.

Достовірність висновків визначається не окремим методом, а узгодженістю результатів, отриманих на різних рівнях аналізу. Теоретичні положення конкретизовано операційними моделями; виявлені інституційні та ринкові обмеження враховано під час формування рекомендацій; прикладні пропозиції співвіднесено з можливостями національної інфраструктури. Це дає підстави вважати наукові положення, висновки та рекомендації достатньо аргументованими.

4. Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна дисертації визначається розвитком теоретичних і методичних засад дослідження роздрібного інвестування в єдиному контурі «домогосподарство – цифровий посередник – ринкова мікроструктура – регулятор». На відміну від підходів, у яких портфельний вибір, поведінкові реакції та технології доступу розглядаються відокремлено, автор формує взаємопов’язану конструкцію прийняття, реалізації, оцінювання і коригування інвестиційних рішень.

Найбільш вагомими результатами дослідження є такі положення:

вперше:

— сформовано авторську методику опрацювання даних книги заявок другого рівня, що дає змогу виокремлювати економічно значущі ордери із загального потоку заявок та оцінювати поточну конфігурацію видимої ліквідності. Методика передбачає зіставлення фактичних обсягів із типовим рівнем ліквідності, об’єднання суміжних цінових рівнів у зони концентрації, оцінювання локального дисбалансу попиту і пропозиції, відстані таких зон до поточної ціни та часової стійкості сигналу. Наукова значимість цього результату полягає у включенні мікроструктурної інформації до аналітичного

забезпечення тактичного виконання операцій без підміни стратегічного портфельного вибору короткостроковим ринковим сигналом;

удосконалено:

- теоретико-методичний підхід до економічного механізму діяльності роздрібного інвестора через його трактування як адаптивної системи, у якій внутрішні характеристики інвестора взаємодіють із інституційним, регуляторним та інформаційно-технологічним середовищем;
- методичний підхід до оцінювання ефективності шляхом переходу від номінальної до чистої результативності з урахуванням транзакційних, податкових, валютних, ліквіднісних та інформаційно-часових витрат, а також поведінкової якості, цифрової стійкості й інституційної безпеки;
- підхід до управління ризиками та дохідністю через адаптивну модель, що поєднує захисний, диверсифікаційний і цифрово-аналітичний блоки, правила ребалансування та поведінкові запобіжники.

набули подальшого розвитку:

- трактування функціональної ролі роздрібного інвестора у сучасній структурі фондового ринку та класифікація його стратегій з урахуванням інвестиційного горизонту, ризик-апетиту, фінансової і цифрової грамотності та характеру аналітичної підтримки;
- національно орієнтована модель економічного механізму діяльності роздрібного інвестора, у межах якої узгоджено регуляторно-захисну, фіскально-стимулюючу, цифрово-інфраструктурну, освітньо-поведінкову, продуктово-ринкову та відновлювально-інвестиційну складові. Наукова вагомість цього результату визначається обґрунтуванням умов, за яких підвищення захищеності та інвестиційної спроможності домогосподарств сприяє розширенню роздрібного сегмента ринку капіталу й мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів для відновлення економіки.

Сукупність наведених положень утворює послідовний науковий результат: від уточнення ролі роздрібного інвестора й критеріїв ефективності його діяльності до інструментів тактичного аналізу та національної моделі

розвитку роздрібного сегмента. Це свідчить про належний рівень наукової новизни та самостійність авторського пошуку.

5. Повнота викладення результатів дослідження в опублікованих працях. Результати дослідження оприлюднено у 10 наукових працях: 4 статтях у наукових фахових виданнях України, 1 статті у міжнародному виданні та 5 публікаціях у матеріалах науково-практичних конференцій. Їх загальний обсяг становить 4,46 друкованого аркуша, з яких 3,86 друкованого аркуша належать особисто здобувачеві. Публікації охоплюють ключові теоретичні, методичні й прикладні результати дисертації; внесок автора у спільні праці конкретизовано. Отже, повнота оприлюднення та апробації результатів є достатньою.

6. Практичне значення одержаних результатів. Прикладна спрямованість дисертації проявляється у можливості використання її результатів на регуляторному, інфраструктурному, професійному та освітньому рівнях. Для державних органів і регулятора практичну цінність мають пропозиції щодо класифікації клієнтів, захисту активів, стандартизованого розкриття витрат і ризиків, цифрової фінансової інклюзії та довгострокових інвестиційних стимулів. Для банків, брокерів і цифрових платформ придатними є підходи до профілювання клієнта, оцінювання придатності продукту, контролю чистої результативності та застосування поведінкових запобіжників. В освітньому процесі можуть використовуватися модельні портфелі, симуляційні сценарії й методи формування відповідальної інвестиційної поведінки.

Практичне використання результатів підтверджено у діяльності міжнародної компанії «EXELE CAPITAL LIMITED», товариств «Реалголд» і «Еліт Декор», а також в освітньому процесі Університету «КРОК» під час викладання дисциплін «Фінансовий трейдинг» та «Фінансова економетрика». Відповідні довідки засвідчують можливість застосування запропонованих підходів до аналізу ринкових умов, оцінювання інвестиційних рішень та управління ризиками.

7. Аналіз структури та змісту дисертації. Структура дисертації відповідає меті й завданням дослідження. Робота включає анотацію, список умовних позначень, вступ, три розділи, висновки, список використаних джерел і додатки. Загальний обсяг становить 333 сторінки, з яких 248 сторінок припадає на основний текст. У дисертації наведено 74 таблиці, 25 рисунків, використано 227 джерел, сформовано 10 додатків. Анотація відтворює основні положення, наукову новизну та практичне значення роботи.

У першому розділі визначено концептуальні межі дослідження. На основі узагальнення еволюції наукових підходів автор уточнює економічну природу роздрібного інвестора, обґрунтовує можливість прояву сукупної активності фізичних осіб як квазі-інституційного сегмента та розкриває механізм їхньої діяльності через циклічну взаємодію ресурсних, портфельних, інституційних, регуляторних, технологічних і поведінкових складових. Запропонований підхід до оцінювання виходить за межі традиційного зіставлення ризику й дохідності, оскільки охоплює чисту результативність, якість інвестиційної поведінки, цифрову стійкість і рівень інституційної захищеності інвестора.

У другому розділі здійснено перевірку сформованих теоретичних положень у національному та міжнародному контекстах. Послідовно проаналізовано регуляторні й інфраструктурні умови доступу фізичних осіб до фондового ринку, динаміку їхньої участі у сегменті державних облігацій, особливості інвестиційних профілів і стратегій, а також чинники результативності роздрібного інвестування в умовах ринкової волатильності. Окрему методичну цінність становить поєднання багаторівневої діагностики з апробацією авторського підходу до опрацювання даних книги заявок другого рівня. Чітке відокремлення статистично підтверджених тенденцій від розрахункових профілів, модельних портфелів і демонстраційних сценаріїв забезпечує належну обґрунтованість зроблених аналітичних висновків.

Третій розділ має конструктивно-прикладне спрямування та містить комплекс взаємоузгоджених рішень щодо підвищення стійкості й безпечності діяльності роздрібного інвестора. Автор обґрунтовує адаптивний підхід до

управління ризиком і дохідністю, систему поведінкових запобіжників, цифровий контур фінансової інклюзії, концепцію індивідуального інвестиційного рахунку, а також національно орієнтовану модель і поетапну дорожню карту її реалізації. Перевагою розділу є те, що запропоновані заходи безпосередньо співвіднесено з виявленими інституційними, ринковими та поведінковими обмеженнями, завдяки чому інтереси домогосподарств поєднуються із завданнями розвитку національного ринку капіталу.

8. Відповідність тексту дисертації вимогам академічної доброчесності.

Аналіз тексту дисертації та публікацій здобувача свідчить про дотримання принципів академічної доброчесності. Наукові положення інших авторів, статистичні та нормативні матеріали супроводжуються належними посиланнями; авторські моделі, таблиці, рисунки, припущення і демонстраційні сценарії відокремлено від запозичених результатів. Особистий внесок у публікаціях, підготовлених у співавторстві, визначено. Ознак академічного плагіату, фабрикації або фальсифікації не виявлено. Дисертація відповідає вимогам академічної доброчесності та може бути представлена до публічного захисту.

9. Дискусійні положення та зауваження.

Разом із позитивною оцінкою одержаних результатів доцільно звернути увагу на положення, які потребують додаткового авторського пояснення та можуть визначати напрями подальших досліджень.

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.

Усі наведені зауваження мають рекомендаційний і конструктивний характер, спрямовані на подальший розвиток обраного наукового напрямку та не знижують загальної позитивної оцінки одержаних здобувачем результатів.

Загальний висновок

Дисертаційна робота Зємцова Сергія Борисовича на тему «Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації» є завершеною кваліфікаційною науковою працею, у якій розв'язано важливе наукове завдання щодо розвитку теоретико-методичних засад і практичних підходів до формування та удосконалення економічного механізму діяльності роздрібного інвестора в умовах цифровізації. Одержані результати є науково обґрунтованими, мають теоретичне значення для економічної науки та прикладну цінність для розвитку інституційного, цифрового й поведінкового забезпечення роздрібного інвестування.

За актуальністю теми, ступенем обґрунтованості положень, рівнем наукової новизни, практичним значенням і повнотою оприлюднення результатів дисертація відповідає вимогам 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. Оформлення роботи відповідає Вимогам до

оформлення дисертації, затвердженим наказом Міністерства освіти і науки України від 12 січня 2017 року № 40 зі змінами.

Автор дисертаційної роботи Земцов Сергій Борисович заслуговує на присудження ступеня доктора філософії з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки» за спеціальністю 051 «Економіка».

Офіційний опонент:

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри фінансів
Київського національного університету
технологій та дизайну



Андрій ЗОЛКОВЕР

