

РЕЦЕНЗІЯ

на дисертаційну роботу Земцова Сергія Борисовича

на тему:

**«Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора на фондовому
ринку в умовах цифровізації»,
представлену на здобуття наукового ступеня доктора філософії
в галузі знань 05 Соціальні та поведінкові науки
спеціальність: 051 - Економіка**

Актуальність теми дисертаційного дослідження. Актуальність дослідження зумовлена істотним посиленням ролі фізичних осіб у процесах акумуляції та перерозподілу капіталу, поширенням онлайн-брокериджу, мобільних інвестиційних платформ, алгоритмічної аналітики, робо-консультування та нових цифрових каналів доступу до фінансових інструментів.

Для України проблематика дослідження має особливе значення. Національний ринок капіталу розвивається за умов воєнних і валютних обмежень, недостатньої ліквідності корпоративного сегмента, обмеженої глибини біржової інфраструктури та необхідності мобілізації внутрішніх фінансових ресурсів для відновлення економіки. Заощадження домогосподарств потенційно можуть бути перетворені на довгостроковий інвестиційний ресурс, однак для цього потрібні належні інституційні, регуляторні, цифрові, фіскальні та освітні передумови.

Актуальність роботи підсилюється євроінтеграційними процесами та потребою гармонізації українського регулювання зі стандартами Європейського Союзу щодо класифікації клієнтів, оцінювання придатності фінансових продуктів, прозорого розкриття витрат і ризиків, захисту клієнтських активів та забезпечення цифрової операційної стійкості.

Отже, обрана тема відповідає сучасним потребам економічної науки і практики, спрямована на вирішення важливої для України проблеми формування внутрішньої інвестиційної бази та має безпосередній зв'язок із

завданнями розвитку ринку капіталу, фінансової інклюзії та повоєнного відновлення.

Зв'язок роботи з державними (галузевими) науковими програмами, планами, темами. Дисертаційну роботу виконано у відповідності з планом науково-дослідних робіт ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», а саме: «Національна економіка та економіки галузевих ринків в умовах інституційної невизначеності» (номер державної реєстрації 0120U100086), «Напрями трансформації національної фінансової системи в економічному циклі» (номер державної реєстрації 0123U102899). У межах даних тем автором теоретично обґрунтовано роль роздрібного інвестора у фінансовій системі, сформовано концептуальні засади економічного механізму його діяльності на фондовому ринку, удосконалено підходи до оцінювання ефективності інвестиційних рішень та обґрунтовано напрями розвитку цього механізму з урахуванням євроінтеграції, цифровізації, фінансової інклюзії й потреб повоєнного відновлення України.

Наукова новизна досліджень і отриманих результатів. Дисертаційна робота присвячена розв'язанню актуального наукового завдання щодо розвитку теоретико-методологічних засад, удосконалення методичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій з формування й функціонування економічного механізму діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації.

Результати наукової роботи здобувача відповідають вимогам освітньо-наукової програми. У роботі наявні результати, отримані автором особисто. Їх новизна полягає в наступному:

- *вперше* запропоновано авторську методику ідентифікації та економічної обробки значних обсягів ордерів за даними Level II, яка охоплює 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;

удосконалено:

- трактування економічного механізму діяльності роздрібного інвестора як багаторівневої адаптивної системи, а не сукупності ізольованих інвестиційних дій;

- економічного механізму діяльності роздрібного інвестора шляхом інтеграції мотиваційного, ресурсного, інструментального, портфельного, інституційного, регуляторного, інформаційно-технологічного та поведінкового компонентів;

- методичний підхід до оцінювання ефективності діяльності роздрібного інвестора шляхом розширення традиційної системи показників дохідності та ризику інтегральним показником ROI*, який покликаний враховувати транзакційні, податкові, валютні, ліквіднісні та інформаційно-часові витрати;

- удосконалено підхід до аналізу інституційного середовища роздрібного інвестування на основі порівняння української, європейської та американської практик регулювання, що дозволило обґрунтувати напрями адаптації фондового ринку України до міжнародних стандартів захисту роздрібного інвестора;

- підхід до управління ризиками та дохідністю портфеля роздрібного інвестора шляхом формування адаптивної моделі, що поєднує захисне ядро, диверсифікацію, цифровий моніторинг і ребалансування, забезпечуючи підвищення стійкості портфеля в умовах ринкової волатильності та воєнних ризиків;

набули подальшого розвитку:

- концептуальне трактування роздрібного інвестора як квазіінституційного сегмента фондового ринку через поєднання індивідуального характеру інвестування із сукупним впливом на ліквідність, волатильність і попит на фінансові інструменти, що дозволило уточнити його роль у сучасній структурі фондового ринку;

- класифікація інвестиційних стратегій та профілів роздрібних інвесторів шляхом врахування ризик-апетиту, інвестиційного горизонту, рівня фінансової та цифрової грамотності, поведінкових особливостей і використання

цифрової підтримки, що дозволило виокремити основні типи стратегій роздрібного інвестування;

- національно орієнтована модель економічного механізму роздрібного інвестора шляхом інтеграції регуляторних, фіскальних, цифрових, освітніх та інвестиційних компонентів, що дозволило обґрунтувати рекомендації щодо розширення участі роздрібних інвесторів у розвитку фондового ринку та повоєнному відновленні України.

Практичне значення одержаних результатів для науки і практики. Основні теоретичні, методичні та прикладні положення, висновки і рекомендації, сформульовані в дисертації, мають вагоме практичне значення. Вони можуть бути використані органами державного управління, НКЦПФР, іншими регуляторами фінансового ринку, банками, брокерами, депозитарними установами, цифровими фінансовими платформами, освітніми закладами та бізнес-спільнотами.

Основні наукові положення та прикладні розробки автора отримали безпосереднє впровадження у діяльність господарюючих суб'єктів, зокрема: Міжнародної компанії «EXELE CAPITAL LIMITED» (довідка №0909/25 від 09.09.2025 р.); ТОВ «Реалголд» (довідка від 12.02.2026 р.); ТОВ «ЕЛІТ ДЕКОР» (довідка №22/04 від 22.04.2026 р.).

Ступінь обґрунтованості наукових положень, висновків і рекомендацій. Обґрунтованість наукових положень забезпечується використанням системного, історико-логічного, структурно-функціонального, інституційного, компаративного, нормативно-правового, поведінкового, портфельного, економіко-статистичного, фінансового та мікроструктурного аналізу. Теоретичну базу сформовано на основі положень портфельної теорії, поведінкових фінансів, теорії ринкової мікроструктури, інституційного аналізу та фінансів домогосподарств.

Інформаційна база охоплює наукові праці українських і зарубіжних авторів, законодавчі та нормативні акти України, матеріали НБУ, НКЦПФР, Міністерства фінансів України, Державної служби статистики України, OECD,

ESMA, IOSCO, SEC, FINRA, Світового банку та інших інституцій. Позитивно оцінюється використання міжнародних порівнянь, офіційної статистики щодо ОБДП і депозитарного обліку, а також авторських розрахунків.

Повнота викладення матеріалів досліджень в опублікованих працях. Основні положення та результати дисертаційного дослідження відображено в 10 наукових публікаціях автора, у тому числі у 4 фахових виданнях України, 1 статті у міжнародному виданні та 5 публікаціях у матеріалах і тезах доповідей наукових конференцій. Результати дослідження пройшли апробацію на міжнародних і всеукраїнських наукових заходах, що свідчить про достатній рівень ознайомлення наукової громадськості з основними положеннями дисертації.

Аналіз структури і змісту дисертації. Структура дисертації є логічною та відповідає загальноприйнятим вимогам до наукових робіт такого рівня. Дисертація складається із анотації українською та англійською мовами, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 333 сторінки, з яких основний зміст викладено на 248 сторінках друкованого тексту. Дисертація містить: 74 таблиці, 25 рисунків, 10 додатків, список використаних джерел складається із 227 найменувань.

У першому розділі досліджено еволюцію поняття «роздрібний інвестор», визначено його місце у сучасній структурі фондового ринку, сформовано структурно-логічну модель економічного механізму та систематизовано методологічні підходи до оцінювання ефективності діяльності роздрібного інвестора. Вагомим елементом розділу є формалізація авторської методики аналізу значних ордерів за даними Level II.

У другому розділі проаналізовано інституційну архітектуру та регуляторне забезпечення доступу роздрібних інвесторів до фондового ринку України у порівнянні з міжнародною практикою; досліджено інвестиційні стратегії та профілі інвесторів; проведено діагностику ефективності функціонування економічного механізму роздрібного інвестора. Практично значущими є

розрахунки ROI*, деталізація грошових потоків за ОВДП, використання XIRR, аналіз транзакційних витрат і розгляд Level II на прикладі акцій AAPL.

У третьому розділі обґрунтовано напрями оптимізації управління ризиками та дохідністю в діяльності роздрібного інвестора, запропоновано цифровий контур фінансової інклюзії, розглянуто індивідуальний інвестиційний рахунок, здійснено міжкраїнний кореляційно-регресійний аналіз зв'язку фінансової грамотності з використанням ощадно-інвестиційних продуктів та сформовано національну модель економічного механізму роздрібного інвестора в умовах відновлення.

Загалом структура роботи є виваженою, а зміст логічно впорядкованим та підпорядкованим досягненню поставленої мети.

Мова та стиль дисертації. Дисертаційна робота написана державною мовою. Її зміст у повній мірі відображає наукові результати дослідження. Дисертація написана науковим стилем, викладена в чіткій логічній послідовності та відповідає вимогам до наукових праць такого типу.

Відповідність тексту дисертації вимогам академічної доброчесності. Аналіз тексту дисертації Земцова Сергія Борисовича засвідчив відсутність ознак порушення автором вимог академічної доброчесності. Дисертаційна робота містить посилання на джерела інформації і відповідає нормам законодавства про авторське право і суміжні права.

Питання для дискусійного обговорення та недоліки дисертації щодо її змісту та оформлення. До основних положень, які, на наш погляд, є питанням наукової дискусії, належать такі:

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.

Загальний висновок Дисертаційне дослідження Земцова Сергія Борисовича на тему «Економічний механізм діяльності роздрібного інвестора на фондовому ринку в умовах цифровізації» є завершеним, самостійним дослідженням, містить низку нових, актуальних та достовірних результатів. Наукові положення, висновки та рекомендації, зазначені в роботі, достатньо повно викладено в опублікованих здобувачем наукових працях.

У дисертаційному дослідженні порушення академічної доброчесності не виявлено.

Дисертація відповідає «Порядку підготовки здобувачів вищої освіти ступеня доктора філософії та доктора наук у закладах вищої освіти (наукових установах)», затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 23 березня 2016 року № 261, наказу МОН України № 40 від 12 січня 2017 року «Про затвердження Вимог до оформлення дисертації» 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, а її автор - Земцов Сергій Борисович – заслуговує на присудження ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 «Економіка» з галузі знань 05 «Соціальні та поведінкові науки».

Рецензент:

доцент кафедри економіки та фінансів

ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК»,

кандидат економічних наук

Олеся АНАНЬЄВА



Підпис _____ засвідчую
Директор департаменту _____ (національного закладу)
"Університет економіки та права "Крок"
_____ ПІЛАНЮК
"05" "08" 2026 р.

